



凱基睿策系列

解鎖 10%全球GDP 的剛需密碼： 跨越經濟週期的全球醫療投資藍圖

股權策略諮詢部

Equity Advisory, IPS, KGI IWM

2026.8.12

全球醫療行業的重要性

全球經濟中體量重大、防禦性最強、創新動能最足的巨型產業之一

1. 佔全球 GDP 的比重重大

根據世界衛生組織WHO及 OECD 等機構數據，全球每年在醫療保健上的支出已超過 US\$10 – 12tn，約佔全球 GDP 的 9.5%–10%。

- 美國：醫療支出約佔其 GDP 的 17%–18%（單一國家醫療市場規模即接近 4.5 萬億美元）。
- OECD 國家平均：約佔 GDP 的 9.3%。
- 歐盟平均：約佔 GDP 的 10.0%

排名	行業領域 (Industry Sector)	佔全球 GDP 比重	產業特性與定位
1	金融與保險業 Financials & Insurance	20% – 22%	為所有商業活動提供融資、支付與避險
2	製造業 Manufacturing Overall	16% – 17%	含半導體、汽車、化工、機械、等實體商品生產
3	房地產與建築業 Real Estate & Construction	13% – 15%	國民財富的主要形式，大量就業人口，政府調節經濟。
4	批發與零售貿易 Wholesale & Retail	10% – 12%	傳統實體零售、電商、大宗商品批發與供應鏈物流
5	醫療保健 Healthcare	9.5% – 10.0%	巨型剛性需求，抗景氣循環，社會底層支柱
6	資訊科技 IT	5.0% – 5.5%	科技創新主軸，受企業資本支出 (CapEx) 影響
7	石油與天然氣 Oil & Gas	3.5% – 4.5%	地緣政治高度敏感、強週期性、受能源轉型影響
8	汽車 Auto	3.00%	消費耐久財，受經濟週期與供應鏈影響顯著

資料來源: KGI

Healthcare spending vs. GDP per capita, 2024

Current healthcare expenditure per capita is adjusted for differences in living costs between countries but not for inflation. GDP per capita is adjusted for inflation and differences in living costs between countries.

Current health expenditure per capita (int-\$) (current international \$; plotted on a logarithmic axis)



Data source: Global Health Expenditure Database, WHO, via World Bank (2026); Eurostat, OECD, IMF, and World Bank (2026)

Note: GDP per capita is expressed in international-\$ at 2021 prices.

OurWorldinData.org/financing-healthcare | CC BY

全球醫療行業的重要性

全球經濟中體量重大、防禦性最強、創新動能最足的巨型產業之一

2. 成長速度與抗週期防禦特性

- 穩定高於 GDP 增長：全球醫療市場整體複合年成長率（CAGR）長期維持在 5.8% – 9.0% 之間，持續高於全球 GDP 的平均增速（約 2.5%–3.5%）。
- 高爆發細分賽道：
 - 數位醫療與 AI 醫療：CAGR 高達 25% – 37%。
 - 生物製藥與基因工程：CAGR 約 8% – 12%。
- 非週期性（剛性需求）：在經濟衰退期間，消費者可以減少買車、旅遊、換手機，但無法停止看病、吃藥、洗腎或進行急救手術。這使醫療保健成為全球資本市場中最典型的「防禦型資產（Defensive Asset）」

全球醫療行業的重要性

全球經濟中體量重大、防禦性最強、創新動能最足的巨型產業之一

3. 結構性成長驅動因素 (Growth Drivers)

① 人口老齡化 Demographics & Silver Economy

- 統計顯示，一個人一生中**超過 60%** 的醫療支出發生在 **60 歲** 之後。老齡化帶來了對白內障、關節置換、慢性病護理、長期照護的巨大需求
- 全球 65 歲以上人口正在急劇增加 (**日本約 30%、義大利 / 希臘約 25%、美國約 17%、中國 15.9%、韓國約 20%**)

③ 技術突破 Tech & Biotech Innovation

- 開發新市場：GLP-1 **從降糖藥變成減重藥** (如 Novo Nordisk, Eli Lilly)，開闢了千億美元級別的新市場。
- 拓展可治療疾病邊界：基因編輯 (CRISPR)、mRNA 疫苗平台、ADC 抗體偶聯藥物、細胞療法 (CAR-T) 逐步**進入商業化**
- 開發更快、成本更低：**AI 被用於加速新藥研發** (如 AlphaFold 預測蛋白質結構)、醫學影像診斷、手術機器人與醫院自動化管理，極大提升了診斷效率並降低成本

② 慢性病普及化 Prevalence of Chronic Diseases

- 不良的生活作息、飲食結構改變與壓力，導致**糖尿病、心血管疾病、癌症、肥胖症與精神疾病**的發病率在全球顯著上升且趨於年輕化
- 慢性病已是全球死亡主因，佔全球死亡的 **75%** (每年逾 4,300 萬人)，**全球每 9 個成年人就有 1 人患病** (5.89 億人)，相關支出已佔全球衛生支出的 12%
- 慢性病需要長期藥物控制與設備監測，帶來極高客戶黏性與持續性的現金流

④ 新興市場需求爆發 Emerging Market Expansion

- 中國、印度、東南亞及拉美等地區，隨著中產階級崛起與醫療保險覆蓋率提升，民眾對高品質醫療、私立醫院及進口藥物的需求急劇增加

全球醫療行業的重要性

藥物的剛性需求從哪裡來

- 患者最多的6種疾病中，僅糖尿病與肥胖進入藥費前列；致死最多的5種疾病則全數缺席。高血壓 14 億人、缺血性心臟病居全球死因之首，但主力用藥早已仿製藥化，患者與死亡規模因此無法轉換為藥費規模。
- 全球藥費前三大治療領域為腫瘤、免疫、糖尿病，合計佔全球藥品價值 43%，較 2019 年提高 11 個百分點，成長持續向少數高價值領域聚攏。
- 決定藥費規模的不是有多少人生病，而是治療該疾病的藥物是否仍在專利保護期內。

① 患者規模最大的慢性疾病： 慢性病構成製藥業最大的可觸及人口，需求長期、重複、可預測

全球人口約82億人

- **肥胖與過重**：全球25億成人過重（BMI≥25），佔全球成人43%
其中8.9億人達肥胖標準（BMI≥30）
- **高血壓**：全球14億人（30–79歲人口，佔該年齡層33%）
屬慢性病，需終身服藥控制，無法根治。全球僅23%高血壓患者血壓獲得有效控制
- **精神疾病**：全球近12億人
- **糖尿病**：全球8.3億人
屬慢性病，第二型佔絕大多數，超過一半糖尿病患者未用藥
- **慢性腎臟病**：全球7.88億成人，成人盛行率14.2%
- **氣喘**：全球約2.62億人

註：若不限於慢性疾病，全球患病人數前四位分別為口腔疾病（約35億）、視力障礙（22億）、潛伏性結核感染（17億）與聽力損失（15億），但四者的治療皆以器材、手術或公衛介入為主，藥物介入有限。

② 死亡人數最多的疾病

	疾病	藥物治療特性	藥費水準	佔全球死亡比例
1	缺血性心臟病	需終身服藥	低，他汀類、ACEI已全面仿製藥化	~15%
2	中風	需長期二級預防	低，抗血小板與降壓藥為主	~11%
3	慢性阻塞性肺病	長期吸入劑治療	中，部分吸入劑仍在專利期	~6%
4	下呼吸道感染	短期抗生素療程	低，患者痊癒即退出	~4%
5	新生兒疾病	以支持性治療為主	低，藥物介入有限	~3%

③ 全球藥費規模最大的治療領域

治療領域	全球排名與規模	代表藥物
腫瘤 實體瘤與血液腫瘤	2025年約2,880億美元	Keytruda (帕博利珠單抗), 2025年約320億美元
免疫 自體免疫與發炎性疾病：類風濕性關節炎、乾癬、異位性皮膚炎、發炎性腸道疾病	2024年約1,980億美元	Humira (阿達木單抗), Dupixent (達必妥)
糖尿病 以第二型為主	2024年約1,380億美元	司美格魯肽 (GLP-1受體促效劑, Ozempic / Wegovy)
肥胖	2025年約660億美元	替爾泊肽 (GIP / GLP-1雙重促效劑, Mounjaro / Zepbound) · 雙品牌合計365億美元

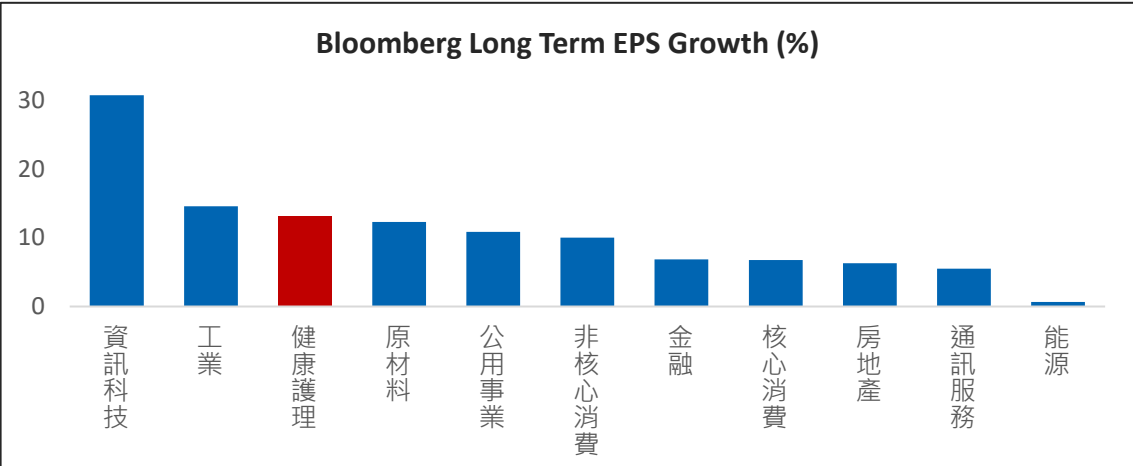
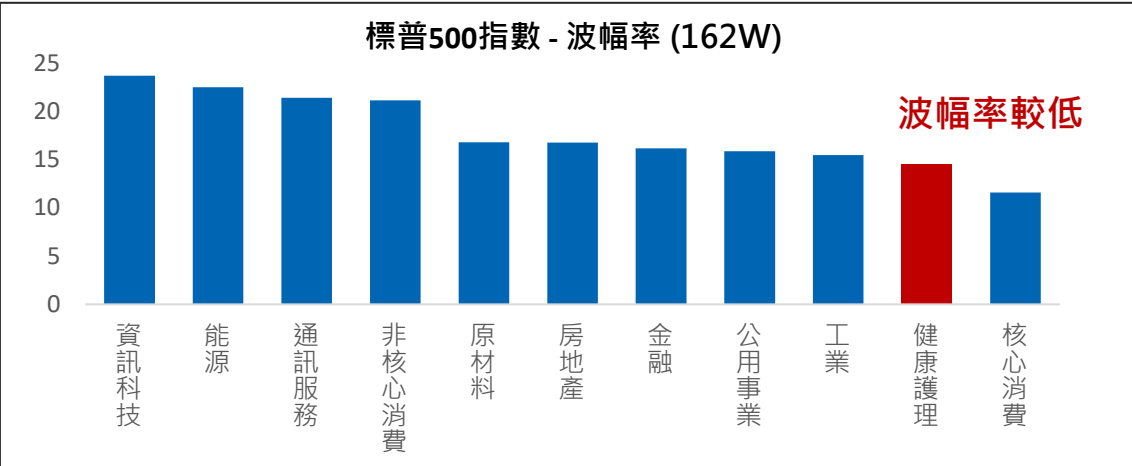
全球醫療行業的重要性 – 分散擁擠的AI交易

全球醫療行業波動率較低，與交易最擁擠的行業的相關性也較低

標普500 行業 - 回報相關性
(3年, 每週)

與最擁擠的行業
相關性較低

	醫療	資訊科技	非核心消費	通訊服務	金融	房地產	工業	能源	原材料	核心消費	公用事業
醫療	1	0.19	0.26	0.21	0.49	0.54	0.50	0.16	0.57	0.45	0.32
資訊科技	0.19	1	0.73	0.67	0.48	0.27	0.62	-0.01	0.41	0.06	0.05
非核心消費	0.26	0.73	1	0.73	0.61	0.37	0.61	0.02	0.49	0.20	0.08
通訊服務	0.21	0.67	0.73	1	0.48	0.17	0.47	-0.01	0.29	0.13	-0.04
金融	0.49	0.48	0.61	0.48	1	0.57	0.80	0.34	0.63	0.38	0.32
房地產	0.54	0.27	0.37	0.17	0.57	1	0.61	0.27	0.63	0.55	0.60
工業	0.50	0.62	0.61	0.47	0.80	0.61	1	0.30	0.79	0.43	0.39
能源	0.16	-0.01	0.02	-0.01	0.34	0.27	0.30	1	0.28	0.20	0.27
原材料	0.57	0.41	0.49	0.29	0.63	0.63	0.79	0.28	1	0.54	0.45
核心消費	0.45	0.06	0.20	0.13	0.38	0.55	0.43	0.20	0.54	1	0.43
公用事業	0.32	0.05	0.08	-0.04	0.32	0.60	0.39	0.27	0.45	0.43	1



