

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 港股回调，能源、材料与地产领跌，医疗、工业与可选消费上涨，南向资金净买入 13.86 亿港元。A 股上涨，通信、计算机与电子涨幅居前，地产、石油石化与有色金属跑输。煤炭与钢铁回调，碳酸锂与多晶硅延续上涨。国债价格下跌，人民币兑美元走强。
- 近期套息交易推动港币走弱触及弱方兑换保证，金管局回笼港币流动性，3 个月 Hibor 昨日升至 2.18%。人民币流动性保持宽松，3 个月 Shibor 维持在 1.55% 左右。李强总理在国务院会议上要求采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，培育壮大服务消费与新型消费，加力扩大有效投资。
- 美股涨跌互现，工业、可选消费与信息技术上涨，地产、通讯服务与材料下跌。诺和诺德将 Ozempic 自费价格下调约 50% 以提高用药可及性，短期利空出尽推动股价大涨。英特尔下跌，白宫讨论联邦政府入股英特尔 10%，具体方法是将该公司根据芯片法案获得的部分或全部拨款转换为股权。
- 美资机构数据显示，上周对冲基金大举买入美股，多头买入规模是空头 2.4 倍，总杠杆率升至 210.1%，为近三年 93% 分位，显示风险偏好回升，但净杠杆率和多空比例仍处中低水平显示多空分歧仍在。鲍威尔将于北京时间本周五晚上 22:00 在杰克逊霍尔全球央行年会致辞，他可能警告滞胀风险，并捍卫央行独立性。
- 美债收益率连续第三日上升，10 年国债收益率创两周新高。美元指数反弹。黄金回落，比特币下跌。原油上涨。特朗普计划推进俄美乌三方会谈，美特使称普京已同意乌克兰获“类北约第五条款”安全保障。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,177	-0.37	25.51
恒生国企	9,034	-0.06	23.92
恒生科技	5,579	0.65	24.87
上证综指	3,728	0.85	11.23
深证综指	2,341	1.76	19.60
深圳创业板	2,606	2.84	21.69
美国道琼斯	44,912	-0.08	5.57
美国标普 500	6,449	-0.01	9.65
美国纳斯达克	21,630	0.03	12.01
德国 DAX	24,315	-0.18	22.13
法国 CAC	7,884	-0.50	6.82
英国富时 100	9,158	0.21	12.05
日本日经 225	43,714	0.77	9.57
澳洲 ASX 200	8,959	0.23	9.81
台湾加权	24,483	0.61	6.28

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,749	-0.84	27.36
恒生工商业	14,134	0.02	25.64
恒生地产	18,279	-2.29	22.57
恒生公用事业	36,732	-0.44	3.00

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 美国经济 - 零售保持韧性

美国 7 月零售延续复苏，月均增速从 1-5 月 0% 升至 6-7 月 0.7%，显示商品消费保持韧性。汽车、家居家装、食品饮料和日用品零售保持较快增长，但建筑材料和电子家电零售环比下跌。受采矿业和公用事业拖累，7 月工业产出环比下跌，制造业产出基本持平。随着关税政策最坏时刻过去，消费者信心有所回升，零售增速连续反弹，失业率保持在历史低位，核心 CPI 和 PPI 大幅反弹。鲍威尔在本周 Jackson Hole 的讲话可能捍卫央行独立性并降低市场对大幅降息预期。在通胀将明显反弹和失业率仍在低位情况下，我们预计美联储 9 月可能保持利率不变，10 月和 12 月各降息一次。（[链接](#)）

■ 中国经济 - 数据疲软可能是好消息

7 月份经济数据普遍放缓，房地产销售跌幅扩大和“以旧换新”政策提振作用消退拖累消费，而出口交货值放缓和“反内卷”政策也对制造业产出和投资构成压力。具体来看，新房和二手房销售萎缩加剧，其中一线城市表现最为疲软。社会零售额和工业产出增加值均有所放缓。受房地产开发、制造业和基础设施投资萎缩的拖累，固定资产投资 7 月同比下跌，为自 2021 年 11 月以来首次。经济放缓增加了 2025 年第四季度出台更多需求刺激措施的可能性。我们预计央行将进一步下调 LPR 10 个基点和 RRR 50 个基点，同时决策层可能扩大对家庭和消费者的财政支持。（[链接](#)）

