

每日投资策略

行业点评/公司首发及点评

全球市场观察

- 周一亚洲交易时段大宗商品延续剧烈抛售，金价一度失守 4400 美元关口，白银跌超 15%，中国商品期货超过 10 个品种触及跌停。主要交易所上调保证金要求，芝加哥商品交易所将黄金期货保证金从 6% 提高至 8%，白银从 11% 升至 15%。上海期货交易所上调白银期货保证金至 19%，涨跌停板幅度扩大至 17%。地缘政治风险降温，特朗普表示希望与伊朗达成协议，俄乌冲突进入谈判阶段。
- 大宗商品暴跌引发恐慌情绪与杠杆资金收缩效应，亚太股市普遍大跌。港股原材料、能源与医疗保健跌幅较大，必选消费、公用事业与金融跌幅较小，南向资金净买入 19.07 亿港元，腾讯与小米净买入居前，华虹半导体、紫金矿业与石药集团净卖出最多。A 股有色金属、钢铁与基础化工领跌，食品饮料、银行与家电跑赢。韩国股指一度跌超 5% 触发熔断。
- 欧美交易时段，市场情绪改善。欧洲股市收盘创历史新高，旅游与银行板块领涨。美股上涨，必选消费、工业与金融领涨，能源、公用事业与地产下跌。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 升至 52.6，创 2022 年以来最高，美国制造业在经历近一年收缩后重回扩张，对经济敏感的金融股与小盘股上涨。特朗普称美印达成贸易协议，撤销对印度 25% 惩罚性关税，“对等关税”从 25% 降至 18%，印度承诺降低对美关税与非关税壁垒、增加进口美国产品、停止购买俄油等。
- 美国制造业 PMI 超预期进一步降低市场对美联储降息预期，美债收益率全线上行，10 年国债收益率升至 4.28%。美国劳工统计局表示，因联邦政府部分停摆，原定于 6 日发布的 1 月就业报告无法按时公布。
- 近日贵金属价格暴跌引发全球市场波动，起因是特朗普提名沃什为美联储下任主席，投资者基于沃什之前主张美联储大幅缩表言论对其贴上鹰派标签，市场对弱美元交易暂停，杠杆资金抛售引发踩踏。但时过境迁，美国当下经济金融形势并不支持美联储缩表。预期逆转反映市场对远期政策方向不确定性的担忧，但最终仍取决于基本面前景。我们认为上半年美国通胀仍不会反弹，因为房租通胀下降将抵消商品通胀回升，特朗普在中期选举之前不会容忍油价持续上涨；下半年美国通胀走势存在较大不确定性，因为房租通胀降幅可能收窄，白宫在中期选举前减税政策和中欧加大财政扩张力度可能进一步推升商品通胀。

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	26,776	-2.23	4.47
恒生国企	9,080	-2.54	1.87
恒生科技	5,526	-3.36	0.19
上证综指	4,016	-2.48	1.18
深证综指	2,615	-2.54	3.34
深圳创业板	3,264	-2.46	1.90
美国道琼斯	49,408	1.05	2.80
美国标普 500	6,976	0.54	1.91
美国纳斯达克	23,592	0.56	1.51
德国 DAX	24,798	1.05	1.25
法国 CAC	8,181	0.67	0.39
英国富时 100	10,342	1.15	4.13
日本日经 225	52,655	-1.25	4.60
澳洲 ASX 200	8,779	-1.02	0.74
台湾加权	31,624	-1.37	9.19

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	52,232	-1.55	6.74
恒生工商业	14,249	-2.66	2.67
恒生地产	19,841	-2.86	12.98
恒生公用事	39,936	-0.66	5.02

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国重卡行业 - 1 月份重卡销量在低基数下同比增长 39%

根据第一商用车的初步数据，1 月份重卡批发销量（国内+出口）同比增长 39%至 10 万辆，主要由于：(1) 去年春节较早开始（1 月 29 日开始）导致基数较低；(2) 不少重卡制造商在 2025 年底前已完成销售目标，部分将 2025 年 12 月的销量推迟至今年 1 月确认。我们维持对 2026 年重卡需求的乐观预期，预计需求将保持在 110 万辆以上的高位，主要得益于换代驱动的上升周期（2017-21 年销量创历史新高）以及政府补贴政策的延续。我们维持对潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）的正面观点，主要由于重卡需求仍然强劲，而 AIDC 发动机将带来新的增长动力。同时，我们给予“持有”评级的中国重汽（3808 HK）将存在上升空间。（[链接](#)）

