

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五(9月5日)中国股市上涨,港股原材料、医疗保健和工业领涨,光伏、稀土和创新药等概念板块表现较好,南向资金净买入56.23亿港元。A股通信、有色金属和电子等领涨,稀土、CPO和稳定币等概念股表现较好。非金属建材、煤炭、钢材、化工等商品价格上涨,人民币兑美元小幅走强。
- A股半年报显示上半年订单同比增长较快的行业是风电、锂电池、锂电设备、摩托车、半导体、CXO、自动化设备、其他电源设备、IT服务、计算机设备等。中国证监会计划调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率,壮大直销渠道,本次降费新规对渠道收入影响可能达到20%左右。7月中国央行连续第10个月增持黄金。深圳罗湖等区放开限购。
- 美股高开低走,光伏、AI与机器人领涨,能源、金融与工业领跌。美国非农数据大幅走弱,投资者担心美联储反应可能滞后,令经济衰退风险上升,对经济周期敏感的板块明显跑输市场。英伟达跌至近两个月低点,博通大涨超9%,Lululemon大跌18%,Robinhood被纳入标普500盘后涨近8%。
- 美债收益率回落,因非农就业走弱提升降息预期和避险情绪。美国8月非农新增就业2.2万大幅低于预期,失业率4.3%创近四年新高。市场对美联储降息预期升温,预期年内降息三次,9月降息50基点概率上升。我们预计美联储9月降息一次、12月再降息一次、明年进一步降息两次。
- 美国财长强调美联储要有“人民性”,首次提出适度长期利率应该与最大就业、稳定物价并列为美联储第三大法定职责,显示白宫希望美联储实施类似日本央行收益率曲线控制(YCC)政策,这将利空美元,利好黄金、美股、比特币与新兴市场。
- 美国机构调查显示机构投资者对美股方向出现严重分歧,乐观派继续押注AI,悲观派则担心经济增长放缓和市场集中度风险;多数投资者看多黄金,多空观点比例接近8:1;投资者对中国市场的兴趣上升,超六成比例机构投资者计划维持或增持中国股票。投资者关注近期发达国家长期债券价格波动,美国关税、对美联储独立性担心、欧洲政治与养老金改革等因素导致投资者对长期债券需求下降。
- 油价跌至三个月低点,OPEC+原则上同意10月扩产,显示OPEC+彻底转向追求市场份额而非捍卫价格的战略。

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	25,418	1.43	26.71
恒生国企	9,057	1.34	24.24
恒生科技	5,687	1.95	27.29
上证综指	3,813	1.24	13.75
深证综指	2,406	3.19	22.91
深圳创业板	2,958	6.55	38.13
美国道琼斯	45,401	-0.48	6.71
美国标普500	6,482	-0.32	10.20
美国纳斯达克	21,700	-0.03	12.37
德国DAX	23,597	-0.73	18.52
法国CAC	7,675	-0.31	3.98
英国富时100	9,208	-0.09	12.67
日本日经225	43,019	1.03	7.83
澳洲ASX 200	8,871	0.51	8.73
台湾加权	24,495	1.30	6.34

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	44,409	0.91	26.39
恒生工商业	14,425	1.72	28.22
恒生地产	18,302	1.59	22.73
恒生公用事业	36,146	1.00	1.35

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 美国经济 - PMI 显示经济回升，但仍有滞胀压力

美国 8 月服务业 PMI 扩张速度加快，产需双双大幅改善，但就业仍在收缩，物价仍然高企。制造业 PMI 收缩幅度趋缓但低于市场预期，新订单指数扩张速度创年初以来新高。物价涨幅延续放缓但仍显著高于疫情后平均水平，就业指数保持低迷。

美联储对双重目标的主要风险研判已从通胀转向更加平衡，因过去数月非农数据大幅调整显示劳动力市场明显降温，但通胀尚未大幅反弹说明关税对通胀推升作用可能不及预期。非农就业数据是美联储议息决定的关键，若往月数据再次大幅下修和 8 月新增非农就业少于 5 万（失业率升至 4.3%），那么美联储可能在 9 月或 10 月重启降息，12 月再次降息，明年进一步降息两次。
([链接](#))

