

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- A股低开午后翻红，上证指数涨0.07%，创业板指涨0.31%，商业航天、绿色能源、工业气体和锂电链相对活跃，AI算力、液冷服务器和AI应用回调。港股高位缩量震荡，恒指涨0.48%，恒生科技指数跌0.08%。能源、工业和电信服务领跑，医疗保健和信息技术走弱。南向资金净流入超37亿港元；人民币盘中再创近三年新高，离岸价一度升至6.812，随后因美元反弹小幅回吐。
- 日韩市场整体偏强、欧洲转弱。日经225上涨0.89%，韩国综指涨逾2%并创历史新高，主要受半导体、出口和AI情绪提振。欧洲方面，STOXX 600下跌0.9%，军工航天板块重挫，但油价上行带动能源板块逆势小涨。宏观方面，德国ZEW投资者信心降至三年多低点。
- 美股高开低走，三大指数均跌约0.6%，反映市场在停火谈判生变、特朗普表态不愿延长停火后重新计入中东风险。房地产、公用事业和工业领跌，能源收涨。费城半导体指数逆市涨0.5%，录得15连涨。整体看，AI和业绩仍在托底，但地缘扰动重新压过了风险偏好。
- 美债收益率明显上行，10年期美债收益率升至4.313%，2年期升至3.802%，市场继续下调年内降息预期。美国3月零售销售环比增长1.7%，为一年来最大升幅，但加油站消费贡献了主要增量，说明数据强劲主要来自油价冲击而非内生需求改善；联储新提名主席在参议院听证会上强调不会向特朗普承诺降息，也令市场对“higher for longer”的担忧升温。
- 大宗商品方面，布伦特涨3.14%至98.48美元/桶，市场重新计入霍尔木兹相关风险；现货黄金跌2.95%至4,677.54美元/盎司，白银跌3.9%，铂金跌2.7%，主要受美元和美债收益率走强压制。比特币跌1.55%至75,130美元，以太坊跌1.65%，说明在停火谈判不确定性上升、利率预期偏鹰的背景下，风险资产和非收益型资产均承压。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,487	0.48	3.34
恒生国企	8,944	0.50	0.33
恒生科技	5,062	-0.08	-8.24
上证综指	4,085	0.07	2.93
深证综指	2,761	-0.03	9.10
深圳创业板	3,689	0.31	15.17
美国道琼斯	49,149	-0.59	2.26
美国标普	7,064	-0.63	3.19
美国纳斯达克	24,260	-0.59	4.38
德国DAX	24,271	-0.60	-0.90
法国CAC	8,236	-1.14	1.06
英国富时	10,498	-1.05	5.71
日本日经	59,349	0.89	17.90
澳洲ASX	8,949	-0.04	2.70
台湾加权	37,605	1.75	29.84

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	53,812	0.54	9.97
恒生工商业	13,678	0.37	-1.44
恒生地产	21,040	1.44	19.81
恒生公用事业	40,933	0.69	7.65

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国医药行业-催化剂丰富的2026年：中国 Biotech/Biopharma 的估值重估机遇

中国 Biotech/Biopharma 行业在 2026 年正步入一个关键阶段，其核心驱动力来自加速的全球 BD 合作、关键临床数据的读出以及海外监管的重要里程碑。随着在政府支持性政策下该行业转型为新支柱产业，我们认为市场低估了中国头部 Biotech 公司的管线价值。今年将有几个高确定性的数据读出，包括康方生物/Summit 的依沃西单抗试验（HARMONi-6 和 HARMONi-3）、信达生物 IBI363 在一线 NSCLC 和结直肠癌中的数据，以及映恩生物的 ADC 联合双抗 BNT327 疗法，这些都有潜力重塑肿瘤领域的竞争格局。我们认为，这些以及下文强调的其他催化剂的积极结果，有望推动整个板块广泛的估值重估。我们在下文中详细列出了我们主要覆盖标的近期的关键临床和监管催化剂：

康方生物 (9926 HK)：聚焦关键 OS 数据。HARMONi-6 试验（依沃西单抗+化疗 vs 替雷利珠单抗+化疗），用于 1L sq-NSCLC 的 III 期 OS 数据将于 2026 年 ASCO 作为 LBA 公布。海外市场方面，预计合作伙伴 Summit 将在本季度读出 1L sq-NSCLC III 期（HARMONi-3）的 PFS 数据，随后在 2026 年下半年进行最终 PFS 和中期 OS 的数据更新。此外，一个关键的估值催化剂在于 FDA 对依沃西单抗治疗 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 的 PDUFA 审批决定，预计在 2026 年 11 月。

