

內地製藥行業有望迎來業績修復

全球觀察

施亞瑩、管紫庭 中銀國際研究有限公司

回顧2023年，筆者看到由於新冠相關收入減少，個別公司業務線調整，以及反腐運動的影響等因素，中國傳統製藥企業在前三個季度的表現相對疲弱。然而，經歷2023年的業績承壓後，筆者認為中國製藥行業有望在2024年重新回到快速增長軌道，主要得益於（1）集中採購（集採）影響逐步出清；（2）醫保續約規則更加溫和；（3）創新轉型助力對外授權合作。

全國化集採影響逐步減輕

截至2023年11月公布招標結果的第九批全國集採，已共覆蓋374個藥品。考慮到大部分重點仿製藥已納入國家集採，且市場對集採降價已經具備合理預期，未來集採對資本市場的影響將逐步減小。展望2024年，儘管筆者預計國家集採將繼續聚焦化學藥品，但考慮到生物類似藥的競爭格局已經很擁

擠，地方政府可能會繼續啟動生物類似藥集採，進而使得一些尚未開拓生物類似藥市場的新進入藥企拿到更多的量與市場份額。

創新轉型助力對外授權合作

儘管2023年一些生物技術公司與合作夥伴終止合作引起了市場對中國企業創新能力的擔憂，但筆者仍然看到今年落地了很多對外授權交易，特別是與ADC領域相關的資產。筆者欣然看到對外許可不再是生物技術公司的特權，傳統藥企也紛紛落地對外授權，且合作的對象已開始從小型海外生物技術公司轉向大型跨國公司，而這些對外授權的達成進一步支持了它們從仿製藥企向創新藥企轉型的努力。

據國家藥品監督管理局，2023年6月30日前批准的所有創新藥物（包括新適應症）均符合今年國家

醫保目錄談判資格，今年醫保談判的最終結果可能會在12月初公布。繼去年推出簡化續約和獨家藥品續約規則後，今年更新的規則進一步提高了藥品續約時潛在降價的可預見性，並有助於緩解行業對續約時潛在降價的擔憂（例如連續納入目錄「協議期內談判藥品部分」達到或超過4年的品種支付標準下調比例在標準基礎上減半，連續納入目錄8年的藥品納入常規目錄管理並不再降價）。此外，企業可以靈活地為符合簡化續展條件的產品申請額外的重新談判。

醫保報銷政策增彈性

同時，醫保局工作人員也傳遞了友好的信號，包括報銷政策可能會在創新藥生命周期的早期階段更加靈活且在價格方面更具支持性，以促進創新藥品更高效的商業化。

儘管如此，考慮到醫保基金預算緊張，2023年國家醫保基金在4-8月連續五個月支出大於收入，筆者預計2023年全國醫保談判的總體降價幅度不會發生大幅變化（2022/2021年醫保談判平均降價60%/62%）。此外，雖然納入國家醫保目錄成為中國新藥商業化的主流策略，但筆者也看到了替代選擇，少數大城市的惠民保包含了更多高價創新藥品和耗材。

綜上所述，筆者在創新藥定價和支付方式方面看到了一些積極的信號，筆者認為2023年出現的一些短期干擾不會改變該行業的增長前景，特別是對於專注於醫療領域真正未滿足需求的產品或服務。

從長遠來看，行業將加速向以臨床價值為導向、合規標準的市場轉型。筆者預計2024年傳統製藥企業的業績增速將有望恢復，而2023年的相對低基數以及宏觀經濟增長復甦也將有所助力。

粉飾櫥窗 各出其謀

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

關於粉飾櫥窗，其實有不同可能性。同樣是為了年底前的表現化妝，都有不同動機或做法。最常見有三類。說起來，既然要粉飾，大抵上，總是有一點瑕疵，不太想公諸於世，或起碼不要太赤裸裸。

最明顯的一類，是操盤者為求突出表現，在一個已經相當公開透明參與度高的資產市場，也就是市場效率甚高之處，一般來說，很難持續作為極少數贏家，連跑贏平均數或用來衡量整體表現的指數，也有一定難度，尤其是扣除費用後。

故此，不少人各出其謀，要從冷門股份或策略上，希望有所突破，但單尋他千百度，希望發掘到罕有未被人發現的機會，總要冒上不少險，就算整個故事最終發展是成功，也可能有相當時間是等待中，而等待中也要對投資者有交代的時候，只好硬着頭皮，在已經冷門的地方，臨完場前再加注。顯然，這做法有極短期的化妝作用，但完全無助於真正表現。

