

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- A/H 股明显走强，上证指数涨 1.4%，深证成指涨 2.4%，创业板涨 3.1%，半导体、AI 算力硬件领涨；港股恒指涨 1.3%，恒生科技涨 1.6%。南向资金净买入 30.77 亿港元，中芯国际、智谱、腾讯控股、阿里巴巴和 MiniMax 获净买入，华虹宏力遭净卖出。宏观方面，中国 7 月工业增加值增速放缓至 4.5%，社零仅增 0.6%，固定资产投资降幅扩大，显示内需和投资动能进一步走弱，增量政策预期有所升温。美元走弱推动人民币继续升值，美元兑离岸人民币盘中跌破 6.740，人民币创三年多新高。
- 日本日经 225 涨 0.7%，二季度 GDP 弱于预期，一度缓解市场对日央行快速加息的担忧；韩国市场因假期休市。欧洲 Stoxx 600 跌 0.2%，全球长端利率上行和中东风险压制估值，但科技板块相对强势，ASML 涨 2.6%；消费板块偏弱，LVMH 跌超 2%。整体看，海外市场仍呈现 AI 硬件景气支撑科技、利率和能源价格压制消费与高久期资产的结构。
- 美股连续第二日下跌，道指和标普 500 均跌 0.5%，纳指跌 0.3%。但 AI 内部继续剧烈分化：闪迪涨 8.9%，西部数据涨 5.4%，美光涨 4.1%，Coherent 涨 7.8%，反映存储与光通信供需紧张仍有较强盈利确定性；微软跌 3.0%，Meta 跌 3.5%，高资本开支的云厂商继续受到长端利率和 AI 投资回报率担忧压制。资金正在进一步从 AI“开支方”向掌握产能、具备定价权的“收款方”集中，盈利确定性的重要性继续高于单纯的 AI 资本开支规模。
- 美债收益率熊陡，2 年期收益率升约 1 个基点至 4.18%，10 年期升约 3 个基点至 4.72%，30 年期升约 5 个基点至 5.31%，创 2007 年以来新高。尽管近期美国零售、就业及通胀数据均有所降温，长端利率反而持续上行，反映市场关注点正由联储政策利率转向财政赤字、长债供给、AI 相关企业融资以及能源通胀带来的期限溢价上升。这意味着加息预期下降并不必然对应金融条件全面宽松，长端利率仍是美股估值扩张的主要约束。
- 中东风险重新主导大宗商品，布伦特原油涨 2.6%至 90.81 美元/桶，三周来首次重回 90 美元上方，美伊临时安排到期且双方表态转趋强硬，供应风险溢价重新上升。黄金涨 1.0%至 4,420 美元/盎司，在美元走弱、地缘风险和长期财政担忧共同推动下创逾两个月高位。比特币涨约 2.4%至 6.43 万美元，与黄金同步上涨，显示投资者同时增加对非主权资产的配置。油价重新突破 90 美元是当前最值得关注的宏观变量，若持续上涨，可能重新推高通胀预期和长端收益率，抵消近期美国经济数据降温带来的利好。

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	25,453	1.34	-0.69
恒生国企	8,440	1.19	-5.31
恒生科技	4,782	1.58	-13.31
上证综指	3,983	1.41	0.35
深证综指	2,647	2.20	4.60
深圳创业板	3,740	3.14	16.76
美国道琼斯	53,460	-0.51	11.23
美国标普 500	7,745	-0.52	13.14
美国纳斯达克	26,645	-0.32	14.64
德国 DAX	26,339	-0.38	7.55
法国 CAC	8,580	-0.66	5.28
英国富时 100	10,720	-0.28	7.94
日本日经 225	69,220	0.74	37.51
澳洲 ASX 200	9,073	-0.46	4.12
台湾加权	45,857	0.10	58.33

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	54,149	1.66	10.66
恒生工商业	12,826	1.26	-7.58
恒生地产	20,085	0.52	14.36
恒生公用事业	38,761	0.35	1.93

资料来源: 彭博

宏观研究

■ 中国经济 - 经济放缓，政策将延续温和宽松

7 月份，中国经济因内需不振延续疲软态势，社会消费品零售总额、固定资产投资和房地产数据均低于市场预期并进一步走弱。工业增长小幅回落，但 AI 相关产出依然强劲。消费者信心持续低迷，家庭预防性储蓄率再次上升，同时新增信贷历史上首次收缩，显示家庭信心和消费意愿进一步恶化。尽管经济增长放缓，但下半年政策支持将更多是针对性稳增长而非全面宽松，因即便下半年 GDP 增速降至约 4.3%，仍足以实现全年 4.5% 增长目标的下限。国务院会议延续中央政治局的政策信号，要求加快财政资金投放，稳定“六张网络”等固定资产投资，加大对新兴产业的支持力度，但对消费和房地产支持力度有限。股市表现预计将持续高度分化，盈利前景较好的板块如 AI 硬件和具备全球竞争力的出口导向型行业有望继续跑赢，而其他内需相关的周期性板块则可能延续低迷。我们维持 2026 年 GDP 增长 4.6% 的预测，预计增速将从上半年的 4.7% 小幅放缓至下半年的 4.6%。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国保险行业 (优于大市) - 2Q26 保险资金规模突破 40 万亿，险资权益配置敞口创新高

