

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 港股小幅上涨，能源、金融与必选消费领涨，医疗、可选消费与工业下跌，南下资金净买入 94.5 亿港元。A 股持续跑赢港股，通信、电子与煤炭涨幅居前，国防军工、钢铁与建材下跌。焦煤和建材价格上涨，国债价格下跌，人民币走平。近期中国各大行业协会先后发出反内卷倡议，未来可能加大产能调控，或重塑大宗商品、股市、债市趋势。
- 中国财政部将对个人消费贷款以 5 万元消费额为上限贴息 1 个百分点，对餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育等 8 个服务行业经营主体贷款以 100 万元贷款额为上限提供 1 个百分点贴息。此举相当于对相关个人和企业定向降息 1 个百分点，由财政承担利息支出，估计财政支出可能达到 100-300 亿元，带动万亿贷款增长。该政策释放出提振消费推动经济再平衡的信号。
- 金管局买入 70.65 亿港元捍卫联系汇率，因港币和美元巨大利差刺激套息交易，港币贬至弱方兑换保证，金管局 6 月以来已累计买入 1166 亿港元，银行总结余降至 571 亿港元，港币利率可能逐步回升。
- 澳洲联储延续宽松，将基准利率下调至 3.6%，预期未来一年仍有 80 个基点降息空间。澳洲联储将 2025 年 GDP 增长预期从 5 月时的 2.1% 下调至 1.7%。
- 美股上涨，通讯服务、信息技术与金融领涨，必选消费、地产与公用事业跑输。7 月 CPI 环比上涨 0.2% 符合预期，同比涨幅 2.7% 略低于预期，核心 CPI 增速升至 2 月以来最高，市场认为通胀数据温和，对美联储 9 月降息预期大幅上升，提振美股情绪。但我们认为 8-9 月通胀可能进一步反弹，将降低 9 月降息可能性，美联储更有可能在 10 月开始降息。中美发表经贸会谈联合声明，自 8 月 12 日起再次暂停实施 24% 关税 90 天，提振市场风险偏好。美国 7 月关税收入 280 亿美元创历史新高，但预算赤字同比扩大 10% 至 2910 亿美元。
- 通胀数据后美债收益率先降后升，收益率曲线陡峭化，美元下跌。黄金震荡。原油收跌。以太坊大涨近 9%，美国以太坊现货 ETF 周一净流入超 10 亿美元创历史记录，机构投资者对以太坊作为价值储存和 Web3 基础层长期潜力的信心增强。短期内，以太坊已进入超买状态，比特币可能有更大补涨空间。

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	24,970	0.25	24.48
恒生国企	8,917	0.32	22.32
恒生科技	5,439	-0.38	21.73
上证综指	3,666	0.50	9.37
深证综指	2,259	0.33	15.41
深圳创业板	2,409	1.24	12.50
美国道琼斯	44,459	1.10	4.50
美国标普 500	6,446	1.13	9.59
美国纳斯达克	21,682	1.39	12.28
德国 DAX	24,025	-0.23	20.67
法国 CAC	7,753	0.71	5.05
英国富时 100	9,148	0.20	11.93
日本日经 225	42,718	2.15	7.08
澳洲 ASX 200	8,881	0.41	8.84
台湾加权	24,158	0.09	4.88

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	45,140	0.52	28.47
恒生工商业	13,843	0.12	23.05
恒生地产	18,715	0.34	25.50
恒生公用事业	37,445	-0.30	5.00

