

# 策略观点

## 经济再平衡

- **宏观：**一季度中国经济增长放缓，但通缩改善，决策者释放经济再平衡政策信号，政策将聚焦稳地产、促消费与反内卷再次发力，央行可能再次降息降准，人民币兑美元短期走强，股市可能迎来春季反弹；美国经济增长回升，房租通胀下降抵消商品通胀回升令通胀走平，美元流动性偏松，特朗普削弱美联储独立性和美国军事同盟体系利空美元而利好大宗商品与国防股。预计美联储今年仅 6 月降息一次。美国国债收益率曲线可能先陡再平衡，美股可能先涨后跌，看好信息技术、通讯服务、工业、医疗与必选消费。
- **互联网：**回顾 1 月，业绩真空期叠加市场风险偏好提升及流动性提升助力下，高 beta 且受益于事件性催化的股票显著跑赢行业。展望 2 月，中国龙头互联网厂商均针对 C 端 AI 应用开启增量市场费用投放以助力用户增长，我们重申此前年度策略中的观点——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。配置建议层面，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 & 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 (700 HK)**，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 (BABA US)**，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 (1024 HK)**；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 (NTES US)**、**携程 (TCOM US)**。
- **软件及 IT 服务：**展望 2026，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。美股软件板块，我们看到市场重新开始担忧 AI 大模型厂商会抢占软件厂商份额，部分软件厂商 AI 应用商业化尽管逐渐开始起量，但仍未能够推动公司收入增长加速，导致自年初以来板块估值承压，后续我们建议关注软件厂商营收增速拐点，尤其是 AI 相关变现能够高效拉动营收和盈利加速增长的公司或有望跑赢同业。美国软件板块我们推荐**派拓网络 (PANW US)**，中国软件板块我们推荐云化领先且中长期有望通过 AI 获得增量变现的**金蝶 (268 HK)**。
- **半导体：**乐观。2026 年初，AI 仍是半导体景气的核心驱动，但结构正在深化而非反转。其一，存储端呈现由 AI 拉动的结构性短缺，HBM、服务器 DRAM 与企业级 SSD 需求持续挤压有效供给，价格上行已明显超越传统周期修复，扩产难以在短期内改变全球紧平衡格局。其二，算力投资仍处于中期扩张阶段，云厂商与晶圆制造端资本支出维持高位并前置，验证 AI 相关需求具备跨年度可见性，但市场更关注资本开支是否投向具备明确商业化或效率改善回报的应用方向。其三，英伟达 H200 对华供应仍处于高度不确定状态，政策口径与执行节奏依然不清晰，供给稳定性难以形成明确预期，对国产算力形成短期扰动但不构成趋势性逆转；在不确定性常态化背景下，国产算力在可持续供货、成本与本土化适配上的中长期逻辑仍具确定性，相关回调更可能是配置窗口而非逻辑变化。推荐标的：**中际旭创 (300308 CH, 买入)**、**北方华创 (002371 CH, 买入)**、**生益科技 (600183 CH, 买入)**、**深南电路 (002916 CH, 买入)**、**中兴通讯 (763 HK, 买入)**。
- **科技：**乐观，受到存储成本压力和宏观不确定性影响，我们预计上半年全球科技产业链需求将持续分化，一方面 AI 算力产业链景气度维持高企，端

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

张元圣

伍力恒

李汉卿

张苗

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

冯键嵘, CFA

张嘉杰

马毓泽

侧 AI 新品落地提速 (AI 手机/AI 眼镜/智能家居)，另一方面低端消费电子需求将受到内存涨价影响持续承压。展望全年，我们相信 AI 算力需求与端侧 AI 创新将是行业核心增长动力，建议关注：1) AI 算力基础设施：VR/ASIC 服务器架构升级推动产业链量价齐升，看好组装/互联/散热/电源产业链；2) 端侧 AI：折叠 iPhone /AI 手机/智能眼镜新品将加速落地，推动零部件创新升级，建议关注 **立讯精密 (002475 CH)**、**比亚迪电子 (285 HK)** 和 **瑞声科技 (2018 HK)** 等企业。

- **消费：**乐观。恒生消费指数开年至今（截至 2 月 3 日）上涨 8%，主要由高弹性可选消费板块拉动，潮玩、黄金珠宝等细分领域表现亮眼。2 月消费行业将凸显旺季驱动特征，春节错期效应下，食品饮料、黄金珠宝等传统消费品类迎来动销高峰；9 天春节假期延长有望显著提振文旅、餐饮、零售消费。政策端，九部门印发的《2026“乐购新春”春节特别活动方案》明确加大以旧换新补贴力度，有望进一步提振耐用品消费需求。两会前政策预热窗口临近，积极的消费政策有望进一步提振市场信心，与需求端形成共振，为板块表现提供有力支撑。

全年来看，我们认为居民消费行为的核心约束为“资产端受房价影响持续缩水及收入端预期修复缓慢”，消费确实将延续“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，我们认为三大主线值得关注：1) 消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比；2) 需求优先级固化：聚焦“让生活过得下去 + 稍微有点安慰”；3) 持续推进业务出海以对冲内需不确定性。

选股方面，主线一建议关注高股息标的 **江南布衣 (3306 HK)**、基本面稳健的 **波司登 (3998 HK)**、体育大年背景下业绩有望反转的 **李宁 (2331 HK)** 等。主线二建议关注品类延伸支撑增长的 **农夫山泉 (9633 HK)**、市场份额降幅收窄且估值具备吸引力的 **华润饮料 (2460 HK)** 及 **锅圈 (2517 HK)** 等；以及品类延伸支撑增长的 **瑞幸 (LKNCY US)**，外在形象提升及悦己相关的 **颖通控股 (6883 HK)** 等。主线三出海的突破性进展将显著提升上述标的配置价值。

- **汽车：**1 月汽车终端销量有所放缓，主要受新能源车购置税优惠退坡及以旧换新政策具体落地细则未明的影响。12 家公布销量的车企 1 月新能源车销量合计环比下滑 41%、同比下滑 6%。预计 2 月受春节假期影响行业销量或延续筑底，期待年后新车上市带动行业需求边际回暖。全年聚焦结构性增长：乘用车零售量或持平，批发量受益出口有望增 2.9%；新能源零售渗透率预计将攀升至 60%（同比+12.6%），出口增 40%驱动批发销量达 1,778 万台（同比+15.1%）。车企盈利持续分化：我们预计比亚迪和吉利的 4Q25 净利或好于部分投资者的预期；小鹏 4Q 有望首度扭亏，零跑全年盈利目标有望达成，理想 4Q 或现小额亏损，蔚来盈亏平衡的目标仍极具挑战。投资主线建议关注：1) 整车首选 **吉利汽车 (175 HK)**，新能源车矩阵逐步完善+出口加速夯实盈利底盘；2) 电池新势力正力 **新能 (3677 HK)**，客户结构优化助推利润率提升。

- **医药：**我们认为创新药出海趋势长期将延续，重点关注已出海管线的临床进展与数据兑现的核心催化。我们认为，创新药出海趋势长期将延续，主要由于中国创新药的全球竞争优势，包括 1) 更高的早期研发效率以及研发水平的快速跟进，2) 更快的临床招募速度以及更低的临床成本，3) 更丰富的研发人才供给以及更低的人才成本。在 2025 年创新药 BD 出海授权交易爆发式增长的基础上，2026 年初已经有多个 BD 落地，体现了中国创新药出海授权交易较高的景气度。值得注意的是，这些分子大多处于临床 2~3 期的阶段，已具备了早期临床数据的验证。我们认为，中国企业对于临床前分子的转让或将谨慎，未来中国出海分子将大多在具备中国早期临床试验数据的基础上达成，以获得更高的交易价值。我们重点关注全球药企在 IO 2.0 赛道的推进，例如 PD(L)1/VEGF 赛道，对应的中国药企包括三

生制药 (1530 HK)、康方生物 (9926 HK)、荣昌生物 (9995 HK)。推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、药明合联 (2268 HK)、中国生物制药 (1177 HK)。

- **资本品：**今年以来工程机械和重卡板块进入价值重估的时刻。工程机械方面，在全球金属价格上升的有利背景下，矿山资本开支的潜在上升将会拉动矿山设备的需求，将继续利好持续渗透海外矿山设备的中联重科 (1157 HK/000157 CH, 买入)、三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入) 和三一国际 (631 HK, 买入) 等头部制造商。重卡方面，一月份重卡批发量在低基数下同比上升 39%。而在 AI 对电力设备需求大幅提升的拉动下，AIDC 备用电源预计将继续供不应求，看好潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)。此外，我们看好恒立液压 (601100 CH, 买入) 海外产能落地带动增长以及人形机器人关键零部件滚珠丝杠的潜力。

- **电解铝：**我们最新的全球电解铝供需分析显示，2026 年电解铝供应紧缺将持续，主要由于：(1) 中国电解铝产能利用率已近饱和 (2025 年 12 月达到 4500 万吨产能上限的~99%)；(2) 海外 (中国以外地区) 新增产能有限。我们预测 2026 年电解铝价格将同比上涨 15%。尽管我们预计 2027 年海外产能扩张加快，但铝价或仍将维持高位，主要由于总体供应紧缺仍将持续 (尽管缺口将有所收窄)。我们看好创新实业 (2788 HK, 买入) (核心逻辑：沙特产能扩张；现有成本优势得益于绿色电力陆续投运将进一步扩大)，同时继续看好中国宏桥 (1378 HK, 买入) 受惠铝价进一步上升。

- **保险：**12 月寿险保费增速边际改善，2026 年行业负债端增长趋势可期。4Q25 人身险和财产险保费增速回落，但 12 月单月边际显著改善。我们维持对 2026 年行业新单保费规模增长的正面预期。金融监管总局公布 12 月保险业保费数据，1-12 月人身险保费规模达 46,491 亿元，同比增长 9.1%；其中 12 月单月保费规模为 2,286 亿元，同比增长 6.3%，增速环比上月改善 6.9 个百分点，主要受寿险 12 月保费回归双位数增长的带动；4Q25 人身险保费同比增长 0.3%。12 月寿险单月保费同比增长 10.1%，环比上月提升 12.4 个百分点；健康险和意外险保费小幅下滑/持平，同比-3.6%/+0.4%。1-12 月万能险和投连险保费受益于资本市场回暖同比增长 3.8%/16.4%至 6,009/195 亿元，增速环比上月+1.3pct/-0.3pct；其中，12 月万能险/投连险保费同比增长 24.7%/9.4%，增速环比+16.8pct/-1.5pct。展望 2026 年，伴随资本市场延续回暖，预计保险行业的顺周期特性将进一步显现，资产负债共振驱动板块估值持续回升。

财险方面，1-12 月财险业保费规模达 14,703 亿元，同比增长 2.6%；12 月单月保费规模达 1,280 亿元，同比增长 3.8%，环比上月提升 3.8 个百分点，带动 4Q25 财险保费规模同比增长 0.5%。分险种看，车险延续低单位数增长，非车险 12 月增速边际改善；其中，车险/责任险/农险/健康险/意外险/其他险种的 12 月保费增速分别为 2.2%/7.7%/199.1%/9.9%/9.3%/-12.2%。12 月农险保费增长翻倍，或受低基数和政策类险种承保改善的共同影响。资产端看，1-12 月保险业总资产规模达 4.13 万亿元，同比增长 15.1%，增速环比改善 1.9pct；其中人身险和财产险总资产规模同比+15.3%/+7.5%，均显著高于负债端保费增速；行业净资产同比增长 14%至 3.66 万亿元。2026 年伴随负债端新单保费持续流入，我们预计行业总投资资产及净资产规模有望延续快速增长。

从中长期配置角度看，我们认为，保险行业仍将是中国产业结构转型中金融业内最具成长性和资产负债共振效应催化的子板块，其资产端  $\beta$  属性与负债端居民储蓄需求释放的长期趋势共振，板块估值上行空间依旧充裕。短期来看，我们认为市场对上市险企 2025 年业绩高增已有一定预期，但对 2026 年新单增速和业务质态改善叠加投资弹性驱动估值反弹的预期仍有上修空间；预计头部险企将在偿付能力稳健和银保战略转型深化的基础上引领行

业迈入资负扩表正循环。维持板块“优于大市”评级，推荐买入：1) 集团经营改善、寿险业务质态向好且资管减值拖累减轻的**中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 90 港元)**；2) COR 下行并有望率先受益于非车险报行合一的财险龙头**中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 23.6 港元)**和 3) 深化中国增长战略，叠加美元弱周期下股价表现有望超预期的区域龙头**友邦 (1299 HK, 买入, 目标价: 89 港元)**。

- **房地产和物管：**乐观。年初以来，地产板块迎来多重政策利好。融资端：“三道红线”监管实质性退出，多数房企不再被要求每月上报财务指标。我们认为，尽管“三道红线”早已不具备实际监管效力，但官方媒体对此的重点强调，一定程度上释放了优化行业融资环境的明确态度。需求端：多地优化公积金政策（如天津上调贷款额度、延长贷款年限）、推进购房“以旧换新”（如福建推出购房优惠及退税政策），上海更是启动二手房收储并将其用于保障性租赁住房，直接消化存量房源的同时稳定了市场预期。我们认为，此举将对二手房价格企稳形成一定边际支撑。板块表现方面，恒生地产指数年初至今（截至 2 月 3 日）上涨 15%，内房股指数上涨 9%，均显著跑赢恒生指数（+4.7%）；个股层面，中国金茂、绿城中国、中海宏洋、新城发展等涨幅居前，分别大涨 39.7%、30.0%、26.3%、24.4%。展望一季度，短期维度，板块已进入政策博弈阶段，叠加当前是小阳春行情的提前布局窗口期，我们建议择机布局优质标的；长期维度，板块估值仍处于修复进程中，建议择优持有。

选股方面，我们建议：1) 关注商业运营能力较强的标的，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性，出现经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益，同时当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。2) 关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头**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。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，建议关注**华润万象生活 (1209 HK)**、**绿城服务 (2869 HK)**、**滨江服务 (3316 HK)**等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

