

每日投资策略

行业点评、公司首发及点评

全球市场观察

- 中国股市大涨，港股能源、必选消费与可选消费领涨，公用事业、工业与综合企业跑输。南向资金净买入 66.5 亿港币，中海油与泡泡玛特净买入规模居前，阿里巴巴、中芯国际与华虹半导体净卖出最多。A 股可选消费、工贸综合与家庭用品涨幅居前，电气设备、机械与硬件设备下跌。国债收益率基本持平，美元兑人民币小跌。
- 临近年底中国股市风格经历变化，前期涨幅小的能源、化工和消费股跑赢，前期涨幅较大的基金抱团股跑输。化工板块估值处于历史低位，反内卷政策改善未来供需关系预期，巴菲特收购 OxyChem 被市场理解为化工股进入好买点的强烈信号。中国发改委等部委提出优化论证新能源配置及送出消纳方案，促进“沙戈荒”新能源基地实现规模化就地消纳，利好电网设备与材料等板块。
- 日本新内阁要求央行暂缓加息，配合即将出台的大规模经济刺激计划，共同支撑经济复苏。日本新首相首份经济刺激方案聚焦 17 个关键领域，重点聚焦半导体、关键矿产和国防工业，预示财政政策将更加扩张。在日本政府债务率居发达国家之首的情况下，更具扩张性财政政策可能引发日债下跌。
- 美股大涨，联邦政府重启有望和关税政策可能逆转提振市场风险偏好，信息技术、通讯服务与可选消费领涨，必选消费、地产与公用事业下跌。参议院多数党领袖表示结束政府停摆的潜在协议“正在逐步达成”。如果参议院成功通过该协议，那么将提交众议院批准。台积电 10 月销售额增速放缓至 16.9% 创一年多来最低，但公司高管信心未减。闪迪将 11 月 NAND 闪存价格上调 50%，NAND 供不应求将极大推动盈利增长；内存需求火爆，DRAM 价格预期再度上调。
- 美债价格下跌，10 年国债收益率升至近一个月高位，美元指数短期止跌。OpenBrand 数据显示 10 月美国耐用品和个人用品通胀三个月来首次放缓，商家折扣力度加大，PriceStats 数据也显示 10 月美国整体价格涨幅回落。由于就业市场转弱和中低收入家庭财务压力居高不下，消费表现平淡，对通胀具有抑制作用；同时，油价下跌和房租通胀补降也对通胀具有降低作用。预计美国通胀短期内可能低于预期。
- 大宗商品普涨，黄金大涨创两周新高，铜价涨至一周高位，关税推动美国铝价溢价率创历史新高。由于中国反内卷政策和全球 AI 时代电力供应紧张，全球电解铝供应出现结构性短缺。加密货币大幅反弹。

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	26,649	1.55	32.85
恒生国企	9,443	1.90	29.54
恒生科技	5,916	1.34	32.40
上证综指	4,019	0.53	19.90
深证综指	2,529	0.40	29.22
深圳创业板	3,179	-0.92	48.43
美国道琼斯	47,369	0.81	11.34
美国标普 500	6,832	1.54	16.17
美国纳斯达克	23,527	2.27	21.83
德国 DAX	23,960	1.65	20.35
法国 CAC	8,056	1.32	9.14
英国富时 100	9,787	1.08	19.75
日本日经 225	50,912	1.26	27.62
澳洲 ASX 200	8,836	0.76	8.29
台湾加权	27,870	0.79	20.99

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	48,372	1.09	37.67
恒生工商业	14,846	1.88	31.96
恒生地产	18,599	1.13	24.72
恒生公用事业	37,933	0.44	6.36

资料来源: 彭博

行业点评

■ 半导体行业 - AI 驱动的 PCB/CCL 上行周期：结构性增长与分化趋势

全球 PCB 和 CCL 产业正处于由 AI 基础设施投资浪潮推动的结构性上行周期的早期阶段。这轮周期的显著特征是高性能与标准产品之间的分化：预计 PCB 市场将在 2025 年反弹 12.8%，而 CCL 板块已在 2024 年实现 18% 的增长，展现出更强的定价能力。我们看好这一趋势，核心逻辑在于 AI 高性能需求带来的产品结构升级，这将支持龙头厂商实现价格韧性与利润率扩张。

我们维持对生益科技 (600183 CH) 的“买入”评级，目标价 90 元人民币。公司凭借在高速 CCL 材料及其下属公司生益电子的高附加值 PCB 业务上的领先地位，有望在 AI 带动的需求周期中获得超额市场份额，带动收入强劲增长与利润持续改善。([链接](#))

公司首发/点评

■ 辉瑞 (PFE US, 首次覆盖-买入, 目标价: 36.16 美元) - 重构创新管线, 驱动价值重估

辉瑞在全球医药行业中稳居龙头地位。尽管公司面临新冠产品需求的萎缩，公司的非新冠核心业务仍然保持稳健增长，2024 年非新冠收入同比增长 12%。辉瑞将在 2025-2028 年迎来严峻的专利到期潮，7 款重磅药物专利集中到期。通过自研以及引进管线，多款产品有潜力成为下一波重磅品种，驱动新的成长周期。我们预测，随着新产品的收入贡献增长，公司的收入将自 2029 年开始恢复正增长，具有长期稳健的盈利前景。辉瑞 2025 年经调整 PE 倍数为 8.05 倍，股息率 7.1%，估值具有吸引力。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 36.16 美元。

