

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- A/H 股震荡走弱。上证指数跌 0.1%，深证成指跌 0.7%，创业板跌 1.4%，石油石化、农林牧渔和化工收涨，前期强势的 AI 硬件出现获利回吐；港股恒指微涨 0.1%，恒生科技跌 0.3%，原材料、能源和信息技术收涨，医疗保健、可选消费和地产建筑收跌。南向资金净买入 11.76 亿港元，阿里巴巴、长飞光纤和中芯国际获较多净买入，信达生物、中信证券和腾讯遭明显净卖出。宏观方面，中国推出新一轮房地产制度改革，推动现房销售、延长个人住房贷款最长期限至 40 年，并支持上市房企再融资和并购重组，政策重点由短期刺激进一步转向降低交付风险和修复居民购房信心。沃什讲话推动美元走强，美元兑离岸人民币升至约 6.731，人民币结束近期连续升值。
- 日韩股市分化。日经 225 涨 0.4%，房地产和银行板块领涨；日本政府数据显示过去一个月动用约 965 亿美元干预汇市、创历史纪录，但日元仍接近 160，显示单纯外汇干预难以扭转美日利差驱动。韩国 KOSPI 跌 1.8%，海外资金在杰克逊霍尔讲话前减持科技权重股，结束三连涨。欧洲 Stoxx 600 涨 0.6%，法国股市从前一日财政风险引发的抛售中反弹。亚洲高 Beta 科技资产对利率重新定价更敏感，而欧洲较低的科技权重使其短期相对抗跌。
- 美股小幅收跌，道指基本持平，标普 500 跌 0.3%，纳指跌 0.5%。沃什重申 2% 通胀目标并暗示必要时继续加息，打断英伟达财报后的 AI 反弹，英伟达跌 4.6%。软件和云服务逆势走强，亚马逊涨 4.0%，微软涨 1.7%，市场并非否定 AI 需求，但估值对金融条件的敏感度明显上升。半导体、汽车和工业领跌，零售、通讯服务和传媒收涨。
- 美债收益率上行，曲线明显熊平。2 年期收益率升约 11 个基点至 4.34%，10 年期升约 5 个基点至 4.72%，30 年期仅升约 1.6 个基点至 5.21%。沃什表示若通胀不能“清晰且足够快速”回到 2%，美联储仍有工作要做，市场将 9 月加息概率从约 35% 迅速上调至接近 60%。短端大幅重定价说明市场重新认可联储抗通胀可信度，但长端反应较小，则反映更鹰派的联储降低了通胀失控风险，同时财政部持续回购长债仍在压制期限溢价。
- 布伦特原油跌 0.4% 至 89.31 美元/桶，全周跌 5.4%，市场继续押注霍尔木兹谈判可能缓解供应扰动。黄金重挫 3.2% 至约 4,464 美元/盎司，白银跌逾 4%，美元和实际利率同步上涨触发此前拥挤的贬值交易去杠杆。比特币跌 3.6% 至约 7.74 万美元，盘中一度跌至 7.71 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	25,585	0.07	-0.18
恒生国企	8,490	0.00	-4.75
恒生科技	4,605	-0.33	-16.51
上证综指	3,952	-0.11	-0.42
深证综指	2,550	-0.43	0.76
深圳创业板	3,424	-1.41	6.91
美国道琼斯	53,560	-0.02	11.44
美国标普 500	7,712	-0.25	12.65
美国纳斯达克	26,402	-0.52	13.60
德国 DAX	26,570	0.77	8.49
法国 CAC	8,401	0.98	3.09
英国富时 100	10,824	0.29	8.99
日本日经 225	66,406	0.41	31.92
澳洲 ASX 200	9,092	0.60	4.34
台湾加权	46,331	0.77	59.96

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	55,288	0.24	12.99
恒生工商业	12,762	0.06	-8.04
恒生地产	20,362	-0.91	15.94
恒生公用事业	39,739	-0.09	4.51

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国地产行业 - 预售制度调整，短期阵痛换长期健康

监管部门 8 月 28 日发布《关于完善商品住房销售制度的通知》（简称通知），拟将预售门槛提至主体结构封顶、新地块预售资金全额监管。若全面实施，房企流动性压力将加剧，弱资质房企进一步出清，供给端回款拉长、趋于收缩，份额向央国企集中；需求端则更为积极：交付风险压降、购房信心得到提振。我们认为这是行业走出恶性循环的重要一步，意味着监管直面问题根源的态度具有标志性意义。投资者对此的反馈也较为积极，视角更趋于长期结果。新政强化供给收缩与份额集中逻辑，板块下行空间有限、安全垫加厚，建议择优配置。