■ 美国经济 - 就业明显走弱，美联储降息在即

美国 8 月新增非农就业大幅放缓，同时 6 月数据下修至负增长，过去 3 月移动平均降至 2.9 万人，劳动力需求明显走弱。商品生产与政府就业继续成为主要拖累，服务业维持稳健，但疫情后的主要追赶项如医疗服务开始放缓。薪资增速与每周工时同比增速下降，显示劳动力需求下降的影响超出供给下降的影响。8 月失业率升至 4.3%，因劳动参与率小幅抬升。

美联储的双重政策目标下，就业市场恶化风险已明显超过通胀失控风险，我们预计美联储将在 9 月开始降息。但因通胀可能会在未来数月加速反弹，核心通胀保持高位，美联储可能会在 10 月暂停一次，12 月继续降息，年末联邦基金利率可能在 3.83% 左右。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次。([链接](#))

行业点评

■ 医药行业 - 1H25 业绩回顾：创新药保持强势，行业需求疲弱

我们统计了 A 股和港股上市的 393 家医药公司 2025 年上半年业绩情况，行业整体增长疲弱，平均收入增长 1.6%，平均净利润下滑 3.2%，收入和利润相较于 2024 年全年均有所恶化。我们认为，行业整体业绩改善仍需时间，国内集采政策优化，对于创新药械的支持政策持续落地，以及创新药和器械出海，全球生物医药融资改善，将驱动医药行业的业绩修复。

创新药板块收入增长强劲。分板块来看，表现最好的仍是创新药（Biotech），收入平均增长 35%，维持强劲势头，主要由于创新药享受较为积极的医保支付环境，以及多家创新药企业实现了品种出海授权。多家 Biotech 企业大幅减亏乃至实现经营利润转正。制药（Pharma）板块的业绩稳健，1H25 平均收入增长 0.8%，平均净利润增长 3.4%。受益于丰富的创新药管线储备，多家龙头制药企业实现了多个创新药的海外 BD 合作，并且预期出海授权将成为可持续的盈利来源。然而，仿制药的业务仍处于萎缩或者持平的状态，集采的影响边际减弱但是仍然拖累业绩。随着国家集采政策的优化，我们认为未来仿制药的价格压力将得到缓解。

CXO 迎来业绩改善，主要由于低基数以及商业化生产需求旺盛。1H25，CXO 板块收入平均增长 15.5%，净利润平均增长 32.7%。全球强劲的 GLP-1 需求带动了部分 CXO 企业的多肽 CDMO 收入增长。ADC 的研发和生产外包需求也强劲增长。然而，海外及中国的早期研发需求仍较为疲弱，主要是由于全球生物医药融资环境的负面影响。我们认为，早期需求的恢复仍然需要时间。

医疗器械板块表现分化，主要受医保政策和价格竞争影响。1H25，IVD 板块业绩明显走弱，平均收入下滑 14%，试剂集采、IVD 套餐解绑、IVD 服务价格治理等医保政策的执行导致量价齐跌。尽管医疗设备招标出现了复苏，但中低端医疗设备的价格竞争日趋激烈，且部分企业仍处于清库存周期，因此 1H25 收入承压。部分创新属性较大的医疗器械企业收入增速较快。

行业展望：我们认为，受益于创新药出海交易、国内集采政策优化等积极因素推动，医药行业有望持续上涨。短期来看，由于市场对于出海交易的频次和交易规模预期较高，创新药的估值持续攀升，需理性看待股价上升空间。展望未来，我们认为创新药的持续上涨动力将主要来源于海外合作伙伴对于已授权管线的临床推动。此外，我们看好消费医疗的估值修复机会。推荐买入三生制药 (1530 HK)、巨子生物 (2367 HK)、药明合联 (2268 HK)、固生堂 (2273 HK)、中国生物制药 (1177 HK)、信达生物 (1801 HK)。
([链接](#))

■ 半导体行业 - 博通再度超预期并上调指引，AI 驱动业绩；AI 收入增长将在 2026 财年加速

博通 (Broadcom, AVGO US, 未评级, 6 月年结) 在 2025 财年三季度 (F3Q25) 再次交出亮眼成绩，并上调了对 2025 财年四季度 (F4Q25) 及 2026 财年 AI 收入的展望，此前已指引 2026 财年同比+60%。这确认了 AI 基础设施投资动能依旧强劲，甚至可能加速。我们对 AI 产业链维持积极展望。

