本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

报告日期 2026 年 10 月 04 日

兴证海外 2026 年 10 月金股组合

分析师：万清昱
S0190526040011
请注意：万清昱并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
wanqingyu@xyzq.com.cn

分析师：张博
S0190519060002
BMM189
zhangboyjs@xyzq.com.cn

分析师：迟玉怡
S0190522040001
请注意：迟玉怡并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
chiyuyi@xyzq.com.cn

相关研究

《瀚天天成（02726.HK）：8 英寸放量叠加 AIDC 提速，上半年业绩高增兑现》_20260917
《药明生物(02269.HK)2026 年中报点评：R+M 双轮驱动订单高速增长，加速布局全球大分子产能》_20260827
《康方生物（09926.HK）：HARMONi-6 临床 OS 数据惊艳，有望改写全球肿瘤免疫治疗格局》_20260618
《中国平安（02318.HK）：归母营运利润稳健增长；寿险 NBV 保持增长，财险 COR 维持优良》_20260821
《汇丰控股（00005.HK）：2026H1 业绩强劲，净利息收益与财富管理共同驱动增长》_20260806
《华润置地（01109.HK）2026H1 业绩点评：优质购物中心资产价值释放》_20260909
《古茗（01364.HK）2026H1 业绩点评：上半年利润率提升显著，店效保持增长》_20260901
《蒙牛乳业（02319.HK）：液态奶筑底企稳，2026 年轻装上阵》_20260330
《布鲁可（00325.HK）：出海和品类拓展带来增长新曲线》_20260322
《鹰普精密（01286.HK）：坚持长期主义，AIDC+航空业务助力戴维斯双击》_20260320

投资要点：

荐股组合逻辑

- 瀚天天成（02726.HK）：8 英寸放量叠加 AIDC 提速，上半年业绩高增兑现
- 药明生物（02269.HK）：R+M 双轮驱动订单高速增长，加速布局全球大分子产能
- 康方生物（09926.HK）：HARMONi-6 临床 OS 数据惊艳，有望改写全球肿瘤免疫治疗格局
- 中国平安（02318.HK）：归母营运利润稳健增长；寿险 NBV 保持增长，财险 COR 维持优良
- 汇丰控股（00005.HK）：2026H1 业绩强劲，净利息收益与财富管理共同驱动增长
- 华润置地（01109.HK）：优质购物中心资产价值释放
- 古茗（01364.HK）：上半年利润率提升显著，店效保持增长
- 蒙牛乳业（02319.HK）：液态奶筑底企稳，2026 年轻装上阵
- 布鲁可（00325.HK）：出海和品类拓展带来增长新曲线
- 鹰普精密（01286.HK）：坚持长期主义，AIDC+航空业务助力戴维斯双击

- 风险提示：相关公司风险提示请参阅正文内容

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

目录

瀚天天成（02726.HK）：8 英寸放量叠加 AIDC 提速，上半年业绩高增兑现（洪嘉骏/宋婧茹） 4
药明生物（02269.HK）：R+M 双轮驱动订单高速增长，加速布局全球大分子产能（杨希成） 5
康方生物（09926.HK）：HARMONi-6 临床 OS 数据惊艳，有望改写全球肿瘤免疫治疗格局（杨希成） 6
中国平安（02318.HK）：归母营运利润稳健增长；寿险 NBV 保持增长，财险 COR 维持优良（张博） 7
汇丰控股（00005.HK）：2026H1 业绩强劲，净利息收益与财富管理共同驱动增长（张博） 8
华润置地（01109.HK）：优质购物中心资产价值释放（宋健/孙钟涟） 9
古茗（01364.HK）：上半年利润率提升显著，店效保持增长（宋健/严宁馨） 10
蒙牛乳业（02319.HK）：液态奶筑底企稳，2026 年轻装上阵（宋健/张悦） 11
布鲁可（00325.HK）：出海和品类拓展带来增长新曲线（韩亦佳） 12
鹰普精密（01286.HK）：坚持长期主义，AIDC+航空业务助力戴维斯双击（张忠业） 14
风险提示 14

表目录

表 1、 兴证海外团队 10 月金股组合 3

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

10 月金股组合逻辑

表1、兴证海外团队 10 月金股组合

公司名称	股票代码	行业	EPS			单位
			2025A	2026E	2027E	
瀚天天成	02726.HK	信息技术	0.03	0.32	1.11	元
药明生物	02269.HK	医疗保健	1.20	1.50	1.90	元
康方生物	09926.HK	医疗保健	-1.23	-0.15	1.47	元
中国平安	02318.HK	金融	7.62	7.93	8.56	元
汇丰控股	00005.HK	金融	1.21	1.49	1.56	美元
华润置地	01109.HK	房地产	3.15	2.66	3.03	元
古茗	01364.HK	可选消费	1.34	1.41	1.70	元
蒙牛乳业	02319.HK	日常消费	0.40	1.27	1.42	元
布鲁可	00325.HK	可选消费	2.58	2.95	3.84	元
鹰普精密	01286.HK	工业	0.38	0.43	0.54	港元

