

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- A/H 股冲高回落，A 股三大指数收跌，上证、深证成指和创业板分别跌 0.5%、0.9%和 0.5%，成交额明显放大至约 2.55 万亿元；创新药/CRO 逆势走强，AI 算力链早盘上涨后回吐。港股恒指跌 0.2%，恒生科技涨 0.3%，腾讯因 AI 资本开支大增、自由现金流承压跌超 4%，而联想受 AI 服务器需求及业绩超预期推动大涨 20%，AI 交易进一步转向订单、盈利和资本回报率驱动的个股分化。央行延续“适度宽松”并表示将适时推出增量政策，但未释放明确降息降准信号；人民币保持强势，美元兑人民币约 6.744。
- 日韩股市显著反弹，日经 225 涨 1.2%，韩国 KOSPI 涨 3.6%至三周高位，三星电子、SK 海力士等存储芯片股领涨。美国 AI 投资预期重新升温叠加前期去杠杆压力减弱，推动韩国高 Beta 科技资产修复，韩国股市再次进入技术性牛市；日本 7 月 PPI 同比升 7.2%，进一步强化日央行 9-10 月加息预期，意味着日股科技行情仍需面对利率上行约束。欧洲 Stoxx 600 基本持平，强劲财报被能源、矿业下跌抵消；英国二季度 GDP 增长 0.4%，好于预期。
- 美股风险偏好明显改善，道指、标普 500 和纳指分别涨 0.1%、0.7%和 0.8%，标普再创历史新高。美国 7 月 PPI 环比持平、同比从 5.5%回落至 4.7%，叠加油价下跌，将 9 月加息概率进一步压至约 35%。科技内部仍呈分化，存储和 AI 基础设施相关股票领涨，但科技七巨头整体未明显跑赢其余标普成分股，市场资金再次转向需求确定性高、订单可见度强且能证明资本回报的硬件板块。
- 美债收益率随加息预期降温普遍回落，2Y、10Y 和 30Y 分别降约 4.8 个基点、4.6 个基点和 4.3 个基点至约 4.14%、4.64%和 5.21%。短端反映联储紧缩预期下降，但 30 年期国债拍卖收益率仍达 5.216%，为 2001 年以来最高水平附近，显示财政赤字、债券供给和期限溢价仍牢牢限制长端下行空间。
- 大宗商品普遍回落，布伦特跌 2.2%至 87.07 美元/桶，结束连续上涨，OPEC/IEA 下调需求预期及美国库存偏高暂时压过霍尔木兹海峡的地缘风险溢价。现货黄金跌 1.3%至 4,350 美元/盎司，白银跌 1.4%，前期快速上涨后的获利了结。短期看，油价回落是风险资产最重要的边际利好之一，缓解通胀担忧并降低联储重新加息的必要性。但霍尔木兹局势尚未解决，能源仍是未来通胀和长端利率最大的尾部风险来源。

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	25,397	-0.17	-0.91
恒生国企	8,426	-0.23	-5.47
恒生科技	4,792	0.33	-13.12
上证综指	3,927	-0.50	-1.06
深证综指	2,582	-0.97	2.00
深圳创业板	3,586	-0.45	11.95
美国道琼斯	53,840	0.13	12.02
美国标普 500	7,799	0.65	13.93
美国纳斯达克	26,803	0.81	15.32
德国 DAX	26,300	-0.12	7.39
法国 CAC	8,651	-0.28	6.15
英国富时 100	10,773	-0.56	8.47
日本日经 225	68,309	1.16	35.70
澳洲 ASX 200	9,188	-0.23	5.44
台湾加权	46,021	1.11	58.89

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	54,001	0.75	10.36
恒生工商业	12,795	-0.73	-7.80
恒生地产	20,229	-0.26	15.19
恒生公用事业	38,544	1.26	1.36

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 美国经济 - 通胀放缓，市场进一步下调加息预期

美国 7 月 CPI 与核心 CPI 均延续下行趋势并符合市场预期。能源价格延续下行，食品价格保持平稳。核心商品和服务通胀环比小幅反弹但增速仍然温和。展望未来，我们预计油价将推动 8 月 CPI 环比增速反弹至 0.3% 左右，同比增速则延续放缓至 3.3%。

利率市场对全年加息预期从 30 个基点下降至 26 个基点左右，我们维持美联储不会加息，但会通过持续鹰派沟通推升市场利率，以实现部分加息效果的观点。在非农就业转弱和通胀已见顶回落后，目前联储的加息门槛已大幅上升。

