

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 全球市场避险情绪先升后降，风险资产价格低开高走。特朗普升级钢铝关税，加大对中国和欧盟施压，市场避险情绪先上升。在美股开盘承压后，白宫和美联储出手稳市，白宫发布大国元首可能通话消息，美联储鸽派官员大谈降息前景，市场避险情绪再下降，美股收涨。亚太股市今日可能随美股反弹。
- 美国加大对中欧施压，中国汽车业开启新的价格战，中国股市和人民币汇率低开高走、最终收跌。港股医疗保健、地产建筑与能源领跌，A 股汽车、电子与机械设备跌幅居前。香港颁布《稳定币条例》，数字货币概念股走强。
- 近期美元下跌主要因为白宫政策极端化风险导致投资者降低美元资产超配程度，而非美国经济相对欧日显著走弱。美欧利差并未显著下降，但美元持续走弱，资金从美元资产流向欧元、日元和本国资产。美元短期逐渐进入超卖状态，但仍有一定下跌空间，预计美元指数数年末降至 97 左右。中期内，美元在国际货币体系中份额将会下降，但仍将保持主导地位；欧元、人民币的份额可能上升，但无法替代美元主导地位。
- 美股盈利下调风险已有所释放，市场对今年标普 500 指数盈利增速预测从去年末时的 14%降至 3 月末时的 11.3%和 5 月末时的 9.1%，预计未来进一步下调至 7%。但美股估值仍贵，过去 10 年年均回报 13%大幅超越长期历史均值（9%左右），未来收益存在均值回归风险。建议控制仓位，增加防御性板块（如必选消费、公用事业）和估值/盈利性价比较高板块（如医疗、硬件科技）配置比例。
- 美国国债收益率可能先高后低。关税可能小幅推升 5-8 月通胀，减税计划可能引发投资者对财政赤字率上升担忧，这些因素将限制国债收益率降幅，近期优选中短期国债；但特朗普团队中期仍希望降低财政赤字率和国债收益率，目前国债收益率偏高，未来具有下降空间，远期可以增配长期国债。企业财务稳健，盈利延续增长，企业债务/GDP 已降至 2015-2016 年水平，可以超配投资级企业债，以增厚债券组合收益。

行业点评

- **中国医药 - 中国创新药闪耀 ASCO，重磅出海交易持续落地**
MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 27.6%，跑赢 MSCI 中国指数 14.5%。创新药出海交易持续兑现，中国创新药的国际竞争力在重磅交易中得到充分体现。

中国创新药闪耀 ASCO 舞台。三生制药（1530 HK）更新了 707 (PD-1/VEGF) 单药在 1L PD-L1+ NSCLC 的 2 期临床数据。截至 2025 年 3 月 26 日，在 34 例 10mg/kg Q3W 患者中，cORR 为 64.7%；其中，在 PD-L1 高表达人群中

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	23,158	-0.57	35.84
恒生国企	8,359	-0.86	44.91
恒生科技	5,134	-0.70	36.39
上证综指	3,347	0.00	12.52
深证综指	1,972	0.00	7.29
深圳创业板	1,993	0.00	5.38
美国道琼斯	42,077	-0.46	11.64
美国标普 500	5,906	-0.09	23.83
美国纳斯达克	19,159	0.24	27.63
德国 DAX	23,931	-0.28	42.86
法国 CAC	7,737	-0.19	2.57
英国富时 100	8,774	0.02	13.46
日本日经 225	37,471	-1.30	11.97
澳洲 ASX 200	8,414	-0.24	10.85
台湾加权	21,003	-1.61	17.13

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	40,599	-0.68	36.13
恒生工商业	13,076	-0.46	41.61
恒生地产	16,398	-1.43	-10.53
恒生公用事业	36,267	-0.36	10.32

