

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 港股上涨，地产、材料与工业领涨，医疗大跌，资讯科技与电讯跑输，南向资金小幅净买入 6.6 亿港元。有关新世界可能与黑石合作私有化和香港可能与内地实施购房通的新闻提振香港本地地产股。A 股有色金属、美容护理和房地产收涨，医药生物、电力设备和通信收跌。MSCI 将中信银行和老铺黄金纳入新兴市场指数。商品期货涨跌互现，农产品领涨，中国生猪行业去产能拉开帷幕，农业农村部将召集相关企业讨论产能调控政策。人民币汇率基本走平。7 月商品出口以美元计同比增长 7.2% 好于预期，商品进口增长 4.1%，稀土出口环比跌 23%，大豆进口创历史最高。
- 日股上涨。因美国关税将削弱日本出口、企业资本支出和消费者信心，日本政府将本财年（今年 4 月至明年 3 月）GDP 增速预测从 1.2% 下调至 0.7%，但仍高于市场一致预测的 0.5%。
- 欧股上涨，军工股大跌因业绩低于预期。欧元区国债收益率小幅回落，欧元下跌。德国 6 月工业产值环比下降 1.9%，跌幅创近一年来最大，2Q 降幅达到 1%，预示欧元区经济显著放缓。英国央行如期降息 25 个基点，经济放缓和通胀高企令内部分歧扩大，史上首次对议息决定进行两轮投票。英国通胀可能在 9 月见顶达到近 4%，4Q 仍在高位，限制短期降息空间，明年随着通胀可能显著回落，降息空间逐步打开。为降低国债收益率居高对金融市场和财政体系压力，英国央行可能放缓 QT 速度。
- 美股涨跌互现，公用事业、必选消费与信息技术领涨，医疗、金融与能源领跌。美股 TMT 板块估值和占市场份额达到 2009 年以来新高，随着通胀反弹，美股 8-9 月可能承压。特斯拉将解散 Dojo 超级计算机团队，自研 AI 芯片计划遇挫，未来可能加强与英伟达、AMD、三星等外部供应商合作。特朗普施压英特尔 CEO 辞职，英特尔股价下跌。
- 美债收益率上升，30 年国债拍卖需求惨淡，收益率曲线陡峭化。纽约联储 7 月调查显示消费者通胀预期上升，就业预期改善。特朗普提名经济顾问委员会主席 Miran 担任美联储理事，任期至明年 1 月底。美联储理事沃勒被特朗普团队视作下任主席的优先人选。白宫加强对美联储控制短期利好美股、利空美债，中长期因削弱美联储独立性和公信力而利空美元地位。
- 黄金震荡。美俄会晤消息打击油价。比特币走高 2%，以太坊涨 5.6%，特朗普签署行政令允许 401K 账户投资加密货币、私募股权、房地产等另类投资。

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	25,082	1.41	25.03
恒生国企	8,982	0.99	23.21
恒生科技	5,547	1.19	24.14
上证综指	3,640	1.57	8.59
深证综指	2,225	1.46	13.65
深圳创业板	2,343	0.37	9.40
美国道琼斯	43,969	-0.46	3.35
美国标普 500	6,340	0.16	7.79
美国纳斯达克	21,243	0.90	10.00
德国 DAX	24,193	1.83	21.51
法国 CAC	7,709	1.01	4.45
英国富时 100	9,101	-0.30	11.35
日本日经 225	41,059	1.91	2.92
澳洲 ASX 200	8,831	1.94	8.24
台湾加权	24,004	2.67	4.21

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	45,169	2.27	28.55
恒生工商业	13,947	0.90	23.97
恒生地产	18,686	2.58	25.30
恒生公用事业	37,211	0.49	4.34

资料来源：彭博

宏观经济

■ 中国经济-出口反弹，但下半年面临阻力

尽管对美出口进一步萎缩，但中国 7 月出口仍超出预期，因为自 4 月以来对东盟和非洲的新增出口弥补了对美损失的 129%。汽车和芯片出口保持强劲，而船舶、个人电脑和手机出口则有所疲软。由于人工智能相关需求强劲，进口反弹，铜矿石、铜制品和集成电路进口量进一步回升。来自美国大豆进口在 4 月大幅下降后，5 月和 6 月迅速反弹，反映出中美贸易谈判取得稳步进展。