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：表格中 EPS 单位若未特殊标注，“元”为“人民币元”；华润置地为每股核心收益

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

瀚天天成（02726.HK）：8 英寸放量叠加 AIDC 提速，上半年业绩高增兑现（洪嘉骏/宋婧茹）

- 中报收入接近翻倍，毛利率大幅修复，业绩兑现正面盈利预告：2026 年上半年公司实现收入 5.78 亿元，同比增长 92.0%；毛利 1.61 亿元，同比增长 193.5%，毛利率由上年同期的 18.2%提升 9.6 个百分点至 27.8%；经调整净利润 1.39 亿元，同比增长 43.4%，期内利润 4,858 万元，同比扭亏为盈。报告期美元兑人民币贬值带来汇兑净损失 7,235 万元，剔除该影响后核心盈利增幅更为显著。收入与经调整净利润分别完成我们全年预测的 45%和 46%，叠加公司产能于下半年加速释放，业绩进度符合我们预期。

- 外延片销售收入同比增长 106%，8 英寸上半年销量已超 2025 全年，规模效应带动毛利率上行：分业务看，外延片销售服务收入 5.33 亿元，同比增长 105.8%，收入占比 92.2%；外延片代工服务收入 1,365 万元。公司月产能已超 6 万片，报告期内产能增长约 20%，8 英寸外延片上半年销量已超过 2025 年全年水平，12 英寸产品实现小批量订单突破。毛利率修复主要来自产销规模扩大带来的固定成本摊薄与材料成本管控优化，公司预计下半年随募投设备陆续进厂投产，毛利率将进一步提升。

- AIDC 成为战略赛道，海外收入占比过半，全球前五大碳化硅功率器件厂商中四家为公司客户：公司披露报告期营收增长尤其受 AI 数据中心营收大幅增加带动；全球前五大碳化硅功率器件厂商中有四家是公司客户，且均为英伟达 AI 数据中心供应链企业。分地区看，上半年大中华区收入 2.68 亿元，同比增长 122.0%，大中华区以外收入合计 3.10 亿元，占比 53.7%，其中欧洲、北美收入分别同比增长 74.3%、119.8%。报告期公司新增 6 家客户，采用 8 英寸产品的客户数量达 35 家。我们认为 AI 数据中心供电架构高压化趋势下，外延层厚度与工艺难度上行，外延环节价值量有望结构性抬升，公司沿客户的客户路径受益的逻辑正在兑现。

- 马来西亚槟城基地正式启动，12 英寸订单突破巩固代际卡位：公司于报告期内正式启动马来西亚槟城州 8 英寸碳化硅外延晶片生产基地建设，规划年产能 40 万片，2026 年 8 月起全面启动厂房工程，力争 2027 年下半年实现试产；项目已取得马来西亚制造业专项税收优惠资质，满足约定要求后可享受 10 年 0%所得税特别税率。公司作为全球首家发布 12 英寸碳化硅外延晶片的企业，报告期内实现 12 英寸小批量订单突破，厚度不均匀性控制在 2.8%以内、掺杂浓度不均匀性控制在 2.1%以内。此外公司已于 7 月 10 日公告申请 H 股全流通。截至 2026 年 6 月末公司现金及定期存款合计 32.19 亿元，较 2025 年末增长 76.3%，为扩产提供坚实资金底座。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

风险提示：新能源汽车与光伏储能需求复苏不及预期；行业供给出清慢于预期，价格竞争超预期；8 英寸及 12 英寸放量与产能爬坡不及预期；客户集中度与国际贸易环境风险；汇率波动带来汇兑损益扰动。

