

每日投资策略

行业点评

全球市场观察

- 中国 A 股上涨，医药生物、银行与有色领涨，计算机、商贸零售与通信下跌。港股因假期休市。10 年国债收益率小幅回落，人民币持续走强升至 7.15 左右，大宗商品价格下跌。创新药板块再爆发，中国发布《支持创新药高质量发展的若干措施》，提出构建以临床价值为导向的研发格局，建立多元支付体系，增设商业健康险创新药目录，提高药物可及性，解决同质化竞争等问题，实现“真支持创新、支持真创新、支持差异化创新”目标。
- 中国 6 月制造业 PMI 回升但仍在收缩状态，新订单指数升至扩张区间，但价格依然低迷，企业信心回落，非制造业 PMI 延续扩张。中央财经委员会第六次会议提出统一全国大市场，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，规范地方招商引资，预示中国将实施新一轮去产能以促进经济再平衡，利好制造龙头企业。《求是》发表“深刻认识和综合整治内卷式竞争”的文章，提出供需两侧协同发力、规范政府行为、强化行业自律等建议。
- 新台币周一大跌后周二大涨，反映政府干预与市场供求的较量。受美元走弱、本地资金从美国回流和外资增持台股等因素影响，新台币持续面临升值压力，台湾监管机构担心新台币过快升值损害出口导向型经济和持有大量美元资产的寿险机构，开启汇率干预。周一下午台股银行强力买汇令台币快速下跌，但周二上午大量外资流入和本地出口商抛售美元令台币再次大涨。监管部门干预只能影响汇率短期波动，但无法扭转汇率中期趋势。
- 日本央行行长表示正密切关注基础通胀强度、美国关税政策潜在影响和食品通胀回落幅度。预计下半年日本经济可能明显放缓，通胀将逐步回落，日本央行可能暂停加息，重启加息可能要到明年 1 月。特朗普对日本再发关税警告，称不考虑推迟“大限”，由于 7 月 20 日日本参议院选举临近，日本政府对农产品关税等敏感议题非常谨慎，面临美国期待与国内选举压力的两难。
- 欧元区股市下跌，军工股领跌，但奢侈品股上涨。6 月欧元区调和 CPI 同比增速升至 2%，德国 CPI 增速降至 2%，符合欧央行政策目标。油价下跌、经济走弱和供应恢复推动通胀上半年整体下行。欧央行多位官员表示，通胀已回归目标区间，降息周期进入最后阶段。欧央行自 2024 年以来已 8 次降息，政策利率已接近中性利率，未来进一步降息空间较小，预计 7 月可能保持利率不变，9 月可能再降息 1 次，第四季度可能保持利率不变或再降息 1 次。
- 美股小幅下跌，材料、医疗保健与能源领涨，通讯服务与信息技术下跌。市场风险偏好下降，就业数据偏强降低美联储降息预期。特朗普与马斯克再次互喷，特斯拉大跌。5 月 JOLTS 职位空缺大幅好于预期，职位空缺/失业比升至 1.1，自主离职人数上升。就业数据偏强降低降息预期，鲍威尔重申观望态度，称 7 月是否降息仍视经济数据情况。参议院惊险通过“大漂亮”法案，等待众议院再投票，法案不含对清洁能源进口相关组件新征税，光伏股

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

| | 收市价 | 升/跌 (%) | |
|------------|--------|---------|-------|
| | | 单日 | 年内 |
| 恒生指数 | 24,072 | -0.87 | 41.21 |
| 恒生国企 | 8,678 | -0.96 | 50.44 |
| 恒生科技 | 5,303 | -0.72 | 40.87 |
| 上证综指 | 3,444 | 0.59 | 15.78 |
| 深证综指 | 2,075 | 1.09 | 12.90 |
| 深圳创业板 | 2,153 | 1.35 | 13.83 |
| 美国道琼斯 | 44,095 | 0.63 | 16.99 |
| 美国标普 500 | 6,205 | 0.52 | 30.09 |
| 美国纳斯达克 | 20,370 | 0.47 | 35.70 |
| 德国 DAX | 23,910 | -0.51 | 42.73 |
| 法国 CAC | 7,666 | -0.33 | 1.63 |
| 英国富时 100 | 8,761 | -0.43 | 13.29 |
| 日本日经 225 | 40,487 | 0.84 | 20.99 |
| 澳洲 ASX 200 | 8,542 | 0.33 | 12.53 |
| 台湾加权 | 22,256 | -1.44 | 24.12 |

