

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

■ 中国股市走低，稳定币概念延续大涨，人民币刷新去年 11 月以来新高，大宗商品普涨。小米 YU7 大定超预期，ADR 股价盘中创历史新高。中国发改委称下半年消费品以旧换新加力扩围政策没有变化，中央将有 1,380 亿元资金在三、四季度分批下达。由于高基数效应，第四季度中国耐用品零售增速可能大幅下滑，中国面临出台增量消费刺激政策的压力。香港发布数字资产发展政策宣言 2.0，将推动黄金等贵金属、有色金属、新能源代币化。

特朗普政策前景改善，美国经济数据走弱提升降息预期，全球市场风险偏好持续回升。美股上涨，通讯服务、能源与可选消费领涨，地产、必选消费与医疗保健跑输。亚太股市今日（6 月 27 日）可能延续上涨。

特朗普政策前景改善。7 月 9 日是美国暂缓对等关税的截止日，美国商务部长表示未来一两周将宣布若干协议，美国与印度的谈判接近终点线，对与欧盟达成协议感到乐观。白宫称美国与中国已就如何加快稀土出口达成协议，此举旨在结束两大经济体之间贸易战。白宫将从税收立法草案中删除“资本税”899 条款，美国与 G7 达成协议，美方同意取消特朗普税案中第 899 条提案，美国公司将被豁免其他国家征收的部分税项。白宫表示特朗普近期不会就下任美联储主席人选做出决定。

美国经济数据走弱提升降息预期。美国一季度 GDP 环比年化增速下修至-0.5%，个人消费增速创疫情以来最弱表现，经济三年来首次出现萎缩。上周连续申请失业金人数升至 2021 年 11 月以来最高，显示失业者再就业周期拉长。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,325	-0.61	42.69
恒生国企	8,804	-0.63	52.62
恒生科技	5,345	-0.26	42.00
上证综指	3,448	-0.22	15.92
深证综指	2,045	-0.34	11.26
深圳创业板	2,114	-0.66	11.79
美国道琼斯	43,387	0.94	15.12
美国标普 500	6,141	0.80	28.75
美国纳斯达克	20,168	0.97	34.35
德国 DAX	23,649	0.64	41.18
法国 CAC	7,557	-0.01	0.19
英国富时 100	8,736	0.19	12.96
日本日经 225	39,585	1.65	18.29
澳洲 ASX 200	8,551	-0.10	12.65
台湾加权	22,492	0.28	25.44

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,501	-0.31	49.22
恒生工商业	13,418	-0.72	45.31
恒生地产	17,820	-1.54	-2.77
恒生公用事业	36,325	-0.57	10.50

资料来源: 彭博

公司点评

■ 众安在线 (6060 HK, 买入, 目标价: 20.4 港元) – H 股启动新股配售

众安在线 6 月 26 日公告称已启动 H 股新股配售项目, 配售价为每股 18.25 港元, 较 25 日收盘价折价 8.5%; 配售股份 2.15 亿 H 股, 占配售前/后总股本 14.63%/12.76%; 募集资金净额为 38.96 亿港元 (约 4.96 亿美元); 配售完成后, 公司总股本将升至 16.85 亿股, 对应 FY25E EPS 股权稀释效应为 -6.8% (招银国际预测)。募集资金将主要用于 1) 补充公司资本, 2) 支持金融科技领域创新和 3) 一般企业用途等。此次配售为公司上市以来首次股权融资, 超出市场预期; 我们预计股价短期波动但下行空间有限, 此轮融资将进一步夯实公司资本实力, 为境内财险主营业务的高速增长和科技领域战略布局提供充足的资本储备。我们预测 2025 年财险主业占公司整体价值的 87%。

我们预计公司上半年保险基本面稳健向好, 其中健康险和车险是营收和利润的主要驱动。众民保中高端医疗险需求持续旺盛, 叠加车险交强险资质获批、低基数效应和互联网车险渗透率逐步提升, 有望带动上半年两大生态保费增速快速上行。我们维持对全年健康险/车险保费增速 20%/22% 的预测不变, 预计公司全年总保费同比增长 15%, 承保综合成本率 96.9%。截至 1Q25, 众安财险的核心/综合偿付能力充足率分别为 214.32%/220.35%, 远高于监管最低标准 50%/100%, 新股配售的资本补充体现公司业务发展的前瞻性。值得注意的是, 管理层明确本次配售资金用途将聚焦于财险主业增长和科技领域创新, 未提及稳定币持股、众安银行增资等具体更新, 反馈不及市场预期。中长期看, 我们认为稳定币的市场规模及发展前景将是众安银行估值重修的最大催化剂。

