

每日投资策略

宏观经济及公司点评

全球市场观察

- 周一（7 月 14 日）中国股市上涨，机器人板块爆发，医药股强势反弹，公用事业、能源与材料涨幅居前，地产、金融与通讯服务下跌。大宗商品普涨，国债期货下跌，人民币走平。
- 中国 6 月社融存量、信贷与 M1 增速反弹，显示中国经济延续复苏，2 季度经济数据可能好于预期，3 季度货币政策宽松的可能性下降，降准降息可能推迟至 4 季度。6 月商品出口同比增长 5.8% 好于预期，进口增长 1.1%，Labubu 带动玩具出口破百亿，稀土出口创 2009 年来最高，铁矿石进口创年内新高，钢铁二季度出口创纪录。
- 字节跳动将开发一种轻便型混合现实设备，与 Meta 公司计划 2027 年推出的一款产品类似。京东健康首个线下医美自营诊所在北京亦庄开业，第二家计划 9 月在北京国贸开业，平台企业加入线下医美赛道，对客源争夺可能变得更加激烈。
- 景顺资产调研数据显示，未来五年将中国视为中高配置优先项的主权财富基金比例从去年 44% 升至 59%，中国科技具备全球竞争力，备受青睐的领域包括半导体、云计算、人工智能、电动汽车和可再生能源基础设施。
- 日本参议院选举带来政治和政策不确定性，可能引发日本股债汇波动。近期美元兑日元看涨期权交易大增，日美谈判缺乏进展和日本财政赤字攀升引发市场对日元情绪恶化，日本 30 年国债收益率升幅创两个月最大，对美欧国债市场产生溢出效应。由于大米等食品价格上涨和去年 5 月能源补贴退坡后推升能源价格，日本央行可能在 7 月 31 日会议上考虑上调通胀预测，但将保持基准利率 0.5% 不变，预计可能明年 1 月重启加息。
- 欧盟准备对 720 亿欧元美国商品征收反制关税。英国央行行长贝利释放鸽派信号，称如果就业市场恶化速度快于预期，就会更大幅度降息，英镑兑美元汇率跌至三周低点。贝利警告稳定币可能从银行体系抽走流动性，更希望银行提供代币化存款而非稳定币。
- 美股延续上涨，通讯服务、地产与金融领涨，能源、材料与信息技术下跌。投资者无惧特朗普新关税，将其视为施压谈判策略。特朗普计划宣布总额 700 亿美元 AI 与能源投资，涵盖新数据中心建设、发电与电网基础设施升级和 AI 培训等。Trade Desk 将被纳入标普 500 指数，盘后涨超 10%。投资者关注周二美资大行业绩，预计 2Q 投行业务同比可能下滑近 10%，但交易收入同比可能增长近 10%，达到投行收入四倍多。
- 比特币延续上涨，美股加密货币概念股普涨，Strategy 涨超 3%。美国银行监管部门就贷款机构持有加密货币发布蓝皮书，为传统银行进入加密资产领域提供新的路线图。美国国会计划本周审议 CLARITY 法案和 GENIUS

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

法案等三项加密资产关键立法，GENIUS 法案为与美元稳定币提供监管框架，可能推动行业更大变革。

- 美国国债价格再跌，收益率升至近一个月高点，盈亏平衡通胀率升至数月新高。美债市场短期可能面临两大风险，收益率曲线可能进一步陡峭化。一是 6 月通胀可能开始反弹；二是特朗普希望控制美联储的想法可能损害美联储信誉，引发投资者对美债抛售。Polymarket 赔率显示，美联储下任主席热门人选是国家经济委员会主任 Hassett（概率 22.6%）、美联储前高管 Warsh（概率 21%）和美国财长 Bessent（概率 20%）。
- 黄金回撤，白银冲高回落，黄金市场中避险类和战略性配置资金的占比高于比特币市场，令前者波动风险可能小于后者，预计年末金价可能升至 3,600-3,900 美元/盎司。原油先涨后跌，特朗普对俄罗斯制裁未包含限制能源出口的新措施。

宏观经济

■ 中国经济 - 出口反弹，下半年面临阻力

受对美出口降幅收窄推动，中国 6 月出口好于预期。运输设备和芯片出口保持强劲，但劳动密集型产品持续低迷。因人工智能相关需求强劲，铜矿石、铜制品和集成电路进口量均回升，提振进口表现。中美海运价格暴跌 60%，表明抢出口效应可能已提前透支需求。

