

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 港股高开高走，大型科网股走强，医药股反弹，阿里大涨超 18%，比亚迪逆势下跌。中银香港计划申请稳定币发行人牌照，股价大涨创历史新高。新世界发展大涨，据悉郑氏家族考虑在年底前注资。A 股震荡分化，创业板走高，黄金股爆发，算力硬件股大涨，医药股反弹。半年报显示 A 股上市券商自营第二季度增持行业主要包括基础化工、机械设备、汽车、医药生物等。
- 人民币国债价格上涨，黑色系金属下跌，人民币兑美元走弱。对冲基金对人民币看涨期权的需求明显增加，部分投资者押注美元/人民币可能跌破 7。未来 2-3 个季度，人民币兑美元可能稳中有升，一方面特朗普对美联储独立性削弱和低利率弱美元偏好将利空美元，另一方面中国反内卷和提振消费政策可能改善通缩，提升人民币国债收益率和股票市场风险偏好，对人民币汇率构成支撑。
- 中国上半年新能源产业投资 1.4 万亿人民币，同比下降 32.2%，其中风电与光伏作为传统优势领域因产能过剩而同比下降 44.4%，下一代电池、智能电网等前沿领域投资增长较快。8 月百城新建住宅环比上涨 0.20%、同比上涨 2.73%，因核心城市与核心区域占比提高和改善型需求释放。二手房延续量升价跌，8 月百城二手住宅均价环比下跌 0.76%、同比下跌 7.34%。
- 欧股反弹，军工股大涨，医药股反弹。欧元区经济数据好于预期，8 月制造业 PMI 三年来首次升至荣枯线上方，德法强劲反弹。欧元区 7 月失业率从 6 月 6.3%降至 6.2%。经济数据强化欧央行降息周期进入尾声的预期，预计欧央行短期可能保持利率不变，未来 2-3 个季度可能仅降息一次。
- 欧债收益率仍面临上行压力。荷兰、芬兰等欧洲国家养老金体系计划从 DB（固定退休金）模式逐步转向 DC（固定缴款额）模式，以应对老龄化压力。DB 模式下养老基金承担投资风险，负债久期长，基金大量投资于长久期、低风险债券。DC 模式下个人承担投资风险，基金配置方向更加灵活，倾向于减少长债而增加股票、房产或高收益债等资产。养老金模式改革可能加剧长债收益率上行压力，推动收益率曲线陡峭化。
- 美股休市，有交易的美股期货期货微涨。马斯克称全自动驾驶和 Optimus 机器人实现特斯拉宏图第四篇章的关键，特斯拉约 80%价值取决于 Optimus 机器人。美元指数创五周新低，比特币跌破 10.8 万美元后反弹，以太坊下跌。黄金上涨，白银创 2011 年以来新高。原油反弹。

招银国际研究部

邮件: 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	25,617	2.15	27.70
恒生国企	9,122	1.95	25.13
恒生科技	5,799	2.20	29.79
上证综指	3,876	0.46	15.63
深证综指	2,465	0.87	25.92
深圳创业板	2,956	2.29	38.05
美国道琼斯	45,545	0.00	7.05
美国标普 500	6,460	0.00	9.84
美国纳斯达克	21,456	0.00	11.11
德国 DAX	24,037	0.57	20.74
法国 CAC	7,708	0.05	4.43
英国富时 100	9,196	0.10	12.52
日本日经 225	42,189	-1.24	5.75
澳洲 ASX 200	8,928	-0.51	9.42
台湾加权	24,072	-0.67	4.50

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	44,557	0.47	26.81
恒生工商业	14,573	3.16	29.54
恒生地产	18,484	1.70	23.94
恒生公用事业	36,244	0.31	1.63

资料来源: 彭博

公司点评

■ 快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 84.0 港元) - 快手 2025 光合大会: AI 进展积极

