

策略观点

滞胀阴云笼罩

- 宏观：** 预计强劲出口增速推动一季度中国经济增长超预期，上游价格上涨推动通缩大幅改善。央行可能推迟降息降准时点，人民币兑美元震荡走强，股市可能迎来结构性机会；美国经济增长仍有韧性，制造业和服务业延续扩张，就业市场改善。但能源价格长期高企将挤压消费者实际收入和购买力，美国经济面临滞胀风险冲击。预计美联储短期内将暂停降息，随着就业市场走弱将在今年四季度降息一次。十年国债收益率可能震荡下行，美股盈利结构可能迎来更大分化，板块上建议偏防御、上游和注重现金流质量，看好公用事业、医疗、能源和科技板块。
- 互联网：** 回顾3月，地缘政治及对通胀抬升影响流动性的担忧影响市场风险偏好，致使板块表现明显承压，超额收益主要来自估值处于低位且盈利增长具备较高确定性或边际改善的公司。展望4月，地缘政治影响短期缓和助推 risk-on 交易，但中期通胀压力或仍是决定板块估值中枢修复程度的关键因素。在此背景下，我们推荐：1) 盈利增长具备较高确定性且相较估值处于合理区间的标的，如**腾讯 (700 HK)**、**携程 (TCOM US)**、**网易 (NTES US)**；2) 市场交易情绪已经触底，估值处于历史相对低位，但受益于行业竞争边际缓和或投资周期逐步结束带动利润修复的**美团 (3690 HK)**、**京东 (JD US)**、**拼多多 (PDD US)**。此外，AI 主题交易方面，仍建议关注受益于 AI 云及企业数字化需求提升带动云业务营收同比增速环比加速的**阿里巴巴 (BABA US)**。
- 软件及 IT 服务：** 3 月月度策略中，我们对于 Palo Alto Network (PANW US) 和 Datadog (DDOG US) 的推荐得到市场验证。我们维持此前观点，尽管我们认为软件公司短期的业绩受到 AI 的影响或有限，但行业估值修复或展现分化趋势，将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：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，短期看基础设施软件或具备更高的业绩可验证性；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，如网络安全软件公司。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)**，美国软件板块我们维持对**Datadog (DDOG US)**、**派拓网络 (PANW US)** 的推荐。
- 半导体：** 谨慎乐观。我们对未来三个月半导体板块维持谨慎乐观判断。海外方面，人工智能硬件正从过去两年由通用图形处理器龙头集中受益的阶段，逐步进入系统价值重分配阶段，市场关注点也从单点算力扩张，转向资本开支如何在逻辑芯片、存储、互连及先进封装之间重新分配；其中，逻辑芯片仍是人工智能算力扩张的核心基础，但价值正由单一芯片向平台生态与系统能力上移，存储则从一季度快速上涨转入合约价格偏强、现货价格分化的结构性行情，而互连与网络随着大规模集群扩张正从配套环节升级为系统瓶颈，光模块、交换与相关基础设施的重要性持续提升。国内方面，国产算力芯片已从单纯产品验证逐步走向份额提升与收入兑现并行阶段，但 2026 年能否进一步放量，核心仍取决于晶圆制造、关键设备获取与后续服务保障等制造端配套能力；在此背景下，晶圆制造设备国产替代成为更具确定性的主线，而受益于海外人工智能基础设施扩张的互连与光模块链条，则兼具全球需求驱动与国内制造优势。整体而言，我们建议采取结构性配置思路，海外优先关注具备平台与生态优势的通用算力、受益于人工智能服务器扩张的高端存储，以及光互连与网络基础设施环节；国内则以设备与互连作为底仓配置，同时关注国产算力芯片在 2026 年的放量节奏。

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)**、**英诺赛科 (2577 HK, 买入)**。

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

郭书音

张元圣

郭远宁

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

冯键嵘, CFA

张嘉杰

■ **科技**：乐观，上半年地缘局势扰动及存储成本暴涨致使传统消费电子大盘承压，但全球科技产业链的结构性分化与高端化突围趋势极其明确。一方面，AI 基建迎来 GW 级扩容，架构深度重构与光互联生态合围，推动服务器上游零部件（互联/散热/电源）步入全面涨价与技术升级的共振期；另一方面，端侧 AI 迈入规模化落地黄金元年，智能眼镜引领穿戴生态大爆发，AI PC 及高端折叠屏加速渗透；同时，汽车高阶智驾与舱驾一体化落地持续提速。展望全年，AI 终端创新、基建硬件重构与智驾下沉将提供强劲的结构增长机遇。建议关注：1) AI 算力基础设施：光互联（CPO/OCS）商业化提速、高速互联无缆化及液冷散热渗透率飙升，看好系统组装与核心零部件环节的量价齐升；2) 端侧 AI 与汽车电子：AI 高算力门槛与折叠屏驱动核心硬件（光学/散热/结构件）规格全面升级，车规级电子电气架构重构释放增量。建议重点关注 **立讯精密 (002475 CH)**、**鸿腾精密 (6088 HK)**、**瑞声科技 (2018 HK)** 等核心企业。

■ **消费**：乐观。板块在 3 月面临显著压力，恒生消费指数过去一个月（3 月 7 日至 4 月 7 日）下跌 7.3%，主要受耐用消费品、家电等等拖累，反映了市场对消费复苏力度及地缘政治不确定性的担忧；二季度板块或仍将受内外多重因素扰动：1) 美伊达成两周临时停火协议并将进行谈判，这一突破性进展显著缓解紧张局势，对风险偏好产生积极影响；2) 清明假期出行数据超预期，经文旅部测算，国内出游 1.35 亿人次，同比增 6.8%，出游总花费 613.67 亿元，同比增 6.6%，对应人均消费 455.57 元，同比降 0.19%，较春节人均消费降幅-0.23%有所收窄，这为文旅板块带来积极信号。短期来看，随着五一假期临近，建议关注旅游出行、酒店餐饮、免税购物等受益于节假日消费回暖的板块；同时仍应保持一定防御性，选择现金流稳健、股息率较高的标的。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)**、基本面已触底步入修复期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标的的配置价值。

■ **汽车**：3 月新能源汽车市场迎来显著回暖，我们跟踪的 12 家车企 3 月新能源车销量合计环比增长 58%，蔚来和理想交付量超预期，极氪和零跑销量保持较高增速。4 月北京车展临近，新车密集上市有望进一步催化消费需求释放。与此同时，2025 年报披露完毕，蔚来和小鹏首次实现单季盈利转正，吉利等头部企业展现出较强盈利韧性，行业基本面好于市场预期。出口方面，地缘政治紧张推升海外需求，带动板块估值修复；短期涨幅较大，需关注中东局势缓和或引发情绪转换。建议关注：1) 整车首选 **吉利汽车 (175 HK)**，新能源矩阵完善+出口加速，有望实现量利齐升；2) 电池新势力 **正力新能 (3677 HK)**，客户结构优化+出货量指引上调，盈利增长确定性高。

■ **医药**：医药行业近期显著上涨，我们认为，随着创新药的业绩和创新药出海 BD 超预期，市场的配置兴趣正在重回创新药。2026 年政府工作报告明确将生物医药列为新兴支柱产业，这为医药行业的长期高质量发展提供了坚实的政策背书。政府工作报告的顶层设计意味着未来在创新药研发、审批加速及支付端有望迎来更多倾斜，这有助于引导市场资金重新聚焦具有真正创新能力的医药核心资产。今年以来，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。推荐买入三生制药 (1530 HK)、加科思 (1167 HK)、药明合联 (2268 HK)。

- **房地产和物管**：乐观。3月房地产销售出现两个层面的分化，1) 新房二手房分化，二手房出现一定回暖迹象，根据冰山大数据，上海、北京3月二手房实时成交分别突破2万、3万套，同比涨13%、15%。新房销售则依然表现乏力。北京、上海新房网签套数3月同比分别跌27%、2%。截止4月7日，我们追踪的30城新房成交面积年初至今同比跌14%，14城二手房成交面积同比跌7%。2) 高低能级城市分化，根据贝壳信息，二手房方面一线城市回暖较低线城市更加明显；新房方面也有同样趋势，我们追踪的30城数据中，一二线城市销售面积年初至今同比跌13%，三线城市跌18%。板块表现方面，过去一个月(3月7日至4月7日)恒生地产及物管指数跌8.2%，内房股指数跌9.5%，跑输恒生指数(-2.5%)主要由于地缘政治纠纷带来大盘震荡、销售复苏不及预期、头部房企风险事件爆发等。个股层面，万科、龙湖、绿城中国、越秀地产跌幅居前，分别跌17.5%、17.1%、16.1%、15.5%。展望二季度，短期维度，4月板块仍处于小阳春关键观察期，建议关注成交套均价变化以判断需求是否从刚需向改善传导；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。经济出现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。

- **保险**：上市险企权益配置力度加大，一季度净利润或受权益投资波动加剧影响。我们维持对2026年行业负债端量价改善的正面预期，一季度新单保费在开门红超预期背景下有望带动新业务价值实现双位数增长，新业务价值率保持平稳。2025年上市险企加大权益市场配置力度，我们统计9家港股上市险企(人保集团和中国财险单独统计)2025年增配FVOCI股票超过6,080亿元，是2024年增配2,800亿元的2倍之多；交易类股票(TPL)增配超6,100亿元，较2024年的1,450亿元大幅上行。1Q26权益回调加剧，沪深300/恒生指数下滑5.5%/6.9%，较4Q25分别下降0.2%/4.6%的跌幅进一步扩大。在当前利率维持低位背景下，负债端刚性成本居高难下，险资对稳健型股息收入作为票息收入补充的必要性仍在，但短期权益市场波动或对险企投资收益及净利润造成扰动。从1-2月保费收入数据来看，行业负债端呈现三大趋势：1) 存款搬家背景下，居民保险储蓄需求旺盛，推动1-2月寿险保费实现双位数增长(+10.9%)；2) 车险保费连续两个月下滑(1/2月：-0.8%/-1.1%)，主要受国内乘用车和新能源新车销量下滑的影响(-10.7%/-6.9%)，同时非车险保费增速环比走弱；3) 健康险成为支撑财险非车保费增长的最大驱动力，1-2月财险健康险保费同比+20.5%，体现在医保和高保深化合作背景下，商业健康险发展具备长期韧性及增长潜力。

展望2026年，我们预计分红险新单占比将进一步显著提升，银保将延续成为支撑险企NBV增长的重要渠道来源。据财联社报道，分红险演示利率上限将下调至3.5%(原3.9%)，各险企高于3.5%演示利率的分红险产品需在2026年6月30日前完成备案变更或停售。此外，行业就2025年度分红险实际分红水平达成共识至3.2%，基于近三年来行业平均财务投资收益率水平。我们认为分红险演示利率上限下调将进一步规范分红险收益预期，防范业内“内卷式”竞争；同时参考香港险企对监管下调分红险演示利率上限的影响(2025.7)，预计分红险新单保费有望进一步提升，但短期增幅或弱于此前传统险预定利率下调的催化。财产险方面，伴随非车险“见费出单”落地执行，非车综合成本率有望显著改善；但短期对部分险种保费增速或有扰动。3月以来，保险板块股价波动受交易情绪及地缘政治扰动，我们认为上市险企盈利显著改善将为估值修复带来支撑。维持板块“优于大市”评级，

推荐买入：1) 集团经营业绩改善带动板块估值修复的**中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 90 港元)**；2) 盈利高弹性、 β 属性明确的**中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 33 港元)**；3) 深化中国增长战略，集团自有盈余稳健，叠加美元弱周期利好的**友邦 (1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元)**；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**：工程机械和重卡板块3月整体受压，主要由于中东局势推升油气价格以及物流成本，但我们认为总体上对投资主线未构成破坏。短期而言，工程机械和重卡制造商将加大新能源产品的推广力度；中长期而言，中国品牌将开拓更多中东以外市场，除了拉美亚非等地区以外，将进一步开拓较高端的欧洲市场。同时，在全球金属价格高企的有利背景下，矿山资本开支上升已逐渐拉动矿山设备的需求，我们继续看好**中联重科 (1157 HK/ 000157 CH, 买入)**、**三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入)**、**三一国际 (631 HK, 买入)**、**中国重汽 (3808 HK, 买入)**等等头部制造商。此外，AIDC备用电源预计将继续供不应求，我们看好即将打开美国市场的**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)**。
- **电解铝**：中东地区铝生产线受破坏，其影响严重性远高于此前Qatalum的停产事件。我们认为即使美伊短期内正式停战，产能修复仍然需时日，在需求恢复下铝价仍然将会维持在较高位置。我们继续看好中国电解铝生产商，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

