

# 每日投资策略

## 行业、公司点评

### 全球市场观察

- 周三（3月11日）A股全线走高，沪指涨0.25%，创业板指大涨1.31%，光伏与电池产业链表现抢眼。港股恒生指数微跌0.24%报25,899点，电气设备、煤炭和汽车等板块领涨；因“openclaw热”退潮，前期大涨的科网股和半导体硬件设备等出现回调压力。美元兑离岸人民币汇率在6.89附近窄幅震荡。
- 美股收跌，标普500微跌0.08%，道指收跌0.61%。尽管2月核心CPI同比涨幅降至2.5%的五年新低，但市场认为该数据尚未计入近期能源飙升冲击，风险偏好未明显改善。甲骨文因业绩超预期及AI软件颠覆恐慌缓解，股价大涨超9%。
- 美债收益率全线冲高，10年期美债收益率上涨约7个基点至4.20%上方，反映出市场对能源价格长期化可能导致“二次通胀”的担忧。美联储降息预期进一步推迟，市场目前认为7月为首次降息时点。美元指数在地缘政治风险推动下，上涨0.44%逼近99点关口。
- 日本股市周三延续反弹，油价回落推动日经225指数录得显著修复。欧洲市场则因贸易关税阴霾再度走低，斯托克600指数收跌0.59%。投资者正密切关注特朗普政府可能启动的“301条款”贸易调查，以及针对欧盟的潜在关税壁垒。
- 隔夜油价在供应/航运担忧下继续走强，WTI上升至93.5美元/桶附近。IEA宣布计划释放创纪录规模的4亿桶战略储备，但市场仍担心霍尔木兹扰动持续，油价风险溢价保持高企。贵金属方面，美元走强与通胀担忧压制金价，现货金回落至约5,150美元/盎司附近。

### 行业点评

- **中国医药 - 全球减重药物市场：千亿蓝海与创新迭代**  
低渗透率叠加高增长预期，千亿美元蓝海待掘。全球肥胖患者基数庞大，诺和诺德数据显示全球肥胖群体已超9亿人，但品牌减重药物的治疗渗透率仅约1%，巨大的未满足临床需求构成了行业爆发的基础。鉴于当前减重疗法的创新速度及已上市品种的高速放量，该领域正处于长周期的爆发性增长阶段。IQVIA估计，在2024年至2034年期间，全球减重药物市场预计将以13%-15%的复合年增长率增长，总市场规模预计将达到约1,300亿美元。  
  
替尔泊肽临床优势转化为商业胜势，独享双靶点红利期。礼来的替尔泊肽作为全球首个获批的GLP-1/GIP双受体激动剂，凭借优于单靶点司美格鲁肽的优势，迅速重塑了市场格局。截至2025年10月，替尔泊肽在美国减重新患处处方量占比已达67%，总处方量占比达63%，其减重适应症Zepbound在

### 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	25,899	-0.24	1.05
恒生国企	8,705	-0.07	-2.35
恒生科技	5,055	-0.11	-8.36
上证综指	4,133	0.25	4.15
深证综指	2,744	0.52	8.42
深圳创业板	3,350	1.31	4.57
美国道琼斯	47,417	-0.61	-1.34
美国标普500	6,776	-0.08	-1.02
美国纳斯达克	22,716	0.08	-2.26
德国DAX	23,640	-1.37	-3.47
法国CAC	8,042	-0.19	-1.32
英国富时100	10,354	-0.56	4.25
日本日经225	55,025	1.43	9.31
澳洲ASX 200	8,743	0.59	0.33
台湾加权	34,114	4.10	17.78

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	50,757	-0.87	3.73
恒生工商业	13,608	0.14	-1.95
恒生地产	20,937	-0.96	19.22
恒生公用事	40,933	0.08	7.65

资料来源：彭博

2025年销售额激增175%至135亿美元。我们认为，替尔泊肽目前处于缺乏竞品的甜蜜增长期，其领先优势有望在未来2-3年内持续维持，并在商业化层面持续压制单靶点药物。

**医保覆盖扩容与价格下探共振，催化支付端需求释放。**美国市场正迎来减肥药支付端的结构性改善。在美国约1.1亿肥胖患者中，商业保险与公共保险的覆盖面正在逐步扩大。特别是 Medicare Part D 已开始覆盖伴有心血管疾病或阻塞性睡眠呼吸暂停等并发症的减重治疗，且更多试点项目正在推进，有望惠及无特定并发症的广泛肥胖群体。同时，减重药物终端价格的大幅下降，不仅降低了患者自费负担，也提升了医保纳入的意愿。我们认为，支付门槛的降低将成为提升美国市场渗透率的关键驱动力。

