

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市回调。港股可选消费、资讯科技与金融领跌，能源、必选消费与电讯等高股息板块上涨。A股电力设备、计算机与汽车跌幅居前，钢铁、石化等预期去产能行业跑赢市场。国内夜盘期货多数收跌。政治局会议定调下半年政策，重点是提振消费和破除内卷，释放经济再平衡政策信号。尽管部分投资者认为会议因缺少具体政策细节而低于预期，但政策的逻辑和方向已非常清晰。预计3Q政策保持平稳，4Q政策可能再次发力，一方面耐用品零售增速可能因同比基数上升和政策效应递减而大幅下行，GDP增速可能降至5%以下，另一方面中美可能达成初步协定，中国在经济再平衡方面将做出承诺，扩大财政刺激，加大消费提振，加快去产能，保持人民币汇率稳中偏强，促进货物进口。
- 美韩达成全面贸易协议，征收15%关税，韩国对美国提供3500亿美元投资，由美国拥有和控制。特朗普签署行政令对巴西征收50%关税。特朗普威胁将对印度施加25%关税及“惩罚”，称印度是俄罗斯能源大买家。欧元区2Q GDP环比增长0.1%好于预期，降息预期回落。欧央行降息周期进入尾声，预计4Q可能降息一次，明年保持利率不变。
- 美股下跌，材料、地产与能源领跌，公用事业、信息技术与通讯服务上涨。Meta业绩超预期，盈利指引强劲，全年资本支出下限上调。盘后Meta大涨12%，微软大涨7%，高通和Arm大跌。纳指期货亚太盘初涨1%。美联储会议决定保持利率不变符合预期，特朗普阵营的两个票委支持降息。美联储会议声明称经济增长放缓，提振降息预期，美股和美债一度走高，但鲍威尔在新闻发布会上有意为9月降息预期降温，强调就业市场并未走弱和关税对通胀的不确定性，降息预期再降，美元和美债收益率上升，美股转跌。
- 美国经济数据好于预期，2Q实际GDP环比年化增长3%超预期，PCE物价指数增长2.5%，7月ADP就业人数增加10.4万人超预期。美债收益率上升，美元连续走高接近100关键位。黄金明显回调。白宫将美国进口量最大的精炼铜排除在关税之外，纽约暴跌创史上最大单日跌幅，截止日前大量囤货令美国铜库存升至4年以来最高。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

宏观点评

■ 中国政策- 经济再平衡成为政策重点

昨日召开的政治局会议标志着中国宏观政策转向经济再平衡，未来重点将是提振居民消费和治理内卷式竞争。尽管会议没有提供具体政策细节，但政策的逻辑和方向已经清晰。中国能否摆脱通缩将成为评估经济再平衡成效的关键指标。

我们预计中国将通过延长耐用品消费补贴、促进服务消费、加强社会保障、增加转移支付和扩大消费信贷供应等措施来提振消费。中国可能通过消除地方保护主义、整治重点行业产能过剩和规范地方政府招商引资等减少内卷式竞争。一些行业的通缩前景可能逐渐改善。

政策窗口期可能要到 2025 年第四季度。届时耐用品零售额将因同比高基数和政策刺激效应减弱而大幅放缓。同时，中国可能与美国达成初步贸易协议，有更强动力来推进经济再平衡。我们认为，人民币汇率和中国股市可能在 2025 年第四季度获得进一步上行动力。 ([链接](#))

行业点评

■ 科技行业 - 全球 AI 眼镜行业：Ray-Ban Meta 2025 年上半年表现强劲，小米定下 50 万目标，夸克 AI 眼镜发布

我们重申对高速发展的 AI 眼镜周期的正面看法，我们看到 Ray-Ban Meta 眼镜持续强劲的销售表现（销量上半年同比增长 200%）、小米 AI 眼镜乐观的出货量目标、下半年强劲的新品发布以及搭载更多 AI 功能和应用场景将继续推动 AI 眼镜供应链 2025 年下半年的增长。展望未来，根据 IDC 数据，预计 2025 年全球/中国智能眼镜市场将继续保持 43%/121% 的年同比增速。随着越来越多的科技公司进入 AI 智能眼镜市场，我们预计成本优化和更多生成式 AI 应用案例将在未来几年持续推动需求。总体而言，我们认为科技供应链将受益于持续的 AI 眼镜周期，包括作为 AI 眼镜品牌的小米，光学领域的丘钛科技/欧菲光，声学/MEMS 传感器领域的瑞声科技，作为代工商的立讯精密/华勤技术，结构件领域的立讯精密/领益智造/长盈精密/东凯精密，定制镜片领域的康耐特以及显示面板领域的京东方/TCL。 ([链接](#))

公司点评

■ 新东方 (EDU US, 买入, 目标价: 70.0 美元) - 营收增长放缓; FY26 将更聚焦利润率与股东回报

新东方公布了 4QFY25 业绩: 净营收 (不含东方甄选收入) 同比增长 19% 达 10.9 亿美元, 超出公司指引 (10.1 亿-10.4 亿美元); 非 GAAP 净利润同比增长 59% 至 9800 万美元, 好于一致预期 (5400 万美元), 主要得益于各业务线推行的成本优化举措。FY25 总营收/非 GAAP 净利润分别同比增长 14%/11%, 达到 49.0 亿美元/5.17 亿美元。展望未来, 管理层预计 FY26 总营收同比增长 5%-10% 达到 51.5 亿-53.9 亿美元, 低于一致预期的 55.6 亿美元, 主要由于宏观不确定性以及竞争加剧。鉴于宏观和竞争带来的逆风因素, 我们将 FY26-27 总营收预测下调了 3-4%, 并将基于 SOTP 的目标价下调至 70 美元 (前值: 76.0 美元)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

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个月的潜在涨幅在-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商投资者

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。