核心变化：文件的核心内容是将商品房预售门槛大幅提高，从现行的“投资完成 25%”或主体完成 2/3，提升至“单体建筑主体结构封顶”，相当于把预售节点大幅后移，房子要盖到顶部完工才能卖；但落地时间交由地方自主决策，各地可根据本地楼市热度、房企资金压力、市场承受能力分步推进，避免政策急转弯。

主要影响：1) 对于房企：一是资金压力陡增，回款周期由原来的 3-6 个月大幅拉长至 6-12 个月，现金流压力加剧；二是行业加速分化，资金实力弱的中小房企加速出清，行业进一步向央国企集中。2) 对于市场：新房入市节奏放缓，短期供给收缩，1-2 年后利于核心城市价格企稳及长期信心修复。3) 对于购房者：购房风险大幅降低，烂尾与延期交付风险显著下降，长期购房信心有望大幅提振。4) 对于地方政府：短期或加重财政压力，但文件为其保留了落地节奏弹性。

概要解读：若新政推出，我们倾向于视其为以短期阵痛换取行业长期健康的关键落子。交付风险是影响购房信心的重大阻碍之一，新政直指根源，对行业走出恶性循环具积极意义；同时值得注意的是，地方政府可根据实际情况决定落地节奏，将保护行业不受过渡冲击。就地产板块依然被活跃交易标的（央国企）而言受新政影响有限，由于其现金流压力相对较小、融资通道顺畅、且融资成本较低。

从投资者反馈来看，对政策的态度较我们此前预期的更积极：1) 情绪层面：部分投资者认为现房销售传闻已久，正式出台被视为利空落地，偏积极；2) 对于监管：部分投资人认为顶层直面购房信心不足这一根源，是行业走出泥潭的积极信号；3) 执行担忧：部分认为地方政府或因阵痛大、收获期远而缺乏动机，政策落地节奏或偏慢。总体而言，我们认为投资者解读政策的视角似较此前更积极、也更重长期效果。当前市场对板块的配置仍处较低水平；考虑到新政强化供给收缩与份额集中逻辑，板块处于中长期的修复通道，下行空间有限、安全垫加厚，建议积极择优配置财务稳健、商业运营占比高、土储聚焦核心城市的央国企龙头。（[链接](#)）

公司点评

■ 赛富时 (CRM US, 买入, 目标价: 312.0 美元) - 2QFY27 业绩: 强劲 AI 业务推动订单稳健增长

赛富时公布 2QFY27 业绩: 总营收同比增长 11%至 113 亿美元, 非 GAAP 营业利润同比增长 10%至 38.7 亿美元, 均符合一致预期。2QFY27 cRPO 同比增长 14%至 335 亿美元, 较公司指引高出 1 个百分点, 主要得益于强劲的订单增长及较低的客户流失率。2QFY27 净增 AOV 增速为四年来最强, 支撑下半年内生收入重新加速, 并进一步缓解投资者对"SaaS 末日论"的担忧。管理层将 FY27 营收指引上调 3 亿美元(固定汇率选)至 461-464 亿美元(同比增长 11%-12%), 其中 1 亿美元来自内生增长、2 亿美元来自收购。整体而言, 我们维持 FY27-29E 总营收预测基本不变, 但将目标价上调至 312.0 美元, 对应 14 倍 FY27E EV/EBITDA (前值: 288.0 美元, 基于 13 倍 FY27E EV/EBITDA), 主要考虑到行业估值修复。维持"买入"评级。 ([链接](#))

■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 138.0 港元) - 行业竞争趋于温和下 UE 改善符合预期

美团 2Q26 收入达到 1,046 亿元人民币, 同比增长 13.9%, 分别高于招银国际预期/彭博一致预期 3%/4%; 经调整净利润达到 25 亿元人民币, 显著高于招银国际预期/一致预期的-4,800 万元/+3.17 亿元人民币。收入超预期主要源于: 1) 核心本地商业 (CLC) 收入高于一致预期 5%, 主要受益于外卖 (FD) 业务竞争程度较预期更为温和; 以及 2) 新业务收入高于一致预期 2%。利润超预期主要受益于: 1) 到店业务经营利润率高于预期约 5 个百分点, 公司在坚持高效且克制的补贴策略的同时, 维持以效率为导向的经营思路; 2) 新业务经营效率改善好于预期; 以及 3) 外卖业务单位经济效益 (UE) 改善好于预期。我们认为, 2Q26 业绩进一步证明了美团有能力捍卫其在中高客单价 (AOV) 外卖市场的领先地位; 同时, 我们认为, 随着行业竞争逐步回归理性并趋于稳定, 到店业务长期 OPM 有望恢复至 30%左右。我们的 DCF 目标价维持 138.0 港元不变。维持买入评级。 ([链接](#))