图 1: 行业荐股

公司名称	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2025E	市盈率(倍) 2026E	市净率(倍) 2025E	ROE(%) 2025E	股息率 2025E
腾讯	700 HK	互联网	买入	558.50	760.00	36%	17.8	15.9	4.3	20.0	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	157.76	206.40	31%	23.9	16.7	1.9	9.9	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	120.30	164.00	36%	13.4	12.4	N/A	23.7	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	73.00	88.00	21%	13.4	11.7	N/A	25.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	57.35	83.00	45%	8.9	13.5	1.5	19.7	0.0%
派拓网络	PANW US	软件 & IT服务	买入	154.77	236.7	53%	39.1	33.8	N/A	19.0	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	11.39	19.20	69%	326.4	103.3	4.4	1.3	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	561.99	707.00	26%	56.5	22.3	N/A	44.4	0.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	470.12	460.00	N/A	46.5	36.1	N/A	21.2	0.2%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	63.48	90.00	42%	44.1	24.6	N/A	21.6	1.9%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	225.25	235.00	4%	38.1	32.3	N/A	19.1	0.5%
中兴通讯	763 HK	半导体	买入	26.78	42.00	57%	14.2	14.2	N/A	10.6	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	51.70	75.55	46%	21.5	17.1	N/A	18.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.52	43.54	30%	15.6	12.2	N/A	12.1	1.9%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	36.34	60.55	67%	14.9	11.7	N/A	10.4	0.0%
江南布衣	3306 HK	消费	买入	19.47	23.30	20%	9.8	9.1	3.4	36.7	0.0%
波司登	3998 HK	消费	买入	4.87	5.55	14%	12.4	10.6	3.2	25.1	7.9%
李宁	2331 HK	消费	买入	21.46	23.02	7%	20.3	16.7	1.8	9.1	0.0%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	48.96	57.75	18%	35.1	31.7	13.0	39.8	2.0%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	10.39	11.87	14%	18.1	14.9	1.6	9.3	0.0%
锅圈	2517 HK	消费	买入	4.21	4.80	14%	24.9	19.7	3.0	13.0	3.5%
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	36.71	54.68	49%	20.3	16.0	5.4	26.7	0.0%
颖通控股	6883 HK	消费	买入	2.05	3.49	70%	9.6	7.6	1.6	43.0	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.15	25.00	55%	8.4	7.4	1.6	19.7	4.8%
正力新能	3677 HK	汽车	买入	8.48	18.00	112%	32.8	14.5	2.4	8.5	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	23.12	37.43	62%	5.3	24.5	1.7	44.8	1.1%
固生堂	2273 HK	医药	买入	30.48	44.95	47%	14.0	11.3	2.9	17.9	0.0%
药明合联	2268 HK	医药	买入	62.15	88.00	42%	47.2	34.1	8.0	17.1	0.0%
中国生物制药	1177 HK	医药	买入	6.43	9.40	46%	16.8	26.0	N/A	20.0	2.1%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	9.29	9.20	N/A	12.7	12.7	1.2	8.5	4.6%
中联重科	000157 CH	资本品	买入	9.37	12.00	28%	16.4	14.4	N/A	8.5	0.0%
三一重工	6031 HK	资本品	买入	24.82	29.50	19%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	23.27	27.00	16%	23.7	20.8	2.4	10.8	2.1%
三一国际	631 HK	资本品	买入	12.90	8.9	N/A	15.9	12.6	2.7	17.7	2.7%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	27.20	21.90	N/A	17.0	14.9	2.3	13.8	3.2%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	24.43	22.30	N/A	17.5	15.9	N/A	13.7	0.0%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	121.00	105.00	N/A	54.0	47.3	9.1	17.9	0.7%
创新实业	2788 HK	原材料	买入	24.10	32.00	33%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	34.98	45.00	29%	12.6	8.6	2.5	20.7	5.1%
中国平安	2318 HK	保险	买入	71.15	90.00	26%	8.4	8.0	1.1	13.3	4.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.89	23.6	49%	7.6	7.3	1.1	15.2	5.2%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	88.40	89.0	1%	16.8	15.0	2.6	16.7	2.2%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	18.42	20.70	12%	26.0	20.1	N/A	5.3	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	47.40	53.96	14%	24.8	22.0	6.7	26.0	4.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.59	6.61	44%	37.1	29.1	1.8	11.0	5.1%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.10	31.79	38%	9.1	8.1	3.4	38.9	7.7%

资料来源：彭博，招银国际环球市场；市场数据截至 2026 年 2 月 5 日收盘

## 宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170  
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

### 中国

#### 宏观经济

经济增速将先降后升。预计 GDP 增速从去年四季度 4.5% 降至今年一季度 4.4%，二季度至四季度逐步回升至 4.8%，全年增速 4.6%。近期经济数据仍延续走弱。高频经济活动指数从 12 月 1.12 降至 1 月 1.08。国内货运量表现分化，1 月铁路和航空同比跌幅扩大，高速货运和邮政揽收量反弹。全球商品需求与价格齐升，商品进出口活动稳健，中国港口集装箱吞吐量同比增速从 12 月 7.2% 升至 1 月 7.7%；韩国前 20 日出口增速反弹；出口海运价格环比反弹，美国和欧洲航线价格上涨，东南亚和南美航线下跌。因去年以旧换新补贴带来高基数和需求透支效应，乘用车销量延续下滑，同比跌幅从 12 月 12% 扩大至 1 月前 18 天的 31.7%，新能源车同比增速从 0.6% 降至 -22.1%。受该政策影响，家电、手机等其他耐用消费品零售增速也面临下滑压力。同时，存储芯片涨价和短缺将对智能手机、电脑、新能源车、智能汽车、智能家电等出货产生抑制作用。第二季度至下半年，随着中国新一轮宽松政策落地，我们预计中国房地产跌幅将逐步收窄，服务消费增速回升，经济增速将有所回升。

通缩改善，结构性再通胀。目前再通胀效应存在结构性差异，大宗商品和上游原材料价格上涨明显，但主要耐用消费品价格依然偏弱，服务通胀仍在低位。预计未来温和再通胀延续，CPI、PPI 和 GDP 平减指数增速将从去年 0.1%、-2.6% 和 -0.7% 分别回升至今年 0.9%、0.5% 和 0.7%。温和再通胀动力包括：一是美元贬值和大宗商品上涨，去年以来美元指数累计下跌 11.4%，同期 RJ/CRB 商品指数累计上涨 9.1%。二是中国反内卷政策信号抑制价格战与产能扩张，光伏和碳酸锂等行业原材料价格环比大幅上涨，制造业投资增速大幅下滑。三是食品与能源价格止跌回升，食品 CPI 增速从去年三季度 -3.4% 升至 12 月 1.1%，而在美国加大制裁俄罗斯原油、抓捕委内瑞拉总统和威胁打击伊朗之后，油价开始走高，1 月布伦特原油现货平均价环比上涨 6.2%。据我们简单测算，中国国内油价上涨 10% 将分别推升 PPI 和 CPI 约 0.35 和 0.15 个百分点。四是稳地产与促消费政策力度加大，房价跌幅可能逐渐收窄，服务通胀可能温和上升。

房地产销量将会改善，房价跌幅可能收窄。二手房需求表现持续好于新房。去年全国重点 30 城市二手住宅成交面积同比略增 0.2%，是新房住宅成交面积的 1.85 倍；去年全国新建商品房销售面积同比下降 8.7%，相比 2024 年跌幅有所收窄。今年 1 月 11 个代表性城市二手房销量同比增长 3.2%，相比 2018-2019 年同期均值的复苏率升至 139%；但全国 30 重点城市 1 月新房销量同比下跌 27.3%，相比 2018-2019 年同期均值的复苏率降至 35.8%。房价继续下行，12 月 70 城市新房与二手房房价环比跌幅扩大，特别是一线城市二手房。1 月二手房挂牌价环比持续下跌但幅度收窄。新房库存持续累积，1 月新房库存去化周期保持在 22.1 个月的历史高位，其中一线城市 13.3 个月，二线城市 38.8 个月。二手房库存小幅下降，重点城市挂牌量在 12 月环比下降。稳地产是扩大内需的重要支点，预计今年将进一步稳地产政策。在政策提振下，今年房地产销量将会改善，房价跌幅可能收窄。

#### 宏观政策

随着经济下行压力加剧和中美谈判推动经济再平衡，中国宏观政策可能在今年上半年再次发力，需求侧政策重点是稳地产与促消费，供给侧政策重点是反内卷与去产能。稳地产政

策可能包括降息（预计 2/3 月和第三季度两次下调 LPR 合计 20 个基点）、减税（预计将提高个税中房贷利息支出抵扣上限）、贴息（预计财政对新按揭贷款贴息 50 个基点）和收储（预计中央财政和政策性银行将支持地方政府加大收储力度）。已宣布的促消费政策包括延续耐用消费品以旧换新补贴、增加消费贷款贴息、为中度失能老人发放消费券等。未来可能出台新的促消费政策包括：为新登记结婚人群发放消费券、降低失业保险金领取门槛、扩大最低生活保障人数等。这些政策总体利好耐用消费、必选消费、医疗护理等。供给侧政策将聚焦结构性调整，通过抑制产能扩张、强化节能环保监管、鼓励并购等提升行业集中度，这将利好龙头企业盈利前景。为缓解贸易摩擦，中国将通过降低出口退税、允许 ODI 带动“中国人经济”、支持人民币强势和进一步开放国内市场，降低贸易不平衡程度。

货币政策将延续宽松。央行近期出台一系列结构性降息政策，下调再贷款与再贴现利率 0.25 个百分点，分别增加支农支小、民营企业和科技创新与技术改造再贷款额度 5000 亿、1 万亿和 4000 亿，下调商住房贷首付比例从超过 50% 到 30%，预示货币政策将延续宽松，吸纳就业主体、科技创新和房地产将是今年政策支持重点。央行将保持流动性合理充裕，预计第二季度降准一次 50 个基点。随着人民币兑美元走强和大量长期定期存款到期重定价，制约降息的汇率和银行净息差因素改善，今年仍有进一步降息空间，预计今年 2/3 月份和第三季度分别降息两次合计 20 个基点。

财政政策将保持积极基调。预计今年广义财政赤字（包含一般赤字、特别国债与地方政府专项债）相对 GDP 比例 8.5%，与去年水平基本持平，其中一般财政赤字率稳定在 4%，特别国债额度/GDP 比从去年 1.3% 降至今年 1%，地方政府专项债额度/GDP 比从去年 3.1% 升至今年 3.5%。财政支出的重点包括：一是支持科技创新与新质生产力，重点促进人工智能、量子信息、集成电路、生物制造等前沿科技发展；二是加强民生保障，把更多财政资金用在保障就业、医疗、教育、养老等民生领域，从投资于物到投资于人；三是提振家庭消费，延续对家电、汽车、消费电子等耐用消费品“以旧换新”补贴，提高对个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息上限；四是支持民间投资，对设备以旧换新投资提供补贴，对中小微企业贷款贴息，实施民间投资专项担保计划，支持民营企业债券风险分担机制，对设备更新贷款提供贴息。

## 金融市场

货币市场收益率可能小幅下降。预计 1 周 Shibor 从目前 1.5% 降至今年末 1.3%。一方面，由于经济下行，央行将增加流动性供应，进一步降低法定存款准备金率、逆回购利率和 LPR；另一方面，由于信贷需求疲弱，货币市场流动性需求不振。

国债收益率可能小幅上升。预计 10 年国债收益率从目前 1.8% 升至今年末 1.9% 左右。上半年，美元贬值而大宗商品价格可能回升，中国通缩改善，财政支出力度加大，国债收益率可能回升。下半年，美元反弹而大宗商品价格可能回落，中国政策刺激效应逐渐递减，国债收益率可能回落。

人民币兑美元可能先升后贬。预计美元/人民币汇率可能从 2025 年末 6.98 降至今年 6 月末 6.91，再升至 12 月末 6.96。上半年美元指数将延续弱势，因为特朗普的新门罗主义推升美国地缘风险，恶化美国与其盟友关系，推动部分国际资金流出美国市场，特朗普对美联储独立性的挑战也削弱投资者对美元信心，同时中国将扩大财政刺激、持续提振消费和加快反内卷政策落地，对人民币汇率构成利好。下半年美元指数可能回升，因为随着房租通胀降幅收窄和商品通胀持续回升，美国通胀可能明显反弹，美元流动性收紧预期可能升温，而中国政策刺激效应可能递减，人民币国债收益率回落，压制人民币汇率。

中国股市处于牛市下半场，我们预计此轮牛市可能在今年见顶，预计恒生指数和沪深 300 指数全年涨幅分别为 15% 和 20%。牛市从泛科技板块向工业与原材料进而向地产与泛消费板块扩散。支撑牛市延续的因素包括：流动性延续宽松，美元流动性供应增加，而中国央行可能进一步降准降息，人民币流动性更加宽松；中国将加大稳地产、促消费与反内卷的政策力度，通缩将会缓解，企业盈利前景改善；中国股票估值依然不贵，恒生指数与沪深 300 指数今年动态 PE 分别为 11.7 倍和 14.6 倍（数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 2 月 2 日收盘，下同），略高于近 10 年对应 11.4 倍和 14.4 倍的均值。我们相对看好港股信息技术（今年动态 PE 为 19.3 倍，最新 FCF Yield 为 2.5%）、金融（2025 年动态 PE 为 8.1 倍）、必选消费（今年动态 PE 为 12.4 倍，最新 FCF Yield 为 8.2%）、公用事业（今年动态 PE 为 11.6 倍，最新 FCF Yield 为 1.3%）、电讯（今年动态 PE 为 10.6 倍，最新 FCF Yield 为 8.1%）、能源（今年动态 PE 为 9.3 倍，最新 FCF Yield 为 7.4%）和 A 股必选消费（今年动态 PE 为 15.9 倍，最新 FCF Yield 为 5.8%）、医疗保健（今年动态 PE 为 23.8 倍，最新 FCF Yield 为 2.8%）。

## 美国

### 宏观经济

美国经济增速可能先升后降。预计全年 GDP 增速从去年 2.1% 降至今年 2%。上半年经济增速可能反弹，因为去年四季度联邦政府暂时停摆导致低基数和支出推迟，而白宫《大而美法案》中减税政策今年上半年开始落地并产生提振效应；下半年经济增速可能再次回落，因为低基数效应和减税政策效应开始减弱，而前期关税上升和流动性宽松对通胀推升作用显现，货币政策边际收紧预期上升，国债收益率回升，股价明显回调，企业资本支出放缓。美国经济仍有韧性，支撑因素包括白宫为巩固共和党中期选举优势而加大财政扩张、降息周期滞后效应、工资持续增长和股市上涨财富效应等。但经济增速很难持续性回升，因为企业投资严重依赖 AI 景气周期、K 型经济结构下低收入家庭财务压力高企和通胀可能反弹对购买力侵蚀。

