

策略观点

冲击与重构

- **宏观：**中国经济基本面延续改善，出口和制造业受益于 AI 硬件和新能源而维持景气，房地产出现“小阳春”。上游价格率先再通胀，但下游消费需求仍偏疲软。政治局会议预示政策刺激总量将更温和，货币宽松可能性下降，财政支持力度持平，增量政策重点将是对供给侧支持。人民币兑美元将震荡走强，继续看好港股能源、信息技术和工业板块。美国经济延续韧性，消费与就业市场保持平稳。近月内油价将继续大幅推升通胀，市场完全预期全年不降息，但我们仍认为有 1 次降息机会。一季度企业盈利超预期带动美股反弹，推荐杠铃型配置以把握 AI 结构性增长和对冲滞涨风险，看好半导体硬件、传媒、能源和原材料板块。
- **互联网：**回顾 4 月，地缘政治影响短期缓和如期助推科技板块 risk-on 交易，AI 算力及应用重回交易主线，美股互联网板块中，业绩证明资本开支可以高效推动营收及利润增长的公司重新获得市场偏好。展望 5 月中概互联网业绩期，我们认为资本开支及经营费用相关投入的有效变现亦将是板块的关注重点，C 端 AI 应用仍处早期获客投入阶段，而 B 端云和广告业务的增量变现起量趋势或将为股价表现的关键催化。AI 主题交易方面，我们建议关注受益于 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)**。此外，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)**。
- **软件及 IT 服务：**我们重申此前观点，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，AI 硬件行情正从资本开支扩张，逐步进入盈利兑现与回报效率验证阶段；市场关注点不再只是云厂商是否继续加大投入，而是云收入能否跑赢资本开支、算力利用率能否持续提升。在此背景下，产业链价值正进一步向系统瓶颈环节集中，光互连从配套环节升级为决定集群扩展效率的核心基础设施，存储受益于高带宽内存与高容量配置升级，功率半导体则受益于 AI 数据中心功率密度提升与高效率供电架构导入。国内方面，国产算力已从主题交易进入收入、交付与生态适配验证阶段，**DeepSeek V4** 强化低成本模型与国产芯片多平台适配闭环，有望推动国产算力需求扩容；但真正决定放量节奏的仍是先进制程产能、设备、封装及供应链稳定性。因此，国内配置仍应以确定性为先，重点关注设备、光模块及 PCB 材料等环节，同时关注国产算力芯片在 2026 年的放量弹性。整体而言，海外建议围绕光互连、存储与功率半导体布局系统效率主线；国内则以设备与互连作为底仓，兼顾 PCB 材料和国产算力弹性。

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 (002916 CH, 买入)**、**英诺赛科 (2577 HK, 买入)**、**天教智芯 (9903 HK, 买入)**。

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

郭书音

张元圣

郭远宁

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

- **科技**: 乐观, 尽管上半年地缘政治与宏观通胀压力持续, 但全球科技产业链结构性分化与高端化突围趋势愈发清晰。一方面, AI 基建的强劲需求正从云端向边缘侧传导, 推动服务器、光模块等上游硬件进入量价齐升的景气周期; 另一方面, 端侧 AI 正从概念走向规模化应用落地, AI 手机、AI PC 和 AI 眼镜等设备有望在下半年迎来密集发布, 开启新一轮换机周期。展望全年, 我们继续看好 AI 终端创新、基础设施建设升级与汽车电子持续渗透将提供强劲的结构增长机遇。建议关注: 1) AI 算力基础设施: 算力需求持续高企, 光模块、高速连接器、液冷散热及服务器代工等环节壁垒高, 竞争格局优, 看好核心供应商业绩弹性; 2) 端侧 AI 与汽车电子: AI 大模型在手机/PC 等终端部署有望驱动硬件规格全面升级, 重点关注光学、声学、散热及结构件等环节创新机遇; 同时, 汽车智能化持续发展, 舱驾一体与高阶智驾渗透率提升, 有望带动相关电子零部件量价齐升。总体而言, 我们建议关注 **立讯精密 (002475 CH)**、**鸿腾精密 (6088 HK)** 和 **比亚迪电子 (285 HK)** 等具备核心卡位优势的头部企业。
- **消费**: 乐观。板块在 4 月面临压力, 恒生消费指数过去一个月 (4 月 1 日至 4 月 30 日) 下跌 0.37%, 主要受耐用消费品、日常消费零售等拖累, 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外部多重因素扰动: 1) 美伊停火谈判目前陷入僵局, 霍尔木兹海峡封锁及冲突重启风险仍存, 地缘政治不确定性将持续扰动市场风险偏好; 2) 五一假期文旅市场全面升温, 据交通部预计, 五一期间全社会跨区域人员流动量将达 15.2 亿人次, 创历史同期新高。短期来看, 五一期间旅游热情火热, 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建标的配置价值。
- **汽车**: 4 月新能源车销量同比增速持续恢复, 主要得益于新能源车购置税优惠减半的影响逐渐消退、“以旧换新”补贴政策落地以及新能源出口高增。12 家公布销量的车企 4 月新能源车销量合计环比增长 8%, 同比持平。极氪和零跑表现最为亮眼。4 月新车密集发布, 共上市 19 款新车, 中大车型占比高。港 A 两地上市车企一季度业绩收官, 尽管面临原材料上涨压力, 各家车企的毛利率表现仍超预期, 主要得益于良好的成本管控、规模效应以及出口占比提升。自三月初行业股价进入短期低点后, 近两个月涨幅明显, 已基本体现一季度各家车企盈利超预期表现和近两个月销量增速强势恢复。需关注中东局势放缓以及上游原材料价格持续上涨对海外需求和利润率的不利影响。建议关注: **吉利汽车 (175 HK)**, 新能源出口加速以及产品结构改善提振利润率, 有望实现量利齐升; **正力新能 (3677 HK)**, 管理层对全年 30GWh+ 出货量充满信心, 原材料涨价压力可传导至下游, 且公司 3 月已经开始满产, 全年业绩确定性高。解禁压力解除, 股价进入右侧上涨通道。
- **医药**: 我们统计了 197 家已经公布 2025 年度业绩的 A 股及港股医药上市企业相关数据, 其中 Biotech 公司的平均收入增长 28%, 且龙头 Biotech 企业进入持续盈利阶段。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。此外, 龙头 Pharma 企业坚定转型创新研发, 研发投入庞大且仍在持续增长, 由此将带来丰富的研发管线布局, 从而增强 BD 出海的竞争力。我们认为, 目前投资人主要基于笼统的 PE 倍数给予中国 Pharma 估值, 显著低估了其管线价值, 因此中国大型 Pharma 公司具备系统性的管线价值重估机遇。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。我们认为，政策定位由“战略性新兴产业”向“新兴支柱产业”的跃升，预示着全链条政策红利将持续释放，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：推荐买入翰森制药 (3692 HK)、信达生物 (1801 HK)、三生制药 (1530 HK)、加科思 (1167 HK)、药明康德 (603259 CH)、药明合联 (2268 HK)。

- **房地产和物管：**乐观。4 月房地产销售出现两个层面的分化，1) 新房二手房分化，一线核心城市二手房率先显现回暖迹象。根据冰山大数据，北京、上海 4 月二手房实时成交分别突破 1.5 万、2 万套，同比涨 27%、15%。新房同样呈现核心城市局部走强特征。北京、上海新房网签套数 4 月同比分别涨 84%、14%。截至 5 月 3 日，我们追踪的 30 城新房成交面积年初至今同比跌 11%，14 城二手房成交面积同比跌 4%，体现单月一线城市回暖、整体大盘仍处承压的特征。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 11%，三线城市跌 13%。板块表现方面，过去一个月 (4 月 1 日至 4 月 30 日) 恒生地产及物管指数上涨 6.5%，内房股指数上涨 7.7%，跑赢恒生指数 (+1.9%)，尽管当期存在地缘政治纠纷引发大盘震荡、行业整体销售复苏不及预期、头部房企风险事件发酵等多重负面扰动，地产板块依旧走出较为显著的估值修复行情。展望二季度以及三季度，短期维度，5 月板块处传统销售淡季，淡季行情较旺季更有指向意义，建议关注成交套均价变化以及套均面积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低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

- **保险：**2Q 权益边际反弹将提升盈利弹性；负债端期交结构改善驱动 NBV 较快增长。我们维持对 2026 年行业负债端量价改善的预期，新业务价值在产品结构和渠道结构调整下有望延续双位数正增长。1Q26 投资收益拖累净利润增长，多家险企把握长端利率阶段性高点，加大长债配置力度，权益敞口及持仓占比基本维持稳定。截至 1Q26，5 家上市险企实现归母净利润合计 698.8 亿元，同比-17%。利润负增长主要受 2H25 权益加仓后，资产端公允价值波动加剧拖累投资收益增长。1Q26 上市险企净利润同比增速：新华 (+10.5%) > 太保 (+4.3%) > 平安 (-7.6%) > 中国财险 (-23.7%) > 人保集团 (-31.4%) > 国寿 (-32.3%)。从负债端看，1-3 月行业保费数据印证三大趋势：1) “存款搬家”背景下，居民保险储蓄需求旺盛，推动寿险保费较快增长；2) 车险保费连续三个月同比下滑，主要受国内乘用车和新能源新车销量下滑的影响，车险件均保费受结构调整影响小幅下降；非车保费以个人非车意外险为主要驱动，农险承保节奏放缓；3) 健康险成为支撑财险非车保费增长的最大驱动力。在医保和商保深化合作背景下，商业健康险的发展具备长足韧性及增长潜力。从资产端看，在当前利率低位震荡且期限利差走阔背景下，险资对稳健型股息收入作为票息收入补充的必要性仍在，同时把握

