

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 港股下跌，地产建筑、综合与资讯科技领跌，原材料与医疗保健收涨，医疗器械、创新药与贵金属表现较好，南下资金净买入 55.08 亿港元。A 股回调，国防军工、非银金融与计算机领跌，综合、通信与电力设备收涨，CPO、光伏与医疗服务表现较好。贵金属、有色金属和农副产品价格上涨，国债收益率小幅下跌，人民币汇率基本走平。
- 8 月标普中国服务业 PMI 升至 53 创去年 5 月以来新高，新订单加速扩张，显示服务业活动回升。乘联分会统计 8 月乘用车零售同比增长 3%，1-8 月同比增长 9%。纸业龙头再次涨价，8 月以来多轮涨价预示造纸行业供需格局改善，将提升行业盈利。
- 英国央行近期可能保持利率不变，因通胀依然居高。英国央行行长称对 11 月降息表示怀疑，副行长表示因服务业价格压力，利率可能只需略低于目前 4% 水平。英国财政大臣将于 11 月 26 日公布年度预算案，可能需要增税或减支 500 亿英镑。工党政府面临降低财政赤字、扩大财政支出和避免对选民征税的不可能三角。
- 美股上涨，科技股巨头领涨。美国法院裁定谷歌无需出售 Chrome 浏览器，谷歌暴涨 9%。特斯拉在欧洲电动车销售持续下滑，失去大量市场份额。美国 7 月 JOLTS 职位空缺数创去年 9 月以来最低，招聘数量弹，但裁员人数创去年 9 月以来最高，显示就业走弱，强化美联储 9 月降息预期，美债收益率回落。
- 发达国家超长期国债收益率持续攀升，市场对通胀、政府债务和财政纪律担忧加剧，美国 30 年国债收益率突破 5%，英国 30 年国债收益率创 1998 年以来最高，日本 20 年国债收益率触及本世纪以来高点。超长期国债收益率上升增加财政体系与金融市场压力，令各国政府选择发行更多短中期国债。
- 黄金连续上涨，白银创阶段性新高，白宫加强对美联储控制可能加剧通胀预期不稳并推动美元走弱，利好贵金属。原油下跌，OPEC+ 可能考虑新一轮增产。8 月 OPEC+ 实际增产 40 万桶/日符合计划，沙特对增产贡献超过一半。降油价是白宫降通胀和降利率的关键手段，白宫希望通过国内去监管增产和施压 OPEC 增产降低油价。

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	25,343	-0.60	26.34
恒生国企	9,050	-0.64	24.14
恒生科技	5,684	-0.78	27.21
上证综指	3,814	-1.16	13.78
深证综指	2,380	-1.41	21.60
深圳创业板	2,899	0.95	35.38
美国道琼斯	45,271	-0.05	6.41
美国标普 500	6,448	0.51	9.63
美国纳斯达克	21,498	1.02	11.32
德国 DAX	23,595	0.46	18.51
法国 CAC	7,720	0.86	4.59
英国富时 100	9,178	0.67	12.30
日本日经 225	41,939	-0.88	5.12
澳洲 ASX 200	8,739	-1.82	7.10
台湾加权	24,100	0.35	4.62

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	44,195	-0.72	25.78
恒生工商业	14,407	-0.50	28.06
恒生地产	18,116	-1.23	21.48
恒生公用事业	35,799	-0.55	0.38

资料来源: 彭博

公司点评

■ 维立志博 (9887 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 80.27 港元) - 开发下一代免疫肿瘤治疗药物

覆盖免疫检查点、T 细胞衔接器及 ADC 的广泛产品管线。维立志博专注于开发以免疫检查点为基础的免疫治疗药物, 包括共刺激激动剂和检查点抑制剂, 并积极拓展至 CD3 T 细胞衔接器和 ADC 等领域。公司已建立自主研发的 LeadsBody 平台 (CD3 T 细胞衔接器平台) 和 X-body 平台 (4-1BB 激动剂平台), 为持续的药物创新提供引擎。X-body 平台通过平衡肿瘤相关抗原 (TAA) 与 4-1BB 的亲合力, 仅在肿瘤部位结合 TAA 后激活 4-1BB 受体。基于此平台开发的 LBL-024 (PD-L1/4-1BB) 已进入注册性临床阶段。LeadsBody 平台则支持多种结构修饰设计, 可在激活 T 细胞免疫的同时控制安全性风险。在 CD3 T 细胞衔接器中, LBL-034 (GPRC5D/CD3) 是公司领先的核心资产, 已展现出有潜力的临床数据。

