每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- 11 月 16 日，A/H 股明显分化。上证指数跌 0.9%，深证成指跌 2.5%，创业板跌 4.4%，科创 50 跌 5.2%，光模块、PCB 及半导体集中调整，银行、家电逆势走强；港股恒指涨 0.5%，恒生科技跌 0.3%，消费及内银支撑指数，AI 硬件仍弱。南向资金净卖出 42.27 亿港元，阿里巴巴、智谱和中芯国际净买入居前，中银香港和小米等遭主要净卖出。10 月社零同比仅增 0.4%，较 9 月放缓 0.7 个百分点，汽车销售回落是主要拖累，内需修复仍弱。人民币走强，美元兑离岸人民币纽约尾盘报 6.667。

- 日韩股市大幅回落，日经 225 跌 2.4%，韩国 KOSPI 跌 3.6%，SK 海力士跌 7.9%，三星电子跌 4.5%。海外 AI 估值调整传导至亚洲硬件供应链，外资减仓进一步放大韩国市场跌幅。欧洲 Stoxx 600 跌 0.3%，资源、科技、汽车及能源板块下跌，医疗、食品饮料和电信上涨。中国需求偏弱与油价、金属价格回落压制周期板块，科技股继续消化 AI 估值压力，防御板块相对占优。

- 美股跌势扩大，道指跌 1.4%，标普 500 跌 1.9%，纳指跌 2.5%，费城半导体指数跌 5.3%。管理层不确定性与财报前减仓拖累英伟达下跌 4.1%，美光科技跌 7.6%，AMD 跌 5.6%。半导体、传媒和工业板块领跌，个人用品、商业服务和保险收涨。

- 美债曲线牛陡，2Y 跌 5bps 至 4.83%，10Y 跌 3bps 至 5.12%，30Y 跌 1bps 至 5.46%。纽约联储 11 月制造业指数由 25.5 降至 7.8，低于预期的 18.0，但就业分项升至四年多高位，投入价格涨幅仍高。油价下跌和增长降温信号带动债市修复，12 月加息 25bps 预期仍稳固，避险买盘未推动长债明显走强。

- 布伦特 2027 年 1 月合约跌 3.55%至 92.44 美元/桶。霍尔木兹海峡再传油轮遇袭，但出口恢复与供应过剩预期压过地缘溢价，定价重心转向实际供需。现货黄金纽约尾盘回落至 3853.06 美元/盎司，COMEX 白银跌 4.6%；比特币约 6.43 万美元，仍处周末急跌后的低位。

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	23,754	0.49	-7.32
恒生国企	7,982	0.55	-10.46
恒生科技	3,802	-0.30	-31.08
上证综指	3,603	-0.87	-9.23
深证综指	2,052	-2.42	-18.91
深圳创业板	2,320	-4.37	-27.57
美国道琼斯	51,608	-1.41	7.38
美国标普 500	7,417	-1.92	8.34
美国纳斯达克	24,510	-2.49	5.45
德国 DAX	26,599	-0.57	8.61
法国 CAC	8,352	-0.20	2.48
英国富时 100	10,882	-0.19	9.57
日本日经 225	59,662	-2.42	18.52
澳洲 ASX 200	9,045	-0.41	3.79
台湾加权	41,040	-6.03	41.70

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	55,181	0.92	12.77
恒生工商业	11,283	0.26	-18.70
恒生地产	19,385	-0.30	10.38
恒生公用事业	42,038	1.29	10.55

资料来源：彭博

宏观经济

■ **中国宏观经济 - 经济全面放缓**

中国经济放缓的态势正从房地产领域向外蔓延，家庭消费疲软和固定资产投资进一步走低，显示目前强劲的科技生产与出口对整体经济带动作用有限。尽管假期时间和三季度末财政投放加速可能放大了 10 月份的疲软表现，但家庭资产负债表疲软以及企业投资回报率偏低，仍是制约内需的长期因素，从 10 月家庭和企业贷款净流量均再次转负便可见一斑。

2026 年前三季度 GDP 同比增长 4.6%，意味着全年 4.5%至 5.0%增长目标的实现难度不大，也让政策制定者能够将年底的政策重点放在加快既有措施的落实上。虽然 12 月份中央经济工作会议和近期《求是》评论文章释放出 2027 年可能出台针对家庭和消费支持政策的信号，但我们预计基准政策场景仍是“温和宽松”，包括在 2027 年第一季度下调 RRR 和 LPR，同时提前进行财政支出，并对现有消费及房地产相关政策进行微调。尽管这些举措有助于降低融资成本，但要实现经济的持续复苏，仍需家庭收入和企业现金流的切实改善。在出口走弱且国内需求持续疲软的情况下，我们认为更有可能出台力度更大的刺激措施。我们维持对 2026 年第四季度及全年 GDP 增长 4.6%的预测，并预计 2027 年经济增速将放缓至 4.3%。（链接）

