

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 周一（5月26日）中国股市下跌。港股可选消费、医疗保健与资讯科技领跌，电信服务、必选消费与能源收跌，南向资金净卖出15.07亿港元。A股汽车、医药生物和银行跌幅居前，传媒、计算机和环保等收涨。人民币小幅上涨。比亚迪大力度降价，引发市场对新一轮价格战担忧。
- 欧股反弹，对关税敏感的汽车板块大涨，欧元创本月新高。欧盟称将快速推进欧美贸易谈判，贸易专员称与美方沟通良好，提振市场情绪。欧央行行长称近期全球动荡为“欧元全球化时刻”创造契机，欧元可能成为美元的替代。
- 美股休市，股指期货上涨。美元指数下跌。日本据称计划拿LNG项目+造船技术换美国关税让步，力争6月中达成协议。明尼阿波利斯联储主席称经济最大风险是贸易壁垒和移民政策，不确定9月时形势能够足够清晰，暗示暂停加息期可能更长。OPEC+预计大幅增产，意将油价压低至60美元以下，将打击美国页岩油企业。

行业点评

■ 医药行业 - ASCO 精选亮点：聚焦下一代免疫疗法与 ADC

信达生物：ASCO 数据强化了 IBI363 作为下一代免疫治疗（IO）的潜力。

我们认为 IBI363 在 IO 耐药的鳞状非小细胞肺癌（sq-NSCLC）领域具有较大潜力，单药治疗展现出 7.3 个月的 mPFS，在针对同适应症的创新药物中具备较强竞争力。信达计划于 2H25 启动 IBI363 在 IO 耐药 sq-NSCLC 的 III 期临床。

在 3L+CRC 中，IBI363 同样展现出优越的早期疗效信号及更佳的安全性-单药治疗实现 12.7% 的 ORR 和 16.1 个月的 mOS，显著优于吡咯替尼。IBI363 联合贝伐珠单抗后疗效更具竞争力。信达计划于 2H25 启动 IBI363 联合贝伐珠单抗治疗三线微卫星稳定型（MSS）CRC 的 III 期临床，并正在开展 IBI363 联合标准疗法用于一线 CRC 治疗的 II 期研究。

此外，IBI363 在黑色素瘤，特别是免疫不反应的肢端型和粘膜型黑色素瘤中也具有显著潜力。在接受 IO 治疗的肢端型/粘膜型黑色素瘤患者中，IBI363 实现了 28.4% 的 ORR 和 5.7 个月的 mPFS，明显优于目前已上市的 PD-1 单抗。信达已启动 IBI363 对比 Keytruda 用于一线肢端/粘膜型黑色素瘤的关键性 II 期临床。

三生制药：SSGJ-707 在一线 PD-L1 阳性 NSCLC 中具备同类最佳潜力。

SSGJ-707（707）在未经治疗的 PD-L1 阳性 NSCLC 患者中显示出 72% 的 ORR，显著高于 AK112 在其 Ib 期 HARMONI-5 临床试验中报告的 60%，以及 BNT327 在其 I/II 期试验中的 47.1%。同时，707 的安全性表现与同类药物相当且可控。

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	23,282	-1.35	36.57
恒生国企	8,438	-1.70	46.27
恒生科技	5,158	-1.70	37.02
上证综指	3,347	-0.05	12.50
深证综指	1,977	0.17	7.55
深圳创业板	2,005	-0.80	6.02
美国道琼斯	41,603	0.00	10.38
美国标普 500	5,803	0.00	21.66
美国纳斯达克	18,737	0.00	24.82
德国 DAX	24,028	1.68	43.43
法国 CAC	7,828	1.21	3.78
英国富时 100	8,718	0.00	12.73
日本日经 225	37,532	1.00	12.15
澳洲 ASX 200	8,361	0.00	10.15
台湾加权	21,537	-0.53	20.11

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	40,701	-0.37	36.47
恒生工商业	13,172	-2.03	42.65
恒生地产	16,372	0.39	-10.67
恒生公用事业	36,545	-0.83	11.17

资料来源：彭博

707 的 II 期一线 PD-L1 阳性 NSCLC 临床预计将于 2025 年底读出 mPFS 数据，届时将进一步验证其 BIC 潜力。作为全球第二个在一线 NSCLC 中进入 III 期临床的 PD-(L)1/VEGF 双抗，707 近期已启动对比 Keytruda 的头对头 III 期临床，试验设计与 AK112 的 HARMONI-2 类似。三生近期已将 707 的中国以外权益授权给辉瑞，将获得 12.5 亿美元首付款、最高 48 亿美元的里程碑付款以及分级销售提成。我们预计辉瑞将加速 707 的全球开发进程。

