

每日投资策略

行业研究/公司点评

全球市场观察

- 8 月 20 日，A/H 股温和反弹。上证指数涨 0.2%，深证成指涨 0.6%，创业板涨 0.6%，医药生物受海外 mRNA 癌症疫苗进展催化领涨，CPO 亦较活跃。恒指涨 0.8%，恒生科技涨 0.4%，医疗保健、原材料和地产建筑领涨。南向资金净卖出 104.12 亿港元，阿里巴巴、中芯国际和建滔积层板获较多净买入，美团、联想和中国人寿遭净卖出。宏观方面，8 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 连续第 15 个月维持 3.0%和 3.5%不变。美元走弱推动人民币进一步升值，美元兑离岸人民币一度降至约 6.724、创三年半新低。
- 日韩股市大幅修复。日经 225 涨 1.4%，前一日全球债市压力缓和推动风险偏好回升；韩国 KOSPI 暴涨约 5.9%，SK 海力士大规模回购注销股份并承诺将 2025-2027 年超过 50%的自由现金流用于股东回报，带动其强劲反弹。韩国 AI 交易正在从单纯追逐盈利增长，转向盈利增长与股东回报并重，这有助于降低此前高杠杆、高波动带来的估值折价。欧洲 Stoxx 600 跌 0.1%、连续第七日下跌，油价高企继续推升通胀和利率担忧。
- 美股重新下跌，道指跌 1.3%，标普 500 跌 0.9%，纳指跌 1.0%。沃尔玛跌 9.2%，美国同店销售增速降至六年来最低，高油价开始挤压低收入消费者购买力，进一步强化市场对消费放缓的担忧。零售、医药生物和服装领跌，半导体、能源和食品饮料收涨。
- 美债收益率重新上行，曲线总体熊陡。2 年期收益率升 1.88bps 至 4.18%，10 年期升 4.35bps 至 4.69%，30 年期升约 3.97bps 至 5.25%，基本抹去财政部扩大长债回购后的跌幅。美国初请失业金人数降至 20.6 万，显示裁员仍处低位；8 月费城联储制造业指数升至 47.4，也显示经济并未快速失速。债市的快速反转说明扩大回购只能缓解流动性问题，无法消除财政赤字、债券供给和能源通胀带来的结构性期限溢价，市场对政策干预的有效性开始打折。
- 布伦特原油涨 2.4%至 93.78 美元/桶、升至近一个月高位，美国加码对伊朗经济施压以及霍尔木兹供应风险重新抬高地缘溢价。黄金基本持平于 4519 美元/盎司附近，白银涨 1.2%，避险需求抵消长端实际利率上行压力。比特币大涨约 5%至 7.28 万美元、自 6 月初以来首次突破 7.2 万美元，白宫推动加密货币立法和此前长债回购带来的流动性预期共同触发空头回补。

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	25,698	0.80	0.27
恒生国企	8,548	0.90	-4.10
恒生科技	4,701	0.39	-14.78
上证综指	3,904	0.24	-1.64
深证综指	2,527	0.79	-0.15
深圳创业板	3,496	0.64	9.13
美国道琼斯	52,759	-1.32	9.77
美国标普 500	7,641	-0.87	11.62
美国纳斯达克	26,067	-1.00	12.16
德国 DAX	25,983	-0.42	6.09
法国 CAC	8,453	-0.57	3.73
英国富时 100	10,748	0.04	8.22
日本日经 225	66,217	1.36	31.54
澳洲 ASX 200	9,084	0.33	4.24
台湾加权	44,934	0.48	55.14

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	54,408	0.26	11.19
恒生工商业	12,955	0.99	-6.65
恒生地产	20,800	2.31	18.43
恒生公用事业	39,666	0.86	4.31

