

投資全方位

金針集

高利率、高關稅衝擊下，美國經濟走下坡，但美股繼續在歷史高位徘徊，呈現嚴重泡沫化，尤其是科技股為主的納斯達克指數估值堪稱史上最貴，走勢最為高危，醒目資金不敢貿然大手投資，其中陷入財困的芯片企業英特爾（INTC.US），結果要由美國當局入股打救。

近日華爾街股市對利好消息無反應，包括中美關稅休戰期延長、就業數據強化下月減息預期，以及俄烏有望停戰等消息，都無法推動美股大幅上升，只是在歷史高位進行拉鋸，似乎投資者傾向在現水平沽貨套現。事實上，特朗普政府突然擴大加徵鋁鉛50%關稅範圍，包括逾400種包含鋁鉛的金屬產品，如摩托車、餐具等，市場憂慮特朗普繼續向個別行業的進口產品開刀，肆意加徵重稅，美國企業業績持續受到不明朗的關稅政策衝擊，令華爾街股市易跌難升，表現持續落後於全球股市。

大衛

估值史上最貴

美科技股高危



市盈率逾35倍 納指沽壓最大

美國經濟增長主要動力來自私人消費，但最新零售數據十分疲弱，7月零售銷售環比增幅放慢至0.6%，6月的增幅為0.9%，顯示關稅加劇通脹，影響私人消費，三季度經濟再度滑坡，甚至見紅的機會不低，美企業績好極有限，疲弱的基本因素難以支撐美股持續上升，見頂回落的機會很大。事實上，美國銀行調查顯示，逾91%投資者認為美股被高

估。近日，以科技股為主的納斯達克指數、加密貨幣價格急速回落，其中比特幣價格失守11.5萬美元，從歷史高位插水近10%，對美國科技股有啟示，反映有資金從風險資產大舉出逃，平均市盈率逾35倍的納斯達克指數沽壓明顯最大。

AI開支投入大 美企吃不消

美國科技企業持續巨額投入人工智能（AI）領域，但投入與回報不成比

◀隨着納指的市盈率上升至逾35倍，其下跌的壓力也愈來愈大。



例，對持續燒錢開始感到吃不消。據聞Meta（META.US）計劃縮減AI部門規模，裁減相關人手，有可能引發股市獲利回吐，拖累美國科技股。近日，美國麻省理工學院發表一份份淡美國科技股的報告，直指95%企業投資生成式AI的回報為零，即時引起市場對美國科技股估值不合理地高昂，出現泡沫化的擔憂，AI芯片巨企英偉達（NVIDIA.US）股價單日急挫3.5%，令人關注市場對有升無跌的美國科技股信心是否開始出現潰

散。

英特爾財困 靠政府出手打救

值得注意的是，美股高處不勝寒，堪稱史上最貴的美國科技股，現水平難以吸引資金大手接貨，何況陷入財困、芯片代工業務虧損的英特爾，如同燙手山芋，市盈率高達53倍，估值之貴堪比2000年科網狂潮，此時更加乏人問津。曾經傳出高通（QCOM.US）、台電出資收購英特爾，最終沒有成事，結果要由特朗普政府入股打救。英特爾計劃出售10%股權，以換取逾100億美元政府資金補助，美國政府將成為英特爾最大股東，這樣才找到日資軟銀集團願意入股英特爾2%股權，涉及資金20億美元，反映市場對缺乏技術工人與生產配套、成本高昂的美國芯片代工業務前景態度十分審慎，恐怕英特爾如無底深潭，美國政府需要不斷注資，而變身「國企」的英特爾將成為重大財政負累。

華爾街股市在過去十多年來持續瘋漲，未曾出現大調整，尤其是科技股價值嚴重高估，一旦泡沫大爆破，掀起的金融巨震不容低估。

心水股	中銀香港（02388）	泡泡瑪特（09992）	騰訊控股（00700）
-----	-------------	-------------	-------------

