

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨。港股医疗、材料与资讯科技领涨，地产、可选消费与必选消费跑输，南向资金净买入 234.3 亿港元创 4 个月新高。A 股银行与钢铁涨幅居前，生物医药与计算机涨幅落后。煤炭期货价格上涨，人民币汇率走平。A 股半年报预告显示有色金属、化工等上游企业业绩因产品涨价而表现亮眼。8 月以来造纸龙头企业相继宣布上调包装纸价格。光伏玻璃行业实施冷修减产，冷修产能占总产能近三分之一，政府可能通过提高能耗标准等手段加强产能协调。汽车流通协会上调 2025 年乘用车零售增速预测至 6%。政府宣布免除公办幼儿园学前一年保教费，未来将分步推进学前教育免费。
- 日股小幅反弹，日元汇率走平。日本政府顾问小组建议上调本财年最低工资 6%，日本内阁将支持工资上涨和促进企业投资作为构建增长型经济的关键支柱。日本 6 月劳工现金收入同比 2.5% 低于预期的 3.1%，关税冲击和日元升值对日企利润产生负面影响，工资涨幅放缓。日本央行 6 月会议纪要显示，若贸易冲突不出现升级而经济展望实现，那么将继续加息，从 2Q26 开始放慢 QT 步伐。
- 美股下跌，公用事业、信息技术与通讯服务领跌，材料、可选消费与地产上涨。7 月 ISM 服务业 PMI 降至接近荣枯线，就业指数萎缩，价格指数创 2022 年 10 月以来新高，预警滞胀风险，美联储面临两难。AMD 股价下跌，第二季度营收增长超过 30%，但因出口管制等因素，EPS 同比下降 30%，毛利率下滑 10 个百分点。
- 美债收益率小幅上涨，美元指数震荡，以太坊下跌，黄金上涨。原油下跌，在美国威胁对俄加征关税和对俄石油运输“影子船队”实施制裁之后，俄罗斯考虑对美让步，可能与乌克兰空中停火。铜价下跌，在特朗普将精炼铜排除在 50% 关税之外后，为套利而大量运往美国的铜被重新出口，LME 铜库存大增。
- 特朗普称将很快对印度加征关税，未来一周将宣布药品和芯片关税，可能向民众派发关税红利，本周将确定下任美联储主席人选，候选人包括美联储前理事沃什和国家经济委员会主任哈塞特等。在特朗普对瑞士 39% 关税威胁下，瑞士医药公司 Ypsomed Holding AG 计划将部分产能转至德国，并加快在美国投资实现 2027 年下半年投产。

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	24,903	1.61	24.14
恒生国企	8,951	1.67	22.79
恒生科技	5,521	2.29	23.57
上证综指	3,618	1.62	7.93
深证综指	2,209	1.56	12.87
深圳创业板	2,343	0.89	9.42
美国道琼斯	44,112	1.20	3.68
美国标普 500	6,299	0.98	7.10
美国纳斯达克	20,917	1.29	8.32
德国 DAX	23,846	1.79	19.77
法国 CAC	7,621	0.99	3.26
英国富时 100	9,143	0.82	11.86
日本日经 225	40,550	-0.61	1.64
澳洲 ASX 200	8,770	1.25	7.49
台湾加权	23,661	0.97	2.72

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	44,641	2.00	27.05
恒生工商业	13,896	1.46	23.52
恒生地产	18,241	1.35	22.31
恒生公用事业	37,065	0.53	3.93

资料来源: 彭博

公司点评

■ 百胜中国 (9987 HK, 买入, 目标价: 437.04 港元) - 全年指引维持, 但现金回馈偏保守。

2025 年二季度业绩符合预期。销售同比增 4% 至 27.9 亿美元, 净利同比增 1% 至 2.15 亿美元, 大致符合市场预期。毛利率 70.9%、经营利润率 10.9%, 均优于市场, 但投资损失与税率拖累部分业绩。不过环比改善明显, 销售及经营利润增速均较第一季有加速, 而且门店层面经营利润率也提升至 16.2% (去年同期为 15.5%)。

2025 财年指引维持, 新增下半年同店销售增长持平的目标。管理层重申系统销售增长 4%-6%、低单位数薪资通胀 (力求靠效率提升来抵销, 但并不包括外卖相关费用提升)、核心营业利润率稳定或略升 (KFC 维持, 但必胜客会略有提升)。管理层新增下半年同店销售增长持平目标的同时, 也有提醒投资人, 当前宏观环境不太稳定, 消费习惯仍相当理性等, 也会影响同店销售增长的能见度。

