

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 8月24日，A/H股明显回调。上证指数跌0.6%，深证成指跌2.1%，创业板跌3.2%，AI算力硬件领跌；港股恒指跌1.9%，恒生科技跌3.6%，阿里巴巴因折价8.4%配售约800亿港元新股、募资投入AI而跌8.5%。南向资金逆势净买入115.67亿港元，阿里巴巴和快手获净买入居前。宏观方面，8000亿元新型政策性金融工具启动项目申报，主要支持基建及战略领域，但资金实际落地仍需时间，短期对投资的拉动或相对有限。美元兑离岸人民币报6.722，人民币较前一交易日基本持平。
- 亚洲科技股普遍承压。日经225跌0.7%，软银跌5.3%；韩国KOSPI跌3.1%，三星电子因790亿美元股东回报计划低于市场预期重挫8.7%。欧洲Stoxx 600基本持平，布伦特油价回落推动旅游休闲板块涨1.7%，科技板块跌0.8%，能源价格下降暂时缓解欧洲滞胀压力，但市场仍预期ECB未来政策立场偏鹰。
- 美股继续呈现明显的科技与防御板块分化。道指涨0.3%，标普500跌0.3%，纳指跌0.8%，费城半导体指数跌近4%，AI硬件继续去拥挤。英伟达跌2.9%，连续第七日下跌。值得注意的是，油价和长端利率同时下降仍未带动AI硬件反弹，显示近期调整已不只是折现率问题，而是市场再次重新审视AI资本开支回报率、融资需求和产业链盈利持续性。
- 美债长端收益率明显回落，曲线趋平。2年期收益率基本持平于4.24%，上行0.40bp；10年期下降3.79bps至4.70%；30年期下降4.84bps至5.23%。美国财政部考虑动用接近1万亿美元TGA资金支持扩大的长债回购计划，短期增加了长端需求并压低期限溢价。在赤字、长债供给和AI企业融资需求没有下降的情况下，长端收益率持续下行仍需要更弱的增长或通胀数据配合。本周英伟达财报、核心PCE及沃什在杰克逊霍尔的首次讲话将成为下一轮利率与风险资产定价的关键。
- 布伦特原油跌2.4%至92.17美元/桶，美国扩大对伊朗二级制裁，但市场认为制裁短期对实际供应影响有限，加上需求前景偏弱，油价从近期高位回落。现货黄金涨约1.0%至4,647美元/盎司、触及三个月高位；比特币涨1.6%至约7.90万美元，盘中逼近8万美元。

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	25,517	-1.89	-0.44
恒生国企	8,471	-1.89	-4.96
恒生科技	4,594	-3.61	-16.71
上证综指	3,882	-0.59	-2.19
深证综指	2,497	-1.67	-1.33
深圳创业板	3,432	-3.21	7.14
美国道琼斯	53,417	0.26	11.14
美国标普500	7,653	-0.28	11.79
美国纳斯达克	25,980	-0.76	11.78
德国DAX	26,107	-0.11	6.60
法国CAC	8,453	-0.37	3.72
英国富时100	10,854	0.35	9.29
日本日经225	65,528	-0.74	30.17
澳洲ASX 200	9,103	0.49	4.46
台湾加权	44,762	-1.02	54.55

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	55,034	-0.48	12.47
恒生工商业	12,715	-2.75	-8.38
恒生地产	20,849	-1.56	18.72
恒生公用事业	39,940	-0.74	5.04

资料来源: 彭博

公司点评

■ 中兴通讯 (763 HK, 买入, 目标价: 35.50 港元) - 算力业务加速增长, 利润率压力延续

中兴通讯公布 1H26 业绩: 收入同比增长 9.1% 至人民币 780.3 亿元, 归母净利润同比下降 45.6% 至 27.5 亿元。2Q26 收入同比增长 11.5%、环比增长 23.0% 至 430.4 亿元, 高于彭博一致预期; 归母净利润同比下降 44.6%, 但环比增长 10.1% 至 14.4 亿元。算力收入同比增长超过 55%, 占总收入比重提升至 35.1%, 其中服务器及存储收入增长近 60%, 数据中心收入增长超过 90%。1H26 毛利率同比下降 7.0 个百分点至 25.5%, 主要由于运营商业务收入下降, 以及收入结构向较低毛利率的政企业务倾斜。展望未来, AI 服务器和数据中心业务有望持续扩张, 我们仍看好公司的收入增长前景。不过收入结构变化及国内运营商资本开支偏弱, 可能继续对利润率构成压力。维持“买入”评级, 主要基于中兴快速扩张的 AI 基础设施业务有望支持收入持续增长。目标价调整至 35.5 港元, 对应 22 倍 2027 年预测市盈率 (此前目标价 38.6 港元, 基于 25 倍 2026 年预测市盈率), 与同业估值大致相当。 ([链接](#))

