

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市连续下跌，港股工业、必选消费与能源领跌，综合、医疗保健与金融上涨。南向资金净买入近 160 亿港元，阿里巴巴、小鹏汽车与华虹半导体净买入居前，小米集团、泡泡玛特与赣锋锂业净卖出最多。本周三至年底港股将迎来近 2000 亿港元新上市公司股份解禁。A 股家庭用品、日常消费零售与工贸综合跌幅居前，建材、银行与电信服务涨幅最大。国债收益率与人民币对美元基本走平。
- SK 海力士押注 AI 推理应用市场，计划明年将第六代 10 纳米 DRAM 月产能从 2 万片提升至 16-19 万片。随着 AI 应用从训练转向推理，通用 DRAM 需求激增，SK 海力士明年设施投资可能超过 30 万亿韩元，显示对 AI 内存周期的信心。
- 美股高开低走，信息技术、可选消费与工业跌幅居前，必选消费、地产与公用事业跑赢。受英伟达财报超预期提振，美股开盘走高，科技股领涨，沃尔玛因上调业绩预期而大涨；但午盘时，比特币跌破 9 万美元关口，引发市场避险情绪，科技股涨幅收窄；随后，美联储理事 Cook 警告私人信贷市场风险可能蔓延至金融体系，进一步打击市场信心，美股全线下挫。
- 华盛顿服务公司数据显示，过去 30 天内美股公司高管买入自家股票速度创 5 月以来新高，内部人士买入与卖出比例升至 0.5，显示美股回调吸引部分内部人士增持。浑水称目前做空大型科技股面临巨大风险，一些小规模 AI 概念股尤其是打着 AI 旗号蹭热度的公司将是更好的做空目标。面对 AI 发展带来的电力短缺，美国计划利用日本承诺的 5500 亿美元投资建设 10 座核反应堆，这将利好西屋电气、BWX Technologies 等核电产业链企业。
- 美债收益率回落，美元指数高开低走，9 月新增非农就业好于预期，但 7 月和 8 月数据被下修，失业率超预期上升，该数据可能加剧美联储内部分歧。美国 10 月成屋销售环比上涨 1.2%，过去两个月国债收益率回落带动按揭贷款利率下降，提振住房需求。黄金回落，油价转跌，乌克兰称将参与制定俄乌和平方案。比特币延续下跌，资金持续流出。

行业点评

- 半导体行业 - 英伟达：三季度业绩稳健，四季度指引有望缓解市场对 AI 泡沫的担忧
英伟达 (NVDA US, NR) 再次交出“超预期+上调指引”的强劲季度表现。公司营收飙升至 570 亿美元，同比/环比增长 62%/22%，分别超出彭博一致预期/指引 3%/6%。公司本季度收入环比增加 100 亿美元，显著超出 40-50 亿美元的历史水平。非 GAAP 毛利率为 73.6%，略低于一致预期但高于指引。毛利率环比提升 1.0 个百分点，主要得益于数据中心产品结构优化、周期效率提升以及成本结构改善。

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	25,836	0.02	28.79
恒生国企	9,143	-0.08	25.42
恒生科技	5,575	-0.58	24.76
上证综指	3,931	-0.40	17.28
深证综指	2,454	-0.76	25.39
深圳创业板	3,042	-1.12	42.06
美国道琼斯	45,752	-0.84	7.54
美国标普 500	6,539	-1.56	11.17
美国纳斯达克	22,078	-2.15	14.33
德国 DAX	23,279	0.50	16.93
法国 CAC	7,981	0.34	8.13
英国富时 100	9,528	0.21	16.57
日本日经 225	49,824	2.65	24.89
澳洲 ASX 200	8,553	1.24	4.82
台湾加权	27,426	3.18	19.06

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	47,667	0.65	35.66
恒生工商业	14,214	-0.32	26.35
恒生地产	18,726	-0.31	25.57
恒生公用事业	37,747	0.13	5.84

