

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 7 月 20 日，A/H 股回升，资金由高估值科技转向红利与平台龙头。沪指涨 0.9%，深成指跌 0.7%，创业板指涨 0.4%，上证 50 涨 3.0%，煤炭、电力、石油和白酒领涨，而 PCB、存储芯片等硬件板块延续去拥挤；恒生指数涨 2.4%，恒生科技涨 2.8%。能源、医疗保健和信息科技领涨。南向资金净卖出 59.62 亿港元，阿里巴巴、腾讯和智谱净买入居前，小米、建滔积层板和泡泡玛特遭净卖出。国内 1 年期和 5 年期以上 LPR 分别维持在 3.0% 和 3.5%，货币政策仍以结构性支持为主；美元兑离岸人民币升至约 6.770。
- 日本市场因假期休市，韩国股市延续去杠杆，KOSPI 跌 4.5%，反映高油价、利率上升与半导体拥挤交易仍在共同压制高 beta 资产。欧洲 STOXX 600 跌 0.3%，旅游休闲板块跌 1.0%，能源板块涨 1.0%；Ryanair 因季度利润下降 34% 而跌 4.6%，显示油价上升正直接挤压出行行业利润率，而能源股则继续获得通胀溢价。
- 美股连续第三日下跌，但半导体出现技术性反弹。标普 500 跌 0.2%，纳指跌 0.1%，道指跌 0.6%。软件、传媒和半导体收涨，汽车、医药生物和计算机硬件收跌。市场广度仍弱，投资者在大型科技财报前更倾向于降低指数风险、保留具备盈利确定性的个股敞口。
- 美债收益率全线上行，2 年期升约 4bps 至 4.21%，10 年期升 5.7bps 至 4.60%，30 年期升约 5bps 至 5.11%。原油上涨重新推高通胀和潜在加息风险，长端收益率同步受到期限溢价支撑；美国本周经济数据相对清淡，美联储亦进入议息会议前静默期，意味着短期利率定价将更多跟随油价和地缘局势。
- 大宗商品继续围绕中东供应风险交易。布伦特涨 1.3% 至 89.22 美元/桶，霍尔木兹海峡航运锐减推高风险溢价，但停火提议限制油价进一步上冲；黄金跌 0.1% 至 4010.30 美元/盎司，白银涨 1.4% 至 56.80 美元/盎司，铜涨 1.3% 至 6.30 美元/磅，天然气跌约 2.5% 至 2.84 美元/MMBtu。比特币涨 0.8% 至 65036 美元。

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	25,143	2.36	-1.90
恒生国企	8,382	3.01	-5.97
恒生科技	4,752	2.79	-13.85
上证综指	3,796	0.85	-4.35
深证综指	2,402	-1.33	-5.11
深圳创业板	3,443	0.42	7.49
美国道琼斯	51,839	-0.59	7.86
美国标普 500	7,443	-0.19	8.73
美国纳斯达克	25,508	-0.05	9.75
德国 DAX	24,847	0.06	1.45
法国 CAC	8,340	0.02	2.34
英国富时 100	10,525	-0.71	5.97
日本日经 225	64,141	0.00	27.42
澳洲 ASX 200	8,791	-0.06	0.88
台湾加权	42,450	-0.52	46.56

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	53,343	1.94	9.01
恒生工商业	12,676	2.80	-8.66
恒生地产	20,195	0.87	14.99
恒生公用事业	38,127	0.14	0.27

资料来源: 彭博

公司点评

■ MiniMax (100 HK, 买入, 目标价: 570 港元) - NDR 要点: 看好 2H26 模型升级; 商业化进展符合预期

我们于 7 月 17 日与 MiniMax 资本市场团队举行投资者沟通会, 核心要点如下: 1) M3 模型系列预计将在 2H26 迎来多次升级, 包括聚焦后训练以提升代码/智能体能力、以及更侧重扩大模型参数; 2) 海螺 3 视频模型已基本完成训练, 预计未来数周内正式上线; 3) 商业化推进节奏符合预期, 5 月末 ARR 达 4 亿美元, 全年目标维持不变, 计划在 FY26 末实现 10 亿美元 ARR。我们认为, 公司当前估值仅对应 9 倍 2026 年末 ARR, 风险收益比具备吸引力。新模型落地有望带动商业化提速与估值修复, 维持“买入”评级及目标价 570.0 港元。 ([链接](#))

■ 兖煤澳大利亚 (3668 HK, 买入, 目标价: 39 港元) - 2Q26 量价齐升

兖煤澳大利亚 (兖澳) 2Q26 权益产量/销量分别同比增长 15%/43%。销量增长较高主要是由于去年同期受发运延误影响导致基数较低。鉴于 2Q26 综合平均售价同比上升 13%, 我们预计兖澳在 2Q26 实现营收约 18.5 亿澳元 (同比增长 63%, 环比增长 53%)。7 月 (月初至今), 炼焦煤价格/ GC Newc 动力煤价格已分别同比上涨 > 30%/20%。

我们上调 2026E/27E/28E 盈利预测 55%/14%/7%, 主要是基于对动力煤和炼焦煤平均售价的假设有所提高。我们维持对兖澳的“买入”评级, 主因: (1) 厄尔尼诺现象导致北半球夏季处于高温状态, 支撑动力煤价格; (2) 中东地区持续的冲突对能源价格形成支撑。由于我们维持长期动力煤价格假设不变, 基于 NPV (净现值) 的目标价仅小幅上调至 39 港元 (此前为 38 港元)。同时, 我们目前尚未将 Kestrel 煤矿的收购纳入模型测算中, 主要由于我们正在等待相关批准 (兖澳预计审批将于 2026 年 9 月底前完成)。 ([链接](#))

■ 天数智芯 (9903 HK, 买入, 目标价: 878 港元) - 订单持续落地, 新品打开增长空间; 上调目标价至 878 港元

我们将天数智芯目标价上调至 878 港元, 对应 25.8 倍 2027E 市销率。我们看好公司在国内新兴 AI 加速器厂商中的竞争力, 核心在于其已逐步验证的大规模出货能力、大额订单获取能力及广泛的客户覆盖。近期公司获得字节跳动订单 (据路透社[报道](#)), 进一步提升了短期收入增长的确定性; 与此同时, 新发布的天垓 300 GPU 产品也有望成为 2027 年及以后的新增长引擎。随着订单持续转化、出货规模扩大以及产品矩阵不断完善, 我们认为公司有望进一步巩固国内 AI 加速器第一梯队地位。 ([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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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。