

每日投资策略

宏观经济、行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市回撤，港股冲高回落，A股小幅下跌，地产、科技与金融板块领跌，医疗、电讯与必选消费等防御性板块上涨。中国商品期货走低，人民币小幅走弱。中国政策向经济再平衡方向演进，国务院总理李强表示将深入实施提振消费专项行动，优化消费品以旧换新政策，切实规范新能源车产业竞争秩序。宝马牵手华为鸿蒙生态后，又与国内智驾独角兽 Momenta 联姻，此前奔驰、奥迪已相继与 Momenta 开启合作。
- 欧洲股市下跌，欧盟面对美国 30% 关税威胁考虑动用“反胁迫工具”进行报复，该工具包括征收新税和限制美企在欧投资等，法国主导支持，但欧盟委员会认为谈判仍在进行，动用该工具为时过早。阿斯麦重挫超 11%，因其警告称关税不确定性可能令 2026 年增长无法实现。英国 6 月 CPI 增速升至一年多新高，食品、燃料等商品通胀进一步回升，该数据将降低英国央行 8 月降息可能性。预计英国通胀可能在 3Q 见顶，4Q 逐渐回落，英国央行可能在 4Q 降息一次，明年降息两次。
- 市场传言特朗普将起草解雇鲍威尔信函，一度引发美国股汇双杀，黄金、日元、瑞郎等避险资产上涨，但特朗普很快否认传闻，美股收盘走高，纳指再创新高，避险资产涨幅回落。特斯拉大涨，秋季将上市交付六座 Model Y L。降息预期小幅上升，美债收益率回落。特朗普对美联储干预可能引发美国股债汇波动，推动国际资金降低美元资产超配程度，增加美股跑输其他市场和美元走弱的可能性。
- 比特币昨晚反应与美股背离，与避险资产同向，是否说明其避险资产属性增强值得观察。美股代币化推出两周炒作严重，追踪亚马逊代币的价格达到其股价的 4 倍，立陶宛央行要求 Robinhood 就其未经许可推出 OpenAI 代币做出解释。
- 美国 6 月 PPI 同比创近一年新低，环比持平，关税推动商品价格回升，但服务通缩延续。美联储褐皮书显示 5 月下旬到 7 月初经济活动略有增加，相比上一份报告有所改善，尽管通胀提及次数下降，但褐皮书明确表达对关税推升通胀的担忧。美联储 3 号人物威廉姆斯表示，尽管目前数据显示关税影响有限，但预计关税将在今年下半年至 2026 年期间为通胀增加约一个百分点，维持当前适度限制的货币政策完全合适。
- 白宫国家经济委员会主任巴塞特可能成为接替鲍威尔的头号热门人选。他在贸易、税收、通胀和美联储政策等问题上全面支持特朗普立场，频繁公开发声力挺降息。特朗普周三表示正在考虑任命巴塞特接替鲍威尔。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

宏观经济

■ 美国经济 - 通胀可能小幅反弹

美国 6 月通胀回升，食品价格仍然高企，能源价格大幅反弹，核心通胀小幅回升但低于市场预期。核心商品环比反弹，显示关税影响，其中进口依赖度较高的家具、休闲商品和服装等价格显著上涨，但被新车与二手车价格下跌部分抵消，因为消费需求走弱，供给竞争更加激烈。核心服务价格小幅反弹，移民劳工占比较高的医疗、休闲和杂项服务通胀明显回升，显示特朗普移民政策影响。

数据公布后，市场对降息预期小幅下降，7 月利率不变概率升至 96%，全年降息幅度从 48bp 小幅降至 44bp。预计美国通胀可能在第三季度小幅反弹，而后逐渐回落。预计美联储 7 月将保持利率不变，同时会对关税影响做出初步判断并给出未来降息的条件指引。本月就业数据受季节性地方政府教师招聘的影响较大，但就业市场整体需求已有走弱迹象，我们维持美联储可能在 9 月降息一次，10 月或 12 月再降一次的预测。（[链接](#)）

