

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- A/H 股震荡走弱。上证指数跌 0.2%，深证成指跌 1.0%，创业板跌 1.3%，农业、消费和银行逆势走强，半导体及算力硬件回调；港股恒指跌 0.9%，Shein 上市首日一度跌约 10%，最终基本收平。农业、中资银行和软件等板块收涨，集成电路、大模型和博彩等收跌。南向资金净买入 77.57 亿港元，中际旭创、胜宏科技和康方生物等获较多净买入，中国人寿、泡泡玛特和阿里巴巴遭净卖出。宏观方面，8 月 RatingDog 制造业 PMI 升至 51.5，新订单加速、出口订单增速创六个月最快，显示出口和制造仍明显强于内需。人民币略有回落，在岸人民币收于 6.722，较前日贬值 20 点。
- 日韩股市分化。日经 225 跌 1.0%，美伊冲突推升能源价格叠加日本 10 年期国债收益率突破 3%，高久期科技股明显承压；韩国 KOSPI 逆势涨 0.2%，强劲芯片出口及股东回报预期继续支撑存储龙头。欧洲 Stoxx 600 跌 0.6%，欧元区 8 月 CPI 升至 3.3%、创近三年新高，市场基本计入 9 月欧洲央行加息，能源价格上涨正重新将欧洲交易逻辑从“增长修复”拉回通胀与利率约束。
- 美股连续第三日下跌，道指跌 0.8%，标普 500 跌 0.7%，纳指跌 1.0%，费城半导体指数跌 2.1%，高油价与长端利率上升继续压制 AI 和软件等高久期资产。汽车、交通服务和软件等板块领跌，能源、计算机硬件和公用事业收涨。戴尔盘后因 AI 服务器需求推动全年收入指引大幅上调而一度涨超 10%，进一步印证 AI 需求本身仍强，市场仍看好能够快速将 AI 需求转化为订单和现金流的公司。
- 美债继续抛售，收益率曲线熊平。2 年期收益率升 5.62 个基点至 4.40%，10 年期升 4.61 个基点至 4.80%，30 年期升 3.17 个基点至 5.27%，10 年期创 2025 年 1 月以来新高。美国 8 月 ISM 制造业指数降至 54.6、略低于预期，但价格支付指数仍高达 71.1；7 月 JOLTS 职位空缺降至 727 万。与此同时，美联储理事巴尔表示若通胀不能充分降温应果断加息，市场将 9 月加息概率推升至约 68%。
- 美伊冲突升级推动布伦特原油大涨 4.6%至 94.65 美元/桶，两艘油轮遇袭及美军重新打击伊朗令霍尔木兹供应风险急剧升温。现货黄金跌 2.7%至 4,328 美元/盎司，白银跌 2.5%，主要受到美元、实际利率同步上涨压制；比特币跌 1.5%至约 7.74 万美元。

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	25,329.73	-0.93	-1.17
恒生国企	8,462.64	-0.59	-5.06
恒生科技	4,550.88	-1.49	-17.50
上证综指	3,979.89	-0.16	0.28
深证综指	2,548.37	-0.67	0.69
深圳创业板	3,393.43	-1.32	5.94
美国道琼斯	52,766.88	-0.79	9.79
美国标普 500	7,631.47	-0.71	11.48
美国纳斯达克	26,099.77	-1.03	12.30
德国 DAX	25,970.11	-1.10	6.04
法国 CAC	8,301.85	-0.39	1.87
英国富时 100	10,789.28	-0.32	8.64
日本日经 225	66,215.34	-0.15	31.54
澳洲 ASX 200	9,066.70	-0.10	4.04
台湾加权	46,948.72	1.78	62.10

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	56,129.45	-0.09	14.71
恒生工商业	12,501.74	-1.35	-9.91
恒生地产	19,079.56	-1.60	8.64
恒生公用事业	39,043.69	-1.42	2.68

