

總結

醫藥板塊已經大致消化早期的高估值及負面政策預期，加上在老齡化的趨勢下，市民對醫藥的確定性無可置疑。在帶量採購的政策下，市場普遍認為雖然總量在增加，但是使用醫保的領域在價格上仍然大幅度受到限制，就經濟公式（Total Revenue總收益 = Price價格 X Quantity數量）而言，總收益的總量依然呈穩定增長。長遠一點而言，日本自90年代開始GDP增速開始大幅減慢，而人口老齡化問題亦日趨嚴重，促使醫藥滲透率快速提升。考慮到當時的日本股票市場主要仍為下跌格局，不過醫藥板塊反之卻節節向上，有關企業紛紛錄得業績增長，對標中國亦正在經營有關階段，因此對醫藥行業未來走向仍有信心。

看好板塊原因：

- 1) 醫藥板塊本身不受周期因素影響，在現時市況有避險作用。
- 2) 政策風險大致消除，現時處於估值低位水平。
- 3) 美聯儲對全球經濟復蘇的預期提前。

建議關注：

- 一. 創新藥，如 (CXO, Contract X Organization)，即醫藥合同外包服務
 創新藥行業估值在底部區間運行，疊加2022下半年市場情緒預料持續回暖復蘇。
 留意產品商業化能否快速放量，以及國際化臨床研究和海外藥企的產品合作。

藥明康德(2359.HK)

- 公司業務範圍涵蓋化學藥研發和生產、生物學研究、臨床前測試和臨床試驗研發、細胞及基因療法研發、測試和生產等領域。

信達生物(1801.HK)

- 公司業務範圍涵蓋致力於開發、生產和銷售用於治療腫瘤、代謝疾病、自身免疫等多個疾病領域等重大疾病的創新藥物。

資料來源：藥明康德、信達生物公司網頁、研究部

醫藥板塊

醫藥行業近年(2019年至今)的趨勢脈絡

時期／因素：	行業	政策	資金
2019年 至 2020年	疫情帶動需求 (細分行業如創 新藥、創新疫苗 及連鎖醫療服務)	1) 帶量採購 → 淘汰弱者，強者 愈強	1) 基金醫藥持倉提升 2) 以醫藥為投資主題 的基金規模增加 3) 外資 流入
2021年		2) 個人醫保 帳戶改革 → 推進行業整改 3) 集中採購 → 延伸至更多細分 行業 (如體外診 斷及醫保以外之 領域)	1) 基金醫藥持倉下降 2) 以醫藥為投資主題 的基金規模減少 3) 外資流出
2022年	在 政策拉動 下， 藥企龍頭競爭力 更強，小型企業 遭淘汰	投資者對歷年政策的負 面因素大致消除， 政策 面由負轉正 ： ① 中藥行業扶持 ② 國企改革	醫藥基金大致穩定， 留意外資配置變化



行業基本面 + 政策 + 資金 + 消費醫藥普及率提升 + 板塊估值低

板塊回顧：

由於估值受嚴重擴張、政策面的收緊，疊加新能源板塊轉強資金被持續抽走等因素紛紛影響市場投資情緒，醫藥板塊第一季明顯較弱。

2016年以來上市的醫藥公司市值Top 5

排序	名稱	上市日期	當前市值	相對發行價漲跌幅
1	藥明康德 (2359)	2018-12-13	3507	281%
2	藥明生物 (2269)	2017-06-13	3257	1024%
3	京東健康 (6618)	2022-12-08	1893	-16%
4	百濟神州 (6160)	2018-08-08	1407	-4%
5	翰森製藥 (3692)	2019-06-14	912	9%

不過，今年隨著經濟復蘇的環境，加上政策面如集中採購、醫保目錄更新及談判持續，以及部分省市醫療服務價格調整的落地，下半年政策延續機會大，考慮到現階段醫藥板塊的基本面穩健，現階段可開始關注。

政策：

1) 國企改革邏輯

- 今年為三年國企改革的最後一年，自2019年至今醫藥板塊中已有22間國企發佈過股權激勵方案，而國企近年的積極併購整合亦預料可以推動公司未來經營業績及盈利。

2) 醫療服務價格改革

- 今年國家藥物監管局重點強調，各省需要在6月底前訂立醫療服務價格調整機制，並在年內進行一次相關評估，預料**下半年部分省市醫療服務價格或出現調整**。

細分行業：

1) 政策推動 — 中藥

由於中藥行業獲國家政策大力支持，中藥的審批進度明顯加快。2021年合共有12個中藥新藥獲批上市，遠高於2017年至2020年的水平。

- 申報上市及申請作臨床試驗新藥數量分別為**10個和48個**，以上兩個數字均創出年度新高。審批時長整體亦呈現下降趨勢。

自去年4月至今，200多個中藥配方顆粒獲得國家標準監管。在藥材價格上漲及標準提升等因素拖累成本大幅走高。

- 根據相關醫院反映的資料顯示，有部分配方顆粒價格上漲超過一倍。

事實上，去年11月1日國家藥監局表示將會結束中藥配方顆粒試點工作，政策亦會放寬更多中醫院使用中藥配方顆粒。另一方面，國家醫保局亦在去年12月30日發佈的《關於醫保支持中醫藥傳承創新發展的指導意見》規定中提及，中醫療機構不需要實行按疾病診斷相關分組（DRG）付費，即意味著**醫療機構中藥製劑在符合條件下可以納入醫保計劃**，對有關板塊的利好消息不斷。



資料來源：研究部

2) 創新藥

2021年初以來，創新藥行業受到以下因素影響：

A. 中國

2021年7月，國家藥品監督管理局藥品審評中心CDE頒佈《以臨床價值為導向的抗腫瘤藥物臨床研發指導原則》中，對藥物企業的創新及研發能力迎來更高的要求。其中，多次強調新藥研發要以患者提供作優先，同時明言市場上有太多管線重複的新藥研發，指出藥企欠缺創新思維。

- ① 醫療政策不斷變化，對藥物市場帶來更多未可控風險。
- ② me-too類藥物（已具有知識產權的藥物，其藥效和同類藥物相若）的大量推出。

B. 外圍

- ① 美國食品藥品監督管理局FDA的藥物審批政策明顯收緊，中國產創新藥在海外上市之路難行。
- ② 經濟轉弱融資環境惡化，創新藥物企業欠資本支持。



資料來源：MoneyDJ、Yahoo 財經、研究部

不過，隨著藥企開始積極將其自有產品於海外申報，其中百濟神州（6160）的澤布替尼、傳奇生物的CARVYKTI亦陸續在美國成功上市。除此之外，現時更多中國藥企聯合海外藥企（授權合作license-out）在國際市場推出自家藥品，憑藉海外藥企熟悉海外監管及市場規則，對國內藥企國際化有一定助力，預料未來陸續有更多中國產創新產品在海外申報下獲批。

資金面：

(I) 外資

外資一般被視為擁有長線定價權的資金。

回歸歷史，外資自從2016年開始買入有關股份，而在2018年中國金融市場的進一步開放後，進一步擴大了外資對該板塊的支持。其後在中央對教育行業出手打壓的政府陸續出台後，外資對該板塊的熱度開始退卻。觀察到今年醫藥基金變化大致穩定，後市仍需留意外資在該板塊配置上的變化。