

## 策略点评

### 配置反弹，掘金创新药

创新药板块当前具备美债收益率下行预期与BD出海高景气的双重支撑。

- 创新药板块当前具备宏观资金面与产业基本面的双重支撑：一方面，美债收益率与A股创新药行情呈现显著的负相关关系，美债收益率拐点往往亦是创新药行情的拐点。若美以伊冲突缓和，海外回归降息周期，美债收益率进入下行拐点，或将吸引全球配置资金流向以医药为代表的新兴市场核心资产；另一方面，创新药出海持续放量，基本面韧性强劲。在经历2025年9月以来的充分调整后，当前板块估值已回落至历史中位偏低水平。在2026年科技、周期行情预期分化、资金高低切换的背景下，前期调整充分且业绩确定性强的创新药板块有望成为资金再平衡的重点配置方向。
- 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) 创新药出海BD交易不及预期风险。

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

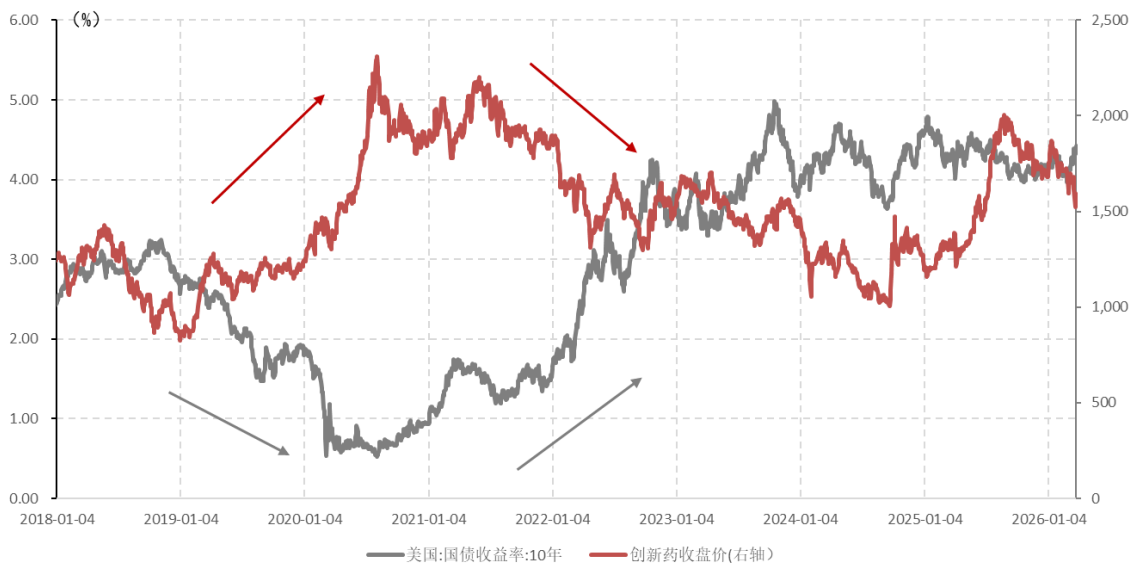
证券分析师：王君  
(8610)66229061  
jun.wang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

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

美债收益率与 A 股创新药行情呈现显著的负相关关系，美债收益率拐点往往亦是创新药行情的拐点。宏观经济周期和资金视角，自 2018 年以来的历史行情复盘来看，美债收益率与医药特别是创新药等的收盘价表现出高度的负相关关系，美债收益率的拐点往往与创新药行情的拐点表现出高度的一致性。从逻辑上来看，创新药企业是典型的核心资产，具有强护城河和弱周期性，比较符合全球化配置资金特别是养老金、主权基金等的审美偏好，10 年期美债收益率扮演着全球资产定价锚的角色，当美债收益率处于高位或上行期时，全球资金倾向于流入美国，而当美债收益率进入下行拐点时，全球配置资金则往往向新兴市场转移，对于 A 股/港股市场的核心资产来说，就能够获得资金面的利好。

美伊进入谈判期，若美以伊冲突缓和，海外有望延续降息周期，10 年期美债有望迎来拐点，利好创新药板块投资。美国伊朗双方本周进入谈判期，美国通过中间国向伊朗转交了一份包含 15 个要点、旨在结束冲突的计划，美国总统特朗普 26 日下午在社交媒体发文称将对伊朗能源设施的“摧毁”行动推迟 10 天，伊朗也同时回应了彻底结束侵略与暗杀、确保不再对伊朗重启战争、保障战后损失赔偿、结束所有战线和地区抵抗团体之间的战争，以及国际社会承认伊朗对霍尔木兹海峡的主权等 5 项停战条件。美以伊冲突迎来短暂缓和，但后续冲突的局势演进仍然有较高不确定性，据美国《华尔街日报》26 日报道，美国国防部官员透露，国防部正考虑向中东增派多达 1 万人的地面部队。市场近期对美以伊冲突定价较充分，3 月中旬以来 A 股市场出现较为明显的调整，这一趋势在 3 月 21 日演绎到极致，上证指数一度跌破 3800 点，但指数的较大幅度的下跌同时也意味着风险的充分定价，3 月 20 日、23 日的大幅调整之后，冲突局势的短期缓和带动 A 股后半周出现一定反弹。若美以伊冲突缓和，海外有望延续降息周期，10 年期美债有望迎来拐点，利好创新药板块投资。

