

每日投资策略

行业研究/公司点评

全球市场观察

- 8月18日，A/H股震荡分化。上证指数涨0.2%，深证成指跌0.6%，创业板跌0.9%；港股恒指微涨0.1%，恒生科技跌0.9%，芯片、PCB和大模型板块承压。南向资金净买入140.02亿港元，创近一个月新高，MiniMax、腾讯和智谱获较多净买入，显示内资在科技股调整中继续逆势增配核心资产。美元兑离岸人民币小幅升至约6.747，人民币从三年多高位略有回落。
- 亚洲股市受到全球债券收益率和油价上升压制，日经225跌约2.1%，韩国KOSPI跌1.5%；日本10年期国债收益率升至2.95%附近、创约30年新高，加息预期与全球利率上行共同压制高估值科技资产。欧洲Stoxx 600跌0.7%，连续第五日下跌，科技板块领跌。德国10年期国债收益率升至2011年以来最高，当前风险资产面临的压力已经从单一联储政策转向全球长端资本成本同步上行。
- 美股连续第三日下跌，道指跌0.2%，标普500跌0.7%，纳指跌1.3%；费城半导体指数重挫约6%，当长端资金成本持续上升，依赖债务扩张、GPU抵押或长期租约支撑的商业模式估值压力将明显高于现金流充裕的平台型公司。
- 美债盘中大幅抛售后反弹。2年期收益率跌约1bp至4.17%，10年期跌1.2bps至4.71%，30年期跌1.8bps至5.29%；但30年期盘中一度升至5.34%，创2007年以来最高。7月美国新屋开工环比骤降12.4%，疲弱经济数据推动尾盘资金重新买入美债。当前长端利率上升更多由期限溢价和供给驱动，而非单纯联储加息预期：财政赤字、AI企业大规模融资和传统海外买家需求下降共同抬高均衡资本成本，因此即使经济数据转弱，长债收益率下行空间仍受到限制。
- 布伦特原油涨0.2%至91.02美元/桶，连续第三日上涨，美伊停火到期且谈判僵局延续，供应风险继续维持油价高位。现货黄金跌约1.2%至4362美元/盎司，白银跌约4%，铜跌近2%，主要受到长端实际利率高企和获利了结压制；比特币逆势升至64,568美元，盘中逼近65,000美元。

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	25,471	0.07	-0.62
恒生国企	8,453	0.16	-5.17
恒生科技	4,739	-0.90	-14.08
上证综指	3,990	0.19	0.54
深证综指	2,635	-0.45	4.12
深圳创业板	3,706	-0.93	15.68
美国道琼斯	53,343	-0.22	10.99
美国标普500	7,692	-0.69	12.36
美国纳斯达克	26,290	-1.33	13.11
德国DAX	26,128	-0.80	6.69
法国CAC	8,509	-0.82	4.42
英国富时100	10,728	0.07	8.02
日本日经225	67,461	-2.54	34.01
澳洲ASX 200	9,070	-0.03	4.08
台湾加权	45,309	-1.20	56.43

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	53,886	-0.49	10.12
恒生工商业	12,874	0.37	-7.23
恒生地产	20,119	0.17	14.56
恒生公用事业	38,766	0.01	1.95

资料来源: 彭博

行业研究

■ 医药 - 海外 CXO/生命科学上游 2Q26 业绩剖析：早研需求已达实质性向上拐点，普遍上调 2026 年业绩指引

2Q26 业绩延续改善趋势。全球医药市场整体需求延续自 24 年底的复苏趋势，有效支撑了海外公司的 1H26 业绩提速，特别是利润端的表现优于收入端。在我们统计的 10 家公司中，有 5 家公司的 2Q26 收入增速仍维持了 25 年后的提速趋势，其中有 6 家公司的净利润增速快于收入增速。从细分赛道来看，上游公司的 2Q26 业绩提速动能强于临床和临床前 CRO，甚至快于在过去两年需求端强劲增长的 C(D)MO。在利润端，得益于过去两年的成本控制，2Q26 海外公司的毛利率和净利润率继续取得广泛改善，其中临床前 CRO 的改善尤其亮眼。

早研需求持续快速增长，已达实质性向上拐点。我们认为 2Q26 海外公司的需求基本面普遍特征为：融资增长推动早研需求持续复苏，强劲的商业化生产需求带动 C(D)MO 和生物工艺维持高业务需求，AI 担忧消退背景下临床订单超预期增长。临床前需求持续复苏，我们认为已达实质性向上拐点。Charles River 在 2Q26 的新签订单同比大增 38.5%至 7.0 亿美元，为近四年最高季度签单，订单收入比达 1.19x，连续第三个季度高于 1x，且为 3Q22 以来最高水平。

