

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 美国可能介入以伊战争和中东冲突升级风险打击全球股市。中国股市下跌，港股原材料、医疗保健和综合企业跌幅居前，电讯、能源和公用事业跌幅较小，A 股服装、美容护理与轻工制造领跌，石油石化与银行跑赢。投资者关注稳定币场景扩大对传统支付机构和金融业的影响。京东币链 CEO 称京东稳定币预计四季度拿到牌照，将锚定港元与其他货币。随着官方超预期发售，Labubu 经历从数十倍溢价抢购到二手价格腰斩，市场开始对该 IP 热度持续性产生怀疑，有投资者认为 Labubu 可能重蹈暴力熊覆辙。《人民日报》发文称从“零花钱”到“豪掷千金”，盲卡盲盒哪能“无拘无束”。
- 近期美元与港元息差居高引发套息交易，令港元逐步趋近弱方兑换保证 7.85 水平。如果套息交易持续，那么港元可能走弱触发弱方兑换保证，届时金管局将被动买入港元沽出美元，银行体系总结余将相应下降，港元利率可能逐步回升。这是港元联系汇率正常运作机制，以利率自动调节保持汇率稳定。港元汇率作为先行指标显示资金进出港元体系情况，预示港元流动性变化并影响港元资产价格。
- 为缓解日本长期国债收益率上行压力，日本调整发债计划，削减 10% 超长期国债发行，改为增发短债。因地缘风险上升和油价反弹，欧洲股市连续第三日下跌。英国央行如期保持利率不变，但释放鸽派信号，称就业市场出现更多通胀下行压力迹象，支持降息官员人数超预期，预计年底前可能两次降息。瑞士央行降息回到零利率，以应对避险资金流入和瑞郎升值。欧盟推动与美国达成“英国式”贸易协议，倾向于接受以 10% 关税水平作为贸易协议基准。
- 美股美债因六月节假期休市，仍有交易的美股期货下跌。白宫称特朗普两周内决定是否攻击伊朗、外交途径仍是选项。马斯克旗下 X 平台可能推出“超级 App”，提供投资、交易与信用卡服务，X 平台已宣布将推出 X Money 数字钱包和点对点支付服务。

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	23,238	-1.99	36.31
恒生国企	8,411	-2.13	45.81
恒生科技	5,088	-2.42	35.17
上证综指	3,362	-0.79	13.01
深证综指	1,981	-1.50	7.78
深圳创业板	2,027	-1.36	7.16
美国道琼斯	42,172	0.00	11.89
美国标普 500	5,981	0.00	25.39
美国纳斯达克	19,546	0.00	30.21
德国 DAX	23,057	-1.12	37.64
法国 CAC	7,553	-1.34	0.14
英国富时 100	8,792	-0.58	13.69
日本日经 225	38,488	-1.02	15.01
澳洲 ASX 200	8,524	-0.09	12.29
台湾加权	22,004	-1.58	22.71

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	41,632	-1.77	39.60
恒生工商业	12,956	-2.20	40.31
恒生地产	16,888	-1.35	-7.85
恒生公用事业	35,915	-1.12	9.25

资料来源: 彭博

宏观经济

■ 美国经济 - 美联储短期保持观望

美联储决议声明变化较小，保持政策利率不变符合预期，认为经济不确定性小幅下降但仍居高。点阵图变化指向经济滞胀风险，今年两次降息预测中值不变，经济增速预测中值下降，失业率和通胀预测中值抬升。鲍威尔在记者会言论显示鹰派立场，他认为关税将导致未来数月通胀上升，目前劳动力市场仍然稳健，不必急于降息，将在确认通胀开始下行后再开始降息。

我们维持美联储 9 月开始降息、11 月或 12 月再降息一次的预测。6-8 月，由于油价反弹和关税传导，通胀可能短期反弹。9 月后，随着需求更明显放缓，经济和就业可能进一步走弱，通胀可能见顶回落。长期国债收益率可能先升后降，10 年国债收益率年底降至 4.2% 左右，经济放缓推动收益率回落，但政府债务问题和特朗普政策不稳定性限制其下行空间。美元指数可能从目前 99 降至今年末 97。近期中东地缘冲突对美元具有支撑作用，但特朗普政策不稳定性 and 国际投资者降低美元资产超配程度可能推动美元进一步走弱。（[链接](#)）

