



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)	53062.0	0.6	(0.8)	1.1	10.4
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7666.6	0.5	(0.1)	2.4	12.0
富時 100 指數(FTSE 100)	10756.5	(0.3)	(1.2)	(1.0)	8.3
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9160.3	(1.1)	(1.9)	(0.2)	1.6
滬深 300 指數(CSI 300)	4548.0	(1.4)	(0.9)	0.1	(1.8)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5744.1	0.6	0.4	2.3	23.6
恒生中國企業指數(HSCEI)	8450.1	(0.1)	(1.0)	(2.3)	(5.2)
恒生指數(HSI)	25311.2	(0.1)	(1.3)	(2.2)	(1.2)
雅加達綜合指數(JCI)	6595.8	(0.1)	3.0	5.8	(23.7)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1708.7	0.5	(1.6)	(1.0)	1.7
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6562.7	(4.0)	(3.6)	4.9	55.7
日經 225 指數(Nikkei 225)	64325.6	(2.9)	(2.9)	0.9	27.8
泰國證券交易所指數(SET)	1575.1	(0.9)	(1.7)	(2.9)	25.0
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46164.7	(1.7)	0.7	6.4	59.4
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3331	5.5	13.8	21.9	77.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4662	1.2	0.3	3.6	18.5
布蘭特原油(美元/桶)	96	1.0	8.9	6.1	57.2

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
潘夢遙就大中華互聯網行業進行的分析師推介	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
潘夢遙就大中華互聯網行業進行的分析師推介	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日
第 17 屆亞洲精選研討會 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	臺北	9 月 22 日	9 月 23 日
潘夢遙就大中華互聯網行業進行的分析師推介	新加坡	9 月 7 日	9 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 RatingDog 中國綜合採購經理指數	中國	9 月 3 日
8 月 RatingDog 中國服務業 PMI	中國	9 月 3 日
8 月標普全球香港採購經理指數	香港	9 月 3 日
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 月貿易差額、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 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 至 17 日

焦點新聞

策略 | 阿爾法首選股：9 月確信之選

第 2 頁→

- 中國股市於 8 月整固，恒生指數及 MSCI 中國指數按月分別下跌 1.2% 及 0.4%。我們維持對 TMT 及資訊科技硬件板塊的正面看法，並將大族激光、信達生物、北方華創和騰訊納入我們的「買入」名單。我們對百濟神州進行獲利了結，並對億緯鋰能、禾賽及攜程集團進行止蝕。

行業更新 | 互聯網

第 8 頁→

- 人工智能 / 人工智能雲業務在 2026 年第 2 季度仍為亮點，阿里巴巴及百度在人工智能雲業務的收入按年增長分別達 45% 及 50%，而騰訊在人工智能需求帶動下亦錄得穩健的雲業務增長。然而，激增的資本支出以及阿里巴巴規模達港幣 800 億元（美金 103 億元）的配股，將人工智能的討論焦點從項目回報轉移至融資期限與資本結構。投資週期正對近期自由現金流（FCF）構成壓力，但隨着時間推移，使用率提升、專利晶片以及利潤率較高的人工智能服務應會改善算力經濟效益。維持「與大市一致」評級。首選「買入」股：阿里巴巴。

技術分析

小米 | 1810 HK

第 11 頁→

- 支持位：港幣 26.38 元/港幣 25.22 元
- 阻力位：港幣 32.4 元 / 港幣 35.64 元

中信 | 267 HK

第 11 頁→

- 支持位：港幣 12.66 元/港幣 12.43 元
- 阻力位：港幣 14.94 元 / 港幣 16.28 元

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師的基本面研究觀點。因此，我們可能不時會提出與我們基本面「買入 / 持有 / 沽出」評級相反的技術分析建議。

阿爾法首選股：9 月確信之選

重點摘要

- 中國股市於 8 月整固，恒生指數及 MSCI 中國指數按月分別微跌 1.2% 及 0.4%，守住 7 月的大部分升幅。
- 我們預計國家主席習近平於 9 月 24 日訪問美國不會帶來重大催化劑。從基本面向來，我們對科技、媒體及電訊（TMT）以及資訊科技硬件維持正面看法。
- 我們將大族激光、信達生物、北方華創及騰訊納入「買入」名單。對百濟神州獲利了結，並對億緯鋰能、禾賽及攜程集團止蝕。

最新資料

- 中國股市於 8 月整固，恒生指數及 MSCI 中國指數按月分別微跌 1.2% 及 0.4%，守住 7 月份的大部分升幅。我們的「阿爾法首選股」跑贏指數，主要由獲「買入」評級的高偉電子（1415 HK）帶動，其於月內按月上漲 23.9%，其次為按月上漲 14.4% 的富士康工業互聯網（601138 CH）。
- 於 9 月看好 TMT 及資訊科技硬件。我們預期國家主席習近平於 9 月 24 日訪問美國不會帶來重大催化劑。在國內政策方面，我們預期政府將維持其既定立場，即加快落實執行各項措施，而非推出大規模刺激措施。我們看好受惠於與人工智能相關的資本支出，以及半導體和先進製造設備本地化的公司。
- 我們將大族激光（002008 CH）、信達生物（1801 HK）、北方華創（002371 CH）及騰訊（700 HK）納入我們的「買入」名單。我們對百濟神州（6160 HK）獲利了結，並對億緯鋰能（300014 CH）、禾賽（2525 HK）及攜程集團（9961 HK）止蝕。