行业点评

■ 软件 & IT 服务 - 财税数字化软件：合规效率双赢，云端渗透加速

中国财税数字化行业增长呈现政企双端驱动态势，政府端以四阶段金税工程为主线，企业端受制造业与服务业数字化催生新业态影响。弗若斯特沙利文预计金税工程四期落地将推动约 30 万大中型企业接入税务局直连系统，推动行业规模持续扩张。根据弗若斯特沙利文报告，财税相关交易数字化市场规模预计将由 2019 年的 51 亿元增至 2028 年的 343 亿元，其中 23-28E CAGR 36.5%，相较 19-23 CAGR 9.2% 提升明显，主因金税四期改革有望在 2024 年加速全面落地带来的市场机遇。伴随金税工程四期落地提升对服务商能力要求，头部厂商或有望进一步提升市场份额。百望股份（6657 HK，未评级）作为中国财税数字化行业龙头，依托百望云平台提供财税数字化解决方案及数据驱动的分析服务。公司截至 2023 年底已处理约 143 亿份凭证覆盖 1.02 亿家企业，丰富数据资产构筑其核心壁垒，并为 AI 智能体构建夯实基础。2025 年公司聚焦 AI 战略转型，推出金融业务、交易管理、经营决策三大智能体产品矩阵，AI 时代下或可持续期待公司未来发展成果。（[链接](#)）

公司点评

■ 同程旅行（780 HK，买入，目标价：24 港元）- 2Q25 业绩前瞻：预计业绩有望符合预期

我们预计同程旅行 2Q25 营收将达到 46 亿元人民币，同比增长 9.3%，non-GAAP 净利润为 7.38 亿元人民币，同比增长 12.4%；均与我们预测前值基本一致，且符合彭博一致预期。在 2Q25，我们预计住宿预订业务的营收增长将相较此前预期更为稳健，得益于抽成率扩张有望好于预期，但我们认为这将被以下因素所抵消：1) 短期内机票预订量增长略逊预期，导致交通票务服务营收增速相较预期更为缓和；2) 线下旅游业务的营收复苏速度可能慢于我们此前的预期。由于我们预计这一影响将在 2025 年下半年持续，因此我们将 2025 年的营收预测下调 1.7%，但因考虑到销售和营销支出的优化程度好于预期或有望带来超出预期的利润率扩张，我们上调 non-GAAP 净利

润预测 1.3%。调整后，我们预计 2025 年集团层面的营收 / non-GAAP 净利润同比增速为 10%/20%（前值：12%/18%）。我们对 2025 年 non-GAAP 净利润的预测较市场预期高 1.6%。我们维持基于 DCF 方法得出的目标价 24.0 港币不变，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **安踏 (2020 HK, 买入, 目标价: 111.54 港元) - 二季度安踏品牌流水低于预期, 但其他品牌远超预期**

2025 年 7 月零售增速比二季度有所改善。据管理层，2025 年 7 月迄今，安踏与 FILA 品牌（特别是安踏）的零售增速相较于二季度有所加快。

安踏品牌短期内将进行业务改革，可能影响三季零售表现，但管理层仍维持 25 财年高单位数的增长目标。安踏近日任命新电子商务负责人（具备安踏及多个国际品牌的工作经验），以整合兴趣电商（如抖音）和传统电商（如淘宝、天猫、京东）的业务，优化价格策略与库存管理。线下业务方面，公司将继续推进灯塔店计划，积极向经销商分享优秀大店的经验（包括产品支持、零售空间升级和门店营运的优化等等），同时也考虑将部分门店转交经销商经营（一家大店换几家细店），今年料涉及约数百家门店，计划将持续至 2027 财年。尽管此举短期或抑压三季度销售增长，但利好长线发展。此外，安踏在 25 财年成本仍然可控，由于今年缺乏大型体育赛事，广告营销支出比较合理，劳动力市场供应充足亦有助控制人力成本。加上商场空置率上升，租金议价空间提升，都有助减少利润率压力。即使毛利率可能承压，我们认为经营利润率的压力相对可控。

维持“买入”评级，目标价下调至 111.54 港元（以 23 倍 25 财年预测市盈率计算；前值 119.08 港元，基于 24 倍 25 财年市盈率）。我们将 25/26/27 财年净利润预测下调 3%/5%/5%，以反映较保守的毛利率预期及营运杠杆下降。以目前估值 18 倍 25 财年市盈率计，仍然具吸引力，并低于过去五年平均值 25 倍。

