

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- A/H 股震荡走弱。上证指数跌 0.4%，深证成指跌 0.3%，创业板跌 0.4%；港股恒指跌 0.4%，恒生科技跌 0.3%，美联储加息后黄金、地产等利率敏感板块承压，半导体和生物医药相对抗跌。南向资金净买入 33.63 亿港元、连续第九日流入。宏观方面，商务部表示中美经贸团队正就降税等议题保持密切交流，外部贸易环境存在边际改善预期。人民币重新走强，美元兑离岸人民币收于约 6.705，创三年多新高。
- 日韩股市分化，日经 225 涨 0.3%，韩国 KOSPI 基本持平，市场在美联储首次加息后保持谨慎，并等待日本央行政策决定。欧洲 Stoxx 600 涨 0.9%，汽车、矿业和科技领涨，油价回落缓解能源成本与通胀压力；英国央行维持利率 3.75% 不变，同时调整长期国债缩表安排，推动欧洲长债收益率回落。
- 美股大幅反弹，道指涨 0.6%，标普 500 涨 1.1%，纳指涨 1.7%，费城半导体指数涨 3.1%。Arm 涨 8.6%，英特尔涨 7.7%，AMD 和闪迪涨超 6%，英伟达涨 2.5%，前期受加息和高油价压制最明显的 AI 硬件率先修复。Generac 涨 18.3%，其与亚马逊签署最高 80 亿美元的数据中心备用发电机协议，显示 AI 资本开支正从 GPU、服务器进一步外溢至电力基础设施。
- 美债明显反弹，2 年期收益率跌 7 个基点至 4.67%，10 年期跌 7 个基点至 4.94%，30 年期跌 6 个基点至 5.29%。美国初请失业金降至 19.6 万人、创 1969 年以来最低，但油价回落及市场对美联储抗通胀决心的认可压过强劲就业影响。加息后长端收益率反而明显下降，说明市场认为更早收紧有助于降低长期通胀尾部风险；但 10 年期 TIPS 拍卖实际收益率仍高达 2.653%，财政赤字与企业融资需求意味着长端的结构性压力并未消失。
- 布伦特原油跌 1.0% 至 104.82 美元/桶，沙特通过阿曼增加供给并计划恢复东西向输油管道部分运力，供应风险溢价继续回吐。现货黄金涨 2.3% 至 4,360 美元/盎司，白银涨 3.8%，LME 铜涨 1.8% 至 14,492 美元/吨；比特币回升至约 7.67 万美元。

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	24,604	-0.44	-4.00
恒生国企	8,175	-0.38	-8.28
恒生科技	4,311	-0.34	-21.85
上证综指	3,876	-0.41	-2.35
深证综指	2,471	-0.21	-2.35
深圳创业板	3,298	-0.40	2.97
美国道琼斯	51,778	0.61	7.73
美国标普 500	7,638	1.14	11.57
美国纳斯达克	26,418	1.69	13.67
德国 DAX	25,717	0.70	5.01
法国 CAC	8,187	0.57	0.46
英国富时 100	10,816	1.19	8.91
日本日经 225	64,136	0.33	27.41
澳洲 ASX 200	8,732	0.41	0.21
台湾加权	46,288	0.96	59.81

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	55,577	-0.14	13.58
恒生工商业	11,998	-0.58	-13.55
恒生地产	18,518	-0.88	5.45
恒生公用事业	39,023	-0.62	2.62

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 美国经济-联储信用回归，市场关注后续路径

美联储加息 25 个基点至 3.75%-4% 区间，声明不再提及供给冲击，转而强调国内消费韧性和资本开支强劲，为本次收紧和未来进一步加息奠定逻辑基础。点阵图预期年内将再加息最后一次，同时上修经济增速、下修失业率预测，隐含加息对经济冲击将有限的判断。沃什表态超预期鹰派，认为通胀需要更快回落，当前金融条件限制性不足，联储需要防范大宗商品涨价二次传导，强调并非因长债利率失控而被迫加息。

从历史经验来看，市场通常充分定价首次加息，但易低估后续加息路径。首次加息落地后，资产价格通常迎来阶段性修复，但若后续加息幅度超预期，风险资产将面临二次探底。当前市场已定价年内 1 次、明年 1-2 次加息，较联储点阵图更为鹰派。由于本轮通胀主要来自供给冲击，单纯货币紧缩对通胀影响将有限，还可能冲击处于弱平衡的就业市场，因此我们认为实际加息路径将很难超出当前市场定价，资产价格表现将不会如 2022 年般负面。

