

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上周五上涨，港股原材料、可选消费与医疗保健领涨，能源、公用事业与地产建筑领跌，南向资金净卖出 16.01 亿港元，阿里、中移动与长飞光纤光缆净卖出居前，泡泡玛特、小米与腾讯净买入最多。A 股电力设备、有色金属与国防军工涨幅最大，通信、银行与煤炭下跌跑输。美元/人民币降至 6.95，中国央行上调人民币中间价，释放支持人民币升值的信号。
- 日本央行维持利率不变。行长植田和男表示如果经济符合预期将继续加息，特殊情况下将灵活开展债券操作。周五日元盘中大幅反弹，市场怀疑日本政府当局出手干预。日本首相高市早苗警告称将采取一切必要措施应对投机性和极度异常的波动。纽约联储致电金融机构询问日元汇率，市场视此为美日可能联合干预汇率的信号。我们认为外汇干预可能影响汇率短期走势，但很难改变汇率中长期趋势。
- 美股涨跌互现，材料、可选消费与必选消费领涨，金融、工业与医疗保健下跌。地缘风险压制美股涨势。芯片股指数收跌，英特尔因盈利指引逊色而大跌 17%，而英伟达上涨。苹果股价连跌 8 周创 2022 年 5 月以来最长周度下跌，投资者担心存储持续大涨可能损害下游利润率和需求。
- 美元指数连续跌至 5 个月新低。美欧在格陵兰岛上的冲突有所降温，但尚未完全消除。欧洲资金降低美元资产占比寻求更加分散组合的趋势仍在延续。欧洲投资者持有美股占所有外国投资者持有美股的近 50%，欧洲资金的组合再平衡可能令美股持续跑输非美市场和美元走弱。
- 预测网站显示贝莱德高管里德尔接任美联储主席的胜率大升至 49% 跃居首位。里德尔获得债券市场参与者的积极反馈，从未在美联储任职被视为优势。里德尔主要观点：通胀已非主要威胁，更关注就业市场疲软；反对继续缩表以避免市场动荡。
- 特朗普称美国重兵调往伊朗，言论助推金属大涨，狂欢高潮，黄金逼近 5000 美元，白银首次破百。美国为遏制伊朗以石油制裁要挟伊拉克，并威胁封锁古巴石油进口，原油上涨。
- 本周将迎来微软、Meta、特斯拉、苹果等科技巨头财报，市场关注点从传统财务指标转向 AI 资本支出的变现前景与硬件复苏周期持续性。存储巨头三星、SK 海力士和美股闪迪、西部数据、希捷科技的业绩将显示 AI 热潮下存储超级周期的影响。预计美联储短期将保持利率不变，市场关注鲍威尔讲话隐含的政策利率路径信息。市场还关注格陵兰岛和美伊冲突等地缘问题后续进展。

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	26,750	0.45	4.37
恒生国企	9,161	0.51	2.77
恒生科技	5,798	0.62	5.11
上证综指	4,136	0.33	4.22
深证综指	2,746	1.20	8.50
深圳创业板	3,350	0.63	4.57
美国道琼斯	49,099	-0.58	2.15
美国标普 500	6,916	0.03	1.02
美国纳斯达克	23,501	0.28	1.12
德国 DAX	24,901	0.18	1.68
法国 CAC	8,143	-0.07	-0.08
英国富时 100	10,143	-0.07	2.14
日本日经 225	53,847	0.29	6.97
澳洲 ASX 200	8,860	0.13	1.67
台湾加权	31,962	0.68	10.35

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	50,172	0.04	2.53
恒生工商业	14,580	0.77	5.06
恒生地产	19,248	-0.57	9.60
恒生公用事	39,946	-0.24	5.05

资料来源：彭博

行业点评

■ 中国医药 - 创新药出海 BD 仍然火爆，关注 IO 2.0 抢位赛

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 9.2%，跑赢 MSCI 中国指数 5.6%。医药行业显著上涨，主要由于去年第四季度行业回调消化了估值，年初机构投资者配置意愿较强。展望 2026 年，创新药出海趋势长期将延续，我们将重点关注已出海管线的临床进展与数据兑现的核心催化。