行业点评

■ **中国医药 - 医保双目录发布，继续支持创新药**

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 14.8%，跑赢 MSCI 中国指数 32.0%。创新药出海 BD 交易规模快速增长，据国家药监局，今年前三季度中国创新药对外授权交易总额达约 1,300 亿美元，已接近去年全年水平。我们认为，创新药出海的价值兑现在于未来里程碑付款和销售分成，而目前港股主要创新药公司的潜在里程碑总额（不含销售分成）达到市值的平均约 2.3 倍。因此，随着授权品种的价值兑现，公司估值有大幅上升空间。此外，CXO 也迎来需求景气度上升周期，全球 CXO 在 2Q & 3Q26 普遍上调全年收入指引。我们认为，CXO 企业具备较高的增长确定性，强劲的订单增长以及提价对于业绩的驱动作用将延续到明年。考虑到创新药及 CXO 基本面的强劲兑现，我们认为医药行业估值修复行情有望延续。

2026 年版基本医保及商保目录发布，CAR-T 首次纳入医保，商保医保衔接机制首次落地。本次目录调整新增 107 种药品，其中 51 种为 1 类创新药，创历史新高（25 年为 50 种），同时调出 34 种。此外，商保创新药目录新增 12 款创新药，包括基因治疗、实体瘤 CAR-T、核药等。更值得关注的是，药明巨诺的瑞基奥仑赛注射液成为首个纳入医保的 CAR-T，与山东新时代药业的盐酸沙丙蝶呤片一同由商保目录转入基本医保，“商保先行，医保衔接”的路径完成首次验证，为创新药探索多元支付路径提供新可能。

预申报机制落地，创新药“获批-纳入医保”周期缩短。本轮医保目录调整首次设立未上市新药“预申报”。得益于此，百利天恒的伦康依隆妥单抗（EGFR/HER3 ADC）在上市首年即纳入医保，准入节点持续前移。（链接）

公司点评

- **康方生物（9926 HK，买入，目标价：99.34 港元）- HARMONi-3 仍是决定性催化剂**

FDA 未批准依沃西单抗联合化疗用于二线 EGFR 突变 NSCLC，认为在 OS 未达统计学显著的情况下，仅凭 PFS 改善不足以支持正向获益风险比。其依据的全球 HARMONi 研究虽显著改善 PFS，但主要 OS 分析未达显著性（HR 0.79，p=0.057）；后续更长期随访显示总体、亚洲及西方人群 OS HR 为 0.76，但属事后分析，仍不足以改变 FDA 判断。不过，二线 EGFR 突变 NSCLC 市场相对较小，在我们对依沃西单抗的全球峰值销售预测中占比不足 5%。我们期待 HARMONi-3 后续数据读出。我们维持康方生物的“买入”评级，目标价 99.34 港元。

HARMONi-3 对判断依沃西单抗能否在大适应症中挑战标准治疗更为关键。今年 4 月，HARMONi-3 鳞状队列新增中期分析未在 PFS 上达到统计学显著，引发市场波动，但该分析采用了严格的中期疗效界值。试验仍处盲态，鳞状队列主要 PFS 分析所需事件数预计于 2026 年四季度达成，并同步进行一次早期 OS 中期分析；另一项 OS 中期分析计划于 2027 年上半年开展。非鳞状队列 PFS 事件阈值预计也将在 2027 年上半年达成。

竞争加剧，但不断扩展的联合治疗布局为依沃西的未来开发提供空间。在 PD-(L)1/VEGF 赛道，Pfizer 的 tivunatamig、BioNTech/BMS 的 pumitamig、AbbVie 的 ABBV-1480 及 Merck 的 MK-2010 均已进入或准备进入一线 NSCLC 全球 III 期开发阶段。另一方面，AstraZeneca 对 Summit 的 20 亿美元股权投资为其后续临床扩展提供了充足资金，相关联合研究包括依沃西单抗与 TROP2 ADC 和 CLDN18.2 ADC 在胃肠道肿瘤中的组合。与此同时，依沃西单抗也正成为联合策略中的重要 backbone，覆盖康方生物自研 HER3 ADC、TROP2/Nectin-4 ADC，以及 GSK B7-H3 ADC、Pfizer Nectin-4 ADC、Biokin EGFR/HER3 ADC 等合作资产。除 ADC 外，公司亦在推进其与 RAS(ON)抑制剂、CD47 单抗、HIF-2α 抑制剂和 FGFR 抑制剂的联合探索。