展望未来，中美贸易谈判或将左右中国政策走向。在我们基准情景下，中美可能就部分贸易问题达成共识并签署第一阶段协议，中国逐步将政策重点转向经济再平衡，适度扩大财政赤字。广义财政赤字率（一般财政赤字+地方政府专项债券+特别国债）可能从 2025 年的 8.4% 上升到 2026 年的 9.0%。财政支出将逐渐从基础设施和企业补贴转向家庭转移支付、社会保障和消费补贴，同时将努力化解工业过剩产能，支持人民币适度升值。

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% 略微放缓至 0.5%。到年底，美元兑人民币汇率可能从目前的 7.15 升值至 7.1。（[链接](#)）

公司点评

■ 李宁 (2331 HK; 买入; 目标价: 18.95 港元) - 2 季度大致符合预期，调整持续推进

即使管理层重申了 25 财年指引，但我们对前景看法会较保守。虽然管理层仍致力实现 25 财年的目标（销售持平，净利率高单位数），但我们认为挑战正在加剧，主要来自以下几方面：1) 7 月的零售流水趋势疲弱（6 月线上与线下销售均录得负增长），2) 门店拓展进度有不达标的可能，或拖累批发业务增长，3) 可能为去库存而加大折扣压力，尤其在整体行业促销氛围加剧的背景下，毛利率或将按年下滑（管理层亦已确认），4) 若下半年同店销售转负，将出现经营杠杆负面效应，5) 与中国奥委会赞助相关的广告推广费用将于下半年及 26 财年集中入账，带来费用压力。因此，我们将 25 至 27 财年净利润预测下调约 3% 至 4%。

门店数基本稳定，但略低于公司预期。截至 25 年 2 季度，李宁总门店数为 6,099 家，较 24 年底关闭 19 家直营店、新增 1 家批发店，进度略落后于公司 25 财年（关店 10–20 家、开店 30–40 家）的指引。

维持买入评级，目标价下调至 18.95 港元（基于不变的 18 倍 25 财年预测市盈率）。我们将 25/26/27 财年净利润预测下调 4%/3%/3%，以反映：1) 销售展望转弱，2) 零售折扣加大导致毛利率下降，3) 潜在经营杠杆负面效应。尽管 25 年 2 季度零售流水基本符合预期，但毛利率可能低于预期，而下半年展望更为疲弱。不过，市场对此已有一定预期。考虑到李宁持续在产品创新、品牌建设及渠道升级方面的投入，加上中国政府推动消费的政策支持，我们认为业绩有望于 25 或 26 财年触底反弹。现价为 15 倍 25 财年预测市盈率，估值不高，对比过去十年平均的 25 倍仍然吸引，故维持买入评级。

25 年 2 季度零售流水基本符合预期。李宁 25 年 2 季度零售流水同比录得低单位数增长（管理层指约 1%），略低于招银国际预期的 3%。增速未达内部目标，主因包括：1) 消费力疲弱，2) 行业竞争加剧，3) 线下客流减少，4) 618 表现不及预期，5) 产品创新不足等。线下销售同比录得低单位数下降（直营中单位数下滑，批发低单位数增长），电商销售则录得中单位数增长。分品类来看，跑步（高单位数增长）表现最佳，生活类持平，篮球表现最弱（约跌 20%），户外与羽毛球等其他品类则表现健康。低线城市表现优于高线城市，折扣店销售增速亦快于正价店。

库存水平健康，但零售折扣表现逊于预期。25 年 2 季度库存销售比约为 4 个月，较 1 季度的 5 个月明显改善，属健康水平。然而，线上与线下的零售折扣均环比加深和同比下跌，虽符合招银国际预期，但仍低于公司于 25 年 3 月 24 财年业绩会后给出的指引。

李宁签约球员杨瀚森于 2025 年 NBA 选秀中以第 16 顺位被波特兰开拓者选中。成为继姚明与易建联后，第三位在首轮被选中的中国球员。李宁将全力支持其 NBA 职业生涯，计划推出相关产品系列（未有计划推出签名鞋），并于夏季联赛、常规赛及全明星赛等重要节点进行市场推广。虽然这对品牌形象具正面作用，但我们认为短期内对集团整体或篮球品类的销售与利润贡献仍有限。（[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上责任。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。