

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

港股午后下跌，医疗、地产与工业领跌，必选消费、材料与公用事业跑赢，南下资金净买入 153.7 亿港元。A 股回调，美容护理、地产与综合跌幅居前，通信收涨，电子与有色金属跑赢市场。中概股大跌，美团 ADR 收跌 9.7%，因短期价格战，3Q 核心本地商业将出现较大规模亏损。大宗商品普跌，国债价格小幅上涨，人民币兑美元走弱。

A 股两融交易占比升至 2014 年 7-8 月牛市初期水平。中国 7 月规模以上工业企业利润同比降幅收窄至 1.5%，其中计算机整机制造和智能无人飞行器制造利润同比增速均超过 100%。

美股上涨，能源、信息技术与地产领涨，通讯服务、医疗与工业跑输。盘后英伟达财报显示营收和利润超预期，但本季指引不够亮眼，股价下跌。今年以来美股企业回购达到 1 万亿美元，创历史同期最高。白宫暗示继英特尔后政府还可能入股军工、造船等企业。

美债收益率小幅回落。白宫正在研究通过审查美联储地区银行行长遴选过程对美联储施加更多影响。在白宫威胁美联储独立性趋势下，美债收益率可能陡峭化，短债收益率因预期降息幅度扩大而下降，但长债收益率因通胀预期不稳而上升。

美元指数小幅下跌。白宫威胁美联储独立性和法国财政问题推升避险情绪，黄金上涨。因美国 EIA 原油库存下降，油价反弹。

公司点评

■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 164 港元) - 寻求有效应对激烈竞争的方法

美团公布了 2Q25 业绩：营收为 918 亿元人民币，同比增长 11.7%，较彭博一致预期低 2%；而调整后净利润达到为 15 亿元人民币，同比下降 89%，较彭博一致预期低 85%，主因为维持外卖业务市场份额而进行了战略投资。核心本地商业 (CLC) 部门的营业利润为 37 亿元人民币，较预期低 69%，而新业务 19 亿元人民币的运营亏损则好于预期的 24 亿元人民币亏损。美团正在寻求有效应对外卖业务激烈竞争的方法，例如利用“神抢手”和“拼好饭”模式来满足消费者对性价比的需求，并且其目标是在美食正餐等具有较高平均订单价值 (AOV) 的核心品类中保持市场份额，以留住客户和订单，这些品类在未来补贴减少后仍能保持充足的需求。我们对美团在外卖行业的竞争优势保持乐观，并相信行业竞争最终会回归理性，尽管短期内情况不明朗。考虑到短期内行业竞争比预期更为激烈，我们将 2025-2027 年的营收预测下调 4-6%，非通用会计准则净利润下调至 11 亿 / 439 亿 / 586 亿元人民币。我们

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	25,202	-0.54	25.63
恒生国企	9,020	-0.66	23.74
恒生科技	5,698	0.88	27.52
上证综指	3,800	-0.66	13.38
深证综指	2,394	0.04	22.32
深圳创业板	2,723	1.52	27.16
美国道琼斯	45,546	-0.19	7.05
美国标普 500	6,477	0.16	10.12
美国纳斯达克	21,580	0.39	11.75
德国 DAX	24,048	-1.29	20.79
法国 CAC	7,750	-2.75	5.01
英国富时 100	9,251	-0.75	13.19
日本日经 225	42,520	-0.27	6.58
澳洲 ASX	8,961	-0.08	9.82
台湾加权	24,520	3.18	6.45

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	44,289	-1.87	26.05
恒生工商业	14,255	0.30	26.71
恒生地产	18,097	-2.62	21.35
恒生公用事业	36,145	-0.12	1.35

资料来源: 彭博

将基于现金流折现法的目标价下调 9.7% 至 164.0 港元，对应 2026 年非通用会计准则市盈率 20 倍。维持“买入”评级。

([链接](#))

■ **中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 71 港元) - NBV 增速超预期, 营运利润增长符合预期**

平安公布上半年业绩，集团归母营运利润 (OPAT) 同比上升 3.7% 至人民币 777 亿元，对应 2Q25 同比增速 4.9%，快于 1Q25 同比增速 2.4%，基本符合预期。三大核心业务板块 (寿险、产险、银行) 的 OPAT 同比增长 1% 至 769 亿元 (占比 98.9%)，略低于我们预期。新业务价值 (NBV) 同比大幅增长 39.8% 至 223 亿元，超出市场预期，主要受银保渠道 NBV 增长驱动 (同比 +169%，占比 27%)。代理人和社区金融渠道的新业务价值分别增长 17%/43%，得益于价值率提升。1H25 集团归母净利润同比下降 9% 至 680 亿元人民币，与 OPAT 的差额 (97 亿元人民币) 主要反映：1) 寿险及健康险业务 41 亿元的短期投资波动；2) 集团合并平安好医生 (1833 HK) 所产生的 34 亿元一次性损失；3) 因股价上涨，美元及港元可转债转股权价值重估产生的 22 亿元损失。

财产险方面，上半年综合成本率 (CoR) 同比优化 2.6 个百分点至 95.2%，其中车险与非车险综合成本率均同比改善超过 2 个百分点，分别达 95.5%/94.8%。