港股波動持續 高息股看高一線

頭牌手記 重上25000點關的港股，昨日又接受回吐的考驗，恒指甫開即為全日最高的25216點，然後緩緩後撤，最低見25000點，力守此關。好淡爭持，互有攻守，整體大市續呈個別發展之勢，個股有升有降，收市報25104點，跌61點。全日總成交2394億元，較上日少658億元。

中銀重上37元 準備下一升浪

20隻熱門股，升8隻，跌12隻。板塊輪動持續，造好者有電信及其晶片股。科網平台股不濟，僅騰訊（00700）仍能上升，其餘阿里（09988）、小米（01810）、美團（03690）俱跌。本地銀行股表現不差，剛公布業績的東亞（00023）收13.52元，升6.7%，原因是中期盈利增14%，派息39仙，增25%。如此

「雙增長」，自然為市場受落。另外，滙控（00005）重上百元大關，收100.9元，升1.4%，亦屬悅目。至於訂下周五（29日）公布的中銀香港（02388），亦見「步頭有力」，重拾37元關，收37.04元，升0.5%，似乎正為其下一波升浪打穩根基。

內地三大電訊股俱現強勢。升幅最大的是「細細粒」的聯通（00762），收10.36元，升3.3%。中移動（00941）亦不示弱，收89.4元，升1.1%。中電信（00728）收6.27元，升0.48%。三股都採「快速除淨」戰術。中移動除息日為9月1日，其餘兩家是9月2日除淨。想收高息，唯有「要買趁早」了。

港交所（00388）同樣是9月2日除淨，但昨日的表現未如人意，高位見447元後就被回吐貨狠狠壓住，曾低見439.4元，收市442.2元，僅升1元

（0.2%），成交頗暢旺，有26億元，可見好淡確實打過一場硬仗。大行出報告，調高港交所目標價至500元，包括花旗、大摩、中金在內。目標價如此一致，亦屬罕見。

平保（02318）下周二派「成績表」，昨日高低價位上落近1元，高位58.4元，低位57.45元，收57.9元，微漲0.1%。不過，其子公司平安好醫生（01833）又再脫穎而出，大漲11%。保險+互聯網醫療+居家养老服务，這一獨特經營模式充分顯現協同效應，獲多家大行認同及推介。

展望後市，上落波動仍然持續，波動範圍分闊與窄。闊範疇是24800至25800點；窄範圍為25300至25500點，繼續個別發展，應對方法仍是「炒股不炒市」。從投資收息的角度，選擇相對高息的股份，買入、收息、持有，此三部曲可以續唱。

「十五五」宜加強高效投資

財經縱橫 前文（8月15日B4版）談到中國已開始規劃「十五五」計劃。由於中國正處關鍵時期，故有必要進一步詳加探討。國內方面，中國的經濟尤其科技發展已到了重大新突破前夜，不進則退，必須應對好新挑戰掌握好新機遇。從宏觀層面看，必須真正解決內需疲軟及房地產泡沫問題，人口下降的趨勢必須扭轉。從發展層面看，必須破開「卡脖子」技術制約，並加快實現工業化4.0。國際方面，百年巨變可能正進入世界地緣格局突變前夜，西方沒落而南方問題不少，中美決戰日趨接近，全球化及國際分工形態面臨深度重組。中國必須扮演好大國角色及承擔必要的大國責任。總之，在內外形勢夾逼下，中國的歷史發展又到了關鍵時期，「十五五」的戰略重要性不言而喻，既要想得高看得遠，又要站得實行得穩。

無疑「十五五」是發展要加快步伐以至衝刺之時，為此必要的根本策略是以針對性的有效投資帶動發展，並由此擴大內需推高增長，也只有如此才能達至新工業革命和建設新質經濟。消費絕不能起到上述作用，何況在緊要關頭必須投資拼搏在先，消費享受在後。當然最根本問題是如何選擇高效投資，這須予深入探索。以下就分批對幾個戰略性領域作簡括描述，包括極西開發、新農業、新能源及新交通新通訊等。

