

# 每日投资策略

## 宏观、行业及公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市上周五（11月7日）下跌，港股医疗保健、可选消费与信息技术领跌，原材料、能源与电讯上涨，南向资金净买入75.23亿港元，小米、中海油与华虹半导体净买入规模居前，腾讯、阿里巴巴与快手净卖出最多。A股计算机、电子和家用电器领跌，基础化工、石油石化和建筑材料领涨。国债收益率小幅上升，人民币兑美元走平。
- 中国通缩幅度收窄，因国际大宗商品价格走高和国内反内卷去产能等因素。10月CPI环比上涨0.2%，同比由跌转涨，扣除食品与能源的核心CPI同比增速1.2%创6个月新高，PPI环比年内首次上涨0.1%，同比降幅继续收窄。通缩收窄将改善龙头企业盈利，利好股市、利空债市。
- 日本央行10月会议摘要显示，部分委员认为加息条件正逐步形成，薪资增长势头至关重要，如果经济前景达标那么应该择机加息，加息是利率正常化的重要一步。预计日本央行12月可能加息1次，明年加息1-2次。
- 欧洲股市小幅下跌，科技、原材料与银行领跌，汽车零部件、物流运输与能源设备上涨。投资者对科技股高估值担忧延续，欧元区经济数据略好于预期，通胀不确定性仍高，欧央行和英国央行保持政策利率不变，短期对调整利率更加谨慎。预计欧央行12月保持利率不变，明年降息一次；英国央行12月降息一次，明年可能降息两次。
- 美股上周五低开高走，因参议院民主党人提出延长医疗补贴一年换取结束政府停摆提振投资者信心，能源、公用事业与地产领涨，通讯服务与信息技术下跌。投资者对AI板块高估值担忧仍在，OpenAI曾在10月末致信白宫请求扩大税收抵扣以降低数据中心成本，此前其高管呼吁政府担保支持的言论曾引发争议和投资者担忧。
- 美国11月密歇根大学消费者信心创3年多新低，短期通胀预期上升，低收入家庭信心下滑最明显。美国10年国债收益率先涨后跌，美元连续第三日下跌。黄金震荡，原油冲高回落。加密货币反弹，但市场情绪依然低落，USDX脱锚进一步打击币圈信心。比特币作为风险资产的“金丝雀”率先调整，显示资金风险偏好下降，预示高估值科技股11月可能短期承压。
- 纽约联储主席称美联储可能很快重新扩表，以保持银行体系准备金在充足水平。美联储此前已决定12月1日起停止持续三年的缩表，将资产负债表规模稳定在6.6万亿美元。如果重新扩表，那么将增加美元流动性供应，利空美元，利好美股、新兴市场与大宗商品。
- 美国最高法院保守派法官并未一致支持特朗普“对等关税”，市场预测特朗普在关税案中胜率从40%降至27%。如果最高法院推翻“对等关税”，那

### 招银国际研究部

 邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 环球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,242	-0.92	30.82
恒生国企	9,268	-0.94	27.13
恒生科技	5,837	-1.80	30.64
上证综指	3,998	-0.25	19.27
深证综指	2,519	-0.30	28.70
深圳创业板	3,208	-0.51	49.80
美国道琼斯	46,987	0.16	10.44
美国标普500	6,729	0.13	14.40
美国纳斯达克	23,005	-0.21	19.13
德国DAX	23,570	-0.69	18.39
法国CAC	7,950	-0.18	7.72
英国富时100	9,683	-0.55	18.47
日本日经225	50,276	-1.19	26.02
澳洲ASX 200	8,770	-0.66	7.48
台湾加权	27,651	-0.89	20.04

资料来源: 彭博

#### 港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	47,852	-0.22	36.19
恒生工商业	14,572	-1.41	29.53
恒生地产	18,391	0.05	23.32
恒生公用事业	37,768	0.35	5.90

资料来源: 彭博

么将利好全球股市尤其是汽车、消费电子等对贸易敏感板块，利好墨西哥比索、巴西雷亚尔等新兴市场货币。

## 宏观经济

### ■ 中国经济-缓慢再通胀

受食品价格与核心通胀回升推动，CPI 同比增速转正。核心 CPI 同比增速再创新高，主要得益于服务业逐步复苏，但耐用品价格依然疲软。PPI 录得一年来首次环比增长，同比跌幅收窄，其中煤炭和有色金属等价格明显回升，但下游消费品价格依然疲软，耐用品价格再次下滑。