然而，我们预计 2025 年下半年将面临更多不利因素抑制中国出口：1) 上半年抢出口透支需求；2) 中国作为俄罗斯石油买家，可能被征收 25% 的二次关税；3) 多项贸易协议达成后实际关税税率进一步增加，对全球需求和供应链造成压力；4) 对出口改道征收 40% 的关税以及暂停最低限度豁免已经堵住大部分规避关税的漏洞。

展望未来，我们预计中国出口增速将从 2024 年的 5.9% 放缓至 2025 年的 2%，进口增速可能从 1.1% 小幅放缓至 0.5%。美元兑人民币汇率可能从目前的 7.15 降至年底的 7.1。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国汽车行业 - 新车上市叠加金融政策调整，7 月汽车终端折扣回落

行业整体：2025 年 7 月行业平均折扣率环比收窄 0.3 个百分点至 15.1%，主要因为德系豪华品牌折扣大幅收窄。华晨宝马、北京奔驰折扣率分别环比降 4 个百分点/6 个百分点至 30.2%/25.8%，因为 6 月末银行叫停“高息高返”车贷政策，经销商提价对冲佣金损失。我们预计宝马和奔驰 7 月零售销量环比降 17%-20%。自主品牌折扣整体稳定，受益于新车上市带动销量爬坡。而多数主机厂削减经销商返利以缓解价格战对利润的侵蚀，所以我们认为经销商行业尚未出现明确的拐点信号。凭借强劲的新车计划、销售势能及稳定的终端折扣，我们认为吉利与零跑相比多数竞争对手更具优势。

新势力车企：零跑表现突出，理想面临压力。零跑折扣率降幅最大（环比降 1.3 个百分点至 6.8%），受益于 C10/C11/C16 改款及 B10 放量，我们预计随着 B01 销量爬坡预计 3Q25 末折扣率仍将低于 10%。理想交付量环比降 15% 至 3.1 万台，折扣率持平 4.0%。简化 i8 配置或反映订单低于公司预期，且会拉低 i8 的毛利率。我们认为在纯电车型上理想对销量的优先级远高于利润率，这也可能导致 9 月上市的 i6 将采取激进定价。蔚来折扣率持平 8.5%，但乐道 L60 推换电和金融权益或拉低其他收入的毛利率；我们认为 L90 价格非常具有竞争力，这款车也是考验蔚来近期降本增效成果的关键。小鹏维持低位折扣，G7 和全新 P7 的销量爬坡将是 3Q25 的关键。

传统自主品牌：分化加剧。吉利折扣率升 0.9 个百分点至 11.2%（新能源车竞争加剧），但主机厂通过削减银河品牌返利缓冲利润压力，下半年新车（银河 M9/A7/星耀 6 等）有望稳定折扣；长城折扣率降 1.0 个百分点至 9.0%，欧拉好猫改款及魏牌旧款清库存见效，计划 8-9 月密集推出坦克/二代大狗/猛龙/高山 7 等改款车型，下半年还将推出欧拉和魏牌的全新平台车型，新能源转型有望提速；比亚迪折扣率持平 9.4%，7 月上半月折扣超 10% 创五年以上的新高，而下半月折扣因部分车型清库完毕而收窄至 8.8%，我们估算渠道库

存微降至 70 万台，而对部分供应商停止提货已持续一月有余。广汽传祺折扣率升 0.6 个百分点至 11.9%，埃安稳定于 9.6%，合资品牌广丰/广本折扣率达 18-19%/21.9%，集团预告 2Q25 净亏 11-19 亿元，预计全年难扭亏。（[链接](#)）

■ **中国快递行业 - 广东的快递底价可能为其他地区树立示范作用；我们重申对行业的正面观点**

我们认为广东省新订立的快递包裹每件 1.4 元人民币的底价，是遏制快递行业价格战的有力举措。更重要的是，作为包裹数量和收入最大的省份，广东省将树立快递行业中“反内卷化”的良好示范，并可能推动更多省份效仿（根据国家邮政局，广东省占中国快递总量约 25%(1H25)，其次是浙江（17%）和江苏（8%））。我们重申，本轮快递行业“反内卷化”运动将与 2021 年类似，将推动单票价格上涨，成为未来 3-6 个月的利好催化剂。中通快递（2057 HK / ZTO US，买入）目前交易在 2025 年预测市盈率 14 倍（历史平均市盈率为 22 倍），我们认为具有吸引力。（[链接](#)）

