

策略周报

小微盘风格或充分定价

A 股短期盘整但韧性犹在，配置短期转向防御属性。

- **A 股短期盘整但韧性犹在。**（1）本周美债利率上行引发长期担忧和短期风险。往后看，经济上行动能趋缓叠加资金利率高位，美国财政易松难紧。但短期来看，美债利率引发的流动性担忧尚未引发全球范围内的资金流动性危机，后续仍需密切关注财政与货币当局的行动及表态。对于中国资产而言，美债收益率上行短期或存在一定负面冲击但长期利好非美资产。（2）当前 A 股市场处于箱体震荡格局。基本面来看，当前政策储备空间充裕，经济下行风险较低，内需数据及关税进展影响政策预期强弱。市场层面，市场上行空间取决于经济修复的强度，而“类平准资金”支撑下市场下行风险可控。短期市场或呈现震荡蓄势之势。风格上，二季度以来，市场对于小市值与高盈利因子计价较为充分，未来 1 个月市场风格或存在阶段性反转，小市值风格或面临阶段性修整，高估值有望迎来修复。
- **近两年小微盘的驱动逻辑已发生明显变化。**无论“下行市”或“震荡市”中，下沿被触及后所引发的宽基 ETF 放量行为，成为了近两年市场具备一定“确定性”的资金面主线线索。在这一背景下，除了持续受益的银行等沪深 300 权重公司外，这种资金面的呵护同样给小微指数赋予了一种明显的利好——下行空间阻断的逻辑，即如果是市场调整引发的小微盘调整，当市场整体在资金面助力稳定后，小微盘同样会受益，下行趋势结束。如果是小微盘自身调整，但持续下跌并引发市场整体恐慌情绪蔓延后，同样有望迎来资金面的助力。无论是哪一种情况，较为清晰的线索都指向近两年小微盘的驱动逻辑已发生明显变化，即在宽基 ETF 放量行为持续存在的时代背景下，小微盘的下行空间相较此前，其下行空间敞口或已被较大幅度缩窄。
- **AI 行业配置模型输出风格有向红利转移趋势。**5 月以来 AI 行业配置模型超额较为明显，近期模型输出行业风格有向红利转移趋势。市场整体延续震荡趋势，4 月相对弱势的经济数据、上行的美债收益率以及后续美债到期等的不确定性或使市场一定时间区间内承压，结合 5 月 22 日 AI 行业配置模型输出行业偏向红利，我们提醒均衡配置红利及部分具有防御属性的必选消费品，重点关注公用事业、非银金融、医药生物、纺织服装等。
- **近期港股通创新药指数表现强势，**三生制药与巨头辉瑞公司总价高达 48 亿美元的 BD 以及龙头恒瑞医药登陆港交所持续刺激了板块情绪。目前，中国创新药行业快速发展，在此背景下中国创新药通过 BD 形式的出海有望持续。License out 仍然是中国创新药企业出海的主要途径，2024 年 1-10 月 License out 交易首付款金额约 31.6 亿美元，交易总金额高达 511 亿美元，已超 2023 全年。截至 2025/5/23 港股通创新药指数 PE 为 27.13 倍，PB 为 2.83 倍，均处于历史低百分位数水平，相关 ETF 今年以来累计净申购达到 56.12 亿港元。下周 2025 年 ASCO 年会即将召开，多家创新药企此前已经宣布将在本月底的 ASCO 大会上披露多项旗下创新管线的重磅临床和研发数据，或成为整个创新药产业的短期强催化。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621)20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	11
风险提示.....	13

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新	6
图表 3. 本周大盘价值风格相对占优	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. VIX 指数有所上行但远低于 4 月初	6
图表 6. 弱美元环境下新兴市场资产有望体现相对优势	6
图表 7. 4 月国内经济生产消费偏强	7
图表 8. 4 月地产销售有所走弱	7
图表 9. 本周一级行业表现	8
图表 10. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 11. “宽基 ETF”放量是如何择时的？	9
图表 12. 什么是小微盘持续强势的主要原因？	9
图表 13. 4 月 30 日 AI 行业配置模型输出行业.....	10
图表 14. 5 月 22 日 AI 行业配置模型输出行业.....	10
图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	11
图表 16. 本周股票型 ETF 单周净赎回规模继续增加（单位：亿元）	11
图表 17. 近 5 年国内药企 license out 金额呈持续上升趋势.....	12

