

每日投资策略

宏观/公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股原材料、地产建筑和可选消费领涨，能源、工业和综合企业下跌，南向资金净买入 102.31 亿港元。A 股房地产、综合和银行涨幅居前，电子、计算机和通信等领跌。大宗商品分化，贵金属、煤炭与钢材上涨，化工、非金属建材与农副产品下跌，国债收益率基本持平，人民币兑美元小幅升值。
- 中国稀土公司称人形机器人、低空经济等产业对稀土需求不断增大，《稀土管理条例》等政策规范供给侧，稀土产品价格保持平稳回升趋势。媒体称阿里今日可能召开发布会重启口碑网、高德自营团购，重构本地生活板块，对标大众点评等行业龙头。
- 日本国债收益率可能延续上升。尽管日本政坛更替和关税冲击带来不确定性，但日本央行仍有可能在 10 月加息，并在 4Q 削减 QE。日本财政政策可能在 4Q 加大扩张力度，对家庭提供新补贴以应对高通胀压力。法国国债收益率首次超过意大利，投资者对法国政治不确定性和政府债务问题担忧上升，马克龙任命新总理。
- 美股上涨，科技股领涨。苹果发布的新产品 AI 功能有限，难以激励消费者开启新一轮替换周期，拖累股价下跌。其他科技巨头股价均有上涨。甲骨文盘后暴涨，尽管财报业绩不及预期，但公司对未来五年云业务指引振奋人心，云收入将从本财年 180 亿美元激增至五年后的 1440 亿美元，甲骨文作为 AI 领军企业之一，其云计算服务客户包括 xAI 和 OpenAI。特朗普签署备忘录将对误导性药品广告加强监管。加密交易所 Gemini 本周开启 IPO，筹资逾 3 亿美元，获纳斯达克战略入股。
- 美国 BLS 将截止 3 月一年期间非农就业人数下修 91.1 万，确认美国经济正在走弱，加剧市场对经济放缓和数据可信度担忧。但美债收益率走高，因就业数据调整为白宫加大施压美联储提供新理由。特朗普对 BLS 和美联储火力全开，财长贝森特称美联储必须提高人民性停止为富人服务。美联储独立性下降可能加剧通胀预期不稳，从而抵消经济放缓对国债收益率的降低作用。市场等待美国周三 PPI 和周四的 CPI 数据。
- 美元指数延续走弱。美欧货币政策分化，欧央行降息周期进入尾声，部分投资者预期明年甚至可能加息一次，而美国就业数据疲软强化市场对美联储多次降息预期，交易员对欧元升值预期再度上升。金价创出新高后大幅下挫，但金价回调仍可能吸引资金流入，因美联储独立性下降利空美元而利好黄金。受以色列袭击多哈影响，油价一度大涨，但随后涨幅收窄。

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	25,938	1.19	29.30
恒生国企	9,242	1.32	26.78
恒生科技	5,829	1.30	30.45
上证综指	3,807	-0.51	13.59
深证综指	2,401	-1.11	22.64
深圳创业板	2,868	-2.23	33.92
美国道琼斯	45,711	0.43	7.44
美国标普 500	6,513	0.27	10.73
美国纳斯达克	21,879	0.37	13.30
德国 DAX	23,718	-0.37	19.13
法国 CAC	7,749	0.19	4.99
英国富时 100	9,243	0.23	13.09
日本日经 225	43,459	-0.42	8.94
澳洲 ASX 200	8,804	-0.52	7.90
台湾加权	24,855	1.25	7.90

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	45,120	1.35	28.41
恒生工商业	14,757	1.11	31.17
恒生地产	18,748	1.78	25.71
恒生公用事业	36,433	0.23	2.16

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 全球宏观策略 - 美国重振工业与中国反内卷

全球经济放缓，但白宫对美联储干预和中国反内卷可能推动通胀反弹，央行面临挑战。中美经济再平衡政策启动，美国以高关税、低税率、低油价、低利率和贸易协定推动产业投资，以建立强大自主制造业体系，中国将适度扩大财政刺激，增加对家庭支持，加快去产能，保持人民币稳中偏强，促进进口。全球国债收益率可能小幅回落，美元可能走弱，股市或小幅上涨，大宗商品价格温和走高。（[链接](#)）

