

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市连续回调，港股医疗保健、能源和资讯科技等领跌，工业、电讯与可选消费跑赢。A股石化、军工与钢铁跌幅居前，环保、传媒与轻工制造上涨。国债收益率走平，商品下跌，人民币走弱。中国央行表示继续实施适度宽松货币政策，保持流动性充裕，引导信贷合理增长，稳健推进人民币国际化，加快拓展贸易项下人民币使用，进一步提升人民币融资货币功能，优化本外币一体化资金池和境内企业境外上市管理政策。
- 美股下跌，标普500指数录得5月以来最大跌幅，VIX恐慌指数突破20。可选消费、信息技术与能源跌幅居前，医疗保健、必选消费与公用事业上涨。特朗普威胁制裁，要求俄乌8月8日前达成协议；白宫再推一揽子关税措施，市场避险情绪上升。
- 美债收益率显著回落，美元下挫。7月非农就业低于预期，前两月数据大幅下修，市场对美联储9月降息预期大幅升温。但由于3Q通胀反弹，美联储面临保就业与降通胀的两难，我们仍维持美联储9月保持利率不变、10月和12月各降息一次的预测。
- 避险情绪和美元利率、汇率下行推动黄金大涨。以太坊经历前期大涨后大幅回调。油价下跌，OPEC+原则同意9月再次大幅增产。

宏观经济

■ 美国经济 - 就业显著走弱，美联储面临两难

美国7月新增非农就业低于市场预期，同时5-6月数据大幅下修25.8万人，过去3个月移动平均降至3.5万人，就业市场大幅走弱。商品生产与政府就业环比下降，服务业就业在零售、金融和医疗服务的推动下有所反弹。失业率小幅上升，虽然创21年以来新高但仍属于历史低位。劳动参与率连续下降至22年以来新低，显示劳动力供给收缩，同时也掩盖了就业市场真实的疲软状态。

鲍威尔在7月记者会提到就算新增就业降至0，只要失业率保持平稳，仍会认为就业市场保持稳健，因供给和需求同步下降。在5-6月就业数据大幅下修的情况下，联储7月决议的数据基础已发生变化，但关税将推动通胀反弹，美联储面临两难困境。我们预计美联储9月可能保持利率不变，10月和12月各降息一次。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,508	-1.07	43.76
恒生国企	8,804	-2.59	52.63
恒生科技	5,397	-1.70	43.38
上证综指	3,560	-1.54	19.66
深证综指	2,175	-1.37	18.37
深圳创业板	2,323	-1.90	22.80
美国道琼斯	43,589	-1.96	15.65
美国标普500	6,238	-1.96	30.78
美国纳斯达克	20,650	-2.27	37.56
德国DAX	23,426	-3.45	39.84
法国CAC	7,546	-4.02	0.04
英国富时100	9,069	-0.75	17.27
日本日经225	40,800	0.36	21.92
澳洲ASX 200	8,662	-0.15	14.11
台湾加权	23,434	-0.12	30.69

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	43,765	-2.97	49.16
恒生工商业	13,696	-2.44	48.33
恒生地产	17,997	-3.76	-1.80
恒生公用事业	36,868	-2.15	12.15

资料来源：彭博

行业点评

■ 中国快递行业 - 强劲的政策动能抑制价格战；快递价格上涨趋势可能与 2022 年类似

上周国家邮政局与快递运营商的座谈会，加上发改委在新闻发报会中提出修改价格法的意见，以响应政府高层推进“反内卷”的意愿，我们认为这些举措将在未来 3-6 个月内成为快递行业的利好催化剂。我们预计未来包裹单票售价将出现上涨，但预计上涨势头将不及 2022 年政府干预后强劲，主要由于快递运营商目前的盈利能力（以毛利率计算）高于 2021 年。尽管如此，我们认为温和上涨足以扭转市场预期（即持续的下行趋势），从而可能推动行业反弹。**中通快递 (2057 HK / ZTO US, 买入)** 的 2025 年预测市盈率为 14 倍（而历史平均市盈率为 22 倍），我们认为具有吸引力。（[链接](#)）

■ 半导体行业 - 主题投资与大趋势：2025 年下半年 AI 资本开支持续推进，供应链前景乐观

海外大规模云厂商（亚马逊、Meta、微软和谷歌，由招银国际互联网团队覆盖）已公布 2025 年二季度财报，显示本季度资本开支再次超预期，达 890 亿美元，比彭博一致预期高出 12.8%，并指引 2025 年三季度及下半年支出将进一步增加。谷歌将其 2025 年资本开支指引上调 13% 至 850 亿美元。Meta 则预计 2026 年资本开支仍将大幅增长（2025 年增速已达 68%-84%），且将逐步转向短生命周期资产。

