

環球康健護理團隊首席投資組合經理 Steven Slaughter 及投資組合經理 CJ Sylvester 對 2024 年康健護理股票的表現，以及相關分類行業的重要主題仍相當樂觀。

環球康健護理業能否在 2024 年實現較佳表現、扭轉 2023 年的落後局面？

對股票市場來說，2023 年無疑是動盪的一年，尤其是康健護理業。年初，「後疫情」的環球市場作好準備，面對持續收緊的貨幣政策，以應對環球通脹壓力不休的環境。許多（甚至大多數）投資者預計這個環境將導致經濟放緩，並可能引發衰退。

儘管在年初面對壓力，環球股市在 2023 年第四季造好，原因是年初令投資氣氛承壓的擔憂迅速消散。在 11 月份，美國聯儲局表示通脹迅速減慢，因而有望於 2024 年開始減息。預計其他央行亦會仿效，消除近兩年來一直遏抑投資氣氛的不利因素。

因此，環球大市終於在年底克服多重不明朗因素而攀升，錄得強勁的絕對回報（在 2023 年，MSCI 明晟世界指數上升 23.8%；標準普爾 500 指數高收 25.7%；納斯達克 100 指數飆升 53.8%¹）。美國大型／超大型科技股引領升勢，原因是華爾街近期牽起人工智能熱潮。

康健護理業方面，MSCI 明晟世界醫療保健指數在 2023 年升 3.8%，回報相對溫和²。這個行業表現落後，與 2022 年的優秀表現大相逕庭，當時康健護理分類行業的表現較整體 MSCI 明晟基準指數高出近 1,500 點子。然而，作為增長潛力龐大的防守性行業，康健護理股往往在跌市或減息環境下表現較佳。值得注意的是，從十年基礎來看，康健護理股的表現仍領先大市。

哪些因素令我們對康健護理股表現感到樂觀？

踏入 2024 年，我們對康健護理股的未來表現仍相當樂觀，主要源於以下多個因素：

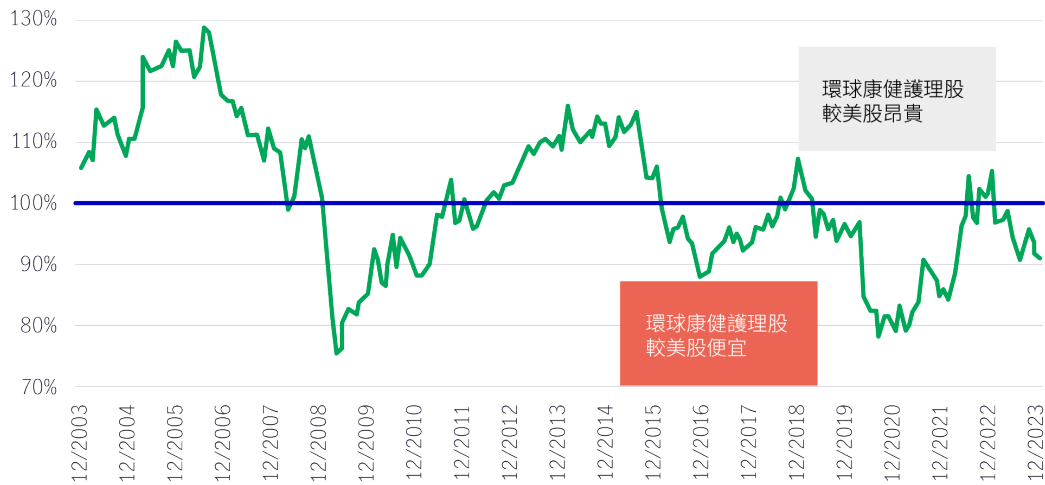
- **持續創新以應對醫療需求缺口：**不管近期宏觀經濟因素如何，康健護理龍頭企業仍能把資金繼續投放於創新的生物製藥、醫療設備及服務產品，使未獲完善服務的疾病醫療水平大大提高（我們認為其中不少是未被發掘的市場機遇）。

