每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 港股回调，因大涨后获利回吐，工业、电信和可选消费领跌，能源与医疗保健收涨。A 股下跌，通信、计算机和电子领跌，银行、公用事业和家电收涨。A 股上市券商自营第二季度增持行业主要包括基础化工、机械设备、汽车、医药生物等。能源、有色金属与贵金属上涨，建材、煤炭与化工下跌，人民币国债收益率基本持平，人民币兑美元回落。A 股上市公司披露 8 月私募机构调研次数环比大增，接访次数最多行业包括医疗、电子、机械设备、电力设备等。中国牛市持续吸引国际资金净流入，美国交易的中国股票 ETF 连续第三周吸引资金净流入。

- 日元兑美元贬值，日本首相石破茂核心盟友、自民党干事长宣布辞职意向，称将为 7 月上院选举失利承担责任，投资者担心日本政治不确定性上升。欧元兑美元走弱，欧元区 8 月通胀小幅回升，CPI 同比上涨 2.1%符合预期，核心 CPI 增长 2.3%，关税对欧元区经济的影响小于预期，欧央行降息周期进入尾声，预计短期保持利率不变，未来两个季度可能降息一次。

- 美股下跌，地产、银行与半导体领跌，科技七巨头全线下挫，能源与医疗上涨。美国法院裁决谷歌不必出售 Chrome 浏览器，谷歌盘后大涨超 8%、合作伙伴苹果涨逾 3%。特斯拉发布宏图计划四，计划大规模将 AI 融入物理世界，称未来 80%价值在于机器人。美国 8 月 ISM 制造业 PMI 连续六个月萎缩，新订单改善，但产出下降，价格指数回落。

- 美债收益率上升，因债券发行季节性上升、投资者对政府债务率高企担心和白宫削弱美联储独立性引发投资者抛售。白宫对美联储持续施压削弱市场对美联储独立性的信心，利好贵金属，金价创历史新高，白银升至 14 年高位。

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	25,497	-0.47	27.10
恒生国企	9,108	-0.15	24.94
恒生科技	5,728	-1.22	28.21
上证综指	3,858	-0.45	15.11
深证综指	2,414	-2.04	23.35
深圳创业板	2,872	-2.85	34.12
美国道琼斯	45,296	-0.55	6.47
美国标普 500	6,416	-0.69	9.08
美国纳斯达克	21,280	-0.82	10.20
德国 DAX	23,487	-2.29	17.97
法国 CAC	7,654	-0.70	3.71
英国富时 100	9,117	-0.87	11.55
日本日经 225	42,310	0.29	6.06
澳洲 ASX 200	8,901	-0.30	9.09
台湾加权	24,017	-0.23	4.26

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	44,513	-0.10	26.69
恒生工商业	14,480	-0.64	28.71
恒生地产	18,341	-0.77	22.99
恒生公用事业	35,996	-0.68	0.93

资料来源：彭博

公司点评

- **蔚来汽车（NIO US/9866 HK，持有，目标价：7 美元/55 港元）- 当前估值合理，持续扭亏尚待时日**

2Q25 业绩符合预期：蔚来 2Q25 收入环比增长 58%至 190 亿元，比我们的预测高出 5%，主要得益于平均售价超预期及研发服务收入贡献。毛利率 10%，符合预期；费用控制略好于预期，2Q25 净亏损环比收窄至 51 亿元，符合预期。

我们预期 4Q25 净亏损有望显著收窄但仍难盈利：管理层罗列了 4Q25 non-GAAP 净利润盈亏平衡的具体假设：销量 15 万台、整车毛利率 16-17%、non-GAAP 研发费用 20 亿元、non-GAAP 销管费用率 10%。我们认可管理层的降本成效（部分已在 2Q25 体现），但鉴于其激进定价策略，我们对乐道 L90 实现 20%毛利率的目标持保留态度（尤其对比乐道 L60 此前个位数的毛利率）。我们将 2025 年销量预测上调至 34.5 万台（4Q25 为 15.8 万台），预计 4Q25 整车毛利率提升至 15.7%。但在销量翻倍增长的情况下，销管费用绝对额难以维持 2Q25 水平，即无法实现管理层指引的 10%以内的销管费用率目标。因此，我们预计 4Q25E GAAP 净亏损或为 16 亿元，对应 non-GAAP 净亏损 10 亿元。

