

# 每日投资策略

## 行业/公司点评

### 全球市场观察

- 5月21日，A股午后明显回落，上证指数跌2.0%，创业板指跌2.4%。银行和汽车相对抗跌，软件服务、半导体链和房地产显著承压，显示前期拥挤的科技交易进入获利了结。港股高开低走，恒指跌1.0%，恒生科技指数跌2.2%。医疗保健和金融收涨，信息技术、非必需消费和能源领跌。南向资金净卖出61.05亿港元，主要净买入阿里巴巴、胜宏科技和中国移动，主要净卖出友邦保险、小米和长飞光纤光缆。离岸人民币纽约尾盘报6.8001，仍接近三年高位。
- 日韩股市大幅反弹，受美伊谈判进展新闻提振。日经225涨3.1%，韩国KOSPI大涨8.4%。英伟达强劲业绩强化AI硬件盈利预期，三星电子罢工计划暂缓进一步消除存储供给扰动风险，推动韩国半导体交易快速修复。欧洲STOXX 600基本持平，德国和法国5月私营部门活动收缩，油价冲击后的滞胀风险与欧洲央行加息预期抵消了AI产业链带来的支撑。
- 美股震荡收涨，标普500涨0.2%，纳指涨0.1%。英伟达业绩强劲但股价跌1.8%，显示AI龙头的高预期已充分计价；食品、能源和半导体设备收跌，计算机硬件、服装和医药生物收涨。
- 美债收益率曲线明显趋平，10年期美债收益率跌1.6bps至4.57%，30年期跌3.1bps至5.09%，2年期则升2.8bps至4.08%。美国5月制造业PMI初值升至55.3，创四年新高，初请失业金人数下降，住房开工与建筑许可亦优于预期，继续抬高短端政策利率预期；但油价回落压低近期通胀风险溢价，推动长端收益率下行。
- 大宗商品仍由美伊谈判消息驱动，布伦特跌2.3%至102.58美元/桶。现货黄金基本持平于4540.60美元/盎司，现货白银涨0.9%至76.61美元/盎司，COMEX铜涨0.2%；比特币基本持平于7.76万美元。油价回落暂时缓解再通胀压力，但贵金属与加密资产未明显扩张，显示市场仍在等待地缘风险进一步明朗。

### 招银国际研究部

 邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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	25,387	-1.03	-0.95
恒生国企	8,475	-1.51	-4.92
恒生科技	4,769	-2.15	-13.54
上证综指	4,077	-2.04	2.73
深证综指	2,800	-2.40	10.64
深圳创业板	3,830	-2.35	19.56
美国道琼斯	50,286	0.55	4.62
美国标普500	7,446	0.17	8.77
美国纳斯达克	26,293	0.09	13.13
德国DAX	24,607	-0.53	0.48
法国CAC	8,086	-0.39	-0.78
英国富时100	10,443	0.11	5.16
日本日经225	61,684	3.14	22.54
澳洲ASX 200	8,622	1.47	-1.06
台湾加权	41,368	3.37	42.83

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	53,033	0.27	8.38
恒生工商业	12,801	-1.90	-7.76
恒生地产	21,924	0.05	24.84
恒生公用事业	40,806	-0.08	7.31

资料来源: 彭博

## 行业点评

### ■ 半导体行业 - Nvidia 1QFY27 业绩：AI 工厂的经济效益拓展了增长空间

Nvidia (NVDA US, 未评级) 再次交出超预期的业绩并上调指引, 但更重要的启示在于, AI 基础设施的经济性正在变得更加可持续。公司 1QFY27 收入同比增长 85%、环比增长 20% 至 820 亿美元, 高于彭博一致预期, 非 GAAP 毛利率稳定在 75%。除业绩超预期外, 管理层将 AI 数据中心定义为能够产生收入的 AI 工厂, 客户关注的核心不再是初始硬件 ASP, 而是全生命周期内的 token 成本效率。我们认为, 这是 Nvidia 护城河的关键所在: 快速下降的单位 token 成本、更快的部署速度以及广泛的工作负载兼容性, 共同提升客户 ROI, 并支撑 AI 资本开支持续增长。叠加截至 CY2027 的 1 万亿美元 Blackwell/Rubin 收入可见度、Vera CPU 带来的增量变现空间, 以及更大规模的股东回报计划, 本季度业绩缓解了市场对于 FY27 仅为一年期需求高峰的担忧, 并进一步强化 Nvidia 从 GPU 供应商向全栈 AI 工厂平台转型的逻辑。公司指引 2Q 收入为 910 亿美元, 高于彭博一致预期的 880 亿美元, 非 GAAP 毛利率维持在 75%。 ([链接](#))

