

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- 港股下跌，可选消费、医疗保健与必选消费领跌，能源、电信服务与金融收涨，集成电路、消费电子与电力设备表现强劲，南下资金净卖出 204.4 亿港元。A 股先跌后涨，通信、电子与国防军工涨幅居前，煤炭、农业与纺织服装下跌。煤炭和化工价格上涨，国债收益率小幅上行，CNH 升至 7.12。
- 中国部分光伏玻璃企业考虑上调 9 月新单报价，行业通过冷修等方式减产，库存天数明显下降。浦发银行在业绩会上表示未来 1-2 年银行业净息差可能触底反弹。上半年中央汇金除买入宽基指数 ETF 外，还加仓白酒和化工 ETF。随着 A 股牛市延续，新发基金规模持续上升，多只绩优基金发布限购令。
- 日本国债收益率小幅上行，日元兑美元升值。日本央行官员称目前经济环境更有利于加息，如果经济和通胀前景符合预期，央行将继续加息。目前市场对日本央行 10 月末之前加息概率预期为 60%。
- 欧央行 7 月会议纪要显示，多数官员认为通胀风险大致平衡、经济韧性尚可，保持利率不变是稳健之举。欧央行预计 2026 年初整体通胀与核心通胀分别降至 1.5% 和 2%。欧盟提出立法提案，将取消美国部分工业品关税，给予部分海产品和非敏感农产品优惠市场准入，以加快欧美协议落地，推动美国对欧汽车关税降至 15%。
- 美股上涨，通讯服务、能源与信息技术领涨，公用事业、必选消费与医疗保健下跌。经济数据好于预期提振投资者情绪，二季度不变价 GDP 环比年化增速上调至 3.3%，商业投资增速超预期，PCE 物价指数上涨 2.5%；上周首次申请失业金人数与连续申请人数均有下降且低于预期。
- 美债涨跌互现，长期国债上涨，短期国债下跌，美联储下任主席热门人选沃勒称支持 9 月降息 25 基点，未来 3-6 个月可能继续降息。美元指数连续回落，黄金持续上涨，原油走高。

行业点评

- **半导体 - AI 基础设施投资持续上升；英伟达展望显示需求依然强劲**
英伟达 (NVDA US, 未评级) 公布强劲的 2026 财年二季度业绩，营收达 467 亿美元，同比/环比增长 56%/6%，分别高于彭博一致预期/公司指引 1%/3%。非 GAAP 毛利率为 72.7%，环比提升 1.4 个百分点，正朝着年底 75% 左右的目标迈进。二季度净利润为 258 亿美元，同比/环比增长 52%/30%。管理层指引三季度营收为 540 亿美元（不含 H20 贡献），环比增长 16%，较一致预期高 1%。该指引意味着三季度单季环比收入将增加 73 亿美元，显著高于近期常态的 40-50 亿美元（除去受 H20 影响的二季度）。管理层同时预计三季度非 GAAP 毛利率将回升至 73.5%，环比提升 0.8 个百分点。整体而言，尽管地缘政治不确定性仍在，英伟达交出了一份非常稳健的二季度业绩。更重要的是，三季度展望确认了 AI 基础设施投资动能依然强

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,999	-0.81	24.62
恒生国企	8,917	-1.15	22.32
恒生科技	5,644	-0.94	26.32
上证综指	3,844	1.14	14.67
深证综指	2,431	1.55	24.21
深圳创业板	2,827	3.82	32.01
美国道琼斯	45,637	0.16	7.27
美国标普 500	6,502	0.32	10.55
美国纳斯达克	21,705	0.53	12.40
德国 DAX	24,040	-0.03	20.75
法国 CAC	7,763	0.24	5.17
英国富时 100	9,217	-0.42	12.77
日本日经 225	42,829	0.73	7.36
澳洲 ASX 200	8,980	0.22	10.06
台湾加权	24,236	-1.16	5.22

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,447	0.36	26.50
恒生工商业	14,035	-1.54	24.76
恒生地产	18,192	0.52	21.99
恒生公用事业	36,169	0.07	1.42

