

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 8月31日，A/H股反弹。上证指数涨0.9%，深证成指涨0.4%，创业板涨0.4%，传媒和计算机等科技方向走强，有色金属、房地产和医药生物走弱。港股恒指微跌0.1%，恒生科技涨0.3%，AI应用、中资银行和保险等领涨，房地产、光伏和黄金珠宝等收跌。南向资金净买入21.4亿港元，MiniMax、中际旭创和中国人寿获较多净买入，智谱、信达生物和兆易创新遭净卖出。宏观方面，8月制造业PMI由49.2回升至49.8，新订单重返扩张，高技术制造业PMI升至52.9%，但整体制造业仍处收缩、非制造业PMI仅49.0%，显示出口与高端制造仍具韧性，但内需修复尚未广泛扩散。美元兑在岸人民币收于6.720附近，人民币仍接近三年半高位，但央行持续通过偏弱中间价抑制过快升值。
- 日韩股市明显分化。日经225跌0.1%，沃什鹰派讲话和油价上涨共同推高全球利率预期，高久期科技资产承压；韩国KOSPI逆势涨0.5%，此前大幅调整后出现资金回补。欧洲Stoxx 600跌0.6%，能源股逆势走强；德国通胀重新上行叠加布油突破90美元，强化9月ECB继续加息预期。
- 美股连续第二日下跌，道指跌0.7%，标普500跌0.3%，纳指跌0.1%，但半导体指数逆势上涨。闪迪涨5.5%，英伟达涨1.4%，显示AI硬件基本面仍有支撑。汽车、能源和半导体收涨，消费者服务、零售和交通领跌。
- 美债收益率继续上行、曲线熊陡。2年期收益率基本持平于4.34%，10年期升约2bps至4.75%，30年期升约3bps至5.25%，10年期盘中触及4.76%、创2025年1月以来最高。沃什鹰派讲话后，市场对9月加息概率由约36%迅速升至65%左右。全球经济正从“储蓄过剩”转向“投资激增”，意味着AI、能源和基础设施资本开支可能同时抬高增长潜力与均衡利率。这使长端压力不再只是财政供给问题，而开始叠加更高投资需求和能源通胀，财政部回购长债对收益率的压制效果明显减弱。
- 美伊重新交火推动布伦特原油涨2.7%至90.49美元/桶，美国空袭伊朗拉腊克岛设施后伊朗展开报复，霍尔木兹海峡再现油轮触雷争议，供应风险溢价迅速回升。现货黄金跌0.1%至4448.64美元/盎司，沃什鹰派立场和实际利率上升继续压制贵金属；白银跌约1.2%。比特币回升至约7.9万美元附近，8月累计上涨接近30%。

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	25,567	-0.07	-0.25
恒生国企	8,513	0.27	-4.49
恒生科技	4,620	0.32	-16.25
上证综指	3,986	0.86	0.44
深证综指	2,566	0.60	1.37
深圳创业板	3,439	0.42	7.35
美国道琼斯	53,186	-0.70	10.66
美国标普500	7,686	-0.33	12.28
美国纳斯达克	26,371	-0.12	13.46
德国DAX	26,258	-1.17	7.22
法国CAC	8,335	-0.79	2.27
英国富时100	10,824	0.00	8.99
日本日经225	66,312	-0.14	31.73
澳洲ASX 200	9,076	-0.18	4.15
台湾加权	46,128	-0.44	59.26

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	56,181	1.61	14.81
恒生工商业	12,673	-0.70	-8.68
恒生地产	19,389	-4.78	10.40
恒生公用事业	39,606	-0.33	4.16