对权益市场，短期冲击集中在估值层面，单次加息对整体盈利影响有限。盈利稳健的科技及硬件、受经济周期影响较小的必选消费、医疗设备和能源等板块可能跑赢，地产、银行、汽车及服装等可选消费和未盈利成长股可能跑输。对债券市场，投资级美元债在加息周期初期通常在大类资产中表现占优。伴随联储公信力修复和经济增长预期回落，美债利率短期内趋于平坦化，预计 10 年美债年底回落至 4.6% 左右。美元短期内可能因利差走阔和联储信用改善而走强。黄金因实际收益率上行与美元走强可能短期盘整，但中长期仍是对冲政府债务风险和地缘政治冲突的有效工具。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国医药 - WCLC 2026：中国创新药步入聚光灯下

在 2026 年世界肺癌大会（WCLC）上，中国创新药持续释放出强劲的临床数据，尤其是在 Late-Breaking Abstract（重磅最新摘要）环节表现亮眼。本文聚焦两大备受关注的治疗方向——B7-H3 ADC 与 PD-1/VEGF 双抗，梳理其关键临床读出，并分享我们的核心分析与判断。

映恩生物：Elfe-D 早期联合数据支持“ADC + IO 2.0”逻辑。

映恩生物公布的 Elfe-D（B7-H3 ADC）联合 pumitamig（PD-L1/VEGF 双抗）数据，进一步强化了我们对 Elfe-D 作为差异化 B7-H3 ADC 资产的判断，其优势主要体现在良好的安全性以及令人鼓舞的早期疗效上。在纳入 SCLC 和 NSCLC 的 193 例受治患者中，该联合方案的 3 级及以上治疗相关不良事件发生率仅为 23.3%，印证了 Elfe-D 在联合治疗场景下维持良好治疗窗的能力，也与其既往单药数据所体现出的安全性特征一致。疗效方面，Elfe-D 联合方案在 SCLC 中的早期结果同样积极：一线 ORR 达 92.3%，二线 ORR 达 77.3%，优于现有 PD-L1、tarlatamab 以及部分 B7-H3 ADC。我们期待该联合方案于 10 月 ESMO 会议披露其在非肺部实体瘤中的进一步数据。考虑到 Elfe-D 单药已在未经化疗的 mCRPC 中推进全球 III 期研究，且潜在关键性联合研究有望于 2027 年年中前启动，我们认为 Elfe-D 有望在 ADC + IO 2.0 的联合治疗中率先建立领先地位。

翰森制药：Ris-Rez 在二线 SCLC 中的强劲数据验证了 B7-H3 ADC 潜力。

III 期 ARTEMIS-008 研究显示，Ris-Rez（B7-H3 ADC）在二线 SCLC 中相较拓扑替康展现出极具竞争力的疗效，mOS 为 18.5 个月 vs 10.3 个月，mPFS 为 7.2 个月 vs 3.0 个月，ORR 为 58.3% vs 12.6%。我们认为，这一结果使 Ris-Rez 在生存获益维度跻身当前该领域最具竞争力的药物之一。跨研究比较来看，Ris-Rez 在 2L SCLC 中的绝

对 OS 数据优于 Tam-Peli、I-DXd 及 tarlatamab，甚至与部分一线基准研究相比亦具可比性。安全性方面整体可控，3 级及以上 TRAEs 发生率为 60.9%，对照组为 78.2%；约 12% 患者出现 ILD/肺炎，其中约 4% 为 3 级事件，未见 4/5 级病例，提示其肺毒性特征较 I-DXd 更优，但跨研究对比下整体安全性略逊于 Tam-Peli。总体而言，我们认为 ARTEMIS-008 进一步验证了 B7-H3 ADC 有望成为实体瘤领域重要新治疗选择的判断。