就业市场近期暂时企稳，但中期可能延续放缓。预计失业率可能从去年末 4.5% 升至今年末 4.7%。去年以来劳工需求持续下降，去年 11 月非农行业职位空缺数同比减少 11%，劳工供应持续增加，12 月登记失业人数同比增长 8.4%，11 月职位空缺数/失业人数倍数降至 0.92，已低于新冠疫情前 2019 年同期的 1.17。企业对招聘新员工更加谨慎，但尚未演变为大规模裁员，企业裁员率和初次申请失业救济金人数仍在低位。同时，白宫驱逐非法移民可能减少潜在劳工供应，部分抵消劳工需求减少，失业率尚未大幅上升。目前 AI 对劳工需求的影响集中在吸纳应届毕业生的初级岗位，20-24 岁年龄劳动者失业率从 2024 年 12 月 7.5% 升至 2025 年 9 月 9.2%，明显超过整体失业率升幅。上半年，因白宫经济政策将转向支持性、减税政策提振和降息周期滞后影响，就业市场可能暂时企稳。但下半年通胀反弹后，美元流动性收紧，经济活动再次减弱，就业市场可能重新放缓。

通胀整体小幅回落，但可能先降后升。预计 PCE 通胀与核心 PCE 通胀分别从去年 2.5% 和 2.8% 降至今年 2.3% 和 2.5%。上半年 PCE 价格环比增速保持平稳，但下半年可能再次反弹。上半年，尽管大宗商品通胀回升，但房租通胀可能回落，油价仍在低位，PCE 价格环比增速保持平稳。关税上升对通胀影响低于市场预期，因为关税豁免导致关税税率实际升幅低于预期、进口消费品仅占美国商品零售的 21.6% 和消费需求走弱与白宫威胁价格审查背景下零售商不敢轻易涨价。下半年，房租通胀降幅收窄，减税政策和流动性宽松的滞后效应显现，PCE 价格环比涨幅可能回升，通胀可能反弹。

美国住房市场将量增价平。预计今年成屋和新屋销量分别增长 10%和 5%，住房供求更加平衡，房价基本持平。房价经过 4 年上涨后居于高位，家庭购房支付能力处于低位，去年住房销量接近零增长。但成屋和新房库存延续上升，住房供求更趋平衡，房价涨幅从 2024 年末的 4%回落至去年末的 1.3%。白宫将提高住房可负担性作为重要目标，禁止机构投资者购买独栋现房，推动房利美和房地美购买 2000 亿美元 MBS 以压低房贷利率。预计今年新按揭贷款利率可能降至 6%以下，一方面将改善家庭购房支付能力而提振住房销量，另一方面将缩小新老按揭贷款利差而解冻换房需求，同时增加供应与需求。由于住房库存增长超过销量增速，住房供求更加平衡，房价涨幅将降至零附近。房价走弱和移民劳工减少将抑制住房开工量，住宅投资可能小幅下降。

## 宏观政策

白宫政策将聚焦降低生活成本，以提高选民在中期选举中对共和党支持率。白宫致力于低税费、低利率、低油价和低药价。低税费包括大而美法案带来减税刺激，预计将减免美国家庭 1400 亿美元左右税费，平均每个家庭减免超过 1000 美元，利好必选消费与可选消费。低利率包括加强对美联储控制，推动政策利率下降，但对长期国债收益率可能适得其反。特朗普提出设置信用卡利率上限为 10%，但该政策很难在国会通过，如果通过那么将导致银行提高门槛，降低中低收入群对信用卡的可及性，影响金融行业利润。低油价的政策手段包括国内去监管提升原油产量、施压 OPEC 增产和控制海外油气资源等。但国内油气公司作为私人公司非常注重股东回报，能否增产存在不确定性；OPEC 增产会顾及油价盈亏平衡线；美国在控制海外油气资源的过程中可能引发冲突，短期内可能推升油价。低药价的政策手段包括与各大药企直接协商降低药价以换取关税豁免、限制医保涨价幅度和政府直接向患者出售药品等，也面临约束与挑战。

美国财政扩张力度可能加大。预计美国财政赤字率从去年 5.4%升至今年 6.2%。2025 年财政扩张力度下降，联邦政府经历裁员、减支、关税与暂时停摆，预计全年赤字率从 2024 年 6.9%降至 2025 年 5.4%。今年财政扩张力度可能加大，财政赤字可能超 2 万亿美元。我们估计《大而美法案》在今年的减税规模可能在 2750 亿美元左右，其中对家庭减税规模 1,400 亿美元，对企业减税 1350 亿美元，包括对家庭的小费与加班费免税、提高地方税抵扣和对企业 100%设备与研发开支摊销，预计推升 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点。同时，白宫可能加强移民执法和军费支出，这将增加相关支出并减少移民经济活动对应税收。

美国货币政策将先松后稳。预计美联储今年仅 6 月降息一次 25 个基点。联邦基金利率目标从去年末 3.5%-3.75%降至今年末 3.25%-3.50%。今年一季度经济增长将明显反弹，通胀基本走平仍显著高于目标，鲍威尔任期内的美联储可能保持观望而暂停降息。今年 5 月美联储主席将正式换届，6 月可能降息一次作为政治表态。由于美联储主席任期超过特朗普剩余任期，美联储新主席上任后为建立公信力可能更加基于经济数据决策。今年将轮换 4 位新任票委，其中 2 人偏鹰，1 人中立，1 人偏鸽。下半年随着通胀可能回升，美联储降息窗口期将再次关闭，美元流动性收紧预期可能升温。凯文沃什被提名为美联储新任主席，市场将其理解为鹰派人士作出剧烈反应，但这种基于其过去言论的理解可能有些刻舟求剑。我们认为美国经济基本面仍是决定政策利率路径的最重要因素。

## 金融市场

美元货币市场收益率可能微幅下降。预计美联储今年有 1 次降息，年末美元货币市场收益率可能降至 3.25%-3.5%。美元是主导性国际货币，今年美元在国际支付中份额接近 50%。未来 5 年美元在国际货币体系中份额可能下降，但仍将维持主导地位，因为美国在经济、

科技、军事、金融等方面实力仍居第一，美国司法独立、产权保护和政策公信力仍好于大部分国家，国际货币具有网络效应和历史惯性，全球市场仍缺乏比美元更好的替代品。

美国国债收益率可能先升后降，收益率曲线可能先陡再平。10 年国债收益率可能先从目前 4.26% 升至 4.5%，下半年再逐步降至 4.3%。随着美国去通胀停滞、日欧长债收益率持续上升和白宫大而美法案可能进一步推升美国政府债务率，美国 10 年国债收益率从去年 11 月低点 4% 反弹至目前 4.26% 左右。上半年，在减税刺激和降息周期滞后效应下，美国名义 GDP 可能明显回升，市场预期新提名的美联储主席沃什比预期更加鹰派，国债收益率可能反弹。下半年，经济增长放缓而通胀反弹，美元流动性收紧预期升温，国债收益率可能小幅回落。

美元可能先贬再升。上半年，特朗普在格陵兰岛问题的强硬立场令美欧同盟关系恶化，新门罗主义导致美国与美洲部分国家冲突风险上升，特朗普对美联储干预也削弱市场对美元信心，国际投资者均在适度去美国风险，欧洲和亚太部分资金从美国市场回流本国市场，美元指数可能降至 91。下半年，随着美元贬值、大宗商品持续上涨和房租通胀降幅收窄，美国通胀可能反弹，美元流动性收紧预期升温，美元指数可能升至 94。

美股可能先涨后跌。上半年，预计减税法案提振消费与企业投资，美国经济增速回升，通胀走平，企业盈利增长强劲，美股可能延续上涨。从历史数据来看，美股在名义 GDP 和企业 EPS 均增长较快的情况下，涨幅虽不是最大但确定性较高。下半年，美股通胀可能反弹，美元流动性收紧预期升温，美股可能调整。相对看好信息技术（动态 PE=25.9 倍，FCF Yield=2.3%，26-27 年 EPS 复合增速=24.2%，AI 科技革命与盈利增长强劲；数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 2 月 2 日收盘，下同）、原材料（动态 PE=20.8 倍，FCF Yield=2.1%，26-27 年 EPS 复合增速=16.9%，估值合理，受益于全球大宗商品繁荣周期）、金融（动态 PE=16 倍，FCF Yield=3.8%，26-27 年 EPS 复合增速=7.5%，私人信贷增速回升和去监管政策带来利好）、工业（动态 PE=25.2 倍，FCF Yield=2.8%，26-27 年 EPS 复合增速=14.3%，减税、去监管和再工业化政策带来利好）与公用事业（动态 PE=17.7 倍，26-27 年 EPS 复合增速=10.9%，估值较低，具有防御性）。

## 互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226

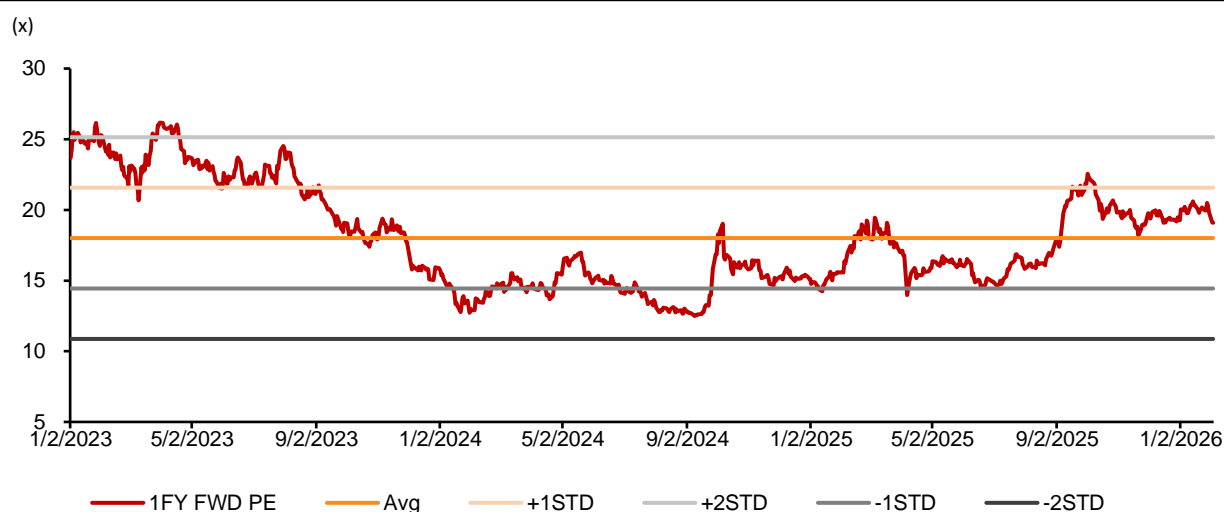
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 1 月，业绩真空期叠加市场风险偏好提升及流动性提升助力下，高 beta 且受益于事件性催化的股票显著跑赢行业。展望 2 月，中国龙头互联网厂商均针对 C 端 AI 应用开启增量市场费用投放以助力用户增长，我们重申此前年度策略中的观点——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。配置建议层面，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切性及 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 (700 HK)，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 (BABA US)，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 (1024 HK)。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 (NTES US)、携程 (TCOM US)。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 19x，相较 2023 年以来的平均值 (18x) 高出约 0.5 个标准差。

图 2: 恒生科技 PE Band

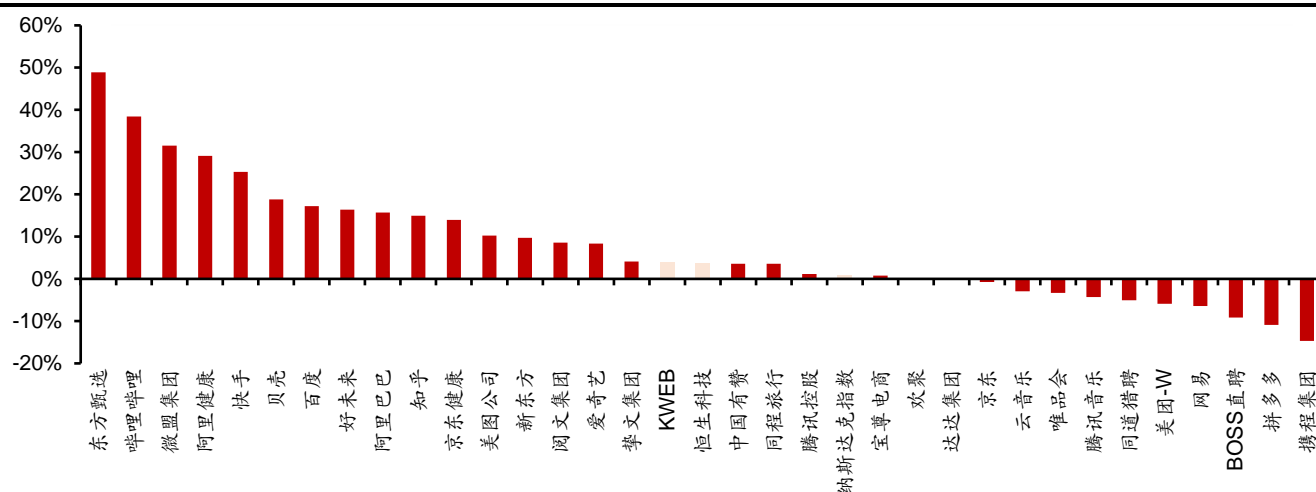


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 2 月 2 日

1 月恒生科技指数上涨 4%，KWEB 指数上涨 4%，东方甄选/哔哩哔哩/微盟涨幅领先，板块整体情绪与估值修复带动 high-beta 股票涨幅较高。东方甄选公布好于预期的 1H FY26 业绩，GMV 同比增长 17% 至 41 亿元，调整后净利润达到 2.5 亿，主要得益于自营产品毛利率显著改善。

