

2025年下半年

港股市場研究報告

「盛事」下的「盛市」



目錄

穩步上行，後市向好 3

港股領跑全球主要國際金融中心 3

美元走弱，人民幣轉強，利好港股 4

價量齊升，市場訊號積極 5

IPO 表現亮麗，集資反應熾熱 5

「盛事經濟」呈現強勁活力 6

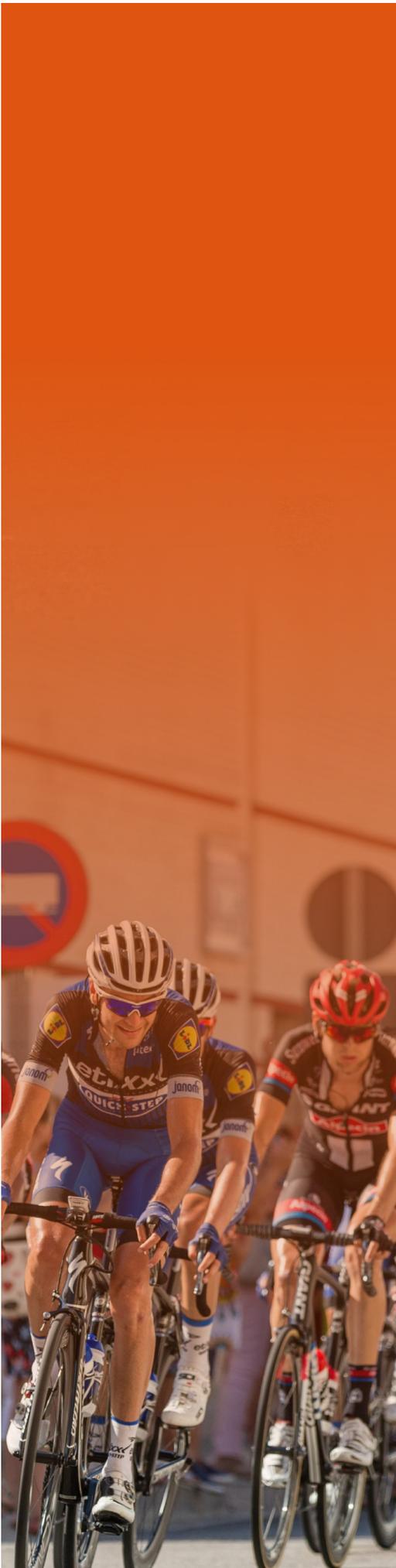
香港盛事經濟 6

內地盛事經濟 7

盛事經濟受惠板塊 8

 娛樂板塊 8

 旅遊板塊 11



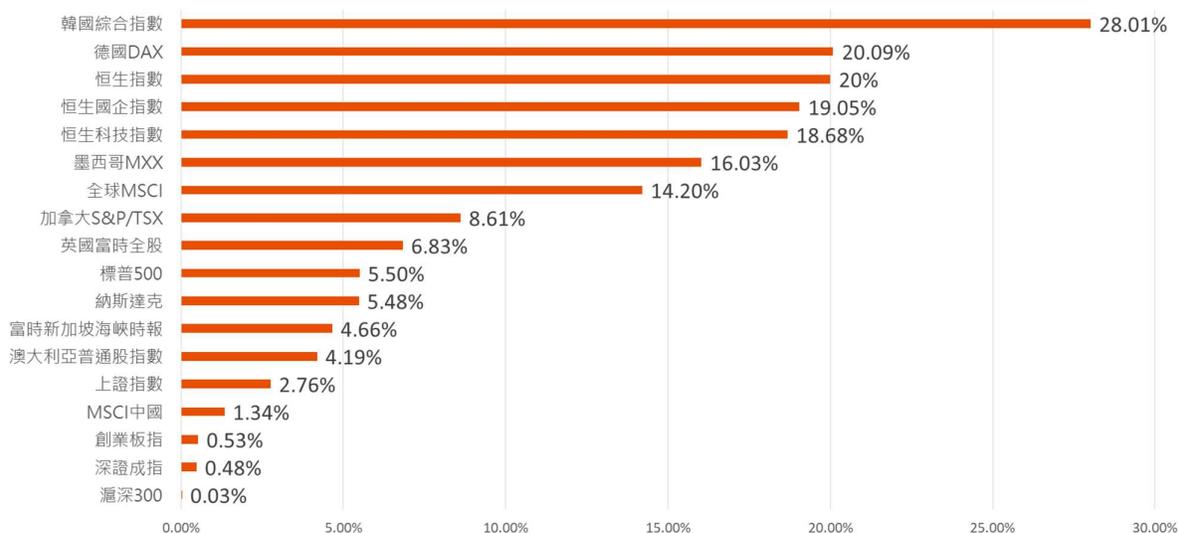
穩步上行 後市向好

港股領跑全球主要國際金融中心

2025 年上半年，儘管面臨特朗普當選就任及關稅政策搖擺不定等風險因素影響，全球股票市場在波動中整體走出去年陰霾（圖 1），MSCI 全球指數上漲 14.2%。年初恒指在 22,000 點附近波動，主要受惠於中國內地經濟政策的實際支持、鼓勵新股來港上市，以及 AI DeepSeek 等利好因素，恒指一度攀升至 24,000 點高位。4 月受美國關稅政策衝擊，恒指曾單日暴跌 13.22%，創近年最大跌幅，但其後逐步修復，再度攀升至 25,700 點水平。

香港股市憑藉 20% 的漲幅，在全球各大國際金融中心中表現最佳。恒生指數較年初上漲約 20%，恒生科技指數和恒生國企指數分別上漲 18.68% 和 19.05%。恒生指數自 2021 年 12 月以來首次突破 25,300 點的多年阻力位，預計第四季度有望上試更高水平。配合國家推行盛事經濟以刺激消費，以及 A 股企業來港上市有助改善市場估值，恒指或可上望 28,000 點。

圖 1：2025 年初至 6 月全球主要股指表現



(來源：Investing.com)