阶段性利率高点加大长债配置成为行业共识；但短期权益波动或拖累投资收益及净利增长。

展望 2026 年，我们预计分红险将主导新单销售，银保将成为延续支撑险企 NBV 增长的重要渠道。财产险方面，伴随非车险“见费出单”逐步兑现，非车综合成本率有望得以显著改善，头部险企马太效应明显；但短期对部分险种承保节奏造成扰动。3 月以来，保险板块股价波动受交易情绪及地缘政治冲突扰动，2Q 权益反弹将利好提升盈利弹性，为板块估值修复带来支撑。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: 86 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: 34 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**友邦保险 (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 4 月份总体上走势振荡，原因在于中东局势推升油气价格以及物流成本，尽管部分在中东区内的产品交付时间被延长，但总体影响有限。此外，1Q26 业绩总体上受到人民币大幅升值而出现汇兑亏损，但我们认为这是拓展海外业务所面对的必然过程，总体上对投资主线未构成破坏。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)**和**中国重汽 (3808 HK, 买入)**等头部制造商。细分领域方面，卡特彼勒 (CAT US, NR) 1Q26 业绩优于预期，并上调了 2030 年电力设备销售目标（从 2024 年的 2 倍以上上调至 3 倍以上），显示 AIDC 的中期需求将保持强劲并且能见度高，继续看好**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** AIDC 发动机的爆发式增长及估值重估。我们看好**恒立液压 (601100 CH, 买入)**受惠于北美工程机械强劲需求，以及人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力。此外，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，继续看好**三一国际 (631 HK, 买入)**在大矿卡领域的突破。

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
腾讯	700 HK	互联网	买入	463.00	750.00	62%	13.3	12.0	3.0	19.2	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	141.44	206.10	46%	29.4	22.5	1.7	9.9	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	54.45	83.00	52%	12.6	11.1	1.2	9.5	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	118.37	161.50	36%	12.5	11.6	N/A	21.4	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	82.50	141.10	71%	N/A	12.9	N/A	N/A	0.0%
京东	JD US	互联网	买入	30.69	47.5	55%	10.2	7.4	1.1	10.5	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	102.31	161.70	58%	8.4	7.3	1.8	24.4	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	8.54	15.10	77%	57.1	37.1	3.0	5.3	0.0%
Datadog	DDOG US	软件 & IT服务	买入	143.71	196.90	37%	68.1	55.4	11.0	2.3	0.0%
派拓网络	PANW US	软件 & IT服务	买入	183.68	222.70	21%	49.2	44.6	N/A	19.0	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	856.00	1080.00	26%	33.9	22.2	N/A	66.1	0.3%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	545.35	540.00	N/A	50.9	35.6	N/A	18.7	0.2%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	80.81	90.00	11%	31.3	22.3	N/A	21.6	2.7%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	318.75	288.00	N/A	42.1	31.1	N/A	27.0	0.0%
天智航	9903 HK	半导体	买入	571.50	694.00	21%	N/A	709.3	N/A	N/A	0.0%
英诺赛科	2577 HK	半导体	买入	66.75	75.00	12%	N/A	1705.5	N/A	N/A	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	67.08	75.55	13%	2.6	2.4	N/A	17.4	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	8.16	7.42	N/A	23.3	16.8	2.4	11.1	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	27.44	35.80	30%	11.8	10.5	N/A	12.5	3.1%
江南布衣	3306 HK	消费	买入	21.50	23.30	8%	10.6	9.8	3.6	36.7	0.0%
波司登	3998 HK	消费	买入	4.31	5.55	29%	10.7	9.1	2.8	27.3	9.1%
李宁	2331 HK	消费	买入	19.46	23.02	18%	14.8	13.1	1.5	9.1	0.0%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	46.10	60.88	32%	25.5	23.1	9.8	41.3	2.7%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	8.59	11.09	29%	15.2	12.6	1.2	10.5	0.0%
锅圈	2517 HK	消费	买入	3.30	4.80	45%	15.1	11.9	2.1	16.1	5.6%
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	33.49	54.68	63%	114.5	97.8	3.7	26.0	0.0%
额通控股	6883 HK	消费	买入	2.03	3.49	72%	9.3	7.3	1.6	23.9	9.6%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	22.56	27.00	20%	10.3	9.0	2.0	20.7	3.9%
正力新能	3677 HK	汽车	买入	8.19	18.00	120%	12.7	9.0	2.0	16.5	0.0%
瀚森制药	3692 HK	医药	买入	37.22	46.41	25%	34.0	32.0	5.0	15.6	1.2%
三生制药	1530 HK	医药	买入	22.06	34.87	58%	29.9	26.6	1.5	6.8	1.1%
信达生物	1801 HK	医药	买入	90.60	113.86	26%	64.5	40.0	6.2	9.6	0.0%
加科思	1167 HK	医药	买入	6.33	10.34	63%	N/A	N/A	N/A	38.1	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	109.00	143.00	31%	17.2	14.6	3.5	22.4	1.8%
药明合联	2268 HK	医药	买入	56.60	82.00	45%	31.9	24.2	4.8	17.1	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	18.79	23.00	22%	20.0	16.3	N/A	7.5	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	48.70	53.58	10%	21.8	20.1	6.0	28.3	4.6%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.71	6.55	39%	12.4	10.8	N/A	12.6	6.1%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.98	32.1	34%	9.1	8.5	3.1	36.2	8.5%
中国平安	2318 HK	保险	买入	64.20	86.0	34%	6.8	6.4	0.9	13.4	5.2%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	29.90	34.0	14%	5.5	5.1	1.0	20.7	3.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	87.45	112.0	28%	14.4	12.9	2.5	17.9	2.5%
保诚	2378 HK	保险	买入	121.20	137.8	14%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	8.08	9.1	13%	11.0	9.9	1.0	9.0	6.1%
中联重科	000157 CH	资本品	买入	8.02	11.80	47%	12.3	11.0	N/A	8.5	0.0%
三一重工	6031 HK	资本品	买入	22.88	29.50	29%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	20.91	27.00	29%	18.7	16.5	2.0	10.8	2.7%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	39.32	46.00	17%	11.7	10.5	N/A	17.2	3.5%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	44.66	45.10	1%	23.4	19.8	3.3	14.8	2.3%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	34.32	40.20	17%	22.3	21.1	N/A	13.7	0.0%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	105.05	109.00	4%	40.6	34.9	7.2	18.8	1.1%
三一国际	631 HK	资本品	买入	11.62	18.90	63%	12.0	8.9	2.2	19.4	5.2%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场; 数据截至 2026 年 5 月 7 日上午 9:45

宏观经济

| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国

宏观经济

经济数据改善且好于预期。高频经济活动指数从3月的1.5回升至4月的1.6。进出口活动延续稳健，中国港口集装箱吞吐量4月同比增长4.7%。韩国与越南受电子产品和AI硬件等提振，4月出口额延续大幅增长，预示中国出口可能保持韧性。一季度工业企业盈利较去年四季度的-5.7%回升至15.5%，工业企业利润在上游价格带动下持续改善。AI相关需求支撑电子产品和计算机行业盈利持续增长，油价高企也带动石化产业链和新能源行业盈利改善，但其他中下游行业盈利仍偏弱。货运量方面，铁路货运和货车通行量同比反弹，航空货运因成本上升而同比回落，快递揽投量有所放缓。需求端仍较疲软，乘用车销量在4月同比跌幅扩大至20.7%。展望第二季度，出口和制造业产出将保持稳健，固定资产投资可能在政策带动下小幅回升，但居民消费因前期以旧换新透支需求和可支配收入增速下降而延续放缓，我们预计二季度经济增速可能因同比基数较高而小幅降至4.8%。

上游价格率先再通胀，但下游消费需求仍偏温和。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0.7%、0.5%和0.6%。3月PPI近3年来首次回正至0.5%，主要受能源价格上涨带动石油和化工等行业价格回升，但下游消费品价格环比仍在下跌。4月CPI增速可能延续回落，因猪肉和蔬菜等食品价格环比下跌。因指导价存在，原油向终端价格的传导受到抑制。整体来看，本轮价格回升并非由内需全面回暖带来的广泛再通胀，而是主要由上游能源和有色金属等成本推动。企业利润改善并向上游企业集中，中下游反而面临成本挤压，将利好能源与煤炭、有色金属、化工等具有确定性现金流的行业，对下游航空、物流、餐饮旅游和可选消费等缺乏定价权的行业利空。

房地产出现“小阳春”。新房销量反弹，全国30重点城市4月销量同比增速从3月的-6%反弹至4月的8.3%，其中一、三线城市同比增长27%和9%，二线城市下跌5.9%。较2018-2019年同期销量的恢复率维持低位，从3月的52%降至43%。二手房销量延续回升，4月12个代表性城市二手房销量同比增速从3月的-4.2%升至10.4%，但较2019年同期恢复率从127%降至4月的110%；房价跌幅收窄，3月一线城市新房与二手房环比反弹，二三线城市二手房环比跌幅收窄。全国4月二手房挂牌价延续跌幅收窄趋势；新房绝对库存延续下降，但由于销量下跌幅度更大，4月新房库存去化周期仍在22.7个月的历史高位，其中一线城市13.1个月，二线城市40.5个月。春节后季节性回暖、前期政策托底和优质供给集中释放等因素推动地产“小阳春”，但持续性仍待观察。我们认为由于家庭中长期信贷需求和资产负债表状况仍偏弱，房地产在2026年可能延续底部调整状态，量价下跌幅度将收窄。4月政治局会议对房地产市场定调有所下调，仅提及“扎实推进城市更新”，预计短期内房地产市场除放宽限购外的增量政策将有限。