LBL-024 (PD-L1/4-1BB) 有望成为首个靶向 4-1BB 的免疫治疗药物。LBL-024 已在中国进入用于治疗三线+神经内分泌癌 (EP-NEC) 的单臂注册性临床试验, 预计将在 2026 年第三季度提交新药上市申请, 也是全球首个进入注册阶段的 4-1BB 靶向药物候选物。在 2L/3L+ EP-NEC 患者中, LBL-024 单药治疗的 ORR 为 33.3%, mPFS 为 2.8 个月, mOS 为 11.9 个月; 在一线 EP-NEC 中, LBL-024 (15mg/kg) 联合化疗方案的 ORR 高达 83.3%, 为推荐一线化疗方案的两倍。LBL-024 在 AST 与 ALT 转氨酶升高方面表现出极低的肝毒性。由于 4-1BB 和 PD-L1 在多种肿瘤中的广泛表达, LBL-024 在 NEC、小细胞肺癌、非小细胞肺癌、胆道癌和肝细胞癌等适应症中具备拓展潜力。在 1L SCLC 的 Ib/II 期临床中, LBL-024 联合化疗的 ORR 达 86.5% (45/52), 预计未来将有更多数据披露。

LBL-034 是全球临床进展第二快的 GPRC5D 靶向 CD3 T 细胞衔接器, 安全性良好。LBL-034 旨在激活 GPRC5D 表达的肿瘤微环境中的 T 细胞, 有效减少 CD3 非靶向激活所引发的安全问题。在复发/难治性多发性骨髓瘤中, LBL-034 单药在 400µg/kg 剂量下达成完全缓解率 (CR+sCR) 为 44.4%, 在 800µg/kg 下为 50.0%, 远高于 TALVEYR 在同剂量下的 22.7%。同时, LBL-034 引发的细胞因子释放水平亦低于 TALVEYR。LBL-034 的最新数据将于 2025 年 ASH 年会公布, 公司正在规划相关关键性临床试验。

首次覆盖, 给予买入评级, 目标价为 80.27 港元。我们看好公司在 PD-L1/4-1BB 及 T 细胞衔接器等下一代免疫治疗领域的布局, 基于 DCF 估值模型给予目标价 80.27 港元。 ([链接](#))

■ **中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 29.0 港元) - 2Q 净利润承压或为短期掣肘, DPS 高增速成为亮点**

中国人寿公布 2025 年上半年业绩, 净利润同比增长 7% 至 409 亿元人民币, 但 2Q25 净利润同比下滑 31% (对比 1Q25: 同比增长 40%), 主要受保险服务费用增加的拖累, 因 2Q25 利率再现下行趋势 (2Q25: -17bps, 相较 1Q25/2Q24: +14bps/-10bps)。1H25 亏损合同确认保险服务费用同比增加 33% 至 150.6 亿元, 导致 2Q25 保险服务费用同比上升 42% 至 606 亿元人民币。2Q25 保险服务业绩为亏损 78 亿元, 同比下跌 175%。尽管存在季度扰动, 我们认为公司的保险服务费用波动性将在 2H25E 缓解, 基于 1) 中国十年期国债收益率 3Q 至今已反弹 17bps 重回 1.8%, 2) 4Q24 利率骤降 (单季环比-51bps) 的情形或难再续, 为 2H25 保险服务业绩修复奠定低基数。上半年每股股息同比增长 19% 至 0.24 元人民币, 增速超越净利润增长, 公司股息政策持续关注 DPS 绝对值增长。

