

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市回调。港股可选消费、材料与金融领跌，综合、工业与必选消费跑赢。A 股建材、食品饮料与煤炭跌幅居前，电子、计算机与地产收涨。随着“反内卷”政策预期引发大量投机活动，中国期货交易所出手对焦煤和碳酸锂实施交易限额，周五夜盘焦煤大跌。中国宣布逐步推行免费学前教育。上海开放无人驾驶出租车，小马易行、百度智行、赛可智能等成为首批智能网联汽车示范运营企业。中国 6 月工业企业利润同比降幅收窄至 4.3%，汽车、无人飞行器和计算机的利润同比分别增长 96.8%、160.0% 和 97.2%。长和称拟邀请中国内地战略投资者加入港口交易财团，将变更交易架构以获得所有相关监管机构和部门批准。
- 日本与美国达成贸易协议后，日本央行可能考虑年内重启加息可能性，日元走高。预计日本央行在 7 月末会议上将保持利率不变，可能在今年 4 季度或明年 1 季度再次加息。东证指数 14 日相对强弱指数进入超买区间，股指较 25 日移动均线偏离率超过 5% 但成交量未显著放大，市场可能因利好出尽而短期回调。
- 美国与欧盟达成 15% 关税贸易协议，欧盟承诺对美投资 6,000 亿美元、购买 7,500 亿美元能源产品。欧股中对关税敏感的汽车股上涨。欧洲小盘股收入中国际占比相对较低，受欧元升值影响较小，连续 10 周录得资金净流入。
- 美股再创新高，材料、工业与可选消费领涨，能源、通讯服务与地产跑输。2Q 财报显示企业盈利依然稳健，美国与多个贸易伙伴达成协议提振市场风险偏好。美股投机情绪达到历史高位，出现新一轮 Meme 股热潮，Healthcare Triangle 交易量一度占到美股 15%。周一亚洲盘初，美股期货走高。
- 美国 6 月耐用品订单环比下跌 9.3% 创疫情以来最大跌幅，主要受飞机订单下滑拖累。特朗普称相信鲍威尔准备开始降息后，美债收益率走低。黄金回调。美国 CFTC 持仓报告显示 WTI 原油看涨情绪创 15 周新低。

公司点评

- **三生制药 (1530 HK, 买入, 目标价: 37.67 港元) - 辉瑞宣布快速推进 707 全球临床, 拓展联用潜力**
7 月 24 日, 三生制药与辉瑞 (PFE US, 未评级) 就 707 (PD-1/VEGF 双抗) 达成的全球 (除中国) 授权协议正式生效。根据协议, 三生将获得 12.5 亿美元首付款、最高 48 亿美元里程碑付款及双位数分级销售分成。同时, 辉瑞还将以每股 25.2 港元认购三生制药 31,142,500 股股份, 总金额约 7.85 亿港元 (折合约 1 亿美元)。此外, 协议授予辉瑞 707 中国权益的选择权; 若行使, 三生将获得最高 1.5 亿美元的选择权费用。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

差异化结构设计赋予 707 潜在疗效与安全性优势。辉瑞管理层指出，707 对比同类 PD-1/VEGF 双抗具备多重差异化特征，具有潜在同类最佳的抗血管生成活性及对 PD-1 的高亲和力。此外，707 的 Fc 区域源于天然免疫球蛋白 IgG4，固有降低免疫激活能力，可能将减少免疫相关的不良反应。

辉瑞高度认可 707 的临床数据，对其开发前景充满信心。辉瑞管理层认为 707 的 II 期临床入组患者接近真实世界的情况。基于 I/II 期临床数据，707 有潜力成为多个适应症的基础治疗选择。三生制药在今年 ASCO 上公布了 707 单药一线治疗 PD-L1+ NSCLC 的 II 期临床数据，在 34 例 10mg/kg Q3W 患者中，cORR 达 64.7%。蜘蛛图显示多例患者的肿瘤大小持续缩小并趋于稳定，初步体现了疾病缓解的深度和持久性。辉瑞管理层指出，肺部肿瘤被迅速杀死后可能形成空洞病灶，但其 CT 测量值仍会与基线比较，故单纯基于 CT 测量的病灶大小变化或 ORR 可能低估 707 在此类 NSCLC 中的真实临床获益。

