

每日投资策略

行业、公司点评

全球市场观察

- 上周五中国股市下跌，港股信息科技、医疗保健与可选消费领跌，必选消费、能源与金融上涨，南下资金净买入 105.4 亿港元，阿里巴巴、地平线与腾讯净买入规模居前，小鹏汽车遭遇大量净卖出。A 股硬件设备、软件服务和媒体娱乐跌幅居前，石油石化、公用事业与国防军工逆势收涨。中国多家上市险企上半年通过 FVOCI 科目增持高股息股票，以构建稳定分红资产池应对债券收益率过低和负债端成本压力，对公用事业、能源、电讯服务等板块形成一定支撑。贵金属上涨，基本金属和煤炭等多数下跌，国债收益率基本持平，美元兑人民币小幅下跌。
- 中国央行称落实适度宽松货币政策，用好支持股市的两大货币政策工具，充分释放政策效应，向市场传递出政策部门对股市依然支持态度。国资委要求国企带头抵制内卷式竞争。商务部等四部委对纯电动乘用车出口实行许可证管理，旨在规范新能源汽车出口秩序，减少内卷输出对经贸关系的影响。受反内卷和价格环比上涨影响，8 月工业企业利润同比大增 20.4%，创 2023 年 12 月以来最大增幅。
- 美股连续上涨，公用事业、可选消费与材料领涨，必选消费、通讯服务与信息技术跑输。美国监管机构将放宽 737 MAX 交付限制，波音领涨道指。英特尔上涨，媒体报其与台积电和苹果讨论投资。特朗普芯片新计划包含关税威胁，台积电下跌；甲骨文暴涨后，有资金获利了结，股价连续回调。
- 白宫澄清特朗普 100%医药关税不适用于欧日等贸易协议国，在美上市欧洲药企上涨。对于美国医药巨头而言，压制估值的最大因素并非关税而是降药价政策，特朗普曾设定 9 月 29 日为美国药价降至其他发达市场最低水平的最后期限，白宫还考虑通过 Medicare 试点压低药价，目前医药股相比标普 500 指数估值折价超过 40%创数十年最大。
- 美债收益率回落。美国 PCE 通胀数据符合预期，为美联储进一步降息和应对就业市场降温创造空间。美元指数回落，黄金持续上涨，白银再创 14 年新高，原油创近两个月新高。受关税等因素冲击，加拿大 7 月钢铁和铁合金产出相比 2 月萎缩近 25%，出口量相比 2 月下降 25.5%。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,128	-1.35	30.25
恒生国企	9,303	-1.49	27.62
恒生科技	6,195	-2.89	38.65
上证综指	3,828	-0.65	14.21
深证综指	2,471	-1.54	26.22
深圳创业板	3,152	-2.60	47.16
美国道琼斯	46,247	0.65	8.70
美国标普 500	6,644	0.59	12.96
美国纳斯达克	22,484	0.44	16.43
德国 DAX	23,739	0.87	19.24
法国 CAC	7,871	0.97	6.64
英国富时 100	9,285	0.77	13.60
日本日经 225	45,355	-0.87	13.69
澳洲 ASX 200	8,788	0.17	7.70
台湾加权	25,580	-1.70	11.05

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,164	0.24	25.69
恒生工商业	15,143	-2.24	34.61
恒生地产	18,017	0.39	20.82
恒生公用事业	35,429	-0.27	-0.66

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国医药行业 - 预期中美创新合作将持续，国内创新研发需求回暖

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 74.0%，跑赢 MSCI 中国指数 37.3%。由于资本市场融资复苏、创新药出海交易规模上涨，国内创新药研发需求出现回暖。我们注意到，创新药研发所需的实验猴的中标价格已经从 2024 年中的约 8.5 万元回升至约 9 万元。叠加美国降息，CXO 行业有望在 2H25E 迎来业绩修复。

美国出现不同的声音，但预期中美创新合作将持续。9 月 10 日，纽约时报发文“Trump Weighs Crackdown on Medicines From China”，提到特朗普政府目前有一项拟议中的行政命令草案，该草案可能切断来自中国的实验性治疗药物的引入渠道。然而，该命令草案引发了两个立场截然相反的团体展开激烈的游说活动：支持方是美国初创 Biotech 企业的投资人，这些企业正面临中国创新药的激烈竞争；反对方是美国的大药企，例如辉瑞、阿斯利康，大药企通过低价从中国购买创新药的权益而受益。我们认为，美国大药企的收入、利润规模体量远大于美国 Biotech 企业，因此在游说中或许拥有更大的影响力。正如我们在 Biosecure 法案最终所看到的，中美的医药产业链紧密相连，强制脱钩将损害双方的利益。我们认为，中国丰富的工程师、科学家人才，以及高效、便宜的临床试验和药品生产能力是中国医药创新的核心竞争力。我们预期，中国的药品创新研发和制造能力，将持续赋能全球药企。

