每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- A/H 股反弹。上证指数涨 0.9%，深证成指涨 2.0%，创业板涨 3.4%，两市成交回升至约 1.63 万亿元，半导体、机器人和光模块领涨，必选消费、非银金融和电信服务收跌。港股恒指涨 0.2%，恒生科技涨 1.4%。集成电路、贵金属和创新药等领涨，在线教育、连锁酒店和公用事业等收跌。南向资金净卖出 8.04 亿港元，连续第十一日流出，智谱和科伦博泰净买入居前，阿里巴巴、中海油和中国人寿遭到净卖出。人民币继续走强，美元兑在岸人民币夜盘收于 6.666，离岸人民币报 6.662。
- 日韩延续 AI 交易修复，日经 225 涨 1.1%，韩国 KOSPI 涨 6.6%。SK 海力士财报创纪录并宣布约 100 万亿韩元股东回报，股价涨 10.9%，带动三星电子涨 9.0%；盈利兑现与现金回报共同推动存储股估值修复。欧洲 Stoxx 600 微涨 0.1%，汽车板块受 Stellantis 财报提振上涨，传媒、矿业偏弱，铜价盘中回落拖累矿业，高油价则限制市场整体涨幅。
- 美股三连涨，道指涨 0.2%，标普 500 涨 0.3%，纳指涨 0.3%，科技、能源偏强，公用事业和房地产走弱。甲骨文预计 2028 财年下半年自由现金流转正，并限制后续融资规模，股价涨 10.6%，带动云计算和数据中心链条。盘后，微软 Azure 收入增长 48%超预期，股价一度涨约 6%；Alphabet 广告增速放缓、自由现金流降至负 90.7 亿美元，股价一度跌约 10%。财报后表现分化表明，AI 估值正更多取决于现金回报和核心业务韧性。
- 美债短涨长跌、曲线明显趋陡，2 年期跌 3 个基点至 4.67%，10 年期升 6 个基点至 5.05%，30 年期升 7 个基点至 5.37%。美联储以 10 比 2 维持利率在 3.75%-4.00%不变，将经济评价上调至“强劲”，两名票委主张加息。沃什未承诺 12 月政策路径，市场削减 2027 年进一步加息押注，短端获得支撑。但油价反弹、通胀仍高，长端风险溢价难以下降。
- 布伦特原油涨 1.3%至 115.32 美元/桶，伊朗拒绝停战草案、美国可能在中期选举后重启军事行动，推动供应风险溢价回升；美国原油库存意外减少约 190 万桶亦提供支撑。现货黄金微涨 0.2%至 4,067 美元/盎司，美元回落帮助金价收复盘中跌幅；比特币纽约晚间报约 8.12 万美元，小幅上涨。

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	23,095	0.23	-9.89
恒生国企	7,792	0.32	-12.59
恒生科技	3,854	1.40	-30.14
上证综指	3,681	0.91	-7.24
深证综指	2,174	1.98	-14.10
深圳创业板	2,635	3.40	-17.75
美国道琼斯	52,475	0.19	9.18
美国标普 500	7,744	0.28	13.13
美国纳斯达克	26,550	0.27	14.23
德国 DAX	25,704	0.44	4.96
法国 CAC	7,887	0.00	-3.22
英国富时 100	10,695	0.07	7.68
日本日经 225	63,954	1.08	27.05
澳洲 ASX 200	8,847	-0.03	1.53
台湾加权	47,036	2.04	62.40

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	52,169	-0.37	6.61
恒生工商业	11,166	0.71	-19.54
恒生地产	18,829	-0.58	7.21
恒生公用事业	39,569	-1.56	4.06