隨眾錯勝於獨行對？

另一類也是明顯的，卻是完全不同方向。若說第一類是認為眾人皆醉我獨醒，這裏第二類便是一整年下來，發現人家跑贏甚多，投資者怪罪起來，不能辯解，只好找明顯強勢表現的，照隨多少買一點回來，以免太難解釋，隨眾而錯勝於獨行而對，何況獨行而錯？

最後一種，比較王道和公道，旨在留意年底少數交易日子，假期因素或淡靜市況下，有何可作



◆年關臨近，投資者或基金經理普遍檢視投資組合、作出「換馬」動作。圖為美證券交易員。資料圖片

最後一擊，或有高風險，但有如球賽落後，不無反敗為勝的可能，只好放手一搏，也是道理。

粉飾櫥窗 一廂情願

除了上述三類常見的粉飾櫥窗，但其實，尚有一種未必絕對是粉飾櫥窗，但想法頗類似的，這裏不妨也簡介一下。

是的，多數人意識到粉飾櫥窗的可能性，是始於主觀願望，來自於本身投資組合的不濟，跑輸大市或同儕，故此有必要在賽事完結之前，盡力爭取較為像樣的效果。

換言之，上述三種交易策略，無論是在原有不見起色的冷門股份上再加注，又或者在之前遺漏了的熱門或優勝之選，甚至是單純是估計年底前假期因素和淡靜市況下，通常有何突出之選，凡此種種，一概屬於由主觀願望，一廂情願主導，效果如何，年年不同，不一而足。

中值回歸 下回分解

相比之下，另一種行動上類似粉飾櫥窗，但動機和效果上未必一樣的，就是投資者並非以本身組合在年底或某個賽事終結時的成績為念，反而是以下一年度或下個賽事為目標。是的，一般來說，投資市場上，存在着中值回歸，曾經表現突出的，一年兩年三年下來，動力會消退，到後來，回報逆轉。相反，過去一年兩年三年下來，可能十分落後的，在價格已經完全反映價值變化，甚至超前反映悲觀因素後，又可能在未來幾年有不錯的跑贏。

嚴格來說，在年底前陸續加入這些年內大落後，以作為明年之選的，一切有待下回分解，本身不算粉飾櫥窗之用，但效果上容易給人類似印象。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

中東重視香港國際化優勢

黃達勝 香港中小企經貿促進會常務副會長

香港特區政府近年積極外訪，拓展新市場，中央政府駐港聯絡辦主任鄭雁雄月初出席論壇時分享指出，香港在中國式現代化道路上不可替代，要發揮更好國際化優勢。我們認為，「一帶一路」倡議、國家的「十四五」規劃，以及粵港澳大灣區發展等，對香港而言，都是強調香港要利用好自己的國際化優勢，開拓機遇，香港的國際化優勢，亦是吸引國際社會的關注和海外人才來

港投資和工作的關鍵。

冀通過做實事 讓世界認識香港

中央鼓勵及支持香港着力維持國際化特色，對香港而言是一個非常好的使命。隨着今年初香港特首李家超到中東考察，中東方面已常提到非常重視香港的「背靠祖國、聯通世界」的獨特優勢和機遇。

香港實施了港區國安法，令社會穩定下來，然而疫情後，經濟復甦比較緩慢，加上受外國政治因素干擾，香港面對不少困難，但隨着得到國家的支持和發揚香港人獨特的獅子山精神，只要我們能做好自己，通過做實事，讓世界認識香港，理解到香港的獨特優勢存在。

我們建議，提升國際化首先要香港市民做好自己，除了政府官員外訪外，中小企業亦要跟外國企業多交流，「香港人要善用我們兩種流利語言，唱好香港。」有信心明年香港經濟會逐漸轉好，會吸引更多海外企業來港投資設立公司和人才來港工作。

「北創科」概念帶動「北都」樓市經濟前景看俏

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

第一期YOHO WEST連續在11月尾和12月初兩個周末進行大規模銷售活動，取得不俗成績，首輪售出338伙或近97%。發展商乘勝追擊再次輪加推322伙，基本上接近原價加推，期望再下一城。「北部都會區」新盤是有價有市，證明不少市民看好本地區發展願景！