投资方面，权益类投资增加逾 2,000 亿元，其中 FVOCI 股票贡献增量占比超过 80%，但此部分资本利得未能计回 P/L，成为中期净利润增速承压的原因之一。截至 1H25，FVOCI 股票占保险资金投资组合中股票总规模的 65.3% (2024 年末：60.2%)，较年初提升 5.1 个百分点。

基于上半年业绩 (包括核心板块营运利润增速小幅低于预期，叠加 NBV 增长快于预期)，我们将 2025-27 年每股收益预测下调 6%/5%/5% 至 7.08/7.63/8.16 元，上调 2025 年新业务价值增速预测至 26%，主要考虑三大潜在催化：1) 9 月起新一轮预定利率下调，利好各渠道价值率进一步回升；2) 平安与大型国有行、股份行和城商行拓展银保合作网点，有望带动银保保费及 NBV 维持较快增长；3) 集团内各生态体系获客协同，不断提升同一客户产品复购率等。基于分部估值法 (SOTP)，我们给出新目标价为 71.0 港元，对应 0.8 倍 FY25E P/EV，当前股价交易倍数为 0.6 倍 FY25E P/EV，维持“买入”评级。

([链接](#))

■ **华润万象生活 (1209 HK, 买入, 目标价: 43.86 港元) - 1H25 核心业务稳健 + 100% 派息, 维持买入**

公司 1H25 核心净利润同比增 15%，符合预期；收入端增 7% 略低于市场预期。核心业务购物中心运营再次展现实力，在经济环境较弱的背景下录得 19% 收入增长，毛利率提高 6 个百分点，毛利贡献占比升至 68% 的新高。非业主增值服务 / 业主增值服务营收同比分别下降 35%/33%，而基础物业管理收入同比增长 9%，增速略有放缓，主因公司主动退出低质量项目，以保障未来

毛利率及回款率。公司将 2025 财年营收增长指引从两位数下调至个位数，核心净利润增长指引仍维持两位数，这意味着利润率有望提升。公司宣布 100% 派息比例，对应股息率 5.1%。目标价下调 3% 至 43.86 港元，基于 22x 的 2025E PE，反映对业绩预期的轻微下调。维持“买入”评级，我们认为昨日（8 月 27 日）股价下跌（-9%）提供了较好的买入窗口，鉴于公司具备高于同业的增长水平、多元化布局以及较有吸引力的股息率，这在央企同业中优势凸显。

购物中心板块：再次验证优越的运营能力。尽管 2025 年上半年宏观环境面临挑战，该板块零售总额同比增长 21%，可比零售额（SSSG）同比增 9.7%，表现显著优于同业。这推动租金收入同比增长 17%，且尽管 1H25 新开业项目数量较 1H24 减少（1H25：3 个，1H24：7 个），板块营收仍实现 19% 的同比增长，反映租金抽成比例的轻微提升。我们认为板块表现再次印证了公司在把握消费趋势、招商会员运营等方面领先于同业的能力。同时板块毛利率同比提升 6.2 个百分点，毛利贡献占比升至 68% 的历史新高。

住宅板块受增值服务拖累。非业主增值收入降低 35% 受开发商业务收缩影响；社区增值收入降 33% 主要系公司出清运营效率欠佳的业务，我们认为这意味着公司将再次进入增值服务增长点探索期。基础物管收入同比+9%，在管面积增速放缓至 6%（vs 1H24/FY24 的 12/23%），1H25 净新增在管面积约 740 万方，远低于 1H24 的 2,780 万方，主因母公司交付减少、三方拓展竞争激烈影响，以及较高水平的退盘量以维护板块未来毛利率和收缴率。

派息比例 100%。自 FY23/FY24 之后公司再次 100% 派息，其中隐含基础派息比例自 1H24 的 36% 提升至 1H25 的 60% 及 40% 的特别派息。对应股息率 5.1%，与国央企同业相比具备吸引力。

维持“买入”评级。下调目标价 3% 至 43.86 港元，主要反映业绩预期下调。目标价对应 22x 2025E PE。我们认为昨日股价下跌提供了较好买入窗口，鉴于公司具备高于同业的增长水平、多元化布局以及较有吸引力的股息率，这在央企同业中优势凸显。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](#)）

■ 美东汽车 (1268 HK, 买入, 目标价: 2.8 港元) – 上半年盈利、现金流稳健；保时捷有望触底反弹

1H25 经营亏损 100 万元人民币符合预期：美东汽车 1H25 新车销量同比增长 8%，高于我们先前预测，尤其是保时捷和宝马品牌销量超预期。上半年新车毛利率-10.8% 低于预期，主要因为保时捷的低迷超此前预期。美东持续展现卓越成本控制能力，1H25 销售管理费用率仅 5.1%，为 1H21 以来最低水平。剔除无形资产和商誉减值损失 8.7 亿元后，1H25 净利润约为 5,300 万元人民币，或主要来自雷克萨斯的贡献。

