

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- 10 月 27 日，A/H 股高开低走。上证指数跌 1.3%，深证成指跌 2.5%，创业板跌 3.4%，科创 50 跌 4.8%，科技成长承压，银行、航运和煤炭相对强势。两市成交缩至约 1.46 万亿元，资金继续向防御方向集中；港股恒指跌 0.7%，恒生科技跌 1.5%，科技、地产走弱，金融和公用事业收涨。南向资金净卖出 12.37 亿港元，连续第十日净卖出，智谱、MiniMax 和腾讯净买入居前，阿里巴巴、中芯国际和中海油遭净卖出。中国 9 月工业企业利润同比增长 14.4%，主要集中于电子和上游行业。人民币保持偏强，美元兑在岸人民币夜盘收于 6.667。
- 日韩受隔夜美股芯片反弹带动，日经 225 涨 1.7%，韩国 KOSPI 涨 3.1%，三星电子、SK 海力士领涨，AI 融资预期改善与油价回落共同提振风险偏好。欧洲 Stoxx 600 涨 0.5%，英国富时 100 跌 0.8%；AI 情绪回暖，科技和矿业走强，银行承压。汇丰控股财富管理业务增速放缓、收入不及预期，拖累银行股及英国市场。
- 美股延续科技主导的反弹，道指基本持平，标普 500 涨 0.6%，纳指涨 1.2%，费城半导体指数涨 3.6%。博通相关 630 亿美元芯片融资安排缓解 AI 资金链担忧，股价涨 4.0%；CoreWeave 涨 7.9%，Nebius 涨 11.2%，存储和光通信同步走强，能源板块随油价下跌。汽车、半导体和交通板块领涨，医疗器械、商业服务和能源收跌。
- 美债收益率走低，2Y 升 2bps 至 4.70%，10Y 跌 1bp 至 4.99%，30Y 跌 1bp 至 5.30%。美国 10 月消费者信心指数升至 91.7，高于预期 81.0，9 月耐用品订单环比增长 1.8%，需求韧性仍在。市场预计本周联储按兵不动，12 月加息概率仍在八成左右。强数据限制短端利率下行，油价回落则减轻长端通胀压力，债市整体仍处于议息前的等待状态。
- 布伦特原油跌 1.7% 至 113.88 美元/桶，美伊外交推进继续压低风险溢价，胡塞武装袭击沙特石油设施仅短暂推高盘中价格。现货黄金涨约 1.1% 至 4062 美元/盎司，美元走强未阻止金价反弹；伦铜涨约 1.0% 至 14474 美元/吨，现货升水走阔反映近端供应偏紧。比特币纽约尾盘涨约 0.8% 至 8.07 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	23,041	-0.73	-10.10
恒生国企	7,767	-0.45	-12.87
恒生科技	3,800	-1.48	-31.10
上证综指	3,648	-1.33	-8.08
深证综指	2,132	-2.55	-15.76
深圳创业板	2,548	-3.41	-20.45
美国道琼斯	52,378	0.03	8.98
美国标普 500	7,723	0.60	12.81
美国纳斯达克	26,478	1.18	13.92
德国 DAX	25,591	0.71	4.49
法国 CAC	7,887	0.51	-3.22
英国富时 100	10,687	-0.75	7.60
日本日经 225	63,268	1.73	25.68
澳洲 ASX 200	8,850	0.46	1.56
台湾加权	46,096	0.12	59.15

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	52,363	-0.52	7.01
恒生工商业	11,087	-0.93	-20.11
恒生地产	18,938	-0.68	7.83
恒生公用事业	40,196	0.88	5.71

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国半导体行业 - 湾芯展 2026 论坛交流总结

湾芯展 2026 于 10 月 14 日至 16 日在深圳举办。我们梳理了参与的十个论坛近 70 场演讲，聚焦六个产业方向。我们观察到：1) 产业关注点正从 AI 算力单芯片性能转向系统级效率，Token 成本与响应时延成为客户采购的核心指标；2) 800V 高压直流供电已获产业链一致支持，散热与翘曲成为先进封装可靠性的主要难题；3) 超节点、混合键合与 8 英寸 SiC 已进入产业导入阶段；4) CPO 与玻璃基板的量产节奏仍存在不确定性，与会产业方预计 CPO 于 2027-28 年前后量产。我们认为，高压直流供电与散热、存储新方向（分层存储与内存扩展）、混合键合与玻璃基板、CPO 光互连以及设备与零部件国产替代是未来一至两年值得重点关注方向。