### ■ 中国保险行业 - 1Q26 保险资金运用点评：核心权益占比维持中双位数；寿险核心偿付能力充足率环比回升

金融监管总局公布 1Q26 保险资金运用情况。1Q26 保险公司（含人身险和财产险）资金运用余额达 39.4 万亿元, 环比+2.5%, 同比+12.9%, 得益于保费收入稳健增长（1Q26: +6.3%）。截至 1Q26 末, 保险行业总资产和净资产较年初+2.8%/+3.2%, 较好地反映了险资资金运用余额的增长趋势。人身险和财产险公司 1Q26 保险资金运用余额分别为 35.6 万亿元/2.5 万亿元, 占比 90.1%/6.3%, 较年初+2.6%/+2.3%。

从资产配置角度看, 1Q26 保险资金运用呈现三大趋势: 1) 核心权益占比延续高位至 15.5%, 其中权益基金增幅超越股票, 环比+5%至 2.1 万亿元, 占比 5.4%, 环比+0.1pct, 体现险资增配权益基金的意愿回暖; 股票余额环比+2.7%至 3.8 万亿元, 占比 10.1%, 环比持平。长期股权投资环比+5%至 2.98 万亿元, 占比 7.8%, 环比+0.2pct, 主要由人身险公司增配长股投资资产带动, 反映人身险公司对提升优质股权资产配置以获取稳健投资收益的重视。1Q26 保险公司总权益投资敞口达 23.4%, 环比+0.4pct。2) 债券持续成为险资大类资产配置的“压舱石”, 1Q26 保险行业债券配置规模达 19.2 万亿元, 占比 50.5%, 较年初+0.1pct; 其中人身险和财产险公司债券配置环比+2.7%/+3.2%, 体现了在年初利率高点择时配置的结果。3) 银行存款和其他（含非标）资产的增幅及占比较年初下行, 1Q26 银行存款环比+1.2%至 3.1 万亿元, 增速环比-4.9pct, 占比 8.1%, 较年初-0.1pct, 预计主要受银行存款利率持续下行的影响。其他资产环比+0.8%至 6.86 万亿元, 增速环比-1.7pct, 占比 18%, 较年初-0.4pct, 主要受存量非标到期和新增优质非标资产欠缺的影响。

偿付能力充足率方面, 寿险公司核心偿付能力充足率 1Q26 环比回升 3.1 个百分点至 118.1%, 部分缓解市场对保险公司加仓二级权益导致资本消耗过快的担忧。1Q26 行业寿险核心偿付能力充足率回升, 预计主要受头部寿险公司资产重分类和集团对子公司增资的正向带动（如中国人寿、平安人寿）, 中小型险企的核心偿付能力充足率在权益加仓的背景下或仍面临较大压力。

估值：当前板块交易于 0.3-0.6 倍 FY26E P/EV 和 0.6-1.1x FY26 P/B，股息率 3%-7%。推荐买入中国平安 (2318 HK/601318 CH，目标价：86 港元/人民币 75 元)、中国人寿 (2628 HK，目标价：34 港元) 和中国财险 (2382 HK，目标价：20 港元)。我们看好险资资产配置结构优化带动投资收益稳健增长，驱动估值修复的上行空间，维持行业“优于大市”评级。  
[\(链接\)](#)

