

策略周思考

交易中报季，追还是切？

核心观点

以创新药为代表的热门板块赚钱效应收敛，市场分歧有所加大，但中长期逻辑无虞。近期创新药板块赚钱出现一定松动，本周万得创新药、创新药概念分别收跌 1.08%、2.10%，恒生创新药指数周内最大回撤达到 4.97%，周四下跌近 4%。1) 短期维度看，技术形态与资金流向出现一定背离，目前挂钩产品规模超过 180 亿的港股创新药指数，在近一周赚钱效应收敛的过程中，ETF 呈现大幅流入特征，大部分创新药主题指数与 ETF 在日线回撤后依旧站在 BOLL 中轨上方；2) 创新药板块中报业绩披露曲线长尾效应与全 A 基本接近，40%+个股于 8 月 26 日及以后披露中报，参考过往 3-4 年业绩披露时点与报表质量的关系，业绩层面短期或对板块风偏形成一定扰动；3) 长期估值规律看，以默沙东 Keytruda 和艾伯维 Himira 为代表的海外药企演绎“大单药开张吃 10 年”打开创新药估值天花板的长期逻辑，但“专利悬崖&销售额坍塌”会导致超额与绝对收益的快速跑输；4) “替代品”视角下，相对景气的计价模式与“专利悬崖”基本接近，默沙东相对艾伯维超额景气的计价与后者大单品衰败相比整体前置 5 年左右，当海外 MNC 直面专利悬崖与国内人才红利、药企研发成本优势交汇，板块中长期估值仍有向上突破空间。

中报密集披露季即将来临，指数当前位置下“切”的胜率赔率或好于“追”。

1) 从近 5 年中报业绩整体情况看，“追”的赔率取决于市场本身的 β ，取“预告”、“快报”、“中报”三者的最早值作为首发盈利确切指引，首发盈利确切指引发布后的次日跳空上涨的样本，5 个交易日内绝对收益都在 4% 以上，但 T+10、T+20 往往没有办法在 T+5 的基础上进一步放大绝对收益；2) 胜率维度上，首发盈利确切指引后的次日股价跳空个股在前 5 个交易日内整体上涨概率在 7 成以上，但是这一比例伴随时间的推移从“T+5”到“T+10”再到“T+20”逐步收敛，如果考虑到跳空样本 T 日 3%-3.5% 的跳空涨幅，实际交易层面追进的胜率将进一步被压制。

积极乐观，灵活应对，主动求变。追的层面，创新药以及中报盈利惊喜品种整体挂钩市场 β ，与市场同呼吸，自下而上把握盈利惊喜个股跳空高开当日涨幅小于 1.5% 的短期布局机会；切的层面，从以下两个维度出发：1) 股价滞涨、前向估值滞涨的结构与赛道：非银、食品饮料、家电、石油石化、煤炭、公用设备、美容护理、交运；2) 多头排列+滞涨/超调+低振幅的相关方向：通信、电子、汽车、家电、传媒、美护、农业、煤炭占优，风格视角下 TMT 和消费重回顺风区间，二级行业方面，半导体、医药商业、黑电、小家电、种植业、煤炭开采、其他电源设备多头排列个股数量占比超过 30%。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性，文中所列指数及个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

策略研究·策略专题

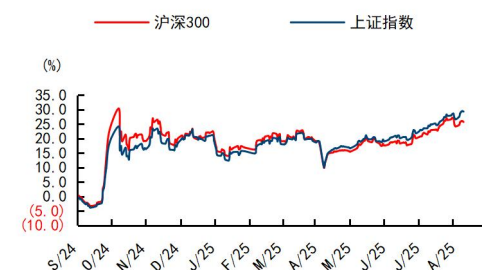
证券分析师：陈凯畅 021-60375429
chenkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开 021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	6902.74/4.34
创业板/月涨跌幅 (%)	2333.96/7.01
AH 股价差指数	125.68
A 股总/流通市值 (万亿元)	87.88/80.47

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《ESG 热点周聚焦 (8 月第 1 期) - 可持续信息鉴证接轨国际准则》——2025-08-06
《主题投资月度观察 (2025 年第 7 期) - AI 革命浪潮与“反内卷”共振》——2025-08-03
《估值周观察 (8 月第 1 期) - 全球估值普遍收敛》——2025-08-03
《8 月策略观点 - 波动放大如何应对?》——2025-08-03
《ESG 产品月报 (2025.8) - 权益类 ESG 产品业绩亮眼》——2025-07-31

