

每日投资策略

公司点评/首发

全球市场观察

- 港股高开低走，公用事业、可选消费与能源领跌，仅医疗、地产与金融上涨，电讯与能源跑输，南向资金净买入 10.34 亿港元。A 股下跌，国防军工、通信与钢铁跌幅居前，金融、食品饮料与家电跑赢市场。商品价格回调，国债价格走势平，人民币小幅走高。京东 2Q 营收同比增长 22.4%，核心零售稳健增长，管理层重申对品质外卖和即时零售等新业务投入决心，但表示不参与价格战。网易 2Q 营收同比增长 9.4% 不及预期，游戏业务增长放缓。近期多地金融监管局、银行业协会提出反内卷举措，剑指房贷返点、车贷返佣、变相贴息等低水平价格战。
- 欧股连续第三日上涨，英国股市创历史新高，欧债收益率走高。美国与欧盟达成贸易协议和德国财政刺激预期提振市场情绪。欧央行降息周期进入尾声，预计 4Q 降息一次，明年将保持利率不变，欧债收益率可能小幅上升。英国 2Q GDP 环比增长 0.3% 好于预期，年内可能仅降息一次，明年随着通胀逐步回落可能有两次降息。
- 美股涨跌互现，金融、医疗与可选消费领涨，工业、材料与必选消费领跌。美国 PPI 同比增速从 6 月 2.3% 飙升至 7 月 3.3% 大超市场预期，降低市场对美联储 9 月降息预期，美股与美债下跌，美元上涨，黄金、比特币和以太坊回落。特朗普政府讨论对英特尔实施国家持股，英特尔一度大涨近 9%。巴菲特 2Q 再次抛售苹果和美银，大笔买入联合健康，投资纽柯钢铁等。
- 美联储三位官员公开给 9 月降息预期泼冷水，新晋两位美联储下任主席候选人 Sumerlin 和 David Zervos 则表态支持大幅降息。我们预计 8-9 月美国通胀将明显反弹，美联储 9 月保持利率不变，美国股债可能承压；4Q 通胀再逐渐回落，美联储 10 月和 12 月各降息一次。

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	25,519	-0.37	27.22
恒生国企	9,129	-0.23	25.23
恒生科技	5,576	-0.97	24.80
上证综指	3,666	-0.46	9.39
深证综指	2,262	-1.20	15.54
深圳创业板	2,470	-1.08	15.32
美国道琼斯	44,911	-0.02	5.56
美国标普 500	6,469	0.03	9.98
美国纳斯达克	21,711	-0.01	12.43
德国 DAX	24,378	0.79	22.44
法国 CAC	7,870	0.84	6.63
英国富时 100	9,177	0.13	12.29
日本日经 225	42,649	-1.45	6.91
澳洲 ASX 200	8,874	0.53	8.76
台湾加权	24,238	-0.54	5.22

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	45,701	-0.21	30.07
恒生工商业	14,241	-0.48	26.59
恒生地产	19,057	0.29	27.79
恒生公用事业	37,279	-0.76	4.53

资料来源: 彭博

公司点评/首发

■ 京东 (JD US, 买入, 目标价: 49.4 美元) - 外卖投资拖累短期利润但目标明确

京东公布了 2Q25 业绩: 营收为 3567 亿元人民币, 同比增长 22.4% (2Q24: 1.2%; 1Q25: 15.8%), 较招银国际预期和彭博一致预期均高出 6%, 这得益于京东零售超出预期的营收增长以及外卖业务带来的额外物流履约相关收入。Non-GAAP 净利润为 74 亿元人民币, 同比下降 49%, 这是由于对外卖业务的额外投资所致, 但较市场预期高 38%, 主因京东零售的营业利润超出预期 16%。新业务的经营亏损为 148 亿元人民币, 较我们之前预期的 106 亿元更高, 主因外卖投入较预期更高。管理层强调了与电商业务令人鼓舞的早期协同效应, 包括 2Q25 京东平台的季度活跃用户和购物频率同比增长超过 40%, 以及从外卖用户到电商业务的交叉销售稳步增加。鉴于订单量的增加, 我们预计 3Q25 外卖业务的经营亏损将环比扩大, 尽管这可能会被单位经济效益的改善部分抵消。我们认为, 与电商业务的协同效应和可持续性, 以及集团层面盈利增长的更明确前景, 仍然是股价的关键驱动因素。我们基于现金流折现法的目标股价微调至每 ADS 49.4 美元 (前值: 50.0 美元), 以考虑外卖业务可能比预期更大的投资。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 网易 (NTES US, 买入, 目标价: 160.0 美元) - 2Q25 业绩符合预期; 看好游戏 2H25 前景

网易公布 2Q25 业绩: 总营收同比增长 9% 至 279 亿元人民币, 较一致预期低 2%; 非 GAAP 净利润同比增长 22% 至 95 亿元, 基本符合一致预期。我们认为游戏营收增长不及预期可能会影响短期投资者情绪, 但同时也注意到公司 2H25 游戏营收增长仍具备韧性 (我们预计同比增长 13%), 主要由常青游戏的稳健表现及 2Q25 合同负债的强劲增长所推动。我们维持 FY25-27 盈利预测基本不变。考虑游戏行业估值提升, 我们将基于 SOTP 的目标价上调至 160.0 美元 (前值: 136.5 美元)。考虑公司 2H25 良好的游戏业务和盈利前景, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 多点 (2586 HK, 买入, 目标价: 16.0 港元) - 1H25 业绩点评: AI 赋能零售解决方案, 提升运营效率

