

中國醫療保健產業展望 把握當下與未來機遇

中國醫療保健產業正處於全球結構性增長力量最強勁的交匯點之上 - 人口結構轉型、業界加速創新、研發上的成本優勢，以及日益正面的政策支持，都推動該產業成為中國經濟發展的戰略支柱。

在中國，醫療保健的重要性已遠遠超過滿足基本民生需求。事實上，該產業是實現「健康中國2030」願景的核心部份，除了有助提升國民壽命及推動創新之外，更是希望幫助中國在高增值的行業內做到真正的自給自足。與此同時，醫療保健產業亦是中國邁向製藥及生物科技價值鏈更高端位置的關鍵，因它不僅讓中國成為全球的藥品生產/代工中心，更是要令中國成為在全球具競爭力的創新療法發源地。

對投資者而言，上述的結構性推動力齊集下，帶來了獨特的投資機遇：該產業不但提供了長期穩健的需求增長，以及透過創新驅動的盈利潛力，並且有望受惠於一個更能平衡成本負擔性與激勵創新的政策環境，而這些因素亦為該產業奠下一個創造長線價值的堅實基礎。

四大長期驅動力

中國醫療保健的長線投資機遇主要由四大結構性力量所驅動：

1. 人口老齡化：中國正步入超高齡社會，多個治療領域需求顯著上升。
2. 加速創新：中國在藥物研發上已由「快速跟隨」走向「同類最佳」與「全球首創」。
3. 研發成本優勢（工程師紅利）：龐大的STEM畢業生供應與具成本效益的臨床試驗體系，為中國形成持久的競爭優勢。
4. 政策平衡：監管重心正由單純控制成本逐步轉向鼓勵創新、對民眾的普及性，以及藥物質量之上。

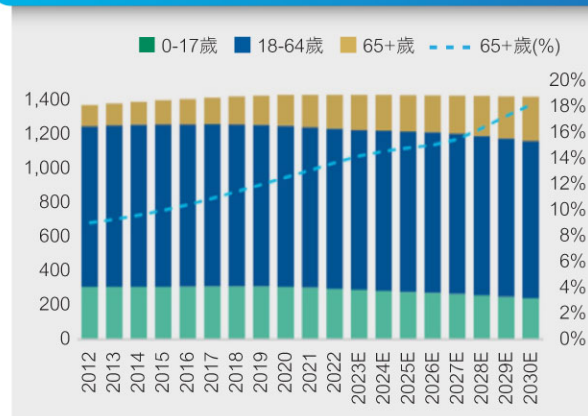
這些驅動力彼此交織，形成一個相互強化的生態系統：人口需求推動創新、成本優勢加速研發生產力，而政策支持則確保創新成果能夠持續性地商業化。

本文將就這四大結構性力量作更深入探討，協助投資者更全面理解中國醫療保健產業未來的投資機遇。

中國的人口老齡化

中國的人口結構轉變，是推動其醫療產業需求面最重要的因素之一。根據聯合國數據，到2030年，中國65歲及以上人口將增至約2.6億人，佔總人口的18%（見圖一）。相比之下，2022年該年齡層的人口不足2億人，僅佔總人口約14%。依據世界衛生組織（WHO）的標準，中國將於2030年正式成為「超高齡社會」；此前，中國自2014年起一直被歸類為「高齡化社會」。