我们于 8 月 29 日参加了快手 2025 年光合大会及投资者会议, 报告中我们总结了公司 AI、电商与广告营销业务的最新进展。我们看好 AI 在多维度持续推动公司的业绩增长, 主要由于: 1) 广阔的市场空间: 2024 年全球视频制作市场规模约 1,400 亿美元, 其中 AI 工具渗透率有望在长期超过 50%, 2025 年 AI 视频创作人数已超 1 亿人; 2) 良好的竞争优势: 公司具备 SOTA 视频生成模型、行业领先的产品能力以及先发优势, 商业化的跑通让公司能够形成产品迭代-收入增长的正循环; 3) 丰富的应用场景: 除可灵 AI 收入增量以外, AI 已经开始赋能快手平台流量、广告和电商等多个业务场景。考虑公司长期 AI 业务前景以及短期盈利增长的确定性 (25-27E 调整后净利润 CAGR 14%), 我们维持“买入”评级及目标价 84.0 港元。 ([链接](#))

■ 豪威集团 (603501 CH, 买入, 目标价: 人民币 173 元) - 25 年上半年业绩稳健; 维持“买入”评级

豪威集团公布 2025 年上半年业绩: 收入同比增长 15% 至 140 亿元人民币, 主要受模拟解决方案 (同比+21%) 和分销 (同比+42%) 的双位数增长带动。毛利率保持稳定在 30.5% (同比+1.3 个百分点), 净利润同比大增 48% 至 20 亿元人民币, 净利率提升至 14.5% (1H24 为 11.3%), 反映出经营杠杆与成本控制良好。公司核心业务 CIS 收入创纪录达到 103 亿元人民币 (同比+11%), 其中汽车、安防、新兴 IoT 和医疗 CIS 分别增长 30%、17%、249% 和 68%, 抵消了手机 CIS 疲弱 (同比-19%)。我们认为豪威在 CIS 市场具备领先地位, 在汽车、医疗 CIS 等领域市占率突出。预计公司收入在 2025/26 年将同比增长 18%/25%, 净利润同比增长 24%/50%。维持“买入”评级, 目标价 173 元人民币。 ([链接](#))

■ 华润饮料 (2460 HK, 买入, 目标价: 12.85 港元) - 业绩短期承压, 期待产能扩张与渠道改革效益释放

公司 1H25 收入同比降 18.5%, 净利润同比降 29% 与业绩预警一致, 远低于此前市场预期, 主要由于水业务受消费情绪、竞争以及深度渠道改革影响收入同比降 23%, 饮料业务量增价减带来收入增速放缓 (+21%)。由于 2H 基数较低, 且公司表示 7-8 月销售实现正增长, 我们预计全年收入降幅有所收窄。公司产能扩张有序进行, 但积极效果受销售影响未同步释放, 渠道深度改革进行中, 或于 26 年完成, 因此我们预计二者的协同效益将在 2026 财年及以后逐步释放。我们下调目标价 41% 至 12.85 港元, 以反映短期业绩压力。新目标价对应 18x 的 2026E P/E, 由于我们认为 2026 年将是公司重大经营变革影响逐步出清转向稳态经营的年份。同时公司作为央企其经营计划会纳入十五五规划, 我们认为在新发展阶段前出清业绩拖累因素具有合理性, 维持“买入”评级。

水业务短期承压, 饮料业务增速放缓。水业务收入同比下降 23% 至 52.51 亿元人民币, 其中小包装水、中大包装水及桶装水分别同比下滑 26.2%、19.4% 及 1.5%, 主要受需求疲软、竞争加剧及渠道改革影响。饮料业务收入同比增长 21% 至 9.55 亿元人民币, 增速较 1H24/FY24 的 40%/31% 有所放缓, 虽然核心产品销量提升且公司积极推出新品 (1H25 推出 14 个 SKU), 但促销投入增加导致单价有所下降拖累整体收入增速。展望 2H25, 考虑到 1) 公

司表示水业务自进入旺季以来降幅有所收窄，水与饮料在 7-8 月均实现同比正增长；2) 部分存在竞争力的饮料产品推出时间较晚（6/7 月），其积极影响可能在 2H 显现；3) 2H24 基数较低，我们预估 FY25 水饮销售降幅收窄且饮料业务增幅略微扩大。

产能扩张有序进行，效益释放周期延长。公司产能扩张按计划实施，1H25 武夷山大包装产线投产，2H25 将有 1 家自由工厂投产和 1 家合作工厂投产；同时维持 2025 产能自有化率达 60% 目标不变。我们此前计算，产能自有化率每提高 10% 可驱动毛利率改善 1.5-2 个百分点，而 1H25 销售承压导致该效益未能有效显现；我们相信随着消费情绪修复及公司产能扩张有序落地，积极影响将在更长期逐步兑现。