AI 算力与大模型：响应时延、超节点方案、AI 辅助算子迁移。产业方将集群级单位 Token 成本与响应时延列为客户采购的核心指标，数据搬运与算力利用率是当前瓶颈。我们认为，超节点将在未来一至两年加速导入，AI 有望加快国产算力的迁移适配。新增算力仍以云端集中为主，边端侧放量取决于端侧应用落地速度。

光互连与硅光：多路线长期并存，最终路线尚未收敛。可插拔、NPO、CPO 与芯片级光 I/O 将按场景长期共存。与会的某产业方预计全球光模块年需求从 2026 年约 8,000 万只升至 2029 年约 1.2 亿只。与会产业方表示 CPO 尚未大规模量产，有望在 2027-28 年前后实现；我们建议关注硅光晶圆级测试与光芯片加工设备。

先进封装与 Chiplet：重点关注良率与可靠性。散热与翘曲是目前先进封装可靠性的主要难题。混合键合间距持续微缩，已用于 3D NAND、CIS、AI 与 HPC 芯片及 HBM。玻璃基板量产时点存在分歧，但发展趋势明确。受 TGV 工艺制约，海外头部厂商高密度玻璃基板良率仅 40-60%；我们倾向于台积电（TSM US，未评级）路线图给出的 2028-29 年导入节奏。

GaN 与 SiC：8 英寸 SiC 进入规模化导入，AIDC 对可靠性要求更高。8 英寸外延器件良率已追平 6 英寸，国内厂商认为现阶段竞争核心在于稳定的规模化供货能力。超结是中高压 SiC 器件降本的主要路径；GaN 高压化仍处样机阶段。AIDC 拉动 SiC 需求，器件厂商预计固态变压器未来 5 年将形成百亿级增量市场；我们认为，更高的可靠性要求短期利好头部厂商。

EDA 与 IP：Agentic AI 已开始导入，目前以验证调试等单点场景为主。验证调试等单点场景可实现数量级提效，复杂场景提效仍然有限。企业设计数据多为私有，我们认为短期数据治理的重要性将进一步凸显。

设备与核心零部件：先进产能驱动需求，规格门槛抬升。本轮需求增量始于 2025 年下半年，先进逻辑、HBM 与先进封装扩产推高零部件规格门槛，并同步提升单机价值量。按 SEMI 设备市场数据测算，2027 年中国大陆半导体零部件市场规模约 312-343 亿美元。（[链接](#)）

公司点评

■ 恒立液压 (601100 CH, 买入, 目标价: 人民币 132 元) - 3Q26 EBIT 同比+25%大致符合预期; 精密工业板块全年收入有望超指引

恒立液压 3Q26 EBIT 同比增长 25%，较 2Q26 的 22%增速略有加快。受其他收益减少的影响，3Q26 净利润同比增长 9% 至 7.17 亿元人民币。业绩基本符合我们的预期。

在业绩电话会中，管理层透露：1) 精密工业板块（丝杠和直线导轨）在 3Q26 实现收入 2.5 亿元人民币，全年收入很可能超过此前约 4 亿元人民币的指引。精密工业板块预计将在 2027 年实现扭亏为盈。2) 墨西哥生产基地预计在 2027 年实现收入 5 亿元人民币。3) 有关美国对进口液压油缸征收的反倾销/反补贴税（AD/CVD），恒立墨西哥生产基地目前可满足美国客户 60-70% 的需求，该比例预计在 2027 年提升至 100%。恒立继续认为双反税同样会增加竞争对手的成本，因此预计该政策对恒立的影响为中性至轻微正面。

我们维持对恒立的正面看法，目标价维持 132 元人民币不变（基于 42 倍的 2027E 市盈率）。我们的目标估值倍数较历史平均水平高 1 个标准差，以反映液压业务的上行周期以及精密工业业务的增长潜力。（[链接](#)）

■ 中兴通讯 (763 HK, 买入, 目标价: 31 港元) - 2026 年三季度业绩: 算力业务强劲增长, 利润率环比改善

中兴通讯 2026 年三季度实现收入人民币 388 亿元，同比增长 34.0%，环比下降 9.8%；净利润同比增长 394.5%，环比下降 9.4%，至人民币 13.1 亿元。扣除非经常性损益后的净利润同比增长 363.7%，环比下降 53.8%，至人民币 5.9 亿元。尽管收入环比下降，但三季度毛利率环比提升 1.3 个百分点至 24.6%。我们将 2026 年/2027 年收入预测分别上调 1.1%/1.0%，同时将 2026 年净利润预测下调 8.7%、将 2027 年净利润预测上调 2.5%，反映出近期营收动能有所增强，但业务结构变化仍在持续稀释利润率（2025 年四季度/2026 年一季度毛利率分别为 29.4%/28.3%）。维持“买入”评级，目标价下调至 31 港元，基于 18 倍 2027 年预测市盈率（前值为 35.5 港元，基于 22 倍 2027 年预测市盈率），大致相当于其过去两年历史前瞻市盈率的平均水平。（[链接](#)）