行业点评

■ 医药行业 - 海外 CXO&生命科学上游 1H25 业绩剖析报告: 关税影响小于预期，临床 CRO 订单意外增长，普遍上调业绩指引

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 1H25 业绩情况，所关注的公司涉及临床 CRO、临床前 CRO、C(D)MO 以及生命科学上游。我们所跟踪公司的 1H25 业绩增长仍然承压，但绝大多数公司在 2Q25 看到环比改善。2Q25 全球主要生命科学上游公司管理层表示关税的影响小于预期。基于超预期的 1H25 业绩以及对宏观环境更好的理解，海外公司在 2Q25 普遍上调全年业绩指引。

收入端修复快于利润端，成本控制压力增大。受关税和美国药品价格政策（例如最惠国药价）扰动，我们跟踪的海外公司 1H25 业绩增长整体上仍然承压，但我们看到大多数公司的 2Q25 业绩有环比改善的趋势。从细分赛道来看，2Q25 业绩改善较明显的公司均为临床 CRO 公司，主要得益于 biotech 客户需求超预期增长以及临床后期稳健的客户需求。新冠疫情后海外公司普遍采取成本控制，惟在 1H25 受到了外部宏观环境波动的挑战，海外公司的 1H25 毛利率和净利率没能延续 2024 年的改善趋势。同时，2023-24 年资本支出下降的趋势或将在 2025 年内反转，可能在未来带来折旧压力增加。

关税影响小于预期，临床 CRO 签单复苏持续性仍需观察。美国新政府实施的对应关税政策影响生命科学上游公司的各类仪器和设备销售，但 2Q25 全球主要生命科学上游公司管理层表示关税的影响小于预期。综合来看 1H25 海外公司的需求情况，C(D)MO 持续看到强劲的商业化生产需求；生命科学上

游公司受益于下游客户完成去库存带来耗材需求恢复；临床 CRO 需求受益于 biotech 客户出乎意料的需求增长；临床前 CRO 继续受制于疲弱的早期研发需求。我们观察到临床 CRO 公司 2Q25 新签订单同环比显著改善的趋势，但考虑到宏观环境的不确定性，我们认为这种新签订单改善趋势的延续性仍存疑。

2025 年业绩指引普遍上调。2Q25 海外公司管理层普遍上调了 2025 年业绩指引，主要得益于：1) 4 月份关税扰动导致当时管理层对全年业绩指引偏保守；2) 随着全球医药行业逐渐对美国关税影响有更加清晰的预期，医药研发和生产的正常工作得以推进。据我们统计，2Q25 我们跟踪的大部分 (8/11) 海外公司上调了全年业绩指引，其中临床 CRO 和 C(D)MO 的业绩指引上调幅度较大。

大药企稳健的投入将有效对冲融资和 biotech 投入的下滑。根据动脉橙数据，2Q25 全球医疗健康融资额同比大幅减少 25.0%，相比 2H24/1Q25 的稳健增长有显著的恶化。我们认为 2025 年全球宏观政策的波动将继续扰动融资复苏的节奏，但美联储下半年降息或将有助于医药行业融资环境的改善。同时，全球大药企的研发和 capex 支出在 1H25 仍稳健增长，进一步表明全球大药企作为全球医药研发创新的基石作用。大药企的合计自由现金流在 1H25 延续了增长的趋势，为项目引进或者收并购打下良好的财务基础。[\(链接\)](#)

公司点评

■ 同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 24.00 港元) - 二季度业绩稳健；全年核心在线旅游业务盈利增长有望符合预期