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

美债利率上行引发长期担忧和短期风险。本周特朗普减税法案引发市场对于美国债务问题担忧，周中低于预期的美国债拍卖结果以及美国主权评级的下调加剧市场对于美债需求的担忧，本周美债收益率快速上行并一度出现股债汇三杀局面。当前美债利率大幅上行的根本原因在于减税法案或将推升未来几年美财政压力，使得本就处于高位的财政赤字率面临更大风险，此外，短期持续偏紧的货币政策以及需求预期的边际走弱加剧了短期美债利率的上行。往后看，美债务问题在短周期视角下难以得到实质性解决，经济上行动能趋缓叠加资金利率高位，美国财政易松难紧。但短期来看，美债利率引发的流动性担忧尚未引发全球范围内的资金流动性危机，后续仍需密切关注财政与货币当局的行动及表态。

美元资产持续走弱。对于中国资产而言，美债收益率上行短期或存在一定负面冲击但长期利好非美资产。美贸易政策的不确定性以及债务问题的担忧都将加剧美元全球避险资产地位的瓦解。对于 A 股而言，短期只要不出现全球范围内的流动性危机，美债利率对于 A 股分母端的整体影响可控，分子端更应“以我为主”；长期来看，弱美元趋势的确立有利于全球资金的再平衡，估值低位盈利企稳的 A 股有望获得边际增量资金。

市场趋于盘整，风格或迎来阶段性反转。本周公布的 4 月国内经济数据较 3 月出现回落，整体上呈现外需强于内需，生产强于需求的格局。4 月数据公布后，市场稳增长政策预期一度升温。当前市场处于箱体震荡格局。基本面来看，当前政策储备空间充裕，经济下行风险较低，内需数据及关税进展影响政策预期强弱。市场层面，市场上行空间取决于经济修复的强度，而“类平准资金”支撑下市场下行风险可控。目前来看，存量政策仍处于释放阶段，市场短期或难以突破一季度经济增速高点及 4 月 2 日“对等关税”冲击的情绪低点，短期市场或呈现震荡蓄势之势。风格上，二季度以来，市场对于小市值与高盈利因子计价较为充分。结合我们的风格因子模型，若二季度市场信用环境持续回暖、外部风险因素的冲击减弱的基准假设下，未来 1 个月市场风格或存在阶段性反转，小市值风格或面临阶段性修整，高估值有望迎来修复。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	5月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(1.57)	4.03	2.56
	MSCI新兴市场	(0.12)	5.22	8.88
	标普500	(2.61)	4.20	(1.34)
	日经指数	(1.57)	3.09	(6.85)
	万得全A	(0.63)	2.41	1.07
	恒生指数	1.10	6.70	17.65
汇	美元指数	(1.84)	(0.52)	(8.63)
	美元兑人民币	(0.03)	(0.13)	0.05
	美元兑日元	(2.11)	(0.34)	(9.31)
	欧元兑美元	1.79	0.30	9.76
商	CRB商品	0.20	2.73	(0.02)
	LME铜	1.76	5.36	9.65
	WTI原油	(0.34)	6.10	(13.89)
	伦敦金现	5.02	1.23	28.03
债	10Y美债收益率(Bps)	8.00	34.00	(7.00)
	10Y国债收益率(Bps)	4.15	9.65	4.56