资料来源: 彭博

公司点评

■ 映恩生物 (9606 HK, 买入, 目标价: 284.50 港元) - 聚焦 ADC + IO2.0 数据催化

我们继续认为, DB-1311/BNT324 (Elfe-D, B7-H3 ADC) 是映恩生物最核心的价值驱动, 看好其在 mCRPC 领域的重磅品种潜力。同时, 公司正与 BioNTech 推进 ADC + IO2.0 联合开发策略, 将多款 ADC 资产与 pumitamig (PD-L1×VEGF 双抗) 联用。我们认为, WCLC 2026 及 ESMO 2026 即将披露的数据将成为公司股价下一阶段重估的重要催化剂。

1H26 业绩方面, 公司实现调整后收入 5.10 亿元人民币 (剔除由于与 Elfe-D 美国成本/损益分摊权益行权相关的一次性收入冲减的影响), 同比有所回落; 同期研发费用同比增长 74%至 6.07 亿元人民币; 公司录得净亏损 9.18 亿元人民币。截至 1H26 末, 公司持有现金 30 亿元人民币, 资金储备稳健, 叠加 A 股融资推进及近期 Genentech 就 DUPAC 平台合作带来的 4,500 万美元首付款及潜在里程碑收入, 整体资金与平台变现能力进一步增强。

近期催化剂方面, 我们认为最值得关注的是 WCLC 上披露的 Elfe-D + pumitamig 肺癌数据。根据公司指引, 该项全球 Phase 1/2 研究将以 LBA 形式展示, 预计包括 NSCLC 和 SCLC 安全性数据, 以及 SCLC 初步疗效结果, 而 NSCLC 疗效数据由于扩展队列仍在入组, 目前仍偏早期。此后在 ESMO 上, 公司有望进一步披露 Elfe-D + pumitamig 在多种晚期实体瘤中的 Phase 2 数据, 以及 T-pam + pumitamig 在 HR+/HER2-low/ultra-low 乳腺癌中的初步结果。我们认为, 上述读出将是验证公司“ADC + IO2.0”开发逻辑的关键, 并为后续全球关键性研究设计提供重要依据。管理层亦计划于未来 12 个月内启动 Elfe-D + pumitamig 的全球关键性临床研究。此外, 我们亦预计 T-pam 将在 4Q26 披露其在 HR+/HER2-low 乳腺癌中的全球 Phase 3 数据。

核心管线方面, 我们继续认为 mCRPC 仍是 Elfe-D 最重要的估值锚点。该产品在多线经治患者中已显示出较好的疗效持续性, 中位 rPFS 为 11.3 个月, 中位 OS 为 22.5 个月, 且在 Lu-177 治疗后人群中仍观察到积极活性。其安全性表现优异, ≥3 级治疗相关不良反应发生率仅 20%, 整体耐受性突出。我们认为其相较 Lu-177 及其他 B7-H3 ADC 同类产品具备较强竞争力。随着映恩生物完成美国权益选择权行使后, Elfe-D 已进入针对 taxane-naïve mCRPC 患者、对比 docetaxel 的全球 Phase 3 研究, 临床推进进一步提速。

我们继续看好 Elfe-D 在 mCRPC 领域的重磅潜力, 以及 ADC + IO2.0 联合策略带来的增量空间。考虑到 B7-H3 ADC 赛道竞争加剧, 我们将公司目标价下调至 284.50 港元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 时代天使 (6699 HK, 买入, 目标价: 114.21 港元) - 1H26 业绩超预期, 海外业务首次盈利

时代天使 1H26 实现营收 2.3 亿美元 (+43% YoY), 占我们此前全年预测的 51%, 高于约 43%的历史均值。净利润 2,545 万美元 (+80% YoY)。中国大陆及海外案例数分别增长 37%和 43%, 因此, 管理层上调 2026E 案例数指引至各 35 万例。鉴于案例数增长势头强劲且盈利能力改善, 我们分别上调 FY26 营收及盈利预测 7.5%和 1.0%。

海外业务首次实现半年度盈利，全球化战略开始迈入收获期。1H26 海外收入 1.2 亿美元（+65% YoY），占总收入 51%，案例数达 16.8 万例（+43% YoY）。值得注意的是，尽管上半年公司在海外市场有所提价，但海外需求依然保持强劲，反映海外医生对公司产品临床效果及服务能力的认可度持续提升。海外业务于 1H26 实现营业利润 60 万美元，剔除股权激励及诉讼费用后，调整后营业利润达 900 万美元，主要受益于经营杠杆释放、获客效率提升及医生复购增强。预计 2026E 海外业务将保持高速增长，且经调口径下将保持盈利。

