

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上周五大幅回调，中国拟对美船舶征收特别港务费，加强对稀土产品和技术出口管制，中美贸易冲突升级，市场避险情绪上升。港股原材料、信息技术与可选消费领跌，电讯、公用事业与地产建筑上涨，南向资金净卖出 3.99 亿港元，中芯国际、阿里巴巴与华虹半导体净卖出规模居前，小米集团获得净买入。A 股半导体、电气设备与软件服务跌幅居前，建材、家庭用品和煤炭上涨。人民币兑美元走弱，大宗商品下跌。9 月以来 A 股券商调研公司集中在机械设备、电子、医药生物、电力设备、基础化工、计算机等行业。
- 在中美元首可能于 10 月末 APEC 会议期间会见之前，美国先行升级对芯片、飞机部件等产品和出口管制，可能意在创造交易杠杆。中国随后跟进，加强对稀土产品和技术出口管制。周末中美双方态度缓和，市场担忧情绪下降。未来两周中国股市可能随中美贸易冲突变化而有所波动，11 月和 12 月股市可能迎来新一轮上涨，因元首会见后贸易冲突降级、美联储进一步降息和中国可能开启新一轮财政刺激。进入 12 月公募基金年底业绩考核期后，板块轮动可能加快，前期涨幅较大板块可能因止盈而回调，机构资金将重新布局。2010-2024 年数据显示，前三个季度涨幅靠前行业在第四季度涨幅通常落后。
- 日本执政联盟破裂，公明党宣布不再与自民党联合执政，拒绝支持高市早苗任首相，削弱后者政治基础，日元兑美元反弹。法国总统马克龙再次任命勒科尔尼担任总理，欧债收益率回落。
- 美股上周五大跌，特朗普关税威胁和中美贸易冲突升级打击市场风险偏好，信息技术、可选消费与能源领跌，必选消费、公用事业与医疗保健等防御性板块跑赢。中国升级稀土出口管制，美国增加稀有金属战略储备，稀土矿股大涨。中概股大跌。因避险情绪上升，美债与黄金上涨，原油与铜下跌，风险属性仍超避险属性的加密货币大跌。随着周末中美双方态度缓和与市场情绪改善，风险资产周一开始反弹，美股期货走高，比特币上涨。
- 美股三季报开启，市场对美股第三季度盈利增速的一致预测在 7.4% 左右。因美股估值处于高位，盈利不及预期的公司将面临股价回调压力。AI 板块仍是关注焦点，投资者关注 AI 相关资本支出、基础设施建设和投资回报率的前景。
- 稳定币面临信心考验。在特朗普关税威胁和中美贸易冲突升级引发加密货币暴跌之后，市场流动性紧张，币安等交易所出现系统延迟和交易中断，全球第三大稳定币 USDe 短暂失去与美元锚定，凸显稳定币机制在极端市场条件下的脆弱性。此次事件暴露了中心化交易所在极端市况下的技术瓶颈，再次引发市场关于中心化与去中心化金融（DeFi）风险抵御能力的争论。

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	26,290	-1.73	31.06
恒生国企	9,358	-1.80	28.37
恒生科技	6,260	-3.27	40.10
上证综指	3,897	-0.94	16.27
深证综指	2,506	-1.74	28.01
深圳创业板	3,113	-4.55	45.37
美国道琼斯	45,480	-1.90	6.90
美国标普 500	6,553	-2.71	11.41
美国纳斯达克	22,204	-3.56	14.98
德国 DAX	24,241	-1.50	21.76
法国 CAC	7,918	-1.53	7.28
英国富时 100	9,427	-0.86	15.35
日本日经 225	48,089	-1.01	20.54
澳洲 ASX 200	8,958	-0.13	9.80
台湾加权	27,302	0.00	18.52

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	44,462	-0.26	26.54
恒生工商业	15,208	-2.65	35.18
恒生地产	18,493	0.61	24.01
恒生公用事业	36,130	0.65	1.31

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国医药 - 回调带来抄底机会

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 74.9%，跑赢 MSCI 中国指数 35.8%。近期，医药板块略有回调（MSCI 中国医疗指数上周下滑 3%），我们认为这将带来抄底机会：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。叠加美国降息，CXO 行业有望在 2H25E 迎来业绩修复。此外，建议投资人关注已授权的创新药管线在海外的临床推进。

建议关注已授权管线在海外的临床推进，从而带来的价值提升。近期，市场对于 BD 合作落地低于预期形成担忧。我们认为，由于创新药行业具备高风险、高投入、长周期的特征，BD 合作的背后是多年持续的研发成果积累。尽管中国创新药的国际竞争力仍将不断增强，但中国在全球创新药授权合作的份额将稳步提升，而非持续爆发性增长。建议投资人关注已授权管线在海外的临床推进。