## 公司点评

### ■ 网易 (NTES US, 买入, 目标价: 155.0 美元) - 1Q26 业绩: 利润率改善支撑盈利好于预期; 2H26 游戏储备良好

网易公布 1Q26 财务业绩：总营收同比增长 6% 至人民币 306 亿元，较彭博一致预期/招银国际预期高 4/2%，主要得益于常青游戏的良好表现；非 GAAP 净利润同比持平在 113 亿元，超出一致预期/招银国际预期 13%/4%，主因毛利率改善幅度超预期（同比提升 5.3 个百分点），叠加费用管控成效显著。展望未来，《遗忘之海》《无限大》等多款重点游戏预计将在 2H26 至 2027 年陆续上线，有望推动游戏收入增速自 2H26 起逐步加速。受益于利润率大幅改善，我们上调 FY26 至 28 年盈利预测 2%-4%；但考虑游戏行业估值下行，我们将基于分部估值法的目标价下调至 155.0 美元（前值：161.5 美元）。考虑公司的优质游戏储备及稳健的盈利增长，我们维持“买入”评级。  
[\(链接\)](#)

### ■ 同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 25.0 港元) - 1Q26 业绩好于预期; 油价走高或影响短期收入增长

同程旅行于 5 月 21 日发布 1Q26 业绩：公司总收入达到 50 亿元人民币，同比增长 14.4%，分别高于招银国际预期和彭博市场一致预期 1%/3%。调整后净利润为 9.41 亿元，同比增长 19.4%，分别超出招银国际预期和市场一致预期 2%/3%。核心 OTA 业务的收入和营业利润分别较我们的预期超出 1% 和 2%。管理层指出，受机票价格上涨及航班运力下降影响，交通和酒店业务在短期内面临增长压力，国内长途出行的需求可能比出境游更受影响，因为其消费者群体对价格更敏感。然而，暑期旅游高峰期间的强劲需求可能有助于推动恢复。我们将 2026 年收入及非 GAAP 净利润预测各下调 3%，并将基于 DCF 模型的目标价下调至 25 港元（此前为 25.5 港元），对应 2026E 非 GAAP 市盈率 14.4 倍。维持“买入”评级。  
[\(链接\)](#)

### ■ 蔚来 (NIO US/9866 HK, 上调至买入, 目标价: 7 美元/55 港元) - 沉疴已除, 拐点将至

1Q26 毛利率超预期。蔚来 1Q26 收入同比增长 112%（销量同比+98%），基本符合我们的预期，毛利率环比扩大至 19.0%，创 4Q21 以来最高，较我们预测高出 1.7 个百分点；销管研发费用均略低于我们预期，1Q 实现经营亏损人民币 3.09 亿元，净亏损 4.96 亿元，好于我们此前的预测（-7.41 亿元）。

持续的成本削减和产品结构改善提升盈利可见性。过去，我们担心蔚来投入过重，以及新车型热销仅为昙花一现。如今，这些问题正在得到解决。蔚来自 2025 年以来的组织变革实现了可持续的成本削减。此外，低毛利的其他业务也逐季改善，1Q26 毛利率达到 20.6%，管理层指引其他业务毛利率将在全年维持 20% 的水平，超出我们的预期。ES8 的订单节奏也明显好于此

前的车型。我们维持 2026 年销量预测为 46 万台，并将 2026 年毛利率预测上调 1.5 个百分点至 17.6%，我们预测蔚来 2026 年 GAAP 净亏损将大幅收窄至 13 亿元，并实现 Non-GAAP 经营利润 1.45 亿元。我们预计蔚来 2027 年将实现 GAAP 净利润 3.24 亿元。

高端定位更容易消化原材料上涨压力。我们认为中国消费者现在对各家造车新势力有了更清晰的认知，蔚来豪华品牌的定位得到巩固。这使其在原材料上涨压力下获得相比竞争对手更好的议价能力和毛利韧性。我们认为蔚来基本面反转的信号已经出现，将评级从“持有”上调至“买入”，将美股/港股目标价分别上调至 7 美元/55 港元，基于 0.9x FY26E P/S（前值：6 美元/47 港元，基于 0.8 倍 FY26E P/S）。（[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有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。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来进行交易。

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。