全球醫療6個子行業概覽

醫療IT成長最快、生命科學及醫療科技波動最高 - 六大子行業風險報酬特徵各異

子行業	TAM (US\$)	核心驅動因素	未來子行業成長 CAGR	盈利水平 (OP margin)	股價波動程度	首要風險	行業公司例子
1.生命科學工具與診斷 (Life Sciences Tools & Diagnostics) 提供生物醫學上游研發耗材、基因測序儀器、實驗室設備及體外診斷試劑。	~\$220B	研發上游關鍵供應：作為生科研發不可或缺的上游支援角色，基因定序（NGS）與診斷技術賦能新藥開發。 高毛利重複性收益：設備售出後帶動穩定的診斷試劑與實驗室耗材重複採購，貢獻高毛利收益。	中高 (7%-9%)	中高 (20%-28%)	高	生科資本市場波動： VC 與 IPO 收緊，市場流動性下降 客戶研發預算削減： 新創生科砍預算，打擊儀器與試劑銷售	Thermo Fisher Scientific (TMO)、 Danaher (DHR)、Illumina (ILMN)、 Agilent (A)、藥明康德(2359)
2. 製藥與生物科技 (Pharma & Biotech) 研發、生產與銷售處方藥、生物製劑、疫苗及新型療法（如 GLP-1、ADC 腫瘤藥物）。	~\$1.8T	GLP-1 重磅狂潮：GLP-1 減重與降糖藥物掀起全球需求狂潮，開展龐大自費市場。 癌症精準醫療突破：癌症精準醫療（如 ADC、免疫療法）研發持續突破，成為營收成長雙引擎	中等 (6%-8%)	高 (22%-35%+)	藥廠： 中	專利保護到期： 低價仿製藥搶市，營收斷崖式下滑 政府藥價壓制： 政策（如美國 IRA）強制定控價，壓縮研發回報	Eli Lilly (LLY)、Novo Nordisk (NVO)、 Merck (MRK)、Pfizer (PFE)、 Roche (RHHBY)、恒瑞醫藥(1276)
					生物科技： 中		
3. 醫療器械與醫療科技 (Medical Devices & MedTech) 設計與製造診斷設備、外科手術機器人、高階植入物及各類醫療耗材。	~\$600B	高齡耗材剛需：老齡化推升人工關節與心血管高階植入耗材之剛性需求。 微創與手術自動化：達文西等手術機器人與微創技術普及，帶動高單價設備與專用耗材採購。	中低 (6%-7%)	中高 (18%-28%)	器械： 中低	法規審批趨嚴： 新制（如 EU MDR）提高門檻，拉長上市時程 政府集中採購： 集採（如中國帶量採購）壓價，削弱高毛利	Medtronic (MDT)、Intuitive Surgical (ISRG)、Abbott (ABT)、 Stryker (SYK)
					科技： 高		
4. 醫療 IT 與數位醫療 (Healthcare IT & Digital Health) 提供電子病歷、醫療 AI 輔助診斷、遠距醫療平台及醫院資訊管理系統。	~\$400B	人力缺口倒逼轉型：全球醫護人力短缺倒逼醫療機構加速數位化與自動化轉型。 AI 與自動化賦能：生成式 AI 診斷、自動化流程與遠距醫療加速導入，大幅提升營運效率，成長率居冠。	極高 (14%-17%)	中高 (15%-35%)	高	資安與勒索風險： 數據成攻擊標的，恐致系統癱瘓營運中斷 數據隱私合規罰則： 個資洩漏風險高，面臨天價罰款與賠償	Veeva Systems (VEEV)、Doximity (DOCS)
5. 醫療服務與機構 (Healthcare Services & Providers) 提供臨床診療、住院急診、洗腎及長期照護等實體醫療與綜合照護服務。	~\$9.5T	高齡照護剛需：高齡人口增加推升慢性病與長期照護剛性需求。 醫療利用率復甦：手術量與門診利用率顯著復甦，帶動醫療機構服務量能與營收成長。	中高 (8%-9%)	低至中等 (3%-8%)	中高	醫護人力缺口： 結構性缺工，高價派遣推升人事成本 營運成本攀升： 耗材通膨且調價受限，嚴重侵蝕利潤	HCA Healthcare (HCA)、Fresenius Medical Care (FMS)、CVS Health (CVS)
6. 醫療保險/支付方 (Health Insurance / Payers) 提供商業健康保險、管理式醫療計畫及醫療費用理賠與核保服務。	~\$3.8T	醫療支出通膨：醫療通膨與高價重磅新藥帶動總醫療支出持續上升。 保費成本轉嫁：保險機構透過精算定期調漲保費，成功轉嫁成本以維持賠付平衡與利潤。	中等 (6%-8%)	低 (4%-8%)	低	高齡醫療使用率回升： 高齡診療需求增加，推高理賠頻率 高價藥物納保負擔： 重磅新藥（如 GLP-1）納保，推升 MLR	United Health Group (UNH)、 AIA(1299)、Cigna (CI)

新藥研發流程

R&D Timeline, Cost & Patent Lifecycle

研發：平均 10–15 年、投入 US\$10–30 億，每 10 款進入人體試驗的候選藥最終僅約 1 款上市
專利：自申請日「化合物剛被發現、尚未進入人體試驗」起算 20 年，扣掉研發審批後，上市後實際可獨占的時間僅剩 8–12 年

FDA新藥審批流程

階段 Phase	時長	主要目的 / 受試者規模 (Objectives & Sample Size)	試驗成本 (Per-Trial Cost)	階段成功率 (POS)
藥物發現 Discovery	3-6年	識別疾病靶點，從大量化合物或生物分子中篩選少量候選物	屬早期研發支出，通常未單獨計價	—
臨床前 Preclinical	1-2年	體外實驗、動物毒理、藥代動力學、生產工藝及IND(新藥臨床試驗申請)準備	約US\$5–50M	—
Phase I	約1年	約20–100名健康志願者或患者 評估安全性、耐受性、劑量，以及藥物在人體內的吸收、分布、代謝與排泄 (藥代動力學, PK)	單次試驗 約\$4M-25M	約52%
Phase II	約2年	約100–300名患者 評估初步療效、劑量和副作用	單次試驗 約\$13M-20M	約29% (淘汰率最高)
Phase III: 耗資最大、風險最集中	3-4年	約1,000–3,000名或更多患者 大規模驗證療效與安全性	單次試驗 約\$20M-100M + 大型全球試驗可達數億美元	約58%
NDA/BLA 審評 FDA Review	6-12個月起	FDA綜合審查臨床、統計、生產質量及標籤，決定是否批准	行政/申請費用 (相對較小)	約88-90%
合計 Total	約 10–15 年	每 10 款進入人體試驗的候選藥，最終僅約 1 款上市	US\$10–30 億 (含失敗項目攤銷)	累積成功率約 8–10%

原研藥 vs. 仿製藥

Generic Drugs Overview & Regulatory Framework 仿製藥合法性

仿製藥 Generic Drugs

定義:

- 與原研藥 (Brand-name Drug) 活性成分、劑型、規格、給藥途徑、適應症完全相同，且被證明「生物等效」(Bioequivalent 即進入人體後的吸收速度與程度無統計學差異) 的藥物

合法性:

- 完全合法**
- 各主要法域均允許仿製藥企於專利有效期內即完成試驗，屆滿即可上市
- 部分法域另允許主動挑戰原研專利: 如原研提出訴訟後，藥監機關將暫停批准直至爭議解決。因此實際上市日往往取決於訴訟結果，而非專利到期日

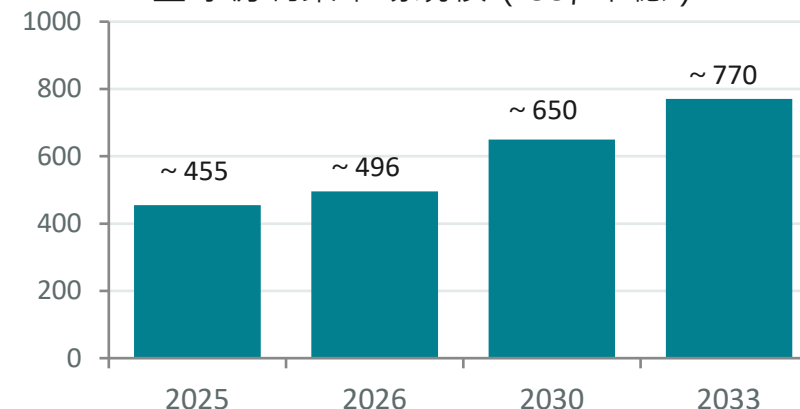
仿製藥的成本優勢:

- 仿製藥可直接引用原研已提交的臨床數據，**毋須重做 Phase I-III**，開發成本僅約 US\$100-500 萬
- 多家進入後價格通常下跌 80-90%**。

專利只在申請的國家有效:

- 專利是國別權利，不是全球權利**。藥企須於各目標市場分別申請、維護及執行，**因此同一款藥在不同國家可能有不同的專利範圍、到期日與仿製藥上市時間**。
- 例如美國專利效力僅覆蓋美國領土。印度藥廠在印度生產、在印度銷售，不構成侵權紅線是出口**：一旦銷往美國，即在美國境內侵權 (美國專利法涵蓋進口)

全球仿制藥市場規模 (US\$ 十億)



Key Growth Drivers

- 專利懸崖 (Patent Cliff):**
2025至2030年間，預估將有2,000-2,300億美元的品牌藥年收入失去專利保護，2025至2030年間為仿制藥與生物相似藥廠商開啟了約2,360億美元的市場機會
- 醫療成本控管壓力:**
各國政府持續推動學名藥替代政策以壓低醫療支出
- 慢性病盛行率上升帶動長期用藥需求**
(心血管、糖尿病、腫瘤等)
- 新興市場滲透率提升:**
新興經濟體的高成長主要來自醫療覆蓋擴大與政府推動的學名藥替代政策
- 製造技術進步:** 使更複雜的劑型 (注射劑、緩釋劑、生物相似藥) 得以量產

原研藥 vs. 仿製藥

Global Patent Lifecycle 專利保護時間

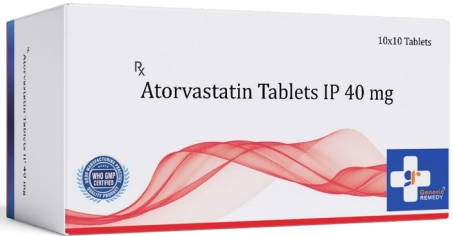
- 專利期自「申請日」起算 20 年，研發越長，可商業化時間越短。
- 上市後有效商業獨占期通常僅剩約 8–12 年，且必須在此期間回收全部投入
- 專利到期日 ≠ 仿製藥上市日，監管獨占期、專利期補償與訴訟為三個變數

國別/地區	原始專利年限	專利可延長	資料鎖定期	上市後獨占上限	藥監局批准前是否先查專利
印度 (India): 保護最弱，仿製最快	20 年 自申請日起算	無延長機制	無資料鎖定期	約 5–10 年 屆滿即失效	否 藥監局只審藥品品質，不看專利
美國 (USA): 訴訟最密集，報酬最高	20 年 自申請日起算	最長 5 年	5 年	14 年	是 須對原研登記的每一項專利逐項表態； 提出挑戰將觸發訴訟，最長凍結審批 30 個月
中國 (China): 門檻在品質，不在專利	20 年 自申請日起算	最長 5 年 2021 年新《專利法》 引入	6 年	14 年	是 設 9 個月等待期供雙方解決爭議
歐洲 (EU) 保護期最長，但到期後沒有其 他阻礙	20 年 自申請日起算	最長 5 年 兒科研究再加 6 個月	10 年 (前 8 年不得引用原研資料， 第 10 年起方可上市)	15.5 年	否 藥監局不看專利，爭議由原研自行提 告
日本 (Japan): 保護期最長，但藥價逐年調降	20 年 自申請日起算	最長 5 年 按實際審批耗時核給， 通常未達上限	8 年 (再審查制度)	無明文上限 實質保護期最長	是

原研藥 vs. 仿製藥

Case Study: Lipitor 全球最暢銷降膽固醇藥物的價格波動

Lipitor (立普妥, Atorvastatin)
全球最暢銷降膽固醇藥物
Pfizer 出品, 1997 年美國上市,
2011 年 11 月專利到期
峰值年銷售 US\$129 億



仿製藥通用名: Atorvastatin
(Lipitor 核心成分)

20mg × 28 片 2026 年現金零售價	美國	英國	中國
原研藥 Brand (Lipitor)	US\$576 (2011 年為 US\$154, 十五年漲 274%)	US\$42 (美國的 1/14)	US\$25 (美國的 1/23)
仿製藥 Generic (Atorvastatin)	US\$16.5	US\$1.1	US\$0.79
原研溢價倍數	35 倍	38 倍	32 倍
定價機制	無藥價管制 藥廠自訂掛牌價, 再私下給中間商回扣換取報銷資格。掛牌價越高、回扣籌碼越大 → 專利到期後仍持續漲價	National Health Service 是唯一買家 原研藥在英國上市時即由政府壓價。藥廠面對的是一個買家而非數百家保險公司, 價格談判結果直接決定能否上市銷售	進醫保須先降價 原研藥須通過國家價格談判才能進醫保目錄, 不談就只能自費銷售、銷量有限
原研的市場地位變化	專利到期後一年, 原研藥銷售額跌 71% 現不到 2% 處方用原研	NHS認成分、不認品牌 原廠已無市場空間	自費及院外零售為主 仿製藥以極低價取得公立醫院絕大部分用量

來自仿製藥的挑戰

上表：印度挑戰全球市場，中國挑戰本土市場 | 下表：專利訴訟三種結果，藥廠均產生財務損失

	印度 India	中國 China
產業定位	全球仿製藥出口中心，「世界藥房」 擁有 670 家美國 FDA 認證工廠，為美國本土以外最多	全球最大原料藥供應國，成品藥主要對內銷售，正往創新藥轉型
主要客戶	美國。FY25 醫藥出口 US\$30.5bn，35% 銷往美國，逾 95% 為仿製藥	中國政府（醫保）。公立醫院藥價由集採招標決定，非市場定價
盈利模式	大量申報、規模化生產、低成本出口；靠量取勝，價格由市場競爭決定	靠集採中標拿量，價格由集採談判結果決定
市場競爭格局	集中。前 10 大出口商拿走逾 60% 出口額，龍頭仍有議價空間	極度分散。無人具備定價權
成長來自哪裡	2025–2030 年美國有 US\$2,000–2,300 億品牌藥失去專利保護 加上往複雜製劑升級（注射劑、吸入劑、生物相似藥）	新藥授權給跨國藥廠（License-out）、ADC、GLP-1 生物相似藥仍在早期：87 款獲批，僅涉 23 個成分
代表企業	Sun Pharma (~US\$60B)、Cipla (~US\$14B)、Dr. Reddy's (~US\$12B)	恒瑞醫藥 (~US\$55B)、石藥集團 (~US\$10B)、中國生物製藥 (~US\$9B)
主要風險	① FDA 檢查風險：被下進口禁令即失去美國市場；② 依賴單一市場；③ 關稅政策不確定性	① 集採逐輪擴大，利潤持續被壓；② 同質化嚴重；③ 創新轉型投入大、回收期長；④ 地緣政治與供應鏈

