

每日投资策略

宏观、行业点评及公司首发

全球市场观察

- 上周五（5 月 16 日）中国股市继续回调。投资者观望情绪上升，因关税冲击可能通过信心渠道导致房地产和消费放缓，延缓企业盈利复苏进程，但在 90 天经贸谈判窗口期内实施增量财政刺激与消费提振政策的可能性较低。港股可选消费、能源与地产建筑领跌，医疗保健、电讯与原材料上涨，南下净买入 10.95 亿港元。A 股美容护理、非银金融与食品饮料跌幅居前，汽车、机械设备与医药生物走强，机器人概念逆势大涨。由于个别城市试点现房销售制引发投资者担忧，住建部主管媒体回应称目前全面推行现房销售制时机并不成熟。证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》，首次建立简易审核程序、调整发行股份购买资产的监管要求、建立分期支付机制、引入私募基金“反向挂钩”安排，鼓励私募基金参与上市公司并购重组，该规定意在活跃资本市场。
- 美股低开高走，医疗保健、公用事业与地产领涨，能源、信息技术与通讯服务跑输。早盘时密歇根大学公布 5 月消费者信心指数创历史次低，长短期通胀预期创数十年新高，美元指数和美债收益率上涨，美股低开。午盘时媒体报美欧打破经贸谈判僵局，首次交换谈判文件，美股转涨。盘后穆迪宣布下调美国主权信用评级，美元回吐涨幅，美债收益率上行，美股期货转跌。本次评级下调可能小幅降低外国投资者对美国国债的投资意愿，但影响有限。美国亚特兰大联储主席称今年经济增速可能放缓至 0.5%-1%，但不会出现衰退，今年将降息一次。我们预计今年美国 GDP 增速 1.5%，美联储可能降息两次。

宏观点评

■ 美国经济 - 关税削弱信心与需求

美国 4 月零售与制造业产出大幅放缓，显示关税冲击的影响已从消费者信心和 PMI 等软数据传导至消费和工业产出等硬数据。汽车、家具家装、电子产品等耐用品零售显著放缓。非耐用品零售低迷，运动文娱商品、服装和杂货店等环比转跌。

但 4 月以来首次与持续领取失业金人数仍然平稳，裁员水平未见大幅提高，因为关税主要影响制造业，对服务业影响相对较小，服务业就业依然稳健。预计 5-8 月通胀可能短期反弹，失业率仍在低位，美联储将保持利率不变。随着需求收缩效应逐渐抵消成本上升作用，通胀可能在 9 月前后见顶开始回落。美联储可能在 9 月降息一次，11 月或 12 月再降一次。（[链接](#)）

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	23,345	-0.46	36.94
恒生国企	8,468	-0.49	46.80
恒生科技	5,281	-0.31	40.30
上证综指	3,367	-0.40	13.19
深证综指	1,987	0.18	8.09
深圳创业板	2,039	-0.19	7.83
美国道琼斯	42,655	0.78	13.17
美国标普 500	5,958	0.70	24.92
美国纳斯达克	19,211	0.52	27.98
德国 DAX	23,767	0.30	41.88
法国 CAC	7,887	0.42	4.55
英国富时 100	8,685	0.59	12.30
日本日经 225	37,754	0.00	12.82
澳洲 ASX 200	8,344	0.56	9.92
台湾加权	21,844	0.52	21.82

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	40,443	-0.07	35.61
恒生工商业	13,280	-0.68	43.82
恒生地产	16,339	-0.61	-10.85
恒生公用事业	36,538	-0.21	11.15

资料来源：彭博

行业点评

■ 中国医药 - 创新药出海势头不减，美国创新药价格短期难以下降

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 14.9%，跑输 MSCI 中国指数 1.2%。创新药短期上涨显著，普涨行情或将难以持续，未来个股表现或将分化。

创新药出海势头不减，ASCO 数据即将披露。今年 4 月中美关税摩擦以来，仍有多项药品出海 BD 交易达成，显示创新药出海势头仍然强劲。5 月 15 日，石药集团授权 Cipla USA 在美国商业化伊立替康脂质体注射液，首付款 1,500 万美元，潜在里程碑付款超 10 亿美元。4 月 29 日，复宏汉霖将 HLX13（抗 CTLA-4 生物类似药）的海外权益授予 Sandoz，交易金额为 3.01 亿美元。4 月 24 日，圣信生物将 QX030N 的全球权益授予 Caldera Therapeutics，交易总金额超过 5.5 亿美元。我们认为，MNC 购买中国创新药资产的热情不减，将持续成为中国创新药出海的重要动力。此外，多家创新药公司将在 ASCO 披露重磅数据。ASCO 大会的摘要内容将于美国时间 5 月 22 日公布。三生制药将公布 707（PD-1/VEGF）在 NSCLC 的 2 期数据。信达生物将在会议报道 IBI363（PD-1/IL-2 α -bias）在黑色素瘤、结直肠癌、非小细胞肺癌的临床数据，以及 IBI343（CLDN18.2 ADC）在胰腺癌的临床数据。