这一强劲势头进一步验证了我们此前的观点：算力需求将持续增长。我们预计，AI 集群持续建设与 GPU/ASIC 周期升级将使整个供应链继续成为直接受益者。据彭博预测，2025 年全球 AI 相关资本开支将实现 43% 的同比增长。

在此背景下，我们维持对两家核心 AI 受益标的的积极看法：中际旭创（300308 CH，买入，目标价：人民币 225 元）；生益科技（600183 CH，买入，目标价：人民币 41.1 元）。（[链接](#)）

■ 科技行业 - 苹果 2Q25 业绩解读：iPhone 强劲，中国地区销售反弹，服务业务现强增长动能；3Q 指引好于预期

苹果（AAPL US，未评级）2Q25 业绩优于市场预期，营收/EPS 同比增长 10%/12%，较一致预期高出 5%/10%。这主要得益于 iPhone 销售强劲（同比+13%）、中国市场反弹（同比+4%）以及服务收入增速加快（同比+13%）。关于关税对需求的影响，管理层表示，与关税相关的需求前置效应贡献了 10% 营收增长中的 1 个百分点及约六分之一的 iPhone 销售增速。按产品线划分：iPhone/Mac 销售同比分别增长 13%/15%，抵消了 iPad/可穿戴设备同比疲软的表现（-8%/-9%，主因去年同期基数较高）。对 iPhone 而言，iPhone 16 系列录得双位数增长及 Pro/Pro Max 机型强劲需求推动 ASP 上涨。服务收入同比增长 13%，发达市场和新兴市场均实现两位数增长。此外，所有地区在第二季度均实现收入增长，尤其大中华区（包括中国）两年来首次实现销售增长（同比+4%）。第三季度展望：公司指引收入同比增长“中高个位数”，毛利率达 46%-47%，两项指引均超出市场预期。总体而言，我们认为稳健的收入/毛利率指引将部分缓解市场对苹果供应链产品需求疲软的担忧。我们重申对 2025 年下半年高端智能手机前景的乐观看法，三星、高通和联发科近期业绩点评也佐证了这一点。对于相关个股，我们偏好估值已调整至有吸引力水

平且生产基地多元化的公司，看好小米、比亚迪电子、瑞声科技、鸿腾精密科技、丘钛科技和通达集团。（[链接](#)）

公司点评

■ 亚马逊 (AMZN US, 买入, 目标价: 252 美元) - 2Q25 业绩稳健; AWS 收入及盈利增长仍是关注重点

亚马逊公布 2Q25 业绩: 总收入 1677 亿美元, 同比增长 13.3% (2Q24 : 10.1%), 较招银国际预期及彭博一致预期分别高出 3.1% 和 3.4%; 总营业利润 192 亿美元, 同比增长 30.7%, 较招银国际及一致预期分别高出 10.6% 和 13.1%。这主要得益于北美及国际业务营业利润率的超预期表现, 主因库存布局优化提升了运输网络效率, 高单位销量及高需求库存水平带来了显著杠杆效应; 但 AWS 营业利润因股票薪酬季节性增加及折旧费用上升而低于一致预期, 部分抵消上述利好。管理层指引 3Q25 收入位于 1740 亿 - 1795 亿美元区间 (一致预期 1730 亿美元), 同比增长 9.5%-13.0%; 营业利润位于 155 亿 - 205 亿美元区间 (一致预期 194 亿美元)。鉴于运营效率改善好于预期, 推动营业利润率扩张超预期, 我们将 2025-2027 年的收入与营业利润预测分别上调 1%-4%/3%-6%; 基于 17.0x EV/EBITDA (与两年均值一致), 目标价由 247 美元上调 2% 至 252 美元。我们认为, 营业利润增长仍是股价的关键驱动因素, 而 AWS 的收入及盈利增长仍是推动股价进一步上行的核心关注要素。我们预计 2025 年全年营业利润将同比增长 22% (前值: 18%)。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ Coinbase (COIN US, 买入, 目标价: 405.0 美元) - 较弱的加密市场情绪影响 2Q25 业绩; 关注新的增长机会

Coinbase 公布 2Q25 业绩: 净收入环比下降 28% 至 14.2 亿美元, 低于一致预期的 15.2 亿美元, 主要由于加密资产波动性降低及 BTC 以外的加密资产面临价格压力; 调整后 EBITDA 环比下降 45% 至 5.12 亿美元, 对比一致预期为 6.01 亿美元。尽管如此, 加密货币市场情绪在 7 月开始回暖。管理层预计 7 月交易收入约 3.6 亿美元, 并指引 3Q25 订阅及服务收入为 6.65-7.45 亿美元 (环比增长 1%-14%), 主要得益于加密货币平均价格上涨以及稳定币收入的增长。我们将 FY25 全年收入预测下调 3%, 以反映 2Q25 相对疲软的加密货币市场情绪, 但 2H25 交易业务及稳定币业务的向好趋势一定程度上或抵消这一影响。我们将基于 SOTP 的目标价下调至 405 美元 (前值: 413.0 美元), 维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 绿茶集团 (6831 HK, 买入, 目标价: 10.54 港元) - 2025 年上半年业绩好于预期, 有效缓解市场对同店销售增长复苏缓慢及外卖业务对利润率潜在稀释的担忧