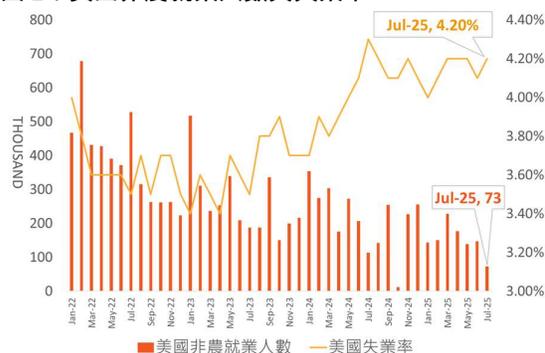
美元走弱，人民幣轉強，利好港股

2025 年上半年，美元指數 (DXY) 表現疲軟，截至 2025 年 6 月底，DXY 跌至 96.60，創下三年新低，累計跌幅超過 10%，創 1973 年以來的最差上半年表現。在減息與貿易消息交織下，預期 DXY 缺乏持續向上驅動因素，維持低位震盪。美國財政赤字佔 GDP 逾 6.5%，債務水平逾 120%。美國非農就業數據斷崖式下跌，7 月非農新增就業人數僅 7.3 萬 (圖 2)，遠低於市場預期的 11 萬，5 月和 6 月數據也大幅下修，累計減少達 25.6 萬人，加劇市場對美國經濟衰退的憂慮。隨著聯儲局 9 月即將重啟減息週期，且近期美國總統特朗普對聯儲局聯邦公開市場委員會 (FOMC) 組成的直接干預，預料美元中長期走弱空間較大。

另一方面，中美最新貿易談判取得積極進展，以及第二季度中國經濟超預期表現，國內生產總值(GDP) 同比增長 5.2% (圖 3)，也為人民幣匯率保持基本均衡提供支撐。美元兌人民幣匯率從 7.25 降至 7.17 (圖 4)，預計下半年人民幣匯率繼續轉強，匯率有望進一步降至 7.08。

美元轉弱時，全球投資者傾向將資金從美國資產轉移到收益率更高的強勢亞洲市場，包括香港。這是因為弱美元減輕新興市場和債務壓力，並提升風險偏好。人民幣轉強進一步強化這一效應：強人民幣吸引外資流入中國內地，並通過滬港通、深港通等渠道延伸到港股。香港作為人民幣離岸中心，受益於跨境資本增加，推高恒指估值。

圖 2：美國非農就業人數與失業率



(來源：Investing.com)

圖 3：中國國內生產總值 (GDP)



(來源：國家統計局)

圖 4：美元兌人民幣匯率 vs 美元指數



(來源：Investing.com)