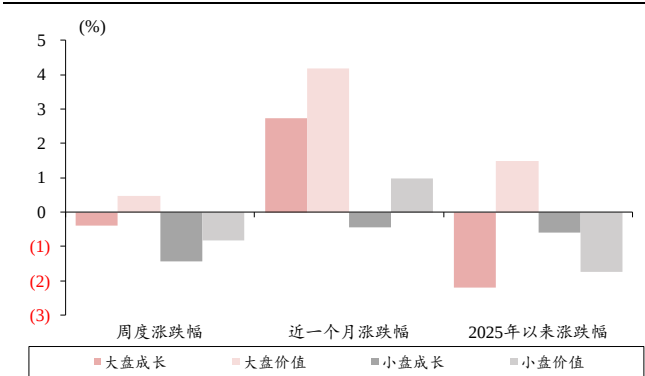
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	5月17日初请失业金人数:季调(人)	229000		227000	(2000.0)
	4月新屋销售:季调:折年数(千套)	670		743	73.0
欧盟	4月欧盟:CPI:同比(%)	2.5		2.4	(0.1)
	4月欧元区:CPI:环比(%)	0.6	0.6	0.6	0.0
	4月欧元区:CPI:同比(%)	2.2	2.2	2.2	0.0
	4月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.6		2.8	0.2
	3月欧盟:营建产出:同比(%)	-0.3		-0.7	(0.4)
	3月欧元区:营建产出:同比(%)	-0.6		-1.1	(0.5)
	5月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-16.7	-15.2	-15.2	1.5
	4月CPI:环比(%)	0.3		0.4	0.1
日本	4月CPI(剔除食品):环比(%)	0.4		0.7	0.3
	4月固定资产投资:累计同比(%)	4.2	4.3	4	(0.2)
中国	4月社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.9	5.5	5.1	(0.8)
	4月工业增加值:当月同比(%)	7.7	5.2	6.1	(1.6)
	4月城镇调查失业率(%)	5.2	5.2	5.1	(0.1)
	4月本地户籍人口调查失业率(%)	5.3		5.2	(0.1)
	4月外来户籍人口调查失业率(%)	4.9		4.8	(0.1)
	4月外来农业户籍人口调查失业率(%)	5.0		4.7	(0.3)
	4月31个大城市城镇调查失业率(%)	5.2		5.1	(0.1)
	4月就业人员平均工作时间(小时/周)	48.5		48.3	(0.2)
	贷款市场报价利率(LPR):1年(%)	3.1		3.0	(0.1)
	贷款市场报价利率(LPR):5年(%)	3.6		3.5	(0.1)

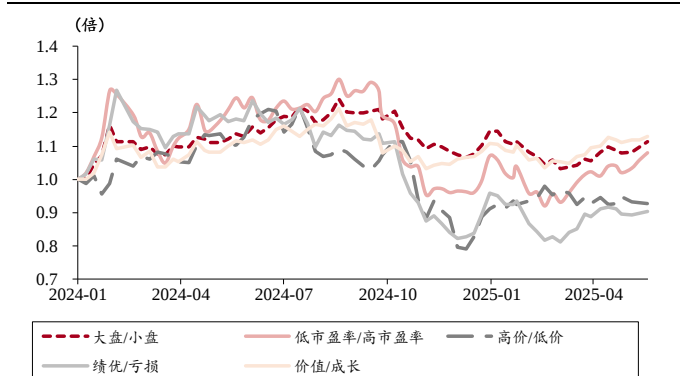
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周大盘价值风格相对占优



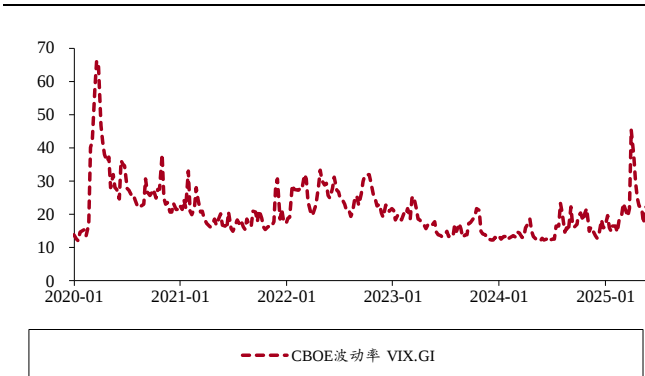
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



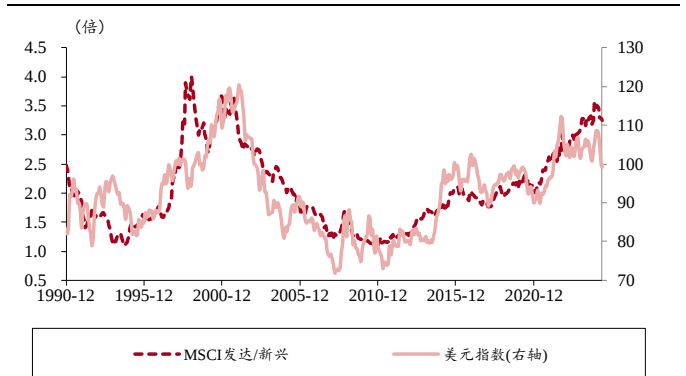
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. VIX 指数有所上行但远低于4月初