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 | 43,660 | -1.14 | 46.40 |
| 恒生工商业 | 13,351 | -0.74 | 44.59 |
| 恒生地产 | 17,483 | -0.79 | -4.61 |
| 恒生公用事业 | 35,900 | -0.44 | 9.21 |

资料来源: 彭博

走高。美国大行增加股息与回购，银行股上涨，对冲基金对银行股净买入规模升至近 10 年最高，经济数据韧性、去监管和收益率曲线陡峭化对银行股构成利好。

行业点评

■ 中国汽车行业 - 6 月新能源车销售稳健，新车将推动 3Q 渗透率提升

理想不及预期，小鹏蔚来符合预期：理想 6 月交付量环比下降 11% 至约 3.6 万台，2Q25 销量环比增长 20% 至约 11.1 万台，仍较我们此前的预测低约 1.3 万台。我们认为理想 6 月交付低于预期主要是受销售体系调整以及消费者因等待新车型而延迟购买的拖累。小鹏 6 月交付量同比增长 224%、环比微增 3% 至约 3.5 万台，主要受益于 Mona M03 Max 版本的销量爬坡。其 2Q25 销量环比增 10% 至 10.3 万台，符合此前指引。我们认为将于 7 月 3 日上市、搭载自研图灵 AI 芯片的 G7 车型或是 3Q25 关键，需重点关注其与 P7+ 和 G6 的蚕食效应及和小米 YU7 的竞争。蔚来 6 月交付环比增 7% 至约 2.5 万台，增量主要来自于 NIO 品牌。蔚来 2Q25 销量环比增长 71% 至 7.2 万台，达到此前指引的下限，受益于改款 ES6/ET5 及萤火虫品牌的增量贡献。公司正在整合三个品牌的架构并精简人员以减少资源浪费，但我们认为实际效果或不及管理层预期。

比亚迪去库存，吉利上调目标，零跑创新高：比亚迪 6 月乘用车批发量环比基本持平于 37.8 万台，我们测算公司 6 月渠道库存减少约 5 万台。尽管比亚迪的“618 一口价”促销活动已于 6 月 30 日结束，我们预计 3Q25 折扣将持续。吉利银河品牌 6 月批发量同比提升 202%、环比降 11% 至 9 万台，我们测算 6 月经销商库存减少约 7,000-8,000 台。吉利 7 月 1 日将全年目标从 271 万台上调至 300 万台，高于我们此前 280 万台预测。吉利 1H25 总销量同比增 47% 至 141 万台。零跑 6 月批发量环比增 7% 至 4.8 万台，再创新高；其于 7 月 1 日宣布与 Stellantis 达成碳积分转让协议（基于在欧盟和英国销售的零跑品牌车辆），2025 年最高对价可达人民币 15 亿元，有望成为股价新的催化剂。

1H25 新能源零售销量预计同比增 29%：我们预测 6 月新能源零售销量同比增 28%、环比增 10% 至约 106 万台，市占率达 51-52%。预计 7 月将有小米 YU7、小鹏 G7、理想 i8 等受关注新能源车型开启交付，或推动新能源市占率提升。我们预估特斯拉 2Q25 中国市场零售销量将同比降 10%、环比降 3% 至约 13.2 万台。我们认为特斯拉或寄希望于新款 6 座 Model Y 及加大促销力度以提振 2H25 在华销量。（[链接](#)）

■ 中国重卡行业 - 6 月重卡销量同比增长 29%，超出预期

根据第一商用车网发布的初步数据，6 月份重卡批发量（国内+出口）同比大幅增长 29% 至 9.2 万辆，主要同时受柴油和新能源重卡的拉动，增长超出了我们的预期，并带动 1H25 的重卡销售同比增长至 6%。我们认为强劲增长的根本驱动力是 3 月份推出的重卡置换补贴政策的实施，当中涉及国四车的补贴（根据我们的推算相当于 30% 的保有量）。强劲的数据再次印证了我们对今年重卡行业的乐观看法。我们维持全年重卡销量 10% 的增速预期。我们认为潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）和中国重汽（3808 HK，持有）都将受益于今年下半年的行业上升趋势。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