相关报告：《瀚天天成（02726.HK）：8 英寸放量叠加 AIDC 提速，上半年业绩高增兑现》_20260917

药明生物（02269.HK）：R+M 双轮驱动订单高速增长，加速布局全球大分子产能（杨希成）

- 公司 2026H1 业绩超预期。公司 2026 年上半年收入 117.9 亿元，同比增长 18.4%，按美元计算同比增长 23.4%，毛利率提升至 46.2%；经调整归母净利润 33.1 亿元，同比增长 38.4%，经调整纯利 39.4 亿元，同比增长 38.6%。
- 新签项目数再创新高，复杂分子驱动管线增长。截至 2026H1，公司未完成订单 251 亿美元，同比增长 24%；三年内未完成订单 55 亿美元，同比增长 30%。2026H1 公司新增项目 169 个（内生 123 个+并购东曜获得 46 个），其中 70%+是双多抗和抗体偶联药物，“赢得分子”项目 16 个；总项目 1064 个，其中临床三期和商业化项目分别为 78 个和 28 个。分板块看，IND 前服务 2026H1 收入 52.8 亿元，同比增长 27%；临床早期收入 14.6 亿元，同比增长 10%；临床三期和商业化收入 47.4 亿元，同比增长 11%。双多抗 2026H1 收入同比增长 30%，双多抗项目达到 221 个；ADC 项目 328 个，含 57 个 II 期及后期项目。截至 2026H1 公司获得 17 个生物类似药项目，未来 3 年 20 个已承诺项目预计将贡献可观的商业化收入。
- 国际化产能布局继续推进，上调全年收入指引。公司预计 2026-2027 年资本开支为 71、80 亿元：1）美国 MFG11（3.6 万升）预计 2029 年投产；2）新加坡制剂厂（年产能 1 亿剂）预计 2027 年投产，原液厂（12 万升）预计 2029 年投产；3）爱尔兰 2026 年已新签 3 个大规模商业化项目；4）拟收购创胜医药杭州基地补充原液和制剂产能。基于强劲的客户需求和后期及商业化项目增势，公司上调 2026 年固定汇率的收入指引至同比 20-23%（此前为 16-20%）、表观收入指引至 15-18%（此前为 13-17%）。公司预计未来 3 年收入 CAGR 为 20%、M 端 CAGR 为 30%。
- 盈利预测：药明生物 CRDMO 模式驱动业务持续增长，后期及商业化项目加速放量。预计 2026 年至 2028 年公司收入分别为 255.63 亿元、310.02 亿元、379.35 亿元，归母净利润分别为 61.16 亿元、77.97 亿元、99.76 亿元，经调整归母净利分别为 68.52 亿元、85.41 亿元、107.00 亿元。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

风险提示：需求下降风险；技术迭代风险；市场竞争风险；海外扩展和经营风险等。

相关报告：《药明生物(02269.HK)2026 年中报点评：R+M 双轮驱动订单高速增长，加速布局全球大分子产能》_20260827

康方生物（09926.HK）：HARMONi-6 临床 OS 数据惊艳，有望改写全球肿瘤免疫治疗格局（杨希成）

- 事件：2026 年 6 月 1 日，在 2026 年 ASCO 年会上，公司全球首创 PD-1/VEGF 双抗依沃西联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗，一线治疗 sq-NSCLC 的 3 期 HARMONi-6/AK112-306 研究的 OS 显著阳性结果在 Plenary Session 发布。HARMONi-6 临床 OS 具有显著获益，mOS HR=0.66 意味着死亡风险降低 34%，且 P 值 0.0017 远低于预设阈值 0.0049，统计学显著性充分。此前 mPFS 已显著阳性（HR=0.60），但市场担忧 PFS 优势能否转化为 OS 获益，此次 OS 数据落地，能够消除市场疑虑，具有里程碑意义。

- 依沃西组 mOS 绝对值获益有望在延长随访后提升。中位随访 21.4 个月，短于两组的 mOS（27.9 和 23.7 个月），说明数据尚未完全成熟。依沃西组受最后一例死亡事件影响导致 KM 曲线急剧下降至中位点，使得 mOS 提前达到，且 KM 曲线在 6 个月时开始分离且持续扩大，24 个月 OS 率差距持续拉大，展现出明显的长期生存拖尾效应。

- 提振全球注册临床 HARMONi-3 成功信心。过往研究已经证实依沃西在中国和全球研究的数据高度一致，HARMONi 和 HARMONi-A 研究的中位 OS、风险比在东西方人群中都表现出显著的一致性，且 HARMONi-3（鳞癌）和 HARMONi-6 的研究设计非常相似。对 HARMONi-3（非鳞癌）同样具备信心，国内鳞癌 2 期和 3 期的 PFS 几乎一致，证明了 2 期对 3 期临床结果的预测，非鳞癌同样具有积极的 2 期数据。HARMONi-3（鳞癌）预计在 2026H2 读出 PFS 及中期 OS 数据，H3（非鳞癌）预计在 2027H1 读出 PFS 数据。

