

每日投资策略

宏观经济、行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股能源、材料与资讯科技领涨，综合、公用事业与金融下跌，南下资金净买入 94.85 亿港元，A 股国防军工、机械设备与煤炭涨幅居前，医药生物、商贸零售与建材跑输市场。国债收益率和人民币汇率基本走平。下半年以来，港股主题 ETF 净申购额超过 650 亿元，金融、科技和创新药吸引资金最多；A 股超百只基金投顾组合完成调仓，整体减仓消费，加仓医药、顺周期和科技等行业。广东快递业开启反内卷，底价上调 0.4 元/票，均价涨至 1.4 元以上，低于 1.4 元成本价揽收将遭受重罚。
- 欧洲股市小幅上涨。德国政府将设立 1,000 亿欧元德国基金，重点投向国防、能源基础设施及关键原材料，以保障安全和提振经济。关税冲击后，奢侈品和汽车等部分行业受到负面影响，但金融、基建和军工等行业盈利预期保持稳定，欧洲加大国防和基建投资抵消了关税对市场影响。
- 美股反弹，可选消费、必选消费与信息技术领涨，医疗、能源与公用事业下跌。散户在美股回撤后加仓，支撑美股反弹。Shopify 业绩强劲远超预期，指引乐观，盘中大涨超 20%。预计 8-9 月美股可能承压，因经济放缓、通胀反弹和美联储继续暂停降息，第四季度美股可能重获涨势，因通胀见顶回落和美联储两次降息。
- 美债涨跌互现，美元下跌。10 年国债拍卖需求不佳，收益率小幅上升，2 年国债收益率小幅回落，因降息预期升温。美联储理事库克称 7 月就业报告预示经济迎来转折，暗示近期可能降息；旧金山联储主席戴利称 FOMC 可能需要在未来数月调整政策。原油库存下降助推油价上涨，但在传出美俄乌将开启会谈的消息后，油价重挫。避险情绪下降，金价回落。
- 特朗普下令对印度额外加征 25% 关税，印度商品将面临 50% 关税，但苹果公司不受影响。特朗普计划对芯片征收 100% 关税，如果承诺在美国投资建厂则可以豁免，苹果承诺追加在美投资 1,000 亿美元，总投资承诺达到 6,000 亿美元。辉瑞 CEO 称正与白宫就药品关税及“最惠国”定价政策进行沟通，美国药品关税设置较低的初始税率和宽限期，公司正在为执行降价做准备。

宏观经济

■ 美国经济 - PMI 预警滞涨风险

美国 7 月服务业 PMI 扩张几乎停滞，商业活动和订单需求明显放缓，就业收缩幅度扩大，物价大幅走高。制造业 PMI 跌至近一年新低，新订单指数小幅反弹但延续收缩，就业收缩幅度创近 1 年新高，物价扩张幅度放缓但仍显著高于疫情后平均水平，进口指数、自有库存和客户库存连续收缩，显示企业为规避关税而提前抢购和囤货浪潮已经结束。

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	24,911	1.64	24.18
恒生国企	8,933	1.46	22.54
恒生科技	5,532	2.50	23.81
上证综指	3,634	2.08	8.42
深证综指	2,226	2.31	13.71
深圳创业板	2,359	1.56	10.15
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	23,906	2.05	20.08
法国 CAC	7,643	1.28	3.55
英国富时 100	9,158	0.99	12.06
日本日经 225	40,795	-0.01	2.26
澳洲 ASX 200	8,844	2.10	8.39
台湾加权	23,447	0.06	1.79

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	44,559	1.82	26.82
恒生工商业	13,923	1.66	23.76
恒生地产	18,224	1.26	22.20
恒生公用事业	36,771	-0.27	3.10

资料来源: 彭博

数据公布后，市场对全年降息幅度预期下降 5 个基点至 58 个基点。第 3 季度美联储将面临保就业和降通胀的两难，一方面就业市场加速走弱，另一方面关税对通胀影响进一步显现，CPI 增速可能反弹。鲍威尔曾在 7 月记者会上表示即使新增就业降至 0，只要失业率保持平稳，仍会判定就业市场保持稳健。这番表态可能会在 8 月底的 Jackson Hole 美联储年度经济政策研讨会上被更新，届时鲍威尔可能给出降息指引。