公司名称	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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
腾讯	700 HK	互联网	买入	508.50	750.00	47%	14.6	13.3	3.4	16.5	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	127.68	206.10	61%	24.3	20.2	1.5	9.9	0.0%	
携程	TCOM US	互联网	买入	51.34	83.00	62%	12.1	10.2	1.2	9.5	0.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	113.25	161.50	43%	12.0	11.1	N/A	21.4	0.0%	
美团	3690 HK	互联网	买入	88.00	141.10	60%	N/A	13.8	N/A	N/A	0.0%	
京东	JD US	互联网	买入	28.34	46.8	65%	9.9	6.7	1.0	10.0	0.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	100.57	161.70	61%	8.3	7.2	1.8	24.4	0.0%	
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	8.45	15.10	79%	56.7	36.8	3.0	5.3	0.0%	
Datadog	DDOG US	软件 & IT服务	买入	108.98	196.90	81%	51.5	41.9	8.4	2.3	0.0%	
派拓网络	PANW US	软件 & IT服务	买入	166.99	222.70	33%	44.9	40.7	N/A	19.0	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	693.02	707.00	2%	27.5	18.0	N/A	66.1	0.4%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	472.84	460.00	N/A	46.8	36.3	N/A	21.2	0.2%	
生益科技	600183 CH	半导体	买入	59.20	90.00	52%	41.1	22.9	N/A	21.6	2.0%	
深南电路	002916 CH	半导体	买入	243.00	288.00	19%	32.1	23.7	N/A	27.0	0.0%	
英诺赛科	2577 HK	半导体	买入	53.90	75.00	39%	N/A	1382.1	N/A	N/A	0.0%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	55.09	75.55	37%	23.0	18.2	N/A	18.3	0.0%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	8.05	7.42	N/A	23.1	16.7	2.4	11.1	0.0%	
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	36.24	55.27	53%	12.6	10.7	N/A	11.1	0.0%	
江南布衣	3306 HK	消费	买入	22.52	23.30	3%	11.1	10.3	3.8	36.7	0.0%	
波司登	3998 HK	消费	买入	4.23	5.55	31%	10.5	9.0	2.7	27.3	9.2%	
李宁	2331 HK	消费	买入	22.66	23.02	2%	17.3	15.3	1.8	9.1	0.0%	
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	47.86	60.88	27%	26.6	24.1	10.2	41.3	2.6%	
华润饮料	2460 HK	消费	买入	9.06	11.09	22%	12.7	11.0	1.3	10.5	0.0%	
锅圈	2517 HK	消费	买入	4.69	4.80	2%	21.5	17.0	3.1	9.3	3.9%	
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	32.83	54.68	67%	14.1	12.0	3.7	26.0	0.0%	
颖通控股	6883 HK	消费	买入	2.03	3.49	72%	9.3	7.4	1.6	23.9	9.6%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	24.38	25.00	3%	12.0	10.8	2.1	19.3	3.3%	
正力新能	3677 HK	汽车	买入	9.02	18.00	100%	14.0	10.0	2.2	16.5	0.0%	
三生制药	1530 HK	医药	买入	22.80	34.87	53%	26.5	31.1	1.6	6.8	1.1%	
加科思	1167 HK	医药	买入	7.14	10.34	45%	N/A	N/A	N/A	38.1	0.0%	
药明合联	2268 HK	医药	买入	61.15	82.00	34%	34.6	26.3	5.2	17.1	0.0%	
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.61	23.00	47%	16.7	13.6	N/A	7.5	0.0%	
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	48.42	53.58	11%	21.8	20.0	6.0	28.3	4.6%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.32	6.55	52%	11.4	9.9	N/A	12.6	6.6%	
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	24.20	32.06	32%	9.2	8.6	3.2	36.2	8.4%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	62.25	90.00	45%	6.9	6.5	0.8	12.7	5.4%	
中国人寿	2628 HK	保险	买入	26.32	33.00	25%	4.8	4.5	0.9	20.7	3.9%	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	88.50	112.0	27%	14.5	13.0	2.5	14.8	2.4%	
保诚	2378 HK	保险	买入	116.40	137.8	18%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	资本品	买入	9.11	9.2	1%	12.2	10.9	1.1	9.3	5.4%	
中联重科	000157 CH	资本品	买入	8.76	12.0	37%	13.5	12.0	N/A	8.5	0.0%	
三一重工	6031 HK	资本品	买入	22.32	29.5	32%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
三一重工	600031 CH	资本品	买入	20.66	27.0	31%	18.4	16.3	1.9	10.8	2.7%	
三一国际	631 HK	资本品	买入	12.18	19.50	60%	12.2	9.3	2.3	20.0	5.0%	
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	42.34	46.00	9%	12.6	11.4	N/A	17.2	3.2%	
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	31.54	30.50	N/A	17.0	15.5	2.4	14.5	3.2%	
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	25.98	28.70	10%	16.9	15.9	N/A	13.7	0.0%	
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	39.30	45.00	15%	9.4	10.3	2.2	25.2	7.2%	
创新实业	2788 HK	原材料	买入	31.00	32.00	3%	12.3	11.6	4.4	40.7	0.8%	

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 数据截至 2026 年 4 月 10 日上午 11:30

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

经济增速有所回升。预计 GDP 增速从去年四季度 4.5% 升至今年一季度 4.9%，主要因强劲出口和固定资产投资企稳推动。高频经济活动指数从 1-2 月的 1.2 回升至 3 月的 1.5。进出口活动强劲，中国港口集装箱吞吐量 3 月同比增长 6.3%。韩国与越南 3 月出口额均大幅增长 48% 和 21% 左右，预示中国出口可能延续火热。货运量放缓，航班货运和高速公路货车通行量同比下跌，铁路货运小幅增长，快递揽投量有所放缓。3 月制造业 PMI 大幅扩张，原材料与出厂产品价格指数显著反弹，预示 PPI 可能在近月回正。但需求端仍较疲软，耐用品如乘用车销量在 3 月同比大幅下跌 12.3%。展望第二季度至下半年，在美伊冲突持续的背景下，中国新能源技术和完整供应链优势可能推动出口保持强劲，支撑经济韧性。但原材料和能源价格上升可能进一步挤压中下游企业利润，挤压消费者购买力拖累居民消费，全年经济增速可能小幅放缓至 4.8%。

供给端修复推动通缩大幅改善，但消费端仍偏温和。受中东冲突推升能源价格影响，3 月 PPI 有望回正至 0.4%，GDP 平减指数可能 2026 年一季度转正，结束持续多个季度的通缩局面。我们预计 CPI、PPI 和 GDP 平减指数增速可能从去年 0.1%、-2.6% 和 -0.7% 分别回升至今年的 0.7%、0.5% 和 0.6%。3 月 CPI 上行幅度可能有限，除春节后季节性回落的因素外，猪肉和蔬菜价格在 3 月环比开始走弱。同时由于指导价存在，原油向终端价格的传导受到抑制。整体来看，上游供给侧价格推动通缩大幅改善，但下游最终需求仍偏疲软，本轮价格回升并非由内需全面回暖带来的广泛再通胀，意味着本轮通胀回升的幅度和持续时间仍待观察。

房地产销量跌幅缩窄，价格延续下跌。新房跌幅缩窄，全国 30 重点城市 3 月销量同比跌幅从 1-2 月的 -24.4% 缩窄至 -6%，其中一二线城市跌幅放缓，三线城市同比增长 3.3%。二手房销量小幅改善，3 月 12 个代表性城市二手房销量同比增速从 1-2 月的 -4.4% 升至 -3.7%；但房价跌幅扩大，3 月二手房挂牌价环比下降速度加快。新房库存持续累积，尽管绝对库存有所下降，但由于销量下跌幅度更大，3 月新房库存去化周期升至 23 个月的历史高位，其中一线城市 13.5 个月，二线城市 40.7 个月。二手房库存下降，重点城市挂牌量在 3 月同比下降 37%。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 年的“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 LPR 10 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。

货币政策近期增量可能有限，重点将是结构性货币政策工具。由于近期价格水平持续回升和房地产市场表现好于预期，同时大型商业银行净息差进一步下降，央行可能推迟降息降准时间至三季度末。货币政策总体取向可能从“总量宽松”转向“结构优化&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，预计第三季度末降准一次 50 个基点，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 4.5 万亿元地方政府专项债券（3.1%）。超长特别国债将重点支持“两新两重”工作，包括 8000 亿元两重建设、2500 亿元消费品以旧换新、2000 亿元设备更新和 1000 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的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低位震荡，下行空间有限。预计 1 周 Shibor 将保持在目前的 1.35% 左右，LPR 继续按兵不动的背景下，短端利率短期大概率仍围绕政策利率附近波动。一方面，近期油价回升与通胀预期升温已使市场对进一步宽松的押注有所降温；另一方面，信贷需求整体偏弱，资金面缺乏明显收紧压力。

国债收益率可能小幅上升。预计 10 年国债收益率从目前 1.83% 升至今年末 1.86% 左右。上半年，能源等大宗商品价格推动中国通缩改善，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 6.85 升至 6 月末的 6.82 后降至 12 月末 6.86。未来数月，人民币汇率可能回升，因为中东冲突边际缓和、中国出口延续稳健和通胀保持回升。下半年随着美国通胀反弹，美元流动性收紧预期可能升温，中美国债利差扩大，同时中国央行可能加大干预升值速度，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 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) 油价中枢中长期抬升带来的中国新能源出海机会；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 13.8 倍（数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 4 月 7 日收盘，下同），略低于近 10 年对应 11.4 倍和 14.4 倍均值。我们相对看好港股能源（动态 PE 8.6 倍，ROE 10.5%）、信息技术（动态 PE 17 倍，ROE 13.8%）、工业（动态 PE 12.3 倍，ROE 8.2%）、医疗（动态 PE 28.4 倍，ROE 7.5%）和 A 股工业（动态 PE 15.6 倍，ROE 8.9%）、能源（动态 PE 为 14 倍，ROE 10.2%）和公用事业（动态 PE 15.2 倍，ROE 11.6%）。

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 2.2% 升至今年 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，因低基数效应和减税政策效应开始减弱，同时能源供给影响可能带来滞胀式冲击，推升通胀同时挤压消费者实际收入和购买力。金融条件偏紧和股价回调将导致企业资本支出放缓，拖累经济增速。整体来看，美国经济仍有韧性，就业市场企稳，失业率维持低位震荡，同时制造业与服务业保持扩张。但隐忧仍存，因为能源价格持续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，但中期不确定性加大。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 3 月延续企稳，失业率降至 4.3%，新增非农就业反弹至 17.8 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。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。就业市场可能在二季度震荡修复，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。但油价持续高企将进一步挤压居民实际收入和购买力，可能拖累下半年经济动能并导致就业市场走弱。

通胀即将大幅反弹，但核心通胀可能保持温和。我们预计 3 月 CPI 和核心 CPI 环比增速可能升至 0.9% 和 0.3%，对应同比增速分别为 3.3% 和 2.7%，较 2 月大幅上升。我们估算原油价格每上涨 10% 将推升通胀 0.3-0.4 个百分点，同时对核心通胀有 0.1 个百分点左右的溢出效应。短期内通胀仍将主要由中东冲突推升油价所驱动，但核心通胀反弹幅度可能较温和，因住房通胀持续回落和实际收入下降可能带动部分核心服务和商品价格下行。整体来看，本轮通胀反弹主要是能源与成本推动，而非因内需过热带来的普遍物价上行，这意味着美联储将更有可能“look-through”油价带来的短期影响。

宏观政策

白宫政策将聚焦降低生活成本，以对冲能源成本上升和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。低利率包括推动政策利率和房贷利率下降，但近期美伊冲突推升油价和通胀担忧，30 年期按揭利率已升至 6.5%。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。

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 5.9%。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，美伊冲突持续可能导致白宫在目前 1.5 万亿美元的国防支出上追加预算，美国财政赤字有进一步上升的风险。

美国货币政策将边际收紧。由于就业市场持续改善，美联储重心将转向近期的通胀反弹风险。我们认为，美联储短期内将继续维持政策利率不变，并优先锚定通胀目标。但市场担忧的进一步加息可能性较低，首先本轮通胀反弹主要由能源供给冲击驱动，货币政策作用较为有限。其次，目前利率水平已有足够限制性，进一步加息可能需要长期通胀预期的失控。我们仍认为年内存在降息可能，因油价持续高企将进一步挤压居民实际收入和购买力，可能拖累经济动能并导致就业市场走弱。届时美联储的政策重心或再次转向就业，并可能于四季度降息一次 25 个基点。

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。

美国国债收益率可能高位震荡后下行。10 年国债收益率可能先从目前 4.3% 降至年底的 4.2%。美伊冲突加剧美债利率波动，对通胀反弹和美国赤字上升的担忧导致国债利率在 3 月大幅上升。随着油价持续高企拖累实际收入和消费者支出，市场可能开始交易经济增速放缓，美债利率可能震荡下行。