極西指新疆及青藏高原等最西部開發度最低地區。過去西部大開發取得了重大成效但後勁不足，極西雖受惠但未能改變發展度偏低的格局，故必須成為國家區域發展重點加力推動。此區的戰略重要性不容輕視，對穩定邊疆、改善少數民族生活、「一帶一路」沿邊開放及資源開發利用等均有深遠意義。最近的國際地緣政局巨變更令極西開發必須全面加速。印度在山南及拉達克地區滋事、印巴戰火、中東亂局、美以攻擊伊朗等，均會加快開發邊區的需要更為緊迫，尤其鐵路及通往鄰國的交通建設。此外國際形勢急變令中國更須注意經濟安全，而中國高度依賴國際資源供給的問題更形凸顯：「卡脖子」不單是在技術上，也同樣出現在資源供給上。

雅江水電工程振奮人心

極西地區的農牧礦資源豐富，風光及地熱能源充沛，還有青藏高原凍土帶的可燃冰等，均應及早開採利用。經濟要開發交通能源等基建必先行。鐵路尤為重要，幸好近年已建成南疆環沙漠鐵路，並正建設川藏、滇藏及通往尼泊爾邊境鐵路，但仍有不少缺口待填補，例如新藏鐵路和西藏東西連貫鐵路等。雅魯藏布江下游超級電站動工是大喜訊，但其他能源建設也應積極推行。還有議論多年的極西南水北調項目，也應予更積極研究及部署。

AI推動廣告點擊率 騰訊可逢低布局

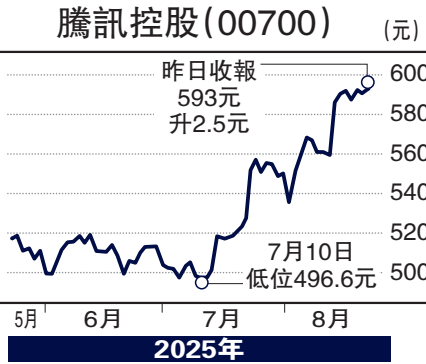
個股解碼 騰訊控股（00700）二季度實現營收1845億元（人民幣，下同），同比增長15%；經調整淨利潤631億元，同比增長10%。集團毛利潤為1050億元，同比增長22%，對應整體毛利率為57%，同比增長4個百分點。

最新上線遊戲受追捧

集團在二季度的遊戲業務總營收為592億元，其本土遊戲收入同比增長17%至404億元，主要得益於《三角洲行動》的貢獻，以及《王者榮耀》、《和平精英》等常青遊戲的良好表現；海外遊戲收入同比增長35%至188億元，主要受明星產品《PUBG Mobile》和新作《Tuning Awakening》的驅動。騰訊最新在內地上線的《無畏契約：源能行動》首

日下載量超過17萬人次，來自iPhone用戶單日流水超過100萬元，有望成為下一款頭部射擊遊戲，集團同時還儲備了《異人之下》、《雪中悍刀行》等項目，為遊戲業務的中長期發展提供支撐。

此外，得益於AI（人工智能）驅動的廣告技術升級，以及微信交易型生態的廣告收入，集團二季度營銷服務營收同比增長20%至約360億元，



毛利率同比增長2個百分點至58%。AI不僅帶來更精準的廣告定向投放提升點擊率，使用生成式AI製作廣告素材也帶來了更多的廣告需求，推高單次點擊收入。目前騰訊短視頻的廣告加載率僅為中低個位數，較同行平均水準仍有較大的提升空間，未來AI原生應用內的體驗也將帶來新的流量，支持集團廣告收入以相當健康的速率繼續增長。