资料来源: 彭博

行业研究

■ TMT 行业 - 26 年 2 季度美股 13F 追踪：盈利增长与估值匹配视角下科技板块或仍具较高配置价值

基于 SEC 最新披露的 13F 数据（截至 2Q26），我们追踪了约 70 家代表性机构投资者（涵盖投资顾问、对冲基金及银行）在 29 只核心美股科技标的（我们定义为关注清单）上跨 8 个季度的持仓变化。我们观察到：1) 行业层面，全市场科技行业配置环比+4.2pct 至 27.1%，逆转上季首度减配并创新高，上季获增持的能源、材料集中回吐，医药、消费板块延续减配；2) 个股层面，关注清单持仓市值占比升至 30.3%、创八个季度样本期新高。Mag 7 延续分化：谷歌、英伟达、亚马逊连续两季居净买入前三，微软、苹果减持扩大；英特尔连续六季获增持，甲骨文由最大流出转为最大流入，网络安全标的持续获加仓；3) 关注清单外，SpaceX 上市首季获建仓约 700 百万股，持仓市值约 1,203 亿美元，AI 电力与矿企转型算力标的延续结构性增持。整体来看，机构配置由上季的兑现涨幅重回向科技核心资产集中，标的筛选延续盈利兑现与估值消化的主线。我们上季度报告中对于谷歌、亚马逊的推荐获得市场验证，微软 Q4FY26 公布强劲业绩表现后市场反应积极，基于头部云厂商业绩展现出 AI 相关投资 ROI 持续提升的趋势且估值水平相较盈利增长仍具吸引力，我们仍维持对于谷歌、微软、亚马逊的推荐，并建议关注软件板块中 Datadog 估值回调后的投资机会。（[链接](#)）

公司点评

■ 友邦保险（1299 HK，买入，目标价：112 港元）- 新业务价值符合预期，集团营运利润增速略超预期

友邦公布 1H26 业绩，集团 VONB 同比+10%/+13%（固定/实质汇率）至 32.12 亿美元，对应 2Q26 单季同比+7%（vs 1Q26 +13%）。集团 VONB 较招银国际/彭博一致预期低 2%/1%。集团 OPAT 同比+11%/+15%（固定/实质汇率）至 41.63 亿美元，较招银国际/彭博一致预期高 3%/6%。每股 OPAT 同比+13%/+18%，超出管理层 9%-11% 的年复合增长率目标指引。营运自由盈余（UFSG）/净自由盈余同比+8%/+10%至 39 亿/28 亿美元，每股同比+10%/+12%，带动股东资本比率（TSR）达 210%，环比下降 11 个百分点。中期 DPS 同比+10%至 0.54 港元，2H26 无新增回购预算，符合市场预期，因公司的资本管理政策基于年度净自由盈余结果检视。我们维持未来 12 个月股东总回报率（TSR）约 4.0% 的预测（股息 3.1%+回购 0.9%）。维持“买入”评级，目标价不变为 112 港元，对应 1.7x FY26E P/EV。

VONB 地区分化：香港略低于预期，内地市场符合预期，东南亚市场增长稳健，其他市场中印度引领。1) 香港 VONB 同比+10%至 11.7 亿美元，低于我们预期 12.1 亿美元（+14%），本地/MCV 板块 VONB 在高基数下分别+23%/基本持平。新业务价值率达 72%，同比+6.2 个百分点，反映聚焦高质量产品策略。2) 中国内地同比+20%至 9.37 亿美元（招银国际预期+20%），主要受 ANP 同比+30%拉动，新业务价值率同比下滑 4.5 个百分点，主要受分红险占比持续提升影响。银保 VONB 同比-6%，基本符合预期，主要因监管趋严下行业竞争加剧。2019 年后进入的 9 大区域 VONB 占比 11%，符合 40% 年复合增长目标。3) 泰国同比-6%至 5.14 亿美元（招银国际预期-7%），

新业务价值率回归常态化至 96.9% (1H25/FY25: 116%/111%)，产品结构中传统险产品占比仍达 75%。4) 新加坡同比+10%至 2.94 亿美元 (招银国际预期+10%)，受高净值客户对投连险长期储蓄产品强劲需求驱动，新业务价值率同比下降 1.7 个百分点至 45.6%。5) 马来西亚同比+10%至 2.32 亿美元 (招银国际预期+12%)，2Q26 代理人渠道销售持续复苏。6) 其他市场 VONB 同比+7%至 2.60 亿美元，其中印度、越南及菲律宾为主要亮点。上半年 TATA AIA 寿险新业务价值同比+31%，其中代理人/银保+38%/23%。
[\(链接\)](#)