美元可能先升后降。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 2.3% 至 99.9，反映全球市场仍认同美元作为最佳避险资产的存在。上半年，由于地缘风险反复和油价高企，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。

滞胀风险将导致美股盈利结构和板块分化。以 2022 年俄乌冲突为例，美股整体 EPS 可能保持韧性，但盈利结构可能明显分化。板块上建议偏防御、偏上游和注重现金流质量，并降低对顺周期和高弹性消费板块的暴露。相对看好公用事业（动态 PE=19.1 倍，ROE 10.9%，数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 4 月 7 日收盘，下同）、医疗（动态 PE=17.8 倍，ROE 17.1%）、能源（动态 PE=17.5 倍，ROE 11.2%）与信息科技（动态 PE=22 倍，ROE 34.3%）。

互联网

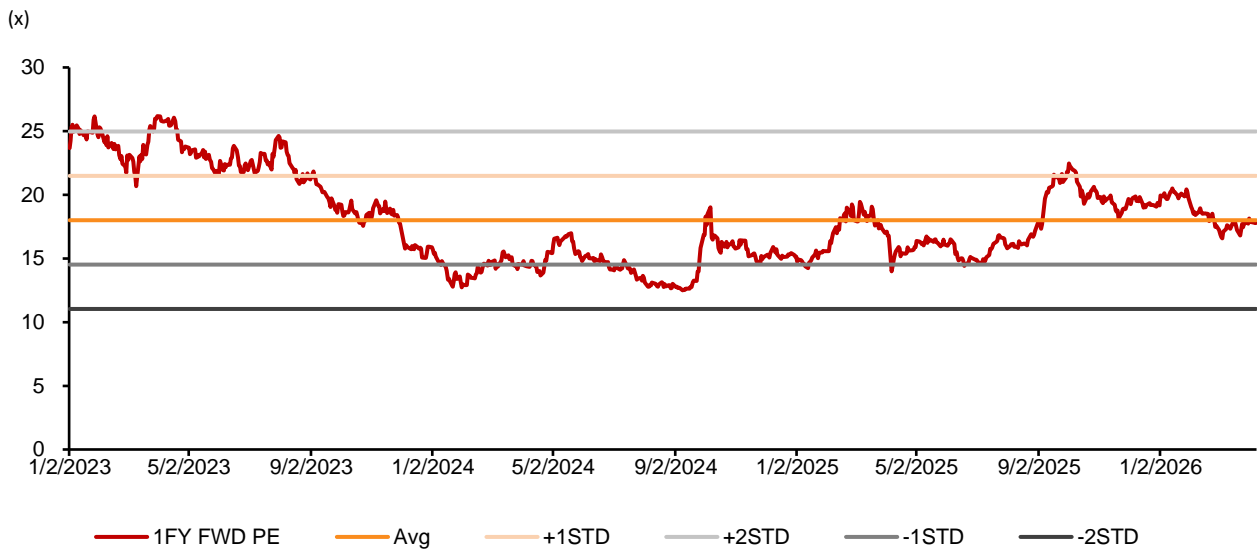
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法乐观

回顾 3 月，地缘政治及对通胀抬升影响流动性的担忧影响市场风险偏好，致使板块表现明显承压，超额收益主要来自估值处于低位且盈利增长具备较高确定性或边际改善的公司。展望 4 月，地缘政治影响短期缓和助推 risk-on 交易，但中期通胀压力或仍是决定板块估值中枢修复程度的关键因素。在此背景下，我们推荐：1) 盈利增长具备较高确定性且相较估值处于合理区间的标的，如腾讯、携程、网易；2) 市场交易情绪已经触底，估值处于历史相对低位，但受益于行业竞争边际缓和或投资周期逐步结束带动利润修复的美团、京东、拼多多。此外，AI 主题交易方面，仍建议关注受益于 AI 云及企业数字化需求提升带动云业务营收同比增速环比加速的阿里巴巴。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 18x，与 2023 年以来的平均 PE 持平。

图 2: 恒生科技 PE Band

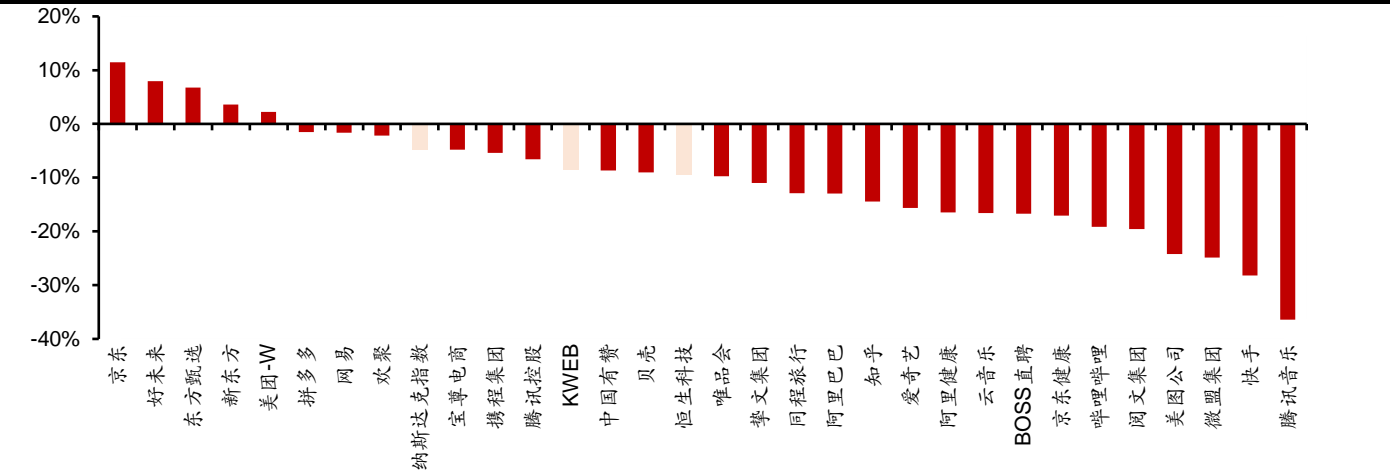


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截止于 4 月 7 日

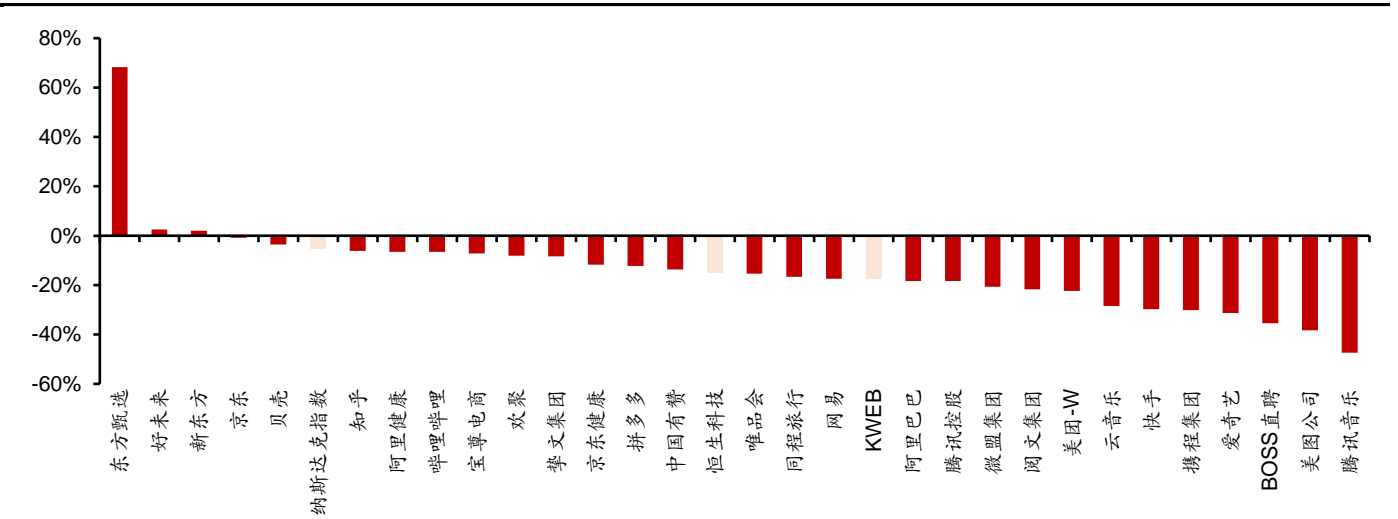
3 月恒生科技指数下跌 9%，KWEB 指数下跌 9%，腾讯音乐/快手/微盟跌幅较大。腾讯音乐、快手 3 月公布 4Q25 业绩：1) 腾讯音乐：管理层指出竞争加剧导致音乐会员收入短期承压，公司将加大内容与营销投入以巩固核心竞争壁垒，导致 FY26 公司盈利预期下修；2) 快手：展望 FY26，我们预计总营收同比增长 4%，增速有所放缓，主要受直播业务调整、海外业务短期压力及电商广告增速放缓的影响，此外公司计划显著增加 AI 投入，我们预计 FY26E 经调整净利润率同比下降约 3 个百分点。

图 3: 2026 年 3 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: 数据截止至 4 月 7 日

■ 在线游戏: 延续稳健业绩表现

3 月头部游戏公司披露 4Q25 业绩, 整体延续稳健表现: 1) 腾讯游戏 4Q25 游戏收入同比增长 21%至 593 亿元, 主要得益于《三角洲行动》与《无畏契约》系列的收入增长, 以及《鸣潮》的增量收入贡献; 2) 网易游戏 4Q25 游戏收入同比增长 3%至 220 亿元, 但合同负债同比增长 34%至 205 亿元, 反映游戏业务与用户活跃度保持健康趋势; 3) 哔哩哔哩 4Q25 游戏收入同比下降 14%, 主因《三谋》进入常态化运营阶段。展望 4 月, 多款重点游戏定档上线, 有望支撑行业整体表现: 1) 腾讯《王者荣耀世界》PC 端定档 4 月 10 号上线, 产品作为基于王者荣耀 IP 的开放世界 ARPG, 有望充分发挥 IP 价值与腾讯社交关系链, 支撑腾讯游戏收入增长; 2) 完美世界《异环》定档 4 月 23 号上线, 产品作为二次元都市开放世界游戏, 具备较好的品类开创性, 有望率先占据该赛道用户心智, 获取用户时长与收入份额。

■ 在线广告：AI 赋能广告业务

4Q25 腾讯/快手/哔哩哔哩广告收入增长持续快于大盘：1) 腾讯：4Q25 腾讯营销服务收入同比增长 17% 至 411 亿元，主要得益于 AI 提升广告效果及价格；2) 快手：4Q25 在线营销收入同比增长 15% 至 236 亿元。非电商营销（外循环）收入维持同比中双位数增长，主要得益于 AI 赋能及本地生活、内容消费行业广告预算增加；电商营销收入同比中双位数增长，主要得益于 GMV 增长及货币化率水平小幅提升；3) 哔哩哔哩：4Q25 广告营收同比增长 27% 达 30.4 亿元，B 站已成为 AI 厂商核心投放平台，4Q25 AI 相关广告预算同比增长近 180%。此外，AI 成为公司商业化提升的核心驱动力。

展望 FY26，在宏观不确定性较高且投流税监管趋严的环境下，我们预计 2026 年中国在线广告行业整体收入增长面临一定压力。行业中我们首选腾讯/哔哩哔哩，预计 FY26 广告收入增长分别达到+16%/21%，持续快于行业大盘，主要得益于 AI 持续提升广告商业化效率以及平台广告库存/加载率提升；我们预计快手 FY26 广告收入增速将放缓至 6%，其中电商广告收入受到投流税监管趋严影响，非电商广告收入增长则由于海外广告收入下滑而有所放缓。

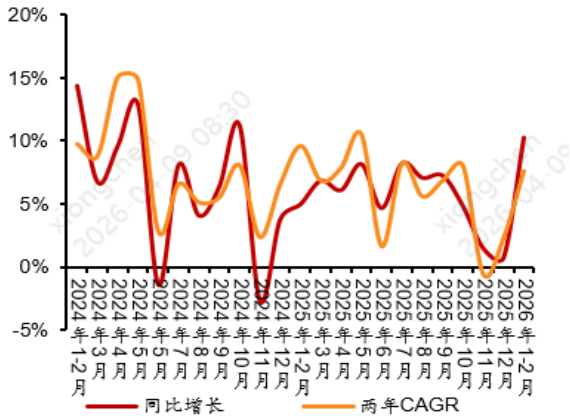
■ 电商：2M26 消费情绪受春节带动回升，但持续性或有待观察

2M26 社会消费品零售总额增速及实物商品网上零售额增速均呈现回暖趋势，我们认为主要受益于春节助推，可持续性或有待观察。对于电商板块而言，基于稳定的主业盈利水平高效探索 AI 业务的发展前景仍是市场的关注重点，而稳健的股东回报水平仍有望为估值提供有效支撑。