资料来源: 彭博

管理层给出强劲的 4Q 指引，预计营收将达到 650 亿美元，同比/环比增长 65%/14%，明显高于市场普遍预期的 620 亿美元。这意味着季度收入将再度实现约 80 亿美元的环比高增长。4Q 非 GAAP 毛利率指引为 75.0%，达到公司年末 75% 左右的目标。管理层预计 FY27 毛利率将维持在 75% 左右。

值得注意的是，英伟达在多重挑战下仍交出了出色的业绩，例如：1) 受出口管制，中国市场的收入贡献几乎忽略不计；2) 市场对 AI 行业是否存在泡沫产生明显分歧；3) 电源、存储和数据中心基础设施等供应链限制持续加剧。我们认为，英伟达凭借出色的执行能力以及强劲的指引，显著缓解了市场对 AI 泡沫的担忧。我们对 AI 行业保持乐观，并预计 AI 供应链的表现将在 2026 年前持续跑赢大盘。我们重申对中际旭创（300308 CH，目标价：591 元人民币）和生益科技（600183 CH，目标价：90 元人民币）的“买入”评级。（[链接](#)）

公司点评

■ 网易（NTES US，买入，目标价：164.0 美元）- 3Q25 业绩：良好的新游戏储备及常青游戏表现支撑稳健的游戏业务前景

网易公布 3Q25 业绩：总营收同比增长 8% 至人民币 284 亿元，较彭博一致预期低 3%；营业利润同比增长 12% 至 80 亿元，低于一致预期的 92 亿元，主因营销费用超预期增长。尽管如此，依托优质游戏储备、常青产品的稳健表现及合同负债的健康增长（3Q25 同比+25%），我们仍看好公司 4Q25 及 2026 年游戏收入增长前景。考虑营销费用增加，我们小幅下调 2025-2027 年非 GAAP 净利润预测 0%-1%；我们将估值切换至 2026 年，将基于 SOTP 的目标价微调至 164.0 美元（前值：160.0 美元），维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 派拓网络（PANW US，买入，目标价：236.7 美元）- 业绩超预期，宣布收购 Chronosphere 以开拓新增长机遇

派拓网络公布 1QFY26（财年结于 7 月）业绩：营收同比增长 15.7% 达 25 亿美元，较彭博一致预期高出 0.5%；non-GAAP 净利润达 6.62 亿美元，同比增长 21.5%，较一致预期高出 4%。鉴于产品营收增长及运营效率提升均超预期，我们将 FY26-28 财年预期营收/non-GAAP 净利润预测分别上调 0-1%/2%。我们预计 FY26 营收/non-GAAP 净利润将分别增长 14%/18%（前值 14%/15%），自由现金流利润率维持 38.4% 不变。公司宣布拟以 33.5 亿美元总价收购 Chronosphere，其主业是打造人工智能数据中心时代的新一代可观测性平台。我们认为收购估值具备合理性，因 Chronosphere 年度经常性收入正呈强劲增长态势。此次收购有望助力派拓网络在增长潜力巨大的可观测性行业拓展发展空间。我们将估值窗口前滚至 FY26，基于 15.4 倍的 EV/sales（与两年均值加两个标准差水平持平，前值：16.0 倍），将目标价上调至 236.7 美元（前值：226.8 美元），维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 石药集团（1093 HK，买入，目标价：11.05 港元）- 对外授权持续驱动长期增长

2025 年第三季度销售温和回升。石药集团在 2025 年前三季度实现总收入 199 亿元人民币，其中 15.4 亿元来自对外授权（BD）许可收入。剔除 BD 贡献后，核心业务收入为 184 亿元，同比下降 19%，已实现我们此前全年预测的 73.4%，整体符合预期。值得关注的是，剔除 BD 收入后的核心业务在 2025 年第三季度恢复环比增长，环比上升 4.2%。神经系统、肿瘤、抗感染