2026 年的竞争压力不容忽视：我们认为不能仅基于 4Q25 销量数据来线性外推蔚来 2026 年的销量，因其他车企可能推出定价更激进的新车型。即使假设蔚来 2026 年销量同比增长 45%至 50 万台，其 GAAP 净亏损仍可达 78 亿元。蔚来的三品牌战略及对 NIO House、换电站、芯片甚至手机的投入，为其盈亏平衡设立了更高的销量和毛利门槛。维持持有评级，目标价 7 美元，基于 0.9x FY26E P/S。（链接）

- **中兴通讯 (763 HK/000063 CH，买入/买入，目标价：42 港元/57 元人民币) – AI 服务器动能驱动增长；AI 的核心受益者**

中兴通讯在 2025 年上半年实现强劲销售增长，收入同比增长 15% 至 716 亿元人民币；净利润同比下降 12% 至 51 亿元人民币。由于产品结构向高销量服务器转移，盈利能力承压，毛利率和净利率分别下降 8.0 个百分点和 2.1 个百分点至 32.5% 和 7.1%。分业务来看：

1. 运营商业务（占 1H25 销售额的 49%）：收入同比下降 6%，反映出中国运营商资本开支低迷（根据三大运营商指引，2025 年合计同比下降 9%）；
2. 消费业务（占 24%）：收入同比增长 8% 至 172 亿元人民币，主要受益于海外智能手机出货强劲；
3. 政企业务（占 27%）：成为主要增长引擎，收入同比大增 110%，主要受服务器和存储销售增长超过 200% 带动，其中 AI 服务器约占总服务器销售的 55%。

我们认为，中兴通讯在 AI 基础设施投资周期和国内半导体国产化趋势的推动下，有望在未来几年保持强劲增长。**维持“买入”评级，并上调 H 股目标价至 42 港元，A 股目标价至 57 元人民币。**（链接）

招银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) 1FY	市盈率(倍) 2FY	市净率(倍) 1FY	ROE(%) 1FY	股息率 1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.87	25.00	32%	10.8	10.3	1.7	20.0	2.8%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	63.60	80.00	26%	92.2	27.3	7.0	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.56	7.40	13%	12.9	11.5	0.9	7.2	5.5%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.82	8.90	30%	9.5	7.5	1.5	17.7	3.9%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.60	10.74	41%	10.1	8.5	3.3	50.4	2.5%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	21.10	18.68	N/A	12.2	11.0	3.8	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	36.21	44.95	24%	22.2	17.8	0.7	27.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.36	129.83	56%	19.3	18.2	4.9	28.9	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	10.98	12.85	17%	18.9	16.1	1.9	10.5	2.7%
百济神州	ONC US	医药	买入	332.04	359.47	8%	111.4	40.5	14.2	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.06	37.58	21%	7.5	26.1	3.1	36.8	2.2%
中国平安	2318 HK	保险	买入	56.45	71.00	26%	8.0	7.4	0.9	12.5	5.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.54	21.60	17%	11.0	10.1	1.3	13.8	3.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	600.50	705.00	17%	22.1	19.6	4.3	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	138.55	158.80	15%	2.4	1.9	0.3	11.2	5.8%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	71.59	76.00	6%	2.8	2.5	0.3	18.4	1.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.81	6.61	37%	17.2	15.0	1.7	10.9	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	55.85	62.96	13%	32.3	25.3	5.5	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	42.16	60.55	44%	19.4	15.3	1.8	10.4	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	43.26	47.37	10%	19.4	16.4	2.4	14.7	1.7%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	9.56	12.30	29%	N/A	N/A	12.6	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	137.90	173.00	25%	40.0	26.7	5.9	15.8	0.3%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	55.60	93.00	67%	17.4	13.7	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	378.51	460.00	22%	37.4	29.0	7.1	21.2	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	252.86	388.00	53%	22.4	19.3	4.1	11.2	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 9 月 2 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之分析员，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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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篇制的报告。 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。