资料来源：彭博

ORR 达到 77%，在 PD-L1 低表达人群中 ORR 为 62%。信达生物 (1801 HK) 更新了 IBI363 (PD-1/IL2) 的多瘤种临床数据：1) IO 经治肺癌：单药 3mg/kg 的鳞癌 mPFS 达到 7.3 个月 (vs. TROPION-Lung01 研究中，多西他赛 PFS 3.9 个月)；2) 3L+ 肠癌：单药的 OS 长达 16.1 个月 (vs. FRESCO & FRESCO-02 研究的 OS 6.4-9.3 个月)；IBI363 联合贝伐组中，无肝转移人群 PFS 达到 7.4 个月；3) IO 经治黑色素瘤：1mg/kg Q2W 组的 PFS 达到 5.7 个月。此外，复宏汉霖 (2696 HK) 的 PD-L1 ADC (2mg/kg) 在后线 sq-NSCLC 的 ORR 达到 40%，后线 nsq-NSCLC 的 ORR 达到 33%。

中国创新药陆续达成重磅海外授权交易。5 月 20 日，三生制药宣布将 707 (PD-1/VEGF) 的全球权益 (除中国内地外) 授权辉瑞，将获得 12.5 亿美元的首付款及最高达 48 亿美元的里程碑付款，并将获得双位数比例的产品销售分成，交易规模大幅超出市场预期。此外，授权交易达成后，辉瑞还将按 30 日成交量加权平均价认购公司 1 亿美元的普通股。我们认为，此笔交易的达成得益于 707 在临床展现的同类最佳 (BIC) 潜力，且研发进度全球领先。借助辉瑞丰富的临床资源和强大的执行能力，707 的海外临床进度有望快速追赶，并充分挖掘该分子的 best-in-class 潜力。6 月 2 日，翰森制药 (3692 HK) 宣布将 HS-20094 (GLP-1/GIP) 的全球权益 (不含大中华区) 授予 Regeneron，并将获得 8000 万美元首付款、19.3 亿美元里程碑付款以及双位数比例的销售分成。

行业展望：我们认为，受益于创新药出海交易、国内集采政策优化、创新药丙类医保目录落地、医疗设备招标复苏、内需复苏等积极因素推动，医药行业有望在 2025 年继续迎来估值修复。推荐买入百济神州 (ONC US)、三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、诺诚健华 (9969 HK)、巨子生物 (2367 HK)。(链接)

公司点评

■ 众安在线 (6060 HK, 买入, 目标价: 20.4 港元) - 稳定币预期打开估值空间, 保险主业基本面持续改善, 上调目标价至 20.4 港元

众安在线上周股价累计上涨 55%，主要受 5 月 21 日香港立法会通过《稳定币条例草案》及 5 月 20 日美国参议院通过《GENIUS 法案》程序性动议的正面影响，众安银行作为香港首家可为稳定币发行商提供储备服务的数字银行，估值上行空间受到关注。尽管近期股价飙升一定程度上受 FOMO 情绪影响，但我们认为随公司保险业务基本面持续改善，短期市场关注度提升有望带动资金看到公司中长期估值上修的机会。随着稳定币持牌发行人制度有望在年内进一步落地，我们预计估值回落至此前 0.7-0.8 倍 FY25E P/B 下行空间有限。我们提升目标价至 20.4 港元，对应 1.29 倍 FY25E P/B，维持“买入”评级。

众安成为稳定币法案落地的受益标的，主要因公司与首批参与香港金管局获批的稳定币发行人沙盒测试机构圆币创新科技存在股权关系。众安数字资产是圆币科技旗下圆币钱包的原始股东，持股比例 20%；众安银行作为众安数字资产的主要运营机构，有望在年内合规的香港稳定币发行落地后，成为圆币创新科技所发行的港币稳定币 HKDR 的托管银行。众安在线对圆币科技的间接持股比例预计为 8.7%，成为此轮稳定币法案落地后增量资金关注的重要标的。我们维持众安银行今年实现盈亏平衡的预测，随后续稳定币发行人制

度的确立，预计增量法币储备金存款，带动负债端较低利息成本的活期存款规模增长，进一步提升净利息收入同时利好净息差(NIM)持续改善。截至2024年底，众安银行活期存款占比35%，净息差为2.41%，负债端成本管控对NIM增长仍有上行空间。此外，稳定币出入金及交易服务有望带来更多非息收入，进一步完善银行收入结构。考虑到众安银行已基本构建起服务Web 3企业多元生态体系，叠加稳定币储备金托管的增量业务，我们参考国际数字银行估值水平，提高银行板块P/B(x)至2.3倍（原1.12x），维持众安银行全年盈利在190万港元的预测。

