

2025 年 8 月 4 日

中国创新药产业迎来价值重估

民银国际研究团队

分析师：朱倩岚

电 话：+852 3728 8029

Email: vickyzhu@cmbcint.com

相关研究报告

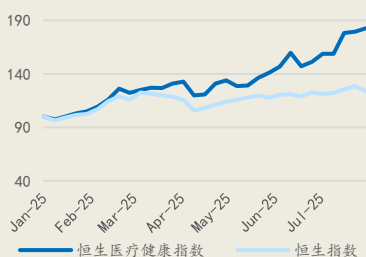
医药月报（第 3 期）：药品单独征税在即，关注创新药 - 20250509

医药行业研究：特朗普降低美国药价将触动利益集团 - 20250513

民银国际医药月报（第 4 期）：中国创新药板块国际化进程加速 - 20250603

民银国际医药月报（第 5 期）：医保支持创新药产业高质量发展 - 20250702

行业走势



资料来源：Bloomberg、民银国际

报告摘要

行情回顾：1) 2025 年 7 月恒生综合行业指数上涨 4.5%，恒生医疗保健指数上涨 22.8%，7 月涨幅行业第一，2025 年至今涨幅第一。截止 7 月 31 日医药行业市值占比 6.1%，持续上升。子板块中 CXO 和生物科技上涨较多，分别为 34%和 28%，其次为制药（21%）和医疗器械（21%）。在资金流向方面，港股南向资金净买入从去年年底开始逐月放大，虽然 5 月和 6 月港股通南向净买入较少，但 7 月的净买入回升至 1300 亿。2) 7 月沪深 300 指数上涨 3.5%，医药生物（申万）指数上涨 13.9%，跑赢市场 10.4 个百分点。13 个医药子行业（申万）中，涨幅最高的是医疗研发外包（33.8%），其次有原料药（19.6%）、化学制剂（17.6%）和其他生物制剂（16.3%）。

本月行业观点：我们认为，国内的医保政策支持与海外价值认可双主线逻辑将支撑中国创新药行情的持续。近期，国家医保局连续组织了五场医保支持创新药械系列座谈会，邀请政府部门国家医保局医药管理司、医药价格和招标采购指导中心、价格招采司、大数据中心等，还邀请了医药企业、高校科研院所、医疗机构、医药类投资公司、保险公司、金融机构和地方政府代表等，讨论一系列措施如何落地。五场座谈会主题分别涵盖“对创新药械开展医保综合价值评价”，“医药领域新技术新产品研发、应用、投资”，“医保数据服务创新药研发和上市后真实世界研究”，“创新药研发现状、难点、发展方向”，“投资如何更好支持创新药械”等。继 6 月底《支持创新药高质量发展的若干措施》出台后，7 月 1 日医保局就发布了目录调整工作方案、申报指南等落地细则后，国家医保局还明确了“新药首发价格机制”，设置创新药的价格稳定期和挂网流程鼓励创新药市场推进。本月的重大医药 BD 包括，中国生物制药收购礼新、石药集团 GLP-1 资产 License-out、恒瑞医药将呼吸系统创新药以 5 亿美元首付款授权给 GSK 等。

风险提示：市场回顾数据不代表未来市场走势；行业政策、公司基本面变动等因素可能会造成股价变动。

目 录

一、行情回顾.....	3
二、行业数据更新	4
三、行业新闻整理	6
四、风险提示.....	8

一、行情回顾

港股医药板块表现

2025 年 7 月恒生综合行业指数上涨 4.5%，恒生医疗保健指数上涨 22.8%，跑赢市场 18.2 个百分点，7 月涨幅行业第一，2025 年至今涨幅第一。截止 7 月 31 日医药行业市值占比 6.1%，持续上升。子板块中 CXO 和生物科技上涨较多，分别为 34%和 28%，其次为制药（21%）和医疗器械（21%）。