资料来源：彭博

行业点评

■ **中国消费板块——双周资金流：空头回补扩散，南下加仓收窄**

截至 10 月 27 日的近两周，重点港股消费股的空头回补进一步扩散：平均未平仓沽空再降 0.1 个百分点至 8.8%、为连续第二次回落；随着成交量恢复，回补天数由 12.0 天回落至 11.4 天、脱离年内高位。南下持股再升 0.2 个百分点至 31.6%、续创年内新高，但加仓面明显收窄——23 只中仅 10 只上升，剔除布鲁可（+5.0pp）与东鹏饮料（+2.6pp）后均值反而回落 0.2 个百分点。我们认为较重要的信号是：回补已覆盖 25 只中的 12 只，但结构出现分化——古茗、巨子生物与老铺黄金在空头加仓的同时遭南下减持；李宁与海底捞则是回补叠加南下增持；安踏空头加 0.8pp 但沽空比例仍仅 5.8%。

沽空端：回补扩散、但局部仍在加仓。1）未平仓沽空比例：平均回落 0.1 个百分点至 8.8%，25 只中 12 只下降。回补以毛戈平与鸣鸣很忙（各-0.9pp）为首，361 度与蜜雪（各-0.8pp）、特步（-0.6pp）次之；加空集中于安踏、古茗与巨子生物（各+0.8pp，安踏仓位仍仅 5.8%），老铺黄金再加 0.4pp 至 14.8%。2）回补天数：均值回落 0.7 天至 11.4 天、脱离年内高位——泡泡玛特（-9.0 天至 20.8 天）与 361 度（-6.8 天至 11.5 天）随成交恢复明显缩短；古茗（+3.8 天至 20.4 天）与海底捞（+3.4 天至 8.7 天）反向拉长。3）日内沽空：过去 14 个交易日平均占成交 21.7%（上期 24.6%），以周大福（44.5%）、农夫山泉（39.0%）、安踏（38.8%）与古茗（38.8%）最重。4）结合空仓仓位看：周大福仓位 4 月以来横在 18-20%、回补处于平台期；农夫山泉仓位仅 4.4%，仍属对冲主导的双向交易；古茗在加仓的同时回补天数拉长至 20.4 天，为本期增量压力最大的标的。

南下端：增持布鲁可与东鹏、减持落后标的。23 只中 10 只南下持股上升，均值升 0.2 个百分点至 31.6%、续创年内新高。布鲁可居首（+5.0pp 至 44.5%）：增量与 10 月 22 日董事长全资持有的 Smart Bloks 大宗减持（384.9 万股、占已发行股份 1.56%、作价 65.28 港元）规模相当，指向南下承接该笔筹码。东鹏饮料（+2.6pp 至 40.2%）次之，李宁（+0.4pp）、周六福（+0.3pp）与海底捞（+0.1pp）亦获加仓。减持面更广：古茗（-0.7pp 至 23.6%）、巨子生物（-0.7pp 至 50.1%）、特步（-0.6pp 至 42.6%）、老铺黄金（-0.5pp 至 32.4%）与毛戈平（-0.4pp 至 50.7%）居前。整体看，内地资金已不再像上个周期（9.30-10.15）有全面加仓消费迹象，而是集中于少数催化明确的标的。

投资启示：1）双向加仓（东鹏饮料、安踏）：东鹏沽空+0.2pp、南下+2.6pp，为本期最典型的双边建仓；安踏空头+0.8pp 但仓位仅 5.8%，4 季度需跟踪。布鲁可的南下跳升主要来自大宗承接、并非主动买入。2）空头回补＋南下增持（李宁、海底捞）：结构最干净，李宁回补天数仅 7.4 天、挤压弹性仍在。3）空头加仓、南下减持（古茗、巨子生物、老铺黄金）：为样本内最弱结构。

板块层面：运动品 3Q 营运数据已披露完毕，近期关注双 11 全周期的表现，以及 A 股消费三季报（10 月 31 日前）。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仍在 11.4 天、双向波动放大；10 月 22 日离岸信托补税窗口已过，但大宗减持（如布鲁可）与部分标的年底限售股解禁仍构成供给扰动。（链接）

公司点评

- **诺诚健华（9969 HK，买入，目标价：18.9 港元） - esutoclax 与自免资产有望驱动未来增长**

  2026 年第三季度，公司收入为 9.62 亿元，其中药品销售收入 5.31 亿元，同比增长 38.6%、环比增长 13.8%。管理层重申全年产品销售增长 35%及实现盈利的指引。

