

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股原材料、可选消费与信息技术领涨，公用事业、必选消费与地产建筑跑输，南下资金净买入 34.1 亿港币，美团、中芯国际与中海油净买入规模居前；泡泡玛特与石药集团净卖出较多。A 股半导体、硬件设备与工贸综合涨幅居前，石油石化、日常消费零售与煤炭跌幅较大。截至 10 月 24 日 A 股共有 1083 家上市公司对外披露三季报，其中 60% 公司归属股东净利润同比正增长，通信设备、半导体、化工、工业金属等行业业绩大幅回暖。据私募排排网统计，截至 2025 年 10 月 17 日 A 股私募仓位指数升至 79.68% 创近一年新高。
- 中国商品期货多数上涨，国债价格走低，人民币兑美元走高。中美围绕美对华海事物流和造船业 301 措施、延长对等关税暂停期、芬太尼关税和执法合作、农产品贸易、出口管制等问题开展磋商，就解决各自关切的安排达成基本共识，双方同意进一步确定具体细节，并履行各自国内批准程序。
- 美股上涨，信息技术、通讯服务与公用事业涨幅居前，能源、材料与日常消费下跌较多。美国 9 月核心 CPI 环比增速降至 0.2%，CPI 同比增速 3% 不及预期，提升美联储年内两次降息预期，科技股和小盘股领涨。苹果收盘创历史新高，特斯拉下跌。AMD 与 IBM 大涨，因报道称 IBM 将在量子计算领域使用 AMD 芯片。
- 美债收益率先降后升，CPI 低于预期带来下行作用，但 Markit PMI 超预期具有推升效应。美元指数先降后升，美元兑加元先涨后跌，特朗普因不满加拿大投放反关税广告，宣布对加方征收 10% 额外关税。黄金涨跌互现，最终收跌，近期有短期杠杆资金抛售，但中长期资金逢低买入，随着金价回调，前者力量将逐渐消减，后者力量将逐渐增强。油价回调。
- 本周市场将迎来多个重要事件。APEC 领导人非正式会议即将召开，中美元首将赴韩国；美联储、日本央行、欧央行、加拿大央行等将公布利率决议；美股科技七巨头中谷歌、Meta、亚马逊、苹果、微软和 A 股贵州茅台、比亚迪等多家龙头公司将发布财报。

宏观点评

- **美国经济 - 美国 9 月 CPI 同比增速继续小幅回升，但低于市场预期**
核心 CPI 环比放缓，其中二手车价格冲高回落带动核心商品环比涨幅下行，但进口占比较高的商品价格明显反弹，显示关税效应仍在释放。核心服务价格小幅回落，房租通胀降至 2021 年初以来新低，未来仍有补降空间。但其他服务通胀高企，机票和酒店等出行服务需求强劲。

通胀反弹幅度低于预期，联储将更加关注就业风险，预计 10 月或 12 月再降息一次，年末联邦基金利率目标降至 3.75%-4%。10 月 CPI 很可能将停止公

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	26,160	0.74	30.41
恒生国企	9,364	0.68	28.45
恒生科技	6,060	1.82	35.63
上证综指	3,950	0.71	17.86
深证综指	2,491	1.36	27.28
深圳创业板	3,172	3.57	48.09
美国道琼斯	47,207	1.01	10.96
美国标普 500	6,792	0.79	15.47
美国纳斯达克	23,205	1.15	20.17
德国 DAX	24,240	0.13	21.75
法国 CAC	8,226	0.00	11.45
英国富时 100	9,646	0.70	18.02
日本日经 225	49,300	1.35	23.57
澳洲 ASX 200	9,019	-0.15	10.54
台湾加权	27,532	0.00	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	45,314	0.33	28.96
恒生工商业	14,942	0.98	32.82
恒生地产	18,344	0.52	23.01
恒生公用事业	36,741	0.34	3.02

资料来源: 彭博

布，而根据 2013 年经验，长期停摆后的首份 CPI 数据可能出现较大偏差，因样本数据收集较少，增加降息时点不确定性。由于银行体系准备金趋近合理充裕水平，美联储可能不久将停止 QT。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。