内容目录

如何理解创新药赚钱效应松动	4
密集披露期如何交易中报季？追还是切	9
风险提示	13

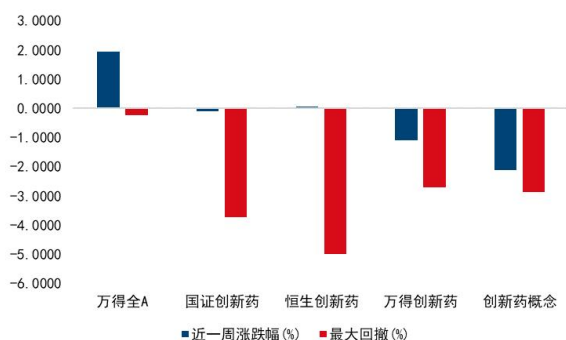
图表目录

图 1: 创新药板块近期显著跑输大盘, 回撤与波动都不占优	4
图 2: 恒生创新药指数日内振幅	4
图 3: 港股创新药指数 ETF 净流入变化	4
图 4: 港股创新药指数仍企稳在 21 日线上方	4
图 5: A 股创新药指数 ETF 净流入变化	5
图 6: A 股创新药指数回落至 BOLL 中轨附近	5
图 7: 创新药板块中报业绩披露曲线	5
图 8: 已披露中报样本披露次日股价涨跌幅度与高/低开幅度	5
图 9: A 股财报披露规则	6
图 10: 不同披露时间个股的 ROE 与净利润中位数	6
图 11: Humira 和 Keytruda 历年销售额(单位: 亿美元)	7
图 12: 艾伯维与默克景气规律与股价一致性	7
图 13: 艾伯维业绩一致预测变动情况	8
图 14: 默克业绩一致预测变动情况	8
图 15: 海外 MNC 预期销售损失变化	8
图 16: 1H25 全球 GLP-1 相关领域交易规模超过 24 年全年	8
图 17: 首发盈利确切指引发布后的数个交易日内, 次日跳空高开个股平均绝对收益情况 (%)	9
图 18: 首发盈利确切指引发布后的数个交易日内, 次日跳空高开个股取得正收益占比	9
图 19: 剔除跳空涨幅贡献后的实际胜率	10
图 20: 剔除跳空涨幅贡献后的实际赔率 (%)	10
图 21: 各一级行业相对去年 10 月 10 日高点的股价变化幅度与估值变化幅度	11
图 22: 各二级行业相对去年 10 月 10 日高点的股价变化幅度与估值变化幅度	11
图 23: 均线多头排列+低振幅指向 TMT 和消费	12
图 24: 二级行业均线多头排列+低振幅	12

如何理解创新药赚钱效应松动

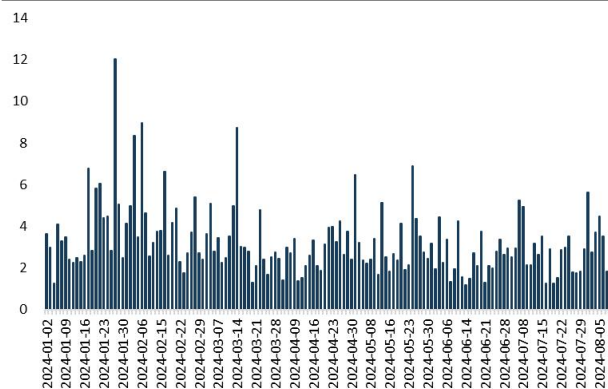
创新药赚钱效应出现松动，港股创新药指数周内最大回撤接近 5%。近期创新药板块赚钱效应出现一定松动，本周万得创新药、创新药概念分别收跌 1.08%、2.10%，恒生创新药指数周内最大回撤达到 4.97%，周四下跌近 4%。从振幅上看，创新药指数日内振幅并未触及高点，也未在赚钱效应收敛期间显著放大。对于前期经历过盈利估值双杀的创新药板块，本轮顺畅上涨过程中分歧开始加大，我们也从策略视角对短中长期创新药板块进行分析展望。

图1：创新药板块近期显著跑输大盘，回撤与波动都不占优



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：恒生创新药指数日内振幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

短期维度，技术形态与资金流向出现一定背离。目前挂钩产品规模超过 180 亿的港股创新药指数，在近一周赚钱效应收敛的过程中，ETF 呈现大幅流入特征，8月5日到8月8日净流入超过 20 亿元，港股创新药指数仍站稳在 21 日线、BOLL 中轨上方。A 股创新药指数方面，净流入压力最大的时间段已过，不同于过去一个月每周 4 个交易日以上的净流出，近一周挂钩产品规模近 150 亿的中证创新药产业指数，ETF 净流入达到 4 亿元。创新药 ETF 跌破 10 日线但仍位于 21 日线和 BOLL 中轨上方。6 月期间创新药同样出现过日线级别调整，但站稳 21 日线后加速上涨，期间主题指数与 ETF 整体回撤 10% 左右，以 7 月 30 日内高点看，8 月 4 日低点、8 月 8 日低点较最高点分别回撤 10.8%、8.6%，整体达到短期支撑阈值附近。

图3：港股创新药指数 ETF 净流入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：港股创新药指数仍企稳在 21 日线上方



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: A 股创新药指数 ETF 净流入变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