图 1：恒生综合指数一月表现

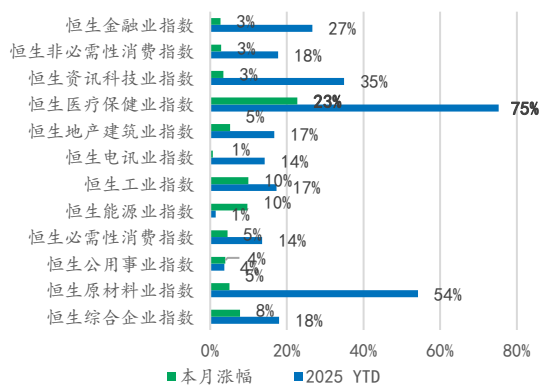
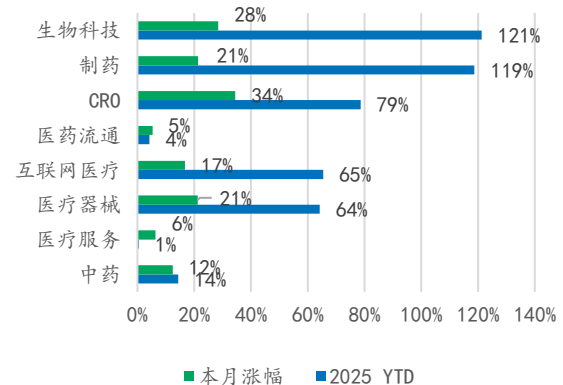


图 2：医药子板块一月表现



数据来源：Bloomberg，民银国际

数据来源：Bloomberg，民银国际

从子板块估值来看，2025 年低于 0.5 倍 PEG 的子板块为医疗器械，大部分子板块处于 0.5-1.0 倍 PEG 区间。2026 年处于 0.5-1 倍 PEG 区间的为中药、医疗服务和医药流通，处于 1.0-2.0 倍 PEG 的为 CRO，估值高于 2 倍 PEG 的为制药和互联网医疗。

图 1：医药子板块 2025 PE/EPS 增速

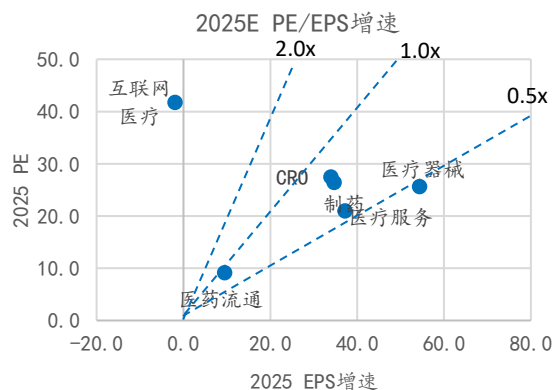
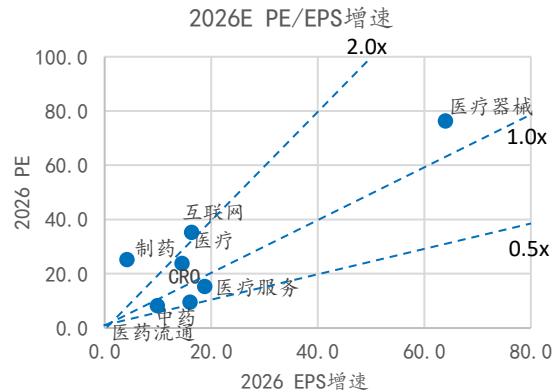


图 2：医药子板块 2026 PE/EPS 增速

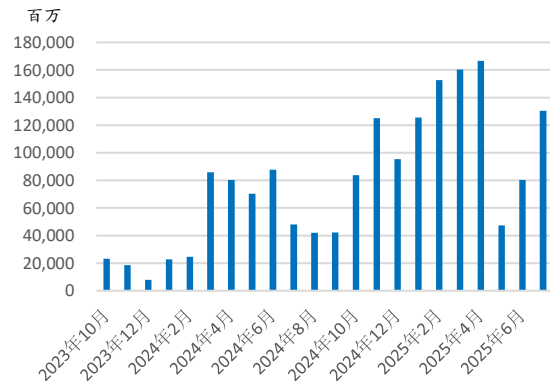


数据来源：Bloomberg，民银国际

数据来源：Bloomberg，民银国际

在资金流向方面，港股南向资金净买入从去年年底开始逐月放大，虽然 5 月和 6 月港股通南向净买入较少，但 7 月的净买入回升至 1300 亿。

图 1：港股通南向净买入（百万元）



数据来源：Choice，民银国际

图 2：7 月医疗行业南向资金变化前十

南向持仓增长前十				南向持仓减少前十			
代码	公司名称	5月30日		代码	公司名称	5月30日	
2587	健康之路	17.7%		3347	泰格醫藥	-8.5%	
2522	一脈陽光	8.2%		2453	美中嘉和	-1.9%	
314	思派健康	7.5%		2158	醫渡科技	-1.8%	
2157	樂普生物-B	7.0%		1789	愛康醫療	-1.7%	
1877	君實生物	6.0%		1541	宜明昂科-E	-1.7%	
6821	凱萊英	5.4%		9966	康寧傑瑞製	-1.7%	
9688	再鼎醫藥	5.1%		2171	科濟藥業-E	-1.6%	
2172	微創腦科學	4.9%		6078	海吉亞醫療	-1.6%	
1276	恆瑞醫藥	4.5%		9939	開拓藥業-E	-1.5%	
3759	康龍化成	4.1%		2273	固生堂	-1.5%	