價量齊升，市場訊號積極

香港證券市場於 2025 年首 7 個月的平均每日成交金額為港幣 2,437 億元，較去年同期的 1,086 億元上升 124%。7 月的單月平均每日成交金額達港幣 2,629 億元，較去年同期的 986 億元上升 167%。截至 2025 年 7 月底，香港證券市場總值為港幣 44.9 萬億元，較去年同期的 31.1 萬億元上升 44%。港股市場的成交量與市值的顯著增加反映市場活躍度提升，顯示香港作為國際金融中心的吸引力持續增強。

IPO 表現亮麗，集資反應熾熱

2025 年首 7 個月錄得 53 家新上市公司，較去年同期的 40 家上升 33%；首次公開招股 (IPO) 集資金額為港幣 1,279 億元，較去年同期 180 億元上升 611%；總集資金額為港幣 3,318 億元，較去年同期的 835 億元上升 297%。主要受惠於政策紅利及市場環境改善，2025 年 IPO 企業以科技與消費板塊為主，其中寧德時代等募資佔比逾 70%。新消費代表蜜雪集團市值突破港幣 1,700 億元。

相比全球 IPO 市場上半年集資額按年僅增約 10%，交易宗數則下跌 5%。香港市場的表現明顯領跑全球，獲得國際投資者的熱切關注。上半年上市的所有新股中，有四宗集資額超過港幣 50 億元；有七宗為「A+H」股，合共籌得約港幣 770 億元，顯示香港不僅具備支持大型企業上市的廣度與深度，更是內地與國際資本市場間的關鍵橋樑。上市後，這些公司的 H 股相

較於 A 股的折讓幅度普遍較小，甚至有 H 股出現溢價，反映出國際資金透過香港市場投資這些股票的強勁需求。

IPO 新股首日表現普遍亮麗，不少股份較上市價上升一倍，並有 H 股帶動 A 股股價上升的趨勢。新股盈利效應則進一步刺激一般投資者的消費意欲。政策方面，集資額增加可幫助香港進一步提升國際金融中心地位，及增加印花稅收入。香港交易所望年內重奪全球新股集資中心一哥地位。



港幣1,279億元

首次公開招股集資總額
與2024年同期相比 ▲ 611%



53 間

新上市公司
與2024年同期相比 ▲ 33%



(來源：香港交易所)

「盛事經濟」 呈現強勁活力

香港盛事經濟

香港每 150 萬名遊客可帶來約 0.1% 的本地生產總值 (GDP) 增長。2025 年第二季度，香港 GDP 按年實質增長 3.1% (圖 5)，略高於首季增幅，反映經濟穩中向好。出口與旅遊推動服務輸出顯著擴張，私人消費則在調整後回穩 (圖 6)，顯示政府推動內需、振興經濟等多項政策初見成效。

在旅遊方面，政府積極推動「盛事經濟」，成效顯著。2025 年上半年訪港旅客人次達 2,400 萬，按年增 12% (圖 7)；零售銷貨量在 6 月達

到港幣 301 億元，按年增 0.7% (圖 8)，顯示消費市場逐步穩定。這些成果也彰顯了香港盛事策略的成功，帶動旅遊、娛樂、零售等多個行業的蓬勃發展。啟德體育園作為香港最大型的體育基建項目，自今年 3 月 1 日啟幕以來，便成為本地及國際體育賽事的全新舞台，上半年舉辦的 Coldplay 演唱會，已為香港帶來約港幣 10 億元消費。2025 年全年盛事估計吸引約 230 萬旅客參與，為香港帶來約港幣 81 億元消費額，經濟增加價值約港幣 46 億元。

圖 5：香港生產總值 (GDP) 增長



圖 6：私人消費開支增長

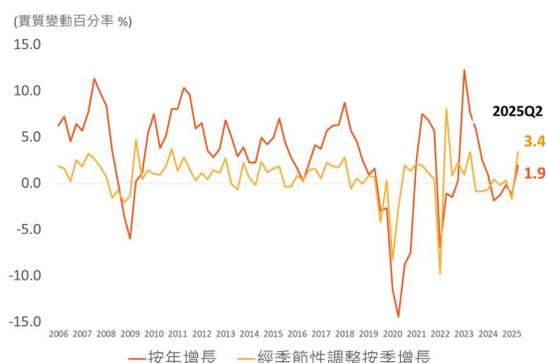
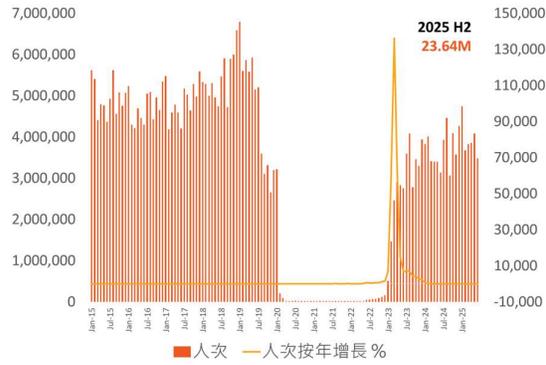