新业务价值以银保渠道为主要拉动。上半年寿险新业务价值可比口径下增长 20.3% 至 285 亿元人民币, 主要得益于银保及其他渠道 NBV 大幅增长 (+179%) 及价值率改善的推动。1H25 银保首年保费 (FYP) 同比上涨 111%, 推动新业务价值增长。代理人渠道首年新单保费同比下降 22%, 我们认为这源于产品结构向分红险销售转型 (代理人渠道分红险新单期交保费占比 > 50%) 及个险营销体系改革对产能的影响。2Q25 个险销售人力为 59.2 万人, 环比-0.3%/较年初-3.7%, 基本保持稳定。

核心权益规模占比持续增长。1H25 公司核心权益类资产较 FY24 提升 1.4 个百分点至 13.6%, 投资收入受益于已实现证券交易资本利得收入增长 (同比提升 2.7 倍) 和 OCI 股票的股息收入上行 (同比增长 79%)。截至 1H25 末, OCI 股票投资规模较年初增长 133% 至 1,400 亿元, 占保险投资组合资金整体规模 2.0%, 较年初增长 1.1 个百分点。净/总投资收益率同比略降 0.3/0.3 个百分点至 2.78%/3.29%。

考虑到承保结构改善及资产配置优化匹配负债属性, 我们将 FY25-27E 每股收益预测上调 5%/4%/8% 至 2.99/3.23/3.67 元人民币, 新目标价为 29.0 港元, 对应 0.5 倍 FY25E P/EV, 维持“买入”评级。公司股价交易于 FY25E 0.39 倍 P/EV, 对应 FY25E 股息率 3.4%。 ([链接](#))

■ **JS 环球 (1691 HK, 买入, 目标价: 2.44 港元) - 九阳有望逐步改善, SharkNinja 亚太高增长延续**

SharkNinja 在亚太区发展持续高速且成功。澳大利亚和新西兰地区方面, Shark 品牌无线吸尘器 (如 Power Detect Pro 和 Evo Power System) 于 24 财年及 25 年以来持续热销, 市占率分别由 23 财年的 3% 提升至 25 财年的 14% 和 20%。预计 25 财年下半年将推出更多新品并拓展至蒸汽拖把、空气净化器等新类别。Ninja 品牌热卖更为亮

丽，由 Ninja Foodi、Ninja Blast、Ninja Duo Zone Air Fryer 与 Ninja Combi 等产品带动，25 年以来搅拌机/食物处理机与空气炸锅市占率分别提升至 20%和 30%，新品像 Ninja Creami 与 Slushie 更是火爆，下半年有更多新品上市。虽亚澳区 25 年三季度销售增速较上半年略有放缓，但仍保持快速增长。在日本，销售增长较 24 财年加速，涉及品类尚少，更具潜力。Shark 品牌无线吸尘器（如 Evo Power System）市占率由 24 财年的 20%升至 25 年以来的 24%，下半年将推 3.0 版本及多功能新品，并扩展至风扇等品类。Ninja 品牌搅拌机类市占率由 20%升至 25 财年上半年的 26%，接下来将推多款新品。渠道调研显示，日本 25 年三季度销售增长与上半年持平。

长线增长潜力巨大。尽管短期竞争与促销压力依在，但因其主要品类于澳新、日本市占仍仅 20 至 30%（美国/英国可达 35 至 50%），且当地 SKU 布局远少于美国，因此长线增长空间可观。

九阳海外销售跌幅有望逐步收窄，现阶段重心由规模转向利润。我们预计中国小家电行业 25 年三季度的跌幅已企稳，九阳业务亦一致。但由于关联交易大幅下滑，九阳整体销售于下半年仍会下降。但随着产品升级定位高端、SKU 精简（剔除低效率与低毛利产品，提高转化率），预计 25 年下半年毛利率与净利率将改善。另外，SharkNinja 于 25 财年起对美出口的大部分产能都已转出内地，预期 26 财年起九阳海外及关联销售负面影响将减弱。

利润率层面，JS 全球的毛利率有望持续改善。虽然 25 年下半年和 26 财年品牌推广费用预计增加，但预计整体毛利率改善将受益于：1) SharkNinja 高毛利贡献提升，2) 关联业务占比下降（毛利/净利率较低），3) 人力、折旧及总部成本具规模效益，4) 股权激励规模明年起可能下降等。

维持买入评级，目标价不变为 2.44 港元。25 财年调整后归母净利润预测下调 92%，反映上半年盈利下滑、九阳业务增长与弱于预期的品牌推广费，并引入 26/27 财年预测。新目标价按 14 倍 26 财年预测市盈率计算，较九阳（21.5 倍）及 SharkNinja（19.6 倍）的平均折让 32%，亦较 A+H 小家电平均折让 8%。考虑公司 24–27 年三年销售年复合增长 9%，净利润年复合增长 157%，14 倍预测市盈率相当合理，现价估值为 11 倍 26 财年。

25 年上半年销售略低于预期、调整后净利润基本持平。JS 全球 25 年上半年报告销售同比增 4%，略低于彭博预期（25 财年预期增速 13%），调整后净利润同比降 27%，符合盈警。收入缓慢主因九阳业务恢复迟缓、关联销售大幅下降；净利下降则来自九阳盈利下滑、采购服务收入减少、品牌与新品推广的营销费用提升以及股份激励计划公允价值损失。分业务看，第三方销售增速由 24 财年的 13%升至 25 年上半年的 18%，关联销售则从 25 年上半年降 59%（24 财年降

55%)。分地区看，中国以外多个市场增速强劲：日本上半年增长 51%（24 财年+22%），澳新/韩国增长 116%/+90%（较 24 财年 236%/455%有所放缓但仍属高位）。分产品看，清洁/食品加工/烹饪设备 25 年上半年销售增速 52%/30%/2%（24 财年同期为 17%/22%/0%）。([链接](#))

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.73	25.00	33%	10.7	10.2	1.7	20.0	2.9%	
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	62.85	80.00	27%	91.1	27.0	6.8	7.7	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.47	7.40	14%	12.7	11.4	0.9	7.2	5.4%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.80	8.90	31%	9.4	7.5	1.5	17.7	3.9%	
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.55	10.74	42%	10.1	8.5	3.3	50.4	2.5%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	21.38	18.68	N/A	12.4	11.1	3.9	38.9	0.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.90	44.95	19%	23.3	18.7	0.8	27.7	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	81.45	129.83	59%	18.8	17.7	4.8	28.9	1.8%	
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	10.97	12.85	17%	18.9	16.1	1.9	10.5	2.8%	
百济神州	ONC US	医药	买入	336.26	359.47	7%	112.8	41.0	13.7	N/A	0.0%	
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.76	37.58	18%	7.7	26.7	3.2	36.8	2.0%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	56.50	71.00	26%	8.0	7.4	0.9	12.5	5.1%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.42	21.60	17%	11.0	10.1	1.3	13.8	3.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	598.50	705.00	18%	22.0	19.5	4.3	20.9	0.9%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	136.45	158.80	16%	2.4	1.9	0.3	11.2	6.3%	
携程集团	TCOM US	互联网	买入	71.23	76.00	7%	2.8	2.5	0.3	18.4	1.9%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.78	6.61	38%	17.1	14.9	1.7	10.9	4.9%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	54.70	62.96	15%	31.6	24.8	5.4	19.6	0.0%	
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	41.98	60.55	44%	19.3	15.3	1.8	10.4	0.8%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.10	47.37	15%	18.4	15.6	2.3	14.7	1.8%	
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	9.63	12.30	28%	N/A	N/A	12.7	N/A	0.0%	
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	136.00	173.00	27%	39.4	26.3	5.8	15.8	0.3%	
贝克微	2149 HK	半导体	买入	55.10	93.00	69%	17.2	13.6	N/A	18.2	0.0%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	373.43	460.00	23%	36.9	28.7	6.9	21.2	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	256.45	388.00	51%	22.7	19.6	4.2	11.2	0.6%	

資料來源： 彭博、招銀國際環球市場預測（截至 2025 年 9 月 3 日）

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责任。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撰写的报告。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。