图 3: 2026 年 1 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

### ■ 在线游戏：延续稳健业绩表现

根据伽马数据，2025 年中国游戏市场规模同比增长 8% 至 3518 亿元，主要得益于：1) 头部常青游戏包括腾讯《王者荣耀》、网易《梦幻西游》的健康增长；2) 《三角洲行动》《燕云十六声》等重点新游戏/次新游戏的增量贡献。展望 2026 年，我们预计中国游戏市场规模同比增长 5% 至 3694 亿元。2 月重点关注游戏公司 4Q25 业绩披露，腾讯、网易有望延续稳健的游戏业务表现：1) 我们预计网易 4Q25 游戏收入同比增长 8%（预计 2 月 11 日披露业绩），主要得益于《梦幻西游》《蛋仔派对》等旗舰游戏的流水恢复以及《燕云十六声》海外的良好表现；2) 我们预计腾讯游戏 4Q25 收入同比增长 17%，主要得益于《三角洲行动》以及公司海外游戏业务的强劲表现。

### ■ 在线广告：AI 赋能广告业务

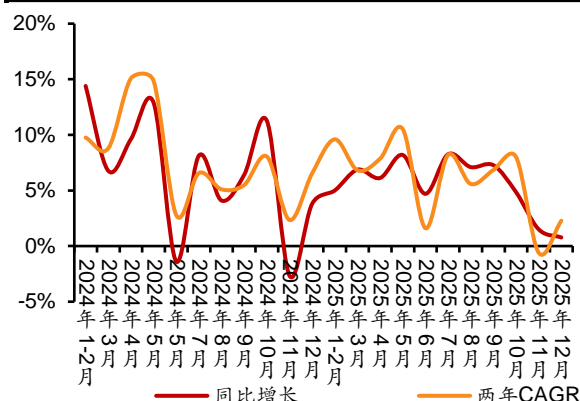
我们建议首选能够通过 AI 持续提高广告解决方案 ROI 并能够获取增量行业广告预算的平台，包括腾讯、快手、哔哩哔哩。展望 4Q25，1) 我们预计腾讯 4Q25 营销收入同比增长 17%，主要得益于视频号广告加载率提升拉动视频号广告收入较快增长、AI 拉动广告商业化效率提升，部分被投流税等短期影响所抵消。2) 我们预计快手 4Q25 在线营销收入同比增长 13%，主要由国内在线营销收入增长拉动，部分被海外营销收入下滑所抵消。3) 我们预计哔哩哔哩 4Q25 广告收入同比增长 22%，主要增长驱动力包括：持续优化广告商业基础设施与算法，提升广告转化效率，吸引增量广告主与预算，逐渐提升平台整体广告加载率。

### ■ 电商：探索高效获客及用户留存

2025 国补政策支撑下实物商品网上零售额整体增长稳健，但国补退坡后增速有所回落。行业竞争仍围绕为核心消费群体创造增量价值、提升用户粘性展开，与此同时电商平台尝试探索通过即时配送中更高频的外卖业务切入探索更高效的客户获取和留存，并通过远近场结合的形式进一步推动线上渗透提升。展望 2026 年，高基数下电商行业增长或面临挑战，我们预计电商平台对于即时零售的深化探索仍将持续，但非理性补贴将有望同比减少。我们预测 2026 年整体网上零售额将同比增长 6.5%，其中实物商品网上零售额将同比增长 5.2%，在线旅游等非实物服务类消费的市场规模增速或将继续优于实物商品网上零售额增速。从股票推荐视角，我们偏好电商主业健康增长、有能力主动调整投入体量以管控利润率水平、且在 AI 领域发展前景优异的阿里巴巴，和主业盈利重回正增长且估值不贵的拼多多。

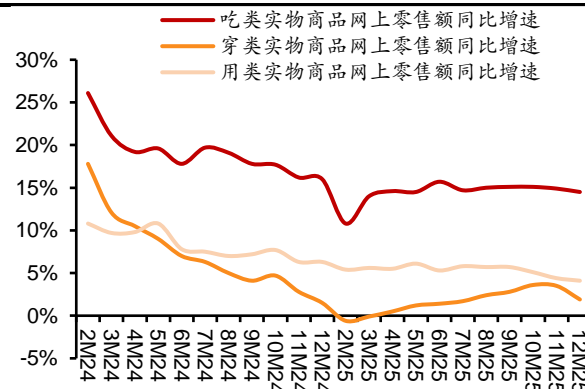
据国家统计局数据，2025 实物商品网上零售额同比增长 5.2%，其中单 12 月份在国补高基数及消费情绪疲软情况下同比仅增长 0.8%，环比上月进一步降速（2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月/10 月/11 月：5.0/6.9/6.1/8.2/4.7/8.3/7.1/7.3/4.9/1.5%），4Q25 合计实物商品网上零售额同比增长 2.3%（3Q25：7.5%；4Q24：3.5%）。2025 年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 26.1%（11M25：25.9%；2024：26.8%）。实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品 2025 同比增长 14.5%/1.9%/4.1%，相较 11M25 的 14.9/3.5/4.4%均进一步放缓。

图 4：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 5：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

## ■ OTA：2026 出游需求或持续具备韧性

2025 年旅游行业增长韧性持续凸显，符合我们的预期。据国家文旅部数据，9M25 国内居民出游人次/出游花费分别同比增长 18.0%/11.5%。展望 2026 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 7%，OTA 受益于酒店线上渗透率持续提升趋势增速或有望更快；出境游方面，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10-15% 区间，而领先的 OTA 平台（如携程）出境游营收增长有望超过 15%。尽管面临部分地缘政治扰动，我们认为出境游需求整体有望维持稳健且有望在遭遇挑战时向国内长途游需求转化，从而支撑整体行业增长具备韧性。此外，龙头 OTA 平台持续布局海外扩张，或有望为中长期营收及盈利增长提供支撑，我们持续看好龙头 OTA 平台的海外扩张发展潜力。股票推荐维度，我们持续看好国内与出境 GTV 市占持续扩大、且海外扩张进展迅速的携程，并建议关注整体盈利增长有望维持韧性的同程旅行。

从元旦旅游数据观察，据交通运输部统计，2026 年 1 月 1 日至 1 月 3 日，全社会跨区域人员流动量 5.95 亿人次，相比去年同期增长 19.6%，日均 1.98 亿人次；此外，2026 年元旦假期全国边检机关共计保障 661.5 万人次中外人员出入境，日均 220.5 万人次，较去年同期增长 28.6%。我们认为整体元旦出行数据持续印证我们此前的观点，行业出游需求具备韧性。

## ■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、网易、快手、携程

- 1) **腾讯 (700 HK)**：公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道已建立稳固竞争优势，AI 多维度赋能公司广告、游戏和云业务。展望 FY 26，我们看好多项驱动因素支撑公司基本面增长：1) 常青游戏持续保持稳健，重点新产品《王者荣耀世界》等有望带来增量游戏收入贡献；2) AI 赋能叠加视频号广告加载率提升，推动广告收入维持快于行业增长；3) AI 云驱动腾讯云收入维持较快增长。基于公司稳固的竞争壁垒与运营杠杆，我们预计公司 FY26 调整后运营利润同比增长 11%。公司当前估值对应约 17x FY26 Non-IFRS PE (剔除战略投资对应 15x PE)。我们基于 SOTP 的目标价为 760.0 港元，对应 22x FY26E Non-GAAP PE。
  - 2) **阿里巴巴 (BABA US)**：我们重申对阿里巴巴的积极看法，主因：1) 云计算收入增长前景强劲，这得益于人工智能相关产品的采用率提升以及数字化需求的增加；2) 电商业务发展前景稳固，由“全站推”渗透率的提高以及即时零售业务的快速发展所带来的交叉销售效应推动，即时零售业务快速发展或有助于提高用户粘性，并在中长期内推动更好的客户管理收入前景。凭借强大的技术能力和丰富的人工智能应用场景，阿里巴巴有望通过“消费”与“AI + 云”这两大战略业务支柱推动其长期收入和利润增长。在我们看来，阿里巴巴仍然是人工智能主题下的关键受益方之一，我们基于分部估值的目标价为 206.4 美元。
  - 3) **网易 (NTES US)**：我们看好重点产品支撑网易 FY26 业绩增长与估值提升：1) 《燕云十六声》海外上线后表现好于预期，峰值同时在线玩家人数超 25 万人，进入 Steam 全球游戏畅销榜前 3，26 年海外收入贡献有望接近国内收入水平；2) 海洋 RPG 游戏《遗忘之海》预计 2026 年上线，新产品有望带来可观增量收入贡献；3) 开放世界 RPG《无限大》有望在 2026 年上线。基于新产品贡献，我们预计公司 FY26 运营利润同比增长 12%。公司当前估值对应约 15x FY26 Non-IFRS PE，我们基于 SOTP 的目标价为 164.0 美元，对应 18x FY26E Non-GAAP PE。
  - 4) **快手 (1024 HK)**：我们看好快手持续受益于 AI 应用发展，其中 1) 2025 年 12 月可灵 O1 与可灵 2.6 发布后海外表现良好，海外流水与 DAU 均实现较快增长，公司宣布可灵 AI 在 2025 年 12 月当月收入突破 2000 万美元，对应 ARR 达 2.4 亿美元；2) 在线营销领域：利用 OneRec 等 AI 模型，快手推动 3Q25 国内在线营销服务收入实现额外 4-5% 的增长；3) 电商领域：公司推出生成式检索架构 OneSearch，实现更精准的商品匹配，带动商城搜索订单量增长约 5%。我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，我们预计公司 FY26 调整后净利润同比增长 14%。我们基于 SOTP 的目标价为 88.0 港元，对应 15x FY26E Non-GAAP PE。
  - 5) **携程 (TCOM US)**：整体旅游需求仍具备韧性，凭借强大的供应链能力及优质的客户服务能力，携程国内与出境业务的预订量增速均高于行业平均水平。此外，携程的海外扩张进展顺利，投资与营收增长节奏均衡，我们认为这将为公司带来长期价值。我们预测 2026 年携程的营收/non-GAAP 经营利润将分别同比增长 15%/14%。我们基于 DCF 模型的目标价为 83 美元，对应 20x 2026 年 non-GAAP PE。
- **风险提示**：1) 消费复苏不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 地缘政治风险带来增量扰动。

## 软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226

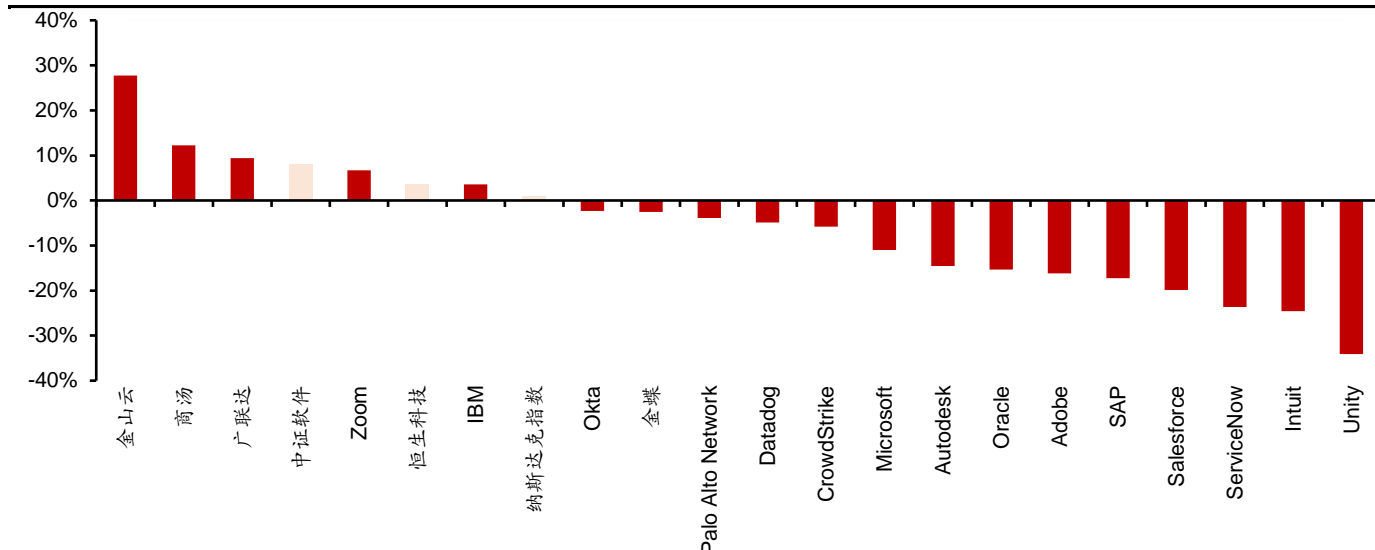
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

展望 2026，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。美股软件板块，我们看到市场重新开始担忧 AI 大模型厂商会抢占软件厂商份额，部分软件厂商 AI 应用商业化尽管逐渐开始起量，但仍未能够推动公司收入增长加速，导致自年初以来板块估值承压，后续我们建议关注软件厂商营收增速拐点，AI 相关变现能够高效拉动营收和盈利加速增长的公司或有望跑赢同业。中国软件板块我们推荐云化领先且中长期有望通过 AI 获得增量变现的金蝶（268 HK），美国软件板块我们推荐派拓网络（PANW US）。

1 月恒生科技指数上涨 4%，纳指上涨 1%，金山云/商汤/广联达涨幅领先。美股软件整体承压，投资者担忧来自大模型厂商的竞争加剧以及 AI 商业化表现不及预期。ServiceNow 公布符合预期的 4Q25 业绩，但公司指引 FY26 订阅收入同比增长 20.5-21%，剔除收购合并带来约 2% 的收入贡献，内生业务增长放缓约 3%，导致投资者担忧 AI 大模型厂商抢占市场份额，公司 AI 商业化进展不及预期。

图 6: 2026 年 1 月软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

### ■ 海外软件: 关注生成式 AI 应用落地及变现进展

回顾 2025，大模型行业全领域的模型竞争均在加剧，模型能力持续迭代提升，与此同时相同模型的调用成本持续下降、行业应用逐步推广。细分的产业趋势包括：1) 智能体能力成为大家关注的关键点之一；2) 开源大模型的发布迭代速度提升；3) 原生端到端语音交互模型已具备大规模落地可行性；及 4) 图像编辑及视频生成大模型的能力进一步提升。展望 2026，我们认为竞争尚未到收敛期，行业仍将在前沿模型能力上持续探索，同时推动大模型的产业应用。