服务业和上游工业价格温和回升，但耐用品和房地产销售依然疲软，价格回升持续性仍需观察。我们认为需求拉动型价格回升可能比供给驱动型更具可持续性。这需要决策者加大对家庭消费和房地产需求的政策支持，以巩固当前价格复苏并促进经济增长。预计 CPI 和 PPI 同比增速可能从第三季度的 -0.2% 和 -2.9% 回升至第四季度的 0.4% 和 -2.2%，2025 年 CPI 可能维持在 0.2% 不变，PPI 可能从 2024 年的 -2.2% 下降到 2025 年的 -2.5%。 ([链接](#))

### ■ 中国经济-出口萎缩凸显经济增长压力上升

10 月中国出口大幅下滑，对美国、欧盟、日本、澳大利亚等发达国家出口显著下降，对东盟、非洲和拉丁美洲等新兴市场的出口也出现放缓。运输设备和集成电路出口依然强劲，而笔记本电脑和手机等其他科技产品出口进一步萎缩。家居相关产品和低附加值产品出口依然低迷。受钢铁及铜制品、橡胶塑料制品和机床等中间品的拖累，进口增速放缓，反映出中国工业活动走弱。

由于抢出口和以旧换新政策提前透支需求，出口和耐用品消费将明显放缓，第四季度经济增长面临更大下行压力。这可能促使决策者出台新一轮宽松政策，但规模力度可能小于去年。展望未来，我们预计中国出口增速将从 2024 年的 5.9% 放缓至 2025 年的 3%，而进口增速可能从 1.1% 小幅放缓至 0.5%。美元兑人民币汇率可能会从目前的 7.13 升至年底的 7.1，到 2026 年底升至 7.05。 ([链接](#))

## 行业点评

### ■ 中国医药 - 布局更偏稳健，关注低估值个股机会

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 59.5%，跑赢 MSCI 中国指数 24.0%。近期，医药板块有所回调（MSCI 中国医疗指数 10 月至今回调 10%），我们认为部分低估值个股具备吸引力。由于资本市场融资复苏、创新药出海交易规模上涨，国内创新药研发需求出现回暖。叠加美国降息，CXO 行业有望在 2H25E 迎来业绩修复。已授权的创新药管线在海外的临床推进将成为创新药板块最重要的催化剂。

关注已授权管线在海外的临床推进。原因是：1) 临床推进的确定性较高，将成为股价上涨的催化剂，2) 最终的价值实现仅少部分来自授权交易的首付款，绝大部分仍需依靠品种的商业化成功带来的里程碑付款和销售分成。继续看好三生制药：目前，海外合作方辉瑞已公布 707 的两项全球 3 期临床方案，分别为联合化疗一线治疗非小细胞肺癌和联合化疗一线治疗结直肠癌。辉瑞管理层表示即将公布 707 的完整研发计划。三生制药在 2025 年 SITC 会

议更新了 PD-1/VEGF 联合化疗治疗一线非小细胞肺癌的 2 期临床数据，疗效（ORR）和安全性数据仍然显示其全球 best-in-class 潜力。

医保谈判及第十一批集采落地，市场关注度减弱。本年度医保谈判于 11 月初完成，共有 127 个目录外药品参与谈判竞价，24 个药品参与商保创新药目录价格协商。此次医保谈判结果预计 12 月初公布。此外，第十一批集采于 10 月底完成，共纳入 55 个品种。新的集采规则聚焦“稳临床、保质量、反内卷、防围标”，医疗机构可按厂牌报量，设置“锚点价”与复活机制，引导市场良性竞争。本轮集采的平均价格降幅并未公布。此次集采保持了较高中选率，中选产品平均价差较此前批次明显缩小，说明价格竞争趋于理性。我们认为仿制药仍将长期维持较低利润率水平。由于创新药的主要投资逻辑集中在出海，因此市场对于医保谈判和集采的关注度有所减弱。但我们认为，本土市场的表现仍是重要的业绩变量。

行业展望：布局思路更偏稳健，关注低估值个股机会。固生堂公布 3 亿港元回购计划，年初至今公司已累计回购 3.5 亿港元，回购（不含新增回购）+分红预期收益率高达 7%。推荐买入三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、巨子生物（2367 HK）、药明合联（2268 HK）、信达生物（1801 HK）、中国生物制药（1177 HK）。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 百济神州（ONC US，买入，目标价：392.43 美元）- 盈利能力持续提升

百济神州凭借强劲的销售增长趋势和不断优化的成本效率，持续提升盈利能力。我们认为，泽布替尼（Zanu）在全球 120 亿美元的 CLL 市场中，凭借新患者处方驱动，具备显著的市场份额提升空间。Zanu 与 Sonrotoclax 组合的一线 CLL 固定疗程方案，以及在 BTK 耐药 CLL 中的 BTK CDAC 方案的持续推进，有望进一步巩固百济神州在血液肿瘤领域的领先地位。我们维持对百济神州的“买入”评级，目标价上调至 392.43 美元。