行動

- 將大族激光（002008 CH）納入我們的「買入」名單，鑑於蘋果 3DP 訂單分配已獲確認，且隨著客戶廠房竣工，國內 AI PCB 設備訂單有所增加。
- 將信達生物（1801 HK）列入我們的「買入」名單，原因在於其強勁的收入及盈利增長、研發進展順利且持續推出新產品，以及進一步拓展全球合作夥伴關係。
- 鑑於中國半導體供應鏈取得突破，以及中美出口政策有所變動，將北方華創（002371 CH）納入我們的「買入」名單。
- 將騰訊（700 HK）納入我們的「買入」名單，受惠於人工智能帶動的收入與效率提升、微信視頻號廣告增長更為強勁、遊戲版號獲批，以及混元生態圈的拓展。
- 對百濟神州（6160 HK）獲利了結。
- 對億緯鋰能（300014 CH）、禾賽（2525 HK）及攜程集團（9961 HK）進行止蝕。
- 維持阿里巴巴（9988 HK）、ASMPT（522 HK）、比亞迪（1211 HK）、高偉電子（1415 HK）、富士康工業互聯網（601138 CH）、網易（9999 HK）及雙環傳動（002472 CH）的「買入」評級。

分析員

大中華區研究團隊

researchhk@uobkayhian.com.hk
+852 2236 6799

主要建議

公司	股票代號	評級	股價（當地貨幣）	目標價（當地貨幣）
阿里巴巴	9988 HK	買入	109.90	188.00
ASMPT	522 HK	買入	157.40	211.00
比亞迪	1211 HK	買入	85.25	150.00
高偉電子	1415 HK	買入	24.66	48.00
富士康工業互聯網	601138 CH	買入	61.80	89.50
大族激光	002008 CH	買入	93.39	153.20
信達生物	1801 HK	買入	101.80	132.00
北方華創	002371 CH	買入	667.00	930.00
網易	9999 HK	買入	186.80	252.00
雙環傳動	002472 CH	買入	34.95	50.00
騰訊	700 HK	買入	438.20	608.00

資料來源：彭博

股價變動

公司	股票代號	評級	2026 年 8 月 (%)	迄今* (%)
阿里巴巴	9988 HK	買入	-2.4	-32.5
ASMPT	522 HK	買入	8.4	8.4
百濟神州	6160 HK	買入	11.0	5.2
比亞迪	1211 HK	買入	-7.4	20.4
高偉電子	1415 HK	買入	23.9	-10.0
億緯鋰能	300014 CH	買入	-2.8	-2.8
富士康工業互聯網	601138 CH	買入	14.4	14.4
禾賽	2525 HK	買入	-2.6	-2.6
網易	9999 HK	買入	-7.4	-0.9
雙環傳動	002472 CH	買入	-7.6	-9.6
攜程集團	9961 HK	買入	-2.0	-2.0

*自股份獲選為阿爾法首選股股以來之股價變動

資料來源：彭博

投資組合回報

(%)	2025 年第 3 季度	2025 年第 4 季度	2025 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度
恒指回報	11.6	-4.6	27.8	-3.3	-7.7
阿爾法首選股回報					
-價格加權	24.3	-3.8	23.0	-6.0	4.0
-市值加權	29.0	-1.6	33.9	-8.7	-0.1
-等權重	17.2	-2.2	24.5	-1.2	3.4

該 3 種方法的假設：

- 價格加權：假設每隻股份的股數相同，股價較高者所佔的比重將會較高。
- 市值加權：比重以成立日的市值為基準，市值愈高，比重愈高。
- 等權重：假設每隻股份的投資金額相同，則每隻股份的權重亦相同。

來源：大華繼顯

分析員阿爾法首選股之估值

公司	股票代號	評級	價格	目標	目標價上	最新 年結	市盈率			收益率	股本回報率	市值	價格 / 每股資產 淨值
			2026 年 9 月 2 日	價格	升空間		2025	2026 年預 測	2027 年 預測	2026 年 預測	2026 年預測		
			(當地貨幣)	(當地 貨幣)	(%)		(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(百萬當 地貨幣)	(倍)
阿里巴巴	9988 HK	買入	109.90	188.00	71.1	2026 年 3 月	19.3	18.5	13.1	1.0	8.0	2,185,360	1.6
ASMPT	522 HK	買入	157.40	211.00	34.1	2025 年 12 月	60.4	37.8	27.4	1.3	9.9	65,551	4.4
比亞迪	1211 HK	買入	85.25	150.00	76.0	2025 年 12 月	20.4	16.1	10.9	0.6	15.9	314,010	3.2
高偉電子	1415 HK	買入	24.66	48.00	94.6	2025 年 12 月	13.9	10.3	8.2	2.0	31.4	21,264	21.5
富士康工業互聯網	601138 CH	買入	61.80	89.50	44.8	2025 年 12 月	36.1	20.1	16.4	2.7	32.6	1,227,315	6.1
大族激光	002008 CH	買入	93.39	153.20	64.0	2025 年 12 月	80.8	30.2	23.8	0.7	15.6	98,264	5.5
信達生物	1801 HK	買入	101.80	132.00	29.7	2025 年 12 月	88.2	50.4	34.3	0.0	10.8	177,525	7.2
北方華創	002371 CH	買入	667.00	930.00	39.4	2025 年 12 月	87.6	55.9	42.4	0.2	20.7	483,463	15.7
網易	9999 HK	買入	186.80	252.00	34.9	2025 年 12 月	13.6	12.9	11.2	2.6	22.8	597,994	3.1
雙環傳動	002472 CH	買入	34.95	50.00	43.1	2025 年 12 月	23.5	20.7	16.9	0.6	13.9	29,705	2.7
騰訊	700 HK	買入	438.20	608.00	38.7	2025 年 12 月	13.7	12.8	12.1	1.4	18.7	3,989,001	2.5