公司股价目前交易于 1.3x FY25E P/B; 我们持续看好公司基于保险主营业务稳健向好、股权融资扩充股本有望进一步提升偿付能力及众安银行年内扭亏为盈, 带动估值向国际头部数字银行同业看齐。维持众安银行 FY25E 191 万港元净利润和 2.3 倍 P/B 估值的预测。维持“买入”评级, 基于分部估值法的目标价为 20.4 港元, 对应 1.36 倍 FY25E P/B。

风险提示: 综合成本率不及预期; 稳定币发行人牌照审批进程放缓; 众安银行盈利不及预期; 长端利率超预期下行等。 ([链接](#))

■ Coinbase (COIN US; 买入; 目标价: 413.0 美元) – 有利的监管环境以及实用价值提升, 推动稳定币业务发展

近期监管动态及 Circle 的 IPO 提振了投资者对稳定币业务前景以及估值的信心。Coinbase 在 6 月也采取了一系列举措, 例如推出 Coinbase Payments、寻求美国 SEC 批准其平台提供代币化股票交易服务, 我们预计这些举措将进一步加速 USDC 的采用。展望未来, 我们认为稳定币业务存在充足机遇与庞大的市场空间 (1Q25 稳定币业务占 Coinbase 总收入 15%), 其应用场景将覆盖加密资产投资、跨境支付、C 端支付及传统资产代币化等领域。我们上调对稳定币业务的估值倍数, 并将基于 SOTP 的目标价上调至 413.0 美元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 65.91 港元) – 发布会要点: YU7、AI 眼镜、MIX Flip 2**

小米昨晚举办了“人×车×家全生态”发布会，并正式推出了三款市场非常期待的产品，包括小米 YU7、折叠手机 MIX Flip 2、小米 AI 眼镜，市场反应十分正面。在 YU7 SUV 方面，我们认为 25.35 万元的起售价基本符合预期，且 YU7 在首小时内 28.9 万辆的预定量远超 2024 年 3 月 SU7 首日 24 小时 8.9 万辆的预定量，我们认为我们预测的 25 年 36 万辆 EV 出货量存在进一步上行空间。在小米首款 AI 眼镜方面，我们持乐观看法，产品配备 1,200 万像素摄像头、长续航里程和内置超级小爱 AI 助理，我们预计 1,999 元的起售价将获得正面的市场反响。总体而言，我们相信 YU7 标志着小米汽车业务扩张的雄心，而 MIX Flip 2 和 AI 眼镜则展示了小米在高端消费科技领域的出色执行力。重申“买入”评级，因其高端化战略、新零售渠道、IoT 海外扩张和智能电动汽车强劲发展势头。未来股价催化剂包括 YU7 销量爬坡、AIoT 变现和海外渠道扩张。（[链接](#)）

招银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	16.80	24.00	43%	11.2	10.2	1.5	17.4	3.2%
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	6.24	7.40	19%	12.2	10.9	0.8	7.2	6.3%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.70	8.70	30%	9.6	7.7	1.5	17.4	5.3%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.24	2.61	17%	35.0	20.4	3.4	11.8	0.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.10	18.68	9%	9.9	8.9	N/A	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	35.50	40.61	14%	22.2	18.8	1.3	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.61	133.86	60%	4.3	15.8	4.8	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	12.36	18.61	51%	0.5	0.7	2.2	17.2	3.5%
百济神州	ONC US	医药	买入	267.13	359.47	35%	140.6	33.8	10.6	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	82.40	94.74	15%	279.3	163.8	9.2	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.60	89.00	24%	108.5	98.1	16.0	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	16.08	15.80	N/A	9.9	9.1	1.2	13.4	4.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	512.50	660.00	29%	19.0	17.3	3.7	20.5	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	114.55	155.50	36%	1.6	1.4	0.3	11.9	6.4%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	59.37	70.00	18%	2.4	2.2	0.3	10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.44	6.13	38%	16.4	13.9	1.5	11.4	4.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	56.65	65.91	16%	35.2	27.1	5.6	16.1	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	41.10	58.78	43%	19.4	16.4	1.7	9.9	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.85	43.22	36%	13.2	10.6	1.8	15.1	2.4%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	6.67	8.90	33%	N/A	N/A	7.8	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	128.55	176.00	37%	30.2	21.1	5.5	19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	64.00	93.00	45%	18.4	14.2	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	441.58	512.00	16%	24.8	19.2	6.2	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	267.76	388.00	45%	23.7	20.4	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 26 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。