对市场而言，整体利率曲线倾向牛陡，短端美债下行，快速消化此前过度定价的加息预期。但长端利率不降反升，主要受近期实际利率持续升高的推动，尽管长期通胀预期已大幅降温。我们认为这背后的原因包括美国财政失衡导致政府债务供给高居不下、海量 AI 基建信用债发行的结构性压力和生产率提升等因素，迫使投资者要求更高的实际利率和期限溢价，导致长端国债易升难降。权益市场短期将获得流动性改善的边际支持，但广泛估值扩张仍受长端利率上行的制约。（[链接](#)）

行业点评

■ 电解铝 - EGA 复产进度超预期，全球供给预测面临上修风险

最新变化：阿联酋环球铝业（EGA）宣布，计划于 2027 年初将其位于阿布扎比（Abu Dhabi）的 Al Taweelah 冶炼厂（产能：150 万吨/年）恢复至伊朗战争前的生产水平。该复产目标节点早于我们此前预期的 2027 年底，这意味着我们对 2027 年全球电解铝供给量的预测值面临约 2 个百分点的上修风险。我们预计电解铝板块短期内缺乏正面催化剂，建议投资者暂时保持观望。

事件背景：今年 3 月，Al Taweelah 冶炼厂在遭遇伊朗导弹和无人机袭击后严重受损。自袭击发生以来，该冶炼厂绝大部分产能持续处于停产状态。

复产稳步推进：根据 EGA 于 8 月 12 日发布的最新公告，公司正在推进电解槽的修复工作。截至 8 月 10 日，已有 18% 的电解槽实现重启。随着电解槽的逐步修复，电解铝产量将逐步爬坡，预计将在 2027 年一季度恢复至受袭前水平。EGA 补充指出，产能恢复仍部分取决于霍尔木兹海峡是否重新开放，但公司目前正在积极开发替代运输通道，预计长期将有效降低对该海峡的依赖。

全球供给预测面临上修风险：此前我们预计 2027 年全球电解铝供给将同比增长 3%。EGA 最新的复产计划或将为我们的预测值额外带来 2% 的增量，这将大幅缓解电解铝当前偏紧的供需格局。（[链接](#)）

公司点评

■ 友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元) - 1H26 业绩前瞻: 2Q 核心指标保持稳健; 3Q 香港/内地市场面临高基数

友邦将于 8 月 20 日盘前公布 1H26 业绩。我们预计集团上半年新业务价值 (VONB) 按固定汇率/实际汇率同比增长 12%/15%，对应 2Q26 固定汇率同

比增长 10% (1Q26: +13%)，2Q26 VONB 增速放缓主要受香港市场因 2025 年 7 月下调分红险演示利率上限导致分红险销售热潮的高基数影响。

区域 VONB 增速：我们预计友邦香港 1H26 VONB 同比增长 14% (1Q26: +21%)；内地受银保监会全面监管的影响，2Q26 新业务价值增速略有放缓但 1H26 保持 20% 的稳健增长 (1Q26: +26%)；东盟市场 2Q26 储蓄型保单销售回暖，区域分化值得关注：预计上半年泰国 VONB 同比下滑 7% (1Q26: -18%)，新加坡/马来西亚 VONB 同比+10%/+12%，其他市场 VONB (印度、越南、菲律宾为主要驱动，澳大利亚和印尼偏弱) 同比+18%。展望下半年，我们预计友邦香港/内地 3Q26 增长前景将更具挑战，主要因 2025 年 9 月内地预定利率下调导致承保需求前置及跨境销售强劲带来的高基数效应 (9M25 香港/内地 VONB +40%/+27%)。

营运利润及内含价值：新业务合同服务边际 (CSM) 稳健增长支撑集团营运利润 (OPAT) 符合预期。预计上半年 CSM 环比增长 6.5%，OPAT 同比提升 10%/12% (固定/实际汇率口径)，OPAT EPS 同比提升 12%/15%，符合管理层对 2023-2026 年 9%-11% 复合增速指引的预期。预计 1H26 集团内含价值 (EV) 环比增 6%，主要受股市表现 (沪深 300/SET 各涨 8%/26%)、美元相对区域货币贬值及主要市场 (如美国/泰国) 利率上行，部分抵消中国内地市场利率下行的影响。

股东回报：上半年公司股东回报总额超过 36 亿美元，其中股息超过 19 亿美元及已完成的 17 亿美元回购。我们预计未来 12 个月公司总股东回报率约 4.0% (股息 3.1%+回购 0.9%)。预计公司 2H26E 没有额外的回购计划。

估值：当前公司股价对应 1.1 倍 FY26E P/EV 及 11.9 倍 P/OPAT，近历史低位 (1.0 倍/~10 倍)；近期跨境理财监管收紧及境外保险收益征税等新闻导致股价回撤，短期催化包括 1) 管理层对香港 MCV 新单销售及增长前景的指引；2) 境外保险收益征税政策落地时间及具体标准；3) FY27E 股东回报预期。维持“买入”评级，目标价 112 港元 (不变)，对应 1.7 倍 FY26E P/EV 和 18 倍 FY26E P/OPAT。 ([链接](#))