成本控制计划初见成效，经营利润率逐步提升。疫情之后，公司的新冠产品 Paxlovid 和 Comirnaty 销售额逐渐萎缩。公司将在 2025-2028 年迎来专利到期潮，7 款重磅药物专利集中到期，2024 年这些药物合计贡献 278 亿美元收入（占总营收的 44%）。为应对老产品的销售压力，辉瑞公布了激进的成本削减计划，目标在 2024-2027 年期间节约 72 亿美元成本。自该计划实施以来，辉瑞已经进行了卓有成效的成本控制，2024 年经营利润率为 26.2%，相比 2023 年的 9.6% 显著提升，并在 1H25 进一步提升至 34.8%。

重构创新管线，驱动长期增长。通过自研及产品引进，公司搭建了新一代重磅产品管线，包括 Elrexfio (BCMA/CD3)、SSGJ-707 (PD-1/VEGF)、Sigvotatug Vedotin (SV, IB-6 ADC)、Padcev (Nectin4-ADC)、Hymepavzi (TFPI 单抗)、C.difficile (疫苗)、MET-097i (长效 GLP-1) 等。我们认为，公司在研管线的价值被低估，预期新产品的合计收入将在 2035 年达到 442 亿美元，占公司收入的 46%。其中，我们认为最具潜力的管线包括：1) 707 (PD-1/VEGF) 即将成为辉瑞在肿瘤领域的基石产品，辉瑞将加速 707 的全球开发，并将探索同多种 ADC 的联用。2) MET-097i (GLP-1) 在剂量仅为 tirzepatide 1/10-1/5 的情况下，实现了相当的体重减轻效果，且所需的剂量递增步骤更少。3) Elrexfio (BCMA/CD3) 有望成为首个覆盖一线多发性骨髓瘤市场的 T-cell engager。以上三款品种在 2035 年的经风险调整销售分别将达到 57 亿、155 亿和 50 亿美元。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 **36.16** 美元。我们预计辉瑞的收入在 2025E / 26E / 27E 将分别同比减少 0.8% / 0.9% / 5.8% 至 631 亿 / 626 亿 / 589 亿美元。收入减少主要受新冠疫苗和口服药下滑，以及部分产品专利到期或 IRA 降价的影响。我们预计公司收入将于 2029 年恢复正增长。基于 DCF 模型 (WACC: 9.95%; 永续增长率: 2.0%)，我们给予公司目标价 36.16 美元；目标价对应 11.9 倍 2025 年经调整 PE。([链接](#))

■ **贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 20.7 美元) - 推动新业务盈利提升并提高股东回报**

贝壳 3Q25 营收同比增长 2.1% 达 231 亿元人民币，与彭博一致预期持平；季度 non-GAAP 净利润为 13 亿元人民币，同比下降 28%，但较市场一致预期高出 5%。尽管行业整体仍面临下行压力，但贝壳正持续扩大核心房产交易业务的市场份额并提升运营效率，同时着力推动家居家装业务与房屋租赁业务的盈利改善。我们认为，这些举措均有助于推动公司 2026 年 non-GAAP 净利润实现回升。鉴于行业下行压力超出预期，我们分别下调 2025-2027 年公司营收/non-GAAP 净利润 6%-16%/9%-11%；相应地将基于分部加总估值法的目标价下调 8% 至 20.7 美元。我们预计贝壳 2025 年 non-GAAP 净利润将同比下滑 24%，而到 2026 年该指标将同比增长 28%，达到 70 亿元人民币。公司致力提升股东回报，9M25 股票回购支出达 6.75 亿美元，同比增长 15.7%，回购股数占 2024 年末流通股总数的 3%。在行业承压背景下，这一举措将有望为公司估值提供支撑。我们对贝壳在核心业务领域的领先地位持乐观态度，且其新业务发展态势良好，有望为公司带来长期的营收与利润增长空间。维持“买入”评级。([链接](#))

■ **Coinbase (COIN US, 买入, 目标价: 410.0 美元) - 持续推进万物交易所愿景，探索创新业务机会**

我们在业绩后举办了 Coinbase NDR 会议，总结会议核心要点如下：1) 公司稳步推进万物交易所 (Everything Exchange) 愿景，通过整合去中心化交易所，布局衍生品、代币化资产以及预测市场 (Prediction Market)，持续丰富平台可交易资产种类；2) 更清晰的加密资产监管框架同时带来竞争与机会，公司与更多金融机构合作，为其提供加密资产基础设施服务，创造增量营收机会；3) 公司持续探索新的业务机会，包括稳定币支付、Base App 区块链应用等，早期进展积极。基于平台丰富的加密资产解决方案、良好的合规与基础设施能力，我们看好公司继续维持在美国加密货币交易市场的领先地位，受益于加密市场监管与产品的快速发展。我们维持“买入”评级与基于 SOTP 的目标价 410.0 美元。([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有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责任。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着区别，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，请与我们联络。

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，未在美国金融行业监管局(“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篇制的报告。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。