

每日投资策略

宏观、行业及公司首发/点评

全球市场观察

- 港股上涨，原材料、可选消费与医疗保健领涨，能源、必选消费与工业下跌，生物科技、铁矿石和教育等板块表现较好，南下资金净买入 73.31 亿港元。A 股小幅下跌，通信、综合与美容护理跌幅居前，有色金属、地产与钢铁跑赢市场。有色、煤炭与铁矿石价格上涨，能源与化工价格下跌，国债收益率走平，美元兑人民币上涨。
- 中国 8 月新增贷款延续疲弱，因家庭购房需求和私企资本支出依然较弱，股市上涨推动非银存贷款大增和储蓄存款下降。中国发布汽车稳增长方案，聚焦规范市场竞争、加快 L3 准入、突破汽车芯片、固态电池等技术与延续以旧换新政策等。中美双方在西班牙就有关经贸问题举行会谈。
- 东京房地产投资创历史新高，海外资本涌入房市火热。仲量联行数据显示，今年上半年日本房地产投资同比增长 22% 达到 3.19 万亿日元，创 2007 年有统计以来上半年历史新高，其中海外资本对日本房地产投资额增长 2.7 倍至 1.09 万亿日元，占全部投资额 34%，全球利率下行和租金上涨预期刺激投资者对日本房产需求。
- 近期法国国债收益率显著上升，市场对法国政府债务和政治不确定性担忧上升。惠誉将法国主权信用评级从 AA- 下调至 A+，预计政府债务占 GDP 比重从 2024 年 113.2% 增至 2027 年 121%，法国很难在 2029 年将财政赤字率降至 3% 以内。
- 美股涨跌互现，公用事业、可选消费与芯片股上涨，医药、工业与能源领跌。投资者在本周美联储议息会议前更加谨慎。特斯拉大涨，两天涨幅近 14%，内华达州确认近期发出 Robotaxi 测试许可，特斯拉中国 Model Y L 成为新增长点，储能产品 Megapack 3 和 Megablock 系统也构成利好。Oracle 财报显示云订单同比翻逾四倍至 4550 亿美元，反映 AI 客户对算力基础设施需求暴增。OpenAI 称向微软支付的收入分成比例将从今年近 20% 逐步降至 2030 年 8%。Circle 大跌，因竞争对手 Tether 推出全新稳定币。疫苗股暴跌拖累生物科技板块，传白宫计划将 25 名儿童死亡归咎于新冠疫苗。
- 美债收益率小幅上升，美元指数震荡全周收跌，黄金上涨，原油先跌后涨。央行超级周来临，本周美联储、加拿大、英国、日本等多家主要央行将公布利率决议。预计美联储将降息 25 个基点，12 月再次降息 25 个基点，明年降息两次。美元流动性趋松和白宫对美联储干预可能推动美元走弱、股市与大宗商品上涨和通胀预期回升。
- 美国政府再次面临停摆风险，因民主党以此威胁要求在政府拨款法案中加入《平价医疗法案》延长补贴政策，补贴到期将导致 2240 万美国人医保费大幅上涨。

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	26,388	1.16	31.55
恒生国企	9,365	1.13	28.46
恒生科技	5,989	1.71	34.04
上证综指	3,871	-0.12	15.48
深证综指	2,462	-0.25	25.80
深圳创业板	3,020	-1.09	41.04
美国道琼斯	45,834	-0.59	7.73
美国标普 500	6,584	-0.05	11.95
美国纳斯达克	22,141	0.44	14.66
德国 DAX	23,698	-0.02	19.03
法国 CAC	7,825	0.02	6.02
英国富时 100	9,283	-0.15	13.58
日本日经 225	44,768	0.89	12.22
澳洲 ASX 200	8,865	0.68	8.65
台湾加权	25,475	1.03	10.59

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	46,067	0.56	31.11
恒生工商业	14,982	1.49	33.18
恒生地产	19,272	1.49	29.23
恒生公用事业	36,659	0.17	2.79