■ **Coherent (COHR US, 买入, 目标价: 435.00 美元) - 4Q 业绩超预期；光通信需求维持强劲，产能加速追赶**

Coherent 公布 4QFY26 业绩，收入同比增长 34%、环比增长 13% 至 20.5 亿美元，高于彭博一致预期及公司指引上限。Non-GAAP 毛利率由 3Q 的 39.6% 提升至 40.2%，同样高于预期。分业务看，数据中心及通信板块收入同比增长 59%、环比增长 19%。对于 1QFY27，管理层指引收入 22-24 亿美元，non-GAAP 毛利率 39.5-41.5%。我们认为公司增长正越来越受供给而非需求约束：尽管 800G、1.6T 光模块及新兴光学架构需求全面强劲，磷化铟产能仍是主要瓶颈。随着 6 英寸产能爬坡，我们预计新增供给将快速转化为收入，同时单位经济性改善也将继续释放盈利杠杆。维持买入评级，目标价调整至 435 美元，对应 28 倍 FY28E 市盈率 (此前为 31 倍)。 ([链接](#))

■ **华虹宏力 (1347 HK, 持有, 目标价: 97 港元) - 二季度业绩超预期，但估值偏高维持持有**

华虹二季度表现稳健，营收同比增长 26.8%、环比增长 8.6%，创下 7.18 亿美元的历史新高，高于彭博一致预期的 7.03 亿美元，亦超出管理层此前 6.90-7.00 亿美元的指引。毛利率从一季度的 13.0% 提升至 16.5%，同样优于一致预期及 14-16% 的指引区间，主要受售价上涨及产能利用率提升 (从 99.7% 升至 102.8%) 驱动。对于三季度，管理层指引营收为 7.70-7.80 亿美元，毛利率为 16-18%。尽管供应紧张和定价改善支撑近期基本面，但我们

认为股价估值已反映周期性复苏预期，而折旧上升及持续扩产限制了毛利率持续扩张的可预见性。基于强劲需求及更具韧性的定价能力，我们将 2026/27 的毛利率预测分别上调 1.2/1.4 个百分点。维持持有评级，目标价调整至 97 港元，基于 2027 财年预期 3.5 倍市净率。（[链接](#)）

■ **多点 (2586 HK; 买入; 目标价: 10.0 港元) - 加速 AI 转型**

多点公布 1H26 业绩：总营收同比增长 7% 至 11.5 亿元，增速放缓（FY25：同比+20%）主因低毛利率的 AI 零售增值服务收入下滑；经调整净利润同比增长 53% 至 1.18 亿元，主要得益于 AI 驱动的运营效率提升。展望未来，公司将继续加速 AI 转型，升级其零售智能体产品（即 AI 商品/AI 门店/AI 数据洞察智能体），并优化其商业化模式。考虑公司将战略重心从传统零售增值服务转向 AI 零售服务，我们将 FY26-28 总营收预测下调 9%-11%。我们将目标价下调至 10.00 港元，基于 3.0 倍 FY26E EV/Sales（前值：10.80 港元，基于 3.0 倍 FY26E EV/Sales）。我们仍看好 AI 零售的长期发展机遇。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **京东 (JD US, 买入, 目标价: 48.30 美元) - 持续推动经营效率改善**

京东 2Q26 收入达到 3,464 亿元人民币，同比下降 2.9%（1Q26：+4.9%），较我们预测高 2%，与 Visible Alpha (VA) 一致预期基本一致。Non-GAAP 净利润为 89 亿元人民币，同比增长 20.8%，分别较我们预测/市场一致预期高 14%/12%，主要受益于京东零售（JDR）经营利润好于市场担忧，以及新业务经营亏损低于预期。2Q26 新业务经营亏损为 99 亿元人民币（2Q25 亏损 148 亿元人民币），较市场一致预期好 8%，其中管理层强调外卖（FD）业务亏损同比收窄超过 50%。在高基数影响消退的背景下，京东指出 7 月收入同比增速较 6 月及 2Q26 有所改善，并重申在宏观环境存在不确定性的背景下，将继续聚焦经营效率改善。我们仍预计 2026 年 JDR 经营利润同比增长 5%，外卖业务亏损同比收窄超过 30%，两者合计有望推动集团层面 non-GAAP 净利润同比增长 18%。我们将目标价上调至 48.3 美元（前值 47.5 美元），对应 11.7x 2027E non-GAAP PE。我们认为，集团层面盈利增长以及股东回报能见度的进一步提升，仍将是推动股价表现的关键因素。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员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。