数据来源：港交所，民银国际

A 股医药板块表现

7 月沪深 300 指数上涨 3.5%，医药生物（申万）指数上涨 13.9%，跑赢市场 10.4 个百分点。13 个医药子行业（申万）中，涨幅最高的是医疗研发外包（33.8%），其次有原料药（19.6%）、化学制剂（17.6%）和其他生物制剂（16.3%），下跌的子行业只有线下药店（-2.3%）。

二、行业数据更新

医保数据

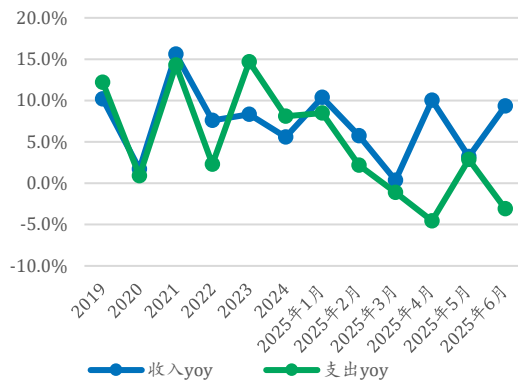
国家基本医疗保险月度数据统计会有波动，仅作参考。

2025 年 1-6 月收支结余水平与往年相当，不含生育保险的总支出增速为-0.7%，生育保险支出同比增长 20.5%。2025 年 1-6 月基本医疗保险（含生育保险）收入 14786 亿元，同比增长 6.5%，其中职工基本医疗保险收入增长 5.9%，城乡居民基本医疗保险收入增长 7.4%。基本医疗保险（含生育保险）支出 11776 亿元，同比增长 0.3%，其中职工基本医疗保险支出增长 4.4%，城乡居民基本医疗保险支出减少 4.4%。

2025 年 6 月基本医疗保险（含生育保险）收入 2491 亿元，同比增长 9.3%，其中职工基本医疗保险增长 5.8%，城乡居民基本医疗保险增长 15.4%。基本医疗保险（含生育保险）支出 2333 亿元，同比减少 3.1%，其中职工基本医疗保险

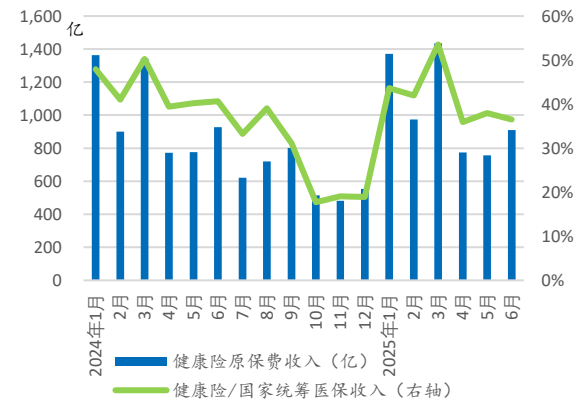
增长 2.1%，城乡居民基本医疗保险减少 9.4%。

图 1：基本医疗保险收入和支出增速



数据来源：国家医保局，民银国际

图 2：商业健康险收入



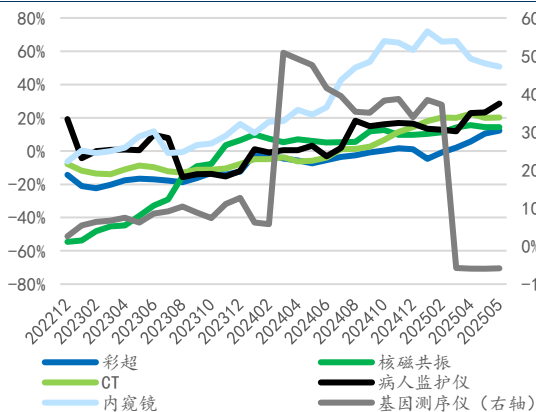
数据来源：国家金管局，民银国际

商业健康险方面，2025 年 6 月原保费收入 909 亿元，略有下滑，占国家医保统筹基金收入的 36%，年初占比高，目前略微下滑，2023 和 2024 年占比平均分别为 28%和 35%。

