

策略点评

创新药弹性逻辑尚未充分定价

创新药韧性逻辑凸显，但弹性逻辑兑现不足。

- 伴随美以伊进入谈判期，市场风险偏好有所回暖，前期相对抗跌的创新药板块分歧加大，4月7日-4月12日表现相对平庸。3月以来的美以伊冲突冲击之下，A股整体出现了一定程度的回调，在此次回调中，作为必选消费品的创新药赛道表现出了一定的抗跌属性，其韧性逻辑得到了凸显，但当风险偏好回暖、市场趋于反弹的情况下，创新药板块作为成长性赛道所具备的成长弹性逻辑可能尚未被充分定价。一方面，基本面逻辑来看，中国创新药BD出海金额和出海数量持续创新高，另一方面，美债收益率与A股创新药行情呈现显著的负相关关系，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。历史规律来看，创新药ROE(TTM)的上行均对应创新药趋势性行情，2025年以来创新药板块在出海高景气+政策扰动消散的催化下，ROE(TTM)呈现出明确的回暖趋势，但市场行情尚未充分反映这一变化，后续创新药成长弹性逻辑有望进一步演绎。
- **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) 创新药出海景气度不及预期风险。

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

伴随美以伊进入谈判期，市场风险偏好有所回暖。4月11日，据央视新闻报道，伊朗、美国和巴基斯坦三方会谈已在伊斯兰堡开始，尽管经过多轮谈判三方仍未能在主要事项上达成一致，但市场风险偏好已出现回暖趋势，4月7日-4月12日当周，科技板块出现全面反弹。前期相对抗跌的创新药板块分歧加大，4月7日-4月12日表现相对平庸。

图表 1.4月7日-4月12日前期相对抗跌的创新药板块分歧加大

证券代码	证券简称	区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅	
		[区间首日] 2026-01-01 [区间尾日] 2026-01-31 [单位] %	[区间首日] 2026-02-01 [区间尾日] 2026-02-28 [单位] %	[区间首日] 2026-03-01 [区间尾日] 2026-03-29 [单位] %	[区间首日] 2026-03-30 [区间尾日] 2026-04-06 [单位] %	[区间首日] 2026-04-07 [区间尾日] 2026-04-12 [单位] %			
CI005844.WI	云服务	18.6261	6.2338	-16.5224	-3.3933	5.9903			
CI005834.WI	半导体	18.6338	-1.3021	-12.0085	-3.8532	10.5262			
CI005835.WI	元器件	2.0380	13.6105	-12.1374	-3.1030	12.5123			
CI005842.WI	计算机设备	-0.1620	0.2996	-10.5748	-1.9482	8.6058			
CI005843.WI	计算机软件	7.9721	-0.3435	-14.6325	-4.0708	5.4915			
CI005181.WI	通信设备	6.7339	-0.4252	2.1198	3.2674	11.9984			
CI005837.WI	消费电子	-1.0037	4.3071	-7.9894	-1.5067	13.9716			
CI005122.WI	造纸	4.0513	3.7857	-7.0995	-2.9972	3.5643			
CI005823.WI	食品	0.7618	0.7164	-3.0567	0.3170	1.9377			
CI005822.WI	饮料	-4.7876	-1.6413	-2.5034	-2.0067	0.2703			
CI005154.WI	生物医药	0.9999	-2.7339	-5.0364	2.8855	0.0898			
8841049.WI	创新药	3.4685	-1.6699	-2.6782	4.8643	0.2487			
CI005156.WI	酒类	1.1974	0.5648	-4.0056	1.6911	-0.5285			
CI005144.WI	酒店及餐饮	5.6311	1.7367	-6.0066	-2.0089	0.7620			
CI005802.WI	家居	7.4383	0.7114	-8.9205	-4.2900	2.8465			
CI005143.WI	旅游及休闲	-1.4574	-7.0988	-8.1041	-4.1862	1.6834			
CI005160.WI	畜牧业	-2.4119	0.4846	-3.3731	-2.6648	0.8250			
CI005145.WI	白色家电	-1.3289	0.3044	-4.8454	0.1652	-0.0538			
CI005136.WI	乘用车	-5.4124	-0.2065	1.3657	-4.6278	2.8167			
CI005810.WI	新能源动力系统	-3.3933	0.2269	12.7838	-7.4420	8.5301			
CI005134.WI	兵器兵装	-0.5009	3.9632	-10.0417	-4.9725	3.4197			
CI005133.WI	航空航天	4.4711	6.4922	-15.0039	-2.0638	4.6525			
CI005138.WI	汽车零部件	0.7778	2.8777	-12.8778	-1.5596	6.0487			
8841877.WI	商业航天	2.0304	3.5300	-15.1936	-1.8413	4.6344			
CI005124.WI	工程机械	0.9769	7.8844	-15.2435	-0.3191	4.2902			
CI005172.WI	航运港口	5.2301	9.6170	0.4771	3.2357	-1.1123			
CI005104.WI	煤炭开采洗选	7.9212	7.3167	6.1075	-4.4506	-0.3103			
CI005107.WI	工业金属	21.7468	-1.2053	-18.9327	0.3206	5.5665			
CI005106.WI	贵金属	53.9024	-10.8917	-14.6811	4.6987	2.4833			
CI005101.WI	石油开采	13.8395	1.3353	12.5518	-1.9907	-2.5670			
CI005187.WI	油服工程	23.4310	2.5557	-6.6152	0.2051	1.0378			
CI005102.WI	石油化工	13.6440	1.8567	-13.1684	-0.8326	5.1067			
CI005188.WI	稀有金属	16.2901	14.9125	-16.6047	-3.0520	7.3790			
CI005152.WI	化学制药	1.6752	-0.2753	0.3560	3.5325	-0.3715			
CI005191.WI	化学纤维	13.3328	0.1064	-8.2162	-5.2382	8.3428			
CI005190.WI	特种	7.4429	12.3843	-16.4157	-2.2849	4.4658			
CI005111.WI	特钢	5.3401	7.8917	-15.1657	-0.4734	3.2872			
CI005168.WI	房地产开发和运营	5.1729	-0.0319	-9.6160	-5.6275	4.4002			
CI005165.WI	证券	-1.4897	-2.0840	-10.6774	-2.3880	5.0598			
CI005166.WI	保险	1.3291	-6.8730	-10.7155	0.1080	2.6120			
CI005163.WI	国有大型银行	-8.9789	-2.9801	4.8582	2.4620	-2.7972			
CI005164.WI	全国性股份制银行	-8.3129	0.5154	2.1983	-0.2589	-0.7323			

