

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 8月12日，A/H股分化，沪指涨0.3%，深成指涨1.1%，创业板指涨1.5%，CPO、光芯片领涨，中际旭创、新易盛走强，海外光通信业绩验证需求叠加国内扩产与政策催化，推动资金重新回补AI硬件。石油石化、煤炭和家电收跌；恒生指数跌0.8%，恒生科技跌1.0%，可选消费、能源和综合企业收跌，地产建筑、原材料和工业收涨。南向资金净卖出29.06亿港元，MINIMAX、建滔积层板和长飞光纤净买入居前，国泰君安国际、中芯国际和信达生物净卖出较多。央行二季度货币政策报告延续适度宽松基调，并提出增加隔夜逆回购操作频率，流动性环境仍偏友好。美元兑离岸人民币维持6.75附近。
- 日韩股市明显反弹，欧洲高位小幅回落。日经225涨0.8%，韩国KOSPI涨3.7%，存储板块在前期大幅去杠杆后继续修复；欧洲STOXX 600跌0.2%，德国DAX跌0.2%，法国CAC 40跌0.1%，英国FTSE 100跌0.1%，强劲企业盈利仍提供支撑，但高油价与中东风险压制风险溢价进一步下降。
- 美股小幅上涨，AI交易由超大规模云厂商转向算力基础设施和供应链。标普500涨0.3%，纳指涨0.5%，道指基本持平，费城半导体指数涨2.5%；CoreWeave涨超19%，强劲业绩重新强化AI需求持续性。半导体、食品和房地产板块领涨，服装、零售和汽车板块收跌。
- 美债曲线陡峭化，2年期收益率跌约1个基点至4.20%，10年期基本持平于4.68%，30年期升约1个基点至5.25%。美国7月CPI环比涨0.1%、同比涨3.4%，核心CPI同比降至2.5%，均符合预期，叠加此前疲软就业数据，使9月加息概率降至约40%；短端因此下行，但长端仍受财政供给和期限溢价支撑。
- 大宗商品整体偏强。布伦特涨0.1%至88.98美元/桶，美伊谈判僵局提供供应风险溢价，但需求预测下调限制上行；现货黄金涨0.9%至4,407美元/盎司，白银涨1.3%至65.49美元/盎司，受加息预期下降支撑。铜期货跌0.4%，高价位下工业品追涨意愿有限；比特币跌0.4%至63,436美元。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,440	-0.83	-0.74
恒生国企	8,446	-0.96	-5.24
恒生科技	4,776	-0.99	-13.41
上证综指	3,947	0.32	-0.56
深证综指	2,607	1.14	3.00
深圳创业板	3,602	1.49	12.45
美国道琼斯	53,770	-0.04	11.87
美国标普500	7,749	0.26	13.19
美国纳斯达克	26,588	0.54	14.40
德国DAX	26,331	-0.23	7.52
法国CAC	8,675	-0.46	6.45
英国富时100	10,833	-0.10	9.08
日本日经225	67,524	0.83	34.14
澳洲ASX 200	9,209	-0.45	5.68
台湾加权	45,518	0.88	57.16

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	53,598	-0.43	9.53
恒生工商业	12,888	-1.22	-7.13
恒生地产	20,282	1.67	15.49
恒生公用事业	38,065	-0.53	0.10

资料来源: 彭博

公司点评

■ 来福谐波 (3952 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 150 港元) - 谐波减速器市场的颠覆者, 乘人形机器人浪潮而起

人形机器人驱动谐波减速器需求指数级增长: 我们预测全球人形机器人销量将从 2025 年不足 2 万台增至 2030 年 200 万台 (CAGR 163%), 伴随单台机器人减速器用量提升, 对应 2030 年人形机器人用谐波减速器需求达 3,200 万台 (CAGR 178%)。

成本优势驱动市场份额持续提升: 来福 FY25 谐波减速器单位成本仅 433 元, 较行业龙头绿的谐波低 39%, 且年降幅更快, 得益于率先导入车齿工艺、无专利束缚的齿形设计, 以及与日本哈默纳科的合作。来福凭借“够用”的产品以更低价格切入市场, 有望复刻中国制造行业以极致成本优化而非纯技术突破成就领导者的经典路径, 尤其在对成本更敏感的人形机器人行业。我们预计来福销量将于 FY27E 超越绿的谐波, 成为中国谐波出货量第一。成本竞争力亦将成为其中长期海外扩张的核心驱动力。

高进入壁垒支撑长期利润率稳定: 行业 CR5 达 75.8%, 壁垒涵盖高一致性量产工艺优化周期、柔轮材料配方保密、齿形专利墙及进口设备交期瓶颈, 且人形机器人关节系统对扭矩密度、抗冲击性及使用寿命的要求较工业机器人更为严苛, 将进一步加固壁垒。随规模效应扩大, 我们预计毛利率从 FY25 的 25.6% 扩至 FY28E 的 30.1%。

盈利与估值: 我们预计公司 FY26-28E 收入将提升至 4.2 亿/7.4 亿/11.4 亿元 (CAGR 62.3%), non-IFRS 口径 FY26E 盈亏平衡, IFRS 口径 FY27E 扭亏为盈, FY28E 净利润 1.35 亿元 (净利率 12.1%)。采用 40x FY30E P/E 折现 (折现率 12%), 给予目标价 150 港元, 对应 18x FY27E P/S, 较绿的谐波 48x P/S 折价显著。 ([链接](#))