發展商積極部署「北都」

既然同區新盤銷情暢旺，發展商也積極於古洞北及粉嶺北進行原址換地申請。今年6月發展局大幅調低兩地換地標準金額補地價，但是6幅地皮發展商認為偏高，因而提出上訴。十一月下旬，地政總署「一口氣」批出上述6幅土地最新補償費用，每呎樓面補償約2,600元，政府祈望今年年底死線前雙方能達成最後協議，並且可以「和氣收場」。

上述二則新聞足見「北部都會區」土地和房屋真正被市場追捧，全賴於特區政府的「北部都會區」發展策略「南金融、北創科」所鼓動，未來廿年將會取代啟德地區躋身為特區房地產新來源、新亮點。

鑒於政治考量，港英時代長久地把新界北視為

「邊陲地區」。特區政府2008年公布大減邊陲港深兩地禁區範圍計劃，「一口氣」由2,800公頃大減至現行的400公頃，騰出大量未開發土地，締造了「北部都會區」誕生的有利條件。最近兩任特區政府一改「零碎化」變成「系統化」來開拓新界北部，以配合政府由「重金融、輕工業、略創科」轉換成為「南金融、北創科」，締造未來特區雙引擎經濟發展源頭。

四大發展區各具亮點

特首剛在2023年施政報告指出，「北部都會區」的規劃會以「產業帶動，基建先行」為主軸，成為香港融入國家發展大局的重大節點。10月尾，香港特區政府發展局正式公布長達55頁的《北部都會區行動綱領》（行動綱領），將「北都」劃分為四大部分，包含高端專業服務和物流樞紐、創新科技帶、口岸商貿及產業區，以及藍綠康樂旅遊生態園的發展定位。相比前任特區政府制訂的《北部都會區發展策略》，這次行動綱領較聚焦於實際行動範圍，對香港規劃描繪着墨多，較具體、具執行性，

但是如果橫跨兩地則需要等待補足。

綜合四區發展路向，其實各具亮點，分別覆蓋高端專業/物流、創科、商貿/產業和旅遊/保育四種，繪畫未來香港經濟藍圖。規劃重點正是對接跨境深圳的現時經濟情形，如高端專業服務和物流樞紐區由天水圍、元朗、洪水橋及流浮山組成是面向深圳的前海合作區和南山區；中部的福田科技城是面向深圳福田區和科創園區；粉嶺/上水新市鎮和建設中的古洞北/粉嶺北是面向現時三大口岸——羅湖、文錦渡、香園圍等等。未來長久遠景是連接深港兩地的主要和未來商貿/創科/專業/物流/口岸活動/工業/教育/保育/旅遊活動於四大主要區域，進一步打斷港深兩地歷史隔閡，共謀打造成廿世紀港深大都會區，共建宜居、宜業、宜遊的國際都會區。

商業元素有望大量提升

筆者請大家注意「北部都會區」的規劃會以「產業帶動、基建先行」為主軸，意味着「北部都會區」集中產業、居住、活動於同一地區，改變以往

新界新市鎮的「重住輕商」的城市規劃。長遠來說，「北部都會區」的各類物業價格會逐漸拉近港九市區水平，建造未來物業升值前景。這也說明「北部都會區」新盤熱賣因素，不少市民想藉今天樓價的低水情況，踴躍入市贏取未來升值潛力。不過，他們也需要付出短期代價，接受未來幾年「北部都會區」發展中的交通/生活/購物/環境不便。

無可否認，「北部都會區」是未來特區政府發展重點，繼啟德地區成為將來廿年土地主要來源。今天的低房地產價格其實是發展過程中必經階段，將來的價格升至什麼程度則視乎特區創科發展的成績。特區由金融/房地產/專業轉型為「南金融、北創科」之路仍然充滿變數，但是肯定是順應世界大潮流之舉。再者深圳的創科發展也直接主導港深兩地未來創科發展成敗，也受到中美兩國創科並行/制衡發展左右。筆者深信特區政府已踏出正確路向，祈望可以有機地、有效地融合國家發展大局，為兩地年輕一代創造遠大前景，齊手打造港深兩地成為創新、創科、創業的年輕國際大都會，再為香港尋找未來發展新藍海，不負兩地政府和人民的期望。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。