■ 潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入, 目标价: 44.7 港元/38.9 元人民币) - AIDC 发电机组前景可见度高; SOFC 将提供上行潜力

我们在业绩说明会后对潍柴保持乐观看法, 主要由于: (1) AIDC 燃气发电机组销量可见度高 (2027E 将达 2,000 台), 公司已经与美国一线数据中心运营商签署合同; (2) AIDC 柴油发电机组销量有望在 2027E/2028E 分别达到 4,000/6,000 台; (3) SOFC 的产能目标保持不变 (2027E/28E 年底前分别达 30MW/200MW), 即使产量爬坡尚需时间。另一方面, 我们认为美国政府有关大型电网外国电力设备的行政令相关风险可控, 主要由于潍柴的发电机组主要用于离网应用。在纳入 AIDC 燃气发电机组销量假设后, 我们将 2026E-28E 盈利预测上调 2%-7%。我们将基于 SOTP 的目标价微调至 H 股的 44.7 港元和 A 股的 38.9 元人民币, 主要由于少数股东权益和汇率调整。潍柴仍然是我们资本品板块的重点推荐目标。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 204.94 元人民币) - 1H26 业绩符合预期, 国际化与新兴业务表现亮眼**

迈瑞医疗 1H26 实现营收 177.5 亿元 (+6.0% YoY), 其中 2Q26 同比增长 10.5%, 基本符合我们预期。归母净利润 50.5 亿元 (-3.6% YoY), 主要受汇兑损失拖累; 剔除汇兑影响后, 净利润同比增长 8.7%。我们基本维持 2026E-28E 营收预测不变, 继续假设国内业务复苏及海外稳健增长; 2026E 盈利预测小幅下调以反映短期汇兑逆风, 2027E-28E 盈利预测基本不变。

海外业务保持强劲, 欧洲与新兴市场引领增长。1H26 海外收入 95 亿元 (+13.7% YoY, 美元口径+18.4%), 占总收入 53%。欧洲表现突出, 收入同比增长近 25%, 其中英国、法国、意大利增速均超 30%。拉美同比增长近 20%, 亚太增长 17%, 印度、墨西哥、巴西贡献显著。分产品线看, 海外 IVD 收入增长 21% (免疫诊断+30%), 生命信息与支持海外增长超 10%, 超声海外实现高个位数增长。我们预计欧洲、拉美及亚太将继续驱动 2026E 海外双位数增长。

国内复苏迹象显现, IVD 与新兴业务成核心引擎。1H26 国内收入 83 亿元 (-1.6% YoY), 但我们测算 2Q26 已恢复正增长 (+~8.8% YoY)。新兴业务同比增长 21%, 占国内收入 24%; 与 IVD 合计占国内收入 74%, 成为主要增长动力。公司在核心 IVD 品类 (化学发光、生化、凝血) 的市场份额持续提升, 市占率从 1H25 的 10% 提升至 1H26 的 14%。TLA 装机快速增长, 1H26 获得超 260 台新订单并完成近 200 台装机, 推动全年 TLA 订单目标上调。我们认为, 受益于 IVD 份额提升、新兴业务持续增长及较低基数, 2026E 国内收入有望恢复个位数增长。

盈利预测与评级: 我们维持 FY26E-28E 营收预测基本不变, 基于 9 年 DCF 模型维持目标价 204.94 元人民币 (WACC 9.1%, 永续增长率 3.0%), 维持买入评级。 ([链接](#))

■ **中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 39 港元) - 承保与投资业绩强劲推动中期股息超预期, 上调目标价至 39 港元**

中国人寿 2026 年上半年业绩表现强劲, 集团归母净利润同比+229%至 1,345 亿元人民币, 位于此前业绩预增(+215%-235%)的中位水平; 2Q26 归母净利润 1,150 亿元, 同比大幅增长 8.48 倍, 主要受承保质效提升与权益类资产公允价值大幅增长的双向驱动。从归因来看, 1) 保险服务业绩同比+1.27 倍; 2) 投资收益同比+3.14 倍, 其中净投资收益及已实现的公允价值变动损益达 474 亿元 (同比+83%), 未实现的公允价值变动损益达 1,348 亿元, (同比+131 倍)。若剔除公开市场权益类资产的短期波动影响, 归母净利润同比+12.7%至 576 亿元。在集团净利润大幅增长的基础上, 中期股息同比+50.4%至 0.358 元人民币, 超出我们及市场预期。