复宏汉霖：HLX43 (PD-L1ADC) 在 IO 耐药 sq-和 nsq-NSCLC 中展现强劲潜力。

在早期临床数据中，HLX43 在 IO 耐药的 sq-NSCLC 中实现 40.0% (6/15) 的 ORR，在 nsq-NSCLC 中实现 33.3% (2/6) 的 ORR，疗效在同类药物中具备竞争力。横向比较显示，IBI363 (PD-1/IL-2) 和 SKB264 (TROP2 ADC) 在 IO 耐药 sq-NSCLC 中分别取得 43.3% 和 30.0% 的 ORR，在 IO 耐药 nsq-NSCLC 中分别为 28.0% 和 22.2%。

HLX43 正在进行针对 IO 耐药 NSCLC 的 II 期临床，并已在多种瘤种（如 HNSCC、ESCC、HCC、NPC 等）中开展多个 II 期研究。同时，HLX43 正与 PD-1 单抗联合开发，未来可能拓展至一线治疗。我们认为 HLX43 在全球合作方面具备吸引力，值得重点关注。（[链接](#)）

公司点评

■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 181.6 港元) - 积极应对外卖市场竞争

美团公布 1Q25 业绩：营收为 866 亿元人民币，同比增长 18%，较招银国际预期和市场一致预期均高 1%，而调整后净利润达到 109 亿元人民币，同比增长 46%，较招银国际预期/市场一致预期分别高出 12%/13%。核心本地商业板块 135 亿元人民币的营业利润较市场预期 10%，这主要归因于用户补贴优化助力外卖业务营业利润超出预期。然而，随着外卖行业竞争加剧，及行业玩家部署更多资源以加速即时零售业务的发展，美团正在积极应对竞争，牺牲短期盈利能力以提高用户粘性，并顺应行业加速渗透的趋势。与此同时，美团仍致力于投资国际扩张，以推动长期收入和盈利增长。我们对美团在外卖行业的竞争优势持积极态度，并认为行业竞争应有望适时回归理性，尽管短期内缺乏明确的前景。考虑到外卖业务的额外投资以及支持外卖业务海外扩张的增量投资，我们将美团 2025-2027 年的预期收入/调整后净利润预测下调 1-2%/11-21%。我们基于现金流折现法 (DCF) 的目标价下调了 9% 至 181.6 港元，对应 25x 2025E PE。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 亿航智能 (EH US, 买入, 目标价: 30 美元) - 产品交付延迟导致 1Q25 业绩低于预期；但预计 2Q25 交付量将复苏

由于交付延迟，亿航 1Q25 的电动垂直起降 (eVTOL) 飞机交付量意外同比下降 58%，仅为 11 架，导致 1Q25 亏损同比扩大 23% 至 7,800 万元人民币。管理层解释称，延迟是由于天气、春节以及运营商许可证 (OC) 审批所需的时间。亿航有信心在 2Q25 实现交付量复苏。亿航智能维持 2025 年收入 9 亿元人民币（同比增长 97%）以及销售和管理费用上升 40% 的目标。我们认为亿航智能仍然拥有先发优势，主要由于公司是中国第一家获得 eVTOL 飞机量产三大必要证书以及 OC（两家运营子公司）的企业。我们对 2025-27 年的盈利预测维持不变。维持买入评级及目标价 30 美元，基于 15 倍 2025 年市盈率。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

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
持仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.38	24.00	31%	12.3	11.2	1.7	17.4	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.00	28.00	40%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.64	7.40	31%	11.1	9.9	0.8	7.2	6.9%
三一重工	600031 CH	装备制造	买入	18.66	22.00	18%	20.5	17.8	2.1	10.4	2.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.05	40.61	27%	20.0	17.0	1.3	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	91.45	133.86	46%	4.7	17.3	5.3	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	13.38	18.61	39%	0.6	0.7	2.3	17.2	3.3%
百济神州	ONC US	医药	买入	241.43	359.47	49%	127.1	30.6	8.7	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	56.55	61.71	9%	209.4	122.9	6.3	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	64.45	89.00	38%	97.7	88.3	14.5	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.14	15.80	4%	9.3	8.6	1.1	13.4	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	510.00	660.00	29%	18.9	17.2	3.7	19.3	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	120.73	155.50	29%	1.6	1.4	0.3	11.9	5.4%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	62.33	70.00	12%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.7%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.16	6.13	47%	15.4	13.0	1.4	11.4	5.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.30	59.99	17%	33.5	27.6	5.2	13.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.50	43.22	33%	13.4	10.8	1.8	15.1	2.3%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.11	8.90	25%	N/A	N/A	8.0	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	128.82	176.00	37%	30.3	21.2	5.5	19.2	0.5%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	50.70	69.50	37%	14.0	10.7	N/A	19.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	431.57	512.00	19%	31.0	24.2	6.1	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	273.13	388.00	42%	24.2	21.7	4.3	11.1	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年5月26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有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上责任。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编制的报告。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。