宏观政策

4月政治局会议预示政策刺激总量将更加温和。会议公报更加强调科技自立自强、产业链自主可控和能源安全保障等方面，显示在美伊冲突的背景下，安全被决策层放在了更重要的位置。同时，对宏观政策的定调有所下调，从24年“924”政策转向的“超常规&更加积极有为”和25年的“更加积极有为”表述，进一步下降至“用好用足”，显示在经济基本面有所改善的情况下，政策刺激幅度将更加温和。总体来看，未来增量政策可能集中在供给侧，包括推动新型基础设施的大型项目开工、全面实施“人工智能+”行动和扶持重点科技产业等，对需求侧的增量支持政策可能有限。

货币政策宽松可能性下降。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，央行降息降准的紧迫性有所降低。4月政治局会议公报对货币政策的表述仍是“适度宽松”，但删去了“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”的表述。预示央行短期内将不会降准降息，但将继续保持流动性的合理充裕。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结构性货币工具。我们预计央行降准一次 50 个基点，降息一次 10 个基点的时间点将推迟至四季度。

财政政策将保持积极基调，支持力度整体持平。前 3 个月全国一般公共预算收入同比累计增长 2.4%，快于全年 2.2% 的增速目标。一般公共预算支出同比增长 2.6%，落后于全年 4.4% 目标。前 3 月全国政府性基金收入同比累计下跌 16.2%，落后于全年 0.6% 增长目标，主要受地方政府卖地收入减少拖累。政府性基金支出同比增长 3.1%，落后于全年 5.1% 目标。26 年广义财政赤字将维持在 GDP 的 8% 左右，与 25 年一致。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。

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 DR007 将在目前的 1.35% 左右震荡，LPR 继续按兵不动的背景下，短端利率大概率仍在政策利率下方波动。一方面，央行将继续通过公开市场操作维持流动性充裕；另一方面，信贷需求整体偏弱，资金面缺乏明显收紧压力。

国债收益率可能震荡下行，预计 10 年国债收益率从目前 1.75% 降至 6 月底的 1.73% 左右。在美伊冲突持续，能源价格导致全球通胀明显反弹的情况下，中国债市有所脱敏，4 月 10 年期国债从 1.8% 降至月末的 1.75%，反映债券市场基于内需仍偏弱的情况，对中国再通胀的可持续性存疑。资金面宽松成为 4 月债牛的主要驱动，预计“钱多”导致的配置需求将继续推动长端利率震荡下行。新版业务考核压力下，债券配置思路可能向长端倾斜，提升长债需求。

人民币兑美元保持温和升值但节奏受控。预计美元/人民币汇率可能从目前的 6.84 升至 6 月末的 6.8 和 12 月末 6.78。人民币走强的主要支撑因素来自中国出口和结汇意愿较强，全球去美元化趋势和中美关系的阶段性缓和。但央行的中间价偏高的设定和使用顺周期调控工具等因素意味着人民币升值节奏将不会是单边快升。

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，预计恒生指数和恒生科技至年底可能分别上涨 6.5% 和 5% 左右至 27900 和 5270 点，分别对应 26 年 5.5% 和 -8% 的 EPS 增速和 12.2 和 22.5 倍 PE。港股 25 年下半年以来跑输其他亚太和发展中市场，一方面因主要权重股间外卖大战拖累盈利。另一方面，因目前 AI 叙事交易对硬件科技更为偏好，主要由互联网平台和软件服务等公司为主的港股科技股受到冷落。我们看好在外卖大战告一段落和中国宏观经济基本面温和改善后，港股盈利将在 26 年二季度开始见底回升。港股估值依然不贵，恒生指数动态 PE 为 11.1 倍（数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 4 月 30 日收盘，下同），接近近十年的 10.5 倍均值。恒生科技动态 PE 为 18.6 倍，低于近五年的 23.1 倍均值。市场可能转向结构性机会：1) AI 产业相关的算力硬件、电力基础设施和云服务厂商等；2) 油价中枢中长期抬升带来的新能源出海机会；3) 再通胀带动重点行业龙头利润改善等。我们相对看好港股能源（动态 PE 9.2 倍，ROE 10.5%，未来 2 年平均

EPS 增速 12.5%)、信息技术 (动态 PE 17.5 倍, ROE 13.8%, 未来 2 年平均 EPS 增速 14.5%) 和工业 (动态 PE 12.3 倍, ROE 8.2%, 未来 2 年平均 EPS 增速 17.5%)。

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 2.1% 升至今年 2.2%。上半年经济增速可能反弹, 因为去年四季度联邦政府暂时停摆导致低基数和支出推迟, 而白宫《大而美法案》中家庭退税在 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涨式冲击, 推升通胀同时挤压消费者实际收入和购买力。若能源冲击持续, 可能推动金融条件收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涨、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。

通胀将延续反弹, 但核心通胀可能保持温和。3 月 CPI 因油价上涨而环比大幅增长 0.9%, 同比增速升至 3.3% 创近 2 年新高。但核心通胀环比仅增长 0.2%, 仍保持平稳。由于汽油价格仍在上涨, 4 月通胀可能延续上升, CPI 与核心 CPI 环比增速可能在 0.6% 和 0.3% 左右, 对应同比增速为 3.8% 和 2.7%。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, 由于霍尔木兹海峡仍在停航, 5 月初美国平均汽油价格在高位继续大幅上涨 8.5%。若持续可能推升 5 月 CPI 环比增速 0.3 个百分点, 届时 CPI 同比增速可能超 4.2%。一方面, 这可能导致市场对能源冲击的担忧重燃, 推动市场对货币政策的预期再次收紧。另一方面, 能源供给冲击若从短期扰动演变为持续性通胀压力, 将抬升长端利率和通胀风险溢价, 使风险偏好重新承压, 压制权益市场估值。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, 这意味着美联储在下半年仍有机会 “look-through” 油价带来的短期影响。

宏观政策

我们认为美伊谈判将继续拉锯, 目前谈判走向符合特朗普历来的谈判策略: 一方面, 通过极限施压和高强度威胁以不断测试对手谈判底线, 但另一方面又避免彻底掀翻谈判桌, 仍然保留通话渠道。我们认为本轮谈判的最终成果会是一份利于宣传、能迅速对外宣称胜利的 “特朗普式” 交易结果, 可能是一份将局势降温的局部协议: 双方分阶段放松对霍尔木兹海峡的封锁, 并将最困难的核问题推迟到后续谈判中解决。从历史经验看, 10 年美债收益率接近或突破 4.5%、美债拍卖和二级市场流动性明显恶化, 以及标普 500 累计跌幅扩大

至 15% 以上，通常会显著提高 TACO 概率。本轮事件中，若全美平均汽油价格进一步逼近 5 美元/加仑，并开始显著冲击通胀预期和居民消费信心，也可能成为推动特朗普解决霍尔木兹停航或寻找阶段性妥协方案的重要触发因素。

美国财政扩张力度可能加大。预计美国财政赤字率从去年 5.4% 升至今年 6%。2025 年财政扩张力度下降，全年赤字率从 2024 年 6.9% 降至 2025 年 5.4%，联邦政府经历裁员、减支、关税与暂时停摆。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。

短期内宽松预期收紧，但年内仍有降息可能。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。目前市场对全年货币政策预期为 +8bps，已充分预计全年不降息并计入部分加息可能。但我们认为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，时间可能会在 9 月份。一方面，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。另一方面，新任联储主席更偏好截尾平均通胀率 (Trimmed Mean Inflation) 和中位数通胀率 (Median Inflation)，两个指标都将过滤掉波动较大商品价格的一次性冲击以更好地观察潜在通胀，意味着联储有机会 “overlook” 油价对通胀的一次性冲击。

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%。

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 4 月 V 型回升。随着油价持续高企拖累实际收入和消费者支出，市场可能会开始交易经济增速放缓，美债利率可能震荡下行。

美元可能震荡下行。随着美伊停战并开始谈判，全球地缘政治风险有所下降，4 月美元指数下跌 1.8% 至 98.1。上半年，由于地缘风险反复和油价高企，美元指数高位震荡。下半年，随着美伊冲突进一步缓和，美国经济增速边际放缓，美元指数可能下降至 97。

盈利韧性推动美股延续上升。尽管油价仍然高企，滞胀风险仍存，但一季度强劲的盈利推动美股迅速收复 3 月以来的跌幅并创造新高。26 年一季度美股 EPS 同比大增 28.3%，超出市场预期的 27%，同时 77% 已披露业绩的公司超出市场预期。包括苹果、微软、Meta、谷歌和亚马逊等科技龙头 EPS 增速超 60%，同时能源 (+45%)、科技 (+16%) 和材料 (+13%) 等板块 2026 年 EPS 预测也大幅正向修正。板块上建议杠铃式配置，包括受盈利动能驱动的半导体和 AI 云服务的科技板块和对冲滞胀风险的能源和原材料板块。相对看好半导体硬件 (动态 PE=24.3 倍, ROE 24.3%, 未来 2 年平均 EPS 增速 69%, 数据来自彭博一致预期, 截至 2026 年 5 月 1 日收盘, 下同)、传媒 (动态 PE=24.6 倍, ROE 24.6%, 未来 2