年初多个创新药 BD 交易落地，中国创新药出海的趋势向好。在 2025 年创新药 BD 出海授权交易爆发式增长的基础上，2026 年初，已经有多个 BD 落地，体现了中国创新药出海授权交易较高的景气度。重点交易包括：1) 荣昌生物授予艾伯维 RC148 (PD-1/VEGF) 双抗的海外权益；2) 海思科将 HSK39004 (PDE3/4) 的海外权益授予 AirNexis (NewCo 合作模式)；3) 泽璟制药将 ZG006 (CD3xDLL3xDLL3 三抗) 的海外权益授予艾伯维；4) 宜联生物授予罗氏 YL201 (B7-H3 ADC) 的海外权益。值得注意的是，这些分子大多处于临床 2~3 期的阶段，已具备了早期临床数据的验证。我们认为，中国企业对于临床前分子的转让或将谨慎，未来中国出海分子将大多在具备早期临床数据的基础上达成，以获得更高的交易价值。

PD-(L)1/VEGF 或将成为肿瘤基石药物，MNC 开展抢位赛。Summit 于 1 月 12 日宣布向美国 FDA 提交了依沃西单抗的 BLA，但由于 Harmoni 研究仅显示 OS 获益趋势，该适应症的审批仍有不确定性。此外，辉瑞对于 707 / PF4404 的临床推进速度远超预期，已公布将开展 4 项三期试验、覆盖 5 个适应症，全部瞄准一线适应症，包括第一个联用 ADC 的三期试验（联用 Padcev Nectin4 ADC）。BMS/BioNTech 也在全力推进 BNT327 (PDL1/VEGF) 的临床开发，已公布 7 项 2/3 期及 3 期临床，也全部瞄准一线适应症。随着艾伯维获得荣昌生物的 RC148 授权，PD-(L)1/VEGF 赛道的竞争更加激烈。我们认为，临床的效率、广度以及联合疗法（特别是 ADC 联用）的丰富程度将是决胜因素，基于此，我们认为辉瑞/三生有显著的领先优势。

行业展望：推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、药明合联 (2268 HK)、中国生物制药 (1177 HK)。(链接)

公司点评

■ 中国平安 (2318 HK，买入，目标价：90 港元) - 银保开门红驱动 NBV 快速增长，四季度成长股回调或拖累净利提升

我们预计平安 2025 年集团营运利润同比增长 12% 至人民币 1,359 亿元，四季度营运利润预计同比增速较快，主要基于 1) 寿险及健康险营运利润得益于营运偏差改善和投资服务业绩提升实现稳健增长；2) 资管板块减值延续下降；3) 财产险承保盈利维持稳健。预计 2025 年集团净利润同比增长 5.1% 至 1,330 亿元，4Q 净利润同比下降，或受去年同期高基数和四季度成长股回调的影响。非营运项目（即净利润-营运利润）预计在 4Q25 为负，主要因 1) 4Q25 权益市场表现疲软，沪深 300/上证指数同比-0.2%/+2.2%，较 3Q25 同比+18%/+13% 增速明显放缓；2) 10 年期国债利率回升至 1.85% 并在四季度

保持平稳，对债券公允价值投资收益有一定负向影响；3) 港股股价上行导致 H 股可转债的潜在价值重估损失。

我们预计新业务价值全年同比增长 42%至 404 亿元，四季度 NBV 增速放缓主要受开门红准备的影响。展望 2026 年，我们预计 NBV 有望在高基数基础上同比增长 18%，节奏呈现“前高后低”的增长态势。根据渠道调研的结果看，1Q26 开门红销售表现强劲，尤其是在银保渠道，主要受益于居民存款到期后资产再配置的需求，以及分红险 1.75%固定+权益上行带动浮动收益增长的预期收益（~3%），相较于投资竞品具备吸引力。预计 2026 年银保 NBV 增速将领先于个险。

我们将平安基于分部估值法的目标价上调至 90 港元，包括 1) 预测基准向前滚动至 2026 年；2) 调整 2025-2027 年净利润和新业务价值增速预测，并反映集团 EV 增长。公司目前交易于 0.71 倍 FY26E P/EV 和 1.0x FY26E P/B，26 年股息率 4.9%，位列同业最高。新目标价对应 0.9 倍 FY26E P/EV 和 1.24 倍 FY26E P/B，维持“买入”评级。

下行风险：权益市场大幅波动；金融监管大幅收紧；长端利率超预期下行；财险行业竞争加剧；资产减值风险提升等。（[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。