圖一：2030年中國人口年齡結構預測



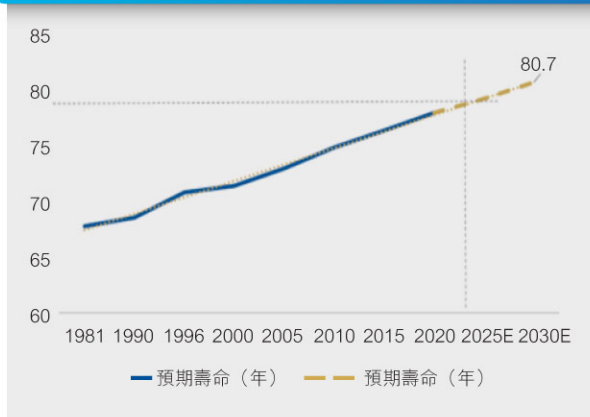
來源：聯合國

隨著人口壽命延長，這一趨勢將進一步加速。中國的平均預期壽命於2024年達到79歲（見圖二），超越「健康中國2030」規劃所設定的目標。與此同時，低出生率意味著人口老齡化將持續主導人口結構變化，進一步擴大醫療需求的基數，並帶來更複雜的醫療保健需求。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

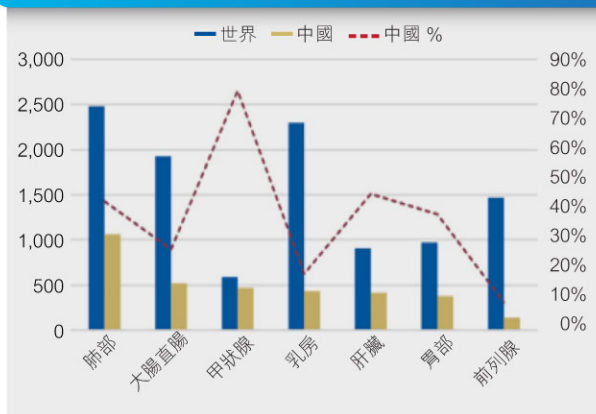
圖二：2024年中國平均壽命預測



來源：國家統計局（NBS）、摩根士丹利研究

這一轉變對醫療體系和投資市場的影響深遠。與年齡相關疾病（如癌症、心血管疾病及慢性阻塞性肺病 COPD）的患病人數不斷上升，將驅動對藥品、醫療設備及醫療服務的長期需求。事實上，中國目前已佔全球癌症發病人數的約四分之一（見圖三），突顯中國的患者群體龐大。這種由人口結構驅動的需求，不僅意味著對現有療法的巨大市場，同時能夠有利於快速地招募患者參與臨床試驗，為中國在創新藥物的開發上提供了獨特優勢，加速創新成果的落地。

圖三：全球 vs 中國主要器官癌症發病率比較



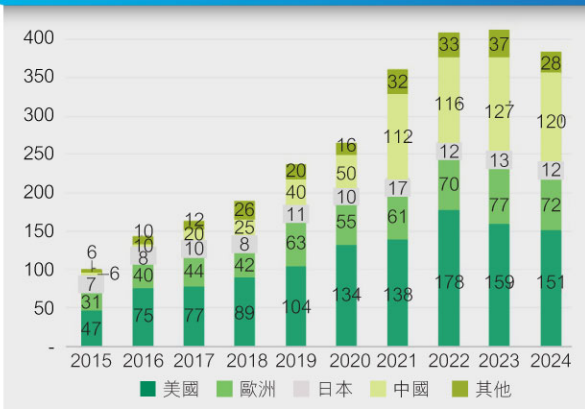
資料來源：穆迪、標普、惠譽及摩根大通估計數字，截至2025年5月底。

加速創新

近年來，中國在製藥與生物科技创新上的迅速進展，或許是所有產業發展中最具變革性的。截至2024年12月，中國企業累計已有 3,575 項創新藥物進入臨床試驗，超越美國之餘，也確立了中國在全球藥物創新領域的領導地位。

從歷史角度來看，中國的製藥研發過去主要集中在「Me-too」與「Me-better」藥物，本質上是對現有療法的漸進式改良。然而，隨著政策取向日益強調臨床價值，加上企業敢於競爭的決心，都推動行業出現明顯轉向，逐步走向「同類最佳」與「全球首創」的創新方向。2015年時，由中國企業研發的FIC藥物進入臨床試驗的數量不足10項，僅佔總研發管線的不到10%；但到2024年，這一數字已激增至120項，佔比超過30%（見圖四）。