从负债端看, 新业务价值增速领先同业, 同比增长 33.7% (对比平安+11.2%、太保+12.7%、新华+11.9%), 其中个险和银保及其他渠道新业务价值同比+37.5%/+11.7%, 受益于首年保费 (FYP) 双位数增长及价值率提升。截至 1H26, 公司有效资产负债久期缺口收窄至 1.3 年以内, 有效业务及新业务负债保证成本分别降至<2.9%和 1.73%, 反映负债端业务质量持续改善。从资产端看, 上半年公司大幅加仓 OCI 股票配置, 持仓规模较年初+69%, 核心权益敞口升至 19.2%。1H26 核心权益资产投资规模达 1.52 万

亿元，较年初+21.1%，其中 OCI 股票 3,930 亿元，占股票投资 38%，TPL 股票较年初+7%至 6,450 亿元，占股票投资 62%。总投资收益 (TII) 同比+147%至 3,145 亿元，其中 2Q26 总投资收益同比+2.78 倍 (1Q26: 同比-34%)，得益于 TPL 资产账面浮盈大幅增长。总投资收益率 (TIY) 同比+2.29 个百分点至 5.58%，净投资收益率 (NIY) 同比-0.07 个百分点至 2.71%。伴随浮动收益型有效业务保单规模持续扩大，未来权益资产配置敞口有望进一步增长。

公司当前股价交易于 0.43 倍 FY26E P/EV 和 1.0 倍 FY26E P/B，近 2 年历史平均+1STD。考虑到业务质态向优及中期盈利大幅增长，我们上调 2026-2028 年 EPS 预测至 7.67/6.10/6.55 元，并将目标价上调至 39 港元。维持“买入”评级，新目标价对应 0.6 倍 FY26E P/EV 和 1.3 倍 FY26E P/B。

([链接](#))

■ 来福谐波 (3952 HK, 买入, 目标价: 150 港元) - 盈利转正在途, 销量登顶在望

1H26 量利齐升，亏损大幅收窄。收入同比大增 80%至 1.42 亿元，谐波出货量超 24 万台、同比翻倍以上，基本符合预测；毛利率 27.3%，同比提升 7.5 个百分点；研发及销管费用基本符合预期，剔除股份支付、赎回负债变动及上市开支后的经调整净亏损收窄至 400 万元。

以成本优势缩小与绿的的份额差距。我们估算 1H26 公司出货量与绿的谐波的差距继续收窄，重申 8 月 12 日首次覆盖报告判断：自 FY27E 起来福将超越绿的，成为中国出货量最大的谐波减速器厂商。随着行业产能瓶颈自 FY27E 或逐步缓解、需求转向对成本敏感度高得多的人形机器人整机厂，其结构性成本优势将愈发突出。

盈利预测与估值。公司依托谐波全链条自研及与重庆大学的材料学合作拓展行星减速器，新品预计 4Q26 推出。维持 FY26-28E 谐波销量 68 万/140 万/230 万台，FY26-28E 经调整净利润微调至 1,400 万/7,600 万/1.39 亿元，隐含 2H26E 经调整利润开始转正。维持买入及目标价 150 港元 (18 倍 FY27E 市销率)。([链接](#))

■ 比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入, 目标价: 125 港元/125 元人民币) - 严控费强化利润率修复逻辑

2Q26 业绩毛利率超预期、净利低于预测。2Q26 收入同比下降 3.2%至 1,950 亿元，低于我们此前预测 8.6%；综合毛利率环比提升 0.1 个百分点至 18.9% (2Q25 以来最高)，高出预测 0.5 个百分点；销管与研发费用基本符合预期，减值损失高于预测约 11 亿元，归母净利润 82 亿元、同比大增 30%、但低于我们预测 15%。剔除减值后单车净利约 8,900 元，比我们预测低约 300 元。

更严的成本管控打开盈利上行空间。1H26 研发投入总额同比下降 6.5%，释放成本趋稳信号；资本化率由 1H25 的 4%升至 1H26 的 19%；折旧与摊销合计同比仅增 5%，为 1H20 以来最慢。公司产能、销售网络与研发资源（尤其国内）已搭建完善，我们预计未来数年降本效应将持续显现。规模效应与垂直整合带来的盈利韧性优于多数同业，1H26 毛利率已获印证。

