

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股原材料、信息与科技与可选消费领涨，电讯、金融与能源跑输，南下资金净买入 28.7 亿港元，中芯国际、腾讯与华虹半导体净买入规模居前；阿里巴巴、理想汽车与小米集团净卖出较多。A 股硬件设备、半导体与有色金属涨幅居前，媒体娱乐、企业服务与地产下跌。商品期货涨跌互现，债券价格上涨，人民币兑美元大幅走强，因中美经贸谈判就各自关切的安排达成基本共识。
- 中国央行将恢复公开市场国债买卖，持续打击虚拟货币炒作。中国证监会将深化创业板改革，着力发挥中长期资金的稳定器作用。上周新兴市场证券 ETF 结束两周资金净流出转为净流入 9.28 亿美元，其中中国证券 ETF 净流入规模最大为 4.26 亿美元。
- 美股连续上涨，通讯服务、信息技术与可选消费领涨，必选消费、材料与地产跑输。中美经贸谈判和元首会面预期提振市场风险偏好，美国 CPI 通胀略低于预期强化降息预期，科技七巨头大幅上涨。高通一度暴涨 20%，因推出 AI 芯片在数据中心市场与英伟达展开竞争。AMD 盘中转涨，与美国能源部达成 10 亿美元 AI 合作。
- 长期美债收益率回落，10 年国债收益率重回 4% 下方，短期美债收益率基本走平。美元指数下跌，加密货币大涨。因避险情绪减弱，黄金大跌。伦敦白银市场流动性缓解，实物租赁利率大幅回落。伦铜上涨收盘价创历史新高，南美与印尼矿山生产受阻、AI 基础设施需求强劲、中国经济温和复苏和美元走弱预期支撑铜价。油价震荡走平，OPEC+ 预计 12 月小幅增产。
- 美国与马来西亚、泰国、柬埔寨和越南签署贸易协议，涵盖关税政策、供应链多元化、关键矿产等内容，美国对东南亚四国维持 19%-20% 关税税率。这些贸易协议被称作“互惠贸易框架”，缺乏法律约束力，更多是政治承诺。

公司点评

- 药明康德 (603259 CH, 买入, 目标价: 123.35 元人民币) - 小分子 D&M 业务需求增长**
药明康德公布强劲的 3Q25 财报，收入同比增长 15.3%，其中持续经营收入同比增长 19.7%，经调整 Non-IFRS 归母净利润同比显著增长 42.0%。前三季度收入占我们全年预测的 73.8%，与历史均值一致，而经调整利润占我们全年预测的 85.7%，高于历史均值。尽管面临宏观环境的不确定性，药明康德仍兑现了强劲的业务执行效率。因此，管理层继续上调了全年业绩指引，预计全年收入达到 435 至 440 亿元（此前指引为 425 至 435 亿元），持续经营收入将同比增长 17-18%（此前指引为 13-17%），Non-IFRS 净利润率将有望进一步提升。

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	26,434	1.05	31.77
恒生国企	9,467	1.10	29.87
恒生科技	6,171	1.83	38.11
上证综指	3,997	1.18	19.25
深证综指	2,523	1.26	28.88
深圳创业板	3,234	1.98	51.03
美国道琼斯	47,545	0.71	11.75
美国标普 500	6,875	1.23	16.89
美国纳斯达克	23,637	1.86	22.41
德国 DAX	24,309	0.28	22.10
法国 CAC	8,239	0.16	11.63
英国富时 100	9,654	0.09	18.12
日本日经 225	50,512	2.46	26.61
澳洲 ASX 200	9,056	0.41	10.99
台湾加权	27,994	1.68	21.53

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	45,442	0.28	29.33
恒生效商业	15,170	1.52	34.84
恒生地产	18,405	0.33	23.42
恒生公用事业	36,726	-0.04	2.98

资料来源: 彭博

小分子 D&M 业务需求增长。截至 3Q25，药明康德的持续经营在手订单金额达到 598.8 亿元，同比增长 41.2%，相比截至 2Q25 的同比增速 37.2% 进一步加速。相比较而言，截至 3Q25，TIDES 业务的在手订单同比增长 17.1%，慢于截至 2Q25 的同比增速 48.8%。这种在手订单增速的差异表明小分子 D&M 在 3Q25 成为公司订单增长的主要推动力，基于此，管理层认为小分子 D&M 26 年的收入将加速增长。管理层表示其小分子 D&M 管线内有多具备潜力的产品，涉及 GLP-1、PCSK9、疼痛、神经和自免领域。考虑到小分子 D&M 显著的收入占比（占 2024 年总收入的 46%），我们认为此业务的收入增长将对公司整体收入增速有重要的推动作用。同时，为了应对客户增长的需求，公司在中国、新加坡、美国和瑞士均正在建设新产能。

早期业务现更多复苏信号，但全面复苏仍需时间。化学板块中的药物发现服务 3Q25 收入同比下降 2.0%，降幅逐季度收窄。安评业务在 3Q25 同比增长 5.9%，环比增长 13.2%，相比 2Q25 的下降 7.8% 显著复苏，表明客户需求的恢复以及订单价格的改善。生物学板块 3Q25 收入同比增长 5.9%，基本维持 1H25 的增长趋势。管理层表示，得益于国内资本市场的复苏、火热的全球 BD 交易以及美国降息等宏观环境的改善，药明康德看到了一些早期需求复苏的信号，但行业的全面复苏仍需时间观察。考虑到其跟宏观环境的紧密关联性，我们认为其收入恢复增长在未来两年具有较高的可预见性。