资料来源: 彭博

劲。我们继续看好 AI 产业链的受益者，维持对中际旭创（300308 CH）和生益科技（600183 CH）的“买入”评级。（[链接](#)）

公司点评

■ 理想汽车（LI US/2015 HK，买入，目标价：28 美元/109 港元）- 更激进的定价与产品周期缩短将助力重获销售动能

2Q25 平均售价低于预期：理想 2Q25 收入同比下降 4.5% 至人民币 302 亿元，较我们预测低 2%，毛利率 20.1%，基本符合预期。销管研三项费用合计超出我们预测约 1.3 亿元，2Q25 净利润同比下滑 1% 至 11 亿元，比我们的预测低 21%。

可能通过激进定价优先保障 i6 销量：我们维持此前判断，预计 i6 定价将较其他车型更激进，这对提升理想在纯电动市场的品牌认知及销量至关重要，该举措有望成为股价催化剂。同时，我们预测 i6 毛利率将低于 L6 车型。参照 3Q24 时期 L6 销量爬坡对总销量的提振效应，随着 9 月上市的 i6 发力，公司销量有望自 4Q25 重获增长动能。我们的测算显示，4Q25 规模效应提升可抵消 i6 定价策略对毛利率的拖累。管理层在业绩会上明确表示，自 2026 年起将缩短现款车型迭代周期，后续产品线将回归理想 ONE 及 L9 时期的单一车型策略，此举有望助公司重夺市场份额。

盈利预测/估值：我们预计 2025-27 年销量分别为 44 万台/63 万台/82 万台，对应毛利率 19.7%/18.7%/18.7%，净利润分别为 40 亿元/92 亿元/141 亿元。维持“买入”评级，将美股/港股目标价分别下调至 28 美元/109 港元，基于 15x FY27E P/E（前值：33 美元/131 港元，基于 17x FY26E P/E）。（[链接](#)）

■ 敏实集团（425 HK，买入，目标价：38 港元）- 业绩及经营指标稳健，新业务或带来惊喜

1H25 业绩符合预期：敏实上半年实现收入人民币 122.9 亿元（同比增长 11%）及净利润 12.8 亿元（同比增长 20%），均符合我们预期；毛利率同比微降 0.2 个百分点至 28.3%，略低于预期，但销管研费用率同比收窄 1.3 个百分点，成本管控优于预期。

预期收入持续稳定增长，新业务或带来业绩弹性：我们认为当前运营指标更具战略意义——包括新承接业务增长、研发效率、资本开支控制与现金流改善在内的多项指标保持稳健，这印证了我们此前的核心观点：相较于绝大多数竞争对手，敏实具备更突出的全球汽车零部件企业竞争优势。基于当前超 2600 亿元的在手订单，我们预计公司 FY26/FY27 收入同比增速仍将维持在 12%/13%（未计入机器人及 eVTOL 业务贡献）。公司在新兴领域的早期布局显著提升了获取可观回报的概率，且 2021-2023 年新业务扩张期间积累的资本投资经验，正推动当前业务拓展更趋高效理性。

盈利预测/估值：我们预计敏实 FY25-27 毛利率将保持稳定，净利润同比分别增长 15%/15%/19% 至人民币 27 亿/31 亿/37 亿元。维持“买入”评级并上调目标价至 38 港元，基于 13x FY26E P/E（前值：26 港元，基于 10x FY25E P/E）。（[链接](#)）

■ **携程 (TCOM US, 买入, 目标价: 76 美元) - 2Q25 业绩超预期, 营收与盈利增长韧性有望持续**

携程集团发布 2Q25 业绩: 总营收为 149 亿元人民币, 同比增长 16%, 较我们的预测及彭博一致预期均高出 1%; non-GAAP 营业利润为 47 亿元人民币, 较招银国际预期及市场一致预期分别高出 7% 和 9%, 这得益于超出预期的运营杠杆效应。我们认为, 整体旅游需求仍具备韧性, 凭借强大的供应链能力及优质的客户服务能力, 携程国内与出境业务的预订量增速均高于行业平均水平。此外, 携程的海外扩张进展顺利, 投资与营收增长节奏均衡, 我们认为这将为公司带来长期价值。我们对 2025-2027 年营收预测基本维持不变, 同时将盈利预测上调 3%-5%, 以反映超出预期的运营杠杆效应。由于盈利预测上调及估值窗口期前滚, 我们基于现金流折现法的目标价从 70.0 美元上调 9% 至 76.0 美元, 对应 2025 年、2026 年 non-GAAP PE 分别为 21 倍、19 倍。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **商汤 (20 HK, 买入, 目标价 2.45 港元) - 强劲的生成式 AI 收入增长, 利润率持续改善**

