

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- 7 月 21 日，A/H 股科技主线强势修复。沪指涨 1.8%，深成指涨 4.8%，创业板指涨 7.1%，科创 50 涨超 10%，存储芯片与半导体领涨，反映前期快速去杠杆后资金集中回补高弹性硬件；恒生指数基本持平，恒生科技涨 1.3%，华虹宏力、中芯国际、智谱大涨。南向资金净买入 71.67 亿港元。证监会释放加强逆周期调节的稳市场信号，进一步改善短期风险偏好；美元兑离岸人民币收于 6.767，人民币小幅走强。
- 日韩股市从超卖区间大幅反弹，欧洲科技股同步修复。日经 225 涨 3.3%，韩国 KOSPI 涨 3.6%，铠侠涨 17.2%，三星电子和 SK 海力士分别涨 6.8% 和 4.9%，说明 AI 长期逻辑尚未被证伪，但本轮上涨更多是前期大跌后的空头回补。欧洲 STOXX 600 涨 0.6%，ASML 涨 4.7%、英飞凌涨 6.8%，芯片股反弹抵消油价上涨对欧洲制造业和消费板块的压力。
- 美股由半导体和高动量资产领涨。标普 500 涨 0.9%，纳指涨 1.3%，道指涨 0.7%，费城半导体指数涨 5.2%；存储芯片指数大涨 11.1%，闪迪涨 14.3%，西部数据和美光均涨超 12%，英特尔因进一步裁员涨近 9%。市场重新交易 AI 需求和成本改善，但在大型科技财报验证资本回报率前，本轮上涨仍更接近超跌修复，而非估值中枢重新扩张。
- 美债收益率全线上行，2 年期升 5.5 个基点至 4.26%，10 年期升 3.4 个基点至 4.63%，30 年期升约 2 个基点至 5.13%。油价升破 90 美元重新推高通胀和加息尾部风险，在缺乏重要经济数据的情况下，能源冲击成为利率定价的核心变量。
- 大宗商品普遍上涨，地缘风险与供应紧张同时推升能源和金属。布伦特涨 2.0% 至 91.01 美元/桶，美伊冲突及胡塞武装威胁封锁沙特港口抬高供应溢价；现货黄金涨 1.8% 至 4,078.31 美元/盎司，白银涨 4.2% 至 58.80 美元/盎司，铜涨约 1.5%，反映避险需求与实物供应偏紧共振。天然气涨 0.2% 至 2.865 美元/MMBtu，比特币涨约 1.6% 至 6.6 万美元，风险资产修复仍具一定广度。

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	25,132	-0.04	-1.94
恒生国企	8,361	-0.25	-6.20
恒生科技	4,815	1.32	-12.71
上证综指	3,864	1.79	-2.63
深证综指	2,488	3.58	-1.71
深圳创业板	3,686	7.05	15.07
美国道琼斯	52,225	0.74	8.66
美国标普 500	7,509	0.89	9.70
美国纳斯达克	25,837	1.29	11.17
德国 DAX	25,011	0.66	2.13
法国 CAC	8,363	0.28	2.62
英国富时 100	10,586	0.58	6.59
日本日经 225	66,232	3.26	31.57
澳洲 ASX 200	8,793	0.02	0.91
台湾加权	44,233	4.20	52.72

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	53,167	-0.33	8.65
恒生工商业	12,691	0.12	-8.55
恒生地产	20,180	-0.07	14.91
恒生公用事业	38,105	-0.06	0.21

资料来源: 彭博

行业点评

■ 互联网行业 - 2026 WAIC：从数字世界走向物理世界

我们参加了 7 月 17 至 20 日举办的 2026 年世界人工智能大会 WAIC，总结出以下核心趋势：1) AI 基础设施的优化探索持续深化，Agentic 时代更大规模 MoE 模型、更长上下文序列、更低推理时延对基础设施提出挑战，超节点或是 Agentic AI 时代算力基础设施的主流形态，而具备从算力规划、模型选型到应用部署全流程服务能力的基础设施服务商或亦有望享受行业发展红利；2) AI 从数字世界走向物理世界的探索持续推进，具身基座模型实现机器人的泛本体泛化、实现技术全链条自主可控、将 AI 交互能力在硬件终端有效落地、优化规模化部署成本等方面的突破成为关注焦点；3) AI 从应用到终端持续落地，探索场景全面铺开，其中 C 端应用深化渗透刚需场景、呈现普惠化特征，而企业 AI 的探索围绕推动组织优化、深化经验沉淀、实现组织智能展开。在 AI 的下半场，当算力、模型能力、硬件、平台、生态逐步打通，智能体有望从技术概念走向生产力而对物理世界带来更多的改变。AI 主题下，在我们覆盖的股票池中，我们持续看好腾讯、阿里巴巴、智谱、Minimax 的发展前景。
([链接](#))

公司点评

■ 正力新能 (3677 HK, 买入, 目标价: 13 港元) - NDR 要点更新及 1H26 业绩前瞻

长期强劲增长路径明确：我们于 7 月 18-19 日在港深组织了多场正力 NDR，期间管理层重申 2026 年出货量目标为 30GWh 以上，并将储能电池出货量指引上调至 5-6GWh，使储能电池占比提升至 15-20%。公司已为其新增 35GWh 产能的大部分（其中 20GWh 用于储能系统）锁定了订单，奠定了明年出货量的持续高增长，这也增强了管理层 2027-28 年进一步扩产的信心。又一位于常熟的新工厂预计于 2026 年底前开工建设，将推动正力在 2028 年底前总年产能达到 120GWh。管理层详细解释了其生产线的灵活设计，可在动力电池和储能电池之间无缝切换，以适应不断变化的市场需求。另一方面，管理层预计约 80% 的碳酸锂价格上涨可传导至下游，我们估算，在其他条件不变的情况下，或影响毛利率约 3 个百分点。