■ 复宏汉霖 (2696 HK, 买入, 目标价: 101.66 港元) - 全球化布局持续扩张, 创新管线稳步推进

复宏汉霖 1H26 业绩基本符合预期, 实现总收入 35.9 亿元人民币, 同比增长 27.3%, 其中授权及研发收入 7.0 亿元。产品销售收入同比增长 14.9% 至 29.4 亿元, 占我们此前全年预测的 46%, 整体符合预期。海外产品收入约 1.1 亿元, 同比增长 159%, 管理层指引未来三年海外收入有望保持三位数增长。尽管销售费用率小幅升至 49.8% (FY25 为 45.7%), 公司仍实现净利润 4.3 亿元, 同时研发投入同比增长 46% 至 14.5 亿元。我们维持“买入”评级, 目标价上调至 101.66 港元。

全球生物类似药合作持续落地, 海外拓展提速。公司 2026 年以来持续推进国际合作, 先后与卫材就斯鲁利单抗日本市场、与雅培就东南亚及北非市场达成合作, 并与 Sandoz 签署覆盖中国以外市场最多 10 个生物类似药品品种的合作协议。Sandoz 的合作意义突出, 首批涉及西妥昔单抗、依洛尤单抗和贝利尤单抗, 不仅可贡献首付款及里程碑收入, 还将为公司带来海外净销售额或净利润 40% 的分成。依托成熟的生物类似药开发能力、跨国药企专利悬崖带来的市场扩容机会, 以及相对友好的美国生物类似物监管环境, 公司有望持续受益。目前, 公司的曲妥珠单抗、地舒单抗和帕妥珠单抗已在美国获批, 贝伐珠单抗 BLA 亦处于 FDA 审评中。

创新资产持续推进, 全球价值逐步兑现。HLX43 (PD-L1 ADC) 在 IO 耐药 NSCLC 中展现出较好疗效, 重度经治 EGFR 野生型非鳞 NSCLC 患者中位 PFS 达 6.7 个月, 多西他赛耐药鳞状 NSCLC 中位 PFS 达 6.9 个月。管理层计划于 2026 年底前与 FDA 沟通加速审批路径, 潜在切入 2L+ 非鳞 NSCLC。与此同时, HLX43+/-HLX07 用于 IO 耐药鳞状 NSCLC 的全球 Ph2/3 研究正在推进。HLX22 (HER2 单抗) 在 HER2 阳性胃癌中亦显示出较强竞争力, 全球 Ph3 多区域临床已在中国、美国、日本及欧洲开展, 预计于 2H27 读出数据。

斯鲁利单抗全球商业化稳步推进。斯鲁利单抗仍是公司全球化战略的核心品种之一。美国 1L ES-SCLC 桥接研究已于 2025 年底完成入组，将于 ESMO 2026 披露数据，并计划于 2026 年提交 BLA。国内方面，围手术期胃癌适应症于 6 月获批后，公司正推动该品种于 2026 年底前纳入医保目录。在 1L MSS 结直肠癌领域，斯鲁利单抗联合化疗及贝伐珠单抗的 Ph3 亚洲 MRCT 已于 2025 年中完成入组，预计于 2027 年读出数据。与此同时，我们预计与卫材的合作也将支持其在本就以上相关适应症的后续商业化落地。

维持“买入”评级。我们继续看好公司全球化拓展、生物类似药平台能力及创新管线兑现前景。我们基于 DCF 给予公司目标价 101.66 港元 (WACC: 9.13%，永续增长率：3.5%；前值：99.78 港元)。(链接)

■ 小鹏集团 (XPEV US/9868 HK, 买入, 目标价: 16 美元/62 港元) - 四季度放量在即, 机器人融资解锁估值

2Q 毛利符合预期, 净亏损高于预期。小鹏 2Q26 收入人民币 197 亿元, 较我们的预期低约 1%; 毛利率 20.7%, 环比+0.1 个百分点、高于预期 0.5 个百分点, 主要受高毛利的服务及 IP 授权收入超预期带动。销管研费用合计高于预期约 2.5 亿元 (新车上市营销投放), 叠加长期投资亏损, 2Q26 净亏损 13 亿元, 较预期多亏约 4.9 亿元。

4Q26 销量有望提速。管理层将 3Q26 销量指引弱于预期归因于 Mona L03 产能瓶颈, 预计 4Q26 月交付量将超过 6 万台, 受益于产能瓶颈缓解及 GX、G9L、Mona L03、L05 等新车爬坡。我们下调 FY26E 销量预测 8.8% 至 45.6 万台, 预计 3Q26E 净亏损环比略微收窄、4Q26E 实现盈亏平衡。