绿茶集团公布了正面盈利预告。管理层预计 2025 年上半年净利润约为人民币 2.3 亿-2.37 亿元, 同比增长 32%-36%, 好于预期。若剔除上市开支约 1500 万-2000 万人民币影响后, 调整后净利润约为人民币 2.47 亿-2.54 亿元, 调整后净利润增长可达 38%-42%。主要增长原因包括: 1) 销售增长加速 (预计 2025 年上半年收入将同比增长 21%-25%, 达人民币 22.5 亿-23.3 亿元), 2) 门店扩张快速 (据招银国际测算, 门店数增幅约 25%), 3) 门店盈利能力及营运效率持续改善。

具体看：1) 业绩好于预期：上半年 32%-36%的净利润增长、38%-42%的调整后净利润增长，皆优于我们全年 28%净利增长预测。2) 同店销售增长恢复快速，基本符合我们 2025 财年预计的 2%增幅。根据管理层说法，集团 2025 年上半年同店销售或录得低单位数下跌（一季高单位数下跌，二季录得中单位数反弹）。3) 本次盈喜主要由利润率提升所带动，我们推算公司 2025 年上半年的净利率约为 10.2%，显著高于 2024 年同期的 9.4%，亦优于我们 2025 财年全年 9.5%的预测。4) 利润率持续改善也比较关键，因市场仍会担忧外卖业务的迅速增长可能会稀释整体利润率。目前来看，积极推进外卖业务仍然是公司主要增长策略之一，加上行业也会受惠于平台补贴对需求的拉动。5) 我们对 2025 年下半年的看法正面，开店计划进度符合预期、同店销售增长在 2025 年 7 月仍保持稳定（预计在低基数下增速有望持续），同时公司两大策略（扩展更多小而高效的新店及加强外卖业务）仍持续奏效。

维持“买入”评级，上调目标价至 10.54 港元（前值：9.73 港元）。我们给予绿茶 13 倍 2025 年调整后预测市盈率（此前为 12 倍，因净利润增速优于预期），较大中华同业中位数 18.2 倍有 29%折让（对比小菜园 14.2 倍，海底捞 14.0 倍，百胜中国 18.5 倍，九毛九 22.2 倍）。我们认为估值依然具吸引力，现价仅为 2025 年调整后市盈率约 10 倍，加上未来 12 个月股息收益率约 9.6%（2024 年 4.5%加上 2025 年 5.1%）。（[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	现价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.85	24.00	34%	10.4	10.0	1.6		19.8	2.9%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	59.50	72.00	21%	270.5	58.3	6.6		1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.06	7.40	22%	11.9	10.6	0.8		7.2	6.3%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.10	8.70	23%	10.1	8.2	1.5		17.4	4.1%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.04	2.42	19%	60.0	20.4	3.1		6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.83	10.54	35%	10.3	8.9	4.2		49.6	3.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.07	18.68	3%	10.4	9.4	N/A		38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.11	44.95	21%	23.2	19.6	0.7		27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	81.82	133.86	64%	4.2	15.5	4.7		31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.31	18.61	65%	11.5	9.8	2.0		17.2	3.2%
百济神州	ONC US	医药	买入	299.01	359.47	20%	157.4	37.8	11.4		N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	29.86	37.67	26%	7.1	22.2	3.0		37.1	1.9%
中国平安	2318 HK	保险	买入	52.90	65.10	23%	7.0	6.6	0.9		13.4	5.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	16.33	15.80	N/A	10.1	9.3	1.2		13.4	4.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	540.50	660.00	22%	20.0	18.2	3.9		20.5	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	117.07	141.20	21%	1.6	1.4	0.3		9.9	5.8%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	60.63	70.00	15%	2.4	2.2	0.3		10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.78	6.13	28%	17.7	14.9	1.7		11.4	4.5%
小米集团	1810 HK	科技	买入	54.15	65.91	22%	33.6	25.9	5.3		16.1	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	39.90	63.54	59%	17.4	14.6	1.7		11.1	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.42	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	6.89	8.90	29%	N/A	N/A	8.1		N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	118.90	176.00	48%	28.0	19.5	5.1		19.2	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	56.40	93.00	65%	16.3	12.5	N/A		18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	330.52	379.26	15%	23.8	18.6	6.2		21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	250.74	388.00	55%	22.2	19.1	4.1		11.2	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 8 月 1 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策。

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责任。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。