



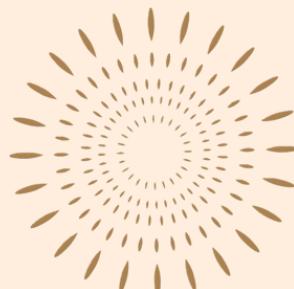
招銀國際
CMB INTERNATIONAL



2026

年度策略報告

浪涌潮退



前言

各位投资人朋友，

大家好，见字如面，欢迎大家透过我们展望报告的视角与我们共同开启全新的一年。

2025 年，关税摩擦持续扰动市场，AI 产业链依旧是热点话题，新消费和医药带来结构性机会，高股息及红利相关标的也间歇性成为市场关注焦点。过去一年，我们前瞻性地帮助投资人把握住了成长行业的投资机会，也在市场寻求确定性的时候及时提供了最优选择。

对于投资而言，2026 年可能是更加挑战的一年，市场整体的估值中枢在震荡中已经持续修复，如何挖掘更多的 alpha 成为大家关注的重点。尽管观点开始分歧，AI 或仍是最具确定性的机遇，新消费和传统消费在挑战中寻求破局，医药需要更加精选个股，工业和资本品可更多关注主题性投资机遇，而高股息和红利尽管已成为较为共识的交易，或仍旧可以通过挑选基本面边际向好的子板块进行增量挖掘。

尽管面临挑战，令人鼓舞的是，优质的商业模式具备穿越周期的韧性，优秀的企业家拥有攻坚克难的定力，中国消费企业的品牌影响力正在加速崛起，文化产业的底蕴正在持续凸显，科技企业取得的突破令人振奋，业务出海有望带来长期增量。

机遇总是与挑战相伴相生，远见总是和实干相辅相成。守正笃实，久久为功。立足产业链上下游的全景式研究视角，依托深度研究体系与前瞻研判能力，联动基本面洞察与市场交易逻辑，招银国际研究部及机构股票部始终期待与您同行，助力您把握最具价值的投资主题与最具潜力的优质标的，护航您实现长期投资目标。

衷心感谢您一如既往的信任与支持，预祝您新年快乐、收益长虹！

贺赛一，CFA，招银国际研究部兼机构股票部主管

2026 行业展望摘要

宏观经济，叶丙南, Ph.D/刘泽晖

2026 年美国中期选举压力、欧日振兴国防诉求和中国稳增长需求将推动上半年政策延续宽松。但由于利率接近中性水平、通胀仍高于目标、政府债务率攀升和前期政策透支需求，宏观政策的实际空间与边际效应递减；AI 热潮尽管提升效率与股市估值，但也加剧就业走弱和经济 K 型分化。由于全球流动性宽松、美元走弱和中国反内卷共振，下半年通胀可能回升，流动性预期拐点可能引发高估值资产动荡。

中国互联网软件板块，贺赛一, CFA/陶冶, CFA/陆文韬, CFA/马泽慧

我们认为 2026 年将是争夺 AI 时代用户心智的关键之年，降低使用门槛、助力提升决策效率、创造真实价值是关注重点。而传统互联网业务中，具备稳定的主业现金流支撑 AI 相关业务投资和探索、拥有丰富的应用场景积累数据触达用户、供应链能力突出且业务运营能力出众支撑出海打开增量空间的公司或具备更高的长期投资价值。我们仍建议采用“杠铃型”的投资策略，同时关注盈利增长的确定性及 AI 带来的新增量。1) AI 主题方面，建议关注 AI 拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯，确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景但估值较 AI 同业更低的阿里巴巴，和可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手；2) 盈利增长确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间且业绩表现稳健、盈利能见度高的网易、携程。

海外互联网软件板块，贺赛一, CFA/陶冶, CFA/陆文韬, CFA/马泽慧

展望 2026，我们认为大模型行业竞争将进一步加剧，而细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为 2026 年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时提示需要更加精选个股、关注投资回报周期，建议更加关注 AI 变现实质性起量、AI 相关投资能高效拉动营收和盈利增长的公司。我们推荐微软、谷歌、亚马逊、派拓网络。

中国半导体板块，杨天薇, Ph.D/张元圣/蒋嘉豪

展望 2026 年，我们维持四大核心投资主线推荐：1) 人工智能驱动的结构性增长；2) 中国半导体自主可控趋势；3) 高收益防御性配置；4) 行业的整合并购。自 2024 年以来人工智能驱动的投资与科技自主可控两大主题一直是我们的首选推荐（详见 2024/25 年年度策略报告），并已实现显着回报。截至 2025 年 12 月 10 日，首推标的中际旭创 (300308 CH: 年内涨幅达 407%)、生益科技 (600183 CH: +172%) 及北方华创 (002371 CH: +64.9%)，表现优异。据 WSTS 2025 年秋季预测，2026 年全球半导体市场预计将同比增长 26% 至 9,750 亿美元。其中以人工智能为核心的细分领域引领增长（逻辑芯片+32%、存储芯片+39%），而中国本土半导体板块有望继续跑赢其他板块、大盘指数（如上证）。