| 公司名称 | 股票代码 | 行业 | 评级 | 股价 | 目标价 | 上行/下行 空间 | 市盈率(倍) | | 市净率(倍) | | ROE(%) | 股息率 |
|------------|-----------|---------|----|--------|--------|-------------|--------|-------|--------|------|--------|-----|
| | | | | (当地货币) | (当地货币) | | 1FY | 2FY | 1FY | 1FY | 1FY | 1FY |
| 持仓 | | | | | | | | | | | | |
| 吉利汽车 | 175 HK | 汽车 | 买入 | 16.20 | 24.00 | 48% | 10.8 | 9.9 | 1.5 | 17.4 | 3.4% | |
| 小鹏汽车 | XPEV US | 汽车 | 买入 | 18.26 | 28.00 | 53% | N/A | N/A | 0.7 | N/A | 0.0% | |
| 中联重科 | 1157 HK | 装备制造 | 买入 | 5.94 | 7.40 | 25% | 11.6 | 10.4 | 0.8 | 7.2 | 6.5% | |
| 三一国际 | 631 HK | 装备制造 | 买入 | 6.83 | 8.70 | 27% | 9.8 | 7.9 | 1.5 | 17.4 | 4.2% | |
| 中广核矿业 | 1164 HK | 原材料 | 买入 | 2.50 | 2.61 | 4% | 39.1 | 22.7 | 3.8 | 11.8 | 0.6% | |
| 江南布衣 | 3306 HK | 可选消费 | 买入 | 17.90 | 18.68 | 4% | 10.3 | 9.3 | N/A | 38.9 | 0.0% | |
| 瑞幸咖啡 | LKNCY US | 可选消费 | 买入 | 38.93 | 40.61 | 4% | 24.3 | 20.6 | 1.1 | 27.3 | 0.0% | |
| 珀莱雅 | 603605 CH | 可选消费 | 买入 | 81.61 | 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 | 11.96 | 18.61 | 56% | 0.5 | 0.6 | 2.1 | 17.2 | 3.7% | |
| 百济神州 | ONC US | 医药 | 买入 | 245.16 | 359.47 | 47% | 129.0 | 31.0 | 9.4 | N/A | 0.0% | |
| 信达生物 | 1801 HK | 医药 | 买入 | 80.15 | 94.74 | 18% | 271.7 | 159.3 | 8.6 | 3.2 | 0.0% | |
| 友邦保险 | 1299 HK | 保险 | 买入 | 70.95 | 89.00 | 25% | 107.5 | 97.2 | 15.9 | 15.7 | 0.4% | |
| 中国财险 | 2328 HK | 保险 | 买入 | 15.38 | 15.80 | N/A | 9.5 | 8.7 | 1.1 | 13.4 | 4.4% | |
| 腾讯 | 700 HK | 互联网 | 买入 | 501.50 | 660.00 | 32% | 18.6 | 16.9 | 3.6 | 20.5 | 1.1% | |
| 阿里巴巴 | BABA US | 互联网 | 买入 | 113.97 | 155.50 | 36% | 1.6 | 1.4 | 0.3 | 11.9 | 6.4% | |
| 携程集团 | TCOM US | 互联网 | 买入 | 58.97 | 70.00 | 19% | 2.4 | 2.1 | 0.3 | 10.3 | 2.0% | |
| 绿城服务 | 2869 HK | 房地产 | 买入 | 4.38 | 6.13 | 40% | 16.2 | 13.7 | 1.5 | 11.4 | 4.9% | |
| 小米集团 | 1810 HK | 科技 | 买入 | 60.00 | 65.91 | 10% | 37.3 | 28.7 | 5.9 | 14.9 | 0.0% | |
| 瑞声科技 | 2018 HK | 科技 | 买入 | 39.95 | 58.78 | 47% | 18.8 | 15.9 | 1.7 | 9.9 | 0.8% | |
| 比亚迪电子 | 285 HK | 科技 | 买入 | 31.60 | 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 | 6.32 | 8.90 | 41% | N/A | N/A | 7.4 | N/A | 0.0% | |
| 韦尔股份 | 603501 CH | 半导体 | 买入 | 124.39 | 176.00 | 41% | 29.3 | 20.4 | 5.3 | 19.2 | 0.5% | |
| 贝克莱 | 2149 HK | 半导体 | 买入 | 58.80 | 93.00 | 58% | 16.9 | 13.0 | N/A | 18.8 | 0.0% | |
| 北方华创 | 002371 CH | 半导体 | 买入 | 438.05 | 512.00 | 17% | 24.6 | 19.1 | 6.2 | 21.6 | 0.4% | |
| Salesforce | CRM US | 软件与IT服务 | 买入 | 271.91 | 388.00 | 43% | 24.1 | 20.7 | 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6月30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。