F3Q25 业绩表现：

博通三季度收入 160 亿美元，较公司指引/彭博一致预期高出 1.0%/0.7%，同比/环比+22%/+6%，主要受 AI 半导体及 VMware 业务拉动。非 GAAP 毛利率 78.4% (环比-1 个百分点)，基本符合预期，反映产品组合向 XPU 和无线倾斜。非 GAAP 净利润 84 亿美元，同比/环比+37%/+8%，超出市场预期 2%，体现了强劲的经营杠杆。分业务看，半导体 (占总销售 57%) 收入 92 亿美元，同比/环比+26%/+9%；基础设施软件收入 68 亿美元，同比/环比+17%/+3%。

F4Q25 指引：

管理层预计四季度收入 174 亿美元，同比/环比+24%/+9% (半导体+30% YoY, 软件+15% YoY)，较彭博一致预期高出 2%。毛利率预计环比下降 0.7 个百分点，主要因无线、XPU 及软件收入占比提升所致。公司在抓住 AI 基础设施需求方面持续执行到位，当前订单积压创纪录达 1,100 亿美元，其中半导体相关占比超 50%，为多年增长提供了高度可见性。([链接](#))

公司点评

■ 黑芝麻智能 (2533 HK, 买入, 目标价: 28 元港元) - 2025 年上半年营收强劲增长但毛利承压; 维持长期正面展望

黑芝麻公布 2025 年上半年业绩: 公司收入 2.53 亿元, 同比增长 40%, 主要受辅助驾驶解决方案强劲需求带动 (同比+42%)。毛利率为 24.8%, 较 2024 年上半年/下半年的 50%/35.6% 显著下滑, 原因在于产品结构不利及新业务探索带来的前期投入。公司录得 IFRS 净亏损 7.62 亿元; 非 IFRS 净亏损收窄至 5.49 亿元 (对比 2024 年上半年/下半年 6.02 亿元/7.02 亿元), 主要得益于管理费用控制 (同比-7%) 及研发效率提升 (同比-10%)。

展望未来, 我们预计公司收入将在 2025/2026 年分别增长 71%/59%, 受益于辅助驾驶技术加速渗透和芯片性能提升。由于 ADAS/自动驾驶产业仍处早期阶段, 我们认为公司毛利率压力将持续, 预计至 2027 年底实现盈亏平衡。从长期来看, 仍维持正面展望。维持“买入”评级, 目标价调整至 28 港元。

([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	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	18.68	25.00	34%	10.7	10.2	1.7	20.0	2.9%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	62.75	80.00	27%	90.9	26.9	6.8	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.48	7.40	14%	12.7	11.4	0.9	7.2	5.5%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.89	8.90	29%	9.6	7.6	1.5	17.7	3.9%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.20	10.74	49%	9.6	8.1	3.8	50.4	3.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	21.22	18.68	N/A	12.3	11.1	3.9	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	36.50	44.95	23%	22.4	18.0	0.7	27.7	0.0%
瑞茶雅	603605 CH	可选消费	买入	83.04	129.83	56%	19.2	18.1	4.9	28.9	1.8%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.18	12.85	15%	19.3	16.4	2.0	10.5	2.6%
百济神州	ONC US	医药	买入	341.80	359.47	5%	114.7	41.7	14.0	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	35.66	37.58	5%	8.6	29.9	3.5	36.8	1.9%
中国平安	2318 HK	保险	买入	55.45	71.00	28%	7.8	7.3	0.9	12.5	5.2%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.12	21.60	19%	10.8	9.9	1.3	13.8	3.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	605.50	705.00	16%	22.3	19.7	4.3	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	135.58	158.80	17%	2.4	1.9	0.3	11.2	6.3%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	72.79	76.00	4%	2.8	2.5	0.3	18.4	1.8%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.74	6.61	39%	16.9	14.8	1.7	10.9	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.65	62.96	17%	31.0	24.3	5.3	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	42.74	60.55	42%	19.7	15.5	1.8	10.4	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.24	47.37	12%	18.9	16.0	2.4	14.7	1.7%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	9.81	12.30	25%	N/A	N/A	12.9	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	132.00	173.00	31%	38.3	25.5	5.7	15.8	0.3%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	53.70	93.00	73%	16.8	13.3	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	357.28	460.00	29%	35.3	27.4	6.7	21.2	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	250.76	388.00	55%	22.1	19.0	4.1	10.9	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年9月5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有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責任。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責任。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。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编制的报告。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責任。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。