商汤科技发布 1H25 业绩: 总营收同比增长 36% 至人民币 23.6 亿元, 较招银国际预期高 6%, 主要得益于生成式 AI 业务的强劲营收增长; 经调整净亏损同比收窄 50% 至 11.6 亿元, 主要得益于运营杠杆效应及组织架构调整, 若剔除与出售子公司相关的 6.41 亿元其他收益, 则基本符合招银国际预期 (16.3 亿元)。受 AI 算力及 AI 应用的强劲需求所推动, 我们预计 2H25 总营收将维持 25% 的良好同比增速。考虑强劲的运营杠杆效应及有效的运营费用控制, 我们将 FY25/26 经调整净亏损预测调整为 22.9 亿元/6.0 亿元 (前值: 27.5 亿元/7.2 亿元)。我们将估值窗口前推至 FY26, 并将目标股价上调至 2.45 港元, 基于 12x FY26 EV/Sales (前值: 1.85 港元, 基于 10.5x FY25 EV/Sales)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 3.52 美元) - 盈利能力改善符合预期**

宝尊电商发布 2Q25 业绩: 总营收为 26 亿元人民币, 同比增长 6.8%, 较招银国际预期/彭博一致预期分别高出 3 个 / 4 个百分点; non-GAAP 下归属于宝尊普通股股东的净亏损为 1800 万元人民币。加回总计 5330 万元人民币的应收账款一次性减值损失后, 非 GAAP 净利润应为 3500 万元人民币, 与一致预期持平。宝尊电商业务 (BEC) 营收同比增长 3% (1Q25: 同比增长 1.4%), 受 Gap 与 Hunter 两大品牌强劲业绩推动, 宝尊品牌管理业务 (BBM) 营收同比增长 35% (1Q25: 同比增长 23%)。业绩发布后, 我们对 BEC 业务的盈利能力改善更具信心, 将该业务 2025 年预期非 GAAP 营业利润 (OP) 增速预期从 22% 上调至 25%; 同时, 受益于运营效率改善超预期, 我们将集团层面营业利润预期从 1.19 亿元人民币上调至 1.25 亿元人民币。对于 BBM 业务, 受 Gap 品牌业绩超预期驱动, 我们将其 2025 年预期营收同比增速从 15% 上调至 21%, 但全年营业亏损预期仍维持在 1 亿元人民币不变。基于现金假设调整, 我们将分部加总估值法下的目标价微调至 3.52 美元 (此前为 3.55 美元)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 信达生物 (1801 HK, 买入, 目标价: 109.48 港元) - IBI363 迈向全球化开发新阶段

信达生物公布 2025 年上半年收入为人民币 59.5 亿元, 同比增长 51%; 其中产品销售收入为人民币 52.3 亿元, 同比增长 37%, 已完成我们此前全年预测的 51%, 高于我们预期。根据礼来数据, 信迪利单抗销售额同比增长 15%, 达到 2.75 亿美元。盈利能力显著改善, 2025 年上半年非 IFRS 净利润为人民币 12.1 亿元, EBITDA 达人民币 14.1 亿元, 相较 2024 年同期亏损实现大幅好转。非 IFRS 下, 公司毛利率提升至 86.8% (2024 年为 84.9%), 销售及管理费用率降至 44.2% (2024 年为 50.9%), 体现出良好的经营杠杆。管理层目标在扣除罗氏 8,000 万美元首付款后, 于 2025 年全年实现非 IFRS EBITDA 转正。我们预计 2025 年公司全年 IFRS 净利润为人民币 9.97 亿元。截至 2025 年 6 月, 公司现金储备充足, 达人民币 146 亿元。