Gartner 预计 2026 年全球 AI 总支出将同比增长 37% 至 2.0 万亿美元，其中 AIaaS/AI 基础设施软件/AI 大模型/AI 电脑/AI 应用软件为增速最快的前 5 大细分赛道。AI 应用商业进展仍是市场关注的重点。展望 2026，我们建议关注 AI 应用落地与商业化的两大场景：1) AI 大模型擅长的应用场景，例如编程、创意生成、办公效率等。我们看好在 AI 视频应用方面取得相对领先的快手。2) 高价值量的 AI 应用场景，例如企业智能体以及教育、金融、法律等传统垂直行业。

#### ■ 推荐买入金蝶国际和派拓网络

- 1) **派拓网络 (PANW US)**：我们看好派拓网络是生成式人工智能时代的主要受益者之一，因随着人工智能相关部署规模的扩大，安全需求应有望稳步增长。我们预计公司 FY26 营收/non-GAAP 净利润将分别增长 14%/18%，自由现金流利润率为 38.4%，财务表现持续符合“50 法则”，有望为估值提供支撑。我们的目标估值为 236.7 美元，基于 15.4 倍的 EV/sales，与两年均值加两个标准差水平持平。“买入”评级。
- 2) **金蝶国际 (268 HK)**：我们看好金蝶是我们覆盖标的中 AI 应用时代的主要受益者之一，并认为 AI 商业化进展、营收增速随宏观环境回暖与数字化需求增加而回升是股价上涨的关键驱动力。我们对金蝶的目标价为 19.2 港元，基于 2025 年 EV/sales 8.4x，与两年均值加两个标准差一致。“买入”评级。

■ **风险提示**：宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

## 半导体

| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 5336 4682

### ■ 存储短缺：AI 驱动下的结构性紧缺持续强化，价格上涨已明显超越传统周期修复范畴

进入 2026 年初，存储产业链的景气判断进一步上修。从龙头厂商业绩与指引来看，AI 相关需求（HBM、服务器 DRAM、企业级 SSD）正在系统性压缩有效供给，使价格上行呈现出涨幅大、持续性强、并向非 HBM 产品外溢的特征。以三星电子（005930 KS，未评级）为例，公司 2025 年四季度收入同比增长 24%，其中存储业务收入同比大幅增长 62%；同时公司指引自 1Q26 起量产 HBM4 及高性能 TLC SSD 产品，以满足持续强劲的服务器与企业级 SSD 需求（[链接](#)）。在全球供需持续偏紧的背景下，中国本土存储厂商亦启动更为激进的扩产计划。长鑫存储（未上市）正推进上海新厂建设，规划产能约为合肥基地的 2-3 倍，产品覆盖服务器、PC 及车用 DRAM，并同步布局 HBM 相关产线，项目预计于 2H26 开始设备进场、2027 年进入规模化量产阶段。与此同时，长江存储正在武汉建设第三座晶圆厂，目标同样指向 2027 年投产，并计划将新增产能中约 50%配置于 DRAM 产品（[链接](#)）。我们认为，从全球维度看，AI 相关存储需求的确切性与供给扩张的节奏不匹配，决定了本轮存储景气具备更强的持续性；即便考虑中国或海外厂商的扩产行为，短期内亦难以改变全球供需偏紧与价格高位运行的趋势，存储仍是 2026 年算力产业链中最具确定性的景气主线之一。

### ■ 算力投资：全球算力投资仍处于扩张周期中段，AI 驱动下的资本开支呈现出高增速、跨年度与前置化特征

自年初以来，云厂商与晶圆制造商同时释放出持续加码信号，表明本轮算力投资并非短期脉冲，而是更具中期可见性的系统性扩张。从需求端来看，头部云厂商的资本开支仍在显著提速。Meta（META US，互联网团队覆盖）在最新业绩中指引 2026 年资本开支约 1,150 亿-1,350 亿美元，较 2025 年的资本支出水平同比增长超 70%。与此同时，微软（MSFT US，互联网团队覆盖）FY2Q26 资本支出高达 375 亿美元，同比上涨 66%。在晶圆制造端，领先晶圆厂对算力需求的判断与云厂商行成共振。台积电（TSM US，未评级）将 2026 年资本开支维持在 520-560 亿美元高位区间，继续加大其在先进制程与先进封装领域的投入，显示 AI 相关订单正推动产能与技术路线的持续前置布局。在此背景下，设备端景气度同步得到验证，ASML（ASML US，未评级）在 2025 年第四季度实现订单大幅超预期，同时上调 2026 年收入指引以及维持高水平储备订单，反映晶圆厂扩产计划具备较强执行力与跨年度可见性。我们认为当前阶段评估算力投资质量的核心在于资本开支是否投向具备明确商业化或效率改善路径的应用领域，而非算力规模本身。推荐中际旭创（300308 CH，买入）、生益科技（600183 CH，买入）、深南电路（002916 CH，买入）。

### ■ 国产算力与 H200 变量

海外高端算力对华供给出现边际松动，但最新进展显示 H200 对华出口仍处于审批悬而未决、执行层面受阻的状态，本质仍是不确定的结构性补充，而非趋势性逆转（[链接](#)）。我们认为国产算力的中长期逻辑并未被削弱，反而在不确定性常态化背景下进一步强化。对国产算力链而言，短期扰动主要体现在头部互联网厂商在高端训练卡选择上的灵活度提升，或对部分国产 GPU 的订单节奏与价格预期形成阶段性影响。但从中长期看，国产算力的核心优势仍集中于可持续供货、成本可控及本土化适配能力，上述诉求不会因一次性窗口而消失。基于此，我们更倾向于将 H200 事件视作短期分化因子而非长期趋势因子。配置层面，应避免因阶段性供给改善而低估国产替代的战略必要性；若国产算力链因情绪波动出

现回调，更可能是结构性再定价与节奏调整带来的布局窗口，而非投资逻辑发生改变。推荐中兴通讯（763 HK，买入）、北方华创（002371 CH，买入）。

■ 风险提示：供应链扰动、地缘政治风险、原材料价格波动等。

## 科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881  
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法乐观

#### 产业链需求分化，重点关注 AI 算力和端侧 AI 创新加速

2026 年上半年受到存储成本和宏观不确定性影响，全球科技产业链将维持需求分化与 AI 创新加速趋势，一方面 AI 算力产业链景气度维持高企，端侧 AI 新品落地提速（AI 手机/AI 眼镜/智能家居），另一方面低端消费电子需求将受到内存涨价影响持续承压。展望全年，我们相信 AI 算力需求与端侧 AI 创新将是核心增长动力，建议关注：1) AI 算力基础设施：VR/ASIC 服务器架构升级推动产业链量价齐升，看好组装/互联/散热/电源产业链；2) 端侧 AI：折叠 iPhone /AI 手机/智能眼镜将加速发布，推动相关零部件创新周期，建议关注立讯精密、鸿腾精密、比亚迪电子和瑞声科技等企业。

#### 1) 智能手机/PC：苹果指引好于预期，关注折叠 iPhone 和 AI 手机供应链

展望上半年，尽管智能手机行业受到存储成本影响，苹果的 1Q 业绩和 2Q 指引维持强劲增长，安卓阵营方面，传音 4Q25 业绩开始承压，高通 QCT 业务 2Q 指引低于预期，多家手机客户采取谨慎态度，减少芯片库存，反映内存成本压力体现。展望全年，我们相信苹果依靠供应链能力、产品高端化以及谷歌 AI 合作的效益，iPhone 出货量和利润率有望保持韧性，我们预计 iPhone 份额将持续提升，下半年 iPhone18 有望迎来硬件规格和 AI 功能创新，主要升级包括：1) 透明后盖：18 Pro 后盖玻璃拼接区域加入透明元素；2) 单孔屏、屏下 Face ID 更小灵动岛：18 Pro/Max 将进一步缩小灵动岛尺寸而 FaceID 将实现屏下化；3) 可变光圈：18 Pro/Max 引入可变光圈技术，通过动态调节光圈大小将能更灵活地控制景深效果，在弱光环境下能获得更纯净画面；4) 48MP 超广角摄像头：Air 主摄与超广角均采用 4800 万像素传感器。其他升级包括 18 全系列将搭载自研 5G 基带芯片、钢壳电池首次引入至 Pro max 机型和 18 标准版内存升级至 12GB (vs. iPhone 17 8GB 内存)。

智能手机零部件方面，我们看好规格升级带来价值量提升：1) 散热：iPhone 17 Pro 系列首次引入 VC 均热板，预计 VC 散热渗透率将加速提升。2) 结构件：苹果启动三年外观革新周期，iP 17 Pro/Max 采用热锻铝金属一体成型机身，外观结构件有望持续受益。3) 光学：AI 影像驱动持续推动高像素、多摄以及 OIS 规格提升。

PC 方面，我们对 2026 年全球 PC 出货量保持谨慎态度，预计将下降 2%至 2.75 亿台，主要由于 1) Win11 换机需求步入尾声，2) 存储价格上涨导致 PC 售价上升，冲击低端消费机型需求，以及 3) 主流英特尔 Raptor Lake 供应短缺。整体上，我们预期商用市场表现将优于消费市场，得益于企业设备更新周期，而消费市场对价格敏感度较高，因此 PC 零售价格上涨将导致需求受压。

整体上，我们继续看好由 AI 创新驱动的换机周期，AI 端侧创新、规格升级和份额提升的公司将深度受益，包括立讯精密、瑞声科技、丘钛科技、比亚迪电子和蓝思科技（6613 HK，未评级）。

#### 2) 服务器：北美 CSP 和阿里 AI 资本开支超预期，连接器/液冷/电源零部件有望受益

展望 2026 年，我们预期全球 AI 服务器出货量将保持强劲增长，同比增长 24%达 266.6 万台，整体服务器市场预计将保持温和增长 4%。增长驱动力主要来自大型 CSP 和主权云，北美 CSP 积极资本支出扩张，以及中国 CSP 在 DeepSeek 推动和 AI 产业链本地化的背景

下，将持续展现强劲增长势头。从服务器结构来看，GPU 仍占据主导地位，但在 CSP 积极投资 ASIC 推动下，ASIC 占比预计将进一步提升，成为市场重点关注趋势。

AI 基础设施方面，我们相信 2026 年服务器架构将持续创新：1) 系统组装：预计 2027 年 VR Ultra NVL576 机柜将升级至 144 张 GPU，对系统组装和集成要求将大幅提升。2) 高速互联：Vera Rubin 平台将实现 Tray 内完全无缆化连接，GPU 协作通过 Midplane 背板进行无线信号传输。3) 光电集成：OCS/CPO 产品技术持续发展，可实现低时延、低功耗和易扩展性，例如立讯的 CPO 和 CPC 等数据中心互连整体方案，谷歌在 TPU v4 集群中应用 OCS，博通与英伟达加速推动 CPO 技术落地。4) 电力系统：GPU 功耗持续提升（GB200 功率最高达 2700W）。英伟达正推动 800V DC 供电架构成为 AI 数据中心标准化供电架构。5) 散热升级：预计 AI 数据中心的液冷渗透率将从 2024 年的 14% 增至 2025 年的 33%，预计液对液架构将从 2027 年起逐步取代当前主流的 L2A 技术，成为 AI 机房主流散热方案。液冷渗透率持续提升将带动冷板模组、快接头、分歧管与相关零部件的需求扩张。

我们预计 AI 服务器架构升级（组装、互联、散热、电源）将带来价值量和渗透率提升，AI 服务器 ODM/OEM 龙头，以及受益于架构升级和国产替代的零部件公司将深度受益，包括工业富联（601138 CH，未评级）作为第一梯队的 GB200 服务器供应商，以及服务器零部件如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括鸿腾精密的高速连接产品和液冷零部件、立讯精密的高速互联方案（CPO/CPC）、比亚迪电子的 AI 服务器产品、以及蓝思科技（6613 HK，未评级）的液冷系统和连接头产品。

### 3) 端侧 AI：智能眼镜落地场景持续拓展，关注苹果/谷歌/亚马逊加速布局

随着生成式 AI 和大型语言模型的高速发展，智能眼镜行业正迈入由 AI 驱动的“眼镜 2.0”时代，核心特征在于强大的 AI 能力不再仅是锦上添花，而是成为定义产品核心价值和用户体验的基础。我们认为 2025-27 年将是智能眼镜行业的关键时期，各大科技巨头的产品路线图不仅将塑造未来的竞争格局，更将指引整个行业的技术发展方向。从 Meta、谷歌到苹果，再到中国的领先科技企业，都在加速布局，力图在这条新兴赛道上抢占先机。互联网公司的优势在于应用与内容（如 AI、短视频、社交媒体等），而智能手机品牌的优势则在于庞大的用户基础（苹果的 10 亿设备存量，小米全球月活跃用户数超 7 亿），因此我们认为这些巨头入局将为智能眼镜行业的出货量带来上行空间。

在 2025-27 智能眼镜的产品路线图上，我们预计，1) Meta 在 2025 年下半年已发布采用 LCoS 和几何光波导技术的单目全彩 AR 眼镜 Meta Ray-Ban Display，预计在 2027 年有望推出首款搭载 LEDoS 的高阶 AR 眼镜；2) 亚马逊将在 2026 年推出两款 AR 眼镜，一款用于内部商用场景（如物流），另一款面向消费者市场；3) 三星计划在 2026 年推出 AI 眼镜；4) 苹果 AI 眼镜预计在 2028 年发布和 2029 量产出货，产品形态类似于 Ray-Ban Meta 智能眼镜；5) 字节跳动目前在研发 AR 眼镜，发布时间预计在 1Q26；6) 阿里巴巴在 2025 年 12 月发布了夸克 AI 眼镜，依托夸克/通义千问大模型，主打信息搜索与百科识别，以高性价比切入国内市场。

我们认为，AI 创新驱动的端侧硬件升级仍是消费电子行业的核心增长主线。Meta 的 AI 眼镜热销和苹果在 AI 基础设施上的加速布局，验证了市场对新一代智能终端的强劲需求。我们看好 AI+AR 智能眼镜将成为主流终端，深度参与的供应链明显受益，包括：AI 眼镜品牌小米/TCL、光学领域的丘钛科技、声学/MEMS 传感器的瑞声科技、代工商的立讯/蓝思/华勤、结构件的立讯/领益/长盈/东江、镜片的康耐特以及显示的京东方/TCL。

