

每日投资策略

行业、公司点评

全球市场观察

- A 股震荡分化，上证指数涨 0.4%，深证成指涨 0.1%，创业板跌 0.9%，成交额缩至约 1.44 万亿元；银行、机器人和军工表现较强，半导体、地产和农业承压，宇树科技涨超 15%。港股因重阳节翌日假期休市，南向资金暂停交易。宏观方面，中国三季度 GDP 同比增长 4.5%、高于预期并较二季度加快，但增长仍主要由出口和高技术制造支撑，内需和地产偏弱，经济结构分化延续。人民币明显走强，离岸人民币盘中四年来首次升破 6.68。
- 日韩股市分化，日经 225 跌 0.6%，高油价和此前 AI 板块调整继续压制科技与出口股。韩国 KOSPI 涨 1.8%，连续两日修复此前芯片股大幅去杠杆。欧洲 Stoxx 600 跌 0.8%，银行、零售和地产领跌，科技板块逆势上涨。法国大规模骚乱令财政和政治风险重新升温，法国巴黎银行、法国兴业银行、法国农业信贷银行明显下跌，法德 10 年期利差扩大至欧债危机以来高位附近。西班牙提前大选风险亦拖累南欧市场。相较之下，AI 科技板块受美股芯片修复带动相对抗跌。
- 美股科技股反弹，道指跌 0.1%，标普 500 涨 0.4%，纳指涨 1.1%，费城半导体指数涨 1.6%，结束八连跌。闪迪涨 5.5%，亚马逊涨 5%，特斯拉涨 3.8%，英特尔涨 2.4%。此轮更接近前期超跌后的技术性修复，数据中心信用利差仍处高位，市场本周将重点观察 Meta、特斯拉等财报能否证明巨额 AI 资本开支正在转化为收入和现金流。零售、汽车和半导体领涨，公用事业、银行和通讯服务收跌。
- 美债收益率重新上行，2 年期升约 4.2 个基点至 4.78%，10 年期升约 4.3 个基点至 5.14%，30 年期升约 3.9 个基点至 5.48%。油价仍处高位，加上本周约 250 亿美元投资级企业债供给及 20 年期国债增发，对久期资产形成抛压；与此同时，美国 10 月房屋建筑商信心继续走弱，反映 5% 以上的长端融资成本已开始更明显拖累地产和实体需求。债市当前仍处于增长放缓预期压低收益率与财政、企业融资和能源通胀抬高期限溢价的拉锯，长端波动可能继续高于短端。
- 布伦特原油跌 0.3% 至 109.55 美元/桶，美国放宽部分俄罗斯能源制裁增加潜在供应，但霍尔木兹油轮遇袭及胡塞武装对沙特设施的袭击继续维持较高地缘风险溢价。现货黄金跌 0.6% 至约 4,140 美元/盎司，美元与美债收益率反弹压制贵金属；比特币盘中重上 8.3 万美元，最终涨 1.2% 至约 8.18 万美元。

行业点评

■ 中国消费板块 - 双周资金流 - 南下续创年内新高，空头初现回补

截至 10 月 15 日的两周，重点港股消费股沽空仓位边际转松：平均未平仓沽空小幅回落 0.1 个百分点至 8.9%、为 7 月以来首次下降；回补天数在成交缩量下进一步拉长至 12.1 天、创年内新高（+2.3 天）。南下持股再升 0.3 个百分点至 31.4%、续创年内新高，节后资金流入较 9 月放缓。买盘继续撤出拥挤的美妆与饮料、流向黄金、餐饮与更便宜的落后标的——我们认为较重要

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,187	0.00	-5.63
恒生国企	8,128	0.00	-8.81
恒生科技	4,108	0.00	-25.52
上证综指	3,731	0.39	-5.99
深证综指	2,229	0.10	-11.94
深圳创业板	2,746	-0.94	-14.26
美国道琼斯	51,966	-0.07	8.12
美国标普 500	7,691	0.41	12.35
美国纳斯达克	26,431	1.11	13.72
德国 DAX	25,320	-1.18	3.39
法国 CAC	7,868	-1.11	-3.45
英国富时 100	10,765	-1.08	8.39
日本日经 225	64,917	-0.62	28.96
澳洲 ASX 200	8,846	0.44	1.51
台湾加权	46,822	-0.61	61.66

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	53,930	0.00	10.21
恒生工商业	11,830	0.00	-14.75
恒生地产	18,962	0.00	7.97
恒生公用事业	39,827	0.00	4.74