康方生物：HARMONi-2 总生存期获益强化依沃西单抗在一线 NSCLC 中的定位。

康方生物在 WCLC 公布的更新数据显著增强了依沃西单抗的投资逻辑。III 期 HARMONi-2 研究显示，在一线 PD-L1 阳性 NSCLC 中，依沃西单抗相较帕博利珠单抗取得了具有统计学显著性且临床意义明确的 OS 获益，mOS 为 30.8 个月 vs 22.6 个月 (HR=0.73, P=0.009)。其中，若干关键亚组数据尤为亮眼，包括 PD-L1 TPS $\geq$ 50% 患者亚组，其 OS HR 进一步改善至 0.58；而在鳞状 NSCLC 中，mOS 达到 30.5 个月 vs 19.3 个月 (HR=0.65)。我们认为，这支持了依沃西单抗有望突破既往抗 VEGF 机制在鳞癌治疗中的历史局限。展望后续催化，我们重点关注 2026 年下半年全球 HARMONi-3 研究最终 PFS 及中期 OS 读出，以及 2026 年 11 月 14 日之前 FDA 对依沃西单抗用于二线 EGFR 突变 NSCLC 适应症 BLA 的审评决定；这两项事件均将成为验证其全球化潜力的重要催化剂。（[链接](#)）

公司点评

■ 潍柴动力(2338 HK / 000338 CH, 买入, 目标价: 44.70 港元/38.90 元人民币) - 受益于 Generac 与亚马逊的交易

事件：9 月 16 日，Generac (GNRC US, 未评级) 与亚马逊 (AMZN US, 买入, 由互联网团队覆盖) 签署了一项长期协议，为其数据中心供应备用发电机。在亚马逊扩展数据中心的过程中，预计 2027-28 年的初始交付额将达到 24 亿美元，总价值最高可达 80 亿美元。同时，Generac 向亚马逊授予了一项认股权证，允许其以每股 200.93 美元的价格（较 9 月 16 日收盘价高出 14.7%）购买最多 169 万股 Generac 股票。

分析：

我们认为，Generac 与亚马逊的大型供应协议对潍柴而言是一大利好。潍柴的全资子公司博杜安 (Baudouin) 一直是 Generac 在北美地区 AIDC 备用电源发动机的重要供应商。该协议为潍柴未来几年 AIDC 柴油和燃气发电机组的潜在订单提供高能能见度。

潍柴此前已订下目标，在 2026/27 年交付 4,000 台/6,000 台 AIDC 柴油发电机组，以及 200 台/2,000 台燃气发电机组（美国为重心市场）。此外，潍柴计划在未来几年将燃气发电机组的产能大幅提升至 9,000 台。（[链接](#)）

■ 海西新药 (2637 HK, 买入, 目标价: 280 港元) - 口服眼底病药物展现积极的 I/II 期临床数据

海西新药披露口服小分子药物 HX9428 (HXP056) 治疗湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD) 最新临床数据。

I/II 期研究初步显示积极趋势。疗效方面，I 期 13 例患者 24 周最佳矫正视力 (BCVA) 平均提升 5.2 个字母，黄斑中心凹视网膜厚度 (CST) 下降 73.3 μ m；II 期 11 例完成 24 周治疗者 BCVA 提升 5.4 个字母、CST 下降 72.5 μ m。虽绝对值低于阿柏西普初治患者历史数据，但 HX9428 入组近八成经治患者，其 3 例初治患者 BCVA 提升达 12.0 个字母；经治患者改善 3.2 个字母，与阿柏西普真实世界数据一致。安全性是突出亮点。研究未观察到腹泻等胃肠道不良事件及毛发变白，肝功能异常均为低级别，II

期各项不良事件发生率低于 10%。高血压以 1-2 级为主且可控， ≥ 3 级仅占 2.5%，整体安全性显著优于既往同类口服药。

中美临床研究稳步推进中。国内 I 期 wAMD 研究已完成，II 期剂量扩展进行中，8 月启动与阿柏西普头对头 II 期研究，9 月初提交 DME 的 IND 申请。美国获 FDA 批准直接开展 wAMD II 期临床并获快速通道资格。我们看好 HX9428 作为潜在全球首个口服眼底病药物的稀缺价值，建议持续关注 II 期完整数据读出及 III 期启动进展。

维持“买入”评级。我们预计公司 2026E/27E/28E 收入同比增长 12.3%/13.7%/14.3%，归母净利润同比增长 12.0%/12.3%/12.6%。维持基于 DCF 模型的目标价 280.00 港元 (WACC: 13.2%, 永续增长率: 2.0%)。 ([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之分析员，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、现在和将来与发表本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误差、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之分析员，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。