美国创新药价格短期难以下降，但长期面临压力。5 月 12 日，特朗普签署行政命令“为美国患者提供最惠国处方药定价”，旨在大幅降低美国处方药价格。政策缺乏实施细节，给予了药企 30 天的谈判期限，存在一定的游说空间，我们预计对美国创新药价格的短期影响有限。政策并未明确具体将影响哪些医保范围，我们估计最有可能影响的是政府支出相关的部分，例如 Medicare。政策实施可能面临法律挑战，或需要国会批准。美国制药行业在国会拥有强大话语权，容易阻止激进改革。长期看，美国医保规模扩张过快，为政府开支造成了沉重的负担。2020-2024 年，Medicare 和 Medicaid 的合计年支出从 1.5 万亿美元增长到 2.0 万亿美元，年均复合增速达到了 7.0%。在美国政府债务高企的环境下，降低医疗开支将不可避免。然而，由于美国医疗体系的利益链条错综复杂，预计降低创新药价格不会一蹴而就，将需要经历较长的过程。

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。推荐买入三生制药（1530 HK）、信达生物（1801 HK）、百济神州（ONC US）、固生堂（2273 HK）、巨子生物（2367 HK）、诺诚健华（9969 HK）。

公司首发

■ 时代天使 (6699 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 69.55 港元) - 隐形正畸龙头加速驶向全球

时代天使成立于 2003 年, 是中国领先的隐形矫治解决方案提供商, 自 2021 年起, 已连续四年成为中国隐形矫正市场市占率第一的品牌。2019-2024 年公司收入复合增长率高达 23.8% (按历史汇率换算为美元计算)。我们预期公司将受益于国内市场竞争环境的改善和海外市场的快速开拓, 继续保持快速增长。预计 2024-2027 年收入复合年增速将达到 18.0%。

中国市场增长稳健, 公司龙头地位稳固。中国错颌畸形患者基数庞大, 随着居民收入提升和健康美学意识增强, 隐形正畸渗透率有望持续提升。时代天使作为行业龙头, 市占率稳中有升。据灼识咨询, 2023 年公司国内市场份额已达 42%, 稳居行业第一。由于宏观环境承压, 国内隐形正畸案例数增长放缓, 中小品牌加速出清。我们预计, 市场份额将向龙头集中。凭借完善的产品线布局, 公司积极拓展三四线城市并深耕儿童/青少年早期矫治市场。在宏观经济环境承压的情况下, 公司的国内案例数在 2024 年仍实现 3.2% 的稳健增长。尽管短期受产品结构调整和渠道下沉影响, 毛利率承压, 但公司通过工艺优化和成本管理, 使得国内业务的盈利能力保持稳定。我们认为, 隐形矫治行业的品牌粘性巨大, 公司凭借优秀产品力及优质的临床服务能力可深度绑定医生资源, 有望强者恒强, 持续拓展市场份额。

国际化快速推进, 全球化布局初见成效。据 Grand View Research, 2024 年, 全球隐形矫治市场规模达到 65 亿美元, 2030 年有望增长至 323.5 亿美元, 2024-2030E 的 CAGR 达到 30.7%。公司自 2022 年起开始扩张海外市场, 已覆盖全球超 50 个国家, 2024 年海外案例数超 14 万例, 实现收入 8,055 万美元, 海外收入占比快速提升至 30%。公司通过“本地化运营+投资并购”模式, 建立全球供应链和本地团队, 在欧洲、巴西等重点市场迅速扩大影响力。我们认为, 海外业务已经基本完成了早期高投入获客的阶段, 盈利能力正快速改善, ASP 和毛利率持续提升。鉴于国际市场的庞大规模, 有望成为公司长期增长的核心驱动力。

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 69.55 港元。我们看好时代天使的海外业务保持强劲增长, 预计 2024-27E 海外收入复合增速 42.8%。我们预计 2024-27E 国内收入的复合增速 3.3%, 经营利润率基本保持稳定。基于 SOTP 分部估值法, 对成熟的国内业务给予 18 倍 2025E PE, 对处于快速扩张阶段的海外业务给予 6 倍 2025E PS, 对应目标价 69.55 港元。 ([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	19.74	24.00	22%	13.2	12.2	1.8	17.4	2.5%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.67	28.00	35%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.74	7.40	29%	11.3	10.1	0.8	7.2	6.8%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	91.80	119.08	30%	19.7	17.0	3.4	20.8	2.9%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.00	40.61	27%	18.3	15.4	1.2	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	348.00	418.25	20%	129.9	123.0	20.6	16.0	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	99.53	133.86	34%	5.1	18.8	5.8	31.0	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.18	18.61	31%	0.6	0.8	2.4	17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医疗	买入	228.38	359.47	57%	185.7	35.1	8.5	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	51.00	61.71	21%	188.9	110.9	5.8	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.02	15.80	5%	9.3	8.5	1.1	13.4	4.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	123.46	155.50	26%	1.6	1.4	0.3	11.9	5.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	508.00	660.00	30%	17.1	15.6	3.7	19.3	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	50.85	80.00	57%	10.9	9.2	2.4	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	64.97	70.00	8%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.27	6.13	44%	15.8	13.3	1.5	11.4	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.00	59.99	18%	33.3	27.4	5.2	13.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.65	43.22	25%	14.3	11.2	2.0	15.9	2.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	428.60	512.00	19%	30.2	23.0	6.1	28.8	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	46.00	69.50	51%	9.7	7.6	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	128.75	176.00	37%	30.3	21.1	5.5	19.2	0.5%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	291.15	388.00	33%	25.8	23.1	4.6	11.1	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 5 月 16 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。