案例分析：專利藥 vs. 仿製藥 — 對專利藥廠而言，專利訴訟是一場必然虧損的防禦消耗戰

	博弈結果1 專利藥廠敗訴	博弈結果2 專利藥廠勝訴	博弈結果3 雙方和解與授權
案例公司	Amarin vs. Hikma / Dr. Reddy's (Vascepa 心血管用藥)	BMS + Sanofi vs. Apotex (Plavix 抗凝血藥)	Regeneron vs. Biocon / Sandoz (Eylea 眼科用藥)
爭議描述	仿製藥廠主張專利技術並非真正的創新突破，不應受專利保護	Apotex 單方面撕毀延後上市協議，2006年8月搶先推出仿製藥。	Regeneron 同時面對至少5家生物相似藥廠挑戰，訴訟結果不一
博弈結果	2020年3月法院判定六項核心專利（原保護至2030年）全部無效，Amarin上訴失敗，徹底喪失獨家銷售權。	法院3週後核發禁制令，但仿製藥已流入市場；纏訟近6年，2012年終審判定 Apotex 侵權成立。	未經法院終局判決，2025年分別與Biocon、Sandoz達成和解，換取對方確定上市時間表。
財務損失	判決公布股價單日暴跌70%，市值蒸發約35億美元，事後無任何補償。	2006年美國銷售額損失12-14億美元；2012年 Apotex 僅賠付 4.42億美元。	未見單日重挫，損失在2026年仿製藥陸續上市後逐步顯現。
案例意義	單一藥品依賴度過高的公司，專利一旦出問題，公司價值可能在幾小時內大幅縮水，且無預警與補償。	法律「勝訴」不等於財務「零損失」——傷害已造成，賠償金額往往遠低於實際損失。	和解不代表保住市場，只是讓營收下滑時間點變得可預期，衝擊較平緩。
對專利藥廠而言，專利訴訟是一場必然虧損的防禦消耗戰，無論最終勝訴、敗訴或和解均無法避免財務損失，差異僅在於營收受創的速度與衝擊形態。			

AI在全球醫療行業的應用

三大應用場景案例（ISRG / RXRX / TEM）與中外發展模式比較

	應用 1 輔助手術	應用 2 藥物發現	應用 3 精準診斷
公司案例	Intuitive Surgical 直覺外科 (ISRG)	Recursion Pharmaceuticals 瑞科生製藥 (RXRX)	Tempus AI (TEM)
市值規模	~\$1,100億美元	~\$16億美元	~\$110億美元
商業模式	硬體銷售綁定耗材服務：銷售da Vinci 5系統（均價160萬美元）並綁定高毛利耗材與維護合約，重複性營收占比85%。	研發里程碑與授權金：與跨國藥廠簽約收取預付款、階段里程碑金及銷售分潤，目前無自主上市藥物營收。	檢測收費與數據授權：基因檢測服務向醫院及患者收費，同時將去標識化臨床數據授權予藥廠，建立雙向現金流。
AI應用情景	術中即時影像輔助：da Vinci 5整合力反饋與AI影像分析，利用手術資料庫即時預測解剖結構，輔助醫師操作。	化合物篩選與優化：Recursion OS結合自動化濕實驗室與NVIDIA超算，進行靶點發現及臨床前候選分子優化。	基因組數據判讀與建模：AI分析基因與臨床數據，提供腫瘤診斷決策，並建構去標識化數據庫供藥廠研發。
發展階段 & 獲利能力	高利潤成熟期：全球累積逾萬台裝機量，耗材與維護合約提供經常性收入，醫師轉換成本高，競爭者進入門檻高。 26Q2 Net Profit 8.18億美元 (年增19%) ; Operating Margin 28.3%	臨床前研發虧損期：管線藥物尚處臨床階段，無上市產品，無產品銷售收入，需持續投入研發支出。 26Q1 Net Loss 1.18億美元	初次單季獲利轉折：診斷檢測與數據授權兩項業務之合計毛利已超過營運費用之固定成本。 26Q2 Net Profit 560萬美元 (Net Margin 1.5%) 為歷年首度單季GAAP轉盈

中外醫療AI發展對比：中國規模化與商業化速度領先，海外資本驅動與高合規發展審慎

	中國	外國（美國 + 歐洲）
核心模式	政策 + 醫保支付驅動：強調規模化落地與基層覆蓋。以C端超級入口（如螞蟻阿福）串聯「諮詢→掛號→購藥→支付」O2O閉環，AI從服務端切入醫療體系。	資本 + 技術驅動：由創投、科技巨頭與保險公司主導。美國聚焦企業級AI部署與保險效率提升；歐洲強調合規優先與主權雲基礎設施。
監管特色	NMPA三類證 + 醫保支付目錄雙軌並行：截至2026年6月，中國已上市134款三類AI醫學影像輔助診斷軟體。政策明確「鼓勵探索AI輔助診斷在醫保領域的落地應用」。	美國：FDA彈性監管，低風險AI工具免上市前審查； 歐洲：EU AI Act將醫療AI列為高風險，須人為監督與透明度義務，2027年8月全面實施。
商業化速度	最快：臨床開發比歐洲快3倍、成本約一半；中國醫保為全球首個明確將AI診斷納入國家支付體系的國家。	中至慢：美國資本充裕但FDA審查週期較長；歐洲EU AI Act合規要求最高，決策週期最長，商業化節奏最慢。
應用例子	AI健康管家（螞蟻阿福）：上線一個月活躍用戶達3,000萬，連接全國5,000家醫院與30萬名真人醫生。 醫院AI智慧體（北京協和）：已開發110餘項專科智能體，覆蓋罕見病、影像、放療等領域，下沉至30餘省份基層。	保險理賠AI（United Health）：AI預先授權將處方審批從8小時縮短至30秒，預期一年節省近10億美元。 自主AI診療（Flok Health）：全球首個獲歐盟Class IIA認證、能自主完成完整物理治療照護路徑的AI平臺。

驅動股價波動的6大因素 1/3

臨床數據、法規審批、政策控費、專利週期以及總體經濟

1. 臨床試驗數據與研發進展 Clinical Trial Data & R&D Pipelines

- 這是生物科技Biotech與創新藥企Pharma最劇烈的短期股價催化劑Catalysts。
- **數據公佈Readouts:** 臨床一期、二期、三期試驗結果的公佈會引發股價劇烈暴跌或暴漲。若三期數據達到主要終點 (Primary Endpoints)，股價常大幅拉升；反之若未達標，單日跌幅可達 50%–80%。
- **醫學年會發布:** 在 ASCO(美國臨床腫瘤學會)、ADA(美國糖尿病協會)等頂級學術年會上發表的最新臨床數據，會直接引發資金重組。

2. 法規審批與監管決策Regulatory Decisions

- 主管機關(特別是 美國 **FDA**、歐洲 **EMA**)的態度直接決定產品能否合法上市變現。
- **FDA 關鍵時點:** 包含 PDUFA Date (FDA 決定是否批准新藥的目標日期)、諮詢委員會(AdCom)投票結果、審查資格 (如獲得 Breakthrough Therapy、Priority Review 或 Fast Track 認證)。
- **監管警告與合規:** 收到 FDA 的警告信 (Warning Letter)、CRL (Complete Response Letter，拒絕批准信) 或產品召回(Recall)，會引發強烈的拋售潮。

3. 專利崖與 M&A / 授權交易 Patent Cliffs & M&A / Licensing

- **專利懸崖Patent Cliff:** 重磅藥物 (Blockbuster Drugs)專利到期後，仿製藥(Generics)或生物類似藥 (Biosimilars)會迅速瓜分市場，導致原研藥企營收急劇萎縮(如 AbbVie 的 Humira 專利到期)。市場通常會提前 2–3 年反應此預期。
- **併購與授權M&A & BD Deal:** 大型藥企(Big Pharma)為了彌補專利到期後的營收缺口，會溢價收購擁有潛利管道的中小型 Biotech。一筆收購案宣佈常導致被收購方股價當天暴漲 30%–100%。

驅動股價波動的6大因素 2/3

臨床數據、法規審批、政策控費、專利週期以及總體經濟

4. 政策法規、醫療保險與藥價管控 Government Policies & Pricing

- 醫療產業高度依賴政府撥款與保險支付，政策一有風吹草動便會影響股價
- **藥價談判與法規**: 例如美國的《降低通脹法案》(IRA) 授權 Medicare 就專利藥物進行價格談判，會直接壓縮藥企的長期利潤空間。
- **集中採購與支付率調整**: 中國的醫療器械/藥品集採(VBP) 或美國 Medicare 對醫院/門診支付率(Reimbursement Rates) 的調降，會瞬間侵蝕醫療服務與器械廠商的毛利率。
- **大選與政黨主張**: 每逢美國大選年，候選人對「全民健保(Medicare for All)」或「壓低藥價」的表態，往往會對醫療保險公司(如 UNH)及藥企股價形成短期壓制。

5. 醫療需求週期與產品營運表現 Earnings & Product Adoption

- **商業化放量速度**: 新藥上市或新醫療器械(如達芬奇機器人、CGM 血糖儀)獲批後，市場會嚴格追蹤季度銷售額是否符合或超越預期(Beat & Raise)。
- **選擇性手術Elective Procedures復甦**: 醫院與醫療器械股(如 Stryker, Intuitive Surgical)非常依賴擇期手術(如關節置換、白內障手術)的總量變化。
- **醫療賠付率Medical Loss Ratio MLR**: 對於醫療保險公司(Managed Care)，當季投保者的求診與手術率高於預期時，MLR 上升，利潤會受顯著打壓。

6. 總體經濟與資金風格切換 Macro Environment & Rotation

- **利率敏感度(生科股 vs 防禦型藥企)**
- **無利潤生物科技股Early-stage Biotech**: 屬於高風險遠期現金流資產，對利率極度敏感。升息環境下折現率升高、融資成本增加，此類股票往往承受重壓；降息週期則迎來估值修復。
- **大型藥企/醫療服務股Big Pharma/Providers**: 具備強大的現金流與防禦屬性，在經濟衰退或市場恐慌時，常被資金當作避風港(Defensive Plays)。

驅動股價波動的6大因素 3/3

全球六大醫療子行業股價驅動因素與波動程度一覽表

子行業	股價波動程度	核心驅動因素	關鍵追蹤指標 / 事件	行業特徵屬性
1. 生命科學工具與診斷 Life Sciences Tools & Diagnostics	高	(1) 藥企與學術機構 R&D 研發預算 (2) 初創生科公司 Biotech VC 融資熱度； (3) 精準醫療與下一代基因測序 (NGS) 普及	(1) 全球生科融資總額 (2) 大藥企研發費用 (R&D Spend) (3) 耗材與儀器銷售比率	(1) 產業「賣水人」； (2) 生科投融资週期敏感
2. 製藥與生物科技 Biotech & Pharma	藥廠: 中	大藥企：重磅新藥 (如 GLP-1, 腫瘤藥) · 銷售放量 · 專利懸崖 Patent Cliff 應對	(1) 臨床 I-III 期數據 (Readouts) ； (2) PDUFA 日期與 FDA 審批 ； (3) 專利到期日與仿製藥競爭	藥企：現金流穩健 / 高股息
	生物科技: 中	生物科技：臨床試驗數據開獎 · FDA 審批 · M&A 收購		生物科技：高風險 / 高回報事件驅動
3. 醫療器械與醫療科技 Medical Devices & MedTech	器械: 中低	(1) 全球門診與住院手術開刀量 (2) 顛覆性新技術 (手術機器人 · CGM 等) 滲透率 ； (3) 產品迭代與 FDA 510(k) 審批進展	(1) 醫院設備採購預算 (Capex) (2) 耗材臨床使用量與續購率 (3) 區域集中採購 (如中國集採)	(1) 成長型 (2) 高估值與創新驅動
	科技: 高			
4. 醫療 IT 與數位醫療 Healthcare IT & Digital Health	高	(1) 醫療 SaaS 的年度經常性收入 ARR 成長 (2) 醫院 AI 轉型 (生成式病歷 · AI 診斷) 落地 (3) 醫療數據互通性與資安防護需求	(1) 淨客戶留存率 (NRR) (2) 醫院採購決策週期長短 (3) 法規合規與數據隱私政策	(1) 高毛利科技型 ； (2) 高估值 / 對利率與採購週期敏感
5. 醫療服務與機構 Healthcare Services & Providers	中高	(1) 病患就診與手術量增長 (2) 醫護人員薪資與護理代班成本控制 (3) 政府與保險支付率 Reimbursement	(1) 病床翻轉率 (2) 選擇性手術復甦度 (3) 醫療人工成本率	(1) 營運槓桿型 ； (2) 重資產與勞動力密集
6. 醫療保險與支付方 Healthcare Payers & Managed Care	低	(1) 醫療賠付率 MLR 控制 (2) 商業保險與 Medicare 保戶數成長 (3) 政策保費調漲許可與聯邦補貼	(1) 醫療賠付率 (MLR) (2) 總參保人數與續約率 (3) 美國大選 / 政策風向	(1) 經典防禦型 (2) 政策與大選高度敏感

只有臨床數據, 沒有營收, 沒有現金流, 如何給股票估值? 1/4

(1) 早期與中小型生物科技公司 Clinical-Stage Biotech

特點：尚無產品上市、無營業收入、持續研發燒錢、股價高度依賴臨床數據與專利價值

1. 風險調整後折現現金流模型 (rDCF, Risk-Adjusted Discounted Cash Flow)

估值核心：這是生科股最標準、最專業的估值方法。

計算邏輯：預測新藥未來成功上市後的峰值銷售額 (Peak Sales)，然後乘上該藥物臨床試驗成功的機率 (Probability of Success, PoS)，最後再用高折現率 (通常 10%–15%) 折現回當前價值。

典型 PoS 參考值：一期臨床 ~10%–15%、二期臨床 ~20%–30%、三期臨床 ~50%–60%、提交 NDA 審批 ~85%–90%。

關鍵指標：峰值銷售額、專利保護年限、PoS、WACC (加權平均資本成本)。

2. 企業價值 / 管道價值 (Enterprise Value to Pipeline Value)

估值核心：當估算每支單藥過於繁瑣時，機構會計算：帳上淨現金 = 市場給予研發管道 (Pipeline) 的隱含價值。

應用方式：與同類臨床階段 (如同樣處於二期臨床的非酒精性脂肪肝藥物公司) 的同業進行橫向比較，評估其管道是否被高估或低估。

3. 每股淨現金與燒錢率 (EV/Cash Burn 或 Runway Analysis)