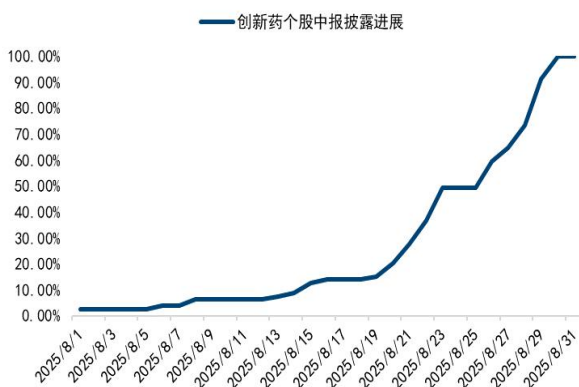
图6: A 股创新药指数回落至 BOLL 中轨附近



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

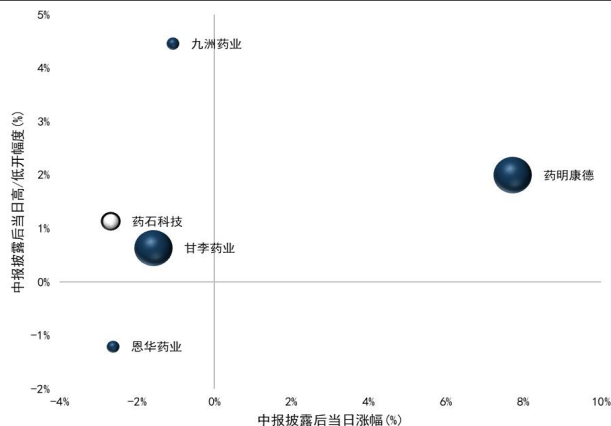
个股层面赚钱效应短期松动部分原因或来自中报业绩隐忧。前期报告中我们提到由于预告披露要求，中报预告整体参考效力相对一般，对于预报远超预期的标的或结构，往往在次日开盘股价予以反映(跳空高开)，而后财报指引(快报/预告)对股价刺激效应开始收敛。另一方面，定期报告披露日期往往与个股基本面特征呈现一定的相关关系。我们在去年 9 月末的报告中进行了相关数据拆解，ROE 和净利润中位数的分层效应最为显著，A 股季报“压点披露”的长尾效应显著，最后 7 天完成 2/3 的中报披露，创新药板块整体同样逃不过类似的经验规律，2025 年中报创新药板块有超过 40% 个股于 8 月 26 日及以后披露中报，参考 T-2 及之后、T-3 到 T-5 两个组别过往 3-4 年的整体情况，业绩层面的扰动或对板块整体风偏形成影响。

图7: 创新药板块中报业绩披露曲线



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 已披露中报样本披露次日股价涨跌幅与高/低开幅度

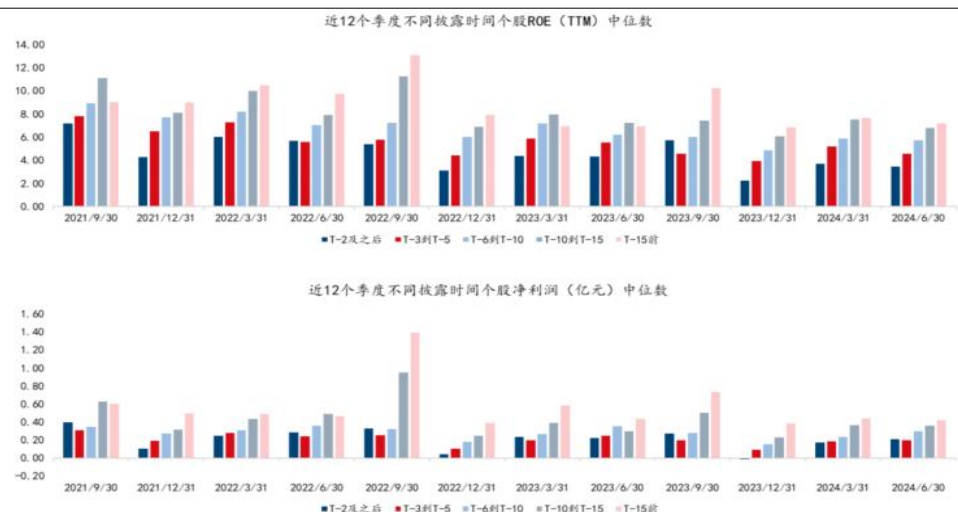


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: A股财报披露规则

报告类型	最晚披露时间	适用板块	披露条件
年报预告	1月31日	主板	(1) 净利润为负; (2) 净利润扭亏为盈; (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上; (4) 扣非净利润为负且主营收入低于1亿元; (5) 期末净资产为负; (6) 被实施退市风险警示。
		创业板	(1) 净利润为负; (2) 净利润扭亏为盈; (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上; (4) 期末净资产为负; (5) 被实施退市风险警示。
		科创板	(1) 净利润为负; (2) 净利润扭亏为盈; (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上; (4) 被实施退市风险警示。
年报快报	2月28日	北交所	(1) 净利润为负; (2) 净利润扭亏为盈; (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上且大于500万元。
年报和一季报	4月30日	科创板	年报预约披露时间在3-4月份的强制披露。
		所有板块	强制披露
中报预告	7月15日	主板	(1) 净利润为负; (2) 净利润扭亏为盈; (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上。
中报	8月31日	所有板块	强制披露
三季报	10月31日	所有板块	强制披露
更正公告	及时	主板	(1) 预计本期业绩或者财务状况与已披露的业绩快报、预告数据和指标差异幅度达到20%以上; (2) 最新预计的报告期净利润、扣除非经常性损益后的净利润或者期末净资产与已披露的业绩快报发生方向性变化。
		创业板	上市公司董事会预计实际业绩或者财务状况与已披露的业绩预告或业绩快报差异较大的,应当及时披露修正公告。
		科创板	(1) 上市公司披露业绩预告后预计本期业绩与业绩预告差异幅度达到20%以上; (2) 盈亏方向发生变化。

