

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。港股下跌，可选消费、资讯科技与金融领跌，医疗、材料与工业上涨；A 股上涨，医疗、信息技术与可选消费领涨，能源、公用事业与通讯服务下跌。工信部表示将综合治理光伏行业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，去产能利好行业龙头，利空行业下游客户。中美贸易冲突降温，美方解除对中国芯片设计软件、乙烷的出口限制，但不会改变中美战略竞争和中国加快国产替代的产业政策。6 月财新服务业 PMI 降至 50.6 创去年四季度以来最低，需求扩张速度放缓，就业重现收缩，销售价格显示通缩压力上升，企业盈利压力较大。预计稳地产、促消费与去产能可能是 7 月政治局会议的政策主题。
- 日本 30 年国债拍卖需求强劲，投标倍数创 2 月以来新高，但日债收益率走高，显示在政府债务高企和通胀不确定性背景下投资者对长债要求更高风险补偿，日本新首相在国会选举前提出加薪和 1 千万亿日元刺激承诺，加剧市场对日本政府债务上升担忧。日本 2025 财年工资谈判以 5.25% 平均涨幅收官，超过 2024 财年 5.10% 涨幅，创 34 年来最高增幅，强劲工资增长支撑日本中期再通胀和央行再加息逻辑。但短期内，因关税冲击和内需走弱，日本央行可能选择观望，加息可能推迟至明年 1 月。日经 225 指数在去年 7 月创下历史新高后进入盘整，今年涨幅显著跑输美欧中股指。
- 美股延续上涨，信息技术、金融与工业领涨，材料、医疗与地产跑输。非农就业超预期显示经济衰退风险较小，“大漂亮”法案涉险过关将增加财政赤字，提振美股，但打击美债。非农就业超预期将延长美联储观望期，市场对近期降息预期大降，美债收益率走高，美元指数反弹，黄金下跌。“大漂亮”法案将削减医疗补助 1 万亿美元，影响 1,100 万美国人，短期利空医疗板块。Datadog 因被纳入标普 500 成分股而大涨。
- 5 月日本对美汽车出口单价同比骤降约 20%，而出口量仅减少 3.9%，表明汽车关税之后日本车企选择大幅降价以维持市场份额，将损害日本车企利润，但降低关税对美国通胀的传导，可能强化白宫坚持关税政策的立场。
- 原油下跌，地缘冲突有缓和迹象，美国可能在下周与伊朗谈判，俄美元首通话讨论中东局势、俄乌谈判等，同时 OPEC+ 可能讨论 8 月增产石油 41.1 万桶/日。铜价逼近年内新高，市场可能演绎逼空行情。

行业点评

科技行业 - 美越关税协议影响解读；苹果供应链受益最大

美国总统特朗普于 7 月 2 日宣布，美国已与越南达成贸易协议，比最后期限 7 月 9 日提前了一周。美国将对越南出口商品征收 20% 的关税，并对原产于其他国家的商品征收 40% 的“转运”关税（此前 4 月份宣布的税率为 46%）。

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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,070	-0.63	41.19
恒生国企	8,648	-0.88	49.93
恒生科技	5,234	-0.67	39.04
上证综指	3,461	0.18	16.34
深证综指	2,085	0.95	13.43
深圳创业板	2,164	1.90	14.42
美国道琼斯	44,484	0.00	18.03
美国标普 500	6,227	0.00	30.56
美国纳斯达克	20,393	0.00	35.85
德国 DAX	23,797	0.03	42.06
法国 CAC	7,735	-0.04	2.55
英国富时 100	8,813	0.43	13.96
日本日经 225	39,786	0.06	18.89
澳洲 ASX 200	8,596	-0.02	13.24
台湾加权	22,713	0.60	26.67

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	43,892	-0.68	47.17
恒生工商业	13,276	-0.76	43.78
恒生地产	18,031	1.09	-1.62
恒生公用事业	36,334	0.50	10.53

资料来源：彭博

作为回报，越南将给予美国产品零关税进入其市场的待遇。短期内，我们相信这将为苹果供应链消除一个重大的不确定性，对于个股而言，我们预计在美国收入占比高且在越南有产能的公司短期内将作出正面反应，例如：瑞声科技（声学/触控马达/VC 散热板）、比亚迪电子（iPad 代工/iPhone 外壳）、以及鸿腾精密（连接器/AirPods 代工）。（[链接](#)）

公司点评

■ 百济神州 (ONC US, 买入, 目标价: 359.47 美元) - CDK4 抑制剂显示初步疗效, 数据仍在成熟中

CDK4 抑制剂显示出良好的血液安全性，并降低了中性粒细胞减少发生率。百济的 CDK4 抑制剂 BGB-43395 展示出良好的血液学安全性，这得益于其更优的 CDK4/CDK6 选择性，从而减少了 CDK6 介导及非靶向的毒性。在剂量优化队列 (n=61) 中，接受 BGB-43395 (240–600mgBID) 联合氟维司群治疗的经治的乳腺癌和实体瘤患者中，≥3 级治疗相关不良事件 (TRAEs) 发生率仅为 19.7%。中性粒细胞减少 (≥3 级) 发生率在剂量优化组为 8.2%，在剂量递增组为 16.2%，显著低于其他已批准的 CDK4/6 抑制剂 (发生率为 29–55%) 以及辉瑞的 CDK4 抑制剂 atimociclib (18.2%)。BGB-43395 的腹泻发生率 (≥3 级) 为 5.4%–8.2%，高于 atimociclib 以及 CDK4/6 抑制剂 palbociclib 和 ribociclib (这三者的 ≥3 级腹泻发生率均低于 1%)。