我们预计第 3 季度失业率可能仅小幅上升，通胀有所反弹，美联储 9 月可能保持利率不变，10 月和 12 月可能各降息一次，年末政策利率目标或降至 3.75%-4%（实际水平 3.83% 左右）。（[链接](#)）

行业点评

■ 软件 & IT 服务 - 海外云厂商：营收增速环比加快，利润率表现分化

对于美国龙头云厂商，云业务的增长情况已经逐步成为助推公司股价增长的重要推动力。在 2Q25 业绩中，我们观察到如下趋势：1) 因需求端持续强劲，整体龙头厂商云业务营收同比增速环比加快，且趋势有望持续。2Q25 亚马逊 AWS、谷歌云、微软智能云板块营收合计同比增长 23%（1Q25：20%；2Q24：21%），而谷歌云和微软 Azure 云展现出的加速趋势更为明显。2) 因观察到需求端持续强劲，龙头云厂商资本开支水平进一步上调，并指出供给端受限部分影响到合同履约，且目前能见度下认为供给受限的情况将在未来的 6 个月延续。3) AI 相关资本开支的投资对利润率端带来的影响，对于此前云业务已经较具规模的龙头公司而言逐步显现，但其他核心业务的运营效率进一步提升或有望缓和集团层面的利润率影响，如尽管微软智能云/亚马逊 AWS 的 2Q25 业务分部利润率同比下滑 0.7ppts/2.6ppts，但公司整体的经营利润率分别同比提升 1.8ppts/1.5ppts，且微软指引其 FY26 集团经营利润率有望维持稳定。此外，对于 Meta 而言，公司逐步证明其对于 AI 的投入有能力赋能广告主业进一步高效增长、具备较高的 ROI。我们维持对于 Meta、微软、亚马逊、谷歌的买入评级。（[链接](#)）

公司点评

■ 小米集团（1810 HK，买入，目标价：66.0 港元）-2Q25 业绩前瞻：预计业绩强劲，受物联网/电动汽车动能和智能手机坚挺所驱动

小米将在 8 月中旬公布 2025 年第二季度业绩。我们预计 2Q25E 将是一个强劲季度，收入/调整后净利润预计同比增长 32%/66%，达到 1,170 亿元/103 亿元人民币，略低于市场预期。利润增长的主要驱动力包括：稳健的智能手机业务、强劲的电动汽车需求、中国补贴政策下强劲的 IOT 业务表现，以及各业务板块稳定的毛利率。展望未来，我们持续看好：1) 智能手机：全球市场份额持续提升、高端化战略贺线下渠道扩张；2) 物联网：国补政策、家电业务和海外扩张；3) 智能电动汽车：订单带来 ASP/毛利率提升和盈利能力改善。我们将 FY25-27E 的调整后净利润预测小幅上调 6-11%，以反映其电动汽车业务和 IoT 势头的增强。重申“买入”评级，我们新的 SOTP 目标价为 66.0 港元，对应 34.4 倍的 2025 年 P/E。催化剂包括：2Q25 业绩、新产品发布、电动汽车订单/产能爬坡/盈利能力更新。（[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	18.38	24.00	31%	10.7	10.3	1.7	19.8	2.8%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	61.30	72.00	17%	278.6	60.1	6.8	1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.25	7.40	18%	12.3	11.0	0.8	7.2	6.1%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.32	8.70	19%	10.5	8.4	1.6	17.4	4.0%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.15	2.42	13%	63.2	21.5	3.3	6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.98	10.54	32%	10.9	9.3	3.4	49.6	3.5%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.57	18.68	1%	10.7	9.7	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	82.39	133.86	62%	4.2	15.6	4.8	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.50	18.61	62%	11.7	9.9	2.0	17.2	3.1%
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	30.96	37.67	22%	7.4	23.0	3.1	37.1	1.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	53.85	65.10	21%	7.1	6.7	0.9	13.4	5.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	16.37	15.80	N/A	10.1	9.3	1.2	13.4	4.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	568.50	660.00	16%	21.0	19.2	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	4.82	6.13	27%	17.9	15.1	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	43.00	63.54	48%	18.8	15.7	1.8	11.1	0.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.80	43.22	14%	15.6	12.6	2.1	15.1	2.0%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.42	8.90	20%	N/A	N/A	8.7	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	121.22	176.00	45%	28.5	19.9	5.2	19.2	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	57.60	93.00	61%	16.6	12.8	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	331.58	379.26	14%	23.9	18.6	6.2	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。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。