

# 每日投资策略

## 公司首发

### 全球市场观察

- 中国股市连续回调，港股必选消费、医疗与地产领跌，仅综合、公用事业和金融收涨，南下资金净卖出 40.69 亿港元，盈富基金、恒生中国企业和泡泡玛特的净卖出规模最大，阿里巴巴获得净买入。A 股消费者服务、零售与软件服务跌幅居前，银行、煤炭与公用事业上涨。多数商品价格上涨，国债收益率小幅回升，人民币兑美元小幅走强，汇率隐含波动率创 8 年新低。
- 新兴市场 ETF 持续吸引资金净流入，截止 9 月 19 日当周美国上市的新兴市场 ETF 吸引资金净流入 31.4 亿美元（今年以来净流入 229 亿美元），其中中国市场 ETF 吸引资金净流入 10.2 亿美元规模最大，阿根廷市场 ETF 资金净流出最大。
- 印度 9 月 PMI 回落，其中服务业 PMI 降至 6 个月新低，美国对印征收 50% 关税令印度经济温和放缓，但私营企业对未来产出预期依然乐观，信心指数升至 7 个月高点，因受到商品及服务税（GST）税率下调提振。欧元区 9 月制造业 PMI 重回收缩区间，但服务业延续扩张。美国 9 月 Markit 制造业和服务业 PMI 回落，但仍处于扩张状态，企业缩减招聘规模，需求降温，通胀趋缓。
- 美股下跌，可选消费、信息技术与通讯服务领跌，能源、地产与公用事业上涨。OpenAI 与甲骨文将在得州扩建数据中心。美光上季营收大增 46%，本季指引超出预期，显示 AI 需求强劲。芯片迎来涨价，台积电被曝 2nm 价格至少上调 50%，三星、SK 海力士已率先涨价。
- 美联储内部对降息路径仍有分歧。鲍威尔称利率仍有适度限制性，警告滞胀风险和股市被高估；理事鲍曼警告美联储已落后于形势，但古尔斯比表示应谨慎行事。美债收益率回落，美元指数下跌，加密货币低位盘整，黄金再创新高。油价结束下跌，因北约与俄罗斯关系更加紧张。

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,159	-0.70	30.40
恒生国企	9,290	-0.86	27.44
恒生科技	6,167	-1.45	38.02
上证综指	3,822	-0.18	14.02
深证综指	2,467	-0.78	26.03
深圳创业板	3,115	0.21	45.43
美国道琼斯	46,382	0.00	9.02
美国标普 500	6,694	0.00	13.81
美国纳斯达克	22,789	0.00	18.01
德国 DAX	23,709	0.77	19.08
法国 CAC	7,907	0.98	7.13
英国富时 100	9,259	0.35	13.29
日本日经 225	45,494	0.00	14.03
澳洲 ASX 200	8,846	0.40	8.42
台湾加权	26,247	1.42	13.95

资料来源: 彭博

#### 港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,653	0.13	27.08
恒生工商业	15,075	-1.12	34.00
恒生地产	18,192	-1.21	21.99
恒生公用事业	35,817	0.25	0.43

资料来源: 彭博

## 公司首发

### ■ 颖通控股 (6883 HK, 首予买入, 目标价: 3.49 港元) - 奢品香氛管理先驱, 首次覆盖给予买入评级

颖通控股成立于 1980 年代, 是第一家系统性、规模化地将国际高端香水引入中国的公司。区别于贸易商, 公司通过品牌授权代理模式, 为欧洲香水提供从市场准入、渠道铺设到消费者教育的全链条服务。作为中国进口香水先行者, 公司为现行行业标准的制定与优化发挥了重要作用。我们认为核心投资逻辑如下:

高增赛道的核心受益者。中国香水市场成为化妆品领域增速最快赛道基本已成共识, 多机构预测未来 4-5 年增速达 9-14%, 近两年国内外美妆集团及国际时尚集团跨界布局香水领域进一步印证该趋势。规模增长的核心驱动力主要为渗透率提升: 1) 宏观层面, 中国人均香水消费支出远低于美英日韩, 人均 GDP 增长持续支撑消费潜力; 2) 中观层面, 低线城市消费意愿增强、男性香水支出激增、香水向线上渗透推动市场扩容; 3) 微观层面, 消费者对生活品质的需求促使香氛使用场景延伸, 逐渐进入日常化场景。颖通作为中国香水领域先驱, 以零售额计在华 (含港澳) 市占率排名第三, 81% 收入来自香水业务 (FY2025), 将会是市场规模增长的核心受益者。

多品牌运营构筑上下游两端合作主动权。1) 对下游: 公司凭借管理超 70 个国际品牌、2000 余个 SKU 的矩阵及宽泛的产品价格带 (30 元至 6 万元), 能为购物中心等核心渠道提供一站式美妆品牌入驻方案, 显著降低沟通成本; 同时通过灵活替换滞销品牌协助渠道降低经营风险强化合作粘性。2) 对上游: 颖通以近 40 年经验解决海外品牌入华痛点, 有效缩短卫检流程, 依托 200 万会员体系数据支撑产品配方、包装及定价等本土化改造。通过覆盖 400 城、7800 个销售终端的全渠道网络为品牌精准匹配销售通路。多年积累已使公司形成上下游双向赋能的运营闭环。

投资者当前两大担忧: 1) 核心品牌运营权被收回带来营收缺口; 2) 国产品牌崛起冲击其市场份额。经过剖析, 我们认为这些担忧或被过度放大。品牌运营权收回风险现实情况较为乐观。公司供应商与多数品牌 (贡献 70% 销售) 签有永久合约, 如主力品牌 Versace 去年与供应商续约 30 年。欧洲品牌因高研发成本, 倾向与渠道长期合作, 即使收回运营权也附有高额补偿。且销售体量越大的品牌对渠道依赖越强, 收回难度越大, 体量小的品牌被收回则对整体业绩影响有限。2) 国产品牌竞争当下威胁有限。香水市场处于增量扩张阶段, 国产品牌与国际高端品牌价格带、客群差异大, 前者更多在为后者培育潜在客群。且国产品牌在调香师培养、研发投入、原料获取、生产工艺等方面与国际品牌差距悬殊, 短期难成威胁。

首次覆盖评级为“买入”。目标价 3.49 港元对应 14.2 倍的 FY26E 市盈率, 基于 1.07 倍可比同业前瞻 PEG 基础上给予 30% 估值折价。 ([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
持仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.24	25.00	37%	10.4	10.0	1.7	20.0	2.9%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	63.45	80.00	26%	92.0	27.2	6.8	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	7.13	7.40	4%	14.0	12.5	0.9	7.2	5.1%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.30	8.90	22%	10.1	8.0	1.6	17.7	3.6%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	6.89	10.74	56%	8.8	7.7	3.5	50.3	4.7%
锅圈食品	2517 HK	可选消费	买入	3.14	4.80	53%	20.9	16.5	2.3	12.1	4.9%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.46	44.95	20%	23.0	18.5	0.8	27.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	79.15	129.83	64%	13.0	17.2	4.7	26.0	1.9%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.26	12.85	14%	N/A	0.7	2.1	10.5	2.4%
百济神州	ONC US	医药	买入	337.82	359.47	6%	113.4	41.2	14.8	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.92	37.58	22%	7.4	26.0	3.1	36.8	2.2%
中国平安	2318 HK	保险	买入	52.30	71.00	36%	7.4	6.9	0.9	12.5	5.6%
中国财险	2328 HK	保险	买入	17.30	21.60	25%	10.3	9.5	1.2	13.8	4.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	635.50	705.00	11%	21.3	18.9	4.5	20.9	0.8%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	164.25	158.80	N/A	2.7	2.2	0.4	11.2	5.4%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	77.82	76.00	N/A	3.0	2.7	0.4	18.4	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.89	6.61	35%	17.5	15.3	1.7	11.0	5.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	55.45	62.96	14%	1.0	2.0	5.5	15.9	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	48.56	60.55	25%	22.4	17.7	2.0	10.0	0.6%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.66	47.37	14%	18.7	15.8	2.4	14.0	1.7%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	10.24	12.30	20%	N/A	N/A	15.1	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	143.00	173.00	21%	41.4	27.7	6.1	15.8	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	54.00	93.00	72%	16.9	13.3	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	418.80	460.00	10%	41.4	32.1	7.9	21.2	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	249.69	388.00	55%	22.0	18.9	4.1	10.9	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 9 月 23 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。