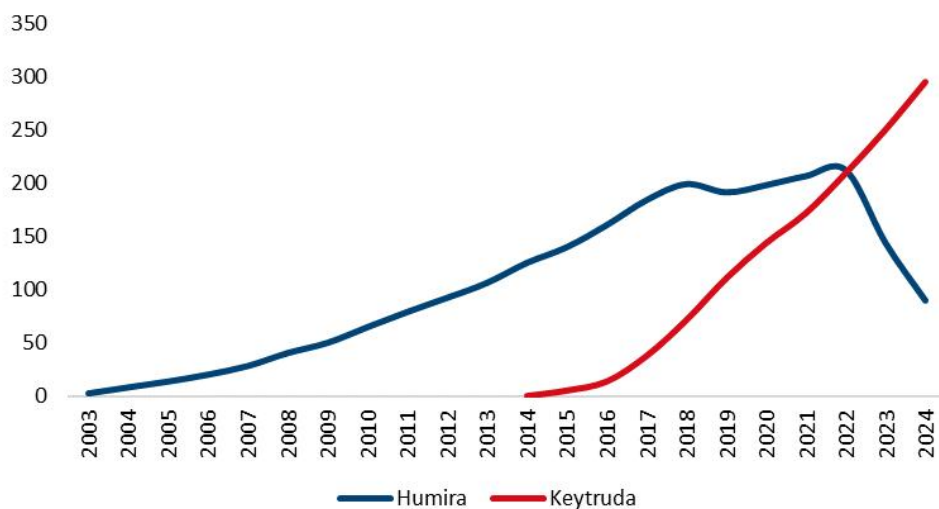
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 不同披露时间个股的 ROE 与净利润中位数


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年中报

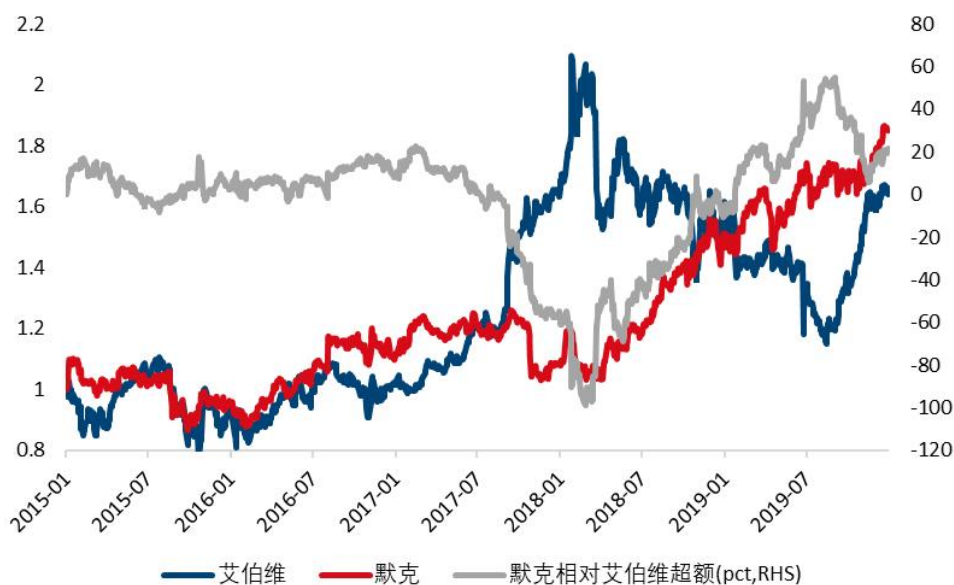
从长期估值规律看，“大单药开张吃 10 年”打开创新药估值天花板，但“专利悬崖&销售额坍塌”会导致超额与绝对收益的快速跑输。2014 年 9 月 Keytruda（后文简称 K 药）上市，2018 年 K 药非小细胞肺癌适应症获批，K 药的收入增长曲线在 2019-2024 年迎来爆发，2022 年超越 Humira 并快速拉开差距，实现新老药王交接。从默沙东的长期股价规律看，“K 药开张吃 10 年”是典型分子端驱动的逻辑，伴随 K 药销售额的百倍上涨，默沙东股价涨幅超 3 倍。2024 年以来默沙东股价的大幅下跌则源于 2028 年 K 药面临 15 年专利过期窗口以及基数变大后分子端增速弹性趋于常态化，K 药收入从 14-17 年的成倍增长到 18-20 年的 50%+再到 21 年以来的 20%附近，前期拔估值过程中对股价空间有透支。