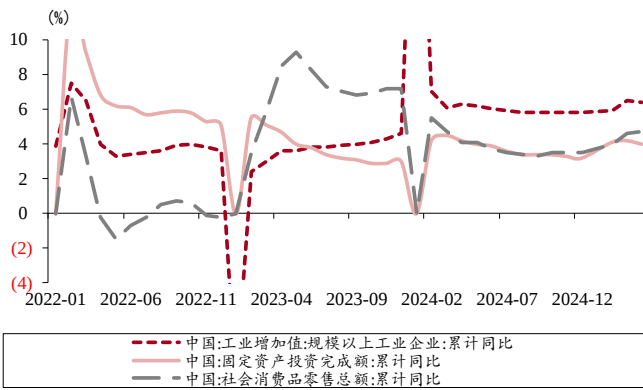
资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 弱美元环境下新兴市场资产有望体现相对优势



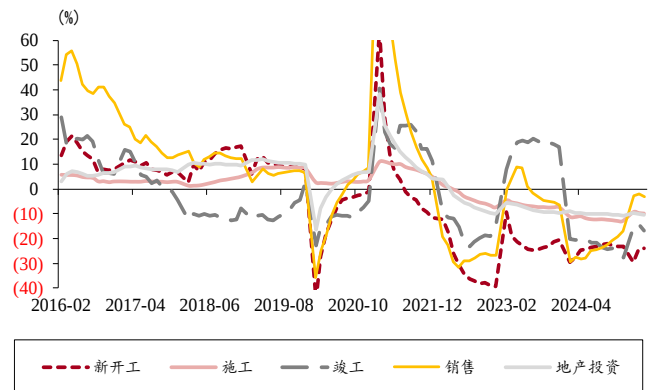
资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 4 月国内经济生产消费偏强



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 4 月地产销售有所走弱

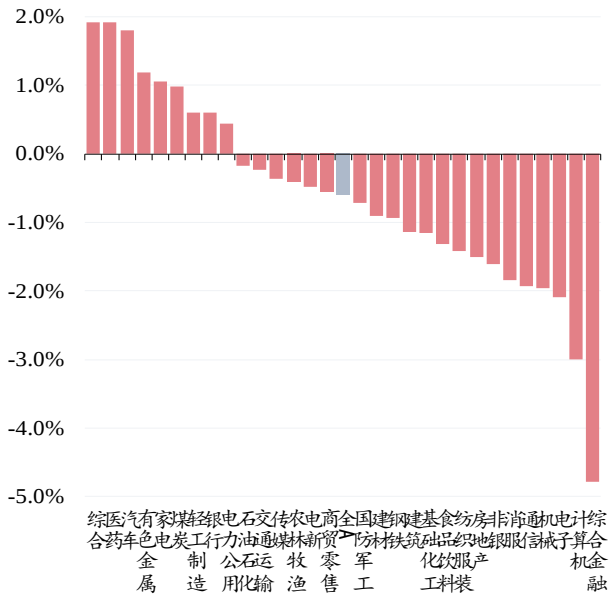


资料来源: 万得, 中银证券

中观行业与景气

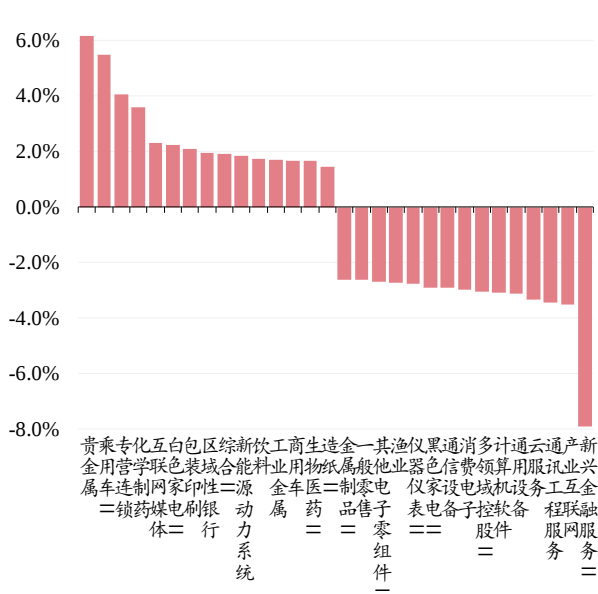
市场震荡盘整，行业涨多跌少。本周受三生制药宣布其在研双抗 PD-1/VEGF 产品 SSGJ-707 与辉瑞（Pfizer）达成授权合作（12.5 亿美元首付款）新闻提振，创新药行业本周涨幅居前。黄金价格本周止跌反弹带动有色金属行业方向本周涨幅居前。汽车行业受小米 YU7 发布等信息提振，本周涨幅位列第三。受风偏下行带来的市场整体调整影响，TMT 行业及小微盘风格明显的综合金融行业跌幅居前。