及心血管等主要治疗领域均录得温和的季度增长。我们预计公司药品销售将在 2025 年第四季度保持稳定。成本方面，销售费用率显著下降，由 2024 年前三季度的 29.2% 降至 2025 年前三季度的 24.1%。研发投入仍为公司重点，研发费用同比增长 7.9% 至 42 亿元，占收入比重为 21.0%。公司前三季度归母净利润为 35 亿元，同比下降 7.1%。

对外授权许可收入具备可持续性。自 2024 年底以来，公司已达成六项许可交易，涵盖多种资产，包括脂蛋白(a)抑制剂、MAT2A 抑制剂、ROR1 ADC、口服 GLP-1、伊立替康脂质体及 AI 驱动的小分子发现平台。管理层亦计划对 EGFR ADC 及一项技术平台进行对外授权，尽管这些潜在交易的具体时间表尚不确定。石药已建立起多元化的研发管线，我们认为其中多个后期或差异化资产具有较强的对外授权潜力，包括 EGFR ADC、PD-1/IL-15 双抗、GFRAL 单抗、ActRII 单抗及 B7-H3 ADC。我们认为，公司有望在中长期实现稳定且可持续的 BD 收入。

EGFR ADC (SYS6010) 进一步数据预计将于 2026 年上半年公布。公司预计将在 2026 年上半年 AACR/ASCO 会议上公布 SYS6010 在多种肿瘤中的临床数据，非小细胞肺癌数据将在期刊文章发表后发布。该资产目前已进入全球三期开发阶段。在中国，两个关键研究正在进行：一项用于二线 EGFR TKI 耐药 NSCLC 患者的三期单药研究，以及一项评估 SYS6010 联合奥希替尼用于一线 EGFR 突变 NSCLC 患者的 Ib/III 期研究，其中三期部分即将启动。公司亦正与国家药监局沟通，计划在 2L+ EGFR 野生型 NSCLC 中开展临床试验，同时更多的三期研究正在规划中。在美国，公司计划启动两项全球三期研究，分别针对 3L+ EGFR 突变 NSCLC 和 2L+ EGFR 野生型 NSCLC。此前 SYS6010 单药在接受过多线治疗的 EGFR 突变非鳞 NSCLC 患者，以及对免疫治疗耐药且 EGFR 表达中等至高的 EGFR 野生型 NSCLC 患者中显示出积极的疗效信号。我们将持续关注 SYS6010 的临床进展，其在对外授权方面亦具备显著潜力。

维持“买入”评级。我们认为 BD 将成为石药集团推动盈利增长的关键长期驱动因素。考虑到 2026 年药品销售的不确定性，我们将基于 DCF 模型的目标价调整至 11.05 港元（前值：12.11 港元；WACC：9.34%，永续增长率：3.0%）。风险提示：管线推进进度低于预期；BD 交易时间延迟；带量采购对商业化产品产生负面影响。（[链接](#)）

■ 中通快递 (ZTO US/2057 HK, 买入/买入, 目标价: 23.3 美元/183.0 港元) - 3Q25 业绩符合预期; 预计单票价格将进一步上升

中通快递 3Q25 净利润/核心净利润分别为同比+5%/-3%，基本符合我们的预期。中通下调了全年包裹量增长指引（12.3%-13.8%，而 8 月份的预期为 14%-18%）。这是今年第二次下调预期，我们认为这是对反内卷的持续响应。在业绩发布会上，中通预计 2026 年行业包裹量同比增长约 10%。考虑到单票价格上涨但包裹量下降以及 KA 相关成本增加，我们将 2026/27 年盈利预测分别小幅下调 2%/5%。主要同行包裹单票价格在 10 月份普遍出现同比反弹，我们预计这一改善趋势将持续到 2026 年初。我们将 ZTO US/2057 HK 的目标价分别小幅下调至 23.3 美元/183 港元（此前为 23.9 美元/187 港元），基于 2026 年预期市盈率维持在 15 倍不变（低于历史平均水平 1 个标准差，以反映盈利增长持续放缓），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策。

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。