年平均 EPS 增速 15%)、能源 (动态 PE=14.5 倍, ROE 12.5%, 未来 2 年平均 EPS 增速 20.6%) 与原材料 (动态 PE=18.8 倍, ROE 10.3%, 未来 2 年平均 EPS 增速 24%)。

互联网

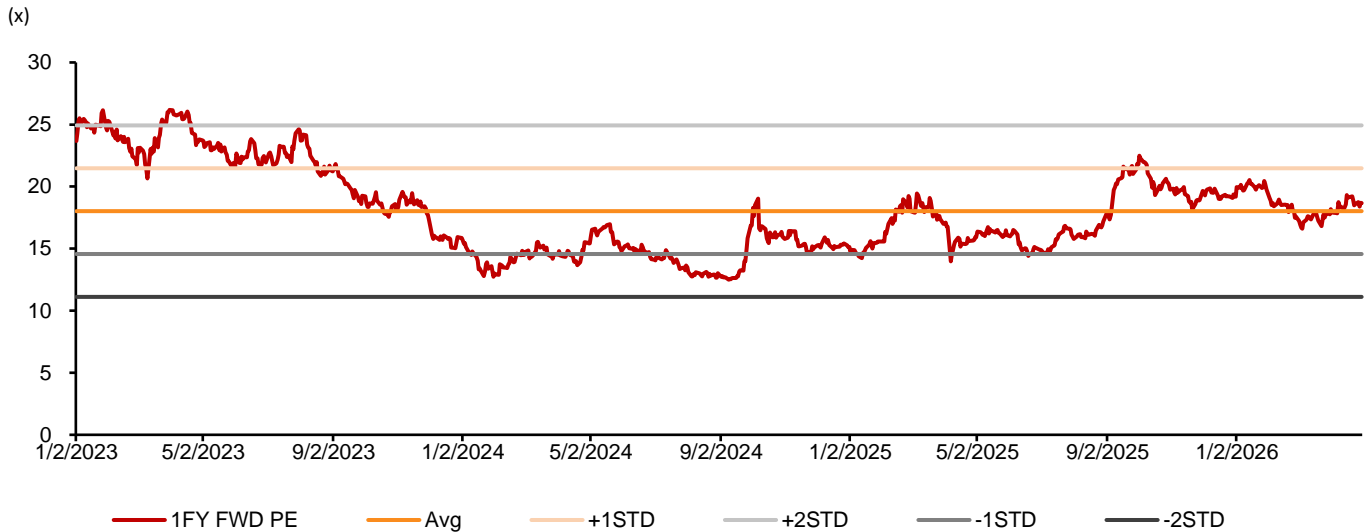
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法乐观

回顾 4 月，地缘政治影响短期缓和如期助推科技板块 risk-on 交易，AI 算力及应用重回交易主线，美股互联网板块中，业绩证明资本开支可以高效推动营收及利润增长的公司重新获得市场偏好。展望 5 月中概互联网业绩期，我们认为资本开支及经营费用相关投入的有效变现亦将是板块的关注重点，C 端 AI 应用仍处于早期获客投入阶段，而 B 端云和广告业务的增量变现起量趋势或将为股价表现的关键催化。AI 主题交易方面，我们建议关注受益于 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。此外，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。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 18.7 倍，与 2023 年以来的平均 PE 基本持平。

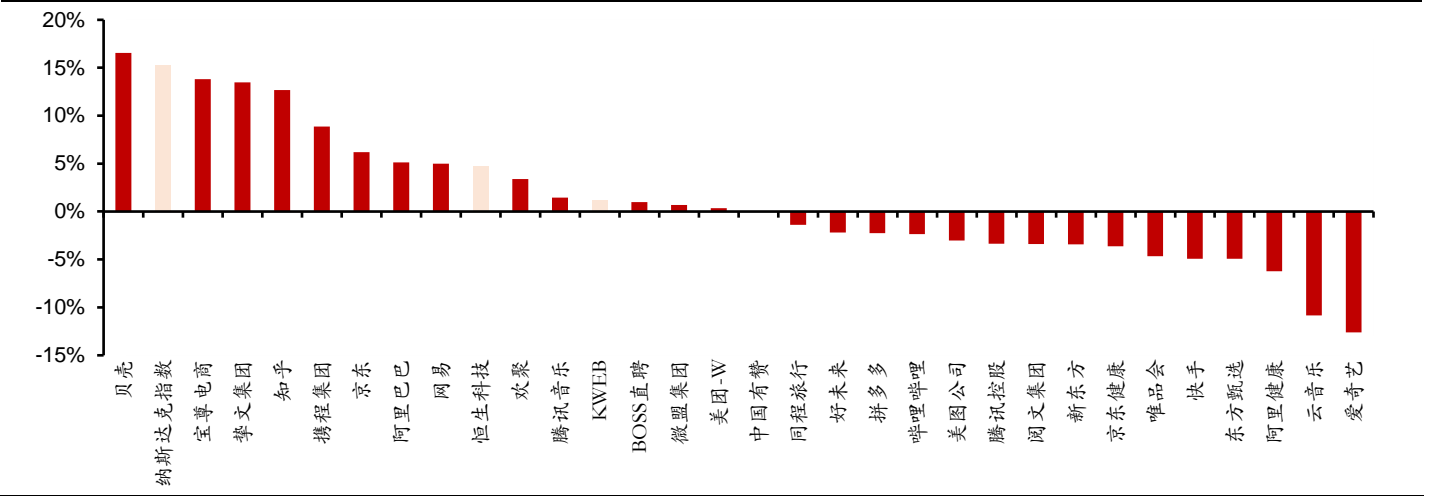
图 2: 恒生科技指数 PE 区间



资料来源：彭博，招银国际环球市场
 注：数据截至 4 月 30 日

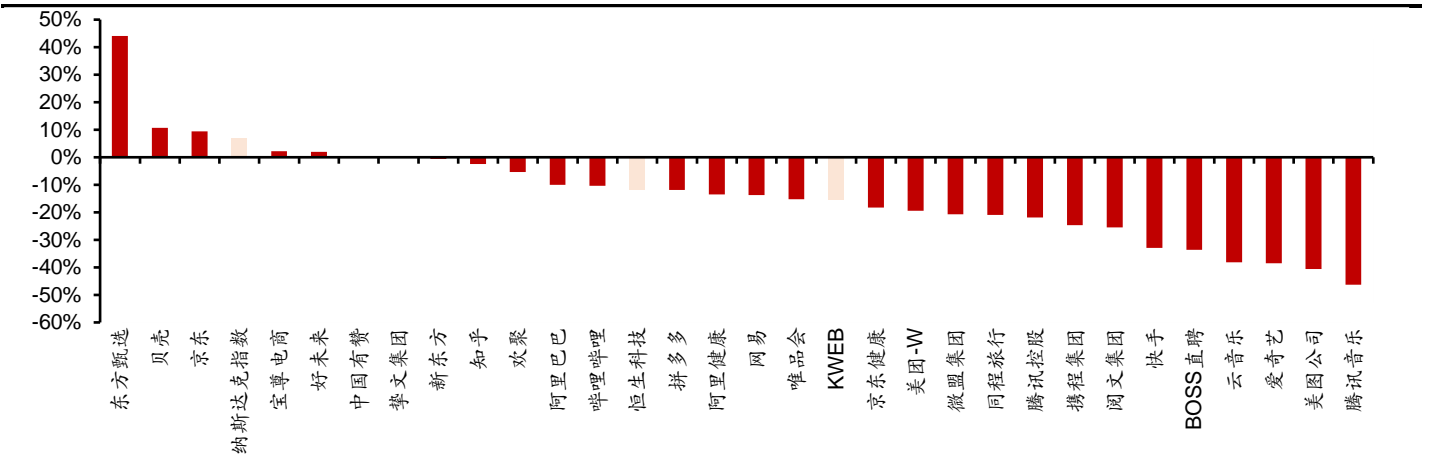
4 月恒生科技指数上涨 5%，KWEB 指数上涨 1%。爱奇艺/网易云音乐/阿里健康 4 月股价承压。爱奇艺将于 5 月 18 日公布 1Q26 业绩，我们预计爱奇艺 1Q26 总营收同比下滑 14% 至 62 亿元，非 GAAP 净亏损 2.49 亿元（去年同期为净利润 3.08 亿元），亏损幅度大于一致预期（1.52 亿元），主要由于公司调整内容发行策略，减少外部渠道内容分发，导致高利润率的内容发行业务收入下滑。