图表 9. 本周一级行业表现



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 10. 本周二级行业表现 (前后 15)



资料来源: iFinD, 中银证券

从中证指数有限公司的指数编制思路来看，沪深 300、中证 500、中证 1000 指数和中证 2000 指数共同组成了中证规模指数系列，上述指数涵盖家数共计 3800 家公司，相较万得全 A 指数的 5335 家公司而言（皆选取 2024 年 1 月 1 日成分股为比较基准），未被中证规模系列指数所覆盖的市场小微市值属性公司仍有 1493 家（剔除退市公司 42 家），我们将这 1493 家公司按照等权方式编制为“小微等权指数”，这避免了万得微盘股指数日频或月频调仓对于小微风格真实走势的影响。

另一方面，我们将小微等权指数及其相对沪深 300 指数的相对收益走势与十五大 ETF 超额买入力度这一指标进行对比，从数据呈现的结果来看，自 2023 年 10 月 23 日中央汇金公司官宣买入 ETF 并扩大 ETF 增持范围后，这种无论“下行市”或“震荡市”中，（下图紫色线）下沿被触及后所引发的宽基 ETF 放量行为，成为了近两年市场具备一定“确定性”的资金面主线线索。

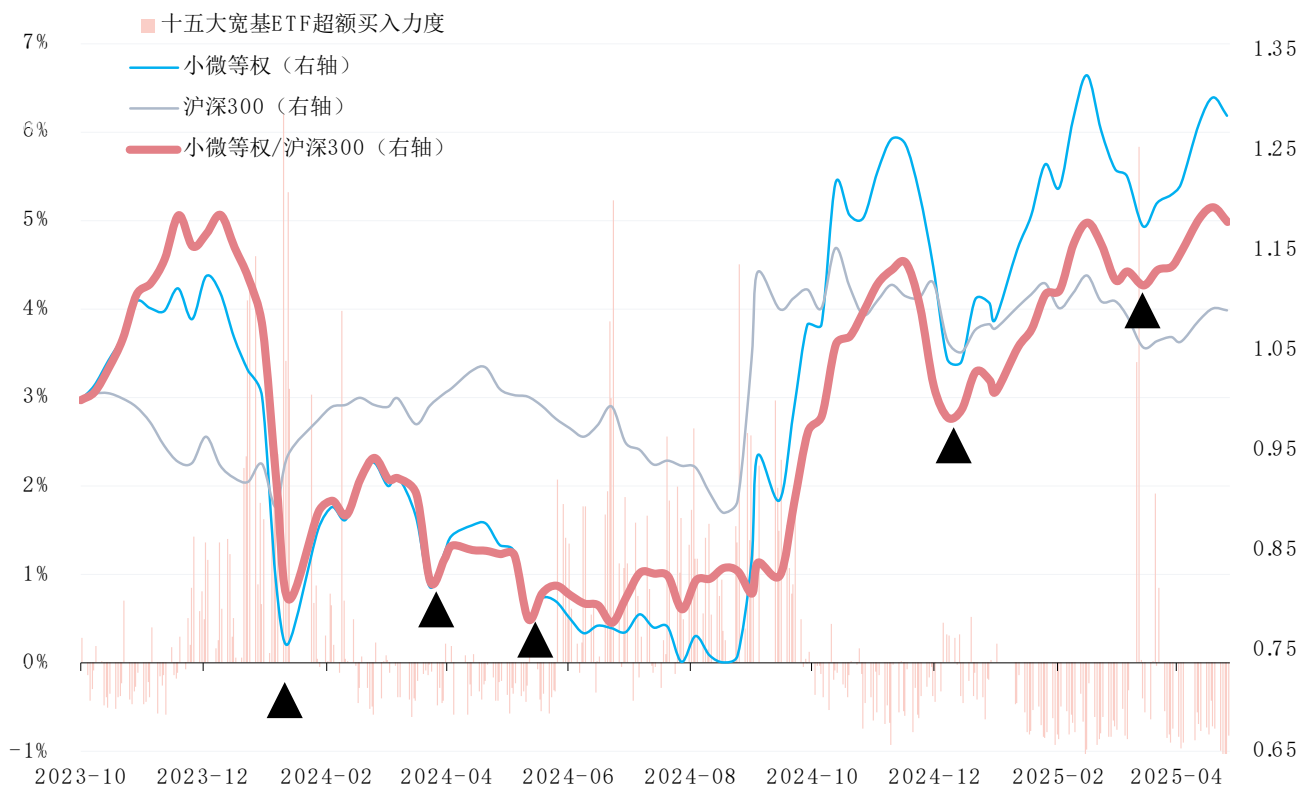
在这一背景下，除了持续受益的银行等沪深 300 权重公司外，这种资金面的呵护同样给小微指数赋予了一种明显的利好——下行空间阻断的逻辑，即如果是市场调整引发的小微盘调整，当市场整体在资金面助力稳定后，小微盘同样会受益，下行趋势结束。如果是小微盘自身调整，但持续下跌并引发市场整体恐慌情绪蔓延后，同样有望迎来资金面的助力。无论是哪一种情况，较为清晰的线索都指向近两年小微盘的驱动逻辑已发生明显变化，即在宽基 ETF 放量行为持续存在的时代背景下，小微盘的下行空间相较此前，其下行空间敞口或已被较大幅度缩窄。

