

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 8月19日，A/H股明显分化。上证指数跌2.4%，深证成指跌5.0%，创业板跌6.3%，半导体、CPO及前期高景气科技板块集中调整。宇树科技上市首日仍收涨460%，显示资金对稀缺科技资产保持高热度，但并未带动板块风险偏好。港股恒指微涨0.1%，恒生科技跌1.2%，工业、原材料和非必需消费领跌，公用事业、地产建筑和能源收涨。南向资金净卖出106.21亿港元，华虹宏力、美团和长飞光纤遭明显净卖出。美元走弱推动人民币明显升值，美元兑离岸人民币三年来首次跌破6.730。
- 亚洲科技股普遍下跌，日经225跌约3.2%，韩国KOSPI重挫5.8%，全球长端利率高企压制高Beta科技资产。SK海力士一度跌近10%，随后宣布将回购并注销40万亿韩元股份，同时承诺将2025-2027年超过50%的自由现金流用于股东回报，这一举措一方面体现存储龙头现金流强劲，另一方面也说明市场正要求AI产业链从“资本开支扩张”转向更明确的股东回报。欧洲Stoxx 600跌0.1%，英国7月CPI由2.6%升至2.9%，高油价重新推升欧洲通胀和加息压力，能源依赖较高的欧洲资产继续受到利率约束。
- 美股结束三连跌，道指涨0.2%，标普500涨0.2%，纳指涨0.2%。Moderna暴涨177%，与默沙东联合研发的mRNA黑色素瘤疫苗三期试验取得积极结果，推动医疗板块大涨3.5%；但AI硬件仍偏弱，财政部压低长端利率暂时缓解了估值压力，但并未扭转AI交易内部的去拥挤化。银行、半导体和工业板块收跌，医药生物、汽车和商业服务收涨。
- 美债明显牛平。2年期收益率基本持平于4.16%；10年期下降6.14bps至4.64%；30年期下降9.26bps至5.19%。美国财政部意外将10年以上国债单次流动性回购规模由20亿美元提高至至少40亿美元，直接缓解长债供需压力并压低期限溢价。但20年期国债拍卖收益率仍处历史高位、需求偏弱。而7月联储纪要显示“数位”官员当时倾向加息，更多官员认为若通胀不能持续回落仍需进一步收紧。因此财政部操作更接近短期流动性支持，而非真正的YCC，能够压低期限溢价，但无法消除财政赤字和通胀对长端利率的长期约束。
- 布伦特原油涨0.7%至91.62美元/桶，中东紧张局势和霍尔木兹海峡运输风险继续维持较高供应溢价。黄金涨2.8%至4,489美元/盎司，盘中突破4,500美元，受美元大跌和长端实际利率回落推动；白银同步涨2.8%。比特币涨约5%、升破6.8万美元，一度逼近6.9万美元。

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	25,495	0.09	-0.53
恒生国企	8,471	0.21	-4.96
恒生科技	4,682	-1.21	-15.12
上证综指	3,894	-2.40	-1.88
深证综指	2,507	-4.86	-0.94
深圳创业板	3,473	-6.26	8.44
美国道琼斯	53,463	0.22	11.23
美国标普500	7,708	0.21	12.60
美国纳斯达克	26,331	0.16	13.29
德国DAX	26,091	-0.14	6.54
法国CAC	8,502	-0.09	4.32
英国富时100	10,743	0.14	8.18
日本日经225	65,326	-3.16	29.77
澳洲ASX 200	9,054	-0.18	3.90
台湾加权	44,719	-1.30	54.40

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	54,265	0.70	10.90
恒生工商业	12,828	-0.36	-7.57
恒生地产	20,330	1.05	15.76
恒生公用事业	39,329	1.45	3.43

资料来源: 彭博

公司点评

■ 巨子生物 (2367 HK, 买入, 目标价: 38.42 港元) - 1H26 业绩符合预期, 注射类即将打开增长新空间

公司 1H26 实现营收人民币 29.2 亿元, 同比-6.3%/环比+21.3%; 归母净利润 9.4 亿元, 同比-20.5%/环比+28.2%, 上半年占我们此前全年预测的 48% (历史均值为 47%), 基本符合预期。毛利率为 79.5%, 同比-2.2pct, 主要由于产品组合变化叠加新品尚处放量初期。销售费用率同比增长 9.4ppts 至 43.4%。主要由于公司加大品牌建设和新品投放宣传。因此, 上半年归母净利润率同比下降 5.8ppts 至 32.3%。但我们预计随着高毛利注射类占比提升, 公司盈利能力有望逐步改善。

渠道调整导致短期承压, 618 显现复苏迹象。1H26 可复美收入同比下降 7.7%, 可丽金基本持平, 主要是由于公司战略性缩减达人直播合作, 导致线上直销收入同比下降 2.2%; 且受线下消费环境疲软影响, 经销收入同比下降 13.2%。但公司持续强化自营能力建设, 上半年线上自营渠道实现了同比增长。值得注意的是, 2026 年 618 期间, 可复美及可丽金线上 GMV 分别同比增长超 25% 和 30%, 呈现初步复苏态势。公司推新能力也持续得到验证, 上半年新品“超透棒”在自营渠道首周 GMV 即突破 3000 万元。

注射类产品构筑中长期第二增长曲线。公司已累计获得 3 个三类医疗器械注册证。首款注射类产品“753 胶原针”已于 2026 年 6 月正式上市, 预计第二款注射类产品将于年底实现商业化。我们认为, 注射类产品有望逐步成为公司中长期重要的增长驱动力。