图 3: 2026 年 4 月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 4 月 30 日

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 4 月 30 日

■ 在线游戏: 延续稳健业绩表现

5 月进入游戏公司 1Q26 业绩期, 从 1Q26 游戏业务收入表现看, 我们预计腾讯>网易>哔哩哔哩: 1) 我们预计腾讯 1Q26 游戏收入同比增长 12%, 其中国内/海外游戏收入分别同比增长 10%/16%, 主要得益于常青游戏的稳健表现以及《三角洲行动》的强劲增长; 春节期间常青游戏流水表现良好, 但今年春节较晚导致 1Q26 春节旺季期间流水的收入确认天数略有减少; 3 月重点新游《洛克王国: 世界》表现强劲, 上线后首月内维持 iOS 游戏畅销榜前 10, 有望为公司全年游戏收入增长提供良好支撑。2) 我们预计网易 1Q26 游戏收入同比增长 6%, 主要由于较高的基数效应(漫威争锋/燕云十六声推动 1Q25 游戏收入同比增长 12%) 以及近期较少新游戏推出。后续重点关注《遗忘之海》有望在今年暑期正式上线。3) 我们预计哔哩哔哩 1Q26 游戏收入同比下滑 12%, 主要由于《三谋》进入常态化运营阶段。

■ 在线广告：AI 赋能广告业务

展望 1Q26 广告业务：1) 腾讯：我们预计腾讯 1Q26 营销收入同比增长 18% 至 375 亿元，主要受益于 AI 赋能及视频号广告收入持续强劲增长；2) 哔哩哔哩：我们预计哔哩哔哩 1Q26 广告收入同比增长 25% 至 25 亿元，主要得益于 AI 提升广告商业化效率，叠加来源于 AI 相关行业的增量广告预算；3) 快手：我们预计快手 1Q26 在线营销收入同比增长 9% 至 195 亿元，增速有所放缓，主因投流税影响部分行业广告主预算，此外海外广告收入受巴西支付渠道调整的影响而有所下滑。

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。

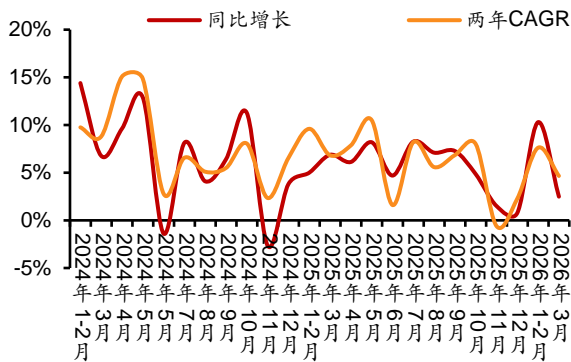
■ 电商：3 月实物商品网上零售额同比增速环比明显放缓

据国家统计局，2026 年 3 月社会消费品零售总额同比增长 1.7% (2M26: 2.8%)，弱于 Wind 一致预期的 2.6%。实物商品网上零售额同比增速环比 1-2 月亦明显降速：2026 年 3 月实物商品网上零售额同比增速 2.5% (2025 年 10 月/11 月/12 月/2M26: +4.9%/1.5%/0.8%/10.3%)；1Q26 合计同比增长 7.5% (1Q25/4Q25: +5.7%/+2.3%)，环比展现修复趋势但增长仍不强；吃类/穿类/用类商品网上零售额 1Q26 分别同比增长 17.2%/11.6%/3.6% (2M26: 20.7%/18.0%/4.7%)，体现 3 月环比 1-2 月有所降速。1Q26 网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.8% (1Q25: 24.0%)。

在国补相关的品类表现方面，家电类目高基数下表现较弱，通讯及电脑同比增速环比加速：2026 年 3 月分品类零售额：1) 家用电器和音箱器材类面临高基数，零售额同比下降 5.0% (2M26: +3.3%; 2025: +11.0%)，1Q26 合计零售额同比持平；2) 通讯器材类零售额同比增长 27.3%，环比加速 (2M26: 17.8%; 2025: 20.9%)，1Q26 合计同比增长 20.8%；3) 文化办公用品类 (电脑处于此类别) 零售额同比增长 15.0% (2M26: 5.8%; 2025: 17.3%)，1Q26 合计同比增长 9.3%。

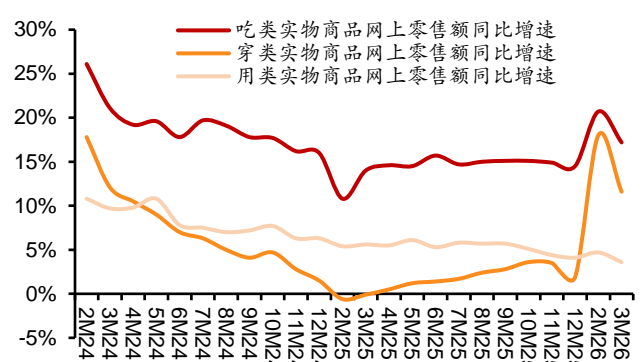
展望电商平台 1Q26 业绩，我们认为实物商品网上零售额同比增速季度间有恢复但月度间有所波动的趋势或已经体现在电商平台的股价中，而 AI 相关业务的增长趋势能否超预期或仍是股价的关键催化。与此同时，核心电商主业的盈利增长能见度及股东回报的展望或仍将是估值水平的关键支撑。

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

在线旅游: 五一假期长途游趋势仍明显

据携程五一出游预测报告,五一假期期间长途游趋势仍明显,且整体出游仍展现出对于品质的需求。从趋势上看,1) 中长线旅游成为主角,据携程预定及预测数据显示,跨省游占比提升至 60.6%;南来北往总人次占比去年同期提升 4.8 个百分点,其中北方前往南方的游客同比增长 28.2%;2) 游客越来越注重品质,携程平台四星级酒店间夜量预定量同比增长 57.6%,五星级酒店间夜预定量同比增长 35.4%。我们认为长途游占比提升及旅游中对于品质需求的注重将利好头部的 OTA 平台,维持对于携程的买入评级。

■ 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》上线后表现强劲,有望支撑公司全年游戏收入增长; 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增长。公司当前估值仅对应 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。“买入”评级。
- 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,我们预计云智能集团 1Q26 收入同比增速将提升至 40% (4Q25: 36%),且有望在 2Q26 进一步加速。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。尽管闪购业务仍将优先市场份额,但受订单结构、用户补贴优化及运营效率提升的推动,我们预计即时零售全年亏损将从 2026 财年(我们预估 880 亿元)大幅收窄至 2027 财年的 440 亿元,并在 2028 财年进一步减半。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,我们基于分部估值法的目标价为 206.1 美元。“买入”评级。
- 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) 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。“买入”评级。

- 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、宏观顺风改善尚需时日，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 公司而言或并不规模经济。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。
- 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 4,960 亿元人民币。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 12x 2027E 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

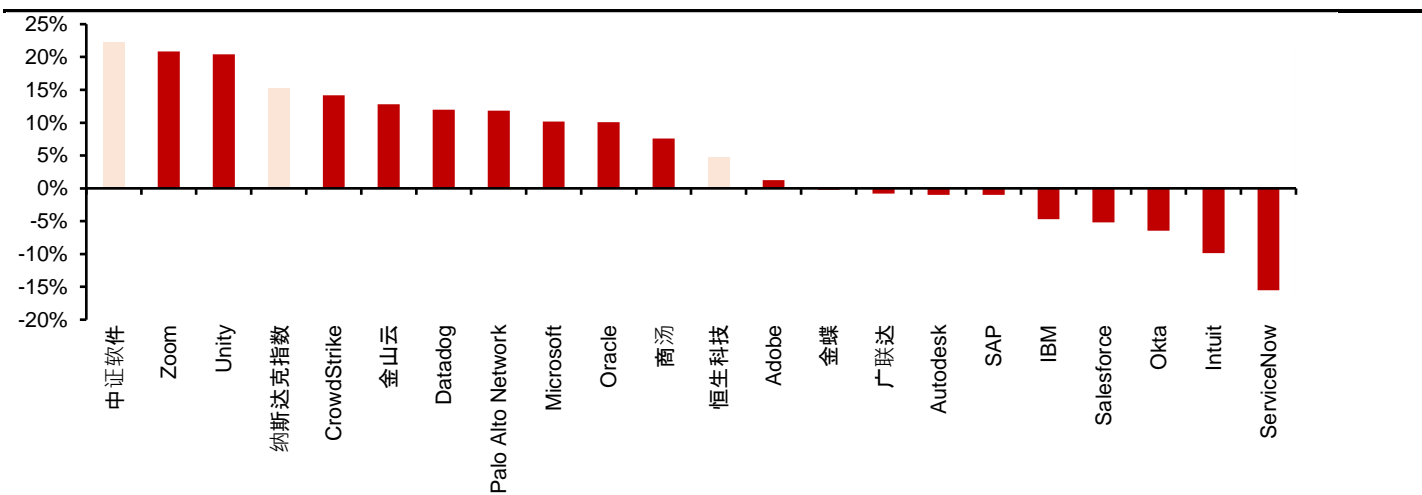
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法中性乐观

