

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 8月6日，A/H股分化。沪指涨0.6%，深成指跌0.2%，创业板指跌0.6%，煤炭托举沪指重返3900点，CPO、PCB等科技细分仍活跃。恒生指数跌1.5%，恒生科技跌2.3%，信息科技、非必需消费和工业领跌，医疗保健和原材料收涨。南向资金净卖出14.61亿港元，其中阿里巴巴、华虹宏力和中芯国际净买入居前，美团、腾讯等遭到净卖出。美元兑离岸人民币盘中一度跌破6.750，随后随美元反弹回吐，人民币总体仍处近年强势区间。
- 日韩市场继续受存储板块拖累，欧洲股市则依靠盈利韧性续创新高。日经225跌0.9%，韩国KOSPI跌4.6%，SK海力士跌10.4%，显示存储周期高预期、杠杆仓位和平仓压力仍在相互强化。欧洲STOXX 600涨0.2%，强劲财报继续对冲能源和利率风险，欧洲市场表现明显强于亚洲科技市场。
- 美股小幅下跌，非农前谨慎情绪与存储周期担忧压过大型科技韧性。标普500跌0.2%，纳指跌0.1%，道指跌0.9%，费城半导体指数逆势涨0.3%；西部数据跌超13%、闪迪跌6.8%，财报虽仍显示AI需求强劲，但价格涨幅放缓和极高盈利预期触发利好兑现。工业、银行和传媒收跌，通讯服务、能源和商业服务收涨。
- 美债收益率全线上行，2年期升至4.24%，10年期升5.7bps至4.67%，30年期升至约5.21%，曲线整体熊市上移。霍尔木兹风险重新推高油价和通胀预期，叠加初请失业金仅19.9万人、劳动力市场仍具韧性，市场增加9月加息押注；谷歌发行250亿美元企业债亦加重长端供给压力。债市核心定价重新回到“就业未弱、能源通胀反复、融资供给偏重”，周五非农成为下一轮政策预期调整的关键。
- 大宗商品重新交易霍尔木兹供应风险，布伦特涨3.8%至82.49美元/桶，伊朗拟限制美国及以色列相关船只通行的消息使前期地缘风险溢价快速回归；现货黄金基本持平于4244美元/盎司，盘中突破4300美元后因美债收益率和美元上行回落，白银跌0.9%，纽约铜结束三连涨。比特币多次测试6.5万美元但未能突破。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,530	-1.49	-0.39
恒生国企	8,499	-1.22	-4.66
恒生科技	4,821	-2.28	-12.60
上证综指	3,900	0.57	-1.73
深证综指	2,539	0.06	0.32
深圳创业板	3,516	-0.55	9.75
美国道琼斯	53,885	-0.85	12.11
美国标普500	7,710	-0.18	12.63
美国纳斯达克	26,348	-0.06	13.37
德国DAX	26,140	0.05	6.74
法国CAC	8,700	0.35	6.75
英国富时100	10,868	-0.19	9.43
日本日经225	65,683	-0.93	30.48
澳洲ASX 200	9,272	0.47	6.40
台湾加权	44,397	-0.48	53.28

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	54,072	-1.30	10.50
恒生工商业	12,921	-1.63	-6.89
恒生地产	19,851	-1.29	13.03
恒生公用事业	37,969	-0.85	-0.15

资料来源: 彭博

公司点评

■ 辉瑞 (PFE US, 买入, 目标价: 35.75 美元) - 管线执行将成为估值重估的关键驱动

辉瑞 2Q26 收入 150 亿美元、调整后摊薄 EPS 0.77 美元，整体符合我们的预期。1H26 收入 295 亿美元（同比+4%）。剔除 COVID 产品后，核心业务同比增长 9%，主要由 Eliquis、Padcev、Vyndaqel 系列及 Lorbrena 带动。管理层上调 FY26 收入指引下限，更新后的收入指引为 605-625 亿美元，并维持调整后 EPS 指引 2.80-3.00 美元不变。公司预计 2028 年后未来 5 年收入复合增速达高个位数。

月制 GLP-1 快速推进，2H26 迎来关键数据：berobenatide (PF'3944) 是辉瑞最重要的肥胖管线之一。Ph2b VESPER-3 显示，其在 Ph3 最高剂量下有望实现接近 tirzepatide 的减重效果。辉瑞已启动三项 Ph3 肥胖症研究，其中 VESPER-4 和 VESPER-5 已完成入组，VESPER-6 正在入组并测试更高月制剂量。与 PF'3945（月制 Amylin）的联用数据预计于 2H26 公布，将成为肥胖症管线的重要催化。