- 全球市场空间广阔。根据 SMMT 的数据，PD-(L)1 全球市场空间有望在 2028 年达到 900 亿美金以上，VEGF 全球市场空间有望在 2028 年达到 200 亿美金以上，预计依沃西在 2033 年之前有望实现 150 亿美金以上收入。康方生物与 SMMT 不断拓展依沃西的适应症，积极与其他药物展开联用，我们认为其有望改写全球肿瘤免疫治疗格局。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

- 盈利预测：公司核心产品 PD-1/VEGF 双抗国内市场快速放量，全球市场竞争力验证在即。我们预计 2026 年至 2028 年收入分别为 51.25 亿元、77.25 亿元、94.82 亿元，归母净利润分别为-1.40 亿元、13.52 亿元、22.96 亿元。

风险提示：临床开发的进度或结果不及预期；商业化表现不及预期；政策变化超预期。

相关报告：《康方生物（09926.HK）：HARMONi-6 临床 OS 数据惊艳，有望改写全球肿瘤免疫治疗格局》_20260618

中国平安（02318.HK）：归母营运利润稳健增长；寿险 NBV 保持增长，财险 COR 维持优良（张博）

- 我们的观点：中国平安持续深化“综合金融+医疗养老”战略。2026H1 归母营运利润稳健增长，2026Q2 单季营运利润同比进一步提速；寿险 NBV 上半年保持两位数增长，财险综合成本率继续处于较优水平。

- 营运利润稳健增长，2026Q2 净利润弹性较大：2026H1 集团实现归母营运利润 841.96 亿元，同比增长 8.3%；归母净利润 925.85 亿元，同比增长 36.1%。2026Q2 单季归母营运利润 434.16 亿元，同比增长 9.0%；归母净利润 675.63 亿元，同比增长 64.7%。2026H1 非年化营运 ROE 为 7.4%，中期每股股息 0.98 元，同比增长 3.2%。

- 寿险业务：2026H1 NBV 保持增长，2026Q2 增速回落，多渠道质量继续改善。2026H1，公司寿险及健康险 NBV 248.47 亿元，同比增长 11.2%；2026Q2 单季 NBV 约 92.73 亿元，同比-1.8%，较 Q1 的+20.8%明显回落。上半年按标准保费口径 NBV 率 29.0%，同比下降 1.4 个百分点；代理人渠道 NBV 同比增长 5.4%，代理人人均 NBV 同比提升 14.1%；银保渠道 NBV 同比增长 18.0%。截至 2026 年 6 月末，公司代理人数量 32.5 万人，较年初下降 7.4%。

- 财险业务：保费与服务收入稳健增长，综合成本率维持优秀。2026H1，平安产险原保险保费收入 1,787.51 亿元，同比增长 4.0%；保险服务收入 1,718.79 亿元，同比增长 3.8%；综合成本率 95.1%，同比优化 0.1 个百分点，车险综合成本率 94.9%。2026Q2 单季，公司原保险保费收入约 878.00 亿元，同比增长 1.3%；保险服务收入 875.45 亿元，同比增长 3.6%。

- 投资端：2026H1 综合投资收益率同比回落，长期收益表现保持稳定。截至 2026 年 6 月末，保险资金投资组合规模 6.61 万亿元，较年初增长 1.9%；

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

2026H1 非年化综合投资收益率 2.1%，同比下降 1.0 个百分点。近 10 年平均净投资收益率 4.8%、平均综合投资收益率 4.9%。

- 银行业务保持增长：2026H1 平安银行营业收入 706.17 亿元，同比增长 1.8%；净利润 256.96 亿元，同比增长 3.3%；不良贷款率 1.05%，拨备覆盖率 219.58%。

风险提示：资本市场波动；保费增长不达预期；行业政策改变；外资进入导致的经营风险。

相关报告：《中国平安（02318.HK）：归母营运利润稳健增长；寿险 NBV 保持增长，财险 COR 维持优良》_20260821

汇丰控股（00005.HK）：2026H1 业绩强劲，净利息收益与财富管理共同驱动增长（张博）

- 展望及观点：根据公司财报发布日预测，公司 2026 年银行业务净利息收益指引由“约 460 亿美元”上调至“至少 460 亿美元”；公司维持 2026-2028 年不计须予注意项目之平均有形股本回报率不低于 17%、2026 年信贷成本约 45 个基点、目标基准成本同比增长约 1%以及普通股权一级资本比率 14%-14.5%的中期目标。董事会宣布第二次股息每股 0.10 美元，上半年累计股息每股 0.20 美元，并恢复最多 10 亿美元股份回购。