图11: Humira 和 Keytruda 历年销售额(单位: 亿美元)



资料来源：艾伯维官网，默克官网，国信证券经济研究所整理

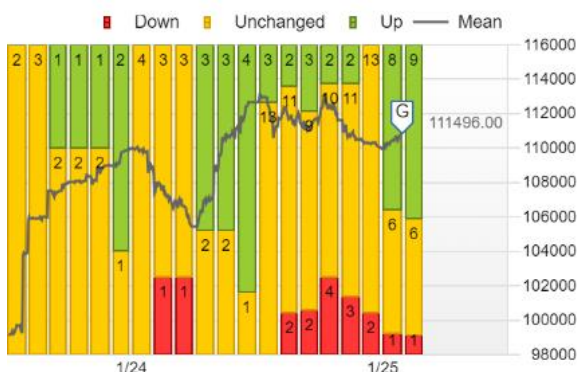
图12: 艾伯维与默克景气规律与股价一致性



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

从“替代品”的逻辑看，相对景气的计价模式与“专利悬崖”基本接近。默克和艾伯维在 2018 年开始的接近 1 年股价劈叉一定程度上印证了“专利悬崖”的计价模式，2018 年实际上只是 Humira 增速常态化的驻点，并未到达断崖式下跌的窗口期（2022 年以后），但 Keytruda 相对 Humira 的销售剪刀差已快速收敛，2018-2019 年默克相对艾伯维最大超额达到 130 个百分点以上。推出 Humira 的艾伯维，尽管在后续采取了相对灵活的定价策略，“专利悬崖”后也难逃市场份额被蚕食的命运，默沙东相对艾伯维超额景气的计价模式整体前置 5 年左右。

图13: 艾伯维业绩一致预测变动情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

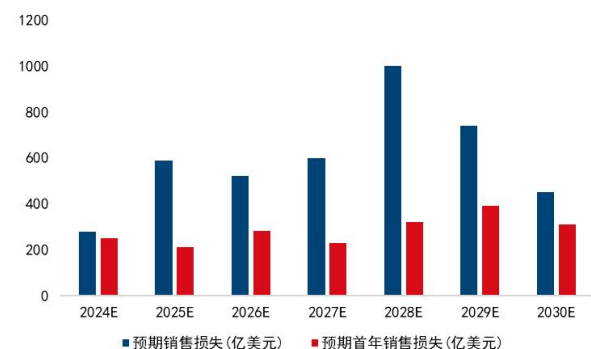
图14: 默克业绩一致预测变动情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

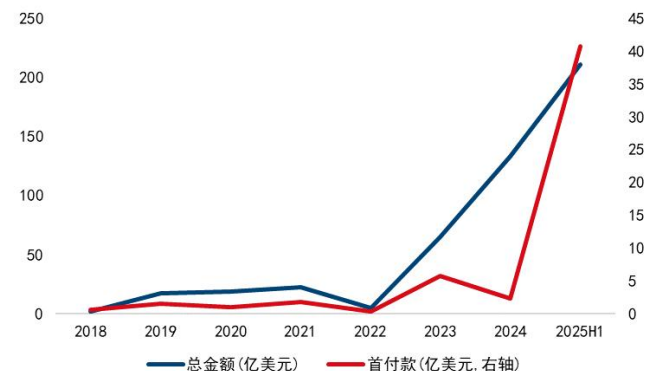
MNC 直面专利悬崖，催生“中国创造”长期估值提升机遇。无论是从“绝对景气”逻辑上国际 MNC 大厂面对专利悬崖的预期收入冲击，还是从相对景气维度对潜在替代品种估值折价前置 5 年左右，无不催生制药巨头掀起 BD 浪潮。以 First in class 药物衡量中国药企的创新程度，2021 年以来 FIC 药物全球占比稳定在 40% 附近，原创性靶点带来巨大出海潜力。在“双抗+ADC”的创新药疗法底层逻辑支撑下，中国人才红利与中国药企研发成本优势有望进一步显现。短期视角下，PD(L) 1/VEGF 双抗相关持仓敞口较多的创新药 ETF 有望率先企稳，中长期视角下板块估值仍有向上突破空间。

