

每日投资策略

行业、公司点评

行业点评

■ 科技行业 -2025 年全球 AI 智能眼镜市场预计起量

2024 年，全球 AI 智能眼镜出货量同比增长 588%达到 234 万副，归因于 Ray Ban Meta 在第四季度强劲销售（环比增长 183%至 136 万副）。展望 2025 年，AI 智能眼镜市场将继续保持强劲增长势头，预计同比增长 135%达到 550 万台，受益于 Meta/小米/字节跳动/雷鸟/Rokid 强大产品发布。随着越来越多的玩家扩展到 AI 智能眼镜产品，我们预计 BOM 成本将逐渐下降，未来几年 AI 眼镜中更多杀手级应用将变得流行。总体而言，我们认为供应链将受益于蓬勃发展的 AI 智能眼镜周期，包括小米/TCL 作为主流 IoT 品牌厂商，舜宇光学/丘钛科技因其光学业务，瑞声科技因其扬声器/MEMS 麦克风业务，立讯精密作为原始设备制造商和京东方/TCL 用于显示。（[链接](#)）

公司点评

■ 诺诚健华（9969 HK，买入，目标价：7.91 港元）- 自免品种将成第二增长引擎

自免管线将进一步推动业务增长。奥布替尼在 2024 年实现了强劲的销售增长，同比增长 49%，达到 10.01 亿元人民币，超过了公司增长 45%的指引。我们预计奥布替尼将继续在肿瘤市场实现强劲销售。同时诺诚健华在自免疾病领域的进展同样值得关注，包括奥布替尼在多发性硬化症（MS）、ICP-332（TYK-2 JH1）在特应性皮炎（AD）以及 ICP-488（TYK-2 JH2）在银屑病病中的研发。截至 3Q24，公司拥有 78 亿元人民币丰厚的在手现金。

奥布替尼在多发性硬化症中的进展值得期待。奥布替尼展现出了强大的透脑性，2 期临床中，奥布替尼针对 RRMS 展现出令人鼓舞的疗效。诺诚健华将在美国启动奥布替尼针对原发性进展型多发性硬化症（PPMS）的 3 期临床，预计 2Q25 实现首例入组。针对继发性进展型多发性硬化症（SPMS）人群的 3 期临床也预计将在 3Q25 实现首例入组。PPMS 和 SPMS 领域由于缺乏有效治疗方法，仍存在巨大的未满足的医疗需求。我们预计公司在推进海外 3 期临床的同时，还将积极寻求奥布替尼对外的授权机会。此外，奥布替尼针对系统性红斑狼疮（SLE）的 2b 期数据预计将在 4Q25 读出，3 期临床方案正在规划中。

两种 TYK2 抑制剂展现出差异化优势。ICP-332 在治疗特应性皮炎（AD）的 2 期临床中，展现出优异的疗效数据，在 EASI 75、EASI 90 以及 IGA 0/1 方面显示出显著改善，优于现有的治疗方案，如 JAK1/2 抑制剂、IL-4Rα 单抗和 IL-13 单抗等，并展现出良好的安全性。我们看好 ICP-332 治疗 AD 的潜力以及可能的对外授权，该品种已于 2024 年 11 月在中国进入 AD 的 3 期临床，

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	19,701	-0.40	15.56
恒生国企	7,164	-0.18	24.20
恒生科技	4,515	-1.43	19.96
上证综指	3,230	0.51	8.58
深证综指	1,913	-0.37	4.10
深圳创业板	2,093	-0.37	10.68
美国道琼斯	44,565	0.92	18.24
美国标普 500	6,119	0.53	28.28
美国纳斯达克	20,054	0.22	33.59
德国 DAX	21,412	0.74	27.82
法国 CAC	7,893	0.70	4.63
英国富时 100	8,565	0.23	10.76
日本日经 225	39,959	0.79	19.41
澳洲 ASX 200	8,379	-0.61	10.38
台湾加权	23,525	0.00	31.20

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	34,745	0.65	16.50
恒生工商业	11,030	-0.90	19.46
恒生地产	14,489	-1.32	-20.95
恒生公用事业	34,065	-0.42	3.62

资料来源：彭博

亦已在美国启动了 1 期临床。ICP-488 在银屑病的 2 期临床中显示出 50% 的安慰剂校正 PASI 90 和 62% 的 sPGA 0/1，与其他 TYK2 靶向疗法相比具有较强的竞争力，或将成为颇具竞争力的银屑病口服药物。

维持买入评级。基于公司坚实的现金储备以及奥布替尼强劲销售所带来的稳定现金流，我们看好诺诚健华在自免疾病领域的临床进展。我们基于 DCF 模型给与公司目标价 7.91 港元。（[链接](#)）

