

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市回调，港股可选消费、原材料与信息技术领跌，电讯、地产建筑与公用事业跑赢。南向资金净卖出 35.21 亿港元，中国人寿、泡泡玛特与三生制药净卖出最多，阿里巴巴、腾讯与中芯国际净买入居前。A 股半导体、硬件设备与工贸综合领跌，石油石化、房地产与银行上涨。中芯国际 CEO 表示三季度几乎满产，四季度仍供不应求，但存储芯片涨价太多令手机厂商拿货趋于谨慎。国债收益率走平，美元兑人民币小幅上涨。
- 中国决策层再次强调发展新质生产力与科技产业的重要性。国务院会议部署促消费政策，提出以供给侧产品和服务创新拓展消费增量，丰富消费金融产品与服务，营造良好消费环境。财政部表示合理确定赤字率和举债规模，综合运用预算、税收、政府债券、转移支付等工具，加大对现代化产业体系、科技、教育、社会保障、农业农村、生态环保等支持。由于去年 9.24 一揽子刺激带来高基数和需求透支效应，今年四季度至明年三季度房地产和社会零售面临显著下滑压力，政策部门有必要实施新一轮提振地产与消费政策。目前有关加大地产收储的政策在研讨之中，消费政策已明确财政将加大对教育和社保投入，但尚不确定是否有对家庭现金转移支付或消费补贴政策。
- 韩美贸易协议落地，韩国承诺对美造船、半导体等战略产业投资 3500 亿美元，增加国防开支和对驻韩美军费用支持，美国将下调韩国汽车、芯片等商品关税，并在韩国长期寻求的核潜艇建造、铀浓缩等核心防务技术上做出重大让步。因供应短缺加剧，三星可能上调内存芯片价格 30%-60%。
- 英国政府放弃提高所得税计划，市场对英国财政可持续性担忧上升，英国股债汇齐跌。瑞士与美国达成贸易协议，瑞士承诺在特朗普任期内对美国制药、炼金和铁路设备等行业投资 2000 亿美元（明年投资 700 亿美元），购买更多波音飞机，美国对瑞士关税降至 15% 与欧盟持平。
- 美股涨跌互现，能源、信息技术与地产领涨，材料、金融与通讯服务下跌。美联储多位官员发表鹰派言论，继续打压降息预期；市场对 AI 板块高估值和巨额债务融资担忧持续，此前暴涨的甲骨文一路下跌，投资者关注本周英伟达财报。在巴菲特退休之际，伯克希尔第三季度加速减持苹果而建仓谷歌。桥水第三季度减少英伟达持仓 65%，减少谷歌与 Meta 持仓 50%，加仓美国大盘指数，清仓新兴市场 ETF。“老虎系”基金第三季度减仓 Meta 与 CoreWeave，加仓金融股。
- 美债收益率回升，金价下跌，加密货币熊市延续。美联储多位官员警告去通胀进程停滞，反对 12 月降息，但鸽派可能仍相对占优。由于房价房租涨幅回落、油价下跌和就业走弱，未来 3 个月美国通胀可能重新下降，美联储最晚明年 3 月可能再次降息。美国短期融资市场流动性收紧，SOFR 与准备金

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,572	-1.85	32.47
恒生国企	9,398	-2.09	28.92
恒生科技	5,813	-2.82	30.10
上证综指	3,990	-0.97	19.06
深证综指	2,512	-1.36	28.31
深圳创业板	3,112	-2.82	45.29
美国道琼斯	47,147	-0.65	10.82
美国标普 500	6,734	-0.05	14.49
美国纳斯达克	22,901	0.13	18.59
德国 DAX	23,877	-0.69	19.93
法国 CAC	8,170	-0.76	10.69
英国富时 100	9,698	-1.11	18.66
日本日经 225	50,377	-1.77	26.27
澳洲 ASX 200	8,635	-1.36	5.83
台湾加权	27,398	-1.81	18.94

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	48,958	-1.30	39.34
恒生工商业	14,635	-2.30	30.09
恒生地产	19,421	-0.34	30.23
恒生公用事业	38,083	-0.49	6.78

资料来源: 彭博

利率利差小幅扩大。美联储上周临时召集会议与华尔街银行讨论市场流动性压力，预示明年上半年重启或变相 QE 可能性上升。

宏观经济

■ 中国经济：全面放缓

中国经济 10 月全面放缓，但有望实现全年增长 5% 的目标。房地产价格跌势加速，因去年基数较高，商品房销售额大幅萎缩。由于以旧换新补贴政策退坡，社会零售额增速跌至一年来最低。固定资产投资跌幅创 2020 年 2 月以来第二，财政扩张放缓和反内卷措施抑制基础设施和制造业投资。但由于上半年经济增速较快，第四季度 GDP 增速只需达到 4.5% 即可实现全年 5% 的增长目标。

