

每日投资策略

宏观/公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股能源、可选消费与电讯领涨，医疗保健、必选消费与工业下跌，南下资金净买入 53.45 亿港元，中海油、泡泡玛特与中芯国际净买入额居前，华虹半导体与信达生物明显净卖出。A 股煤炭、石油石化与公用事业涨幅居前，地产、建材与半导体跌幅较大。商品期货多数上涨，国债价格走低，人民币兑美元基本走平。
- 党的二十届四中全会通过“十五五”规划建议，强调高质量发展，包含科技自立自强、全面深化改革、社会文明提升、人民生活品质提高和美丽中国建设。规划建议提出以惠民生促消费，从投资于物转向投资于人和投资于人紧密结合，预示在经济再平衡政策逻辑下减少传统固定资产投资而增加社保、医疗、育儿等民生投入以提振消费。中美 10 月 24-27 日举行经贸磋商。
- 日本薪资上涨和再通胀可能延续。新首相延续将薪资上涨作为构建增长型经济的重要支柱，努力保持工资增长势头。最大工会联合会计划在 2026 年薪资谈判中寻求至少 5% 的工资涨幅，具体目标将在 11 月底确定。薪资持续上涨将支持再通胀逻辑，增加日本央行进一步退出超级宽松政策的可能性。
- 美股上涨，能源、工业与材料领涨，必选消费、地产与公用事业下跌。中美启动经贸磋商提振市场风险偏好。特斯拉低开高走，公司将进一步拓展人工智能和机器人项目。霍尼韦尔上调业绩指引，涨近 7%。三星和 SK 海力士上调内存价格 30%，显示 AI 驱动的存储芯片需求强劲。受对俄制裁消息影响，能源股表现突出。
- 美债收益率上升重回 4%，美元指数基本走平，黄金延续反弹，比特币小幅上涨。美国成立 50 亿美元关键矿产基金，利好原材料板块。能源价格大涨，美国对俄油公司制裁可能显著减少俄油供应；欧盟通过对俄新制裁，2027 年起禁止进口液化天然气，并首次将加密平台纳入制裁。

宏观点评

- 中国经济-“十五五”重点目标是科技自强与经济转型
党的二十届四中全会通过对中国“十五五”规划（2026-2030 年）建议，重申高质量发展作为核心目标，淡化 GDP 数量增长目标。高质量发展包含科技自立自强、全面深化改革、社会文明提升、人民生活品质提高和美丽中国建设等内容。在科技自立自强方面，规划建议强调六大核心技术及相关战略产业，包括人工智能、半导体、先进机器人及脑机接口、绿色能源与核聚变、航空航天经济和工业软件等。规划建议确立经济再平衡政策框架，将推动经济向消费驱动型转型，提出从投资于物向投资于人转变，预计政策部门将通过加强社会保障、加快城乡一体化建设和养老体系改革等提振消费，这将利好必选消费品和医疗、养老、育儿等社会服务，但可能利空建筑材料等基础

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	25,968	0.72	29.45
恒生国企	9,301	0.83	27.58
恒生科技	5,951	0.48	33.20
上证综指	3,922	0.22	17.03
深证综指	2,458	0.22	25.57
深圳创业板	3,062	0.09	42.98
美国道琼斯	46,717	0.27	9.81
美国标普 500	6,733	0.49	14.47
美国纳斯达克	22,935	0.86	18.77
德国 DAX	24,208	0.23	21.59
法国 CAC	8,226	0.23	11.45
英国富时 100	9,579	0.67	17.20
日本日经 225	48,642	-1.35	21.93
澳洲 ASX 200	9,033	0.03	10.71
台湾加权	27,532	-0.42	19.52

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	45,164	0.53	28.54
恒生工商业	14,798	0.85	31.54
恒生地产	18,250	0.54	22.37
恒生公用事业	36,617	0.35	2.67

资料来源: 彭博

设施投资相关行业。中国将继续推动经贸投资关系多元化，以增强出口韧性。
([链接](#))

公司点评

■ 巨子生物 (2367 HK, 买入, 目标价: 58.35 港元) --首款注射类医美产品获批, 开启公司第二成长曲线

巨子生物的首款注射用重组胶原蛋白产品——重组 I 型 α1 亚型胶原蛋白冻干纤维获批上市, 用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹, 包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹。此次获批标志着公司完成医美注射类+医美术后修复(敷料类)+功效护肤的全场景产品矩阵布局。公司正有序推进注射类产品的商业化工作。