### 4) 汽车电子：智能化趋势加速下沉，关注产业链升级趋势

汽车电子行业在全球电动化和智能化浪潮中持续保持结构性增长，尽管全球市场复苏仍有滞后，但国内新能源汽车市场表现突出。比亚迪和小米产品布局持续加快智驾渗透率，小米 1 月份总交付超 39 万台，二期工厂产能有待起量。全球智驾产业链需求有望高速增长，国产替代进程在关键零部件领域取得显著进展，其中传感器、域控制器、连接器、显示屏、声学等环节将迎来出货量增长和规格升级机会。

整体上，我们继续看好由汽车电动化和智能化驱动的汽车电子产业链，尤其是受益于智驾系统下沉带来的零部件升级机遇，以及高价值量零部件的国产替代。车载智驾封装（如 FCBGA）渗透率提升，利好在车规级封装领域具备技术和客户优势的厂商。连接器与线束方面，新能源汽车连接器产品将迎来出货量增长和规格升级机会。看好比亚迪电子、京东方精电、瑞声科技等汽车电子产业链标的。

### ■ 推荐买入立讯精密、瑞声科技、比亚迪电子

**1) 立讯精密 (002475 CH)：**我们看好 2026 年公司 AI 赋能打开新成长空间。消费电子方面，公司受益 iPhone 17 新机销售火爆，并与 OpenAI 合作切入下一代 AI 终端入口，同时闻泰 ODM 业务整合超预期，进一步拓展安卓市场。数据中心业务方面，在高速铜缆、电源等产品上突破北美核心客户，市场份额提升，成为公司下一个增长引擎。汽车电子方面，莱尼业务有望实现盈利超预期，展现卓越整合能力；公司产品从线束、连接器向智能座舱、智驾等高价值领域拓展，成长潜力巨大。整体上，公司三大业务板块展现强劲增长势头，AI 相关业务（端侧硬件、服务器）成为核心驱动力，随着新业务整合和市场份额提升，公司正从消费电子代工龙头向平台型科技制造企业转型，成长空间和估值水平有望进一步提升。

**2) 瑞声科技 (2018 HK)：**展望 2025-26 年，我们对瑞声科技持积极看法，认为其将显著受益于 AI 手机与 AI 眼镜带来的规格升级（声学/光学/MEMS/VC）趋势，以及在汽车声学领域的全球市占率持续提升。我们预计 2025 年收入/净利润将同比增长 20%/40%。分业务板块来看，1) ED&PM（触感/VC/铰链）：2025 年全年预期马达业务收入将同比增长 18-20%，而精密结构件将同比增长 15-20%，毛利率 30% 以上，其中新业务 VC 散热板收入增长 3-4 倍；2) 光学（6P/WLG/32MP 镜头）：2025 年收入将同比增长 20%，毛利率 10-15%，其中塑料镜头毛利率 30% 以上，WLG 出货量在 2025/26 年将达 1000-1500 万片/2000 万片，镜头模组毛利率稳定在 4-6%；3) MEMS/传感器（AI/麦克风）：2025 年全年预期销售额同比增长 100%，毛利率 15-20%；4) 声学（SLS/模组）：收入稳定增长，新产品量产将推动 2025 年下半年预期毛利率反弹。除了 AI/折叠屏手机升级外，我们对非手机业务持积极看法：1) AR 眼镜（光波导片）：项目中标，目标 2026 年大规模量产；2) 汽车声学：在国内旗舰 SUV 项目（32 个扬声器）中标及在欧洲赢得新客户；3) 无人机/运动相机；4) 机器人灵巧手大规模量产，并获得多个项目中标。

**3) 比亚迪电子 (285 HK)：**我们对公司前景持正面看法，看好可折叠 iPhone、汽车和 AI 服务器等增长动力。1) 智能手机：可折叠 iPhone 升级及稳定组装业务，2025 年专注于高端零部件和成都工厂的效率提升，2026 年公司指引美国客户零部件收入将同比+50%；2) 新能源汽车：2025 年公司保守预测收入 250 亿，毛利率保持稳定，得益于母公司订单强劲且份额增长（热管理份额 50%+，ADAS 份额主供），预计 2026 年欧洲客户将快速扩张。3) AI 服务器：通过与 Nvidia 合作，积极推动服务器业务和 GB200 零部件产品路线图。2026 年 AI 服务器 ODM 收入将达 50 亿元，液冷产品 26 年上半年海外客户量产，光模块于 25 年下半年实现 800G 量产准备，1H26 实现 1.6T 量产，电源相关的机架 HVDC 产品将于 2026 年末或 2027 年开始出货。催化剂包括 iPhone 升级、AI 服务器产品的市场占有率、机器人技术的更新以及毛利率的提升。

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

## 消费

| 张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

恒生消费指数开年至今（截至 2 月 3 日）上涨 8%，主要由高弹性可选消费板块拉动，潮玩、黄金珠宝等细分领域表现亮眼。我们预计 2 月消费行业将凸显旺季驱动特征，春节错峰效应下，食品饮料、黄金珠宝等传统消费品类迎来动销高峰；9 天春节假期延长有望显著提振文旅、餐饮、零售消费。政策端，九部门印发的《2026 “乐购新春” 春节特别活动方案》明确加大以旧换新补贴力度，有望进一步提振耐用品消费需求。两会前政策预热窗口临近，积极的消费政策有望进一步提振市场信心，与需求端形成共振，为板块表现提供有力支撑。

全年来看，我们认为居民消费行为的核心约束源于“资产端缩水+收入端预期修复进程的缓慢”。1) 资产端压力：二手房市场供应端压力显著抬升——一线城市次新房集中入市叠加银行涉房不良资产批量处置，或推动二手房价格进一步探底，居民持有房产的资产价值或面临阶段性缩水，进而抑制消费意愿的修复。2) 需求端约束：国际贸易环境的不确定性尚未完全消解，外需波动对国内就业与收入的传导效应仍存，居民消费行为延续“降级”主基调，支出结构向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费的需求弹性持续走弱。基于此判断，我们认为居民消费行为仍将保持“降级”的主基调，建议关注以下投资主线：

### ■ 消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比

消费分层趋势在 2026 年将进一步强化，不同收入群体的消费偏好呈现差异化迁移：1) 高净值人群的“理性化消费”：从高端奢侈品类向轻奢、国奢或特殊小众品牌迁移，如高端白酒需求向次高端/区域龙头产品分流，高端乳制品消费转向性价比型低温产品，核心逻辑是“品质不降级、支出适度收缩”。2) 大众市场的“成本优先逻辑”：基础消费品的“平价替代”趋势持续强化，或进一步推动硬折扣模式扩张，包括临期食品、自有品牌快消品渠道（如零食量贩店、社区硬折扣店）等，同时也将利好具备供应链优势的国产科技消费品（如智能小家电、功能性服装等）。选股方面，建议关注估值较低且股息率具备吸引力的江南布衣（3306 HK）、基本面稳健且有望受惠于产品创新和运营效率提升使增长优于同业的波司登（3998 HK）、体育大年背景下业绩有望反转的李宁（2331 HK）等。

### ■ 需求优先级固化：聚焦“让生活过得下去 + 稍微有点安慰”

居民消费支出收缩的同时，需求结构向“刚性生存需求”与“低成本情绪慰藉”聚焦，对应两大细分方向：1) **让生活过得下去**：刚性必需赛道的需求韧性。此类赛道是居民支出中“不可压缩”的核心载体，需求韧性显著，如米面粮油：刚需属性下终端库存周转保持平稳，区域龙头品牌凭借渠道下沉优势进一步收割市场份额。基础调味品：居家烹饪频次提升驱动酱油、醋、食用油等基础调味品需求稳定，小包装、高性价比产品的终端动销占比持续提升；包装水，作为食品饮料板块中单价最低、需求最刚性的品类之一，具备“消费降级下的防御性”，成为居民日常支出中“最后的体面”，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）。餐饮方面考虑外卖补贴与政策红利减少、消费降级进一步推动在家用餐需求，建议关注锅圈（2517 HK）等。2) **稍微有点安慰**：低成本情绪价值赛道。居民在压缩可选支出的同时，倾向于通过低客单价消费实现情绪纾解，包括但不限于：① 年轻群体的压力排解：高性价比休闲零食、平价啤酒/预调鸡尾酒的终端动销增速优于行业平均，茶饮、咖啡等小额高频消费更具备韧性；建议关注高基数效应较弱、品类延伸支撑增长的瑞幸（LKNCY US），其他标的也包括卫龙（9985 HK，未评级）。② 年轻群体的精神寄托：“陪伴型消

费”热度延续，宠物食品/用品、平价潮玩玩具的需求具备韧性，此类消费的“情感替代”属性显著。③中老年群体的刚性慰藉：基础保健品（维生素、益生菌）需求保持稳健，短途康养旅游成为替代长途出行的核心选项，兼具健康需求与情绪纾解属性。④同时，日常生活体验升级的低成本选择也包括平价国货美妆、香水香薰等香氛产品——通过实现外在形象提升或提升仪式感达到“悦己”角度的情绪满足。建议关注颖通控股（6883 HK）等。

## ■ 出海：内需不确定性下的业绩对冲选项

在国内消费环境不确定性延续的背景下，全球化布局有显著进展的企业，可通过海外市场拓展对冲内需波动风险：1) 供应链优势驱动的出海：调味品、休闲食品企业凭借成本与产能优势，向东南亚、拉美等新兴市场拓展，实现收入端的增量贡献；2) 品牌力输出的全球化：部分具备产品差异化的企业（如特色休闲零食、宠物食品）通过跨境电商渠道进入欧美细分市场，逐步建立区域品牌认知；此类企业的海外业务有望成为 2026 年业绩增长的核心弹性来源，是内需波动环境下的经营稳定性保障。上文中上述建议关注标的若在海外取得有效进展则进一步提高其配置价值。

## ■ 推荐标的

食品饮料方面，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，买入）**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，买入）**；餐饮板块，建议关注高基数效应较弱、品类延伸支撑增长的**瑞幸（LKNCY US，买入）**，在家用餐需求支撑增长的**锅圈（2517 HK，买入）**等；纺服及体育用品方面，建议关注估值较低且股息率具备吸引力的**江南布衣（3306 HK，买入）**、基本面稳健且有望受惠于产品创新和运营效率提升使增长优于同业的**波司登（3998 HK，买入）**、体育大年背景下业绩有望反转的**李宁（2331 HK，买入）**；美护板块，建议关注品类矩阵布局优于同业的**颖通控股（6883 HK）**等。

## ■ 风险提示

经济环境恶化超预期，扩内需政策效果不及预期，地缘政治影响超预期，原材料价格波动等。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728  
| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751  
| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

政策换挡期的“冷启动”，静待春季需求回暖

**1 月汽车终端销量放缓：**受到新能源车购置税优惠退坡（由全额免征切换至减半征收）以及以旧换新补贴落地措施尚不明朗的影响，新能源汽车终端销售环比明显放缓。根据已经公布的 12 家车企的 1 月销量数据，1 月合计销量同比下滑 6%、环比下滑 41%。环比来看，比亚迪和长城的新能源车批发销量均有超过 50% 的下滑，而银河、极氪和小米因较好的库存管理和在手订单情况，环比下滑的幅度约在 20%。同比来看，仍有多家车企实现了销量的同比提升，其中蔚来、小米、极氪、埃安和鸿蒙智行的同比提升超过 50%，部分是因为受到去年 1 月低基数的影响，去年春节在 1 月（今年在 2 月）。（具体销量数据请见下图）

图 7：重点车企于 2 月 1 日公布的 2026 年 1 月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	1 月销量 (台)	同比%	环比%
比亚迪	205,518	-30.7%	-50.5%
长城	18,029	-19.0%	-54.0%
蔚来	27,182	96.1%	-43.5%
理想	27,668	-7.5%	-37.5%
小鹏	20,011	-34.1%	-46.6%
小米	39,500	72.5%	-21.3%
极氪	23,852	99.7%	-21.2%
吉利银河	82,990	-11.3%	-17.6%
零跑	32,059	27.4%	-46.9%
广汽埃安	23,591	63.9%	-41.1%
东风岚图	10,515	31.3%	-34.1%
鸿蒙智行	57,915	65.5%	-35.4%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

**2 月或继续筑底，全年聚焦“结构性增长”：**受到春节假期及节后传统淡季影响，预计 2 月销量难有爆发式改善。行业重点将转向年后新车集中上市后的需求回暖。我们预计全年乘用车零售销量有望同比持平，但得益于出口增长，批发销量有望增长 2.9%。NEV 渗透率继续提升，我们预测 2026 年新能源乘用车零售销量将达 1,395 万台（同比+12.6%），零售渗透率攀升至 60.0%，新能源车出口量预计同比增长 40%，推动整体新能源车批发销量同比增长 15.1%至 1,778 万台，渗透率提升至 57.4%。

4Q25 业绩前瞻，车企盈利持续分化

我们于 1 月 21 日的行业报告中更新了对八家主机厂的四季度业绩预测。其中传统车企中，我们预计**比亚迪**和**吉利汽车** 2025 年四季度盈利或更具韧性，我们预计比亚迪的四季度净利润有望环比增长 45%至约 114 亿元，单车盈利改善至 8,500 元；吉利汽车四季度净利润有望环比增长 13%至 43 亿元，单车盈利维持在约 5,000 元，盈利韧性或超出部分投资者的预期。

长城汽车和广汽集团均已于上周五收盘后披露业绩预告。长城 4Q25 归母净利润 12.8 亿元虽低于我们此前的预测，但扣非后的净利润超出我们的预期，因此业绩低于我们预期的部分大概率受到俄罗斯报废税返还收到金额波动的影响，而因年底计提年终奖对整体盈利的影响应在我们和市场的预期之内。广汽集团公告 2025 年全年净亏损 80-90 亿元，四季度亏损略超我们预期，2026 年重点关注和华为合作的引望品牌上市后的市场反馈。

造车新势力中，我们预计小鹏汽车将于 2025 年四季度首次实现扭亏为盈，零跑汽车的季度净利润有望环比明显扩大至约 4 亿元。理想汽车四季度受到销量低于预期及终端折扣超预期影响，或录得小额的净亏损。我们预计蔚来汽车四季度仍难以实现管理层目标中的盈亏平衡，主因成本费用包袱较大，虽毛利率有望随着销量提升得到改善，但仍不足以抵消费用增长的影响。