资料来源: 彭博

公司点评

■ 智谱 (2513 HK, 买入, 目标价: 1,503.9 港元) - 模型能力正转化为商业化规模

智谱 1H26 总收入同比增长 400% 至人民币 9.539 亿元 (彭博一致预期: 13.6 亿元), 调整后净亏损为 19.6 亿元, 好于一致预期的 27.5 亿元亏损, 调整后亏损率收窄至 -206% (1H25: -918%)。尽管收入低于一致预期, 但我们认为, 公司在业绩会上披露的 8 月 16 亿美元 ARR 以及管理层提出的年底 24 亿美元目标均较为积极。公司进一步披露的用户规模及使用深度数据也有望缓解市场对于增长可持续性的担忧。我们认为, Z.AI 在模型迭代速度、智能指数和单任务成本之间取得了较好的平衡, 并展现出较强的能力, 能够维持其在大语言模型行业帕累托前沿的位置。我们认为, 这将为公司长期商业化提供充足空间。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 贝克微 (2149 HK, 买入, 目标价: 52.75 港元) - 短期定价权凸显, 后续产能放量可期; 维持“买入”评级

贝克微 1H26 业绩表现强劲, 营业收入同比增长 15.2% 至人民币 3.359 亿元, 归母净利润同比增长 38.2% 至 1.066 亿元; 毛利率同比扩张 2.0 个百分点至 53.8%。管理层将盈利增长主要归因于产品提价, 而受制于产能紧张, 出货量增速相对受限。公司预计, 工业、能源及数据中心等模拟芯片产品的价格将维持坚挺, 且产能受限情况或将延续至 27 年。我们预计公司 26 财年营收将达 6.90 亿元 (同比增长 18.2%), 经调整净利润 (剔除股份支付费用影响) 同比增长 34%。基于更乐观的毛利率预期, 我们微调 26-28 财年的营收预测 (分别调整 -1%/-2%/+3%), 并上调归母净利润预测 4%/15%/4%。估值方面, 我们将基准期切换至 2027 财年, 基于 1 年期历史平均远期市盈率 11.2 倍 (此前为 26 年预期市盈率 17.0 倍), 将目标价由 57.0 港元调整至 52.75 港元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 天数智芯 (9903 HK, 买入, 目标价: 872 港元) - 短期扰动不改趋势, 下半年放量在即

天数智芯 2026 年上半年实现营人民币收 9.46 亿元 (同比增长 191.6%, 环比增长 33.3%)。毛利率从 2025 年上半年的 50.1% 下滑至 17.2%, 主要由于半导体组件低于成本价销售及存货减值。若加回组件毛损和减值, 调整后毛利率约为 43%, 基本与 GPGPU 业务板块 43.9% 的毛利率持平, 但仍低于 2025 年上半年的 50.3% 和 2025 年下半年的 57.0%, 原因是推理业务占比提升。净利润 1.06 亿元中包含了 7.6 亿元的金融资产公允价值变动收益。我们将 2026/2027 财年毛利率预测分别下调 16.1/0.9 个百分点, 以反映 2026 年上半年的组件毛损和存货减值, 以及此后更为保守的产品结构预期。维持“买入”评级, 目标价从 878 港元微调至 872 港元, 基于不变的 2027 年预期市销率 25.8 倍, 略高于同业均值 21.2 倍, 因为我们认为公司的规模化交付能力是一项关键竞争优势。 ([链接](#))

■ **华润万象生活 (1209 HK, 买入, 目标价: 53.58 港元) - 1H26: 收入愈发多元或进一步减少物管依赖; 维持买入**

1H26 公司核心净利润同比增长 10.8% 至人民币 22.3 亿元, 符合此前双位数增长指引; 收入同比增长 8.1% 至 92.2 亿元, 略低于双位数指引, 主要受制于基础物管面积增长压力 (住宅在管面积仅增 2%) 及收缴率下降。毛利率同比提升 0.9 个百分点至 38.0%, 由于毛利率较高的商管板块毛利润占比持续提升 (1H26: 70.6%; 1H25: 68.2%)。管理层重申有信心完成 FY26 核心净利润双位数增长目标, 但受物管行业下行影响, 收入双位数目标存在一定压力, 这与我们此前的预期相符, 故我们维持盈利预测及目标价 53.58 港元不变, 基于 25 倍 FY26E 市盈率, 维持“买入”评级, 重申其为我们板块内首选。