¹eVestment，截至 2023 年 12 月 31 日。

²Factset，截至 2023 年 12 月。

圖 1：環球康健護理股在不同周期相對於大市的估值

相對估值（預期一年市盈率）：環球康健護理股與標準普爾 500 指數



資料來源：Factset。截至 2023 年 12 月。

- 貨幣政策：**在 2023 年第四季，多家央行（尤其是聯儲局）表明傾向在 2024 年放寬貨幣政策。聯儲局主席指近月通脹壓力有所緩和，因此目前預測 2024 全年減息三次³。我們預計減息應有助促進投資者參與資本市場。這些資金來源對推動中小型康健護理企業持續創新不可或缺。值得注意的是，生物科技公司（經歷兩年多的「資金封閉期」後）已多次增資發行新股；該行業的資產負債表相對緊張，故業內公司在未來三年仍需要此資金渠道。
- 相對估值：**由於其近期表現相對遜色，從市盈率及市盈增長率來看，康健護理股現時的估值較大市指數有明顯折讓。因此，我們認為個別股票的內在價值被低估，可能存在顯著的上升空間。我們相信康健護理業具有防守特質，加上個別企業

的內部增長穩健，應可在整個市場周期表現強勁（圖 1）。

2024 年有何重要的分類行業主題？



生物製藥

我們通過評估新興科學和醫學趨勢，結合全面的內在估值分析，繼續強調「由下而上」的基本研究流程。這個策略可以確保資金重點配置於那些致力滿足重大醫療需求缺口、尋找被忽略的市場機會，及／或能夠改變醫療成本曲線的公司。

生物製藥業佔我們可投資的康健護理範疇約三分之二；我們繼續專注於擁有同類最佳產品，並為需求缺乏彈性的病人提供服務的生物製藥公司。我們早前研究「後疫情」世界的結構性變化，發現目前仍迫切需要有效管理其他現有疾病（癌症、代謝綜合症、中樞神經系統和免疫系統失調）。我們的研究顯示，這些

³ 鮑威爾：聯儲局預計今年將減息三次 (ft.com)

合併症患者在新冠康復後更容易發病和死亡。因此，我們仍看好專注於治療血癌、心血管疾病、哮喘、阿茲海默症及糖尿病／肥胖症的公司。

最後一個有關生物製藥業的觀點：值得注意的是，綜觀整個投資範疇，近年生物製藥業的許多重要進展均來自一個相當集中的領域（例如：兩家領先的 GLP-1 競爭公司目前佔市場約 98% 份額）。換言之，在集中領域「有一席之地」及「沒有一席之地」的公司存在極大分歧。

「有一席之地」的公司繼續將增量資金投放於新興研究平台技術，為存在醫療需求缺口的疾病研發多元化和風險似乎較低的新藥物，為資本投資提供所需資金，並利用超額現金流進行定向併購交易，以造福股東。

「沒有一席之地」的公司則繼續追求藥物資產缺乏差異性及已發展成熟的治療類別。這些公司參與的治療類別不多，因而面對重大的「專利懸崖」風險，而且經常為「原料藥」及／或後期併購目標付出過高費用（或通過缺乏周全考慮的安排回購公司股份），這一切都損害股東利益。

步入 2024 年，我們始終奉行內在估值法，確信「有一席之地」的公司將繼續展現吸引的投資機遇。



醫療科技及生命科學工具

綜觀全球康健護理設備／用品及生命科學工具／服務業，個別領域的基本因素仍然吸引。此外，隨著新冠病毒現已成為風土病，更多增量現金流平穩流入，我們認為個別公司將繼續受惠於疫情前賺取的超額收入。隨著這些公司增加研究、資本開支和