估值底線：評估公司當前帳面現金還能維持運營多久 (Cash Runway)，如果現金不足以支撐到下一次關鍵數據公佈 (Data Readout)，公司將面臨股權稀釋 (增發股票) 的風險，這會直接壓低估值。

只有臨床數據, 沒有營收, 沒有現金流, 如何給股票估值? 2/4

(2) 成熟期大型製藥與醫療器械 Big Pharma & MedTech

特點：營收與盈利穩定、擁有商業化產品、研發管線持續迭代。

1. 預期市盈率與 PEG Ratio (Forward P/E & PEG)

預期 P/E：投資者普遍採用 Forward P/E (未來 12 個月預估市盈率)，因為傳統歷史 P/E 無法反映專利到期的影響。

PEG Ratio (市盈率相對盈利成長比率)：淨利潤預期成長率。

MedTech (如 Intuitive Surgical, Stryker) 因成長性較高，市場願意給予較高的 P/E (**30x–50x**)，因此常用 PEG 判斷是否過貴 (**PEG < 2** 通常較合理)。

Big Pharma (如 Pfizer, Bristol Myers Squibb) 因專利懸崖風險，P/E 通常較低 (**10x–18x**)。

2. 分部合計估值法 (SOTP, Sum-of-the-Parts)

估值核心：大型醫療集團 (如 Johnson & Johnson, Abbott, Roche) 通常包含多個業務部門 (製藥、醫療器械、消費者保健、診斷)。

計算邏輯：為各個子部門選擇最合適的估值倍數 (例如：器械部門給予高 P/E，傳統藥品部門給予低 P/E)，分別計算價值後相加，再扣除總部行政成本與債務。

3. 傳統 DCF 模型 (Discounted Cash Flow)

估值核心：用於自由現金流極其穩健的大型藥企與器械龍頭。重點在於對「專利到期後營收斷崖式下跌」以及「新藥補位」做出精確的現金流年化修正。

只有臨床數據, 沒有營收, 沒有現金流, 如何給股票估值? 3/4

(3) 醫療服務與醫療保險 Payers & Providers

特點：重資產營運（醫院）或高周轉率（保險），利潤率較低，受政策與醫療成本率（MLR）影響大。

1. 企業價值 / 未扣利息、稅項、折舊及攤銷前利潤 (EV / EBITDA)

適用對象：醫療機構與醫院營運商（如 HCA Healthcare, Tenet）。

原因：醫院擁有大量固定資產、折舊費用高，且資本結構（負債率）差異大。EV/EBITDA 能剔除資本結構與非現金折舊的干擾，最真實地反映經營效益（業界常以 **8x–12x** 為基準）。

2. 市銷率 (P/S) 與 每個保戶價值 (Price per Member)

適用對象：醫療保險與管理式醫療公司（如 UnitedHealth, Cigna, Elevance）。

原因：保險公司的營收極大，淨利率較低（約 3%–5%）。投資人常使用 P/S（通常在 **0.5x–1.5x** 之間），或計算每擁有一個保險合約用戶，市場給予該公司多少市值估值（Price per Enrollee/Member）。

只有臨床數據, 沒有營收, 沒有現金流, 如何給股票估值？4/4

(4) 醫療資訊科技與數位醫療 Healthcare IT & SaaS

特點：高毛利、高經常性收入（ARR），部分尚處於擴張虧損期。

1. EV / Revenue 或 EV / ARR

適用對象：醫療 SaaS 及平台型公司（如 Veeva Systems, Doximity）。

估值邏輯：與傳統科技 SaaS 類似，重在評估營收增速、客戶留存率（Net Retention Rate）與毛利率。成長率高的醫療 SaaS 往往獲得高達 **10x–20x** 的 EV/Revenue 溢價。

估值方法選擇一覽表

醫療子行業	最核心估值方法	輔助指標/焦點	估值注意事項
無利潤生科（Biotech）	rDCF（風險調整 DCF）	EV / Cash Burn, PoS (成功率)	嚴防現金耗盡與股權稀釋風險
大型藥企（Big Pharma）	Forward P/E, SOTP	股息率、PEG Ratio	必須考慮「專利懸崖」對 P/E 的壓制
醫療器械（MedTech）	Forward P/E, PEG	EV / EBITDA, 營收成長率	手術量復甦進度與高估值消化能力
醫院與醫療服務	EV / EBITDA	床位利用率、病患平均收入	高負債率與醫護人工成本飆升
醫療保險（Payers）	P/E, P/S	醫療賠付率 (MLR)、保戶數	政策風險（如 Medicare 費率調整）
醫療 IT / SaaS	EV / ARR (經常性收入)	Rule of 40, 客戶留存率	醫院採購決策週期長，轉化率是關鍵

KGI Healthcare-30 Basket - 行業估值比較匯總表

Ticker	Name		Price Changes (%)				Last BBG			Sales YoY (%)		EPS YoY (%)		Gross Margin		EBIT Margin		Net Margin		ROE		P/E		P/B		
			1M	3M	YTD	1YR	Price	Tgt	Px	Upside	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷																										
TMO US Equity	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	賽默飛世爾	13.8	32.5	3.5	29.7	599.7	636.4	6.1%	7.4	5.2	9.8	9.6	41.8	42.1	23.5	24.0	19.5	20.1	16.8	16.9	23.9	21.8	3.9	3.6	
DHR US Equity	DANAHER CORP	丹納赫集團	5.2	25.7	-8.5	4.8	209.4	227.0	8.4%	6.7	7.8	9.1	9.2	58.9	59.5	28.8	29.3	23.0	23.3	10.4	10.4	24.6	22.5	2.8	2.6	
2359 HK Equity	WUXI APPTec CO LTD-H	藥明康德	29.5	45.4	103.4	97.8	200.8	213.6	6.4%	27.9	20.1	7.1	16.8	50.8	50.2	43.1	42.6	37.3	36.2	26.2	25.9	24.0	20.5	5.4	4.4	
A US Equity	AGILENT TECHNOLOGIES INC	安捷倫科技	10.7	33.4	9.3	30.3	148.7	158.8	6.8%	7.2	5.7	8.4	8.9	54.5	54.8	26.5	27.3	23.0	23.6	23.8	22.7	24.6	22.5	5.7	4.9	
2269 HK Equity	WUXI BIOLOGICS CAYMAN INC	藥明生物	24.8	43.3	50.6	59.4	47.4	46.2	-2.4%	15.9	17.8	7.0	20.6	45.3	46.0	31.4	32.4	23.6	24.1	10.7	11.6	28.6	23.7	3.0	2.7	
TEM US Equity	TEMPUS AI INC-CL A	Tempus AI	-5.4	13.6	-6.8	-9.5	55.1	60.7	10.3%	25.5	23.4	61.3	117.4	65.2	65.5	-0.4	2.3	-2.5	-0.5	-3.1	4.7	-	-	23.4	25.0	
		Simple Average	13.1	32.3	25.3	35.4			5.9%	15.1	13.3	17.1	30.4	52.8	53.0	25.5	26.3	20.7	21.1	14.1	15.4	25.1	22.2	7.4	7.2	
		Market Cap Weighted Average	13.4	32.6	16.6	32.9			6.5%	10.8	9.0	9.9	13.0	49.6	49.9	27.9	28.3	23.1	23.3	16.2	16.3	23.9	21.6	4.3	3.9	
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技																										
LLY US Equity	ELI LILLY & CO	禮來	3.6	27.4	14.6	93.9	1,232	1,323	7.4%	34.2	15.3	49.8	27.8	83.8	83.7	46.1	50.2	36.7	41.0	82.5	65.6	34.0	26.6	21.6	13.7	
JNJ US Equity	JOHNSON & JOHNSON	嬌生	1.9	18.2	26.5	50.6	261.8	279.3	6.7%	7.4	7.2	7.1	9.8	73.0	73.2	32.9	33.6	27.9	28.4	32.8	33.1	22.7	20.6	7.1	6.3	
ABBV US Equity	ABBVIE INC	艾伯維	-0.0	22.3	8.5	24.8	248.0	277.0	11.7%	10.5	8.8	40.6	15.6	84.2	84.5	47.0	49.6	36.9	39.2	-	147.2	17.6	15.3	-	-	
RHHBY US Equity	ROCHE HOLDINGS LTD-SPONS ADR	羅氏控股	10.7	11.7	11.4	52.9	57.4	59.3	3.3%	2.0	4.8	4.1	7.7	75.7	76.0	35.2	35.9	25.6	26.3	42.5	38.1	18.4	17.1	7.4	6.2	
NVS US Equity	NOVARTIS AG-SPONSORED ADR	諾華	1.8	8.0	13.7	32.3	156.8	158.7	1.2%	4.2	6.4	-1.7	11.1	80.4	80.0	38.3	36.3	29.7	30.7	34.3	36.1	17.8	16.0	6.2	5.6	
MRK US Equity	MERCK & CO. INC.	默克藥廠	6.0	17.6	24.4	63.6	130.9	136.0	3.9%	3.2	4.9	-69.5	248.5	81.1	82.2	17.2	40.1	10.1	33.3	13.1	45.0	47.8	13.7	6.5	5.2	
AZN LN Equity	ASTRAZENECA PLC	阿斯特捷利康	-6.6	-11.2	-13.1	8.6	11,990	15,239	27.1%	7.7	5.6	12.1	11.6	82.3	82.3	32.8	34.1	24.9	26.2	26.8	26.9	15.8	14.1	4.6	4.0	
NVO US Equity	NOVO-NORDISK A/S-SPONS ADR	諾和諾德	-3.5	2.9	-6.2	-4.3	47.7	46.1	-3.4%	-4.1	1.8	-4.2	-3.2	80.5	80.4	41.8	40.3	33.7	30.8	46.8	38.8	14.0	14.5	5.9	5.3	
PFE US Equity	PFIZER INC	輝瑞	11.9	4.8	8.6	10.0	27.1	28.6	5.9%	-0.6	-3.8	-7.6	-2.7	75.0	75.6	34.2	35.1	27.3	27.5	18.1	18.2	9.1	9.3	1.7	1.7	
VRTX US Equity	VERTEX PHARMACEUTICALS INC	福泰製藥	7.9	20.4	15.6	39.9	523.9	565.1	7.9%	10.1	10.2	2.9	11.8	86.1	87.2	41.8	43.1	36.7	36.9	22.6	21.0	27.7	24.8	6.0	4.8	
REGN US Equity	REGENERON PHARMACEUTICALS	Regeneron Pharm.	21.6	13.4	4.7	48.0	808.1	841.4	4.1%	17.4	9.3	21.1	9.3	84.3	84.7	36.2	37.3	34.3	34.4	15.3	15.4	15.1	13.8	2.4	2.2	
1276 HK Equity	JIANGSU HENG RUI PHARMACEUT-H	恒瑞醫藥	-1.3	-11.4	-17.9	-24.6	58.5	87.5	49.6%	12.1	15.6	19.6	17.1	86.6	86.6	28.1	29.3	26.4	26.7	14.0	14.2	35.3	30.2	4.8	4.3	
		Simple Average	4.5	10.3	7.6	33.0			10.4%	8.7	7.2	6.2	30.4	81.1	81.4	36.0	38.7	29.2	31.8	31.7	41.6	22.9	18.0	6.8	5.4	
		Market Cap Weighted Average	3.4	16.3	12.6	51.6			7.7%	13.7	8.6	15.2	33.2	80.5	80.7	38.3	41.6	30.3	33.8	41.6	54.3	25.3	19.5	9.8	7.0	
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技																										
ABT US Equity	ABBOTT LABORATORIES	亞培	15.6	31.6	-13.3	-17.3	109	119	9.7%	13.5	8.7	7.2	9.8	57.8	58.1	23.3	23.8	19.2	19.3	18.5	20.1	19.7	17.9	3.8	3.7	
SYK US Equity	STRYKER CORP	史賽克	4.9	22.4	-1.6	-8.2	346	384	11.1%	8.7	8.4	10.3	11.5	65.2	65.5	26.7	27.3	21.3	21.9	21.8	20.5	23.0	20.6	5.1	4.6	
ISRG US Equity	INTUITIVE SURGICAL INC	直覺外科	-3.3	-6.4	-30.5	-16.6	393	475	20.8%	16.8	12.6	21.0	10.5	68.4	68.5	39.7	39.8	32.9	32.6	18.9	18.3	36.4	32.9	6.8	5.7	
MDT US Equity	MEDTRONIC PLC	美敦力	6.6	19.9	-6.9	-3.6	89	97	9.0%	8.4	6.9	0.7	7.8	65.4	65.1	24.8	25.0	19.7	19.7	14.6	15.2	16.2	15.0	2.4	2.3	
		Simple Average	6.0	16.9	-13.1	-11.4			12.7%	11.9	9.2	9.8	9.9	64.2	64.3	28.6	29.0	23.3	23.4	18.5	18.5	23.8	21.6	4.5	4.1	
		Market Cap Weighted Average	6.8	17.9	-13.5	-12.3			12.6%	12.2	9.2	9.9	10.0	63.6	63.7	28.4	28.7	23.1	23.2	18.6	18.8	23.8	21.6	4.6	4.1	
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療 IT 與數位醫療																										
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS INC-CLASS A	Veeva	23.4	47.3	5.1	-15.3	235	238	1.5%	16.3	14.0	22.7	11.9	78.0	76.9	44.8	44.2	42.1	41.3	19.4	18.0	29.6	25.9	5.4	4.8	
HIMS US Equity	HIMS & HERS HEALTH INC	他和她	-7.6	9.0	-2.2	-36.4	32	31	-3.4%	25.0	20.9	207.0	297.7	68.0	67.8	-0.8	5.4	7.1	7.8	5.2	19.3	103.5	26.0	6.3	5.0	
		Simple Average	7.9	28.2	1.5	-25.8			-0.9%	20.7	17.5	114.9	154.8	73.0	72.4	22.0	24.8	24.6	24.6	12.3	18.7	66.5	26.0	5.8	4.9	
		Market Cap Weighted Average	18.4	41.1	3.9	-18.7			0.7%	17.7	15.1	52.7	58.4	76.4	75.4	37.4	37.9	36.4	35.8	17.1	18.3	41.6	25.9	5.5	4.8	
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構																										
HCA US Equity	HCA HEALTHCARE INC	HCA醫療保健	1.8	-2.9	-11.3	8.1	414	456	10.2%	3.9	3.8	4.5	8.8	-	-	15.2	15.2	8.3	8.1	-	-	14.0	12.9	-	-	
CVS US Equity	CVS HEALTH CORP	CVS保健	-8.1	3.7	20.6	47.5	96	114	18.8%	3.3	3.2	16.9	7.7	14.2	14.4	3.9	4.1	2.4	2.5	11.7	12.3	12.1	11.3	1.5	1.4	
		Simple Average	-3.2	0.4	4.6	27.8			14.5%	3.6	3.5	10.7	8.3	14.2	14.4	9.5	9.6	5.3	5.3	11.7	12.3	13.1	12.1	1.5	1.4	
		Market Cap Weighted Average	-3.9	0.9	7.1	30.8			15.2%	3.6	3.4	11.7	8.2	8.2	8.3	8.7	8.8	4.9	4.9	6.8	7.1	12.9	12.0	0.9	0.8	
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方																										
UNH US Equity	UNITEDHEALTH GROUP INC	聯合健康	-3.7	6.3	23.8	62.0	409	481	17.7%	-0.4	3.1	21.4	13.6	19.8	19.6	5.7	6.3	4.0	4.4	17.2	18.9	20.6	18.1	3.6	3.3	
1299 HK Equity	AIA GROUP LTD	友邦保險	1.6	-14.8	-7.6	0.3	74	105	42.7%	10.3	7.0	13.8	10.5	-	54.0	16.0	17.0	33.5	34.5	17.2	17.3	12.2	11.1	2.1	1.9	
ELV US Equity	ELEVANCE HEALTH INC	Elevance健康	-4.5	4.2	13.5	36.8	398	446	12.0%	-0.5	2.3	-10.4	8.8	19.1	19.9	3.5	4.2	3.0	3.1	11.6	12.8	14.6	13.5	1.9	1.7	
CI US Equity	THE CIGNA GROUP	信諾	-5.1	-3.7	1.2	0.5	278	341	22.5%	4.7	4.4	2.2	9.9	9.2	9.2	3.5	3.7	2.8	2.8	17.5	17.6	9.1	8.3	1.7	1.5	
		Simple Average	-2.9	-2.0	7.7	24.9			23.7%	3.5	4.2	6.8	10.7	16.0	25.7	7.2	7.8	10.8	11.2	15.9	16.6	14.1	12.7	2.3	2.1	
		Market Cap Weighted Average	-3.2	1.6	14.8	41.6			21.4%	1.8	3.8	13.6	12.0	15.4	23.8	6.7	7.3	8.3	8.7	16.5	17.6	17.1	15.2	2.9	2.7	
		KGI Health Care 30 - Simple Average	5.1	14.5	7.8	22.2			11.1%	10.2	8.7	16.5	31.9	62.7	62.5	26.4	28.0	22.3	23.5	21.7	27.0	24.5	18.6	5.7	4.9	
		KGI Health Care 30 - Market Cap Weighted Average	3.8	16.0	10.5	41.7			9.7%	11.8	8.1	14.2	26.4	67.1	68.1	32.2	34.6	26.0	28.4	33.3	42.1	23.9	19.2	7.8	5.8	

