

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市回调，港股医疗保健、可选消费与综合企业领跌，能源、必选消费与公用事业跑赢，南下资金净买入100.18亿港元，盈富基金、中海油与中芯国际净买入额居前，华虹半导体、小米集团与阿里巴巴出现净卖出。A股有色金属、电气设备与国防军工跌幅居前，石油石化、银行与房地产涨幅最大。商品涨跌互现，国债收益率与人民币兑美元基本走平。
- 香港考虑放宽私募基金向零售客户开放条件，允许符合条件的上市封闭式另类资产基金进入零售市场，逐步提高私募市场资产等低流动性资产投资比例上限（目前非上市零售基金投资低流动性资产的上限为15%），以巩固香港作为国际资产及财富管理中心地位。协鑫集团管理层称光伏供给侧改革可能在下个月基本完成，行业明年有望出现供需关系全面改善拐点，产业链价格逐步企稳回升，企业盈利修复。
- 日经指数走平，日本国债收益率冲高。高市早苗上任后经济刺激方案曝光，方案将围绕应对通胀、投资增长和国家安全展开，措施包括能源补贴、鼓励加薪和投资AI、半导体等战略性领域并增强供应链韧性，总规模可能超过前任上一年的13.9万亿日元。印媒称印度与美国接近达成贸易协议，关税从50%降至15%，美媒称印度以减少进口俄油承诺换取关税税率下调。
- 美股下跌，工业、可选消费与通讯服务领跌，能源、必选消费与医疗保健领涨。多因素打击市场风险偏好。Netflix和德州仪器业绩疲软，引发科技股抛售；税收抵免到期刺激特斯拉三季度营收大增，但盈利超预期下降31%，关税影响超过4亿美元；IBM高利润率的红帽业务（软件与云服务）增长放缓引发投资者担忧，盘后大跌。谷歌称量子芯片Willow取得重大突破，量子计算概念股重挫。EDA软件股跳水，媒体报美国考虑限制对华出口含有使用美国软件制造的产品。美国次级借贷市场再现动荡，PrimaLend申请破产，显示低收入消费者财务压力不断上升。特朗普称取消与普京会面，美国对俄两大石油公司实施制裁，媒体报美国解除乌克兰使用远程导弹关键限制，但特朗普予以否认。
- 美债收益率小幅回落，美元指数先涨后跌。俄乌局势变化推动油价大涨。黄金宽幅震荡，白银走低，比特币下跌。历史上金价连涨9周后通胀会出现20%-40%的中期回调，仅1970年例外；但中长期看，特朗普政策不稳定性、弱美元预期、国际货币信用体系重构、各国央行持续购买和供需结构性失衡仍对金价构成支撑。锌价连续第三日上涨，LME锌市场出现逼空，交易商争抢库存，空头交易者面临轧平头寸或交付实物的压力。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,782	-0.94	28.52
恒生国企	9,224	-0.85	26.53
恒生科技	5,923	-1.41	32.56
上证综指	3,914	-0.07	16.77
深证综指	2,453	-0.43	25.29
深圳创业板	3,059	-0.79	42.85
美国道琼斯	46,590	-0.71	9.51
美国标普500	6,699	-0.53	13.90
美国纳斯达克	22,740	-0.93	17.76
德国DAX	24,151	-0.74	21.31
法国CAC	8,207	-0.63	11.19
英国富时100	9,515	0.93	16.42
日本日经225	49,308	-0.02	23.60
澳洲ASX 200	9,030	-0.71	10.67
台湾加权	27,649	-0.37	20.03

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,925	-0.76	27.86
恒生工商业	14,674	-1.03	30.43
恒生地产	18,151	-1.13	21.71
恒生公用事业	36,487	-0.89	2.31

资料来源: 彭博

公司点评

■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 154.40 港元) - 3Q25 业绩前瞻: 投资影响或已见顶但竞争依旧激烈