IBI363 (PD-1/IL-2) 加速迈入全球 III 期临床。IBI363 在免疫治疗抵抗的鳞癌及非鳞 NSCLC 中展现出具竞争力的 PFS 与生存优势, 并在黑色素瘤和 MSS 结直肠癌等冷肿瘤中也显示出良好数据。近期, FDA 批准启动 IBI363 与多西他赛在 IO 耐药型鳞状 NSCLC 中的全球 III 期 MRCT, 标志着其全球开发进入关键阶段。与此同时, 黑色素瘤一线治疗的关键 II 期临床正在进行, MSS CRC 的 III 期研究预计于 2025 年下半年在中国启动。公司也积极推动 IBI363 前移至更早治疗线, 预计 2026 年披露 NSCLC 与 CRC 一线适应症的 Ib/II 期概念验证数据。若结果积极, 将有望确立 IBI363 作为下一代 IO 基础疗法的潜力。此外, 公司注册了 IBI363 在新辅助 NSCLC 的 II 期研究 (剂量 1.5mg/kg), 并在 EGFR 突变型 NSCLC 及含铂耐药卵巢癌的晚期治疗中开展与贝伐珠单抗的联合试验。我们亦看好 IBI363 在 ADC 联合治疗中的潜力及其后续授权交易潜力。

战略布局 ADC 管线, 形成差异化竞争优势。信达正推进多元化 ADC 产品管线, 涵盖单抗 ADC (如 CLDN18.2、HER2)、双特异性 ADC (如 EGFR/B7H3) 及双载荷 ADC (如 CEACAM5 双载体), 均具有未来与 IO 药物联合的可能。IBI343 (CLDN18.2 ADC) 已在中国进入三线及以上胰腺癌的 III 期临床, 并同步在三线及以上胃癌中开展研究。公司亦计划与监管机构沟通, 启动 IBI343 在二线及以上胰腺癌中的全球 III 期临床, 同时正在推进其在一线胰腺癌中的 Ib 期试验。

非肿瘤创新管线逐步成型。继 7 月肥胖症治疗药物 Mazdutide 上市后, 我们预计该产品将在下半年实现快速放量。IBI311 (IGF-1R)、IBI306 (PCSK9) 及 IBI112 (IL-23p19) 有望成为公司非肿瘤领域的重要收入来源。值得关注的是口服 GLP-1 药物 IBI3032, 其口服暴露水平为同类药物的 5-10 倍, 在肥胖食蟹猴模型中亦展现出更优疗效, 具备差异化竞争优势。

维持“买入”评级。考虑到公司 2025 年上半年业绩超预期, 我们将 DCF 估值下的目标价上调至 109.48 港元 (WACC: 9.0%, 永续增长率: 4.0%; 前值: 102.95 港元)。(链接)

■ **巨子生物 (2367 HK, 买入, 目标价: 71.30 港元) - 双品牌多渠道驱动收入韧性增长**

巨子生物公布 2025 年上半年业绩: 收入为人民币 31.1 亿元, 同比增长 22.5%, 达到我们此前全年预测的 46%, 大体符合历史季节性。毛利率小幅下滑至 81.7% (同比-0.7 个百分点), 主要由于产品品类结构的变化。我们预计 2025 年下半年起线上销售与达人直播将逐步恢复。2025 年上半年销售费用率同比下降 110 个基点, 因此我们认为, 公司拥有充足的营销预算以支持下半年营销投放。京东平台销售在上半年显著加速, 平台自营电商销售同比增长 134% 即是佐证。我们预计公司 2025 年下半年总收入同比增长 21.4%。

可复美品牌: 韧性增长, 品类扩张初见成效。2025 年上半年, 可复美收入同比增长 23% 至 25 亿元, 受多条产品线稳健表现驱动。胶原水乳与“吨吨系列”等第二梯队产品增速超过公司整体增速; 主推单品“焦点面霜”已超越其 2024 年全年收入, 上半年收入突破 2 亿元。新上市的“帧域密修”系列已于 8 月进入丝芙兰中国, 市场反馈积极。不断扩展的产品组合正在形成更加多元的增长引擎, 同时旗舰单品“胶原棒”仍具备强劲获客能力, 上半年新客贡献占比超过 60%。

可丽金品牌: 线上潜力正在释放。2025 年上半年, 可丽金实现收入 5 亿元, 同比增长 27%, 主要受强劲的线上增长驱动。升级后的“大膜王 3.0”在“618”期间位列天猫面膜热销榜 TOP4、京东滋养面膜榜 TOP1。然而, 线下渠道收缩仍拖累可丽金的整体增长。随着可丽金线下收入占比下降, 我们预计自 2025 年下半年起, 其增长动能将在强劲线上销售带动下回升。

预计 2025 年下半年达人直播复苏。8 月, 李佳琦推出综艺《巴黎合伙人》, 节目中介绍了多款可复美核心产品的关键技术, 累计曝光超 1 亿次, 显著提升品牌可见度。抖音头部 KOL 孙坚亦在 8 月直播带货“大膜王 3.0”。展望 9-10 月, 公司计划与天猫与抖音的头部达人进一步合作, 有望进一步提振 2025 年下半年线上销售。