來源：彭博，大華繼顯

阿里巴巴 (9988 HK) – 買入 (潘夢遙)

- 鑑於雲端業務增長加速、人工智能快速變現以及人工智能生態系統不斷擴大，我們看好阿里巴巴。「通義千問 3.0」的推出進一步拓展了阿里巴巴的多模態人工智能能力，而「通義千問 3.8」Max 則加強其在基礎模型層面的競爭力，鞏固其涵蓋專有晶片、模型、雲端基礎設施及應用程式的全棧定位。雲端業務收入於 6 月份季度按年增長 45%，較 2026 財年第 4 季度的 38% 有所加快，而人工智能相關收入則達人民幣 124 億元，並連續第 12 個季度保持三位數增長。在整合平頭哥後營運效率提升的帶動下，雲業務的經調整息稅折舊攤銷前利潤率亦由 9% 改善至 11.6%。
- 管理層預期外部雲業務於 9 月份季度的按年增長將超過 50%，並在此後進一步加速；與此同時，AI 產品已佔外部雲收入的 35%，並可能於 2027 財政年度末達到 50%。MaaS 年化收入於 2026 年 8 月超過人民幣 160 億元，目標於 2027 財年末達到約人民幣 300 億元，顯示人工智能變現正從基礎設施進一步擴展至模型服務及應用。同時，受惠於較高的平均訂單價值（AOV）及履約效率，即時零售（Quick Commerce）的單位經濟效益持續改善，目標為 2027 財年虧損按年收窄約 50%，並重申盈利能力目標於 2029 財年實現。
- 維持「買入」評級，目標價為港幣 188 元（美金 192 元）。阿里巴巴目前的交易估值為 2027 財年預測市盈率 的 18.8 倍，而 2027 至 2030 財年的每股收益三年複合年增長率則為 30%。

ASMPT (522 HK) – 買入 (任仲民)

- 由於 ASMPT 的先進封裝設備受惠於熱壓焊接機（TCB）及光子學解決方案的強勁需求，在可預見的未來，該公司仍將是蓬勃發展的人工智能投資趨勢下的主要受益者。在熱壓焊（TCB）方面，ASMPT 在先進邏輯（為台積電提供超細間距設備、獲得英特爾的晶粒至晶圓（C2W）訂單、透過外包半導體組裝與測試（OSAT）合作夥伴取得逾 50 台晶粒至基板（C2S）設備訂單）以及記憶體（海力士的重複訂單、三星的獨家 HBM5 項目）兩大領域均大獲全勝。光子業務方面，相關收入在 2026 年上半年按年增長近兩倍至美金 7,500 萬元，即將推行的 LPO/NPO 應用將在 2028 年共同封裝光學（CPO）轉捩點前持續推動強勁增長。
- 除先進封裝設備外，主流設備亦正在復甦，原因在於人工智能帶動的供應鏈緊張情況亦正蔓延至若干成熟節點應用（例如功率半導體、人工智能伺服器組裝等）。該公司於 2026 年第 2 季度已取得亮麗業績，營收 / 純利雙雙超出預期，我們預計這種出色表現至少會在 2026 年餘下時間得以延續。
- 維持「買入」評級，目標價為港幣 211 元，相當於 4.6 倍 2027 年預測市賬率。

股價催化劑

- 事件：a) 超大規模雲端運算服務商的增長重新加速；b) 自主研發晶片取得實質進展，減少對美國晶片的依賴 c) 融合人工智能以賦能各業務板塊。
- 時間表：2027 財政年度。

股價催化劑

- 事件：2026 年第 3 季度訂單由熱壓焊接（TCB）及光子學帶動；進一步贏得 TCB 訂單。
- 時間表：2026 年第 3 季度。

比亞迪 (1211 HK) – 買入 (利新民)

- 比亞迪的盈利引擎已轉向海外，而這種業務結構的轉變仍有進一步發展的空間。8月銷量按年增長17.8%、按月增長5.0%至440,293輛——連續第四個月錄得按年增長——其中出口達到創紀錄的189,466輛（佔月度銷量的43%），儘管國內銷量按年下跌14.3%。海外銷售的毛利率較國內銷售高出10個百分點，且隨著位於匈牙利、土耳其及印尼的新工廠將海外產能從2025年的200,000輛提升至2026年的950,000輛，其佔銷量的比例預計將從2025年的23%分別增至2026/27/28年的40%/50%/57%。我們預測2026年至2028年的純利分別為人民幣413億元、609億元及762億元（意味著2027年按年增長47.5%）。
- 維持「買入」評級，目標價為港幣150元，相當於20倍2027年預測市盈率，與歷史平均水平一致。