中国科技板块，伍力恒/李汉卿

展望 2026 年，全球科技产业将呈现终端需求分化与 AI 创新加速并存的格局。在 AI 大模型迅速迭代驱动下，算力产业链景气度持续高企，端侧 AI 新品（AI 手机/AI PC/AI 眼镜）落地提速。然而，受全球宏观不确定性、中国补贴红利退坡及存储成本影响，中低端消费电子需求预计将短期承压。我们认为，算力需求扩张与端侧 AI 创新周期将是核心增长动力，建议关注两条主线：1) AI 算力基础设施：预期 GPU/ASIC 服务器双轮驱动，VR/ASIC 架构升级带动 ODM 及零部件（互联/散热/电源）量价齐升；2) 端侧 AI：苹果将迎来创新大年，折叠 iPhone 及 AI 手机/眼镜/PC 产品创新有望加速渗透，看好立讯精密（002475 CH）、鸿腾精密（6088 HK）、比亚迪电子（285 HK）、舜宇光学（2382 HK）、瑞声科技（2018 HK）和小米集团（1810 HK）等龙头企业。

中国必选消费板块，张苗

我们认为 2026 年居民消费的核心约束为“资产端缩水 + 收入端预期修复缓慢”：资产端受一线城市次新房集中入市、银行涉房不良资产批量处置影响，二手房价或进一步探底，抑制消费意愿；需求端因国际贸易环境不确定性仍存，外需波动传导至就业与收入，消费延续“降级”主基调，支出向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费需求弹性走弱。基于此，我们认为三大投资主线值得关注，包括：1) 消费分层深化，高净值人群向轻奢、国奢及小众品牌迁移，秉持“品质不降级、支出适度收缩”逻辑，大众市场则强化基础消费品平价替代与硬折扣模式扩张，利好具备供应链优势的国产科技消费品；2) 聚焦“刚性生存需求 + 低成本情绪慰藉”，前者如米面粮油、基础调味品、包装水等必需赛道需求韧性凸显；后者涵盖年轻群体的高性价比体验型消费、陪伴型消费，中老年群体的基础保健品与短途康养旅游，及平价国货美妆、香水香薰等；3) 出海对冲内需不确定性，供应链优势企业向新兴市场拓展，差异化产品企业通过跨境电商进入欧美细分市场。选股方面，食品饮料板块我们建议关注持续受益于果汁、功能饮料等品类的农夫山泉（9633 HK）及包装水市场份额降幅收窄且估值处于低位的华润饮料（2460 HK）。美妆板块我们建议估值有吸引力的巨子生物（2367 HK）、颖通控股（6883 HK）等。

中国可选消费板块，胡永匡

我们对 2026 年中国可选消费行业持「同步大市」评级，预期整体零售销售增长约 3.5%，较 2025 年的约 4% 略有放缓。整体展望偏向谨慎，因不利因素明显多于利好因素，包括国补及外卖补贴退潮、出口动能放缓，以及 AI 应用普及导致职位减少等。不过，春节期间延后、超长连假、房地产板块或出现复苏和股市保持畅旺为少数可能的正面因素。我们预计 2026 年上半年行业股价承压，下半年反弹空间相对较大。行业估值 2025 年已筑底修复，目前约 15 倍 PE 较过去 8 年 20 倍均值仍不贵，但未来 12 个月增速可能放缓、地缘风险仍高。缺乏大规模利好或地产明显复苏下，估值难快速上升。建议耐心等待更佳时机，逢低加仓。投资策略方面，按消费属性有三大主题：1) 生存型消费（强调节俭、低客单与高性价比）、2) 补偿型消费（廉价娱乐）及 3) 具防守属性的标的（黄金、白银及高股息），对耐用品、房地产相关、高端及奢侈消费则维持审慎。但假若股市持续畅旺、楼市企稳带来明显财富效应，将转而更积极推荐高端消费标的。子板块方面，对茶饮与咖啡、潮玩、服装及纺织行业有“优于大市”评级，但对餐饮、体育用品、旅游—酒店及家电维持“同步大市”评级。茶饮咖啡和潮玩具低价高频、情绪价值与出海空间，但增速将放缓，推荐瑞幸（LKNCY US，买入）。服装受益晚春冷冬、低估值高股息，推荐波司登（3998 HK，买入）。纺织押注减息带动外需但需留意关税风险。餐饮面临补贴退潮与竞争，推荐锅圈（2517 HK）和百胜（9987 HK / YUMC US）。体育用品受消费降级与库存压力影响，推荐李宁（2331 HK）和滔搏（6110 HK）。旅游酒店因假期红利减弱趋保守，家电倚赖出口，推荐 JS 环球（1691 HK）。