图15: 海外 MNC 预期销售损失变化



资料来源：Evaluate Pharma，国信证券经济研究所整理

图16: 1H25 全球 GLP-1 相关领域交易规模超过 24 年全年

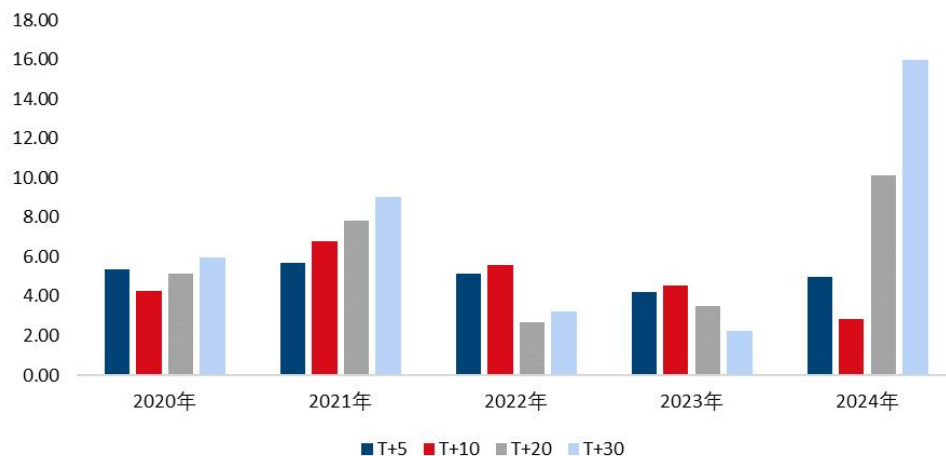


资料来源：医药魔方，国信证券经济研究所整理

密集披露期如何交易中报季？追还是切

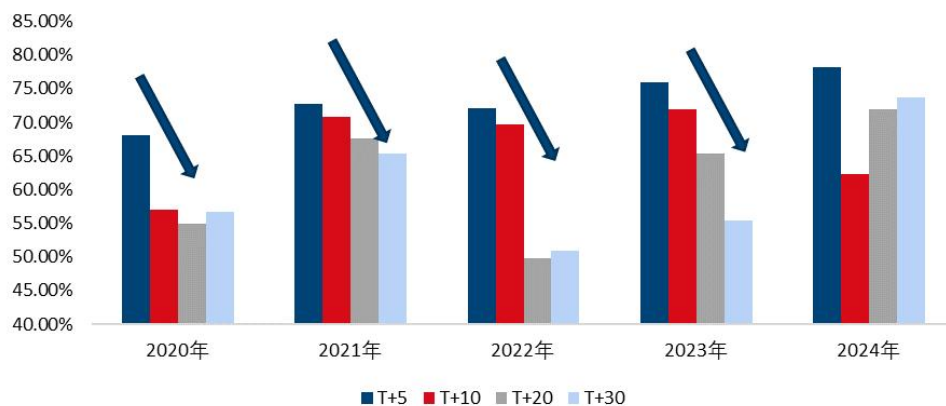
从近5年中报业绩整体情况看，“追”的赔率取决于市场本身的 β 。中报季比较典型的“追”的方式是在盈利惊喜的情况下买入。从的净利润断层策略看，“断层”往往指的是盈余公告次日股价出现明显向上跳空行为，作为基本面与技术分析共振的自下而上选股方式，该策略具备一定的可操作性。在实践操作中，由于A股存在预报、快报、中报的披露方式，对于已披露预告个股，预告披露后次日的股价表现已对“盈利惊喜”和“盈利惊吓”形成部分计价，因此，我们考虑取“预告”、“快报”、“中报”三者的最早值作为**首发盈利确切指引**，对净利润断层策略的绝对收益能力进行验证。近5年来，首发盈利确切指引发布后的次日跳空上涨的样本，5个交易日内绝对收益都在4%以上，但T+10、T+20往往没有办法在T+5的基础上进一步放大绝对收益，换言之，在“首发盈利确切指引”下追跳空的中短期赔率并不佳。拉长时间看，若追入并持有一个半月左右，则赔率本身往往取决于市场的beta，2021年、2024年大样本下“追跳空”的赔率尚可，因为21年9月市场一度冲高至于3700点，而24年有“9.24”行情的拉动。

图17: 首发盈利确切指引发布后的数个交易日内，次日跳空高开个股平均绝对收益情况(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

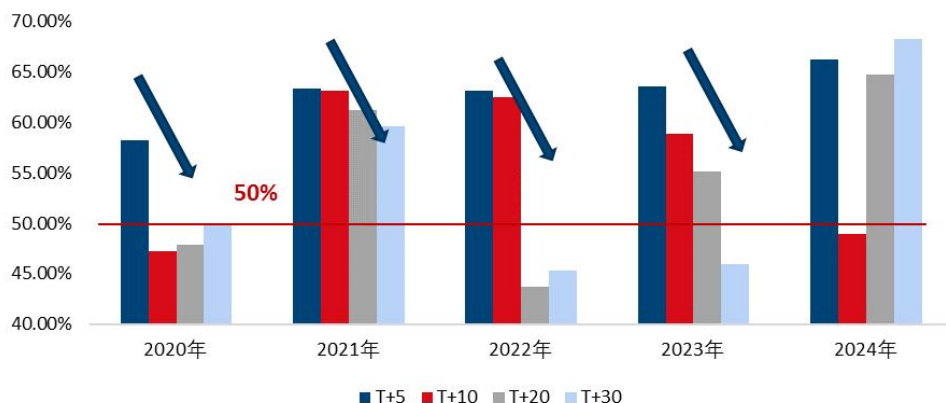
图18: 首发盈利确切指引发布后的数个交易日内，次日跳空高开个股取得正收益占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