■ **科技行业- 美国最新行业关税政策好于预期；利好智能手机/AI 服务器供应链**

美国在完成了 Section 232 调查后，特朗普总统在美国时间周四宣布了对半导体进口征收 100% 关税的计划，虽然 100% 税率高于市场预期的 20-25%，但如果企业在美国进行大规模投资制造将被豁免关税。特朗普表示，由于苹果承诺未来 4 年将在美投资增至 6,000 亿美元，苹果的关税也可以获得豁免。另外，科技公司如三星、SK 海力士也因其承诺的对美投资而宣布获得关税豁免。虽然官方细节尚未公布，但我们相信这一豁免条款将利好智能手机和服务器产业链：1) 智能手机/iPad/TWS 相关公司因苹果/三星豁免将缓解市场对 232 条款关税提前实施的担忧；2) 服务器/AI 服务器相关公司因其组装地在墨西哥，且英伟达承诺在美国投资 5,000 亿美元建设 AI 基础设施。总体而言，我们认为 section 232 的关税影响好于先前担忧，在近期板块由 AI 主题驱动反弹后，我们相信苹果的关税豁免将引发智能手机供应链重估，我们看好苹果/三星/AI 服务器销售收入占比较高的公司，受益关税包括瑞声科技、鸿腾精密、立讯精密和比亚迪电子。（[链接](#)）

公司点评

■ **Datadog (DDOG US，买入，目标价：162.0 美元) -2Q25 业绩稳健，运营效率提升超预期**

Datadog (DDOG US) 发布 2Q25 业绩：总营收为 8.268 亿美元，同比增长 28%（2Q24：27%；1Q25：25%），较招银国际预期及彭博一致预期均高 5%；non-GAAP 经税调整后的净利润为 1.638 亿美元，同比增长 7%，较招银国际预期/市场一致预期分别高出 11%/10%，这得益于营收超预期及运营效率提升好于预期。鉴于使用量增长超预期以及 AI 原生客户的营收增长势头强于预期，我们将 2025-2027 年的营收预测上调 3-4%；同时，考虑到运营效率提升超预期，将 non-GAAP 净利润预测上调 6-7%。我们的新目标价为 162.0 美元（前值：158.7 美元），基于 2025 年 16.5x EV/S（前值：16.6x），与公司两年均值加一个标准差一致。我们对 Datadog 的长期业务发展潜力保持乐观，这得益于数字化转型和云迁移的长期趋势，以及 Datadog 强大的交叉销售能力和国际扩张潜力。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **百济神州 (ONC US, 买入, 目标价: 359.47 美元) - 第二季度业绩稳健, 关注 CDK4 抑制剂年末数据读出**

泽布替尼销售表现强劲: 2025 年上半年, 百济神州实现总产品收入 24.3 亿美元, 同比增长 45%, 达到我们全年预测的 46%, 符合预期。2025 年第二季度, 泽布替尼销售额达到 9.5 亿美元, 同比增长 49%, 环比增长 20%, 大幅超越伊布替尼 (环比+3%) 与阿卡拉布替尼 (环比+14%)。自 2025 年第一季度以来, 泽布替尼在美国市场 BTK 抑制剂中收入居首, 并在一线与复发/难治性慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 治疗的新患者处方中处于领先地位。2024 年第四季度, 泽布替尼约占 CLL 全线新处方的 25%。随着其进一步取代传统 BTK 抑制剂及替代方案, 未来仍具成长潜力。

盈利能力持续改善, 成本管控表现强劲: 继 2025 年第一季度实现首个 GAAP 准则下的正向净利润 (100 万美元) 后, 第二季度净利润显著增长至 9,400 万美元, 主要受益于营收增长及营运杠杆提升。产品销售毛利率从 2024 年的 84.3% 及 2025 年第一季度的 85.1% 进一步提升至 87.4%。销售与管理费用率 (SG&A) 进一步优化至 41.3% (前值为 41.4% 及 48.5%); 研发费用率下降至 40.3%, 反映出运营效率提升。管理层上调毛利率指引至 80% 至 90% 的中高区间。我们维持对百济神州 2025 年实现 GAAP 正向经营利润的预期, 全年净利估计为 3.32 亿美元。