据国家统计局，2M26 社会消费品零售总额同比增长 2.8%（2025 年 12 月：0.9%），好于 Wind 一致预期的 2.4%。网上商品零售额同比增长环比加速亦好于市场预期：2M26 网上商品和服务零售额 3.3 万亿元，同比增长 9.2%，其中网上商品零售额同比增长 10.3%，网上服务零售额同比增长 7.3%。对比此前统计口径中的实物商品网上零售额同比增速（2025 年 10 月/11 月/12 月：+4.9/1.5/0.8%；4Q25/2025：+2.3/+5.2%），网上商品零售额同比增速有较为明显的提振，好于市场此前中高单位数的同比增长预期，或主要受益于春节期间吃类/穿类商品网上商品零售带动，2M26 分别同比增长 20.7/18.0%，但同期用类商品网上零售增速仍较为缓慢（+4.7%）。2M26 网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.2%（2M25：22.3%）。

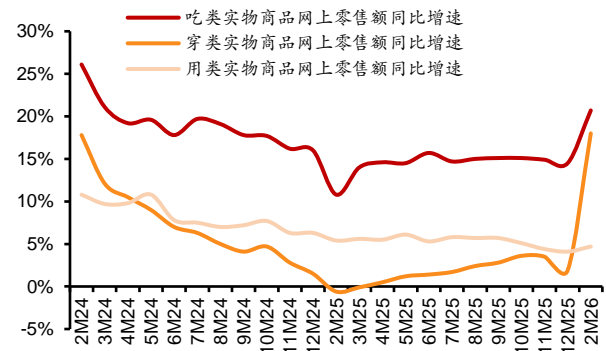
家电品类仍面临国补高基数影响但增长好于预期，手机品类表现积极符合预期：2026 年 1-2 月：1) 家用电器和音箱器材类零售额同比增长 3.3%（2025 年 12 月：-18.7%；2025：+11.0%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 17.8%（2025 年 12 月：20.9%；2025：20.9%）；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 5.8%（2025 年 12 月：9.2%；2025：17.3%）。

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: 清明假期旅游需求具备韧性且有望维持

我们认为清明数据整体体现出旅游需求具备韧性, 或有望支撑 OTA 行业股价表现。据国家文旅部, 2026 年清明节假期 3 天全国国内出游 1.35 亿人次, 同比增长 6.8%; 国内出游总花费 613.67 亿元, 同比增长 6.6%。春假与清明节假期叠加连休有效释放了家庭亲子出游需求, 据文旅部数据, 航空、高铁乘客中未成年人占比提升, 800 公里以上出行旅客人数增幅明显, 同时亲子游订单金额占全国旅游总订单金额的 37%, 成为市场核心群体。

出入境游方面, 据国家移民管理局数据, 清明节假期全国边检机关共保障 677.9 万人次中外人员出入境, 日均 226 万人次, 较去年同期增长 9.1%。出入境人群中, 港澳台居民出入境 329.1 万人次, 较去年同期增长 19.5%; 外国人出入境 84.3 万人次, 较去年同期增长 20.9%。据同程数据, 其平台 4 月 1 日至 6 日出境游预订热度同比增长超过 45%, 同时, 清明假期的旅行热度已形成“涟漪效应”, 其平台五一假期 (4 月 30 日至 5 月 4 日) 的旅游产品搜索热度, 在清明期间环比提升超过 320%。

■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、网易、美团、携程、拼多多、京东

- 1) **腾讯 (700 HK)**: 我们认为市场过度担忧短期 AI 投入对公司利润的影响, 基于稳固的竞争壁垒以及 AI 赋能, 公司盈利增长有望在 FY27 重回加速轨道, 我们预计 FY26/FY27 公司 Non-IFRS 运营利润同比增长 6/10%。多项催化因素有望支撑公司基本面增长与估值修复: 1) WorkBuddy 等智能体产品有望帮助腾讯借助微信+AI 快速切入智能体赛道, 长期业务空间广阔; 2) 常青游戏持续保持稳健, 重点新产品《洛克王国: 世界》《王者荣耀世界》1H26 上线有望带来增量贡献; 3) 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的增长。公司当前估值对应约 14x FY26 Non-IFRS PE (剔除战略投资对应 12x PE), 仍有较大修复空间。我们基于 SOTP 的目标价为 750.0 港元, 对应 22x FY26E Non-IFRS PE。
- 2) **阿里巴巴 (BABA US)**: 我们重申对阿里巴巴的积极看法, 主因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, 且我们认为云业务强劲增长趋势有望在 2026 年延续。此外, 闪购业务更加专注效率提升有望带动业务减亏及支撑集团层面盈利修复。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 206.1 美元。

- 3) **网易 (NTES US)**：我们预计网易 FY26 维持稳健盈利增长，主要得益于 AI 提升公司运营效率叠加重点产品的良好表现：1) 《燕云十六声》海外上线后表现好于预期，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 年网易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-GAAP PE，我们基于 SOTP 的目标价为 161.5 美元，对应 17x FY26E Non-GAAP PE。
- 4) **美团 (3690 HK)**：我们认为，美团核心本地商业 (CLC) 业务盈利已触底，主因：1) 外卖行业监管指引推动行业向健康化方向发展；2) 到店业务市场参与者聚焦核心竞争力与核心品类，目标实现更高效扩张。本地生活服务领域竞争最激烈的阶段或已过去。尽管行业竞争仍具不确定性、宏观逆风改善尚需时日，但我们看好美团优化用户补贴、收窄核心本地商业亏损的潜力。4Q25 美团核心本地商业经营亏损环比收窄 29%，我们预计 1Q26 该业务亏损将进一步环比收窄 58% 至 42 亿元人民币。我们认为，美团在高客单价外卖订单中具备强劲的消费者心智占有率，运营效率提升亦将助力其长期维持优于同业的单位经济效益优势。我们基于 DCF 模型的目标价为 141.1 港元，维持买入评级。
- 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 公司来讲或并不具规模经济效益。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。
- 6) **拼多多 (PDD US)**：尽管公司仍处于投入阶段，我们认为公司的估值水平相较盈利增速而言已经具备性价比，当前对应 2026 年预测非 GAAP 市盈率为 8 倍，公司持有现金、受限现金及短期投资合计约人民币 4960 亿元。我们预计 2026 年非 GAAP 净利润同比增长 16%，支撑因素为 Temu 减亏及核心业务盈利稳健增长。我们基于 SOTP 的目标价为 161.7 美元，对应 14x 2026E non-GAAP PE。
- 7) **京东 (JD US)**：我们认为尽管京东 2026 年面临国补的高基数，其核心京东零售业务有望维持稳健的盈利增长，且外卖业务的减亏有望为盈利增长带来增量支撑。在日用百货业务营收稳健增长、服务收入增长、经营效率提升及规模效应扩大的驱动下，我们预计 2026 年京东零售营收/经营利润同比均增长 5%。此外，在行业竞争格局优化、佣金收入带来增量贡献、经营效率改善及用户补贴优化的驱动下，2026 年京东外卖业务经营亏损有望收窄。我们基于 DCF 模型的目标价为 47.5 美元，对应 11x 2027E 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

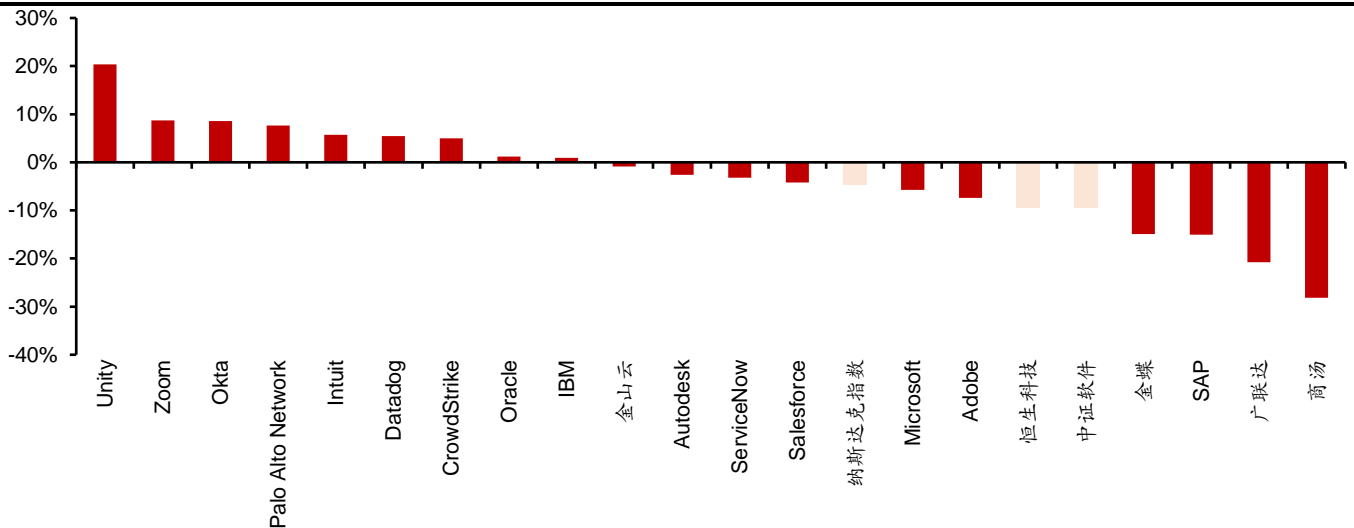
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法中性乐观

3 月月度策略中，我们对于 Palo Alto Network 和 Datadog 的推荐得到市场验证。我们维持此前观点，尽管我们认为软件公司短期的业绩受到 AI 的影响或有限，但行业估值修复或展现分化趋势，将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：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，短期看基础设施软件或具备更高的业绩可验证性；2) 在生成式 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，如网络安全软件公司。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），美国软件板块我们维持对 Datadog（DDOG US）、派拓网络（PANW US）的推荐。

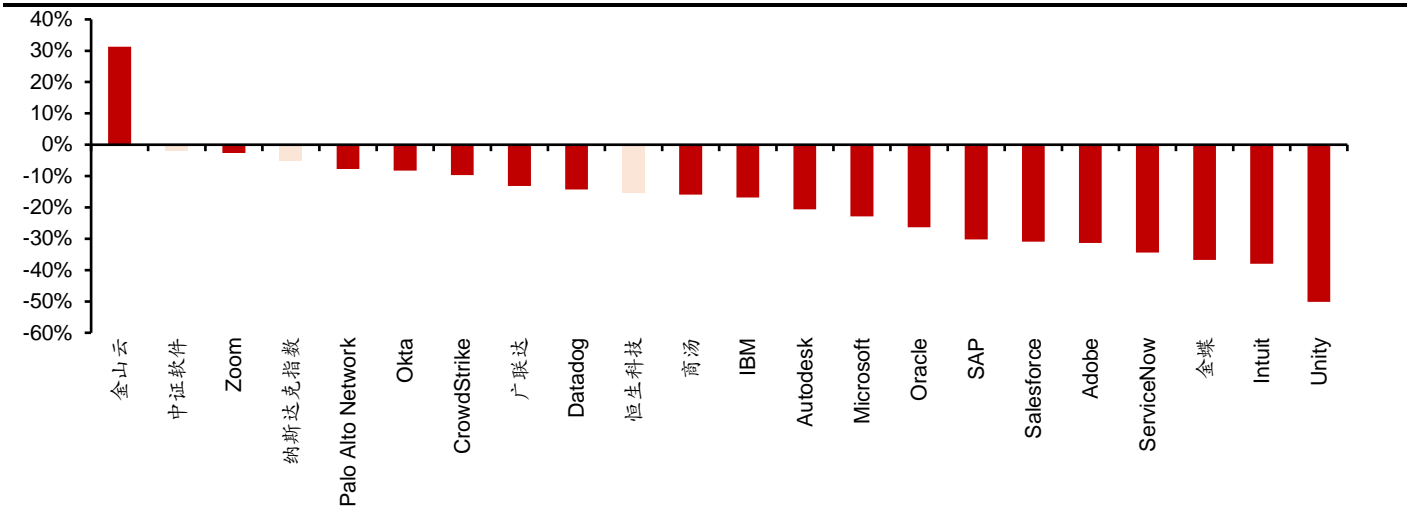
3 月恒生科技指数下跌 9%，纳指下跌 5%。Unity/Zoom/Okta/Palo Alto Network 涨幅领先。我们认为，在上轮软件板块下跌过程中，部分具备中长期不可替代性的软件公司估值回调过度，部分网络安全软件（如派拓网络、CrowdStrike 等）和基础设施软件（如 Datadog）有望受益于生成式 AI 的发展，这些公司整体在 3 月表现具备韧性。