新產品投資將在未來數季及數年取得成果，我們預期當中部份公司可望實現高於市場的回報。

舉例來說，一家多元化醫療科技公司在三年多的疫情期間，透過新冠病毒檢測業務獲得約 250 億美元的增量收入，並把超額現金流用於一項持續多年的計劃，以「拉動」正在研發的特定醫療科技項目，目前正等待監管機構發出必要的批准。這些新產品包括首創的「雙分析物」連續血糖監測器、新型無導線心臟起搏器、「首創」全吸收式生物周邊血管支架，以及兩種治療二尖瓣／三尖瓣反流的領先「夾子」裝置。展望未來數年，這些創新的技術發展應可帶動該公司的糖尿病及心血管設備業務取得高於市場的增長。

步入 2024 年，除了糖尿病和心血管疾病外，其他醫療科技市場亦展現強勁的增長前景，包括電生理學（EP）、機械人外科手術、大型關節置換、脊椎骨科及隱形眼鏡市場。這些電生理學、外科手術和視力細分市場的潛在需求似乎由多項因素帶動，包括：產品持續創新、疫後需求積壓、新興市場顯著擴張，以及已發展市場的人口不斷老化。我們預計上述利好因素將延續至 2024 年之後。

相反，早前實現「高增長」的部份醫療科技市場目前遇到龐大阻力，胰島素泵及阻塞性睡眠窒息症裝置便是其中兩個領域，初步面對 GLP-1 療法帶來的壓力，而且隨著時間過去，這股壓力可能加劇。經導管主動脈瓣置換市場（TAVR）更出現其他不利因素，由於定價壓力及新產品進入市場，其增長正在放緩。受全球定價壓力、競爭產品加入及可動用收入緊縮的影響，隱形矯齒器／人工植牙市場亦逐漸減慢。

疫情期間，多家生命科學工具公司亦透過抗原／抗體檢測和疫苗／治療生物加工收入，累積了可觀的超額

現金流。雖然部份公司已將超額現金儲備用於定向資本擴張及併購活動（即建立製造／灌封的能力、獲得新興技術的新能力），但事實證明這些投資的短期回報表現參差。隨著新冠疫苗需求在 2023 年顯著下跌，合同生產組織的無菌針筒灌封業務尤其出現嚴重的產能過剩「障礙」。

同樣，由於 2021 年至 2022 年發生供應鏈中斷及產品交付期過長的問題，令不少全球生物加工公司在疫情期間明顯「提前」出現產品過度銷售（例如：過濾器、移液管吸頭、培養基）的情況。在 2023 年的大部份時間，這些公司均面對產品需求嚴重不足的問題，幸而隨著過剩庫存開始減少，現時「障礙」因素出現初步消退的跡象。

因此，隨著庫存復常及新產品（腫瘤生物製劑、細胞療法、GLP-1 等）需求增加，供應／產能過剩的情況有所改善，多家在 2023 年表現明顯落後於康健護理及整體市場指數的工具公司（部份公司全年跌幅高達 40%至 60%）似乎有望在 2024 年好轉。

對比那些擁有較多「大額」資本設備業務的公司，我們仍然看好「經常性收入」較高的工具公司。具體來說，重資本企業的核心產品市場（例如：質譜儀、流式細胞分析儀等）需求轉弱，特別是主要的中國內地市場在最近數季出現這個情況；如果政府不再推出刺激開支措施，預計這股弱勢可能會持續。

總括而言，對醫療科技及工具／服務分類行業來說，選股策略是 2024 年的致勝關鍵。我們仍然非常看好相關行業的現有配置，並鑑於其估值向來偏高，我們預期未來的表現會有一定差異性。



康健護理供應商及服務／康健護理科技

環顧康健護理供應商及服務行業，個別供應鏈公司仍擁有穩健的投資價值，特別是藥物批發商。在藥物通脹加速及處方藥物數量持續回升的背景下，我們預期這些公司的利潤率將會改善。這些公司一直展現強勁的資本配置實力，把超額現金流投資於利潤率較高的服務業市場（例如：腫瘤學實踐管理、專業藥物分銷、處方藥物技術／服務等），藉此提高綜合營運利潤率，長遠為股東帶來可觀的回報。鑑於其估值合理及盈利增長／投資回報率穩健，我們認為這些配置日後將成為核心持倉。