机器人业务估值 63 亿美元。公司 8 月 24 日宣布机器人业务融资 9 亿美元 (中国机器人企业最大单笔私募), 对应估值 63 亿美元, 约为小鹏当前市值的 40%。

盈利预测与估值。因销量下调, 我们上调 FY26E 净亏损至 44 亿元, FY27E 净利润下调至盈亏平衡附近。维持“买入”, 目标价下调至 16 美元/62 港元 (前值: 21 美元/82 港元), 基于分部估值法: 机器人业务按 63 亿美元估值 (持股 73.8%), 对应 10x FY27E P/S; 汽车业务按 0.7x FY27E P/S 估值。(链接)

■ 零跑汽车 (9863 HK, 买入, 目标价: 60 港元) - 2Q 盈利创新高, 下半年弹性可期

2Q 净利润创新高, 核心业绩符合预期。零跑 2Q26 收入同比+92% 至 273 亿元, 创新高并高于我们的预测 4%, 主要受碳积分收入超预期带动; 毛利率环比提升 3.2 个百分点至 12.6%, 符合预测。净利润 5.98 亿元创新高但低于预期的 8.78 亿元, 主因政府补贴及汇兑损失, 核心业绩完全符合预期。

销量展望强劲, 2027 年仍是产品大年。我们将 FY26E 销量上修 3% 至 100 万台 (同比+68%), 隐含 2H26E 交付 64 万台 (同比+72%/环比+81%)。A05 上市后, 预计 A 系列下半年月销维持 3 万台以上。在 A/B/C/D 产品矩阵已搭建完成的情况下, 管理层预计明年仍是产品大年, 新车数量超今年 (包括 D 系列新车及 B/C 系列换代), 超市场预期。

出口短期重市占率。零跑国际 (Stellantis 合资) 1H26 净亏损主因汇兑, 预计全年扭亏为盈。我们维持 FY26E 出口 22 万台预测。公司 2027 年海外目标 35-40 万台, 本地化仍在爬坡期, 以直接出口为主 (马来西亚、西班牙、巴西产能陆续落地)。本地化为长期方向, 但现阶段销量优先, 我们对 FY27-28E 合资公司盈利维持保守假设。我们微调 FY26-28E 净利润至 32 亿/49 亿/76 亿元。维持“买入”和目标价 60 港元, 基于 15x FY27E P/E。 ([链接](#))

■ **拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 148.40 美元) - 在充满挑战的环境下关注更具确定性的增长机会**

拼多多控股 (PDD) 公布 2Q26 业绩: 收入同比增长 8.1% (1Q26: 同比增长 11.0%) 至人民币 1,124 亿元, 较彭博一致预期低 3%, 主要由于交易服务收入较预期低 6%, 我们认为主要反映 TEMU 业务更加审慎的收入增长策略, 部分被在线营销服务及其他收入超预期 2% 所抵消。经营利润 (OP) 同比增长 7.6% 至人民币 278 亿元, 较市场预期高 2%, 主要受益于毛利率 (GPM) 较预期高 1.8 个百分点, 以及销售及营销费用控制优于预期。尽管非 GAAP 净利润为人民币 285 亿元, 仅较市场预期高 2%, 但我们认为其他损失 (Other losses) 带来的人民币 74 亿元拖累主要是一次性因素。我们认为, 在充满挑战的经营环境下, PDD 正在聚焦更具确定性的增长机会, 主要体现在: 国内市场更加关注必选消费品类增长, 同时在海外监管不确定性增加的背景下, 对 TEMU 业务采取更加审慎的投资策略。我们分别下调 2026E 收入及非 GAAP 净利润预测 3%, 主要反映 TEMU 收入增长低于预期, 以及一次性监管相关罚款计入其他损失的影响。我们的 SOTP 估值目标价下调 4% 至 148.4 美元, 对应 2026E 市盈率 14.6 倍。考虑到公司目前股价对应 2026E 约 8 倍市盈率, 且公司账上拥有约 4,564 亿元人民币现金、受限制现金及短期投资 (占当前市值超过 50%), 我们认为当前估值并不贵。我们预计, 随着公司有望于 2026 年第四季度恢复正向盈利增长, 股价存在潜在催化因素。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **绿城服务 (2869 HK, 买入, 目标价: 6.55 港元) - 1H26: 以规模换质量, 维持买入**

