

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五中国股市下跌。港股综合企业、公用事业与医疗保健领跌，资讯科技、工业与能源上涨。A股银行、公用事业与食品饮料跌幅居前，有色金属、通信与纺织服装上涨。短期企业盈利走弱，5月工业企业盈利同比下降9.1%，相比1-4月增长1.4%大幅恶化，显示关税冲击后需求走弱和通缩加剧。但货币政策宽松预期下降，中国央行货币政策委员会二季度例会新闻稿相比一季度删除“择机降准降息”。稳定币概念股持续活跃，未来香港可能有更多券商布局虚拟资产业务，券商板块有望跑赢大市。中美贸易冲突有所降温，中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请，美方将相应取消对华一系列限制性措施。
- 美欧市场风险偏好持续上升。美国与欧盟达成协议的前景向好，双方称可以在7月截止日前达成协议，欧洲汽车股涨超4%，美股创历史新高。美国财长暗示7月主要贸易伙伴“关税大限”可能延期至9月1日。但美加贸易关系再度紧张，特朗普炮轰加拿大数字税，终止美加贸易谈判，威胁征新关税，加元刷新日低，美元指数走高。特朗普计划发布行政令提高AI能源供应，为数据中心建设提供联邦土地支持，芯片股与核电股上涨。Meta正与Apollo、KKR、Pimco等PE巨头谈判，计划募集30亿美元股权和260亿美元债务建设AI数据中心。
- 美联储青睐的PCE通胀温和上升，5月核心PCE物价环比上涨0.2%，消费者支出下降0.3%创今年最大降幅。因政府转移支付减少，个人收入出现2021年以来最大跌幅。预计美联储7月保持政策利率不变，9月可能降息一次，11月或12月再降息一次，明年降息两次。
- 油价回落，OPEC+计划在下个月会议上继续实施大规模增产计划，沙特想配合特朗普降油价目标并抢夺原油市场份额。

招银国际研究部

 邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,284	-0.17	42.45
恒生国企	8,762	-0.47	51.90
恒生科技	5,341	-0.07	41.90
上证综指	3,424	-0.70	15.10
深证综指	2,053	0.38	11.68
深圳创业板	2,124	0.47	12.32
美国道琼斯	43,819	1.00	16.26
美国标普500	6,173	0.52	29.42
美国纳斯达克	20,273	0.52	35.05
德国DAX	24,033	1.62	43.47
法国CAC	7,692	1.78	1.97
英国富时100	8,799	0.72	13.78
日本日经225	40,151	1.43	19.98
澳洲ASX 200	8,514	-0.43	12.16
台湾加权	22,580	0.39	25.93

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,164	-0.76	48.09
恒生工商业	13,451	0.25	45.68
恒生地产	17,622	-1.12	-3.85
恒生公用事业	36,059	-0.73	9.69

资料来源: 彭博

行业点评

■ 软件与IT服务行业 - AI 主题研究：模型能力持续提升，商业化持续推进

1H25 在大模型和 AI 应用产业，我们观察到如下趋势：1) 大模型迭代周期进一步缩短，模型能力持续提升，且调用成本持续优化，龙头公司持续拓展多模态模型布局，而中小型厂商专注特定模态的模型进一步突破；2) 从 AI 对主业的拉动而言，短期 AI 对云计算和广告业务拉动效果较为显著，中长期建议持续关注 AI 对于无人驾驶、游戏、电商等业务的带动效果；3) 在 AI 应用方面，独立 AI 应用商业化尽管目前仍处于早期阶段，但 B 端应用商业化在海外落地已展现积极势头，C 端应用在国内及海外市场均有较为亮眼的增长趋势。从具体标的来看，我们建议关注 2Q25 云业务增长有望维持强劲、驱动股价增长的微软 (MSFT US)，AI 拉动广告和云业务持续较快增长的腾讯 (700 HK)，可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手 (1024 HK)。(链接)

公司点评

■ 波司登 (3998 HK, 买入, 目标价: 5.55 港元) - 26 财年指引保守, 但我们对公司的优势仍然充满信心

26 财年指引略为保守, 但我们对公司各方面的优势充满信心, 并相信它能跑赢行业。管理层对 26 财年的指引: 预计销售增长 10% (波司登品牌 10%, 雪中飞和冰洁 20% 以上, OEM 高单位数, 女装 10%)、毛利率持平、净利润增长 10% 以上。虽然部分投资者或对未能维持 10% 以上销售增长、或未达之前提出的 300 亿元人民币销售目标感到失望, 但我们认同管理层审慎稳健的策略。若宏观环境和天气有利, 凭借波司登在产品设计、市场推广和门店运营等方面的优势, 公司有望轻松实现超预期增长。