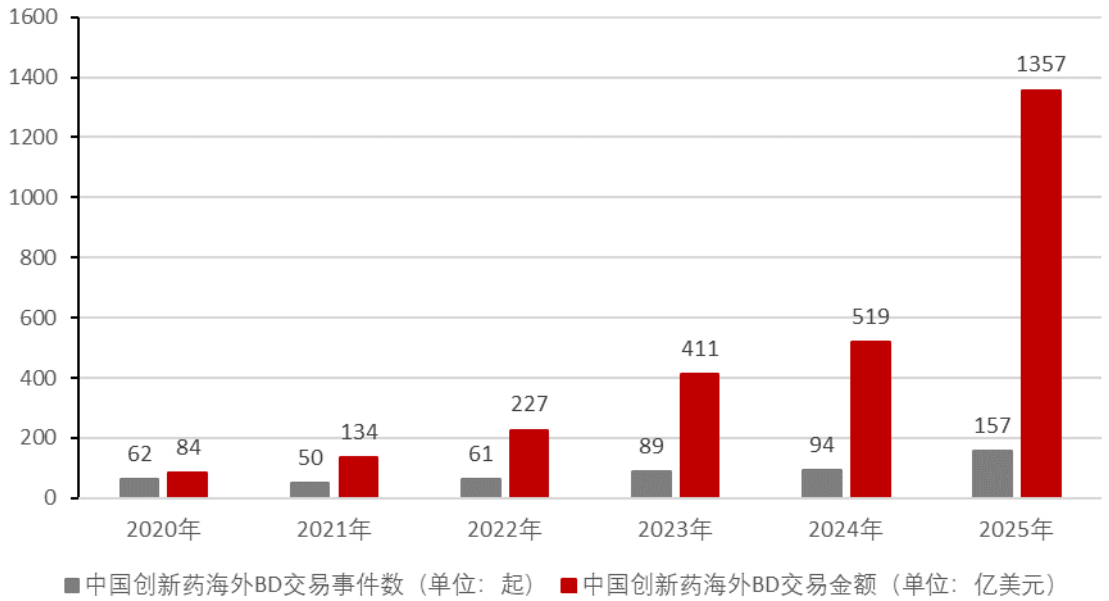
图表 1. 美债收益率与创新药行情呈现显著的负相关关系



资料来源：万得，中银证券

中国创新药出海 BD 持续高景气。基本面逻辑来看，创新药等医药板块有着较为坚实的基本面支撑。对于创新药，中国创新药 BD 出海金额和出海数量持续创新高，2025 年中国创新药共完成 157 起 BD 出海授权交易，交易总额高达 1356.55 亿美元，同比增长 161%，这一趋势在 2026 年进一步延续，截至 2 月 25 日，年内中国创新药已发生 44 起对外授权 (license-out) 交易事件，总金额达 532.76 亿美元。一季度末过，创新药出海交易总额已超过 2025 年全年总额的 1/3。

图表 2.近年来创新药出海 BD 交易事件数和交易金额增长较快



资料来源: 抗体圈, 动脉网, 中银证券

2025年9月以来, 医药板块持续回调, 资金高再平衡需求下, 创新药有望成为资金高低切换的重点方向。自2025年9月以来, 医药板块出现持续的回调, 截至2026年3月, 调整幅度约为11.8%, 创新药调整幅度达15.3%。在过去1年的行情中, 2025年科技板块呈现普涨格局, 科技行业整体演绎“戴维斯双击”行情, 但这一逻辑可能在2026年发生一定变化, 市场开始更多关注真实的需求与业绩的验证, 这或导致2026年科技行情迎来分化, 资金不再简单为“概念”和“故事”买单, 而是聚焦于供给紧缺、具备强业绩验证的行业, 周期行业亦可能迎来行情分化。而市场分歧加大、资金分流也可能使得行情轮动在不同行业之间加速, 在此背景下, 前期调整充分、估值处于相对低位的优质资产——如医药板块, 有望吸引资金进行再平衡配置, 成为资金高低切换的重点方向。

综合来看, 创新药板块当前具备宏观资金面与产业基本面的双重支撑: 一方面, 美债收益率与A股创新药行情呈现显著的负相关关系, 美债收益率拐点往往亦是创新药行情的拐点。若美以伊冲突缓和, 海外回归降息周期, 美债收益率进入下行拐点, 或将吸引全球配置资金流向以医药为代表的新兴市场核心资产; 另一方面, 创新药出海持续放量, 基本面韧性强劲。在经历2025年9月以来的充分调整后, 当前板块估值已回落至历史中位偏低水平。在2026年科技、周期行情预期分化、资金高低切换的背景下, 前期调整充分且业绩确定性强的创新药板块有望成为资金再平衡的重点配置方向。

图表 3. 创新药重点个股及基金

	证券代码	龙头个股		基金
	创新药重点个股	600276.SH		恒瑞医药
603259.SH		药明康德	中证创新药产业 ETF	
688506.SH		百利天恒	弘毅远方国证民企领先100ETF	
603127.SH		昭衍新药	鹏华价值优势混合(LOF)	
688202.SH		美迪西	华夏战略新兴成指ETF	
688222.SH		成都先导	南方天元新产业股票(LOF)	
688235.SH		百济神州	国投瑞银新兴产业混合(LOF)A	
688331.SH		荣昌生物	申万菱信中证研发创新100ETF	
000963.SZ		华东医药	华泰柏瑞中证科技100ETF	
600196.SH		复星医药	汇添富创新未来混合(LOF)	

资料来源: 万得, 中银证券

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) 创新药出海 BD 交易不及预期风险。

## 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任何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转载或转发的，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、意见及预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