海关数据

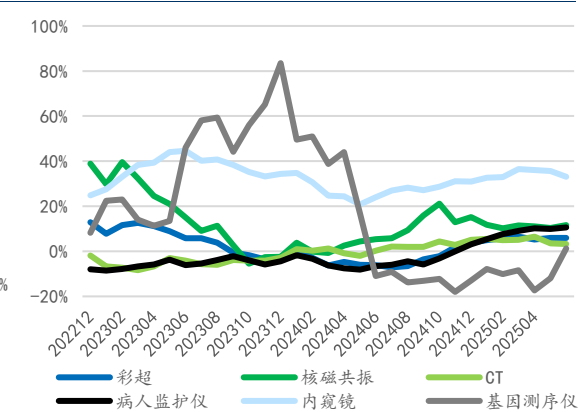
海关出口数据月度间较为波动，海关出口数据并不等同于业绩仅作参考。从海关出口数据来看，心电图记录仪、彩色超声波诊断仪、核磁共振、CT、病员监护仪、内窥镜从 2024 年下半年开始数量和金额均加速增长，其中内窥镜的数量和金额增速较高。

图 1：医疗器械出口数量 12 个月滚动增速



数据来源：海关数据，民银国际

图 2：医疗器械出口金额 12 个月滚动增速



数据来源：海关数据，民银国际

三、行业新闻整理

7月24日，国家医保局在国新办举行的发布会上明确提到：集采不再以简单的最低价作为参考，报出最低价的企业要公开说明报价的合理性。第十一批集采开战在即，这个新规定有望解决国家药品集采无底线内卷的顽疾。会议上明确提出，第十一批药品集采将坚持“稳临床、保质量、防围标、反内卷”四大原则。

7月30日，特朗普宣布了一项新的医疗科技发展计划，旨在利用AI等技术，构建一个以患者为中心，更加智能、安全、个性化的医疗生态系统。在当天举办的“让医疗科技再次伟大”会议上，美国总统特朗普、美国卫生与公共服务部（HHS）部长小肯尼迪、美国医疗保险和医疗补助服务中心（CMS）负责人 Mehmet Oz、白宫AI和加密货币事务负责人 David O. Sacks 悉数到场。亚马逊、苹果、谷歌、OpenAI、Anthropic、克利夫兰诊所等60多家科技和医疗保健领域公司承诺共同推进，并在2026年第一季度交付成果。具体来看，这一计划主要分为两方面工作：推广CMS互操作性框架和提升个性化工具的可用性。目前，克利夫兰诊所、CVS Health、Intermountain、Providence、Aetna、Elevance Health等医疗健康机构已签署该承诺，支持患者数据访问和交换。

7月31日，央视新闻发布“国家医保局支持脑机接口等新技术进入临床并收费”。国家医保局价格招采司司长王小宁出镜，提到：国家医保局制定了“新上市药品首发价格机制”。这是国家医保局第一次在官方场合确认新药首发价格机制的存在。此前2024年初，业界曾流传一份《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制》的征求意见稿，引发业界轰动。但这一征求意见稿的原则似乎并未在当年的医保价格谈判中体现出来。这一次，国家医保局明确了“新药首发价格机制”已经制定完成，而且不仅针对化药，应该还包括生物药和中成药。王小宁表示，医保局将从两个方面入手：“一个是设置创新药的价格稳定期，还有一个是从挂网流程鼓励创新药在市场的推进。”在政府部门支持下，药企在创新药定价的话语权或迎来历史性改变。

近期，国家医保局连续组织了五场医保支持创新药械系列座谈会。随着《支持创新药高质量发展的若干措施》的公布，一系列措施如何落地，成为市场关注热点。一系列会议密集邀请医药企业、高校科研院所、医疗机构、医药类投资公司、保险公司、金融机构和地方政府代表等，展开多轮深度对话。同时，一系列座谈会参与的政府部门不仅有国家医保局医药管理司、医药价格和招标采购

购指导中心、价格招采司、大数据中心等部门负责人，还邀请相关部门负责人参加座谈。这种深度互动与沟通也体现了积极联动多部门视角，为优化多部门协同支持创新药生态释放了关键导向。梳理五场座谈会主题，涵盖“对创新药械开展医保综合价值评价”，“医药领域新技术新产品研发、应用、投资”，“医保数据服务创新药研发和上市后真实世界研究”，“创新药研发现状、难点、发展方向”，“投资如何更好支持创新药械”等问题展开。

“深圳惠民保”新增质子重离子等创新诊疗项目，覆盖市内、外定点医疗机构。这意味着，购买了 2025 年深圳惠民保的患者在美中嘉和旗下广州泰和肿瘤医院的质子治疗可报销。2025 年度“深圳惠民保”全方位升级，实现“一增、三拓、五降”。其中，“三拓”包括拓展住院自费费用。调整后，包括质子重离子、机器人手术、钇 90 微球等创新药品和创新诊疗项目均纳入保障中。