中国汽车板块，史迹, CFA/窦文静, CFA/梁晓钧

鏖战升维，破界竞争。2026 年中国汽车行业虽面临“以旧换新”补贴和新能源购置税优惠退坡的压力，但行业韧性或强于市场预期，我们预计乘用车零售销量有望同比持平，批发量因出口增长或同比增长 2.9%；新能源乘用车零售、批发量市占率将分别达到 61.8%、59.2%。行业将呈现三大核心趋势：竞争烈度升级，新车型数量或创历史新高；补贴退坡、插混新车型密集推出、电池涨价三重催化下，插混车型有望重获增长动能；储能需求改善优化供需格局，电池价格或上涨。投资端需聚焦“竞争下半场”，新能源车竞争将从单一造车延伸至 AI (Robotaxi、机器人)，区间交易与逆向投资或成优选策略，整车板块首选吉利汽车 (175 HK)：新能源车型矩阵完善空间+高毛利车型放量+出口加速，估值具吸引力；电池板块关注正力新能 (3677 HK)：港股 IPO 后价值待挖掘，轻历史包袱+卓越运营构筑毛利率优势，客户结构优化+潜在电池涨价双击。

中国医药板块，武煜, CFA/黄本晨, CFA/王银朋/王云逸

创新药板块在 2025 年至今经历了大幅上涨，主要驱动因素是创新药管线的出海授权。但鉴于行业长周期特征，单纯的 BD 交易落地已难支撑板块持续上涨。我们认为未来的核心催化剂将由“首付款”转向“里程碑”，即海外合作伙伴对已授权管线的实质性临床推进与商业化落地。同时，得益于资本市场复苏及出海交易活跃，国内研发需求回暖，叠加美国降息预期，CXO 行业有望在 2026 年继续业绩修复。受宏观与控费影响，医疗服务板块前期表现较弱，但部分个股估值已极具吸引力，建议关注业绩增长健康、股息率吸引的个股。医疗器械板块仍受集采、控费等政策影响，内需拉动有限，海外市场将是器械企业打破僵局的重要增长极。

中国装备制造板块，冯键嵘, CFA/张嘉杰

2026 年主题：矿山机械 + 数据中心电源 + 设备更新周期。我们认为矿山机械特别是大型矿挖与大型矿卡将于 2026 年成为中国工程机械厂商的主要增长领域，主要受益于（1）在金属价格高企、矿石品位下降及设备老化的背景下，全球矿企资本支出预计维持高位；（2）中资矿企出海将持续拉动中国品牌设备需求。我们认为中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入)、三一重工(6031 HK / 600031 CH, 买入)与三一国际(631 HK, 买入)将成为主要受益者。国内市场方面，我们预计总体设备更换周期仍将延续，且预计雅下水电项目招标进程有望于 2026 年提速，从而形成新增需求动力。在电力设备领域，我们预测 2025-30 年间全球数据中心备用发电机组需求将大增 70%，为潍柴动力(2338 HK / 000338 CH, 买入)切入该赛道提供良机。

天然铀板块，冯键嵘, CFA/张嘉杰

全球天然铀紧供应将持续，将支撑铀价延续上升周期。我们自下而上的行业分析显示，在美国核电站恢复的推动下，2026-2030 年的天然铀需求可能会出现超预期上涨，而人工智能将在长期（2030 年后）推动核电结构性需求增长。然而，在供应方面，我们预测现有铀矿产量将在 2027 年达到峰值，而新矿的贡献率将从 2027 年的 4% 上升到 2030 年的 17%，这使得整体供应容易受到投产延迟的影响。我们的分析意味着铀价将受到供应紧张的支撑，且供应紧张的持续时间可能比预期更长，强化我们对铀行业的乐观看法。我们维持对中广核矿业 (1164 HK) 的买入评级。

