

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市涨跌互现，港股医疗、综合与必选消费领涨，材料、能源与金融领跌。A 股跑赢港股，信息技术、医疗与材料涨幅居前，公用事业、通讯服务与金融跑输市场。国债收益率走平，人民币兑美元走弱。预计 3 季度中国股市可能处于震荡阶段，消费、通缩和盈利等基本面走弱，但资金流动性延续宽松，市场可能结构性上涨，人民币兑美元可能走弱；4 季度中国股市和人民币汇率可能迎来上涨，因耐用品零售增速大降和中美初步达成贸易协定将推动中国政策向经济再平衡方向演进，扩大财政刺激，增加消费提振，推进制造业去产能，保持人民币稳中偏强。
- 日本 6 月对美出口额大跌 11.4% 创 2020 年来最大降幅，对美汽车出口额同比骤降 26.7%，其中价格跌幅贡献较大，显示日企为保美国市场承担大部分关税成本，这损害日企盈利而利空日股，但降低关税对美国通胀影响而利好美股美债。美印协议“接近达成”，印度想要比印尼优惠的关税。欧盟起草对美服务业关税清单，若谈判失败将对美国数字服务（如广告服务）征收费用，美国对欧商品贸易逆差，但服务贸易顺差。
- 美股上涨，金融、信息技术与日常消费领涨，医疗、地产与可选消费跑输。台积电 ADR 连创新高，AI 芯片需求强劲，公司 2Q 净利润大增 61%，上调全年销售增速至 30%。Uber 计划 2026 年下半年推出高端 Robotaxi 服务，未来六年购买至少 2 万辆 Lucid 电动汽车，Lucid 股价大涨超过 30%。AI 明星公司 Anthropic 估值从 4 个月前 580 亿美元大增至超 1000 亿美元，AI 搜索初创公司 Perplexity 估值则从 5 月 140 亿美元升至 180 亿美元。美国政府削减医疗项目资金和收紧参保规则后，健康保险公司承压，Elevance、UnitedHealth、Centene 和 Molina 等公司称前景恶化。
- 美国 6 月零售环比增长 0.6% 好于预期，提振市场对美国经济乐观情绪，市场对美联储年内降息次数预期降至不到两次，国债收益率小幅上升，美元由弱转强。5 月外国投资者持有美债余额环比增加 424 亿美元，几乎抵消 4 月下降，加拿大由 4 月最大卖家转为 5 月最大买家，日本增持，中国内地减持。
- 比特币上涨，美国众议院通过三大加密货币法案，特朗普可能周五签字。特朗普还可能签署行政令，允许 401(k) 养老基金的投资范围从传统股债扩大至数字资产、贵金属、并购基金、私人贷款和基础设施投资等另类资产。

公司点评

- **特步 (1368 HK, 买入, 目标价: 7.20 港元) - 2 季度表现稍弱, 但 25 财年指引维持**
25 财年指引维持不变。尽管 2025 年第二季零售销售增长有所放缓, 但上半年整体增长仍属稳健 (特步主品牌为中单位数, Saucony 则超过 30%)。因

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

此，管理层维持 25 财年指引（集团销售保持正增长、Saucony 实现 30%-40% 销售增长、集团净利润增长 10% 以上）。对于特步主品牌，我们仍对其达成全年指引充满信心，主要得益于跑步品类的强劲表现（专业产品上半年同比增长超 30%，占总销售约 15%）。即使运动生活类产品全年或录得下滑（较悲观情况），专业跑步产品 30% 以上增长及大众跑步产品约 5% 增长，仍足以对冲负面影响，促成全年正增长。8 月，主品牌将推出旗舰跑鞋 160X 7.0。此外，电商渠道下半年有望继续增长：一方面公司凭借 618 经验制定更合适双 11 策略，另一方面去年双 11 基数较低。对于 Saucony 品牌，管理层仍信心十足，认为电商增速放缓仅为暂时现象，线下快速扩店才刚刚起步（同店增长保持健康，将开设更多旗舰和高等级门店）。品类扩展动能仍然强劲，包括 OG 系列与服装新品、更多联名款即将上市。

维持买入评级及目标价 7.20 港元（基于 14 倍 25 财年预测市盈率，维持不变）。行业于 25 年二季促销加剧、竞争升级，值得持续关注下半年走势及是否有进一步消费政策推出（对冲贸易战拖累）。鉴于特步行业领先的库存管理与高批发销售比例，加上管理层重申全年指引，我们维持原有预期与买入评级，目标价 7.20 港元。现价仅对应 10 倍 25 财年预测市盈率，较近 8 年平均的 15 倍仍然吸引。