([链接](#))

行业点评

■ 中国医药-关注已授权药物的研发推进

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 58.6%，跑赢 MSCI 中国指数 24.2%。近期，医药板块略有回调（MSCI 中国医疗指数 10 月至今回调 10%），我们认为这将带来抄底机会。由于资本市场融资复苏、创新药出海交易规模上涨，国内创新药研发需求出现回暖，叠加美国降息，CXO 行业有望在 2H25E 迎来业绩修复。此外，建议投资人关注已授权的创新药管线在海外的临床推进。

ESMO 会议多个重磅临床数据公布。重点关注如下：1) SKB264（科伦博泰）- SKB264 是截至目前唯一在三期临床中，针对 EGFR-TKI 耐药的 NSCLC 展现出 OS 统计学显著性的药物。在 OptiTROP-Lung04 三期试验中，SKB264 单药针对二线患者的 mOS 尚未达到，对比化疗组的 17.4 个月，HR=0.56。2) Ivonescimab（康方生物）：HARMONi-6 中，针对一线 sqNSCLC，AK112 联合化疗的 mPFS 为 11.1 个月 vs 替雷利珠+化疗 6.9 个月 (HR=0.60)，OS 数据尚未成熟。Summit 已对 HARMONi-3 试验方案进行修订，将分别开展针对 sqNSCLC 和 nsqNSCLC 的疗效评估，预计将在 2H26 读出 sqNSCLC 队列的 mPFS 结果。3) 707（三生制药）：在一线结直肠癌，707 5mg/kg Q3W + 化疗的 uORR 达到 82.6%，其中 cORR 为 65.2%。对比来看，II 期试验中，康方生物的 ivonescimab (20mg/kg Q2W) 联合化疗在一线结直肠癌的 ORR 为 81.8%。

BD 对于股价的驱动力减弱，建议关注已授权管线在海外的临床推进。近期，创新药 BD 持续落地，但股价反应偏弱，我们认为主要是由于估值和预期的原因。信达生物宣布与武田制药就 IBI363 (PD-1/IL-2) 等药物达成全球战略合作。关于 IBI363，信达生物将承担 40% 的全球研发费用，并分享 40% 的美国商业权益。我们认为，信达选择与武田风险共担的模式，一方面体现了信达对于 IBI363 的强大信心，另一方面也体现了信达对于全球化战略的高度重视与投入。尽管武田在实体瘤领域的布局有限，但其优秀的全球临床和商业化能力将支撑 IBI363 的价值发现。我们建议投资人关注已授权管线在海外的临床推进，原因是 1) 临床推进的确定性较高，将成为股价上涨的催化剂，2) 最终的价值实现仅少部分来自授权交易的首付款，绝大部分仍需依靠品种的商业化成功带来的里程碑付款和销售分成。我们预期，辉瑞将在年内公布三生制药的 707 的海外临床计划，重点关注 707 与辉瑞的多个 ADC 产品的联用。

行业展望：推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)、药明合联 (2268 HK)、中国生物制药 (1177 HK)、信达生物 (1801 HK)。([链接](#))

公司点评

■ 长城汽车 (2333 HK/601633 CH, 买入, 目标价: 20 港元/28 元人民币) - 3Q25 毛利率略逊预期; 2026 年销量展望更加积极

3Q25 经营层面环比改善: 长城汽车 3Q25 平均售价环比上涨 3.6%, 略强于我们的预期; 在销量环比增长 13% 的基础上, 3Q25 毛利率环比下滑 0.4 个百分点至 18.4%, 低于我们的预期, 主要因为坦克品牌销量占比下降, 以及对经销商的返利增加。销管研三项费用率合计占比环比收窄 1.2 个百分点, 在经营层面弥补了毛利率下降的影响。3Q25 净利润环比下降 50% 至 23 亿元, 主要受俄罗斯报废税返还推迟的影响。若剔除政府补贴、增值税加计抵减及俄罗斯报废税返还的影响, 3Q25 净利润环比增长约 5 亿元。