- 2026H1 收入与利润双位数增长：报告期内，公司列账基准收入同比增长 11%至 377 亿美元，列账基准除税前利润同比增长 23%至 195 亿美元，除税后利润同比增长 23%至 153 亿美元。不计须予注意项目之固定汇率收入及除税前利润分别同比增长 6%至 382 亿美元和 204 亿美元。列账基准利润增速高于调整后口径，主要由于 2025H1 包含交通银行相关摊薄及减值损失。

  1、银行业务净利息收益增长，净息差同比上行：2026H1 净利息收益同比增长 8%至 182 亿美元，银行业务净利息收益同比增长 7%至 229 亿美元；净利息收益率为 1.61%，同比上升 4 个基点。第二季度银行业务净利息收益环比增长 4 亿美元至 116 亿美元，受存贷款增长及结构性对冲资产以较高收益率再投资支持。

  2、财富管理与批发交易银行延续良好势头：财富管理手续费及其他收入同比增长 18%至 55 亿美元，其中投资产品分销、保险、私人银行和资产管理均录得增长；批发交易银行手续费及其他收入同比增长 4%至 61 亿美元。上半年全球净新增资金为 640 亿美元，其中亚洲为 570 亿美元。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

3、资产质量整体可控，成本增幅受简化节约对冲：预期信贷损失同比增加 4 亿美元至 24 亿美元，年化信贷成本为 47 个基点，主要包括批发业务第三阶段减值、中国香港商业房地产相关准备及中东不确定性准备。营业支出同比增长 2%至 174 亿美元；目标基准成本同比增长 2%，通胀和投资带来的增量部分被组织简化节约抵销。

4、存贷款增长恢复，资本支持股东回报：期内，公司表内客户贷款较 2025 年末增加 340 亿美元至 1.022 万亿美元，客户存款增加 410 亿美元至 1.828 万亿美元；按固定汇率口径分别增加 400 亿美元和 560 亿美元。期末普通股权一级资本比率为 14.1%，环比上升 10 个基点；上半年列账基准及不计须予注意项目之年化有形股本回报率分别为 18.2%和 19.1%。

- 组织简化目标上调，聚焦四大核心业务：公司将组织架构简化年化成本节约目标由 15 亿美元上调至约 20 亿美元，截至 2026 年上半年已采取措施实现约 17 亿美元年化节约，计划 2026 年末前落实约 20 亿美元。中国香港、英国、企业及机构理财、国际财富管理及卓越理财四大业务均实现收入增长，且不计须予注意项目之年化有形股本回报率均达到 17%或以上。

风险提示：全球利率和汇率变化导致银行业务净利息收益低于预期；中国香港商业房地产资产质量恶化；亚洲财富管理及跨境业务发展不及预期；成本控制及组织简化节约不及预期；公司经营及监管风险。

相关报告：《汇丰控股（00005.HK）：2026H1 业绩强劲，净利息收益与财富管理共同驱动增长》_20260806

华润置地（01109.HK）：优质购物中心资产价值释放（宋健/孙钟涟）

- 2026 年中期业绩符合预期：公司 2026 年中期营收 678.7 亿元，同比减少 28.5%，主要由于开发物业结算面积大幅减少导致；毛利 172.2 亿元，同比减少 24.4%；核心净利润为 101.6 亿元，同比增长 1.6%。毛利率和核心净利率分别为 25.4%和 15.0%。中期每股派息 0.2 元，公司中期业绩符合预期。
- 业务结构持续优化：公司的开发销售型业务、经营性不动产收租型业务、轻资产管理收费型业务 2026 年上半年收入分别为 452.6、141.6 和 84.5 亿元，营收占比分别为 66.7%、20.9%和 12.4%；对应的核心净利润分别为 35.1、56.2 和 10.3 亿元，占比分别为 34.5%、55.4%和 10.1%；其中经常性业务

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

（经营不动产+轻资产管理）的收入和核心净利润占比分别达到 33.3%和65.5%。

- 优质购物中心资产价值释放：公司 2026 年上半年购物中心营业额 124.4 亿元，同比增长 19.4%。截至 2026 年中期，公司在营购物中心数量维持在 98 座，出租率 98%，资产账面总值达到 2462.9 亿元。期内公司成功发行成都万象城机构间 REIT，公司将有序推进商业不动产 REIT 的发行，持续释放资产价值。公司将继续实施“一城多汇”及“多城多汇”的布局策略，预计在营购物中心到 2030 年末增至 127 个。
- 销售规模逆市增长，补充优质土储：公司 2026 年上半年合约销售金额 1165 亿元，同比增长 5.6%，逆市增长，销售规模保持行业前三。公司上半年新增土储 16 个，平均溢价率 4.2%，总建面 284 万平米，一、二线城市投资占比 99%。截至 2026 年中期，公司总土储面积 4712 万平米，其中开发物业土储面积 3923 万平米，土储在一、二线城市占比达到 66%。资产负债表扎实，融资成本新低：截至 2026 年中期公司净有息负债率为 41.0%，仍处于行业较低水平，平均融资成本降至 2.63%的新低，公司融资优势明显。
- 公司业务结构重塑，经常性业务的收入和利润占比持续提升。通过推进成熟购物中心的商业不动产 REIT 发行，不断释放优质资产价值。我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 2139、1848 和 1760 亿元，核心净利润分别为 190、216 和 230 亿元。