关注 CDK4 抑制剂数据读出: BGB-43395 (CDK4 抑制剂) 在与氟维司群联用治疗经治乳腺癌及实体瘤中, 展现出良好的血液安全性, ≥ 3 级中性粒细胞减少发生率在剂量优化阶段为 8.2%, 剂量递增阶段为 16.2%, 远低于其他已上市 CDK4/6 抑制剂 (29–55%) 及辉瑞 CDK4i 产品 atirmociclib (18.2%–23.5%)。尽管在今年 6 月研发日披露的反应数据随访时间仅 3 个月, 尚未成熟, 但考虑到 CDK4/6 抑制剂通常需 3 至 5 个月才能观察到疗效, 我们对年底在圣安东尼奥乳腺癌研讨会 (SABCS) 上的进一步数据持乐观态度。百济神州计划 2026 年初启动 BGB-43395 用于 HR+/HER2-乳腺癌二线治疗的三期临床试验, 并于同年展开一线适应症的三期试验。

血液肿瘤产品线竞争力强: Sonrotoclax (Bcl2 抑制剂) 相比 venetoclax 具备更高的效力与选择性, 半衰期更短, 有助于减少药物蓄积并简化肿瘤溶解综合征 (TLS) 监测。Sonrotoclax 联合泽布替尼用于 CLL 一线治疗的三期试验于今年 2 月完成入组, 针对复发/难治性 MCL 与 CLL 的三期试验亦已启动, 针对多发性骨髓瘤 (MM) 的三期试验正在规划中。公司已在中国提交 Sonrotoclax 用于复发/难治性 MCL 与 CLL 的上市申请, 全球用于 MCL 的申报及关键数据预计将于 2025 年下半年完成及披露。对于 BGB-16673 (BTK CDAC), 公司计划于 2025 年下半年启动一项针对 CLL 的全球三期头对头优效性试验, 对照药为 pirtobrutinib, 并预计于 2026 年提交其用于复发/难治性 CLL 的上市申请。

维持买入评级: 我们期待 CDK4 抑制剂在今年底的数据读出, 维持目标价 359.47 美元不变。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(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	18.32	24.00	31%	10.7	10.2	1.7	19.8	2.9%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	63.00	72.00	14%	286.4	61.8	7.0	1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.39	7.40	16%	12.5	11.2	0.9	7.2	5.9%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.26	8.70	20%	10.4	8.3	1.6	17.4	4.0%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.26	2.42	7%	66.5	22.6	3.5	6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.63	10.54	38%	10.5	8.9	4.1	49.6	3.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.66	18.68	0%	10.8	9.7	N/A	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.22	44.95	18%	2.9	2.3	0.8	24.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	82.89	133.86	61%	4.3	15.7	4.8	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.50	18.61	62%	11.7	9.9	2.0	17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医药	买入	298.29	359.47	21%	157.0	37.8	13.2	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.06	37.67	25%	7.2	22.3	3.0	37.1	1.9%
中国平安	2318 HK	保险	买入	54.40	65.10	20%	7.2	6.8	0.9	13.4	5.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	16.68	15.80	N/A	10.3	9.5	1.2	13.4	4.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	566.00	660.00	17%	20.9	19.1	4.1	20.5	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	120.96	141.20	17%	1.7	1.4	0.3	9.9	5.6%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	62.16	70.00	13%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.85	6.13	26%	18.0	15.2	1.7	11.4	4.5%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.65	66.00	28%	29.3	23.4	5.0	15.7	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	43.38	63.54	46%	18.9	15.8	1.8	11.1	0.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	36.52	43.22	18%	15.1	12.1	2.0	15.1	2.1%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.19	8.90	24%	N/A	N/A	8.4	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	120.89	176.00	46%	28.4	19.9	5.2	19.2	0.4%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	58.75	93.00	58%	16.9	13.0	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	332.87	379.26	14%	23.9	18.7	6.2	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	240.88	388.00	61%	21.3	18.4	3.9	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 7 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。