2025 年四季度展望: 我们维持 2025 年 135 万台的销量预测, 这隐含 4Q25 销量需达 43 万台 (同比增长 11%)。考虑到 3Q25 毛利率未达预期, 我们下调了全年的毛利率预测 0.9 个点至 18%, 同时下调 2025 年净利润预测 12% 至 113 亿元, 对应 4Q25 净利润将同比增长 15% 至 26 亿元。

2026 年展望: 虽然长城的新车规划仍在持续调整, 但我们相信魏牌和欧拉品牌将从 2026 年起进入快速增长通道, 这两个品牌 2026 年合计销量有望同比翻倍至 34 万台, 而公司的目标更高 (魏牌将冲击月销 6 万)。我们将长城汽车 2026 年销量预测上调 5% 至 157 万台, 下调 2026 年毛利率预测 0.4 个百分点, 对应净利润仍有望同比增长 17% 至 132 亿元。

估值: 我们预计长城汽车今年的总销量将创历史新高, 2026 年销量有望同比增长 16% 至 157 万台, 创 2017 年以来最高增速。坦克品牌将继续作为长城汽车的盈利支柱, 而魏牌和欧拉品牌有望成为 2026 年的销售驱动力。维持买入评级, 小幅下调港股目标价至 20 港元, 基于 12x FY26E P/E, 对应 A 股目标价 28 元人民币 (前值: 22 港元/30 元人民币)。(链接)

■ 滔搏 (6110 HK, 买入, 目标价: 3.77 港元) - 26 财年指引维持; 优先考虑利润而非销售

26 财年第三季度 (截至 2025 年 11 月) 至今零售趋势与上季相近。26 财年第二季度 (2025 年 6-8 月) 零售额同比下滑高个位数, 较第一季度 (2025 年 3-5 月) 中个位数跌幅扩大。管理层表示 9-10 月线上与线下走势基本类似。库存仍健康 (26 财年上半年库存天数 150 天, 而 25 财年上半年为 148 天, 金额同比下降 5%)。但 26 财年第二季度零售折扣同比仍在加深 (加深度环比上季度已收窄)。

26 财年指引不变, 我们仍有信心可以达成。尽管 26 财年上半年盈利下滑, 管理层重申 26 财年目标为净利润较 25 财年持平、净利率提升, 并有信心派息接近 100% 净利。销售额方面, 26 财年下半年或仍下滑, 主因: 1) 宏观不确定性下运动服饰需求偏弱; 2) 客流与转化率承压; 3) 线上平台竞争与促销激烈 (滔搏当前更重视利润率而非规模, Nike 总体上更重视品牌和产品定位); 4) 门店数已大幅下滑且仍在下降。不过我们对净利与盈利能力较有信心, 主因: 1) 受主力品牌持续支持与去年 10 月清库存导致的折扣低基数影响, 毛利率仍可扩张; 2) 过去 12-18 个月关闭不少表现欠佳门店, 营运利润率有望改善; 3) 26 财年上半年单店销售已转正 (含新零售的贡献), 经营负向杠杆趋于稳定。

维持“买入”，小幅上调目标价至港币 3.77 元（前值：3.62 港元），基于 27 财年 15 倍预测市盈率（之前为 26 财年 16 倍）。我们将 26/27/28 财年净利润下调 1%/8%/10%，以反映：1) 线下销售比预期更弱；2) 关店比预期增加；但 3) 毛利率比预期更佳。一方面，短期内我们对运动服饰板块维持审慎（天气可能不利、消费疲弱、竞争升级与行业景气度恶化），另一方面，Nike 企稳迹象初现。结合健康现金流与高派息比率，26/27 财年股息率仍达 7%/8%，我们认为滔搏股价仍然相当有韧性。

