

每日投资策略

宏观/公司点评

全球市场观察

- 10 月 20 日，A/H 股表现分化。上证指数涨 0.1%，深证成指跌 0.1%，创业板跌 0.3%，人形机器人、端侧 AI 和 PCB 相对活跃；港股恒指跌 1.3%，恒生科技跌 1.5%，联想集团跌近 10%，宁德时代 H 股盘中跌超 9%。南向资金净卖出 17.23 亿港元，腾讯控股、友邦保险、深演智能获净买入，长飞光纤、华虹宏力和联想集团遭净卖出。宏观方面，10 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 连续第 17 个月维持 3.0% 和 3.5% 不变，货币政策框架正更多向隔夜利率等短端工具转移，意味着总量降息紧迫性下降。人民币继续偏强，美元兑离岸人民币降至 6.676 附近。
- 日韩股市普遍下跌，日经 225 跌 1.3%，韩国 KOSPI 跌 3.7%，三星电子跌 3.0%，SK 海力士跌 4.2%；韩国 AI 数据中心公司 Elice Group 上市首日重挫 32%，再次强化市场对高资本开支 AI 基础设施估值和融资模式的担忧。欧洲 Stoxx 600 小跌，工业和半导体板块承压，ABB 因市场担忧 AI 投资持续性而下跌，施耐德电气受大规模配股拖累；相反，云计算和数据中心相关的 OVHcloud、Comet Holding 表现强势。法国持续抗议和财政风险推高主权风险溢价，进一步压制法国股票和银行板块。
- 美股走势分化，道指涨 1.0%，标普 500 涨 0.3%，纳指基本持平，小盘股明显跑赢；医药生物、服装和商业服务等板块领涨，传媒、计算机硬件和半导体板块收跌。3M 上调全年盈利指引并扩大与亚马逊的数据中心合作，股价大涨；礼来、安进亦带动医疗板块走强。AI 基础设施交易仍偏谨慎，CoreWeave 盘中再创新低后反弹。盘后，SpaceX 三季度营收同比翻倍、净利润大幅超预期，股价涨近 7%；超微电脑初步业绩超预期后大涨，而奈飞因盈利指引偏弱下跌。
- 美债收益率整体回落但曲线趋平。2 年期收益率升 1.28bps 至 4.78%，10 年期跌 2.71bps 至 5.11%，30 年期跌约 5bps 至 5.42%。美国 9 月住宅开工下降 5.2%，独栋住宅开工降至一年低位；成屋签约销售更大跌 7.3%、创 2001 年有数据以来最低，7.4% 左右的按揭利率正明显压制住房需求。油价回落叠加房地产数据走弱，使下周联储加息 25bps 的市场概率降至约 17%。但 2 年期收益率并未同步下降，说明市场更多下调长期增长和通胀尾部风险。
- 布伦特原油跌 0.7% 至 108.79 美元/桶，盘中一度突破 111 美元，随后美伊“妥协方案”传闻推动油价一度跌破 106 美元；伊朗否认协议临近后油价迅速收复大部分跌幅，显示当前价格仍高度受外交消息驱动。黄金小跌至约 4143 美元/盎司，铜价小幅上涨；比特币盘中突破 8.3 万美元后回落至约 8.25 万美元。油价下行与长端美债收益率回落短期改善金融条件，但布油仍接近 110 美元，能源通胀和 AI 融资压力仍是限制风险资产进一步扩张的主要宏观约束。

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	23,868	-1.32	-6.88
恒生国企	8,030	-1.21	-9.91
恒生科技	4,046	-1.52	-26.65
上证综指	3,735	0.12	-5.88
深证综指	2,236	0.34	-11.64
深圳创业板	2,739	-0.26	-14.48
美国道琼斯	52,496	1.02	9.22
美国标普 500	7,713	0.28	12.67
美国纳斯达克	26,425	-0.02	13.69
德国 DAX	25,304	-0.06	3.32
法国 CAC	7,838	-0.38	-3.82
英国富时 100	10,733	-0.29	8.07
日本日经 225	64,075	-1.30	27.29
澳洲 ASX 200	8,817	-0.33	1.18
台湾加权	46,293	-1.13	59.83

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	53,114	-1.51	8.54
恒生工商业	11,679	-1.27	-15.84
恒生地产	18,836	-0.66	7.25
恒生公用事业	39,485	-0.86	3.84

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济 - 2026 年增长目标可期，明年将面临考验

中国经济呈现出初步企稳迹象，实际 GDP 同比增速从 2026 年二季度的 4.3% 回升至三季度的 4.5%。出口的持续强劲和现有财政资源的加速投放，推动 9 月份消费小幅回暖以及投资收缩幅度收窄。但是广泛复苏的基础依然脆弱，房地产市场仍然低迷，仅一线城市的新房销售回暖无法转化为开发商现金流的全面改善。与此同时，居民储蓄率走高反映私营部门信心疲软，将继续对消费和住房需求形成制约。同时上游价格上涨未能转化为下游的定价能力，导致下游企业面临成本上升的压力，也限制了“再通胀”对企业盈利带来的积极效应。