保时捷若反弹将带来高利润弹性：尽管保时捷在中国面临挑战超出多数投资者预期，美东整体盈利能力仍比我们预期更具韧性。与此同时，1H25 美东已占保时捷中国总销量近 19%（2024 年为 16%）。我们将此份额增长归因于其高库存周转策略——正如我们先前报告指出，该策略当前仍然有效。我们

仍预期保时捷将从 2H25 起在中国逐步复苏，尤其在新管理团队带领下。我们观察到部分区域已出现折扣收窄迹象。

稳健现金流助其更长久生存，短期收入受益于同业关店：我们认为上半年美东销量及售后服务入场台次超预期的部分原因为同业门店关闭。美东截至 6 月 30 日门店数为 74 家，较峰值仅减少 4 家。截至今年上半年，美东仍保持净现金状况，预计 2H25 现金流将进一步改善。

盈利预测/估值：我们预测毛利率将从 1H25 的 4.7% 扩大至 2H25 的 6%，因预期宝马和保时捷新车毛利率改善，因此我们估算 2H25 净利润为 1.1 亿元。预计 2026-27 年收入将止跌，新车毛利率逐步改善，我们预测美东 2026/2027 年净利润分别为 2.01 亿元和 4.66 亿元。维持“买入”评级，目标价下调至 2.8 港元（前值：3.2 港元），基于 8x FY27E P/E。

([链接](#))

■ **英恒科技 (1760 HK, 买入, 目标价: 2.11 港元) - 1H25 毛利率承压; 下调目标价至 2.11 港元**

尽管中国汽车电子供应链竞争加剧，英恒科技上半年仍实现 5% 的同比营收增长，但毛利率同比下降 2.4 个百分点至 13.5%，反映下游主机厂客户价格战对上游供应商的利润挤压。分业务看，新能源业务因其在 MCU/BMS 领域的领先地位，上半年营收基本持平（同比-1%）；安全系统/云服务器业务在主动悬架渗透率提升和 AI 服务器需求驱动下，分别实现 27%/135% 的同比增长。车身系统业务营收同比下降 26%，主要由于退出低利润项目。

展望未来，公司披露了三方面的进展：1) 在智驾网联领域，公司推出支持 L2+ 及以上高级辅助驾驶功能（如 NOA）的 MADC4.0 域控制器（基于 J6 芯片）。2) 在机器人领域，公司通过与滴爪机器人合作拓展具身 AI 机器人业务，并正式发布 GRC1.0 高性能控制器。3) 在海外市场，上半年新增 112 个量产项目中，10 个来自出口车型或海外客户（如日本、欧洲），全球化战略初显成效。

整体上，管理层对下半年保持谨慎乐观，预计随着“反内卷”政策生效，毛利率有望逐步恢复。我们整体下调 2025-2027 财年盈利预测，基于 9 倍 2026 年市盈率，下调目标价至 2.11 港元（前值：2.34 港元）。维持“买入”评级。

([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	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.21	25.00	30%	11.0	10.5	1.8	20.0	2.8%	
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	65.70	80.00	22%	95.2	28.2	7.3	7.7	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.47	7.40	14%	12.7	11.4	0.9	7.2	5.8%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.03	8.70	24%	10.0	8.1	1.5	17.4	4.1%	
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	8.00	10.74	34%	10.7	9.0	4.1	50.4	3.5%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	19.91	18.68	N/A	11.5	10.4	3.6	38.9	0.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.22	44.95	21%	22.8	18.3	0.8	27.7	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	85.01	133.86	57%	4.4	16.1	5.0	31.0	1.6%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.60	18.61	60%	48.3	61.1	2.0	17.2	2.9%	
百济神州	ONC US	医药	买入	300.48	359.47	20%	100.8	36.6	12.8	N/A	0.0%	
三生制药	1530 HK	医药	买入	28.24	37.67	33%	6.7	21.1	2.8	37.1	2.2%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	56.30	65.10	16%	7.5	7.0	0.9	13.4	5.1%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.22	15.80	N/A	11.2	10.4	1.3	13.4	3.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	599.00	705.00	18%	22.0	19.5	4.3	20.9	0.9%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	121.66	141.20	16%	1.7	1.4	0.3	9.9	7.2%	
携程集团	TCOM US	互联网	买入	64.96	70.00	8%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.6%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.81	6.61	37%	17.2	15.0	1.7	10.9	4.9%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.20	62.96	18%	30.8	24.1	5.3	19.6	0.0%	
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	44.38	60.55	36%	20.5	16.1	1.9	10.4	1.1%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	38.66	43.22	12%	16.0	12.8	2.2	15.1	2.0%	
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.94	8.90	12%	N/A	N/A	9.1	N/A	0.0%	
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	139.34	176.00	26%	32.8	22.9	6.0	19.2	0.3%	
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	57.40	93.00	62%	17.9	14.2	N/A	18.2	0.0%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	373.50	379.26	2%	36.3	28.3	7.0	21.6	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	247.57	388.00	57%	21.9	18.9	4.0	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27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。

招銀國際環球市場或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投資評級

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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。招銀國際環球市場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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場不受美国就有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，未在美国金融监管机构(“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员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其他人。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。