  Mesutoclax（Bcl-2 抑制剂）是诺诚健华最核心的在研资产，当前商业化路径正逐步清晰：其联合奥布替尼用于一线 CLL/SLL 的 III 期研究预计将于 2027 年上半年完成，并有望于 2027 年申报上市；在经 BTKi 治疗后的 MCL 中的注册性研究也有望支持 2027 年上半年递交 NDA。公司正积极推动 Mesutoclax 向 AML/MDS 拓展，在不适合强化治疗的一线 AML 中，中国 III 期研究正在推进；适合强化治疗的一线 AML 则有望在 2027 年美国数据支持下进入全球开发阶段，打开 NHL 之外更广阔的血液瘤增量空间。Mesutoclax 全球 II 期 MDS 初步数据将于 2026 年 12 月 ASH 公布。

  ICP-332 与 ICP-488 正加速迈向商业化，自免业务有望成为公司除肿瘤外的第二增长曲线。ICP-332 在特应性皮炎 III 期研究中已达到主要终点，预计 2027 年上半年申报上市，同时其在慢性自发性荨麻疹 CSU、银屑病、结节性痒疹及白癜风等适应症上的开发也在持续推进，其中 CSU 和银屑病中的 II 期数据预计于 2026 年底公布。ICP-488 在银屑病 III 期中同样已达到主要终点。整体来看，自免管线未来 1-2 年催化剂密集，具备较强的商业化潜力和估值提升空间。

  近期公司与礼来就最多 5 个创新靶点项目达成战略授权合作，该合作涉及 1 亿美元首付款及近期里程碑付款，以及潜在 33 亿美元总里程碑金额。相关合作进一步验证了其早研发现能力。（链接）

- **康龙化成（300759 CH，买入，目标价：56 元人民币）- 稳健需求驱动 3Q26 业绩加速增长**

  康龙化成 3Q26 业绩提速：收入同比增长 20.9%，经调整净利润同比增长 24.7%，利润增速高于收入。9M26 新签订单同比增长超 30%，CDMO 超 40%。管理层维持全年收入增长 15%–20%指引，看好利润率改善。

  所有板块均看到稳健的需求。实验室服务收入同比增长 17.5%，9M26 新签订单增长超 25%，新分子业务及 MNC、AI 客户需求推动。CDMO 收入同比增长 30.1%，后期及商业化需求旺盛，欧洲药企大额交付带动前 20 大药企收入提速，重点项目已排产。2026 年资本开支超 30 亿元。临床开发服务收入同比增长 18.0%，新签订单增长超 25%，中国临床 CRO 市场已现拐点。

  利润率有望改善。3Q26 实验室服务毛利率同比下降 3.4 个百分点，恒定汇率下保持稳定；CDMO 毛利率同比提升 1.6 个百分点、环比提升 4.5 个百分点，小分子 CDMO 毛利率超 35%，目标 35%–40%；临床毛利率同比提升 2.3 个百分点。公司目标经调整净利润增速持续快于收入。

  维持“买入”评级。预计 2026-28 年收入分别增长 18.3%/ 19.5%/ 17.8%，经调整净利润分别增长 22.8%/ 23.8%/ 19.8%，对应的经调整 PE 为 32.6x/ 26.3x/ 22.0x。目标价 56 元。（链接）

- **三生制药（1530 HK，买入，目标价：34.78 港元）- ESMO 2026 公布 707 联合化疗一线 NSCLC 中国 II 期更新数据**

  10mg Q3W 剂量下，非鳞 mPFS 13.8 个月、cORR 77.5%，鳞状 mPFS（紫杉醇组）13.6 个月、cORR 80.7%，均优于替雷利珠单抗对照组，跨试验对比依沃西单抗和 BNT327 亦具竞争力；安全性可控（3 级以上出血 4.9%/3.9%）。目前，辉瑞已注册 11 项全球研究，其中 10 项已启动入组。值得注意的是，我们观察到，在 Symbiotic-