我们重申此前观点，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。

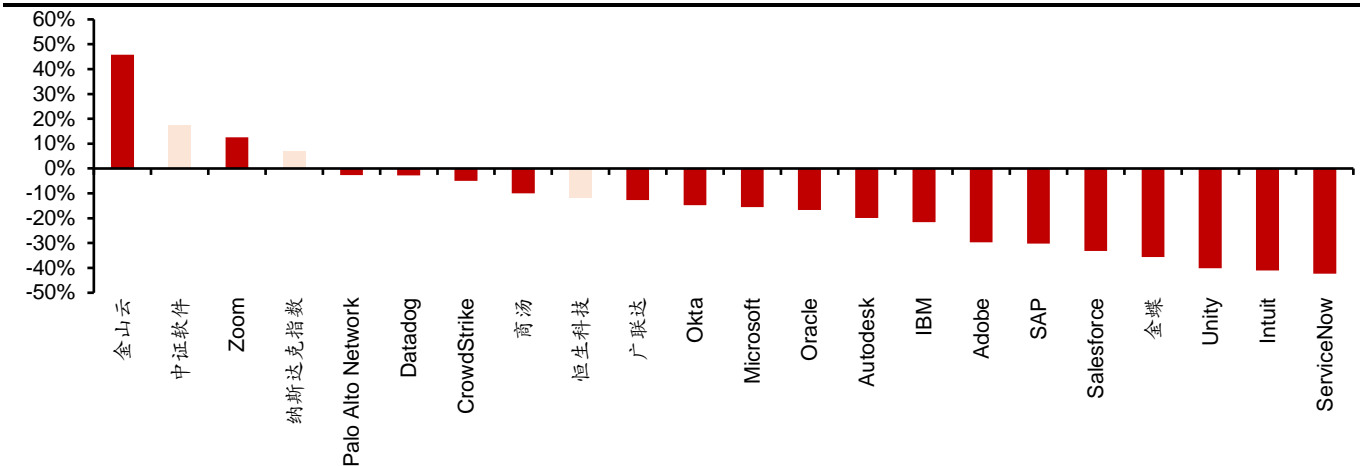
4 月恒生科技指数上涨 5%，纳指上涨 15%。应用软件包括 ServiceNow/Intuit/Salesforce 股价承压，4 月分别下跌 16%/10%/5%。ServiceNow 公布符合预期的 1Q26 业绩，但相对较弱的 2Q26 指引导致股价承压，管理层指引固定汇率下 2Q26 cRPO 同比增长约 19.5%，若剔除 Armis 并购贡献约 125 个百分点，内生 cRPO 增速相较 1Q26 进一步放缓。

图 7: 2026 年 4 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场
注：数据截至 4 月 30 日

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

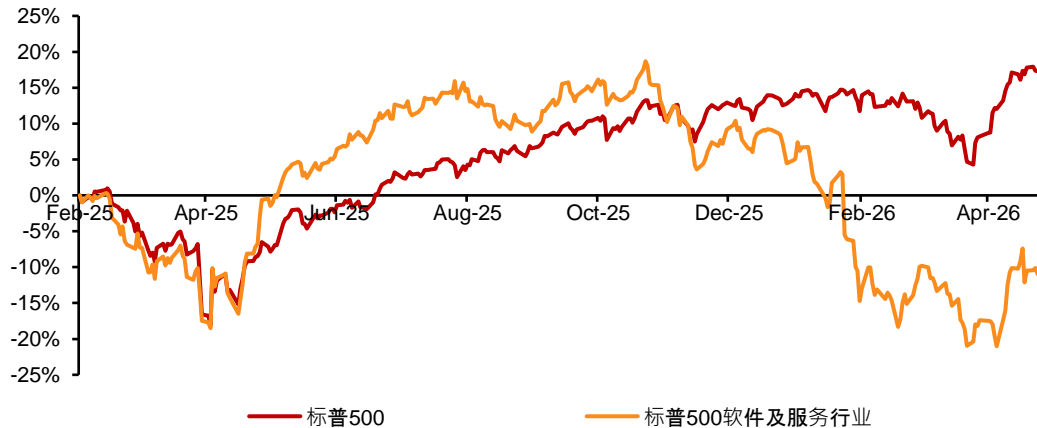
注: 数据截至 4 月 30 日

■ 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

注: 数据截至 4 月 30 日

■ 推荐买入派拓网络、Datadog 和金蝶国际

- 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 15.10 港元, 基于 8.4x 2025 年 EV/sales, 与两年均值加两个标准差一致。维持“买入”评级。

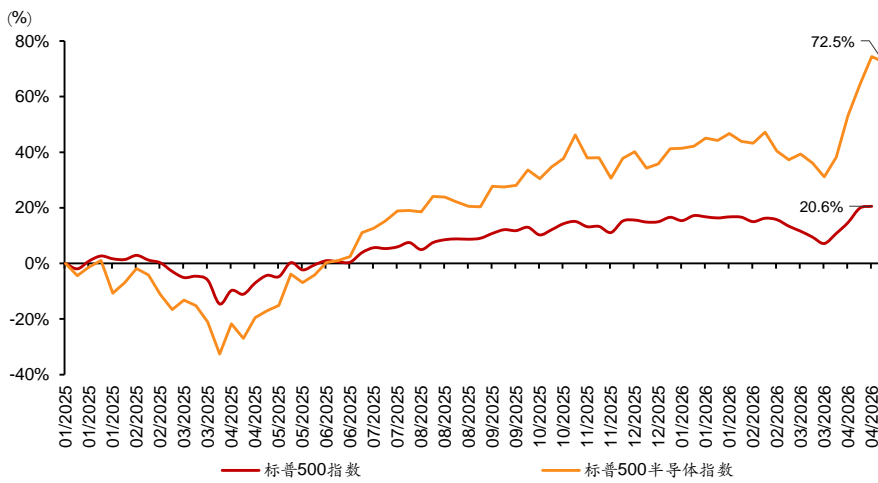
■ **风险提示:** 宏观恢复速度不及预期, 亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

半导体

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

谨慎乐观。4月市场表现显著修复，科技主导反弹。标普500指数4月上涨约10%，费城半导体指数上涨约37%，年初至今涨幅超过48%，显著跑赢大盘。我们认为，本轮反弹一方面反映市场对前期风险溢价上行的修复，另一方面也体现出AI硬件基本面仍具较强支撑。尤其是在主要海外云厂商一季度业绩继续验证资本开支强度、云业务增速维持高位的背景下，市场对AI基础设施投资周期的信心有所恢复。

图 10: 标普 500 vs 标普 500 半导体行业：指数累计收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场；数据截至 2026 年 5 月 1 日收盘

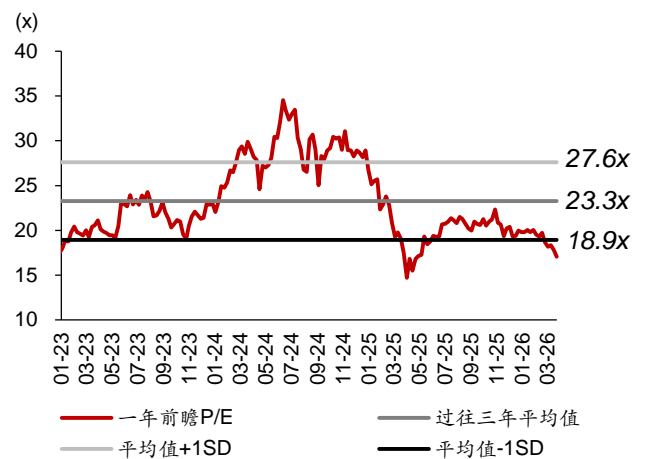
从估值角度看，当前标普 500 半导体指数估值已修复至过去三年平均水平附近，较上个月进一步回升，主要受地缘政治风险阶段性缓和及业绩韧性持续验证支撑。与上个月相比，彭博一致预期下的行业盈利预测继续上修，其中 2026 年 EPS 上调 1.7%，2027 年 EPS 上调 2.4%，显示本轮反弹并非单纯由风险偏好修复驱动，而是有基本面预期改善作为支撑。

图 11: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (4 月)



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 12: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (3 月)



资料来源：彭博，招银国际环球市场

■ 海外半导体：从资本开支扩张走向盈利兑现

❖ 当前海外半导体需求的核心锚仍在 hyperscaler 资本开支的持续扩张，并在 1Q26 业绩中得到进一步验证。四大云厂商当季合计资本开支同比继续大幅提升，同时，云业务维持高增长，其中 Google Cloud 同比增长 63%，Azure 增长约 40%，AWS 增长约 28%，显示 AI 相关算力需求仍处供不应求阶段。与此同时，各家公司均上调全年资本开支指引，进一步强化 AI 基础设施投资的确定性。值得注意的是，在 AI 服务器配置持续向高带宽内存与高容量存储升级的背景下，内存价格上行叠加单位算力内存用量提升，正在抬升单机成本，成为推动资本开支维持高位的重要结构性因素之一。整体来看，本轮 AI 投资周期仍在延续，但市场定价逻辑已开始从投入规模，逐步转向利用率、商业化转化与回报效率。换言之，在当前高投入已被充分预期的背景下，市场更希望看到的是云收入跑赢资本开支，而非单纯依赖资本开支持续上修。

❖ **互连与网络：**光互连从配套环节升级为系统效率核心。建议继续围绕光存共振布局海外 AI 硬件主线，其中光通信仍是当前确定性最强、订单可见度最高的方向之一。近期 Google Cloud Next 进一步验证了这一趋势：Google 新一代 TPU 8t/8i 不再只是单芯片性能升级，而是围绕训练与推理场景进行系统级重构，其中 TPU 8t 通过 Virgo Network 提升 scale-out 能力，单数据中心可连接 13.4 万颗 TPU，并可跨数据中心扩展至超过 100 万颗 TPU；同时 Virgo Network 也将支持 NVIDIA Vera Rubin NVL72 平台，单数据中心可支持 8 万颗 GPU、跨站点接近 96 万颗 GPU 规模。这意味着 AI 基础设施竞争正在从单点算力，进一步走向集群规模、网络带宽与系统调度能力的竞争，光互连在系统中的价值权重将持续提升。