辉瑞将快速推进 707 在 NSCLC 及其他实体瘤的全球 III 期临床。辉瑞正在制定详细的全球临床开发计划，将评估 707 单药及联用化疗、ADCs 等联合疗法的潜力。同时，辉瑞将探索 707 在胸部、泌尿生殖系统及胃肠道肿瘤中的潜力。我们认为，辉瑞将借助强大的全球临床资源加速 707 的开发进程，实现赶超。

维持买入评级，目标价 37.67 港元。三生制药将于 10 月 ESMO 会议上以海报形式公布 707 联合化疗一线治疗 mCRC 的 II 期临床数据。鉴于辉瑞快速推进 707 在多个肿瘤适应症的计划，我们上调了该品种风险调整后的销售额预期。基于 11 年 DCF 模型，上调目标价至 37.67 港元（WACC: 9.99%，永续增长率: 3.0%）。（[链接](#)）

■ 赛默飞世尔（TMO US，买入，目标价：553 美元）- 关税展望得以改善

赛默飞世尔公布了 2Q25 业绩，收入同比增长 3.0%，经调整 EPS 同比下降 0.2%。收入和经调整利润分别比一致预期高 1.6% 和 2.4%。尽管宏观环境不确定性仍在，赛默飞世尔仍通过出色的业务执行，有效控制了关税的负面影响。因此，管理层上调全年业绩指引的下限，预计收入同比增长 1.7% 至 3.1%，经调整 EPS 同比增长 1.6% 至 4.5%。

多个业务板块稳健增长，表明医药客户的需求改善。2Q25 pharma & biotech 终端市场收入中单位数增长，环比增速是过去 9 个季度最高的。多个主要细分领域均看到可喜的增长。1) 生物工艺（bioproduction）业务取得另一个亮眼的季度，订单稳健增长，表明健康的客户需求水平。2) CDMO 业务维持强劲趋势，公司全球领先的灌装产能在当下的全球市场中具备强劲竞争力。3) 临床 CRO 收入恢复微幅正增长，但新签订单强劲增长，预示着未来的复苏态势。管理层表示近期在一些行业展会中看到增长的 biotech 企业活跃，一些大药企客户也有稳健的增长，表明现在行业的总体情绪是积极的。

关税影响小于预期。美国政府的关税等政策给行业带来波动，但管理层表示 2Q25 的关税影响小于预期，致使 2Q25 收入比预期高 7,500 万美元，经调整 EPS 比预期高 0.13 美元，其中 0.08 美元与关税有关。如果当下全球关税情

况得以延续，业绩指引将有继续向上调整的空间。在当下的宏观环境下，客户对于在美国建厂的兴趣在增长。赛默飞世尔在 4 月份宣布了 20 亿美元的美国投资计划（包括 15 亿美元的 capex 投入）以更好的抓住此市场机遇。

确认长期增速。管理层认为未来两年公司将加速增长，2026/27 年内生增速预计将分别达到 3%/6%。困扰公司业绩增长的一些负面因素有望得到改善，例如政府终端市场需求稳定或者复苏，以及临床 CRO 新签订单的强劲增长，未来均将对内生增速有正面贡献。此外，管理层对于公司重回 7% 的长期内生增速区间内是有信心的。

维持买入评级，上调目标价至 553 美元，以反映改善的关税展望。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 收入同比增长 2.7%/ 5.4%/ 7.8%，经调整 EPS 同比增长 2.5%/ 11.2%/ 12.5%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 21.3x/ 19.1x/ 17.0x。 ([链接](#))