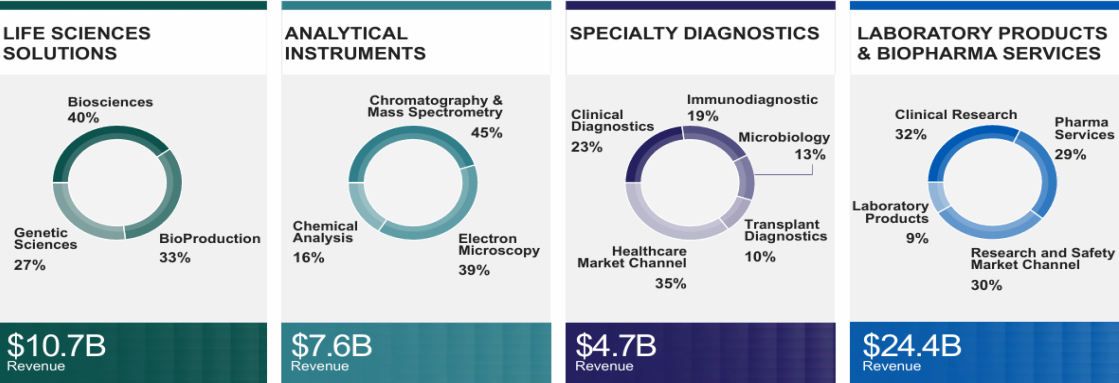
Source: Bloomberg, KGI; As of 10/08/2026

KGI Healthcare-30 vs KGI AI-30

KGI Health Care 30		KGI AI-30	
Total Market Cap (USD mil)	6,106,143	Total Market Cap (USD mil)	34,938,996
Sales YoY (%)	8.1	Sales YoY (%)	36.8
EPS YoY (%)	26.4	EPS YoY (%)	32.3
Gross Margin	68.1	Gross Margin	62.3
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷	49.9	1. Global AI Infra Monopoly 技術壟斷者	73.5
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技	80.7	2. Mega 7 七大大巨頭	61.4
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技	63.7	3. Segment Leaders 細分行業龍頭	51.0
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療IT 與數位醫療	75.4	4. Strategic Reshaping 策略重塑	34.1
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構	8.3	5. China AI 中國AI	48.9
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方	23.8		
EBIT Margin	34.6	EBIT Margin	43.4
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷	28.3	1. Global AI Infra Monopoly 技術壟斷者	64.7
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技	41.6	2. Mega 7 七大大巨頭	39.7
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技	28.7	3. Segment Leaders 細分行業龍頭	33.2
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療IT 與數位醫療	37.9	4. Strategic Reshaping 策略重塑	15.0
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構	8.8	5. China AI 中國AI	19.4
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方	7.3		
Net Margin	28.4	Net Margin	37.0
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷	23.3	1. Global AI Infra Monopoly 技術壟斷者	54.3
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技	33.8	2. Mega 7 七大大巨頭	34.0
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技	23.2	3. Segment Leaders 細分行業龍頭	28.9
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療IT 與數位醫療	35.8	4. Strategic Reshaping 策略重塑	11.9
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構	4.9	5. China AI 中國AI	19.9
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方	8.7		
P/E	19.2	P/E	27.7
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷	21.6	1. Global AI Infra Monopoly 技術壟斷者	19.1
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技	19.5	2. Mega 7 七大大巨頭	31.4
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技	21.6	3. Segment Leaders 細分行業龍頭	31.7
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療IT 與數位醫療	25.9	4. Strategic Reshaping 策略重塑	40.3
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構	12.0	5. China AI 中國AI	14.0
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方	15.2		
ROE	42.1	ROE	51.8
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷	16.3	1. Global AI Infra Monopoly 技術壟斷者	69.2
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技	54.3	2. Mega 7 七大大巨頭	57.4
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技	18.8	3. Segment Leaders 細分行業龍頭	32.6
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療IT 與數位醫療	18.3	4. Strategic Reshaping 策略重塑	-54.5
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構	7.1	5. China AI 中國AI	16.0
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方	17.6		

生命科學工具與診斷 1/10

TMO (Thermo Fisher Scientific- 美股) - 生命科學研發儀器、試劑耗材及 CDMO 代工



公司簡介

Thermo Fisher Scientific總部位於美國，是全球領先的生命科學工具與診斷多元化供應商。業務涵蓋分析儀器、生命科學解決方案、特種診斷及實驗室產品與服務四大領域，為製藥、生科、學術機構及工業客戶提供專業儀器、耗材與服務。

業務發展重心

公司業務重心聚焦於深化製藥與生物技術市場的服務，並透過資產重組優化業務結構。公司積極進行資本配置優化，宣佈以10.75億美元出售低增長且競爭激烈的微生物學業務，將資源進一步集中於高毛利與高成長的核心範疇。同時，公司憑藉龐大的CRO與CDMO合約積壓訂單，為下半年業績提供了更高的可見度外，公司持續推動產品創新，如推出頂尖質譜儀Orbitrap Tribrid Apex等，不斷鞏固其在生科研發、臨床研究與藥物製造供應鏈中的領導地位。

未來增長動力

賽默飛世爾的未來增長主要由三大關鍵趨勢驅動：第一，AI驅動藥物研發，藥企加速建構「數據工廠」，對高解析度質譜儀等數據生成工具需求激增；第二，供應鏈重組與近岸外包(Reshoring)轉移，歐美地區擴建生產基地帶來長期設備與耗材採購潮；第三，GLP-1與新型生物藥物研發熱潮，加上中國生科企業對外授權(Out-licensing)增加，帶動國際標準儀器需求。此外，隨著新簽約的CDMO產能陸續上線，以及CRO業務訂單持續釋放，將為公司提供穩健且可預測的中長期增長動能。

估值及風險

估值方面，預測2026年營收達478億美元，調整後EPS預估為25.1美元。基於現金流折現(DCF)評估，市場給予其目標價為636美元，預期市盈率(P/E)約為23.1倍，反映其具備強健的防禦性與業績復甦潛力。

主要風險包括：一、全球宏觀經濟放緩及中國市場復甦不如預期；二、美國學術與政府(如NIH)科研預算撥款不確定性；三、大型藥企縮減研發支出或臨床試驗失敗；四、匯率波動、關稅政策變化及併購整合不如預期等風險。

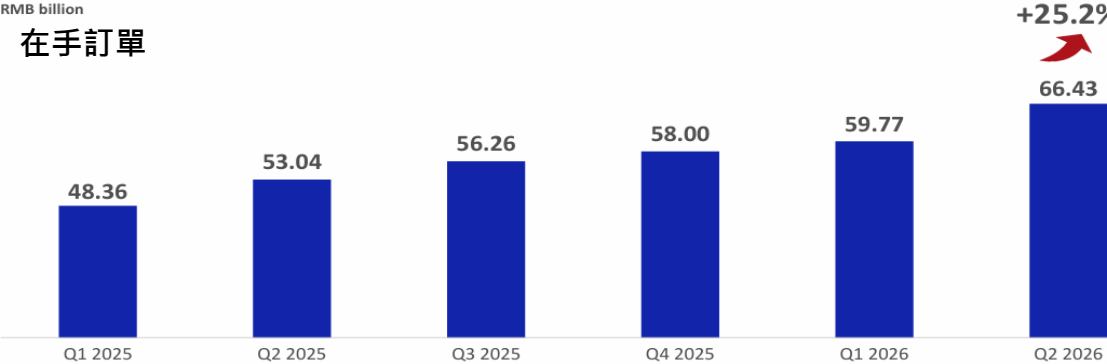
財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(億)	428.8	445.6	478.5	503.3	534.1
經調整EBIT	97.1	101.1	112.3	120.6	130.6
經調整EPS(元)	21.9	22.9	25.1	27.5	30.3
經營現金流(億)	86.7	78.2	91.3	105.7	113.8
自由現金流(億)	73.2	63.4	72.6	88.8	95.1
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	0.1%	3.9%	7.4%	5.2%	6.1%
經調整EPS增長	1.4%	4.6%	9.8%	9.6%	10.1%
毛利率	42.2%	41.7%	41.8%	42.1%	42.3%
經調整EBIT利潤率	22.6%	22.7%	23.5%	24.0%	24.4%
淨利潤率	19.5%	19.4%	19.6%	20.2%	20.7%
淨負債/權益	54.8%	57.4%	58.7%	47.0%	37.8%
資本回報率	13.2%	13.0%	16.8%	16.9%	17.2%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	3.4%	3.0%	3.4%	4.1%	4.4%
股息率(%)	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%
EV/EBITDA(x)	20.1	23.2	20.4	18.9	17.4
市盈率(x)	31.5	32.7	23.1	21.1	19.1
市淨率(x)	4.0	4.1	3.8	3.5	3.2
市銷率(x)	4.6	4.9	4.5	4.3	4.0

生命科學工具與診斷 2/10

2359.HK (藥明康德 - 港股) - 全球領先一站式 CRDMO 巨頭 (合同研究、開發及生產)

RMB billion

在手訂單



公司簡介

藥明康德(WuXi AppTec)是中國領先的醫藥研發及生產服務平台(CRDMO)。公司業務覆蓋小分子、勝肽及核苷酸藥物開發的全價值鏈，涵蓋早期藥物發現、開發至商業化生產，並於2018年在滬港兩地上市。

業務發展重心

藥明康德以「化學」(WuXi Chemistry)為核心業務驅動，其中小分子藥物開發與製造(D&M)及 TIDES(勝肽與核苷酸)業務成長極為迅速，持續吸引大量新分子進入管線。同時，公司積極推進「測試」與「生物」領域的整合式體內外藥物發現及安全評價服務。為滿足強勁的全球市場需求，公司正加大資本支出(CAPEX)，並提前啟動常州等新生產基地的建設以擴充產能。

未來增長動力

受全球 GLP-1 藥物強勁需求驅動，TIDES 業務展現出極高的營收成長彈性，成為近期最具爆發力的引擎。此外，附加值更高的「新模式」(New Modalities)在測試與生物學業務的收入佔比已突破 35%，為公司注入長期增長動能。配合後期與商業化項目持續規模化，帶動整體毛利率提升。目前公司持續經營業務的在手訂單(Backlog)錄得按年逾 25% 的雙位數增長，為未來業績提升提供了極高的可見度。

估值及風險

市場基於現金流折現法(DCF)給予藥明康德「買入」評級，H股目標價共識為 212.8 港元，對應 2026 年預估市盈率(P/E)約 25.5 倍，反映其強勁的業績重估潛力。然而，投資者仍需留意三大主要風險：一是地緣政治不確定性(如美國 DoD 1260H 清單及《生物安全法案》之訴訟進展)；二是全球藥企研發(R&D)支出與外包意願不及預期；三是早期研發項目推進延誤或失敗風險。