图 7: 2026 年 3 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

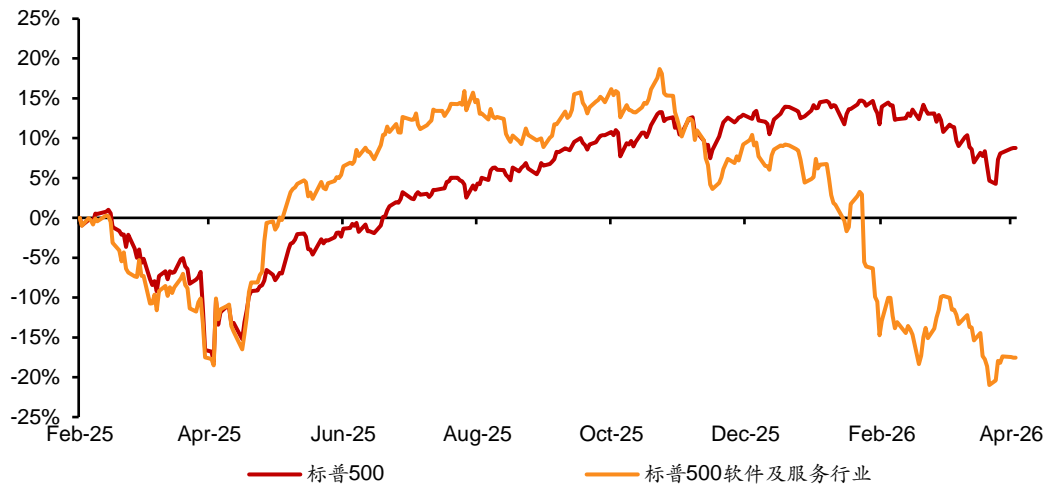
注: 数据截止至 4 月 7 日

■ 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地集中在底层数据、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地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

注: 数据截止至 4 月 7 日

■ 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, 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, 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 15.1 港元, 基于 2026 年 EV/sales 5.4x, 与两年均值一致。维持“买入”评级。

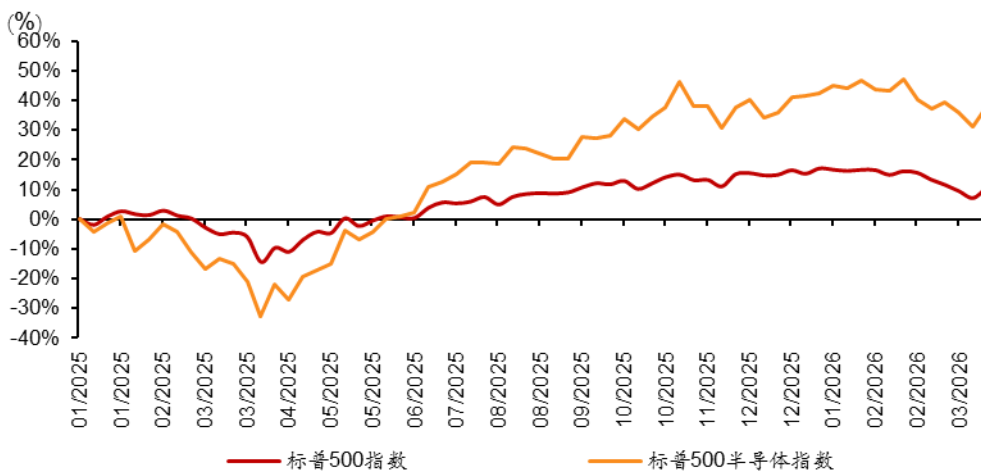
■ **风险提示:** 宏观恢复速度不及预期, 亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

半导体

| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8727
| 郭远宁 / aaronguo@cmbi.com.hk (852) 3916 3715

谨慎乐观。标普 500 指数在 1Q26 累计下跌 4.6%，4 月第一周虽有所反弹，但年初至今仍下跌约 4%；相比之下，标普 500 半导体指数同期小幅上涨 1.5%，近期反弹后年初至今涨幅约为 6%。我们认为，短期市场仍将维持震荡格局，主要受地缘冲突升级及风险偏好波动影响，当前价格波动更多反映风险溢价的阶段性调整，而非基本面趋势出现系统性转弱。

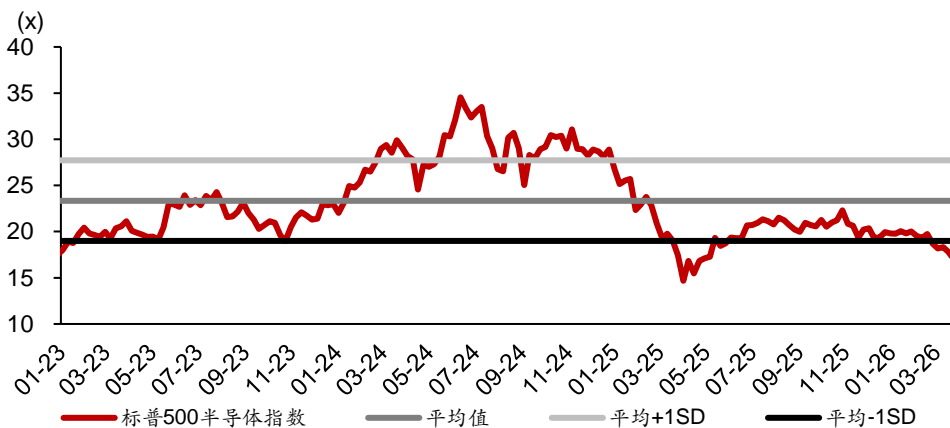
图 10: 标普 500 vs 标普 500 半导体：指数累计收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

从估值角度来看，当前标普 500 半导体指数估值处于过去三年约一个标准差之下附近，仍在盈利支撑区间内运行。在 AI 基础设施驱动下，科技与半导体板块的盈利可见度依然较高，尚未出现明显下修迹象。因此，若后续市场因外部扰动出现阶段性回调，我们更倾向将其视为配置窗口，而非趋势反转信号。整体而言，在波动加大的环境下，市场将更聚焦于盈利兑现与供给约束具备支撑的细分方向，结构性机会仍然存在。

图 11: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 倍数



资料来源：彭博一致预期，招银国际环球市场

■ 海外半导体策略：从单点算力驱动走向系统价值重分配，关注逻辑、存储与互连三大核心环节

我们认为，海外人工智能硬件正在从龙头集中受益阶段，进入系统价值重分配阶段。过去两年，市场主要围绕通用图形处理器龙头进行估值重估，但进入 2026 年后，这一逻辑已逐步出现边际变化：一方面，核心龙头基本面仍然强劲，但股价表现趋于震荡，反映市场对单一算力扩张的预期已较为充分；另一方面，人工智能资本开支的传导路径开始向更广泛的硬件环节扩散。我们认为，未来三个月市场关注点将不再只是算力需求是否延续，而是资本开支将如何在通用算力、专用芯片、存储、互连及先进封装之间重新分配，行业投资逻辑也从单一芯片叙事，转向系统架构与平台控制力的再定价。

- ❖ **逻辑芯片：通用算力与定制化芯片并行发展，价值从芯片向系统层上移。**在逻辑芯片层面，通用图形处理器仍然是人工智能算力扩张的核心基础，但行业已进入通用平台 + 定制化芯片并行发展的阶段。以英伟达为代表的通用平台，正通过整机架构、互连技术及软件生态强化其系统级优势；同时，以博通为代表的协同设计模式，正加速推动云厂商自研专用芯片落地（如与谷歌及 Anthropic 的[合作](#)）。我们认为，这一变化并不意味着通用算力被替代，而是行业从单一芯片性能竞争，演变为平台、生态与系统能力的综合竞争。未来三个月，逻辑芯片板块的交易主线仍将围绕算力扩张，但超额收益更可能向具备系统整合能力与平台控制力的环节扩散。
- ❖ **存储芯片：价格进入高位分化阶段，结构性景气延续。**存储方面，我们维持中性偏正面的判断。根据 TrendForce，2026 年第二季度 conventional DRAM 合约价格预计环比上涨 58%–63%（一季度为 93-98%），NAND Flash 合约价格预计上涨 70%–75%（一季度为 85-90%），显示人工智能服务器及企业级存储需求仍在支撑价格中枢。同时，供应端持续向高带宽内存、服务器 DRAM 及企业级固态硬盘倾斜，核心客户通过长期协议锁定供应，增强了合约价格的稳定性。但我们认为，本轮存储周期已从一季度的快速上涨阶段，进入结构分化阶段。一方面，消费电子需求仍相对疲弱，部分现货价格已出现回落；另一方面，不同产品之间景气度分化明显，其中高带宽内存及企业级存储链条景气度更强，而通用消费类存储波动相对更大。整体来看，未来三个月存储板块更可能呈现合约价格偏强、现货价格分化的结构性行情，而非全面同步上涨。
- ❖ **互连与网络：从配套环节升级为系统瓶颈，价值权重持续提升。**随着人工智能集群规模持续扩大，系统性能的约束正逐步从单芯片算力，转向互连带宽、延迟与能效。我们认为，互连与网络正从过去的配套环节，升级为影响系统扩展能力的核心瓶颈之一。当前阶段，可插拔光模块仍为主流解决方案，而 CPO 及 NPO 等新架构仍处于导入初期；但整体趋势明确，即光互连、交换与网络在人工智能系统中的价值权重持续提升。未来三个月，随着云厂商资本开支继续向大规模集群扩展，市场有望从算力与存储，进一步扩散至网络交换、光模块及相关基础设施环节，带动该链条估值中枢上移。
- ❖ **配置建议：围绕系统价值重分配，优先布局确定性较强的核心链条。**在配置上，我们建议围绕需求确定性 + 供给约束两条主线，重点关注三类方向：一是具备平台与生态优势的通用算力及系统方案提供商，二是受益于人工智能服务器扩张的高端存储链条，三是光互连与网络基础设施环节。同时，随着云厂商自研芯片持续推进，与其深度绑定的定制化芯片与系统协同设计链条（如谷歌相关产业链）亦值得关注。整体而言，在波动环境下，建议以核心持仓为主，并在阶段性回调中逐步增配具备长期竞争力与盈利可见性的细分方向。

■ 中国半导体策略：聚焦国产算力芯片放量预期与设备替代主线，短期瓶颈仍在制造

过去一个月，国内人工智能芯片板块的积极变化在于多家国产图形处理器和加速芯片厂商已陆续披露 2025 年收入情况，市场关注点也正从此前的产品验证与客户导入，逐步转向 2026 年能否进入更实质性的放量阶段。结合路透援引 IDC 的数据，2025 年中国人工智能加速卡市场中，国产厂商合计出货已占约 41%，显著侵蚀英伟达在中国市场的份额，说明在政策推动、地方智算中心建设以及买国产导向强化的背景下，国产算力芯片已不再只是中长期叙事，而是开始进入份额提升与收入兑现并行的阶段。不过，我们认为，当前国内人工智能芯片最核心的约束并不在设计端，而仍在晶圆制造端。无论是先进制程产能获取、关键设备可得性，还是存量设备后续服务保障，都会直接影响国产人工智能芯片的供给弹性与交付节奏。在此背景下，我们建议围绕三条主线进行布局：一是关注 2026 年具备放量预期的国产算力芯片；二是把握制造瓶颈下更具确定性的晶圆制造设备国产替代机会；三是关注受益于海外人工智能基础设施扩张的互连与光通信链条。整体而言，我们建议在国内半导体板块中采取结构性配置思路，以设备与互连等确定性较强的环节作为底仓配置，同时关注国产算力芯片在 2026 年的放量节奏与份额变化。

❖ **第一条主线是国产算力芯片放量。**随着 2025 年多家厂商收入逐步兑现，市场关注点已前移至 2026 年出货与份额能否进一步提升。在政策导向强化、本土客户导入加速的背景下，国产图形处理器及加速芯片有望在特定应用场景持续提升渗透率，行业逻辑也正从单纯产品验证，逐步转向商业化落地与收入兑现并行。不过需要看到，这一方向的核心变量仍在制造端供给能力，短期节奏可能受制于产能获取、良率爬坡及交付能力，因此更适合以中期放量预期而非短期业绩弹性来参与。