公司首发/点评

■ 加科思（1167 HK，首次覆盖-买入，目标价：10.34 港元）- 引领全球 KRAS 研发浪潮，开拓新型载荷 ADC

加科思致力于攻克“不可成药”靶点，在 KRAS 靶向治疗领域构建了丰富的产品管线，同时亦搭建了新型非化疗载荷 ADC 平台。随着同阿斯利康重磅 BD 合作的落地，公司的核心产品 JAB-23E73（Pan-KRAS）将加速全球开发进程。公司的 iADC、tADC 平台具备显著的差异化优势，将于今年下半年申报 IND。此外，公司的商业化品种戈来雷塞于今年初进入医保，有望实现快速放量。

Pan-KRAS：携手阿斯利康，以更优安全性解决未满足临床需求。JAB-23E73 是公司的核心资产，对多种 KRAS 突变（G12D、G12V、G12C、G13D 等）实现广谱抑制。约 90%的胰腺癌 PDAC、30~40%的结直肠癌 CRC 以及 15-20%的肺癌患者存在 KRAS 突变。Revolution Medicines 的分子胶机制 pan-RAS 抑制剂 daraxonrasib 在 RAS 突变的 PDAC 以及 NSCLC 展现出良好潜力，已开展三期临床。相比 daraxonrasib，加科思的 JAB-23E73 展现出更好的安全性，或因为其仅抑制 KRAS 而对 NRAS 和 HRAS 无明显影响。JAB-23E73 在爬坡剂量下的皮疹发生率仅为 10%（均为 1 级），远低于 daraxonrasib 高达 90%的皮疹发生率（三级及以上为 7%；针对 2L+ PDAC 的单药数据）。初步的 I 期数据显示，JAB-23E73 未出现三级及以上的腹泻或肝脏毒性。2025 年 12 月，加科思与阿斯利康就 JAB-23E73 达成合作（1 亿美元首付款+19.15 亿美元里程碑+销售分成）。阿斯利康在全球肿瘤领域拥有强劲的商业化能力，以及丰富的产品管线（PD-L1 和 ADC），将助力 JAB-23E73 的全球开发和商业化，拓展其联用潜力。我们认为，daraxonrasib 在二线 PDAC 获批之后，将提高其他品种二线获批的门槛，预计阿斯利康/加科思在全球市场将重点考虑 JAB-23E73 在 PDAC 和 NSCLC 的一线布局，聚焦更大的市场，同时基于小分子药物的安全性优势，JAB-23E73 有望成为全球首个获批 CRC 的 pan-KRAS 抑制剂。在中国预计 JAB-23E73 有望走单药单臂快速获批的路线。我们预计 JAB-23E73（pan-KRAS）的海外经风险调整峰值销售额将达到 19 亿美元（风险调整之前为 72 亿美金），有重磅潜力。

创新 tADC 以及 iADC 平台极具差异化优势。EGFR-KRAS G12Di tADC (JAB-BX600)以高活性的 KRAS G12D 抑制剂作为载荷，靶向 EGFR 抗体，有望发挥小分子抑制剂和抗体的协同作用。JAB-BX600 在临床前 PDAC 和 CRC 模型中，单次低剂量给药即可实现肿瘤的完全抑制甚至消退。在动物和人的血浆中，几乎不释放毒素，为提高治疗窗口提供了基础。预计 JAB-BX600 将于 2H26 递交 IND。HER2-STING iADC (JAB-BX467)以 STING 激动剂为载荷，旨在解决传统免疫疗法对冷肿瘤响应率低及 STING 激动剂全身毒性大的挑战。iADC 实现了免疫细胞激活、促进了免疫细胞浸润，将冷肿瘤转化成热肿瘤。JAB-BX467 在肿瘤模型中显示出优于 DS-8201 的活性，单次给药即可实现肿瘤完全消退，并能诱导长期免疫记忆。该分子在血液中高度稳定，极大的降低了 CRS 的风险，预计将于 2H26 提交 IND。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 10.34 港元。我们预计 JAB-23E73 (pan-KRAS)的海外经风险调整峰值销售额将达到 19 亿美元，有重磅潜力。基于 DCF 模型，我们给予公司目标价为 10.34 港元 (WACC: 12.58%，永续增长率: 2.0%)。 ([链接](#))

■ 敏实集团 (425 HK, 买入, 目标价: 42 港元) - 电池盒、机器人及液冷业务推动稳健增长前景

预计 2025 年下半年盈利稳健：因铝件及电池盒业务在原材料涨价背景下可能实现更高收入，我们将敏实 2025 年下半年收入预测上调 1%至 137 亿元 (同比+13%)。鉴于公司能将大部分原材料涨价成本转嫁至客户，我们维持下半年毛利率 29.1%的预测。为加速机器人及液冷等新业务发展，我们预计下半年研发费用率将环比上升 0.4 个百分点。因此将 2025 年下半年净利润预测上调 3%至 14 亿元 (同比+14%)。