公司点评

■ 康方生物 (9926 HK, 买入, 目标价: 182.12 港元) - 长期随访显示 OS 数据改善

Summit 公布了 HARMONi 全球临床试验的最新数据，该研究评估 AK112 联合化疗对比单独化疗在二线三代 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 患者中的疗效。西方患者的无进展生存期 (PFS) 风险比 (HR) 逊于中国患者，长期随访下的总生存期 (OS) HR 也同样落后于中国人群。鉴于此，投资者担心 AK112 在中国所获得的数据能否成功外推至全球市场。然而，我们更关注 OS 结果，并认为中西人群 OS 差异在一定程度上可能源于西方患者（尤其是欧洲患者）随访时间较短。值得注意的是，在超出最终 OS 分析的更长期随访中观察到了积极的 OS 趋势。北美患者群体也展现出较强的 OS 表现。目前二线 EGFR 突变 NSCLC 治疗仅占 AK112 长期销售潜力的不到 5%，我们认为 AK112 在 NSCLC 领域的主要价值在一线适应症。我们预计 HARMONi-6 中国一线研究将在 2025 年 ESMO 大会上公布结果，同时 HARMONi-2 研究的进一步 OS 数据也将在未来六个月内更新 (Summit 指引)。

中国患者表现出更优的 PFS 结果。在主要 PFS 分析中 (n=345, 随访中位数 22.3 个月)，AK112 联合化疗的中位 PFS 为 6.8 个月，对比单独化疗为 4.4 个月 (HR=0.52, p<0.001)。尽管结果支持其在中国的批准，但鉴于 EGFR-TKI 耐药治疗市场竞争日益加剧 (如 TROP2 ADC、HER3 ADC 等新兴疗法)，AK112 在 PFS 方面的优势可能不足以构成明显的竞争壁垒。在更长期随访 (中位 29.7 个月) 中，PFS HR 略微恶化至 0.57 (前次为 0.52)，这可能是由于西方人群数据成熟度提高所致，在北美和欧洲患者中 PFS HR 为 0.67，而中国患者为 0.55。

OS 在长期随访中得到改善。在最终 OS 分析中 (n=438, 整体中位随访 29.7 个月，欧美患者中位随访为 9.2 个月，数据尚不成熟)，AK112 联合化疗组的中位 OS 为 16.8 个月，对比单独化疗组为 14.0 个月，HR 为 0.79 (95% CI: 0.62–1.01, p=0.0570)，虽略高于 FDA 要求的提交生物制品许可申请的显著性阈值 (p=0.0448)，但 OS 趋势总体积极。在非预先设定的更长期随访 (32.7 个月) 中，中国队列已锁库，仅西方患者继续随访 (欧美患者中位随访 13.7 个月)，中位 OS 未变，但 OS HR 改善至 0.78 (95% CI: 0.62–0.98)，名义 p 值为 0.0332。尽管 FDA 仍旧会主要依据预设分析结果作出审评判断，我们认为成熟的长期 OS 数据对评估西方患者的疗效至关重要。

北美患者 OS 结果表现强劲。在长期随访中，西方患者的 OS HR 略逊于中国患者 (0.84 vs 0.76)，可能仍与随访时间较短有关，尤其是在欧洲人群中。Summit 指出，相较北美患者，欧洲患者的样本数量和随访时间均较有限。

值得注意的是，北美患者的 OS 表现令人鼓舞，HR 为 0.70，尽管置信区间较宽 (0.38–1.30)。

维持“买入”评级。我们认为 HARMONi 试验展现了积极的 OS 趋势，进一步增强了我们对其一线适应症潜力的信心。维持 DCF 估值得出的目标价不变，为 182.12 港元 (WACC: 8.37%，永续增长率：4.5%)。(链接)

■ **江南布衣 (3306 HK, 买入, 目标价: 23.30 港元) - 销售增长改善, 但指引比较保守**

2025 年 7-8 月零售流水走势令人鼓舞。管理层指出，零售增长已由 25 财年一季度的低单位数增长改善至二季度的高单位数，再加速至 7-8 月的双位数，同店销售增长亦有望同步改善。原因包括：1) 低基数，2) 奥莱渠道表现稳健，3) 会员经营与客户服务升级（高等级会员/VIP 活动与服务增加，品牌认知提升），以及 4) 秋季新品上市。