**长效、口服、强效与增肌减脂四大维度引领技术迭代。**全球减重药物研发已进入深水区，未来突破集中在四大核心：一是长效化，业界正致力于将主流周制剂升级为月制剂（如辉瑞月制剂 GLP-1 和胰淀素、安进 GLP-1 激动剂/GIP 拮抗剂），显著提升依从性；二是口服化，小分子 GLP-1 激动剂（如礼来 Orforglipron 及硕迪生物 Aleniglipron）有望打破产能瓶颈，实现成本断崖式下降；三是强效化，以礼来三靶点激动剂 Retatrutide 为代表，目标直指替代传统代谢手术；四是减脂增肌，Wave Life Sciences 及 Arrowhead 的小核酸药物正探索通过特异性基因沉默，在减重同时维持肌肉水平，并解决停药反弹痛点。

**锁定差异化管线，重点关注五大前沿分子。**我们建议关注具备显著差异化优势的分子管线：1) 辉瑞，其月给药 GLP-1 (MET-097i) 及月给药胰淀素 (MET-233i)，有望重塑长效给药格局；2) 硕迪生物，其口服小分子 GLP-1 受体激动剂在二期数据中展现出优于同类竞品的疗效潜力；3) 礼来，其全球首个进入三期临床的 GIP/GLP-1/GCG 三靶点激动剂 Retatrutide 有望确立疗效天花板；4) Wave Life Sciences，关注其 INHBE siRNA 药物 WVE-007 在增肌减脂及维持疗法上的应用前景；5) Arrowhead，其 siRNA 药物 ARO-INHBE 联用替尔泊肽展现优异临床数据、ARO-ALK7 有望成为首个人体脂肪细胞基因沉默疗法。 ([链接](#))

## 公司点评

### ■ 加科思 (1167 HK, 买入, 目标价: 10.34 港元) - Pan-KRAS 早期临床数据显示其同类首创重磅潜力

加科思的 JAB-23E73 (pan-KRAS) 展现出了高度差异化的安全性特征和令人鼓舞的早期疗效。我们认为，由于其与 RVMD 的 RMC-6236 等竞品相比具有更优的安全性，加上令人鼓舞的早期疗效信号，JAB-23E73 具备成为重磅药物的潜力。我们预计 JAB-23E73 经风险调整后的全球峰值销售额将达到 21 亿美元。此外，公司拥有丰富的在手现金。我们维持对加科思的“买入”评级，目标价为 10.34 港元。

Pan-KRAS 展现出令人鼓舞的早期疗效数据及差异化的安全性特征。JAB-23E73 是全球首个进入临床研究并公布临床数据的 pan-KRAS 小分子候选药物，即使在 RVMD 的分子胶 RMC-6236 (pan-RAS) 进入三期 (Ph3) 临床的情况下，依然在小分子领域保持领先。在中国的 Ph1 临床试验的 9 个

剂量组中，共入组了42名患者。JAB-23E73展现出显著优于RMC-6236的安全性。JAB-23E73的≥3级治疗相关不良事件（TRAE）发生率为11.9%，显著低于RMC-6236在二线及以上（2L+）胰腺导管腺癌（PDAC）Ph1临床试验中观察到的34%。虽然胃肠道毒性与RMC-6236相似，但JAB-23E73在皮疹（所有级别/≥3级：14.3%/0% vs. RMC-6236的90%/7%）和黏膜炎/口腔炎（所有级别/≥3级：4.8%/0% vs. RMC-6236的54%/4%）方面表现出显著优势。在疗效方面，在≥160mg QD（每日一次）队列中，有13名2L+ PDAC患者可评估（2名为二线，11名为三线及以上），实现了38.5%（5/13）的令人鼓舞的ORR。这优于RMC-6236（300mg QD）在2L PDAC患者中显示的35%的ORR。

多项近期临床开发催化剂。对于JAB-23E73，其联合化疗一线治疗PDAC的Ph1b/III期临床试验已获得国家药监局批准。管理层还计划于2026年上半年启动JAB-23E73单药二线治疗PDAC的Ph2临床试验，随后于2026年下半年在中国启动二线治疗PDAC的关键性试验。同时，美国的Ph1临床试验仍在进行中，管理层正与其合作伙伴阿斯利康就更广泛的全球开发计划进行积极讨论。此外，在其差异化的ADC管线中，加科思计划于2026年下半年为其HER2-STINGa iADC（JAB-BX467）和EGFR-KRAS G12Di tADC（JAB-BX600）提交新药临床试验申请。

财务状况稳健，现金流持续流入。加科思资本充足，足以支持其广泛的临床管线。截至2025年底，公司报告的现金余额为11.3亿元人民币，债务仅为9,500万元人民币。预计于2026年第一季度收到阿斯利康的10亿美元首付款，将大幅增加公司的现金储备。加科思预计在2025年6月至12月期间，将从其合作伙伴艾力斯获得855万元人民币的格来雷塞（KRAS G12Ci）商业化收益。随着格来雷塞于2026年1月进入国家医保目录，加科思有望从艾力斯获得不断增长的销售分成。

维持“买入”评级。我们认为JAB-23E73（pan-KRAS）具有成为同类首创重磅炸弹药物的潜力。我们维持10.34港元的目标价不变。（[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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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属的研究报告。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。