同程旅行公布 2Q25 业绩：总营收为 47 亿元人民币，同比增长 10%，较招银国际预期和彭博一致预期均高 1%；经调整净利润为 7.75 亿元人民币，同比增长 18%，较招银国际预期和彭博一致预期分别高 5%/3%，这主要得益于核心在线旅游业务好于预期的经营杠杆释放。2Q25 核心 OTA 业务的营业利润率提升至 26.7% (2Q24: 24.3%)，较招银国际预期高出 1.2 个百分点。我们对 2025-2027 年的营收预期基本不变，但考虑到经营杠杆释放好于预期，将 non-GAAP 净利润预期上调 1-2%。业绩公布后，我们仍看好同程旅行核心业务将实现稳健的盈利增长，预计 2025 年核心 OTA 营业利润/总 non-GAAP 净利润同比增速分别为 24.3%/22.1% (此前预期为 24.0%/20.0%)。基于 DCF 模型，我们的目标价维持在 24.0 港元不变，对应 15.1x 2025E non-GAAP PE。维持“买入”评级。[\(链接\)](#)

■ 特步 (1368 HK, 买入, 目标价: 7.39 港元) - 上半年业绩超预期，但全年指引维持不变

25 年 3 季度迄今零售销售增长表现持续改善。根据管理层说法，2025 年 7 月零售销售额增速快于 6 月，无论是主品牌特步或 Saucony 均有不错表现。

25 财年指引目标维持不变。尽管 25 财年上半年业绩超预期，管理层仍维持 25 财年预测 (集团销售达正增长，Saucony 品牌销售增长 30%至 40%，集团净利润增长 10%以上)。

即使宏观环境更具挑战 (天气不佳、需求疲弱以及折扣力度加深)，我们对特步能达成 25 财年指引仍充满信心，原因包括：1) 一系列新产品上市，例

如 160X 系列新款 (7.0、7.0 PRO 及 7.0 Monster) 以及 QING YUN (青云) 系列, 呼应 2025 年下半年的马拉松旺季; 2) 儿童运动服业务加速发展, 特步已与多家大型机构合作 (如国家卫健委、北医三院、清华大学等), 致力于向儿童提供更全方位的成长方案, 并将童装线重新命名为“特步少年”, 未来增长有望提升。

我们认为 Saucony 品牌短期与长期的增长前景依然非常稳健, 尽管在利润率扩张方面较为谨慎。即使 Saucony 品牌在 25 年 2 季度零售销售额增速略放缓至 20% 以上 (部分因电商策略调整、部分低价产品下架且减少促销), 我们仍看好其在 25 年下半年重拾增长动能, 主要动力包括: 1) 新旗舰产品 Triumph 23 上市, 2) 可持续的产品种类扩展 (OG 系列及服装新品将陆续推出), 3) 预计门店扩张加快 (招银国际预计 25 财年店铺数量达 40 家, 较原预估 30 家有所提升)。管理层亦再次重申三年内要将 Saucony 销售翻倍的雄心。Saucony 品牌在 25 年上半年的运营利润率提升明显, 但我们对 25 年下半年较为保守 (招银国际预计 25 财年经营利润率为 7%), 因推出新产品、联名合作及开店 (包括旗舰店) 将加大营销投入。

维持“买入”评级并微幅上调目标价至 7.39 港元 (前值: 7.2 港元), 基于 14 倍 25 财年预测市盈率 (不变)。我们将 25/26/27 财年净利润预测分别调整 +3%/0%/-3%, 考虑到 25 年上半年业绩超预期、毛利率略逊、但 Saucony 运营利润率优于预期等等。目前股价对应约 11 倍 25 财年预测市盈率, 较 8 年均值 15 倍和 3 年净利润年复合增长率 13%, 仍具吸引力。

DTC (直营转型) 进度正常。公司预计在 25 年 4 季度回购 100 至 200 家门店 (预测不变), 2026 财年回购 300 至 400 家门店 (预测不变)。相关资本支出预计约人民币 4 亿元, 全部以内部现金流资助。根据我们估算, 此举预计将在 25/26 财年对销售额/净利润造成 2-3%/4-5% 的拖累, 但大部分负面影响已充分反映于股价。

25 年上半年业绩优于预期。特步销售额同比增长 7% 至 68 亿元人民币, 符合招银国际预期; 净利润同比增长 21% 至 9.13 亿元人民币, 较招银国际预期高出 28%。本期业绩超预期主要由于: 1) 未再录入 K-Swiss 和 Palladium 的亏损, 2) 其他收入多于预期, 3) Saucony 品牌运营杠杆效果显著 (25 年上半年运营利润率达 10%, 24 年同期仅 4%)。营运资金状况稳健, 25 年上半年库存仅同比增加 3%, 应收账款增幅仅为 10%。 ([链接](#))