■ 药明康德 (603259 CH, 买入, 目标价: 人民币 190 元) - 3Q26 在手订单加速, 再次上调业绩指引

药明康德 3Q26 表现强劲: 3Q26 收入同比增长 38.0%，持续经营业务收入同比增长 43.5%，经调整净利润同比增长 61.3%。截至 9 月底，在手订单达 767.4 亿元，同比增长 36.4%，较 2Q26 末的 25.2%增速明显加速；9M26 新签订单同比增长超 60%。管理层再次上调全年指引，总收入预计提高至 610 亿—619 亿元，持续经营业务增速上调至 40%-42%；经调整净利率预期维持稳定，capex 区间收窄至 80 亿—85 亿元。

化学板块持续保持快速增长，管线不断扩张。化学业务仍是主要增长引擎，3Q26 收入同比增长 48.6%。小分子 D&M 业务收入增长 54.5%，虽较上半年 72.7%的增速放缓，但仍受益于高质量分子引流、管线向后推进及产能投放，预计全年增速超 50%。TIDES 业务增长 51.6%，较上半年的 44.3%加速，全年预计增长约 47%；3Q26 新增 8 个 III 期和商业项目，9M26 累计新增 23 个，创历史新高。常州新基地建设启动，目前公司共有 20 个小分子和多肽项目车间处于设计准备、建设或即将投产阶段。

早期服务全面回暖。测试业务 3Q26 收入同比增长 32.7%，高于上半年的 31.5%，由安评业务驱动；生物学业务 3Q26 收入增长 14.4%，较上半年的 11.2% 改善；化学板块内小分子药物发现收入同比增长 16.8%，显著高于上半年 5.6%。此外，AIDD 客户和新分子带来增量业务机会。

季度利润率正常波动。3Q26 毛利率和净利率环比略有回落，但前三季度毛利率和经调整净利率同比分别扩大 7.6 和 8.3 个百分点。季度波动受项目结构、大订单交付节奏、新产能爬坡及汇率影响属正常现象，管理层倾向将效率提升红利分享给客户与员工，而非追求短期利润最大化。我们认为 3Q26 利润率波动属正常现象，整体盈利韧性仍在。

维持“买入”评级。为反映化学板块的强劲增长势头，我们上调业绩预测，预计公司在 2026E/ 27E/ 28E 的收入同比增长 35.1%/ 18.7%/ 15.7%（持续经营业务收入同比增长 41.4%/ 18.7%/ 15.7%），经调整 non-IFRS 净利润同比增长 68.4%/ 18.8%/ 14.4%，对应最新收盘价的经调整 PE 分别为 17.0x/ 14.4x/ 12.6x。因此，我们上调基于 DCF 模型的目标价至 190 元（此前为 170 元；WACC: 9.39%，永续增长率：2.0%，均维持不变）。（[链接](#)）

■ 映恩生物（9606 HK，买入，目标价：284.50 港元）- ESMO 数据点评

尽管映恩生物的 HER2 ADC 管线开发遭遇一定挫折，我们认为公司当前估值的核心支撑仍主要来自其 B7-H3 ADC 资产 Elfe-D。我们判断，凭借逐步显现的有竞争力的疗效信号、差异化的安全性特征，以及在 ADC + IO 2.0 联合治疗策略中潜在的先发优势，Elfe-D 有望成长为一款重磅产品。最新的 ESMO 数据更新，叠加上月公布的 WCLC 数据，进一步强化了这一投资逻辑：Elfe-D 在肺癌及非肺实体瘤领域（包括 SCLC、PROC、HCC 和 CC 等）均展现出令人鼓舞的早期疗效。

Elfe-D 联合 IO 双抗整体耐受性可控。 ≥ 3 级 TRAE 在非肺实体瘤患者中的发生率仅为 38.7%，在肺癌患者中仅为 26.5%。且 ILD/肺炎发生率较低：非肺癌联用 142 人中只有 2 例 1 级 ILD，肺癌联用 279 人只有 8 例（2.9%）；Elfe 单药 ILD 比例也在 5% 以下，451 个病人中只有 2 例是三级 ILD。