百济神州 (ONC US)：早期管线成熟与血液瘤领域的领导地位。BGB-43395（CDK4 抑制剂）在 1L 及后线 HR+ 乳腺癌中的 I 期数据预计将提振近期市场情绪，同时公司将启动 III 期注册性临床试验。1L 的数据将在 ASCO 披露。瞄准约 150 亿美元的市场，BGB-43395 作为潜在的第二款上市的 CDK4 高选择性药物，具有巨大的商业化上行空间。此外，2026 年上半年将迎来包括 B7-H4 ADC 和 GPC3/4-1BB 双抗在内的新型疗法的数据读出，随后在 26 年下半年会有 PRMT5i 和 CEA ADC 的数据读出。血液瘤方面，Sonrotoclax (Bcl2) 在国内获批后，有望于 2026 年上半年获得 FDA 批准，用于既往接受过 BTKi 治疗的 MCL。

信达生物 (1801 HK)：IBI363 (PD-1/IL-2) 将成为焦点。IBI363 在后线 NSCLC 的更新数据以及一线 NSCLC 的初次披露数据将在 ASCO 上公布。我们还预计其在一线结直肠癌 (CRC) 的数据将于 26 年下半年发布。全球化方面，合作伙伴武田计划启动 IBI363 的全球 III 期临床，可能针对经 IO 经治的 nsq-NSCLC、1L NSCLC 和 1L CRC，具体取决于积极的 PoC 数据，预计最早于 2026 年或 2027 年启动。武田还计划在 1L PDAC 和 1L GC 中进行 IBI343 的全球三期开发。此外，信达生物的代谢和自身免疫管线将在全年迎来 IBI3032（口服 GLP-1）、IBI3002 (IL-4Ra/TSLP) 和 IBI356 (OX40L) 的早期数据读出。

科伦博泰 (6990 HK)：TROP2 ADC (Sac-TMT) 全球及国内关键数据读出。Sac-TMT 联合 K 药对比 K 药一线治疗 PD-L1+ NSCLC 的中国 III 期研究已达到 PFS 主要终点，详细数据将在 2026 年 ASCO 年会上公布。同时，Sac-TMT 一线治疗 PD-L1 阴性 NSCLC 的中国 III 期研究结果预计将在 2026 年 ESMO 年会上公布。此外，合作伙伴默沙东预计将在 2026 年提交 Sac-TMT

的美国 BLA 申请，由默沙东主导的全球 III 期临床数据可能从 2026 年底或 2027 年初陆续开始读出。

加科思 (1167 HK): 泛 KRAS 临床数据揭示潜在的 First-in-class 重磅炸弹。JAB-23E73 (pan-KRAS) 的进一步 I 期数据更新预计将在 2026 年 8 月 (上半年业绩期) 或 ESMO (10 月) 公布。临床进展方面，国内 1L PDAC 的 Ib/III 期试验将在 26 年下半年推进至 III 期阶段，同时管理层也目标在年底前启动中国 2L PDAC 的关键性注册试验。此外，我们预计合作伙伴阿斯利康将在 2026 年推进 JAB-23E73 的海外临床研究。

翰森制药 (3692 HK): ADC 管线商业化与全球扩张。对于 HS-20093 (B7-H3 ADC)，计划于 26 年下半年在中国提交骨肉瘤和小细胞肺癌的 BLA 申请。翰森还计划在今年更新 HS-20093 的前列腺癌数据。同时，合作伙伴 GSK 将在 2026 年积极推进 HS-20089 (B7-H4 ADC) 的五项海外 III 期临床试验。此外，在翰森的代谢管线中，再生元将启动 HS-20094 (GLP-1/GIP) 的全球 III 期临床。基于优异的 III 期结果，翰森也将在 2026 年向国家药监局提交 HS-20094 用于减重的 BLA 申请。此外，翰森将在全年迎来更广泛的临床数据读出，包括 TYK2 抑制剂、EGFR/cMET 双抗、口服 IL-23 多肽和口服 GLP-1 项目的临床数据。