圖四：全球FIC創新藥物研發數量



來源：Value Partners、NextPharma®，截至2025年6月

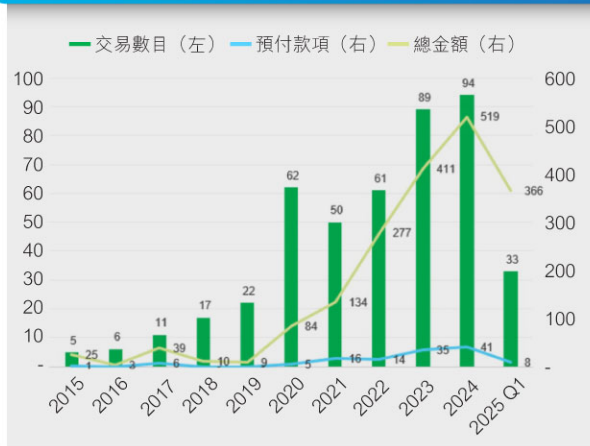
創新的推進已不僅局限於產品開發，亦逐步延伸至全球商業化層面。中國現已成為海外授權交易最活躍的地區之一，其中以美國為最主要的目的地。

2024年，中國生物科技公司共錄得94宗授權輸出交易，總交易金額達519億美元，按年增長26%（見圖五）。其中僅預付款項便達41億美元，按年增長16%。進入2025年首季，這一趨勢進一步加快，共完成33宗交易，較去年同期增長32%，交易金額更激增逾250%。