2H26 及 2027 年展望。维持 FY26E 销量 450 万台、海外占比 40%；因 2Q26 单车售价不及预期，下调 FY26E 收入 1%，但上调毛利率 0.2 个百分点、下调研发费用 9%，FY26E 净利润上调 3%至 361 亿元。预计 FY27E 销量同比

增长 11%至 500 万台，增量来自海外市场；严苛降本延续至 FY27E，净利润上调 5%至 441 亿元。维持买入及 H/A 股目标价 125 港元/125 元人民币（22 倍 FY27E P/E）。（[链接](#)）

■ **广汽集团（2238 HK/601238 CH，买入，目标价：3.6 港元/8.6 元人民币） - 出口与客户结构驱动毛利率修复**

广汽 2Q26 收入、毛利率超预期，净亏损环比扩大。2Q26 收入同比增长 16%至 263 亿元，高出预测 13%；毛利率-2.4%，环比改善且好于预测的-3.1%。但净亏损环比扩大近 32 亿元至 38 亿元，主因销售费用上升（启境广宣渠道铺设、自主海外渠道扩张）及投资收益走弱（广汽本田销量环比降 30%、亏损扩大）。

出口与客户结构共驱毛利率修复。1H26 海外销量同比增 132%后，管理层上修全年出口目标 20%至 30 万台（约占自主销量预测的 39%），海外毛利率指引约 8%，显著优于国内负毛利，七家 KD 工厂投产对冲关税。埃安国内零售中网约车占比由 2025 年约 50%降至约 20%。叠加 15%降本目标，预计毛利率由 2H26E 的-1.2%修复至 FY27E 的+0.6%、FY28E 的+2.7%。

启境符合节奏，合资展望分化。华为联合开发首款车 GT7 已于 6 月 26 日上市，298 家渠道在营（40%华为授权），第二款 GX7 于 9 月推出。广汽丰田保持韧性，2027-28 年更多新能源新产品推出，支撑 FY26-28E 年均 21-22 亿元投资收益预测；广汽本田新车将搭载鸿蒙座舱及 Momenta 智驾，预计 FY27-28E 净亏损收窄。

维持买入，下调目标价。FY26-28E 净亏损调整为 99 亿/65 亿/42 亿元。H 股目标价下调至 3.6 港元：自主按 0.2 倍 FY27E 市销率计 2.85 港元，合资及联营按 3.0 倍 FY27E 权益收入市盈率计 0.75 港元；A 股目标价 8.6 元人民币（对应 175% A/H 溢价）。（[链接](#)）

■ **康方生物（9926 HK，买入，目标价：138.42 港元） - 关注 2H26 HARMONi-3 数据读出**

康方生物公布 1H26 产品销售额 18 亿元人民币，相当于我们此前 FY26 预测的 37%，表现低于预期，尽管自 2026 年 1 月起更多适应症纳入医保。新增医保适应症包括：卡度尼单抗在原有 2L+宫颈癌基础上新增 1L 胃癌及 1L 宫颈癌，但对应 19%降价；依沃西单抗则在原有 2L+ EGFR 突变 NSCLC 基础上新增 1L PD-L1 阳性 NSCLC，且未降价。受此影响，1H26 毛利率降至 74.2%，低于 FY25 的 79.4%。不过，公司经营杠杆持续改善，销售及管理费用率由 FY25 的 56.7%降至 52.9%，研发费用率由 FY25 的 51.5%降至 43.4%，归母净亏损亦由 5.70 亿元收窄至 4.24 亿元。

HARMONi-3 仍为 2H26 核心催化剂。中国 HARMONi-6 更新数据显示，依沃西单抗联合化疗在 1L 鳞状 NSCLC 中实现 mPFS 12.48 个月 vs 8.31 个月（HR 0.72），此前披露数据为 11.1 个月 vs 6.9 个月（HR 0.60）。海外 HARMONi-3 首次中期 PFS 分析虽未达统计学显著，但试验仍按计划推进，最终 PFS 结果预计于 2H26 读出，并同步进行中期 OS 分析。该结果将是验证中国疗效能否在西方患者中复制的关键节点。此外，FDA 预计将于 2026 年 11 月 14 日前就依沃西单抗 2L EGFR 突变 NSCLC 的 BLA 作出决定。考虑到对应的 HARMONi 研究在更长随访后显示亚洲及西方亚组 OS HR 均为 0.76，我们认为获批概率有所提升。另外，中国 HARMONi-GI1 三期研究已在 1L 胆道癌中达到 OS 终点，详细数据将于 ESMO 公布。