国内市场持续渗透，低线城市与早矫双轮驱动。1H26 国内收入 1.1 亿美元（+25% YoY），案例数 14.9 万例（+37% YoY）。增长继续由低线城市渗透及早矫驱动。我们认为，在消费环境偏弱背景下，国内业务仍实现稳健增长，表明儿科/青少年正畸需求韧性较强，且成人隐形矫治渗透率持续提升。

经营杠杆释放，盈利能力显著改善。尽管竞争以及低线城市及儿科病例占比提升导致国内 ASP 承压，1H26 国内毛利率仍同比提升 2.5 个百分点至 65.8%，主要受益于生产成本降低及治疗方案设计效率提升。同时，SG&A 费用率同比下降 3.0 个百分点。得益于此，国内营业利润率改善 5.0 个百分点至 24.2%，海外业务则首次实现盈利。

盈利预测与评级：我们将 2026E 营收及盈利预测分别上调 7.5% 和 1.0%。基于 SOTP 估值，对国内业务给予 23 倍 2026E 市盈率，对增速更快的海外业务给予 5 倍 2026E 市销率（与同业一致），将目标价上调至 114.21 港元，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **英诺赛科 (2577 HK, 买入, 目标价: 74.2 港元) - 1H26 业绩稍逊预期, 产品结构及利润率持续改善**

英诺赛科 1H26 业绩低于彭博一致预期，收入同比增长 50.6% 至 8.34 亿元人民币。毛利率由 1H25/2H25 的 6.8%/7.7% 提升至 11.6%，主要受益于产能利用率提高、产品升级及收入结构改善；经营活动现金流亦实现转正。高价值应用收入同比增长 70% 至 5.32 亿元人民币，收入占比由 1H25 的约 57% 提升至 64%。考虑到公司收入通常具有下半年权重较高的季节性特征，我们预计 FY26 收入仍将主要集中于下半年。基于更多定点项目逐步转化及产能稳步爬坡，我们将 FY26/27E 收入预测分别调整 -0.1%/+18.2%；鉴于 ASP 保持稳定，且管理层更倾向于优先提升市场渗透率，我们将 FY26/27E 毛利率预测分别下调 7.0/1.9 个百分点。维持“买入”评级，并将基于 FY27E 的目标价由此前基于 FY26E 的 75 港元调整至 74.2 港元，对应维持不变的 35 倍 FY30E 市盈率。（[链接](#)）

■ **蔚来 (NIO US/9866 HK, 买入, 目标价: 6 美元/47 港元) - 2Q26 不及预期; 毛利率展现韧性, 成本控制下盈利端有望改善**

2Q26 毛利率韧性，SG&A 超预期致亏损扩大。2Q26 收入同比增 69.1% 至 321 亿元，超我们预测约 1%；综合毛利率 18.4%（同比提升 8.4 个百分点、环比回落 0.7 个百分点），低于我们预测 0.4 个百分点，毛利额 59 亿元大致符合预期；但 SG&A 超我们预测约 5 亿元（管理层归因新车发布营销），归母净亏损环比扩大 2.26 亿元至 7.22 亿元，较我们预测多亏约 6 亿元。

销量下调，但毛利率韧性推动 2H26 亏损收窄。我们基于 3Q26 指引及管理层“4Q26 月均交付 4 万台+”目标，将 FY26E 销量下调 8%至 42.3 万台；因产品结构改善、且管理层指引 2H26 整车毛利率维持 2Q26 水平，将 FY26E 毛利率上调 0.4 个百分点至 18.3%，预计 2H26 归母净亏损环比收窄、4Q26 趋于盈亏平衡。

新车与成本控制推动 2027 转盈。ES6/EC6、ET5/ET5T 及一款乐道战略级新车计划于 FY27E 上市，ES8 成功上市的经验提升新车成功的确定性；假设 SG&A 与研发合计费用率 17.5%，我们预计 FY27E 归母净利 9.68 亿元（较此前预测上调 50%）。维持买入，美股/港股目标价下调至 6 美元/47 港元，对应 0.7 倍 FY27E 市销率。（[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策。

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。

如需求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员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。