2Q25 零售销售略逊招银国际预期，但仍符合公司指引与市场较为审慎的预期。特步在二季录得低单位数零售销售增长，低于预期的 6%，亦低于一季中单位数增速，但考虑到六月行业整体疲弱，并不算意外。目前增速仍符合管理层全年指引（主品牌零售销售约低至中单位数，集团合计由 Saucony 增长 30-40% 带动）。略低于预期主要因行业竞争加剧（部分同业折扣力度加大）及电商增长乏力（包括 618 活动表现一般）。分渠道看，电商增长约 10%，线下则稍慢（童装仍跑赢成人）。分产品看，跑步品类仍增逾 10%，远优于生活及其他品类。

2Q25 库存与折扣维持行业领先合理区间。二季库销比为 4-4.5 个月，较一季度及去年同期的 4 个月均略有上升，仍属健康且领先行业。零售折扣维持在 75-70 折，与一季持平，较去年同期则扩大 2-3 个百分点。管理层对全年库销比及折扣维持在该区间有充足信心。

2025 年 7 月零售销售增速月初已有改善。7 月迄今，特步品牌零售增长已较二季度明显加快，电商表现尤其突出，主要受夏季需求及促销活动带动。Saucony 品牌 7 月也重新提速，主要受益于线下同店增长及新店开业，因电子商务策略调整（淘汰部分低价产品及减少折扣）。

DTC 转型按计划稳步推进。公司第四季将回购 100-200 家门店（维持指引不变），26 财年将回购 300-400 家（此前预期为 200-400 家），涉及资本开支约 4 亿元人民币，将以内部现金流支付。产品和会员管理系统也同步升级，进一步提升 DTC 运营效率。（[链接](#)）

■ 兖煤澳大利亚 (3668 HK, 买入, 目标价: 34 港元) - 2Q25 产量增长强劲, 但销售量受到港口短暂的瓶颈问题影响

兖煤澳大利亚（兖澳）2Q25 权益产量/销量分别同比+15%/-6%，主要原因是恶劣天气导致港口暂时关闭影响了交货。2Q25 年第二季度的综合平均售价同比下降 22%，但与市场趋势基本一致。我们估计兖澳 2Q25 的营收约为 11.4 亿澳元（同比下降 26%，环比下降 14%）。我们将 2025/26/27 年的盈

利预测分别下调 22%/17%/13%，主要由于我们下调煤炭平均售价假设(尽管产量假设略有提高)。我们仍然维持买入评级，主要由于 (1) 我们预计 3Q25 的销售产出比将会在港口瓶颈问题改善后上升；(2) 动力煤价格自 6 月以来一直在反弹。我们将基于净现值的目标价从 36 港元下调至 34 港元。([链接](#))

■ **百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 130.3 美元) - 百度 2Q25 业绩前瞻: 基本面改善仍需时日, 新业务扩张态势稳健**

对于 2Q25, 我们预计百度核心业务营收有望达到 261 亿元人民币, 同比下降 2%。这主要是由于百度坚定推进业务转型, 在搜索结果中融入更多生成式人工智能相关内容以提升用户体验; 不过, 云业务的稳健增长在一定程度上抵消了这一降幅, 我们预计其营收同比增长率为 26%。我们预计 2Q25 百度核心业务的 non-GAAP 净利润为 40 亿元人民币。尽管百度已于 6 月下旬开始对生成式人工智能相关内容的商业化进行初步测试, 但我们认为, 百度在短期内仍会将提升用户体验置于商业化之上。我们预计, 得益于 AI 搜索结果的商业化进程推进以及 4Q24 的较低基数, 广告收入的同比降幅将有望在 4Q25 开始收窄。尽管如此, 百度的新业务正处于稳健发展轨道: 百度与优步已携手加速在美国和中国内地以外的全球市场部署自动驾驶汽车, 我们认为这将助力以轻资产模式推进自动驾驶出租车业务国际扩张。我们下调基于 SOTP 的目标价至 130.3 美元 (前值: 144.6), 以反映业务转型带来的短期盈利压力, 但我们相信业务转型对长期发展至关重要。维持“买入”评级。

([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上责任。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策。

本公司或其附属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员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编制的报告。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。