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 美国经济 - 通胀反弹，但市场更关注就业风险

美国 8 月 CPI 明显反弹，食品和能源价格环比大幅回升，核心 CPI 环比增速升至 2024 年初以来次高。核心商品价格增速加快，新车和二手车价格涨幅扩大，但前期涨幅较大的家具、医疗用品和休闲商品价格小幅回落。核心服务价格延续上涨，房租、酒店、机票等服务价格明显回升。

但市场更关注就业风险，首次领取失业金人数创 2021 年 10 月以来新高，2024 年 4 月至 2025 年 3 月新增就业人数下调幅度超出市场预期。就业恶化风险超过通胀失控风险，市场对全年降息 3 次概率预期已升至 81%。我们预计美联储可能在 9 月和 12 月两次降息，合计降息 50 个基点，年末联邦基金利率目标降至 3.75%-4%。

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，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。降息和白宫对美联储干预可能推动美债收益率陡峭化。（[链接](#)）

■ 中国经济 - 信贷疲软意味着流动性将继续放松

中国 8 月份信贷增长明显放缓，主要由于同比基数较高，政府债融资今年以来首次放缓。家庭和企业部门贷款同比也大幅下降，显示私营部门信贷需求依然低迷。流动性仍然宽松，DR007 利率小幅下降，M1 增速延续回升。居民存款向股票转移的趋势持续，新增居民储蓄存款增幅降至 2014 年以来的最低水平，而非银行金融机构存款仍然保持高位。然而，我们认为本轮市场反弹的可持续性取决于经济基本面复苏，而经济基本面复苏又需要更强劲的消费者需求和价格水平再通胀的支撑。展望未来，25 年第三季度的经济疲软可能推动四季度政策进一步宽松。我们预计，在美联储 9 月降息后，中国央行可能会下调 LPR 10 个基点，并下调存款准备金率 50 个基点。同时，中央财政可能会在四季度增加对家庭和消费者的补贴，以刺激消费。（[链接](#)）

行业点评

■ 科技行业 - iPhone 17 预购跟踪：更长交付周期表明需求同比更加强劲

我们对 iPhone17 系列预购前两天（9 月 12 日-9 月 13 日）的交付周期进行了跟踪，我们的分析显示，大多数 iPhone 17 机型的平均交付周期比去年的 iPhone 16 要长，意味着 iPhone 17 的销售需求好于市场先前担忧。特别是，iPhone 17 基础版和中国市场的预购情况远强于去年的 iPhone 16。短期内，我们认为苹果供应链的 re-rating 将会持续，因此在苹果收入占比较高的公司将会受益，包括立讯精密（iPhone/手表 OEM/声学/马达）、瑞声科技（声学/马达/VC 散热板）、鸿腾精密（连接器/AirPods）和比亚迪电子（iPhone 结构件）。（[链接](#)）

公司首发/点评

■ 正力新能（3677 HK，首次覆盖-买入，目标价：18 港元）- 历史包袱轻、运营效率高、客户结构优化驱动销量与利润双增

低基数下增长空间充足。弗若斯特沙利文预测 2024-29E 中国电动车电池装机量五年复合增长率达 29%。由于电池技术的日新月异，行业产能过剩主要集中在过时产能，而我们认为正力凭借其最新的柔性化产线、标准化电芯及

多元化电化学体系可以更好地满足车企需求。虽然当前宁德时代和比亚迪合计占据中国动力电池市场约 70% 份额，但正力目前约 2% 的市占率意味着即使在行业格局变化不大的情况下仍有较大增长空间。即使我们预计 2024-27E 公司动力电池销量复合增长率为 48.3%，对应 2025-27E 市占率也仅为 2.2%/2.8%/3.2%。