多点公布 1H25 业绩: 总收入同比增长 15% 至 10.8 亿元人民币, 相当于我们全年预期的 49%; 经调整净利润同比增长 153% 至 7700 万元, 相当于我们全年预期的 57%, 主要得益于组织架构优化以及运营效率提升。1H25 多点持续升级其零售解决方案, 并借助 AI 推动业务增长与运营效率提升。同时, 公司积极把握 Web3 领域机遇, 与 HashKey 达成合作, 并启动稳定币牌照的申请筹备工作。我们维持财务预测及 16.00 港元的目标价 (基于 6x FY25E EV/sales)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 25 港元) - 2Q25 业绩稳健, 期待下半年新车上市

2Q25 毛利率超预期: 2Q25 收入基本符合我们此前预测, 尽管销量环比持平且受价格战影响导致终端折扣增加, 但综合毛利率环比改善 1.3 个百分点至 17.1%, 较我们的预测高出 1 个百分点, 超越市场预期。虽然销售及管理费用略高于预期, 但得益于毛利率的强劲表现, 2Q25 净利润达 36 亿元, 符合我们的预测且优于大部分投资者预期。

新车型矩阵扩容，增长潜力广阔：展望下半年，吉利旗下三个品牌将推出五款全新新能源车型。基于过去一年的成功经验，公司已证明其在新能源时代打造爆款车型的能力。当前产品线仅覆盖部分细分市场（如小型车、紧凑型 SUV 及中大型轿车），而在紧凑型轿车、中型轿车和中大型 SUV 等领域仍缺乏竞争力产品。下半年新车型银河 A7、M9 及星耀 6 将精准切入这些市场，凭借有竞争力的定价，具备成为爆款的较大潜力。我们将 2025 年销量预测从 300 万台上调至 302 万台。

盈利预测和估值：基于极氪和领克整合后的协同效应超预期，我们将 2025 年毛利率预测上调 0.7 个百分点至 16.7%（2H25E：17.0%）。同时，为更准确反映领克并表影响，销售费用及财务成本相应上调。综合调整后，2025 年盈利预测小幅上调至 177 亿元。2026 年销量预测升至 326 万台，毛利率预测上调 1 个百分点至 17.0%，推动净利润预测上调 1.2%至 186 亿元。维持“买入”评级，目标价上调至 25 港元，基于 13 倍 2026 年市盈率。（[链接](#)）

■ **极智嘉（2590 HK，首次覆盖-买入，目标价：26.7 港元）- 全球仓储自动化 AMR 领域新星；港股稀缺标的**

基于自主移动机器人（AMR）领域的技术创新，并在全球 40 个国家拥有逾 800 家终端客户，极智嘉（2024 年海外收入占比达 72%）有望在未来数年充分把握仓储履约 AMR 渗透率结构性提升的机遇。我们通过比较同业产品及测算客户投资回报率，进一步确认了极智嘉的竞争优势。我们预测极智嘉 2024-27 收入复合年增长将达到 34%，并有望自 2026E 年起实现有意义的盈利。作为港股市场首家仓储 AMR 企业，我们认为极智嘉具备稀缺性价值。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 26.7 港元（基于 7.7x 2026E P/S）（[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	18.95	24.00	27%	11.0	10.6	1.7	19.8	2.7%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	65.00	72.00	11%	295.5	63.7	7.2	1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.70	7.40	10%	13.1	11.8	0.9	7.2	5.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.21	8.70	21%	10.3	8.3	1.6	17.4	4.0%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.30	2.42	5%	67.6	23.0	3.5	6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.42	10.54	42%	10.2	8.6	4.0	49.6	3.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.90	18.68	4%	10.3	9.3	3.3	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.19	44.95	18%	2.9	2.3	0.8	24.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	82.24	133.86	63%	4.2	15.5	4.8	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.49	18.61	62%	11.7	9.9	2.0	17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医药	买入	309.69	359.47	16%	163.0	39.2	13.7	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.96	37.67	18%	7.6	23.7	3.2	37.1	1.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.90	65.10	12%	7.7	7.2	1.0	13.4	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.38	15.80	N/A	11.3	10.4	1.3	13.4	3.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	590.00	705.00	19%	19.8	17.5	4.3	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	122.28	141.20	15%	1.7	1.4	0.3	9.9	8.4%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	60.31	70.00	16%	2.4	2.2	0.3	10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.14	6.13	19%	19.0	16.1	1.8	11.4	4.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.20	66.00	24%	30.2	24.1	5.2	15.7	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	45.56	63.54	39%	19.9	16.6	1.9	11.1	0.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	38.80	43.22	11%	16.0	12.9	2.2	15.1	2.0%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.55	8.90	18%	N/A	N/A	8.9	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	122.84	176.00	43%	28.9	20.2	5.3	19.2	0.4%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	61.00	93.00	52%	17.6	13.5	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	341.66	379.26	11%	24.6	19.2	6.4	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	233.37	388.00	66%	20.7	17.8	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 14 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。