

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股原材料、金融与工业领涨，综合、公用事业与必选消费下跌，南向净买入 13.4 亿港元，小米与美团净买入最多，阿里与腾讯净卖出居前。A 股非银金融、有色金属与工贸综合涨幅居前，银行、煤炭与电信服务跑输市场。A 股券商板块大涨，中国证监会主席表示鼓励头部机构通过并购重组打造国际一流投行，将对优质券商适度松绑打开资本空间与杠杆限制，鼓励中小机构打造小而美的精品投行、特色投行和特色服务商；保险板块大涨，保险公司投资资本市场的风险因子再度下调，显示监管机构鼓励险资等长期资本入市的态度。
- 美股上涨，通讯服务、信息技术与可选消费涨幅居前，公用事业、能源与医疗保健跌幅最大。戴尔、联想、惠普等主要 OEM 厂商计划大幅提高服务器价格，因供应很难跟上快速增长的需求。微软与博通商谈定制芯片设计合作，可能替换现有供应商 Marvell，以降低对英伟达依赖。随着 AI 产品创新，定制芯片需求激增，科技公司寻求供应链多元化以降低风险与成本。
- 美债收益率升至两周新高，美元指数转涨。美国 9 月 PCE 物价指数环比上涨 0.3%、同比上涨 2.8% 符合预期，个人不变价支出增速下降。密歇根大学 12 月消费者信心指数回升，短期通胀预期降至年内低点。美联储下任主席热门人选哈塞特称，现在是再次谨慎降息的好时机，预计下周美联储将展开行动，明年一季度经济将更强劲反弹。市场关注美联储是否增加购买国债以缓解准备金短缺和回购利率上升压力。
- 黄金冲高回落，白银大涨，铜价反弹，油价创两周新高。美国发布最新《国家安全战略》，放弃扩张全球霸权的理念，重拾门罗主义，从重返亚太转向美国优先和加强在西半球主导地位。文件猛烈抨击欧盟盟友，警告欧洲面临经济长期衰退和文明消亡（非欧洲裔人口占比不断上升）风险。文件称将调整美国与中国经济关系，以互惠平等为原则。文件称美国在乌克兰问题的核心利益是通过谈判迅速停止敌对行动，防止战争升级，重建与俄罗斯战略稳定，支持乌克兰战后重建。

行业点评

- 中国工程机械行业 - 11 月份装载机/挖掘机行业销售量同比增长 32%/14%
中国工程机械工业协会周末公布了强劲的 11 月份土方机械销售数据。装载机销量（国内+出口）同比增长 32%，我们认为这主要得益于矿业需求以及向电动化的持续转型（11 月份电动机型占比 25.7%）。挖掘机方面，出口和国内销量分别同比增长 19% 和 9%，增速均较 10 月份加快。强劲的数据进一步印证了我们对土方机械前景的乐观预期，主要驱动因素来自国内设备的更新换代周期、全球矿业资本支出的增长以及新兴市场的巨大潜力。同时，我们预计稍后公布的非土方机械数据也将会强劲。维持对中联重科（1157 HK

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	26,085	0.58	30.04
恒生国企	9,198	1.01	26.18
恒生科技	5,662	0.84	26.73
上证综指	3,903	0.70	16.44
深证综指	2,469	1.24	26.13
深圳创业板	3,109	1.36	45.19
美国道琼斯	47,955	0.22	12.72
美国标普 500	6,870	0.19	16.81
美国纳斯达克	23,578	0.31	22.10
德国 DAX	24,028	0.61	20.69
法国 CAC	8,115	-0.09	9.94
英国富时 100	9,667	-0.45	18.28
日本日经 225	50,492	-1.05	26.56
澳洲 ASX 200	8,635	0.19	5.83
台湾加权	27,981	0.67	21.47

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	47,645	0.85	35.60
恒生工商业	14,458	0.51	28.51
恒生地产	18,425	0.04	23.55
恒生公用事业	37,950	-0.61	6.41

资料来源: 彭博

/ 000157 CH)、三一重工 (6031 HK / 600031 CH) 和恒立液压 (601100 CH) 的“买入”评级。 ([链接](#))

■ 中国医药- 2026 展望：板块行情或将分化，关注个股机会

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今 (11 月 21 日) 累计上涨 62.8%，跑赢 MSCI 中国指数 32.2%。近期，医药板块有所回调 (MSCI 中国医疗指数 10 月初至 11 月 21 日回调 8%)，我们认为主要是由于投资人在年底进行获利了结，以及部分创新药企业的估值和 BD 预期较高，BD 交易落地后不及预期的影响。我们预期，在行业估值已经大幅修复的基础上，2026 年医药行业较难出现普涨的机会，然而部分个股存在估值和业绩修复的机会，例如医疗服务、制药、CXO 等个股。

创新药出海 BD 交易爆发，管线推进将带来更大价值增量。截至 2025 年 10 月底，中国创新药出海 license-out 交易披露首付款达到 63 亿美元 (+53% YoY)，已超 2024 全年。MNC 对中国创新管线关注升温，据医药魔方，2025 年前 9 个月，TOP MNC 的中国引进交易数量/金额占比达 20%/ 39%。同时，MNC 现金流仍旧充裕，截至 3Q25，TOP MNC 的平均在手现金为 108 亿美元，并且有充足的自由现金流，足以支撑持续并购或资产引进。展望 2026 年，我们认为，中国创新药出海 BD 趋势仍将延续。但考虑到市场预期的 price-in 及管线的成熟度，我们将更加关注已授权管线的海外临床推进。原因是：1) 临床推进的确定性较高，将成为股价上涨的催化剂，2) 管线长尾价值 (里程碑+销售分成) 远超首付款。