財務數據(CNY)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	392.4	454.6	583.0	706.1	826.8
經調整EBIT	114.6	238.0	255.2	302.5	353.6
經調整EPS(元)	3.2	6.7	7.2	8.4	10.1
經營現金流(億)	125.9	174.5	211.6	262.0	303.1
自由現金流(億)	85.9	119.1	157.5	119.1	119.1
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	-2.7%	15.8%	28.3%	21.1%	17.1%
經調整EPS增長	-11.0%	107.4%	7.1%	16.8%	19.6%
毛利率	40.8%	47.0%	51.9%	51.9%	52.0%
經調整EBIT利潤率	29.2%	52.4%	43.8%	42.8%	42.8%
淨利潤率	27.0%	32.9%	38.9%	39.4%	41.2%
淨負債/權益	-18.7%	-40.5%	-31.1%	-38.8%	-45.5%
資本回報率	16.4%	27.7%	23.5%	23.2%	22.6%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	1.6%	2.2%	2.9%	2.2%	2.2%
股息率(%)	-	-	1.1%	1.3%	1.5%
EV/EBITDA(x)	10.5	23.2	15.0	12.7	11.1
市盈率(x)	17.1	13.7	22.9	19.6	16.4
市淨率(x)	2.7	3.4	5.2	4.2	3.5
市銷率(x)	4.0	5.7	8.0	6.6	5.7

資料來源: KGI

製藥與生物科技 3/10

LLY (Eli Lilly禮來 - 美股) - 全球減重藥與糖尿病藥物領導者

	Prior	Updated	Comments
2026年展望 Revenue ¹	\$80.0 – \$83.0 billion	\$82.0 – \$85.0 billion	Strong underlying business performance; midpoint growth 28% year over year
Performance Margin ²	46.0% – 47.5%	47.0% – 48.5%	Increased to reflect updated revenue expectations
Tax Rate	Approximately 18-19%	Unchanged	
Earnings per share ³	\$33.50 – \$35.00	\$35.50 – \$37.00	Increased to reflect updated revenue expectations

財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	450.4	651.8	871.0	1005.1	1127.3
經調整EBIT	143.1	272.7	403.8	506.3	579.4
經調整EPS(元)	13.0	24.2	36.0	46.1	53.4
經營現金流(億)	88.2	168.1	323.8	415.6	476.8
自由現金流(億)	37.6	89.7	258.8	328.4	407.0
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	32.0%	44.7%	33.6%	15.4%	12.2%
經調整EPS增長	105.5%	86.4%	48.5%	28.2%	15.8%
毛利率	82.5%	83.8%	83.7%	83.6%	83.8%
經調整EBIT利潤率	31.8%	41.8%	46.4%	50.4%	51.4%
淨利潤率	26.1%	33.4%	37.1%	41.1%	42.1%
淨負債/權益	220.9%	137.9%	68.1%	8.4%	-20.4%
資本回報率	84.6%	101.2%	82.3%	65.5%	50.7%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	0.3%	0.8%	2.3%	2.9%	3.6%
股息率(%)	0.1%	0.1%	0.6%	0.7%	0.8%
EV/EBITDA(x)	40.6	23.2	26.9	21.8	19.0
市盈率(x)	65.9	46.8	33.1	25.9	22.3
市淨率(x)	51.3	38.3	20.9	13.3	9.3
市銷率(x)	15.4	14.8	12.9	11.2	10.0

資料來源: KGI

公司簡介

禮來公司(Eli Lilly)總部位於美國印第安納州，是一家全球領先的跨國製藥巨頭。公司專注於創新藥物的研發、製造與銷售，目前在減重及糖尿病(GLP-1 腸促胰島素)市場佔據全球領導地位，核心產品包括 Mounjaro 與 Zepbound 等。

業務發展重心

禮來的業務重心在於深化 GLP-1 藥物於全球糖尿病及減重市場的滲透率。公司積極推進核心產品 Mounjaro(針對糖尿病)與 Zepbound(針對肥胖)的國際市場拓展，海外銷售成長強勁。在美國本土，禮來透過與政府達成協議擴大 Medicare 及 Medicaid 覆蓋範圍，並利用 LillyDirect 平台優化直接面對患者(DTC)的自費渠道，藉由降低部分劑量價格來大幅換取銷量增長。此外，面對仿製藥(Generic)即將引入的市場競爭，禮來憑藉自建的深厚生產與注射筆填充產能(Fill/Finish)，建立起堅固的供應鏈壁壘，持續擴大全球市場份額。

未來增長動力

禮來的增長核心來自於其強大的下一代腸促胰島素(Incretin)管線。公司正研發具備更強減重效果(25%-30% 減重率)的 Gen 2.0 與 3.0 藥物，包括三重受體促效劑 Retatrutide(GGG)以及 Tirzepatide 聯合 Amylin(Eloralintide)複方療法。此外，小分子口服 GLP-1 藥物 Orforglipron(Foundayo)已陸續於全球 40 多個市場推出，大幅提升不接受注射患者的便利性。憑藉延伸至 2036-2037 年的專利保護，以及拓展至心血管(MACE)、成癮控制等新適應症，禮來將持續引領創新藥市場。

估值及風險

禮來具備強勁的財務增長潛力，市場估值主要基於現金流折現法(DCF)及預期市盈率(P/E)計算，預計 2026 年營收將達869億美元，並於 2030 年前持續保持雙位數複合增長，目標價共識為1,312美元，對應市盈率為36.5x。然而，投資禮來仍面臨多重風險：首先是政策與價格壓力，包括政府藥價談判(如 IRA 法案)及商業渠道折扣加劇；其次是研發風險，若下一代管線臨床試驗未達預期或出現嚴重不良反應將影響估值；最後是供應鏈風險，若自動注射筆與充填封裝產能擴建不及，可能限制銷售成長。

製藥與生物科技 4/10

JNJ (Johnson & Johnson - 美股) - 專注於創新藥與醫療器材的全球醫療雙巨頭

2026年展望更新	July 2026	April 2026
Adjusted operational sales ^{1,2}	6.2% - 6.8%	5.6% - 6.6%
Operational sales ²	\$100.3B - \$100.9B 6.5% - 7.1%	\$99.7B - \$100.7B 5.9% - 6.9%
Estimated reported sales ³	\$100.8B - \$101.4B 7.0% - 7.6%	\$100.3B - \$101.3B 6.5% - 7.5%
Adjusted pre-tax operating margin ^{4,5}	Increase of approximately 75 bps	Increase of at least 50 bps
Net other income ⁴	\$1.0 - \$1.2 billion	\$1.0 - \$1.2 billion
Net interest expense / (income)	\$250 - \$350 million	\$300 - \$400 million
Effective tax rate ⁴	17.0% - 18.0%	17.5% - 18.5%
Adjusted EPS (operational) ^{2,4}	\$11.50 - \$11.65 6.6% - 8.0%	\$11.30 - \$11.50 4.7% - 6.7%
Adjusted EPS (reported) ^{3,4}	\$11.60 - \$11.75 7.5% - 8.9%	\$11.45 - \$11.65 6.1% - 8.1%

財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	888.2	941.9	1011.9	1084.3	1169.4
經調整EBIT	264.7	302.2	332.4	364.3	404.5
經調整EPS(元)	10.0	10.8	11.6	12.7	14.1
經營現金流(億)	242.7	245.3	303.9	323.8	367.0
自由現金流(億)	198.4	197.0	247.2	287.8	298.1
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	4.3%	6.0%	7.4%	7.2%	7.9%
經調整EPS增長	0.6%	8.1%	7.3%	9.4%	11.5%
毛利率	74.7%	73.0%	73.0%	73.2%	73.4%
經調整EBIT利潤率	29.8%	32.1%	32.9%	33.6%	34.6%
淨利潤率	27.3%	27.8%	27.5%	28.1%	29.1%
淨負債/權益	18.6%	35.8%	27.1%	14.5%	-1.1%
資本回報率	20.1%	35.0%	32.8%	33.1%	33.6%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	3.2%	3.2%	4.0%	4.6%	4.8%
股息率(%)	0.5%	0.5%	2.1%	2.2%	2.3%
EV/EBITDA(x)	10.1	23.2	17.1	15.7	14.5
市盈率(x)	25.1	18.8	22.2	20.3	18.2
市淨率(x)	4.9	6.1	7.1	6.2	5.5
市銷率(x)	3.9	5.3	6.1	5.7	5.3

資料來源: KGI

公司簡介

強生(Johnson & Johnson)是全球領先的多元化醫療保健巨頭，專注於創新藥與醫療科技兩大核心領域，致力於開發突破性藥物及醫療器械，提供高價值的醫療解決方案。

業務發展重心

強生目前的業務重心為「創新藥」與「醫療科技」雙輪驅動。制藥領域重點拓展免疫學與腫瘤學，主力推動 Tremfya、Darzalex 及新藥 Icotyde 的市場滲透，以抵消 Stelara 專利到期影響。醫療科技領域則加速轉向高增長垂直市場，覆蓋心血管(如 Abiomed、Shockwave)、電生理學、骨科及外科等。同時，公司正推進骨科業務於 2027 年年中的獨立拆分，以進一步提升營運效率與業務聚焦度。

未來增長動力

強生的長遠增長動力來自研發管線突破與醫療技術創新。創新藥部門預計至 2030 年將實現高單位數增長，主要由 Tremfya 在腸道發炎疾病的拓展、口服新藥 Icotyde(峰值銷售額預期達 100 億美元以上)及 Carvykti 等新藥放量帶動。醫療科技方面，隨着心血管業務(如 Impella 心臟泵)走出短期逆風、脈衝電場消融(PFA)技術推廣，以及機器人平台的進展，將引領 MedTech 邁向更高增長，支持公司實現 2030 年雙位數增長目標。

估值及風險

強生目標價共識為278.3美元，對應預期市盈率为24x，反映其高毛利製藥業務與穩健的自由現金流。主要風險包括：滑石粉(Talc)訴訟和解進程與最終法律責任(目前提出約 55 億美元和解方案)；新藥研發或上市進程不及預期；醫療科技業務(如 Abiomed)受臨床數據影響導致短期手術量下滑；專利到期帶來的仿製藥競爭；以及脈衝電場消融(PFA)市場等醫療器械領域日益激烈的同業競爭。

製藥與生物科技 5/10

ABBV (AbbVie - 美股) - 免疫學/神經科學/腫瘤學/醫學美容藥物龍頭

藥物管道						
ABBVIE IMMUNOLOGY PROGRAMS	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Under Regulatory Review		
	ABBV-313 (IL13/IL31R) Ph1 start Q3 2026 AD	ABBV-142 (LPA1) IPF	Lutikizumab (IL1α/β) HS	Rinvoq (JAK) Alopecia Areata		
	ABBV-319 (CD19 ADC) SLE, SJD	ABBV-8736 (TREM1) CD	Rinvoq (JAK) HS	Rinvoq (JAK) Vitisigo		
	ABBV-519 (CD19) RA, SLE	Lutikizumab (IL1α/β) + Ravaglimab (CD40) RA	Rinvoq (JAK) SLE	Skyrizi Subcutaneous Induction CD		
	ABBV-547 (Long-Acting IL23) PsO	Skyrizi (IL23) + ABBV-382 (α4β7) CD, UC Ph2b start Q3 2026				
	ABBV-619 (CD19 CAR-T) RA, SLE	Skyrizi (IL23) + ABBV-701 (TL1A) CD, UC Ph2b start Q3 2026				
	ABBV-722 (LPA1) IPF	Skyrizi (IL23) + Lutikizumab (IL1α/β) PsA				
	ABBV-722 (LPA1) + Rinvoq (JAK) RA, SSC					
	ABBV-848 (IRAK4) RA					
	ABBV-859 (IL23R) Ph1 start Q3 2026 PsO					
APOGEE PROGRAMS	Zumilokibart (IL13) Atopic Dermatitis (Positive Part B 16-week data) Ph3 start 2H26					
	Zumilokibart Asthma (Positive Ph1b data)					
	Zumilokibart Eosinophilic Esophagitis Ph2a start 2H26					
	APG273 (IL13 + TSLP) Asthma / COPD Clinical trial plans to be announced 2H26					
財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
收入 (億)	563.3	611.6	675.8	734.8	790.2	
經調整EBIT	233.4	237.2	317.8	363.9	400.1	
經調整EPS(元)	10.1	10.0	14.1	16.3	17.8	
經營現金流(億)	188.1	190.3	250.6	283.6	316.0	
自由現金流(億)	178.3	178.2	221.9	278.8	294.1	
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
收入增長	3.7%	8.6%	10.5%	8.7%	7.5%	
經調整EPS增長	-8.9%	-1.2%	40.7%	15.6%	9.2%	
毛利率	84.1%	84.0%	84.2%	84.5%	84.6%	
經調整EBIT利潤率	41.4%	38.8%	47.0%	49.5%	50.6%	
淨利潤率	32.0%	29.1%	36.9%	39.2%	40.5%	
淨負債/權益	1856.8%	-	-	-	623.6%	
資本回報率	61.9%	-	-1028.3%	106.0%	267.5%	
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
FCF Yield(%)	4.1%	4.1%	5.1%	6.5%	6.8%	
股息率(%)	0.7%	0.7%	2.8%	3.0%	3.1%	
EV/EBITDA(x)	13.8	23.2	13.8	12.2	11.3	
市盈率(x)	74.4	96.8	17.3	15.0	13.7	
市淨率(x)	94.3	-	-	-	88.4	
市銷率(x)	5.6	6.6	6.4	5.9	5.5	

資料來源: KGI

公司簡介

艾伯維(AbbVie)是一家全球生物製藥巨頭，專注於重症疾病療法的研發與商業化。核心業務涵蓋免疫學、神經科學、腫瘤學及醫學美容等領域。旗下擁有 Skyrizi、Rinvoq 及 Botox 等知名旗艦產品，致力於透過創新研發與多元化產品組合驅動長期營運成長。

業務發展重心

公司目前以加速核心免疫學雙星 Skyrizi 與 Rinvoq 的市場滲透為營運核心，積極彌補修美樂(Humira)專利到期帶來的缺口。同時，公司全面推進「下一代免疫療法」與「戰略收購(M&A)」雙軌策略。在內部研發上，聚焦發炎性腸道疾病(IBM)的複合療法，例如 Skyrizi 結合 α4β7 抗體展現出倍增的臨床療效；在外部拓展上，透過併購 Apogee(取得長效 IL-13 療劑以佈局異位性皮膚炎)及 Cerevel 等交易，深化神經科學與免疫學的管線覆蓋，為 2030 年後建構可持續的長期增長基石。