■ 富途 (FUTU US, 买入, 目标价: 158 美元) - 二季度业绩大超预期, 国际化进程全面深入

富途公布 2Q26 业绩，营收及净利均超我们及市场预期。2Q26 总收入达 72 亿港元，同/环比+35.6%/+23.0%，较招银国际/彭博一致预期高 16%/19%，各业务线均实现稳健增长，得益于期内净增有资产客户数、客户总资产及交易量均取得环比双位数增长。2Q26 归母净利润/非 GAAP 调整后净利润达 36 亿/37 亿港元，同比+41.7%/+40.1% (剔除 1Q26 18.5 亿元行政处罚影响后，环比+24%/+23.7%)。盈利端较招银国际/彭博一致预期高 18%/17%，反映营收超预期增长和经营杠杆释放。

2Q26 核心运营亮点：1) 新增有资产客户数达 25.2 万，占全年 80 万目标的约 60%，进展顺利，其中马来西亚、香港、新加坡为主要新增贡献市场；2) 海外扩张持续加速，2Q 海外有资产客户数占比~60% (2025: 55%)，其中新加坡、美国、马来西亚占比领先；3) 客户资产规模达 1.4 万亿港元，同/环比+44%/+14.5%，得益于客户权益持仓市值增长及净流入稳健；4) 总交易额达 6.42 万亿港元，同/环比+79%/+55%，其中美股交易额 5.02 万亿港元 (占比 78%)，同/环比+86%/+67%；港股交易额 1.17 万亿港元 (占比 18.2%)，同/环比+40%/+16%。

基于 2Q26 盈利超预期，我们上调 FY26-28E EPS 预测至 74.7/87.0/103.5 港元 (前值: 66/80/95 港元)，并将目标价上调至 158 美元 (前值: 145 港元)，基于概率加权法下的 DCF 和 P/E 估值，新目标价对应 17/14 倍 FY26/27E P/E。
[\(链接\)](#)

■ 中国生物制药 (1177 HK, 买入, 目标价: 8.70 港元) - BD 集中兑现, 平台创新价值获验证

中国生物制药 1H26 实现收入人民币 194.4 亿元，同比增长 10.6%，经调整净利润 33.4 亿元，同比增长 8.1%。若剔除 1H25 科兴中维 13.5 亿元税后分红，经调整净利润将同比大增 92.3%。管理层维持全年收入双位数增长的指引，并对利润增速保持信心。

创新平台价值获全球验证。2026 年 BD 交易成为业绩亮点：3 月与赛诺菲达成 15.3 亿美元罗伐昔替尼许可，创中国移植领域纪录；7 月与阿斯利康达成 19 亿美元 TQC3721 合作，为近三年呼吸领域最大授权。两项首付款超 3 亿美元，大幅增厚业绩并验证研发实力。在研管线聚焦 FIC/BIC，包括 HER2 双抗 ADC TQB2102、PD-1/IL-2 双抗 TQB6628 等潜力品种，BD 收入有望常态化，构筑第二增长曲线。

AI 落地为生产力。公司三年累计投入 6 亿元布局 AI，赋能全业务链。已建立 AIDD 干湿闭环体系，靶点建模效率大幅提升。AI 开发的非阿片类镇痛新

药 TRD205 II 期数据阳性，获 CDE 突破性疗法认定。得益于 AI 降本增效，1H26 销售费用率降至 27%，预计全年约 30%。

未来一年催化剂密集。TQB2102 将在 2026 ESMO 公布乳腺癌 III 期数据；LM-108 同期公布胃癌 II 期数据并启动注册临床；TQC3721 干粉剂型将在 2026 ERS 读出 COPD I 期数据并开启注册临床；Kyllo-11 将于 2026 ESC 公布 I 期数据。公司预计年均申报约 20 个 IND，管线梯队持续扩充。

维持“买入”评级。基于两个对外授权交易，我们预计公司 2026-2028 年收入分别增长 14.0%/3.1%/10.0%（非 BD 收入：6.7%/9.4%/ 10.0%），经调整归母净利润同比增长 10.5%/3.3%/11.1%。基于 DCF 模型的目标价 8.70 港元维持不变（WACC: 9.98%，永续增长率：2.0%）。（[链接](#)）