我们继续认为，Elfe-D 在未接受化疗的转移性去势抵抗性前列腺癌（chemotherapy-naïve mCRPC）中的全球 III 期单药研究，结合此前已披露的颇具竞争力的 I/II 期数据，为公司估值提供了坚实基础；与此同时，持续扩展的联合治疗数据也为后续带来了具备实质意义的上行期权。展望后续，首项 Elfe-D 联合 pumitamig 的关键性研究有望于 2026 年底至 2027 年初启动，这预计将成为下一阶段的重要催化剂，且 2027 年还有望进一步推进更多关键性项目。（[链接](#)）

■ 信达生物（1801 HK，买入，目标价：138.63 港元）- ESMO 数据点评

信达生物在 ESMO 公布的最新数据进一步强化其 IO/ADC 管线布局，核心品种包括 IBI363（PD-1/IL-2 双抗）及 IBI343（CLDN18.2 ADC）。在 1L PD-L1 TPS $<50\%$ NSCLC 适应症中，我们认为 IBI363 联合化疗于 3mg/kg 剂量组的 PFS 表现整体与帕博利珠单抗为基础的标准治疗方案相当，但相较 ivonescimab 的跨试验对比结果仍呈现一定分化。后续上行空间主要来自优化后的 3 $\rightarrow$ 1.5mg/kg 给药方案，该剂量组实现 86.4% 的 cORR（显著优于 3mg/kg 剂量组的 61.9%），且 mPFS 尚未达到，同时 ≥ 3 级 TEAE 发生率由 93.1% 降至 69.6%。不过，当前 PFS 数据仍未成熟，治疗相关停药情况亦有待持续跟踪。我们认为，正在开展的 IBI363 联合化疗对比帕博利珠单抗联

合化疗一线治疗 NSCLC 的随机 PoC 研究，将是验证其差异化临床价值、并支持后续与武田推进全球 III 期临床开发的关键。

在 1L G/GEJA 适应症中，IBI363 联合 XELOX 显示出更强竞争力，实现 12.4 个月的 mPFS，且在不同 PD-L1 表达水平人群中均观察到临床应答。与此同时，IBI343 在三线及以上 CLDN18.2 高表达 G/GEJA 中取得 III 期成功，进一步验证公司 ADC 平台价值；而 IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC) 早期数据显示出初步抗肿瘤活性，为后续管线拓展提供额外选择。展望后续，IBI363 随机对照数据读出及武田主导的全球开发推进，预计将成为公司下一阶段的重要催化剂。（[链接](#)）

■ 科伦博泰 (6990 HK, 买入, 目标价: 642.29 港元) - ESMO 数据点评

在 ESMO 公布的一系列 sac-TMT (TROP2 ADC) 数据中，两项重磅关键 III 期结果进一步强化了 sac-TMT 在 NSCLC 及子宫内膜癌 (EC) 领域的临床价值。针对一线 PD-L1 阴性非鳞 NSCLC，OptiTROP-Lung06 显示 sac-TMT 方案的中位 PFS 达 15.0 个月，显著优于 chemo-IO 对照组的 5.7 个月 (HR 0.49)，且 ≥ 3 级 TEAE 及停药率均低于对照组，支持其在中国申报 NDA。结合 PD-L1 阳性人群中的 Lung05 结果，上述数据表明 sac-TMT 在不同 PD-L1 表达谱系中均具备明确活性，并支持其作为差异化 IO 联用骨架，分别与 PD-1 单抗及 PD-1/VEGF 双抗进行组合开发。

在二线及以上 EC 适应症中，全球 III 期 TroFuse-005 研究显示，sac-TMT 在中位 PFS (7.2 vs 3.9 个月)、中位 OS (19.0 vs 12.1 个月) 及 ORR (35.1% vs 17.3%) 方面均较对照组实现显著改善，构成 sac-TMT 首个全球 III 期验证结果，并有望在 2027 年 6 月在美国获批 EC 适应症。考虑到目前 sac-TMT 共有 17 项全球 III 期研究正在推进，我们预计默沙东有望加快其全球开发节奏，其中 MK-2010 (PD-1/VEGF 双抗) 联用方案及多项 III 期数据读出将成为后续重要催化剂。预计默沙东将在 2027 年上半年启动 MK-2010 联合 sac-TMT 用于一线 NSCLC 的 III 期研究。同时 sac-TMT 将于 2027 年迎来更多全球 III 期数据读出，潜在适应症包括 3L+ GC、3L EGFRm NSCLC 及 HR+/HER2- LA/mBC。（[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、现在和将来与发表本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 个月的潜在涨幅在-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作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，请与我们联系。

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。