风险提示：宏观经济增长放缓；销售不及预期；租金收入不及预期。

相关报告：《华润置地（01109.HK）2026H1 业绩点评：优质购物中心资产价值释放》_20260909

古茗（01364.HK）：上半年利润率提升显著，店效保持增长（宋健/严宁馨）

- 我们的观点：公司去年下半年高速开店，2026 上半年同店稳增，规模效应持续显现，中期收入和利润均保持高速增长。展望下半年，我们认为公司有望延续保持同店稳健增长，长期开店空间仍然巨大，供应链优势持续强化。我们看好公司的成长性，预计公司 2026/2027/2028 年营业收入为 158.6/188.0/217.8 亿元，同比增长 22.8%/18.6%/15.8%，经调整净利润为 32.78/39.45/46.32 亿元，同比增长 27.3%/20.4%/17.4%。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

- 各项费用优化，利润高速增长：2026H1 公司实现营收 74.7 亿元，同比增长 31.9%。收入构成中，销售商品及设备 59.7 亿元，同比增长 32.8%；加盟管理服务 14.9 亿元，同比增长 28.9%；直营收入 727 万元，同比下降 7.2%。2026H1 毛利润为 24.9 亿元，同比增长 39.6%；经调整净利润为 15.7 亿元，同比增长 44.4%。毛利率为 33.4%，同比增长 1.8pct；销售、行政、研发开支占收入比例为 5.1%、2.8%、1.7%，同比下降 0.5、下降 0.5、下降 0.3pct；经调整净利率为 21.0%，同比增长 1.8pct，保持较高水平。
- 持续优化门店结构，主动调整开店节奏：截至 2026H1 公司的门店数量为 14351 家，同比增长 28%，其中一线、新一线、二线、三线、四线及以下城市同比增长 44%、19%、19%、37%、34%。2025H2 开店速度快于 2026H1，2026H1 门店数量较 2025 年底增长 6%，其中一线、新一线、二线、三线、四线及以下城市增长 10%、4%、2%、8%、8%。期内公司的关店率为 3.8%，处于健康水平。单店 GMV 保持增长趋势：2026H1 公司的 GMV 为 197 亿元，同比增长 40.1%，单店日均 GMV 为 7800 元，同比增长 2.6%；单店日均售出杯数为 440 杯，同比增长 0.2%；杯单价为 17.8 元，同比增长 3.0%。
- 咖啡战略稳步推进：截至 2026H1 公司的咖啡机配备门店达到 13500 家，渗透率 94%。公司保持上新速度，上半年推出 51 款新品，咖啡饮品上新 12 款。巩固供应链能力：截至 2026H1 公司共运营 24 个仓库，总建面 28 万方，可支持 8.2 万立方米冷库库容。99%门店均保持两日一配冷链配送，仓到店配送成本保持少于 1%GMV 占比。

风险提示：扩张进展不及预期；加盟模式持续性风险；供应链中断风险；食品安全问题；行业竞争加剧等。

相关报告：《古茗（01364.HK）2026H1 业绩点评：上半年利润率提升显著，店效保持增长》_20260901

蒙牛乳业（02319.HK）：液态奶筑底企稳，2026 年轻装上阵（宋健/张悦）

- 公司营收表现承压。2025 年公司实现收入 822.45 亿元（人民币，下同），同比下降 7.3%。由于年内收入下降，毛利下降 6.5%至 328.08 亿元；而得益于原奶价格下降，品类结构提升，毛利率同比微升 0.3pcts 至 39.9%。因年内销售收入下降，及公司强化费用投放效率，销售及经销费用同比减少 6.4%至 216.12 亿元；销售及经销费用率为 26.3%，同比上升 0.3 pct；其中，产品和品牌宣传及行销费用上升 4.2%至 74.11 亿元。行政费用下降 1.9%至 41.50

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

亿元，行政费用率为 5.0%，同比提升 0.2pcts。公司经营利润同比下降 9.5%至 65.64 亿元，经营利润率同比略降 0.2pcts 至 8.0%。归母净利润同比上升 1,378.9%至 15.45 亿元。