维持“买入”评级，上调基于 DCF 模型的目标价至人民币 123.35 元（前值：118.79 元；WACC：9.39%，永续增长率：2.0%），以反映我们对宏观环境展望的改善。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 的收入同比增长 12.8%/ 10.7%/ 14.2%（持续经营业务收入同比增长 18.0%/ 15.0%/ 14.2%），经调整 non-IFRS 净利润同比增长 19.6%/ 10.2%/ 13.3%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 25.1x/ 22.8x/ 20.1x。（[链接](#)）

■ **恒立液压（601100 CH，买入，目标价：105 元人民币）- 3Q25 净利润同比增长 31%**

恒立液压 3Q25 净利润同比增长 31% 至 6.58 亿元人民币，意味着盈利增长加速（1Q25/2Q 分别同比+3%/+18%）。令人鼓舞的业绩得益于油缸需求的持续复苏，进一步增强我们高于市场预期的盈利预测信心。我们维持盈利预测不变，但将估值基数延展至 2026 年（基于 41 倍不变的市盈率，比历史平均水平高出 1 倍标准差），从而将目标价从 92 元人民币上调至 105 元人民币。我们继续看好恒立，主要由于（1）由替换需求驱动的挖掘机上升周期仍然稳固；（2）滚珠丝杠等人形机器人部件将成为结构性增长动力。重申“买入”评级。（[链接](#)）

■ **富途控股（FUTU US，买入，目标价：226 美元）- 路演反馈：短期回调创造买入时机；3Q25 盈利具备上修空间**

我们上周在香港完成为期四天的市场路演，与多位关注中国及香港的长线和多空基金经理进行交流。我们看到长线投资者对长期持有富途的信心增强，但短期观点或存在分歧，主要包括对 1) 近期监管进一步收紧内地客户在香港开立证券账户的政策；2) 稳定币发牌收紧导致相关标的资金流出；3) 中国 CRS 税务申报计划对富途平台上内地存量客户及其资产流失的潜在担忧等。我们认为以上的逆风因素更多影响市场情绪，而非公司基本面。近期公司股价回调（9 月下跌 6.3%，KWEB 指数上涨 10%）创造合适的买入时机。叠加公司 3Q25E 盈利存在上修空间，估值较同业具备吸引力，重申“买入”评

级，微幅上调目标价至 226 美元/ADS，反映净利息收入改善及汇率变动的影响，对应 26/23 倍 FY25E/26E P/E。

长线基金看好富途中长期持有价值，但对短期逆风观点分化。鉴于近期有关内地客户在港开户流程收紧以及 CRS 共同申报计划对内地居民海外投资收益征税等新闻，部分长线基金经理表达了对中国监管不确定性的担忧。我们认为市场对两项担忧反应过度，中国内地存量客户对富途盈利的影响有限。截至上半年，内地存量有资产客户数占比约 17%（CMBI 估测），客户资产规模占集团总资产 25%-30%（CMBI 估测），未来伴随海外市场份额进一步提升，中国内地市场在资产规模及有资产客户数上的贡献占比将进一步稀释。我们认为短期逆风有限，基于 1) 截至 1H25，海外市场的有资产客户数占比首次超过 50%，公司如今多元化的海外布局已与三年前不可同日而语；2) CRS 税务申报计划适用于所有在港金融机构，客户无法通过将资产转出至其他平台，如转入港资或美资券商的在港分支机构，实现避税效应，而富途在定价、产品矩阵和交易体验上的优势使其难以被其他平台替代；3) 内地税务部门目前要求居民自行申报过去三年海外资产的财务账户资料，即使客户将资产从富途平台上转出，其账户上的历史记录亦无法避免税务申报的要求。我们预计未来内地居民自行申报海外投资账户信息将成为行业“新常态”，富途在高净值客户经营上不会出现显著的市场份额丢失或客户资产流失等问题。

3Q25E 每股收益存在上修空间。3Q25 香港和美国股市交投活跃，成交量环比增长 30%/6%至 18.6 万亿港元/53 万亿美元；恒生/纳斯达克指数环比上涨 12%/11%，VIX 指数环比下降 2.7%。我们预计新增有资产客户数环比稳健；净流入趋势或在 2Q25 高基数下环比放缓，但资本利得提升或改善客均资产增长。3Q25 交易量有望实现环比提升，得益于客户资产规模稳健增长及较高的换手率。3 个月香港银行同业拆息在 9 月上升至 3.5%以上，缓解对净利息收入的担忧；我们预计 3Q25 净利息收入或受降息影响环比下行。新增获客成本将维持在 2,500-3,000 港元的指引以下；预计 3Q25 每股盈利在经纪收入和利息收入上存在上行空间。

风险回报具备吸引力。富途当前交易于 20x/18x FY25E/26E P/E，受益于关税风险下行和流动性改善。自今年 7 月以来，公司 12 个月预期 P/E 维持在 15-20 倍，对应三年平均 ROE 为 25.2%；而同业互联网券商（含盈透证券、Robinhood、嘉信理财）的 P/E 均值为 36x/31x FY25E/26E P/E，对应三年平均 ROE 为 19.7%。重申“买入”评级，目标价 226 美元，对应 26x/23x FY25E/26E P/E。（[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。