购物中心: 新拓在线, 分租成为可见增量。购物中心收入同比增长 15.2% 至 26.1 亿元, 毛利率稳定在 78.7% 的高位。在管商场零售额同比增长 21.7% 至 1,485 亿元, 同店增长 10.2% (1H25: 9.7%), 远超社零 (除汽车外) 的 2.8%, 再次验证其 Alpha 显著。1H26 新开业 3 座购物中心 (在营 138 座), 2H26 计划再开 10 座 (与 FY25 节奏相符); 上半年新签约 12 个项目, 达到全年数量, 为“十五五”新拓 100 个商业项目目标打下良好开局。较为亮眼的是分租项目 (在营 6 个) 实现收入 6 亿元 (同比 +25.6%), 2026 年 6 月中标深圳宝安体育中心, 复制大运模式, 预计将带来可观收入。

非居业务稳健增长, 生态圈业务初步放量。城市空间业务增长稳健, 收入同比增长 9%, 占物管收入比重已达 20%, 在管面积同比增 11%, 公司透露该业务回款率接近 100%, 高于行业平均约 20 个百分点。生态圈业务收入同比大增 87.8%, 受益于超 9,330 万会员基础及 MixC Beauty 高化自营业务推进 (2H26 将再落地 3 个项目), 但前期投入令板块毛利率下降 6.3 个百分点; 管理层目标“十五五”期间生态圈收入与利润实现倍增。

维持“买入”。公司 1H26 维持 100% 派息, 并指引全年 DPS 股息继续维持双位数增长 (与利润增速匹配, 即维持 100% 派息率)。鉴于公司对住宅业务依赖度较低、商场运营能力突出、维持 100% 派息率, 且凭借服务消费概念对地产与消费两类投资者均具吸引力, 我们维持“买入”评级, 并重申其为物管板块首选, 目标价 53.58 港元不变 (基于 25 倍 FY26E 市盈率)。风险提示: 1) 消费复苏弱于预期; 2) 第三方外拓慢于预期; 3) 物管收缴率恶化。 ([链接](#))

■ **地平线机器人 (9660 HK, 买入, 目标价: 7 港元) - HSD 放量与出海驱动, 增长有望再提速**

1H26 收入低于预期, 毛利率超预期。1H26 收入同比增 33% 至人民币 21 亿元, 较我们的预测低 9%, 主因产品方案 ASP 不及预期。毛利率同比持平在 66.0%, 超我们预测 5.6 个百分点, 主因高毛利授权及服务收入占比提升。经调整净亏损 17 亿元, 比我们预测多 5.58 亿元, 主因研发投入超预期。

HSD 将于 2H26 起加速放量。由 J6P/J6H 驱动的 HSD 方案斩获比亚迪高端产品线定点, 将于 2H26 量产; J6M 在 2H26 有望占据比亚迪入门级 AD 平台出货的七到八成份额。我们预测全年出货 520 万套, 2H26 收入显著提速、同

比重回 60%以上；随 HSD 占比扩大，产品方案 ASP 或从 1H26 的 417 元升至 2H26E 的 712 元。

2027 年剑指高阶智驾芯片市占率第一。管理层目标 2027 年总交付超 700 万套，并凭借地平线高阶智驾+地平线 IP 所赋能的客户自研芯片，合计市占率将成为高阶智驾市场第一名（现为第二）。征程 6B 的 2,000 万套出口订单构筑第二增长引擎。高毛利的授权及服务收入有望支撑 FY26-28E 毛利率维持 60%以上。

盈利预测与估值：我们将 FY26-28E 收入预测下调 7%/4%/4%，但将毛利率预测上调至 64.2%/61.9%/60.3%。预计经调整净亏损由 FY26E 的 44 亿元收窄至 FY27E 的 5.7 亿元，并随规模效应在 FY28E 转正至 17 亿元。我们将目标价从 7.8 港元下调至 7 港元，仍基于 10 倍 FY27E 市销率。（[链接](#)）

■ **正力新能 (3677 HK, 买入, 目标价: 11.5 港元) - 1H26 业绩喜忧参半, 利润率自 2H26 起将逐渐回升**

1H26 业绩喜忧参半：正力 1H26 收入同比激增 71%至人民币 54 亿元，超出我们的预测 2%。受原材料价格上涨的影响，毛利率同比缩窄 5.4 个百分点至 12.5%，较我们预期低 3.2 个百分点。销管研合计费用率同比下降 5.6 个百分点至 8.4%，好于我们的预期约 1.5 个百分点，部分对冲毛利率下滑的影响。最终，正力 1H26 净利润 3.72 亿元，较我们的预期低 5%，净利率为 6.8%。