维持“买入”评级。CRL 将推迟依沃西单抗在美国的商业化节奏，但 HARMONi-3 和联合治疗进展仍是 Akeso 投资逻辑的核心。我们将康方生物基于 DCF 模型的目标价下调至 99.34 港元（前值：138.42 港元；WACC: 9.67%，永续增长率：3.0%）。（链接）

- **中国生物制药 （1177 HK，买入，目标价：9.0 港元） - 多款创新药纳入国家医保，70 亿美元 BD 验证早研平台价值**

中国生物制药近期在创新药商业化与国际化两端继续取得突破，多款创新产品纳入国家医保目录，并与跨国药企勃林格殷格翰（BI）达成 3.58 亿美元首付款及近期付款的平台型 BD 合作。

医保目录扩容将推动公司创新药商业化放量。贝莫苏拜单抗、库莫西利及罗伐昔替尼首次进入医保，其中库莫西利作为全球首个获批的 CDK2/4/6 抑制剂，一线及二线乳腺癌适应症均获支付覆盖；贝莫苏拜单抗覆盖一线小细胞肺癌、一线肾癌等 5 项适应症。安罗替尼新增 5 项适应症，4 项与贝莫苏拜单抗联用，进一步强化其联合用药基石地位。新版目录 2027 年 1 月 1 日实施，叠加公司成熟商业化网络，产品渗透率有望持续提升。

与 BI 的 70 亿美元 BD 验证早期研发平台价值。公司与 BI 的 BD 合作涵盖 6 个临床前肿瘤资产，以 ADC 为主，其中 5 个来自去年收购的礼新医药。3.58 亿美元首付款及近期款项预计绝大多数将在 2027 年确认，并全额计入上市公司业绩。此次合作标志双方

从商业化协作升级至全球早研合作，验证公司早期研发平台价值。公司预计每年新增约20个IND，潜力管线包EGFR/c-Met双抗ADC TQB6411、PD-1/IL-2双抗TQB6628、LPA/PCSK9 siRNA HJY-22等，BD收入有望常态化，成为第二增长曲线。

维持“买入”评级。考虑公司在 2026 年持续的 BD 交易兑现，我们上调预测，预计 2026E/27E/28E 收入同比增长 11.5%/13.2%/10.4%，经调整归母净利润同比增长 12.5%/19.4%/9.9%。基于 DCF 模型的目标价从 8.70 港元上调至 9.00 港元（WACC: 9.98%，永续增长率：2.0%）。（链接）

- **小鹏汽车（XPEV US/9868 HK，买入/买入，目标价：15 美元/59 港元）- 出口带动 3Q26 业绩超预期，海外指引强劲**

3Q26 收入与毛利率超预期，主因出口贡献提升。3Q26 收入同比增 19.1%至人民币 243 亿元，高出我们此前预测约 12%。车辆毛利率 13.1%，环比升 1 个百分点、超我们预测 0.4 个百分点，小鹏是少数收入与毛利率同时超预期的车企。研发与销管费用合计大致符合预期。净亏损环比收窄至约 8.68 亿元，较我们预测好约 3.6 亿元。

4Q26 销量指引与 FY27E 海外展望强劲；人形机器人按计划推进。管理层预计 11 月单月销量超 6 万台、4Q26E 销量 16.9-17.4 万台（随 Mona L05 爬坡）；FY27E 海外销量同比翻倍至 20 万台，远高于我们此前预测。我们维持 FY27E 总销量 62 万台，但因海外占比提升将单车售价上调 11%；尽管 Mona 放量带动产品结构下行，海外翻倍仍有望推动 FY27E 整车毛利率同比升 0.3 个百分点至 12.7%。机器人预计 1Q27E 起在门店试点、2Q27E 起对外销售，我们维持 FY27E 销量 1.7 万台的假设。

维持“买入”评级。我们将FY27E收入与销管费用分别上调10%、11%，并因持续投入物理 AI 或致 FY27E 仍录得净亏损。仍采用分部估值：机器人业务按 63 亿美元（与 2026 年 8 月融资轮一致）、即每股 4.9 美元/19 港元（10x FY27E P/S，不变），汽车业务按 0.6x（原 0.7x）FY27E P/S 以反映国内逆风。（链接）