国内财险业务板块1-4月总保费同比增长12.7%至109亿元，增速明显高于行业平均，体现公司作为互联网保险头部企业的成长性。我们预计今年保费规模增长将由健康和汽车生态带动，全年总保费有望维持中双位数增速；承保盈利有所改善，预计全年COR为96.9%（原：97.2%）得益于公司持续优化承保结构，主动压降利润较薄及信用风险敞口较高的数字生活和消费金融生态的承保规模。此外，持续推动产品创新，年初上线的“众民保中高端医疗险”通过覆盖带病体、高龄老年人等特定人群，以0免赔额、院外用药等权益保障迅速占领市场份额，截至5月底众民保中高端医疗险承保规模达到3亿元，占去年该系列产品总保费7.68亿元的近50%。

估值：公司股价目前交易于1.3倍FY25E P/B，较3年历史平均高0.73个标准差，处于历史估值的10%分位，估值仍有较大上修空间。基于众安在线的科技属性、保险板块盈利改善预期和众安银行在稳定币和加密增量业务价值，我们提升FY25E-27E EPS预测至人民币0.69/0.79/0.93，并参考国际数字银行同业估值，上调银行板块估值倍数至2.3倍。基于分部估值法，我们提升目标价至20.4港元，对应1.29倍FY25E P/B，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 瑞声科技（2018 HK，买入，目标价：58.78 港元）- 调研总结：光学、汽车和机器人领域多重增长动力

我们近期拜访了位于深圳的瑞声科技公司管理层，总体而言，我们对瑞声科技的业务前景和2025年的营收增长持更加乐观看法，这主要得益于以下因素：1) 光学业务：塑料镜头（6P/7P）和HCM（光学防抖/潜望镜）规格升级，以及2025年下半年WLG旗舰订单的斩获；2) 精密机械：AI手机中VC的采用以及海外/中国客户铰链订单的赢取；3) 电磁驱动：触觉升级和机器人订单的获取；4) 汽车声学：在海外OEM和中国电动汽车品牌（如理想、小米、吉利等）中份额的增加，以及产品组合的扩大（扬声器、麦克风、算法）。此外，我们预计声学升级（顶级SLS/组合）和光学业务中高端产品（6P+/WLG）占比的提升将推动利润率在2025/2026年实现扩张。维持“买入”评级及基于SOTP估值法的目标价58.78港元。（[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	17.46	24.00	37%	11.6	10.6	1.6	17.4	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.20	28.00	46%	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	6.8%
三一重工	600031 CH	装备制造	买入	18.83	22.00	17%	20.7	17.9	2.1	10.4	2.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.49	40.61	25%	20.3	17.2	1.2	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	88.77	133.86	51%	4.6	16.8	5.2	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	13.00	18.61	43%	0.5	0.7	2.2	17.2	3.4%
百济神州	ONC US	医药	买入	244.97	359.47	47%	128.9	31.0	8.8	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	63.10	61.71	N/A	233.7	137.2	7.1	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	65.70	89.00	35%	12.7	11.5	14.8	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.98	15.80	5%	9.2	8.5	1.1	13.4	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	498.40	660.00	32%	18.4	16.8	3.6	19.3	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	114.66	155.50	36%	1.6	1.4	0.3	11.9	5.7%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	63.62	70.00	10%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.5%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.04	6.13	52%	15.0	12.6	1.4	11.4	5.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.60	65.91	28%	32.0	24.7	5.2	14.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.05	43.22	39%	12.8	10.3	1.7	15.9	2.4%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.05	8.90	26%	19.6	130.6	7.9	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	124.60	176.00	41%	29.3	20.5	5.3	19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	61.30	69.50	13%	17.0	12.9	N/A	19.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	418.56	512.00	22%	30.1	23.5	5.9	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	261.45	388.00	48%	23.1	19.9	4.2	11.2	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 6 月 2 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。