维持“买入”评级。考虑到 2H26 基数较低, 预计营收增长将重回增长, 我们将 2026E 营收增速预测小幅上调至+11.6%。但考虑到线上流量成本上升及品牌投入持续增长, 我们将 2026E 净利润预测下调 3.6%。基于 DCF 模型, 我们将目标价小幅下调至 38.42 港元 (WACC: 10.6%, 永续增长率: 3.0%; 此前为 38.70 港元), 对应约 19 倍 2026E 市盈率。 ([链接](#))

■ 讯飞医疗科技 (2506 HK, 买入, 目标价: 99.58 港元) - 1H26 业绩超预期, AI 健康助手快速增长

公司 1H26 实现营收人民币 4.46 亿元 (+49.4% YoY), 占我们全年预测的 40%, 显著高于历史均值 (~33%)。运营效率持续改善, SG&A 及研发费用率分别同比下降 18.5pct 和 4.4pct, 净亏损率收窄至 13.3% (-11.5pct YoY)。

核心亮点在于: 1) AI 健康助手收入 1.82 亿元 (+75% YoY), 影像云成功在广西省中标, 并在上半年成功连通 370+家二级以上医院, 年付费数字影像服务收费人次由 2025 年的 3600 万人次翻倍至 26 年上半年的 7200 万人次。近期新中标宁夏项目有望支撑下半年保持快速增长; 诊后管理收入同比大增 222%, 已超 2025 年全年水平, 主要得益于公司加快了医院覆盖和患者触达; 2) AI 诊疗助理收入+47.5%, 新增覆盖 22 个区县、77 家等级医院。我们认为公司长期的数据积累将构筑模型迭代飞轮, 持续巩固其领先地位。基于 1H26 强劲表现, 我们上调 2026E 营收预测 7.6%, 目标价上调至 99.58 港元 (基于 9 倍 2026E 市销率不变; 前值: 92.55 港元)。 ([链接](#))

■ **快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 63.8 港元) - 经营环境承压; AI 商业化稳步推进**

快手公布 2Q26 业绩: 总营收同比增长 1% 至人民币 355 亿元, 符合 Visible Alpha 一致预期; 经调整净利润同比下滑 30% 至 39 亿元, 主要因模型训练支出增加带动研发费用同比增长 35%。受宏观不确定性及直播业务调整影响, 总营收增速放缓 (4Q25/1Q26: 同比+12%/+3%); 但可灵 AI 商业化表现依旧强劲, 2Q26 收入同比增长超 200% 至 8.5 亿元。展望 2H26E, 管理层预计受宏观挑战及 AI 投入影响, 收入与利润率均将承压。考虑到收入端逆风及 AI 投入, 我们将 FY26-28E 盈利预测下调至 89/115/139 亿元 (前值: 169/200/233 亿元)。我们将基于分部估值法的目标价下调至 63.8 港元 (前值: 70.5 港元)。尽管可灵的增量盈利贡献仍需时间, 我们仍看好其领先地位及长期商业化潜力。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **锅圈 (2517 HK, 买入, 目标价: 3.07 港元) - 1H26 门店扩张放缓, 收入增长引擎更趋多元**

锅圈 1H26 收入/净利润分别同比增长 21.8%/15.2% 至人民币 39.47 亿元/2.11 亿元, 核心经营利润同比增长 18.3%, 未达到其“净利润增速快于收入增速”的指引。我们的关注要点: 1) 管理层将 2026 年全年门店目标从 3 月年报业绩时给出的 14,500 家下调至 13,100 家, 释放出扩张放缓但更趋审慎的信号, 同时重申 2 万家门店的长期目标不变, 会员、线上渠道与海外探索正为收入增长增添新引擎; 2) 尽管 1H26 毛利率受产品结构影响有所摊薄 (同比下降 0.6 个百分点至 21.5%), 管理层预计后续将温和改善, 驱动因素包括供应链效率提升、火锅旺季高毛利产品陈列、锅圈农场规模扩大及线上线下协同。我们转覆盖锅圈, 给予“买入”评级, 目标价 3.07 港元, 基于 14 倍 2026 年预测市盈率。

门店扩张放缓, 收入支撑更趋多元。截至 1H26 末门店总数达 12,198 家 (同比+1,798 家; 1H26 净增 632 家)。2026 年新目标为门店超 13,100 家, 较 3 月指引的 14,500 家明显下调, 重心由速度转向质量: 新开门店将以大店店型为主, 关店率指引收紧至 4% 以内 (此前为 5% 以内); 2 万家门店的长期目标保持不变。公司收入支撑正在多元化: 1) 注册会员达 8,200 万名 (同比+63%), 贡献消费占比 73.2% (同比+12 个百分点); 2) 门店抖音 GMV 接近翻倍至人民币 9.1 亿元; 3) 香港首店开业, 作为分阶段海外拓展的试点。

毛利率 1H26 摊薄属阶段性影响, 预计后续温和改善。1H26 毛利率同比下降 0.6 个百分点至 21.5%, 主要受原材料成本上涨、新引入的低毛利品类 (如金枕榴莲) 及线上低客单订单占比提升拖累。管理层预计未来数个季度毛利率将温和修复, 主要驱动因素: 1) 供应链效率稳步提升; 2) 2H26 火锅旺季陈列高毛利产品 (如旗舰单品草原羊); 3) 锅圈农场规模扩大带来毛利结构优化 (1H26 GMV 人民币 2.4 亿元, 同比增长逾 6 倍); 4) 线上线下产品协同。

转覆盖并给予“买入”评级, 目标价 3.07 港元, 基于 14 倍 2026 年预测市盈率, 与我们精选的可比同业均值一致, 我们选取了商业模式更为相近的可比同业作为估值对标, 包括: 1) 拥有万店规模、深耕下沉市场、以加盟模式为主的零售企业; 2) 火锅、餐饮供应链及“在家吃饭”概念标的。 ([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。