国家金融监管总局披露 2026 年二季度保险资金运用情况。2Q26 保险资金运用余额突破 40 万亿达 40.82 万亿元，较年初+6.1%，环/同比+3.5%/+12.7%，实现连续 12 个季度同比双位数增速。截至 6 月底，行业总资产/净资产规模较年初 +6.2%/+11.1%，环比 +3.3%/+7.7%（对比 1Q26：环比 +2.8%/+3.2%），其中净资产增速更具韧性或受益于 2Q 股债市共振带动公允价值提升的影响。2Q26 沪深 300 指数大幅上涨 11.9% (1Q26: -3.9%)，10 年期国债收益率下行 8.1 个基点 (1Q26: -3.9 个基点)。2Q26 人身险/财产险公司险资余额 36.9 万亿元/2.5 万亿元，占比 90.3%/6.2%，较年初 +6.4%/4.9%。

从险资配置情况看，截至 2Q26，险资股票和证券投资基金规模 6.4 万亿元，占比 16.2%，环比+0.7 个百分点，其中股票投资 4.1 万亿元(占比 10.4%，环比+0.3 个百分点)，证券投资基金 2.3 万亿元(占比 5.8%，环比+0.4 个百分点)；债券投资规模 19.9 万亿元，占比 50.5%，环比持平；长期股权投资 3.0 万亿元，占比 0.9%，环比-4.2 个百分点；银行存款 3.0 万亿元，占比 7.7%，环比-0.4 个百分点；其他非标类资产 7.1 万亿元，占比 17.9%，环比-0.1 个百分点。1H26 险资核心权益资产规模较年初增长近 0.7 万亿元，其中二季度增长 0.49 万亿元，增幅占比达 70%。预计 2Q26 险资权益配置提速主要受结构性行情下权益资产公允价值大幅提升的影响，新增权益配置资金受偿付能力影响预计相对有限。2Q26 高股息及红利相关板块表现落后，中证红利/中证红利低波指数下降 12%/13%，权益资产公允价值增长或更多体现在 TPL 权益配置中，利好增厚险企 1H26 净利润及净资产。

2Q26 人身险公司核心/综合偿付能力充足率为 119.6%/169.7%，环比+1.5/-1.0 个百分点，财产险公司核心/综合偿付能力充足率为 214.3%/247.0%，环比+3.7/+4.4 个百分点。寿险核心偿付能力率基本企稳主要受头部险企资产重分类及集团对子公司资本补充的带动，行业中小险企寿险核心偿付能力充足率仍面临下行压力。

维持行业“优于大市”评级，中资保险股目前交易于 0.3-0.5 倍 FY26E P/EV 和 0.5-1.0 倍 P/B，股息率 3%-7%，2Q26 板块回调为业绩上行驱动估值修复

带来空间，关注中报业绩兑现窗口，推荐买入中国人寿-H (2628 HK, 买入，目标价：34 港元)、中国平安-H/A(2318 HK/601318 CH, 买入，目标价：86 港元/75 港元)和友邦(1299 HK, 买入，目标价 112 港元)。

下行风险：1) 利率大幅下行；2) 权益资产大幅波动；3) 监管政策大幅收紧等。 ([链接](#))

公司点评

■ 吉利汽车 (175 HK, 买入，目标价：27 港元) - 2Q26 业绩符合预期；出口及利润率动能持续

2Q26 业绩符合预期：吉利 2Q26 收入同比增长 14%、环比增长 7%至 898 亿元，毛利率环比扩大 0.9 个百分点至 18.4%，符合我们此前的预测。2Q 核心净利润（剔除外汇及非金融资产减值）同比大增约 61%至 51 亿元，较我们此前预测高约 1 亿元，对应单车核心净利润提升至约 7,200 元。

高端化稳步推进，成本优化持续兑现：我们认为，以吉利为代表的中国车企已具备进军高端市场的核心技术实力，成功打开了更广阔的潜在市场空间。随着行业技术差距逐步缩小，成本控制能力正成为关键的差异化竞争要素。得益于“一个吉利”战略的深化，内部协同效应持续释放、产品矩阵日益丰富，叠加与全球合作伙伴的战略联动，吉利的成本优化路径清晰可见。管理层指引 2H26 毛利率将环比继续提升，进一步印证了公司经营效率的实质性改善。

海外扩张进入快车道：我们将 2026 年海外销量预测上调 17%至 117 万台。管理层目标在三年内实现海外销量达 200 万台，长期来看海外销量将占吉利总销量的三分之二。我们维持此前判断：相较于同行“海外自建产能”或“仅布局新能源产品”的模式，吉利依托战略合作伙伴产能、推行多动力形式的全球化路径，长期看风险更可控，也更具可持续性。

