

每日投资策略

宏观、公司点评

全球市场观察

- 港股大涨，医疗、资讯科技与可选消费领涨，公用事业、电讯与能源跑输，南下资金净卖出 82.77 亿港元。A 股上涨，通信、有色与电子涨幅居前，银行、煤炭与食品饮料下跌。煤炭、钢铁与非金属建材价格下跌，国债价格上涨，人民币小幅走高。腾讯 2 季度净利润同比增长 17%超预期，营收增长 15%，AI 驱动营销服务收入增长 20%。
- 个人消费贷款贴息政策释放出中国提振消费和推进经济再平衡的政策信号，有助于缓解通缩预期，提振股市和压制债市。因高温天气支撑用电需求和钢材等高耗能产品出口大幅增长，煤炭需求保持高位，价格持续反弹超过 10%。中国 7 月社融存量与 M1 增速持续回升，显示经济延续复苏，但贷款疲弱，因家庭购房需求和企业资本支出依然疲弱。央行将保持流动性宽松，4 季度可能进一步降准 50 个基点、降息 10 个基点。
- 日本 CPI 增速已连续三年多超过 2% 目标，日本央行部分官员呼吁放弃模糊的“潜在通胀”指标，改为关注实际通胀和通胀预期，调整偏鸽派的沟通方式，可能为 4 季度加息铺平道路。日债再度遇冷，5 年国债拍卖需求降至 5 年最低，10 年国债周二零交易。
- 美股上涨，材料、医疗与可选消费领涨，通讯服务、必选消费与信息技术下跌。贝森特称 9 月可能降息 50 个基点，合理利率水平应该比当前低 150-175 个基点，提振市场风险偏好，小盘股大涨，币圈新贵 Bullish 上市首日暴涨，中概股跑赢美股大盘。
- 美债收益率回落，美元指数下跌。黄金小幅走高。原油库存意外增加、需求预期下调和美俄元首会晤预期打击油价，IEA 称明年全球石油供应可能严重过剩。以太坊和比特币上涨，以太坊第一财库 Bitmine 宣布通过增发 200 亿美元股票为购买更多以太坊筹资，同时以太坊 ETF 吸引大量资金流入。

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	25,614	2.58	27.69
恒生国企	9,150	2.62	25.52
恒生科技	5,631	3.52	26.02
上证综指	3,683	0.48	9.90
深证综指	2,289	1.33	16.94
深圳创业板	2,497	3.62	16.57
美国道琼斯	44,922	1.04	5.59
美国标普 500	6,467	0.32	9.95
美国纳斯达克	21,713	0.14	12.44
德国 DAX	24,186	0.67	21.48
法国 CAC	7,805	0.66	5.75
英国富时 100	9,165	0.19	12.14
日本日经 225	43,275	1.30	8.47
澳洲 ASX 200	8,827	-0.60	8.19
台湾加权	24,370	0.88	5.80

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	45,800	1.46	30.35
恒生工商业	14,310	3.37	27.20
恒生地产	19,002	1.53	27.42
恒生公用事业	37,564	0.32	5.33

资料来源：彭博

宏观点评

■ 美国经济-核心通胀反弹，降息可能更晚

美国 7 月 CPI 增速小幅回落，主要因能源价格下跌带动，但核心 CPI 增速延续反弹。核心商品环比增速持平，核心服务价格大幅反弹。数据公布后，市场预期 9 月降息概率从 86% 升至 94%，全年降息幅度预期升至 60 个基点。

我们预计美联储 9 月可能保持利率不变，10 月和 12 月各降息一次。一方面，8-9 月通胀将明显反弹，商品和核心服务通胀均将走高；另一方面，近期新增非农就业下降既有需求放缓因素，也有移民劳工供应减少等因素，失业率仍在历史低位。（[链接](#)）

■ 中国经济-货币流动性持续宽松

8 月社融存量增速延续回升，M1 和 M2 增速创近年来新高，预示经济复苏可能持续。但在通缩背景下，家庭住房需求和企业资本支出依然疲软，人民币贷款环比负增长。

展望未来，中国央行可能保持流动性宽松，维持低货币市场利率，以刺激信贷需求，这将提振中国股市和大宗商品价格。2025 年第四季度，由于基数上升和政策刺激效应减弱，住房销售和耐用品消费同比增速将明显放缓，央行可能将下调 RRR 50 个基点，下调 LPR 10 个基点。