- 液态奶收入持续承压，但鲜奶事业部表现亮眼。2025 年，公司液态奶营收同比下降 11.1%至 649.39 亿元，收入占比为 79.0%，下降 3.4pcts。1）常温事业部：聚焦传统渠道坚持做、新渠道快速做，在 2025 年下半年加速品渠对位产品上市节奏，持续深化与电商平台、内容电商、直播电商与即时零售等区域平台的合作。2）低温事业部：积极推进会员店、即时零售、零食折扣、ToB 等高势能渠道合作。3）鲜奶事业部：2025 年鲜奶业务持续双位数增长，渗透率、市场份额均显著提升。报告期内公司鲜奶业务在大卖场、O2O、京东、天猫、拼多多等主流平台市场份额居行业首位。
- 其他分部增速：1）冰淇淋营收同比增长 4.2%至 53.93 亿元，收入占比 6.5%，提升 0.7pcts。“随便”冰淇淋持续深耕巧克力冰淇淋赛道，脆筒系列推出流芯、双享、小尖尖等多款脆筒冰淇淋，引领脆筒倒吃、现制拉花新潮流；2）奶粉营收同比增长 9.7%至 36.43 亿元，收入占比为 4.4%，同比上升 0.7pcts；3）奶酪营收同比增长 21.9%至 52.66 亿元，收入占比为 6.4%，同比上升 1.5pcts。4）其他业务收入同比增长 7.5%至 30.03 亿元。
- 投资建议：2025 年公司计提减值准备约 23.20 亿元，2026 年轻装上阵。预计公司 2026/2027/2028 年营收为 865.87/905.67/942.81 亿元，归母净利润为 49.75/55.47/62.25 亿元。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格上涨；食品安全问题。

相关报告：《蒙牛乳业（02319.HK）：液态奶筑底企稳，2026 年轻装上阵》_20260330

布鲁可（00325.HK）：出海和品类拓展带来增长新曲线（韩亦佳）

- 事件：公司发布截至 2025 年 12 月 31 日的年度业绩：收入同比+30.0%至 29.1 亿元，净利润扭亏为盈为 6.3 亿元，调整后净利润同比+15.5%至 6.7 亿元。点评：2025 年公司密集上新，面临新 IP 开发成本压力及海外业务物流成本压力，毛利率明显承压，但 25H2 新品加速放量，驱动利润表现优于预期，2025 年调整后净利同比+15.5%至 6.7 亿元。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

- 新品加速放量，驱动 25H2 收入环比增长加速，2025 年收入同比+30.0%至 29.1 亿元。海外市场下半年表现加速拓展，25H2 国内/海外收入分别环比+1.4/+1.0 亿元至 13.7/2.1 亿元，海外收入占比环比+5ppt 至 13%，目前已经搭建完亚洲、美洲、欧洲三大团队，2025 年美国和印尼是收入规模最高的 2 个国家。性价比优势稳固，平价和成人向产品突破成效显著，拼搭载具品类表现亮眼：25H2 9.9 元产品/16 岁+产品收入环比分别+1.1/+0.9 亿元至 3.3/2.9 亿元，占收入比重环比+5ppt/+3ppt 至 21%/18%，9.9 元产品 2025 年销量占比已经接近 50%；2025 年 11 月新推出拼搭载具品类表现超预期，2025 年销售 0.4 亿元，贡献 2.4%收入，海内外反馈均佳，供应紧俏，将作为第二大重点品类经营。

- 二梯队 IP 放量顺利，奥特曼启动产品周期升级。变形金刚放量顺利，2025 年收入同比+5.0 亿元至 9.5 亿元；奥特曼 2025 年收入同比-2.8 亿元至 8.1 亿元，启动产品周期升级，推出素体改造的群星 S 系列，产品热度有所恢复，并同步推出拼搭载具品类；假面骑士/英雄无限收入分别同比+1.6/-0.5 亿元至 3.3/2.6 亿元，2025 年前四大 IP 收入占比-10ppt 至 81%。公司继续扩充 IP 授权矩阵并扩宽授权范围，期末授权 IP 增加 23 个至 73 个，多个 IP 授权范围扩大至全球多数国家（包括变形金刚、部分漫威 IP、部分星球大战 IP、EVA、疯狂动物城等）。25H2 毛利率环比下降 2.9ppt 至 45.5%，全年毛利率同比-5.8ppt 至 46.8%，主要系海外前置仓物流成本增加、开发新品较多导致模具和 IP 分摊成本较高拖累；2025 年调整后净利率同比-2.9ppt 至 23.2%。