市場觀望

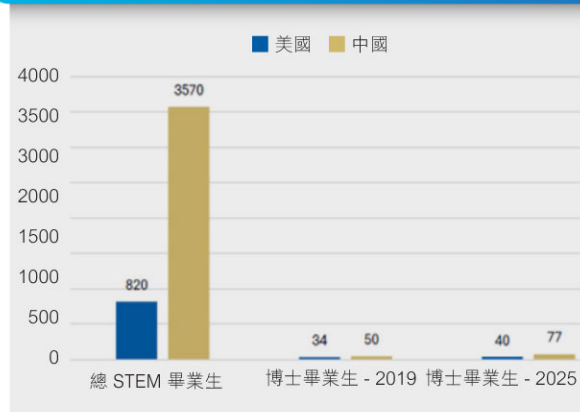
EYE ON THE MARKET

圖五：中國授權輸出交易數量與金額



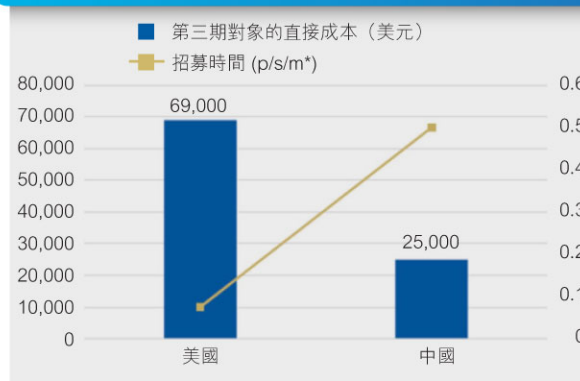
來源：Value Partners、東吳證券，截至2025年6月

圖六：中國在STEM畢業生數目領先全球（千人）



來源：DIA、教育部、美國NCSES、GBI、摩根士丹利

圖七：中國在臨床支出上的成本優勢



來源：DIA、教育部、美國NCSES、GBI、摩根士丹利

這不斷擴大的全球足跡，突顯了國際市場對中國藥物創新的認可，同時亦為企業提供了重要的非稀釋性融資來源，從而降低對國內市場的依賴。

低研發成本（「工程師紅利」）

中國醫療保健行業的一個鮮明競爭優勢，在於其研發成本效率，通常又被稱為「工程師紅利」。這種優勢主要來自兩個結構性因素：

1. STEM人才充裕 - 中國在STEM（科學、科技、工程及數學）畢業生的培養上位居全球首位，畢業生數量更是美國的四倍以上（見圖六）。這為市場提供了穩定且龐大的高質素研究人員、臨床醫師及工程師供應鏈。這不僅大大推動了科研成果的產出，也使得中國在臨床和實驗室環境下的勞動力成本，顯著低於已發展市場。
2. 臨床試驗支出較低 - 在中國進行臨床試驗的成本大幅低於美國，中國典型臨床試驗的支出僅為美國的一半以下（見圖七）。再加上中國龐大的患者群體加快了病人招募的過程，令企業因此能夠以更低成本、更短時間生成可靠的臨床數據。

正式由於上述的人才和成本的優勢結合之下所帶來的效率提升，中國生物科技企業能以更佳的資本效率更快地研發出具有全球競爭力的藥物。

政策取向更趨平衡

監管改革在中國醫療保健產業的發展歷程中，一直是一把「雙刃劍」 - 主因過去在著重壓低成本的同时，卻往往犧牲了企業的盈利能力。然而，近期的發展顯示，政策取向已逐步變得更為平衡，在兼顧藥品可負擔性的同時，亦鼓勵企業創新發展。

2025年3月，國家醫療保障局（NHSA）發布了一份名為《進一步優化藥品採購政策（徵求意見稿）》的檔，突顯政策重心正逐漸擺脫「以最低價中標」的導向。該文件強調藥品質量、供應穩定性及臨床價值的重要性，而非僅僅以價格競爭為唯一考量。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

另一項重要舉措是「商保創新藥目錄」的推出，以補充現行基本醫保下的A、B兩類藥物。簡單而言，這個新的目錄專門涵蓋高成本的創新藥物，例如先進的腫瘤治療藥物及罕見病療法，而這類藥品的保障將由商業醫療保險管道所涵蓋，並藉此逐步建立多層次的支付體系。此舉既能擴大患者對突破性療法的可及性，同時亦不會削弱藥企收回研發成本的能力。今年8月，國家醫保局公佈了2025年國家醫保目錄調整的形式審查結果。首次設立商保創新藥目錄，有121個藥品通過形式審查。

同時，地方政府亦積極響應。北京與上海已率先推出措施，支持創新藥物的高質量發展，加快醫院的入院流程，並擴大

商業保險的覆蓋範圍。這些舉措進一步鞏固了中央政府建設可持續創新生態系統的決心。

對投資者的意義

在眾多結構性的利好因素推動下，中國醫療保健板塊的估值水準依然維持在歷史合理區間。以MSCI中國醫療保健指數為例，目前的前瞻市盈率約為32.6倍（見圖八），大致徘徊在其長期平均水準附近。與其他結構性增長已被充分反映的板塊不同，中國醫療保健行業在人口紅利與創新驅動等強勁因素支持下，其估值仍具吸引力，為投資者提供了不俗的入市機會。

圖八：MSCI中國醫療保健指數前瞻市盈率

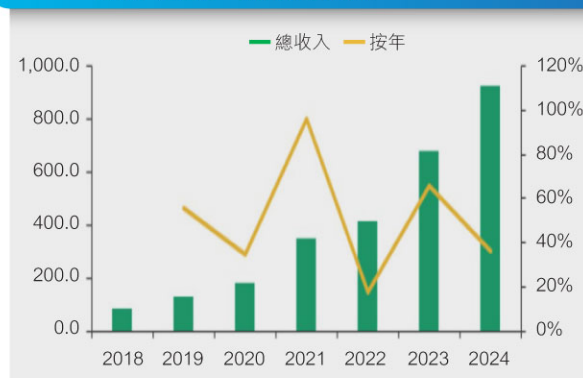


來源：Bloomberg，截至2025年6月30日

在強勁基本面與估值並不昂貴的平衡下，長線投資者得以有望把握一個難得的投資時機，去參與中國其中一個最具韌性的增長故事。

除了估值優勢外，行業財務表現改善同樣值得關注。2024年，內地生物科技公司錄得營業收入人民幣924億元（見圖九），按年增長36%；同時，整體虧損持續收窄（見圖十）。這標誌著行業正迎來關鍵拐點：經過多年高強度的研發投入，商業化成果逐步顯現。展望2026至2027年，在收入持續增長、成本增速放緩以及海外授權收入上升的推動下，行業有望全面實現盈利。這些結構性改善提升了投資者對行業由「承諾」邁向「可持續盈利」的信心。