■ 浙江鼎力(603338 CH, 持有, 目标价: 48 元人民币) - 2Q25 净利润同比增长 19%，但主要得益于外汇收益

鼎力昨天公布了 1H25 主要财务数据。考虑到 2Q25 大幅波动的关税下，公司 2Q 收入仍然同比增长 1% 至 24 亿元人民币，显示较强韧性。2Q 净利润同比增长 19% 至 6.22 亿元人民币，我们相信主要受外汇收益（欧元和英镑走强）的推动，业绩因此略好于我们的预期。整个上半年而言，鼎力收入同比增长 12% 至 43 亿元人民币。净利润同比增长 27% 至 10.5 亿元人民币，占我们全年净利润预测的 55%。我们因应上半年的外汇收益增加小幅上调今年全年盈利预测 3%。我们将目标价从 44 元人民币上调至 48 元人民币，基于 12.8 倍 2025 年预期市盈率（高于之前的 12 倍），我们的目标市盈率低于过去三年平均市盈率（13.5x）0.5 个标准差（之前为 1.0 个标准差），目标折让收窄主要是为了反映中美关税谈判的正面进展。尽管如此，我们仍对鼎力保持谨慎立场，因为我们认为公司需要时间来调整其战略（较高的中国对美国出口比重）。维持持有评级。 ([链接](#))

■ 瑞声科技 (2018 HK, 买入, 目标价: 63.54 港元) - 1H25 业绩前瞻: 多个业务板块结构性升级周期

我们预估 AAC 声学科技 2025 年上半年 (1H25E) 将实现强劲的营收/净利润同比增长 24%/66%，主要驱动因素包括：1) 声学/汽车精密组件：安卓品牌的 SLS/组合扬声器升级、AI 眼镜订单以及汽车声学国内客户订单突破；2) 电磁传动：侧键模组规格升级及新品量产；3) 精密结构件：安卓折叠屏手机外壳、AI 手机均热板 (VC) 及铰链订单；4) 光学：因高端镜头 (7P/WLG) 和摄像头模组 (OIS/潜望式) 份额提升与规格升级。因光学/精密结构件业务超预期且光学毛利率改善，我们将 2025-2027 年 EPS 预测上调 8-12%。新目标价 63.54 港元 (SOTP 估值法) 对应 25.3 倍 2025 年市盈率。当前该股估值为 16.0 倍/13.4 倍 2025/26 年市盈率倍数，显著低于 49%/20% 的业绩增速，估值具有吸引力。重申买入评级。近期股价催化剂包括：AI/折叠屏/超薄手机及 AI 眼镜新品发布、机器人订单落地、光学毛利率扩张。 ([链接](#))

■ **通达集团 (698 HK, 买入, 目标价: 0.123 港元) -1H25 业绩前瞻: 盈利复苏步入正轨**

我们预计 2025 年上半年业绩明显改善, 营收/净利润为 28.02 亿港元/5,900 万港元 (同比-6%/+359%)。此前两年公司因业务重组和减值拨备影响录得净亏损。具体而言, 安卓需求复苏及塑胶纤维外壳采用率提高 (预计推动手机外壳业务同比增长 10%), 马来西亚产能扩张将支撑通达创智 (家居及运动用品) 业务收入上半年同比增长 25%。我们持续看好通达剥离非核心业务、聚焦新业务机会并优化资产负债表的转型努力。2025 年公司将受益于玻璃纤维外壳渗透率提升、三星/Vivo/华为订单获取, 以及通达创智业务增长动能。我们基本维持 2025-2027 年每股收益预测, 新目标价上调至 0.123 港元 (此前为 0.112 港元), 基于更高的 6.5 倍 2025 年市盈率 (原为 6.0 倍), 主要反映近期行业估值上修及 2025-2026 年公司盈利可见度提升。维持买入评级。
([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撰写的报告。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。