■ 联影医疗（688271 CH，买入，目标价：人民币 154.95 元）- 海外业务保持高增，国内份额持续提升

公司 1H26 实现营收 70.5 亿元（+17% YoY），占我们此前全年预测的 42%，略低于约 47% 的历史均值。归母净利润 9.0 亿元（-10% YoY），主要受汇兑损失拖累；剔除汇兑影响后，净利润同比增长 9%。

核心看点在于：1）海外收入 17.7 亿元（+54.5% YoY），收入占比提升至 25%（+6pct YoY），其中亚太+148.5%、欧洲+49.4%，海外服务收入+64%。受益于产品结构向中高端倾斜及本地化运营效率提升，海外毛利率同比提升超 3 个百分点，订单保持健康，预计 2H26E 海外高增态势有望延续。2）国内收入 52.9 亿元（+8.5% YoY），在国内影像设备市场整体下滑 15.8% 的背景下，公司国内业务逆势增长，市场份额同比提升 1.7 个百分点，其中 3.0T MR、PET/MR、DSA 等高端产品份额提升尤为显著。中长期看，中高端产品及服务收入占比提升有望对冲集采带来的毛利率压力。

展望 2H26E，我们预计海外业务在 2H26E 将继续保持快速增长。但因 2H25 基数较高及收入确认滞后，预计国内收入仍面临一定增长压力；但 7 月以来采购活动复苏，有望支撑 2H26E 末及 1H27E 实现稳健增长。我们维持“买入”评级，基于 9 年 DCF 模型下调目标价至 154.95 元（WACC：8.1%，永续增长率：4.0%；前值：161.04 元）。（[链接](#)）

■ 阿里巴巴（BABA US，买入，目标价：220.10 美元）- 云业务增长前景强劲，ROIC 路径清晰

阿里巴巴公布 1QFY27 业绩：收入为人民币 2,690 亿元，同比增长 8.6%，与 Visible Alpha（VA）一致预期相符。经调整 EBITA 为人民币 273 亿元，同比下降 30%，但较一致预期高 7%，我们认为主要得益于阿里巴巴电商集团（AEG）表现好于预期。管理层指出，1QFY27 阿里云外部收入同比增速进一步加快至 45%（4QFY26：40%），并预计在强劲需求及持续扩充产能的支持下，未来几个季度增速加快的势头有望延续。此外，管理层表示，AI 相关资本开支可实现约 3 年的回收期，随着 AI 相关产品毛利率提升，叠加规模经济改善、自研芯片部署比例提升以及资本效率改善，回收期有望进一步缩短。我们继续看好阿里巴巴作为我们覆盖范围内 AI 主题的核心受益者之一。我们认为，AEG 产生的稳定现金流以及阿里巴巴强劲的资产负债表，将支持公司持续投入，以更好把握 AI 时代的发展机遇；与此同时，清晰且具吸引力的 ROIC 实现路径有望为长期股东回报提供有力支撑。维持“买入”评级。

（[链接](#)）

■ **网易 (NTES US, 买入, 目标价: 159.5 美元) - 2Q26 业绩: 盈利好于预期; 常青游戏表现强劲**

网易公布 2Q26 业绩: 总营收同比增长 8%至人民币 301 亿元, 较 Visible Alpha 一致预期高 2.5%, 主要得益于游戏业务的良好表现; 营业利润同比增长 33%至 121 亿元, 较一致预期高 17.1%, 主要得益于毛利率大幅改善及运营效率提升。《燕云十六声》等常青游戏表现持续强劲, 活跃用户数再创新高, 但新游《遗忘之海》上线表现略不及预期, 收入放量仍需时日。鉴于毛利率大幅改善及运营效率提升, 我们将 FY26-28 年营业利润预测上调 8%-9%。我们将基于分部估值法的目标价上调至 159.5 美元 (前值: 155.0 美元)。考虑网易优质的游戏产品组合及稳健的盈利增长前景, 我们维持“买入”评级。 ([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编制的报告。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。