圖九：中國本土生物科技創新藥物企業營業收入總額走勢（單位：億元人民幣）

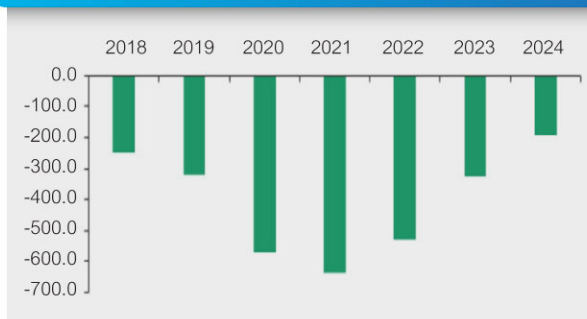


來源：Value Partners, SDIC Securities，截至2025年6月

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖十：中國本土生物科技創新藥物企業歸屬股東的
淨利潤（虧損）總額（單位：億元人民幣）



來源：Value Partners, SDIC Securities，截至2025年6月

展望未來，該行業的增長前景將繼續受到結構性因素的堅實支持。隨著人口老齡化進一步擴大潛在患者群體，以及中國持續在「同類最佳」與「全球首創」療法領域展現創新領導地位，需求將持續擴大。政策層面上，即將出臺的「商保創新藥目錄」有望進一步拓寬高價值治療的可及性，為創新藥商業化建立更可持續的商業化路徑。

與此同時，全球授權合作日益深化，將有助於中國醫療保健產業邁入新階段，實現「創新、盈利與政策協調」三者的共振。對投資者而言，這無疑是亞洲股票市場中最具吸引力的長期投資機會之一。

聲明：以上資料由惠理基金管理香港有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2025年9月18日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡撮，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

新興市場債務：潛在轉折點？

鑑於復甦跡象與不斷變化的全球局勢，新興市場的高收益債券、當地貨幣債券及企業債券領域存在潛力巨大的投資機會。

在經歷了充斥波動、資金外流及強美元的十年後，新興市場債務或許正接近這樣的轉折點。

對於尋求收益與多元化投資的固定收益投資者而言，當前的宏觀經濟環境與地緣政治局勢提供了挑戰與機遇。

鑑於高收益債券及前沿市場債券的息差頗為吸引，結構性改革進展順利，加上多邊支持穩固，適當地選擇佈局新興市場債券的理據愈發充分。

在波動環境下的價值投資機會

如今，新興市場債務中最不容錯過的一個投資領域是前沿市場高收益債券。

其保持相較歷史平均水平寬闊的息差，這為潛在全球衝擊提供緩衝。這些市場通常受到基本因素改善的支持，包括財政整頓、管治改革及與國際貨幣基金組織和世界銀行等多邊機構的合作加深。舉例而言，埃及、肯尼亞及巴基斯坦等國在外部融資與結構性改革方面取得重大進展，這增強了投資者信心。

技術背景同樣利好。很多前沿市場發行人的進入資本市場募集資金受限，導致其債券淨供應量有限。對於願意承擔特殊風險的投資者而言，這種稀缺性，加上高企的名義與實質孳息率，創造有利的風險回報狀況。