图表 11. “宽基 ETF” 放量是如何择时的？



资料来源：万得，中银证券。注1：为了衡量机构在2023年10月23日以后的超额买入力度，我们将2022年8月4日至2023年10月22日期间，相关主要ETF成交额占全A成交额比重的日度平均值作为基准，可以得到衡量较市场2023年10月23日前基准水平的主力机构（ETF渠道）超额买入力度指标。注2：宽基指数ETF选取华夏上证50、易方达沪深300、嘉实沪深300、华泰柏瑞沪深300、易方达创业板、南方中证500、华夏中证500、嘉实中证500、南方中证1000等。注3：超额基准为上述宽基指数ETF 20190101-20231022 区间日度成交额均值。

图表 12. 什么是小微盘持续强势的主要原因？



资料来源：万得，中银证券

5 月以来 AI 行业配置模型超额较为明显，近期模型输出行业风格有向红利转移趋势。4 月 30 日，AI 行业配置模型输出行业主要集中在消费品和部分周期、红利行业，Top10 行业分别为家用电器、有色金属、美容护理、交通运输、纺织服饰、石油石化、煤炭、银行、通信、公用事业，5 月 1 日-5 月 22 日，输出的 TOP3 行业平均收益率为 4.81%，TOP5 行业平均收益率为 5.21%，TOP10 行业收益率为 4.84%，均高于全行业平均收益。

近期随着经济数据发布、美债利率上行等各类因素影响，市场环境出现一定变化趋势，我们以截至 5 月 22 日的因子数据进行输出（考虑美债上行趋势，美债输入因子设为 4.8%，其余宏观因子为 6 月万得一致预期或中银策略预期数据），本次模型输出行业风格有向红利转移趋势，公用事业、非银金融等红利行业排名上升，消费品行业数量则有所减少。5 月 22 日 AI 行业配置模型输出行业 TOP10 分别为纺织服饰、公用事业、非银金融、家用电器、机械设备、交通运输、轻工制造、有色金属、汽车、石油石化。

图表 13. 4 月 30 日 AI 行业配置模型输出行业

4月30日AI行业配置模型输出行业5.1-5.22市场表现					
TOP3行业	TOP3行业收益率(%)	TOP5行业	TOP5行业收益率(%)	TOP10行业	TOP10行业收益率(%)
家用电器	5.35	家用电器	5.35	家用电器	5.35
有色金属	3.98	有色金属	3.98	有色金属	3.98
美容护理	5.10	美容护理	5.10	美容护理	5.10
		交通运输	5.54	交通运输	5.54
		纺织服饰	6.06	纺织服饰	6.06
				石油石化	2.37
				煤炭	5.19
				银行	7.04
				通信	3.93
				公用事业	3.87
TOP行业平均收益	4.81		5.21		4.84
全行业平均收益					3.51

