

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股金融、可选消费与信息技术领涨，电讯、公用事业与医疗保健跑输，南向资金净卖出 6.35 亿港元，中移动、紫金矿业与中芯国际净卖出居前，腾讯、长飞光纤光缆净买入较多。A 股电子、通信与国防军工涨幅领先，煤炭、农林牧渔和钢铁跌幅最大。美元/人民币降至 6.94。万科两笔合计 57 亿元中期票据展期议案获债权人通过，大股东深铁集团再提供 23.6 亿元借款。中国发布新版药品管理实施条例，允许创新药分段生产，加快新药上市。
- 特朗普对韩国的关税威胁令韩国及周边股市开盘下跌，但投资者很快转向 TACO 交易，韩国股指收盘转涨。三星与 SK 海力士一季度向苹果供应的低功耗 DRAM 价格较上季度分别上涨超过 80%和约 100%。
- 日元兑美元反弹，日本财务大臣称如有必要将与美国协调干预汇市，市场对美日可能联合干预的预期升温。我们认为外汇干预仅影响汇率短期走势，无法改变汇率中长期趋势。日本央行 12 月会议纪要显示，部分委员认为政策利率依然过低，如果经济前景展望实现，那么继续加息是合适的，部分委员认为加息节奏应该适度，避免快速紧缩。我们预计日本央行可能在 6-7 月加息 1 次，下半年可能再加息 1 次。
- 美股上涨，信息技术、能源与公用事业领涨，医疗保健、可选消费与必选消费领跌。谷歌云与亚马逊 AWS 近期相继上调核心服务价格，标志着全球云计算行业延续近二十年降价趋势出现转折，显示 AI 算力需求激增、上游硬件及能源成本攀升的综合作用。白宫计划明年维持联邦医疗保险费率不变，低于市场预期，打击医疗保险板块，联合健康股价大跌。
- 美债收益率小幅波动。美国 1 月谘商会消费者信心指数大幅下降。近期美国就业市场趋向稳定，美联储内部对进一步降息前景充满分歧。我们预计美联储短期将保持利率不变，可能在 6 月仅降息一次。
- 美元指数下跌，黄金再创历史新高。原油上涨，美国将在中东举行空军战备演习。

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	27,127	1.35	5.84
恒生国企	9,245	1.07	3.72
恒生科技	5,755	0.50	4.33
上证综指	4,140	0.18	4.31
深证综指	2,718	-0.10	7.40
深圳创业板	3,343	0.71	4.35
美国道琼斯	49,003	-0.83	1.96
美国标普 500	6,979	0.41	1.94
美国纳斯达克	23,817	0.91	2.47
德国 DAX	24,894	-0.15	1.65
法国 CAC	8,153	0.27	0.04
英国富时 100	10,208	0.58	2.78
日本日经 225	53,334	0.85	5.95
澳洲 ASX 200	8,942	0.92	2.61
台湾加权	32,318	0.79	11.58

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	51,811	2.51	5.88
恒生工商业	14,636	0.82	5.47
恒生地产	19,680	0.40	12.06
恒生公用事	40,151	0.25	5.59

资料来源: 彭博

公司点评

■ 三生制药 (1530 HK, 买入, 目标价: 37.43 港元) - 辉瑞全速推进 707 全球临床, ADC 联用蓄势待发

辉瑞 (PFE US) 日前在 J.P. Morgan 医疗健康大会上披露了关于与三生合作的 707/PF'4404 (PD-1/VEGF) 的重磅研发计划, 其推进速度与广度超出我们预期。辉瑞明确将在 2026 年启动 4 项全球 3 期临床, 覆盖 5 大一线适应症, 并将首次启动与 ADC 药物联用的 3 期临床研究。我们认为 PD-(L)1/VEGF 双抗有望成为下一代肿瘤免疫治疗的基石药物, 而辉瑞有望凭借“IO+ADC”的内部管线协同优势及强大的临床执行力, 在抢位赛中占据领先优势。707/PF'4404 的全球价值释放也将成为推动三生制药上行的关键催化剂。

MNC 竞逐下一代 IO 基石药物, 辉瑞“速度+广度+深度”占优。目前, 已经有 4 家 MNC 跻身 PD-(L)1/VEGF 的抢位赛, 包括辉瑞 (合作三生制药)、BMS (合作 BioNTech)、默沙东 (合作礼新)、艾伯维 (合作荣昌生物)。我们认为, 临床的竞争将是关键, 辉瑞有望以“速度+广度+深度”优势脱颖而出。尽管 Summit 已向 FDA 提交依沃西单抗的 BLA, 但鉴于 Harmoni 研究仅显示 OS 获益趋势, 审批仍存不确定性, 且二线 EGFRm 非小细胞肺癌 (NSCLC) 适应症的覆盖范围有限。BMS/BioNTech 虽公布了广泛的临床计划, 但在核心适应症的进度 (如一线 NSCLC 和 mCRC) 落后于辉瑞。辉瑞正全速推进 707 的临床开发: 计划在 2026 年启动 4 项 III 期临床, 瞄准一线鳞状/非鳞状 NSCLC、结直肠癌 (mCRC)、子宫内膜癌及尿路上皮癌。目前, 针对一线 NSCLC 及 mCRC 的 3 期和一线 ES-SCLC 的 2/3 期临床均已完成首例患者入组。更为关键的是, 辉瑞将快速开展 707 与多种 ADC 联用的临床。例如, 辉瑞计划开展 707 联用 Padcev 用于一线治疗尿路上皮癌的 III 期临床。这种基于内部管线协同的“下一代 IO + ADC”策略, 构成了辉瑞独有的护城河。

在研创新管线丰富。除 707 之外, 三生制药还在加大研发投入, 多个管线有望迎来临床数据读出。705 (PD-1/HER2)、706 (PD-1/PDL1) 正在中国开展 2 期临床, SPGL008 (B7H3/IL-15) 和 SSS59 (MUC17/CD3/CD17) 处在临床 1 期阶段。随着临床数据逐渐成熟, 部分早期资产或将具备对外授权 (BD) 的潜力, 持续验证公司研发平台的能力。控股子公司三生国健 (688336 CH, 未评级) 日前披露业绩预告, 预计 2025 年实现收入约 42 亿元, 其中包含 707 授权许可首付款确认收入约 28.9 亿元。据我们测算, 剔除首付款影响后, 三生国健内生业务收入同比增长约 9%。此外, 我们估计三生制药核心品种特比澳保持稳健, 蔓迪持续增长, 从而带来稳定的内生利润。

维持“买入”评级, 目标价 37.43 港元。我们估计公司目前在手净现金约 130 亿元。鉴于辉瑞超预期的临床推进力度, 我们重申对于 707 成为全球重磅品种的信心。考虑到竞争加剧, 我们调整了 Beta 和永续增长率, 并基于 10 年 DCF 模型, 给予目标价 37.43 港元 (WACC: 10.11%, 永续增长率: 2.0%)。
([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策。

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。

如需求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。