我们认为达成指引概率不低, 但现金回馈偏保守。正面来看, 公司能守住毛利和营业利润率, 有效吸收外送补贴和成本压力。但公司对下半年的同店销售增长保守 (特别是考虑到外卖补贴对订单的提振, K-Coffe 的带动等)、资本回馈低于预期, 或令部分投资者不满。尽管公司承诺 25-26 年合计派发 30 亿美元来回馈股东, 但 25 年可能仅确定约 12 亿美元, 比市场预期略低。

门店扩张目标维持, 资本开支下调。2025 年新开店维持 1,600-1,800 家, 资本开支下调至 6-7 亿美元。

维持买入, 目标价上调至 437.04 港元 (21 倍预测市盈率)。我们假设较低增速但毛利略好, 将 25/26/27 财年净利预测微幅调整 (-0.5%/+0.3%/+0.1%)。现股价相当于 18 倍预测市盈率, 估值不算非常吸引, 但考虑到资本回馈 (约市值 8%), 下跌空间不多。 ([链接](#))

■ 中国铁塔 (788 HK, 持有, 目标价: 13.1 港元) - 2025 年上半年业绩符合预期, 维持“持有”评级。

中国铁塔公布了 2025 年上半年业绩。收入同比/环比增长 2.8%/0.2% 至 496 亿元人民币 (彭博一致预期: 497 亿元); 净利润同比/环比增长 8.0%/6.6% 至 58 亿元人民币 (彭博一致预期: 57 亿元)。净利率小幅提升至 11.6%, 较 2024 年上半年/全年提升 0.6 个百分点。上半年收入和净利润分别完成我们对 2025 年全年预测的 49% 和 50%, 与 2024 年同期水平相当。EBITDA 同比增长 3.6% 至 342 亿元人民币, EBITDA 率为 69.0% (2024 年上半年为 68.5%)。自由现金流同比下降 14.7% 至 163 亿元人民币, 主因去年基数较高, 但仍处于非常健康水平 (经营现金流环比增长 172%)。公司宣布派发 2025 年中期股息 0.13 元人民币/股, 进一步提升股东回报。维持“持有”评级, 目标价由 13.7 港元下调至 13.1 港元。 ([链接](#))

招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(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	18.17	24.00	32%	10.6	10.2	1.7	19.8	2.9%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	62.30	72.00	16%	283.2	61.1	6.9	1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.22	7.40	19%	12.2	10.9	0.8	7.2	6.1%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.43	8.70	17%	10.6	8.5	1.6	17.4	3.9%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.18	2.42	11%	64.1	21.8	3.3	6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.95	10.54	33%	10.9	9.2	3.4	49.6	3.5%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.43	18.68	1%	10.7	9.6	N/A	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.99	44.95	18%	2.9	2.3	0.7	24.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	82.49	133.86	62%	4.3	15.6	4.8	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.28	18.61	65%	11.5	9.7	2.0	17.2	3.2%
百济神州	ONC US	医药	买入	307.23	359.47	17%	161.7	38.9	11.7	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.86	37.67	18%	7.6	23.7	3.2	37.1	1.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	54.30	65.10	20%	7.2	6.8	0.9	13.4	5.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	16.70	15.80	N/A	10.3	9.5	1.2	13.4	4.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	562.50	660.00	17%	20.8	19.0	4.1	20.5	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	117.04	141.20	21%	1.6	1.4	0.3	9.9	5.8%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	61.17	70.00	14%	2.4	2.2	0.3	10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.78	6.13	28%	17.7	14.9	1.7	11.4	4.5%
小米集团	1810 HK	科技	买入	54.00	65.91	22%	33.5	25.8	5.3	16.1	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	41.68	63.54	52%	18.2	15.2	1.8	11.1	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	36.78	43.22	18%	15.2	12.2	2.1	15.1	2.1%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.35	8.90	21%	N/A	N/A	8.6	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	121.47	176.00	45%	28.6	19.9	5.2	19.2	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	57.30	93.00	62%	16.5	12.7	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	328.50	379.26	15%	23.6	18.5	6.1	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	247.49	388.00	57%	21.9	18.9	4.0	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 6 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、现在和将来与发表本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。