临床前和临床 CRO 上调 26 年业绩指引。海外公司在 2Q26 业绩时给予的最新业绩指引有分化，临床前和临床 CRO 普遍上调业绩指引，其中临床前隐含下半年加速上涨；C(D)MO 维持业绩指引，但隐含了下半年增速将显著放缓；上游则整体略显谨慎，但设备需求企稳复苏或将成为未来增长推动力。上调业绩指引是 2Q26 主基调，这与宏观环境波动巨大的 1Q26 形成鲜明对比。2Q26 业绩时，在披露收入指引的 11 家公司中有 6 家上调指引，而 1Q26 时仅有 2 家。

融资复苏和大药企扩张研发支出稳健支撑全球医药研发生产需求。2Q26 全球医药融资强劲反弹，中国融资延续强势。2Q26 全球医疗健康融资额同比增长 52.1% (动脉橙数据)，特别是创新药融资额同比大增 97.1% (医药魔方数据)，其中中国同比暴增 253.8%。我们认为美国目前利率已显著低于 2024-25 年，将继续为融资带来边际改善。同时，全球大药企研发支出加速增长，1H26 纳入统计的 10 家大药企合计研发支出同比增长 40.6% (vs 2025: +1.1% YoY)，但资本支出相比 2025 年放缓，或正受控制成本的负面影响，大药企在美巨额投资规划仍未实质性落地。Biotech 研发支出 (+2.7% YoY) 延续了 25 年的疲弱态势，但继续降低了资本支出 (-3.6% YoY)，预计将提升对外包研发生产的依赖度。 ([链接](#))

公司点评

■ 创新实业 (2788 HK, 买入, 目标价: 32.40 港元) – 1H26 净利润同比增长 1.7 倍符合前期盈喜, 但并购导致负债率上升

创新实业 2026 年上半年净利润同比增长 1.7 倍至 23 亿元人民币, 符合 7 月发布的业绩预告 (22 亿-24 亿元人民币)。分析师会议的核心要点包括: (1) 1.75 吉瓦的风电及光伏装机预计将于今年 10 月前完成安装; (2) 沙特电解铝项目预计将于 2027 年二季度投产, 目前产能建设进展顺利; (3) 煤矿业务资本开支预计共 40 亿元人民币, 于 2027-29 年间投入。

鉴于其强劲的产能增长 (沙特项目) 以及在国内显著的降本潜力, 我们维持对创新实业的积极观点, 尽管资产负债率由于煤矿收购及持续的资本支出需求而有所回升。我们将 2026-28 年盈利预测微调 -1% 至 +6%, 并小幅上调目标价至 32.4 港元 (此前为 32.0 港元), 基于维持不变的 13 倍 2026 年预测市盈率 (相较于中国宏桥 (1378 HK, 买入) 的目标估值倍数溢价 20%, 以反映创新实业更高的销量增长和更大的降本潜力)。(链接)

■ 科伦博泰 (6990 HK, 买入, 目标价: 642.29 港元) - Sac-TMT 全球催化剂渐近

科伦博泰公布 1H26 业绩: 总收入为人民币 9.78 亿元 (+2.9% YoY), 其中药品销售收入 6.57 亿元 (+112% YoY), 达到我们此前全年预测的 53%, 超出我们预期。管理层表示, 核心产品 sac-TMT 占药品销售收入的约 80%, 凸显医保驱动的商业化首年成效显著: 2L+ TNBC 和 3L EGFRm NSCLC 已于 2026 年 1 月纳入国家医保, 我们预计 2L EGFRm NSCLC 和 2L+ HR+/HER2- BC 两项适应症有望于 2026 年底纳入医保, 并推动进一步放量。1L TNBC 和 1L PD-L1 阳性 NSCLC 的上市申请已获受理, 将进一步扩大患者覆盖。公司 1H26 实现净利润人民币 3.88 亿元 (1H25 为净亏损人民币 1.45 亿元), 主要受益于 7.02 亿元的诉讼和解收入。

