

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五（7 月 11 日）中国股市上涨，医疗保健、原材料、必选消费与信息技术领涨，地产、能源、通讯服务与金融跑输。上交所发布《科创成长层指引》将存量 32 家未盈利企业纳入科创成长层。财政部发布通知推动险资机构建立三年以上长周期考核机制，引导险资长期稳健投资，有望为 A 股带来万亿人民币增量资金，利好高股息板块。
- 美股下跌，金融、医疗保健与材料跌幅居前，能源、可选消费与地产跑赢市场。特朗普升级关税战，称对墨西哥、欧盟征收 30% 关税，8 月 1 日生效。欧盟被爆放弃征收数字税，改为对电子垃圾、烟草和高收入企业征税，利好美股科技龙头。特朗普 50% 铜关税范围可能扩至半成品，美国电网、数据中心建设可能面临更高成本。
- 关税升级和白宫对美联储施压引发通胀担忧，美债价格下跌，收益率上升。美元指数震荡，比特币保持强势。黄金连续上涨，白银创近 14 年最高。原油反弹，特朗普称对普京非常失望，市场预期美国可能制裁俄罗斯原油。
- 美联储鸽派官员古尔斯比称关税升级将加剧通胀不确定性，更难支持降息。投资者关注美国 6 月 CPI 与零售数据，预计 6 月核心 CPI 环比和同比增速可能反弹，零售可能小幅回升。美国政府 6 月意外实现财政盈余，本财年关税收入首次超过 1,000 亿美元，但本财年迄今累计赤字仍高达 1.34 万亿美元，国债利息支出不断攀升仍对美国财政构成挑战。
- 美政府高官发帖暗示鲍威尔可能因总部翻新争议考虑辞职。特朗普试图利用美联储总部翻新问题而罢免鲍威尔，白宫顾问团指控鲍威尔在 25 亿美元装修项目上向国会作伪证或违反建筑许可规定，这种做法与 1972 年尼克松政府通过散布虚假消息破坏美联储信誉如出一辙。

行业点评

■ 中国汽车行业 - 2Q25 业绩前瞻及 2H25 展望

八家车企盈利预测及行业销量预测调整：我们预计七家中国车企 2Q25 核心盈利将环比改善，但盈利预测出现分化：因销量上修或运营效率提升，我们上调吉利汽车、小鹏汽车及零跑汽车的 FY25E 盈利预测；因销量预测下修，我们下调了理想汽车、蔚来、比亚迪、长城汽车及广汽集团全年的盈利预测。我们上调 2025 年中国乘用车零售销量预测 4% 至 2,410 万台（同比增长 2.8%），但受高基数影响，2H25 销量同比增速预计放缓至持平水平；批发销量上调至同比增长 8%。新能源车零售销量预测下调 5% 至 1,270 万台（市占率 52.6%），而出口预测因比亚迪出口激增大幅上调 71% 至 210 万台，全行业新能源车批发销量有望同比增长 23% 至 1,509 万台。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

新势力：零跑汽车 2Q25 销量达 13.4 万台创历史新高，我们预计有望实现单季扭亏为盈，净利润或达 4,800 万元；我们将 FY25-27E 净利润预测上调至 2.89 亿/15 亿/21 亿元。小鹏汽车 2Q25 销量同比激增 242% 至 10.3 万台，有望推动净亏损收窄 17% 至 5.53 亿元；维持 FY25E 销量 46 万台预测，净亏损预测下调至 6.38 亿元。理想汽车 2Q25 净利润有望环比增长翻倍至 13.8 亿元（单车盈利 1.2 万元），全年销量预测从 58 万台下调至 55 万台。蔚来 2Q25 净亏损有望环比收窄 21% 至 54 亿元，因竞争加剧及折扣扩大，FY25E 净亏损预测从 162 亿上调至 194 亿元。