维持“买入”。考虑到可丽金线下业务的收缩, 我们小幅下调 2025 年收入增速预测至 22%, 同时维持“买入”评级。基于 DCF 模型, 将目标价下调至 71.30 港元 (WACC: 10.9%, 永续增长率: 3.0%; 前值: 73.54 港元), 对应 29 倍 2025 年市盈率。 ([链接](#))

■ **达势股份 (1405 HK, 买入, 目标价: 105.96 港元) - 不论是一线或非一线城市, 基本面仍然相当稳健**

展望 25 财年下半年, 我们认为前景仍然正面, 虽然同店销售或因新市场高基数而受到拖累。在 25 财年上半年, 同店销售下滑主要受高基数影响, 特别是新市场中的优秀门店的基数效应 (通常在开业后 18 个月起, 同店销售会自然回落)。随着新店数量逐步增加 (每个城市新增约 10-30 间), 其同店销售将趋于正常化, 并恢复正向同店销售增长。值得注意的是, 在一线城市, 25 财年上半年同店销售仍维持正增长, 显示品牌发展健康。

一线城市的关键驱动因素包括产品创新、外送优化以及新渠道客户拓展。在一线城市, 同店销售增长或单店销售增长有望保持正数, 原因包括: 1) 持续的产品创新 (例如 25 财年上半年推出了迪拜巧克力、荔枝、惠灵顿牛排

风味披萨等新品，市场反应良好）；2）外送体验改善（准时率于 25 财年上半年持续提升）；3）新渠道引流（如京东、饿了么/ 淘宝等平台带来显著新客，会员人数大幅增加，显示外送大战对公司有正面影响）。此外，随着规模效应增强，一线城市的经营利润率亦应持续改善。

非一线城市的增长驱动力可能包括外送服务引入、新产品推出、服务与品质提升等。在这些半新/新市场，我们对未来增长仍保持信心，原因包括：1）引入外送服务（许多新市场仍以堂食为主，未提供外送），2）推出更多新品（这些市场的菜单一般不如一线城市全面），3）品质与服务提升（当地员工年轻、学习意愿高）。总体而言，一线城市的增长模式可逐步复制到这些新市场，推动健康增长。同时，受惠于人力与租金成本更低，非一线城市的经营利润率高于一线城市，将持续对集团具增厚作用。

25 财年开店进展仍然按计划推进。在 25 财年上半年，新开餐厅约 190 间，总数达 1,198 间，年增长率约 31%，与 24 财年持平，也与 25 财年全年 300 间新开店的隐含增速一致。管理层指出，约 70% 的新店将开于现有市场，30% 则为全新市场。

维持“买入”评级，但将目标价下调至 105.96 港元（基于 2 倍 26 财年预测市销率，之前为 2.7 倍 25 财年）。我们将 25/26/27 财年净利润预测上调 45%/41%/9%，主要反映：1）25 财年上半年业绩超预期，2）新市场销售占比提升带来的利润率改善，3）更谨慎的同店销售增长及单店销售假设。当前估值为 1.6 倍 26 财年预测市销率，虽较同业均值 1.1 倍高约 43%，但我们认为溢价相当合理，因其 24–27 财年销售/调整后净利润复合增长率可达 20%/38%，远快于大多数同业。因此，我们对公司长线发展保持信心，维持“买入”。

25 财年上半年业绩优于预期。公司上半年销售额同比增长 27% 至人民币 26 亿元，符合市场预期，但较招银国际预测低 5%，净利润同比飙升 504% 至人民币 6,600 万元，分别较市场/招银国际预期高出 27%/72%。我们认为业绩超预期主要归因于新市场利润率改善强于预期，亦即营运开支（特别是人力、租金）控制优于预期。税率略高于预期，但无改整体格局。值得注意的是，同店销售在 25 财年上半年实际下跌 1%（对比 24 财年下半年+1.6%、上半年+3.6%），但餐厅层面经营利润率仍基本持平，达 14.6%（24 财年上半年为 14.5%）。受益于规模效应，调整后净利润率仍持续改善，25 财年上半年达 3.5%（24 财年上半年为 2.5%）。（[链接](#)）

