

每日投资策略

行业点评

全球市场观察

- 7 月 22 日，A/H 股回调，科技板块获利回吐。沪指涨 0.1%，深成指跌 1.4%，创业板指跌 3.2%，煤炭、石油石化和有色金属收涨，计算机硬件、传媒和汽车领跌。恒生指数跌 1.0%，恒生科技跌 3.0%，信息技术、非必需消费和工业板块领跌，原材料、能源和医疗保健收涨。南向资金净买入 75.17 亿港元，阿里巴巴、网易和兆易创新净买入居前，腾讯控股、中国人寿和长飞光纤遭较大净卖出。中国上半年一般公共预算收入同比增 4.7%，证券交易印花税增 97.3%，反映资本市场活跃度改善。美元兑人民币约 6.774，人民币小幅走弱但整体保持稳定。
- 日韩股市冲高回落，欧洲市场受传统周期股支撑。日经 225 跌 0.2%，韩国 KOSPI 涨 0.7%，但后者早盘一度涨超 6%，SK 海力士最终转跌，表明半导体超跌反弹仍面临较重兑现压力。欧洲 STOXX 600 涨 0.6%，空中客车受盈利前景改善推动大涨，欧洲市场表现出由高估值科技向工业、能源和金融板块扩散的特征。
- 美股小幅下跌，油价和利率压力抵消半导体韧性。标普 500 跌 0.1%，纳指跌 0.6%，道指基本持平。软件、传媒和保险领跌，公用事业、原材料和通讯服务收涨。盘后 Alphabet 云业务和积压订单强劲，并上调资本开支，但股价仍下跌，说明市场关注点已从 AI 投入规模转向资本回报率和自由现金流，科技股需要更强的盈利兑现才能抵消高利率估值压力。
- 美债收益率全线上行，曲线呈熊市平坦化。2 年期收益率升 4.27bps 至 4.30%，10 年期升 3.45bps 至 4.66%，30 年期升约 2bps 至 5.14%。美伊冲突推升油价和通胀预期，市场重新增加近端加息押注，短端上行更快；与此同时，财政供给和长期通胀风险使 30 年期收益率连续维持在 5% 以上。
- 大宗商品由中东供应风险主导，能源和贵金属同步上涨。布伦特涨 3.4% 至 94.07 美元/桶，美伊相互威胁打击能源基础设施、红海航运受扰，使市场重新计入更极端的供应中断情景；现货黄金涨 1.3% 至 4130.07 美元/盎司，白银涨 1.6% 至 59.72 美元/盎司，避险需求暂时压过实际利率上升。伦铜跌 0.1% 至 13886.5 美元/吨；比特币跌 0.8% 至 65858 美元。

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	24,893	-0.95	-2.88
恒生国企	8,251	-1.31	-7.43
恒生科技	4,668	-3.04	-15.37
上证综指	3,867	0.07	-2.57
深证综指	2,460	-1.10	-2.79
深圳创业板	3,567	-3.23	11.35
美国道琼斯	52,219	-0.01	8.65
美国标普 500	7,499	-0.14	9.55
美国纳斯达克	25,691	-0.57	10.54
德国 DAX	25,155	0.58	2.72
法国 CAC	8,438	0.89	3.54
英国富时 100	10,717	1.24	7.91
日本日经 225	66,116	-0.18	31.34
澳洲 ASX 200	8,823	0.34	1.25
台湾加权	44,826	1.34	54.77

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	53,439	0.51	9.21
恒生工商业	12,456	-1.85	-10.24
恒生地产	20,064	-0.57	14.25
恒生公用事业	38,344	0.63	0.84

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国医药 - 创新药行业基本面强劲，估值修复将持续

我们认为，中国创新药行业的基本面强劲，创新药出海 BD 交易规模快速增长。中国创新药行业通过不断增长的 BD 交易规模持续验证研发实力。我们认为，中国极高的早期研发效率，庞大的临床资源以及丰富的科学家人才构成了中国创新药行业的全球竞争优势。在强劲的基本面驱动下，创新药板块的估值修复将持续。

创新药出海 BD 交易高速增长。据医药魔方统计，年初至今（截至 7 月 21 日）中国创新药 License-out 出海交易总金额达 1,099 亿美元，交易数量 140 项，其中首付款金额 59 亿美元，交易总金额已达 2025 年全年的 79%，首付款已达 2025 年全年的 82%。值得注意的是，年初至今出海 BD 交易的首付款金额占总交易额的比例为 5.4%，与 2025 年全年 5.2% 的占比持平，体现了出海 BD 交易结构仍偏早期品种，大部分的价值实现将依赖于里程碑和潜在销售分成。

MNC 锁定中国头部创新药企的研发资源。今年以来，MNC 与中国头部创新药企达成大量的针对多个早期管线的 BD 合作。例如，石药集团与阿斯利康达成关于 8 个创新长效多肽药物的 185 亿美元合作（首付款 12 亿美元）；恒瑞医药与 BMS 达成关于 13 个项目的 152 亿美元合作（首付 6 亿美元）；信达生物与辉瑞就 12 个肿瘤早期管线签署 105 亿美元合作（首付 6.5 亿美元），并早前与礼来达成 88.5 亿美元的肿瘤及免疫领域创新药合作（首付 3.5 亿美元）。我们认为，MNC 充分认识到中国创新药企在早期研发的高效与高质，因此通过达成多项早期管线的合作以锁定研发资源。与此同时，MNC 在中国寻找后期潜力管线的热情也将持续高涨。

首推标的：映恩生物、石药集团、三生制药、信达生物。**风险提示：**创新药出海 BD 授权推进及里程碑兑现不确定性；地缘政治扰动；国内集采、医保谈判降价等政策影响。（[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。