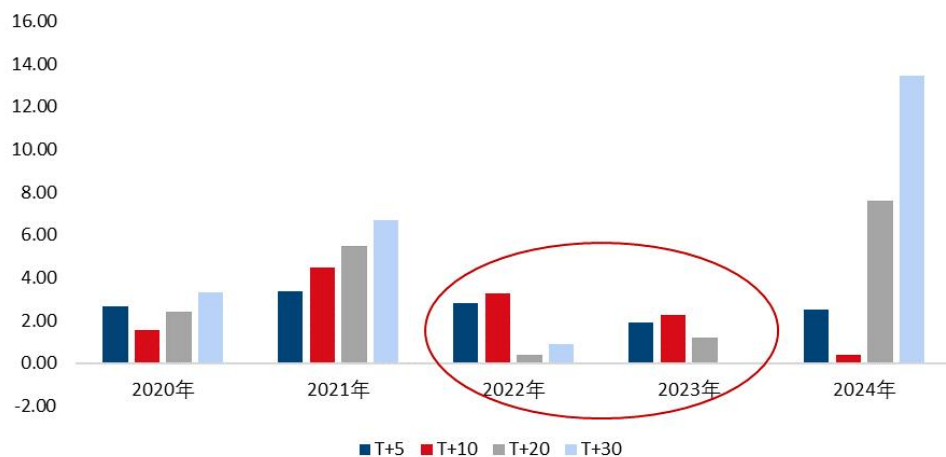
从胜率的维度看，“追跳空”往后一个月胜率持续下降。大数样本下，首发盈利确切指引后的次日股价跳空个股在前5个交易日内整体上涨概率在7成以上，但是这一比例伴随时间的推移从“T+5”到“T+10”再到“T+20”逐步收敛，换言之，不论是预告、快报还是财报，以纯应对的思路在看到确切结果后“追跳空”的胜率也并不喜人，如果考虑到跳空样本T日3%-3.5%的涨幅，实际交易层面追进的胜率将进一步被压制。

图19: 剔除跳空涨幅贡献后的实际胜率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 剔除跳空涨幅贡献后的实际赔率(%)