■ 海底捞 (6862 HK, 买入, 目标价: 17.46 港元) — 下跌空间相对有限, 各种改革持续推进

对 25 财年下半年展望保持审慎乐观。虽然宏观环境或仍具挑战，行业竞争可能持续激烈，我们仍看到若干积极信号与公司自身举措，包括：1）政府有望出台更多政策以进一步刺激消费；2）同店销售增长、翻台率及修复率在 25 财年 2 季度已趋于稳定，并于 2025 年 7 月起有所改善（我们预测 25 财年下半年同店销售额增长仅为 -1% 至持平）；3）门店改造多元化，如已有 30 家门店改造为夜场主题，销售夜宵，单店销售有望提升 10%-20%，其他如亲子友好、宠物友好等主题门店亦将陆续推出，有助提升同店销售增长；4）产品升级，例如已有约 50 家门店提供鲜切食材，同时每月在全国加推 60–80 款本土化菜品；5）外卖业务加速发展，公司已在部分门店安装更先进的设备以加快制作、确保配送品质，如以火锅底料衍生的下饭菜也已热销。

门店扩张有望加快，尤其新品牌推进将成为催化剂。25 财年上半年自营火锅门店数量环比下降，可能由于翻台率低于预期。但随着上述举措落地，我们预期 25 财年下半年翻台率将改善，关店数趋于稳定。另一方面，加盟店扩张将更为便捷，所需资源更少，公司将采用以老带新策略，即新加盟店靠近老店设立，便于培训。基于此，我们认为管理层提出的 25 财年门店数实现中个位数增长指引依然可达成。此外，海底捞亦降低新品牌孵化门槛，如所有 D 级及以上门店均可参与新品牌开发，并赋予创始人更大组建团队及制定策略的自由度；同时，红石榴计划已向外部人才或品牌开放，鼓励更多联合开发。

维持“买入”评级，但将目标价下调至 17.46 港元，基于 17 倍 26 财年预测市盈率（此前为 18 倍 25 财年预测市盈率）。我们下调 25/26/27 财年净利润预测 18%/19%/19%，以反映：1) 同店销售增长弱于预期；2) 扩张速度放缓；3) 毛利率低于预期。不过，我们对下半年起的同店销售增长企稳、门店扩张与新品牌开发保持审慎乐观。更重要的是，公司派息率接近 100%，25/26 财年股息率或达 6%/7%，因此下行风险相对受保护。目前估值为 15 倍 25 财年预测市盈率、14 倍 26 财年预测市盈率，仍显著低于 5 年平均的 27 倍，以及同业平均的 22 倍 25 财年或 17 倍 26 财年预测市盈率。

25 财年上半年业绩恶化但基本在预期之内。期内海底捞收入同比下降 4%至人民币 207 亿元，略低于市场预期 2%；净利润同比下降 14%至人民币 17.6 亿元，也低于预期 5%。主要原因为：1) 同店销售增长弱于预期；2) 毛利率低于预期；3) 营运杠杆负面影响大于预期（尽管折旧摊销已显著下降）。实际上，公司股价已连续数月走弱，符合市场与我们的预期。亮点在于派息率仍高达约 98%，因此 25 财年股息率达 6%。（[链接](#)）

■ **安踏（2020 HK，买入，目标价：118.55 港元）— 安踏品牌转弱，但其他户外品牌持续强劲，一如预期**

2025 年 7 月至 8 月（截至目前）零售销售趋势表现分化。管理层指出，该期间零售销售增长相对疲弱，而我们认为这更多反映在安踏主品牌（25 财年指引刚被下调），而非 FILA。相较之下，其他品牌（如迪桑特和可隆）零售销售仍接近 50%增幅，虽较 25 财年上半年 60%以上增速有所放缓，但仍快于 25 财年 40%以上目标。根据我们的渠道调研，安踏主品牌线上零售销售在 2025 年 7 月仍表现较差（大致持平），而 FILA 则维持在中至高单位数增长。

25 财年指引已调整（安踏下调、FILA 维持、其他品牌上调）。管理层分别调整了各细分品牌的 25 财年零售增长目标，其中，安踏由高单位数下调至中单位数，FILA 维持中单位数，其他品牌则由 30%以上上调至 40%以上。