资料来源：彭博

的信号是：空头回补初现、但仓位仍重；老铺黄金正成为新的多空对垒标的（沽空+0.7pp、南下+1.5pp）；海底捞、李宁与锅圈结构最干净；上期最弱的鸣鸣很忙亦已趋稳。

沽空端回补扩散、但空头仓位仍重。1) 未平仓沽空比例：平均回落 0.1 个百分点至 8.9%，25 只中 13 只下降。回补以海底捞与李宁（各-0.5pp）为首，泡泡玛特、安踏、361 度与华润饮料亦见回补；特步与鸣鸣很忙维持高位（14.4%、17.6%）。主要例外是老铺黄金、加空 0.7pp 至 14.6%，布鲁可加 0.4pp。2) 回补天数：全线上行（均值+2.3 天至 12.1 天）——泡泡玛特+9.9 天至 29.4 天、蜜雪+5.3 天至 10.9 天、361 度+5.2 天至 19.0 天、毛戈平+4.9 天至 14.6 天，主要系成交缩量所致、而非新增做空。3) 日内沽空：过去 14 个交易日平均占成交 24.6%（上期 21.4%），以周大福（52.9%）、农夫山泉（44.4%）与古茗（43.0%）最重；结合空仓仓位看，农夫山泉仓位较低，属对冲双向交易较多。古茗加速累计空仓仓位，压力在建，周大福仓位 4 月以来在 18-20%，空头回补进入平台期。

南下端：增持黄金与落后标的、撤出美妆。23 只中 14 只南下持股上升，均值升 0.3 个百分点至 31.4%。老铺黄金居首（+1.5pp 至 32.9%），东鹏饮料（+1.2pp 至 37.6%）与海底捞（+0.9pp 至 32.3%）紧随其后；布鲁可、李宁、古茗与鸣鸣很忙亦获加仓，特步基本持平于 43.2%。减持集中于美妆：毛戈平（-0.7pp 至 51.1%）与上美股份（-0.7pp 至 48.6%）降幅最大，华润饮料亦降 0.4pp。整体看，内地资金继续在消费内部再配置——撤出拥挤的高估值连锁、转投更便宜的落后标的、餐饮与黄金，而非增加板块整体敞口。

投资启示：1) 多空对垒轮动至黄金与潮玩（老铺黄金、布鲁可、周大福）：老铺黄金沽空+0.7pp、南下+1.5pp，成为新的多空战场；布鲁可与周大福亦呈双边加仓。2) 空头回补+南下增持（海底捞、李宁、锅圈、古茗）：10 月经营数据披露前结构最干净、上行弹性最好；鸣鸣很忙亦趋稳，锅圈禁售承诺已于 10 月 12 日到期、相关不确定性解除，但公司 3 季度经营数据压力仍存。3) 南下撤离、空头未见回补（毛戈平、上美股份）：为样本内结构最弱。

板块层面：近期建议关注运动品 3 季度经营数据与美护双十一表现；我们覆盖标的中，建议关注珀莱雅（603605 CH，买入）由主品牌销售企稳带来的价值重估潜力。风险：成交缩量下回补天数拉长至 12.1 天、双向波动放大；10 月 22 日离岸信托补税窗口的扰动仍待观察；部分标的年底面临限售股解禁。（[链接](#)）

公司点评

■ 信达生物（1801 HK，买入，目标价：138.63 港元）- IBI3003 的临床数据验证其在 MM TCE 领域的领先地位

在 IMS 2026 上，信达生物公布了 IBI3003 用于 102 例 R/R MM 患者的 I 期临床数据。IBI3003 作为 BCMA×GPRC5D×CD3 三特异性 TCE，在复发/难治性多发性骨髓瘤 MM 中展现出积极的早期临床结果，支持其跻身该领域领先资产之列。

临床价值：在高风险 MM 患者中仍取得优异疗效，数据含金量较高。在既往治疗线数为 4 线、髓外病变（53.9%）及高危患者（37.1%）占比较高的背景下，IBI3003 仍取得 84.6% 的 ORR，其中≥完全缓解（CR）为 42.3%，≥非常好的部分缓解（VGPR）为 57.7%，且在 2-4 线及非骨性髓外病变患者中表现突出。横向比较，其疗效明显优于多数双特异性 TCE（ORR 在 58%-73%