❖ **第二条主线是晶圆制造设备国产替代。**国内算力芯片放量的核心瓶颈仍在制造端，这也使晶圆制造设备成为当前更具确定性的配置方向。在全球设备周期仍具支撑、叠加国内晶圆厂扩产与供应链安全诉求提升的背景下，国产设备的验证与导入进程有望持续推进，尤其是在刻蚀、薄膜沉积、清洗及量测等环节，国内厂商已具备一定技术积累与客户基础，受益于国产替代加速与资本开支释放，行业景气度与订单可见性相对更高。与此同时，美国最新提出的 MATCH Act（《硬件技术多边协调管制法案》）虽然短期会加大先进制造环节的不确定性，但也进一步强化了国产设备替代的中长期逻辑。整体来看，我们更倾向将其理解为对国产设备链短期扰动、长期利好的催化。

❖ **第三条主线是互连与光模块的外需受益链条。**随着海外人工智能集群持续扩张，对高速光通信与数据中心互连需求保持高景气，国内厂商在该领域具备较强竞争力与全球供应能力。以中际旭创为代表的龙头公司，直接受益于海外云厂商资本开支扩张与网络升级需求，订单与盈利可见度相对较高。在当前阶段，这一方向兼具全球需求驱动与国内制造优势，是连接国内与海外人工智能产业链的重要桥梁，也是在国内半导体板块中兼具成长性与确定性的优质配置方向。

■ **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）、英诺赛科（2577 HK，买入）。

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

存储飙涨加剧终端分化，看好 AI 基建扩容与端侧生态爆发

乐观，上半年地缘局势扰动及存储成本暴涨致使传统消费电子与 PC 大盘承压，但全球科技产业链的结构性分化与高端化突围趋势极其明确。一方面，AI 基建迎来 GW 级扩容，架构深度重构与光互联生态合围，推动服务器上游零部件（互联、散热、电源）步入全面涨价与技术升级的共振期；另一方面，端侧 AI 迈入规模化落地黄金元年，智能眼镜引领穿戴生态大爆发，AI PC 及高端折叠屏加速渗透；同时，汽车高阶智驾与舱驾一体化落地持续提速。展望全年，AI 终端创新、基建硬件重构与智驾下沉将提供强劲的结构增长机遇。建议关注：1) AI 算力基础设施：光互联（CPO/OCS）商业化提速、高速互联无缆化及液冷散热渗透率飙升，看好系统组装与核心零部件环节的量价齐升；2) 端侧 AI 与汽车电子：AI 高算力门槛与折叠屏驱动核心硬件（光学/散热/结构件）规格全面升级，车规级电子电气架构重构释放增量。建议重点关注立讯精密、鸿腾精密、瑞声科技等核心企业。

1) 智能手机/PC：存储飙涨加剧阵营分化，苹果份额逆势提升，AI 与折叠屏引领高端突围

展望上半年，智能手机市场正面临存储芯片成本飙升的严峻考验。1Q 存储平均价格环比暴涨 70-80%，受此成本挤压，安卓头部阵营（小米、OPPO、vivo、荣耀、三星等）已于 3 月相继开启新一轮调价，涨幅介于 5-20%，且由于目前涨价仅反映去年底成本，预计二季度提价压力将进一步加剧。在此背景下，IDC 和 Counterpoint 预测，2026 年全球智能手机出货量将下滑 12.9%/12.4%，整体反弹复苏节点或推迟至 2028 年，而苹果凭借强大的供应链溢价能力，预计或成为本轮成本危机中的最大赢家。苹果新发布的 iPhone 17e 不仅未涨价，更标配 8GB 内存以支持 AI，有效降维打击了受制于成本的安卓中端市场。

整体上，尽管出货总量承压（如 2 月国内手机出货量同比大幅下降 14.6%），但市场结构向高端化演进的趋势极其明确。与此同时，AI 端侧落地与折叠屏正成为破局的核心动力：为支撑端侧大模型，苹果 iPhone 17 系列已大面积将内存升级至 12GB。折叠屏赛道则迎来关键转折点，预计在华为、三星的推动下，以及苹果（预期于 2026 年正式推出首款折叠 iPhone）的强势入局预期催化下，2026 年全球折叠屏手机市场将逆势实现高增长。

零部件方面，高成本压力并未阻断核心硬件的规格升级，高端化竞争对光学、散热及结构件提出更高要求：1) 光学：今年国内智能手机新机中 2000 万像素以上镜头渗透率已跃升至 67%，高像素及多摄升级趋势不改。2) 散热与结构件：高负载 AI 应用催生了更强的 VC 液冷散热需求；而折叠机加速渗透则带动 UTG 与高强度钛合金/不锈钢铰链迎来放量期。

PC 方面，存储成本暴涨对终端需求的破坏力超预期，我们对 2026 年全球 PC 出货量转为悲观态度。近期 TrendForce 和 Omdia 已将 2026 年全球笔记本电脑出货量增速大幅下调至 -14.8% 和 -12%。然而，市场呈现显著的结构分化：500 美元以下的低端 PC 出货量恐暴跌 28%，而 900 美元以上的高端产品因客群对价格敏感度低，仍具极强韧性。2026 年也是 AI PC 规模化落地的元年，随着英特尔发布具备 180 TOPS 算力的第三代酷睿 Ultra，联想、华硕等巨头在 CES 密集发布 AI PC 矩阵，端侧 AI 的深度赋能有望对冲部分消费疲软。在各大平台中，苹果 Mac 则凭借垂直整合优势及 M 系列自研芯片，预期出货量降幅显著优于 Windows 阵营。

整体上，我们继续看好由 AI 终端创新、高端折叠屏突破驱动的结构性机会。在存储涨价洗牌中，供应链壁垒深厚、受益于苹果份额提升及 AI 硬件升级的公司将深度受益，如立讯精密、瑞声科技、丘钛科技和蓝思科技（6613 HK，未评级）。

2) 服务器: AI 基建迎 GW 级扩容，光互联生态合围及上游元器件全面涨价共振

展望上半年，全球 AI 服务器市场景气度持续高企，算力需求正迈向新的量级。北美四大 CSP 及新兴 AI 巨头持续加码资本开支，CoreWeave、xAI 等近期密集宣布 GW 级数据中心建设计划，强化了 2027 年及以后的 AI 硬件需求预期，预计到 2028 年全球数据中心资本开支将达到万亿美元规模。随着大模型应用向长上下文及 Agentic AI 协同执行的复杂场景演进，推理状态的生命周期发生颠覆，英伟达在 CES 与 GTC 上正式发布推理上下文记忆存储平台，并引入了搭载 256 个 Groq 3 LPU 的全新 LPX 机架，提供高达 40 PB/s 的推理加速带宽，以突破高吞吐推理场景中的带宽瓶颈。

在 AI 基础设施方面，算力密度的指数级攀升与互联瓶颈的凸显正加速 2026 年服务器硬件架构的深度重构，并带动核心零部件与上游零部件的“量价齐升”：

- 1) **CPO/OCS**：为构建异构算力生态，英伟达在 30 天内接连投资 Lumentum、Coherent 及 Marvell，通过开放协议完成对 AI 算力集群光互联版图的战略合围。OCS 作为突破算力互联上限的核心技术，在政策支持及谷歌 TPU 集群、AWS 部署的推动下，市场规模预期大幅上修。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。
- 2) **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。
- 3) **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。
- 4) **被动元器件**：受 AI 服务器高需求挤压及上游成本上升影响，被动元件开启全面结构性涨价潮。行业龙头村田已针对 AI 服务器及高阶 MLCC 产品启动提价，涨幅介于 15-35%，并于 4 月 1 日正式生效。
- 5) **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。
- 6) **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与技术升级的共振期，组装、光互联、散热及电源环节将深度受益。服务器与交换机代工龙头工业富联（601138 CH，未评级）作为第一梯队的 GB200/300 服务器供应商，深度受益于整机柜方案及 800G/1.6T 交换机放量。受益者同时包括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）的液冷系统和接头产品。

3) 端侧 AI: AI 终端黄金元年开启, 科技巨头加速穿戴生态大爆发

展望上半年, 端侧 AI 正迈入规模化落地的黄金期。在“端云协同”架构的推动下, 端侧设备在功耗、算力与隐私之间找到了最优解。智能眼镜赛道正处于“百镜大战”的激战阶段, IDC 预计 2026 年全球 AI 眼镜销量将达 1600 万副, 实现同比翻倍以上的爆发式增长。从科技巨头动向看, 海外方面, 1) Meta Ray-Ban 持续主导现有市场; 2) 苹果正加速入局, 预计将于 2027 年发布首款无屏设计的轻量化 Apple Glasses, 并于 2027 年量产; 同时, 苹果正推进“Campos”项目, 计划今年下半年推出系统级聊天机器人并深度重构 Siri 三大系统。国内方面, 1) 龙头企业 XREAL 已于 4 月初正式递交港股 IPO 申请, 彰显行业商业化进程加速; 2) Rokid 新发 38.5g 极轻无屏眼镜 Rokid Style, 3) 阿里夸克、雷鸟等亦密集发布轻量化新品, 以极具竞争力的价格切入大众市场。此外, 智能耳机方面, OWS (开放式耳机) 成为新增长引擎, 华为与韶音等品牌正引领百美元以上高端市场, 推动音频格局重塑。AI PC 领域, 英特尔与 AMD 相继发布新一代处理器, 将端侧算力最高推升至 180 TOPS, 拉开 PC 端硬件迭代的新序幕。

我们认为, 由 AI 大模型驱动的端侧硬件重构仍是行业长期的核心增长主线。随着各大科技巨头加速抢滩 AI 硬件入口, 深度参与 AI 穿戴、AI PC 创新且具备核心卡位优势的供应链环节将迎来价值重估, 主要相关公司包括 AI 眼镜品牌小米/TCL、光学领域的舜宇/丘钛、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: 舱驾一体与智驾平权加速落地, 智驾与车规级元器件迎量价齐升

展望上半年, 汽车智能化加速迈向完全自动驾驶新阶段, 头部车企战略重心正加速向高阶智驾及 Robotaxi 转移。从近期的产业动态来看, 特斯拉 Q1 交付量虽因部分市场政策退坡略不及预期, 但其首台无方向盘和踏板设计的量产 CyberCab 已正式下线, 标志着其自动驾驶向规模化商业验证迈出关键一步, 软件定义汽车的盈利模式持续深化。国内方面, 新一代小米 SU7 首周交付量达四五千辆, 展现出强劲的市场需求。

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。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和高阶智驾落地驱动的电子产业链重构与价值升级机遇。随着单车电子电气架构的升级, 高价值量车规级元器件的量价齐升趋势愈发明确。我们持续看好深度受益于智驾系统下沉、高压架构升级以及高阶车规级被动元器件和半导体国产替代的供应链龙头。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

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, 公司受益于 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。我们的目标价为 75.55 元人民币，基于 25 倍 26 财年预测市盈率。

2) 鸿腾精密 (6088 HK)：展望 2026 年，我们认为鸿腾精密将受益于 GB300/VR200 服务器的架构升级以及互连（MCIO、线缆盒、中板连接器）、电源（母线、电源线）、液冷（UQD、LC 母线）和 CPO（LGA-LGA 插槽、PLS I/O 笼）等产品的强劲产品储备。2026 年，管理层预计收入将实现两位数低段增长，毛利率预计在 20% 左右，毛利润预计增长 30% 左右，营业利润预计在 70-90% 之间。分业务板块来看，管理层预计：1) 云业务：得益于 2026 年下半年新产品的量产，收入同比增长预计在 70% 左右；2) 汽车业务：得益于新能源汽车/高级驾驶辅助系统（NEV/ADAS）的需求以及中东市场的进展，预计收入将实现个位数高段增长；3) 智能手机业务：受内存成本压力抵消高端机型升级的影响，预计收入将持平或下降个位数低段；4) 消费互连业务：受人工智能相关升级和内存供应短缺的影响，预计收入将持平或下降个位数低段；5) 系统产品业务：鉴于海外产能提升，预计收入将实现个位数高段至两位数低段增长。总体而言，管理层对未来 3 年 AI 服务器升级持乐观态度，并将 2026-2028 年云/数据中心收入占比预期从之前的 20% 低/20% 中/20% 低上调至 30% 低（此前预期为 20% 低/20% 中/20% 高）。我们目标价为 7.42 港元，基于 2026 年预期市盈率 21 倍。我们预计，随着 AI 相关收入在 2026-27 年贡献的增加，公司估值有望迎来进一步重估。