高偉電子 (1415 HK) – 買入（任仲民）

- 高偉電子(Cowell e Holdings Inc 簡稱Cowell)業務純粹涉足蘋果公司(Apple)供應鏈，是2026至2028年iPhone升級週期的最大受益者之一。我們預期高偉電子將在iPhone供應鏈中進一步擴大市佔率，其後置鏡頭市佔率預計將由2025年的17%擴展至2028年的32%。同時，預期蘋果公司將積極推動iPhone相機的規格升級，這將進一步提升高偉電子的單機價值。總括而言，我們預期高偉電子於2025至2028年的盈利複合年均增長率（CAGR）將達25.6%，主要受惠於在蘋果供應鏈中穩健的市場份額增長以及穩定的營業利潤率。
- 我們建議給予高偉電子「買入」評級，目標價為港幣48元，相當於19.8倍2026年預測市盈率，較其五年歷史預測平均值高出1個標準差。我們預期高偉電子的股價將在9月持續復甦，直至蘋果秋季發佈會舉行，並隨着iPhone出貨進入高峰期而受惠。我們亦認為進一步下跌空間有限，因為市場早已消化了數款蘋果(Apple)產品發布由2026年下半年延期至2027年上半年的消息。

富士康工業互聯網 (601138 CH) – 買入（任仲民）

- 富士康工業互聯網(FII)是全球最具主導地位的NVIDIA人工智能伺服器ODM合作夥伴。該公司在Blackwell NVL72機架中擁有50%至55%的市佔率，而我們預期其市佔率將在Vera Rubin時代擴大至60%。此外，富士康工業互聯網(FII)將成為Groq 3 LPX機架的獨家組裝商，該產品目前預計於2026年第3季度量產，同期亦將為主要人工智能伺服器客戶提供高速可插拔/CPO交換機。隨着新產品於2026年第3季度開始放量生產，加上該公司在人工智能伺服器原廠委託設計(ODM)市場中持續擴大市場份額，我們預計在6月至7月隨着整體人工智能科技市場回調後，富士康工業互聯網將在未來數月重新贏得投資者的關注。
- 維持「買入」評級，目標價為人民幣89.5元，乃基於23.7倍2027年預測市盈率，錨定在三年歷史平均值上方2個標準差，理由是富士康工業互聯網(FII)的訂單/增長可見度顯著改善。

大族激光科技 (002008 CH) – 買入（任仲民）

- 大族激光(Han's)預計將於2026至2028年進入強勁增長週期，該三年的核心盈利預計將分別錄得261%、27%及24%的按年增長。Han's的增長主要由兩大增長引擎推動——蘋果供應鏈業務及PCB設備業務。受蘋果積極的產品週期及設計變更所帶動，蘋果供應鏈業務預計將於2026年錄得70%的按年收入增長，並於2027至2028年間維持於高位；同時，印刷電路板(PCB)

股價催化劑

- 事件：出口及月度銷售動能創歷史新高；匈牙利、土耳其及印尼海外工廠提升產能；2026年第3季度業績。
- 時間表：2026年第4季度。

股價催化劑

- 事件：Apple秋季發佈會。
- 時間表：2026年9月。

股價催化劑

- 事件：人工智能伺服器市佔率提升及CPO交換機批量訂單。
- 時間表：2026年第3季度至2026年第4季度。

股價催化劑

- 事件：a) Apple 3DP訂單分配獲得確認，b)隨着客戶廠房竣工，國內人工智能PCB設備訂單有所增加。
- 時間表：2026年9月底。

設備業務正受惠於人工智能印刷電路板（AI-PCB）需求的激增，因該公司已成功打入多家世界領先的 AI-PCB 供應商，例如勝宏科技及滬士電子。

- 除兩大核心驅動因素外，其其他業務預期亦將錄得復甦，其中泛半導體業務受惠於主流需求改善而開始呈現較佳的復甦勢頭，而通用低功率激光工具亦正受惠於人工智能相關需求。建議「買入」，目標價為人民幣 153.2 元，乃基於 39.9 倍 2027 年預測市盈率，較其歷史平均值高出 1 個標準差。

信達生物 (1801 HK) – 買入（竇曉琴/陳穎翀）

- 穩健 2026 年上半年業績；對達成 2027 年國內銷售目標充滿信心。** 信達生物（Innovent）2026 年上半年業績超出預期，總收入按年增長 44.8% 至人民幣 86.2 億元，產品收入按年增長 56.7% 至人民幣 82 億元，經調整純利按年增長 40.5% 至人民幣 17 億元，接近 2025 年全年的總額。在 20 款商業化產品推動增長動能的帶動下，我們對信達生物於 2027 年前實現人民幣 200 億元國內銷售目標的路徑充滿信心。
- 業務合作提供了穩定且長期的收益基礎。** 信達生物（Innovent）與武田（Takeda）、禮來（Lilly）、輝瑞（Pfizer）、羅氏（Roche）、Ollin 及 Spero 的合作夥伴關係，涵蓋逾 20 項資產，目前潛在總價值約為美金 340 億元，其中 5 項資產採用共同開發及共同商業化模式構建。該等項目有望在未來 5 至 10 年內帶來穩定的授權收入。
- 設定 2030 年人民幣 350-400 億元的新收入目標。** 鑑於主要研發管線進展順利，該公司目前定下目標，期望於 2030 年前實現人民幣 350-400 億元的總收入。這將受惠於腫瘤產品組合（例如 IBI363 及 IBI345）以及綜合生物醫藥（涵蓋心血管、代謝及眼科等領域）持續推出重磅新品所支持。與此同時，該公司預期將進一步提高營運效率並推動盈利增長。該公司亦以 2030 年前在美國及歐洲市場推出產品為目標，屆時將有至少五項資產處於全球三期臨床試驗階段。
- 正穩步邁向成為全球頂尖生物製藥公司的目標。** 憑藉不斷擴大的商業化產品組合、持續提升的營運效率以及日益全球化的研發管線，信達生物正按計劃於 5 至 10 年內發展成為全球領先的製藥企業。維持「買入」評級，目標價為港幣 132 元，此乃基於貼現現金流模型，其中加權平均資本為 10.8%，終端增長率為 4.0%。