中国保险板块，马毓泽

寿险产品渠道改革持续深化，2026年行业全面转型分红险。2025年伴随个险渠道“报行合一”落地，寿险行业全渠道实现报行合一。监管引导行业从利差依赖向死差和费差驱动转型，险企负债成本有望进一步压降，费差改善将利好价值率稳步提升。我们预计2026年寿险负债端迎来高质量发展拐点，带动行业估值筑底回升。银保有望延续成为头部险企的重要战略布局，新合作网点的拓展增量可期。伴随传统险和分红险预定利率差值收窄至25个基点，分红险将成为行业发展的共识。我们看好权益弹性贡献寿险公司盈利的增量，预计保险服务业绩将受益于居民无风险利率中枢回升和分红险新单期交占比提升而稳健增长。中资寿险公司有望在权益增配叠加资本市场回暖的背景下，迎来“戴维斯”双击。财险行业，关注非车综合治理落地改善承保盈利及人保车险海外扩张策略引领行业新增量。近年来，非车险承保盈利波动，主要受无标准化费用投放和大灾频发提升出险率的影响。2025年行业老三家非车险保费增速放缓，部分受政策类业务承保限制和各家经营定位差异。2026年伴随非车险综合治理政策落地，引导高赔损类险种重新备案，有望带动行业非车险COR明显改善，头部险企有望在行业共保协议制定、新备案产品定价和风险减量管理的大数据优势下更为受益。车险保费近三年增长放缓，逐步趋近国内零用车新车销量增速，亟待寻求行业发展新增量。人保财险于11月7日正式提出车险“出海”战略，目标未来5年车险海外新增保费规模达到30%，龙头定调有望引领行业发展新趋势，财险承保盈利改善将直接驱动估值中枢稳健上行。寿险推荐买入资产负债匹配完善、分红险转型成效显著和寿险合同服务边际释放迎来转正预期的中国平安(2318 HK, 买入, 目标价: 75港元)，高权益弹性和负债结构均衡的中国人寿(2628 HK, 买入, 目标价: 31港元)；区域型寿险推荐将受益于美元弱周期和重回聚焦“中国增长”战略的友邦保险(1299 HK, 买入, 目标价: 89港元)。财险推荐车险和非车险承保盈利增量可期的行业龙头中国财险(2328 HK, 买入, 目标价: 23.6港元)，公司股价近期回调并非基本面因素扰动，估值回调或带来中长期配置良机。

中国房地产及物管板块，张苗

2025年宽松政策力度弱于预期，购房需求持续萎缩，预计全年一二手住宅销售额同比下降6%至14.78万亿元，其中新房销售额降11%至7.53万亿元（销售面积-9%/均价-3%），二手房销售额持平至7.25万亿元（销售面积+15%/均价-13%）。2026年预计综合销售额再跌8%至13.55万亿元，新房销售额降幅收窄至6%达7.09万亿元（销售面积-5%/均价-1%），主要基于开发商拿地强度增加、一季度宽松政策出台及收储推进等假设；二手房销售额转跌11%至6.46万亿元（销售面积+5%/均价-15%），核心受一线城市次新房供应放量、银行批量处置涉房资产等供给端压力拖累。基于此，我们认为投资主线主要为两条：1) 存量市场相关标的，随着存量市场主导地位强化，物业服务商凭借收费面积永续、现金流稳定的逆周期防御属性迎来价值重估，推荐华润万象生活(1209 HK)等企业，交易生态龙头贝壳(BEKE US)将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会，在集中度提升中凸显份额收割效应；2) 聚焦重资产领域抗风险与弹性优势，开发运营并重企业依托商业资产运营能力具备抗周期韧性，其零售业务受周期波动影响小、复苏弹性足且融资优势显著，开发业务则重点关注“拿地强度合理+拿地质量优异”的标的。

目录

宏观经济.....	3
行业展望.....	36
中国互联网软件板块.....	37
海外互联网软件板块.....	77
中国半导体板块.....	104
中国科技板块	173
中国必选消费板块.....	227
中国可选消费板块.....	239
中国汽车板块	262
中国医药板块	314
中国装备制造/天然铀板块	339
中国保险板块	367
中国房地产及物管板块.....	389
行业首选股份	409
腾讯控股 (700 HK).....	410
阿里巴巴 (BABA US).....	413
快手科技 (1024 HK).....	416
微软 (MSFT US).....	419
谷歌 (GOOG US).....	422
中际旭创 (300308 CH).....	425
生益科技 (600183 CH).....	428
北方华创 (002371 CH).....	432
贝克微 (2149 HK).....	435
立讯精密 (002475 CH).....	438
鸿腾精密 (6088 HK)	441
瑞声科技 (2018 HK).....	444
华润饮料 (2460 HK)	447
锅圈食品(2517 HK).....	450
瑞幸咖啡 (LKNCY US).....	453
吉利汽车 (175 HK).....	456
正力新能 (3677 HK).....	459
三生制药 (1530 HK)	462
固生堂(2273 HK)	465
中联重科 (1157 HK/000157 CH)	468
潍柴动力 (2338 HK/000338 CH)	471
中国平安 (2318 HK).....	474
中国人寿 (2628 HK).....	477

友邦保险(1299 HK).....	480
中国财险 (2328 HK).....	483
华润万象生活 (1209 HK)	486

([请点击链接查看我们完整的年度策略报告](#))