Nike 开始出现一些积极和正面的信号，但改革仍在进行，尚需更多时间。Nike 新品售罄率改善：1) 跑鞋 Vomero Plus（2025 年 8 月上市）相当热销，售罄率达 60%；2) 服装 Milano Jacket 与 Kobe 篮球鞋系列亦表现抢眼。跑步品类 2025 年 1-9 月销售已转正。后续 Nike 将加大户外品类投入并改造中国门店，利好滔搏（全国 5 家 ACG 门店中有 4 家由滔搏开设，门店形态将重新设计以更贴近当下消费者，且单店资本开支更低）。此外，Nike 订货会增速（推测为 2026 年冬季与 2027 年春季）仅小幅为负，在关店数较多背景下仍属改善信号。但改革多处于早期阶段，短期不宜期待太快的反转。

26 财年上半年（截至 2025 年 8 月）业绩略好于预期。上半年营收同比-6%至人民币 123 亿元，较彭博一致预期高 2%、与招银国际预期相若；净利润同比-10%至人民币 7.88 亿元，较彭博/招银国际预期高 28%/10%，主因：1) 毛利率优于预期（41%，对比彭博/招银国际预期 38%/40.5%）；2) 关闭不佳门店带来显著费用节省（虽有若干一次性减值）。派息率维持高位（102%）。分渠道看，直营/批发销售增长为-3%/-20%。分业务看，主力品牌/其他品牌/特许经营费为-5%/-12%/-21%。分品类看，跑步表现最佳，已经转正，篮球仍承压，户外与网球等小众品类保持高速增长。（[链接](#)）

■ **小米（1810 HK，买入，目标价：61.3 港元）- 3Q25 业绩前瞻：盈利预计保持强劲，因电动汽车业务优异抵消疲软的手机/物联网业务**

小米预计将在 11 月中旬公布 3Q25 业绩。我们预计 3Q25 调整后净利润将实现强劲增长，同比增长 60%至人民币 100.1 亿元，与市场预期一致，主要增长动力为智能电动车业务的强劲势头和盈利能力改善，以及物联网/互联网业务的稳定增长。在毛利率方面，尽管智能手机 BOM 成本上涨（尤其是内存），但我们预计 3Q 毛利率将达 22.9%，优于市场预期的 22.5%，这得益于手机/物联网/互联网业务的毛利率保持韧性，而电动车业务毛利率因产能限制将略环比下降。展望 4Q，我们的看法仍然乐观，原因在于：1) 智能手机：小米 17 Pro/Pro Max 的销售占比提升、双十一促销以及新零售策略；2) 智能电动汽车：强劲的交付量伴随盈利能力改善以及产能扩张；3) 互联网业务：稳定增长，毛利率维持在 75%。我们微幅下调 FY25-27E 调整后净利润预测 3-4%，以反映智能手机业务略显疲软、电动汽车业务在 3Q 实现盈亏平衡以及 BOM 成本上升。重申“买入”评级，我们新的 SOTP 目标价为 61.3 港元（前值：62.96 港元），对应 FY25E/26E 市盈率为 33.9 倍/26.5 倍。近期催化剂包括 3Q25 业绩、双十一购物节、新产品发布以及电动汽车产能扩张。（[链接](#)）

■ **微博（WB US，买入，目标价：14.0 美元）- 3Q25 业绩前瞻：受部分行业逆风影响，广告业务承压**

我们预计微博 3Q25 总营收同比下降 5%至 4.42 亿美元，略低于我们此前预期，主因快消品、手机及游戏等部分行业广告需求不及预期。我们预计

3Q25 非 GAAP 净利润同比下降 20%至 1.11 亿美元（基本符合一致预期），主要受收入下滑以及 AI 投资增加的影响。鉴于部分行业面临压力，我们将 FY25-27 总营收预测下调 1%-2%。我们将估值窗口更新至 FY26，将目标价微调至 14.0 美元，基于 8x FY26 非 GAAP PE（前值：14.5 美元基于 8x FY25 非 GAAP PE）。维持“买入”评级，重点关注 FY26 营收复苏趋势及 AI 商业化进展。（[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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报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策。

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。