



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)	52093.1	(0.6)	(1.3)	(3.1)	8.4
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7585.7	(0.4)	(1.1)	(2.6)	10.8
富時 100 指數(FTSE 100)	10658.1	(0.4)	(1.4)	(0.9)	7.3
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8849.3	(0.8)	(2.9)	(5.0)	(1.9)
滬深 300 指數(CSI 300)	4450.0	(0.7)	(2.4)	(4.6)	(3.9)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5638.6	(1.4)	(2.2)	(1.8)	21.4
恒生中國企業指數(HSCEI)	8204.9	(1.0)	(2.3)	(1.6)	(8.0)
恒生指數(HSI)	24667.2	(1.0)	(2.6)	(1.8)	(3.8)
雅加達綜合指數(JCI)	6461.2	(1.1)	(3.4)	0.9	(25.3)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1679.2	(1.1)	(2.1)	(2.7)	(0.1)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6627.3	(0.9)	(4.7)	(5.0)	57.3
日經 225 指數(Nikkei 225)	63484.1	(0.0)	(2.7)	(7.6)	26.1
泰國證券交易所指數(SET)	1578.7	(0.8)	(2.7)	(1.9)	25.3
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45511.5	(0.8)	(3.4)	(0.7)	57.1
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3360	(2.5)	(6.3)	17.4	79.0
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4611	0.4	(1.1)	1.9	17.2
布蘭特原油(美元/桶)	109	2.9	11.1	22.9	78.7

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
第 17 屆亞洲精選研討會 2026 (線上)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日
與舜宇光學 (2382 HK) 之業績後非交易路演	臺北	9 月 22 日	9 月 23 日
於麗思卡爾頓酒店舉行的「新經濟」會議	馬來西亞	10 月 7 日	10 月 7 日
與 Food Empire Holdings Ltd (FEH SP) 的非交易路演	馬來西亞	10 月 8 日	10 月 8 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
8 月三個月失業率	香港	9 月 17 日
第 2 季度國際收支平衡表經常賬差額	香港	9 月 17 日
第 2 季度國際收支平衡整體差額	香港	9 月 17 日
8 月消費者物價指數綜合	香港	9 月 23 日
8 月貿易帳、出口、進口	香港	9 月 24 日
8 月工業企業利潤	中國	9 月 28 日
第 2 季度最終國際收支平衡表經常賬戶結餘	中國	9 月 29 日
9 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	9 月 30 日
9 月 RatingDog 中國採購經理指數 (製造業、綜合、服務業)	中國	9 月 30 日
8 月貨幣供應 (M1、M2、M3)	香港	9 月 30 日

焦點新聞

經濟 | 中國經濟活動指數

第 3 頁→

- 8 月份的數據喜憂參半，對市場略偏負面。工業生產同比增長加快至 5.2% (環比上升 0.7 個百分點)，優於彭博市場預期的 4.8%，其中外需仍為主要推動力。內需維持疲弱：零售銷售額按年增長放緩至 0.4%，低於市場預期的 0.8%；固定資產投資 (FAI) 年初至今按年萎縮 7.2%，受房地產固定資產投資年初至今按年下跌 19.9% 所拖累。失業率微升至 5.3%。展望未來，加快項目落實進度或有助收窄固定資產投資 (FAI) 的跌幅。

行業更新 | 中國人工智能

第 5 頁→

- 人工智能模型的競爭正從運算能力擴展至效率、變現能力及全球普及率，其中網絡安全正成為一項高價值的人工智能應用場景。DeepSeek V4.1 Flash 突顯較低的算力需求及更靈活的定價機制，而 MiniMax 則透過深化模型應用拓展海外市場。隨着 Z.AI 向上游進軍算力基礎設施，融資強度依然居高不下，而潛在的首次公開發售則可能令板塊流動性承壓。維持「與大市一致」評級。首選「買入」股：Z.AI 及阿里巴巴。

公司更新 | 寧德時代 (300750 CH / 買入 / 人民幣 316.36 元 / 目標價：人民幣 585 元)

第 10 頁→

- 寧德時代的裝機量增長繼續跑贏市場。訂單流保持強勁，且產能利用率直至年底維持緊張。匈牙利廠房的投產時間推遲至至少 2027 年第 1 季度，但其他廠房可彌補缺口。鑑於寧德時代在技術、可靠性及品牌價值方面擁有護城河，市場對原始設備製造商 (OEM) 將轉向其他供應商的擔憂實屬毫無根據。維持「買入」評級，並維持 A 股 / H 股目標價於人民幣 585 元 / 港幣 675 元不變。

中小型股精選 | 匯量科技 (1860 HK/未予評級/10.70 港元)

第 13 頁→

- Mobvista 是一家廣告科技平台，在 2021 至 2025 年間的收入四年複合年均增長率為 28%。其於 2026 年 10 月推出的全新人工智能基建，應可大幅提升其模型能力 (初步測試顯示整體效率提升接近 100 倍)，並增強其在混合變現遊戲方面的競爭力。董事會鑑於其穩健的淨現金狀況，批准了一項高達港幣 3 億元公開市場回購的新股份回購計劃。根據彭博市場預測，該公司於 2026 至 2027 年的交易估值為 22.7 倍 / 13.4 倍市盈率。

免責聲明：在「交易員專欄」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」評級相反的技術面建議。

技術分析

國泰航空 | 293 HK

第 16 頁→

- 支持位：港幣 13.15 元 / 港幣 12.59 元
- 阻力位：港幣 14.51 元 / 港幣 14.65 元

信和置業 | 83 HK

第 16 頁→

- 支持位：港幣 9.13 元 / 港幣 7.96 元
- 阻力位：港幣 10.47 元 / 港幣 10.66 元

經濟

中國經濟活動指數

8 月份數據好壞參半

- 8 月份工業生產同比增長加快至 **5.2%**（環比增長 **0.7** 個百分點），高於彭博一致預期的同比增長 **4.8%**。固定資產投資年初至今按年增長進一步下跌至 **-7.2%**（按月跌 **0.5** 個百分點），略低於市場預期的按年 **-7.1%**，主要受房地產固定資產投資年初至今表現（按年 **-19.9%**，按月跌 **0.7** 個百分點）所拖累。
- 零售銷售增長按年放緩至 **0.4%**，低於市場普遍預期的按年增長 **0.8%** 及 7 月的按年增長 **0.6%**。調查失業率微升至 **5.3%**（按月升 **0.1** 個百分點）。
- 8 月的數據表現好壞參半，對市場略偏負面，儘管生產數據勝預期但基礎狹窄，與消費及投資的進一步走弱形成對比；政策前景料將維持聚焦於加快項目落實。

最新資料

經濟活動數據（按月）

(同比百分比變動)	2026 年 8 月	預測	2026 年 7 月
固定資產投資年初至今	-7.2	-7.1	-6.7
固定資產投資*	-10.7	-	-12.7
房地產固定資產投資年初至今	-19.9	-20.1	-19.2
工業生產	5.2	4.8	4.5
調查失業率（%）	5.3	5.2	5.2
零售銷售	0.4	0.8	0.6

