

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 港股回调，可选消费、必选消费与地产领跌，材料、医疗与工业上涨，南向资金净买入 358.76 亿港元创历史新高，内地资金借助 ETF 加速流入港股。A 股非银金融、电力设备与计算机涨幅居前，银行、食品饮料与传媒跑输市场，券商股大涨显示投资者对后市预期乐观。煤炭、化工和农产品小幅上涨，国债价格和人民币兑美元基本走平。
- 中国创新药演绎新能源汽车业崛起之势，华领医药董事长称中国制造创新药已占全球 38% 份额，2024 年全年和 2025 年上半年分别有 39 和 30 个创新药获批。中国神华计划从国家能源集团和西部能源收购资产，标的资产总规模超 2500 亿元。三大运营商 H 股收益率 5%-6%，云和数据中心业务受益于中国 AI 产业和应用扩大。
- 美股收跌，金融、信息技术与工业领跌，医疗、地产与通讯服务上涨。8 月密歇根大学消费者信心指数回落，长短期通胀预期攀升，预警经济滞涨风险。特朗普威胁两周内宣布对半导体加征 300% 关税，芯片股多数下跌，拖累纳指收跌。巴菲特等知名投资者抄底联合健康的信息披露后，该股大涨 12% 创五年来最大涨幅，支撑道指上涨。716 家对冲基金 13F 报告显示，2Q 科技股占投资组合权重最大为 23%，其次是金融股为 17%，2Q 对冲基金净买入最多股票是微软，净卖出最多股票是中概股阿里巴巴。
- 通胀预期反弹支撑美债收益率上升，但消费者信心下滑打击美元，美元指数创两周新低。黄金下跌，比特币回落。特朗普与普京会晤，原油降至两个月低位。
- 市场关注鲍威尔本周在杰克逊霍尔央行年会讲话，他的演讲将聚焦五年一次的货币政策框架评估，可能间接回应白宫施压和捍卫央行独立性，市场因 priced in 大幅降息预期而对意外的鹰派信号非常敏感。

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	25,270	-0.98	25.97
恒生国企	9,039	-0.98	23.99
恒生科技	5,543	-0.59	24.06
上证综指	3,697	0.83	10.29
深证综指	2,301	1.73	17.54
深圳创业板	2,534	2.61	18.33
美国道琼斯	44,946	0.08	5.65
美国标普 500	6,450	-0.29	9.66
美国纳斯达克	21,623	-0.40	11.97
德国 DAX	24,359	-0.07	22.35
法国 CAC	7,923	0.67	7.35
英国富时 100	9,139	-0.42	11.82
日本日经 225	43,378	1.71	8.73
澳洲 ASX 200	8,939	0.73	9.55
台湾加权	24,334	0.40	5.64

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	45,131	-1.25	28.44
恒生工商业	14,132	-0.77	25.62
恒生地产	18,708	-1.83	25.45
恒生公用事业	36,894	-1.03	3.45

资料来源：彭博

公司点评

■ 网易云音乐 (9899 HK, 买入, 目标价: 330.0 港元) - 运营效率提升及健康的音乐业务支撑盈利超预期

网易云音乐公布了 1H25 业绩: 总营收同比下降 6% 至 38.3 亿元人民币; 经调整运营利润同比增长 35% 至 9.05 亿元, 相当于我们全年预期的 57%, 主要得益于音乐业务商业化水平的提升、毛利率的改善及销售费用的有效控制。我们预计 2H25/FY26 毛利率扩张及效率提升将持续。相较于腾讯音乐 44% 的毛利率及 3% 销售费用率, 公司目前毛利率及销售费用率 (1H25 分别为 36% 和 4%) 仍有较大改善空间, 尤其是在中国音乐行业相对稳定的竞争格局下。我们将 FY25-27 年运营利润预期从 14/18/20 亿元上调至 17/19/21 亿元, 主要反映其运营费用的控制及毛利率改善。我们将估值窗口更新至 FY26, 将目标股价上调至 330.0 港元, 基于 32x FY26 PE, 与全球同业的平均值持平 (前值: 202.5 港元, 基于 21x FY25 PE)。维持“买入”评级。([链接](#))

■ 微博 (WB US, 买入, 目标价: 14.5 美元) - 2Q25 业绩超预期, 但 2H25 业务前景仍存不确定性

微博公布 2Q25 业绩: 净营收同比增长 2% 至 4.448 亿美元, 较彭博一致预期高 2%; 非 GAAP 运营利润同比增长 3% 至 1.618 亿美元, 较一致预期高 11%, 主要得益于运营效率的提升以及往期已确认坏账的收回。受高基数及部分行业的不确定性影响, 2H25 广告业务前景仍具挑战, 我们预计 3Q25 总营收同比下降 2%。尽管如此, 微博 2Q25 在 AI 方面的进展较为积极, 长期或有望推动平台用户流量及广告收入增长。考虑广告业务不确定性, 我们将 2025-2027 年总营收预测下调 1-2%, 但维持 14.5 美元的目标价不变, 基于 8x FY25 PE。维持“买入”评级。([链接](#))