- **爱奇艺（IQ US，买入，目标价：1.30 美元）- 去中心与 AI 作为新增长引擎**

爱奇艺公布 3Q26 业绩：总营收同比下降 10%、环比下降 4%至人民币 60.1 亿元，略低于 Visible Alpha 一致预期（61.2 亿元），主要因内容发行收入低于预期；非 GAAP 营业利润为 0.25 亿元（一致预期为 0.20 亿元），较 3Q25 的 0.22 亿元营业亏损实现扭亏，主要归因于严格的内容成本及运营费用控制。展望 4Q26E，我们预计总营收将环比下滑，因会员业务持续面临来自微短剧等其他内容形态的竞争压力，因此我们下调 FY26-FY28 总营收预测 2%-3%。我们将目标价下调至 1.30 美元，对应 0.32 倍 FY27E PS（前值：1.52 美元，对应 0.40 倍 FY26E PS）。公司聚焦向长视频社交媒体及 AI 赋能的内容生态转型，我们认为改转型有望逐步推动长期增长。维持“买入”评级。（链接）

- **贝壳（BEKE US， 买入，目标价：23.60 美元）- 效率红利持续释放有望推动 4Q26/2027 超预期表现**

贝壳 3Q26 业绩全面超出彭博一致预期及招银国际预期：收入 209.9 亿元人民币，同比下降 8.9%，高于彭博一致预期/我们预测 1.2%/2.3%；Non-GAAP 净利润 26.05 亿元，同比增长 102.6%，高于一致预期/我们预测 29.6%/40.1%；净利率 12.4%，高于一致预期/我们预测 2.7/3.3 个百分点。本季超预期主要由成本费用管控成效与运营效率提升驱动：各主要业务贡献利润率同比全面改善；GAAP 运营费用 33.6 亿元，同比下降 22.4%，反映组织精简、营销投放精准化以及 2Q26 一次性计提不再发生。GTV

同比增长 4.5%，而门店/经纪人数量同比-1.4%/基本持平，显示盈利改善已由单店、单人产出效率驱动。我们上调 FY26-28E non-GAAP 净利润预测 2%-6%、下调收入预测 0%-4%，并将基于 SOTP 的目标价上调 5.4%至 23.60 美元，对应 20.2 倍/18.6 倍 2026E/2027E Non-GAAP PE，维持“买入”。

效率驱动的市占率扩张延续。3Q26 门店 60,533 家（同比-1.4%），经纪人 545,816 人（同比基本持平），但存量房交易单量同比增长 14%，快于我们测算的市场 6%-7%，带动存量房成交套数市占率同比提升约 3 个百分点至 42%。效率改善来自：1）链家二手人均单量同比提升三成以上，贝联门店店均单量同比提升约 17%。2）新房继续显著跑赢：GTV 同比增长 5.3%，对比百强房企-11%、统计局口径-15%，市占率提升约 3 个百分点至 35%以上。贡献利润率方面，存量房同比提升 3.6 个百分点至 42.5%，新房同比提升 3.8 个百分点至 27.9%；新房环比回落 0.9 个百分点，系部分城市主动提高分佣比例以支持合作门店经营。

新业务正成为利润引擎。家装家居收入同比下降 22.9%至 33.1 亿元（收入确认滞后于合同额），但合同额已恢复同比增长，贡献利润率同比大幅提升 8.2 个百分点至 40.2%（集采降材料成本、作业效率提升），前三季度总部分摊前利润超 2 亿元、全年有望超 4 亿元。租赁业务收入同比下降 25.4%至 42.7 亿元，主要受收入核算变更影响（净额法占比已由去年同期的 24.5%升至 65.9%）；在管房源超 83 万套（同比+25%），贡献利润率同比提升 7.9 个百分点至 16.6%，前三季度总部分摊前运营利润累计超 13 亿元。

预测 4Q26 利润高增、2027 年 EPS 双位数增长。我们预测 4Q26E 收入约 200 亿元（同比-9%至-10%，主要受租赁净额法影响），Non-GAAP 运营利润率约 10%，对应运营利润同比增长约 507%至 19.6 亿元（4Q25 基数仅约 3 亿元）。我们预测 FY26E/FY27E Non-GAAP 净利润分别为 89.8 亿元（同比+79.0%）/97.2 亿元（同比+8.3%），同时考虑回购带来的股本下降影响，2027 EPS 或实现双位数增长，主要基于降本增效成果进一步释放以及新业务利润率进一步提升。（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。