绿城服务 1H26 收入同比增 6.3% 至人民币 98.7 亿元, 主要基于稳健的基础物管增长 (+10.1% YoY) 和较为疲软的社区增值服务收入 (-6.7% YoY); 核心经营利润 (=毛利 - 销管费用) / 归母净利润分别同比增长 16.3%/15.2% 至 12.5 / 7.1 亿元, 在应收减值同比大增 34% 的情况下仍跑赢全年“核心经营利润增速超 15%”的指引, 部分得益于毛利率同比提升 0.5 个百分点至 20.0%, 销管费用率下降 0.6 个百分点至 7.3%。基础物管业务以规模换质量、增值服务受大环境拖累, 全年指引维持不变并重申高派息比例。维持“买入”评级, 目标价 6.55 港元不变, 对应 18 倍 2026 年预测市盈率。

基础物管: 以规模换质量。板块收入增速稳定在 10% (vs 10.2% in 1H25), 得益于项目质量的提升, 平均物管费率自 1H25 的 3.21 上涨至 3.22。而在管面积增速则有所放缓, 同比增 8% (对比 1H25 的 11%), 主要由于公司加大低质项目退盘力度, 1H26 退出在管面积达 1760 万平方米 (1H25: 1200 万), 同比增 46%, 占在管面积的 3.1% (1H25: 2.4%)。这使得公司 1H26 净新增面积 1430 万方, 仅为 1H25 的 2730 万方的一半左右 (52%)。公司积极退出低质项目将持续对收缴率、利润率等带来提振。公司 1H26 新拓合同 14.6 亿元, 占全年目标的 37%, 略低于 1H25 的 38%。

增值服务受大环境拖累。增值服务业务收入同比降 6.7%个百分点，主要受社区零售业务、社区资产管理等对经济环境较敏感的业务拖累（收入分别同比降 8.9%、13.1% YoY），我们预计相关业务 2H26 继续承压。

FY26 指引全部维持不变：核心经营利润增速 >15%、毛利率 +0.5pct、管理费用率 -0.5pct、回款不低于 FY25、经营性现金流覆盖净利润 1 倍以上。公司已连续四年兑现上述目标。根据我们的测算，这几项目标比上述新拓合同金额目标更容易达成。

派息稳定，重启回购，维持“买入”。公司现金充裕，可动用规模 65.6 亿元。重申 50% 派息率底线及可能的特别分红（25% in FY25），并将继续回购（1-7 月累计 7,900 万港元）。如回购金额与 FY25 的 1.3 亿港元相仿，我们估算 FY26 股息率高达 7.4%。维持“买入”，目标价维持在 6.55 港元不变，对应 18 倍 2026E 市盈率。主要风险：新房空置率高企拖累收缴、外拓放缓、园区服务收入进一步下滑等。（[链接](#)）

■ **豪威集团（603501 CH，买入，目标价：人民币 125.00 元）- 周期低谷拐点的早期迹象**

豪威集团 2026 年上半年实现营业收入人民币 140 亿元，同比基本持平；净利润同比下降 39.9%，毛利率同比下降 1.7 个百分点至 28.8%，主要由于低毛利率的半导体分销业务收入同比增长 41%，收入占比升至 23%。2026 年第二季度收入环比增长 18.7%至 76.1 亿元，高于公司 71.5 亿至 75.4 亿元的指引区间及彭博一致预期的 74 亿元，但毛利率仍较低，为 28.3%。公司指引 2026 年第三季度收入为 75.8 亿至 81.3 亿元、毛利率为 29.4%至 30.7%，意味着收入环比温和增长，但利润率修复将更加明确。我们将 2026/27 年收入预测分别下调 12%/12%，毛利率预测分别下调 2.1/2.9 个百分点。尽管如此，考虑到盈利正接近周期底部，且产品组合持续向高价值应用倾斜，我们维持“买入”评级。目标价下调至 125 元，基于 2027 年 33 倍市盈率（前值：136 元，基于 33 倍 2026 年预期市盈率），低于公司过去两年前瞻市盈率均值 36.7 倍，以反映周期性疲弱。（[链接](#)）

■ **恒立液压（601100 CH，买入，目标价：人民币 125.00 元）- 受汇兑损失影响 2Q26 净利润同比-3%，营收与 EBIT 表现强劲**

恒立 1H26 净利润同比持平在 14 亿元人民币，意味着 2Q26 净利润为 7.84 亿元人民币（同比略降 3%），符合我们的预期。尽管 2Q26 营业收入和息税前利润（EBIT）分别强劲增长 32% 和 22%，但净利润未能实现增长，主要归因于汇兑损失（人民币升值所致）。我们维持对恒立的看好观点，目标价维持 125 元人民币不变（基于 2026 年预测市盈率 48 倍，较历史平均水平高出 1.5 个标准差，以反映液压业务的上行周期以及精密业务的巨大增长潜力）。恒立仍然是我们资本品覆盖中的重点推荐标的。（[链接](#)）

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风险。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属制的报告。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。