安踏主品牌改革或需更长时间。我们认为下调指引背后主要原因有：1) 篮球品类销售表现弱于预期；2) 新店型推进慢于预期（安踏冠军店销售尚可、Arena 店一般，但安踏超级店低于目标，因此新店拓展已放缓）；3) 618 销售增长不及预期（管理层正拟定更周全、灵活的双十一计划）。此外，安踏海外扩张（东南亚及欧美）仍处于投资期，需 3 至 5 年才可能带来显著贡献。不过，由于营运开支（特别是广告及推广费用与渠道相关费用）控制严格，我们预计安踏主品牌 25 财年的营运利润率仍可维持在 20%–25%。

FILA 品牌改革基本步入正轨。自去年底开始的 FILA 改革（包括 CEO 更替）进展积极：1）高端运动休闲定位持续强化；2）新产品设计提升，市场反响理想（如高尔夫、网球、机能及鞋类系列）；3）电商销售增长仍快于同业。管理层对其在 25 财年实现中个位数零售增长及 25%–30% 的营运利润率目标仍有信心。

其他品牌继续成为亮点，并料持续至 25 财年下半年。迪桑特与可隆的增长势头仍非常强劲，主因产品质量高与品牌在高端消费人群中的定位成功。值得注意的是，其同店销售增长仍在 30% 以上，因此 25 财年上半年营运利润率已突破 30%（略高于 25%-30% 的目标）。随着品牌热度持续，我们预期此盈利能力水平将延续至 25 财年下半年。

维持“买入”评级，上调目标价至 118.55 港元，基于 21 倍 26 财年预测市盈率（由此前 23 倍 25 财年预测市盈率滚动）。我们小幅上调 25/26/27 财年净利润预测 2%/2%/2%，主要反映：1）迪桑特与可隆销售增长快于预期、营运利润率更高；2）计入大约人民币 1-2 亿元的狼爪（Jack Wolfskin）相关亏损。目前公司股价相当于 18 倍 26 财年预测市盈率，仍低于 5 年平均 25 倍。我们也认为安踏相对同业应享有估值溢价，因其品牌与区域布局更均衡。

25 财年上半年业绩基本符合预期。公司营收同比增长 14% 至人民币 385 亿元，净利润同比下降 9% 至人民币 70 亿元，与市场预期及招银国际预期基本一致。其他收入（包括政府补助）优于预期，但基本被高于预期的实际税率抵消（主要因安踏扩张海外业务需要将现金转移至海外，包括新开海外门店及收购狼爪）。实际上，从调整后净利看，25 财年上半年同比仍增长 7%，我们认为整体健康。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(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	19.22	25.00	30%	11.0	10.5	1.7	20.0	2.8%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	64.20	80.00	25%	93.0	27.6	7.1	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.53	7.40	13%	12.8	11.5	0.9	7.2	5.8%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	6.92	8.70	26%	9.9	8.0	1.6	17.4	3.8%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.82	10.74	37%	10.4	8.8	3.4	50.4	2.4%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	19.86	18.68	N/A	11.5	10.3	3.6	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	36.37	44.95	24%	22.3	17.9	0.7	27.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.12	133.86	59%	4.3	15.9	5.0	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.39	18.61	63%	47.5	59.9	2.0	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	297.96	359.47	21%	100.0	36.3	12.8	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	27.64	37.67	36%	6.6	20.6	2.7	37.1	2.3%
中国平安	2318 HK	保险	买入	56.20	71.00	26%	7.9	7.4	0.9	12.5	5.2%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.79	15.80	N/A	11.6	10.7	1.3	13.4	3.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	594.00	705.00	19%	21.9	19.4	4.3	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	119.57	141.20	18%	1.6	1.4	0.3	9.9	7.3%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	75.03	76.00	1%	3.0	2.7	0.3	10.3	1.4%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.93	6.61	34%	17.6	15.4	1.7	10.9	4.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.10	62.96	19%	30.7	24.0	5.3	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	44.02	60.55	38%	20.3	16.0	1.9	10.4	1.1%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	38.38	43.22	13%	15.9	12.8	2.1	15.1	2.0%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	9.11	8.90	N/A	N/A	N/A	11.6	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	142.89	176.00	23%	33.6	23.5	6.1	19.2	0.3%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	57.65	93.00	61%	18.0	14.2	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	396.93	379.26	N/A	38.5	30.1	7.4	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	254.53	388.00	52%	22.5	19.4	4.1	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 28 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责任。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。