

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 9月2日, A/H 股继续调整。上证指数跌 1.0%, 深证成指跌 1.9%, 创业板跌 2.4%, 军工逆势走强, AI 硬件和前期强势资源股回调, 中际旭创跌破万亿元市值; 港股恒指基本持平, 恒生科技跌 0.7%, 银行、生物医药和內房相对抗跌, 新能源和光模块等领跌。南向资金净买入 40.93 亿港元, 中际旭创、建滔积层板和长飞光纤获较多净买入, 智谱和美团净卖出居前。离岸人民币反而进一步走强至约 6.717, 接近三年半高位。
- 日韩科技股大幅回调。日经 225 跌 2.9%, 韩国 KOSPI 跌 4.0%, 全球长端利率高企叠加油价上涨推动高 Beta 科技资产继续去杠杆。日本 10 年期国债收益率维持 3% 以上, 叠加日央行官员偏鹰表态, 日元一度快速升值近 1%, 进一步压制出口型科技股。欧洲 Stoxx 600 跌 0.2%, 德国 10 年期国债收益率升至 2011 年以来最高, 英国 10 年期收益率一度触及 2007 年以来高位。
- 美股结束三连跌, 道指涨 0.6%, 标普 500 涨 0.5%, 纳指涨 0.5%。戴尔暴涨 15.8%, 创纪录 AI 服务器订单推动全年营收指引大幅上调; 英伟达涨 3.2%, 美光涨 2.4%, AI 硬件重新获得基本面支撑。软件服务、商业服务和房地产收跌, 半导体、原材料和传媒收涨。
- 美债收益率冲高后回落, 曲线轻微牛陡。2 年期收益率降至约 4.37%, 10 年期跌 1.3bps 至 4.78%, 30 年期跌约 2bps 至 5.25%; 10 年期盘中一度升至 4.82%、创 2023 年以来新高。美国 8 月 ADP 新增就业仅 3.8 万人、创年内最低, 弱于预期的劳动力数据令市场略微下调 9 月加息概率。但美国长债的反弹幅度明显弱于就业数据本身, 且欧英日收益率仍创新高, 说明全球债市正在交易更高的均衡利率和期限溢价, 而非单纯联储政策路径。
- 布伦特原油涨 1.0% 至 95.63 美元/桶, 盘中一度升至 97.04 美元后回落; 美伊再次交火继续维持供应风险溢价。黄金涨 1.4% 至接近 4400 美元/盎司, 白银涨 1.9%, 受美元和美债收益率从高位回落支撑; 比特币基本持平于 7.73 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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,311	-0.07	-1.25
恒生国企	8,450	-0.15	-5.20
恒生科技	4,517	-0.74	-18.11
上证综指	3,941	-0.97	-0.69
深证综指	2,512	-1.45	-0.77
深圳创业板	3,312	-2.39	3.41
美国道琼斯	53,062	0.56	10.40
美国标普 500	7,667	0.46	11.99
美国纳斯达克	26,218	0.45	12.80
德国 DAX	25,839	-0.50	5.51
法国 CAC	8,281	-0.26	1.61
英国富时 100	10,756	-0.30	8.31
日本日经 225	64,326	-2.85	27.78
澳洲 ASX 200	8,978	-0.97	3.03
台湾加权	46,165	-1.67	59.39

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	56,314	0.33	15.08
恒生工商业	12,452	-0.40	-10.28
恒生地产	19,312	1.22	9.96
恒生公用事业	39,082	0.10	2.78

资料来源: 彭博

公司点评

■ 智谱 (2513 HK, 买入, 目标价: 1985.00 港元) - 智能能力跃迁, 商业变现加速

智谱业绩展现公司稳健的 ARR 增长趋势、强劲的增长前景, 有关用户规模和参与度的新增披露, 进一步强化了我们的正面看法。我们认为, 智谱在模型迭代速度、智能水平与单任务成本之间实现了有效平衡, 展现出持续处于大语言模型行业帕累托前沿的强大能力, 有望为长期商业化打开可观空间。鉴于客户对智谱基座模型的采用势头强劲, 叠加基础设施能力提升有望进一步推动效率改善, 我们将 2025-28E 收入复合年增长率预测由此前的 199% 上调至 275%, 并预计 2028E 总收入将达到人民币 381 亿元。我们将目标价上调至 1,985.0 港元, 基于 28 倍 2028E 市销率 (P/S) 折现至 2026E (此前目标价为 1,503.9 港元, 基于 40 倍 2028E P/S)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 派拓网络 (PANW US, 买入, 目标价: 389.00 美元) - 净新增 ARR 迎来拐点; 平台化效应持续复利