PF'4404 与 ADC 平台持续扩张：PF'4404 (PD-1xVEGF) 正加速推进，目前已在 1L mCRC 和 1L NSCLC 开展 Ph3，并预计于 2H26 拓展至 1L 子宫内膜癌和 1L mUC。公司同时推进其与 Nectin-4 ADC、IB6 ADC 等平台联用。与信达生物合作进一步补强肿瘤早期管线，新增 12 个项目，涵盖 ADC 与多特异性抗体。尽管 sigvotatug vedotin 在经治 nsq-NSCLC 中未达 OS 终点，其一线开发仍在继续。

Padcev 仍是核心增长引擎：Padcev 2Q26 收入 6.67 亿美元，同比增长 23%，目前已覆盖膀胱癌主要治疗场景。EV-309 有望进一步拓展至保膀胱 MIBC，公司也计划推进 Padcev + PF'4404 用于 1L mUC 的 Ph3 研究。随着 Ia/mUC 中新患者份额超过 60%，以及 MIBC 患者的市场渗透率提升，Padcev 将继续贡献重要增长。

维持“买入”：随着未来 2-3 年 LOE 压力逐步反应在估值中，市场关注点将转向肥胖症和肿瘤管线执行。我们将基于 DCF 模型的目标价略微上调至 35.75 美元（前值：35.46 美元；WACC 9.95%、永续增长率 2.0% 均维持不变）。([链接](#))

■ 百济神州 (ONC US, 买入, 目标价: 442.31 美元) - 血液瘤优势稳固，实体瘤管线迎来拐点

百济神州 2Q26 业绩表现强劲，收入快速增长、盈利能力持续改善，管理层上调 FY26 指引。我们看好 Brukinsa 在全球 BTK 市场份额持续提升，且公司实体瘤管线正进入关键拐点；即将于 ESMO 公布的数据有望成为进一步估值上行的重要催化。维持“买入”评级，目标价 442.31 美元。

2Q26 业绩强劲，上调全年指引：2Q26 总收入达 17.0 亿美元（同比+30%，环比+13%），其中 Brukinsa 全球销售额 12.5 亿美元（同比+31%，环比+14%），继续保持全球 BTK 抑制剂销售领先地位。经调整非 GAAP 营业利

润升至 5.03 亿美元（2Q25 为 2.75 亿美元），主要受益于销售增长、产品毛利率提升至 90%，以及销售管理费用率下降至 35%。1H26 收入 32.2 亿美元、经调整营业利润 9.17 亿美元，分别达到我们此前全年预测的 50%和 63%，超出我们预期。基于此，公司将 FY26 收入指引上调至 66–68 亿美元，经调整营业利润指引上调至 17–18 亿美元。

Brukinsa 一线 MCL 取得突破，Beqalzi 获批强化血液瘤布局：Brukinsa 3 期 MANGROVE 试验达到主要终点，无化疗的 Brukinsa + 利妥昔单抗方案较 BR 方案将疾病进展/死亡风险降低 43%，优于阿卡替尼 + BR 方案 27%的风险降幅，有望在每年超 2.1 万名患者的市场中树立新标准。Beqalzi (BCL2i) 已获 FDA 批准用于既往接受 BTKi 治疗的 MCL。尽管 Beqalzi + Brukinsa 对比 V+O 用于 1L CLL 的 uMRD 分析未达统计学优效，我们仍期待后续 PFS 数据；此外，预计 BTK CDAC 将于 2H26 在美国递交 R/RCLL 的 NDA。

实体瘤近期催化丰富：公司实体瘤研发进入拐点期。ASCO 上，CDK4i、GPC3x4-1BB 双抗、B7-H4ADC 均公布了积极的 PoC 数据。CDK4i 展现差异化血液学安全性，针对 1L HR+/HER2-乳腺癌的全球 3 期已开始入组；GPC3x4-1BB 双抗在 2L+ HCC 中显示出较强疗效，正在进行 1L HCC 的研究，其中国 3L+ HCC 注册性队列已完成入组，全球 2L HCC 3 期预计于 2026 年底前启动。公司还将在 10 月 ESMO 更新该双抗数据，并披露 PRMT5i 与 CEA ADC 的 PoC 数据。预计 PRMT5i 和 CEA ADC 将于 2027 年在 NSCLC 启动 3 期临床；此外，B7-H4ADC 也有望于 2026 年底前启动 1L 卵巢癌 3 期研究。

维持“买入”：我们预计百济神州 FY26 将延续强劲增长，盈利能力改善叠加丰富的研发催化，将持续支撑估值上行。考虑到 1H26 销售增长强劲且利润率改善，我们将基于 DCF 模型的目标价上调至 442.31 美元（前值：392.43 美元；WACC 9.64%、永续增长率 3.5%均维持不变）。（[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定。

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风险。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所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员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属制的报告。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。