圖 7：訪港旅客



(來源：香港政府統計處)

圖 8：零售業銷貨量



內地盛事經濟

2025 年上半年，中國經濟穩中向好，國內 GDP 達人民幣 660,536 億元，同比增長 5.3%。最終消費支出對 GDP 增長的貢獻率達 52%，消費成為經濟增長的主引擎。「盛事經濟」於上半年在中國內地蓬勃發展。

- 在文旅領域，國內居民出遊人次達 32.85 億，同比增長 20.6%；出遊花費人民幣 3.15 萬億元，同比增長 15.2%。
- 全國演唱會票房同比增長約 40%，成為市場亮點。演唱會門票消費對當地消費拉動比達 1:4.8，即門票花費 1 元，帶動周邊消費 4.8 元。與演唱會、音樂節關聯的酒店旅遊訂單同比上漲近 1 倍。
- 體育賽事上半年貢獻顯著，北京等 7 地錄得 511 場重點賽事，帶動體育及相關消費超過人民幣 160 億元，場均帶動約人民幣 31.3 萬元。

「盛事經濟」在上半年呈現地域擴張、文旅融合、數字化消費等趨勢。二三線城市市場潛力巨大，中小型音樂節注重垂直領域特色和創新服務。政策支持如「票根優惠」進一步放大效應。展望下半年，市場規模有望繼續擴大。



盛事經濟受惠板塊

• 娛樂板塊

騰訊音樂 (1698.HK)

建議：買入

中線目標：港幣130元 (一年)

止損：港幣85元



騰訊音樂是中國最大的在線音樂和娛樂平台，主要業務包括在線音樂服務 (如 QQ 音樂、酷狗音樂、酷我音樂) 和社交娛樂服務。

根據公司最新發布的 2025 年第二季度財報，總收入達到人民幣 84.4 億元，同比增長 17.9%。其中，在線音樂服務收入增長 26.4% 至人民幣 68.5 億元，佔據總收入的 81%，主要得益於音樂訂閱收入的強勁表現 (增長 17.1% 至 43.8 億元人民幣)。社交娛樂服務收入雖下降，但整體被在線音樂業務的擴張所抵消。毛利率提升至 44.4% (較去年同期 42.0% 上升)，經營利潤增長 35.5% 至人民幣 29.8 億元，淨利潤增長 43.2% 至人民幣 24.1 億元。使用者指標方面，在線音樂月活躍使用者 (MAU) 為 5.53 億 (同比下降 3.2%，但仍保持高位)，付費使用者數增長 6.3% 至 1.24 億，每月每付費用戶平均收入 (ARPPU) 增長 9.3% 至人民幣 11.7 元。這反映出公司通過 SVIP 會員計劃和高級音質功能 (如 VIPER HiFi、AI 合唱) 有效提升了用戶付費意願。

分析師觀點：

- 訂閱業務強勁增長：付費用戶和 ARPPU 的雙升驅動訂閱收入成為主要引擎。中

國音樂付費滲透率僅約 20% (全球平均 40%)，公司通過獨家內容和會員特權 (如演唱會優先購票) 有巨大提升空間。Q2 資料顯示，SVIP 會員貢獻了 ARPPU 增長的主要部分，預計 2025 年付費用戶將突破 1.3 億。

- 多元化變現：公司投資於藝人孵化、線下演出和數字專輯等粉絲經濟，包括：攜手 DearU 在 QQ 音樂引入 Bubble 互動社區，6 月成功主辦 G-DRAGON 澳門演唱會等，藝人周邊收入增長顯著。這不僅提升用戶忠誠度，還開闢新變現路徑。國際合作 (如 Taylor Swift 的專輯發行) 幫助公司拓展海外市場。
- 利潤率優化和成本控制：毛利率從 42% 升至 44.4%，得益於規模效應和廣告效率提升。儘管 MAU 略降，但優質用戶轉化率高，營運效率改善推動淨利潤高速增長。預計 2025-2027 年利潤複合增長率超 25%。
- 估值吸引力：當前 P/E 約 18 倍，遠低於歷史高點 (30 倍)，結合回購計劃和股息潛力，性價比高。