1H26 业绩前瞻：我们预计其 1H26 电池出货量为 13GWh，收入将同比增长 68% 至 53 亿元，毛利率同比收窄 2.2 个百分点至 15.7%，同时考虑了原材料价格波动和规模效应的提升。我们估算销管研费用合计占比同比下降 4 个百分点至 9.9%，带动 1H26 营业利润同比增长 175% 至 3.33 亿元，净利润同比增长 78% 至 3.92 亿元。

盈利/估值：我们预计 2026 年销量同比增长 62% 至 32GWh，但因 1H26 毛利率低于预期，将 2026 年净利润预测下调 25% 至 10.9 亿元。我们预计 2027 年销量为 58GWh，下调 2027 年净利润预测 10% 至 18.6 亿元。维持买入评级，目标价下调至 13 港元，基于 15x FY27E P/E。([链接](#))

■ 途虎 (9690 HK, 买入, 目标价: 18 港元) - 1H26 业绩前瞻：门店逆势扩展

1H26 业绩前瞻：我们预测 1H26 收入同比增长 11% 至 87 亿元，得益于门店扩展快于预期（上半年净增约 800 家），毛利率环比持平，同比下滑 2 个百分点至 23.2%，主因消费疲软。尽管公司 1H26 可能增加了营销支出，但我们预计合计运营费用率（含运营与支持、销管研费用）将同比下降 1 个百分

点至 22.7%，得益于 AI 赋能带来的人员节省。因此，我们预计途虎 1H26 调整后净利润（剔除股份支付）同比下降 48%、环比下降 27%至 2.12 亿元。

宏观复苏后弹性显著：我们认为 1H26 更快的门店扩张进一步印证了我们此前的观点：途虎在行业整合期优先考虑市场份额扩张而非短期高利润增长，以巩固其领先地位。根据我们的渠道调研，途虎加盟店在 1H26 同店销售同比实现增长，远好于同业。我们预计其 2026 年新店目标可能从 1,000 家提升至 1,600 家。凭借持续改善的运营效率（对比其他连锁店）和供应链定价优势（对比独立门店），途虎相比大多数同业更具优势。我们预计，一旦宏观环境复苏，盈利能力将出现显著改善。

盈利/估值：我们大致维持 2026-27 年收入预测在 183 亿元/204 亿元（同比增长 11%），并将调整后净利润预测下调 33%至 4.96 亿元/6.28 亿元，主因宏观复苏慢于预期。我们维持买入评级，目标价下调至 18 港元，基于 20 倍 2027 年调整后预测市盈率。途虎于 6 月 29 日提交美国上市申请，此举有望提升股票流动性并扩大投资者覆盖范围。其 15 亿港元股份回购计划意味着至 2028 年 7 月期间每年约 3%的股份注销，有助于提升投资者回报。（[链接](#)）

■ **中国平安(2318 HK/601318 CH, 买入, 目标价: 86 港元/75 元人民币) - 1H26 业绩前瞻: 2Q 集团营运利润增势延续; 新业务价值增速放缓**

平安将于 8 月 20 日（周四）盘后发布 1H26 业绩。我们预计 1H26 集团归母营运利润(OPAT)同比+7.2%，2Q26 营运利润同比+6.8% (1Q26:+7.6%)，延续稳健增势。1H26 集团归母净利润(NPAT)预计同比+23%，略高于 OPAT，主要反映 2Q26 A 股权益市场反弹带来的短期投资经验正偏差以及存量可转债在 2Q26 H 股股价下行背景下，推动 CB 转股权重估收益增长。分板块看：1) 寿险及健康险 1H26 营运利润预计同比+3%，得益于 2Q26 利率环境更趋稳定，利好新业务合同服务边际(NB CSM)增长，预计 1H26 NB CSM 同比实现中双位数增长；但短期内或受 CSM 摊销率下降有所抵消，因存量负债结构中储蓄型产品占比持续提升。我们维持寿险及健康险 CSM 增速将于 2026 年内回归正增长的预期。2) P&C 承保利润有望在强费用管控下持续改善，预计 1H26 综合成本率(COR)为 95.1%，同比-0.1 个百分点；3) 平安银行盈利增长实现年初指引；4) 资管板块有望受益于证券交易佣金及手续费收入的大幅提升。

2Q26 新业务价值增速受监管及高基数影响放缓。我们预计 1H26 NBV 同比+12%，2Q26 NBV 同比持平。2Q26 NBV 放缓主要受 1) 65 号文后监管对银保渠道费用管控进一步加强，新产品备案等影响 2Q26 产品销售节奏；2) 公司在 2025 年底进行精算假设调整，去年同期新业务价值率未重溯为高基数。展望 2H26E，新单保费的高基数效或在 3Q26 更趋显著；但新业务价值率受精算假设调整的影响有望在 4Q 实现常态化。

估值：平安 H 股交易于 0.52 倍 FY26E P/EV 和 0.75 倍 FY26E P/B，股息率 6.0%，未来 3 年平均营运 ROE 超过 13%。我们维持看好集团核心盈利指标的增长前景，催化剂包括 1) 寿险及健康险 CSM 增速转正；2) 平安银行盈利增长；3) 资管板块“去风险”“进程加速”。维持“买入”评级，基于 SOTP 估值的 H 股/A 股目标价为 86 港元/75 元人民币，对应 0.83 倍 FY26E P/EV 和 1.2 倍 FY26E P/B。（[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定。

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定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。