



### 1. 国证视点：贸易协议陆续落地，利好投资情绪，港股有力再战高位

港股昨日延续涨势，连升4日，再创逾三年新高。美国分别与日本、菲律宾和印度尼西亚达成贸易协议，利好市场气氛。恒指高开218点报25348点，最低曾收窄涨幅至97点报25228点，随后反复造好，恒指最终以全日最高位收市，报25,538点，全日上升408点或1.62%。过去四个交易日，恒指累积升1,039点。大市交投畅旺，主板成交昨日报3,330亿港元，较上日多25.2%，也是三个月来最多。港股通买卖盘成交为1817亿元，较上日多12.2%，占大市买卖盘成交27.3%，少于上日的30.6%占比，但仍属高水平。

连续13日录得净流入后，港股通交易昨日录得净流出，但金额不大。北水昨日净流出13.2亿港元，对比上日净流入27.17亿。北水净买入最多的个股依次是国寿2628.HK、中芯981.HK、中国能源建设3996.HK；净卖出最多的依次是腾讯700.HK、美团3690.HK、小米1810.HK。

板块表现方面，12个恒生综合行业指数中10个上扬2个下跌。上涨板块中，重磅的资讯科技及可选消费分别涨3.18%及1.80%，跑赢恒生综指的1.49%涨幅，金融业及综合企业涨幅也逾1%，但跑输恒生综指。下跌的两个板块为工业及公用事业，跌幅分别为0.40%及0.16%。

美股方面，美国与包括日本等多個亞洲國家達成貿易協議，市場憧憬與歐盟也將達成關稅協議，投資者風險胃納提升。美股昨晚高開高走，三項主要指數均報捷，道指、標指及納指分別漲1.14%、0.78%及0.61%。

美国分别与日本、菲律宾和印度尼西亚达成贸易协议，同意下调对三国的“对等关税”，换取优厚待遇。其中日本承诺在美国投资5,500亿美元，及开放大米市场。印度尼西亚则承诺购买波音飞机。

美国与日本达成的贸易协议：日本放送协会报道，作为协议一部分，日本将增加进口美国大米，另外双方同意维持对钢铝征收的五成关税。汽车关税方面，路透社引述消息指，美国对日本汽车加征的关税税率，将由25%下调至12.5%，加上原本的2.5%关税，新税率为15%（原本特朗普拟定税率为25%）。日本也承诺在美国投资5,500亿美元。美国总统特朗普称：“这是史上与日本最大的协议。协议将创造数以十万计就业机会，日本会在美国投资5,500亿美元，而美方可获得九成盈利，日本也会开放市场，予美国汽车、货车、大米及一些特定农产品。”

美国与菲律宾及印度尼西亚达成的贸易协议：美国将对菲律宾征收的“对等关税”税率，将由早前公布的20%，下调至19%，但其实相较四月最早提出的17%税率高2个百分点。菲律宾也会对美国开放市场，实施零关税政策。美国与印度尼西亚也达成贸易协议框架，美方对印度尼西亚征收的“对等关税”，由32%下调至19%。印度尼西亚则同意对九成九美国商品废除关税壁垒，作为协议一部分，嘉鲁达印度尼西亚航空将从美国购买50架波音飞机，令公司的飞机总数，在五年内增至大约120架。

（转下页……）

### 今日重点

#### 1. 国证视点

贸易协议陆续落地，利好投资情绪，港股有力再战高位

#### 2. 公司点评

安踏体育 2020.HK：25Q2 业绩点评

至于美国与欧盟的贸易谈判，英国《金融时报》周三引述消息报道，欧盟与美国就关税问题接近达成贸易协议。美方预料将向欧盟进口商品征收 15% 关税，原定为 30%。报道又指，欧美双方或会豁免部分产品的关税，包括飞机、烈酒及医疗设备等。欧盟同时进行两手准备，一旦未能同美方达成协议，欧盟或会向约值 1,090 亿美元美国货征收 30% 报复性关税。与此同时，欧盟有意拉拢美国盟友日本。美国白宫响应指，除非由总统特朗普宣布，否则任何可能协议的讨论都应被视为猜测。

美国与各国陆续达成贸易协议，而税率远低于之前特朗普威吓的税率接下来，市场将关注美国与中国的贸易谈判，以及两国元首可能稍后时间的会面。我们认为，风险偏好将提升，港股有力再战高位。

分析师：韩致立 ([erniehon@sdicsi.com.hk](mailto:erniehon@sdicsi.com.hk))



## 2. 公司点评

### 安踏体育 2020.HK：25Q2 业绩点评

**安踏主品牌：**25Q2 流水同比增长低单位数，略低于预期，其中大货/儿童均录得低单位数增长，儿童表现好于大货，线上线下表现基本接近。折扣和库存方面，库销比略超 5，线下折扣保持稳定，线上折扣略有加深。H1 流水录得中单位数增长。电商新负责人 6 月到位，线下推进“灯塔店计划”，线上线下同步发力调整。

**FILA：**25Q2 流水录得中单位数增长，符合预期，其中大货/儿童/Fusion 分别录得高单位数/中单位数/中单位数增长。折扣和库存方面，库销比略超 5，线下折扣保持稳定，线上折扣略有加深。H1 流水录得高单位数增长。

**其他品牌：**25Q2 流水同比增长 50-55%，继续维持高增长态势。其中，迪桑特同比增长超 40%，可隆增长超 70%，Maia 增长超 30%。折扣方面，迪桑特和可隆都保持在 9 折。Maia 落地四大全新概念店，店效同比提升中双位数，签约代言人虞书欣，带动品牌曝光率持续提升。H1 其他品牌流水录得 60-65% 的高速增长。

**收购狼爪后续并表，多品牌持续布局。**公司此前发布公告全资收购德国户外服饰、鞋履及装备专业品牌狼爪 (Jack Wolfskin)，基础对价为现金 2.9 亿美金，交易于 Q2 末完成并将在后续进行并表。未来品牌有望借助安踏集团的供应链及渠道能力，打开中国户外消费市场。公司通过持续收购，进一步布局户外赛道，扩大子行业覆盖。

**投资建议：**公司作为中国体育用品行业的龙头企业，将优先享受行业发展带来的红利。综合考虑，我们预测 2025-2027 年 EPS 为 4.72/5.26/5.88 元，根据行业平均估值并考虑龙头品牌溢价，给予 2025 年 22 倍 PE，目标价 113.6 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观下行，零售环境恶化；行业竞争加剧；新品牌发展不及预期。

分析师：杨怡然 ([laurayang@sdicsi.com.hk](mailto:laurayang@sdicsi.com.hk))



## 客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多为董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

## 收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；  
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；  
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；  
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；  
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

## 国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010