资料来源：万得，中银证券

注释：图表 13 为 4 月 30 日模型输出的行业在 5 月 1 日-5 月 22 日的市场表现；

图表 14. 5 月 22 日 AI 行业配置模型输出行业

5月22日AI行业配置模型输出行业					
TOP3行业	5月1日至5月22日收益率(%)	TOP5行业	5月1日至5月22日收益率(%)	TOP10行业	5月1日至5月22日收益率(%)
纺织服饰	6.06	纺织服饰	6.06	纺织服饰	6.06
公用事业	3.87	公用事业	3.87	公用事业	3.87
非银金融	3.94	非银金融	3.94	非银金融	3.94
		家用电器	5.35	家用电器	5.35
		机械设备	2.16	机械设备	2.16
				交通运输	5.54
				轻工制造	5.29
				有色金属	3.98
				汽车	5.34
				石油石化	2.37

资料来源：万得，中银证券

近期市场整体延续震荡趋势，4 月相对弱势的经济数据、上行的美债收益率以及后续美债到期等的不确定性或使市场一定时间区间内承压，结合 5 月 22 日 AI 行业配置模型输出行业偏向红利，我们提醒均衡配置红利及部分具有防御属性的必选消费品，重点关注公用事业、非银金融、医药生物、纺织服装等。

一周市场总览、组合表现及热点追踪

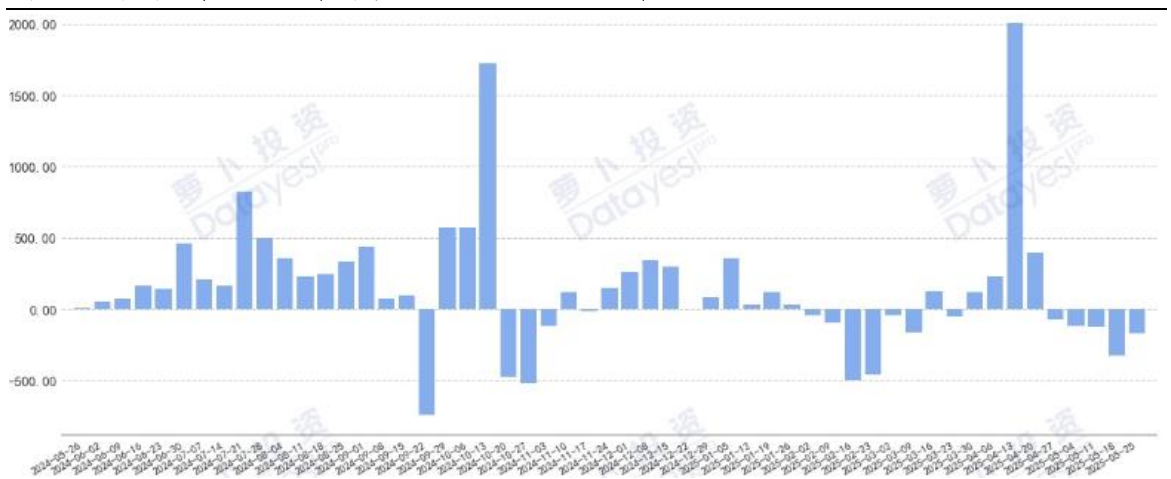
本周 A 股市场主力资金净卖出 698.53 亿元，为连续第 2 周净卖出，净卖出环比增加 631.94 亿元，单周净卖出规模创 6 周以来最大。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是汽车，资金净流入规模达 81.91 亿元，医药生物、轻工制造分列二、三，资金净流入规模分别是 74.82 亿元和 32.97 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是计算机、机械设备和电子。本周股票型 ETF 场内净赎回金额 174.65 亿元，为连续第 5 周净赎回，净赎回环比减少 148.9 亿元。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是华夏上证科创板 50 成份 ETF、富国中证军工龙头 ETF、国泰中证军工 ETF、鹏华中证国防 ETF、平安中证 A500ETF，集中在军工板块。