医药研发需求复苏，带动 CXO 行业景气度提升。医药研发需求在 2025 年开启复苏。据医药魔方的数据，3Q25 中国创新药融资同比大增 444%，全球创新药融资总额在 3Q25 也恢复正增长 (+8.6%)。我们认为，伴随美联储持续降息及 MNC 研发支出回暖 (1H25 +5.3%)，全球研发需求有望复苏。深度参与全球医药研发产业链的中国 CXO 公司已感受到全球需求的增长。例如，药明康德截至 9 月底的在手订单同比增长 41.2%；康龙化成前三季度新签订单同比增长超过 13%。

医疗器械集采仍在继续，IVD 的拐点尚不明确。2023 年以来，医疗器械集采加速扩围。由于各细分领域集采节奏存在差异，不同板块的业绩表现亦呈现明显分化。1) 高值耗材：我们认为，集采冲击边际减弱，骨科步入“后集采”修复阶段；血管介入等扩围板块需重点关注“复活规则”及“反内卷”政策落地对盈利能力的重塑。2) 医疗设备：我们认为，设备更新需求驱动招标市场阶段性高景气 (3Q25 器械招标市场 +~30% YoY)。由于收入确认滞后，强劲招标表现有望支撑 4Q25 设备板块继续复苏。展望 2026 年，设备更新政策作为三年期规划仍将对需求形成一定支撑，但受高基数影响，增速或将放缓。3) IVD：受集采及 DRG/DIP 2.0 控费双重挤压，行业呈“量价齐跌”态势 (1H25 国内 IVD 市场-5% YoY)。我们预计 2026 年下行压力虽因基数效应有所缓和，但拐点仍难判断，具备全球化能力龙头企业的海外业务或将成为关键增量。 ([链接](#))

■ 半导体- 半导体设备行业：在中国“双重力量”驱动下的稳健增长前景

根据 SEMI 数据，2024 年全球半导体设备销售额同比增长 10%，达到 1,170 亿美元，这一增速与 WSTS 统计的全球半导体销售额同比增长 20% 基本匹配。SEMI 在 2025 年 7 月的预测中预计，2025 年半导体设备销售额将同比增长 7%，达到 1,260 亿美元，但我们认为这一预测偏于保守。该预测隐含 2025 年第四季度同比下滑 20% 的异常疲弱表现，这与今年以来的强劲走势

形成鲜明反差，其中 9 月份设备销售同比增长 35%，环比增长 80%。从历史上看，第四季度并非季节性淡季（例如 4Q23/4Q24 同比分别为 +1% / +20%）。鉴于近期动能与预测中隐含的四季度疲弱之间存在明显背离，我们预计 SEMI 在 12 月的最新预测中将上调 2025 年全年设备销售增速预期，以反映更为合理的季度节奏。

从竞争格局看，行业仍高度集中，全球前五大设备厂商合计市占率超过 80%，这一主导格局预计仍将持续。但在地缘政治格局重组以及供应链持续本土化推进的背景下，中国本土设备厂商正有望逐步提升市占率。在这一变化中的产业格局下，我们继续看好北方华创（002371 CH，买入），作为中国领先的半导体设备平台型企业，公司将成为国产采购深化与平台化份额提升的核心受益者。（[链接](#)）

■ 半导体 - 晶圆代工行业：AI 驱动的超级周期正在重塑行业格局

全球晶圆代工行业已明确从“周期性、库存驱动”的发展模式，转向由 AI 赋能的结构性超级周期。在库存去化逐步完成、供需关系改善的背景下，AI 需求已成为行业最核心、最具决定性的增长引擎。我们预计，2025 年全球纯晶圆代工市场规模将达到约 1,710 亿美元，同比增长 25.6%。这一持续增长主要由以下四大因素驱动：

- 1) AI 基础设施投资持续推进；
- 2) 更广泛电子需求逐步复苏；
- 3) 制程技术持续向先进节点演进；
- 4) 各区域战略性产能扩张加速。

行业收入：4Q25 维持高位运行

我们认为，2025 年第四季度纯晶圆代工市场收入仍将维持在高位水平。2024 年行业规模已达 1,360 亿美元（同比 +16.3%），且增长正在明显加速。2025 年前三个季度，行业在 AI 相关需求激增以及节前季节性备货的共同推动下，已实现强劲的双位数同比增长。我们预计 4Q25 收入将基本维持在 3Q 水平附近（约 460 亿美元），这一判断也与台积电给出的 4Q 指引中值 QoQ 约 -1% 的预期高度一致。（[链接](#)）

公司点评

■ 中联重科(1157 HK/000157 CH，买入，目标价：9.20 港元/12.00 元人民币) - 预计 11 月份销售加速增长

据我们了解，11 月份国内起重机和混凝土机械的需求继续呈现明显复苏态势，而土方机械的增长依然稳健。我们预计中联重科 10 至 11 月国内机械销售额同比增长 20-30%，较 3Q25 的同比 13% 进一步加速。海外方面，我们相信公司 10 至 11 月的销售增长也保持强劲。

另一方面，矿山设备是结构性增长的驱动力，我们在上周刚发布的 2026 年展望报告中提到，矿山设备对中国机械企业来说是一个极具吸引力的领域。目前，中联重科的矿山设备（包括矿挖、矿卡和售后服务）收入占总收入的 6-7%，预计数年后这一比例将增长至 15%。

我们维持盈利预测不变。基于 2026 年 A 股 18.6 倍的目标市盈率和 H 股 30% 的折让，维持对中联重科 A 股/H 股的目标价 12.0 元人民币/9.2 港元，重申“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。