戰術性轉變

新興市場中，在高收益債券保持吸引力的同時，投資級別債券的前景亦有轉變。

美國經濟衰退的潛在風險升高，這可能導致美國國債價格上漲，所以，新興市場投資級別債券的相對吸引力已經提高。因此，眾多投資者正戰術性削減對投資級別主權債券與企業債券的低配倉位。墨西哥、印尼及智利等國提供相對穩定的宏觀經濟框架並獲得強而有力的機構支持，令其在避險環境中頗具吸引力。

鑑於復甦跡象與不斷變化的全球局勢，新興市場的高收益債券、當地貨幣債券及企業債券領域存在潛力巨大的投資機會。

在經歷了充斥波動、資金外流及強美元的十年後，新興市場債務或許正接近這樣的轉折點。

對於尋求收益與多元化投資的固定收益投資者而言，當前的宏觀經濟環境與地緣政治局勢提供了挑戰與機遇。

鑑於高收益債券及前沿市場債券的息差頗為吸引，結構性改革進展順利，加上多邊支持穩固，適當地選擇佈局新興市場債券的理據愈發充分。

在波動環境下的價值投資機會

如今，新興市場債務中最不容錯過的一個投資領域是前沿市場高收益債券。

其保持相較歷史平均水平寬闊的息差，這為潛在全球衝擊提供緩衝。這些市場通常受到基本因素改善的支持，包括財政整頓、管治改革及與國際貨幣基金組織和世界銀行等多邊機構

圖一：加息的新興市場國家數量減去降息的新興市場國家數量



資料來源：安本及 Haver，截至2025年9月

貨幣走勢同樣發生轉變。美元漲勢減弱，而新興市場貨幣按實際有效匯率計估值偏低，存在升值空間。這會提高以美元作為基礎貨幣的投資者的總回報，並進一步支持資金流入當地貨幣市場。

具吸引力的利差和美元疲軟可能繼續推動新興市場債券的正回報。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖二：自2024年9月以來的累計回報率（%）



資料來源：安本、摩根大通和彭博，截至2025年9月
過往表現並非未來表現的指標。

地緣政治緊張局勢保持高企。烏克蘭的持續戰爭毫無平息跡象，以色列-伊朗緊張局勢依舊，加上俄中等國的敵對姿態可能考驗特朗普政府的決心，可能導致中東與亞太地區的局勢更加不穩。

結語

雖然存在不確定性，但投資者認為，當前環境為新興市場債務帶來潛在轉折點。具有吸引力的估值、改善中的基本因素，加上轉變的全球宏觀局勢，共同為重新佈局該資產類別提供了有力依據。對於願意作長線投資並承受短期波動的投資者而言，投資者認為，新興市場固定收益在經濟增長放緩與風險千變萬化的世界中，提供提高收益率與分散投資組合風險的難得機會。

基本因素保持穩健

在企業債券領域，基本因素大體保持利好。

雖然全球經濟放緩，但新興市場企業保持低槓桿與高利息償付率的健康資產負債表。很多公司已經利用過往市場准入時期償還債務並降低再融資風險。

值得注意的是，新興市場企業債券市場的淨供應量預計將保持負增長。公司相比於發行新債選擇優先償還債務，這為技術因素提供支持，並有助於在波動時期減輕息差擴闊。雖然營運表現可能受到全球經濟增長放緩拖累，但投資者認為該資產類別的整體信貸質素保持穩固。

逆風即將來臨？

儘管環境改善，但存在若干風險可能破壞新興市場債務的復甦。

最重大風險是貿易戰全面開啟，尤其是中美之間。這一情景可能嚴重影響新興市場出口，並導致對發展中經濟體不利的保護主義政策。

美國經濟衰退雖然可能利好美國國債，但亦會打擊全球風險偏好，並導致新興市場資產的資金外流。同樣地，中國經濟的衰退將表現為經濟增速急劇下降，投資者預期增長不會出現顯著反彈。然而，倘若經濟增長真的大幅反彈，反而會對商品價格構成壓力，尤其是石油一眾多新興市場國家的主要出口產品。

聲明：以上資料由安本香港有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2025年10月17日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。