北方華創科技 (002371 CH) – 買入（任仲民）

- 北方華創科技集團（NAURA）是中國本土化舉措的最大受益者之一，鑒於其作為最大晶圓製造設備（WFE）製造商的地位。我們的調查顯示，NAURA 與其他領先的 WFE 製造商正在先進晶圓廠供應鏈中取得重大技術突破。此外，我們目前預期中國於 2025 至 2028 年間的晶圓廠設備（WFE）支出增長將會更高，該期間的複合年均增長率（CAGR）為 10.6%，主要受以下因素推動：
a) 來自國內記憶體體的強勁投資在 DRAM / NAND 嚴重短缺所推動的記憶體超級週期下，長江存儲（Yangtze Memory Technologies）及長鑫存儲（ChangXin Memory Technologies）等整合元件製造商（IDM）很可能會加快其資本支出計劃；
b) 鑑於國內先進製程的供應短缺情況依然嚴峻，記憶體晶圓代工廠正重新加快其資本支出計劃。我們預期北方華創（NAURA）的市佔率將由 2025 年的 11.1% 增長至 2028 年的 19.2%，帶動收入及純利的三年複合年增長率分別達到 30.3% 及 41.5%。
- 我們建議「買入」NAURA。我們的目標價為人民幣 930 元，這是基於 59.1 倍 2027 年預測市盈率，現錨定於五年歷史預測均值上方 1.5 個標準差。鑑於中國半導體前端設備（WFE）需求激增且國產化趨勢加速推進的可見度極高，我們認為北方華創（NAURA）理應享有溢價估值。

股價催化劑

- 事件：a) 收入及盈利強勁增長；b) 研發進展順利，並持續推出新產品；及 c) 進一步建立全球合作夥伴關係，以及由此帶來的首付款和里程碑收入。
- 時間表：2026 年下半年。

股價催化劑

- 事件：a) 中國半導體供應鏈取得突破，b) 美中出口政策變動。
- 時間表：2026 年下半年。

網易 (9999 HK) – 買入 (潘夢遙)

- 受惠於長青遊戲動能展現韌性、盈利可見度提升以及利潤率表現穩健，我們維持對網易的正面看法。在《夢幻西遊》及《燕雲十六聲》的帶動下，2026 年第 2 季度網絡遊戲收入按年增長 10%，而遞延收入則按年增加 14%，為 2026 年下半年的穩健增長可見度提供支持。現有遊戲亦保持穩健，《蛋仔派對》在夏季表現強勁，而《逆水寒》在週年慶更新後，同時在線人數創下兩年新高。海外增長動能亦見改善，其中《燕雲十六聲》（Where Winds Meet）的玩家參與度在經歷初上線的高峰後趨於穩定，而《漫威爭鋒》（Marvel Rivals）則持續為國際業務組合提供支持。
- 同時，主要受惠於平台收益分成成本下降，遊戲毛利率按年擴充 5.9 個百分點至 76.1%，支持更強勁的營運槓桿比率。監管環境維持利好，截至 2026 年 8 月，年初至今已獲批 1,362 款遊戲版號，已達 2025 年全年 1,771 款獲批總數的約 77%，反映出持續而健康的審批節奏，以及政策對優質內容和拓展海外市場的持續支持。展望未來，《Ananta》及《Blood Message》的開發工作仍按計劃推進，將從即將推出的產品線中提供額外催化劑，惟對重大新產品發布的能見度仍相對審慎。
- 維持「買入」評級，目標價為港幣 252 元（美金 160 元）。網易目前的交易估值為 14 倍 2026 年預測市盈率，低於其 15 倍的歷史平均水平。

雙環傳動 (002472 CH) – 買入 (任仲民)

- 浙江雙環傳動（雙環）處於有利地位，可受惠於全球企業價值/PHEV 市場的復甦、持續的海外擴張，以及隨著同軸減速箱滲透率提升所帶來的產品組合升級。此外，雙環憑藉其塑料智能執行器業務在汽車供應鏈中取得突破，並預期收入增長在 2026 至 2027 年將保持高位。總體而言，在企業價值齒輪及智能執行器業務的帶動下，我們預期雙環在中期內其核心業務將維持雙位數增長。
- 從 2027 年起，鑑於雙環在中國機器人行星減速機市場的規模 / 技術領先地位，以及其與特斯拉（Tesla）的緊密合作（特斯拉目前設定目標在數年內實現 Optimus 機器人年銷量達 100 萬台），我們認為雙環已準備好在人形機器人投資熱潮中，把握機器人減速機的強勁需求增長。
- 我們維持「買入」評級，目標價為人民幣 50 元，這是基於 24.2 倍的 2027 年預測市盈率，相當於 1.1 倍的 2027 年預測市盈增長率（PEG）。

騰訊 (700 HK) – 買入 (潘夢遙)