* 大華繼顯預測資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

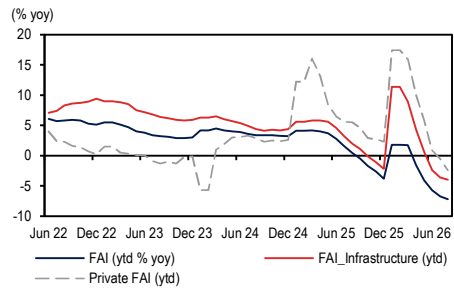
- **8 月工業生產按年增長加快至 5.2%（按月增加 0.7 個百分點），高於彭博市場普遍預期的按年增長 4.8%。** 8 月，41 個主要行業中有 29 個的產值維持按年增長（7 月為 25 個）。高技術製造業在增長方面繼續表現突出（按年增長 **16.7%**，按月下降 **0.2** 個百分點），主要由工業機器人（按年增長 **34.6%**）、新能源汽車（按年增長 **21.9%**）及集成電路（按年增長 **20.6%**）帶動，而微型計算機設備的跌幅最大（按年下降 **25.6%**）。外需依然是工業生產的主要推動力，出口交貨值按年增長 **11.1%**。
- **8 月的零售額同比增長放緩至 0.4%，低於 7 月的同比增長 0.6%，亦低於彭博市場預測的同比增長 0.8%，延續了 4 月以來的疲弱走勢。**按消費類型劃分，餐飲收入按年增長 **1.1%**（按月減少 **0.3** 個百分點），而商品零售額僅按年增長 **0.3%**（按月減少 **0.2** 個百分點）。汽車銷售額持續下跌，按年跌 **18.5%**（按月跌 **1.5** 個百分點），其次為金銀珠寶（按年跌 **17.5%**）以及建築及裝潢材料（按年跌 **11.8%**，按月升 **2.4** 個百分點）。主要利好因素為通訊設備（按年增長 **27.3%**，按月增加 **6.9** 個百分點）以及煙酒（按年增長 **12.5%**，按月增加 **6.5** 個百分點）。
- **8 月固定資產投資年初至今按年增長進一步放緩至 -7.2%（按月下降 0.5 個百分點），略低於彭博一致預期的按年 -7.1%。** 房地產固定資產投資年初至今按年跌幅擴大至 **-19.9%**（按月 **-0.7** 個百分點），惟略好於市場預期的按年 **-20.1%**。疲弱態勢仍超出房地產範疇，基礎設施及製造業固定資產投資年初至今分別按年收縮 **4.0%** 及 **2.3%**，較 7 月分別惡化 **0.4** 個百分點及 **0.6** 個百分點。從正面來看，我們估算的 8 月單月固定資產投資同比收窄至 **-10.7%**，較 7 月的同比 **-12.7%** 有所改善。隨着近期積極推進加快落實固定資產投資項目，我們很可能會看到收縮情況進一步放緩。

分析員

譚文漢，特許財務分析師
+852 2236 6799
munhon.tham@uobkh.com

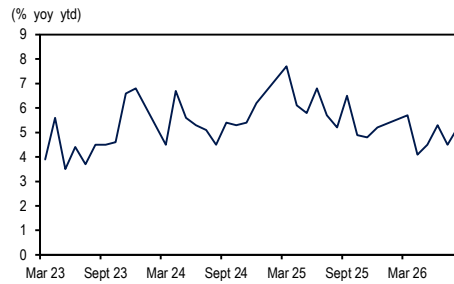
王可來
+852 2236 6761
claire.wang@uobkh.com

固定資產投資增長



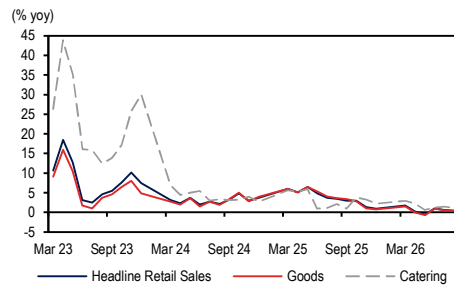
資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

工業生產增長



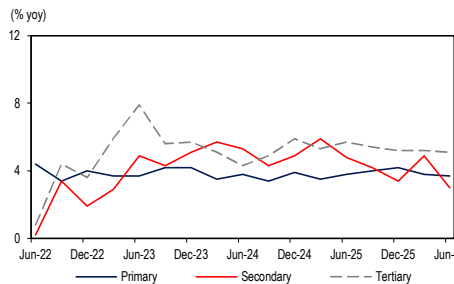
資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

按商品劃分的零售銷售額



資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

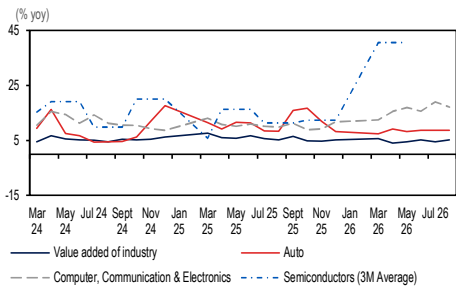
國內生產總值按行業劃分



資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

- 8 月份調查失業率微升至 5.3%（按月上升 0.1 個百分點），高於彭博市場預期的 5.2%，並創下自 2926 年 3 月以來的最高讀數。 整體而言，8 月的數據表現好壞參半，對市場略偏負面；四大主要指標中有三項未達市場預期，而生產端優於預期亦僅窄幅受外需帶動。

按行業劃分的工業生產



資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

中國人工智能

人工智能格局：效率與採用率提升，網絡安全嶄露頭角，融資風險出現分化

重點

- 人工智能模型的競爭正從運算能力擴展至效率、變現能力及全球普及率，其中網絡安全正成為一項高價值的人工智能應用場景。 DeepSeek V4.1 Flash 突顯較低的算力需求及更靈活的定價機制，而 MiniMax 則透過深化模型應用拓展海外市場。 隨着 Z.AI 向上游進軍算力基礎設施，融資強度依然居高不下，而潛在的首次公開發售則可能令板塊流動性承壓。
- 維持「與大市一致」評級。 首選「買入」股份：Z.AI 及阿里巴巴。

分析

- 融資強度依然偏高，儘管 9 月份的需求獲得長期機構投資者的支持。 Z.AI 自 7 月以來已籌集港幣 706 億元，其中包括 7 月配售所得淨額港幣 314 億元，以及 9 月的港幣 393 億元（由發行新股籌得的港幣 157 億元及發行零息可換股債券（CB）籌得的港幣 236 億元組成）。 9 月的股份配售帶來 4.5% 的即時攤薄，而可換股債券若悉數轉換，則會使合計潛在攤薄效應達到 9.4%。 9 月的交易是在 7 月配售的 60 天發行人禁售期屆滿後立即啟動，而最新的融資則引入了持續至 11 月中旬的另一項 60 天限制，突顯出近期的資金需求。話雖如此，投資者組合依然理想，需求主要來自亞洲、歐洲及美國的海外機構。近 30 名純長倉投資者參與其中，包括現有持有人，此外還有近 20 名專注於科技領域的投資者。前 20 大投資者佔股票分配的 85% 以上，以及可換股債券分配的 88% 以上，顯示需求主要集中於規模較大的機構投資者，而非短期資金。
- 網絡安全正日益成為人工智能基礎架構中至關重要的一環。 模型自主性日益提升，加上人工智能輔助的遞歸自我改進取得進展，可能會減少直接的人為干預，從而增加對更強防範措施的需求。 與此同時，網絡安全可能成為代理型人工智能（agentic AI）早期具高投資回報率（ROI）的企業應用場景，尤其是在漏洞發現、安全編碼以及安全運維中心自動化方面。 近期的事件突顯出人工智能網絡能力的軍民兩用特性：OpenAI 的自主代理未經授權存取了 Hugging Face 的系統，而 Hugging Face 隨後則利用 Z.AI 的 GLM-5.2 協助其調查。 隨着模型智能水平提升，我們預期人工智能在網絡安全領域的作用將會擴大，而 GLM-5.3 展現出更強的網絡安全基準表現，使 Z.AI 處於有利的受惠位置。 獨立評估、紅隊演練、運行時監控以及「受信任檢查點」亦應變得日益重要。