注射类新品将开启公司第二增长曲线。目前, 国内已获批面部注射用重组胶原蛋白产品共 4 款。巨子生物本次获批产品与薇旎美、铂研均作用于真皮层, 针对额部动力性皱纹填充, 未来或将在眼部及面部抗衰场景展开竞争。我们认为, 巨子生物具备较强的渠道优势: 一方面, 可复美医用敷料在医美终端积累了深厚渠道网络和品牌认知; 另一方面, 近期推出的可复美帧域密修系列精准覆盖医美术后修复人群, 进一步强化了医美渠道渗透力。因此, 注射类新品的市场潜力有望快速兑现, 成为驱动公司增长的核心引擎之一。

多款注射类产品已在审批阶段, 预计获批节点临近。公司另外有 2 款注射类胶原蛋白产品均处于审批阶段, 产品的陆续获批将进一步丰富公司医美产品矩阵, 覆盖从额部到面部及颈部、从动力性皱纹改善到全面部皮肤质地提升的多层次抗衰场景。

维持“买入”评级, 目标价 58.35 港元。可复美在双十一首阶段线上销售表现相对疲软, 我们估算 2H25 可复美的线上收入或将同比下滑 10%, 拖累可复美全年线上收入增速回落至约 5%。然而, 可丽金的全年线上收入有望实现约 40% 的高增长。线下业务预计将保持稳健增长。我们预计公司 25 年收入增速预测将放缓至 12%。考虑到可复美线上销售面临的短期压力, 我们将可复美 25E-27E 的收入增长 CAGR 由 26% 下调至 14.5%。基于 DCF 模型, 我们下调目标价至 58.35 港元 (WACC: 10.6%, 永续增长率: 3.0%), 分别对应 26x/ 23x 25E/ 26E PE。维持买入”评级。([链接](#))

■ 赛默飞世尔 (TMO US, 买入, 目标价: 654 美元) - 3Q25 业绩强劲; 全年业绩指引上调

赛默飞世尔 (Thermo Fisher) 公布了持续改善的 3Q25 业绩, 收入同比增长 5.0%, 经调整 EPS 同比增长 9.7%。收入和经调整利润分别比一致预期高 1.8% 和 5.4%。尽管宏观环境不确定性仍在, Thermo Fisher 仍通过出色的业务执行, 有效控制了关税的负面影响。基于强劲的 3Q25 业绩, 管理层继续上调全年业绩指引, 预计收入同比增长 2.8% 至 3.8%, 经调整 EPS 同比增长 3.4% 至 4.6%。管理层重申 3% 至 6% 的长期内生收入增速目标。

持续看到积极的需求改善信号。3Q25 pharma&biotech 客户群体收入同比中单位数增长, 延续了 2Q25 的趋势, 继续由 bioproduction、analytical instruments 以及 research&safety channel 业务驱动。公司推出的临床 CRO 和 CDMO 业务的联合服务继续获得 biotech 客户的热烈欢迎, 并正在获得 MNC 客户的关注。基于此, 公司的临床 CRO 业务 3Q25 回升至低单位数增

长，环比 2Q25 继续改善。令人鼓舞的是，在中国市场，学术和政府机构客户的需求正受益于政府刺激措施，而 pharma&biotech 客户的需求则在 3Q25 出现适度增长。

宏观环境趋稳。2025 年药企客户受到诸多政策扰动，包括全球关税战和美国国内政策的变化。然而，随着美国政府与部分 MNC 药企达成药品价格协议，同时全球关税环境更具有可预见性，公司管理层表示客户现在对于应对这些政策变化有更多信心。同时，随着政府和学术客户对于预算（例如 NIH funding）确定性预期提高，此客户群体的需求正在企稳，表明潜在复苏信号。

将受益于客户在美国建厂的趋势。在当下的全球经济环境下，药企对于在美建厂生产药物的需求明显增长。无论是客户新建工厂（greenfield）或是扩建现有工厂（brownfield），TMO 的相关业务，例如 bioproduction 和 analytical instruments，都可获得新订单。但考虑在美建厂所需的时间，这些新增需求将会在 27-28 年反映在公司的业绩中。同时，作为全球领先的 DP 供应商，Thermo Fisher 位于美国的生产设施将帮助客户快速提高在美产量，其在 9 月份完成的对于赛诺菲美国新泽西设施的收购，将继续增加美国 DP 产能。

维持“买入”评级，上调目标价至 654 美元，以反映改善的宏观经济展望。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 收入同比增长 3.6%/ 5.2%/ 6.5%，经调整 EPS 同比增长 3.7%/ 8.7%/ 11.1%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 25.0x/ 23.0x/ 20.7x。我们基于 DCF 模型的目标价为 654 美元（WACC: 7.84%，永续增长率：2.0%）。（[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。