管理层对 26 财年给出“销售增长进取、但利润率保守”的指引，我们认为要达成的难度不高。公司重申了中长期销售目标（零售销售人民币 100 亿元、上市公司口径销售人民币 60 亿元），因此 26 财年需达成高个位数销售增长。同时确认长期利润率目标（毛利率 65% 以上、净利率 15% 以上），因此在 26 财年实现低至中个位数的净利增长仍算合理。关于 26 财年销售增长，即便宏观承压，仍具多重驱动因素：1) 去年暖冬导致的低基数，2) 更多的会员服务权益的升级，且 7-8 月良好走势也验证其有效性，预计将继续抬升 VIP 的销售占比，3) 新品牌 onmygame 与 B10CK 在 26 财年有望延续快速放量（两者在 25 财年的增长均为约 70%），以及 4) 在净利率高于长期目标之际，公司具备以小幅加大零售折扣来提振销售、加速去库存的灵活性。关于 26 财年净利，若同店销售加速、经营杠杆释放，不排除增速快于 25 财年的可能，但考虑到中国 6-12 月宏观走弱、管理层的展望仍然审慎以及其品牌建设的意欲（广告营销费用近年的增长都快于销售增长），我们看法仍偏保守。

维持“买入”并上调目标价至 23.30 港元，基于 12 倍 26 财年预测市盈率（之前为 10 倍 25 财年）。我们小幅下调 26/27 财年净利预测 7%/8%，以反映：1) 更快的销售增速（主要来自新品牌贡献），2) 毛利率低于预期，以及 3) 经营杠杆不及预期。整体看，公司的销售与净利韧性仍强并持续领先行业，但 26 财年净利增速也许比较温和。基于 26/27 财年预测股息率约为 7.5%/8.1%，我们维持“买入”评级。当前估值对应约 10 倍 26 财年预测市盈率，略高于 8 年平均约 9 倍。

25 财年业绩大致符合预期。期内营收同比增长 5% 至人民币 55.5 亿元，净利同比增长 6% 至人民币 8.98 亿元，与彭博及招银国际预期基本一致。毛利率同比降 0.3 个百分点至 65.6%（略低于招银国际预期 66.3%），但有效税率好于预期（26.3%，优于招银国际预期 29%）对冲影响。电商销售增长强劲（增长 18%，24 财年为 19%），部分受益于收购主打线上渠道的童装品牌 onmygame。自营门店销售同比下跌 6%（24 财年为 20%），其中受自营店转分销体系影响，经销商门店销售同比增长 10%（24 财年 18%）。一方面，单店基本面仍稳健（同店销售下跌 0.1%，但考虑到宏观偏弱、25 财年上半年高基数下并不差），另一方面，总体增长来源也值得关注，新品牌成为主要增长引擎（同比销售增长超 100%），而核心品牌 JNBY 仅 2%，库存规模同比增 24% 亦需关注。公司 25 财年维持约 75% 的派息率，当前股息率约 7%。(链接)

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长合												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.92	25.00	32%	10.8	10.3	1.7	20.0	2.8%	
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	64.60	80.00	24%	93.6	27.7	7.0	7.7	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.58	7.40	12%	12.9	11.5	0.9	7.2	5.4%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.96	8.90	28%	9.7	7.6	1.6	17.7	3.8%	
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.18	10.74	50%	9.6	8.1	3.8	50.4	4.0%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	19.44	18.68	N/A	10.1	9.3	3.0	39.0	0.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	36.80	44.95	22%	22.6	18.1	0.8	27.7	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	82.38	129.83	58%	19.0	17.9	4.9	28.6	1.8%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.45	12.85	12%	19.7	16.8	2.1	10.5	2.6%	
百济神州	ONC US	医药	买入	351.13	359.47	2%	117.8	42.8	14.4	N/A	0.0%	
三生制药	1530 HK	医药	买入	35.90	37.58	5%	8.6	30.1	3.5	36.8	1.9%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.20	71.00	24%	8.1	7.5	1.0	12.5	5.1%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.33	21.60	18%	10.9	10.0	1.3	13.8	3.8%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	627.00	705.00	12%	23.1	20.4	4.5	20.9	0.9%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	147.10	158.80	8%	2.6	2.0	0.3	11.2	5.6%	
携程集团	TCOM US	互联网	买入	72.40	76.00	5%	2.8	2.5	0.3	18.4	1.7%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.85	6.61	36%	17.3	15.2	1.7	10.9	4.8%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	56.20	62.96	12%	32.5	25.4	5.6	19.6	0.0%	
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	43.44	60.55	39%	20.0	15.8	1.8	10.4	0.8%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.12	47.37	12%	18.9	16.0	2.4	14.7	1.6%	
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	10.24	12.30	20%	N/A	N/A	13.4	N/A	0.0%	
泰威集团	603501 CH	半导体	买入	131.70	173.00	31%	38.2	25.5	5.6	15.8	0.3%	
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	51.50	93.00	81%	16.1	12.7	N/A	18.2	0.0%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	363.69	460.00	26%	35.9	27.9	6.9	21.2	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	252.06	388.00	54%	22.2	19.1	4.2	10.9	0.6%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 9 月 9 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。