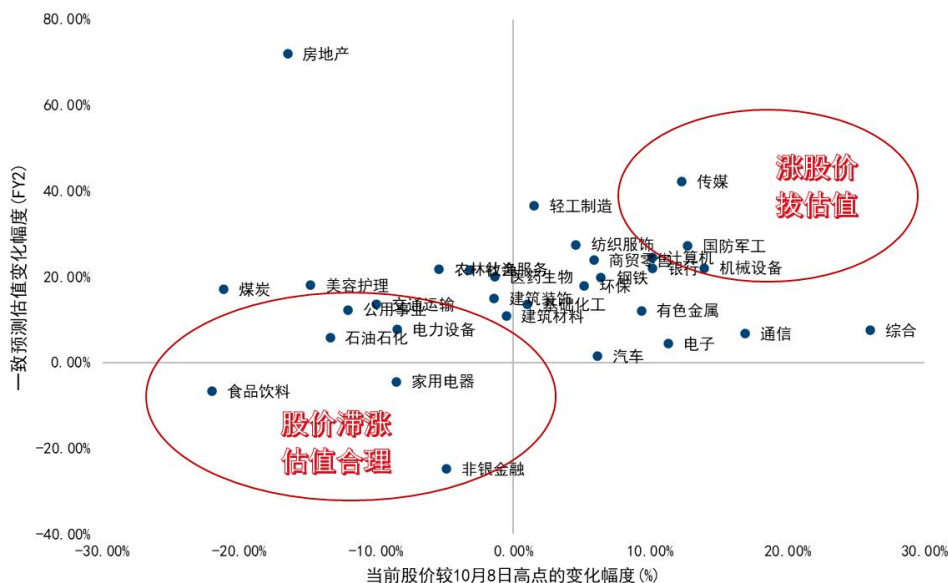


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

如果不追，选择切，当前还有哪些筛选板块与结构的思路

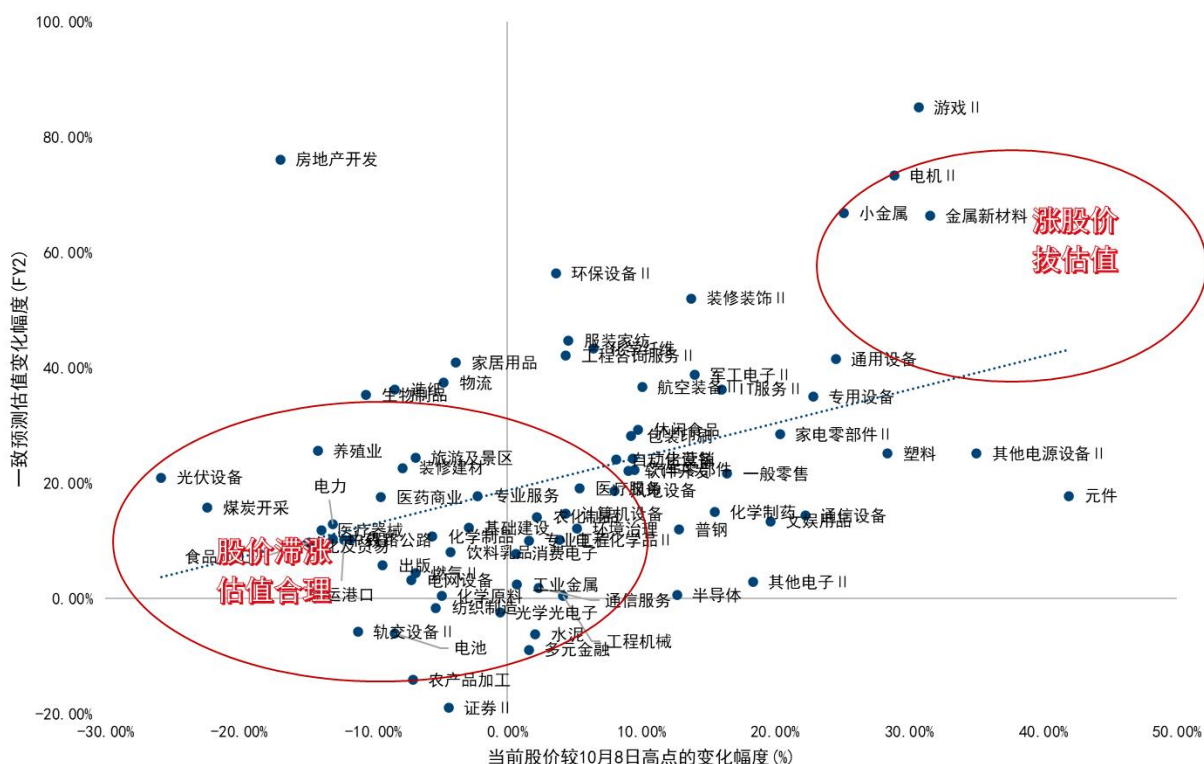
1) 不涨股价且不涨估值：从股价滞涨+前向估值滞涨的维度看，非银、食饮、家电、石油石化、煤炭、公用设备、美容护理、交运等符合条件；成分股数量大于20的二级行业中，轨交设备、电池、农产品加工、证券股价滞涨且前向估值性价比进一步提升。

图21: 各一级行业相对去年 10 月 10 日高点的股价变化幅度与估值变化幅度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 一致预测估值变化幅度基于指数整体法口径测算, 当前值截至 8 月 8 日

图22: 各二级行业相对去年 10 月 10 日高点的股价变化幅度与估值变化幅度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 一致预测估值变化幅度基于指数整体法口径测算, 当前值截至 8 月 8 日

2) 多头排列+低振幅：基于均线多头排列个股数量占比和振幅的维度进行筛选，通信、电子、汽车、家电、传媒、美护、农业、煤炭占优，切换视角下 TMT 和消费重回顺风区间，二级行业方面，半导体、医药商业、黑电、小家电、种植业、煤炭开采、其他电源设备多头排列个股数量占比超过 30%。

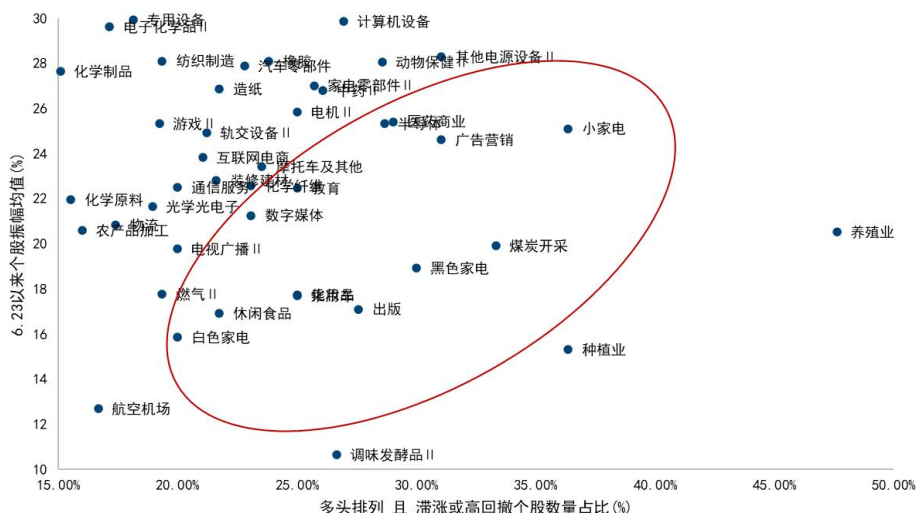
图23: 均线多头排列+低振幅指向 TMT 和消费



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注:1) 均线多头排列满足 $MA5 > MA10 > MA21 > MA34$; 2) 滞涨或高回撤定义为: 4.8 以来涨幅低于 20% 或离年内高点回撤大于 15%

图24: 二级行业均线多头排列+低振幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注:1) 均线多头排列满足 $MA5 > MA10 > MA21 > MA34$; 2) 滞涨或高回撤定义为: 4.8 以来涨幅低于 20% 或离年内高点回撤大于 15%

风险提示

海外货币政策节奏和幅度的不确定性

文中所列指数及个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032