25 年二季度安踏零售表现未达预期，库存及折扣压力略升。安踏二季零售同比仅录得低单位数增长，低于招银国际高单位数的预期，亦不及公司自身的 25 财年目标，增幅亦低于一季度。安踏成人（线上+线下）、安踏儿童及电商渠道均录得低单位数增长。主要原因包括：1) 整体消费低迷，2) 新品接受度不如预期，3) 电商尤其在 618 及 6 月销售放缓，4) 行业竞争加剧但公司折扣策略谨慎。不过，新型门店（如冠军店、超级店）仍表现稳健，平均店效比常规店高 70%-80%，部分表现疲弱主要集中在线上渠道。二季度库存销售比小幅上升至约 5 个月，高于一季度的 4.5 个月；零售折扣方面，线下/线上亦同比加深了 1 至 2 个百分点。

FILA 二季度零售增长符合预期，库存稳定但促销力度加大。FILA 二季度零售额增长为中单位数，符合招银国际预期与公司全年指引，但较一季度高单位数略有放缓。FILA 核心业务（线上+线下）/FILA 儿童/FILA FUSION/电商增速分别为高单位数、中单位数、中单位数及低双位数。尽管宏观环境受压（如 2025 年 4 月爆发贸易战），但高尔夫与网球等新品类表现不俗，带动整体业绩。FILA 库存销售比维持在 5 个月，与一季度相同，618 期间零售折扣策略性增加，线下加深 2 个百分点，线上加深 1-2 个百分点，以加快去库存。

其他品牌表现优异，远超预期，折扣力度极小。其他品牌于二季度零售额增长高达 50%-55%，大幅超过预期（招银国际预期为 30% 以上），其中 Descente/ Kolon/Maia active 分别约为 40%+/70%+/30%+。品牌热度高涨，加上滑雪与户外运动风潮持续，Descente 与 Kolon 的零售折扣大多仍低于 9 折。整体而言，二季度其他品牌的亮眼表现弥补了安踏品牌的低迷，使集团总体零售增长仍维持在 10% 以上。然而，安踏与 FILA 的零售折扣持续扩大，导致上半年整体毛利率压力高于预期，此效应可能将延续至下半年，我们因此下调 25 财年及未来年度的盈利预测。（[链接](#)）

■ **生益科技（600183 CH，买入，目标价：41.10 元人民币）- 1H25 业绩强劲，彰显人工智能驱动优势**

生益科技公布 1H25 业绩预告。公司预计净利润将同比增长 50%-56% 至 14.0-14.5 亿元人民币。二季度净利润预计为 8.36-8.86 亿元人民币，同比增长 55%-64%、环比增长 48%-57%，较彭博一致预期的 6.11 亿元人民币高出 37%-45%。公司强劲的业绩主要得益于：1) 覆铜板（CCL）产品销量增长；2) PCB 销售额大幅增长（1H25 同比增长 85%-97%）；3) 产品结构优化推动毛利率提升。重申对生益科技的“买入”评级，鉴于该公司是全球人工智能供应链中的关键受益者之一，目标价上调至 41.10 元人民币，基于 30 倍 2025 年预测市盈率。（[链接](#)）

■ **中际旭创（300308 CH，买入，目标价：225 元人民币）- 二季度证实人工智能基础设施支出保持强劲势头**

中际旭创发布 1H25 业绩预告。公司净利润预计为 36-44 亿元人民币，同比增长 53%-87%。二季度净利润预计为 20-28 亿元人民币，同比增长 50%-107%，环比增长 27%-78%，较彭博一致预期 19 亿元人民币高出 9%-52%。管理层表示，公司强劲的业绩主要得益于：1) 人工智能需求推动公司收入实现强劲的增长；2) 产品结构（800G 和硅光产品贡献增加）和良率改善推动公司利润率提升。重申“买入”评级，目标价上调至 225 元人民币，基于 27 倍 2025 年预测市盈率。（[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上责任。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。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。