2026 年其他值得关注的关键催化剂。维立志博 (9887 HK) 的 LBL-024 (PD-L1/4-1BB) 1L NEC 的生存期数据将在 ASCO 披露，1L NSCLC 数据预计在 9 月的 WCLC 上公布。维立志博还将在 ESMO 上展示 1L SCLC 数据，以及 LBL-034 (GPRC5D/CD3) 在多发性骨髓瘤中的更新 PFS 结果。诺诚健华 (9969 HK) 预计在 ASCO 公布 ICP-248 (Bcl2) 用于 AML/MDS 的数据。在自免领域，诺诚健华预计在年中读出 ICP-332 治疗特应性皮炎的 III 期数据，并在下半年读出 ICP-488 治疗银屑病的数据。复宏汉霖 (2696 HK) 计划在 ASCO 展示斯鲁利单抗在围手术期胃癌中的 III 期数据，以及 PD-L1 ADC 在 NSCLC 中的更新数据。斯鲁利单抗治疗 ES-SCLC 的美国桥接试验数据预计在 ESMO 或 WCLC 上公布。此外，映恩生物 (9606 HK) 将在 5 月的 ESMO 乳腺癌大会上分享其 TROP2 ADC 联合 BNT327 (PD-L1/VEGF) 在 1L TNBC 中的 I/II 期数据。映恩生物还将在全年发布其 HER2 ADC 或 B7-H3 ADC 联合 BNT327 的 I/II 期数据。另外，管理层将在 2026 年决定是否行使其 B7-H3 ADC 50% 全球权益的选择权。

首选标的：2026 年将是中国 Biotech/Biopharma 具有里程碑意义的一年，多项高确定性的临床数据读出有望重塑肿瘤领域的竞争格局。在最关键的催化剂中，我们重点提示康方生物/Summit 的依沃西单抗 HARMONI-6 和 HARMONI-3 数据、信达生物 IBI363 在一线 NSCLC 和结直肠癌中的早期数据，以及映恩生物 ADC 联合 BNT327 (PD-L1/VEGF) 的数据读出。在中国 Biotech/Biopharma 板块中，我们的首选标的为：翰森制药 (3692 HK)、信达生物 (1801 HK)、三生制药 (1530 HK) 和加科思 (1167 HK)。 ([链接](#))

公司点评

■ 海致科技 (2706 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 84.5 港元) - 国内领先的基于知识图谱的企业级 AI 厂商

海致科技是国内领先的企业 AI 解决方案提供商之一, 专注于融合知识图谱与大模型能力, 以开发企业级 AI 解决方案。据弗若斯特沙利文, 海致科技在中国企业级 AI 智能体服务商中排名第五 (按 2024 年收入计市场份额 2.8%)。我们预计公司 FY25-28E 总营收复合增速达 29%, FY28E 总营收将突破 13 亿元, 主要由 Atlas AI 智能体业务强劲增长驱动。在毛利率提升与运营效率改善的支撑下, 我们预计公司经调整净利润率将从 FY25 的 4% 升至 FY28E 的 8%。我们首次覆盖给予“买入”评级。目标价 84.5 港元, 基于 34 倍 FY26E PS, 与全球企业级 AI 解决方案公司估值水平持平。 ([链接](#))

■ 中国平安(2318 HK, 买入, 目标价: 86 港元) - 1Q26 业绩前瞻: OPAT/NPAT 走向分化; NBV 增势维持强劲

中国平安将于 4 月 28 日 (周二) 盘后公布 1Q26 业绩。我们预计 1Q26 集团营运利润稳健增长 3.5% 至 392 亿元, 较 1Q25 同比+2.4% 进一步加速, 主要受寿险及健康险和资管板块盈利增长的驱动。我们预计 1Q26 寿险营运利润同比增长 4.5%, 得益于 1Q26 相对稳健的利率表现及持续增长的保险资金规模, 带动寿险合同服务边际(CSM)增长。我们维持对公司寿险 CSM 在 2026 年回归正增长轨道的预期, 将带动寿险 OPAT 增长更具韧性。受 1Q26 权益市场波动加剧的影响 (沪深 300/恒生指数分别-3.9%/-3.3%, 1Q25: -1.2%/+15.3%), 我们预计集团归母净利润同比下滑 10% 至 243 亿元。与此同时, 1Q26 高股息资产有所反弹 (中证红利低波/中证红利指数分别+2.1%/+4.1%, 1Q25: -2.8%/-3.1%), 叠加利率相对稳健, 预计集团净资产 (NAV) 有望实现中低单位数增长。1Q26 寿险新业务价值有望同比增长 19.2% 至 154 亿元 (招银国际预测), 得益于新单销售的强劲增长, 新业务价值率受产品和渠道结构调整影响或略有收窄。展望 2026 年, 我们预计集团营运利润有望在多元生态布局的战略下加速上行, 催化剂包括 1) 寿险合同服务边际释放回归正增长, 推动寿险 OPAT 增速上行; 2) 平安银行在净息差收窄和经营效率持续提升的背景下重回盈利增长; 3) 资管板块资产减值压力持续收窄。维持“买入”评级, 目标价小幅调整至 86 港元 (前值: 90 港元), 对应 FY26E 0.83x P/EV 和 FY26E 1.2x P/B。公司当前股价交易于 0.6x FY26E P/EV 和 1.0x FY26E P/B。 ([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个月内与本报告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法律责任。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或不时自行及/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员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撰写的报告。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。