财政部关于在政府采购活动中对自欧盟进口的医疗器械采取相关措施的通知，财库〔2025〕19 号：根据有关法律法规，经批准，财政部决定在政府采购活动中对部分自欧盟进口的医疗器械采取相关措施。一、采购人采购预算金额 4500 万元人民币以上的医疗器械（具体品目清单见附件）时，确需采购进口产品的，在履行法定程序后，应当排除欧盟企业（不包括在华欧资企业）参与。对于参与的非欧盟企业，其提供的自欧盟进口的医疗器械占比不得超过项目合同总金额的 50%。上述措施不适用于仅自欧盟进口的医疗器械能够满足采购需求的采购项目。二、自 2025 年 7 月 6 日起施行。施行之日前，涉上述措施的采购项目已经发布中标、成交结果公告的，可以继续签订政府采购合同，不执行本通知规定的措施。

国家医保局发布《2025 年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》。除了一年一调整的基本医保目录外，2025 年还将制定第一版《商业健康保险创新药品目录》，主要纳入超出保基本定位、暂时无法纳入基本目录，但创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药，推荐商业健康保险、医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用。据介绍，商保创新药目录由国家医保局组织制定，与基本目录调整工作同步开展。程序与基本目录调整基本一致，但商保专家在对药品是否进入商保创新药目录以及价格协商具有重要决策权。商保创新药目录内药品可不计入基本医保自费率指标和集采中选可替代品种监测的范围，符合条件的商业健康保险保障范围内的创新药应用病例可不纳入按病种付费范围，经审核评议程序后支付。

7月8日，美国众议院中国问题特别委员会致信美国联邦调查局局长 Kash Patel 和美国国家情报总监 Tulsi Gabbard，再次表达对金斯瑞生物科技（GenScript）与美国公司展开新合作的担忧，要求提供金斯瑞及其附属公司百斯杰（Bestzyme）、传奇生物（Legend）和蓬勃生物（ProBio）的最新情报和执法信息。

7月15日，中国生物制药（1177.HK）将以约5亿美元的净代价100%收购礼新医药科技（上海）有限公司。收购完成后，礼新医药将成为中国生物制药全资子公司。2023年5月，礼新医药以5500万美元的近期付款，以及最高达5.45亿美元的潜在开发和商业里程碑付款，将LM-305（抗GPCR5D ADC）的全球研究、开发和商业化独家许可授予阿斯利康。2024年11月，礼新医药以8.88亿美元的首付款和技术转移里程碑，以及最高24亿美元的其他里程碑付款，将LM-299（PD-1/VEGF双抗）的全球开发、生产和商业化独家权益授予默沙东。

7月28日，恒瑞医药发布公告，与GSK达成一项总潜在金额高达125亿美元的License-out合作，覆盖一款处于临床阶段的呼吸系统创新药HRS-9821及多达11个处于非临床阶段的候选项目。恒瑞医药将这些项目的全球独家权利（不包括中国大陆、中国香港、中国澳门及中国台湾地区）有偿许可给GSK。交易结构包括5亿美元首付款，以及在后续选择权行使和开发、注册、商业化等阶段的分阶段里程碑付款。

7月30日，石药集团宣布已与Madrigal Pharmaceuticals就口服小分子激活胰高血糖素样肽-1（GLP-1）受体激动剂SYH2086在全球的开发、生产及商业化订立独家授权协议。根据该协议的条款，石药集团同意授予Madrigal在全球范围内开发、生产及商业化SYH2086的独家授权，同时保留本集团在中国开发和销售其他口服小分子GLP-1受体激动剂产品的权益。石药集团有权收取最高可达20.75亿美元的总代价，包括1.2亿美元的预付款、最高可达19.55亿美元的潜在开发、监管及商业里程碑付款，以及基于SYH2086年度净销售额的高达双位数销售提成。

微创医疗(00853.HK)公告，董事会已获Otsuka Medical Devices Co., Ltd连同其股东，统称（大冢）告知，于2025年7月25日订立若干买卖协议有条件同意向若干买方出售合共290,670,408股本公司股份，买方包括上海上实资本管理有限公司（上实资本）旗下的基金、We’ Tron Capital Limited及公司管理层的投资平台。

四、风险提示

市场回顾数据不代表未来市场走势；行业政策、公司基本面变动等因素可能会造成股价变动。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何庄家活动或投资银行相关的业务关系。