需求全面放缓和通缩压力持续凸显需求侧政策刺激的必要性。我们预计中国人民银行可能在明年第一季度末之前下调法定存款准备金率 50 个基点、下调 LPR 约 10 个基点。财政部可能扩大对家庭和房地产行业的财政支持。预计 2025 年第四季度 GDP 增速 4.5%，全年 GDP 增速从 2025 年 5% 降至 2026 年 4.7%。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国医药行业 - 中国生命科学上游行业景气度上行

我们认为中国生命科学上游行业正受益于多个积极的行业趋势，包括下游医药研发投入增长、创新药融资复苏以及持续的中国创新药出海热潮。我们认为国产替代仍具备可观空间，将长期驱动国内上游行业的增长。国内上游公司依托持续的技术投入，已在一些细分领域缩小与海外巨头的技术差异，并持续获得客户认可 和市场份额。相关国内标的包括纳微科技（688690 CH，未评级）、诺唯赞（688105 CH，未评级）、奥浦迈（688293 CH，未评级）等。

中国生命科学上游行业迎来景气度上行。医药行业已成为生命科学上游的最重要客户。中国医药研发需求在波动中维持了增长势头。我们认为，景气度复苏主要由于以下三个指标：1) 新冠疫情后，中国大型药企和 biotech 的研发支出维持健康增长，CXO 公司的 capex 支出下滑趋势则在 1H25 出现明显反转。2) 中国创新药出海交易在 25 年进一步爆发。根据医药魔方数据，今年前 10 个月，本土创新药出海总交易金额和首付款占全球同期交易规模的 38% 和 50%，显著高于 2020 年的 5% 和 3%。3) 中国创新药出海热潮驱动国内创新药融资额复苏。医药魔方数据显示，中国 3Q25 创新药融资同比大增 443.6%。此外，全球创新药融资在降息背景下逐步企稳，3Q25 同比增长 8.6%。随着中国创新能力在全球认可度提高，我们预计国内创新药融资将恢复健康增长，支撑国内创新药的研发，进而推动生命科学上游景气度复苏。

国产替代仍具备可观空间。全球生命科学上游行业的龙头为欧美巨头，例如 Danaher（DHR US，未评级）和 Thermo Fisher（TMO US，买入）。中国上游行业仍面临小而散的格局。新冠疫情期间，由于全球供应链出现波动，中国的上游公司迎来快速增长机遇。部分中国上游公司在 19-24 年的收入 CAGR 超过 30%，远超欧美同行（<10%）。国产替代仍是主旋律，其中试

剂和耗材国产化率提高较快，例如培养基的国产化率在 21 年已提升至 33.7%，远高于疫情前的 20%（奥浦迈招股书）。但是，高端仪器设备由于技术瓶颈替代速度较慢，例如质谱仪的国产化率仅 10% 左右（禾信仪器 24 年年报）。

本土企业凭借技术壁垒、成本优势以及政策机遇持续提升份额。1) 技术壁垒：头部中国上游公司在 1H25 的平均研发费用率为 13.0%，超过疫情时期的水平。凭借持续的研发投入，多家头部公司建立了技术壁垒。例如，纳微科技是色谱填料/层析介质领域国产替代的核心供应商，其产品在粒径、孔径、机械强度等方面性能优异，甚至超过国际品牌。2) 成本优势：由于集采等政策压力的影响，本土医药制造企业降低成本的需求迫切，因此给国产厂商带来了增加份额的机会。3) 政策机遇：由于地缘政治风险，高端设备的国产替代需求强烈。例如，作为国产企业，谱育科技（未上市）享受政府研发补贴，参与国家科研项目，并借助国家推进设备更新的机遇在国内扩大市场份额。（[链接](#)）

公司点评

■ 百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 148.40 美元) - 2025 百度世界大会：推动 AI 应用加速落地

我们受邀参加 2025 百度世界大会（11 月 13 日），大会重点内容总结如下：

1) 百度发布文心大模型 5.0，并持续推动 AI 应用加速落地，主要方向包括核心产品重构（搜索、文库、网盘），以及开发新产品并推动功能升级（如数字人、无代码开发工具、商用超级智能体）；2) 发布新一代昆仑芯 M100 和 M300 芯片，提及目前昆仑芯已在多行业落地交付，并对昆仑芯未来的产品推出规划给出较为详细的更新；3) 更新萝卜快跑运营数据，其服务已经覆盖全球 22 座城市，周度全无人订单数已经达到 25 万，全球出行服务次数超 1700 万，并指引将持续推动全球扩张。我们认为，百度核心广告业务及在手现金是支撑公司估值的关键因素，而未来云业务运营指标上更清晰的能见度、自动驾驶出租车及 AI 相关新业务释放更多进展、在手现金的使用方式进一步优化以提高股东回报将有望推动公司估值重估。我们基于 SOTP 估值模型的目标价为 148.4 美元，维持“买入”评级。（[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定。

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风险。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关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。