Zanu 驱动销售增长持续强劲。2025 年第三季度，公司销售表现延续强劲增长势头，主要由 Zanu 推动。百济神州在 2025 年前九个月实现收入 38.1 亿美元，同比增长 43%，已完成我们全年预测的 73%，整体符合预期。仅 3Q25，Zanu 实现销售额 10.4 亿美元，环比增长 10%，继续优于 ibrutinib（环比 -5%）和 acalabrutinib（环比 +5%）。Zanu 在美国一线与复发/难治性 CLL 治疗中，均在新患者处方中占据领先地位，并已成为全球销售额最高的 BTK 抑制剂。截至 2024 年第四季度，Zanu 占有所有 CLL 新处方的约 25%。我们预计，Zanu 将持续从其他 BTK 抑制剂和替代治疗方案中抢占市场份额。

盈利能力持续改善，运营杠杆带动利润扩张。继 1Q25 实现公司历史上首个 GAAP 净利润（100 万美元）后，百济神州在 3Q25 净利润增长至 1.25 亿美元，得益于强劲的收入增长和 GAAP 层面的运营杠杆改善。运营效率持续提升，销售与管理费用（SG&A）占产品销售比重降至 37.9%（2Q25 为 41.3%，FY24 为 48.5%），研发费用占比也下降至 37.5%（2Q25 为 40.3%，FY24 为 51.7%）。公司维持 2025 财年收入指引上限为 53 亿美元不变，而我们预计将超出预期，对 FY25 收入预测为 54.4 亿美元，全年净利润预期为 3.72 亿美元。

持续推进研发，巩固血液肿瘤领导者地位。百济神州正在扩展其 CLL 产品组合至各个治疗阶段，进一步巩固在 120 亿美元 CLL 市场中的领先地位。在一线 CLL 方面，Zanu + Sonrotoclax 固定疗程组合与 V+O (venetoclax + obinutuzumab) 的 III 期临床试验已完成入组，公司计划启动 Z+S 与 A+V (acalabrutinib + venetoclax) 之间的另一项 III 期对比试验，A+V 可能成为美国首个获批的口服固定疗程组合疗法。在二线 CLL 领域，Pirtobrutinib (Pirto) 在近期公布的 III 期 BRUIN CLL-314 试验中，在 18 个月时显示出 83.3% 的 PFS 率，与 ALPINE 研究中 Zanu 的 81.7% 相当。在携带 del(17p) 高危突变的二线 CLL 患者中，Pirto 的 ORR 为 80.6%，亦与 Zanu 的 83.3% 相近。我们正关注另一项 Pirto 的 1L CLL III 期研究 BRUIN CLL-313 (vs B+R) 的读数，礼来公司称其在 PFS 上展现出“最具说服力的治疗效果之一”。基于 Pirto 的现有数据，我们认为临床医生更倾向于将 Pirto 用于 BTK 抑制剂治疗进展后。针对该适应症，公司已启动其 BTK CDAC 与 Pirto 的头对头 III 期临床试验。

维持“买入”评级。百济神州在过去三个季度展示出持续盈利能力。截至目前公司账上持有 41 亿美元现金，我们认为其有望加速推进 CDK4 抑制剂及其他研发管线的临床进展。我们将目标价上调至 392.43 美元。 ([链接](#))

■ **华虹半导体 (1347 HK, 持有, 目标价: 68.00 港元) - 毛利率显著超预期但估值已反映, 维持持有评级**

华虹半导体公布 2025 年三季度业绩，收入创历史新高达 6.35 亿美元 (同比 +21%、环比 +12%)，符合彭博一致预期及公司指引。毛利率恢复至 13.5% (同比 +1.4 个百分点、环比 +2.6 个百分点)。期内净利润 2,600 万美元，较市场预期低 5.3%，但净利率由一季度/二季度的 0.7%/1.4% 改善至 4.1%。公司指引四季度收入 6.5–6.6 亿美元 (中值同比 +21%、环比 +5%)，毛利率 12–14%。我们维持 2025 年全年收入预测，并将全年毛利率预估由 10.9% 上调至 12.0%，反映更强的利润率修复。考虑到计划中的新厂并购 (预计 2026 年 8 月左右完成，年收入贡献 6–7 亿美元)，我们上调 2026 年收入预测至 32 亿美元。维持持有评级，目标价调整至 68 港元。 ([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有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策。

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上责任。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师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。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。