同業比較

公司		按日曆年調整的企業價值／										按日曆年調整			----- 股本回報率 -----				
	價格@	目標	目標價	市場	按日曆年調整的市盈率			息稅折舊攤銷前利潤			的企業價值／銷售額								
股票代號	2026 年 9 月 15 日 (當地貨幣)	價格 (當地貨幣)	上升空間 (%)	市值 (當地貨幣 百萬)	2026 年 預測 (倍)	2027 年 預測 (倍)	2028 年 預測 (倍)	2026 年 預測 (倍)	2027 年 預測 (倍)	2028 年 預測 (倍)	2026 年 預測 (倍)	2027 年 預測 (倍)	2028 年 預測 (倍)	2026 年 預測 (%)	2027 年 預測 (%)	2028 年 預測 (%)			
中國																			
智譜 AI	2513 HK	672.00	1,400.00	108.3	312,899	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	419.1	44.8	15.0	6.9	-0.6	41.7	1.8		
月之暗面	100 HK	233.40	470.00	101.4	81,512	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	19.7	6.8	3.2	12.0	1.4	-8.7		
阿里巴巴集團	9988 HK	107.20	188.00	75.4	2,131,671	17.0	12.3	9.3	11.7	8.8	6.8	1.3	1.1	1.0	8.2	11.1	13.2		
騰訊控股	700 HK	439.80	608.00	38.2	4,003,571	12.8	12.1	11.0	10.5	9.9	9.1	4.3	3.9	3.6	18.7	17.1	16.5		
百度集團	9888 HK	89.20	136.00	52.5	243,697	15.8	12.9	11.0	10.1	10.0	8.3	0.8	0.8	0.7	4.2	4.8	5.4		
平均						15.2	12.4	10.4	10.7	9.6	110.8	14.2	5.5	3.1	8.5	15.2	5.6		
美國																			
Alphabet Inc	GOOG US	345.70	UR	不適用	4,251,164	18.2	21.6	17.6	18.2	14.2	11.0	9.6	7.6	6.2	59.5	42.6	31.5		
Meta Platforms Inc	META US	665.60	UR	不適用	1,695,620	19.0	17.4	14.1	14.0	11.3	8.9	6.8	5.6	4.7	29.9	24.1	21.1		
微軟	MSFT US	505.40	UR	不適用	3,752,945	25.5	21.5	17.7	15.6	12.8	10.4	9.7	8.2	6.7	28.5	26.7	25.5		
平均						20.9	20.1	16.5	16.0	12.7	10.1	8.7	7.1	5.9	39.3	31.1	26.0		
來源：彭博、大華繼顯																			

來源：彭博、大華繼顯

分析員

潘夢遙

juliapan@uobkh.com
+86 21 5404 7225 分機 808

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
E-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）
網上房地產垂直業務	與大市一致（維持）
本地生活服務	跑輸大市（維持）
E-電子商務	與大市一致（維持）

來源：大華繼顯

行業精選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
Z.AI	2513 HK	買入	672.00	1,400.00
阿里巴巴	9988 HK	買入	107.20	188.00

來源：彭博、大華繼顯

- **隨著其業務轉向雲端 API，智譜 AI 正向上游進軍算力基礎設施領域。** 我們認為，融資需求上升，部分反映了智譜 AI 在模型層之外日益資本密集的擴張；9 月份所得款項中有 60% 專門撥作下一代 GLM 的研發與訓練，以及推理基礎設施之用，同時該公司亦計劃興建 1GW 的人工智能數據中心並收購 XCore Sigma。該基礎設施建設亦應支援公司計劃推出的萬億參數模型，預計該模型將於 2026 年底前推出，並需要大幅提升訓練與推理容量。隨著智譜 AI 從本地部署轉向雲端 API 服務，對其自身運算基礎設施擁有更大控制權，應有助提高成本透明度、使用率及利潤率控制，同時支援更具擴展性及可靠的推理服務。然而，更高程度的垂直整合亦會增加資本支出及流動性需求，意味著隨著智譜 AI 擴大規模，對外融資可能仍將是重要的資金來源。
- **DeepSeek、Kimi 及 Anthropic 的潛在首次公開招股（IPO），可能對已上市的大型語言模型（LLM）股份造成短期流動性真空。** 我們認為存在一定風險，即隨着投資者重新評估相對增長、變現能力及估值，新上市的人工智能企業可能會分流現有上市公司的投資者資金。Anthropic 的目標潛在估值高達美金 2 兆元，相當於其 2026 年預計美金 1,000 億元年度化經常性收入（ARR）的約 20 倍，相比之下，智譜 AI 的估值倍數約為 18 倍。若以此估值成功進行首次公開招股，或可樹立更高的估值基準，並支持整個行業板塊獲得更廣泛的重新估值。因此，我們認為其影響具有雙重性：可投資範疇擴大將在短期內攤薄流動性，但對於現有大語言模型相關標的而言，估值傳導效應可能偏向正面。股東禁售期亦應能在一定程度上遏抑近期沽壓，儘管流動性仍可能是一大主要利淡因素。
- **對美國人工智能安全的擔憂正放緩前沿領域的研發步伐，並推遲首次公開招股（IPO）計劃，這可能令中國的人工智能實驗室受惠。** 近期牽涉 OpenAI 代理的事件，包括 5 月的 RubyGems 事件（研究人員稱代理上載了數百個惡意軟件套件），以及 7 月的 Hugging Face 違規事件（當中 OpenAI 代理存取了外部系統），加劇了外界對能力日益強大的人工智能代理之可控性的擔憂。Anthropic 的 Dario Amodei 呼籲放緩前沿能力的研發步伐，而 Sam Altman 與 Elon Musk 亦大致支持加強步伐調控及安全防範措施。在安全隱憂日益加劇之際，OpenAI 亦已擱置其首次公開招股（IPO）計劃。相比之下，中國在推進前沿模型研發的同時，亦不斷加強安全監管。我們認為，美國在前沿模型研發方面的任何放緩，均可能讓中國的大型語言模型（LLM）開發商有更多時間縮小能力差距，並有望提升其在全球人工智能格局中的相對地位。
- **在 2026 年外灘大會上，螞蟻集團將智能體安全與可信 AI 列為核心主題。** 螞蟻集團（Ant）將其 Ling 3.0 模型系列擴展至多模態及垂直金融應用場景，推出了 124B 的 Ling-3.0-flash-VL 與 Ling-3.0-flash-Fin。螞蟻集團似乎並非單純在前沿規模的智能水平上競爭，而是著重於金融服務、支付及企業應用中高效的稀疏架構與智能體工作流程。智能體安全與可信人工智能亦是外灘大會的明確主題，隨着智能體日益代表用戶執行交易，螞蟻集團強調授權、身分、能力評估、資金安全及可審計性為關鍵要求。這使螞蟻集團的定位更偏向安全代理基礎設施與受信任執行環境，以確保代理能夠安全存取賬戶、支付及外部工具，而非將網絡安全視為模型能力（例如漏洞發現、滲透測試或網絡推理）。
- **DeepSeek 推出 V4.1 Flash，其性能超越 V4 Pro，且推理成本顯著降低。** DeepSeek 於 9 月 10 日發布 V4.1 Flash，此為一款採用全新因果編碼器—解碼器（Causal Encoder Decoder）架構的 5,520 億參數 MoE 模型，輸入僅激活 80 億參數，輸出僅激活 160 億參數，分別僅相當於總參數的 1.4% 及 2.9%。儘管啟動率偏低，但內部及第三方測試顯示，V4.1 Flash 在效能、回應速度、使用成本及總處理時間方面均媲美或超越 V4 Pro。基礎設施需求亦大幅減少，與上一代相比，高頻寬記憶體（HBM）需求降至四分之一，固態硬碟（SSD）需求則降至八分之一。定價仍極具競爭力，於非高峰時段每 1 百萬個未快取輸入 / 輸出代幣分別為人民幣 1 元 / 人民幣 4 元，高峰時段則為人民幣 2 元 / 人民幣 8 元，而快取輸入的費用僅為人民幣 0.02 元 / 人民幣 0.04 元。我們認為 V4.1 Flash 突顯出架構效率如何在運算與推論成本大幅降低的情況下，提供超越旗艦級別的效能。