騰訊擁有龐大的流量生態基礎和高技術壁壘，隨着AI持續賦能集團廣告業務以及遊戲業務生態布局長遠，我們認為集團業績有望持續釋放。截至昨日收盤，騰訊遠期PE（市盈率）約18.2倍，較5年均值低9%，估值仍有上升空間，建議投資者逢低布局。

（作者為招商永隆銀行證券分析師、證監會持牌人士，並沒持有上述股份）

續租策略積極 冠君分派水平穩

財語陸陳永陸 受香港商業地產市場持續挑戰影響，包括辦公室租金負向調整及零售環境波動，冠君產業信託（02778）的租金收入及可分派收入均錄得按年下降。

然而，受益於香港銀行同業拆息（HIBOR）下降帶來的利息支出減少，以及積極的租約續約策略，信託維持了穩定的分派水平。期內可分派收入下跌12.6%至4.76億元，而每基金單位分派減少13.3%至0.0701元（2024年：0.0809元）。信託的租金

收益總額下跌7.6%至10.29億元，主因為續租租金下跌及零售銷售疲軟。物業經營淨開支增加6.2%至1.7億元，主因是花園道三號今年續簽多份大面積租約，導致佣金支出上升。

拆息降 利息支出減少

冠君今年上半年到期的12億元銀行貸款及中期票據已成功透過新的貸款進行再融資，並有新的貸款人加入銀團。

期內信託未提取的已承諾備用信貸額度達29億元，足以滿足下半年未償還債務。而簽訂新的利率掉期合約

後，固定利率債務比例於為45.5%。鑒於香港銀行同業拆息自今年5月起下跌，信託得以在報告期末段節省利息支出，現金融資成本從去年同期的3.09億元，跌至2.91億元。資產負債比率則維持在24.5%的健康水平。

展望2025年下半年及未來，冠君面臨混合環境前景仍具挑戰，惟近期調整已反映未來的不明朗因素，股價現時相等於預測收益率約為6.7%，價值逐漸變得吸引，值得中長線留意。

（作者為獨立股評人）

泡泡瑪特產品熱賣 毛利率創新高

慧眼看股市 馮文慧 泡泡瑪特（09992）剛公布2025年半年業績，收入達138.8億元（人民幣，下同），按年飆升204%；經調整淨利潤47.1億元，按年大升362%。

今次業績亮點可證明，集團不再單靠Labubu撐業績，而是成功培育出Labubu2.0、Labubu3.0。Labubu率領的THE MONSTERS營收48.1億元，佔總營收約三分之一。Molly、Skullpanda、Crybaby同Dimoo四大IP亦齊齊衝破10億元營收，另有13個藝術家IP收入亦過億，公司的IP孵化技術真心令人佩服。期內毛絨公仔收入首次超過手辦，達61.4億元，按年大增12.8倍，反映泡泡瑪特不單止是盲盒股，更是毛絨玩具股、潮玩股、IP股、二次元股等。

海外市場收入按年增439%（國內增135%）。雖然CEO王寧原本想今年國內外五五開，變到目前的六四開，但事實上兩邊齊齊高增長亦都是好事。最值得一提是，半年毛利率創新高，達70.3%。而海外毛利率更超國內，想不到Popmart在國際市場上定價權那樣強。期內銷售費用率、管理費用率都有按年下跌，毛利率亦反升6個百分點，

反映集團成功控制成本，但又做多了生意，真是強勁的商業操作。

全年利潤料增3.5倍

在去年下半年的業績高基數，相信要延續高增長仍有一定壓力。但看今年上半年的強勢，估計全年100億至120億元利潤，按年升近350%應該問題不大。而現價預期市盈率（PE）近40倍，消費股的角度上看的確很貴，但對比起之前近50倍的PE，其實仍有上升空間；加上新消費概念，相信市場對其估值亦要重新定義。至於市值能否衝上至4500億？相信下次財報公布時或會知曉！

（作者為致富證券研究部分析師、證監會持牌人士，並沒持有上述股份）