網易雲音樂 (9899.HK)

建議：買入

短線目標：港幣320元 (三個月)

中線目標：港幣500元 (一年)

止損：港幣240元

网易云音乐



網易雲音樂是中國領先的在線音樂平台，以社區化和個性化推薦著稱，主要業務聚焦在線音樂訂閱和社交娛樂。

根據最新發布的 2025 年上半年財報，總收入為人民幣 38.3 億元，同比下降 6%，主要因社交娛樂業務下降 43%至人民幣 8.6 億元。但在線音樂服務收入增長 16%至人民幣 29.7 億元，其中會員訂閱收入增長 15%至人民幣 24.7 億元，非訂閱音樂收入（如數位專輯）增長 20%至人民幣 4.98 億元。毛利潤下降 2.1%至人民幣 13.9 億元，但毛利率提升至 36.4%（較去年同期 35.0%上升）。經營利潤增長 40.8%至人民幣 8.45 億元，調整後經營利潤增長 35%至人民幣 9.05 億元，每股收益（EPS）從人民幣 3.88 元升至 8.96 元。

用戶指標方面，月活躍用戶和付費用戶均實現健康增長，日活躍用戶數/月活躍用戶數比率穩步增長，穩定居於 30%以上。Q2 單季收入約人民幣 20 億元（下降 3.5%），但利潤率改善顯著。公司現金流穩定，淨現金約人民幣 50 億元。

分析師觀點：

- **穩健執行規模優先策略**：公司注重用戶規模增長，並穩健執行其策略，以鞏固

其在年輕群體中的領先地位。通過謹慎的成本控制與優化（如行銷費用銳減），上半年經營利潤率升至 23.7%，預計未來實現持續盈利。

- **用戶生成內容 (UGC) 生態與原創音樂資源見長**：扶持新興音樂人，強化平台的原創音樂生態，為年輕使用者提供更多元化的音樂選擇。截至 2025 年 6 月，平台註冊獨立音樂人超過 819,000 名，上載約 480 萬首音樂曲目，增長可觀。
- **高度差異化的社區氛圍**：用戶黏性強，互動頻繁，增加用戶留存率。例如接入 DeepSeek 的「解讀聽歌品味」。差異化社區生態形成長期護城河，成為高忠誠度付費用戶（留存率、高 LTV）的來源，並可視為「長期穩定的 ARPPU 基礎」。
- **估值合理**：當前 P/E 約 25 倍，結合目標價上漲空間和股息潛力，吸引價值投資者。

貓眼娛樂 (1896.HK)

建議：買入

短線目標：港幣10元 (三個月)

中線目標：港幣12元 (一年)

止損：港幣7元

貓眼娛樂是中國領先的互聯網娛樂服務平台，主要業務涵蓋在線娛樂票務（包括電影、演唱會、音樂節、話劇和體育賽事等）、內容製作與分發、電商服務（如電影周邊商品和影院餐飲預訂）以及廣告業務。

根據最新發布的 2025 年上半年財報，貓眼娛樂總收入為人民幣 24.72 億元，較去年同期的 21.71 億元增長 13.9%。毛利為人民幣 9.37 億元，較去年同期的 11.56 億元下降 19.0%。毛利率從 53.3%降至 37.9%。淨利潤為人民幣 1.78 億元，較去年同期的 2.85 億元下降 37.3%。利潤率降至 7.2%。

貓眼娛樂業績呈現收入增長但盈利下滑的混合格局，主要原因是得益於票務復甦和多元化業務貢獻，但又受電影市場疲軟影響。

分析師觀點：

- **多元化業務支撐成長**：貓眼娛樂的核心發展策略——「科技+全文娛」令業務從電影票務向內容製作、分發、線下活動及廣告多元化發展，緩解電影市場波動風險，支持長期成長。2025 年上半年，非電影相關板塊（如線下表演和內容服務）貢獻顯著，線下表演市場交易總額 (GMV) 增長強勁，如本地曲藝表演

增長超 80%，海外表演相關 GMV 增長超 300%，在電影市場第二季度票房僅人民幣 67 億元（同比下降 33.68%）的背景下，多元化板塊（如內容服務增長 18.1%）抵消部分壓力。