渠道改革短期拖累业绩，成果于 FY26 之后显现。公司着手深度渠道改革，包括 1) 在一线城市推进渠道扁平化从 4 级转换至 3 级，2) 新增专属饮料经销商超 100 家，3) 针对电商、餐饮、新兴渠设计专属经销商；4) 为下沉市场（如县、村镇）设立专属经销商等，相关布局将于 26 年陆续完成，我们认为其效益将与产能扩张协同，在 2026 财年后逐步释放。

维持“买入”，目标价下调 40% 至 12.85 港元以充分反映短期业绩压力。新目标价对应 18x 的 2026E P/E，因我们认为 2026 年将是公司改革影响逐步出清，经营态势由变革期转向稳态运行的年份，更多调整的正向效益将进入平稳释放期。风险提示：1) 经济下行超预期，2) 产能扩张节奏不及预期，3) 渠道改革成果不及预期，4) 食品安全事件，5) 原材料价格上涨等。
[\(链接\)](#)

■ 新希望服务 (3658 HK, 买入, 目标价: 2.50 港元) ——1H25 三方拓展亮眼, 股息率高达 11%, 维持买入

公司净利润增速 2.4%，总收入同比增 4.3%，基本符合市场预期。基础物管表现稳健（收入+15%）受益于强劲的三方拓展（新签合同额+59% YoY），战略合作策略对数量和质量均有重要贡献。业主增值服务收入（+4% YoY）受经济环境影响增速放缓尤其是团餐业务（+9%），但三方拓展方面进展积极，拿下食品安全标准高地项目，为后续拓展做背书。商管收入/非业务增值收入同比降 29/26% 受关联方业务收缩影响。公司提高派息比例 10 个百分点至 70%，对应股息率约 11%。我们将目标价下调 6% 至 2.50 港元，主要反映对业绩预期的轻微下调。目标价对应 8x 2025E P/E，维持买入评级。

基础物管稳健受益于强劲的三方拓展表现。板块收入同比增长 15% 至 4.67 亿元人民币，管理面积稳步增长（同比提升 7% 至 3800 万平方米），其中第三方管理面积同比增长 14%，归功于公司 1H25 外拓成绩亮眼，新签合同金额达 5.6 亿元人民币（同比增长 59%，接近 2024 财年的 6.05 亿元人民币），其中 1.93 亿元人民币来自战略合作伙伴（同比增长 188%），凸显战略合作策略在市场竞争激烈背景下的有效性。此外，公司物业费单价逆势微升（1H25: 3.14 元/方/月 vs. 1H24: 3.02 元），除了清退低质量项目的影响外，也反映公司持续向高端项目优化的管理组合

社区增值服务板块增速放缓受经济环境拖累。板块 1H25 收入同比增 3.6%，其中社区生活板块仅录得持平的增长，略好于同业受到家业务支撑；团餐业务收入同比增 9%，较 1H24/FY24 的 45%/45% 有所放缓主要系企业客户减少后勤支出影响。较为积极的是，1H25 团餐业务三方占比提升 11 个百分点

至 91%，且签下了四川省卫健委食堂等代表食品安全领域最高标准的项目，为后续拓展提供背书。

派息比例提高至 70%，股息率高达 11%。公司将派息比例提高 10 个百分点至 70%，以昨日收盘价计算公司股息率高达 11%，行业内最高。

维持“买入”评级。我们下调目标价 6%至 2.50 港元，主要反映对业绩预期的轻微下调。目标价对应 8x 2025E PE。风险提示：1) 经济下行超预期；2) 三方拓展不及预期；3) 应收账款减值等。 ([链接](#))

■ 极智嘉 (2590 HK, 买入, 26.70 港元) - 1H25 业绩符合预期；具身机器人成为新驱动力

得益于毛利率提升、良好的费用控制和外汇收益，极智嘉 1H25 核心净亏损同比大幅收窄 65%至 3900 万元人民币，符合我们的预期。鉴于 2025 年上半年订单量稳健（同比增长 30%），且受美国关税影响较小，我们认为公司今年的收入增长确定性高。同时，管理层在业绩发布后电话会议上透露了更多有关具身机器人的细节，预计未来几年收入贡献率可能达到 5-10%。我们认为这将成为盈利和估值的重要驱动因素。重申买入评级，目标价保持不变，仍为 26.7 港元（基于 7.7 倍 2026 年预期市销率）。 ([链接](#))