美国针对创新药将加征关税，预期对 CXO 影响有限。特朗普于 9 月 25 日宣布，除非制药商正在美国建设工厂，否则从 10 月 1 日开始，专利药品将面临 100% 的关税。由于多家跨国药企已有美国建厂计划，因此或将不受影响。2025 年内，多家跨国药企宣布在美国建设工厂和研发设施的重大投资计划，例如礼来宣布未来 5 年在美国投入 270 亿美元、罗氏宣布未来 5 年在美国投入 500 亿美元。我们认为，在美国建设工厂的时间周期长，通常在 5 年以上。届时，产能建设进度将面临美国政局变化、市场变化等诸多不确定性。同时，由于专利悬崖压力，跨国药企普遍正在执行成本控制措施。因此，我们预计跨国药企有动力通过 CXO 的外包服务降低成本、提高效率。

行业展望：展望未来，我们认为创新药的持续上涨动力将主要来源于海外合作伙伴对于已授权管线的临床推动。此外，我们看好消费医疗的估值修复机会。推荐买入三生制药（1530 HK）、巨子生物（2367 HK）、药明合联（2268 HK）、固生堂（2273 HK）、中国生物制药（1177 HK）、信达生物（1801 HK）。（[链接](#)）

公司点评

■ 药明康德（603259 CH，买入，目标价：人民币 118.79 元）- 投资者日：TIDES 势头延续，早期研发初现回暖

药明康德举办了投资者日活动，我们认为此次会议的要点如下：1) TIDES 业务发展势头不变，产能扩张迅速、管线储备丰富；2) 早期研发显现进一步复苏的信号，将拉动占公司总收入约 1/3 的早期业务收入的增长；3) 精细化运营助力公司在面对宏观不确定性以及进行全球产能扩张的同时保持有韧性的盈利能力。

产能扩张支持 TIDES 业务保持发展势头。公司将按计划在 25 年底将多肽产能扩张至超过 10 万升，显著高于 2024 年底的 4.1 万升。截至 25 年 8 月，药明康德 TIDES 管线包含 23 个 GLP-1 类项目，其中 16 个在临床 2/3 期，占全球的 26%。除了 GLP-1 类项目，管线内的其他分子例如环肽和核酸项目也已进入商业化或者 PPQ 阶段，将为 TIDES 业务带来业绩增量。此外，TIDES 业务完美体现了公司“跟随分子”战略，在 1H25，TIDES 管线中有 19 个项目从 R 阶段推进至 D 阶段，占 TIDES 业务 D 阶段 1H25 新增新分子数的 50%。管理层维持 TIDES 收入全年增长超过 80% 的指引。管理层目标未来 TIDES 业务的全球市占率高于传统小分子业务（D 阶段~16% 市占率）。

早期研发需求复苏信号进一步显现。国内外早期研发需求均看到积极催化因素。在国内市场，创新药 BD 热潮以及其引发的资本市场融资复苏，为中国 biotech 创新研发带来了资金支持。在海外市场，美联储在 9 月份再次开启降息通道，有望刺激海外 biotech 融资的复苏。作为全球药物早期研发最大的赋能平台之一，药明康德将会显著受益于全球早期研发需求的复苏。1H25，公司的临床前新签订单同比增长 14.5%，其中来自美国客户的新签订单同比增长 19.9%。新分子的研发客户需求维持强劲增长，1H25 PDC 相关 DMPK 收入同比增长 25%，CGT 相关生物分析收入增长 393%。

精细化运营提升。公司的 CRDMO 商业模式以及前瞻的产能建设带来了充足的订单，公司强大的执行能力也保证了订单的交付效率以及利润率。公司的新厂房从投产至满负荷运转所需的时间已从 2017 年的 22.6 个月大幅度缩短至 2024 年的 2.4 个月。公司开发的智能排产系统将产能空置率大幅度降低，API 设备的使用率从 2020 年的 60% 提升至 1H25 的 72%。小分子和多肽生产的自动化率达到 90%/80%，降低人工成本的同时显著提高了操作的准确性。精细化运营助力公司在面对宏观不确定性以及进行全球产能扩张的同时保持优秀的盈利水平。1H25 公司的经调整毛利率和净利润率分别达到 44.5% 和 30.4%，均为公司历史最高。管理层有信心保持有韧性的盈利能力。

维持买入评级，小幅上调药明康德目标价至 118.79 元人民币，以反映全球早期研发需求改善的积极信号。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 持续经营收入同比增长 16.0%/ 15.9%/ 15.8%，经调整 non-IFRS 净利润同比增长 16.2%/ 17.6%/ 16.4%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 24.7x/ 21.0x/ 18.0x。（[链接](#)）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。