- **下半年盈利復甦趨勢**：儘管 2025 上半年利潤下降，但收入增長 13.9%顯示公司核心業務的韌性。中國娛樂產業復蘇明顯，預計 2025 全年票房將超過人民幣 600 億元，行業增長率約 8-10%。貓眼在中國在線電影票務市場佔約 45%至 50%的份額，加上公司手握豐富資源，預計下半年將帶來更多業務增長機會。
- **估值吸引，低風險高回報**：目前 P/E 低於行業平均，股價略低於公允價值，顯示有限的下行風險，預測上漲空間約 15-20%。公司強健的資產負債表和現金流支持派息政策，增加股東回報吸引力。相較競爭對手，貓眼的市場領導地位提供安全邊際。

● 旅遊板塊

攜程集團 (9961.HK)

建議：買入

短線目標：港幣650元 (三個月)

中線目標：港幣740元 (1年)

止損：港幣540元



攜程集團是中國領先的在線旅行服務平台 (OTA)，提供酒店預訂、機票、火車票、旅遊套餐、租車和企業差旅管理等服務。憑藉強大的技術平台、品牌影響力和數據驅動的創新能力，攜程服務覆蓋國內外數億用戶，並在國際市場加速拓展，旗下品牌包括 Trip.com、Skyscanner 等。根據最新公布的 2025 年第二季度財報，攜程集團業績持續強勁，得益於全球旅遊需求復甦、國際業務高速擴張、成本優化和 AI 技術應用，收入和盈利均超市場預期。淨收入達人民幣 148 億元，同比增長 16%。分業務看，住宿預訂收入同比增長 21%，交通業務同比增長 11%，旅遊套餐同比增長 5%，企業服務同比增長 9%。歸母淨利潤為人民幣 49 億元，同比增長 26%；毛利率為 81%。預計攜程有望繼續保持良好的增長勢頭。

分析師觀點：

- **市場領導地位與財務穩健：**攜程在中國 OTA 市場份額超 50%，Q2 活躍用戶增長 15% 至 2.5 億，APP 下載量創新高。各項業務均維持穩健增長，毛利達人民幣 120 億元，同比增長 17%，毛利率穩定在 80% 以上，凸顯高效的成本控制和盈利能力。邊際利潤率達 33%，反映在規模擴張的同時，保持良好的盈利能力。
- **Trip.com 成為增長新引擎：**受益於亞洲旅遊復甦，國際平台 Trip.com 在 Q2 的總預訂量同比增長超 60%；入境旅遊預訂同比增長超 100%，並仍在高速增長；出境酒店和機票預訂量達到 2019 年疫情前同期的 120% 以上。相比之下，全球 OTA 龍頭 Booking.com 和 Expedia 在利潤表現上，前兩季增速都是負增長，與攜程有顯著差距。為強化全球布局，攜程加大供應鏈投資，Trip.com 的全球酒店覆蓋量達 120 萬家，涵蓋 200 多個國家和地區，並與超過 400 家航空公司建立直連合作。
- **50 億美元股份回購計劃：**攜程宣布新的 50 億美元股份回購計劃，顯示管理層對公司長期價值的信心，並有助於提升每股盈利，進一步支撐股價表現。
- **利好政策：**中國商務部推出服務消費季及文化旅遊消費促進活動，鼓勵各地舉辦特色促消費活動。這些措施利好旅遊行業，特別是入境旅遊及國際業務，預計將為攜程持續提供廣闊機會。

作者：時富金融投資研究總監廖偉豪。作者本人持有 1698 騰訊音樂、9899 網易雲音樂、1896 貓眼娛樂。

資料來源：國家統計局、香港政府統計處、香港交易所、Investing.com、騰訊音樂財務報告、網易雲音樂財務報告、貓眼娛樂財務報告、攜程集團財務報告。

免責聲明：上述資料由時富金融服務集團有限公司（「時富」）提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見（無論為明示或暗示）均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。



www.cfsg.com.hk

時富金融服務集團

中國香港：(852) 2663 8888
中國內地：(86) 400 816 3368

電郵：hotline@cfsg.com.hk
WhatsApp：(852) 9889 1968

總部：

香港九龍灣宏泰道 23 號 Manhattan Place 22 樓

辦事處：

上海市虹口區東長治路 359 號雙獅匯大廈 B 棟 512 室
深圳市羅湖區梨園路 8 號 HALO 廣場二期 4 樓 3A04 單元
青島市市南區香港中路香格里拉中心辦公樓 2701 單元

關注我們



Facebook



Instagram



YouTube



LinkedIn



微信公眾號



小紅書