

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股工业、地产与金融领涨，材料、医疗保健与资讯科技下跌，A 股地产、能源与金融涨幅居前，通讯服务、可选消费与信息技术跑输。市场盛传中国城市工作会议可能重启棚改，地产股、金融股、铁矿石、玻璃与焦煤大涨，国债期货下跌。即使该传言为真，对相关板块提振可能是短期的，2015-2018 年棚改已提前透支三四线城市需求和加剧供应过剩，重启棚改的可能性较低、提振效应有限。即时零售和汽车行业价格战加剧，投资者担心损害企业盈利，拖累资讯科技与可选消费板块。市场持续关注中国治理无序竞争和去产能政策进展。
- 宁德时代港股 5 月以来飙升 46%，相对 A 股溢价超过 30%，因为上市后锁定期和做空股份被大量借出形成避空效应，投资者尤其是个人投资者对该股情绪高涨。今年以来部分中国背景资金从美国、日本回流香港，内地身份投资者无法通过北上通道交易 A 股，部分全球基金和新兴市场基金因投资政策限制也无法购买 A 股，这些因素无疑加剧了港股估值溢价。
- 蚂蚁国际计划在 Circle 的 USDC 稳定币在美国合规后将其纳入区块链平台，公司还在制定全面的稳定币牌照申请战略，计划在中国香港、新加坡和卢森堡寻求相关许可。蚂蚁集团去年处理超过 1 万亿美元全球交易，其中三分之一通过其区块链平台处理。
- 投资者无视特朗普对南美国关税威胁，对二季度财报信心上升，标普 500 指数波动率降至年内低点，美股延续上涨，可选消费、能源与公用事业领涨，通讯服务与信息技术下跌。特斯拉大涨近 5%，该公司先后发布 Grok 4 和 Grok 机器人，还计划将 Robotaxi 服务扩大至亚利桑那州，9 月 30 日 7500 美元电动车购买或租赁的税收抵免到期将刺激 3Q 特斯拉美国销量，但 4Q 又会面临悬崖效应。
- 特朗普确认 8 月 1 日起对铜进口征收 50% 关税，美国采矿与有色金属股上涨。稀土磁铁生产商 MP Materials 获得五角大楼投资建厂扩产，稀土股开盘大涨。达美航空 2Q 业绩超预期，恢复全年盈利指引且好于市场预期，股价上涨超 11%，带动旅游板块上涨。博通公司表示，AI 推理领域需求增长超过预期，甚至“超过当前产能”，尚未被市场充分预期，或带来盈利上调空间。台积电 2Q 销售额同比增长 38.6% 超预期，印证 AI 需求依然强劲。因数据中心需求暴增，美国电力公司申请费率上调，消费者组织质疑家庭部门分担 AI 发展成本的公平性，美国监管机构正探索“大负荷电价”与清洁能源协议等新型分摊机制（大型能源用户承担超额负荷费用和清洁能源成本）。
- 30 年美债标售需求良好，美债价格涨跌互现。美联储高度关注 3Q 通胀数据以判断关税是否推高通胀。美联储内部对何时降息仍充满分歧。美联储理事、下任主席候选人之一的沃勒认为当前政策利率限制性过强，可能在 7 月会议

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

支持降息，预计美联储资产负债表规模从目前 6.7 万亿美元降至 5.8 万亿美元。

- 日本数据显示 5 月日本对美汽车出口价格同比下跌 19.4%，显示日本车企承担绝大部分关税成本而非转嫁给美国消费者，这将降低关税对美国通胀的影响，但将损害日本企业盈利，并可能威胁到日本薪资增长可持续性，日本央行将薪资-通胀循环上涨视为加息的重要条件。
- 美国 TBAC 委员会认为，稳定币对银行存款潜在冲击取决于其是否生息或提供优于银行存款的支付功能，美元稳定币可能导致非美资金转为美元流动性从而巩固美元国际地位；稳定币类似货币市场基金，目前法案未为非合格发行商提供联储主账户获取路径，缺乏联储直接支持或加剧稳定币脱钩风险，但法案对储备严格要求可以缓解脱钩风险，降低紧急流动性支持需求。

行业点评

■ 中国快递行业 - 短期受惠于反内卷行情

事件：国家邮政局党组于 7 月 8 日召开会议，强调要进一步加强行业监管，完善邮政快递领域市场制度规则，并旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，依法依规整治末端服务质量问题，为建设全国统一大市场贡献行业力量。

