

每日投资策略

行业点评

全球市场观察

- 关税战再次升级，特朗普对日本、韩国、南非等 14 国发出关税函，新关税与 4 月“解放日”公布的税率类似将于 8 月 1 日生效，特朗普还威胁对金砖国家加征新关税。全球市场避险情绪再次上升，美国股债双杀，美元反弹至两周高点，新兴市场货币创 4 月以来最大跌幅，黄金低开高走、尾盘收平，铜价连续下挫。
- 美股下跌。可选消费、材料与能源领跌，仅公用事业和必选消费等防御性板块上涨，中概股上涨，跑赢美股大盘。特斯拉跌超 8%后小幅反弹，此前马斯克宣布成立“美国党”。今日日韩等新关税对象国股市可能承压，近期涨幅较大的韩股将面临获利回吐。
- 与 4 月“解放日”不同，此次关税升级后美元走高、美债下跌。美国将与欧盟达成 10%关税协议提振美元，关税升级针对日韩和部分新兴市场打击日元、韩元和新兴市场货币。但美元走高不一定持续，关税再升级可能推动日韩等贸易盈余国进一步抛售美债美股，加剧美国股债跌势，抑制美元指数升势。关税升级通过引发美国股债波动还可能令白宫加大施压美联储降息，如果美联储呈现服软姿态，那么将加剧投资者对美债抛售，推动美元走弱。
- 此次关税升级可能仍是特朗普极限施压手段，市场已习惯特朗普反复，总体反应将比 4 月“解放日”后温和很多。短期内，美国和日韩等新关税对象国的股市与货币可能跑输全球，因为关税带来双输；欧洲和中国的股市与货币可能相对跑赢，因为美国目前对欧盟和中国仍以达成协议为目标推进贸易谈判，媒体报美国可能与欧盟达成 10%关税协议，美国财长将在未来几周会见中方代表；中国股市与人民币可能跑输欧洲，因为中国与日韩等新关税对象国的经济联系比欧洲与他们的联系更加紧密，且特朗普对金砖国家发出新关税威胁。
- 澳大利亚央行可能在今日降息。澳大利亚经济与通胀明显放缓，一季度 GDP 环比增速降至 0.2%，近期 CPI 与核心 CPI 增速已降至 2.1%和 2.4%，但就业市场依然稳健，近期工资增速 3.4%左右。澳大利亚银行已累计降息 50 个基点，未来仍有进一步降息空间。
- CFTC 最新数据显示，此次关税战升级之前，国债多头大量卖出，美元空头部分平仓，标普 500 指数和纳指多头头寸增加，但罗素指数空头增加，黄金、原油和铜的多头头寸均温和增加。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	23,888	-0.76	40.13
恒生国企	8,609	-0.46	49.23
恒生科技	5,230	-0.08	38.93
上证综指	3,473	0.35	16.75
深证综指	2,074	-0.49	12.87
深圳创业板	2,130	-1.57	12.63
美国道琼斯	44,406	-0.94	17.82
美国标普 500	6,230	-0.79	30.61
美国纳斯达克	20,413	-0.92	35.98
德国 DAX	24,074	0.58	43.71
法国 CAC	7,723	-0.40	2.39
英国富时 100	8,807	-0.19	13.88
日本日经 225	39,588	-0.50	18.30
澳洲 ASX 200	8,589	-0.08	13.15
台湾加权	22,429	-1.25	25.08

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	43,522	-0.84	45.93
恒生工商业	13,171	-0.79	42.64
恒生地产	18,038	0.04	-1.58
恒生公用事业	36,319	-0.04	10.48

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国医药 (优于大市) - 理性看待创新药估值，寻找优秀公司的买点

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 41.4%，跑赢 MSCI 中国指数 25.2%。短期来看，由于市场对于出海交易的频次和交易规模预期较高，创新药的估值持续攀升，需理性看待股价上升空间。创新药属于高风险、长周期、高回报的行业。中国创新药的研发实力具备全球竞争力，创新药出海趋势将长期持续。然而，由于创新药的长周期特征，导致出海交易的达成往往需要较长时间的研发积累。

创新药商保目录即将落地，对行业短期影响有限，长期将打开创新药支付空间。7 月 1 日，国家医保局联合国家卫生健康委出台《支持创新药高质量发展的若干措施》，再次强调了对于创新药的全方位政策支持，并且将商保纳入制度框架，打开创新药的长期支付空间。同日，医保局发布了医保目录和商保创新药目录调整工作方案，预计将于 10-11 月公布结果。商保创新药目录采用价格协商的形式，由商保专家、医保部门与药企进行价格协商。2024 年我国商业健康险保费收入达到 9,773 亿元，同比增长 8.2%，资金规模已接近当年居民医保筹资总水平。但商业健康保险赔付率较低，2023 年商业健康保险赔付额仅为 3,848 亿元。我们预期，在政策的助力下，我国商业健康保险的保费收入规模和赔付率都有望大幅增长，长期成为创新药的重要支付来源。

消费类医疗领域存在估值修复机遇。核心看好标的包括：巨子生物、固生堂、时代天使。我们认为，受益于强劲的产品力，巨子生物的销售额将逐步复苏。巨子生物的品种扩张和品牌扩张将长期驱动业绩增长。作为唯一的大规模中医连锁企业，固生堂不断积累医生资源和品牌影响力，轻资产模式下门店数量快速扩张，经营现金流强劲。我们认为，时代天使的海外业务的盈利能力正快速改善，ASP 和毛利率持续提升。鉴于国际市场的庞大规模，海外业务有望成为公司增长的核心驱动力。

行业展望：推荐买入三生制药 (1530 HK)、巨子生物 (2367 HK)、固生堂 (2273 HK)、时代天使 (6699 HK)、百济神州 (ONC US)、信达生物 (1801 HK)。(链接)

招銀國際環球市場焦點股份

				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
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.34	24.00	47%	10.9	10.0	1.5	17.4	3.3%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	17.91	28.00	56%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.79	7.40	28%	11.4	10.2	0.8	7.2	6.7%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.61	8.70	32%	9.4	7.6	1.4	17.4	4.4%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.48	2.61	5%	38.8	22.5	3.7	11.8	0.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.36	18.68	2%	10.6	9.6	N/A	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.70	40.61	5%	24.2	20.5	1.1	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	81.50	133.86	64%	4.2	15.4	4.7	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.64	18.61	60%	0.5	0.6	2.1	17.2	3.8%
百济神州	ONC US	医药	买入	240.99	359.47	49%	126.8	30.5	9.2	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	82.55	102.95	25%	278.9	167.4	8.7	3.1	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	68.40	89.00	30%	103.6	93.7	15.3	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.34	15.80	3%	9.5	8.7	1.1	13.4	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	502.00	660.00	31%	18.6	16.9	3.6	20.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	106.27	155.50	46%	1.5	1.3	0.2	11.9	6.8%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	61.46	70.00	14%	2.5	2.2	0.3	10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.34	6.13	41%	16.1	13.6	1.5	11.4	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	57.30	65.91	15%	35.6	27.4	5.6	14.9	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	39.20	58.78	50%	18.5	15.6	1.7	9.9	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.65	43.22	37%	13.1	10.5	1.8	15.1	2.4%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	6.38	8.90	39%	N/A	N/A	7.4	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	123.18	176.00	43%	29.0	20.2	5.2	19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	58.10	93.00	60%	16.7	12.9	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	332.68	379.26	14%	25.2	19.6	6.3	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	269.80	388.00	44%	23.9	20.6	4.4	11.2	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 7 月 7 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风险。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。