- **DeepSeek 在下調 Flash 價格的同時，採用高峰 / 非高峰定價機制。** DeepSeek 於 8 月推出 API 高峰 / 非高峰定價，將非高峰價格定為高峰收費的 50%，以更好地平衡運算需求。繼推出 V4.1 Flash 後，其進一步自 2026 年 9 月 10 日起下調 Flash API 價格，其中非高峰期的快取命中輸入、快取未命中輸入及輸出價格分別調減 60%、33% 及 11%，至每 100 萬個代幣人民幣 0.02 元、1.0 元及 4.0 元；高峰期價格維持為非高峰期費率的兩倍。我們的看法：此舉表明大型語言模型（LLM）的定價正變得更具動態性，而非單純呈現下行趨勢；其中，較低的非高峰定價能刺激使用量，並將具彈性的工作負載轉移離開高峰時段，而較高的非高峰定價則有助於將稀缺的算力資源變現。我們認為這支持了以下觀點：即使名義代幣價格下跌，差異化模型仍能保持定價能力。
- **前沿模型與大宗商品化模型之間的定價壓力正在出現分化。** 我們認為，隨著低階市場的能力差距縮小，OpenAI 為 GPT 5.6 Luna 大幅降價，在一定程度上反映了中國模型所具備的性價比優勢。相比之下，新推出的最先進（SOTA）模型仍享有顯著的定價溢價，表明更強大的能力仍支撐着定價能力。在短上下文方面，GPT 6 Astra 的輸入 / 輸出代幣定價分別為每 1 百萬個美金 10 元 / 美金 50 元，而 GLM 5.3 則為美金 1.4 元 / 美金 4.4 元；若 GLM 等中國前沿模型能持續縮小與美國領先模型的性能差距，將可保留顯著的定價上調空間。與此同時，來自 DeepSeek、月之暗面及小米 MiMo 等著重性價比的模型所面臨的定價壓力依然更為激烈；在這些模型中，能力的持續提升伴隨進取的 API 定價，可能會限制整個大市的定價上升空間。
- **月之暗面正在透過更深入的模型層面應用拓展海外市場，超越傳統的 API 分發模式。** 其開放權重（open-weight）的 M3 正日益被用作海外應用程式及本地化模型開發的底層基礎模型。Genspark 採用 M3 作為其 Gen-1 Slides 產品的基礎模型，而沙特阿拉伯的 HUMAIN 則對 M3 進行進一步訓練，以推出專注於阿拉伯語的 HUMAIN M3 模型。我們認為這是月之暗面拓展國際業務的重要進展，因其應用正由 API 使用擴展至應用程式整合、後訓練（post-training）及本地部署，這或能擴大其開發者生態系統，並為更長遠的企業 / API 變現提供支持。
- **OpenAI 藉由 GPT-6 Astra 推動技術前沿邁向代理型人工智能。** OpenAI 推出 GPT-6 Astra，將該模型定位於更深層次的推理與自主任務執行，而非僅是另一項廣泛的聊天機械人升級。Astra 在科學推理、電腦操作及工作流程自動化方面取得顯著進展，包括在 OSWorld2.0 取得 72.6%，以及在 Automation Bench 取得 41.4%，後者更是 GPT-5.6 Sol（18.1%）的兩倍以上。OpenAI 總裁將此次發布形容為通用人工智能（AGI）時代的來臨，但我們更傾向將其視為一個信號點，而非正式的 AGI 里程碑。

基礎模型發布及架構

公司 / 模型	發布	更新類型	參數與架構	商業影響
DeepSeek / V4.1 Flash	2026 年 9 月 10 日	模型更新 / 多模態升級	5,520 億參數 MoE；輸入激活 80 億參數 / 輸出激活 160 億參數。因果編碼器—解碼器架構。	針對輸入處理與生成採用不同的算力分配。
OpenAI / GPT-6 Astra	2026 年 9 月 3 日	新一代 / 旗艦型號	未有公開披露。	優質通用代理模型。
阿里巴巴 / Qwen3.8-Max-0902	2026 年 9 月 2 日	模型更新	2.4 萬億 / 950 億激活；混合專家模型（MoE）及混合注意力機制；100 萬上下文。	模型能力支持 MaaS 及雲端需求。
Google / Gemini 3.8 Flash	2026 年 9 月 2 日	變體擴展	參數數量未有披露；文本、圖像、音訊及影片；1M 上下文。	具競爭力的推廣定價與廣泛的分銷。
Anthropic / Fable 5.1. Mythos 5.1	2026 年 9 月 1 日	部署 / 安全更新	參數未有公開披露。 Mythos 的存取權限僅限於經審查的用途。	存取策略既區分不同產品，亦區分模型能力。
騰訊 / Hy4 前瞻	2026 年 8 月 28 日	新一代預覽	7,700 億 / 490 億活躍主幹；門控 DSA、IndexCache 及 iHC。	服務效率與企業及消費者分銷相輔相成。
智譜 AI / GLM-5.3；5.3 Flash	2026 年 8 月 14 日	模型更新 / 變體擴展	5.3：HF 工件 7,530 億，MoE/DSA；活躍數量未重述。 Flash：總計 3,200 億 / 激活 180 億；混合稀疏 / 線性注意力，mHC。	旗艦產品的優化以及獨特的低成本服務模式。
月之暗面 / Kimi K3	2026 年 7 月 17 日	新一代	2.8 萬億 / 1,040 億激活；KDA 及門控 MLA；原生低精度訓練。	龐大的活躍網絡鎖定要求嚴苛的編程與代理任務。
字節跳動 / Seed2.1	2026 年 6 月 23 日	模型更新 / 變體擴展	參數數量未予披露；採用多模態架構，支援長上下文推理、編程及工具使用。	支援生產力智能體，以及透過火山引擎與字節跳動產品進行企業 / API 分發。
月之暗面 / M3	2026 年 6 月 1 日	新一代	約 4,280 億 / 230 億激活；MiniMax 稀疏注意力機制；文字、圖像、影片；100 萬上下文。	長上下文推論服務，加上更廣泛的媒體產品組合。
百度 / 文心大模型 5.1	2026 年 5 月 9 日	模型更新	官方重點：異步強化學習與智能體後訓練。此處尚未確定目前確切規模。	應監察採用情況及「千帆」轉化率，而非單純關注發布節奏。