对于 3Q25, 我们预计美团将实现营收 978 亿元人民币, 与彭博一致预期持平, 同比增长 4.6%; 调整后净亏损预计为 166 亿元人民币, 较市场一致预期的 126 亿元人民币更多, 主要因外卖业务面临激烈的行业竞争。我们认为 3Q25 外卖业务新增投资对营业利润的影响或已见顶, 但竞争环境的改善节奏仍值得关注。尽管我们仍看好行业竞争终将回归理性, 且美团在高客单价优质外卖订单 (如正餐类订单) 的行业领先地位稳固, 但短期来看, 盈利增速恢复的确定性和能见度较低。由于行业短期竞争较此前预期更为激烈, 我们将基于现金流折现模型的目标价从 164.0 港元下调至 154.4 港元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 信达生物 (1801 HK, 买入, 目标价: 110.62 港元) - 与武田制药建立战略合作, 打造全球研发与商业化能力

信达生物宣布与武田制药就多项关键肿瘤资产达成全球战略合作, 包括 IBI363 (PD-1/IL-2)、IBI343 (CLDN18.2 ADC), 以及潜在的 IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)。该合作旨在扩大信达生物的全球布局, 同时强化武田制药的实体瘤产品管线。根据协议, 武田将主导 IBI363 的全球开发, 信达生物承担 40% 的开发费用; 双方将在美国共同商业化 IBI363, 信达保留 40% 的商业权益。对于 IBI343, 武田将持有除中国外的全球权利, 并获得 IBI3001 在中国以外市场的选择权许可。信达将获得总计 12 亿美元的首付款 (包括以每股 112.56 港元进行的 1 亿美元股权投资), 交易还包含潜在里程碑付款, 使总价值达到 114 亿美元, 外加销售分成。

信达生物全球化布局的重要里程碑。信达致力于转型为具备全球研发与商业化能力的综合型生物制药企业, 目标到 2030 年推动至少五项资产进入全球 III 期多区域临床试验 (MRCT)。公司已在美设立发现研究实验室, 并计划 2026 年前将美国研发团队扩充至 100-200 人。尽管相关投入较大, 但若成功实施, 长期战略与商业潜力可观。截至 2025 年 6 月, 信达现金储备达 21 亿美元, 为全球化战略提供坚实财务支撑。

助力武田强化实体瘤肿瘤管线。2024 财年武田总营收 300 亿美元 (肿瘤领域贡献 37 亿美元, 主要来自亮丙瑞林[8 亿美元]、呋喹替尼[3 亿美元]等实体瘤资产及其他血液瘤产品)。与信达的合作预计将为武田引入新一代免疫肿瘤资产, 扩充其产品管线。截至 2025 年 6 月, 武田现金余额 23 亿美元, 总负债 297 亿美元; 2024 财年自由现金流达 51 亿美元。

IBI363 与 IBI343 进入全球后期开发阶段。IBI363 (PD-1/IL-2) 在免疫治疗耐药鳞状/非鳞状非小细胞肺癌 (sq-/nsq-NSCLC) 中展现出具有竞争力的无进展生存期 (PFS) 和生存获益, 并在黑色素瘤、微卫星稳定结直肠癌 (MSS CRC) 等“冷肿瘤”中呈现积极活性。信达正同步开展美国/中国两地针对 IO 耐药 sq-NSCLC 的全球 III 期 MRCT, 并计划 2025 下半年在中国启动 MSS CRC 三线治疗的 III 期试验; 一线 NSCLC 与 CRC 的 Ib/II 期概念验证 (PoC) 数据预计 2026 年出炉。IBI343 (CLDN18.2 ADC) 已在中国进入胰腺癌 (PDAC) 三线及以上治疗的 III 期临床, 同时在日本/中国进行胃癌三线+ III 期研究。若验证性结果积极, 双方还计划启动一线胃癌与胰腺癌的全球 III 期 MRCT。

维持"买入"评级。我们期待 IBI363 与 IBI343 的后续全球化进展，考虑到新的战略合作，将基于 DCF 模型的目标价从 109.48 港元微调至 110.62 港元（WACC：9.5%，永续增长率：4.0%）。（[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。