- 我們對騰訊維持正面看法，主要受具韌性的遊戲業務、人工智能驅動的廣告變現加速，以及穩健的雲端需求所支持。2026 年第 2 季度收入按年增長 11% 至人民幣 2,048 億元，其中網絡遊戲收入按年增長 9%，主要受《三角洲行動》（Delta Force）、《特戰英豪》（VALORANT）及《洛克王國：世界》（Roco Kingdom: World）強勁的本土表現所帶動。與此同時，營銷服務按年增長 22% 至人民幣 436 億元，受人工智能驅動的廣告推薦、AIM+ 及閉環微信營銷持續提升廣告效益及廣告主投資回報率。金融科技及企業服務同比增長 9%，主要受人工智能相關雲需求穩健、國際業務擴張及定價改善所支持；同時，受惠於自主研發遊戲及營銷服務的貢獻增加，毛利率同比擴大 1 個百分點至 58%。人工智能依然是重要的中期催化劑，其中 Hy3 的 Token 消耗強勁，WorkBuddy 和 CodeBuddy 日益受到青睞，而小微則正在微信內部進行小規模原型測試。混元 4 預覽版亦獲得了正面的早期反饋，顯示騰訊在今年稍後按計劃正式推出該模型前，正逐步接近前沿水平的模型能力，並提升其在先進人工智能領域的競爭力。然而，短期盈利及現金流可能會繼續受龐大的人工智能投資所壓抑，其中 2026 年第 2 季度的資本支出升至人民幣 593 億元，而呈報的自由現金流（FCF）則轉為負人民幣 138 億元。

股價催化劑

- 事件：a) 遊戲儲備表現強勁，b) 監管環境放寬。
- 時間表：2026 年下半年。

股價催化劑

- 事件：人形機械人零部件訂單勝出，Tesla Optimus 產能提升。
- 時間表：2026 年第 4 季度。

股價催化劑

- 事件：a) 人工智能驅動的廣告收入及效率提升、b) 微信視頻廣告增長更為強勁、c) 遊戲版號獲批，以及 d) 混元生態圈擴張。
- 時間表：2026 年下半年 / 2027 年。

- 維持「買入」評級，目標價為港幣 608 元。騰訊目前的估值為 14 倍 2026 年預測市盈率 及 13 倍 2027 年預測市盈率，較其歷史平均值 24 倍低約 1 個標準差。

互聯網

人工智能資本支出：回報保持吸引力，融資風險出現分化

重點摘要

- 人工智能 / 人工智能雲業務在 2026 年第 2 季度仍為亮點，阿里巴巴及百度在人工智能雲業務的收入按年增長分別達 45% 及 50%，而騰訊在人工智能需求帶動下亦錄得穩健的雲業務增長。然而，資本支出的激增以及阿里巴巴港幣 800 億元（美金 103 億元）的配股，將人工智能的討論焦點從項目回報轉向資金久期與資本結構。投資週期正對近期自由現金流（FCF）構成壓力，但隨着時間推移，使用率提高、專有晶片以及利潤率較高的人工智能服務應會改善算力經濟效益。
- 維持「與大市一致」評級。首選「買入」：阿里巴巴。

分析

- 各雲端服務供應商（CSP）之間的融資風險差異日益顯著。由於資本支出增加，我們預期阿里巴巴在中國超大規模同業中將面臨最大的結構性資金缺口，且最有可能依賴債務、選擇性股權融資以及潛在的雲端層面融資。我們預計阿里巴巴不會面臨任何償付能力風險，因為該公司正：a)保持逾 50% 的外部雲增長，b)將成熟基礎設施的 ROIC 維持在中雙位數或以上，c)控制非基礎設施 AI 虧損，以及 d)在無需重複進行母公司層面股權發行的情況下，為多年期建設提供資金。阿里巴巴在人工智能 / 大語言模型（AI/LLM）公司中亦擁有龐大的投資組合，包括長鑫存儲（CXMT）、Z.ai 及 MiniMax，上市資產總值約達人民幣 3,300 億元。基礎算力經濟效益依然具吸引力，內部回報率（IRR）預計為 20%，投資回收期為 2 至 3 年，但近期進行的融資顯示資本支出週期處於高位的時間將會更長。
- 儘管人工智能開支集中於前期，騰訊大致上仍能依靠自身資金。騰訊在很大程度上仍依靠內部自籌資金，母公司股權風險有限。其 1H26 年化經營現金流約為人民幣 3,100 億元，應足以覆蓋我們人民幣 2,000 億元的資本支出假設、股息以及大部分股份回購。淨現金減少至約人民幣 580 億元，主要反映派發人民幣 416 億元股息及約人民幣 500 億元運算預付款項的時間差異，而非結構性資金缺口。騰訊亦透過長期美元 / 人民幣票據、短期借款，以及規模龐大且包括人民幣 4,800 億元上市資產與人民幣 3,500 億元非上市資產的投資組合，實現了融資多元化。因此，我們認為母公司股權發行風險有限；主要的經濟成本反而為利息開支、潛在稅務損耗，以及將投資資產變現的機會成本。
- 百度內部現金產生能力偏弱，但母公司股權稀釋依然缺乏吸引力。百度現金創造能力轉弱，但因其不願在母公司估值偏低時稀釋股權而得以抵銷，這使得崑崙芯更有可能成為外部融資工具。百度 2026 年第 2 季度的營運現金流僅為人民幣 34 億元，未達資本支出的人民幣 114 億元，其間缺口日益依賴銀行借款及租賃融資。然而，約人民幣 1,000 億元的經調整流動資金足以應付基準情境下數年的赤字。主要限制並非近期流動性，而是百度母公司估值偏低，以及管理層發行母公司股權的經濟誘因有限。因此，我們認為崑崙芯而非百度母公司股權，是更合乎邏輯的外部股權融資工具。這避免了母公司股份數目的直接攤薄，但會將該人工智能資產的部分經濟收益轉移予外部投資者。