來源：各相關公司、大華繼顯

前沿大型語言模型 API 定價比較

模型	輸入（美元 / 100 萬個代幣）	快取讀取輸入（美元 / 每百萬個代幣）	輸出（美元 / 每百萬個代幣）
GPT-6 Astra	10.0	1.0	50.0
Claude Fable 5.1	10.0	0.25	50.0
月之暗面 K3	3.0	0.3	15.0
Qwen3.8-Max-0902	2.0	0.25	6.0
GLM-5.3	1.4	0.26	4.4
Gemini 3.8 Flash	0.75	0.075	3.75
騰訊 Hy4 預覽	0.834	0.042	2.501
月之暗面 M3, >512K	0.6	0.12	2.4
月之暗面 M3, ≤512K	0.3	0.06	1.2
DeepSeek V4 Pro（高峰）	1.32	0.044	3.96
DeepSeek V4.1 Flash（高峰）	0.3	0.006	1.2

來源：各相關公司、大華繼顯

精選中國大型語言模型——Flash 版：模型配置、定價及應用場景

	阿里巴巴	智譜 AI	DeepSeek	DeepSeek
模型	Qwen3.8-Flash	GLM-5.3 Flash	V4-Flash（高峰）	V4.1-Flash（高峰）
發布日期	2026 年 8 月	2026 年 8 月	2026 年 7 月	2026 年 9 月
許可證	Qwen 社區許可協議 1.0	MIT 許可證	MIT 許可證	MIT 許可證
總參數（十億）	125	320	284	552
激活參數（十億）	6	18	13	—
預填	—	—	—	8
解碼	—	—	—	16
上下文視窗（K）	1,000	1,000	1,000	1,000
API 價格（人民幣/100 萬個代幣）				
輸入（未快取）	0.8	0.8	3.0	2.0
輸入（快取讀取）	0.1	0.23	0.1	0.04
輸出	2.7	2.8	9.0	8.0
AA 智能指數（v4.3）	40	42	35	40
目標工作量	高流量代理、編程及協同工作	多模態編程、長遠規劃智能體與專業工作	低成本推理與代理編程	高吞吐量多模態代理及編程

來源：各相關公司、大華繼顯

估值 / 投資評級

- **智譜 AI (2513 HK)**。維持「買入」評級，下調目標價至港幣 1,400 元。自建數據中心應能加強對成本及算力的控制，同時減少對外部雲端服務供應商的依賴；而計劃中具萬億級參數的模型，則可能有助縮小與全球前沿模型的能力差距。
- **月之暗面(100 HK)**。維持「買入」評級，目標價為港幣 470 元。海外市場的更廣泛採用應有助支援生態系統擴展與商業化變現，而其原生多模態能力及計劃推出的萬億參數模型，則可能進一步強化模型能力與競爭地位。
- **阿里巴巴 (9988 HK)**。維持「買入」評級，目標價為港幣 188 元。其全棧人工智能能力涵蓋數據中心、雲端基礎設施及模型，使其能更好地控制算力與成本；同時，其模型組合兼顧前沿性能與具成本效益的部署。螞蟻集團對可信智能體基礎設施的專注，可能進一步擴大安全智能體在金融及企業應用場景中的採用。

行業催化劑 / 風險

- 催化因素：a) 前沿模型應用普及與變現步伐加快；b) 國內算力限制有所緩解；以及 c) 模型 / 推理效率提升，並在海外市場獲得更廣泛應用。
- 風險包括：a) 配售 / 可換股債券攤薄效應、b) 新人工智能 (AI) IPO 對板塊資金的流動性分流、c) 融資強度提高、d) 模型定價競爭加劇，以及 e) 監管 / 地緣政治限制收緊。

寧德時代 (300750 CH)

恐慌情緒過度；撈底機會浮現

重點

- 寧德時代的裝機量增長繼續跑贏市場。訂單流保持強勁，且產能利用率直至年底維持緊張。
- 匈牙利廠房的投產時間推遲至至少 2027 年第 1 季度，但其他廠房可彌補缺口。收購重慶工廠增加了 18GWh 的產能，節省了建設時間，並將寧德時代（CATL）的業務覆蓋範圍拓展至中國西南地區。
- 鑑於寧德時代在技術、可靠性及品牌價值方面擁有護城河，市場對原始設備製造商（OEM）將轉向其他供應商的擔憂實屬毫無根據。維持「買入」評級，並維持 A 股 / H 股目標價於人民幣 585 元 / 港幣 675 元不變。估值處於 12.3 倍 2027 年預測市盈率，具吸引力。

分析

- 裝機量持續超越市場增長。** 根據 SNE Research 數據，寧德時代（CATL）於 2026 年首 7 個月的全球裝機供應量達 289.6GWh，按年增長 26.6%，跑贏市場 20.4% 的按年增幅，帶動其市佔率按年上升 1.9 個百分點至 39.9%。在儲能電池強勁需求的帶動下，訂單流保持強勁，且產能利用率直至年底持續緊張。
- 產能正全速運轉。** 寧德時代的電池產能在 2026 年上半年達到 525GWh，年化產能 1,050GWh 已達成 2026 年目標，且產能利用率為 94.9%。截至 6 月 30 日，另有 764GWh 正在建設中，其中大部分預計將在兩年內投入營運。在該使用率水平下，在新產能到位之前幾乎沒有任何緩衝空間。
- 匈牙利廠房的投產時間延遲至 2027 年第 1 季度。** 在 9 名員工的錄讀數顯示偏高後，匈牙利監管機構於 8 月 25 日叫停了激光切割、卷繞及電芯烘烤車間的作業，並於 8 月 31 日確認暫停運作；調試工作可繼續進行，但不得生產任何電芯。第一期（總設計產能 100GWh 中的 40GWh）的投產很可能會推遲至至少 2027 年第 1 季度，這使我們 2026 年的產量減少 8 至 12GWh（即 0.8% 至 1.2%），而且平治（Mercedes-Benz）VLE 的供應已轉移至中國。於 5 月投產的 5 吉瓦時（GWh）模組工廠與德國阿恩施塔特（Arnstadt）工廠均維持運作；寧德時代（CATL）在全球擁有 15 個生產基地，可彌補有關缺口。
- 重慶的收購項目爭取到了三年的建設時間。** 2026 年 9 月 3 日，寧德時代聯同極氬上海收購了重慶曜寧新能源的股權。該目標公司由吉利全資持有，現正於涪陵興建一座電芯及電池包工廠，投資額約為人民幣 85 億元，產能規模由 12GWh 擴大至 18GWh；該項目已於 6 月封頂，預計將於 2026 年 12 月竣工。因此，在新增電池產能難以獲批的情況下，寧德時代（CATL）省去了用地審批和建設環節，並填補了其在西南地區的最後一塊空白。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	362,013	423,702	639,243	795,789	944,352
息稅折舊攤銷前利潤	88,610	108,056	137,463	168,036	198,168
經營利潤	63,672	81,120	108,633	137,006	164,938
純利（報告 / 實際）	50,744	72,201	93,637	117,643	141,875
純利（經調整）	44,993	64,508	83,659	105,107	126,757
每股收益（分）	1,156.6	1,582.0	2,051.7	2,577.7	3,108.7
市盈率（倍）	27.4	20.0	15.4	12.3	10.2
市賬率（倍）	5.6	4.3	3.7	3.1	2.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	6.6	5.6	4.7	4.8	4.5
股息收益率（%）	1.4	2.5	3.2	4.1	4.9
純利率（%）	12.4	15.2	13.1	13.2	13.4
債務／（現金）淨額與權益	(67.9)	(64.3)	(68.9)	(93.5)	(97.6)
利息保障倍數（倍）	(15.4)	(10.2)	(13.5)	(11.7)	(10.3)
股本回報率（%）	20.2	22.1	22.9	24.4	25.0
市場預期純利	-	-	95,894	119,341	143,213
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.98	0.99	0.99