受疫情影響，求診及接受手術的醫療保健計劃參加者減少，雖然這個情況一如所料在近期有所逆轉，但由於近期業界的增長狀況改善，我們繼續持有個別康健護理保險公司。儘管美國聯邦醫療保險和聯邦醫療補助服務中心（CMMS）在去年底採取措施，令 2024 財政年度的人均償付水平在近期減少，但對於聯邦醫療保健優勢計劃（MA）下規模最大的保險公司的長期吸引力，我們維持略為「有別於市場共識」的觀點。

參加聯邦醫療保健優勢計劃的人數最多，反映這個領域擁有結構性成本優勢，也是美國醫療保險生態系統中內部增長率最高（每年上升 6%至 8%）的細分市場。我們認為長期的人口結構（美國每日有超過 10,000 名公民年滿 65 歲，是成為聯邦醫療保健優勢計劃的準客戶），可支持這個市場的長期前景穩健，特別是今年為美國大選年（因為長者普遍欣賞聯邦醫療保健優勢計劃的福利，而且一般會參與投票）。相對於醫療補助計劃及平價醫療法案（又稱為「歐巴馬

醫改」) 的受益人，我們認為聯邦醫療保健優勢計劃償付情況在未來出現重大變化的經濟及政治風險較低，特別是若共和黨重奪參議院及總統寶座時。

在 2024 年／之後投資於康健護理業時，尚要考慮哪些因素？

《降通脹法案》成為矚目焦點

作為全球規模最大及綜合定價第二高的生物製藥市場，我們的投資團隊在《降通脹法案》通過後的過去 18 個月內，對美國生物製藥市場進行大量研究工作。我們的研究結果顯示，《降通脹法案》的美國藥物定價「談判」（以及重組聯邦醫療保險計劃 D 類福利的相應變化）可能為藥物保障的經濟效益帶來明顯轉變。總括而言，我們預期生物製藥公司將來或會面對潛在的經濟阻力（原因包括：有效的市場獨佔期較短、付款責任較多，以及藥物名冊的結構可能有變等）。

政府規定大幅下調美國「晚年」處方藥物產品⁴的定價，將令數十種主要製藥產品的經濟回報銳減，並已開始影響業者的資本配置決定（因為預期該法例可能根據書面所擬全面實施）。

此外，醫藥福利管理公司（PBM）（主要是多元化保險公司的附屬公司）的聯邦醫療保險計劃 D 類藥物利潤率可能從 2025 年起受壓，因為在受益人計劃的

「危疾」階段，這類藥物的承保負擔較高（由之前的 15% 升至 60%）。

製藥業正就《降通脹法案》的條款及執行情況進行法律挑戰，我們在近期的盡職審查發現，現有的九宗聯邦訴訟當中，可能有一宗或以上能夠以臨時禁制令的形式，成功限制《降通脹法案》在 2024 年初步實施，這個觀點亦與市場共識略為不同。如果地區法院就其中一宗或以上訴訟作出有利業界的裁決，我們預計案件最終將提交美國最高法院審理，並可能在 2025 年作出最終裁決（在 2026 年最終展開藥物價格「談判」之前）。

儘管有這些潛在風險，但我們相信現時個別公司取得前所未見的創新及醫學發展，應可提供創造優於市場表現的可觀增長機會。因此，鑑於該行業向來具防守性特質，加上內部增長強勁，以及相關產品和服務在不同經濟周期的需求持續，我們仍然認為這是投資其中的理想時機。

整體而言，我們相信把基本因素研究結合對康健護理新興科學和醫學趨勢的評估，加上全面的內在估值分析，投資者可望從中受惠。

⁴ 處方藥物產品是指經美國食品及藥物管理局（FDA）批准，供人類使用的製藥產品，這些產品可以在當地銷售予持有由專業人士發出之處方的客戶及／或患者。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。