### 汽车零部件 2H25 业绩前瞻

**敏实集团：**预计 2025 年下半年盈利稳健，因铝件及电池盒业务在原材料涨价背景下可能实现更高收入，我们将敏实 2025 年下半年收入预测上调 1%至 137 亿元（同比+13%）。鉴于公司能将大部分原材料涨价成本转嫁至客户，我们维持下半年毛利率 29.1%的预测。因此我们将 2025 年下半年净利润预测上调 3%至 14 亿元（同比+14%）。除铝价上涨对利润率影响有限外，我们预计当前美国关税政策对敏实利润率冲击也有限，从中国对美的直接出口敞口仅占收入的 4%。

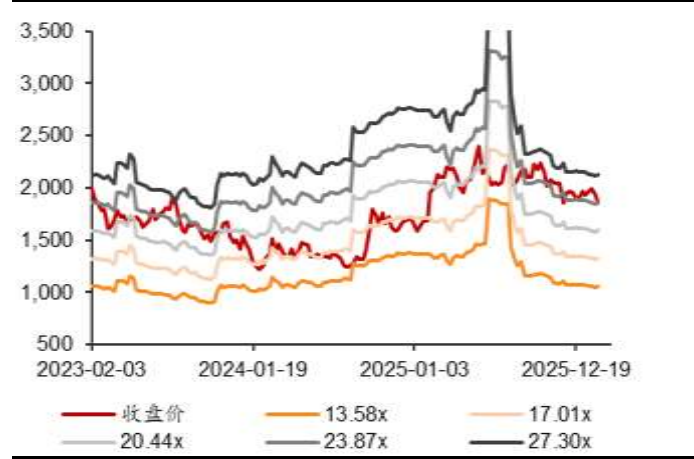
新业务或从 2027 年起贡献显著收入，电池盒业务 2026 年料延续高增：我们预计 2026 年欧洲新能源车销量将同比增长 16%（详见 2026 年展望报告），欧洲品牌正抢占特斯拉市场份额，该趋势将利好敏实电池盒业务。根据 2025 年 11-12 月公告，其人形机器人及 AI 服务器液冷系统新业务进展顺利，预计 2027 年这两项业务收入贡献将超 10 亿元，而我们认为当前股价并未充分反映。同时预计密封系统等新业务 2027 年收入贡献超 5 亿元。因此将 2026-27 年收入预测上调 3-6%，净利润预测上调 6-8%至 32 亿/40 亿元。

### ■ 投资建议

整车板块首选：**吉利汽车 (175 HK)**，基本面扎实、估值具有吸引力。得益于其新能源车型矩阵的不断完善，新车型或助力吉利 2026 年新能源销量持续增长。2025 年下半年上市的高毛利车型放量叠加新能源出口加速，有望推升利润率，为应对 2026 年的行业挑战夯实盈利基盘。

电池板块关注新势力：**正力新能 (3677 HK)**，我们认为公司的投资价值仍待市场挖掘。作为锂电新势力，正力已凭借轻历史包袱及卓越运营效率实现行业领先的毛利率。2026 年客户结构优化（广汽丰田/大众/上汽合作深化）将提振利润率，且可能受益于潜在电池涨价。

图 8：中信港股汽车指数动态市盈率通道



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9：中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源：Wind，招银国际环球市场

- **风险提示：**新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争及价格战超预期，新车型的定价和市场反馈弱于预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

## 医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

### ■ 未来 6 个月看法乐观

展望 2026 年，创新药出海趋势长期将延续，我们将重点关注已出海管线的临床进展与数据兑现的核心催化。我们认为，创新药出海趋势长期将延续，主要由于中国创新药的全球竞争优势，包括 1) 更高的早期研发效率以及研发水平的快速跟进，2) 更快的临床招募速度以及更低的临床成本，3) 更丰富的研发人才供给以及更低的人才成本。在 2025 年创新药 BD 出海授权交易爆发式增长的基础上，2026 年初，已经有多个 BD 落地，体现了中国创新药出海授权交易较高的景气度。值得注意的是，这些分子大多处于临床 2~3 期的阶段，已具备了早期临床数据的验证。我们认为，中国企业对于临床前分子的转让或将谨慎，未来中国出海分子将大多在具备早期临床数据的基础上达成，以获得更高的交易价值。我们重点关注全球药企在 IO 2.0 赛道的推进，例如 PD(L)1/VEGF 赛道，对应的中国药企包括三生制药 (1530 HK)、康方生物 (9926 HK)、荣昌生物 (9995 HK)。

### ■ 推荐标的

推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、药明合联 (2268 HK)、中国生物制药 (1177 HK)。

**1) 三生制药：**辉瑞 (PFE US) 日前在 J.P. Morgan 医疗健康大会上披露了关于 707/PF'4404 (PD-1/VEGF) 的重磅研发计划，其推进速度与广度超出我们预期。辉瑞明确将在 2026 年启动 4 项全球 3 期临床，覆盖 5 大一线适应症，并将首次启动与 ADC 药物联用的 3 期临床研究。我们认为 PD-(L)1/VEGF 双抗有望成为下一代肿瘤免疫治疗的基石药物，而辉瑞有望凭借“IO+ADC”的内部管线协同优势及强大的临床执行力，在抢位赛中占据领先优势。707/PF'4404 的全球价值释放也将成为推动三生制药上行的关键催化剂。除 707 之外，三生制药还在加大研发投入，多个管线有望迎来临床数据读出。705 (PD-1/HER2)、706 (PD-1/PDL1) 正在中国开展 2 期临床，SPGL008 (B7H3/IL-15) 和 SSS59 (MUC17/CD3/CD17) 处在临床 1 期阶段。随着临床数据逐渐成熟，部分早期资产或将具备对外授权 (BD) 的潜力，持续验证三生制药研发平台的能力。

**2) 固生堂：**在医保资金监管趋严的大背景下，固生堂作为行业龙头，凭借极强的合规运营以及充沛的资金实力，将进一步加强网络覆盖、提升市场份额。2025 年，公司在国内的线下门店数量净新增 7 家，覆盖 21 个城市，进一步巩固其民营中医服务机构的龙头位置。此外，公司国际化快速发展，在新加坡构建起覆盖 16 家门店的服务网络，先后与新加坡 1doc、新加坡中国中医、新加坡仁合中医达成战略合作。未来有望在中国香港、马来西亚、韩国等地继续进行国际化扩张。我们认为，固生堂将受益于中医服务需求增长的大趋势，迅速扩张在国内以及东南亚市场的门店网络，实现长期的高增长。展望 2026 年，受益于低业绩基数，以及海外业务扩张，公司收入增速有望提升至 20% 以上。公司大量回购股份，2025 年累计回购股份 4.9 亿港元。此外，公司派息比率约为 50%，预计 2025 全年的分红+派息合计金额约为 6.5 亿人民币。

**3) 药明合联：**公司是全球偶联药物 (XDC) 外包服务行业的领导者，将持续受益于全球 XDC 市场强劲的研发和生产需求。截至 1H25，公司有 19 个项目处于临床 III 期阶段，11 个项目处在 PPQ 阶段，后期和商业化项目将为未来几年收入的持续增长奠定坚实基础。为

了支持持续增长的研发需求以及即将到来的商业化生产，药明合联预计从 2026 年到 2029 年将在 capex 上合计投入超过 70 亿元。截至 1H25，公司的在手订单达 13.29 亿美元，同比增长 58%，延续了 2023/24 年分别同比增长 82%/71% 的强劲势头。基于强劲的需求，我们预计药明合联在 2025-27E 的收入 CAGR 将超过 37%，经调整净利润 CAGR 将超过 34%，是全球 CXO 行业内增速最快的公司，公司目前的 PEG 在全球 CXO 行业中处在低位，凸显公司估值的吸引力。

**4) 中国生物制药：**公司有多个产品具备达成海外授权合作的潜力，例如 TQC3721 (PDE3/4)、罗伐替替尼 (JAK/ROCK)、TQB2868 (PD-1/TGF- $\beta$  双抗)、TQB2102 (HER2 双抗 ADC)、TQB3616 (CDK2/4/6)、TQA2225 (FGF21)、LM-108 (CCR8)、LM-168 (CTLA-4TME)。默沙东在 2025 年 7 月宣布以 100 亿美元收购 Verona Pharma，以获得全球首个获批的 PDE3/4 抑制剂恩司芬群，充分体现 PDE3/4 抑制剂巨大的市场潜力。作为全球开发进度第二的 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 已进入 III 期临床，具备重磅海外授权潜力。

■ **风险提示：**中美地缘政治风险等影响 CXO 和 Biotech 板块的经营；医保控费等监管政策对于国内经营环境产生负面影响；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 工程机械：土方机械增长持续；非土方机械复苏加快

**土方机械：**2025年12月份装载机销量（国内+出口）同比增长30%，保持强劲增长势头，我们相信主要得益于矿业需求以及向电动化的持续转型（12月份电动机型占比22.2%，较11月的25.7%略有回落）。挖掘机方面，12月份出口和国内销量分别同比增长27%和11%，增速均较10月和11月份加快。强劲的数据继续印证了我们对土方机械前景的乐观预期。

我们预计今年土方机械行业销售（国内+出口）将增长超过10%，主要驱动因素来自国内设备的更新换代周期、全球矿业资本支出的增长以及中国品牌在新兴市场的扩张。

**非土方机械：**国内汽车和履带起重机销量自2025年中以来不仅实现同比转正，最近数月更呈现强劲增长态势。我们相信这主要由于：（1）设备更换周期启动；（2）核电与风电等能源建设领域需求增长。

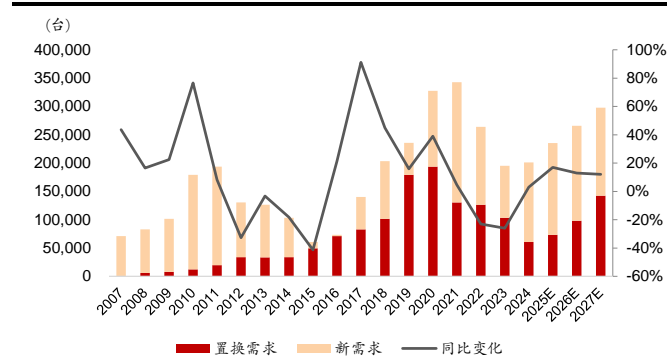
我们预计今年汽车起重机总销量（国内+出口）将实现同比增长10%。鉴于其更换周期刚刚启动（较土方机械滞后约一年），我们判断2026年之后更换需求还将进一步放量。

图 10: 2025 年 12 月份中国工程机械行业销量

	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
<b>土方机械</b>						
挖掘机	23,095	10,331	12,764	19%	11%	27%
轮式装载机	12,236	5,291	6,945	30%	18%	41%
<b>其他机械</b>						
汽车起重机	1,911	886	1,025	38%	39%	37%
履带起重机	385	131	254	68%	96%	57%
塔式起重机	395	182	213	-31%	-46%	-10%
叉车	111,363	63,807	47,556	0%	-5%	8%
高空作业平台	14,326	4,446	9,880	-8%	-25%	2%

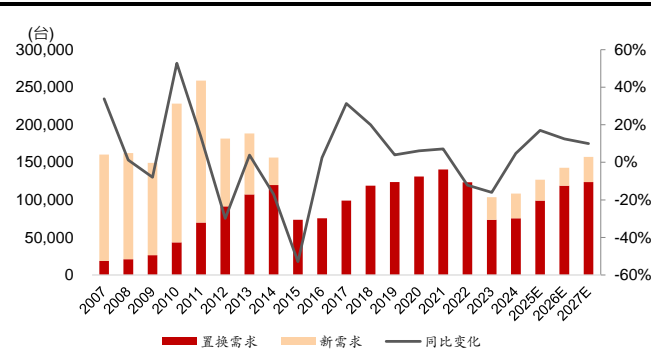
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

图 11: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



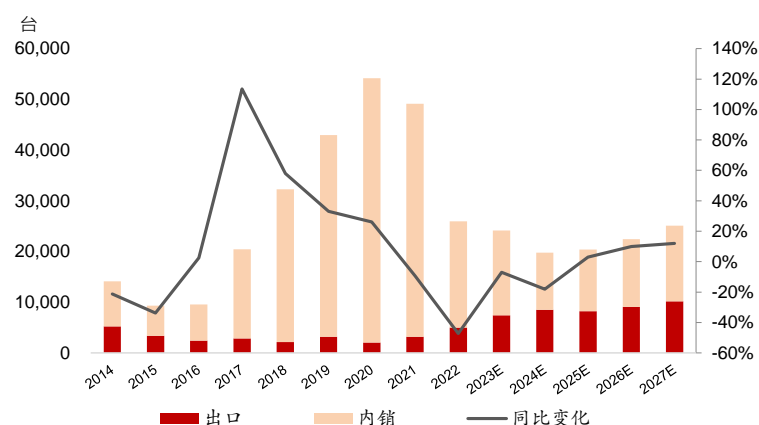
资料来源：CCMA，招银国际环球市场预测

图 12: 招银国际环球市场轮式装载机销量预测



资料来源：CCMA，招银国际环球市场预测

图 13: 招银国际环球市场汽车起重机销量预测



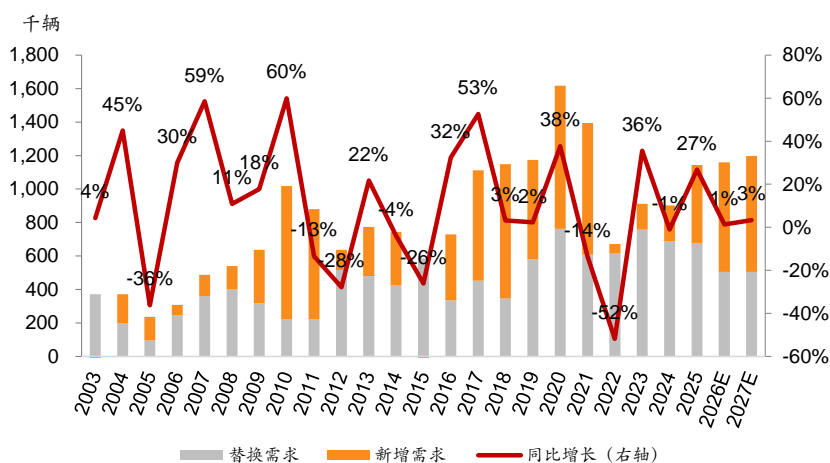
资料来源：CCMA，招银国际环球市场预测

### ■ 重卡：1 月份重卡销量在低基数下同比增长 39%

根据第一商用车的初步数据，1 月份重卡批发销量（国内+出口）同比增长39%至10万辆，主要由于：（1）去年春节较早开始（1月29日开始）导致基数较低；（2）不少重卡制造商在2025年底已完成销售目标，部分于2025年12月的销量推迟今年1月确认。