■ **三生制药 (1530 HK, 买入, 目标价; 9.91 港元) - PD-1/VEGF 双抗早期临床数据公布, 展现优效潜力**

707 (PD-1/VEGF) 展现优效潜力。三生制药近期公布了 707 (PD-1/VEGF) 的 II 期临床早期数据: 1) 在单药一线治疗 PD-L1+、EGFR/ALK WT NSCLC 的试验中, 10mg/kg Q3W 剂量组有 24 例患者经历了至少 2 次肿瘤评估, ORR 达到 70.8%, 高于依沃西单抗 (康方生物, AK112) 在 Ib 期 (HARMONi-5, Link) 和 III 期 (HARMONi-2, Link) 临床试验中的 60.0% 和 50.0% ORR, 707 展现出优效潜力。3 级以上 TRAE 为 23.5%, 略低于依沃西单抗在 III 期临床中的 29.4%。2) 在联合化疗一线治疗 EGFR/ALK WT NSCLC 的试验中, 10mg/kg Q3W 剂量组共入组 28 例患者, 其中非鳞癌和鳞癌患者人群的 ORR 分别为 58.3% 和 81.3%, 分别高于依沃西单抗的 54.2% 和 71.4% ORR。3 级以上 TRAE 为 8.9%, 显著低于依沃西单抗 (25.0% 和 44.4%)。3) 在治疗 mCRC 的试验中, 7 例 mCRC 患者接受 707 (10mg/kg Q2W) 单药的三线或以上治疗, ORR 为 33.3%。61 例初治的 mCRC 患者接受 707 (10mg/kg Q2W 或 Q3W) 联合化疗治疗, ORR 为 36.3%。我们将持续关注后续 PFS 等数据读出。公司计划在今年启动 707 治疗 NSCLC 和 CRC 的 III 期临床试验。

全球 PD-(L)1/VEGF 双抗授权交易活跃。2024 年 6 月, 康方生物将依沃西单抗对 Summit (SMMT US) 的许可地区扩大至中、南美洲、中东地区及非洲, 首付款达 7,000 万美元。24 年 8 月, 宜明昂科将 IMM2510 (PD-L1/VEGF) 和新一代 IMM27M (CTLA-4) 的大中华区以外的权益授予 Instil Bio (TIL US), 总交易金额超 20 亿美元。11 月, 默沙东 (MRK US) 引进礼新医药的 PD-1/VEGF 双抗, 总交易金额可达 32.88 亿美元。707 开发进度处于全球前列, 早期临床数据展现出优效潜力。我们预期 707 有望在未来实现海外授权。

多项早期管线进入临床阶段。三生制药近期在研发日公布了多项早期临床管线, 包括临床 I 期阶段的 706 (PD-1/HER2)、SSS40 (NGF) 和自免领域的 626 (BDCA2)、627 (TL1A) 等。相较于辉瑞的他尼珠单抗, SSS40 显示出初步的临床优效和良好安全性, SSS40 在 Ib 期试验中第 8 周的 NRS 平均疼痛评分较基线变化超 3.5 (vs. 他尼珠单抗的 2.03), 且在骨转移癌痛患者中暂未发生他尼珠单抗所出现的关节安全性事件 (病理性骨折)。公司计划在今年 2 月启动 SSS40 的 II 期临床。

维持买入评级, 目标价 9.91 港元。我们认为公司估值吸引、盈利增长稳健、创新管线具备出海潜力。我们预期公司 25 年收入/归母净利润将分别同比增长 12%/13%。基于 9 年 DCF 模型, 给予目标价 9.91 港元 (WACC: 12.20%, 永续增长率: 2.0%), 对应 10.0 倍 25 年市盈率。（[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	14.28	19.00	33%	8.7	11.6	1.4	19.3	3.5%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	14.24	16.00	12%	N/A	N/A	0.6	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.68	6.80	20%	11.8	10.5	0.8	6.9	6.1%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.84	19.60	53%	6.9	6.4	1.0	18.3	9.6%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	26.80	33.80	26%	23.1	17.4	0.7	26.6	0.0%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	80.40	126.68	58%	17.5	16.3	3.5	23.3	3.2%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	345.80	450.26	30%	155.8	131.0	20.0	12.1	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.69	133.86	58%	22.1	N/A	6.1	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.72	18.84	61%	17.5	N/A	2.2	16.3	4.2%
百济神州	ONC US	医疗	买入	222.24	282.71	27%	N/A	453.6	8.9	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	123.19	162.81	32%	77.5	49.7	5.0	7.8	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.30	35.50	52%	5.2	5.9	0.7	16.2	5.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.50	14.00	12%	8.7	8.3	1.0	13.1	4.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	384.80	525.00	36%	16.7	15.4	3.5	N/A	1.2%
网易	NTES US	互联网	买入	99.45	125.50	26%	2.0	1.8	0.5	21.5	14.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	86.10	132.20	54%	1.4	1.2	0.2	11.2	7.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.64	6.13	68%	15.8	13.5	1.4	9.7	4.6%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	4.05	4.38	8%	155.8	94.2	10.4	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	35.55	N/A	N/A	35.9	28.7	4.5	11.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.15	44.41	8%	20.9	15.3	2.6	18.6	1.5%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	128.00	186.00	45%	26.6	18.4	7.3	31.2	0.5%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	386.56	426.00	10%	35.4	27.2	6.9	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	9.27	10.80	17%	N/A	134.3	3.6	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場預測（截至 2025 年 1 月 23 日）

注：小米集团(1810 HK)的目標價仍在審核中

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責任。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。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。