第三季度美国通胀可能反弹，中国通缩可能加剧，美元/人民币汇率可能小幅上涨。第四季度，美国通胀可能再次下降，中国可能推出新一轮财政刺激以提振消费，美元/人民币汇率可能再次下跌。我们预计 2025 年底美元/人民币汇率达到 7.10 左右。（[链接](#)）

公司点评

■ 腾讯 (700 HK; 买入; 目标价: 705.0 港元) - 2Q25 业绩: 游戏及营销业务增长强劲; AI 赋能业务增长

腾讯公布 2Q25 业绩: 总营收与非 IFRS 运营利润分别同比增长 15% 和 18%，达到 1,845 亿元和 692 亿元，较一致预期分别高出 3% 和 4%，各业务线增长均好于预期。高利润率游戏及营销业务保持强劲增长势头（分别同比增长 22% 和 20%），推动公司毛利率同比提升 3.6 个百分点。考虑游戏和营销收入增长好于预期以及公司高质量增长战略持续推进，我们将 FY25-27 非 IFRS 净利润预测上调 1%-4%。我们将基于 SOTP 的目标价上调至 705.0 港元（前值: 660.0 港元）。在公司良好的竞争壁垒支撑下，短期我们看好公司盈利增长确定性，长期看好公司在 AI 领域的发展机会。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 鸿腾精密 (6088 HK; 买入; 目标价: 4.96 港元) - 2Q 业务转型加速; AI 线缆/液冷/电源/汽车增长动能维持

鸿腾精密 2025 年第 2 季度业绩基本符合预期，收入/净利润同比增长 9%/13%（而 1Q25 为同比+14%/-39%）。在与管理层进行业绩后 NDR 交流后，我们看好鸿腾在第二季度业务转型加速，其中两大战略性业务板块包括 AI 云业务/汽车业务的 2Q 收入占比已经提升至 36%（2024 年为 24%），并且分别在第二季度同比增长 28%/115%。第二季度毛利率 (GPM) 为 17.8%，同比下降

2.6 个百分点，主要受关税影响、汇率不利因素以及产品组合变化所致。第二季度净利润同比增长 13% (1Q25 为同比-39%)，主要得益于销售稳健以及联营公司收益（对比 2024 年上半年亏损），但被较高的有效税率所部分抵消。整体来说，我们对鸿腾面向 2026-27 年的“3+3 战略”持积极态度：1) 云/AI 服务器产品（在处理器接口/共封装光学器件 CPO 方面获得项目；在电源/液冷方面市场份额提升），以及 2) AirPods 产能提升（预计 25 财年达到 2-3 条产线，长期 LT 目标为 6 条产线）。我们认为近期股价上涨（1 个月内+52%）反映了市场对 AI 服务器中液冷/散热机遇的乐观看法。我们调整了盈利预测，小幅下调 2025-2027 年每股收益 (EPS) 预期 5-15%，以反映 2025 年上半年业绩、新指引以及 2026 年的项目赢取情况。基于滚动的 16 倍 2026 年预期市盈率（先前为 14.2 倍 2025 年预期市盈率）新目标价为 4.96 港元，这与 8 年历史平均市盈率一致。该股当前股价对应 20.1 倍/13.6 倍的 2025 年/2026 年预期市盈率，我们认为具有吸引力。维持“买入”评级。催化剂：AI 服务器（液冷/电源）产能提升、AirPods 更新信息。（[链接](#)）

■ **361 度(1361 HK；买入；目标价：7.09 港元) - 全年指引维持，但我们仍有担忧**

我们预计公司达成 25 财年指引的概率较高，但仍存在一定的风险与隐忧。我们对 25 财年的指引（特别是下半年 10%-15% 的销售增长目标）仍有信心，原因包括：1) 361 度产品定价仍低于同业，可持续受惠于消费降级需求，2) 篮球品类增长强劲（得益于与 Nikola Jokic 的首个中国行活动），3) 多款明星单品持续热销（如飞飏 2、飞燃 4 跑鞋、Big3 5.0、DVD3 与 Joker1 篮球鞋），4) 超品店持续扩张（25 财年目标达 100 家），5) 电商销售增速较快（虽下半年可能放缓，但仍高于线下），6) ONE WAY 品牌的重启（在 25 年 10 月前将新开约 5 家经销商店）。但同时也要留意以下隐忧：1) 开店计划风险，虽然超品店录得增长，但相关经销商或会关闭部分常规店，所以未来销售及订货会增长不一定带来太大利好，特别是成人门店数在 2025 年上半年仍有环比下降，2) 线下单店销售承压，受客流疲弱及竞争加剧影响，若同店销售增长持续偏低或转负，或削弱未来订货会信心，3) 库存天数攀升，2025 年上半年已升至 109 天，接近 20 财年水平，若持续恶化，未来零售折扣或需加大，或将增加存货拨备。