CDK4 抑制剂的疗效数据仍在成熟中。目前评估百济的 BGB-43395 疗效仍为时尚早，因为随访时间有限，响应数据尚不成熟。在 BGB-43395 (240、400 和 600mgBID) 联合氟维司群的剂量递增研究中，既往治疗线数中位数为 4 的 HR+/HER2-晚期乳腺癌患者中，客观缓解率 (ORR) 为 11% (2/19)。由于中位随访时间仅为 3.0 个月，目前的 ORR 尚不足以得出结论。KOL 认为，随着随访时间延长，响应率有望改善。值得注意的是，CDK4/6 抑制剂通常需要 3–5 个月才能观察到疗效。例如，在 RIGHT Choice 研究中，ribociclib 的中位缓解时间为 4.9 个月；在 MONARCH3 研究中，abemaciclib 的中位缓解时间为 3.6 个月。因此，我们认为疾病控制率 (DCR) 55.6% (15/27) 可能是疗效的早期信号。公司管理层对 BGB-43395 的开发仍充满信心，计划在 4Q25 启动二线 HR+/HER2-乳腺癌的三期研究，同时也在规划一线治疗的三期试验。

血液肿瘤领域具备高度竞争力的产品管线。泽布替尼在 CLL 一线及复发/难治患者中持续领跑新处方数，并已成为美国销售额最高的 BTK 抑制剂。Sonrotoclax (Bcl-2 抑制剂) 相较于 venetoclax 展现出差异化优势，包括更强的疗效与选择性，以及更短的半衰期，可减少药物蓄积并简化肿瘤溶解综合征 (TLS) 的监测。Venetoclax 需要 5 周的剂量递增并频繁就诊，而百济正在优化 sonrotoclax 的递增方案，目标是超过 90% 的患者只需一次门诊即可完成递增。Sonrotoclax 临床开发推进迅速。Sonrotoclax+泽布替尼联合用于一线 CLL 的三期研究已于今年 2 月完成入组。公司还启动了 R/R MCL 和 R/R CLL 的三期试验，并计划开展多发性骨髓瘤 (MM) 的三期研究。百济已向中国监管机构提交了 sonrotoclax 用于 R/R MCL 和 R/R CLL 的新药申请，并预计将于 2H25 递交 R/R MCL 的全球上市申请，相关关键数据亦将在 2H25 公布。BGB-16673 (BTK CDAC) 有望取得全球领先地位。百济计划于 2H25 启动一项全球三期头对头优效性研究，比较 BGB-16673 与 pirtobrutinib 在

CLL 患者中的疗效。公司计划于 2026 年为 BGB-16673 在 CLL 中提交加速批准申请。

维持买入评级。百济多款产品预计将于 2H25 进入概念验证（PoC）阶段，包括 Pan-KRAS 抑制剂、FGFR2bADC、PRMT5 抑制剂等。公司有望实现 2025 年 GAAP 下的运营收入盈亏平衡目标。我们维持目标价不变，为 359.47 美元。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

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	16.46	24.00	46%	11.0	10.0	1.5	17.4	3.2%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	18.37	28.00	52%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.89	7.40	26%	11.5	10.3	0.8	7.2	6.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.80	8.70	28%	9.7	7.8	1.5	17.4	4.3%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.58	2.61	1%	40.3	23.5	3.9	11.8	0.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.48	18.68	1%	10.7	9.6	N/A	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.99	40.61	7%	23.7	20.1	1.1	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	81.82	133.86	64%	4.2	15.5	4.7	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.78	18.61	58%	0.5	0.6	2.1	17.2	3.7%
百济神州	ONC US	医药	买入	244.32	359.47	47%	128.6	30.9	9.3	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	84.60	94.74	12%	286.8	168.2	9.0	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	72.35	89.00	23%	109.6	99.1	16.2	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.42	15.80	2%	9.5	8.8	1.1	13.4	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	501.00	660.00	32%	18.5	16.9	3.6	20.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	110.71	155.50	40%	1.5	1.3	0.3	11.9	6.6%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	59.12	70.00	18%	2.4	2.1	0.3	10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.30	6.13	43%	15.9	13.4	1.5	11.4	5.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	58.10	65.91	13%	36.1	27.8	5.7	14.9	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	41.25	58.78	42%	19.5	16.4	1.8	9.9	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.45	43.22	33%	13.4	10.8	1.8	15.1	2.4%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	6.29	8.90	41%	N/A	N/A	7.3	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	125.26	176.00	41%	29.5	20.6	5.3	19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	61.45	93.00	51%	17.7	13.6	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	328.17	379.26	16%	18.4	14.3	4.6	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	269.21	388.00	44%	23.8	20.5	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 3 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。