■ 腾讯 (700 HK; 买入; 目标价: 705.0 港元) - 2Q26 业绩强劲; 长期逐步兑现 AI 收益

腾讯公布 2Q26 业绩: 总营收同比增长 11% 至 2,048 亿元, 较一致预期高 1%, 主要得益于营销与游戏业务的较快增长; 非 IFRS 营业利润同比增长 9% 至 756 亿元, 较一致预期高 1%; 若剔除新 AI 产品投入, 非 IFRS 营业利润同比增长 19% 至 861 亿元, 印证腾讯核心业务的韧性。尽管 2Q26 总资本支出同比增长 176% 至 528 亿元, 公司剔除算力采购预付款后的自由现金流仍然维持健康在 376 亿元。考虑到资本支出高于预期, 我们小幅下调 FY26-28E 盈利预测 0%-1%, 并将基于分部估值的目标价下调至 705.0 港元 (前值: 735.0 港元)。尽管短期盈利增速放缓, 我们仍看好腾讯通过持续提升基础模型/办公 AI/消费 AI 的能力, 在长期逐步收获 AI 投资收益。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 金蝶 (268 HK; 买入; 目标价: 15.1 港元) - AI 原生产品收入增长迅速

金蝶国际公布符合预期的 1H26 业绩: 收入同比增长 13.6% 至 36.3 亿元人民币 (1H25: 同比+11.2%), 符合招银国际预期及彭博一致预期。归属于普通股股东的净利润为 5,450 万元人民币 (1H25: 亏损 9,770 万元人民币), 处于此前盈利预告所指引的 4,000 万-6,000 万元人民币区间内。管理层强调

其 AI 原生产品在 1H26 保持强劲增长势头：1) 收入达到 2.96 亿元人民币，同比增长 189%；及 2) 合同金额达到 6.05 亿元人民币，同比增长 159%。依托现有客户基础以及在企业数据和工作流方面的优势，金蝶的 AI 原生产品正为客户创造可量化的价值，商业化变现亦快速放量。我们认为，这有望推动收入增速重新加快，并支撑估值重估。我们预计金蝶 2026E 收入增速将加快至同比 15.8% (2025: 12.0%)，较一致预期高 2%。我们维持目标价 15.1 港元，对应 5.2 倍 2026E EV/Sales，与其过去三年均值一致（前值：5.4 倍）。我们继续看好金蝶，AI 商业化加速以及稳健的利润率扩张趋势有望同时支持盈利增长及估值重估。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **Lumentum (LITE US, 买入, 目标价: 1,230 美元) - 4Q 业绩超预期; 多元光互连架构动能延续**

Lumentum 发布 4QFY26 业绩，收入环比增长 25%/同比增长 109%至 10.1 亿美元，高于彭博一致预期的 9.9 亿美元，并处于管理层指引上限。Non-GAAP 毛利率达到 50.4%，同样高于市场预期，主要受益于更优的产品组合、产能利用率改善以及部分产品提价。对于 1QFY27，管理层指引收入为 12.25-12.75 亿美元，non-GAAP 营业利润率为 39.5-40.5%。随着激光器需求在可插拔光模块、NPO 及 CPO 等多种架构中持续拓展，我们继续看好公司。维持买入评级，目标价上调至 1,230 美元，仍基于 35 倍 FY28E 市盈率，主要反映利润率进一步扩张及产品组合持续优化。（[链接](#)）

■ **中国铁塔 (788 HK, 持有, 目标价: 11.5 港元) - 存量资产折旧到期释放利润, 收入端承压叠加回款拖累现金流; 维持持有评级**

中国铁塔发布 2026 年上半年业绩。收入同比下降 1.8%至 487 亿元人民币，其中塔类业务收入受运营商网络优化、基站精简升级及电信联通 4G 共建共享安排影响，同比下降 6.7%；期内站址数同比增长 2.5%至 217 万个，但运营商租户数小幅下降，站均租户数由 1.81 降至 1.78。管理层指引塔类收入有望自 2027 年起恢复增长，主要依托“十五五”规划提出的 2030 年每万人 55 个 5G 基站目标。室分与两翼业务延续增长，收入分别同比增长 9.2%和 14.2%，合计占总收入比重由去年同期的 23%提升至 27%，其中智联和能源业务收入分别同比增长 12.8%和 17.3%。净利润同比增长 30.1%至 75 亿元，净利率同比提升 3.8 个百分点至 15.4%，主要受益于折旧摊销费用率下降：2026 年上半年折旧摊销占收入 39.3%，去年同期为 51.6%，主要为收购塔类资产折旧到期以及室分资产折旧年限调整，折旧摊销总额同比下降 25.2%，预计该利好将延续至下半年。成本端有所承压，维护费用同比增长 19.0%，其他运营开支同比增长 41.6%，主要来自应收账款累积带来的坏账计提增加，EBITDA 同比下降 11.6%至 303 亿元，利润率降至 62.1%；经营现金流同比下降 75.1%至 71 亿元，自由现金流转负至 -45 亿元，回款压力值得关注。公司宣派上半年股息每股 0.19 元，同比增长 44.3%，股东回报持续提升。我们预计公司 2026 年和 2027 年收入分别为 1,000 亿元和 1,040 亿元，同比持平 and 增长 4.0%，考虑到行业环境和传统业务承压，小幅下调 2026 年和 2027 年 EBITDA 预测 2.7%和 0.8%。维持“持有”评级，目标价调整至 11.50 港元，基于 3.68 倍 2027 年 EV/EBITDA，估值倍数维持在 5 年均值上方约 1 个标准差。（[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策。

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策。

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。