从产业链角度看，训练集群规模扩大、推理负载持续增长以及多数据中心协同，都会显著提升对高速光模块、交换、OCS 及相关网络基础设施的需求。Google 披露 TPU 8t 采用新的 Virgo Network 架构，带来最高 4 倍数据中心网络带宽提升，并将 scale-up 互连带宽提升 2 倍，核心目标是降低大规模 AI 训练中的数据瓶颈。这进一步说明，AI 资本开支的投向正在从 GPU/ASIC 本身，向网络、存储、功率与互连等系统瓶颈环节扩散。对光通信板块而言，需求不再只是 800G/1.6T 代际升级，而是由更大集群、更高带宽密度、更低延迟和更高能效共同驱动的结构扩容。

因此，当前光通信配置逻辑可以进一步强化为：AI 集群规模越大，系统对光互连的依赖越高；云厂商越重视资本开支效率，越需要通过更高带宽、更低功耗和更优网络架构提升算力利用率。我们建议优先关注订单确定性强、客户绑定深、在 800G/1.6T 及硅光方向具备领先布局的光模块龙头，同时关注后续 CPO、NPO、OCS 等新架构对产业链价值量的潜在重塑。整体来看，光通信已从 AI 服务器配套环节，升级为决定集群扩展效率与资本开支回报的核心基础设施。

❖ **配置建议：**首选中际旭创（300308 CH），关注英诺赛科（2577 HK）。在 AI 基础设施从单点算力扩张走向系统效率优化的背景下，我们建议优先关注产业链中具备高确定性、强客户绑定与明确技术迭代方向的核心环节。中际旭创对应 AI 集群扩张下的光互连瓶颈，随着 Google 等云厂商推进 TPU 新架构与更大规模 scale-out 网络，800G、1.6T 及后续硅光方案需求有望持续释放。更重要的是，公司在上游核心器件供应、客户长期绑定及产能交付方面具备更强稳定性，相较同业更能应对当前光芯片、激光器等环节的紧平衡，是我们在光模块领域的首选标的。英诺赛科则对应 AI 数据中心功率密度提升下的电力效率瓶颈，随着谷歌、英伟达等推动更高效供电架构，GaN 器件在 AI 服务器与 800VDC 等场景中的战略价值提升，公司已切入英伟达及谷歌相关供应

链，具备从消费、工业向 AI 数据中心延伸的成长弹性。整体来看，中际旭创与英诺赛科分别代表光互连与功率半导体两条系统级增量主线，是海外 AI 硬件资本开支持续扩张下值得重点关注的配置方向。

■ 中国半导体：国产算力进入兑现期，制造瓶颈强化设备与互连价值

❖ 国产算力从主题交易进入业绩验证期。寒武纪（688256 CH，未评级）、海光（688041 CH，未评级）、摩尔线程（688795 CH，未评级）、沐曦（688802 CH，未评级）等国产 AI 芯片公司陆续披露 1Q26 业绩，收入端普遍高增。寒武纪 1Q26 收入 28.9 亿元，同比增长 160%，归母净利润 10.1 亿元，同比增长 185%；海光信息收入 40.3 亿元，同比增长 68%，归母净利润 6.9 亿元，同比增长 36%；摩尔线程收入 7.4 亿元，同比增长 155%，并实现季度归母净利润转正；沐曦收入 5.6 亿元，同比增长 75%，亏损同比明显收窄。我们认为，这一变化说明国产算力已不再只是产品验证和国产替代的中长期叙事，而是开始进入收入兑现、盈利改善和交付能力验证阶段。后续市场关注点将从“能否适配”进一步转向“能否稳定交付”，包括先进制程产能获取、客户结构、软件生态成熟度以及大规模集群部署能力。

❖ DeepSeek V4 发布强化国产算力生态闭环，低成本推理有望带动多平台放量。

DeepSeek V4 发布的意义不只在模型能力升级，更在于其对国产算力生态的牵引作用。一方面，DeepSeek V4 已针对华为昇腾进行适配，并带动字节、腾讯、阿里等国内大厂加速锁定华为 Ascend 950PR 芯片订单，反映国产算力正在从备选方案走向实际采购与部署。另一方面，根据 TrendForce，华为昇腾、寒武纪、海光信息和摩尔线程等国产 AI 芯片厂商均在 DeepSeek V4 发布当天完成 Day 0 适配，说明国产模型与国产芯片之间的协同正在从单点合作，逐步走向多平台生态共振。

更重要的是，DeepSeek V4 的开源与低成本推理特征，有望降低下游客户部署 AI 应用的经济门槛。对于政企、互联网和行业客户而言，模型成本下降意味着 AI 应用的投资回报更容易跑通，从而带动推理需求扩张；而多家国产芯片完成适配，则意味着客户在国产算力采购中不再只依赖单一平台，国产 GPU、GPGPU 与 AI 加速卡都有机会参与增量需求。换言之，DeepSeek V4 带来的不是单一芯片厂商的订单催化，而是低成本模型、国产芯片适配和本土客户采购共同推动的国产算力需求扩容。

❖ 制造端仍是核心瓶颈，设备与先进封装确定性更强。短期来看，国产算力产业链的核心矛盾仍在供给端。需求侧由 DeepSeek V4 进一步打开后，先进制程产能、良率爬坡、封装能力及关键设备可得性将决定国产算力的实际交付节奏。这也意味着，国产算力放量越快，制造端和设备端的战略价值越高。我们认为，设备仍是中国半导体中确定性较强的配置底仓，尤其是刻蚀、薄膜沉积、清洗、量测等国产替代加速环节。北方华创作为平台型设备龙头，有望持续受益于国内晶圆厂扩产、先进制程国产化推进以及外部管制趋严下的供应链安全诉求。

❖ 配置建议：以设备与互连为底仓，关注国产算力兑现节奏。在配置上，我们建议继续采取结构性配置思路：一是以北方华创（002371 CH）为代表的设备龙头，受益于制造端国产替代和国内晶圆厂资本开支释放；二是以中际旭创（300308 CH）为代表的光模块龙头，受益于海外 AI 资本开支扩张、光互连需求提升以及自身供应链稳定优势；三是关注生益科技（600183 CH）、深南电路（002916 CH）等 AI 服务器 PCB 与材料链条，受益于高速互连、HDI 升级和高端材料国产化；四是关注国产算力芯片在 2026 年的放量节奏，但更应重视产能获取、客户结构与收入质量，而非单纯交易国产替代预期，推荐天数智芯（9903 HK）。整体来看，中国半导体板块的核心机会仍在确定性

资产与弹性资产的组合，其中设备、光模块和 PCB 材料提供基本面支撑，国产算力芯片提供中期成长弹性。

- **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（002916 CH，买入）、英诺赛科（2577 HK，买入）、天数智芯（9903 HK，买入）。

科技

| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

乐观，尽管上半年地缘政治与宏观通胀压力持续，但全球科技产业链结构性分化与高端化突围趋势愈发清晰。一方面，AI 基建的强劲需求正从云端向边缘侧传导，推动服务器、光模块等上游硬件进入量价齐升的景气周期；另一方面，端侧 AI 正从概念走向规模化应用落地，AI 手机、AI PC 和 AI 眼镜等设备有望在下半年迎来密集发布，开启新一轮换机周期。展望全年，我们继续看好 AI 终端创新、基础设施建设升级与汽车电子持续渗透将提供强劲的结构增长机遇。建议关注：1) AI 算力基础设施：算力需求持续高企，光模块、高速连接器、液冷散热及服务器代工等环节壁垒高，竞争格局优，看好核心供应商业绩弹性；2) 端侧 AI 与汽车电子：AI 大模型在手机/PC 等终端部署有望驱动硬件规格全面升级，重点关注光学、声学、散热及结构件等环节创新机遇；同时，汽车智能化持续发展，舱驾一体与高阶智驾渗透率提升，有望带动相关电子零部件量价齐升。总体而言，我们建议关注立讯精密（002475 CH）、鸿腾精密（6088 HK）和比亚迪电子（285 HK）等具备核心卡位优势的头部企业。

1) 智能手机/PC/端侧 AI：AI 创新推动换机周期，高端化引领复苏

展望下半年，智能手机市场在经历上半年的库存调整后，有望在 Q3 迎来传统旺季。尽管存储等核心元器件成本仍处于高位，但高端市场需求展现出较强韧性。苹果即将发布的 iPhone 18 系列预计将深度集成生成式 AI 功能，有望刺激新一轮换机需求。安卓阵营中，华为、小米、OPPO、vivo 等头部厂商亦将 AI 作为旗舰机型的核心卖点，AI 手机有望成刚需。折叠屏手机市场在铰链、UTG 玻璃等技术成熟与成本下降的推动下，渗透率持续提升，成为高端市场的重要增长点。随着微软 Windows 12 的发布预期以及英特尔、AMD 新一代 AI 处理器的量产，各大 PC 品牌商正密集推出 AI PC 新品。AI PC 在本地化处理、隐私保护和个性化体验上的优势，有望对冲宏观经济带来的消费疲软，推动市场结构性复苏。

零部件方面，高端化竞争对光学、散热及结构件提出更高要求。在光学创新上，潜望式长焦镜头在旗舰机型中加速普及，玻塑混合镜头、可变光圈等技术创新成为差异化竞争的关键。在散热与结构件上，AI 应用的高算力需求催生了更强的散热要求，VC 均热板、石墨烯等散热方案价值量提升；钛合金中框在高端机型中的渗透率有望进一步扩大。