公司点评

■ 大家乐 (341 HK, 持有, 目标价: 6.52 港元) - 同店销售承压, 行业反转仍需努力

港澳及内地同店销售持续承压。大家乐在香港的同店销售于 25 财年下半年跌幅进一步扩大，这一负面趋势延续至 4 到 6 月。即使五一黄金周受惠于内地旅客带动，跌幅仅略有收窄，但整体复苏率（对比 2019 年）仍持续下滑。内地市场表现亦相近。我们已将 26 财年香港及内地同店销售增长预测由原来的 2% 下调至 0%。

26 财年展望偏弱。公司积极提升客流，包括：1) 丰富用餐时段产品（如早餐增设面包、下午茶推二/三镆饭），2) 推出高性价比产品（如 30 元的叉烧、59 元的烧鸭），3) 推动会员计划（会员人数超 200 万）。然而，销售增长仍受限于香港居民外游、北上消费，以及二/三镆饭竞争加剧（全港相关门店已超 600 家）。

利润率改善空间有限。尽管续约门店平均租金下降 17%（部分门店降幅高达 30%），但在竞争激烈、平均售价提升空间有限（25 财年均价约 43 元）、最低工资上调（2025 年 5 月起提升至 42 元/小时）、关店及资产重估损失等因素下，利润率提升幅度有限。

门店扩张步伐缓慢。管理层预计 26 财年香港/内地净增门店数分别为持平/10-15 家，较 25 财年 0/13 家变化不大。

下调评级至持有，目标价降至 6.52 港元。我们将 2026/27 财年净利润预测下调 30%/23%，反映扩张放缓、同店销售负增长、经营杠杆效应减弱、内地业务逊预期及减值损失增加。考虑到香港餐饮行业前景严峻及公司分红政策转趋保守，现价对应 17 倍 26 财年市盈率及 6% 股息率，估值已偏高，故下调大家乐至持有评级。

25 财年业绩逊于预期，分红亦低于预期。大家乐 25 财年销售同比下跌 1.4% 至 86 亿港元，基本符合招银国际预期，但净利润同比下滑 25% 至 2.33 亿港元。

元，较预期低约 19%。主要原因包括：1) 同店销售表现逊于预期（香港/一
粥面/内地分别为-3%/-2%/-8%，低于预期），2) 门店关闭及资产减值损失
高于预期（约 7,300 万港元，预期为 2,300 万港元）。分红方面，全年派息
率仅 100%（低于预期的 110%），尤其下半年同比大减超过 40%。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

				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	16.00	24.00	50%	10.7	9.8	1.5	17.4	3.4%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	18.61	28.00	50%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.98	7.40	24%	11.7	10.5	0.8	7.2	6.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.60	8.70	32%	9.4	7.6	1.4	17.4	5.4%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.24	2.61	17%	35.0	20.4	3.4	11.8	0.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	16.80	18.68	11%	9.7	8.8	N/A	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	34.50	40.61	18%	21.6	18.3	1.3	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	80.98	133.86	65%	4.2	15.3	4.7	31.0	1.8%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	12.00	18.61	55%	0.5	0.6	2.1	17.2	3.6%
百济神州	ONC US	医药	买入	252.78	359.47	42%	133.0	32.0	10.0	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	78.45	94.74	21%	265.9	156.0	8.8	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	67.10	89.00	33%	101.7	91.9	15.1	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.68	15.80	8%	9.1	8.3	1.1	13.4	4.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	504.50	660.00	31%	18.7	17.0	3.6	20.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	113.49	155.50	37%	1.5	1.3	0.3	11.9	6.4%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	56.54	70.00	24%	2.3	2.0	0.3	10.3	2.1%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.35	6.13	41%	16.1	13.6	1.5	11.4	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.25	65.91	24%	33.1	25.5	5.2	16.1	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	39.40	58.78	49%	18.6	15.7	1.7	9.9	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.95	43.22	44%	12.4	10.0	1.7	15.1	2.5%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	6.46	8.90	38%	N/A	N/A	7.3	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	126.32	176.00	39%	29.7	20.7	5.4	19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	66.80	93.00	39%	19.3	14.8	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	423.56	512.00	21%	23.8	18.4	5.9	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	259.50	388.00	50%	23.0	19.8	4.2	11.2	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 6 月 19 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有关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属制的报告。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。