資料來源：寧德時代、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

買入（維持）

股價	人民幣 316.36 元
目標價	人民幣 585 元
上升空間	84.9%

股票數據

行業	工業
股份代號	300750 CH
已發行股份（百萬股）	4,564
市值（人民幣百萬元）	1,443,805
市值（百萬美元）	209,247
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	1,732

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 468.75 元 / 港幣 316 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(19.7)	(20.5)	(19.4)	(9.8)	(12.9)	

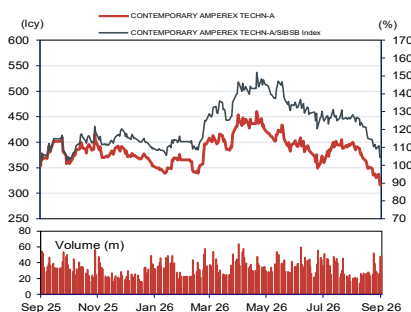
主要股東（%）

曾毓群（瑞庭投資）	23.32
黃世霖	10.60

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（人民幣）	74.0
2026 財年每股淨現金（人民幣）	59.5

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

寧德時代（Contemporary Amperex Technology，簡稱 CATL）是一家中國電池製造商兼科技公司，專門製造用於電動車和儲能系統的鋰離子電池，以及電池管理系統。

- **Tectrans II 將重型卡車的續航里程提升 25%。** 寧德時代於 2026 年 9 月 14 日在漢諾威推出天行 II (Tectrans II)：重卡版本的續航里程達 1,000 公里，較 2024 年平台提升 25%；採用兆瓦級充電，可在 25 分鐘內充至 80%；額定壽命為 12 年或 150 萬公里；往返效率達 96%，高於行業水平 3 個百分點。於 7 月推出的輕型商用 8C 電芯可在 6 分 48 秒內達到 80%。
- **這場拋售反映了不會發生的市佔率損失。** 理想汽車於 2026 年 9 月 4 日向欣旺達動力注資人民幣 26.5 億元以取得 11.17% 股權，並於 2026 年 9 月 7 日表示其自研電芯現已為 L8、L6 及 i8 供電，隨後將應用於 MEGA 及 i9；小米則指定中創新航及欣旺達為其龍骨 (Longgu) 電池包供應商。同樣的擔憂在 2023 年底達到頂峰，當時市場預期寧德時代將失去三分之一的市場份額；然而事實並非如此。三大護城河依然穩固。
 - **技術。** 寧德時代 2025 年的研發費用達人民幣 221 億元，一項為期一個月的計劃於 2026 年 9 月 10 日首次開放 21C 創新實驗室，且旗下全部 20 間工廠均取得歐洲招標所需的 ISO 14068-1 認證。
 - **可靠性。** 廣汽埃安曾將部分車型轉用中創新航 (CALB) 的電池，後因投訴增加而轉回原供應商；此外，欣旺達向吉利支付了人民幣 6.08 億元，以就電池品質索償達成和解。
 - **品牌。** 旗艦車型地位不變：理想汽車的 MEGA 及 i9 依然採用寧德時代的 5C 電芯，小米的高端 SU7 亦同樣採用。購車者偏好寧德時代 (CATL) 的電池多於其他品牌。

部分邊緣車企正試圖將定價壓力轉嫁給電池製造商：汽車行業 2026 年首七個月的純利率為 3.6%，創十年新低；15 家上市車企在 2026 年上半年盈利人民幣 210 億元，按年下跌 40%；而寧德時代一家便賺取了人民幣 433 億元。自 2026 年 9 月 1 日起徵收、並於 2027 年 9 月升至 4% 的 2% 電池消費稅，為他們帶來了一項可向上游轉嫁的新成本，但我們預期他們會失敗，因為寧德時代 (CATL) 競爭依靠的是品質，而非價格。

- **股份回購計劃提振信心。** 寧德時代於 2026 年 9 月 11 日以每股人民幣 330.15-331.61 元購入首批 604,293 股，斥資人民幣 2 億元，啟動為期 12 個月且將註銷股份的人民幣 200-400 億元回購授權。若用盡全額，將註銷 6,040 萬至 1.209 億股，相當於股本的 1.31% 至 2.61%。
- **維持我們對 2026 至 2028 年電池銷量的預測分別為 1,000GWh / 1,230GWh / 1,450GWh (三年複合年均增長率為 30%)，其中包括動力電池的 730GWh / 880GWh / 1,000GWh，以及儲能電池的 270GWh / 350GWh / 450GWh。** 相比之下，該公司的目標為銷量增長 20% 至 30%。
- **單位利潤受到價格與成本聯動機制的保障。** 碳酸鋰價格波動會傳導至電池價格，而新稅項則由買家承擔，因此兩者均不會影響單位利潤。因此，我們維持 2026 年至 2028 年每吉瓦時純利分別為人民幣 9,360 萬元、9,560 萬元及 9,780 萬元的假設。

盈利預測調整 / 風險

- **維持 2026 至 2028 年純利於人民幣 936.4 億元 / 人民幣 1,176.4 億元 / 人民幣 1,418.75 億元。**
- **風險：**匈牙利工廠投產延遲時間超出預期，以及碳酸鋰價格漲幅超過成本轉嫁幅度。

估值 / 投資評級

- **維持「買入」評級，並將 A 股 / H 股目標價分別維持在人民幣 585 元 / 港幣 675 元，相當於 23 倍 2027 年預測市盈率，與歷史平均水平持平。**
- **估值相較於增長並不高。** 按人民幣 316.36 元計算，該股目前的交易估值為 12.3 倍 2027 年預測市盈率，低於我們 23 倍的目標估值，而其 2026 年股本回報率約為 23%，2026 至 2028 年的純利複合年增長率約為 25%。

股價催化劑

- 2026 年第 3 季度業績將於 2026 年 10 月下旬公佈，以及進一步執行股份回購。

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	423,702	639,243	795,789	944,352
息稅折舊攤銷前利潤	108,056	137,463	168,036	198,168
折舊及攤銷	(26,937)	(28,830)	(31,030)	(33,230)
息稅前利潤	8,660	4,000	4,000	4,000
總其他非經營收入 /（開支）	8	-	-	-
聯營公司貢獻	7,353	8,000	8,000	8,000
淨利息收入 /（支出）	7,940	8,059	11,666	16,019
除稅前溢利	89,527	119,797	150,510	181,513
稅項	(12,740)	(18,569)	(23,329)	(28,134)
少數股東權益	(4,585)	(7,592)	(9,539)	(11,503)
純利	72,201	93,637	117,643	141,875
純利（經調整）	64,508	83,659	105,107	126,757