默沙东后续 sac-TMT 数据读出及联用探索构成近期催化剂。Sac-TMT 已成为默沙东的基石 ADC 资产, 目前共有 17 项全球 III 期临床进行中。首个读出结果——2L+ EC 的 TroFuse-005 研究——达到 PFS 和 OS 双主要终点, 默沙东计划将局长国家优先审评券 (CNPV) 用于该适应症申报, 有望加速产品上市进程。我们预计 2027 年将有更多全球 III 期数据读出, 潜在包括 3L+ GC、3L EGFRm NSCLC 和 HR+/HER2- 局晚/转移性 BC, 2028 年则有 PD-L1 高表达 NSCLC、2L EGFRm NSCLC 和 2L CC 陆续读出; 鉴于相应适应症在中国的扎实数据, 我们对上述读出维持乐观, 有望为估值提供强支撑。同时, 我们认为默沙东正在探索 sac-TMT 与其 PD-1/VEGF 双抗 MK-2010 的联用, 默沙东进一步的联用探索 (我们认为可能性较大) 将构成增量催化剂。此外, 科伦博泰还就 SKB410、SKB571 等其他 ADC 资产与默沙东持续开展合作。

中国 III 期连传捷报, 大单品潜力进一步验证。继 OptiTROP-Lung05 在 1L PD-L1 阳性 NSCLC 取得成功 (PFS HR 0.35, OS HR 0.55, 对照 K 药) 后, sac-TMT 联合 K 药用于 1L PD-L1 阴性非鳞 NSCLC 的 III 期 Lung06 研究亦达到主要终点, 支持中国 NDA 申报, 并验证 ADC + IO 范式在 PD-L1 全表达人群中的适用性。Lung06 详细数据预计于 ESMO 大会发布, 同期还

将读出 TroFuse-005 (2L+ EC) 和 Breast03 (1L TNBC) 数据。在 ADC + IO 2.0 领域, 科伦博泰正推进 SKB118 (PD-1/VEGF) 联合 sac-TMT 治疗 NSCLC, 未来有望向其他适应症及公司更广泛的 ADC 管线拓展联用。公司下一代 ADC 平台亦持续推进: 双载荷 ADC SKB565 (免疫激动剂+细胞毒素) 与双特异性 ADC SKB103 (TAA/PD-L1) 均已进入临床阶段。

维持"买入"评级。我们对 sac-TMT 的全球开发前景保持信心。考虑到 sac-TMT 在中国 1L NSCLC 中 PD-L1 阳性与阴性人群均取得积极读出, 我们上调了全球临床试验成功率并相应上调基于 DCF 模型的目标价至 642.29 港元 (前值: 507.11 港元; WACC: 8.69%, 永续增长率: 3.5%, 维持不变)。
([链接](#))

■ **禾赛集团 (HSAI US, 买入, 目标价: 29.30 美元) - 激光雷达业务仍是稳定的利润贡献来源, SGI 增长可见度提升**

禾赛集团于 8 月 18 日公布 2Q26 业绩: 总收入达到人民币 8.608 亿元, 同比增长 22%, 符合招银国际预期及彭博一致预期。Non-GAAP 净利润为人民币 1.01 亿元, 高于我们预测/彭博一致预期的人民币 9,800 万元/8,400 万元, 主要受 3,660 万元投资收益的推动。期内, 激光雷达业务实现经营利润 6,620 万元 (2Q25: 2,290 万元), 而战略增长业务 (SGI) 录得收入 4,500 万元、经营亏损 6,400 万元。受机器人关节动力模组早期商业化进展好于预期推动, 管理层将 2026E SGI 收入指引从此前的人民币 1 亿元上调至 2 亿-3 亿元, 并指引 2027E 收入达到 1 亿美元 (前值: 5 亿人民币) 及实现盈亏平衡。管理层指引 3Q26E 收入为人民币 11 亿-11.5 亿元, 符合 11.4 亿元的一致预期, 对应同比增长 38%-45%, 主要由激光雷达出货量增长以及 SGI 带来的增量收入贡献驱动。我们认为, L3 车型渗透率提升以及新产品收入逐步放量, 有望推动公司估值重估。维持“买入”评级及目标价 29.30 美元。([链接](#))

■ **爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 1.52 美元) - 2Q26 业绩营收与利润率环比回升**

爱奇艺公布 2Q26 业绩: 总营收同比下滑 5%、但环比回升 1%至人民币 62.9 亿元, 符合 Visible Alpha 一致预期; 非 GAAP 营业亏损环比亦收窄 80%至 0.30 亿元, 符合一致预期, 主要得益于收入回暖及运营费用管控。展望 3Q26E, 我们预计总营收同比下滑 9%、环比下滑 3%至 61.1 亿元, 主要受内容发行及其他收入下滑拖累。我们将 FY26-28 年总营收预测下调 4%-5%, 以反映内容发行及其他业务的调整。我们将目标价下调至 1.52 美元, 基于 0.40 倍 FY26E PS (前值: 1.58 美元, 基于 0.40 倍 FY26E PS)。我们预计公司向去中心化社交媒体生态及 AI 驱动内容平台的转型将逐步取得积极进展, 中长期支撑盈利与现金流改善。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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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。