2H26 及 FY27 展望：管理层重申 2026 年销量目标为 30+GWh，并预计即使 2027 年有效产能将提升到约 70GWh，仍将维持高产能利用率。公司已为大部分新增产能获得订单。新产线可在动力和储能电池制造之间灵活切换。管理层预计，相较于 1H26，2H26 原材料涨价的成本转嫁将有所改善，因此我们维持 2026 年 32GWh 的销量预测，并预计 2H26 毛利率将环比回升 1.8 个百分点至 14.3%，2H26 净利润将环比增长 44%至 5.36 亿元。

我们维持 2027 年 58GWh 的销量预测，预计营收将同比增长 61%，我们预计 2027 年毛利率将扩大至 14.6%，最终净利润达到 16.6 亿元，同比增长 83%，较我们此前预测低 11%。维持“买入”评级，目标价从 13 港元下调至 11.5 港元，仍基于 15x FY27E P/E。（[链接](#)）

■ **中国太保 (2601 HK, 买入, 目标价: 44 港元) - 盈利及价值稳健增长；首次中期派息，对应派息率 19.1%**

中国太保 1H26 业绩稳健。集团净利润同比+10.4%至人民币 308 亿元，对应 2Q 同比+13.6% (vs 1Q: +4.3%)。集团营运利润 (OPAT) 同比 + 6.2%至 211 亿元，其中 2Q OPAT 同比+8.9% (vs 1Q: +3.6%)。净资产较年初 +5.6%至 3,192 亿元，环比 1Q26 持平。公司宣派中期股息每股 0.42 元，对应 OPAT 派息率 19.1%。

太保寿险：新业务价值同比+12.7%至 108 亿元，2Q NBV 同比+17.6% (vs 1Q: +9.6%)，主要得益于新业务价值率扩张至 17.5% (同比+2.5pct)，首年新单保费同比下降 2.7%。代理人渠道 NBV 同比+23.4%至 70.7 亿元，得益于代理人 FYP/FYRP 同比+28.4%/+23.2%及新业务价值率基本稳定。银保承保结构持续优化，FYRP 占比提升至 54.4% (同比+24pct)。银保 NBV 同比-10.6%至 32 亿元，主要受业务结构调整影响，趸交保费同比-51.4%。集团/寿险 EV 较年初+3.8%/+4.1%至 6,370 亿元/4,850 亿元。考虑寿险新单结构性转型持续，我们小幅下调 FY26-28E NBV 增速目标至 10%-12%。

太保财险：承保综合成本率（CoR）同比改善 1.3pct 至 95.1%，费用率/赔付率同比-0.5pct/-0.8pct 至 26.2%/68.9%。1H26 承保利润同比+35.7%至 48 亿元；车险/非车险 CoR 为 94.6%/95.3%，同比-0.7pct/-2.3pct。车险/非车保费同比+0.2%/+2.5%至 537 亿元/606 亿元，其中健康险/农险/责任险/企财险/其他险种保费同比+10.4%/-1.6%/+6.6%/-21.4%/+3%至 170 亿元/140 亿元/137 亿元/40 亿元/117 亿元。

投资端：1H26 总投资资产较年初+4.4%至人民币 3.17 万亿元，债券/核心权益类资产占比 61.4%/13.9%，同比+0.4pct/+0.5pct。净/总/综合投资收益率为 1.5%/2.4%/1.8%，同比-0.2pct/+0.1pct/-0.6pct。

估值及预测：我们上调 FY26-28E EPS 预测 3%/7%/8%至 5.77/6.13/6.56 元。当前股价交易于 0.4x FY26E P/EV 及 0.7x FY26E P/B，接近 2 年历史均值。维持“买入”评级，基于 SOTP 估值的目标价上调至 44 港元（原值：40 港元），对应 0.6 倍 FY26E P/EV 和 1.2 倍 FY26E P/B。（[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、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。