3) 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。管理层提供正面的 2026 年业绩指引：1) 整体业务：收入同比增长 16-17%，毛利率保持稳定；2) 声学业务：收入同比增长 5-10%，毛利率提升；3) 光学业务：塑料透镜出货量增长，平均售价提升 5-10%，模块毛利率提升 4-5%；4) 精密结构件业务：收入同比增长 30%，毛利率提升；5) 汽车业务：收入同比增长 15-20%，毛利率提升；6) MEMS 业务：收入同比增长 15-20%，毛利率提升。总体而言，我们相信瑞声科技已做好充分准备，把握新兴人工智能机遇，尤其是在边缘人工智能、AR/VR 眼镜、人工智能服务器和机器人技术进入长期创新周期之际。我们基于分部估值法的目标价为 55.27 港元，对应 20 倍的 2026 年预期市盈率。

■ **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

乐观。板块在3月面临显著压力，恒生消费指数过去一个月（3月7日至4月7日）下跌7.3%，主要受耐用消费品、家电等拖累，反映了市场对消费复苏力度及地缘政治不确定性的担忧；二季度板块仍将受内外部多重因素扰动：1) 美伊达成两周临时停火协议并将进行谈判，这一突破性进展显著缓解紧张局势，对风险偏好产生积极影响；2) 清明假期出行数据超预期，经文旅部测算，国内出游1.35亿人次，同比增6.8%，出游总花费613.67亿元，同比增6.6%，对应人均消费455.57元，同比降0.19%，较春节人均消费降幅-0.23%有所收窄，这为文旅板块带来积极信号。短期来看，随着五一假期临近，建议关注旅游出行、酒店餐饮、免税购物等受益于节假日消费回暖的板块；同时仍应保持一定防御性，选择现金流稳健、股息率较高的标的。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（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。以及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（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

地缘政治局势恶化超预期、内部经济环境恶化超预期、扩内需政策效果不达预期、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

3月销量环比显著修复, 4月车展新车周期有望加速需求释放

随着春节后季节性的需求反弹以及新车逐步上市, 3月汽车市场环比明显回暖。我们跟踪的12家车企于4月1日公布销量, 12家车企3月新能源车销量合计环比增长58%。同比虽仍有5%的下滑, 主要是因为比亚迪和小米去年的高基数。今年一季度, 同比销量增长最显著的新能源车企是蔚来和极氪, 主要得益于去年同期的相对低基数。造车新势力中, 理想汽车的一季度总销量9.5万, 超出此前的销量指引8.5-9.0万台; 蔚来一季度总销量8.3万台, 也略超此前的指引; 小鹏6.3万台, 处于此前的指引区间; 零跑11万台, 仍然领跑其他新势力车企, 同比增长26%。

我们预计4月将有更多新车型于北京车展(4月24日开幕)前后陆续上市, 有望助力汽车消费需求的加快释放。吉利可重点关注极氪8X; 长城关注魏牌V9X; 比亚迪可能陆续有搭载閃光2.0的车型上市, 5月将发布全民智驾战略; 广汽启境GT7也可能亮相。蔚来关注ES9上市; 理想的重点是L9换代上市; 小鹏可能看到六座旗舰车型GX发布; 零跑关注D19正式上市。

地缘政治催化出海预期, 局势变化或引发情绪波动

今年以来, 特别是1-2月, 虽然国内汽车零售销量相对弱势, 但出口销量整体超预期。目前中国品牌在海外市场仍处于市场开拓阶段, 价格竞争的烈度仍处于低位, 盈利能力明显好于国内。特别是2月底以来, 受到地缘政治紧张的影响, 高油价明显助推了海内外市场对新能源汽车的需求, 也提振了投资者对新能源车出海标的的投资情绪和预期。近20个交易日, 整体港股汽车板块涨幅居前, 特别是吉利汽车和零跑汽车, 主要受益于市场份额的提升和强劲的出口增长预期。由于近期涨幅较大, 一旦中东局势有所缓解, 短期可能面临情绪切换。

图表 12: 重点车企于4月1日公布的2026年3月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	3月销量(台)	同比变化%	环比变化%	1-3月销量(台)	YTD 同比变化%
比亚迪	295,693	-20.4%	57.5%	688,993	-30.1%
长城	21,857	-13.5%	71.5%	52,886	-16.0%
蔚来	35,486	136.0%	70.6%	83,465	98.3%
理想	41,053	11.9%	55.4%	95,142	2.5%
小鹏	27,415	-17.4%	79.7%	62,682	-33.3%
小米*	20,500	-29.9%	0.4%	79,916	5.3%
极氪	29,318	90.1%	22.8%	77,037	86.1%
吉利银河	82,744	-8.1%	13.2%	238,859	-8.0%
零跑	50,029	34.9%	78.2%	110,155	25.8%
广汽埃安	38,268	12.3%	247.5%	72,870	5.1%
东风岚图	15,019	50.0%	79.7%	33,892	30.2%
长安深蓝	31,742	30.2%	230.0%	55,700	-17.7%

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场; *小米的本月汽车销量为估计值

2025 年报收官：头部企业盈利好于市场预期

汽车行业主要公司的 2025 年业绩已于 3 月底披露完毕。新势力方面，蔚小理的 4Q25 业绩均好于预期，蔚来和小鹏均实现历史首次单季盈利转正，蔚来的季度销管研费用大幅低于预期，费用控制超预期；小鹏的季度毛利率创历史新高至 21.3%，来自大众的研发服务收入和碳积分收入带来明显的盈利改善。理想汽车也在四季度的销售压力下展现较高盈利韧性，4Q25 仍然实现了季度正盈利。零跑 4Q25 实现净利润 3.6 亿，基本符合预期，零跑已连续 3 个季度实现盈利，盈利稳定性增强。

传统车企方面，吉利汽车 4Q25 毛利率 16.9%略低于我们此前的预期，但可能符合大部分投资者的预期，管理层在业绩会上表示 1Q26 的毛利率不会弱于 4Q25，明显好于我们和市场预期。比亚迪 4Q25 净利润同比下滑 38%至 93 亿元，弱于我们的预期，主要因为财务费用超预期、政府补贴低于预期，去年下半年开始主机厂缩短对供应商的账期，对比亚迪的财务影响开始在账面体现。长城和广汽的业绩符合此前的盈利预告，长城 4Q25 核心盈利符合预期，但俄罗斯报废税返还的贡献低于我们此前的预期；广汽 4Q25 净亏损扩大至 45 亿元，受到自主品牌和广汽本田减值计提的影响。

我们覆盖的零部件企业中，敏实集团 2025 年下半年的净利润同比增长 13%至 14 亿元，基本符合预期。管理层在业绩会上上调对未来 5 年传统业务收入复合增速指引至 23%，较为激进；对 26-27 年包括机器人、液冷和 eVTOL 在内的新业务收入指引也大幅上调至 8.2 亿元和 26 亿元，成为支撑敏实价值重估的关键因素。正力新能 2025 年下半年盈利增长超预期，净利润同环比增长超过 160%至 5.9 亿元。管理层也上调了今年出货量指引至超过 30GWh，盈利增速将显著超出行业平均。地平线机器人 2H25 调整后的净亏损环比略微扩大至 14.8 亿元，今年 HSD 份额提升和舱驾融合方案的市场反馈将是关键，关于 4 月年度产品发布会。

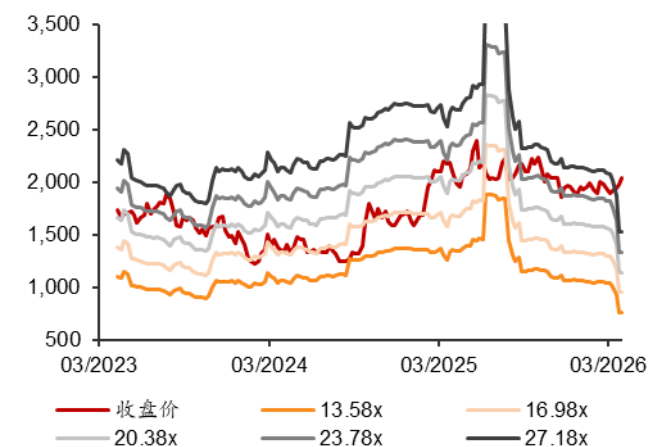
汽车经销商在行业转型和价格战中仍面临较大压力。永达汽车在 2025 年计提减值损失 49 亿元，导致 2H25 净亏损达 17 亿元，综合新车毛利率首度转负。美东汽车因主要的减值已在 2024 年和 1H25 计提，2H25 实现了净利润 6,000 万元，毛利率也有同环比的改善。随着外资豪华品牌在中国市场的目标趋于理性，我们认为豪华品牌经销商毛利率继续下行的空间有限。领先的经销商也逐渐涉足新能源车经销领域，新能源车销量增长有望在未来年度逐步弥补豪华品牌销量下行的负面影响。途虎 2H25 调整后净利润同比增长 9%至 2.9 亿元，作为独立的售后服务提供商，途虎近几年专注于市场份额的提升，我们认为途虎将受益于汽车后市场的整合，短期内盈利情况受到宏观环境和消费需求的影响较大。

■ 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 年新能源车销量持续增长、市场份额提升。新上市的高毛利车型放量叠加新能源车出口加速，有望推升利润率，在激烈的市场竞争中实现销量和盈利的双重提升。

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、标准化电芯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，超预期的在手订单将助力今年盈利规模继续高速增长。

图表 13: 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

图表 14: 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, 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

医药行业近期显著上涨，我们认为，随着创新药的业绩和创新药出海 BD 超预期，市场的配置兴趣正在重回创新药。2026 年政府工作报告明确将生物医药列为新兴支柱产业，这为医药行业的长期高质量发展提供了坚实的政策背书。政府工作报告的顶层设计意味着未来在创新药研发、审批加速及支付端有望迎来更多倾斜，这有助于引导市场资金重新聚焦具有真正创新能力的医药核心资产。今年以来，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。

■ 推荐标的

推荐买入三生制药 (1530 HK)、加科思 (1167 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) 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。JAB-23E73 是全球首个进入临床研究并公布临床数据的 pan-KRAS 小分子候选药物。在中国的 Ph1 临床试验的 9 个剂量组中，共入组了 42 名患者。JAB-23E73 展现出显著优于 RMC-6236 的安全性。JAB-23E73 的 ≥3 级治疗相关不良事件 (TRAE) 发生率为 11.9%，显著低于 RMC-6236 在二线及以上 (2L+) 胰腺导管腺癌 (PDAC) Ph1 临床试验中观察到的 34%。虽然胃肠道毒性与 RMC-6236 相似，但 JAB-23E73 在皮疹 (所有级别/≥3 级: 14.3%/0% vs. RMC-6236 的 90%/7%) 和黏膜炎/口腔炎 (所有级别/≥3 级: 4.8%/0% vs. RMC-6236 的 54%/4%) 方面表现出显著优势。在疗效方面，在 ≥160mg QD (每日一次) 队列中，有 13 名 2L+ PDAC 患者可评估 (2 名为二线，11 名为三线及以上)，实现了 38.5% (5/13) 的令人鼓舞的 ORR。这优于 RMC-6236 (300mg QD) 在 2L PDAC 患者中显示的 35% 的 ORR。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。

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 25 年底，backlog 同比增长 50.3% 至 14.9 亿美元，年内新签订单同比增长 41% 至 13.3 亿美元，延续快速增长势头。2025 年新签创公司历史记录的 70 个 iCMC 项目，同比增长 32%。其中有 22 个项目为外部转移过来的项目，凸显药明合联在全球 XDC CDMO 行业中增长的客户信任。70 个新签项目中的新形式 XDC 项目占比接近 50%，表明药明合联在偶联药物前沿领域与客户的积极合作。此外，2025 年公司 PPQ 阶段项目增长 125% 至 18 个，预示着强劲增长的商业化业务潜力。基于公司强大的“D”端赋能能力以及令人鼓舞的商业化业务发展前景，管理层预计 2030 年公司将分别有 20% 的收入来自新型 XDC 类型项目和商业化阶段的项目。

■ **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 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

■ 乐观

乐观。3月房地产销售出现两个层面的分化。1) 新房二手房分化，二手房出现一定回暖迹象。根据冰山大数据，上海、北京3月二手房实时成交分别突破2万、3万套，同比涨13%、15%。新房销售则依然表现乏力。北京、上海新房网签套数3月同比分别跌27%、2%。截至4月7日，我们追踪的30城新房成交面积年初至今同比跌14%，14城二手房成交面积同比跌7%。2) 高低能级城市分化。根据贝壳信息，二手房方面一线城市回暖较低线城市更加明显；新房方面也有同样趋势，我们追踪的30城数据中，一二线城市销售面积年初至今同比跌13%，三线城市跌18%。板块表现方面，过去一个月（3月7日至4月7日）恒生地产及物管指数跌8.2%，内房股指数跌9.5%，跑输恒生指数（-2.5%），主要由于地缘政治冲突带来大盘震荡、销售复苏不及预期、头部房企风险事件爆发等。个股层面，万科、龙湖、绿城中国、越秀地产跌幅居前，分别跌17.5%、17.1%、16.1%、15.5%。展望二季度，短期维度，4月板块仍处于小阳春关键观察期，建议关注成交均价变化以判断需求是否从刚需向改善传导；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。经济出现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。FY25 权益增配大幅提升，盈利增速或受权益波动加剧的影响