- 我们的观点：2025 年公司为快速上新的产研销磨合期，2026 年将更注重精细化运营，平衡业务扩张与盈利能力恢复。公司坚持全人群、全价位、全球化的增长战略，2026 年收入增长驱动力来自出海&拼搭载具&成人向产品线延拓，重点拓展北美和欧洲市场，IP 重点布局迪士尼系列。我们预计公司 26/27/28 年净利润分别同比+14.6%/+30.0%/+30.7%至 7.26/9.44/12.33 亿元，给予"增持"评级。

风险提示：IP 授权合作到期风险；行业竞争加剧风险；产品生命周期风险；政策监管风险；渠道管理风险。

相关报告：《布鲁可（00325.HK）：出海和品类拓展带来增长新曲线》_20260322

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

鹰普精密（01286.HK）：坚持长期主义，AIDC+航空业务助力戴维斯双击（张忠业）

- 我们的观点：鹰普精密 2025 年收入及利润均创历史新高。公司坚持长期主义经营，持续积累顶尖客户资源，业绩基本盘稳固。随着 AIDC（大马力发动机+液冷）、航空等终端订单释放、高毛利产品占比提升、墨西哥产能爬坡，公司收入及利润增长中枢有望上移。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.21、10.19、12.00 亿港元，分别同比+13.0%、+24.2%、+17.8%，看好公司业绩及估值的戴维斯双击。

风险提示：墨西哥工厂爬坡不及预期；终端需求不及预期；海外政治及政策波动风险；公司经营风险；汇兑风险等。

相关报告：《鹰普精密（01286.HK）：坚持长期主义，AIDC+航空业务助力戴维斯双击》_20260320

风险提示

相关公司风险提示请参阅正文内容

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与菏泽城投控股集团有限公司、华鲁国际财务（BVI）有限公司、华鲁控股集团有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、泰山金融国际商务公司、泰州国控投资集团有限公司、成都香城投资集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、重庆丰都实业发展集团有限公司、嘉兴市城市投资发展集团有限公司、长安银行股份有限公司、西安航天高技术产业发展集团有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、西安银行有限公司、陕西西咸新区沣西发展集团有限公司、成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、天府信用增进股份有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、兴证国际、澳门国际银行、中华人民共和国广东省人民政府、科学城(广州)融资租赁有限公司、福建漳龙集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、江苏运东控股集团有限公司、宿迁裕丰产业投资发展管理集团有限公司、山东黄金集团有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、淄博市财金控股集团有限公司、济南建设国际投资有限公司、济南城市建设集团有限公司、浙江能源国际有限公司、浙江省能源集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、资阳市投资控股集团有限公司、易控智驾科技股份有限公司、蒙城县开发区兴蒙投资有限公司、上海君赛生物股份有限公司、香港锦苑花卉有限公司、昆明产业开发投资有限责任公司、挚达科技、广州知易生物科技股份有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、绍兴市城市发展集团有限公司、深圳市星源材质科技股份有限公司、福建森达电气股份有限公司、申万宏源国际金融有限公司、申万宏源证券有限公司、江苏瀚瑞投资控股有限公司、山东省财金投资集团有限公司、山东省商业集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、杭州千岛湖鲟龙科技股份有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、山东高速、通汇资本国际有限公司、孝感市高创投资有限公司、湖北澴川国有资本投资运营集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、水发国际控股(BVI)有限公司、水发集团有限公司、扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、广盈投资有限公司、广州金融控股集团有限公司、昆山万源通电子科技股份有限公司、北京同仁堂医养投资股份有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、思源电气、国泰君安国际控股有限公司、博纳西亚（杭州）医药科技股份有限公司、聚辰半导体股份有限公司、青岛平度控股集团有限公司、铜陵中旭产业投资有限公司、嵊州市投资控股有限公司、环太湖国际投资有限公司、湖州南太湖国有控股集团有限公司、长春市城市发展投资控股(集团)有限公司、长发控股（香港）有限公司、愉欣国际有限公司、越秀地产、厦门睿云联创新科技股份有限公司、成都银行、内江投资控股集团有限公司、东台市城兴投资发展有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、江苏银行股份有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、米多多集团股份有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、海南橡胶、合盛农业有限公司、成都兴城投资集团有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、广州开发区控股集团有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、上海银行、四川港荣投资发展集团有限公司、临工重机股份有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、Xianjin Industry Investment Company Limited、SDG Finance Limited、Hanrui Overseas Investment Co., Ltd.（BVI）有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	**香 港（兴证国际）**
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk