

策略观点

温和再通胀

- **宏观：**预计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，央行可能再次降息降准，人民币兑美元可能先升后降，股市牛市已在下半场，3月因美伊冲突和政策预期差处于回调阶段。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同盟体系利空美元；美联储今年可能仅6月降息一次，美国国债收益率曲线可能先陡再平，美股在美伊冲突下跌之后可能温和反弹，看好信息技术、原材料、工业、金融等。
- **互联网：**回顾2月，AI应用行业竞争加剧叠加全球宏观环境不确定性提升影响市场风险偏好，板块整体表现承压。展望3月，中国互联网厂商陆续披露业绩，我们建议重点关注核心竞争壁垒稳固、业绩增长确定性高的公司。展望全年，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的腾讯，确定性受益于AI大趋势、具备丰富应用场景且云业务增速有望超预期的阿里巴巴，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、盈利能见度高的腾讯、网易、携程。
- **软件及IT服务：**展望2026年，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，我们看到市场担忧AI大模型厂商会抢占软件厂商份额，尽管我们认为软件公司短期的业绩受到的影响或有限，但行业估值普遍回调后，估值修复或围绕具备中长期不可替代性的软件公司展开。我们建议关注两类软件公司：1) 有能力向混合收费模式转型的公司/按用量收费模式为主的公司，能够较好抵御AI对于商业模式的冲击，通过按用量收费的模式获取增量AI相关收入，例如Datadog等；2) 生成式AI时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司，例如Palo Alto Network等。相比之下，部分工具型应用的公司，在向按用量/结果付费的模式转型过程中面临更多挑战，更有可能被AI大模型所替代，同时在收入端也面临更多压力。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Datadog（DDOG US）、派拓网络（PANW US）。
- **半导体：**谨慎乐观。进入3月，全球地缘冲突升级令风险偏好阶段性降温，资金从高beta成长向防御切换，短期波动更多由风险溢价变化与仓位再平衡驱动，而非基本面系统性恶化。尽管4Q25部分机构13F已阶段性降仓，半导体关注度仍处高位，核心在于AI基础设施仍是全球科技盈利增量最集中的方向，2月龙头业绩与指引进一步强化需求可见度与兑现路径。我们维持谨慎乐观：不博情绪驱动的反弹，以盈利兑现与供给约束为锚，采用核心持仓与事件仓位相结合的结构策略获取相对收益。主题一，AI进入推理放量阶段，token用量与单位成本成为ROI硬约束，系统级资本开支因而更具持续

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

马毓泽

冯健嵘, CFA

张嘉杰

性与久期。主题二，互连从配套环节升维为系统效率杠杆，围绕供给与交付节奏及关键催化事件进行确定性交易。主题三，两会政策强化先进制造与数字基础设施投入，设备更新与未来产业机制提升中期确定性。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（002961 CH，买入）、中兴通讯（763 HK，买入）。

- **科技：**乐观，年初至今，受存储成本高企与宏观不确定性影响，科技板块整体持续受压，展望 2Q26，我们预计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 算力产业链景气度超预期，端侧 AI 新品（智能眼镜/AI 耳机/AI 手机）落地提速；另一方面，消费电子与 PC 出货受内存涨价影响持续承压，但高端化与提价趋势明确。AI 硬件重构、端侧 AI 创新及终端智能化将是核心增长动力，2Q26 建议关注：1) AI 算力：GTC 大会新技术与架构重塑将推动产业链量价齐升，核心元器件正进入全面通胀时代，看好组装/高速互联/液冷散热/电源环节；2) 端侧 AI 与消费电子：存储涨价催化终端提价，端侧 AI 算力门槛将驱动核心硬件（散热/结构件/光学）规格升级，智能眼镜引领可穿戴新浪潮。建议关注立讯精密、鸿腾精密、瑞声科技和丘钛科技等具备核心卡位优势的龙头企业。
- **消费：**乐观。2 月消费板块整体呈现结构性分化特征，春节假期期间服务消费表现强劲，显示政策优化对消费的积极拉动。恒生消费指数过去一个月（2 月 5 日至 3 月 5 日）下跌 4.2%，主要受消费零售、耐用品、家庭用品等拖累。3 月消费板块将受多重因素扰动，1) 两会仍将“提振消费”作为核心议题，扩大内需也将是 2026 年经济工作的首要任务，我们认为政策将以相较去年更为精准的部署方式增强居民消费动力；2) 同时外部环境层面，地缘局势持续升级，消费板块也更容易受到冲击；3) 以及其带来的上游原材料价格上涨使中下游面临利润挤压。我们认为中短期可关注必选消费，如业绩确定性强的防御性消费品种。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（2157 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建标的配置价值。
- **汽车：**今年前两个月新能源车销量整体弱于预期，我们预计 1-2 月零售销量同比下滑 23%，市场份额受购置税优惠减半影响或降至约 40%。车企 2 月销量表现分化，理想交付环比仅微降 5% 优于同行，而小鹏与蔚来则因新车型订单不及预期出现显著下滑。相比之下，吉利新能源车销量同比上涨 10% 展现韧性，比亚迪预计将于 3 月推出多款新技术车型以提振需求。随着 3 月新车发布潮的到来及更全面的车型阵容投放，行业需求有望回暖，预计新能源汽车市场份额将从 3 月开始反弹，成为股价潜在的积极催化剂。港美股主要车企也将于 3 月开始发布 4Q25 业绩，业绩会上投资者或更加关注管理层对 26 年的展望和目标。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+出口加速夯实盈利基盘；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：**医药行业近期明显回调，我们认为，此轮调整原因包括博弈层面行业短期缺乏催化剂，以及行业轮动导致资金流出医药板块。中国创新药资产出海 BD 持续超预期，MNC 对于中国资产的购买范围从单个管线拓宽至平台合作，进一步体现了中国创新药的竞争力。我们认为，中国的 AI 制药技术发展迅猛，将涌现一批优秀的创新企业。我们持续看好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。
- **房地产和物管：**乐观。2月25日上海再次进行购房政策的调整，与我们在 25 年底的预期基本相符。从细分政策来看，1) 限购政策方面的调整比预期更好，原本预期上海与北京看齐 3 年社保改为 2 年，而上海更进一步将社保年限改为 1 年；2) 贷款政策方面略低于预期，原本预期在二套房首付比例方面上海会与北京看齐，但上海并未对此作出调整。整体来看，我们认为政策释放的边际需求可能对新房价形成一定支撑。板块表现方面，过去一个月（2月5日至3月5日）恒生地产及物管指数跌 2.3%，内房股指数跌 8.9%，跑输恒生指数（-5.7%）；个股层面，新城发展、中国金茂、建发国际等跌幅居前，分别跌 21.0%、19.6%、14.7%。展望一季度，短期维度，板块仍处于政策博弈阶段和销售小阳春验证期，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如龙湖集团等，由于开发持续缩量，零售业务更具风险抵御性。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。建议关注如华润万象生活（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。
- **保险：**四季度权益市场回调或拖累净利，优质股权投资共振权益“慢牛”格局。我们维持对 2026 年行业新单保费规模增长和一季度开门红超预期带动下新业务价值双位数增长的正面预期。四季度权益市场回调，或对去年三季度大幅加仓成长股并计入 TPL 的上市险企影响较大。上市险企将于三月中下旬迎来财报披露，有望成为板块短期催化剂。2026 年 1 月以来受银保和个险开门红双轮驱动助燃板块投资热情，寿险股 β 属性进一步凸显，国寿和新华 A/H 溢价率一度大幅收窄至历史低位；2 月以来权益市场震荡加剧，或影响险企一季度净利润表现，市场对 1Q26 上市险企净利润或存在下修空间。负债端来看，受十年期国债收益率波动的影响，部分险企开始储备 1.25% 保底收益率的分红险产品，行业分红险转型已取得较大进展，驱动资产端超长债配置（加久期）吸引力下降，增配权益的动力提升，叠加去年底监管下调险企权益投资资本计量的风险因子，宽基配置沪深 300 和科创 50 的吸引力进一步增强。截至 2025 年四季度末，人身险/财产险公司股票和基金配置占比达 15.3%/17.1%，同比增长 2.8/0.8 个百分点，成为自数据披露以来的历史高

位；其中人身险/财产险公司的股票投资占比达 10.1%/9.4%，同比增长 2.5/2.2 个百分点。银行存款、长期股权及其他类投资资产占比下降，债券投资占比同比提升但增幅出现逐季收敛。险企投资端非标转标，转向标准化产品和净值化收益是大势所趋，OCI 股票投资规模有望在现有基础进一步提升。维持板块“优于大市”评级，推荐买入：1) 集团经营业绩完善、有望带动板块估值修复的中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 90 港元)；2) 深化中国增长战略，叠加美元弱周期利好的区域龙头，4) 业绩增长及股东回报指引明确的保诚 (2378 HK, 买入, 目标价 137.8 港元)。

- **资本品**：工程机械、重卡和电源板块价值重估持续。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，1-2 月份重卡批发量同比上升 17%，较预期理想，反映更新换代以及出口仍然强劲。此外，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，我们持续看好恒立液压 (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**：我们认为 Qatalum 的减产，加上伊朗约 62 万吨的产能处于不确定状态，将进一步加剧 2026 年铝供应的紧张。鉴于中东地区的不确定性，我们不排除看到该地区出现进一步减产（中东在 2025 年约占全球铝产量的 9%）。与此同时，我们预计印度尼西亚的产能建设进展缓慢。这些因素将为铝价带来进一步的上升空间（我们的基本假设是铝价今年同比上涨 15%）。在当前市场波动的背景下，我们认为中国电解铝生产商是抗风险以及对冲伊朗危机的良好标的。重申对中国宏桥 (1378 HK) 和创新实业 (2788 HK) 的“买入”评级。

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2026E	2027E	2026E	2026E	2026E
腾讯	700 HK	互联网	买入	516.00	760.00	47%	16.4	14.6	3.9	20.0	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	130.79	206.40	58%	19.7	13.8	1.6	9.9	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	60.55	88.00	45%	11.0	9.7	N/A	25.7	0.0%
网易	NTESS US	互联网	买入	117.82	161.50	37%	12.7	11.7	N/A	21.4	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	54.00	83.00	54%	12.8	10.9	1.2	9.5	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	9.79	19.2	96%	279.4	88.4	3.7	1.3	0.0%
Datadog	DDOG US	软件&IT服务	买入	125.75	196.90	57%	60.2	49.0	9.8	2.3	0.0%
派拓网络	PANW US	软件&IT服务	买入	165.05	222.70	35%	44.9	40.7	N/A	19.0	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	525.99	707.00	34%	52.9	20.8	N/A	44.4	0.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	452.64	460.00	2%	44.8	34.7	N/A	21.2	0.2%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	60.92	90.0	48%	42.3	23.6	N/A	21.6	2.0%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	255.10	235.0	NA	43.2	36.6	N/A	19.1	0.4%
中兴通讯	763 HK	半导体	买入	24.34	42.00	73%	15.8	11.4	N/A	8.4	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	46.50	75.55	62%	19.4	15.4	N/A	18.3	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	5.36	7.33	37%	28.7	15.7	1.9	6.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	32.74	60.55	85%	13.3	10.5	N/A	10.4	0.0%
丘钛科技	1478 HK	科技	买入	8.01	13.18	65%	5.8	10.0	1.5	25.3	0.0%
江南布衣	3306 HK	消费	买入	21.20	23.3	10%	10.6	9.8	3.7	36.7	0.0%
波司登	3998 HK	消费	买入	4.30	5.55	29%	10.9	9.3	2.8	25.1	8.9%
李宁	2331 HK	消费	买入	20.24	23.02	14%	19.1	15.7	1.7	9.1	0.0%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	44.62	57.75	29%	31.8	28.8	11.8	39.8	2.2%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	10.05	11.9	18%	17.4	14.3	1.5	9.3	0.0%
锅圈	2460 HK	消费	买入	10.05	11.87	18%	17.4	14.3	1.5	9.3	0.0%
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	35.00	54.68	56%	15.2	13.0	4.0	26.0	0.0%
额通控股	6883 HK	消费	买入	2.02	3.49	73%	9.4	7.4	1.6	23.9	9.5%
吉利	175 HK	汽车	买入	15.81	25.00	58%	8.1	7.1	1.6	19.6	4.9%
正力新能	3677 HK	汽车	买入	8.19	18.00	120%	31.5	13.9	2.3	8.5	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	20.44	37.43	83%	4.7	21.5	1.5	44.8	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	81.75	110.62	35%	28.4	27.9	5.5	19.3	0.0%
加科思	1167 HK	医药	买入	6.13	10.34	69%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
固生堂	2273 HK	医药	买入	26.06	44.95	72%	11.9	9.6	2.4	17.9	0.0%
药明合联	2268 HK	医药	买入	57.55	88.00	53%	43.5	31.4	6.0	17.1	0.0%
龙湖集团	960 HK	房地产	持有	9.06	24.90	175%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	16.67	2.8	NA	26.0	18.2	N/A	3.8	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	45.80	53.96	18%	23.0	20.7	6.5	26.0	4.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.22	6.61	57%	13.3	11.7	1.6	11.0	5.6%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	21.78	31.79	46%	8.6	7.6	3.2	38.9	8.2%
中国平安	2318 HK	保险	买入	62.65	90.00	44%	7.4	7.0	0.9	13.3	5.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.28	23.60	54%	7.3	7.0	1.1	15.2	5.5%
保诚	2378 HK	保险	买入	109.40	137.80	26%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	30.00	21.90	NA	18.7	16.4	2.5	13.8	2.9%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	9.36	9.20	NA	12.7	12.7	1.2	8.5	4.6%
中联重科	000157 CH	资本品	买入	9.35	12.00	28%	16.4	14.4	N/A	8.5	0.0%
三一重工	6031 HK	资本品	买入	22.90	29.50	29%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	21.27	27.00	27%	21.7	19.0	2.2	10.8	2.3%
三一国际	631 HK	资本品	买入	13.85	20.60	49%	17.3	13.3	2.9	17.7	2.5%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	30.00	21.90	NA	18.7	16.4	2.5	13.8	2.9%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	26.66	22.30	NA	19.0	17.3	N/A	13.7	0.0%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	109.40	105.00	NA	48.8	42.7	8.2	17.9	0.8%
中国宏桥	1378 HK	资本品	买入	37.70	45.00	19%	13.5	9.2	2.7	20.7	4.7%
创新实业	2788 HK	资本品	买入	26.12	32.00	23%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

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。预计中国 GDP 增速或从去年四季度的 4.5% 降至今年一季度的 4.4%，二季度至四季度逐步回升至 4.8%，全年增速 4.6%。春节期间，出行相关需求火热，但消费水平略有下降。全社会跨区域人员流动量同比增长 8.2% 至 3.11 亿人次，创近年新高，因春节假期较往年多 1 日。国内出游总花费 8,034.83 亿元，同比增长 18.7%。但人均消费略有下降。由于供给质量下降，春节档票房同比下降 46.1% 至 51.3 亿元，创 2018 年以来新低。进出口活动稳健，中国港口集装箱吞吐量同比增速从 12 月的 7.2% 升至 1-2 月的 12.4%。韩国与越南出口 1-2 月出口额均大幅增长 30% 左右，预示中国出口可能反弹。货运量改善，铁路、高速公路、航班货运和快递揽投量在 1-2 月均有所反弹。受春节扰动，2 月制造业 PMI 收缩幅度扩大，供需双双走弱，新订单指数降至近 3 年新低，显示制造业在年初延续放缓。展望第二季度至下半年，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：一是国际大宗商品上涨，输入性通胀改善国内通缩。RJC/CRB 商品指数今年累计上涨 9.7%，其中金属与工业原料涨幅较大，上游价格回升推动 PPI 环比连续增长。国际贵金属和存储价格大幅上涨，也将推动 CPI 中其他商品与通讯产品价格回升。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大幅上涨，制造业投资增速大幅下滑。三是能源价格止跌回升，中东冲突将继续推动油价回升，3 月上海原油期货价环比上涨近 45%。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。展望未来，我们预计通胀将先稳后升，近期拖累通胀反弹的因素包括：1) 食品价格见顶回落，蔬菜和猪肉价格在 3 月开始环比下跌。2) 光伏、碳酸锂和螺纹钢等原材料价格自 2 月开始环比走弱，可能拖累 PPI 回升幅度。

房地产销量分化，房价下跌有放缓迹象。二手房销量延续改善，1-2 月 12 个代表性城市二手房销量同比跌幅从 12 月的 -27.4% 缩窄至 -4.7%，相比 2018-2019 年同期均值的复苏率升至 129%；但新房延续低迷，全国 30 重点城市 1-2 月销量同比下跌 24.4%，相比 2018-2019 年同期均值的复苏率降至 25%。房价有短暂企稳迹象，1 月 70 城市新房与二手房房价环比跌幅缩窄，但同比跌幅扩大。2 月一线城市二手房挂牌价环比反弹 0.23%，为近 1 年来首次，二三线城市价格也环比企稳，房价下跌斜率有所放缓。新房库存持续累积，1 月新房库存去化周期升至 22.5 个月的历史高位，其中一线城市 13.4 个月，二线城市 39.6 个月。二手房库存小幅下降，重点城市挂牌量在 1 月环比下降。稳地产是扩大内需的重要支点，预计今年将有进一步稳地产政策，包括减税、贴息和收储等。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

2026年GDP增长目标从25年“5%左右”下调至“4.5%-5%”的目标区间，显示决策层对短期经济放缓有更大容忍度，以换取中长期经济更高质量发展。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（预计第二季度下调LPR10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）。可能出台新的促消费政策包括：补贴服务业消费、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，利好耐用消费、必选消费、医疗护理等。供给侧政策方面，26年政府工作报告将扩大投资放在重要位置，相关产业政策包括升级传统行业（设备更新与智能制造）、打造新兴产业（新基建和产业集群化）和布局未来产业（耐心资本与制度支持）。由于中美算力规模差距较大，预计投资重点将在AI相关基础设施建设，包括算力中心、电力、半导体硬件等。

货币政策将延续宽松，重点将是结构性货币政策工具。政府工作报告提到货币政策将在保持适度宽松的基础上，优化结构性货币政策工具并增加规模，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新和小微企业等。货币政策总体取向将从“总量宽松”转向“结构优化与精准赋能”，包括服务消费、养老、科技创新和设备更新等专项再贷款和租赁住房贷款支持计划等。我们预计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，预计今年第二季度降息一次10个基点。

财政政策将保持积极基调，支持力度边际放缓。广义财政赤字将维持在GDP的8%左右，其中包括5.9万亿元的一般预算赤字（占GDP的4%）、1.3万亿元的超长期中央政府专项债（0.9%）、以及4.4万亿元地方政府专项债券（3%）。超长特别国债将重点支持“两新两重”工作，包括8,000亿元两重建设、2,500亿元消费品以旧换新、2,000亿元设备更新和1,000亿元促内需专项资金。地方政府专项债新增“置换隐性债务、消化政府拖欠账款”等，将改善地方政府债务对支出约束和中小民营企业现金流，利好整体经济循环。

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。

国债收益率可能先升后降。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，大宗商品价格见顶回落，中国政策刺激效应逐渐递减，国债收益率可能小幅回落。

人民币兑美元可能先升后贬。预计美元/人民币汇率可能从目前的6.90升至6月末的6.80后降至12月末的6.83。1-2月美元指数延续弱势，因为特朗普的新门罗主义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。进入3月后，中东地缘政治风险推动美元反弹，同时中国央行下调远期售汇业务外汇风险准备金率至零，退出人民币疲弱期稳汇率政策，人民币汇率见顶回落。未来数月，美元兑人民币汇率可能回落，因为中东冲突缓和、中国出口延续稳健和中国通胀保

持回升。下半年随着美国通胀反弹，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，美元兑人民币汇率可能再次反弹。

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 8% 和 13%。市场可能转向结构性机会：1) AI 智能相关的云服务厂商、算力硬件、电力基础设施和具身智能等。2) “投资于人”带动新消费增长极。3) 反内卷带动重点行业龙头利润改善等。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 11.2 倍和 14.4 倍（数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 3 月 4 日收盘，下同），与近 10 年对应 11.4 倍和 14.4 倍均值接近。我们相对看好港股信息技术（动态 PE 16.9 倍，ROE 14.2%）、金融（动态 PE 8 倍，ROE 11%）、电讯（动态 PE 10.6 倍，ROE 9.1%）、能源（动态 PE 10.5 倍，ROE 11.2%）和 A 股必选消费（动态 PE 16.3 倍，ROE 29.1%）、医疗保健（今年动态 PE 为 22.6 倍，ROE 11.8%）和工业（动态 PE 16.2 倍，ROE 8.1%）。

美国

宏观经济

美国全年经济增速可能先升后降，预计 GDP 增速从去年的 2.2% 升至今年的 2.4%。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》中家庭退税在 2-4 月集中返还银行账户并产生提振效应。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。关税传导、能源价格上涨和前期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，拖累经济增速。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、就业市场企稳和股市上涨财富效应等。同时隐忧仍存，因为能源价格高企可能导致经济滞胀、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实际工资放缓削弱购买力等。

就业市场暂时企稳，但中期可能延续放缓。预计失业率可能从 25 年的平均 4.3% 升至 26 年的 4.4%。就业市场在 1 月延续企稳，失业率降至 4.3%，新增非农就业反弹至 13 万人。25 年就业市场走弱，有对等关税、AI 替代初级岗位和 DOGE 裁员等导致用工需求下降的影响，也有移民政策导致劳动力供给下降的作用。供需同时走弱导致就业市场维持弱平衡，保持失业率平衡所需的新增非农就业中枢下移。尽管新增就业从 24 年的平均每月 12.2 万人大幅下降至 25 年的 1.5 万人，但平均失业率仅小幅上升 0.26% 至 4.26%。弱平衡市场同时导致企业对招聘和裁员更加谨慎，员工流动放缓，招聘率、离职率和裁员率均保持低位。展望 2026 年，上半年就业市场将震荡修复，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将带动用工需求回暖。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。我们预计 2 月 CPI 和核心 CPI 环比增速可能升至 0.3%，对应同比增速分别为 2.4% 和 2.5%，与 1 月持平。1 月 CPI 在能源价格大幅下跌带动下延续放缓。核心 CPI 环比回升，核心商品环比持平，二手车价格显著下跌对冲了关税传导带来的部分商品价格回升。住房通胀增速延续放缓，近 6 个月年化增速已低于疫情前；但其他核心服务通胀明显反弹，主要由出行相关服务价格上行驱动。尽管中东冲突推升油价导致通胀反弹风险，但由于页岩油技术美国石油目前高度自给，原油库存处于高位且少于 10% 美国进口原油需通过霍尔木兹海峡，原油价格反弹对美国通胀影响可能将较为温和。由于房租通胀延续下行和美国新关税政策导致有效税率下降 3%，我们预计上半年通胀环比

增速保持平稳。但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，CPI 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 2,000 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 1,400 亿美元左右税费，平均每个家庭减免超过 1,000 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的 5.4% 升至今年的 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 年的 6.9% 降至 2025 年的 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》在今年减税规模可能在 2,750 亿美元左右，其中对家庭减税规模 1,400 亿美元，对企业减税 1,350 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。

美国货币政策将先稳后松。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，就业市场企稳，美伊冲突导致通胀未来的不确定性，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。

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%。美元仍是主导性国际货币，目前美元在国际支付中份额接近

50%。近期美元流动性偏紧，隔夜回购利率高于政策利率，显示银行超额准备金规模已降至临界水平。

美国国债收益率将开始回升。10 年国债收益率可能先从目前的 4.12% 升至年底的 4.3%。美伊冲突加剧美债利率波动，市场在避险需求和通胀反弹中反复博弈，3 月初国债利率小幅上升。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。

美元可能先升后跌。近期地缘政治风险大幅上升，资金涌入美元资产，3 月美元指数上升 1.4% 至 99.2，反映全球市场仍认同美元作为避险资产的存在。上半年，美伊冲突导致地缘风险高企，美元指数可能保持强势。下半年，随着美伊冲突缓和，美国经济增速边际放缓，美元指数可能下降至 97。

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。地缘政治冲突也推动资产回流美国本土，美股自美伊冲突开始显著跑赢亚太与欧洲股市。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=23.7 倍，ROE 33.4%，26-27 年 EPS 复合增速=31%，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 3 月 4 日收盘，下同）、原材料（动态 PE=21 倍，ROE 8%，26-27 年 EPS 复合增速=20.2%，估值合理，受益于全球大宗商品繁荣周期）、金融（动态 PE=15.3 倍，ROE 13.4%，26-27 年 EPS 复合增速=8.9%，私人信贷增速回升和去监管政策带来利好）、工业（动态 PE=27.1 倍，ROE 24.2%，26-27 年 EPS 复合增速=13.1%，减税、去监管和再工业化政策带来利好）与公用事业（动态 PE=19.2 倍，26-27 年 EPS 复合增速=9.3%，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
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 2 月，AI 应用行业竞争加剧叠加全球宏观环境不确定性提升影响市场风险偏好，板块整体表现承压。展望 3 月，中国互联网厂商陆续披露业绩，我们建议重点关注核心竞争壁垒稳固、业绩增长确定性高的公司。展望全年，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的腾讯 (700 HK)，确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景且云业务营收同比增速有望进一步环比加速的阿里巴巴 (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、盈利能见度高的腾讯、网易、携程。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 17x，略低于 2023 年以来的平均值 (18x)。

图 2: 恒生科技 PE 区间

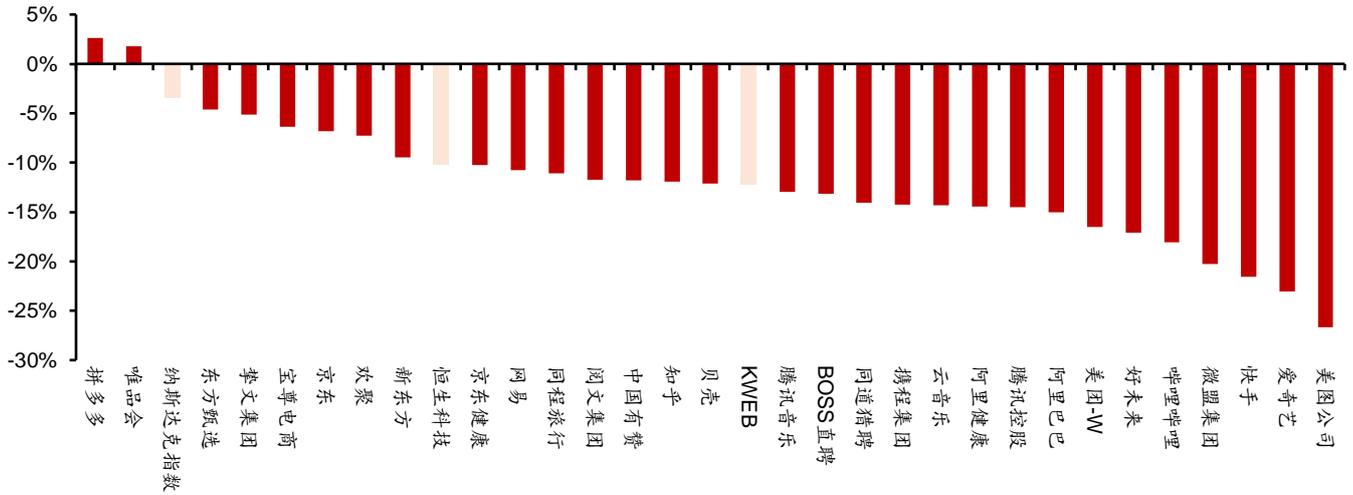


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 3 月 3 日

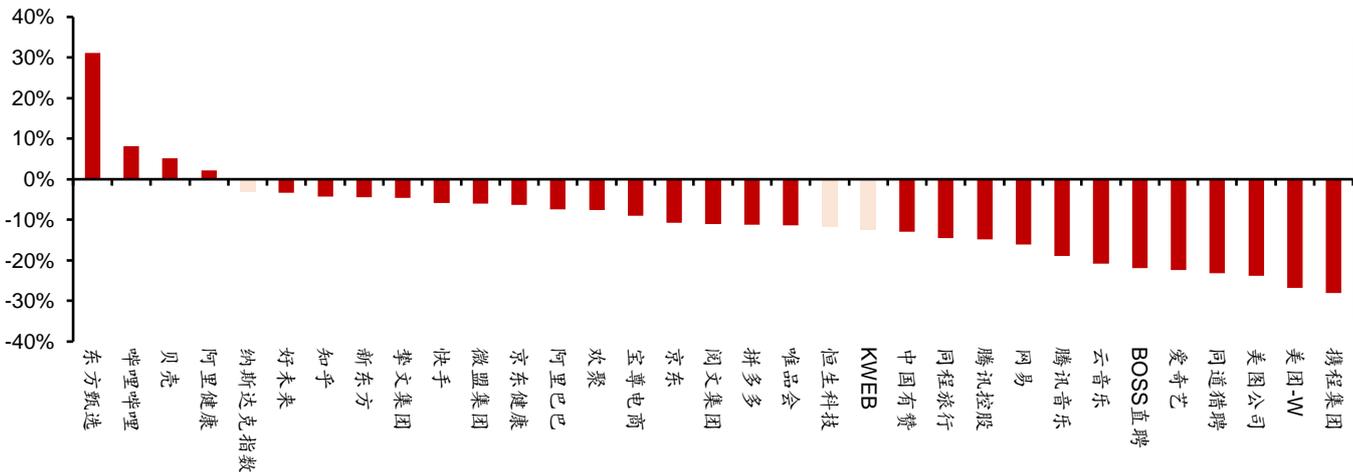
2 月恒生科技指数下跌 10%，KWEB 指数下跌 12%，美图/爱奇艺/快手跌幅较大。字节 2 月发布视频模型 Seedance 2.0 和图像模型 Seedream 5.0，模型迅速登上 Artificial Intelligence 模型榜单前列，并吸引大量用户流量至字节旗下 AI 应用，市场担忧 AI 创意生成赛道竞争加剧。

图 3: 2026 年 2 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 2026 年 YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 3 月 3 日

■ 在线游戏: 延续稳健业绩表现

2 月春节档整体中国游戏市场表现平稳, 春节期间 (2 月 14-23 日) 国内 iOS 端游戏收入 4.4 亿美元, 同比去年春节基本持平 (据 SensorTower 数据)。腾讯在春节档延续强劲表现, 国内 iOS 畅销榜前 5 均为腾讯产品, 前 10 中 7 款来自腾讯、1 款来自网易。3 月重点关注腾讯 4Q25 业绩披露与新产品表现: 1) 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; 2) 腾讯开放世界捉宠游戏《洛克王国: 世界》定档 3 月 26 日上线, 产品基于《洛克王国》经典 IP, 全网预约量已超 4,900 万, 上线后有望贡献较为显著的收入增量。

■ 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。3 月重点关注头部广告平台 4Q25 业绩: 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

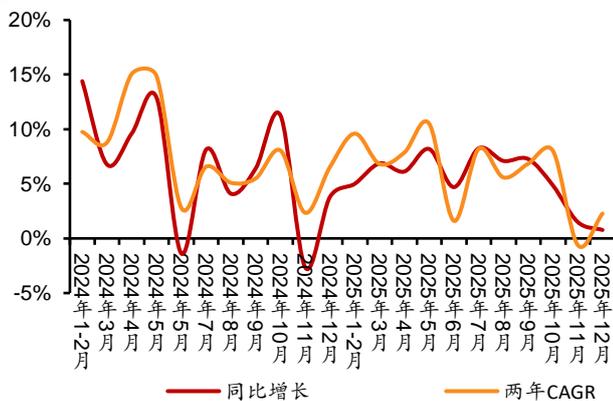
4Q25 在线营销收入同比增长 13%，主要由国内在线营销收入增长拉动，部分被海外营销收入下滑所抵消。3) 我们预计哔哩哔哩 4Q25 广告收入同比增长 22%，主要增长驱动力包括：持续优化广告商业基础设施与算法，提升广告转化效率，吸引增量广告主与预算，逐渐提升平台整体广告加载率。

■ 电商：探索高效获客及用户留存

2025 国补政策支持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者群体创造增量价值、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。

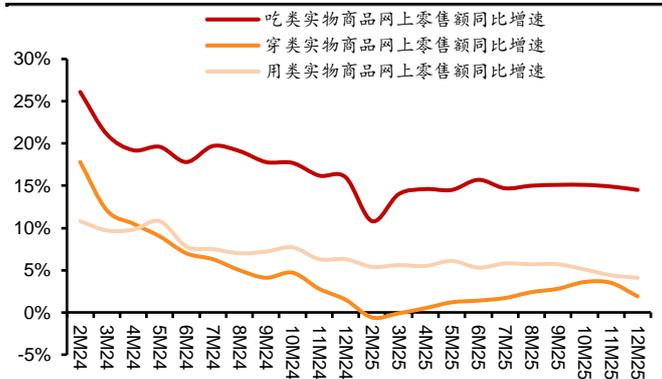
据国家统计局数据，2025 年实物商品网上零售额同比增长 5.2%，其中单 12 月份在国补高基数及消费情绪疲软情况下同比仅增长 0.8%，环比上月进一步降速（2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月/10 月/11 月：5.0/6.9/6.1/8.2/4.7/8.3/7.1/7.3/4.9/1.5%），4Q25 合计实物商品网上零售额同比增长 2.3%（3Q25：7.5%；4Q24：3.5%）。2025 年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 26.1%（11M25：25.9%；2024：26.8%）。实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品 2025 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 5：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 6：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：春节旅游出行增长具备韧性符合市场预期，“长途游”和“家庭化”是关键词

据国家文旅部，春节假期（2026 年 2 月 15 日-2026 年 2 月 23 日）全国国内出游 5.96 亿人次，出游总花费 8,034.83 亿元，折合日均出游人次/日均旅游花费分别同比增长 5.7%/5.5%（2025 年春节日均：+5.7/7.0%）。马蜂窝数据显示，截至 2 月 22 日（农历正月初六），春节期间 5 天及以上长线出游订单占比达 59.6%，人均出游天数 6.4 天，同比增长 0.5 天。飞猪平台显示春节假期国内游订单量同比增长 80%，人均预订金额同比提升约 10%。国际长线游方面，国家移民管理局数据显示，春节假期全国边检机关累计查验出入境人员日均同比增长 10.1%。“家庭化”方面，马蜂窝数据显示，家庭亲子客群占其平台

订单比例为 68%，其中“三代同游”占比 34%，成为春节出游的核心客群。据美团数据，春节期间亲子票预订量同比增长 76%，到访多个城市的家庭人群同比增长 50%。

■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、快手、网易、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 FY26，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 14x FY26 non-IFRS PE (剔除战略投资对应 12x 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，且我们认为云业务增长加速的趋势有望在 1Q26 延续；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) **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 2,000 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。
- 4) **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 年海外收入有望带来显著贡献；2) 海洋 RPG 游戏《遗忘之海》预计 2026 年暑期上线，新产品有望带来可观增量收入；3) 25 年港股交易额超过全球交易额 55%，公司预计将在 27 年 2 月宽限期结束前在港股转为双重主要上市，后续有望被纳入港股通并吸引增量资金流入。基于新产品贡献，我们预计公司 FY26 运营利润同比增长 11%。公司当前估值对应约 12x FY26 non-IFRS PE，我们基于 SOTP 的目标价为 161.5 美元，对应 17x 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。同时，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。此外，我们并不认为生成式 AI 会对 OTA 构成实质性的威胁，尽管 AI 具备较强能力，但其较难替代繁重的后端供应链整合、履约服务和售后支持环节，且中长期视角下在这些环节的深化布局对于生成式 AI 公司来讲或并不规模经济。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%/12%。我们基于 DCF 模型的目标价为 83.0 美元，对应 20x 2026 年 non-GAAP PE。“买入”评级。

- **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

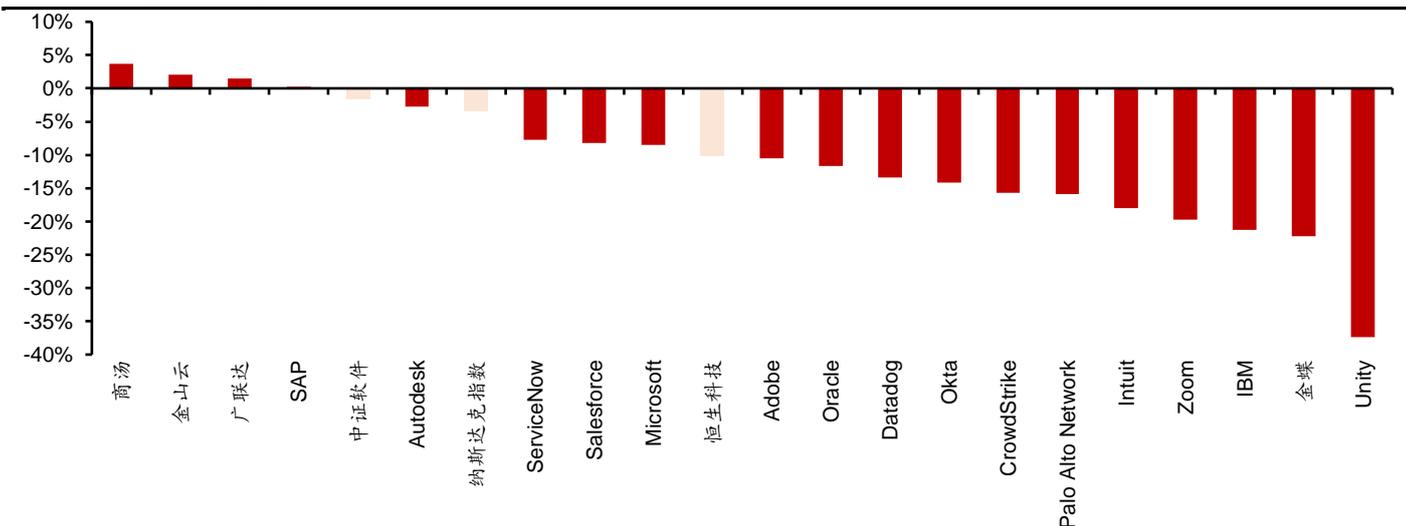
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

展望 2026 年，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，我们看到市场担忧 AI 大模型厂商会抢占软件厂商份额，尽管我们认为软件公司短期的业绩受到的影响或有限，但行业估值普遍回调后，估值修复或围绕具备中长期不可替代性的软件公司展开。我们建议关注两类软件公司：1) 有能力向混合收费模式转型的公司/按用量收费模式为主的公司，能够较好抵御 AI 对于商业模式的冲击，通过按用量收费的模式获取增量 AI 相关收入，例如 Datadog 等；2) 生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司，例如派拓网络等。相比之下，部分工具型应用的公司，在向按用量/结果付费的模式转型过程中面临更多挑战，更有可能被 AI 大模型所替代，同时在收入端也面临更多压力。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）。

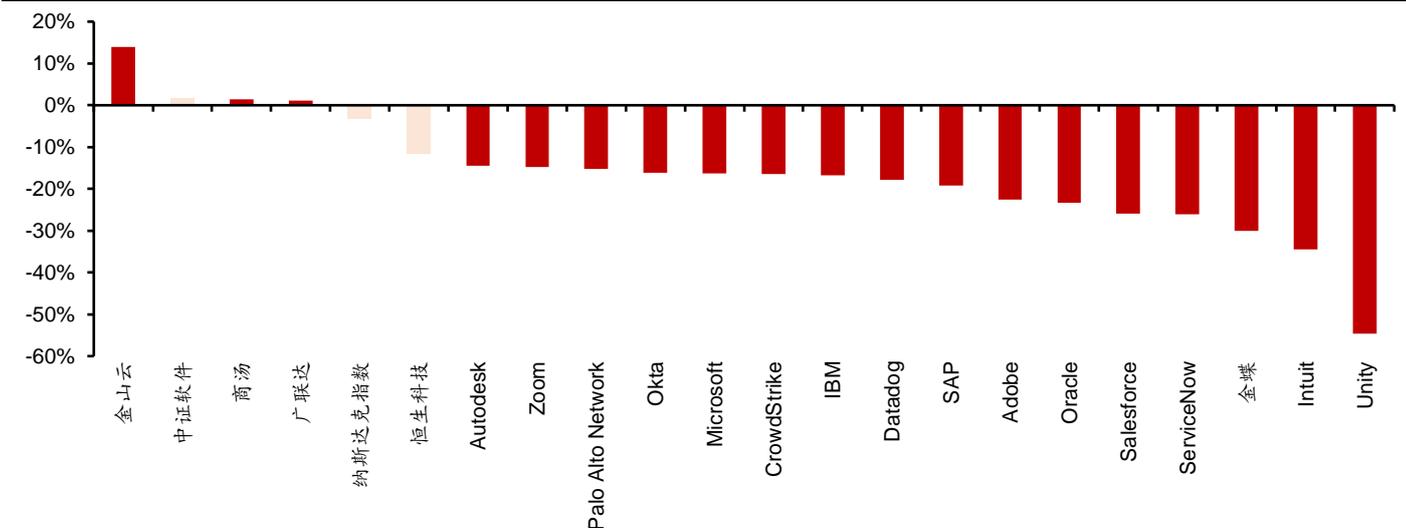
2 月恒生科技指数下跌 10%，纳指下跌 3%。美股软件整体承压，我们认为推动软件板块股价走弱的主要催化包括两点：1) Anthropic 等大模型厂商发布的 Agent 产品（例如 Claude Cowork、Claude Code 与 Claude Code Security 等）引发市场对于软件公司可替代性的担忧；2) 部分软件服务公司 4Q25 业绩表现不及预期。

图 7: 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

图 8: 2026 年 YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

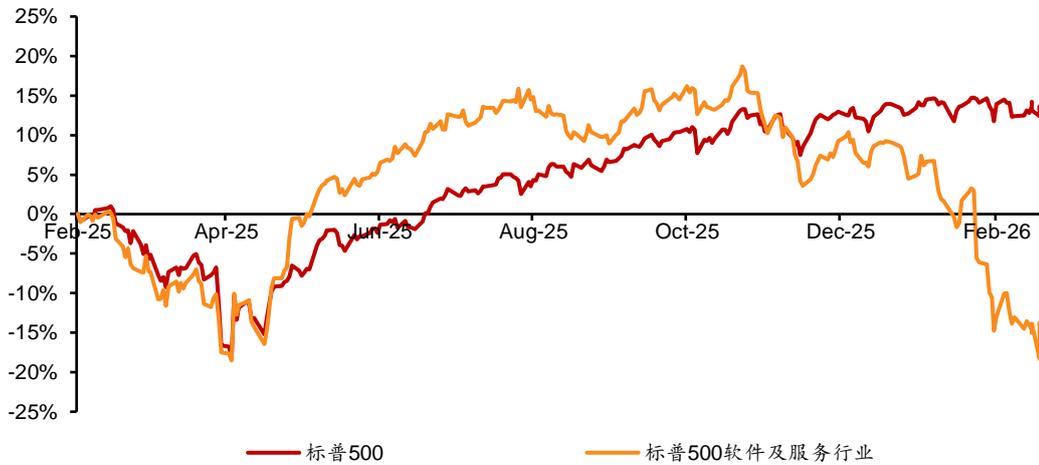
注: 数据截至 3 月 3 日

■ 海外软件: 估值修复或展现分化趋势, 着眼长期护城河稳固性

我们认为, 在生成式 AI 时代, 软件公司的护城河会更多的集中在底层数据、合规模型、任务执行权及执行效果, 越像工具席位的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压, 而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代, 反而将受益于 AI 发展浪潮。短期来看, 基础设施相关的软件平台或将看到更快的 AI 相关客户带来的营收贡献的起量趋势从而有效缓解市场担忧, 网络安全相关的软件公司不可替代性较强, 应用软件公司需更多的证明其有基于结果收费的能力从而证明不可替代性。尽管我们认为软件公司短期的业绩受到的影响或有限, 但行业估值普遍回调后, 估值修复或围绕具备中长期不可替代性的软件公司展开。

中长期, 我们建议关注两类软件公司: 1) 有能力向混合收费模式转型的公司 (席位费+用量收费)/按用量收费模式为主的公司, 能够较好抵御 AI 对于商业模式的冲击, 通过按用量收费的模式获取增量 AI 相关收入, 例如按用量收费模式为主的 Datadog、Snowflake 等, 以及 ServiceNow、Workday 等已经逐渐向混合收费模式转型的企业 SaaS 公司; 2) 生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司, 例如 Palantir、Palo Alto Network 等。相比之下, 部分工具型应用的公司, 例如 Adobe 等, 在向按用量/结果付费的模式转型过程中面临更多挑战, 更有可能被 AI 大模型所替代, 同时在收入端也面临更多压力。

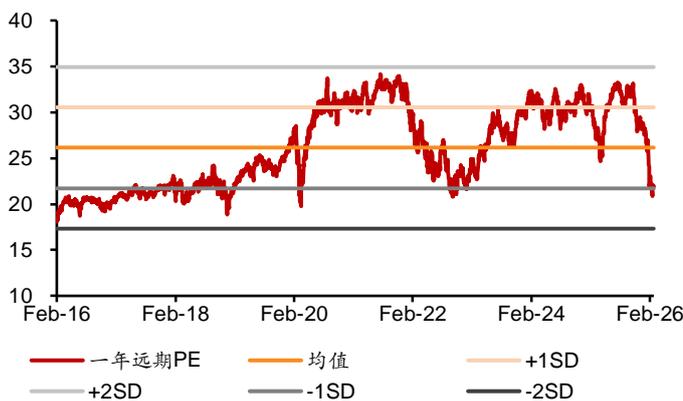
图 9: 标普 500 vs 标普 500 软件及服务行业: 指数累计收益率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

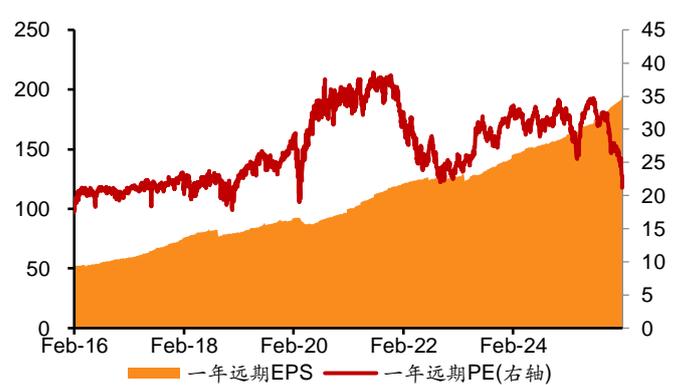
美国软件与服务板块过去 10 年以来盈利预期持续维持稳健增长趋势, 10 年 EPS 复合增速 14%。包括板块自 2025 年 10 月以来的回调过程中, 盈利预期仍然维持上修趋势, 但板块整体估值已经从 2025 年 10 月的高点 33x 远期 PE 回落到 2026 年 2 月的 22x PE, 处于 10 年历史平均减 1 倍标准差的水平, 接近全球宏观环境以及市场受疫情影响较大的 2020 年以及 2022 年的板块估值水平。我们认为软件公司估值存在修复空间, 但个股间估值修复的趋势或分化, 主要估值修复的驱动因素或包括: 1) 收入/订单增速在 AI 带动下重新加速或增速下降幅度收窄; 2) AI 产品收入比例达到较高水平 (例如 >10%)。目前看, 整体板块估值水平较 10 年均值存在 20% 的修复空间。

图 10: 标普 500 软件与服务行业: 一年远期 PE 区间



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 11: 标普 500 软件与服务行业: 一年远期 EPS



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

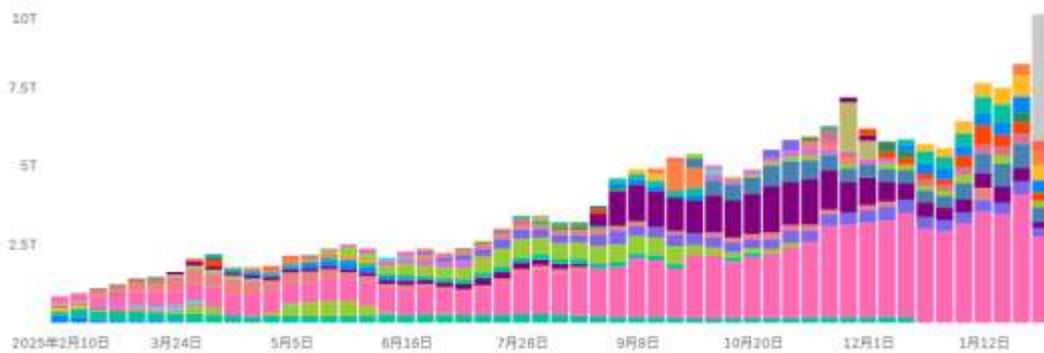
1) AI 应用落地为颠覆传统 SaaS 按席位收费的商业模式带来可能性, 关注向混合收费模式转型

我们认为, 尽管短期营收增长影响有限, 但 AI 应用落地为颠覆传统 SaaS 按席位收费的商业模式带来可能性是致使行业估值下跌的主要原因。但我们认为也无需过度担忧, 目前已有较多 SaaS 厂商的 AI 产品向混合收费模式转型 (席位费+用量收费), 按用量收费的模式带来增量收入机会: 1) Salesforce Agentforce 2025 年 10 月单月 token 使用量环比增长 25% 至约 5,400 亿, 3QFY26 Agentforce 及 Data 360 订单金额中 50% 来自现有客户增购。

2) ServiceNow 自推出按使用量收费的模式以来，使用量快速增长，带动 4Q25 客服类 Now Assist 产品在续约时增售幅度超 70%。

长期维度看，SaaS 公司的估值或将分化，越像工具席位的厂商估值越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代，反而将受益于 AI 发展浪潮。只要 AI 为企业客户创造增量价值，SaaS 厂商即可从中获取更多增量收入并无需过度担忧席位缩减的问题，行业整体模型调用量维持快速增长趋势（据 OpenRouter 数据，平台上 Token 周调用量在过去一年由 8,410 亿增长至当前 5.79 万亿）。但由于按用量收费的商业模式或导致 SaaS 公司收入与企业客户活动水平的相关度更高，收费模式的改变或会导致 SaaS 厂商收入波动性有所增加。

图 12: OpenRouter: 头部模型总 Token 调用量

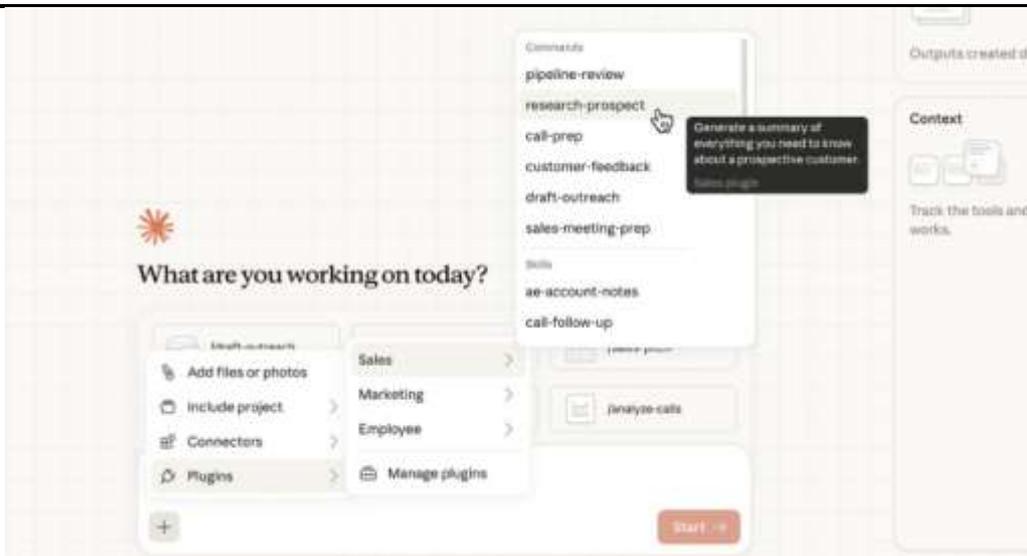


资料来源：OpenRouter，招银国际环球市场

2) 大模型厂商将带来竞争，关注核心护城河稳固性

我们认为 Anthropic 在 2026 年 1 月发布的 Agent 产品 Claude Cowork 以及 11 款细分行业插件是推动美国软件板块加速下跌的主要催化之一。Claude Cowork 除了能够帮助用户处理日常简单工作以外，其推出的 11 款插件能够处理法律、财务、销售等专业领域的更复杂的工作，相对应标汤臣路透、Salesforce、Intuit 旗下的 SaaS 产品，对应三家公司在今年以来也分别下跌超 30%、25%、30%。此外，Anthropic 2 月推出的代码安全工具 Claude Code Security 也影响了网络安全板块估值，CrowdStrike 今年以来下跌超 25%。

图 13: Claude Cowork



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 14: Claude Cowork: 主要插件

主要插件	主要功能	对标产品
法律插件	合同审查、NDA 分流、合规检查等	汤臣路透 Westlaw, 公司股价年初至今下跌逾 30%
销售插件	接入 CRM 系统, 客户调研、邮件起草等	Salesforce Sales Cloud, 公司股价年初至今下跌逾 25%
财务插件	日记账分录、对账、财务报表生成等	Intuit QuickBooks, 公司股价年初至今下跌逾 30%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

我们认为, 尽管软件 SaaS 板块长期面临来自不同方面的竞争且 AI 大模型厂商具备较强的竞争力, 但也不应忽略 SaaS 厂商长期积累的客户基础、行业经验以及全栈 AI 产品的能力。以 ServiceNow 为例: 公司目前已经建立模型+云+数据+应用+智能体的全栈 AI 解决方案, 覆盖企业前中后台全流程, 公司过去的 12 个月内即完成了超 6,000 种新功能的研发。公司目前已经累计服务超 8,500 家客户, 包括财富 500 中超 85% 的客户使用 ServiceNow, 同时积累了超 20 年的行业经验。

图 15: ServiceNow: 全栈企业 AI 解决方案



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

我们认为, 在生成式 AI 时代, 软件公司的护城河会更多的集中在底层数据、合规模型、任务执行权及执行效果, 越像工具席位的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压, 而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代, 反而将受益于 AI 发展浪潮。短期来看, 基础设施相关的软件平台或将看到更快的 AI 相关客户带来的营收贡献的起量趋势从而有效缓解市场担忧, 网络安全相关的软件公司不可替代性较强, 应用软件公司需更多的证明其有基于结果收费的能力从而证明不可替代性。尽管我们认为软件公司短期的业绩受到的影响或有限, 但行业估值普遍回调后, 估值修复或围绕具备中长期不可替代性的软件公司展开。

中长期, 我们建议关注两类软件公司: 1) 有能力向混合收费模式转型的公司 (席位费+用量收费)/按用量收费模式为主的公司, 能够较好抵御 AI 对于商业模式的冲击, 通过按用量收费的模式获取增量 AI 相关收入, 例如按用量收费模式为主的 Datadog、Snowflake 等, 以及 ServiceNow、Workday 等已经逐渐向混合收费模式转型的企业 SaaS 公司; 2) 生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司, 例如 Palantir、Palo Alto Network 等。相比之下, 部分工具型应用的公司, 例如 Adobe 等, 可能在向按用量/结

果付费的模式转型过程中面临更多挑战，面临更大的被 AI 大模型所替代的风险，同时在收入端也面临更多压力。

图 16:头部软件公司：收费模式转变进展

公司	收费模式	AI 应用进展	收费模式转型进展
Palantir	混合收费模式（按席位+使用量收费）	AI FDE 将复杂的 SAP ERP 迁移从 ECC 到 S/4 的时间从数年缩短至短短两周，4Q25 单一客户透露 97% 的员工每天都在使用 AIP 驱动的产品 Foundry。	AIP 依托于 Foundry，按使用量收费，平均 Foundry 客户添加 AIP 后，预算增加 30%至 35%。
Salesforce	混合收费模式（按席位+使用量收费）	3QFY26 Agentforce ARR 同比增长 330%至超 5 亿美元	Agentforce 调用量强劲增长推动公司向按使用量收费模式转型，2025 年 10 月 AgentForce 单月 token 调用量环比增长 25%至约 5,400 亿
Intuit	按席位收费为主	1QFY26 已有 280 万客户使用公司 AI 智能体产品，会计智能体帮助客户每月节省高达 12 小时	较难向按使用量收费模式转型
Palo Alto Network	混合收费模式（按席位+使用量收费）	AI 安全平台 Prisma AIRS 2QFY26 客户数超过 100 家，从 1Q 到 2Q 客户数增长超过两倍，AI 驱动的 SOC XSIAM 2QFY26 ARR 超过 5 亿美元。	2QFY26 按使用量收费的 Chronosphere 与一家领先的 AI 模型提供商签署了“多年九位数扩展交易”。
Servicenow	混合收费模式（按席位+使用量收费）	4Q25 AI 智能体产品 Now Assist 年合同金额突破 6 亿美元，目标 FY26 年末超 10 亿美元	25 年 5 月底以来 AI Agent Assist 使用量增长超 50 倍，金融、制造、健康等多行业企业客户增购 Assist 付费包。
Adobe	混合收费模式（按席位+使用量收费）	4Q25 AI 赋能业务新增 ARR 已占整体业务超三分之一	4Q25 生成式 AI 积分（Generative credits）使用量环比增长 3 倍。
Crowdstrike	混合收费模式（按席位+使用量收费）	智能 SOC 分析师代理 Charlotte AI 在 2QFY26 增长超过 85%。对 AI 提供安全服务的 Next-Gen Identity Protection 在 2QFY26 ARR 突破 4.35 亿美元，同比增长 21%	根据 3QFY26 数据，按使用量付费的下一代 SIEM 产品的 ARR 已超过 4 亿美元。管理层称下一代 SIEM 产品为整个 Falcon 平台上增长最快的模块之一。
Snowflake	按使用量收费为主	3QFY26，Snowflake 提前一个季度实现了 1 亿美元的 AI 收入年化运行率。2QFY26，近 50% 的新客户的签约受到 AI 影响，3QFY26，这一比例仍保持在接近 50%。	公司展示了在消费模式下实现高速增长，3QFY26 产品收入同比增长 29%，3QFY26 签署了 4 笔九位数的大单，3Q 非 GAAP 运营利润率 11%，2Q 和 3Q NRR 维持在 125%。
Cloudflare	按使用量收费为主	2026 年 1 月，Cloudflare 网络上由 AI 智能体产生的每周请求数量在一个月内增长一倍，4Q25 AI 爬虫产品 AI Crawl Control 已与媒体公司签订 310 万美元合同。	3Q25，资金池交易（近似使用量收费模式）占 ACV 的“低两位数百分比”。
Fortinet	混合收费模式（按席位+使用量收费）	AI-driven SecOps 3Q25 账单金额增长 33%，4Q25 账单金额增长 6%（全年增长 22%），ARR 增长 21%	4Q25，推出使用量收费模式 FortiFlex points-based consumption program 购买点数按使用量付费。
Autodesk	按席位收费为主	Fusion 中推出 AutoConstrain 功能，自 2025 年推出以来已生成超 260 万约束条件，自动约束建议在商业用户中的采纳率已突破 60%。	公司希望通过 AI 替代更多人力，但同时赋能更多项目，最终通过按使用量收费的模式获取增量变现价值。
Workday	混合收费模式（按席位+使用量收费）	4QFY26 公司新增超 1 亿美元 AI 产品 ACV，同比增长超 100%。AI 产品合计 ARR 超 4 亿美元。	埃森哲、Nike 等约 50 家企业客户已采用公司按使用量收费的 Flex Credits 模式
Datadog	按使用量收费为主	截至 4Q25，AI Native 群体约有 650 名客户，其中 19 名客户的年化支出超过 100 万美元。前 20 大 AI 原生公司中，有 14 家是 Datadog 客户。3Q25 AI Native 客户群贡献了总营收的 12%。	截至 4Q25，按使用量收费的 Infrastructure Monitoring 的 ARR 已超过 16 亿美元；核心 APM 产品的年增长率加速至 30%以上，是当前增长最快的核心支柱；Log Management 的 ARR 已超过 10 亿美元。
Zscaler	按席位收费为主	AI 安全 ARR 在 1QFY26 同比增长超过 80%，并已提前三个季度超过了财年目标（4 亿美元），公司预计 AI 安全 ARR 在 FY26 结束时将超过 5 亿美元。	虽在 3Q25 推出灵活客户采购项目 Z-Flex 计划，可以按需调整安全模块，但管理层明确表示不会按使用量收费。

Atlassian	混合收费模式（按席位+使用量收费）	2QFY26 AI 智能产品 Rovo 月活跃用户超 5 亿	公司推出按用量付费的 SaaS 平台 Forge，但同时管理层认为对于团队协作软件，按席位收费仍然是用户偏好的、更具确定性的收费模式
MongoDB	主要按使用量收费	企业客户和领先创业公司正在使用 MongoDB 构建 AI 应用，约 30% 的 Atlas ARR 来自于至少包含一个 AI 用例的客户。	NA
Zoom	按席位收费为主	3QFY26 AI Companion 产品采用量同比增长超 4 倍	公司推出 Zoom virtual agent 产品，按照用户使用次数和效果收费，探索按使用量收费模式
Twilio	按使用量收费为主	4QFY25, Voice AI 板块收入同比增长超过 60%	NA
Okta	混合收费模式（按席位+使用量收费）	3QFY26, OKTA 开发 Okta for AI Agents 与 Auth0 for AI Agents, 进入 AI 身份安全领域，吸引约 2 亿美元 ARR 客户群	26 年 2 月公司表示正加速 AI 安全战略，强化 Auth0 与 OKTA AI 产品线执行力，预计未来随着产品铺开，使用量付费份额将增长
Unity	混合收费模式（按席位+使用量收费）	Vector AI 发布前三季度收入同比增长 53%，管理层预计 26 年底 Vector AI 季度营收年化将超 10 亿美元。	4QFY25 公司表示在 AI 带动产品使用率提升的背景下，计划通过增值服务与按使用量计费模式转化免费用户；转化目标覆盖当前约 90% 未付费用户。
Guidewire	混合收费模式（按席位+使用量收费）	2025 年 10 月 Guidewire 正在开发一个完全依赖 AI 的核心产品（Underwriting Center），CEO 提出 AI 预期能扩大 TAM 约 3 倍。	1QFY26 公司表示核心与新增应用均采用与客户直接签单保费（DWP）挂钩的定价逻辑，即使用量付费模式。
Dynatrace	按使用量收费为主	Logs 业务在 AI 驱动下从过去的数百万美元级规模增至现在近 1 亿美元。	NA
Confluent	按使用量收费为主	25 年 10 月，Confluent Private Cloud 帮助客户减少 Kafka 运维与基础设施成本超过 50%；Tableflow 降低数据质量问题 60%、分析处理成本 30%。	NA
Docusign	按席位收费为主	3QFY26, 管理层表示 AI 驱动的智能协议管理 (IAM) 是公司业绩增长核心，预计 IAM 在 FY26 底将占经常性收入低双位数比例	3QFY26, 管理层表示正在企业客户中测试 IAM 平台化、按 token 计费模型，得到积极反馈，计划未来更大范围推广

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 17: 头部软件公司：基本面变化趋势

公司	股票代码	市值(百万美元)	+1FY EV/EBITDA	收入增长			收入增长+自由现金流比率		
				0FY	1FY	边际变化(1FY-0FY)	0FY	1FY	边际变化(1FY-0FY)
Palantir	PLTR US	307,870	70.8	56%	62%	5%	103%	116%	13%
Salesforce	CRM US	173,739	9.6	9%	9%	1%	42%	44%	2%
Palo Alto Network	PANW US	115,603	30.3	15%	22%	7%	53%	58%	6%
Servicenow	NOW US	107,205	16.6	21%	20%	0%	56%	56%	1%
Adobe	ADBE US	104,747	8.1	11%	10%	-1%	52%	49%	-3%
Intuit	INTU US	99,820	11.3	16%	13%	-3%	48%	46%	-2%
Crowdstrike	CRWD US	88,297	65.0	29%	22%	-8%	56%	47%	-10%
Cloudflare	NET US	57,643	98.5	30%	29%	-1%	42%	42%	0%
Fortinet	FTNT US	55,945	18.5	14%	12%	-2%	47%	45%	-2%
Snowflake	SNOW US	55,115	83.6	29%	28%	-1%	54%	52%	-2%
Autodesk	ADSK US	46,833	16.0	12%	17%	5%	37%	49%	12%
Datadog	DDOG US	36,820	34.3	28%	20%	-8%	54%	46%	-9%
Workday	WDAY US	34,250	8.0	13%	12%	-1%	42%	42%	0%
Zoom	ZM US	26,939	9.1	3%	4%	1%	42%	43%	1%
Mongodb	MDB US	25,436	50.4	19%	22%	2%	25%	39%	14%
Zscaler	ZS US	23,819	25.0	23%	23%	0%	50%	50%	-1%
Atlassian	TEAM US	18,840	10.4	20%	22%	2%	47%	48%	1%
Twilio	TWLO US	17,250	14.1	14%	12%	-1%	33%	28%	-5%
Okta	OKTA US	12,618	12.4	15%	11%	-4%	43%	40%	-3%
Confluent	CFLT US	10,951	79.7	21%	17%	-5%	24%	26%	1%
Guidewire	GWRE US	10,894	NA	23%	18%	-5%	46%	41%	-5%
Dynatrace	DT US	10,215	14.7	19%	18%	-1%	44%	44%	0%
Docusign	DOCU US	8,582	7.2	8%	8%	0%	39%	38%	0%
Unity	U US	7,919	15.0	2%	13%	11%	24%	37%	13%

资料来源：彭博，招银国际环球市场注：数据截至 2026 年 3 月 2 日

■ 推荐买入派拓网络、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，且在智能体快速普及的背景下，公司或反而具备更强的不可替代性。派拓网络已分别于 1 月 29 日、2 月 11 日完成对 Chronosphere 和 CyberArk 的收购，我们认为此举有助于强化公司在 AI 时代的产品布局。将收购并表影响纳入考量，我们预计公司 FY26 营收/non-GAAP 净利润将分别增长 22%/21%，自由现金流利润率为 37.0%，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 222.7 美元，基于 14.6 倍的 EV/sales，与三年平均 EV/S 加 2 倍标准差水平相当。“买入”评级。
- 2) **Datadog (DDOG US)**：Datadog 4Q25 总营收 9.532 亿美元，同比增长 29.2% (4Q24: 25.1%; 3Q25: 28.4%)，主要受非 AI 客户收入增长加速（由 3Q25 的 20% 同比增长提升至 4Q25 的 23%）以及 AI 原生客户需求旺盛驱动；管理层指出非 AI 客户收入加速增长的趋势在 2026 年 1 月延续，并指引 1Q26 总营收同比增长 25%-26% (1Q25: 25%)。基于针对 AI 原生客户群体较为审慎的营收增长假设，管理层给出 2026 年全年营收增长指引为 18%-20%，non-GAAP 营业利润率为 20%-22%。我们认为数字化转型与云迁移的长期行业趋势不可逆，加之 Datadog 强大的交叉销售能力与海外扩张潜力，我们对其长期业务发展潜力持乐观态度，目标价为 196.9 美元，基于 16.3 x 2026 年 EV/Sales（前值：16.6 倍），处于近两年均值加一个标准差水平。“买入”评级。
- 3) **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。维持“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

谨慎乐观。进入 3 月，全球地缘冲突升级使市场风险偏好阶段性降温，资金从高 β 成长向防御板块切换，短期波动更多由风险溢价与仓位再平衡驱动，而非基本面系统性恶化。但对半导体而言，我们预计市场不会简单减少配置。根据最新季度 (4Q25) 13F 报表，全球范围已有部分投资机构选择阶段性降仓或降低成长敞口以锁定收益、控制回撤，但半导体板块的关注度与交易活跃度依然维持高位，核心原因在于 AI 基础设施仍是全球科技盈利增量最集中的方向，且 2 月以来龙头公司业绩与指引进一步强化了需求可见度与盈利兑现路径。因此，我们对 3 月维持谨慎乐观，认为不依赖情绪驱动的 β 反弹，而以盈利兑现与供给约束等可验证信号为锚，采用核心持仓与事件仓位相结合的结构策略来获取相对收益。

■ **主题一：AI 进入推理放量阶段，token 用量与单位成本成为 ROI 硬约束，系统级资本开支因此更具持续性。**我们认为当前 AI 基础设施的边际驱动正在从训练扩张转向推理放量，市场的核心问题也从有没有需求转为单位投入能产出多少 token、以及单位 token 成本能否持续下降。token 用量增长是需求的显性指标，而 token 成本是投入产出比的硬约束，决定了资本开支是短期脉冲还是中长期曲线。在这一框架下，英伟达 2

月业绩与指引对数据中心需求的验证，叠加其对网络连接重要性的强调，实质上是在把定价锚从单点 GPU 供给推向推理时代的系统优化。网络与存储带宽对集群利用率、延迟与成本曲线的影响显著上升。与此同时，内存涨价进一步强化了系统约束的定价权，TrendForce 将 1Q26 常规 DRAM 合约价季度涨幅上修至 90–95%，NAND 上修至 55–60% ([链接](#))，反映供需紧张与价格弹性上行；上游盈利改善提升扩产与设备投入确定性，下游为锁定供给与压降单位成本更倾向于前置部署与长协，从而延长产业链订单久期。博通 1QFY26 财报同样体现推理时代的系统属性，公司给出下一季度收入与 AI 相关指引继续上修，同时 EBITDA 利润率高于市场预期并通过 100 亿美元回购稳定预期，说明订单结构变化并未破坏长期利润框架，且网络业务的高增长进一步印证 AI 硬件蛋糕并非仅来自芯片本身。

基于推理放量的系统级扩张，**我们推荐生益科技 (600183 CH, 买入) 与深南电路 (002916 CH, 买入)**。生益科技的优势在于高端 CCL 是 AI 服务器与高速网络板卡的核心材料底座，受益于高速高频需求、层数与材料体系升级带来的价值量提升，且更容易通过高端产品占比与毛利改善兑现业绩；深南电路则处在板级集成升级的关键位置，一方面在高端 PCB 环节受益于 AI 服务器与交换机板卡规格提升，另一方面 IC 基板业务提供更高附加值的结构性增量，使其对资本开支扩张的映射更立体。从技术路径看，AI 加速器封装对 ABF 载板的需求核心在于更大封装尺寸与更高 build-up 层数，以承载更密集的供电与高速信号扇出；而推理侧如 LPU 这类强调大容量片上 SRAM 的架构，也会进一步抬升 I/O 与供电复杂度，从而强化高层数 ABF 载板的价值量与景气弹性。

- **主题二：互连从配套环节升维成系统效率杠杆，建议围绕供给与交付节奏以及催化事件交易。**在推理成为主要增量之后，AI 基础设施的约束从有没有算力，进一步转向能不能以更低的单位 token 成本稳定交付更多吞吐。互连在这个框架里扮演的是效率杠杆：网络一旦成为瓶颈，集群利用率、时延与抖动都会直接抬高单位 token 成本，进而反向影响客户的投入产出比与资本开支节奏。基于这一逻辑，我们把互连拆成两条不同的演进路径来定价。短中期，确定性仍在 scale-out/scale-across 网络的可插拔升级，核心变量是 800G 向 1.6T 的迭代、关键器件供给与交付节奏，策略上更适合用 OFC 与 GTC 等催化性事件的信息窗口去校准预期，围绕订单能见度与供给瓶颈做仓位管理。与此同时，市场讨论度很高的 CPO 更应放在 scale-up 互连框架下理解，它主要对应更紧耦合、更高带宽密度与更低功耗的近距离互连需求，但受可制造性、运维更换、良率与系统成本等约束，成为普遍部署形态的时间点大概率不在中短期，因此不宜把 CPO 当作短期替代可插拔的主线去提前定价。

英伟达近期分别投资 Lumentum 与 Coherent 并附带合作与供给安排 ([链接](#))，进一步强化了上述判断，即互连上游正在被平台型客户定义为战略性供给链而非单纯成本项，关键光学器件与先进制造能力可能成为交付节奏的硬约束，头部玩家通过资本与采购承诺锁定产能，将抬升产业链订单久期与能见度，并提升具备规模交付与高端器件能力环节的议价权与壁垒。落到国内 AI 产业链映射映射，**短中期仍建议以中际旭创 (300308 CH, 买入) 作为互连主线的核心配置**，并以订单能见度与交付节奏为锚执行；若事件窗口期间市场因 CPO 节奏误读引发波动，更应视为仓位管理机会而非基本面拐点。

- **主题三：两会政策底座强化先进制造与数字基础设施投入。**政府工作文件延续对科技与先进制造的支持取向，但更强调提质增效与确定性投入：一方面提出推进制造业提质升级、开展新一轮重大技术改造，并安排 2,000 亿元超长期特别国债支持大规模设备更新，这为制造端资本开支与国产装备需求提供了更清晰的政策下沿；另一方面提出打造集成电路等新兴支柱产业，并建立未来产业投入增长机制与风险分担

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，受制于存储价格高企对终端需求的挤压，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，但得益于 ASP 上涨推动，整体 PC 营收仍将微增。尽管面临短期基本面扰动，Windows 10 停服带来的商用设备换机需求及 AI PC 的加速渗透，仍是中长期的核心驱动力。我们预计 2026 年国内 AI PC 渗透率将攀升至 52%，异构算力（CPU+GPU+NPU）结合云端协同将重塑 PC 的生态边界。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。此外，需密切关注复杂的关税环境对全球供应链重塑的扰动，例如苹果正将部分 Mac mini 生产线迁回美国休斯顿工厂。

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、丘钛科技和比亚迪电子。

2) 服务器：AI 产业链业绩与指引超预期，关注 GTC 新技术、架构创新及元器件全面通胀

展望上半年，全球 AI 服务器市场景气度持续高企，出货量预计将维持强劲的扩张态势。北美四大 CSP 持续上修资本开支指引，叠加英伟达 FY4Q 数据中心营收创历史新高（同比 +75%）及强劲 1Q 营收指引，进一步验证算力需求的确定性。大模型应用正从训练向大规模推理及 Agent 生态演进，带动算力形态分化：一方面，GB200 产能持续爬坡，GB300 预计下半年实现规模化出货；另一方面，为追求更优的推理性价比，云厂商自研 ASIC 芯片的服务器占比将稳步提升，英伟达拟整合 Groq LPU 技术的全新推理硬件架构亦有望在 3 月 GTC 大会亮相，成为市场重点关注的新趋势。

在 AI 基础设施方面，随着算力密度的指数级攀升与互联瓶颈的凸显，我们认为 2026 年服务器硬件架构将迎来深度的重构，并带动核心零部件的“量价齐升”：

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。

高速互联：下一代 Rubin Ultra NVL576 机柜将采用 4-Canister 双层架构，并在第一层网络突破性地采用“正交背板”设计，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，背板连接相关产业链有望迎来量价齐升。

CPO/OCS：为突破 SerDes 速率向 224G/448G 演进时的功耗瓶颈，光入柜内趋势确立，OCS/CPO 产品技术持续发展，可实现低时延、低功耗和易扩展性，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，相关产业链包括立讯的 CPO 和 CPC 等数据中心互连整体方案，以及鸿腾精密的 CPO 光源模组与封装层级解决方案。

被动元器件：AI 服务器对高端被动元器件提出严苛要求，单台 GB300 平台需搭载约 3 万颗、单机柜高达 44 万颗高端 MLCC，同时超级电容器首次成为机柜内备用电源的标配，目前受 AI 需求挤压，海外头部厂商的高端 MLCC 已开启全面涨价潮。

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。

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%，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。

整体上，我们继续看好由 AI 创新驱动的硬件重构与价值量扩张逻辑，当前服务器产业链正步入多环节涨价的全面通胀时代，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。建议重点关注：1) 服务器与交换机代工龙头；以及 2) 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）以及比亚迪电子的 AI 服务器产品。

3) 端侧 AI：智能眼镜与 AI 耳机引领可穿戴新浪潮，科技巨头加速软硬生态闭环

展望上半年，端侧 AI 正从单点技术探索全面迈向规模化落地，以 AI 眼镜和 AI 耳机为代表的智能可穿戴设备有望成为继智能手机后的下一代核心计算平台。当前，解决 AI 眼镜“算力、续航、重量”不可能三角的核心路径已逐渐清晰，产业界主流采用“分体式计算+高速互联”架构，将重负载的 AI 推理卸载至手机或云端处理。IDC 预测，2026 年中国市场 AI 眼镜出货量将达 275 万台，实现同比翻倍以上的爆发式增长。

从各大科技巨头的产品路线图来看，智能眼镜产业正迎来从技术验证期向规模化普及期跃迁拐点。海外方面，1) Meta Ray-Ban 智能眼镜持续热销，其高阶 AR 眼镜 Orion 消费版有望于 2027 年问世；2) 苹果近期收购了光学初创公司 invrs.io 加码 AR/VR 技术储备，其平价版头显 Vision Air 预计于 2027 年下半年量产，AI 眼镜预计在 2028 年发布和 2029 年量产出货；3) 三星计划在 2026 年推出 AI 眼镜。国内方面，互联网大厂与硬件终端品牌正加速融合：1) 阿里巴巴首款自研硬件夸克 AI 眼镜 S1 已发布，以极致轻量化设计深度绑定通义千问大模型；2) 字节跳动推出豆包智能体耳机 Ola Friend，开启语音交互新入口；3) 小米于 2025 年 6 月推出了首款 AI 眼镜，进一步完善“人车家”全生态战略。

我们认为，由 AI 应用迭代驱动的端侧硬件重构是行业长期核心增长主线之一。我们持续看好深度参与端侧 AI 硬件创新、具备核心卡位优势的国内供应链环节。建议重点关注：AI 眼镜品牌小米、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、结构件的立讯/东江、镜片以及显示的京东方。

4) 汽车电子：舱驾一体与智驾平权加速落地，看好国产车规核心零部件

展望 2026 年，汽车电子架构正加速向中央计算和区域控制演进，舱驾一体成为车企实现降本增效与算力优化的核心趋势。随着软硬件技术的成熟，高阶智驾功能正逐渐加速向 10 万至 20 万元的主流平价车型下沉，全面开启智驾平权时代。从近期的产业动态来看，车企及供应链在底层核心硬件上的布局持续深化，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智能化下沉驱动的电子产业链重构与价值升级机遇，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、鸿腾精密、瑞声科技、丘钛科技

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) 鴻騰精密 (6088 HK) : 展望 2026 年, 我們認為鴻騰精密將受益於 GB300/VR200 服務器的架構升級以及互連 (MCIO、纜盒、中板連接器)、電源 (母線、電源線)、液冷 (UQD、LC 母線) 和 CPO (LGA-LGA 插槽、PLS I/O 籠) 等產品的強勁產品儲備。我們預測公司 AI 相關收入在 2025-2027 財年將以 95% 的複合年增長率增長, 在 2027 年占總收入的 18% (2025 財年為 6%)。對於 4Q25/2025 年, 我們預計 2025 年收入/淨利潤將同比增長 11%/11%, 4Q25 收入/淨利潤將同比增長 6%/21%。我們預計 3 月中旬舉行的 GTC 和 OFC 2026 將成為該股未來的主要催化劑, 屆時市場將關注互連規模化和 CPO 解決方案的最新進展。我們的目標價為 7.33 港元, 基於 2026 年預期市盈率 21 倍。我們預計, 隨著 AU 相關收入在 2026-2027 財年貢獻的增加, 公司估值有望迎來進一步重估。

3) 瑞聲科技 (2018 HK) : 展望 2025-26 年, 我們對瑞聲科技持積極看法, 認為其將顯著受益於 AI 手機與 AI 眼鏡帶來的規格升級 (聲學/光學/MEMS/VC) 趨勢, 以及在汽車聲學領域的全球市占率持续提升。我們預計 2025 年收入/淨利潤將同比增長 20%/40%。分業務板塊來看, 1) ED&PM (觸感/VC/鉸鏈): 2025 年全年預期馬達業務收入將同比增長 18-20%, 而精密結構件將同比增長 15-20%, 毛利率 30% 以上, 其中新業務 VC 散熱板收入增長 3-4 倍; 2) 光學 (6P/WLG/32MP 鏡頭): 2025 年收入將同比增長 20%, 毛利率 10-15%, 其中塑料鏡頭毛利率 30% 以上, WLG 出貨量在 2025/26 年將達 1,000-1,500 萬片/2,000 萬片, 鏡頭模組毛利率穩定在 4-6%; 3) MEMS/傳感器 (AI/麥克風): 2025 年全年預期銷售額同比增長 100%, 毛利率 15-20%; 4) 聲學 (SLS/模組): 收入穩定增長, 新產品量產將推動 2025 年下半年預期毛利率反彈。除了 AI/折疊屏手機升級外, 我們對非手機業務持積極看法: 1) AR 眼鏡 (光波導片): 項目中標, 目標 2026 年大規模量產; 2) 汽車聲學: 在國內旗艦 SUV 項目 (32 個揚聲器) 中標及在歐洲贏得新客戶; 3) 無人機/運動相機; 4) 機器人灵巧手大規模量產, 並獲得多個項目中標。

4) 丘鈦科技 (1478 HK) : 展望 2026 年, 在智能手機行業逆風的情況下, 我們相信非移動 (手持/車載/XR) CCM 將成為公司的關鍵增長動力。我們預計: 1) 非移動 CCM (物聯網/車載/XR) 2026 年收入將同比增長 42%/30% (IoT/車載/XR CCM 同比增長 40%/50%/30%), 分別占 2026/2027 年收入的 40%/47%, 主要受益 IoT 客戶對無人機/手持設備的需求和規格升級的推動; 2) 智能手機 CCM: 受內存價格上漲帶來的影響, 預計 2026 年收入將同比下降 16% (出貨量/平均售價下降 7%/10%); 3) FPM: 受智能手機出貨量疲軟的影響, 預計 2026 年收入將下降 5%。長遠來看, 憑借強大的垂直整合能力和全球客戶基礎, 我們看好公司非移動業務的增長勢頭, 預計公司將受益無人機/手持攝像機/XR/AI 眼鏡/機器人等行業的機遇。

■ **风险提示:** 宏觀疲弱影響需求, 去庫存速度慢於預期。

消费

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

乐观。2月消费板块整体呈现结构性分化特征，春节假期期间服务消费表现强劲，显示政策优化对消费的积极拉动。恒生消费指数过去一个月（2月5日至3月5日）下跌4.2%，主要受消费零售、耐用品、家庭用品等拖累。3月消费板块将受多重因素扰动，1）两会仍将“提振消费”作为核心议题，扩大内需也将是2026年经济工作的首要任务，我们认为政策将以相较去年更为精准的部署方式增强居民消费动力；2）同时外部环境层面，地缘局势持续升级，消费板块也更容易受到冲击。3）以及其带来的上游原材料价格上涨使中下游面临利润挤压。我们认为中短期可关注必选消费，如业绩确定性强的防御性消费品种。

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，建议关注一下投资主线：

■ 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（2157 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）；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。建议关注巨子生物（2367 HK）、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。以及上文上述建议关注标的弱在海外取得有效进展则进一步提高及配置价值。

■ 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（2157 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

前两个月新能源车弱于预期，关注3月新车发布带动需求回暖

理想与蔚来符合预期，小鹏不及预期。理想汽车2月交付量仅环比下滑5%至约2.6万台，表现优于大多数同行，主要得益于25年9月底发布的i6的贡献。我们认为，将于二季度上市的新一代L系列的市场反馈是理想实现全年超过50万台的销售目标的关键。小鹏汽车2月交付量环比下滑24%至约1.5万台，低于我们此前的预期。尽管小鹏过去四个月发布了多款全新的增程车型，其1-2月累计销量仍同比下滑42%至约3.5万台。蔚来2月交付量环比下滑23%至约2.1万台，其中蔚来品牌贡献约1.5万台。尽管蔚来在4Q25首次实现non-GAAP口径净利润转正，但是考虑到其新车型的订单下滑速度快于我们的预期，我们认为蔚来在2026年仍面临挑战。

比亚迪和吉利出口展现韧性，零跑将于3月发布A10。比亚迪2月乘用车批发销量环比下滑9%至约18.8万台，1-2月累计批发销量同比下滑36%至约39.3万台。我们预计比亚迪将按照惯例在3月推出大量搭载新技术的新车型，这有望成为其股价的积极催化剂。受益于极氪品牌的贡献，吉利新能源汽车（包括银河、极氪和领克）26年前两个月的批发销量同比上涨10%。考虑到新车型积极的市场反馈，我们预计吉利未来几个月的销量将继续保持韧性。零跑2月批发销量环比下滑12%至约2.8万台，1-2月累计批发销量同比下滑19%至约6万台。在2024-25年连续两年销量翻倍后，凭借今年更全面的车型阵容（新的A系列和D系列）及持续的性价比策略，零跑将2026年的销量目标设为100万台（同比+68%）。

行业销量预测：我们预测2026年2月新能源乘用车的零售销量将环比下滑15%至约48万台，1-2月零售销量同比下滑23%至约100万台。继2026年1月起购置税优惠减半后，我们估计2026年前两个月新能源汽车市场份额可能降至约40%。随着更多新能源新车型的发布，我们预计新能源汽车的市场份额将从3月开始反弹。

图 18：重点车企于3月1日公布的2026年2月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	2月销量(台)	同比变化%	环比变化%	1-2月销量(台)	同比变化%
比亚迪	187,782	-41.0%	-8.6%	393,300	-36.0%
长城	12,744	-17.6%	-30.3%	31,029	-17.8%
蔚来	20,797	57.6%	-23.5%	47,979	77.3%
理想	26,421	0.6%	-4.5%	54,089	-3.7%
小鹏	15,256	-49.9%	-23.8%	35,267	-42.0%
小米	20,500*	-13.6%	-47.4%	59,502	27.6%
极氪	23,867	70.0%	0.1%	47,719	83.7%
吉利银河	73,125	-3.9%	-11.9%	156,115	-8.0%
零跑	28,067	11.0%	-12.5%	60,126	19.2%
东风岚图	8,358	4.3%	-20.5%	18,873	17.8%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

注：*小米的本月汽车销量为估计值

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（2 月 27 日）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%。

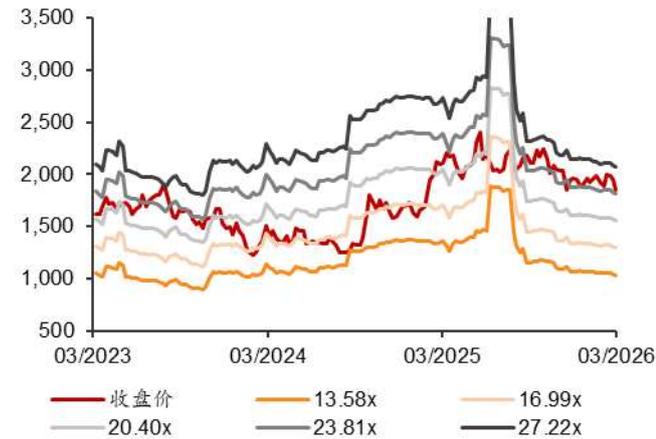
新业务或从 2027 年起贡献显著收入，电池盒业务 2026 年料延续高增：我们预计 2026 年欧洲新能源车销量将同比增长 16%（详见 2026 年展望报告），欧洲品牌正抢占特斯拉市场份额，该趋势将利好敏实电池盒业务。根据 2025 年 11-12 月公告，其人形机器人及 AI 服务器液冷系统新业务进展顺利，预计 2027 年这两项业务收入贡献将超 10 亿元，而我们认为当前股价并未充分反映。同时预计密封系统等新业务 2027 年收入贡献超 5 亿元。因此将 2026-27 年收入预测上调 3-6%，净利润预测上调 6-8% 至 32 亿/40 亿元。

■ 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。

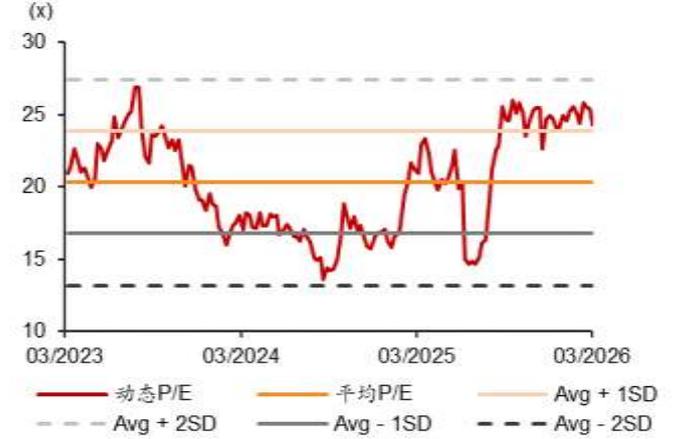
电池板块关注新势力：**正力新能 (3677 HK)**，我们认为公司的投资价值仍待市场挖掘。作为锂电新势力，正力已凭借轻历史包袱及卓越运营效率实现行业领先的毛利率。2026 年客户结构优化（广汽丰田/大众/上汽合作深化）将提振利润率，且可能受益于潜在电池涨价。

图 19: 中信港股汽车指数动态市盈率通道



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 20: 中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源：万得，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，原材料价格上涨超预期，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

医药行业近期明显回调，我们认为，此轮调整原因包括博弈层面行业短期缺乏催化剂，以及行业轮动导致资金流出医药板块。中国创新药资产出海 BD 持续超预期，MNC 对于中国资产的购买范围从单个管线拓宽至平台合作，进一步体现了中国创新药的竞争力。我们认为，中国的 AI 制药技术发展迅猛，将涌现一批优秀的创新企业。我们持续看好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。

■ 推荐标的

推荐买入三生制药 (1530 HK)、信达生物 (1801 HK)、加科思 (1167 HK)、固生堂 (2273 HK)、药明合联 (2268 HK)。

1) **三生制药：**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, 持续验证公司研发平台的能力。

2) 信达生物: IBI363 (PD-1/IL2) 在 IO 经治肺鳞癌、3L+ 结直肠癌以及 IO 经治黑色素瘤均展现了优秀的早期疗效数据, 并且与武田达成了重磅合作。我们认为, 此次合作是信达生物迈向国际化的开端, 显示了公司在国际化的坚定投入与信心。FDA 批准启动 IBI363 与多西他赛在 IO 耐药型鳞状 NSCLC 中的全球 III 期 MRCT 标志着其全球开发进入关键阶段。预计将在 2026 年披露 IBI363 在 NSCLC 与 CRC 一线适应症的 Ib/II 期概念验证数据。除了 IBI363, 信达在眼科、自免、减重等领域也有丰富的管线布局, 预计到 2030 年将有超过 5 款分子进入全球多中心临床 3 期开发。

3) 加科思: 随着同阿斯利康重磅 BD 合作的落地, 公司的核心产品 JAB-23E73 (Pan-KRAS) 将加速全球开发进程。JAB-23E73 对多种 KRAS 突变 (G12D、G12V、G12C、G13D 等) 实现广谱抑制。约 90% 的胰腺癌 PDAC、30~40% 的结直肠癌 CRC 以及 15~20% 的肺癌患者存在 KRAS 突变。阿斯利康在全球肿瘤领域拥有强劲的商业化能力, 以及丰富的产品管线 (PD-L1 和 ADC), 将助力 JAB-23E73 的全球开发和商业化, 拓展其联用潜力。我们预计 JAB-23E73 海外经风险调整峰值销售额将达 19 亿美元, 有重磅潜力。此外, 公司的 iADC、tADC 平台具备显著的差异化优势, 将于今年下半年申报 IND。

4) 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 全年的分红及派息合计金额约为 6.5 亿元人民币。

5) 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。

■ **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。

房地产和物管

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

■ 乐观

乐观。2月25日上海再次进行购房政策的调整，与我们在25年底的预期基本相符。从细分政策来看，1) 限购政策方面的调整比预期更好，原本预期上海与北京看齐3年社保改为2年，而上海更进一步将社保年限改为1年；2) 贷款政策方面略低于预期，原本预期在二套房首付比例方面上海会与北京看齐，但上海并未对此作出调整。整体来看，我们认为政策释放的边际需求可能对新房价形成一定支撑。板块表现方面，过去一个月（2月5日至3月5日）恒生地产及物管指数跌2.3%，内房股指数跌8.9%，跑输恒生指数（-5.7%）；个股层面，新城发展、中国金茂、建发国际等跌幅居前，分别跌21.0%、19.6%、14.7%。展望一季度，短期维度，板块仍处于政策博弈阶段和销售小阳春验证期，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如龙湖集团（960 HK）等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。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如华润万象生活（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。

保險

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

■ 中性乐观。四季度权益市场回调或拖累净利，板块估值存在上修空间

2026年2月保险股在年初高基数上小幅上行，保险II（申万）2月回落6.8%，Wind香港保险指数2月下降6.3%，跑输其他主要金融子板块，上市险企股价普遍跌回12月初此轮涨幅之前的水平。2月，非银金融（申万）指数-3.3%，其中多元金融（申万）+3.5%，证券II（申万）-2.2%；银行板块表现回升，2月银行（申万）-0.5%，其中股份制银行II（申万）-0.3%，一改1月银行板块的下跌趋势。2月保险板块股价波动主要受宽基资金流出及板块轮动效应导致部分资金获利了结的影响，在资产负债联动的趋势印证下，我们维持保险在非银金融行业板块中的首推排序，推荐为保险>证券>多元金融。

寿险方面，预计分红险转型驱动新单保费增长，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。

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，有望推动行业医康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三家国有保险集团包括中国人保和中国太平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，估值仍具备上修空间。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) 深化中国增长战略，叠加美元弱周期利好的区域龙头，4) 业绩增长及股东回报指引明确的保诚(2378 HK, 买入, 目标价137.8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。

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；非土方机械复苏明显

土方机械：土方机械的更换周期自2024年中已然启动。国内方面，考虑到2017-21年间形成的巨大设备存量，即使假设~30%的设备因房地产需求的结构性下滑而不需更换，我们仍预计此轮上行周期可在2026年延续。出口方面，全球矿业资本支出的增长在当前金属价格高企下可能超预期，而中国品牌在新兴市场持续扩张。我们预计今年土方机械行业销售（国内+出口）将增长超过10%。

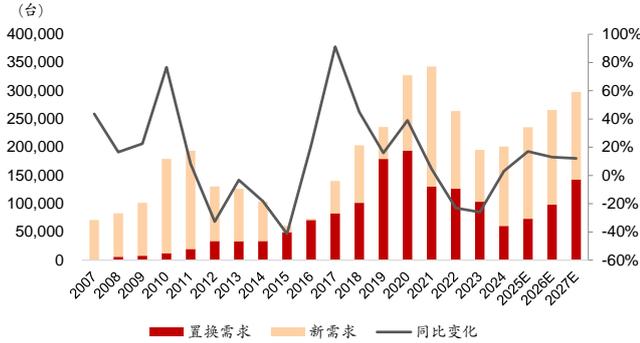
非土方机械：国内汽车和履带起重机销量自2025年中以来不仅实现同比转正，最近数月呈现强劲增长态势。我们相信这主要由于：（1）设备更换周期启动；（2）核电与风电等能源建设领域需求增长。我们预计今年汽车起重机总销量（国内+出口）将实现同比增长10%。鉴于其更换周期刚刚启动（较土方机械滞后约一年），我们判断2026年之后更换需求还将进一步放量。

图 21: 2026 年 1 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
土方机械						
挖掘机	18,708	8,723	9,985	50%	61%	40%
轮式装载机	11,759	5,293	6,466	48%	43%	53%
其他机械						
汽车起重机	1,630	821	809	29%	55%	10%
履带起重机	301	88	213	73%	126%	58%
塔式起重机	324	202	122	8%	7%	9%
叉车	141,743	89,716	52,027	51%	63%	34%
高空作业平台	14,466	2,157	12,309	29%	-17%	43%

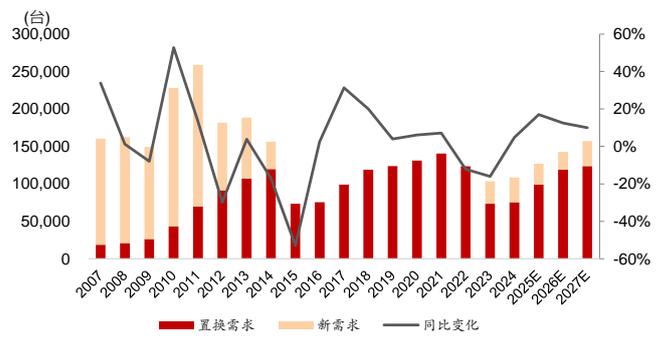
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

图 22: 招銀国际环球市场挖掘机销量预测



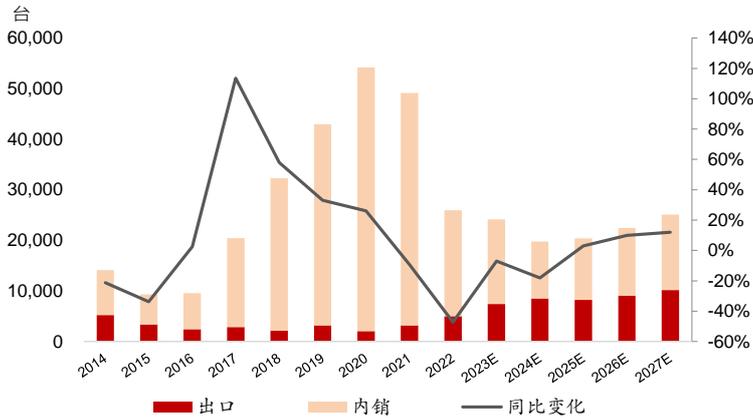
资料来源: 中国工程机械工业协会, 招銀国际环球市场预测

图 23: 招銀国际环球市场轮式装载机销量预测



资料来源: 中国工程机械工业协会, 招銀国际环球市场预测

图 24: 招銀国际环球市场汽车起重机销量预测



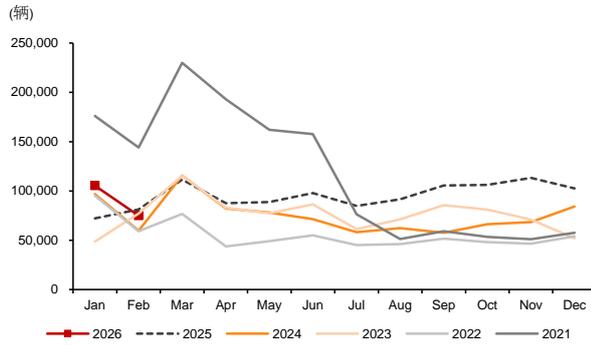
资料来源: 中国工程机械工业协会, 招銀国际环球市场预测

■ **重卡: 1-2月份重卡销量同比增长17%; 较预期理想**

根据第一商用车的数据, 1-2月份重卡批发销量(国内+出口)同比增长17%至18万辆, 增幅较我们预期理想, 同时预计3月份(传统旺季)的需求可能保持强劲。

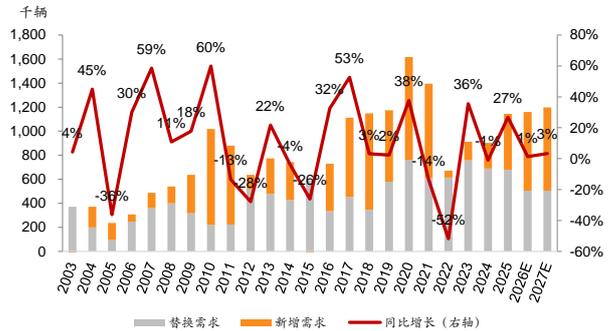
我们维持对2026年重卡需求的乐观预期, 预计需求将保持在110万辆以上的高位, 主要得益于换代驱动的上升周期(2017-21年销量创历史新高)以及设备更新政府补贴政策的延续。

图 25: 中国重卡批发销售量 (国内+出口)



资料来源: Wind, 第一商用车, 招银国际环球市场预测

图 26: 招银国际环球市场重卡批发销量预测



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年重卡行业需求仍维持在高位。同时, 在全球电力需求强劲拉动下, 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趋势。

三一国际 (631 HK, 买入) - 我们继续看好三一国际海外矿卡需求在金属价格上升下成为受惠标的, 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。

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、对新市场的聚焦战略以及其持续扩张的全球产能。

三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入) - 我们继续看好三一重工, 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, 而非土方机械产品销售也在进一步改善。

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

由 Horsk Hydro (NHY NO, 未评级) 和 Qatar Aluminum Manufacturing Company (QAMC QD, 未评级) 各持股 50% 的合资企业 Qatalum 已于 3 月 3 日起启动电解铝的受控停产, 主要由于卡塔尔当地天然气供应受限。Qatalum 预计停产将于 3 月底完成。据该公司称, 全面重启生产可能需要 6 至 12 个月, 目前尚未确定具体的重启时间。

Qatalum 的铝额定产能为 64.8 万吨, 最大产能为 69 万吨。Qatalum 在 2025 年满负荷生产, 我们估计其产量约占全球总产量的 0.9%。Qatalum 并未提及受控停产的规模, 但我们推测其规模可能相当大。

我们认为 Qatalum 的减产, 加上伊朗约 62 万吨的产能处于不确定状态 (当地目前运营风险高, 详见我们此前[分析](#)), 将进一步加剧 2026 年铝供应的紧张。鉴于中东地区的不确定性, 我们不排除看到该地区出现进一步减产 (中东在 2025 年约占全球铝产量的 9%)。与此同时, 我们预计印度尼西亚的产能建设进展缓慢。这些因素将为铝价带来进一步的上升空间 (我们的基本假设是铝价今年同比上涨 15%)。

在当前市场波动的背景下, 我们认为中国电解铝生产商是抗风险以及对冲伊朗危机的良好标的。重申对中国宏桥 (1378 HK) 和创新实业 (2788 HK) 的“买入”评级。

- **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%。创新实业即将被纳入港股通, 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。

主要风险:

- 中国政府解除 4,500 万吨的产能上限
- 全球经济大幅放缓

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商投资者

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。