鉴于前三季度 GDP 同比增长 4.6%，第四季度只需实现约 4.3% 的增长，即可达到全年 4.5% 的政府增长目标下限，降低了年内出台大规模额外刺激政策和降准降息的可能性。我们认为真正的考验在于 2027 年，届时出口增速可能回归常态，而房地产融资模式的转型以及居民信心的疲软，仍将持续制约国内需求。要维持经济增长目标，除对关键科技行业持续投资外，更需要政策对居民部门现金流的支持。我们维持 2026 年 GDP 增长 4.6% 的预测，预计增速将从上半年的 4.7% 小幅放缓至下半年的 4.6% 左右。（[链接](#)）

公司点评

■ 翰森制药 (3692 HK, 买入, 目标价: 50.54 港元) - 罗氏合作与 ESMO 数据读出进一步强化 ADC 平台价值

翰森制药近期在 BD 合作与临床进展两方面均取得重要突破。公司与罗氏达成重磅 ADC 合作；同时合作伙伴 GSK 在 ESMO 2026 上公布了 Ris-Rez (B7-H3 ADC) 首个积极的全球临床数据。此外，Mo-Rez (B7-H4 ADC) 在铂耐药卵巢癌 (PROC) 中的 13 个月随访更新数据将以 Late-breaking 形式发布，进一步强化了市场对公司 ADC 平台能力的认可。我们维持“买入”评级，基于 DCF 模型的目标价上调至 50.54 港元。

罗氏合作凸显 ADC 平台战略价值。翰森与罗氏签署覆盖广泛 ADC 组合的战略许可协议，涵盖两项临床前 ADC 资产及多个罗氏指定靶点的项目。交易总对价包括 4 亿美元首付款、1.1 亿美元首年付款、最高 150 亿美元里程碑付款及销售分成。翰森还保留最多两个项目在美国参与商业化的选择权。此前，罗氏已引进 HS-20110 (CDH17 ADC) 海外权益，并正推进其全球 I 期研究。我们认为，该系列合作充分验证了翰森 ADC 平台的竞争力，也显著拓宽了其长期全球变现空间。

Ris-Rez 全球数据支持更广泛国际化开发。在全球 Ib 期研究中，Ris-Rez 单药在 2L+ ES-SCLC 中，于 III 期选定剂量 8 mg/kg 下取得 61% 的确认 ORR (11/18)，安全性可控，≥3 级 TRAE 发生率 42%，ILD 发生率仅 2%。这一结果与中国 III 期 ARTEMIS-008 研究基本一致，后者 ORR 为 58.3%，并达到 OS 终点，中位 OS 为 18.5 个月，显著优于拓扑替康组的 10.3 个月 (HR 0.46, p<0.0001)。ESMO 披露的汇总 ILD 分析进一步缓解了市场对其 TOP1i 载荷肺毒性的担忧：301 例 I/II 期单药患者中，ILD 总体发生率为 4%，多数为 1-2 级，≥3 级不足 1%。我们认为，该肺部安全性在同类 TOP1i ADC 中颇具竞争力，也支持后续联合用药拓展。GSK 正快速推进该项目的全球化布局，计划在 SCLC、mCRPC、mHSPC 及 NSCLC 等多个适应症中开展多项 III 期研究，彰显其全球开发雄心。

Mo-Rez 随访更新将进一步验证差异化潜力。GSK 表示，Mo-Rez 在 I 期 BEHOLD-1 研究中的 ESMO Late-breaking 更新将展示其在 PROC 中的持久疗效及积极 PFS 信

号。此前 SGO 2026 数据显示，Mo-Rez 在 5.8 mg/kg 剂量下实现 62% 的 cORR，显著高于 Elahere 在生物标志物筛选人群中的 32% ORR。安全性方面，PROC 队列中 TRAE 停药率为 0%，低级别 ILD/肺炎发生率仅 3%，显示出较好的治疗窗，并支持其向联合及更前线治疗拓展。GSK 目前正加速推动 Mo-Rez 在卵巢癌及子宫内膜癌中的开发，计划启动 5 项关键性全球 III 期研究，覆盖更早期治疗线。

维持“买入”评级。基于罗氏合作落地，以及 Ris-Rez 与 Mo-Rez 全球开发前景的可见度提升，我们将基于 DCF 模型的目标价上调至 50.54 港元（WACC: 8.48%；永续增长率：3.5%；前值：49.12 港元）。（[链接](#)）

■ 天岳先进（2631 HK，买入，目标价：82.5 港元）- 3Q26 业绩：拐点确认

天岳先进 3Q26 业绩表现强劲，收入同比增长 103%、环比增长 18% 至人民币 6.46 亿元，创历史新高。净利润显著改善至人民币 8,580 万元，净利率达到 13.3%（2Q26 为 0.3%，3Q25 为 -3.1%）。毛利率延续修复趋势，由 1Q26 的 19.1% 和 2Q26 的 25.4% 进一步提升至 27.5%，反映市场需求增强、产品结构改善及行业竞争格局趋于健康。第三季度经营活动现金流亦改善至人民币 1.09 亿元。维持“买入”评级，目标价保持 82.5 港元不变，基于 10 倍 2027E 市销率倍数。（[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策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告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，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，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。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

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士。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。