传统车企：比亚迪 2Q25 销量达 115 万台，净利润有望环比改善至 100 亿元（单车净利 8,700 元）；因二季度国内销量不及预期及库存仍然偏高，我们略微下调 FY25E 销量预测至 515 万台，净利润预测下调 11% 至 513 亿元。吉利汽车 2Q25 核心净利润（剔除政府补贴及汇兑）有望环比增长 38%；FY25E 销量预测从 280 万台上调至 300 万台，净利润预测上调 16% 至 175 亿元。长城汽车 2Q25 净利润有望环比增长 50% 至 26 亿元（单车净利 8,400 元），得益于俄罗斯车辆报废税返还于 2Q 到账；因出口低于预期，FY25E 销量预测从 130 万台下调至 128 万台，全年净利润预测下调 7% 至 100 亿元。
[\(链接\)](#)

■ 半导体主题投资与大趋势：2025 年上半年 AI 需求回顾；算力需求持续增长

我们依然看好 AI 基础设施的结构性投资机会，主要受到算力密集型投资持续扩张的支撑。根据彭博一致预期，2025 年海外四大云厂商（MSFT/AMZN/GOOG/META）资本开支预计同比增长 43%，国内三大云厂商（阿里巴巴/腾讯/百度）则为 44%。近期从上游晶圆厂到下游云厂商及 AI 相关支出均进一步印证了这一趋势。台积电（TSM US, 未评级）2025 年上半年营收达新台币 1.77 万亿元，同比增长 40%；工业富联（601138 CH, 未评级）预计二季度归母净利润为 67 亿至 69 亿元人民币，同比增长 37% 至 39%。受 AI 浪潮带动，国内 AI 产业链标的股价已出现明显回升。同时，多家国产算力芯片公司计划 IPO，进一步印证半导体国产化趋势延续。我们维持对中际旭创（300308 CH, 目标价：151 元人民币）和生益科技（600183 CH, 目标价：34.5 元人民币）的“买入”评级，二者分别为光模块与高阶 PCB 领域的 AI 核心受益者。
[\(链接\)](#)

公司点评

■ 巨子生物 (2367 HK; 买入; 目标价: 73.54 港元) - 销售复苏在望，底部布局正当时

魔镜数据显示，5-6 月，巨子生物旗下可复美和可丽金品牌在天猫淘宝及抖音合计实现 GMV 10.8 亿元，同比增长 2%；其中可复美同比减少 2%，可丽金同比增长 33%。但得益于 1-4 月强劲的销售表现，2025 年上半年可复美和可丽金品牌在天猫淘宝、抖音的 GMV 合计仍实现同比 38% 的快速增长。尽管舆情导致了短期线上销售增长势头减弱，但我们认为 5-6 月份的销售表现体现了在极端环境下，公司仍有较强的销售韧性，帮助我们验证了公司在减少对于达人直播依赖的情况下，品牌内生流量的韧性。展望未来，我们认为，可复美和可丽金的强大的产品力，优秀的使用体验是销售复苏的基础。

7 月以来，李佳琦、朱梓骁等头部主播已恢复直播可复美产品，展示了头部主播对于品牌的认可。随着公司逐步恢复达播频次、加大推广力度，我们预计销售额将逐步复苏。

维持“买入”评级，目标价 73.54 港元。保守估计 2H25 可复美/可丽金的线上收入将分别同比增长 10%和 35%，全年可复美线上收入增速约为 20%，可丽金约为 60%。线下业务保持稳健。我们预计公司 25 年收入增速预测将放缓至 23%。基于 DCF 模型，我们下调目标价至 73.54 港元，维持“买入”评级（WACC：10.9%，永续增长率：3.0%），对应 29x 25E PE。（[链接](#)）

■ **哔哩哔哩 (BILI US; 买入; 目标价 26.50 美元) - 2025 投资者日：商业水平提升支撑高质量盈利增长**

我们参加了 2025 年哔哩哔哩投资者日活动，会议核心要点包括：1) 广告业务持续强劲增长，得益于公司商业基础设施的升级，包括推出小程序及直播广告功能、上线智能广告平台“哔哩必达”，以及完善行业解决方案等；2) 游戏业务稳健增长，受益于长线游戏的良好表现，2025 年计划上线的重点新游包括《Trickcal RE:VIVE》和《逃离鸭科夫》等；3) 公司持续利用 AI 助力广告变现和内容生态，推出 AI 自动投放、AI 视频翻译、AI 搜索等多项 AI 工具。在商业化水平提升和运营杠杆的推动下，我们看好哔哩哔哩盈利增长趋势，维持基于 SOTP 的目标价 26.50 美元以及“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。