分析：在快递单票价格持续下跌的背景下，我们认为国家邮政局的会议主要是响应月初中央财经委员会会议提及反内卷的政策方向。我们预计短期内快递板块有机会复制月初开始的包括光伏、玻璃和钢铁等行业在内的反内卷行情，我们维持中通快递（2057 HK / ZTO US）和极兔速递（1519 HK）的买入评级。

公司点评

■ 阿里巴巴（BABA US，买入，目标价：141.2 美元）- 即时零售领域投资加大影响短期盈利能力

阿里巴巴正在加大对即时零售的投资，以推动电商业务的长期良好发展。对于 1QFY26（年结于 3 月），我们预计云业务收入增速将继续环比加速，淘天集团的货币化率将持续同比提升，国际数字商业集团的亏损也将继续同比收窄。然而，我们预计即时零售领域投资的增加将对短期盈利能力造成压力，我们预计 1QFY26 / 2QFY26 投资额分别约为 100 亿 / 200 亿元人民币，这或致使集团层面调整后 EBITA 同比下降 16%/45%。在我们看来，用户留存率、用户粘性和交叉销售率等与投资回报率相关的运营数据是关键监测指标。考虑到投资的影响，我们将 FY26-28 财年的非通用会计准则净利润预测下调了 9%-18%。考虑到电商盈利的下调，我们将基于分部加总法（SOTP）的目标价下调 9%至 141.2 美元（前值：155.5 美元），对应 2027 财年 non-GAAP 市盈率为 14x。不过，我们认为阿里巴巴仍是人工智能主题下的主要受益者之一，建议投资者不要仅关注短期盈利波动。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **京东 (JD US, 买入, 目标价: 50.0 美元) - 加大外卖业务投入拖累利润, 协同效应仍是关注重点**

我们预计京东 2Q25 总营收将达到 3374 亿元人民币, 同比增长 15.8%, 较彭博一致预期高 2%。然而, 由于京东加大对外卖业务的投入以推动用户增长和提高购频, 我们估算这将对净利润产生约 100 亿元人民币的影响, 因此预计 2Q25 non-GAAP 净利润为 46 亿元人民币, 同比下降 68%。京东观察到其主 App 的日活用户数实现强劲增长, 且外卖用户向京东零售部分品类 (如日用品和家居清洁用品) 的交叉销售已初步有所增加。我们预计京东在 3Q25 将继续加大对外卖业务的投入, 同时保持一定的投入纪律性, 预计这将对净利润造成 130 亿元人民币的影响。我们看好京东在外卖业务上能够通过订单量的增加和用户补贴的优化来改善单位经济效益, 但认为未来几个季度用户留存率和交叉销售率的趋势仍是需要重点关注的指标。我们维持 2025-2027 年的营收预测不变, 但将 non-GAAP 净利润预期下调 0-48%, 以反映其在短期内对外卖业务的投入比我们之前预期的更为激进。我们将基于现金流折现模型的目标价下调 9% 至 50.0 美元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **丘钛科技 (1478 HK, 买入, 目标价: 13.21 港元) - 盈利上升周期开启; 目标价上调至 13.21 港元**

丘钛科技发布盈喜, 公司预计 2025 年上半年净利润同比增长 150-180%, 中值人民币 3.05 亿元比一致预期高 20%, 占我们 2025 年全年净利润预测的 54%。管理层将业绩增长归因于: 手机规格升级、业务结构改善、产能利润率/ASP 提升、指纹模组业务改善和子公司新钜科技业绩改善。展望 2025 年下半年, 我们对高端智能手机摄像头模组需求 (光学防抖 OIS/潜望式镜头)、非手机摄像头模组业务 (物联网/汽车) 增长势头以及超声波指纹识别模组升级周期持正面看法。我们将 2025-2027 年每股收益上调 21-30%, 以反映强劲的上半年业绩和 2026/2027 年更好的利润率前景, 我们的 2025-2027 年每股收益比市场预期高 14-19%。新目标价 13.21 港元是基于更高 2025 年市盈率 19.5 倍 (前值 9.25 港元, 基于 17.7 倍 25 年市盈率), 与 10 年历史平均远期市盈率一致。重申“买入”评级。未来股价催化剂包括 3Q 新产品发布、汽车/物联网摄像头模组客户订单赢取以及指纹模组业务利润率改善。 ([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作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风险。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。