未來增長動力

未來增長主要由三大引擎驅動：第一，Skyrizi與Rinvoq 在克隆氏症、潰瘍性結腸炎等新適應症的全球擴展與劑型升級(如皮下注射)；第二，神經科學領域的突破，包含偏頭痛產品線、帕金森氏症新藥 Vyalev 及 tavapadon，管理層預期將打造三大年銷售額達 50 億美元以上的旗艦產品，以及精神分裂症新藥 Emraclidine 的臨床推進；第三，收購 Apogee 帶來的長效 IL-13 藥物被視為具備 100 億美元潛力的重磅產品。此外，公司在 2030 年代中期前無重大專利到期風險，為管線變現提供極佳穩定現金流。

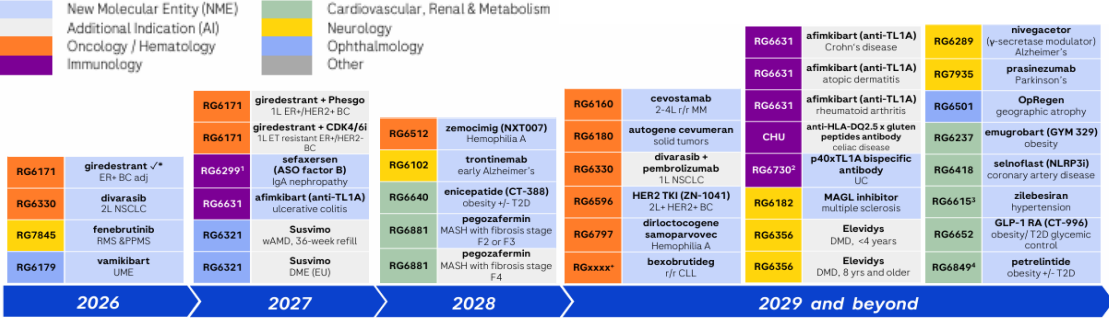
估值及風險

估值方面，公司當前預期市盈率約為 12 至 14 倍，相較同業具備吸引力。預計營收年複合成長率約 6.7%，每股盈餘(EPS)成長率達 10.3%，並維持穩健自由現金流。主要潛在風險包括：第一，免疫學市場競爭加劇，如對手推出了 Tremfya 及口服 IL-23 藥物(Icotyde)等新競爭者；第二，新藥研發或臨床試驗不及預期的風險；第三，大型併購(如 Apogee 案)帶來的財務債務負擔，以及藥物價格監管與支付方壓力的增加。

製藥與生物科技 6/10

RHHBY (ROCHE - 美股) - 專注於抗癌標靶藥物、免疫療法及全球領先的體外診斷

藥物研發與上市藍圖



財務數據(CHF)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	605.0	615.2	627.2	657.3	686.0
經調整EBIT	208.2	218.3	218.9	236.0	256.0
經調整EPS(元)	18.8	19.5	20.4	21.8	23.6
經營現金流(億)	195.6	178.7	192.6	204.1	221.8
自由現金流(億)	160.3	141.3	151.4	164.9	178.4
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	3.0%	1.7%	2.0%	4.8%	4.4%
經調整EPS增長	1.2%	3.5%	4.9%	6.9%	8.0%
毛利率	76.2%	75.9%	75.7%	76.0%	76.2%
經調整EBIT利潤率	34.4%	35.5%	34.9%	35.9%	37.3%
淨利潤率	26.5%	26.9%	25.7%	26.1%	26.6%
淨負債/權益	52.6%	46.8%	24.1%	6.9%	-4.5%
資本回報率	27.1%	39.3%	42.5%	38.1%	35.2%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	5.4%	4.8%	5.1%	5.6%	6.0%
股息率(%)	-	-	2.7%	2.8%	2.9%
EV/EBITDA(x)	9.3	23.2	12.9	12.0	11.2
市盈率(x)	24.8	20.5	17.9	16.7	15.5
市淨率(x)	6.4	7.7	7.2	6.1	5.3
市銷率(x)	3.4	4.2	4.7	4.5	4.3

資料來源: KGI

公司簡介

羅氏(Roche)為全球領先的製藥與診斷巨頭，製藥與診斷業務分別約佔總營收 77% 與 23%。公司以腫瘤學與免疫學為核心，專注於生物標記與伴隨診斷研發，並持有 Genentech 及中外製藥(Chugai)多數股權。

業務發展重心

面對 Rituxan 等舊款生物製劑遭遇生物相似藥侵蝕，業務重心已全面轉向推進新一代旗艦藥物。主要營收驅動力包括眼科藥物 Vabysmo、多發性硬化症藥物 Ocrevus、乳癌治療 Perjeta/Phesgo、腫瘤免疫藥 Tecentriq (PD-L1) 及血友病藥物 Hemlibra。營運上，公司注重研發成本控制，並積極拓寬專利授權與權利金等其他收入，推動整體營業利潤率穩定提升。

未來增長動力

未來增長核心仰賴強大的晚期研發管線。腫瘤領域中，Oral SERD 藥物 Giredestrant 預計於 2027 年上市，專注乳癌治療；Divarasib 亦在二線肺癌頭對頭試驗展現顯著優勢。神經科學方面，多發性硬化症新劑型 Ocrevus Zunovo 採用迅速，阿茲海默症新藥 Trontinemab 正加速推進。此外，肥胖症藥物管線及診斷部門新技術(如 NGS 定序)亦將提供中期成長動能。

估值及風險

估值方面，以預期每股盈餘(EPS)倍數及淨現值(NPV)模型進行評估，預計 2026 年核心 EPS 將維持單位數增長，利潤率持續擴張，目標價共識為56.5美元，對應市盈率为17.9x。主要下行風險包括：1) 晚期研發管線試驗結果不及預期或監管審批延誤；2) 競品推出帶來的市場競爭(如 Eylea 8mg 競爭眼科市場，BTK 抑制劑競爭 MS 市場)；3) 舊款藥物遭生物相似藥更快侵蝕；4) 藥價談判與專利挑戰。

醫療器材 7/10

ABT (Abbott雅培 - 美股) - 多元化醫療器械龍頭

2026年展望

Reaffirmed comparable sales growth guidance range of

6.5% to 7.5%

Raised adjusted diluted EPS guidance range to

\$5.45 to \$5.60

Key business units | Second-quarter sales

 **\$5.9B**
Medical Devices

 **\$3.1B**
Diagnostics

 **\$2.1B**
Nutrition

 **\$1.5B**
Established Pharmaceuticals

財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	419.5	443.3	503.1	546.7	586.8
經調整EBIT	93.0	103.0	117.1	129.0	141.9
經調整EPS(元)	4.7	5.2	5.5	6.1	6.7
經營現金流(億)	85.6	95.7	101.5	126.0	137.0
自由現金流(億)	63.5	74.0	70.0	96.7	107.3
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	4.6%	5.7%	13.5%	8.7%	7.3%
經調整EPS增長	5.2%	10.3%	7.2%	9.8%	10.7%
毛利率	56.2%	56.7%	57.8%	58.1%	58.5%
經調整EBIT利潤率	22.2%	23.2%	23.3%	23.6%	24.2%
淨利潤率	19.5%	20.4%	19.2%	19.3%	19.9%
淨負債/權益	14.6%	9.2%	48.5%	28.9%	25.8%
資本回報率	31.1%	13.1%	18.5%	20.1%	20.6%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	3.4%	4.0%	3.7%	5.2%	5.7%
股息率(%)	0.6%	0.6%	2.4%	2.5%	2.6%
EV/EBITDA(x)	18.2	23.2	16.7	14.8	13.6
市盈率(x)	14.8	33.7	19.6	17.8	16.1
市淨率(x)	4.1	4.2	3.8	3.6	3.4
市銷率(x)	4.7	4.9	3.7	3.4	3.2

資料來源: KGI

公司簡介

雅培(Abbott Laboratories)是一家全球多元化的醫療保健龍頭企業。公司業務涵蓋四大核心領域：醫療器械、診斷產品、營養品及既定藥品。其中醫療器械為公司最主要的營收與獲利成長引擎。

業務發展重心

雅培目前的業務發展重心高度集中於醫療器械，特別是心血管與糖尿病管理領域。公司全力推進電生理(EP)及心律管理(CRM)，重點推廣雙腔無導線起搏器AVEIR與脈衝電場消融(PFA)系統Volt。心臟結構業務則以Amulet 360及TAVR新世代產品鞏固市場地位。在診斷領域，公司透過整合Exact Sciences拓展癌症診斷市場；營養品業務專注於產品創新與定價策略調整，以推動銷量與利潤復甦。

未來增長動力

雅培未來增長主要由新產品上市與市場覆蓋擴展雙輪驅動。醫療器械方面，Volt PFA系統的全球加速推出、TactiFlex Duo雙能量導管及AVEIR起搏器的份額轉化，將推動電生理與心律業務保持雙位數高增長。連續血糖監測(CGM)Libre系統若取得美國醫保(CMS)擴大覆蓋至約1,200萬名非胰島素治療的2型糖尿病患者，將釋放巨大潛在市場。此外，癌症診斷業務的持續強勁成長，以及營養品業務走出低谷，均為未來營收加速提供穩健動力。

估值及風險

雅培目標價共識為119美元，對應預期市盈率約21倍，反映其營收具備加速潛力及高度可見度。下行風險主要包括：第一，醫療器械新產品(如Volt、Amulet 360)推廣或監管審批不及預期，以及同業競品競爭加劇；第二，營養品業務修復進度落後或品牌定價權減弱；第三，診斷業務整合不順及全球宏觀經濟與外匯波動風險。

醫療服務與提供者 8/10

HCA (HCA Healthcare - 美股) - 美國最大私立連鎖醫院營運商

2026年展望

	Previous 2026 Guidance Ranges, as of January 27, 2026	Revised 2026 Guidance Ranges, as of July 14, 2026
Revenues	\$76.500 to \$80.000 billion	\$77.000 to \$79.500 billion
Net Income Attributable to HCA Healthcare, Inc.	\$6.495 to \$7.035 billion	\$6.300 to \$6.700 billion
Adjusted EBITDA	\$15.550 to \$16.450 billion	\$15.400 to \$16.100 billion
EPS (diluted)	\$29.10 to \$31.50 per diluted share	\$28.70 to \$30.50 per diluted share

財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	706.0	756.0	785.4	816.8	857.0
經調整EBIT	105.7	120.4	119.8	124.1	129.0
經調整EPS(元)	22.0	28.2	29.6	32.2	35.4
經營現金流(億)	105.1	126.4	120.0	121.9	128.3
自由現金流(億)	56.4	76.9	69.4	68.1	73.0
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	8.7%	7.1%	3.9%	4.0%	4.9%
經調整EPS增長	-	28.5%	4.8%	9.0%	9.9%
毛利率	-	-	-	-	-
經調整EBIT利潤率	15.0%	15.9%	15.2%	15.2%	15.0%
淨利潤率	8.1%	8.9%	8.3%	8.3%	8.2%
淨負債/權益	7831.7%	-	-	-	-
資本回報率	-	-	-92.9%	-72.3%	-63.9%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	6.4%	8.7%	7.8%	7.7%	8.2%
股息率(%)	0.2%	0.2%	0.8%	0.8%	0.9%
EV/EBITDA(x)	8.8	23.2	8.9	8.6	8.3
市盈率(x)	13.6	16.5	13.8	12.7	11.5
市淨率(x)	-	-	-	-	-
市銷率(x)	1.1	1.5	1.1	1.1	1.0

資料來源: KGI

公司簡介

HCA Healthcare Inc. 是美國最大的公開上市醫療保健服務提供商，擁有超過 4.8 萬張授權病床。公司在美國 20 個州及英國營運逾 180 家醫院及 125 家獨立手術中心，並提供急診、緊急護理及多項綜合醫療服務，致力於構建全方位的醫療服務網絡。

業務發展重心

公司目前業務重心聚焦於應對病患結構與服務需求的變化。醫療需求表現分化：急診與內科住院需求保持強勁，帶動調整後入院量增長；但高利潤的擇期性手術量下滑，對利潤率造成壓力。此外，管理層正積極處理因「平價醫療法案」(ACA)退保所帶來的支付方結構惡化問題。大量退保患者轉為無保險身份，大幅推升無保險診療量(年增 15%)。為緩解成本壓力，公司大力實施「韌性計畫」，透過數位轉型與共享服務控制成本，使每位患者的平均營運成本維持平穩。

未來增長動力

未來增長核心動力源於政府補充支付計畫(DPP)，特別是佛羅里達州、維吉尼亞州及科羅拉多州等計畫核准，每年將帶來數億美元的額外 EBITDA 淨收益。其次，急診與重症等基本醫療需求拉動穩定業務流量，搭配長期執行的「韌性計畫」，深化數位工具與全球共享服務應用，將可持續優化生產力並擴大營運槓桿。最後，公司擁有強勁的資本配置能力，持續透過大規模股票回購(全年授權達100億美元)來降低流通股數，進一步提升每股盈餘(EPS)，為股東創造長期價值。

估值及風險

在估值方面，公司當前企業價值倍數(EV/EBITDA)約為 8.9倍，低於 5 年歷史平均，處於近年相對低位，具備估值修復空間；全年預估每股盈餘接近 30 美元，整體基本面仍具韌性，目標價共識為452美元。風險包括：ACA 退保者轉為無保險患者的比率高於預期；擇期手術需求持續疲軟；麻醉與放射科等醫師補助成本上升；以及聯邦政策與法規變動(如 Medicare IPPS 給付率下調、Medicaid 工作要求等)帶來的營運不確定性。

醫療保險 9/10

UNH (UnitedHealth Group - 美股) - 全球市值最大的醫療保險龍頭

2026年展望

(\$ in millions, except per share data)	Reported Operating Earnings	Adjusted Operating Earnings
UnitedHealthcare	> \$12,000	> \$12,000
Optum Health	> \$2,275	> \$2,215
Optum Insight	> \$4,925	> \$4,750
Optum Rx	> \$6,250	> \$6,250
Optum (a)	> \$13,450	> \$13,215
UnitedHealth Group	> \$25,450	> \$25,215
Net Earnings per Share	\$18.45 - \$18.95	\$19.50 - \$20.00