之间），并接近强生三特异性产品 ramantamig (86.1% ORR, $\geq$ CR 75%)。考虑到当前随访时间更短，我们认为 IBI3003 后续完全缓解率仍有提升空间。安全性方面，IBI3003 表现良好，52% 的患者发生 CRS，且均为 1–2 级；ICANS 发生率为 3.9%， $\geq$ 3 级感染发生率为 26.5%。总体来看，其安全性与 ramantamig 大体相当，且优于当前已上市的双特异性 TCE。我们认为良好的疗效和安全性是该品种具备良好商业化基础。

市场空间：兼具中国放量逻辑与全球开发潜力。中国 MM TCE 市场仍处早期阶段，已获批的海外产品尚未进入医保，高价限制了渗透率，未来国产替代有望拓宽市场空间。IBI3003 已在中国推进 III 期注册研究，并开展一线联合治疗探索。与此同时，从全球范围看，MM 商业机会可观，强生预计其自身 MM 产品组合到 2030 年收入将超过 250 亿美元。凭借第一梯队的临床数据表现，IBI3003 有望在全球 MM 市场中占据重要位置。公司目前亦在美国推进针对 R/R MM 的 I/II 期研究，若 PoC 数据顺利读出，有望支持后续更广泛的全球开发。IBI3003 有望成为公司全球化的重要抓手之一。

催化剂：短期多项数据读出有望持续推升估值。除 IBI3003 外，IBI363 在一线 NSCLC 和一线胃癌中的临床更新将于 10 月 ESMO 大会公布。此外，IBI343 (CLDN18.2 ADC) 在三线胃癌中的中日 III 期研究结果预计将在 ESMO 重磅摘要 (LBA) 环节发布。我们还预计，IBI3001 (EGFR/B7-H3 ADC) 的 I 期 PoC 数据也将在 ESMO 披露，这将进一步验证信达下一代 ADC 平台的研发实力。

结合多项近期催化剂，以及管理层重申对 2027 年实现 200 亿元销售目标和 2030 年实现 350–400 亿元收入指引的信心，我们维持“买入”评级，并将目标价上调至 138.63 港元。（[链接](#)）

■ 友邦保险(1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元) – 3Q26 业绩前瞻：预计 3Q 新业务价值同比放缓；近期南向净流入支撑股价

友邦将于 10 月 30 日（周五）港股盘前发布 3Q26 业绩。我们预计 3Q26 VONB 同比下降 4%/3%（固定/实际汇率），或为 2023 年以来最弱单季度表现，主要受友邦中国/香港去年同期高基数拖累。预计 9M26 VONB 同比增长 7%/8%（固定/实际汇率）。我们认为公司 3Q 新业务价值增长放缓或为季度性扰动，香港内地访客业务动能未有明显放缓，预计 4Q VONB 增速在较低基数背景下有望修复。

分地区看，中国内地市场受银保渠道监管趋严且竞争持续激烈，以及 2025 年 9 月 1 日预定利率下调导致需求前置的影响，预计友邦中国 3Q26 VONB 同比下降 20%（固定汇率）。香港市场预计去年同期高基数主要影响年化新单保费 (ANP)，VONB margin 环比基本稳定，预计友邦香港 3Q26 VONB 同比下降 3%（固定汇率）。友邦泰国 3Q VONB 预计同比下滑 2%（固定汇率）主要受去年同期较高基数影响。友邦新加坡/马来西亚 3Q VONB 预计同比增长 14%/12%（固定汇率），其他市场中，印度市场 (TATA AIA) 仍然会是增长主力，预计 3Q26 VONB 同比增长 11%（固定汇率）。

南下资金成为过去两月公司股价的重要支撑。据港交所数据披露，南下持股占公司总股本比例从 8 月底的 2.97% 升至 9 月底的 3.93%，并在十月黄金周后进一步升至 4% 以上。截至 10 月 15 日，南下持股比例达 4.63%，创下历史新高。南向资金流入有望为公司股价表现提供长期支撑。

估值：公司股价交易于 1.1 倍 FY26E P/EV 和 2.2 倍 FY26E P/B，均接近 3 年历史均值。我们认为 3Q26 VONB 放缓更多是由高基数导致的季节性效应，预计 4Q26 VONB 增速在较低基数上有望修复。我们小幅下调 FY26-28E

VONB 增长预测至 10%/12%/12%（前值：12%/13%/12%）。维持“买入”
评级，目标价 112 港元（未变），对应 1.7 倍 FY26E P/EV。（[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定。

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作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定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的。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。