■ 零跑汽车 (9863 HK, 买入, 目标价: 80 港元) - 2Q25 开启盈利序章

2Q25 盈利超预期: 零跑汽车 2Q25 收入环比增长 42% 至人民币 142 亿元, 符合我们先前预测。尽管在车型换代期间加大折扣力度且价格战持续, 2Q25 毛利率仅季环比下降 1.3 个百分点至 13.6%, 较我们预期高出 0.9 个百分点。在政府补贴支持下, 零跑汽车 2Q25 首次实现经营利润转正 (6,100 万元)。虽然我们此前预测 2Q25 将实现净利润转正, 但实际净利润 (1.6 亿元) 仍比预期高出 1.15 亿元。

强劲销售态势有望延续至 2026 年: 管理层给出的 3Q25 销量指引 (17-18 万台) 对应 8-9 月单月 6-6.5 万台的预期, 超出我们先前预测。考虑到下半年强劲的增长态势, 我们将 2025 年销量预测上调 5 万台至 60 万台。全新 D 系列 SUV 计划于 2025 年 10 月发布并于 1Q26 启动交付, 时间早于我们预期。

C16 车型的成功（该车型完美诠释零跑汽车高性价比品牌形象）让我们对其 D 系列车型更具信心。随着马来西亚和欧洲的本地化生产推动 2026 年海外销量年同比翻倍，我们预计销量强劲增长将延续至 2026 年，我们预测 2026 年销量有望同比增长 50%至 90 万台。

2025 年将成为盈利元年：基于 2Q25 业绩超预期，我们将 2025 年毛利率预测上调 1.6 个百分点至 14.5%。我们认为规模效应改善以及高毛利的非车收入增长（包括碳积分收入及与其他车企战略合作收入），将持续推动 2025 下半年及 2026 年毛利率提升。我们将 2025 年净利润预测上调 220%至 9.27 亿元，并预计 2026 年净利润将同比激增 257%至 33 亿元。重申“买入”评级，目标价上调至 80 港元（前值：72 港元），对应 1.1x FY26E P/S 和 30x FY26E P/E。（[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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.81	25.00	26%	11.3	10.8	1.8		20.0	2.6%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	68.15	80.00	17%	309.8	66.8	7.5		7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.76	7.40	9%	13.3	11.9	0.9		7.2	5.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.16	8.70	22%	10.2	8.2	1.6		17.4	4.0%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.38	10.54	43%	10.1	8.6	4.0		49.6	3.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.52	18.68	1%	10.7	9.6	3.4		38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.15	44.95	18%	2.9	2.3	0.8		24.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.50	133.86	58%	4.4	16.0	4.9		31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.58	18.61	61%	11.8	10.0	2.0		17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医药	买入	319.32	359.47	13%	168.1	40.4	13.8		N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	32.52	37.67	16%	7.7	24.1	3.2		37.1	1.7%
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.75	65.10	13%	7.6	7.2	1.0		13.4	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.71	15.80	N/A	11.5	10.6	1.4		13.4	3.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	587.00	705.00	20%	19.7	17.4	4.2		20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	121.40	141.20	16%	1.7	1.4	0.3		9.9	7.3%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	62.95	70.00	11%	2.5	2.3	0.3		10.3	1.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.15	6.13	19%	19.1	16.1	1.8		11.4	4.2%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.05	66.00	24%	30.1	24.0	5.2		15.7	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	50.15	63.54	27%	21.9	18.3	2.1		11.1	0.6%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.38	43.22	10%	16.3	13.1	2.2		15.1	1.9%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.26	8.90	23%	N/A	N/A	8.6		N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	128.41	176.00	37%	30.2	21.1	5.5		19.2	0.4%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	63.00	93.00	48%	18.2	14.0	N/A		18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	347.22	379.26	9%	25.0	19.5	6.5		21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	243.97	388.00	59%	21.6	18.6	3.9		11.2	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 8 月 18 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責任。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。