Lung-01（1L NSCLC）中，辉瑞目前已开启 484 个临床中心，对应约 1,210 例计划入组患者，每个中心仅需入组不到 3 例患者，而 Summit 的 HARMONi-3 每个中心需入组人数约为 6 例。在 Symbiotic-GI-03（1L mCRC）中，372 个 site 对应约 800 例计划入组患者，每 site 约 2.15 例，而 HARMONi-GI3 约为 2.5 例。我们认为辉瑞可能正在通过扩大临床中心数量来加速入组，压缩全球数据读出时间线，从而最大化 707 的全球开发潜力。（链接）

- **新东方（EDU US，买入，目标价：85.0 美元）- 1QFY27 业绩收入增长稳健；利润率扩张节奏放缓拖累短期情绪**

新东方公布 1QFY27 业绩：净营收同比增长 23%至 18.7 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 21%至 4.07 亿美元，均符合一致预期。展望 FY27E，管理层维持总营收指引 64.5 亿-66.8 亿美元（同比增长 14%-18%）。我们认为，业绩后股价回调主要反映投资者对利润率停滞趋势的一定担忧；但这主要源于收入结构变化，且管理层亦强调核心教育业务及东方甄选均实现了利润率同比扩张。整体而言，我们维持 FY27-29E 营收预测基本不变，但下调 FY27-29E 盈利预期 2-5%以反映利润率扩张节奏略慢于预期。我们将基于分部估值的目标价降至 85.0 美元（前值：90.0 美元）。我们认为，当前估值（对应 11 倍 FY27E 非 GAAP PE）具备较好的风险收益比。考虑公司良好的业务增长前景及股东回报，我们维持"买入"评级。（链接）

- **中国平安（2318 HK/601318 CH，买入，目标价：81 港元/73 元人民币）– 3Q 业绩符合预期；管理层重申中长期双位数 NBV 增长目标**

平安公布 3Q26 业绩，9M26 集团营运利润同比+8.3%至 1,259 亿元（招银国际预测：同比+8.1%），3Q26 集团营运利润同比+8.2%（1Q/2Q26: +7.6%/+9.0%）。9M26 集团归母净利润同比-27.3%至 966 亿元（招银国际预测：同比-29%），3Q26 集团归母净利润同比-95%，主要受三季度 A 股权益市场回撤及长债利率延续下行的影响。集团净利润与营运利润差异主要来自：1）寿险及健康险板块 340 亿元的短期投资波动；2）公司港元/美元可转债转股价值的一次性重估收益 44.6 亿元（9M25 可转债转股价值重估亏损为 93.5 亿元）。

分板块看，财产险成为集团盈利的主要拖累（平安财险 9M26 营运利润/归母净利润同比-69%/-63%），受投资收益大幅下滑的影响；综合成本率同比改善 1.4 个百分点至 95.6%，带动承保盈利同比+52%。寿险及健康险和平安银行 9M26 营运利润同比+4.7%/+2.2%；资管板块营运利润同比大幅增长 6.3 倍，得益于在管资产规模持续提升及资本市场交投活跃。

9M26 寿险 NBV 同比-13.3%至 309.9 亿元（招银国际预测：同比-14%），受新单保费同比下滑 9.1%和新业务价值率同比放缓 1.2 个百分点的共同影响。尽管三季度 NBV 增速放缓，管理层指引未来三至五年 NBV 仍有望实现双位数增长，其中银保渠道有望于 1H27 恢复稳健增长。4Q 开门红仍将以分红险为主导，保障型和长缴期产品将成为销售主力，带动 NBV 在 1Q26 高基数下实现正增长。

估值：公司股价交易于 0.47 倍 FY26E P/EV 和 0.71 倍 FY26E P/B，低于历史 2 年均值-1 倍标准差，股息率近 7%，风险回报比具备吸引力。我们预计板块有望在 3Q 业绩落地后实现重估，其中，平安相较于同业股价表现或更具韧性。维持“买入”评级，H/A 股目标价为 81 港元/73 元人民币(未变)，对应 0.8 倍 FY26E P/EV 和 1.2 倍 FY26E P/B。（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，请与我们联络。

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。