我们维持对2026年重卡需求的乐观预期，预计需求将保持在110万辆以上的高位，主要得益于换代驱动的上升周期（2017-21年销量创历史新高）以及设备更新政府补贴政策的延续。

图 14: 中国重卡批发销售量预测（国内+出口）



资料来源：Wind，第一商用车，招银国际环球市场预测

## ■ 资本品选股建议

**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** – 我们预计 2026 年重卡行业需求增速将放缓但仍维持在高位，主要由于 2025 年中以来的销售加速增长形成了较高基数。尽管如此，我们预计潍柴动力将持续受益于数据中心备用电源发动机业务的爆发式增长势头。我们预计潍柴动力 2025/2026 年发动机总销量（全品类）将分别增长 8%/3% 并实现利润率扩张，主要由于 2026 年重卡需求维持高位以及高毛利数据中心发动机贡献提升。

**中联重科 (1157 HK/000157 CH, 买入)** – 海外大型矿山机械以及新兴市场是今年的增长领域。目前，中联重科的矿山设备（包括矿挖、矿卡和售后服务）收入占总收入的 6-7%，预计数年后这一比例将扩大至 15%。国内市场方面，我们认为起重机械的复苏趋势已相当明确，而土方机械的上升周期仍在延续。我们相信中联重科将充分受益，基于其完整的产品组合、对新兴市场的聚焦战略以及其持续扩张的全球产能。

**三一国际 (631 HK, 买入)** – 我们看好三一国际海外矿卡需求在金属价格上升下成为受惠板块，同时公司快速增长的锂电储能业务也将受惠于近期的需求上升，加上增长相对确定的港口机械业务，将抵销相对疲弱的国内井下煤矿机械业务。

**三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入)** – 我们维持对三一重工的乐观看法，主要由于挖掘机处于以更新换代推动的上升周期，加上公司正在海外矿用挖掘机市场加快拓展，公司在 3Q25 财报会议中透露，目标将矿挖年销售额从 2025 年的 20 亿元提升至 2028 年的 60 亿元人民币，而非土方机械产品销售也在进一步改善。我们相信三一重工在港股融资后将更有利于海外扩张。

**恒立液压 (601100 CH, 买入)** – 我们预期恒立的收入在挖掘机油缸和泵阀拉动下增速将会加快，看好公司在海外产能扩张的增长机会，同时看好公司人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力，将成为中期重要的增长动力及估值重估因素。

## ■ 下行风险提示

1) 国内非土方机械销量复苏力度低于预期；2) 出口增长意外放缓；3) 新能源重卡渗透加速对发动机形成技术风险；4) 原材料价格上涨过快对毛利率构成潜在压力。

## 电解铝

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

| 张嘉杰 / jakezhang@cmbi.com.hk (852) 3900 0849

### ■ 2026 年全球新增供应有限

我们预测 2026/2027/2028 年全球电解铝产量同比增加 1.3%/2.6%/1.7%，达到 7474 万/7671 万/7798 万吨。由于中国电解铝产能利用率已近 99%（截至 12 月），且 4500 万吨的产能限制政策仍有效，新增供应将主要来自海外。我们预计 2026 年海外产量仅增长 1.6%（预计新增供应达 112 万吨；已有冶炼厂减少 60 万吨产出，受生产中断影响），预计 2027 年海外产量增速将加快至 5.8%，由于更多项目将投入生产（项目主要来自印尼和印度）。

### ■ 印尼新增供应投产时间或久于预期

中国冶炼厂（南山、信发、青山、华峰）在印尼积极扩张产能。然而，项目建设时间可能久于预期，主要由于印尼电力供应不稳定。冶炼厂还需配套自备电厂，这将导致投产速度或慢于我们的基准场景假设。

### ■ 2026-2027 年全球电解铝将维持供应缺口

我们预计交通运输（主要为汽车）和电力电子（包括光伏）领域将继续是中国电解铝需求增长的主要驱动力。这些领域的增长将足以抵消建筑与基建领域低迷需求的拖累（受疲软的房地产投资影响）。我们预计 2026 年全球电解铝将维持供应缺口，缺口约相当于全球需求量的 1%。我们预计 2027 年供应缺口将收窄，主要由于海外新增产能逐步投产。

### ■ 电解铝板块选股建议

**创新实业 (2788 HK, 买入)** - 我们认为创新实业在电解铝行业具备独特的增长故事。成本方面，公司当前已具备电力成本优势，而 2026 年至 27 年陆续投运的风电与光伏自备电源将进一步降低其生产成本。增长方面，创新实业在目前通过合资公司在沙特新建电解铝产能，公司获得了沙特公共投资基金（PIF，沙特主权财富基金）的新一轮投资后，我们相信项目执行进度将有所保障。行业层面，我们认为电解铝供应紧缺将为铝价提供强劲支撑。我们测算，电解铝价格每上涨 1%，创新实业 2026 年盈利将随之增加 2.5%。我们给予创新实目标价 32 港元（基于 13 倍 2026 年市盈率）。我们认为创新实业有望于今年 3 月被纳入港股通，这将进一步拓宽其投资者基础。

**中国宏桥 (1378 HK, 买入)** - 我们给予 45 港元目标价，基于 11 倍 2026 年市盈率（相当于历史市盈率均值加 2 个标准差，溢价反映了电解铝供应紧缺所驱动的行业上行周期）。我们预计股价将更多地由盈利驱动，而非估值倍数扩张，主要由于 10-11 倍预测市盈率倍数处于过去十年估值范围的上限。

### ■ 风险提示

1) 中国政府解除 4500 万吨的产能上限；2) 全球经济放缓；3) 铝土矿供应受限。

## 保险

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

### ■ 中性乐观。资负扩表良性循环，板块估值上修空间依旧充裕

2026 年首月保险股在年初高基数上小幅上行，保险 II (申万) 1 月小幅上涨 1.1%，优于非银金融 (申万) -0.5% > 证券 II (申万) -1.6% > 银行 (申万) -6.6% > 股份制银行 II (申万) -9.0%，但不及多元金融 (申万) +1.9%；其中中国寿-H、平安-H 和太保-H 表现优于 A 股，分别上涨 27.4%/11.6%/11.9%。我们维持保险在非银金融行业板块中的首推排序，并对细分板块的推荐排序为保险>证券>多元金融。

我们维持对 2026 年行业新单保费规模增长的正面预期。从中长期配置角度看，我们认为保险行业将是中国产业结构转型中金融业内最具成长性和资负共振效应催化的子板块；其资产端β属性将与负债端居民储蓄需求释放的长期趋势共振，驱动板块估值上行空间充裕。短期看，我们认为市场对上市险企 2025 年业绩高弹性已有预期，但对 2026 年上市险企新单增速和业务质态改善，叠加投资弹性驱动估值反弹的预期仍有上修空间。我们看好头部险企在维持偿付能力稳健和银保战略转型深化的基础上，引领行业迈入资产负债表良性扩张正循环周期的潜力，维持板块“优于大市”评级。

寿险方面，2026 年预计分红险转型驱动新单保费正增长，头部险企的寿险合同服务边际释放 (CSM release) 有望转正。从需求端看，商业银行 5 年期大额存单产品停售和 3 年期存单投资门槛的提升，利好保险作为中长期理财工具承接居民的储蓄需求。近两年来权益市场交投活跃，带动险企总投资收益大幅回升，亦有助于险企提高分红险实现率，从而进一步增强分红险产品的销售吸引力。从供给端看，更高保障型分红险产品，如分红型重疾险的推出将进一步适配客需多样化，利好新业务价值率持续提升。我们预计上市险企 2026 年新业务价值增速有望在高基数基础上延续实现双位数增长，在行业预定利率研究值 (2026 年 1 月: 1.89%) 企稳的背景下，预计 2026 年险企新业务价值增长将更多由新单保费增长驱动，价值率在 9 月预定利率下调和分红险产品转型的动态平衡中保持平稳。从 12 月保费数据看，人身险行业保费规模边际回暖，同比增长 6.3% 至 2,286 亿元，增速较上月改善 6.9 个百分点，或反映预定利率下调对承保需求前置的影响逐渐消减。12 月健康险和意外险保费小幅下滑/持平，同比-3.6%/+0.4%。1 月底，保险行业协会在京召开健康保险高质量发展工作座谈会，有望推动行业医养领域的布局进程再加速。同时，精算师协会组织开展商业医疗保险净成本表编制工作，推进创新药成本测算和分析、惠民保净成本表编制等工作，将为商业医疗险定价和精细化管理提供数据和经验基础。我们认为 2026 年商业健康险有望在政策引领下迎来全新发展格局，医保+商保数据联通、创新药纳入商保赔付及带病体承保等新趋势，有望与新产品的推出实现共振。1-12 月万能险和投连险保费受益于资本市场回暖同比增长 3.8%/16.4% 至 6,009/195 亿元，增速环比上月+1.3pct/-0.3pct；其中，12 月万能险/投连险保费同比增长 24.7%/9.4%，增速环比+16.8pct/-1.5pct。2026 年伴随资本市场回暖，预计保险行业的顺周期特性将进一步显现，驱动板块估值回升。

财险方面，1-12 月财险业保费规模达 14,703 亿元，同比增长 2.6%；12 月单月保费规模达 1,280 亿元，同比增长 3.8%，环比上月提升 3.8 个百分点，带动 4Q25 财险保费规模同比增长 0.5%。分险种看，车险延续低单位数增长，非车险 12 月增速边际改善；其中，车险/责任险/农险/健康险/意外险/其他险种的 12 月保费增速分别为 2.2%/7.7%/199.1%/9.9%/9.3%/-12.2%。12 月农险保费增长翻倍，或受低基数和政策类险种承保节奏改善的共同影响。展望 2026 年，预计车险保费延续低单位数增幅，新能源车险

承保盈利将在老三家中进一步巩固，车均保费在监管持续透明下维持企稳。非车险将成为各家承保规模增长的主要变量，其中个人非车意健险有望延续较快增长，高赔损类业务 COR 在行业报行合一持续压降，政策类业务，如农险、大病保险等维持稳健，但仍存在季节性影响。整体来看，预计行业 COR 将在费用率持续压降以抵补赔付率不确定性的基础上小幅收窄。

资产端方面，1 月权益市场小幅回暖，国债利率整体企稳 1.8% 以上，春季躁动行情仍值得期待，但短期波动或不可避免。1 月，上证/沪深 300/恒生指数较年初增长 3.8%/1.7%/6.9%，较 4Q25 增速回暖；恒生科技/A500 成长指数 1 月较年初增长 3.7%/9.9%，涨幅较 4Q25 改善，将利好险企 1Q26 权益投资收益提升。截至 1 月 30 日，10 年期中国国债收益率为 1.81%，虽较年初小幅下降 3.7bps，但企稳 1.8%，预计年内大幅下行空间有限，上行契机或将伴随国内经济预期改善及地产积极政策。展望 2026 上半年，我们预计险企投资收益有望在权益低基数上实现增长，净投资收益率降幅收窄。

偿付能力将是 2026 年险企在维持权益持仓和资本稳健的动态平衡中的关键考量。预计上市险企寿险核心偿付能力将能维持在 100% 以上，同时不排除年内国有商业保险公司有望迎来新一轮资本补充的机遇，其中财政部直接持股的国有保险集团中国人保、中国太平等或将受益于资本增厚。此外，险企发行永续债以补充核心资本的需求有望在当前低利率环境下维持强劲，预计年内险企的永续债发行规模有望维持近千亿元。

当前板块交易于 0.2-0.6 倍 FY26E P/EV 和 0.6-1.3 倍 FY26E P/B，估值具备上修空间。重申板块“优于大市”评级，推荐买入 1) 集团营运利润持续改善、寿险质态向好且资管减值拖累逐步减轻的中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 90 港元); 2) COR 持续压降并有望率先受益于非车险报行合一的财险龙头中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 23.6 港元), 和 3) 深化中国增长战略及在美元弱周期下股价表现有望超预期的区域性龙头险企友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 89 港元)。

## ■ 风险提示

监管政策不确定性加强；权益市场大幅波动；长债收益率快速下行；开门红新单销售不及预期，代理人规模超预期下滑；新车销量大幅回落，新能源车险 COR 大幅提升，财险行业竞争加剧；自然灾害加剧等。

## 房地产和物管

| 张苗 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

### ■ 乐观

年初以来，地产板块迎来多重政策利好。融资端：“三道红线”监管实质性退出，多数房企不再被要求每月上报财务指标。我们认为，尽管“三道红线”早已不具备实际监管效力，但官方媒体对此的重点强调，一定程度上释放了优化行业融资环境的明确态度。需求端：多地优化公积金政策（如天津上调贷款额度、延长贷款年限）、推进购房“以旧换新”（如福建推出购房优惠及退税政策），上海更是启动二手房收储并将其用于保障性租赁住房，直接消化存量房源的同时稳定了市场预期。我们认为，此举将对二手房价格企稳形成一定边际支撑。

板块表现方面，恒生地产指数年初至今（截至 2 月 3 日）上涨 15%，内房股指数上涨 9%，均显著跑赢恒生指数（+4.7%）。个股层面，中国金茂、绿城中国、中海宏洋、新城发展等涨幅居前，分别大涨 39.7%、30.0%、26.3%、24.4%。展望一季度，短期维度，板块已进入政策博弈阶段，叠加当前是小阳春行情的提前布局窗口期，我们建议择机布局优质标的；长期维度，板块估值仍处于修复进程中，建议择优持有。

### ■ 推荐标的

选股方面，我们建议：1) 关注商业运营能力较强的标的，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性，出现经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益，同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。2) 关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头贝壳（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。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，建议关注华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、滨江服务（3316 HK）等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

■ **风险提示：**购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

## 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	：招银国际证券并未给予投资评级

### 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。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编制的报告。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。