客户结构持续优化，推动 2025-27E 量利齐升。作为一个后起之秀，正力在客户集中度还比较高的情况下（前 5 大客户占 80% 以上收入）就实现了最近两个报告期的盈利并实现了行业领先的毛利率（2H24 为 17.2%，1H25 达 17.9%）。我们认为主要原因可归结为高产能利用率、先进制造产线和卓越管理能力。从目前的配套车型来看，我们认为规模效应和高产能利用率将至少持续至 2026 年末，而客户的结构改善或进一步提升利润率：我们预计广汽丰田将在今年成为正力的第二大客户，而随着为大众增程车型的配套，我们预计外资品牌将在 2027 年贡献正力约一半的收入。

盈利预测与估值：我们预计正力 2025-27E 收入同比增速分别为 50%/76%/48%，毛利率达 18.2%/18.9%/19.0%，对应净利润人民币 5.69 亿元/13.07 亿元/18.80 亿元。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18 港元，基于 22x FY27E P/E。我们认为正力的历史包袱远轻于多数同业，叠加管理层通过标准化电芯和平台化电池包提升制造效率的战略，构成公司核心竞争优势。（[链接](#)）

■ **Adobe (ADBE US, 买入, 目标价: 590.0 美元) - 3QFY25 业绩点评: AI 商业化表现好于预期**

Adobe 发布 3QFY25 业绩：总营收同比增长 11% 至 59.9 亿美元；非 GAAP 净利润同比增长 8% 至 22.5 亿美元，均基本符合一致预期。AI 产品增长势头好于预期，AI 赋能产品 ARR 突破 50 亿美元，AI 原生产品 ARR 提前一个季度实现 2.5 亿美元的年末目标。考虑 AI 解决方案的增长势头及良好的销售进展，公司上调 FY25 收入指引，从此前 235.0-236.0 亿美元上调至 236.5-237.0 亿美元；同时将数字媒体业务期末 ARR 同比增速指引从此前的 11.0% 上调至 11.3%。考虑 AI 产品表现好于预期，我们将 FY25-27E 总营收预测上调 0-1%。我们将估值窗口更新至 FY26，维持 590.0 美元的目标价，基于 25x FY26 非 GAAP 下 PE（前值：590.0 美元，基于 30x FY25 非 GAAP 下 PE）。维持“买入”评级。（[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	18.44	25.00	36%	10.5	10.1	1.7	20.0	2.9%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	60.95	80.00	31%	88.3	26.2	6.6	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.59	7.40	12%	12.9	11.6	0.9	7.2	5.4%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.05	8.90	26%	9.8	7.7	1.6	17.7	3.8%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.12	10.74	51%	9.5	8.0	3.8	50.4	4.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	19.37	23.30	20%	10.9	10.1	3.3	36.7	7.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.74	44.95	16%	23.8	19.1	0.8	27.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	81.73	129.83	59%	18.9	17.8	4.8	28.6	1.8%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.19	12.85	15%	19.3	16.5	2.1	10.5	2.5%
百济神州	ONC US	医药	买入	324.34	359.47	11%	108.8	39.6	13.3	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	32.54	37.58	15%	7.8	27.3	3.2	36.8	2.1%
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.10	71.00	24%	8.1	7.5	0.9	12.5	5.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.75	21.60	15%	11.2	10.2	1.3	13.8	3.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	643.50	705.00	10%	23.7	21.0	4.6	20.9	0.8%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	155.06	158.80	2%	2.7	2.1	0.4	11.2	5.5%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	73.87	76.00	3%	2.9	2.5	0.3	18.4	1.7%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.01	6.61	32%	17.9	15.7	1.7	10.9	4.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	55.15	62.96	14%	31.9	25.0	5.5	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	43.80	60.55	38%	20.2	15.9	1.9	10.4	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.54	47.37	11%	19.1	16.1	2.4	14.7	1.6%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	10.22	12.30	20%	N/A	N/A	13.4	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	136.00	173.00	27%	39.4	26.3	5.8	15.8	0.3%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	54.75	93.00	70%	17.1	13.5	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	377.04	460.00	22%	37.3	28.9	7.1	21.2	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	242.76	388.00	60%	21.4	18.4	4.0	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 12 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。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。