资料来源: 彭博

公司点评

■ 金蝶国际 (268 HK, 买入, 目标价: 19.20 港元) - 营收增长恢复符合预期, AI 变现给出更多更新

金蝶公布 1H25 业绩: 营收为 31.9 亿元人民币, 同比增长 11.2% (1H24: 11.9%; 2H24: 8.8%), 符合招银国际预期及彭博一致预期; 归母净亏损为 9770 万元人民币 (1H24: 亏损 2.179 亿元人民币), 略高于彭博一致预期的 7300 万元, 主要因运营费用略高于预期。管理层分享了其三大战略重点的关键进展及发展目标: 1) 订阅业务: 1H25 云订阅收入同比增长 22.1%, 占总营收的 52.8%; 2) AI: 1H25 人工智能合同额超 1.5 亿元人民币, 管理层指引 2030 年人工智能相关收入将占总营收的 30% 以上; 3) 全球化: 管理层期望未来 3-5 年国际业务收入占总营收的比例达到 5%-10%。我们依然看好金蝶是我们覆盖标的中 AI 应用时代的主要受益者之一, 并认为 AI 商业化进展、营收增速随宏观环境回暖与数字化需求增加而回升是股价上涨的关键驱动力。我们对 2025-2027 年的营收预测维持不变, 目标价微调至 19.2 港元 (此前为 19.3 港元), 基于 8.4x 2025 年 EV/sales (前值: 8.5x), 相当于两年均值加两个标准差。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 腾讯音乐 (TME US, 买入, 目标价: 29.50 美元) - 2Q25 业绩好于预期; 会员业务之外, 新的增长机会显现

腾讯音乐公布了 2Q25 业绩: 总营收同比增长 18% 至人民币 84.4 亿元, Non-IFRS 净利润同比增长 37% 至 25.7 亿元, 分别较一致预期高 6% 和 13%, 主要得益于非会员音乐收入 (包括广告、艺人周边及线下演出) 的强劲增长。展望未来, 我们预计在线音乐业务的增长势头将延续, 预计 3Q25 总营收/非 IFRS 净利润将同比增长 17%/28%。考虑艺人周边、线下演出等新的增长机会, 以及这些业务与音乐会员业务的协同效应, 我们将 FY25-27 年盈利预测上调 6%-10%, 同时也上调在线音乐业务的长期盈利预测。我们将基于 DCF 的目标价从此前的 17.5 美元上调至 29.5 美元 (WACC: 9.6%, 永续增长率: 3.0%)。维持“买入”评级。 ([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	19.28	24.00	24%	11.2	10.8	1.8	19.8	2.7%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	63.50	72.00	13%	288.6	62.3	7.0	1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.62	7.40	12%	13.0	11.6	0.9	7.2	5.7%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.44	8.70	17%	10.6	8.6	1.6	17.4	3.9%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.25	2.42	8%	66.2	22.5	3.4	6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.35	10.54	43%	10.1	8.5	4.0	49.6	3.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.16	18.68	3%	10.5	9.5	3.3	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.89	44.95	19%	2.9	2.3	0.8	24.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	82.94	133.86	61%	4.3	15.7	4.8	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.51	18.61	62%	11.7	9.9	2.0	17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医药	买入	288.10	359.47	25%	151.6	36.5	12.8	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.50	37.67	24%	7.3	22.6	3.0	37.1	1.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	55.90	65.10	16%	7.4	7.0	0.9	13.4	5.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	17.07	15.80	N/A	10.5	9.7	1.2	13.4	3.9%
腾讯	700 HK	互联网	买入	559.50	660.00	18%	20.7	18.9	4.1	20.5	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	122.42	141.20	15%	1.7	1.5	0.3	9.9	5.6%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	59.34	70.00	18%	2.4	2.2	0.3	10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.85	6.13	26%	18.0	15.2	1.7	11.4	4.5%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.70	66.00	28%	29.4	23.4	5.0	15.7	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	44.48	63.54	43%	19.4	16.2	1.9	11.1	0.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.64	43.22	9%	16.4	13.2	2.2	15.1	1.9%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.26	8.90	23%	N/A	N/A	8.5	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	120.56	176.00	46%	28.4	19.8	5.2	19.2	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	55.40	93.00	68%	16.0	12.3	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	332.25	379.26	14%	23.9	18.7	6.2	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	231.66	388.00	67%	20.5	17.7	3.8	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 12 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。