2026年3月保险股普遍下行，主要受交易情绪及地缘政治冲突导致权益市场大幅波动的负面影响，保险II(申万)3月回落11.2%，较2月下降6.8%后进一步回落。Wind香港保险指数3月下降11.5%，已回吐年初以来所有涨幅。3月，金融板块中仅银行指数收涨，银行(申万)+3.9%/股份制银行II(申万)+2.4%，其余细分板块指数均收跌近10%，非银金融(申万)指数-11.6%，多元金融(申万)-9.3%，证券II(申万)-12.0%。3月保险板块股价波动受宽基资金流出和板块轮动效应的影响，板块回调主要受交易情绪而非基本面影响，我们维持保险在非银金融中的首推排序，推荐顺序依次为保险>证券>多元金融。

寿险方面，我们预计2026年分红险新单占比将从2025年底>50%的水平进一步显著提升；头部险企的寿险合同服务边际释放(CSM release)有望于年内转正。从需求端看，国有大行5年期大额存单产品停售和3年期存单投资门槛提升，利好保险作为中长期理财工具承接居民存款搬家背景下持续旺盛的储蓄需求，分红险当前1.75%的保证利率相较投资竞品而言具备吸引力。从2026年1-2月保费收入数据看，行业负债端呈现三大趋势：1)存款搬家背景下，居民保险储蓄需求旺盛，驱动寿险1-2月保费实现双位数增长(+10.9%)；2)健康险在医保商保合作深化背景下，具备长期发展韧性及增长潜力。从供给端看，更高保障的分红险产品，如分红型重疾险的推出，有望进一步适配客需多样化，利好险企新业务价值率提升。我们预计上市险企2026年新业务价值有望在高基数上延续双位数增长，价值改善，新单保费在上半年较低基数基础上延续双位数增长，价值率维持稳健。

财险方面，1-2月财险业保费规模达2,405亿元，同比下降1.4%；2月单月保费规模819亿元，同比下滑4.3%，增速环比上月下降4.5个百分点，主要受车险保费同比下滑及非车保费增速放缓的影响。具体来看，1-2月车险保费同比-0.9%至1418亿元，2月单月车险保费同比-1.1%至534亿元，受乘用车及新能源新车销量下滑影响，2月国内乘用车及新能源车销量同比分别下滑15.4%/14.2%。非车保费增速放缓，1-2月非车险保费同比增长7%至1896亿元，2月单月非车保费同比+0.3%至672亿元(1月:+11.1%)。分险种看，2月责任险/农险/健康险/意外险/其他险种分别同比-4.3%/-14%/+10.2%/-0.6%/-10.5%(对比1月:+17.9%/+1.4%/+29.9%/+10.3%/-5.8%)，健康险成为支撑财险非车保费增长的最大驱动力，1-2月财险健康险保费同比+20.5%，体现医保商保合作深化背景下，商业健康险发展具备长期韧性及增长潜力。2月责任险保费下滑或受监管要求产品重新备案的影响。展望2026年，我们预计车险保费将延续低单位数增长，以“量升”为主要驱动，件均保费基本企稳；老三家新能源车险承保盈利进一步稳固；车险费用率改善抵赔付率上行的潜在负面影响，车险COR有望稳步下行。非车COR有望于年底显著改善，但短期部分险种保费收入增速或受扰动。

资产端方面，3月权益市场波动加剧，国债利率小幅波动企稳1.81%，对上市险企1Q26投资收益或造成扰动。9家港股上市险企2025年增配FVOCI股票合计超过6,080亿元，是2024年增配2,800亿元的2倍之多；交易类二级股票(TPL)增配超6,100亿元，较2024年的1,450亿元大幅上行。1Q26沪深300/恒生指数下滑5.5%/6.9%，较4Q25分别下降0.2%/4.6%的跌幅进一步扩大，或加剧险企一季度投资收益及净利润的波动。在当前利率维持低位震荡的背景下，负债端刚性成本仍居高难下，险资对稳健型股息收入作为票息收入补充的必要性仍在，预计险资加仓高息股的配置策略仍将维系，我们预计未来三年中每年或有4,000-5,000亿元OCI股票增配额度的释放空间。2025年在利率延续低位震荡并有

小幅上行的背景下，上市险企减少债券配置，预计今年险企长债配置在债市延续低息背景下有望维持基本平稳。

估值及荐股：当前板块交易于 0.26 倍-0.61 倍 FY26E P/EV 和 0.58 倍-1.06 倍 FY26E P/B，股息率 3.1%-6.5%，板块估值在盈利改善基础上具备进一步上修空间。维持板块“优于大市”评级，推荐买入 1) 集团经营改善、寿险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) 盈利高弹性、 β 属性明确共振权益上行的中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 33 港元)；3) 深化中国增长战略，叠加美元弱周期利好的区域龙头友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元)；4) 业绩增长和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

监管政策大幅趋紧；权益市场波动加剧；长债利率快速下行；分红险新单销售不及预期，代理人规模大幅下滑；新车销量大幅回落，新能源车险 COR 恶化，财险行业竞争加剧；自然灾害赔付加剧等。

资本品

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

工程机械和重卡板块3月整体受压，主要由于中东局势推升油气价格以及物流成本，但我们认为总体上对投资主线未构成破坏。短期而言，工程机械和重卡制造商将加大新能源产品的推广力度；中长期而言，中国品牌将开拓更多中东以外市场，除了拉美亚非等地区以外，将进一步开拓较高端的欧洲市场。同时，在全球金属价格高企的有利背景下，矿山资本开支上升已逐渐拉动矿山设备的需求。

■ 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的下滑而不需更换，我们仍预计此轮上行周期可在2026年得以延续。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%。

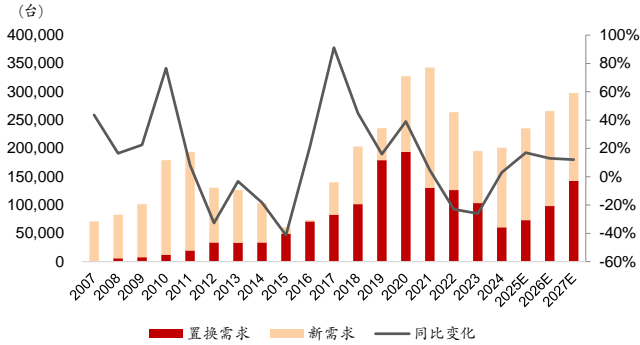
非土方机械：国内汽车和履带起重机销量自2025年中以来不仅实现同比转正，最近数月呈现强劲增长态势。我们认为这主要由于：（1）设备更换周期启动；（2）核电与风电等能源建设领域需求增长。我们预计今年汽车起重机总销量（国内+出口）将实现同比增长10%。鉴于其更换周期刚刚启动（较土方机械滞后约一年），我们判断2026年之后更换需求还将进一步放量。

图 15: 2026 年 2 月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	17,226	6,755	10,471	-11%	-42%	37%
轮式装载机	9,540	3,863	5,677	9%	-14%	34%
其他机械						
汽车起重机	1,460	729	731	-12%	-26%	9%
履带起重机	281	54	227	30%	-23%	55%
塔式起重机	266	117	149	-24%	-43%	6%
叉车	80,898	42,757	38,141	-20%	-35%	8%
高空作业平台	9,784	1,672	8,112	-10%	-64%	29%

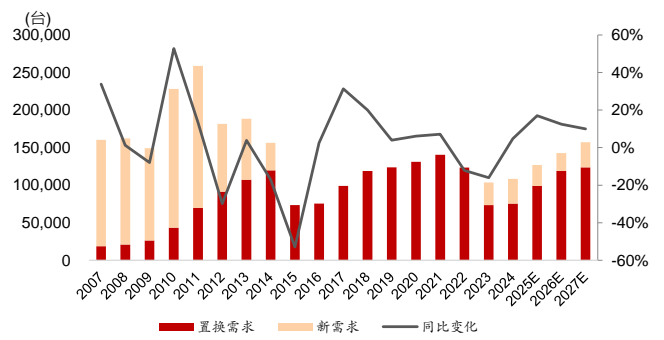
资料来源: 中国工程机械工业协会, 招银国际环球市场

图 16: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



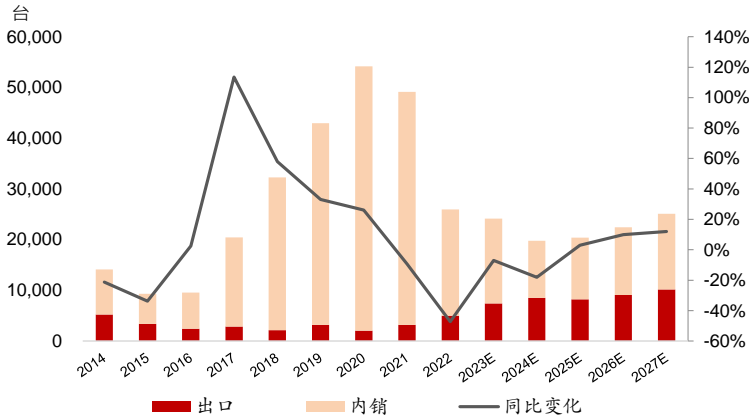
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

图 17: 招银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，招银国际环球市场预测

图 18: 招银国际环球市场汽车起重机销量预测

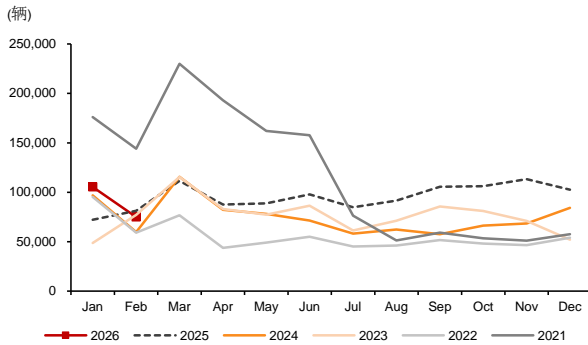


资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

■ **重卡：需求受三大因素拉动**

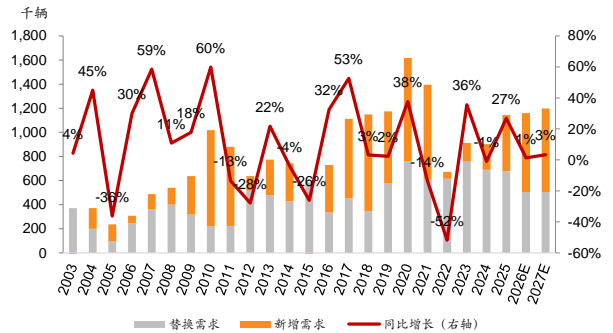
我们维持对2026年重卡需求的乐观预期，预计需求将保持在110万辆以上的高位，主要得益于换代驱动的上升周期（2017-21年销量创历史新高）、设备更新政府补贴政策的延续以及持续强劲的出口。

图 19: 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 20: 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

■ 资本品行业选股建议

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受益于金属价格上涨带来的海外矿卡需求攀升, 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机业务。

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%, 预计数年后这一比例将扩大至 15%。国内市场方面, 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更新换代推动的上升周期, 加上公司正在加快拓展海外矿用挖掘机市场, 而非土方机械产品销售也在进一步改善。

■ 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) 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

3 月底阿联酋环球铝业 (EGA) 位于阿布达比哈里发经济区 (Khalifa Economic Zone Abu Dhabi) 的 Al Taweelah 电解铝冶炼厂因伊朗导弹及无人机袭击而遭受严重破坏。该电解铝厂 2025 年铝产量达 160 万吨。同时, 巴林铝业 (ALBHBI, 未评级) 确认其设施亦遭伊朗袭击。

EGA 方面的冲击预计相当显著, 主要由于其产能规模较大 (约占 2025 年全球电解铝供应的 2%)。巴林铝业方面, 3 月 15 日已宣布减产 19%, 而月底遭遇袭击后, 停产风险可能进一步上升。

铝生产线受破坏其影响的严重性远高于此前 Qatalum 的停产事件, 我们认为即使美伊短期内正式停战, 产能修复仍然需时日。在需求恢复下铝价仍然将会维持在较高位置, 主要由于修复需时日, 事件进一步强化了我们的观点: 持续的供应中断将继续支撑铝价上行。我们继续看好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。

■ 电解铝行业选股建议

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, 创新实业目前通过合资公司在沙特新建电解铝产能, 将成为增长动力。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%。

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于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报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上责任。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人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。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。