关税风险可控：除铝价上涨对利润率影响有限外，我们预计当前美国关税政策对敏实利润率冲击也有限——仅有不足 4%的收入将受 2025 年 5 月生效的 25%额外关税影响。其墨西哥工厂产品不受美国额外关税限制。

新业务或从 2027 年起贡献显著收入，电池盒业务 2026 年料延续高增：我们预计 2026 年欧洲新能源车销量将同比增长 16% (详见我们的 2026 年[展望报告](#))，欧洲品牌正抢占特斯拉市场份额，该趋势将利好敏实电池盒业务。根据 2025 年 11-12 月公告，其人形机器人及 AI 服务器液冷系统新业务进展顺利，预计 2027 年这两项业务收入贡献将超 10 亿元，而我们认为当前股价并未充分反映。同时预计密封系统等新业务 2027 年收入贡献超 5 亿元。因此将 2026-2027 年收入预测上调 3-6%，净利润预测分别上调 6-8%至 32 亿/40 亿元。维持“买入”评级，目标价上调至 42 港元 (前值: 38 港元)，仍基于 13x FY26E P/E。 ([链接](#))

■ 石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价: 13.93 港元) - 重磅 BD 交易驱动长期增长

与阿斯利康达成超 185 亿美元的重磅对外授权交易。石药集团已与阿斯利康 (AZ) 达成战略合作，共同推进八个体重管理和 2 型糖尿病项目。此次合作不仅补充了阿斯利康现有的管线 (包括口服 GLP1RA、注射用 Amylin RA 和 GLP-1/GCGR 资产)，还显著验证了石药集团专有的 AI 驱动发现平台和长效月制剂多肽平台。该协议授予阿斯利康一系列创新长效多肽药物的独家全球权益 (不含大中华区)，其中包括核心资产 SYH2082 (一款临床准备阶段的长效 GLP1R/GIPR 激动剂)，以及三个处于临床前阶段的肥胖相关资产

和四个未来的新项目。根据条款，石药集团将负责初始资产直至完成一期临床（PhI）的开发工作。此次交易包含高达 12 亿美元的首付款，总计可达 173 亿美元的潜在里程碑付款，以及双位数的销售分成。

可持续的对外授权收入流。除近期与阿斯利康的重磅合作外，石药集团在业务拓展（BD）方面已建立起强劲的业绩记录。自 2024 年底以来，公司已签署六项对外授权协议，涵盖多样化的资产组合——包括 Lp(a) 抑制剂、MAT2A 抑制剂、ROR1 ADC、口服 GLP-1、伊立替康脂质体以及 AI 驱动的小分子发现平台。这些交易持续验证了石药集团的药物发现能力。此外，石药集团培育了深厚的管线，其中包含多个我们认为具有高对外授权潜力的晚期或差异化候选药物，如 B7-H3 ADC、PD-1/IL-15 双抗、GFRAL 单抗和 ActRII 单抗等。我们认为，石药集团有望在中长期内产生可持续且经常性的 BD 收入流。

2025 年第三季度销售温和复苏。石药集团报告 2025 年前 9 个月（9M25）总收入为 199 亿元人民币，其中包含 15.4 亿元人民币的对外授权（BD）收入。剔除 BD 贡献后，核心收入为 184 亿元人民币，同比下降 19%。然而，复苏迹象在 2025 年第三季度显现，核心收入（剔除 BD）恢复增长，环比上升 4.2%。神经科、肿瘤科、抗感染及心血管产品等关键治疗领域均观察到温和的环比改善。展望未来，我们预计 2026 年药物销售将基本企稳。成本方面，销售费用率显著收缩，从 2024 年前 9 个月的 29.2% 降至 2025 年前 9 个月的 24.1%。与此同时，研发投入仍是公司的重中之重，2025 年前 9 个月研发费用同比增长 7.9% 至 42 亿元人民币（研发费用率为 21.0%）。得益于近期 BD 交易的首付款支持，我们还预计公司将维持可持续的股息派发。维持“买入”评级。石药集团的 BD 交易将成为盈利增长的关键可持续驱动力。考虑到与阿斯利康的重磅交易，我们将目标价调整至 12.04 港元（前值：11.05 港元；WACC: 9.34%，永续增长率：3.0%，均维持不变）。风险提示：管线推进延迟；集采（VBP）对商业化产品的负面影响。（[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。