



主要指數

	前收市價	1 日%	1 週%	1 個月%	年初至今%
道瓊斯工業平均指數(DJIA)	53686.1	1.2	0.2	1.0	11.7
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7747.7	1.1	0.2	1.9	13.2
富時 100 指數(FTSE 100)	10831.5	0.7	(0.4)	(0.2)	9.1
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9198.3	0.4	(0.5)	(1.2)	2.0
滬深 300 指數(CSI 300)	4552.6	0.1	(1.7)	(1.1)	(1.7)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5747.7	0.1	1.1	2.4	23.7
恒生中國企業指數(HSCEI)	8385.2	(0.8)	(1.2)	(2.2)	(5.9)
恒生指數(HSI)	25213.3	(0.4)	(1.4)	(3.1)	(1.6)
雅加達綜合指數(JCI)	6667.9	1.1	2.2	5.5	(22.9)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1715.1	0.4	(1.9)	(1.0)	2.1
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6579.5	0.3	(4.8)	3.5	56.1
日經 225 指數(Nikkei 225)	64214.5	(0.2)	(2.9)	0.4	27.6
泰國證券交易所指數(SET)	1576.9	0.1	(1.5)	(2.5)	25.2
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45857.7	(0.7)	(0.3)	5.8	58.3
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3488	4.7	14.1	22.7	85.8
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4660	(0.2)	1.4	3.6	18.5
布蘭特原油(美元/桶)	96	(0.1)	6.5	14.0	57.0

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析員推介活動	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析員推介活動	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日
第 17 屆亞洲精選會議 2026 (線上)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日
舜宇光學科技 (2382 HK) 業績公布後非交易路演	台北	9 月 22 日	9 月 23 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
8 月外匯儲備	中國	9 月 7 日
8 月外匯儲備	香港	9 月 7 日
8 月貿易收支、出口、進口	中國	9 月 8 日
8 月通脹 (生產者物價指數、消費者物價指數)	中國	9 月 9 日
8 月貨幣供應量 (M2、M1、M0)	中國	9 月 9 日至 15 日
8 月外商直接投資年初至今按年 (人民幣)	中國	9 月 11 日至 17 日
第 2 季度工業生產按年	香港	9 月 14 日
第 2 季度生產者物價指數按年	香港	9 月 14 日

焦點新聞

行業更新 | 中國汽車業週報

第 2 頁→

- 受惠於新車型及出口業務，比亞迪和吉利在 2026 年第 2 季度的表現遠遠優於同業。於 2026 年下半年，其盈利將持續受到高端化、全球化及碳酸鋰價格走平所帶動。汽車零部件企業 2026 年第 2 季度的業績出現分化，其中先進駕駛輔助系統 (ADAS) 及人工智能 (AI) 概念股的表現優於傳統概念股。碳酸鋰價格走平，降低了電池材料生產商在 2026 年下半年的上升空間。維持「與大市一致」評級。首選「買入」股份：比亞迪、吉利及敏實。首選「沽出」股份：理想汽車。

行業更新 | 中國互聯網

第 5 頁→

- 人工智能 / 人工智能雲業務在 2026 年第 2 季度仍是亮點，阿里巴巴和百度的相關雲業務按年增長分別達 45% 和 50%，而騰訊亦在人工智能需求帶動下錄得穩健的雲業務增長。電子商貿維持疲弱，僅出現個別企穩跡象。遊戲業務展現韌性，且大致不受宏觀經濟影響。與此同時，旅遊需求有所放緩，但下半年的前景已較早前的擔憂有所改善。維持「與大市一致」評級。首選「買入」股份：阿里巴巴、攜程、網易及智譜。

技術分析

藥明生物 | 2269 HK

第 9 頁→

- 支持位: 港幣 47.80 元/港幣 44.40 元
- 阻力位: 港幣 57.85 元/港幣 63.95 元

翰森製藥 | 3692 HK

第 9 頁→

- 支持位: 港幣 33.42 元 / 港幣 31.74 元
- 阻力位: 港幣 40.12 元/港幣 43.94 元

免責聲明: 在「交易員專欄」(Traders'Corner) 中, 技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行, 因此獨立於我們分析員的基本面研究觀點。因此, 我們可能不時會提出與基本面「買入 / 持有 / 沽出」評級相反的技术面建議。

汽車

週報：2026 年第 2 季度業績回顧及 2026 年下半年展望

重點摘要

- 受惠於新車型及出口業務，比亞迪和吉利在 2026 年第 2 季度的表現遠遠優於同業。於 2026 年下半年，其盈利將持續受到高端化、全球化以及碳酸鋰價格走平所帶動。
- 汽車零部件企業 2026 年第 2 季度的業績出現分化，其中先進駕駛輔助系統（ADAS）及人工智能（AI）概念股的表現優於傳統概念股。我們偏看好前者，例如敏實。
- 電池材料生產商 2026 年第 2 季度的盈利隨鋰價飆升，但碳酸鋰價格走平削弱了其在 2026 年下半年的上升空間。
- 維持「與大市一致」評級。我們正將板塊看好的順序調整為：原始設備製造商（OEM）> 汽車零部件 > 電池 > 電池材料。首選「買入」股份：比亞迪、吉利及敏實。首選「沽出」股份：理想汽車。

分析

- 汽車原始設備製造商（OEM）：海外銷售及高端化在內需疲弱、成本上漲及人民幣升值的背景下帶動增長；機器人 / 人工智能方面的研發仍然對盈利能力構成拖累。
 - 比亞迪與吉利受惠於高端化及全球化發展。比亞迪與吉利的表現遠超同業，經調整純利（剔除匯兌虧損及其他一次性項目）受平均售價（ASP）增長及利潤率擴張推動，同比分別激增 141%/61%，主要得益於高端產品銷量擴大，且海外銷量佔總銷量的比重由 2025 年第 2 季度的 23%/13% 上升至 2026 年第 2 季度的 43%/38%。展望未來，受惠於銷量增長動能加速、平均售價（ASP）調升，以及碳酸鋰價格走平抵銷晶片價格上漲的影響，比亞迪與吉利的盈利將於 2026 年下半年進一步回升。
 - 其餘則受國內銷售下滑及成本上漲所拖累。長城汽車（GWM）的經調整純利按年急挫 67%，小鵬汽車及理想汽車分別錄得經調整淨虧損人民幣 12.37 億元及人民幣 19.78 億元，表現差於預期。由於競爭激烈，2026 年第 3 季度的銷售動能及利潤率依然疲弱。

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 2026 年 9 月 3 日 (當地貨幣)	目標 價格 (當地貨幣)	目標價 上升空間 (%)	最新 年度 終結	市盈率 2025 (倍)	2026 年預 測 (倍)	2027 年預 測 (倍)	收益率 2026 年 預測 (%)	股本回報率 2026 年 預測 (%)	市值 (當地貨幣 百萬元)	價格 / 每股資產 淨值 (倍)
比亞迪-H	1211 HK	買入	85.70	150.00	75.0	12/25	20.8	15.0	12.1	0.7	15.3	315,667	2.4
吉利	175 HK	買入	17.22	29.00	68.4	12/25	10.5	9.2	7.3	3.1	17.8	185,726	2.4
長城汽車-H	2333 HK	持有	7.77	9.90	27.4	12/25	5.9	6.2	5.1	2.9	10.2	17,907	0.6
理想汽車	2015 HK	沽出	46.38	35.00	(24.5)	12/25	183.3	57.8	71.5	0.0	2.0	96,702	1.2
小鵬汽車	9868 HK	買入	42.80	60.00	40.2	12/25	虧損	135.9	16.4	0.0	1.7	67,086	2.3
福耀玻璃-H	3606 HK	買入	55.45	84.00	51.5	12/25	13.5	12.6	10.5	5.2	27.2	33,645	2.9
惠州德賽西威	002920 CH	買入	90.32	135.00	49.5	12/25	22.0	21.9	18.6	1.5	24.8	53,904	3.1
敏實	425 HK	買入	25.26	56.00	121.7	12/25	9.1	8.7	7.4	3.3	11.7	29,592	1.0
耐世特	1316 HK	買入	5.28	11.40	116.1	12/25	16.6	12.7	11.4	3.6	6.2	13,239	0.8
寧波均勝	600699 CH	買入	19.52	25.00	28.1	12/25	20.6	15.4	13.5	1.3	9.9	27,243	1.5
寧波拓普	601689 CH	買入	47.83	64.00	33.8	12/25	30.9	27.4	23.9	0.0	11.7	83,121	3.4
小馬智行	PONY US	買入	7.03	15.00	113.4	12/25	虧損	虧損	虧損	0.0	不適用	2,484	0.3
濰柴動力-H	2338 HK	持有	31.26	31.00	(0.8)	12/25	39.4	20.5	19.3	2.9	10.7	60,739	2.4
浙江三花	002050 CH	買入	36.30	43.00	18.5	12/25	37.9	32.4	28.0	1.2	14.2	135,453	4.4
禾賽	2525 HK	買入	17.11	29.00	69.5	12/25	38.0	34.1	20.6	0.0	5.9	17,814	2.0
速騰聚創	2498 HK	買入	17.59	33.00	87.6	12/25	虧損	79.4	18.3	0.0	2.4	8,296	1.9
寧德時代	300750 CH	買入	349.50	585.00	67.4	12/25	22.1	16.9	12.8	3.0	20.8	1,533,257	4.0
億緯鋰能	300014 CH	買入	51.15	85.00	66.2	12/25	25.7	13.5	10.3	1.9	6.8	111,164	2.1
贛鋒鋰業-H	1772 HK	買入	38.16	75.00	96.5	12/25	43.1	20.8	12.8	1.0	(1.2)	18,435	1.4
天賜材料	002709 CH	買入	34.60	54.00	56.1	12/25	48.9	13.7	11.5	2.2	5.4	70,534	3.0

資料來源：彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
整車廠	跑贏大市（上調）
汽車零部件	與大市一致（維持）
電池	與大市一致（下調）
電池材料	跑輸大市（下調）

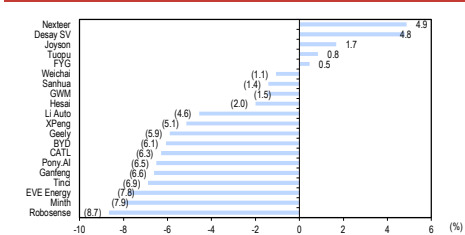
資料來源：彭博、大華繼顯

板塊首選

公司	股票代號	評級	股價（港 元）	目標價（港 元）
比亞迪	1211 HK	買入	85.70	150.00
吉利	175 HK	買入	17.22	29.00
敏實	425 HK	買入	25.26	56.00
理想汽車	2015 HK	沽出	46.38	35.00

資料來源：彭博、大華繼顯

每週股份表現



來源：大華繼顯

- 人民幣升值是 2026 年第 2 季度的一大主要逆風。大部分原始設備製造商（OEM）於 2026 年第 2 季度錄得外匯虧損，掩蓋了實際的營運表現。即使計及匯兌虧損，比亞迪與吉利在 2026 年第 2 季度的經調整純利仍分別錄得 52%及 36%的增長。
- 仿生機器人及人工智能的研發依然對盈利能力構成拖累。小鵬汽車旗下的機械人業務 Dogotix 以美金 63 億元的估值籌集了美金 9 億元；比亞迪則為其自研的人形機械人項目編列超過人民幣 100 億元的預算饒舜禹；理想汽車配置人民幣 120 億元研發費用，其中一半用於人工智能；吉利計劃在三年內投資人民幣 50 億元。然而，量產仍然遙不可及，且缺乏明確的商業模式，在十年內亦不大可能產生具實質意義的商業收入。比亞迪和吉利擁有較大業務規模以承受機器人 / 人工智能帶來的額外研發開支，而小鵬汽車和理想汽車則面臨較大壓力。
- 汽車零部件及科技：持平的收入使利潤率成為關鍵因素，而海外業務組合及新終端市場則推動了業績。
 - 收入持平令利潤率成為全場焦點。內需對該板塊幾乎未帶來任何貢獻：德賽西威的收入按年增長 7.0%，福耀持平，均勝則下跌 9.5%。業績優於預期的表現來自營業收入以外的項目：耐世特得益於經調整息稅折舊攤銷前利潤率增加 1.0 個百分點及稅率下降，敏實得益於毛利率上升 0.4 個百分點，而德賽西威則受惠於研發及銷售費用按年減少 14.9%/37.6%。未達預期的情況主要是由收入及成本因素所致：福耀儘管毛利率按年上升 1.7 個百分點，但收入遜於預期；均勝在收入和利潤率方面均告遜色；而拓普表現最差，由於新增產能利用不足，其息稅前利潤利潤率按年下降 2.4 個百分點至 9.1%。成本端是它們共同面臨的問題，晶片、電子元件和能源價格於本季度上漲，只有具備定價能力或垂直整合能力的公司才能維持其毛利率。
 - 增長來自海外及新的終端市場，而非來自中國汽車。德賽西威（Desay SV）的海外收入同比增長 56% 毛利率為 31.3% 相比之下國內收入則下跌 2% 毛利率為 17.6%，而這種分化亦見於整個板塊。第二項動力為非汽車需求——濰柴的數據中心電力、三花的液冷，以及敏實與均勝的機械人及數據中心零件。這就是為何這兩項上調——濰柴的 3%/16%/23% 以及耐世特的 21%/23%/22%（分別為 2026/27/28 年的每股收益上調）——均處於乘用車週期之外。
 - LiDAR 屬於例外：銷量正在翻倍，但價格下跌速度更快。禾賽與速騰聚創的出貨量分別按年增長 78%及 146%，但綜合平均售價（ASP）分別下跌 34%及 50%，因此收入僅增長 22%及 23%。兩者均未達預期，而利潤率使兩者拉開差距——禾賽為 40.1%，速騰聚創為 21.9%。因此，我們將禾賽 2026 至 2028 年的純利預測下調 27%/17%/12%，同時將速騰聚創 2026 年的預測由盈利人民幣 9,100 萬元修訂為虧損人民幣 2.86 億元。Pony AI 在自動駕駛及智能座艙領域呈現出相同的態勢，收入快速複合增長，但尚未實現任何利潤。
 - 2026 年下半年：推動復甦的是訂單簿，而非整車市場。每家企業均是根據積壓訂單而非需求提供指引：濰柴預計 2026 年數據中心柴油發電機組將超過 4,000 台，2027 年燃氣發電機組將超過 2,000 台耐世特重申全年訂單金額為美金 60 億元，德賽西威預期年化新訂單將超過人民幣 220 億元，均勝預計在新接訂單達人民幣 449 億元的帶動下收入按年增長 7%，而三花則實現液冷產品量產且在手訂單超出產能。利潤率應隨產能利用率而回升：福耀的美國工廠將於 2026 年第 3 季度重啟，而拓普預計墨西哥工廠的產能利用率將從 70%提升至 85%以上，估計可增加 0.8 個百分點。
 - 晶片成本：部分抵銷零部件的銷量增長。先進駕駛輔助系統（ADAS）供應商——德賽西威、均勝及拓普——受惠於單車價值量上升，但由於依賴高端晶片，其面臨的風險敞口亦最大。
- 電池（寧德時代及億緯鋰能）：兩者表現均符合預期，增長均受儲能而非車載業務帶動，且毛利率均遭受侵蝕。
 - 帶來增長的是儲能，而非電動車。寧德時代（CATL）2026 年上半年的儲能業務收入按年大增 88%，毛利率為 24.0%，高於動力電池業務所獲取的 20.6%。億緯鋰能的儲能出貨量達 44.46GWh，佔總量 55%。受此推動，寧

按原始設備製造商劃分的 8 月份銷量

(千輛)	2026 年 8 月	按年 百分 比	按季 %	2026 年首 8 個 月	按年 百分 比	2026 年預 測	按年 百分 比
比亞迪	440.3	17.8	5.0	2,668.0	(6.8)	5,000	8.6
-本地	250.8	(14.3)	5.1	1,505.8	(32.7)	3,000	(15.6)
-海外	189.5	134.4	4.9	1,162.3	85.7	2,000	91.2
吉利	270.1	8.0	8.0	1,943.3	2.4	3,450	14.1
- 電動車	175.9	19.4	9.8	1,135.5	13.3	2,220	31.5
-內燃機 (ICE)	94.3	(8.3)	4.8	807.8	(9.7)	1,230	(8.0)
-本地	160.1	(25.2)	11.6	1,252.3	(23.8)	2,250	(13.6)
-海外	110.1	205.2	3.2	691.0	171.8	1,200	186.5
長城汽車	113.4	(1.9)	4.9	805.4	2.0	1,400	5.8
- 電動車	40.7	8.5	17.5	225.3	(3.1)	400	(0.9)
-內燃機 (ICE)	72.7	(6.9)	(1.0)	580.1	4.1	1,000	8.7
-本地	50.9	(27.7)	10.5	389.4	(23.0)	650	(20.5)
-海外	62.5	38.4	0.8	416.0	46.5	750	48.2
小鵬汽車	39.1	3.7	2.8	243.1	(10.5)	480	11.8
理想汽車	37.7	32.1	23.7	261.6	(0.6)	420	3.4

來源：該等公司，大華繼顯

按原始設備製造商劃分的季度銷量

	2026 年第 1 季 度	2026 年第 2 季度	按年 百分 比	按季 %	2026 年 第 3 季 度	按年 百分 比	按季 %
比亞迪	700.5	1,108.0	(3.2)	58.2	1,354.0	21.5	22.2
-本地	379.3	637.0	(28.2)	67.9	789.5	(10.4)	23.9
-海外	321.1	471.1	82.5	46.7	564.5	142.5	19.8
吉利	709.4	713.6	1.2	0.6	850.4	11.7	19.2
-本地	506.3	442.4	(27.6)	(12.6)	513.6	(20.9)	16.1
-海外	203.0	271.2	188.0	33.6	336.8	200.6	24.2
長城汽車	269.1	314.8	0.6	17.0	356.5	0.6	17.0
-本地	139.0	153.5	(25.6)	10.4	156.9	(27.7)	2.3
-海外	130.1	161.3	51.1	24.0	199.5	46.2	23.7
小鵬汽車	62.7	103.3	0.1	64.8	118.0	1.7	14.2
理想汽車	95.1	98.3	(11.5)	3.4	97.5	4.6	(0.8)

註：比亞迪、吉利及長城汽車的 2026 年第 3 季度銷量數據為我們的預估值；而小鵬汽車及理想汽車的銷量數據則分別為兩家公司指引區間 115,000 至 121,000 輛以及 95,000 至 100,000 輛的中位數。

來源：該等公司，大華繼顯

德時代與億緯鋰能的出貨量均有所提升：我們將寧德時代 2026 至 2028 年的預測分別上調 10%/7%/0% 至 1,000/1,230/1,450 吉瓦時（GWh），並將億緯鋰能 2026 年的電動汽車出貨量預測上調至 75 吉瓦時（GWh）。

- **鋰成本侵蝕了寧德時代與億緯鋰能的毛利率，營運開支則決定了純利率。**寧德時代 2026 年第 2 季度的毛利率按年下降 2.4 個百分點，導致每吉瓦時毛利下降 8%，且每吉瓦時純利下降 12%；我們將其 2026 至 2028 年的純利分別下調 1%/7%/12%。億緯鋰能（EVE）的毛利率按年下跌 2.9 個百分點至 14.5%，但其銷售、一般及行政開支佔收入比率按年下降 4.1 個百分點，帶動息稅前利潤利潤率上升 3.2 個百分點至 8.7%。我們分別上調其 2026 至 2028 年的純利 5%/6%/10%。兩者均面臨相同的成本壓力，然而我們對其盈利預測的修訂方向卻截然相反。
- **2026 年下半年：利潤率觸底，而銷量持續上升。**寧德時代的金屬價格聯動定價機制將原材料成本遞延轉嫁給客戶，因此所受擠壓純屬時間差問題而非幅度問題，而在產能已達完全飽和的情況下，全年出貨量仍可能達到 1,000GWh。億緯鋰能實現 628Ah 儲能及 46 系圓柱電池量產，並於海外新增寶馬客戶。
- **電池材料：價格而非銷量是兩次表現超出預期的推動因素，但我們現已下調鋰價前景預測。**
 - **兩者的平均售價優於預期，而銷量僅符合預期。**由於鋰平均售價按年上升 140%，贛鋒鋰業的收入按年增長逾兩倍；而受電解液銷量增長 41% 及平均售價大幅上升所帶動，天賜材料的收入按年增長 127%。兩者均未提高產量——贛鋒持有 230,000 / 270,000 / 320,000 噸，天賜則擁有 139 萬 / 167 萬 / 200 萬噸。盈利的最佳表現幾乎完全由價格推動，而非銷量。
 - **由於傳導並不完全，利潤正被上游所獲取。**贛鋒的毛利率按年升 23.0 個百分點至 32.7%，且其 2026 年上半年純利達到我們全年預測的 57%；因此，我們將 2026 年純利上調 23%。天賜的毛利率按季下跌 9.3 個百分點至 29.3%，低於我們預設的 37.0%，原因是六氟磷酸鋰成本高於其所能收取的價格。因此，我們將 2026 年至 2028 年的純利分別下調 4%、10% 及 10%。作為資源擁有者，贛鋒受惠於鋰價上漲，而加工商天賜則承擔了成本上漲的壓力。
 - **2026 年下半年：這正是我們對 2026 年第 1 季度的預測有所改變之處。**在 2026 年第 1 季度的業績總結中，我們預期碳酸鋰價格將自 2027 年起超過每噸人民幣 200,000 元。贛鋒管理層現時指引 2027 年市場將達致平衡；因此，我們已將其 2027 至 2028 年的平均售價下調至每噸人民幣 142,000 元，預期 2026 年平均售價將持平，並將其目標價由港幣 120 元下調至港幣 75 元。在價格受限的情況下，盈利取決於成本：贛鋒的自給率應會在 2028 年前升至 70%，而隨著六氟磷酸鋰價格從 2026 年第 2 季度的低位回升，天賜的平均售價應會趨於穩定。這就是將電池材料排在最後的原因。

估值 / 建議

- 我們對中國汽車行業維持「與大市一致」評級。我們正將板塊看好的次序調整為：原始設備製造商>汽車零部件>電池>電池材料，其依據為：a)龍頭原始設備製造商的銷量增長加速；b)其受惠於邁向高端市場及拓展海外業務而帶來的結構性盈利能力改善；c)汽車零部件公司出現新增長引擎（例如先進駕駛輔助系統（ADAS）、人工智能（AI）及機械人技術）；以及 d)碳酸鋰價格走平，這有利於原始設備製造商，但損害了電池材料生產商的利益。
- 首選「買入」股份：比亞迪、吉利及敏實。首選「沽出」股：理想汽車。

行業催化劑 / 風險

- 催化劑：國內汽車銷量復甦；出口持續增長；數據中心及液冷訂單；2026 年第 3 季度業績。
- 風險：碳酸鋰價格波動；無法完全轉嫁予客戶的投入成本通脹；人民幣升值；機械人業務增長放緩。

2026 年第 2 季度盈利與預期對比及評級上調 / 下調

公司	遜於預期 / 超預期	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	每股收益變動	--目標價-- 舊 新
原始設備製造商						
比亞迪	優於預期	5	14	15	135.00	150.00
吉利	優於預期	5	7	9	27.00	29.00
長城汽車	遜於預期	-	-	-	12.00	9.90
小鵬汽車	遜於預期	(60)	(46)	(13)	90.00	60.00
理想汽車	遜於預期	不適用	不適用	不適用	40.00	35.00
電池						
寧德時代	符合預期	(1)	(7)	(12)	640.00	585.00
EVE	符合預期	5	6	10	83.50	85.00
電池材料						
贛鋒	優於預期	23	(1)	(11)	120.00	75.00
天賜	遜於預期	(4)	(10)	(10)	75.00	54.00
汽車零部件						
德賽西威	優於預期	4	(4)	(8)	150.00	135.00
福耀	遜於預期	(3)	(2)	(4)	100.00	84.00
禾賽	遜於預期	(27)	(17)	(12)	33.00	29.00
均勝	遜於預期	(14)	(16)	(17)	43.00	25.00
敏實	優於預期	6	7	7	56.00	56.00
耐世特	優於預期	21	23	22	8.30	11.40
博泰	符合預期	(103)	(77)	(21)	350.00	350.00
小馬智行	遜於預期	(11)	(7)	(35)	16.00	15.00
速騰聚創	遜於預期	不適用	(62)	(30)	50.00	33.00
三花	符合預期	(5)	-	-	57.00	43.00
拓普	遜於預期	(17)	(10)	(6)	100.00	64.00
潍柴	符合預期	3	16	23	35.00	31.00

來源：該等公司，大華繼顯

互聯網

2026 年第 2 季度業績回顧：人工智能雲端加速增長；電子商務依然疲弱；遊戲業務展現韌性

重點摘要

- 人工智能 / 人工智能雲業務在 2026 年第 2 季度仍是亮點，阿里巴巴和百度的相關雲業務按年增長分別達 45%和 50%，而騰訊亦在人工智能需求帶動下錄得穩健的雲業務增長。電子商貿維持疲弱，僅出現個別企穩跡象。遊戲業務展現韌性，且大致不受宏觀經濟影響。與此同時，旅遊需求有所放緩，但下半年的前景已較早前的擔憂有所改善。
- 維持與大市一致。首選「買入」：阿里巴巴、攜程、網易及智譜。

分析

- 電子商貿表現依然受壓，2026 年第 3 季度按季或見改善，但我們仍維持審慎。阿里巴巴 / 京東 / 拼多多 / 快手於 2026 年第 2 季度的核心商業 / 變現增長率分別為按年+1.0% / -4.7% / +3.5% / +4.4%。利潤走勢好壞參半：非美國通用會計準則 / 非國際財務報告準則純利按年分別變動-38%/+21%/-13%/-30%。阿里巴巴的可比客戶管理收入（CMR）重拾輕微增長，管理層預計電商息稅折舊及攤銷前利潤（EBITA）將有所回升，且即時零售虧損將會收窄。京東預期，隨著電子產品補貼基數正常化，零售收入將於 2026 年第 3 季恢復增長，按年增幅為 3%至 3.3%。拼多多的國內變現能力有所改善，但海外監管依然構成拖累。快手預測 2026 年第 3 季度集團收入將按年下降 7.5%。因此，我們預期 2026 年第 3 季度將錄得溫和的按季改善，但鑑於非必需消費需求疲弱以及商戶經濟效益不均，我們仍保持審慎。
- 整體而言，儘管 2026 年第 3 季度出現若干按季改善，但在宏觀逆風持續及非必需消費需求疲弱的限制下，復甦步伐受限，我們預期客戶管理收入（CMR）及更廣泛的電子商務變現能力將維持受壓。

同業比較

公司	股票代號	評級	價格	目標	目標價	最新	市盈率			收益率	股本回報率	價格 /	
			2026 年 9 月 2 日 (當地貨幣)	價格 (當地貨幣)	上升空間 (%)	年度 終結	2025 (倍)	2026 年預 測 (倍)	2027 年預 測 (倍)	2026 年預 測 (%)	2026 年預 測 (%)	市值 (當地貨幣 百萬)	每股資產 淨值 (倍)
阿里巴巴	9988 HK	買入	109.90	188.00	71	2026 年 3 月	19.3	18.5	13.1	0.96	7.98	2,185,360	1.6
京東集團	9618 HK	買入	108.60	148.00	36	2025 年 12 月	10.9	8.6	6.8	3.65	12.30	296,656	不適用
拼多多	PDD US	買入	83.17	115.00	38	2025 年 12 月	7.6	8.1	6.8	-	21.08	118,384	1.6
騰訊	700 HK	買入	438.20	608.00	39	2025 年 12 月	13.7	12.8	12.1	1.39	18.68	3,989,001	2.5
網易	9999 HK	買入	186.80	252.00	35	2025 年 12 月	13.6	12.9	11.2	2.59	22.77	597,994	3.1
騰訊音樂	1698 HK	買入	32.78	53.00	62	2025 年 12 月	9.0	9.1	8.5	2.02	11.17	108,931	不適用
百度	9888 HK	買入	92.35	136.00	43	2025 年 12 月	12.6	16.2	13.3	-	4.23	250,591	不適用
美團	3690 HK	持有	78.75	76.00	(3)	2025 年 12 月	不適用	不適用	18.7	-	(1.78)	486,319	2.7
快手	1024 HK	持有	33.64	35.00	4	2025 年 12 月	6.3	14.5	13.5	1.11	8.29	145,559	1.4
貝殼控股	2423 HK	買入	46.68	60.00	29	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	1.80	10.04	160,872	不適用
攜程集團	9961 HK	買入	343.80	508.00	48	2025 年 12 月	6.7	12.6	10.8	0.18	7.36	216,493	1.1
同程旅行	780 HK	買入	11.78	18.00	53	2025 年 12 月	7.2	6.8	6.1	2.79	13.03	27,734	0.9
Minimax	100 HK	買入	342.60	470.00	37	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	-	8.6	119,648	-48.3
智譜	2513 HK	買入	1,117.00	1,830.00	64	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	-	0.9	520,101	40.1
新東方教育	EDU US	買入	59.15	85.00	44	2026 年 5 月	18.5	14.9	12.5	2.79	13.5	9,413	2.2
好未來教育	TAL US	買入	12.13	18.40	52	2026 年 2 月	21.0	10.0	9.4	-	9.0	6,728	1.5
金山軟件	3888 HK	買入	24.44	35.00	43	2025 年 12 月	20.7	14.9	17.9	0.55	6.83	33,591	0.9
科大訊飛	002230 CH	持有	39.42	39.00	-1	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	0.32	不適用	94,690	不適用
滴滴全球	DIDIY US	買入	3.65	6.40	75	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	-	(1.46)	16,452	不適用

資料來源：彭博、大華繼顯

分析員

潘夢遙
juliapan@uobkh.com
+86 21 5404 7225 轉 808

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
電子商務	與大市一致（維持）
網上遊戲	跑贏大市（維持）
OTA	跑贏大市（維持）
人工智能	跑贏大市（維持）
線上房地產垂直業務	與大市一致（維持）
本地生活服務	跑輸大市（維持）

來源：大華繼顯

板塊首選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
阿里巴巴	9988 HK	買入	109.90	188.00
騰訊	700 HK	買入	438.20	608.00
智譜	2513 HK	買入	1,117.00	1,830.00
攜程	9961 HK	買入	343.80	508.00
網易	9999 HK	買入	186.80	252.00

資料來源：彭博、大華繼顯

- **遊戲業務依然保持韌性，且相對不受宏觀疲弱影響。**騰訊 2026 年第 2 季度的網絡遊戲收入按年增長 8%，其中本土市場遊戲增長 17%，按固定匯率計算，國際市場遊戲增長 4%。網易的網絡遊戲收入按年增長 10%，而遊戲毛利率則擴展 5.9 個百分點至 76.1%。相比之下，金山軟件於 2026 年第 2 季度的網上遊戲收入按年下降 15% 至人民幣 8.104 億元，主要由於部分現有遊戲的生命週期變化及行業競爭激烈。現有遊戲與遞延收入（騰訊及網易於 2026 年第 2 季度的按年增幅分別為 11% 及 14%）為盈利能見度提供堅實支持，而人工智能賦能的內容製作亦應會進一步提升研發效率。

儘管網易的新遊戲儲備表現好壞參半，且金山軟件的遊戲業務表現疲弱，但在有利的審批環境支持下，我們對該行業仍保持正面看法；今年迄今已批准 1,362 款遊戲，而 2025 年全年則為 1,772 款。長青遊戲作品的穩健貢獻亦應可提供穩定的盈利基礎，同時我們繼續預測騰訊與網易將保持健康增長。

- **人工智能雲端業務增長加速，且資本支出大幅增加。**阿里巴巴截至 6 月止季度的 AI 雲端及運算收入按年增長 45%，外部雲端亦錄得 45% 增長，而管理層預期截至 9 月止季度的增長將超過 50%。百度人工智能雲端基礎設施收入按年增長 50% 至人民幣 73 億元，GPU 公有雲收入按年大增 283%；管理層預期人工智能雲端基礎設施增長將於 2026 年第 3 季度重新加速至 60% 以上。騰訊並無單獨披露雲業務收入，但表示在人工智能需求、國際擴張及定價的推動下，雲業務增長保持穩健。阿里巴巴 / 騰訊 / 百度第 2 季度的資本支出分別達到人民幣 677 億元 / 人民幣 593 億元 / 人民幣 115 億元。投資週期正對近期自由現金流構成壓力，但隨着時間推移，使用率提高、自研晶片以及利潤率較高的人工智能服務應會改善運算效益。

- **國內人工智能基礎設施仍然具有戰略重要性。**阿里巴巴已在其人民幣 3,800 億元的三年人工智能資本支出計劃中投入人民幣 1,900 億元；同時，鑑於騰訊延長資本支出週期並持續投資人工智能基礎設施，我們已將其 2026 年資本支出預測上調至人民幣 2,000 億元。百度於 2026 年第 2 季度提前採購伺服器、晶片及原材料，並預計第 3 季度 / 第 4 季度列報的資本支出將會放緩，同時採用更多租賃及融資架構。我們預期，隨着超大規模服務商擴大推理工作負載並應對供應限制與單位成本，T-Head 及崑崙芯等國產晶片將變得愈發重要。

- **網上旅行社（OTA）：整體前景好於預期中最悲觀的情況。**同程的業績大致符合預期，而攜程則尚未公佈其 2026 年第 2 季度的業績。同程 2026 年第 2 季度的收入 / 核心 OTA 收入分別按年增長 6.8% / 8.4%，而經調整純利則按年上升 9.8%。預測 2026 年第 3 季度收入同比增長 3% 至 8%，反映住宿間夜量及交通需求疲軟，但高油價的影響已開始緩和，且國際酒店間夜量按年增長應保持在 40% 以上。管理層正密切關注自夏季推遲的出行需求是否會轉移至中秋節 / 國慶假期期間，從而為第 4 季度的需求提供支持。

攜程尚未公佈其 2026 年第 2 季度業績，管理層先前指引淨收入按年增長 3-8%，其中在監管調整及機票價格承壓下，住宿收入預計按年增長 8-13%，交通票務收入按年下降 0-5%。隨著監管隱憂現已消除，在燃油成本壓力有所緩解以及即將到來的「中秋 / 十一黃金週」假期推動下，我們對其中期出境遊業務前景維持正面看法。

- **線上廣告市場依然呈現兩極分化，人工智能雖有助龍頭企業，但宏觀壓力依然持續。**騰訊的營銷服務收入按年增長 +22%，受惠於人工智能驅動的推薦、AIM+ 及微信閉環營銷。快手的線上營銷收入按年增長 4.4%，低於先前指引，而百度的線上營銷收入則按年下跌 19%，主因是傳統搜尋廣告持續疲弱。拼多多的網上營銷收入同比改善至 +3.5%。我們預期人工智能驅動的定向投放及閉環轉化將為結構上更強健的平台提供支持，但近期廣告增長仍受制於消費疲弱及商家盈利能力。

- **儘管面臨競爭及人工智能風險，網上音樂業務依然保持韌性。**TME 在 2026 年第 2 季度的收入按年增長 5.8%，音樂相關服務收入增長 11.0%，而非美國通用會計準則純利增長 4.4% 至人民幣 27 億元，超出預期。SVIP 的拓展以

及喜馬拉雅的併表為變現提供支持，儘管競爭和人工智能生成內容仍屬中期風險。

- **出行業務盈利能力有所改善。**滴滴 2026 年第 2 季度的收入按年增長 10.8%，經調整純利回升至人民幣 2.84 億元，超出預期。中國出行業務保持穩健，而國際出行業務收入則按年增長 50%。我們預期 2026 年第 3 季度收入增長約 11%，儘管在自動駕駛及國際市場持續投資，但海外擴張以及更佳的營運槓桿比率為盈利提供支持。
- **人工智能商業化進程加速，惟高額研發投入持續為盈利能力帶來壓力。**受惠於智譜 AI (Z.ai) 雲端部署以及 MiniMax 的 B 端 / 開放平台服務迅速擴張，兩家公司於 2026 年上半年的收入分別錄得 400% 及 283% 的強勁按年增長。商業化勢頭亦有所增強，截至 8 月底年度經常性收入 (ARR) 分別達到美金 16 億元 / 美金 8 億元，而年終目標則分別為美金 24 億元 / 美金 10 億元。由於模型迭代和基礎設施投資持續進行，兩家公司的研發投資均維持在高位，使近期的盈利能力持續承壓，而智譜亦因其雲端業務佔比迅速轉變而面臨利潤率稀釋。我們認為，進一步的商業化將取決於智譜在代幣增長的同時能否維持定價能力，而 MiniMax 的上升空間則在於對其多模態能力進行更廣泛的變現。科大訊飛錄得相對較溫和的增長，儘管人工智能相關業務有所擴展，但部分被傳統板塊的疲弱表現以及持續高企的研發開支所抵銷。
- **中國教育股公佈了具韌性的最新業績，穩健的 K-12 學習需求及有所改善的營運槓桿比率為盈利前景提供支持。**TAL 的 2027 財年第 1 季度業績高於預期，主要受學習服務盈利能力及成本效益大幅改善所帶動，儘管部分利潤率上升空間反映了有利的學習平板電腦收入確認。新東方 2026 財年第 4 季度收入略高於預期，而利潤表現偏軟，但 2027 財年收入指引優於預期，且隨着 EDU 核心業務進入成本優化的下一階段，預期利潤率將進一步擴張。兩家公司的股東回報亦保持穩健。

估值 / 建議

- **阿里巴巴 (9988 HK)。**維持「買入」評級，目標價為港幣 188 元 (美金 192 元)。雲端業務加速增長是近期的關鍵催化劑，儘管高企的人工智能資本支出以及自由現金流 (FCF) 仍是主要的爭論焦點。
- **騰訊 (700 HK)。**維持「買入」評級，目標價為港幣 608 元。我們對具韌性的遊戲業務、加速發展的人工智能驅動廣告以及雲端變現保持正面看法，同時密切留意高企的資本支出。
- **Trip.com (9961 HK)。**維持「買入」評級，目標價為港幣 508 元。Trip.com 尚未公佈其 2026 年第 2 季度業績；我們繼續看好其出境遊的結構性敞口，並預期遞延旅遊需求將為 2026 年第 4 季度業績提供支持。
- **網易 (9999 HK)。**維持「買入」評級，目標價為港幣 252 元。儘管新遊戲儲備表現參差，但現有遊戲依然保持韌性，且強勁的利潤率 / 遞延收入為盈利提供了能見度。
- **智譜 AI (2513 HK)。**維持「買入」評級，目標價為港幣 1,830 元。ARR 加速增長及 B 端客戶迅速擴展為強勁的商業化勢頭提供支持，惟高企的研發開支仍構成短期盈利能力拖累。

行業催化劑 / 風險

- **催化劑：**a) 人工智能雲端變現加快及運算經濟效益改善；b) 電子商務需求按季復甦及本地商業虧損收窄；c) 遊戲參與度維持 / 推出新遊戲；以及 d) 旅遊需求復甦並持續至 2026 年第 4 季度。
- **風險包括：**a) 消費遜於預期，b) 人工智能資本支出增加及自由現金流 (FCF) 壓力持續，c) 電子商務 / 人工智能競爭加劇，d) 遊戲研發管線延遲，以及 e) 地緣政治或燃油價格重燃對旅遊業的壓力。

2026 年第 2 季度中國互聯網行業業績回顧

自業績公布以來股價變動 -----高於 / 低於預期----- 2026年第 2 季度----- 2026年第 3 季預測-----													
	價變動 (%)	2026 年第 2 季度		2026 年第 3 季		收入增長 (%)		非美國通用會計準則 純利 (人民幣 10 億元)		收入增長 (%)		非美國通用會計準則 純利 (人民幣十億)	
		優於 / 遜於預期	上調 / 下調	實際	共識	實際	按年 (%)	共識	UOBKH	共識	UOBKH	按年 (%)	共識
阿里巴巴	-13%	遜於預期	下調	9%	9%	20.7	-38	25.3	11%	9%	22.1	114	24.0
騰訊	-5%	符合預期	下調	11%	10%	68.4	9	68.2	10%	10%	69.8	-1	70.3
京東	-12%	優於預期	符合預期	-3%	-4%	8.9	21	7.9	3%	6%	9.0	56	9.0
拼多多	-7%	遜於預期	下調	8%	11%	28.5	13	28.0	11%	11%	27.7	-12	28.2
美團	2%	優於預期	上調	14%	10%	2.5	69	0.3	17%	12%	1.4	1	1.0
百度	-9%	遜於預期	下調	-4%	-2%	2.6	-46	3.2	1%	0%	1.9	-50	3.8
貝殼	3%	優於預期	上調	-6%	-7%	3.2	75	2.4	-11%	-3%	1.9	51	1.9
網易	-3%	優於預期	上調	8%	6%	7.7	-19	10.2	8%	8%	10.3	9	10.3
快手	-11%	符合預期	遜於預期 / 下調	1%	1%	3.9	-30	3.9	-7%	4%	0.8	-85	4.2
同程	-10%	符合預期	下調	7%	6%	0.9	10	0.8	5%	8%	1.1	5	1.2
金山軟件	-4%	優於預期	上調	9%	7%	0.5	39	0.3	3%	9%	0.4	38	0.3
滴滴	5%	優於預期	下調	11%	10%	0.3	-91	-0.3	11%	10%	-0.6	-141	-0.4
iFlytek	-1%	遜於預期	下調	2%	27%	0.2	56	0.7	23%	29%	0.4	1	0.2
智譜 AI	-7%	符合預期	下調	400%	610%	-2.0	-12	-2.7	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
騰訊音樂娛樂集團	-15%	優於預期	上調	6%	4%	2.7	4	2.5	9%	9%	2.8	14	2.5
阿里巴巴	-13%	遜於預期	下調	9%	9%	20.7	-38	25.3	11%	9%	22.1	114	24.0
騰訊	-5%	符合預期	下調	11%	10%	68.4	9	68.2	10%	10%	69.8	-1	70.3

來源：各相關公司、大華繼顯

技術分析



分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

藥明生物 (2269 HK)

最後價格:	港幣 50.70 元
支撐位:	港幣 47.80 元/港幣 44.40 元
阻力位:	港幣 57.85 元/港幣 63.95 元

技術分析:

价格行为成功维持在“阻力转支撑”区域上方，确认了结构性极性转换的有效性，并确保高维度上行趋势的完整性。这一关键防线上的持续企稳，表明多头对局部回踩抛压完成了良性吸收。技术动能进一步验证了这一建设性格局，RSI 指标稳稳运行于 50 中轴线上方，展现出强劲且持续的买方控制力。只要多头在后续盘整中持续守住这一核心支撑锚点，最小阻力路径将继续指向价格向上拓展，驱动主升波段向更高的目标位延伸。

平均時限：約兩週。



翰森製藥 (3692 HK)

最後價格:	港幣 35.96 元
支撐位:	港幣 33.42 元/港幣 31.74 元
阻力位:	港幣 40.12 元/港幣 43.94 元

技術分析:

价格行为成功守住了大跳空缺口支撑区下轨，确认了这一核心结构性底座的有效性，并展现出强劲的需求端动能留存。价格在开盘缺口这一流动性真空区上方的持续企稳，表明机构资金对局部抛压完成了良性吸收而非筹码派发。技术动能进一步印证了这一建设性格局，RSI 指标稳稳运行于 50 中轴线上方。一旦价格向上有效贯穿 HK\$36.94 的前线波段高点，将彻底清除上方残余阻力，为迈向更高的第一阶段主要目标位打开持续的上行空间。

平均時限：約兩週。

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at [this link](#) or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."