IO2.0+ADC 联合布局持续推进。依沃西单抗正逐步成为公司内外部联合治疗布局中的重要 combo backbone。公司自研 HER3 ADC 及 TROP2/Nectin-4 ADC 已进入 Ph2 阶段，并在开展与依沃西单抗在多种实体瘤中的联合研究。外部合作方面，依沃西单抗正与多款 ADC 推进联合开发，包括 GSK 的 B7-H3 ADC (Ph1/2, 预计 2026 年 9 月启动)、辉瑞 Padcev (1L 尿路上皮癌 Ph2/3, 预计 4Q26 启动)、Biokin 的 EGFR/HER3 ADC (1L 鳞状 NSCLC Ph2/3, 预计 2026 年 8 月启动) 以及康宁杰瑞的 TROP2/HER3 ADC。除 ADC 外，依沃西单抗亦在探索与 RAS(ON)抑制剂、CD47 单抗、HIF-2 α 抑制剂及 FGFR 抑制剂的联合方案。广泛的联合布局有望进一步提升依沃西单抗长期临床及商业化潜力。

维持买入。考虑到 1H26 产品销售低于预期，我们将目标价下调至 138.42 港元，维持买入评级。 ([链接](#))

■ **固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 42.00 港元) - 重回增长导向战略, 并购+出海双发力**

固生堂 1H26 业绩稳健，收入 16.5 亿元 (+10.6%)，净利润 2.2 亿元 (+44.2%)。线下门店收入增 12.5%，门诊人次增 17.5%，主要由老店同店增长 12.9% 推动。

新增门店数量创历史新高。上半年新增 18 家门店创历史新高，全球门店达 119 家；新增医生 2,657 名，其中全职占 40.3%，新医生收入贡献显著。虽整体客单价降 3.9%，但严肃医疗客单价回升 2.4%，低客单价的类消费医疗服务人次占比提升 5.1 个百分点，形成良性业务结构。

并购与海外业务加速。1-7 月并购 8 家门店（去年同期 4 家），对应营收约 2 亿元（去年同期 5,700 万元），另有 18 家待交割，并计划设立并购基金。海外收入同比增约 14 倍至 3,200 万元，新加坡单店月营收超 120 万元、利润率 30%。基于成功的海外单店模型，8 月拓展香港及马来西亚市场，助力 2030 年百亿收入目标。

股东回报丰厚。过去 12 个月累计回购 7.5 亿港元（注销 4.2 亿），分红 3.5 亿元，合计占市值约 13%。中期股息 1.15 港元/股，承诺 2026-28 年现金分红不低于 4.5 亿港元或经调整净利 60%。公司现金储备约 12 亿元，兼顾扩张与回报能力充足。

维持买入评级。我们预计公司 2026E/27E/28E 的收入增速为 14.5%/16.9%/18.5%，经调整净利润增速为 14.7%/17.6%/19.7%。维持基于 DCF 的目标价 42.00 港元。我们看好中医服务赛道有韧性的需求以及积极的客单价修复趋势。目前股价对应的经调整 PE 为 12.0x/10.2x/8.5x。 ([链接](#))

■ **三一重工 (600031 CH / 6031 HK, 买入, 目标价: 26.2 人民币/27.5 港元) - 2Q26 净利润在汇兑影响下同比增长 17%**

三一重工 1H26 净利润同比增长 9% 至 57 亿元人民币，意味着 2Q26 净利润同比增长 17%。2Q26 EBIT（剔除汇率影响）实现同比上升 55%，主要受益于 24% 的收入同比增长和稳定的毛利率。业绩基本符合我们的预期。尽管汇率影响仍然是市场关注的焦点，但我们认为整体影响可控，而一旦人民币汇率企稳，市场焦点将重新回到公司的海外增长前景上。我们将 2027E/28E 盈利微调 -3%/+4%。维持“买入”评级，A/H 股新目标价分别为 26.2 元人民币/27.5 港元（A 股维持 2026E 动态市盈率 24 倍不变，相当于 2017 年以来 20

倍平均值的 0.5 倍标准差以上，以反映盈利上行周期)。H 股目标价基于 H/A 股 10% 的折让。 ([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上责任。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撰写的报告。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。