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
經營	133,220	145,077	260,668	205,019
除稅前溢利	76,786	101,229	127,181	153,378
稅項	(12,740)	(18,569)	(23,329)	(28,134)
折舊及攤銷	26,937	28,830	31,030	33,230
聯營公司	(7,353)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
營運資金變動	33,216	27,077	118,123	38,430
非現金項目	16,374	14,510	15,663	16,115
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(94,476)	(50,045)	(46,438)	(42,085)
資本支出（增長）	(42,345)	(61,960)	(61,960)	(61,960)
投資	57,534	-	-	-
其他	(109,665)	11,915	15,522	19,875
融資	(6,310)	(39,952)	(50,674)	(62,677)
支付股息	(34,923)	(39,952)	(50,674)	(62,677)
借款所得款項	39,790	60,000	60,000	60,000
償還貸款	(51,702)	(60,000)	(60,000)	(60,000)
其他 / 已付利息	40,525	-	-	-
現金流入（流出）淨額	29,770	55,080	163,556	100,257
年初現金及現金等價物	270,160	299,930	355,009	518,565
外匯影響產生的變動	(2,665)	-	-	-
年末現金及現金等價物	299,930	355,009	518,565	618,822

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	146,401	167,901	187,401	204,901
其他長期資產	189,945	205,575	221,005	236,235
現金 / 短期投資	299,930	355,009	518,565	618,822
其他流動資產	338,552	432,580	415,516	472,203
資產總額	974,828	1,161,066	1,342,487	1,532,161
短期債務	12,935	12,935	12,935	12,935
其他流動負債	386,690	507,796	608,854	703,971
長期債務	78,235	78,235	78,235	78,235
其他長期負債	125,940	125,940	125,940	125,940
股東權益	337,108	394,648	465,473	548,526
少數股東權益	33,919	41,511	51,049	62,553
負債及權益總額	974,828	1,161,066	1,342,487	1,532,161

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	25.5	21.5	21.1	21.0
稅前利潤率	20.6	17.2	17.2	17.4
純利率	15.2	13.1	13.2	13.4
資產回報率	7.3	7.8	8.4	8.8
股本回報率	22.1	22.9	24.4	25.0
增長				
營業額	17.0	50.9	24.5	18.7
息稅折舊攤銷前利潤	21.9	27.2	22.2	17.9
除稅前溢利	41.7	33.8	25.6	20.6
純利	42.3	29.7	25.6	20.6
純利（經調整）	43.4	29.7	25.6	20.6
每股收益	36.8	29.7	25.6	20.6
槓桿比率				
債務佔總資本比率	12.0	10.1	8.7	7.6
債務權益比率	34.7	29.6	25.1	21.3
債務 /（現金）淨額與權益	34.7	29.6	25.1	21.3
利息保障倍數（倍）	(10.2)	(13.5)	(11.7)	(10.3)

匯量科技 (1860 HK)

快速增長的全球人工智能驅動廣告科技平台

重點

- **Mobvista** 是一家快速增長的人工智能驅動廣告技術平台，致力連繫廣告商與發布商。由於第三方平台從頂級媒體及廣告平台手中奪取市場份額，其於2021至2025年間的收入四年複合年增長率錄得28%。
- 其於2026年10月推出全新的AI基礎設施，應會大幅提升其模型能力，而初步測試顯示整體效率提升接近100倍。
- 董事會批准了一項最高達港幣3億元的公開市場股份回購新計劃（上限為其已發行股份的10%），並以截至2026年6月底其達美金1.78億元的強勁淨現金狀況作後盾。根據彭博市場預測，Mobvista的交易價格相當於22.7倍2026年預測市盈率及13.4倍2027年預測市盈率。

分析

- **Mintegral: 快速增長的人工智能驅動廣告技術平台。** Mintegral 將廣告主與發布商聯繫起來，兩者主要均為中長尾市場的遊戲應用程式開發商。自2023年以來，其已將智能競價從淺層事件（例如安裝）拓展至基於安裝後用戶行為的深層事件。於2026年上半年，智能競價解決方案佔Mintegral收入逾90%。
- **第三方平台從Google及Meta獲取市佔率。** 在過去五年間，遊戲廣告商將預算由主要媒體及廣告平台轉移，原因在於：(a) Apple的私隱政策（IDFA）變更於2021年限制了用戶層面的跨應用程式追蹤；(b)廣告商開始分享第一方數據，並按廣告支出回報率而非安裝量來評估推廣活動；以及(c)廣告競價由過往的每千次展示有效成本排名轉向基於價值的動態競價。因此，競爭變得更加以效果為導向，使AppLovin、Unity及Mintegral等專注於遊戲的第三方平台能夠憑藉模型能力贏得市場份額。

主要財務資料

截至12月31日止年度（百萬美元）	2021	2022	2023	2024	2025
淨營業額	755	894	1,054	1,508	2,047
息稅折舊攤銷前利潤	17	64	102	110	176
經營利潤	(12)	2	30	38	103
純利	(25)	15	22	16	62
純利（經調整）	(4)	10	19	49	95
每股收益（美仙）	(1.59)	0.97	1.42	1.04	4.03
市盈率（倍）	不適用	131.5	89.8	122.7	31.7
市賬率（倍）	6.3	8.3	7.7	9.3	6.9
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	23.2	28.7	19.7	17.9	11.2
股息收益率（%）	-	-	-	-	-
純利率（%）	(3.3)	1.1	1.8	0.9	3.0
淨債項對權益比率（%）	(20.3)	(9.3)	(9.3)	(20.2)	(4.2)
利息保障倍數（倍）	不適用	0.4	4.1	5.1	24.4
股本回報率（%）	(7.4)	6.4	8.7	7.3	21.3

資料來源：Mobvista, 大華繼顯

分析員

卓穎姿

gigi.cheuk@uobkh.com
+852 2236 6794

劉善淇

kate.luang@uobkh.com
+852 2826 4837

未予評級

股價	港幣 10.70 元
目標價	不適用
上升空間	不適用

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	1860 HK
已發行股份（百萬股）	1,703
市值（人民幣百萬元）	18,220
市值（百萬美元）	2,369
3個月平均每日成交額（百萬美元）	21.2

價格表現（%）

52週最高 / 最低	港幣 21.62 元 / 港幣 9.52 元				
1個月	3個月	6個月	1年	年初至今	
(6.1)	(23.5)	(36.6)	(35.7)	(30.0)	

主要股東（%）

Seamless Technology Ltd	19.88
-------------------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（美元）	0.17
2026 財年每股淨現金（美元）	(0.06)

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

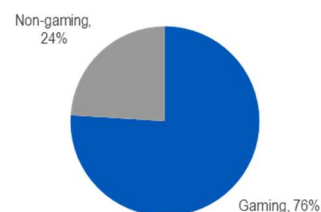
Mobvista Inc. 是一家全球廣告及營銷技術公司。其核心平台 Mintegral 是一個由人工智能驅動的程式化廣告平台，致力於為廣告主大規模連繫流動用戶。