辉瑞与美国政府达成协议，以降价换取关税优惠。9 月 30 日，辉瑞与美国政府达成协议，辉瑞将在新设立的处方药直销消费者网站"TrumpRx"上以平均 50% 的折扣出售部分药品，并为国家医疗保险计划的参保人员提供"最惠国"（MFN）定价。此外，辉瑞承诺在美国投资 700 亿美元用于建设研发和本土生产设施。因此，辉瑞获得了为期三年的药品关税豁免，成为首个达成此类协议的药企。然而，降价对辉瑞的业绩影响有限。例如，Xeljanz 在"TrumpRx"渠道提供 40% 折扣，该药在 2024 年占辉瑞的收入比重为 2%，专利将于 2026 年到期。此外，我们估计 Xeljanz 的零售价与出厂价之间的价格折扣较大，因此 Xeljanz 的销售净价或许并无较大变化。辉瑞也可能在美国以外的发达市场提价，以此减缓 MFN 定价政策的影响。由此可见，美国药品定价体系正从市场定价逐渐转为政府更多直接参与的模式。然而，这个转变或将需要较长的过程。中长期内，美国或许仍是全球创新药的最大支付方，也是中国创新药出海的最大市场。

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

■ 中国生物制药（1177 HK，买入，目标价：9.40 港元）- PDE3/4 抑制剂 II 期临床数据亮眼，市场潜力巨大

中国生物制药在欧洲呼吸学会 2025 年会上公布了其 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 的 II 期临床结果，临床结果显示 TQC3721 可快速改善患者肺功能和症状。240 例中重度中国慢阻肺（COPD）受试者在接受 TQC3721 治疗 4 周后，3mg/6mg 组受试者 FEV1（第一秒用力呼气量）峰值较安慰剂组分别高 100ml/147ml，在 LAMA 和 LABA/LAMA 亚组中，6mg 组的 FEV1 峰值相比安慰剂组分别高 239ml 和 109ml。6mg 组受试者的 FEV1 AUC（0-12h）（0-12 小时 FEV1 曲线下面积）比安慰剂组高 87ml，SCRQ（圣乔治评分）

评分较安慰剂组改善 5.09 个单位。TQC3721 展现出良好的安全性和耐受性，临床实验中未观察到明显的消化系统、心血管系统及肝肾功能方面的副作用。作为全球研发进度第二以及当下唯一处在临床 III 期的 PDE3/4 抑制剂，我们认为 TQC3721 具备成为重磅炸弹级别药物的潜力，同时也拥有重磅对外授权潜力。

临床数据表明 TQC3721 具备同类最佳潜力。TQC3721 6mg 组在 4 周治疗后的 FEV1 峰值比安慰剂组高 147ml，与恩司芬群 12 周临床数据（146/147ml，非头对头数据比较，下同）一致，FEV1 AUC（0-12h）比安慰剂组高 87ml，也与恩司芬群 12 周数据（87/94ml）处在同一水平。值得注意的是，TQC3721 临床试验的全部受试者均已接受 COPD 药物治疗，其中 30% 的受试者使用了 LAMA（长效抗胆碱能药物），70% 同时使用 LABA（长效 β_2 受体激动剂）和 LAMA 药物，而恩司芬群的临床实验中约 38% 的受试者为初治患者。因此，TQC3721 的临床入组的患者基线更差。考虑到实际生活中 COPD 患者普遍使用 LABA、LAMA 或 ICS（吸入型糖皮质激素）药物，我们认为 TQC3721 的 FEV1 数据表明其在提高 COPD 患者真实临床获益上有巨大潜力。临床数据也显示，在使用了 LAMA 药物的亚组中，TQC3721 6mg 组的 FEV1 峰值相比安慰剂组高 239ml，明显高于恩司芬群的 135ml。

PDE3/4 药物市场潜力巨大，竞争格局良好。COPD 是最常见呼吸道疾病之一，全球患病人数近 4.8 亿，中国患病人数超过 1 亿，作为全球第三大死亡原因，COPD 严重冲击全球经济和医疗系统。Verona 的恩司芬群于 2024 年 6 月获得 FDA 批准，是 20 多年来 FDA 批准的首个全新机制 COPD 药物，也是至今唯一获批的 PDE3/4 抑制剂。恩司芬群 1Q25/2Q25 销售额为 0.71/1.03 亿美元，环比分别增长 95%/44%。默沙东在今年 7 月宣布以 100 亿美元收购 Verona，体现 PDE3/4 抑制剂巨大的市场潜力。作为全球进度第二且唯一处在 III 期临床的 PDE3/4 抑制剂，我们认为 TQC3721 具备重磅海外授权潜力。

维持“买入”评级。维持基于 DCF 的目标价 9.40 港元（WACC: 10.01%，永续增长率：2.0%）。我们预计中国生物制药 2025E/ 26E/ 27E 收入增速为 +19.1%/ +4.4%/ +10.6%，经调整净利润增速为 +81.3%/ -30.0%/ +11.3%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 21.4x/ 30.6x/ 27.5x。出于谨慎考虑，我们暂未考虑潜在对外授权对收入和利润的贡献。（[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误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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。