派拓网络公布 4QFY26 业绩: 收入同比增长 34% 至 34.1 亿美元, 较彭博一致预期高 2%; 非 GAAP 净利润达 8.53 亿美元, 同比增长 27%, 较一致预期高 5%。FY26 PANW 收入增长 24%, 自由现金流利润率为 38.4%。公司在 4QFY26 实现约 9.70 亿美元的下一代安全业务 ARR (NGS ARR) 净新增 (同比+98%), 推动 NGS ARR 达到 91 亿美元 (同比+63%)。创纪录的约 220 个净新增平台化项目 (同比+44%) 支撑业绩超预期。管理层概括 FY26 观察到的三大 AI 拐点: 1) 从提示词交互转向自主智能体, 2) 具备网络攻击能力的模型被武器化, 3) 开放权重模型走向常态化。三者均构成多年期增长顺风, 同时扩大需要检测的流量、需要观测的数据及需要保护的机器身份。FY27 初步指引在收入 (141.0 亿-142.0 亿美元, 同比+23%-24%, 较预期高 2%-3%) 和非 GAAP EPS (4.16-4.19 美元, 一致预期为 4.11 美元) 两方面均高于市场预期。我们将 FY27E 收入和非 GAAP 净利润预测分别下调 0.6% 和 3.4%, 使预测与管理层指引相符, 并新增 FY29E 预测。我们将目标价上调至 389.0 美元, 基于 22.7 倍 EV/Sales (此前为 16.5 倍), 与三年平均水平加 2 个标准差一致。我们仍看好派拓网络作为生成式 AI 时代的主要受益者之一; 随着 AI 相关部署规模扩大, 安全需求应稳步增长。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 维立志博 (9887 HK, 买入, 目标价: 100.50 港元) - 聚焦 LBL-024 于 WCLC/ESMO 的数据读出

维立志博是一家处于临床阶段的生物科技公司, 且已达成两项对外授权。公司已分别于 2024 年及 2025 年将 LBL-051 (CD19/BCMA/CD3) 及 LBL-047 (BDCA2/TACI) 授权给全球合作伙伴。我们看好 LBL-024 (PD-L1/4-1BB) 作为公司的核心价值驱动因素, 认为其具备泛瘤种拓展潜力, 有望成为差异化的下一代 IO 资产。我们期待其在 WCLC 及 ESMO 上的多项数据读出。

LBL-024: 进入注册阶段的 4-1BB 资产, 具备 IO 基石品种潜力。我们认为, LBL-024 有望发展为适用范围广泛的下一代 IO 基石产品。该产品是全球首个推进至注册阶段的 4-1BB 靶向候选药物。其 PD-L1 与 4-1BB 双靶点机制, 较传统检查点疗法有望带来更强且更持久的免疫激活效果, 并在多个瘤种中转化为更具意义的总生存期 (OS) 获益。该产品已进入 NDA 阶段, 国家药监

局于 2026 年 8 月受理其基于关键 II 期研究申报的三线及以上 EP-NEC 适应症上市申请，预计有望于 2027 年上半年获批。与此同时，公司亦计划于近期启动一线 EP-NEC 的 III 期研究，而一线 EP-NEC 的 Ph1b/2 研究更多 PFS 及 OS 更新预计将在即将召开的 ESMO 会议上公布。

NSCLC 与 BTC 数据将构成近期主要催化。除 EP-NEC 外，LBL-024 目前正在十余项临床研究中推进，覆盖冷肿瘤及一线热肿瘤适应症，包括 NSCLC、BTC、ESCC 及 HCC 等，其中 NSCLC 及 BTC 有望成为下一阶段重点注册方向。在一线 NSCLC 中，管理层披露，在 3.6 个月中位随访时，LBL-024 于鳞状 NSCLC 及非鳞状 NSCLC 中的 ORR 分别达 77.4% 及 51.7%，而在 PD-L1 $\geq 1\%$ 患者中 ORR 达 78.3%，我们认为该结果在当前治疗格局下具备竞争力。管理层亦指出，随着随访时间延长，疗效表现进一步改善。更新数据（中位随访 7.1 个月），包括 ORR 及 6 个月 PFS，预计将于 9 月 WCLC 披露；同时，公司表示，与中国 CDE 就启动一线鳞状 NSCLC III 期研究的沟通已进入最后阶段。一线 BTC 方面，公司亦在规划 III 期研究，预计于 2027 年上半年提交 IND，并于 10 月 ESMO 公布 Ph1b 数据。另一方面，公司亦将在 ESMO 更新 LBL-034 (GPRC5D/CD3) 的数据，且 LBL-024 与 LBL-034 的 BD 推进在进行中。

维持“买入”。我们认为，WCLC 及 ESMO 即将公布的数据将成为公司估值重估的重要催化剂。维持“买入”评级，基于 DCF 模型的目标价维持在 100.50 港元不变 (WACC: 9.06%，永续增长率：4.0%)。（[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。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。