我们认为 26 财年增长动力非常充分。在行业层面, 1) 去年暖冬带来低基数, 2) 26 财年春节较晚, 均有利于增长。在公司层面, 1) 极寒、羽绒、高端商务等系列的功能性、时尚性和多样性会进一步提升 (极寒系列 25 财年销售 30 亿元, 26 财年目标 40 亿元), 2) 产品亦会加强年轻化, 积极开展跨界合作 (如成人会有 Kim Jones, 儿童会有奥特曼、三丽鸥等), 3) 拓展更多新电商平台和新场景, 4) 加强抖音等新媒体运营, 5) 持续优化线下门店结构, 关闭表现不佳门店, 根据商圈消费力调整楼层、面积和产品组合, 6) 进一步提升顾客和会员体验, 7) 经销商合理补库 (渠道库存仍优于历史平均, 特别是高端系列), 8) 去年新开门店带来需求提升, 并持续向下沉市场、东北及高端渠道拓展。在利润率方面, 1) 产品结构优化, 高端及功能性产品在首轮订货已占销售近 50% (去年仅 30%, 标价基本持平或略降), 2) 原材料 (如羽绒) 价格下行, 3) 零售折扣有望改善 (去年暖冬基数低), 4) 有效税率亦有望下降。

25 财年业绩符合预期, 库存及股息率健康。25 财年波司登销售同比增长 12% 至 259 亿元, 净利润同比增长 14% 至 35 亿元, 均符合彭博预期。其他收益高于预期, 但被毛利率低于预期及有效税率高于预期所抵消。销售增长放缓 (尤其直营零售) 及毛利率明显下滑 (特别是冰洁品牌) 是 25 财年下半年主要压力, 但市场已充分反映去年暖冬影响。派息率升至 84% (24 财年为 81%), 历史股息率已达 6%。库存天数增加 3 天至 118 天, 仍属健康水平 (渠道库存亦健康, 25 财年售罄率达 80%, 高于 79% 的历史平均水平)。

维持“买入”评级，目标价微降至 5.55 港元。我们将 26/27 财年净利润预测微调-7%/-3%，以反映去年暖冬、较保守的 26 财年销售目标及非核心品牌毛利率表现。虽然管理层指引审慎，但低基数、春节较晚、补库需求合理、产品系列升级、门店结构优化等因素均利好公司。维持“买入”评级，目标价下调至 5.55 港元（基于 13 倍 26 财年预测市盈率不变）。当前估值 11.5 倍 26 财年市盈率，股息率 7%，我们认为下行空间有限。（[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 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	15.96	24.00	50%	10.6	9.7	1.5	17.4	3.4%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	18.13	28.00	54%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.90	7.40	25%	11.6	10.4	0.8	7.2	6.6%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.78	8.70	28%	9.7	7.8	1.5	17.4	4.3%	
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.43	2.61	7%	38.0	22.1	3.7	11.8	0.6%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.24	18.68	8%	10.0	9.0	N/A	38.9	0.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	35.80	40.61	13%	22.4	18.9	1.0	27.3	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	82.62	133.86	62%	4.3	15.6	4.8	31.0	1.7%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	12.04	18.61	55%	0.5	0.6	2.1	17.2	3.6%	
百济神州	ONC US	医药	买入	241.20	359.47	49%	126.9	30.5	9.1	N/A	0.0%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	77.45	94.74	22%	262.5	154.0	8.6	3.2	0.0%	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.00	89.00	25%	107.6	97.3	15.9	15.7	0.4%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.26	15.80	N/A	9.4	8.7	1.1	13.4	4.4%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	506.50	660.00	30%	18.7	17.1	3.6	20.5	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	114.08	155.50	36%	1.6	1.4	0.3	11.9	6.4%	
携程集团	TCOM US	互联网	买入	58.67	70.00	19%	2.3	2.1	0.3	10.3	2.1%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.35	6.13	41%	16.1	13.6	1.5	11.4	4.9%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	57.85	65.91	14%	35.9	27.7	5.7	14.9	0.0%	
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	41.25	58.78	42%	19.5	16.4	1.8	9.9	0.8%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.70	43.22	36%	13.1	10.5	1.8	15.1	2.4%	
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	6.54	8.90	36%	N/A	N/A	7.6	N/A	0.0%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	128.10	176.00	37%	30.1	21.0	5.5	19.2	0.5%	
贝克微	2149 HK	半导体	买入	59.60	93.00	56%	17.2	13.2	N/A	18.8	0.0%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	447.55	512.00	14%	25.1	19.5	6.3	21.6	0.4%	
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	273.42	388.00	42%	24.2	20.9	4.4	11.2	0.5%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年6月27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。