財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	4002.8	4475.7	4455.8	4594.1	4859.4
經調整EBIT	344.1	217.2	257.5	287.7	329.3
經調整EPS(元)	27.7	16.4	19.9	22.6	26.4
經營現金流(億)	242.0	197.0	240.8	258.5	281.6
自由現金流(億)	207.1	160.8	214.9	231.6	252.0
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	7.7%	11.8%	-0.4%	3.1%	5.8%
經調整EPS增長	10.1%	-40.9%	21.4%	13.6%	16.9%
毛利率	22.3%	18.5%	19.8%	19.6%	19.9%
經調整EBIT利潤率	8.6%	4.9%	5.8%	6.3%	6.8%
淨利潤率	6.4%	3.3%	4.0%	4.4%	4.7%
淨負債/權益	51.3%	54.0%	48.6%	44.4%	27.9%
資本回報率	15.9%	12.9%	17.2%	18.9%	20.0%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	5.6%	4.4%	5.9%	6.3%	6.9%
股息率(%)	0.6%	0.6%	2.2%	2.3%	2.5%
EV/EBITDA(x)	14.0	23.2	13.9	12.3	10.9
市盈率(x)	32.6	25.0	20.3	17.9	15.3
市淨率(x)	5.0	3.2	3.6	3.3	3.0
市銷率(x)	1.2	0.7	0.8	0.8	0.8

資料來源: KGI

公司簡介

聯合健康集團(UnitedHealth Group)是全球最大的醫療健康企業，主要由兩大事業組成：UnitedHealthcare(UHC) 提供商業與政府健康保險計劃；Optum 則涵蓋診療服務 (OptumHealth)、藥品福利管理(OptumRx)及醫療科技諮詢(OptumInsight)。

業務發展重心

公司目前以優化醫療服務品質與利潤修復為業務核心。在保險業務(UHC)方面，聯邦醫療保險表現強勁，為近期盈利主動力，利潤率預計維持在 3% 以上並朝 4% 目標邁進；商業保險則受獨立爭議解決(IDR)成本上升、醫師編碼強度增加及專科用藥(如 GLP-1)帶來的成本壓力，展開多年期的價格調整與利潤修復。在OptumHealth 方面，公司致力於修復虧損合約，深化價值醫療(VBC)與居家護理(整合 LHC Group 等)的布局，預計於 2028 年將利潤率提升至 6% - 8%的目標。同時積極導入 AI 技術以精簡成本與提升營運效率。

未來增長動力

公司維持長期每股盈餘(EPS)13% 至 16% 的成長目標。主要增長動力包括：第一，價值醫療(VBC)覆蓋人數的長遠擴展，OptumCare 擁有近 9 萬名醫師，隨着虧損合約於 2027 年達致收支平衡，2028 年將重啟主動擴展 VBC 人數，推動 OptumHealth 整體 2,000 萬服務人口的營收增長。第二，OptumInsight 藉由 AI 解決方案與臨床效率工具吸引客戶，推動科技與數據服務營收。第三，Medicaid 費率預計將逐步匹配實際醫療成本趨勢，帶動保險利潤回升。最後，健全的資產負債表與強勁的營運現金流，為公司在醫療服務與專科藥房領域提供持續進行併購(M&A)與股份回購的彈性。

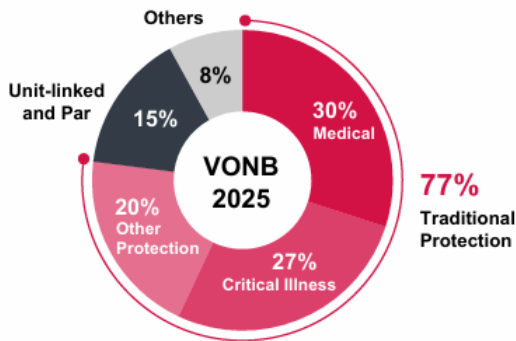
估值及風險

市場以約 24 倍的預期市盈率進行估值，目標價共識為481美元，反映公司強勁的盈利復甦軌跡與優於同行的高營運穩定性。在風險因素方面，主要包括：一、商業保險與OptumHealth 的利潤率修復進度慢於預期，特別是 IDR 裁決成本與專科藥物費用的持續上升；二、醫療損失率(MLR)高於預期或利用率意外激增；三、政府政策與監管風險，如CMS 對 Medicare Advantage 的補助費率縮減或聯邦風險模型(V28)調整。

醫療保險 10/10

1299.HK (AIA 友邦 - 港股) - 泛亞地區最大的獨立上市人壽及健康保險集團

2025年新業務價值分布



財務數據(USD)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (億)	399.8	423.8	238.4	254.9	278.3
經調整EBIT	36.1	19.4	39.8	44.5	49.8
經調整EPS(元)	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
經營現金流(億)	28.1	64.2	-	-	-
自由現金流(億)	19.6	59.7	56.5	59.7	59.7
利潤率與增長 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入增長	15.0%	6.0%	-43.8%	7.0%	9.2%
經調整EPS增長	10.7%	13.3%	13.8%	10.5%	13.0%
毛利率	-	-	-	-	-
經調整EBIT利潤率	9.0%	4.6%	16.7%	17.5%	17.9%
淨利潤率	16.6%	16.9%	-	-	-
淨負債/權益	24.1%	24.2%	31.9%	30.5%	30.3%
資本回報率	16.8%	14.9%	17.2%	17.3%	17.9%
估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
FCF Yield(%)	0.3%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
股息率(%)	-	-	0.4%	0.4%	0.5%
EV/EBITDA(x)	-	23.2	14.2	12.7	11.3
市盈率(x)	11.7	17.4	12.2	11.0	9.8
市淨率(x)	1.9	2.5	2.1	1.9	1.8
市銷率(x)	2.0	2.6	4.1	3.8	3.5

資料來源: KGI

公司簡介

友邦保險是泛亞地區最大的獨立上市人壽保險集團，業務覆蓋香港、中國內地、泰國、新加坡、馬來西亞及印度等18個亞太市場。公司以卓越的專屬代理人團隊為核心，專注於提供人壽、醫療及儲蓄保障產品。

業務發展重心

集團業務重心在於深耕亞太主要壽險市場，並推動渠道與產品多元化。香港市場由本地及內地訪客(MCV)業務構成，雖然近期面臨跨境監管疑慮，但有效保單的現金流生成能力依然穩健。在中國內地，公司憑藉高品質專屬代理人團隊，精準對接中產與富裕客群的長期儲蓄及重疾保障需求。東南亞市場(如泰國、新加坡和馬來西亞)則致力於提升代理人生產力及深化銀保合作，推動業務結構優化與利潤率回升。

未來增長動力

未來增長主要來自三大引擎：第一，中國內地的區域擴展，2019年後新進入區域目標於2025-2030年間實現新業務價值 40% 的複合年增長率，預計至 2028 年內地業務將佔集團NBV 約30%；第二，印度市場(Tata AIA)高速崛起，銷售規模已達十億美元級別，若提高持股或增加披露，將成為重要催化劑；第三，除去 MCV 外的非香港業務保持雙位數增長，東南亞市場(如泰國業務回升)及多元市場布局將有效分散單一市場監管風險。

估值及風險

當前估值約為 1.06預測內涵價值(P/EV)及 12x預測稅後營運利潤(P/OPAT)，處於歷史谷底水平，主要反映內地訪客業務暫停等極端悲觀預期，而市場目標價共識為105.4港元。主要下行風險包括：跨境監管進一步收緊導致香港新業務銷售顯著放緩；有效保單的自由盈餘生成不及預期；以及亞太地區金融市場波動、利率變化和匯率波動對投資收益與內涵價值帶來的負面影響。

全球醫療行業近十年重大 M&A

交易規模逐年收斂，標的從「整間公司」轉向「單一後期資產」

交易時間 (宣布)	交易內容	Buyer	Seller / Target	Transaction Amount	交割時間	併購核心邏輯	主要財務顧問	重大影響與行業啟示
2017/12	CVS Health 收購 Aetna	CVS Health (美)	Aetna (美)	US\$69bn 股權價值；含債務約 US\$77bn	2018/11	垂直整合支付、PBM、藥房與基層醫療，希望掌握更多患者流量並降低整體醫療成本。	CVS: Barclays, Goldman Sachs (Centerview 為董事會顧問) Aetna: Lazard、Allen & Co. (Evercore 為董事會顧問)	醫療併購不只發生在藥廠。美國服務端自此走向垂直整合，支付方、藥房與醫療服務的邊界模糊化，成為日後藥價與回扣爭議的結構根源。
2019/01	BMS 收購 Celgene	Bristol Myers Squibb (美)	Celgene (美)	US\$74bn 股權價值	2019/11	補充腫瘤與免疫產品及後期管線同時降低未來核心產品到期帶來的收入缺口。	BMS: Morgan Stanley (主辦), Evercore, Dyal Celgene: J.P. Morgan (主辦), Citi	近十年醫療業最大宗併購，確立「以成熟產品加後期管線一次補足未來增長」的模式。但 Revlimid 自 2022 年起遭仿製藥侵蝕，說明買入的資產同樣有時限。
2019/06	AbbVie 收購 Allergan	AbbVie (美)	Allergan (艾爾建·愛爾蘭)	約 US\$63bn 股權價值	2020/05	降低對 Humira 的單一依賴，增加 Botox、神經科學及醫美等成熟產品。	AbbVie: Morgan Stanley, PJT Partners Allergan: J.P. Morgan	從單一重磅藥敞口轉向廣泛的商業化組合分散，建立自費屬性強、非藥物的防禦性現金流，為專利懸崖前的跨品類避險提供範例。
2023/03	Pfizer 收購 Seagen	Pfizer (美)	Seagen (美)	US\$43bn 企業價值	2023/12	快速建立 ADC (新一代靶向抗癌/腫瘤藥物) 腫瘤平台，取得已上市產品、技術平台及後期管線。	Pfizer: Guggenheim Securities Seagen: Centerview Partners, MTS Health Partners	ADC 自此從生科技術平台升級為大藥廠的核心戰略資產，並樹立生科高溢價收購標桿。標誌輝瑞戰略重心全面轉向腫瘤學。
2024/02	Novo Holdings 收購 Catalent；諾和諾德同時買下其三座無菌灌裝廠	Novo Holdings (丹麥·關聯方為 Novo Nordisk)	Catalent (美) / 三座製造基地	Catalent: US\$16.5bn 企業價值；三廠轉售價約 US\$11.7bn	2024/12	直接補足 GLP-1 生產瓶頸，增加無菌灌裝與製造能力。	Novo Holdings: Morgan Stanley Catalent: Citi, J.P. Morgan Novo Nordisk: 另聘 Evercore	結構性案例: 當需求增長快過產能，製造產能本身即成為戰略資產與競爭壁壘。透過控股公司分層完成，亦有降低競爭法疑慮的作用。
2025/01	J&J 收購 Intra-Cellular Therapies	Johnson & Johnson (美)	Intra-Cellular Therapies (美)	US\$14.6bn 股權價值	2025/04	取得已上市精神科藥物 CAPLYTA (市場獨佔至 2040 年) 及臨床階段管線，快速擴大神經科學布局。	J&J: Citi Intra-Cellular: Centerview Partners, Jefferies	新一代併購的典型: 買家更偏好已有收入，同時仍具適應症擴展與 pipeline upside 的標的。神經科學併購溢價已可與腫瘤學比肩。
2026/06	GSK 收購 Nuvalent	GSK (英)	Nuvalent (美)	US\$10.6bn 股權價值；扣除現金後約 US\$9.4bn	預計 2026/Q3	收購已進入後期開發、接近上市的精準腫瘤資產，縮短取得新收入的時間。	GSK: Leerink Partners, Citi Nuvalent: Centerview Partners, Jefferies	最新交易反映「買去風險化的後期增長」：買方願為接近上市、標靶已驗證的資產支付 40% 溢價，以縮短變現時間。

全球醫療行業M&A 的四個結構性趨勢

從買公司到買資產，從買分子到買產能

① 專利到期驅動的資產型收購

自研週期長、成本高且後期失敗率上升，面對 Humira、Keytruda、Revlimid 等主力產品陸續到期的營收缺口，大藥廠傾向收購中後期或已上市資產以補充收入來源。2025 至 2030 年間，美國藥品市場預計因專利到期減少逾 2,300 億美元收入。本表七筆交易中，四筆的交易理由直接載明專利到期因素。

② 單筆交易規模下降，標的由整體企業轉為個別後期資產

2017 至 2020 年以六七百億美元級的同業合併為主，2023 年後單筆規模普遍降至 100 至 165 億美元。整合成本與反壟斷審查強度上升，且買方所需者多為可於短期內貢獻收入的特定資產。本表交易金額自 740 億美元遞減至 106 億美元。

③ 業務組合由多元化轉向專業化

大型藥廠減少跨領域布局，剝離低毛利的消費健康與非核心業務 (強生分拆 Kenvue，輝瑞與 GSK 分拆 Haleon)，並將資本重新配置於 ADC、GLP-1 與代謝、精準腫瘤及罕見病等領域。剝離與收購構成同一資本配置決策的兩端：強生分拆 Kenvue 後，相繼完成 Shockwave 與 Intra-Cellular 的收購。

④ 標的範圍延伸至生產產能與上游供應鏈

收購標的已不限於藥物資產。諾和諾德一方以 165 億美元取得 Catalent 的無菌灌裝產能，用於 Wegovy 與 Ozempic 的生產；丹納赫收購 Cytiva 則取得生物製程的上游設備與耗材業務，形成不承擔單一新藥研發風險的重複性收入。在需求增速高於產能擴充速度的情況下，製造產能構成實質的進入障礙。

⑤ 財務顧問市場集中度高

百億美元級交易的買方顧問集中於 J.P. Morgan、Morgan Stanley 與 Goldman Sachs；精品投行 Centerview Partners、Evercore 與 PJT Partners 則在賣方顧問端佔有相當份額。生科資產估值高度依賴對臨床數據與監管路徑的判斷，為精品投行的主要優勢來源。本表七筆交易中，Centerview 參與四筆。

Q & A

投資產品與服務部



尹賀
Kevin Yin
Equity Advisory
kevin.h.yin@kgi.com
+852 2878 6798
SFC CE: AJM689



莫偉民
Raymond Mok, CFA
Equity Advisory
raymond.mok@kgi.com
+852 2878 4663
SFC CE: BHJ465



葉晉宜
Derek Yip, CFA
Equity Advisory
derek.yip@kgi.com
+852 2878 4263
SFC CE: BSQ196



梁啟棠
Cusson Leung, CFA
CIO
cusson.kt.leung@kgi.com
+852 2878 6998
SFC CE: ADU276

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。