同業比較

目標價上													股本回	價格 / 每股資產 淨值
公司	股票代號	評級	價格	目標	升空間	最新	市盈率			收益率	報率	市值		
			2026 年 9 月 2 日	價格	至	年結	2025	2026 年	2027 年	2026 年	2026 年			
			(港元)	(港元)	(%)	年結	(倍)	預測	預測	預測	預測		(港幣 1 百萬元)	
阿里巴巴	9988 HK	買入	109.70	188.00	71	2026 年 3 月	19.3	18.4	13.1	0.96	8.0	2,177,406	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	18.7	3,985,360	2.5	
百度	9888 HK	買入	94.90	145.00	53	2025 年 12 月	12.6	16.3	13.4	0.00	4.2	480,143	0.8	

來源：彭博，大華繼顯

分析員

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 內線 808

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
電子商貿	與大市一致（維持）
網絡遊戲	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）
電子商貿	與大市一致（維持）

來源：大華繼顯

行業首選

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	110	188

來源：彭博，大華繼顯

人工智能投資承諾、內部資金及流動性動態

Section	Metric (Rmb b, unless stated)	Alibaba	Tencent	Baidu
1. Quarterly AI cash commitment	Reported capex	68	53	11
	+ AI-related prepayments in quarter	69	53	9
	- Increase in supplier payables	(53)	(27)	(1)
	Adjusted AI cash commitment	190	133	21
	As multiple of OCF	3.5x	1.5x	5.5x
2. Annual internal funding position	Operating cash flow, WC normalized	135	310	15
	Capex, base case	225	200	55
	Dividend+Buyback	35	85	5
3. Liquidity & funding capacity	Surplus	(125)	25	(45)
	Net cash	208	58	179
	Less minimum operating cash	(60)	(50)	(80)
	Liquidity available for the AI investment	23	33	54
	Placement proceeds	70		
	Investment portfolio, listed FV + unlisted book	333	875	
	Additional debt capacity at 1x EBITDA	170	300	25

資料來源：相關公司、大華繼顯

- 阿里巴巴 6 月份季度的業績顯著提升了人工智能基礎設施經濟效益的能見度。阿里巴巴 AI 雲及算力收入於 6 月季度按年增長 45%，外部雲亦增長 45%，且管理層預期 9 月季度增長將超過 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，而 GPU 公有雲收入按年飆升 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、國際擴展及定價的帶動下，雲業務增長保持健康。阿里巴巴 / 騰訊 / 百度 2026 年第 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（FCF）構成壓力，但隨着時間推移，使用率提高、專有晶片以及利潤率較高的人工智能服務應會改善算力經濟效益。
- 在約美金 250 億美元的年度核心電商利潤、雲端業務擴張及營運資金效率提升的支援下，阿里巴巴的人工智能投資依然資金充裕。管理層告誡不要按年化推算 6 月份季度的資本支出，因算力供應存在波動，並轉而強調人工智能（AI）基礎設施的三年回本期，因為阿里巴巴正發揮其在中國 AI 雲端市場 40%份額以及全棧 IaaS/PaaS/MaaS 產品的優勢。雲業務仍是關鍵的變現引擎，其目標包括在 2027 財年實現人民幣 300 億元的 MaaS ARR、到 2030 年實現美金 1,000 億元的外部雲收入、海外雲佔收入的 10%至 20%，以及達致 20%的中期雲利潤率。人工智能商業化依然以企業為先，而阿里巴巴則繼續在大參數、編碼、世界以及影片模型領域進行全面投資；「通義千問」等消費級產品在戰略上固然重要，但在短期內不太可能實現盈利。

阿里巴巴人工智能資本支出擴展先於雲端收入增長

Period	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	FY2025	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	FY2026	1QFY27	2QFY27F	3QFY27F	4QFY27F	FY2027F
Capex	11,939	16,977	31,369	23,993	84,278	38,629	31,428	25,376	26,588	122,021	67,660	54,128	51,963	51,728	225,479
yoy	99%	313%	331%	136%	206%	224%	85%	-19%	11%	45%	75%	72%	105%	95%	85%
As % of total revenue	5%	7%	11%	10%	8%	16%	13%	9%	11%	12%	25%	20%	19%	17%	20%
AI Cloud and Compute Service	26,549	29,610	31,742	30,127	118,028	33,418	39,824	43,284	41,626	158,152	48,437	59,736	66,225	65,769	240,167
yoy	6%	7%	13%	18%	11%	26%	34%	36%	38%	34%	45%	50%	53%	58%	52%
As % of total revenue	11%	13%	11%	13%	12%	13%	16%	15%	17%	15%	18%	22%	21%	24%	21%
Adjusted EBITA	2,337	2,661	3,138	2,420	10,559	2,954	3,604	3,911	3,796	14,266	5,628	8,227	8,596	8,911	31,363
Adjusted EBITA margin	9%	9%	10%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	12%	14%	13%	14%	13%
as of Group total EBITA	5%	6%	6%	7%	7%	8%	23%	17%	74%	23%	21%	38%	25%	36%	33%

來源：阿里巴巴、行業數據、大華繼顯

- 人工智能仍是騰訊資本配置的首要重點，預計 2026 年第 3 季度的資本支出及算力預付款項仍將保持顯著規模，其後則會放緩；我們估計 2026 年全年為人民幣 2,000 億元，其中包括 2026 年第 1 季度的人民幣 320 億元及 2026 年第 2 季度的人民幣 800 億元。這項前期開支旨在獲取最佳的存儲和算力經濟效益，同時支援混元的研發以及 Harness 的商業化。重要的是，管理層日益認為

