

每日投资策略

行业深度/公司点评

全球市场观察

- 8 月 14 日（上周五），A/H 股表现分化。沪指基本持平，深成指、创业板分别涨 0.5%、1.1%，成交额缩至 2.14 万亿元；隔夜美股存储行情带动 CPO、PCB、存储及半导体走强。港股明显偏弱，恒指、恒生科技分别跌 1.1%、1.8%。防御性板块包括原材料、电信服务和必需性消费等收涨，医疗保健、可选消费和金融领跌。南向资金净卖出 13.16 亿港元，阿里巴巴、建滔积层板和中国人寿净卖出居前，MiniMax、腾讯和中芯国际获净买入。美元走弱缓解人民币外部压力，但 A/H 股短期驱动仍主要来自产业景气而非宏观增量。
- 日韩股市延续 AI 修复行情，韩国 KOSPI 大涨 2.4%，连续第五日上涨，前期去杠杆后海外资金重新回流存储链；日经 225 涨约 0.6%，但日元因市场预期日央行最快 9 月再度加息而走强，未来日股仍面临盈利改善与利率正常化之间的拉锯。欧洲 Stoxx 600 跌 0.2%，结束连续四周上涨，油价回升与地缘风险压制风险偏好，但二季度盈利保持强劲，欧洲市场相对较低的 AI 权重也使其继续受益于全球资金分散配置。
- 美股小幅回调，道指、标普 500 和纳指分别跌 0.2%、0.2%和 0.3%。软件服务、医药生物和交通领跌，能源、汽车和工业收涨。七巨头整体表现平淡，英伟达基本持平，科技基金连续六周净流入后首次转为流出，而全球股票基金连续第 12 周吸金，显示资金开始向 AI 之外扩散，市场结构较前期更健康，但高估值 AI 资产的容错率进一步下降。
- 美债曲线明显陡峭化，2 年期收益率降至 4.17%，10 年期最终反弹约 5bps 至 4.68%，30 年期升至 5.25%。美国 7 月零售销售环比意外下降 0.6%，核心控制组下降 0.4%，8 月密歇根消费者信心由 55.2 降至 51.0，叠加此前就业、CPI 和 PPI 降温，市场对 9 月继续加息的预期进一步下降。但 10 年期收益率在数据后下探 4.63%后反而回升，反映短端交易增长降温和联储停止加息，长端则继续交易能源通胀、财政供给和期限溢价。市场相信政策利率接近顶部，但尚未相信通胀风险已经消失。
- 大宗商品重新受到地缘风险主导，布伦特涨 1.7%至 88.52 美元/桶，全周上涨 6.0%。霍尔木兹海峡再有船只遇袭、美伊谈判进展受阻，海峡原油流量仍显著低于冲突前水平，供应风险溢价重新抬升。黄金涨 0.6%至 4,376 美元/盎司，同时受益于美元走弱、加息预期下降和避险需求。

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	25,117	-1.10	-2.00
恒生国企	8,341	-1.02	-6.43
恒生科技	4,708	-1.77	-14.65
上证综指	3,927	0.01	-1.05
深证综指	2,590	0.33	2.34
深圳创业板	3,626	1.12	13.21
美国道琼斯	53,732	-0.20	11.80
美国标普 500	7,786	-0.17	13.74
美国纳斯达克	26,729	-0.28	15.00
德国 DAX	26,440	0.53	7.96
法国 CAC	8,637	-0.16	5.98
英国富时 100	10,750	-0.21	8.24
日本日经 225	68,714	0.59	36.50
澳洲 ASX 200	9,115	-0.80	4.60
台湾加权	45,811	-0.46	58.17

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	53,267	-1.36	8.86
恒生工商业	12,666	-1.00	-8.73
恒生地产	19,981	-1.23	13.77
恒生公用事业	38,626	0.21	1.58

资料来源: 彭博

行业深度

■ 汽车行业 - 以智能车为鉴，挖掘人形机器人投资机会：本体百家争鸣，零部件率先兑现

我们认为行业仍处于“1 到 N”的早期阶段，回顾新能源智能车的发展历史，仍需经历多轮的淘汰赛，在决出胜负手之前，AI 智能和造血能力是所有本体厂商竞争力的核心。相较于创业公司，智驾能力排名头部的车企在这两个方面均有显著优势。而在创业公司中，最头部的本体公司凭借其垂直整合的成本优势和品牌效应形成的融资能力亦有较大的概率进入决赛圈。

“大小脑”算法：我们认为目前“大小脑”算法路线还未收敛，但似乎在复刻智驾的发展路径，从分层协同向端到端演进，VLA 和世界模型逐渐成为目前的主流。与智驾发展早期类似，数据成为算法进化的主要瓶颈。

零部件：借助中国的产业链优势和工程师红利，零部件成本快速降低，且仍有显著的降本空间。稳定的量产交付能力和成本优势将是零部件企业最核心的竞争力。相较于本体厂商胜负难分，我们认为目前上游零部件的投资确定性更高。三大关键零部件过去市场规模小，人形机器人的应用显著打开市场的天花板，有望带来几倍到十几倍不等的市场增量：1) 谐波减速器：关键是制造工艺的一致性和成本控制，竞争格局较好，推荐来福谐波（3952 HK，买入）；2) 行星滚柱丝杠：关键是磨床设备，核心企业包括具备上游设备能力的双林股份（300100 CH，未评级）；3) 无框力矩和空心杯电机：关键是设计，随着新型电机技术的发展，初创公司或将挑战现有玩家的地位。

（[链接](#)）

公司点评

■ 中芯国际（981 HK，买入，目标价：119.00 港元）- 2Q 业绩超预期；定价回暖、盈利修复

中芯国际二季度收入创历史新高，达到 30.06 亿美元，同比增长 36.1%、环比增长 20.0%；毛利率为 25.3%，同比提升 4.9 个百分点、环比提升 5.2 个百分点，均高于公司指引上限及彭博一致预期。三季度指引仍然积极，收入预计环比增长 2-4%，毛利率达到 26-28%，主要受益于高产能利用率及持续的价格改善。基于二季度超预期业绩及三季度指引，我们将 FY26/27 收入预测分别上调 5.3%/9.2%，毛利率预测分别上调 3.4/2.3 个百分点。维持“买入”评级，目标价上调至 119 港元，对应 5 倍 2027 年市净率。（[链接](#)）

■ 智谱（2513 HK，买入，目标价：1503.90 港元）- GLM-5.3 发布，展现强劲能力

智谱于 8 月 14 日发布 GLM-5.3。尽管 GLM-5.3 与 GLM-5.2 采用相同的基座模型，但智谱通过后训练 Scaling，显著提升了模型的智能上界。我们认为，GLM-5.3 在编程和 Agent 能力方面实现了显著提升，同时在模型性能与 Token 效率之间取得了更好的平衡。该模型亦展现出初步的网络安全能力，尤其在网络安全任务链较前端的环节（如漏洞验证）表现较强，但在完整漏洞利用链条任务方面仍有进一步提升空间。我们认为，GLM-5.3 的发布将成为股价的积极催化剂，并继续看好智谱的长期增长前景。重申“买入”评级，目标价 1,503.9 港元。（[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。