■ 中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 21.6 港元) - CoR 保持稳健；海外扩张打造车险保费增长第二曲线

中国财险 1H25 盈利超预期，1H25 净利润同比+32.3%至人民币 245 亿元，对应 2Q25 同比+4.1%，得益于承保利润 (+45%) 和净投资收益 (+62%) 双轮驱动。综合成本率同比下降 1.4 个百分点至 94.8%，其中综合费用率同比下降 3.1 个百分点至 23.0%，部分抵消赔付率小幅上行 1.7 个百分点至 71.8%；公司低于 95%的综合成本率显著优于同业（平安财险/太保财险/阳光财险/众安在线/太平财险 1H25 综合成本率为 95.2%/96.3%/98.8%/95.6%/95.5%）。1H25 车险/非车综合成本率同比改善 2.2/0.1 个百分点至 94.2%/95.7%，达成管理层年初设定的车险/非车低于 96%/99%的目标，并为 3Q25 大灾赔付留出空间。净资产环比+7.9%，受益于留存收益 (+24%) 及储备金 (+10%) 增长。

投资方面，公司抓住上半年 A 股市场回升机遇，大幅增配 TPL 股票并稳健加仓高息股。1H25 公司总投资资产较年初+5.2%至 7,110 亿元，其中上市股票较 24 年末环比增长 165 亿元，FVOCI（公允价值变动计入综合收益类）/FVTPL 股票（公允价值变动计入损益类）增长占比为 56%/44%，余额较 24 年末环比各增长 24%/75%。1H25 股息收入同比增长 7.2%至 33 亿元，保持稳健；TPL 股票交易已实现收益同比激增 18.2 倍至 21 亿元，显示公司资产配置策略灵活，成功捕捉 1H25 股市上行的机遇。考虑到去年同期股债高基数，预计 2H25E 公允价值变动贡献或有压力。

基于承保利润改善及投资收益大幅增长，1H25 ROE 同比提升 1.3 个百分点至 9%，增长趋势向好，有望支撑中长期估值进一步提升。我们上调 FY25-27E EPS 至 1.68/1.83/2.04 元（较此前+4%/+4%/+7%），并优化 FY25E CoR 预测 0.1 个百分点至 97%（车险: 95.8%/非车:99%）。

未来催化剂包括：1) 非车险报行合一预计将于 4Q25 落地实施，有望推动 FY26E 非车险 CoR 实现较大幅度下降，进一步贡献承保利润增长；2) 伴随

新能源车海外扩张进程，公司车险业务出海项目已于年初在香港落地，截至 1H25，公司在香港已承保超过 1000 家中国品牌的新能源车量，并将赔付率控制在 50% 以下(低于整体车险赔付率 73.1%)；6 月，公司在泰国完成首单新能源车险承保，通过与当地保险公司 50/50 分润模式，叠加提供数据及技术输出服务等，在提升营运效率的同时，打造车险保费第二增长曲线。

估值：基于 P/B-ROE 估值，我们将目标价上调至 21.6 港元，对应 FY25E 1.6x P/B，公司股价目前交易于 1.4x FY25E P/B。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **中国太保 (2601 HK, 买入, 目标价: 40 港元) - 寿险营运利润增速超预期; 2Q 净利润及净资产回归正增长**

太保 2Q 净利润和净资产回归正增长。1H25 集团/寿险营运利润可比口径下同比+7.1%/+5%至人民币 199 亿元/150 亿元，其中集团归母营运利润 2Q 延续环比增长 (1Q25: 同比+5%)。归母净利润同比+11%至 279 亿元，对应 2Q 净利润同比增长 36%。受利率波动缓和的影响，1H25 净资产较年初降幅缩窄至 3.3%，2Q 净资产环比增长 7%。

寿险新业务价值 1H25 可比口径下同比增长 32.3%，主要由银保渠道 (+156%) 驱动，部分被个险 NBV 放缓抵消 (-2.5%)。新业务价值率可比口径下同比 +0.4 个百分点至 15%，价值率增速放缓主要受银保占比大幅提升的影响 (1H25: 38%，同比提升 18 个百分点)。分红型 10 年期及以上新单期交保费大幅提升至 101 亿元，占比 43%，同比提升近 40 个百分点，凸显出公司向浮动收益型产品转型成效；其中，个险分红险新单期交保费占比 51%，银保分红险新单期交保费占比近 25%。随着 9 月新预定利率落地实施，我们认为传统险和分红险保证利率上限的不对称下调将二者差异缩小至 25bps (原值: 50bps)，有助于提升分红险销售吸引力。我们预计分红险在新单期交保费及新业务价值占比有望在 2H25E 进一步提升。

财产险方面，1H25 产险 CoR 同比改善 0.8 个百分点至 96.3%，得益于赔付率/费用率同比下降 0.1/0.7 个百分点。

考虑到超预期的投资表现及承保结构，我们将 2025-2027 年 EPS 预测上调至 4.54/4.81/5.28 元 (原值: 4.18/4.63/5.17)，基于分部估值法，我们将目标价上调至 40.0 港元，对应 0.6 倍 FY25E P/EV；当前股价交易于 0.5x FY25E P/EV。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **阿里巴巴 (BABA US, 买入, 目标价: 158.80 美元) - 26 财年开局稳健，云业务与即时零售进展显著**

阿里巴巴 1QFY26 (财年结于 3 月) 营收为 2,477 亿元人民币，同比增长 1.8%。受高鑫零售与银泰商业出表的影响，该营收较彭博一致预期低 2%，但较我们的预期高 1%。若剔除处置业务的影响，按可比口径计算，营收同比增速将达 10%。1QFY26 经调整 EBITA 为 388 亿元人民币，同比下降 14%，主因即时零售业务投入增加，但仍较我们的预期高 3%。从一季度业绩来看，核心亮点包括：1) 云业务营收增速超预期 (同比增长 26%，其中 AI 相关收入占外部客户收入比重超 20%)，且管理层预计未来几个季度增速将进一步加快；2) 阿里国际数字商业集团亏损收窄，已接近盈亏平衡；3) 即时零售业务的大额投入已显现初步成效 (8 月月活跃消费者接近 3 亿，推动淘宝 App 月活跃消费者与日活跃用户同比分别增长 25% 和 20%)，尽管其增长持续性仍有待验证。我们认为，2QFY26 即时零售领域 (尤其外卖品

类) 的激烈竞争仍将持续, 但旺季过后, 预计第四季度竞争态势有望缓和。管理层表示, 目标在 2025 年 10 月底前将即时零售业务的单位经济效益亏损幅度从当前水平减半。基于阿里巴巴中国商业集团更积极的业务发展前景, 以及云智能集团营收增长预期向好带动估值提升, 我们将基于分部加总法计算的目标价上调至 158.8 美元 (前值: 141.2 美元)。该目标价对应 FY26/27 财年 non-GAAP 市盈率分别为 20 倍和 16 倍, 维持“买入”评级。

([链接](#))

■ **中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价: 415 元人民币) - 收入与盈利创纪录, 利润率大幅扩张; 维持“买入”评级**

中际旭创公布了极为强劲的 2025 年二季度业绩。季度收入创下 81 亿元人民币的新高, 同比/环比增长 36%/22%, 主要受高端光模块需求强劲推动。净利润达到 24 亿元人民币, 同比/环比大增 79%/52%, 超出彭博一致预期 28%。毛利率和净利率均创历史新高, 达到 41.5%/29.7%, 分别超预期 5.7/7.2 个百分点。公司宣布首次中期分红, 每股派发 0.4 元人民币, 提升股东回报。维持“买入”评级, 并将目标价上调至 415 元人民币, 基于 2026 年预测市盈率 30 倍 (此前为 2025 年预测市盈率 27 倍), 同时上调盈利预测, 以反映我们对公司积极前景的判断, 表明在 AI 驱动需求和管理层卓越执行力的推动下, 公司将保持强劲增长动能。

([链接](#))

■ **迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 279.70 元人民币) - 期待 3Q25E 业绩修复**

迈瑞医疗公布 2025 年上半年业绩: 实现营收 167 亿元, 同比下降 18.4%; 归母净利润 51 亿元, 同比下降 33.0%。其中, 受回款周期延长、渠道库存去化及价格压力影响, 国内收入同比下滑 33.4% 至 84 亿元; 国内价格压力亦导致毛利率下降 2.8 个百分点。海外业务保持韧性, 实现收入 83 亿元, 同比增长 5.4%。展望未来, 我们预计 IVD 试剂及中低端医疗设备仍将面临短期价格压力。然而, 据众城数科统计, 2025 年上半年中国医疗器械中标市场规模同比增长约 63%, 我们预计迈瑞的收入增长将自 3Q25 起同比转正, 我们预测公司 2H25E 收入将同比增长 15%。

IVD: 上半年海外增长稳健, 将为公司中期增长引擎。2H25, IVD 板块实现收入 64 亿元, 同比下降 16%, 主要受中国市场价格压力及医保控费 (如套餐解绑) 影响。尽管短期承压, 我们认为 IVD 仍是公司的核心长期增长引擎, 主要因为: 1) 迈瑞在国内化学发光、生化、凝血的平均市占率仅约 10%, 提升空间大。管理层目标三年内通过突破约 1,800 家头部大样本医院实现国内市占率翻倍; 2) 公司海外 IVD 收入上半年同比增长 12%, 占板块收入的 37%, 海外增长潜力可观。

MIS: 高端升级持续。上半年 MIS 板块收入 33 亿元, 同比下降 22.5%, 主要受国内疲弱拖累。我们认为该板块的增长将越来越依赖海外市场以及高端/超高端超声产品组合的持续放量。上半年海外 MIS 收入同比实现中高个位数增长; 超高端产品 Resona A20 上半年销售额接近 4 亿元, 已接近其 2024 年全年水平。我们认为, Resona A20 渗透率提升及后续高端新品推出将持续驱动板块增长。

PMLS: 短期承压。专项债发行减少导致 2025 年上半年医疗新基建放缓, PMLS 板块收入同比下降 32%至 55 亿元。不过, 微创外科业务实现近 30% 的同比增长, 显示其有望成为 PMLS 业务的长期增长引擎。

维持“买入”评级。鉴于上半年 IVD 板块在需求与价格端均承压, 我们下调了 2025 年业绩预测。但在国内医疗设备招标回暖以及 2025 年下半年业绩有望修复的支撑下, 我们基于 9 年期 DCF 模型小幅上调目标价至 279.70 元。

([链接](#))

■ **联影医疗 (688271 CH, 买入, 目标价: 163.49 元人民币) - 2Q25 加速增长**

联影医疗 (UIH) 公布 1H25 业绩: 实现营收 60 亿元, 同比增长 13%, 其中 2Q25 收入同比加速至 18.6%。上半年归母净利润 10 亿元, 同比增长 5%。公司上半年收入达到我们此前全年预测的 49%, 高于历史均值约 46%。据众城数科的统计, 2025 年上半年国内医疗器械公开中标市场规模同比增长 63%。受益于国内采购量强劲复苏以及 2H24 低基数影响, 我们预计联影 2H25E 收入同比将加速至 36.7%。

海外业务保持强劲。上半年海外收入同比增长 22.5%至 11 亿元, 占总收入的 19% (同比提升 1.5 个百分点)。欧洲地区收入同比大增 94%至 1.8 亿元, 主要受西欧强劲的更新换代需求及东欧高端影像渗透率提升驱动。北美表现同样亮眼, 收入同比增长 68%至 4.4 亿元, 积极的库存准备与多元化的全球供应链帮助公司对冲关税压力。管理层指出上半年海外订单保持强劲, 将支持海外业务在 2H25E 的快速增长。我们认为, uMR Ultra 3.0T、uAngio AVIVA 等创新产品持续获得 FDA/CE 认证, 将推动公司海外业务的长期增长。国内业务正在复苏。上半年国内收入同比增长 10.7%至 49 亿元, 受益于设备招标活动快速回暖及综合市占率的提升 (同比提升 3.4 个百分点)。高端产品线表现亮眼: 例如, 上半年公司在 3.0T MRI 市场的份额同比提升超过 5 个百分点, uMR Jupiter 5T 订单金额同比增长 32%。PET/CT 业务连续第十年保持中国市场份额第一, PET/MR 在累计装机量上居于领先。放疗 (RT) 与 DSA 的市场份额也显著上升, 分别同比提升近 18 个百分点和逾 5 个百分点。光子计数谱 CT——uCT Atlas Elite 近日获得 NMPA 批准, 进一步夯实公司高端产品矩阵。我们认为, 持续的产品创新与政策推动的设备更新将驱动国内业务保持稳健增长。

服务收入快速增长。上半年服务收入同比增长 32%至 8.2 亿元, 占总收入的 13.6% (同比提升 2.0 个百分点)。其中, 得益于装机量的增长, 欧美地区服务收入实现翻番。截至 1H25, 公司全球装机量已超过 3.6 万台。随着装机规模的持续扩大和全球服务网络的完善, 我们认为经常性的服务收入将成为支撑公司长期韧性增长的重要驱动因素。

维持“买入”评级。考虑到 2025 年国内业务快速复苏与海外增长动能强劲, 我们上调 2025—2027 年收入预测, 对应 22.6%的复合年增长率。基于 9 年期 DCF 模型 (WACC: 8.1%, 终值增速: 4.0%), 我们将目标价上调至 163.49 元。([链接](#))

■ **固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 48.28 港元) – 客单价企稳, 业绩有望回到加速通道**

固生堂发布 1H25 业绩报告, 收入同比增长 9.5%至 14.9 亿元, 净利润同比增长 41.6%至 1.5 亿元, 经调整净利润同比增长 15.2%至 1.7 亿元。1H25 收入占我们此前全年预测的 39.1%, 稍低于历史区间 (42%-45%), 经调整净利润占我们此前全年预测的 35.4%, 处在历史区间的高位 (30%-35%)。固生堂业绩增长持续由稳健的线下需求驱动, 1H25 线下收入同比增长 11.1%, 其中老店收入同比增长 8.2%, 门诊人次同比增长 15.3%。公司主动让利消费者且加强合规建设, 因此客单价同比下降 5.0%, 但环比稳定。基于宏观环境的变化, 管理层下调了 25 年业绩指引, 预计收入同比增长 10%-15% (此前指引为 25%), 净利润同比增长 30%以上。管理层认为 2026 年公司的收入增速将重回 20%以上。

客单价将保持稳定。固生堂 1H25 收入增速放缓主要由客单价波动导致。去年下半年开始的医保控费延续至今, 固生堂基于严格的合规内控, 在开药周期和开药项目上严格遵循医保要求。同时随着饮片成本下降, 公司主动下调终端价格让利消费者。由于基数原因, 今年上半年客单价同比下降 5%。然而, 1H25 客单价 (544 元人民币) 环比 2H24 (547 元人民币) 已企稳。我们预计年内医保政策将不会出现大的波动, 并且随着公司自费项目 (如院内制剂和精致饮片) 占比的提升, 因此预计客单价有望在下半年保持稳定。

波动的宏观环境下, 积极推进业务发展。1) 1H25 固生堂新增 7 家门店, 其中 4 家为自建门店, 总门店数达到 83 家。公司另有 3 家并购标的已完成签约并将在下半年完成交割。尽管在挑战的行业环境下, 我们预计固生堂在 25 年将新增约 15 家门店, 驱动长期增长。2) 医生人数稳步提升。1H25 固生堂网络内医生增加 1,501 人, 其中线下医生增加 648 人, 同比增长 23.5%。自有医生人数同比增长 23.8%至 847 人。3) 在 AI 方面, 公司率先推出了首个名医 AI 分身, 目前已发布了 10 大“国医 AI 分身”, 利用 AI 技术实现诊疗质量的提升以及名医经验的传承。公司的 AI 产品已实现创收, 预计年内带来千万级别的收入。我们认为, 尽管目前 AI 应用并未完全成熟, 但是长期来看, AI 将极大提升医生的诊疗效率, 从而带来成本的节省、利润率的提升。

持续回报股东。固生堂在 1H25 回购金额达 8,469 万港元, 相当于净利润的 50%, 1H25 公司已注销 730 万股, 占总股本的 3.0%。此外, 公司宣布派发 7,577 万元人民币的中期分红, 相当于净利润的 50%。基于公司强劲的盈利能力和良好的现金流水平, 我们预计公司将持续通过分红和回购回报股东。

维持买入评级。由于宏观环境的影响, 我们下调了固生堂的业绩预测, 预计公司 2025E/ 26E/ 27E 的收入增速为 14.0%/ 26.9%/ 24.9%, 经调整净利润增速为 15.0%/ 29.1%/ 26.2%。因此, 我们下调 DCF 目标价至 48.28 港元 (WACC: 10.2%, 永续增长率: 3.0%)。 ([链接](#))

■ **海尔智家 (6690 HK, 买入, 目标价: 31.57 港元) - 25 财年下半年展望正面, 多重驱动支撑**

尽管受到高基数影响, 中国市场销售增长在 7-8 月仍然强劲, 管理层对四季度持续增长有信心。主因包括卡萨帝品牌 (预估增速 15%, 受线上营销、高

端店面扩张带动)、Leader 品牌爆款策略、空调业务新品上市及数字库存推进,并积极扩张低线城市(未来动销较好门店数将由 2 万扩至 3 万)。

利润率提升源自数字库存和数字营销(降低仓储成本、推动新客及销售转化)、AI 广泛应用、高端化持续(高端品牌和品类占比提升)以及空调供应链加强(自产、规模效益扩大)。

海外市场高增长有望持续,欧洲高增长,新兴市场双位数增长,美国提价与供应链本地化抵消关税压力。欧洲市场关闭低效工厂、管理和物流优化。新兴市场加速本地化、人才派遣、数字化及收购等,利润率上升空间大。

25 财年指引维持不变,全年及下半年目标为高个位数销售增长、10%以上净利润增长,受各种增长来源带动和提效措施支撑。

维持买入,目标价上调至 31.57 港元,按 12 倍 26 财年预测市盈率。未来几年净利润预测分别上调 2%,因中、海外销售和毛利率强劲。公司策略、成本效率优化、业务结构优化等推动力持续兑现,目前估值远低于五年均值。

25 财年上半年业绩超预期,营收 1,565 亿元、净利润 120 亿元,分别同比增 10%和 16%。优于预期主因其他收入及汇兑利得。内地销售+9%,海外+12%。各产品/区域主力品类及新兴市场皆表现突出。([链接](#))

■ **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 47.37 港元) - 2Q25 业绩可观; 多重增长动力包括苹果折叠机、汽车和 AI 服务器 (液冷、电力和 800G/1.6G/CPO)**

比亚迪电子二季度收入/净利润同比增长加速至 4%/22% (对比第一季度增速为 1%/1.9%), 主要得益于新能源车业务的快速增长 (主要为比亚迪主要车型提供 ADAS/悬架/智能座舱/热管理产品), 抵消了消费电子/智能手机和新智能产品的疲软。由于新能源车产品带动收入组合改善, 二季度毛利率持续改善至 7.4% (对比一季度 6.3%)。2025 年上半年新能源车业务收入同比增长 61%, 而消费电子组装/零部件同比下降 2%/10%, 新智能板块同比下降 4%。

在业绩电话会上, 管理层给出了乐观的展望指引:

智能手机: 今年将专注于高端零部件和北美客户结构件业务的效率提升, 而明年由于大客户折叠机发布, 2026 年相关结构件收入将同比增长 50%。

新能源车业务: 考虑到近期行业情况, 管理层指引 2025 年预期同比增长 35-40% (此前指引为 50%同比增长), 毛利率保持稳定。对于海外市场, 公司预计 2026 年在欧洲的客户拓展将加速。

AI 服务器: 预计 2025 年 AI 服务器 ODM 收入为 30-50 亿元, 具体产品方面, 1) 液冷产品: 目标今年下半年为一家海外 CSP 实现量产。2) 电源方面: 服务器机架 HVDC 产品鉴于较早获得了客户认证, 预计在 2026 年底或 2027 年开始发货; 3) 光模块产品: 目标今年下半年计划 800G 产品量产, 明年上半年实现 1.6T 产品量产准备。

总体而言, 我们调整了 2025-27 年预测, 以反映上半年业绩、较弱毛利率以及乐观 AI 服务器展望。新目标价为 47.37 港元, 意味 16.3 倍 2026 年 P/E。短期股价催化剂包括 iPhone 发布/升级、AI 服务器产品量产、机器人产品更新以及毛利率的改善。([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 9 月 1 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責任。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責任。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責任。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。