「混元」的差異化優勢不僅來自參數規模的擴展，亦來自數據工程、後訓練、評估，以及來自 WorkBuddy / CodeBuddy 的專有使用反饋，並輔以騰訊在遊戲、辦公協作與金融服務領域的專業數據。這亦強化了 WorkBuddy 的戰略價值。透過規模效應、專有工作流程反饋，以及跨模型、基礎設施與晶片的全棧優化，WorkBuddy 既可作為變現層，亦能構建模型護城河，從而有助降低服務成本並提升「混元」的性能。

- 在消費者端，「小微」圍繞具擴展性的單位經濟效益進行設計，將雲端前沿模型與較輕量級的裝置端模型相結合；同時，人工智能亦應透過更佳的變現工具、更快速的內容創作、改善的虛擬道具開發以及更短的開發週期，對廣告及遊戲業務提供支援，並帶來遊戲利潤率的潛在上升空間。
- 境內人工智能基礎設施依然具有戰略重要性。阿里巴巴已在其三年期人民幣 3,800 億元人工智能資本支出計劃中投入人民幣 1,900 億元，而騰訊則已將其 2026 年資本支出預測上調至人民幣 1,810 億元。百度於 2026 年第 2 季度提前採購伺服器、晶片及原材料，並預期 2026 年第三至第 4 季度所申報的資本支出將會放緩，同時採用更多租賃及融資架構。隨着超大規模雲端服務商擴展推理工作負載，並應對供應限制與單位成本，我們預計平頭哥（T-Head）及崑崙芯（Kunlunxin）等國產晶片將變得更加重要。

中國及全球參與者的人工智能資本支出強度及回報概況

Company	Annual Capex	Relevant revenue size	Capex / Revenue	Asset life	Payback period	Mature ROIC*	After-tax project IRR
Alibaba	Rmb214b / ~US\$30b	Rmb242b / ~US\$34b	88%	5yr	2-3yr	c20%	c20%
Tencent	Rmb200b / ~US\$29b	Rmb58b / ~US\$8b	~3.1x	c5-6yr	N/M on cloud-only revenue	N/M	N/M
Meta	US\$130-145b	US\$50-60b	2-3x	c5.5yr	2.0-2.8yr	30-45%	26-33%
AWS	US\$120-130b	AWS ~US\$150bF	80-85% ¹	5-6yr	2.5-3.2yr	22-30%	22-33%
Google	US\$100-110b	Google Cloud ~US\$70-80bF	>100% ²	c6yr	2.7-3.5yr	20-28%	19-30%
Oracle	US\$50b+	OCI ~US\$25-30bE	>100%	c6yr	3.2-5.0yr	10-20%	7-23%
GDS	US\$1.3b	US\$1.8b	70%	15-20yr+	7-9yr	8-11%	12-15%
VNET	US\$1.4-1.7b	US\$1.6b	85-100%	15-20yr+	8-11yr	6-9%	9-13%

來源：行業數據，大華繼顯

估值 / 投資評級

- 阿里巴巴（9988 HK）。維持「買入」評級，目標價為港幣 188 元（美金 192 元）。雲端業務加速是短期的關鍵催化劑，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業務以及雲業務變現保持建設性看法，同時密切關注處於高位的資本支出。
- 百度（9888 HK）。維持「買入」評級，目標價為港幣 145 元（美金 148 元）。我們對人工智能雲端和 GPU 雲端的強勁增長維持正面看法，同時密切留意傳統廣告業務的持續疲弱，以及人工智能帶動之變現模式的持續性與質素。

行業催化劑 / 風險

- 催化劑：a) 人工智能雲端商業化步伐加快及運算經濟效益改善，b) 電子商貿需求按季復甦及本地商業虧損收窄，c) 遊戲用戶參與度持續維持 / 推出新遊戲，以及 d) 2026 年第 4 季度旅遊需求復甦。
- 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) 儲備遊戲推出延遲；以及 e) 地緣政治或燃料價格再度對旅遊業構成壓力。

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

小米集團 (1810 HK)

最後價格:	港幣 28.06 元
支撐位:	港幣 26.38 元/港幣 25.22 元
阻力位:	港幣 32.40 元/港幣 35.64 元

技術分析:

价格行为成功守住了主要支撑边界，以此构建了坚实的结构性底座，并逐步演变为潜在的看涨旗形续涨形态。支撑位上方的这一整固过程反映出需求端对短暂抛压的强力吸收，而非筹码派发。技术动能进一步印证了这一建设性姿态，RSI 指标稳稳运行于 50 中轴线上方并呈积极的上行斜率。一旦价格向上有效贯穿旗形通道的上轨边界，将确认结构性趋势的延续，为迈向更高的斐波那契拓展目标位打开持续的上行空间。

平均時限：約兩週。



中信股份 (0267 HK)

最後價格:	港幣 13.50 元
支撐位:	港幣 12.66 元/港幣 12.43 元
阻力位:	港幣 14.94 元/港幣 16.28 元

技術分析:

价格行为在“支撑转阻力”区域展开了典型的承压回落，上方供给有效压制了买方的推进尝试，并进一步巩固了关键的结构极性转换。技术动能完全印证了这一下行扩展，RSI 指标持续运行于 50 中轴线上方以下，反映出卖方占据明确主导地位且未见看涨背离信号。只要卖方在日内回撤测试中稳稳控制这一新转换的阻力天花板，最小阻力路径将优先支持价格维持下行轨道，迈向下一个核心支撑区域。

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."