■ 中国宏桥 (1378 HK, 买入, 目标价: 27 港元) - 不派发中期股息, 但推出新的回购计划以增强市场信心

宏桥 1H25 净利润为 123 亿元人民币 (同比增长 35%), 符合 6 月份公布的预增利润。剔除可转债的公允价值损失, 1H25 核心净利润达到 149 亿元人民币 (同比增长 42%)。虽然我们对宏桥不派发中期股息 (一改多年来每半年分红的做法) 感到有些意外, 但宏桥推出了一项新的股份回购计划, 在未来 9 个月 (我们根据回购授权时间计算) 最少回购 30 亿港元 (我们计算相当于总股本的 1.4% 和流通股的 4.5%), 我们认为这反映管理层的信心, 并有助于抵消可转债转换带来的潜在摊薄。基于电解铝价上调 (行业供应非常紧张, 利用率达到 98%) 和煤炭价格假设下调, 我们将 2025-27 年盈利预测上调 12-14%。我们将估值基准延展至 2026 年, 目标价从 20.6 港元上调至 27 港元, 基于 8.6 倍市盈率 (高于历史平均水平 1 个标准差)。尽管股价过去一段时间大幅上涨, 但当前股价仍对应约 8% 的股息率 (假设派息率为 60%), 我们认为仍然具吸引力。维持“买入”评级。([链接](#))

■ 中国利郎 (1234 HK, 买入, 目标价: 4.42 港元) - 25 年下半年展望转趋审慎, 但股息率仍具吸引力

25 财年指引大致维持, 但细节略有调整。管理层重申了 25 财年 10% 的零售流水增长目标, 但新零售相关销售额增长预期由原本 15% 上调至 20%, 而门店扩张目标则转为较保守, 由 100 家微调至 50 至 100 家。这些微调主要映射出线上销售强劲、线下偏弱的趋势, 与 2025 年中国运动服及服装行业整体脉络一致。

我们认为销售增长预期合理，但我们对利润率的预测则转趋审慎。即便 25 财年上半年零售销售额增幅仅为高个位数，管理层仍有信心全年实现 10% 增长。我们判断此预期具备合理基础，包括：1) 轻商务品类表现亮眼，25 年上半年增长 32%，较 24 财年的 27% 进一步加速，受惠于精准品牌及产品定位（如针对年轻消费者的格式服、商务休闲）及全渠道布局（新零售、购物中心、奥特莱斯）；2) DTC 转型后产生的低基数效应（下半年应该不再有分销权的回购）及去年暖冬影响所带来的同比基数下降。然而，我们对盈利能力的判断转为更保守，考虑到：1) 营运开支增幅超预期（如人力成本与电商费用），2) 产品组合及零售折扣可能不如预期（因库存积压），3) 随 DTC 占比提升，宏观环境疲弱及 25 年下半年同店销售增长放缓，营运杠杆效应或低于预期。

维持“买入”评级，下调目标价至 4.42 港元（前值：4.96 港元），基于 25 财年 10 倍预测市盈率。我们将 25/26/27 财年净利润预测分别下调 11%，理由包括业绩不及预期、销售增长不如预期、DTC 相关费用及人力成本高于预期、营运杠杆表现较弱。现价估值对应 8 倍 25 财年预测市盈率，维持“买入”主因股息回报具吸引力，预测 25 财年股息率达 9%。

25 财年上半年业绩逊于预期，主因 DTC 转型与营运费用增加。25 财年上半年，中国利郎销售额同比增长 8% 至 17.3 亿元人民币，较招银国际预期低 5%，主因山东及重庆分销商回购后的销售额减少，以及订货会出货进度不及预期。净利润同比下降 14% 至 1.81 亿元人民币，低于预期 22%，主要受营运开支上升及门店、分销权回购费用拖累。即便 2025 年上半年派息率小幅提升至约 73%（去年同期约 72%），但股息金额仍同比下降 13%，略优于净利润降幅。品牌销售结构方面，主品牌 LILANZ 保持持平，轻商务则同比升 32%。截至 2025 年 6 月底，门店总数较 2024 财年仅增加 1 家至 2,774 家，开店速度偏慢。存货周转天数同比增加 42 天至 231 天，主要因 DTC 转型、电商销售快速增长、订货会出货延迟所致。虽然存货增加值得关注，但结构仍相对健康，约九成库龄低于一年。（[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	19.24	25.00	30%	11.1	10.6	1.8	20.0	2.7%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	65.40	72.00	10%	297.3	64.1	7.3	1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.80	7.40	9%	13.3	11.9	0.9	7.2	5.5%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.17	8.70	21%	10.2	8.2	1.6	17.4	4.0%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.34	2.42	3%	68.8	23.4	3.6	6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.46	10.54	41%	10.2	8.7	4.0	49.6	3.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.01	18.68	4%	10.4	9.4	3.3	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.50	44.95	17%	2.9	2.4	0.8	24.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.05	133.86	61%	4.3	15.7	4.8	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.42	18.61	63%	11.7	9.8	2.0	17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医药	买入	321.36	359.47	12%	169.1	40.7	13.9	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	33.54	37.67	12%	8.0	24.9	3.3	37.1	1.7%
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.60	65.10	13%	7.6	7.2	0.9	13.4	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.33	15.80	N/A	11.3	10.4	1.3	13.4	3.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	592.00	705.00	19%	19.8	17.6	4.3	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	121.26	141.20	16%	1.7	1.4	0.3	9.9	7.3%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	62.37	70.00	12%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.10	6.13	20%	18.9	15.9	1.8	11.4	4.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	52.85	66.00	25%	30.0	23.9	5.2	15.7	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	47.30	63.54	34%	20.7	17.3	2.0	11.1	0.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	40.32	43.22	7%	16.7	13.4	2.3	15.1	1.9%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.36	8.90	21%	N/A	N/A	8.7	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	123.78	176.00	42%	29.1	20.3	5.3	19.2	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	64.10	93.00	45%	18.5	14.2	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	342.03	379.26	11%	24.6	19.2	6.4	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	242.44	388.00	60%	21.5	18.5	3.9	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 15 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。