盈利预测/估值：我们维持 2026-27 年销量预测分别为 328 万台及 370 万台，其中海外销量占比有所上调。小幅调整 2026-27 年净利润预测至 215 亿元及 256 亿元。维持买入评级，目标价 27 港元，基于 10x FY27E P/E。 ([链接](#))

■ 生益科技 (600183 CH, 买入，目标价：190 元人民币) - 二季度业绩强劲；AI 驱动产品结构升级，ASP 上调全面兑现

生益科技 1H26 业绩表现强劲，营业收入同比增长 50%至 190 亿元人民币，净利润同比大增 130%至 33 亿元人民币。2Q26 营业收入同比增长 54%、环比增长 34%至 109 亿元人民币，略低于彭博一致预期的 112 亿元人民币；净利润达到 21.3 亿元人民币，同比增长 147%、环比增长 84%，显著高于一致预期的 17 亿元人民币。2Q26 毛利率由 1Q26 的 28.1%提升至 32.6%，超过 30.4%的一致预期。本次业绩进一步印证了我们的判断，即生益科技仍是 AI 基础设施上行周期的核心受益者。我们重申“买入”评级，并将目标价由 90 元人民币上调至 190 元人民币，估值基准由 35 倍 2026 年预测市盈率切换至 40 倍 2027 年预测市盈率，约相当于公司过去一年远期市盈率均值以上两个标准差。我们预计 2025–28E 收入和净利润复合增速分别达到 47%和 68%，对应 PEG 为 0.58 倍。我们分别上调 FY26/27E 收入预测 16%/39%，并上调净利润预测 15%/31%，主要反映 AI 相关覆铜板及 PCB 需求强劲，以及 ASP 上调和高端产品占比提升带来的毛利率假设上调。 ([链接](#))

■ **翰森制药 (3692 HK, 买入, 目标价: 47.19 港元) - 多个创新资产具备全球重磅潜力**

翰森制药持续展现稳健的收入增长与盈利兑现能力, 核心支撑来自创新药业务的强劲放量。作为中国领先创新药企业, 公司多年高强度研发投入正逐步进入收获期, 体现为高质量 BD/out-licensing 持续落地, 以及差异化管线不断读出积极数据。我们维持买入评级, 目标价上调至 47.19 港元。

创新药延续高增长, 收入扩张趋势明确。近年来, 公司收入持续稳健扩张, 主要受阿美替尼及其他创新产品快速增长带动。若剔除 BD 收入, FY25 创新药收入同比增长 30%, 延续较强增长动能。管理层指引 FY26 公司整体收入实现双位数增长, 其中剔除 BD 后创新药收入预计增长接近 20%。中长期看, 管理层提出阿美替尼到 2030 年销售额达到 80 亿元人民币的目标。我们认为, 后续增量有望来自与 c-MET 抑制剂、EGFR/c-MET 双抗等联合治疗策略, 第四代 EGFR TKI 的推进也有望进一步延长产品生命周期。

BD 收入有望成为长期利润来源。公司持续保持较高研发投入, 2020 至 2026E 研发费用 CAGR 达 23%。当前翰森拥有 40+ 临床阶段创新资产, 并计划每年推进 8-10 个新分子进入临床。公司已与 GSK、罗氏、再生元、默沙东、Glenmark 等全球药企达成多项 out-licensing 交易, 持续验证其研发与商务拓展能力。我们预计, 随着高效研发执行持续兑现, out-licensing 带来的 BD 收入将逐步常态化, 并成为重要的长期利润贡献来源。

多个项目具备全球重磅潜力。公司多项核心管线具备全球化开发和潜在重磅价值。HS-20093 (B7-H3ADC) 已在 ES-SCLC、CRPC、NSCLC 等多个瘤种中展现积极活性, 尤其在 IO 耐药非鳞 NSCLC 中, 与 PD-L1 单抗联用显示出较具吸引力的 PFS 信号。根据规划, GSK 拟于 2026 年下半年启动其在一线 ES-SCLC、后线 mCRPC、化疗初治 mCRPC 的全球 III 期, 并于 2027-2028 年进一步拓展至 mHSPC、二线 NSCLC 及一线 NSCLC。另一款 HS-20089 (B7-H4ADC) 也正被 GSK 快速推进, 预计 2026 年启动 5 项全球 III 期妇科肿瘤研究。代谢领域方面, 公司已布局较完整的 GLP-1 管线, 其中 HS-20094 (GLP-1/GIP) 已处于 NDA 阶段, 减重数据亮眼, 且胃肠道耐受性表现较优。HS-20118 作为差异化口服 IL-23 资产, 具备每周一次给药潜力, 并可通过 NewCo 模式带来额外战略价值。除此之外, 公司在第四代 EGFR TKI、MET/EGFR ADC、KRAS G12D 抑制剂、SEZ6 ADC、口服 PCSK9、OX2R、P2X3 等方向亦具备进一步全球 BD 潜力。

维持买入。我们持续看好翰森完成经营指引的能力, 以及创新药管线的长期价值兑现。我们将公司目标价上调至 47.19 港元, 维持买入评级。

([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 个月内与本报告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上责任。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策。

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。