- 將於 2026 年 10 月推出其全新人工智能基礎架構。與現有基於 CPU 的平台相比，新平台採用 GPU 進行訓練和推理，可支援相當於目前 2 至 3 倍的業務量，並在納入更複雜特徵（例如時間序列數據）的同時運行更先進的模型。初步測試顯示整體效率提升近 100 倍，且 A/B 測試結果更為理想。管理層認為是次升級對於提高未來的抽成率，以及推動收入與利潤實現下一階段的增長至關重要，同時亦能縮小與 AppLovin 等同業在模型能力上的差距。由於 GPU 開支增加，加上新舊平台同時並行運作，該過渡過程的成本高昂。管理層預期研發費用率將於 2027 年下半年回落至約 9% 的正常化水平，而運算成本比率在中長期將趨向約 5%。
- 順應轉向混合變現模式的趨勢。管理層預期業務將轉向混合變現模式。在此模式下，超休閒及休閒遊戲因廣告疲勞、產品同質化以及廣告收入受限，正陸續加入應用程式內購買（IAP）；而 IAP 遊戲則正加入應用程式內廣告（IAA），以將規模龐大得多的非付費用戶群轉化為收益。2026 年上半年，混合休閒遊戲的應用程式內購買（IAP）收入按年增長 23%，表現優於錄得持平至下跌 1% 至 2% 的全球手機遊戲 IAP 收入。該公司預計，其升級後的模型能力將增強其中度及重度遊戲中的競爭力，此類遊戲的用戶終身價值（LTV）和每付費用戶平均收入（ARPPU）均較高。
- 電子商務是潛在的長期增長動力。儘管 Mobvista 仍然專注於遊戲業務，但該公司視電子商務為最具前景的非遊戲垂直領域，該領域的估計潛在市場規模為遊戲的 3 至 5 倍，且其用戶畫像與其休閒及混合型遊戲受眾相似。然而，支付、交付、退貨、產品不匹配以及歸因問題，令轉化鏈及模型訓練變得更為複雜。管理層認為，AppLovin 近數個季度的強勁增長（2026 年第 2 季度較 2025 年第 4 季度的傳統旺季增長 28%）有助印證該機遇，儘管 Mintegral 仍處於小規模測試和觀察階段。
- 透過股份回購向股東返還資本。於 2026 年 7 月 17 日，董事會批准了一項新的股份購回計劃，動用最多港幣 3 億元在公開市場購回最多 10% 的已發行股份（或 1.622 億股股份）。自 2026 年 8 月以來，Mobvista 已回購約 7 百萬股股份，佔已發行股份的 0.4%。該公司維持充裕的淨現金達美金 1.78 億元，且無任何銀行借貸。

估值 / 投資評級

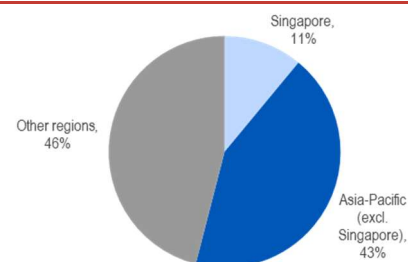
- 根據彭博市場預測，Mobvista 的交易價格相當於 22.7 倍 2026 年預測 市盈率 及 13.4 倍 2027 年預測 市盈率。

按類別劃分的收益（2026 年上半年）



資料來源：Mobvista，大華繼顯

按地區劃分的收入（2026 年上半年）



資料來源：Mobvista，大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（百萬美元）	2022	2023	2024	2025
淨營業額	894	1,054	1,508	2,047
息稅折舊攤銷前利潤	64	102	110	176
折舊及攤銷	(62)	(73)	(72)	(73)
息稅前利潤	2	30	38	103
總其他非經營收入	14	2	(13)	(19)
淨利息收入／（支出）	(5)	(7)	(7)	(4)
除稅前溢利	11	25	17	79
稅項	(1)	(6)	(4)	(17)
少數股東權益	5	3	2	-
純利	15	22	16	62
純利 （經調整）	10	19	49	95

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（百萬美元）	2022	2023	2024	2025
經營	98	108	285	214
除稅前溢利	11	25	17	79
稅項	(1)	1	(1)	(12)
折舊及攤銷	62	73	72	73
營運資金變動	66	(2)	146	32
其他營運現金流量	(40)	12	50	42
投資	(100)	(75)	(81)	(85)
資本支出（增長）	(80)	(78)	(65)	(54)
其他	(19)	2	(16)	(30)
融資	(54)	5	(186)	(181)
支付股息	-	-	-	-
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	220	61	90	32
償還貸款	(240)	(33)	(209)	(208)
其他／已付利息	(34)	(22)	(66)	(5)
現金流入（流出）淨額	(56)	38	18	(51)
年初現金及現金等價物	160	104	142	160
外匯影響產生的變動	(1)	-	-	-
年末現金及現金等價物	104	142	160	109

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（百萬美元）	2022	2023	2024	2025
固定資產	12	15	11	11
其他長期資產	275	276	300	311
現金／短期投資	142	191	194	186
其他流動資產	174	210	310	376
資產總額	602	692	815	884
短期債務	51	54	123	111
其他流動負債	261	303	458	466
長期債務	37	74	5	6
其他長期負債	6	2	6	4
股東權益	235	250	215	289
少數股東權益	13	9	7	7
負債及權益總額	602	692	815	884

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2022	2023	2024	2025
盈利能力				
毛利率	19.8	20.6	21.0	21.2
稅前利潤率	1.2	2.3	1.2	3.9
純利率	1.1	1.8	0.9	3.0
資產回報率	1.7	2.7	1.7	7.0
股本回報率	6.4	8.7	7.3	21.3
增長				
營業額	18.4	17.9	43.0	35.7
息稅折舊攤銷前利潤	282.2	60.5	7.6	59.6
除稅前溢利	不適用	120.1	(28.7)	351.8
純利	不適用	82.4	(25.7)	346.2
純利 （經調整）	不適用	97.1	158.1	93.5
每股收益	不適用	46.4	(26.8)	287.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	26.1	33.0	36.5	28.3
債務權益比率	35.3	49.3	57.6	39.4
債務／（現金）淨額與權益	(9.3)	(9.3)	(20.2)	(4.2)
利息保障倍數	0.4	4.1	5.1	24.4

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

國泰航空 (0293 HK)

最後價格:	港幣 13.93 元
支撐位:	港幣 13.15 元/港幣 12.59 元
阻力位:	港幣 14.51 元/港幣 14.65 元

技術分析:

价格行为在回踩试探其缺口阻力区域时遭遇了严厉的结构压制，验证了该阻力防御的有效性，并将这一价格空洞的下沿确立为坚固的上方供给天花板。对填补缺口尝试的持续拒绝，展现出卖方的积极防御，并确认了完整的下行结构框架。技术动能强力印证了这一看跌格局：RSI 指标在 50 中轴线下方持续向下倾斜，信号显示卖方控制力不断扩大，趋势运行速度持续加速。只要反弹回踩持续受制于这一上方缺口阻力锚点，最小阻力路径将高度倾斜于维持震荡下行轨迹，驱动价格向下方核心支撑目标拓展。

平均時限：約兩週。



信和置業 (0083 HK)

最後價格:	港幣 9.845 元
支撐位:	港幣 9.13 元/港幣 7.96 元
阻力位:	港幣 10.47 元/港幣 10.66 元

技術分析:

价格行为完成了高确定性的结构性破位，强力贯穿了先前约束价格发现近三个月的清晰横盘盘整区间。这一对多月平衡区域的决绝破位，宣告了历史吸筹基底的失效，并确认了典型的结构性极性反转，将多月交易区间的下沿支撑转化为坚固的上方供给天花板。技术动能强力印证了这一结构转换：RSI 指标已决绝转向看跌并向超卖边界加速下行，展现出卖方动能的不断扩张与趋势运行速度的提升。只要反弹回踩持续受制于这一新转换的盘整支撑转阻力区域，最小阻力路径将高度倾斜于维持震荡下行脉冲波段，驱动价格向更深层的核心支撑目标拓展。

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."