维持买入评级，目标价上调至 7.09 港元（基于 11 倍 25 财年预测市盈率）。我们将 25/26/27 财年净利润预测下调 3%/5%/6%，以反映线下增长放缓、开店速度减慢及营运费用控制转弱。目标估值由 9 倍上调至 11 倍 25 财年预测市盈率，反映其增速优于同业及更高的派息比率。目前股价估值为 9 倍 25 财年预测市盈率和 6% 股息率，仍低于行业平均的 12 倍（特步 10 倍、李宁 16 倍、安踏 17 倍）。

25 年 7 月至 8 月中零售流水走势与 2 季度相约。管理层表示该期间属淡季，线下零售增长约 10%、电商约 20%，折扣水平环比持稳（约 7 折）。

25 财年指引维持，但管理层预期下半年走势或与上半年相似。管理层重申了 25 财年的目标：销售增长 10%-15%（主要受销量所带动）、毛利率 40%-42%、营销费用占比 10%-13%、研发费用占比 3%-4%、净利润率 10%-12%。管理层对上半年动能延续至下半年仍有信心。

超品店进展更新。25 年上半年已新开约 49 家超品店，全年目标 100 家。门店面积平均 800-1,000 平方米，SKU 约 700-800（服装 400-450 款、鞋类

250-300 款)。销售结构中，畅销款占 20%-30%、大众性价比款 40%-50%、过季款 20%-30%。平均零售折扣 6 到 7 折（常规店约 7 折），批发折扣约 32 折到 38 折（常规店约 38 折）。由于单店销售额更高、单客购买件数达 4-5 件，分销商净利率与普通店大致相同。现时 6%/40%/54%的超高端门店位于一/二/三线及以下城市。

25 年上半年业绩略逊预期，派息比率提高但库存水平令人担忧。期内销售同比增 11%至 57 亿元人民币，净利润增 9%至 8.58 亿元，略低于彭博对全年 13%/14%的增长预期。主要拖累来自利息收入低于预期（3,900 万元人民币）。若剔除此因素，净利润或可增长 14%。派息比率由 24 年上半年的约 40%提高至 45%。然而库存按年升 30%至 18.9 亿元，天数也接近 20 财年水平，需关注后续折扣与拨备风险，另外应收应付仍算健康。分渠道看，电商增长 45%，非常亮眼，但线下销售持平。分品类看，跑鞋/篮球鞋/休闲鞋销售按年增幅分别为 20%以上/10%/10%。（[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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.30	24.00	24%	11.2	10.8	1.8		19.8	2.7%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	64.50	72.00	12%	293.2	63.2	7.1		1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.69	7.40	11%	13.1	11.7	0.9		7.2	5.7%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.36	8.70	18%	10.5	8.5	1.6		17.4	3.9%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.33	2.42	4%	68.5	23.3	3.6		6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.40	10.54	42%	10.1	8.6	4.0		49.6	3.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.90	18.68	4%	10.3	9.3	3.2		38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.97	44.95	15%	3.0	2.4	0.8		24.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	83.22	133.86	61%	4.3	15.7	4.8		31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.53	18.61	61%	11.8	9.9	2.0		17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医药	买入	307.51	359.47	17%	161.8	38.9	13.6		N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.08	37.67	21%	7.4	23.1	3.1		37.1	1.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	56.80	65.10	15%	7.5	7.1	0.9		13.4	5.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	17.43	15.80	N/A	10.8	9.9	1.3		13.4	3.9%
腾讯	700 HK	互联网	买入	586.00	660.00	13%	21.7	19.8	4.2		20.5	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	126.86	141.20	11%	1.7	1.5	0.3		9.9	8.1%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	61.86	70.00	13%	2.5	2.2	0.3		10.3	1.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.91	6.13	25%	18.2	15.3	1.7		11.4	4.5%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.25	66.00	24%	30.3	24.1	5.2		15.7	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	46.50	63.54	37%	20.3	17.0	2.0		11.1	0.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	40.86	43.22	6%	16.9	13.6	2.3		15.1	1.9%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.37	8.90	21%	N/A	N/A	8.6		N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	124.19	176.00	42%	29.2	20.4	5.3		19.2	0.4%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	58.50	93.00	59%	16.9	13.0	N/A		18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	331.31	379.26	14%	23.8	18.6	6.2		21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	237.03	388.00	64%	21.0	18.1	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 13 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定。

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定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。