

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市涨跌互现。港股回调，资讯科技、金融与电讯下跌，医疗、工业与能源上涨。A 股上涨，通信、钢铁与生物医药领涨，农业、银行与美容护理下跌。随着经济再平衡政策推进，A 股相对港股可能具有更大补涨空间。国债期货下跌，人民币汇率走平。焦煤日内大跌后，夜盘大幅反弹。中美经贸会谈在瑞典举行，双方将推动 8 月 12 日到期的关税休战协议再展期 90 天。中美元首可能在 10 月底韩国 APEC 峰会前后会晤，在此之前双方将努力创造良好氛围。
- 韩国计划学习日本以对美投资换关税协议。三星电子与特斯拉签署 165 亿美元芯片制造协议后，考虑在美国投资 70 亿美元建立先进芯片封装厂，这将是三星继 Taylor 晶圆厂后在美半导体领域又一重大投资。三星项目若能快速落地，将填补美国本土高端封装能力空白，吸引美国高性能计算芯片客户，可能挑战台积电垄断地位。
- 欧洲股市收涨，银行与电信大涨，但诺和诺德暴跌拖累医疗板块。欧债收益率小幅上升，欧元下跌。欧盟与美国仍将围绕数字服务税和钢铝进行谈判。欧央行研究认为美元稳定币崛起将为美国带来战略与经济优势、债务融资成本下降和全球影响力上升，可能损害欧洲货币政策自主权和推升欧洲对美国在地缘政治上的依赖。
- 美股下跌，工业、可选消费与医疗领跌，地产、公用事业与能源上涨。UPS 跌超 10%，公司仍未发布年度指引。联合健康盈利指引低于预期，股价大跌拖累道指。诺和诺德美股盘前暴跌，任命新 CEO 并下调全年指引，减肥药销售不及预期。英伟达可能向台积电新订购 30 万块 H20 订单，显示芯片需求强劲。投资者关注关税对苹果毛利率和 ASP 的影响。波音 2Q 营收同比增长 35%超预期，净亏损收窄，新订单增长明显，波音对华订单交付情况被视为中美关系的晴雨表。宝洁 4Q 业绩超预期，受益于个人护理等产品涨价，宝洁预计关税将在 2026 财年造成 10 亿美元成本冲击。星巴克加速改革与产品创新，中国同店销售重返 2% 增长，股价盘后上涨。
- 美债收益率回落。美国经济数据延续放缓，6 月 JOLTS 职位空缺不及预期，招聘需求下降。抢进口效应消退，商品进口大降，贸易逆差超预期收窄。5 月 20 大城市房价连续第三个月下跌，房贷利率居高仍抑制住房需求。3Q 关税对通胀传导效应可能更加明显，美国通胀可能短期反弹，中短期美债收益率难以明显下降，前期涨幅较大的股票可能承压。
- 美元与黄金上涨。特朗普给俄罗斯达成俄乌协议的通牒期从 50 天减至 10 天，对俄加征关税威胁推动油价大涨

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

行业点评

■ 互联网/半导体/汽车行业 - WAIC 大会：聚焦科技创新、普惠、协同共治

2025 年 WAIC 大会于 7 月 26 日-28 日召开，我们总结核心趋势如下：1) 企业加速智能体应用布局：腾讯已推出超 10 个垂直领域智能体，覆盖办公、营销、代码生成等多场景；京东正式开源 JoyAgent 智能体。2) 开源生态快速发展，支持国内 AI 生态繁荣：阿里巴巴通义千问全球下载量已突破 4 亿，衍生模型突破 14 万个；腾讯混元大模型已实现全模态开源。3) 世界模型和具身智能成为新焦点：腾讯发布并开源混元 3D 世界模型 1.0，面向机器人产业发布具身智能开放平台 Tairos；商汤推出悟能具身智能体平台，赋能机器人等终端硬件。4) 自动驾驶作为 AI 领域的重要应用之一，为更通用化及复杂化的 AI 场景夯实基础。我们看好具备坚实技术实力和广泛应用场景的互联网公司，应用端对大模型调用需求的持续起量有望支撑云业务发展。AI 主题下推荐阿里巴巴、腾讯、快手、百度、地平线、理想、小鹏。（[链接](#)）

公司点评

■ 药明康德（603259 CH，买入，目标价：人民币 116.56 元）- 不确定宏观环境下亮眼的业绩增长

药明康德公布好于预期的 1H25 财报，收入同比增长 20.6%，其中持续经营收入同比增长 24.2%，经调整 Non-IFRS 归母净利润同比显著增长 44.4%。1H25 收入和经调整利润占我们全年预测的 47.5%和 54.4%，高于历史区间。尽管面临宏观环境的不确定性，药明康德仍兑现了强劲的业务执行效率。因此，管理层上调了全年业绩指引，预计持续经营收入将同比增长 13-17%（此前指引为 10-15%），Non-IFRS 净利润率将有望进一步提升。

持续强劲的商业化需求驱动 CDMO 业务超预期增长。全球医药市场对于临床后期以及商业化阶段项目旺盛的生产需求是自新冠疫情后驱动 CXO 行业增长的一个重要因素。药明康德作为全球领先的化学药 CDMO 公司，显著受益于这一趋势。1H25 公司的 TIDES 收入同比大增 141.6%，得益于快于预期的产能爬坡，管理层将 TIDES 全年收入增速指引从 60%上调至 80%。小分子 D&M 收入增长 17.5%，在 2022/23 年负增长的基础上实现了显著的改善。中美关税对公司 1H25 业务的影响相对有限。在当下仍旧波动的宏观环境下，我们预计客户对于商业化阶段药物的生产需求将大概率得到延续，将利好包括药明康德在内的头部 CDMO 公司。

推进全球产能建设，为长期增长做准备。截至 1H25 末，药明康德的在手订单同比增长 37.2%，特别是 TIDES 业务的在手订单同比增长 48.8%。公司重申将多肽产能在 25 年底提升至超过 10 万 L，以支持公司现有商业化项目以及不断增加的其他项目的生产需求。同时，公司也在推进位于常州、美国、新加坡和瑞士的产能建设。公司继续预计全年 capex 投入在 70-80 亿元，并认为未来 capex 将可能继续增长。

早期研发业务的实质性改善仍需时间。药明康德的早期研发相关板块收入在 1H25 的增长情况相比 2024 年显示出了环比改善，但管理层认为客户的需求仍需时间才能实质性改善。早期研发相关收入贡献了约 30%的收入。而全球 biotech 融资通常是观察早期研发需求的领先指标。

维持“买入”评级，上调基于 DCF 估值的目标价至 116.56 元（WACC: 9.42%，永续增长率：2%；前值：77.22 元），以反映上调的业绩指引以及中美关税等宏观环境的改善。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 的持续经营业务收入同比增长 16.0%/ 15.9%/ 15.8%，经调整 non-IFRS 净利润同比增长 16.2%/ 17.6%/ 16.4%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 22.8x/ 19.4x/ 16.7x。（[链接](#)）

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员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。