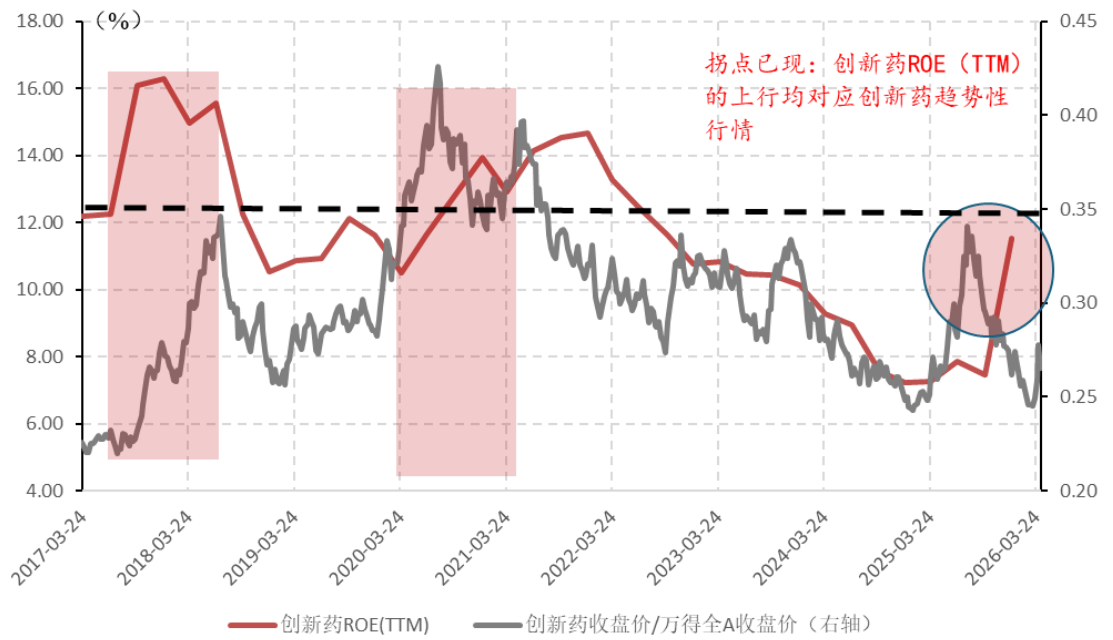
资料来源：万得，中银证券

创新药韧性逻辑凸显，但弹性逻辑兑现不足。3月以来的美以伊冲突冲击之下，A股整体出现了一定程度的回调，在此次回调中，作为必选消费品的创新药赛道表现出了一定的抗跌属性，其韧性逻辑得到了凸显，但当风险偏好回暖、市场趋于反弹的情况下，创新药板块作为成长性赛道所具备的成长弹性逻辑可能尚未被充分定价。

一方面，基本面逻辑来看，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。另一方面，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。

历史规律来看，创新药ROE（TTM）的上行均对应创新药趋势性行情，2025年以来创新药板块在出海高景气+政策扰动消散的催化下，ROE（TTM）呈现出明确的回暖趋势，但市场行情尚未充分反映这一变化，后续创新药成长弹性逻辑有望进一步演绎。

图表 2. 创新药 ROE 的上行均对应创新药趋势性行情



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) 创新药出海景气度不及预期风险。

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