图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
汽车	81.91	236.89	181.26	604.76	钢铁	(12.87)	(31.94)	(57.06)	(41.74)
医药生物	74.82	72.20	(286.49)	(723.04)	社会服务	(16.30)	(57.24)	(118.18)	(133.72)
轻工制造	32.97	54.61	38.04	55.48	有色金属	(18.25)	(20.53)	(142.36)	(456.26)
银行	15.47	103.82	227.12	352.61	食品饮料	(19.05)	(36.74)	41.42	9.83
综合	7.08	2.98	(3.94)	(17.00)	房地产	(21.72)	(103.41)	(97.50)	(266.58)
传媒	3.91	(23.88)	(518.31)	(298.86)	商贸零售	(25.59)	(70.19)	(89.56)	(10.11)
建筑装饰	2.47	17.74	(74.51)	(163.50)	农林牧渔	(27.49)	(64.83)	(150.70)	(258.61)
家用电器	0.65	22.06	(92.14)	(67.39)	国防军工	(30.62)	88.30	(109.84)	(293.24)
煤炭	0.44	(1.96)	(34.39)	(139.69)	交通运输	(42.77)	14.40	(7.84)	(189.15)
美容护理	0.41	25.24	47.14	32.49	通信	(45.68)	(48.85)	(758.57)	(91.51)
石油石化	(1.18)	(15.57)	(75.87)	(185.01)	基础化工	(73.66)	(17.18)	(261.88)	(451.92)
环保	(4.53)	(18.33)	(82.10)	(139.59)	非银金融	(110.65)	(96.91)	(525.56)	(993.67)
电力设备	(7.50)	(14.25)	(588.19)	(686.98)	电子	(128.27)	(285.65)	(1806.66)	(1000.70)
纺织服饰	(10.50)	27.20	25.38	67.21	机械设备	(133.35)	(8.89)	(515.96)	229.49
公用事业	(10.64)	(88.54)	(101.70)	(276.91)	计算机	(166.79)	(290.59)	(1543.19)	(842.31)
建筑材料	(11.25)	(22.50)	(14.52)	(52.88)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/5/23

图表 16. 本周股票型 ETF 单周净赎回规模继续增加（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

近期港股通创新药指数表现强势，本周在市场大盘走弱的背景下逆势上涨 9.46%，在所有 300 多个指数中排名第 1。消息面上，三生制药与巨头辉瑞公司达成的独家许可协议，三生制药将获得 12.5 亿美元的首付款，未来总转让金额高达 48 亿美元的总付款，打破了市场对创新药企的盈利预期。同时，创新药龙头恒瑞医药于 5 月 23 日正式在港交所上市，成为近五年来港股医药板块最大规模的 IPO，上市首日大涨超过 25%。恒瑞医药在创新药领域已累计达成 14 笔对外授权合作，涉及的国际药企包括默沙东和德国默克等，交易金额总计约 140 亿美元。从已出财报看，2024 年如恒瑞医药、百利天恒等公司均有创新药海外 BD，对相关公司的收入和利润均产生贡献。目前，中国创新药行业快速发展，在此背景下中国创新药通过 BD 形式的出海有望持续。

出海是中国创新药发展的重要方向，海外市场有望为国内创新药企业带来增量市场空间。尤其是美国医药市场，由于美国医药人均支出较高，且创新药价格高于其他国家，对于创新药企业吸引力较大。中国创新药企业出海的常见方式包括：完全自主出海、合作开发和 License out。目前 License out 仍然是中国创新药企业出海的主要途径：License out 的优势则帮助创新药企业快速获得资金支持和市场渠道，分担研发和市场推广风险。2024 年 1-10 月 License out 交易首付款金额约 31.6 亿美元，交易总金额高达 511 亿美元，已然超过 2023 年全年 License out 交易总金额。从全球医药领域需求来看，行业中仍然存在着未满足的临床需要，尤其是伴随着人口老龄化“衰老性”疾病也带来相关需求。伴随着中国创新药企业研发能力的增强，出海能力和海外认可度也随之增强。中国庞大的人口基数和多样化的疾病图谱为创新药的研发提供了丰富的样本和数据资源，有助于在药物研发过程中进行更广泛和深入的研究，并进行更精准的疾病特征分析。

图表 17. 近 5 年国内药企 license out 金额呈持续上升趋势



资料来源：美柏必缔，动脉智库，中银证券

此外，下周 2025 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会即将于 5 月 30 日至 6 月 3 日在美国芝加哥正式召开。作为全球肿瘤学领域规模最大、最具影响力的学术盛会之一。近期创新药行业利好可谓密集，多家创新药企此前已经宣布将在本月底的 ASCO 大会上披露多项旗下创新管线的重磅临床和研发数据，或成为整个创新药产业的短期强催化。随着此前美宣布降低药价等外部负面因素被持续消化，部分创新药企业的大额 BD 交易频出以及龙头企业登陆港股在即等一系列利好刺激下，创新药趋势性价值重估仍然可期。截至 2025/5/23 港股通创新药指数 PE 为 27.13 倍，PB 为 2.83 倍，均处于历史低百分位数水平，相关 ETF 今年以来累计净申购达到 56.12 亿港元，显示出资金对创新药板块的关注和信心。

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及推测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371