展望下半年，端侧 AI 正迈入规模化落地的关键期。在智能眼镜方面，Meta、苹果、谷歌等科技巨头加速布局，我们预计 2026 年全球 AI 眼镜出货量将强劲增长。其中，Meta 的 Ray-Ban 智能眼镜持续热销，验证了 AI+眼镜的市场潜力；华为、小米等厂商亦在加速推进 AI 眼镜项目；Rokid、XREAL 等创业公司通过技术迭代和价格下探，不断拓宽消费级市场。此外，在智能耳机方面，开放式耳机成为新增长引擎，AI 语音助手的深度集成将重塑人机交互体验。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、AIoT 创新且具备核心卡位优势的供应链环节将迎来价值重估。

2) 服务器：AI 基建需求持续高景气，产业链进入技术升级与产能扩张共振期

展望下半年，全球 AI 服务器市场需求依旧旺盛。北美云服务商（CSP）资本开支持续向 AI 倾斜，微软、谷歌、亚马逊等均上调了 2026 年的 AI 基础设施投资预算。同时，以

CoreWeave 为代表的新兴 AI 算力租赁厂商也在加速扩张，进一步推高了对高端 AI 服务器的需求。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，我们预计有望带动核心零部件与上游零部件量价齐升。1) 组装：AI 服务器架构日趋复杂，对系统组装厂的研发能力和供应链管理提出极高要求，行业集中度进一步提升，头部代工厂商业绩确定性高。2) 高速互联：为满足 GPU 集群间的高速通信需求，高速连接器、背板等产品的价值量显著提升，技术壁垒高的供应商将深度受益。3) 散热：随着芯片功耗突破风冷极限，液冷散热方案正从“选配”变为“标配”。冷板式液冷渗透率快速提升，浸没式液冷也开始在部分超算中心试点，相关产业链迎来快速发展期。

3) 汽车电子：舱驾一体与智驾平权快速落地，国产关键零部件迎来发展机遇

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。整体来看，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、比亚迪电子

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

2) 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。我们预计，随着 AU 相关收入在 2026-2027 财年贡献的增加，公司估值有望迎来进一步重估。

3) 比亚迪电子 (285 HK)：我们认为公司 2026 年增长动力主要来自于：1) 智能终端：苹果业务稳定，高端安卓增长及向游戏/智能家居/工业机器人领域扩张；2) 汽车：随母公司汽车销量增长及智能座舱/ADAS/智能悬架/热管理渗透并实现出货量增长；3) AI 计算：目标营收达数十亿元人民币，由 AI 服务器、液冷（冷板于第二/三季度量产）及高压电源/连接/UQD（2027 年预计）所驱动。我们维持“买入”评级。

■ 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4月面临压力，恒生消费指数过去一个月（4月1日至4月30日）下跌0.37%。主要受耐用消费品、日常消费零售等拖累，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) 美伊停火谈判目前陷入僵局，霍尔木兹海峡封锁及冲突重启风险仍存，地缘政治不确定性将持续扰动市场风险偏好；2) 五一假期文旅市场全面升温，据交通部预计，五一期间全社会跨区域人员流动量将达15.2亿人次，创历史同期新高。短期来看，五一期间旅游热情火热，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）**；另外建议关注外在形象提升及悦己相关的**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

4月销量同环比持续修复，零跑销量创历史新高。我们跟踪的12家车企于5月1日公布销量，12家车企4月新能源车销量合计环比增长8%，同比持平。4月，极氪和零跑销量表现最为亮眼，极氪销量3.2万台，同比增长132%，延续今年以来强劲的销量增长态势；零跑销量7.1万台，创历史新高，环比增长43%，同比增长74%。蔚来销量2.9万台，同比增长23%，增速开始放缓。理想销量3.4万台，同比持平。小鹏销量3.1万台，同比减少12%，已经上市的四款增程车型（X9、G6、G7、P7+）未能带来显著增量。

图 13: 重点车企于5月1日公布的2026年4月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	4月销量(台)	同比变化%	环比变化%	1-4月销量(台)	YTD 同比变化
比亚迪	314,100	-15.7%	6.2%	1,003,093	-26.2%
长城	26,898	-6.9%	21.8%	80,312	-12.6%
蔚来	29,356	22.8%	-17.3%	112,821	71.0%
理想	34,085	0.4%	-17.0%	129,227	1.9%
小鹏	31,011	-11.5%	13.1%	93,693	-27.4%
小米*	31,000	8.4%	44.6%	111,856	7.1%
极氪	31,787	131.6%	8.4%	108,824	97.4%
吉利银河	91,001	-5.8%	10.0%	329,860	-7.4%
零跑	71,387	73.9%	42.7%	181,542	41.2%
广汽埃安	32,727	15.6%	-14.5%	105,597	8.2%
东风岚图	15,146	51.2%	0.8%	49,038	36.0%
长安深蓝	33,187	64.8%	4.6%	88,887	1.2%
鸿蒙智行	32,759	-1.7%	23.2%	145,468	27.1%

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

北京车展闭幕，新能源主导，“本土化”加速合资品牌智电转型。今年北京车展共展车1,451台，新能源车型占比突破80%，创历史新高。其中首发车181款（去年同期上海车展首发车163款）、概念车71款。大众中国计划2026年在华推出超20款新能源车，日产宣布未来一年将在中国推出5款新能源车型，宝马新世代iX3长轴版70%操作代码由中国团队开发，奔驰全球首发的纯电GLC与Momenta合作开发智能辅助驾驶系统。

4月新车密集发布上市，大车竞争进入白热化。根据我们的统计，4月共上市19款新车（含换代），其中C级以上车型13款。我们预计2026年上市的新车中，近45%都将是C级以上车型，2024和2025年该比例分别为34%和36%。预计5-6月上市的重点车型：魏牌V9X、哈弗猛龙Plus、海豹08、秦MAX、大唐、钛7、理想L9、蔚来ES9、乐道L80、小鹏GX、小米YU9、启境GT7、奥迪E7X。

图 14: 4 月上市新车汇总

品牌	车型	动力形式	尺寸	售价 (万元人民币)	上市时间
银河	银河 M7	插混	紧凑型 SUV	11.98~14.78	4 月 28 日
吉利	博越 REV	增程	紧凑型 SUV	10.79~12.09	4 月 1 日
极氪	极氪 8X	插混	中大型 SUV	35.68~42.68	4 月 17 日
坦克	坦克 700	插混	中大型 SUV	42.80~50.80	4 月 20 日
零跑	零跑 D19	纯电/增程	大型 SUV	21.98~26.98	4 月 16 日
奇瑞	风云 T9L	插混	中型 SUV	12.99~18.69	4 月 13 日
星途	星途 EX7	纯电/增程	中大型 SUV	19.99~26.39	4 月 19 日
埃安	埃安 N60	纯电	中型 SUV	10.98~12.98	4 月 28 日
尚界	尚界 Z7/Z7T	纯电	中大型轿车	21.98~30.98	4 月 22 日
智己	智己 LS8	增程	中大型 SUV	26.18~31.18	4 月 16 日
阿维塔	阿维塔 06T	纯电/增程	中型轿车	21.99~27.99	4 月 22 日
问界	问界 M6	纯电/增程	中大型 SUV	25.98~29.98	4 月 22 日
日产	日产 NX8	纯电/增程	中大型 SUV	15.99~18.49	4 月 8 日
奥迪	奥迪 A6L e-tron	纯电	中大型轿车	30.98~43.98	4 月 10 日
大众	ID.ERA 9X	增程	大型 SUV	29.98~34.98	4 月 25 日
大众	与众 08	纯电	中大型 SUV	22.99~28.99	4 月 16 日
凯迪拉克	Vistiq	纯电	大型 SUV	46.88~50.88	4 月 22 日
别克	至境 E7	插混	中型 SUV	15.49~19.49	4 月 22 日

资料来源: 公开信息、招银国际环球市场

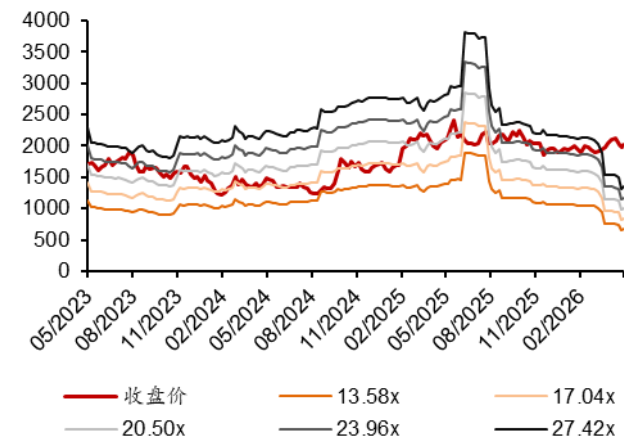
港 A 两地上市车企一季度业绩收官: 吉利汽车 (175 HK, 买入) 一季度净利润 42 亿元, 超预期, 主要得益于毛利率和费用管控超出预期。一季度吉利销量 70.9 万台, 位居中国所有车企之首。我们将 2026 年销量预测上调 10 万台至 350 万台, 主要源于出口业务的乐观前景。随着出口销量占比提升、产品组合改善 (极氪品牌销量占比提升) 和持续降本, 我们上调 2026 年毛利率预测至 17.7%, 净利润预测至 209 亿元。**比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入)** 得益于海外销量占比提升至 46%, 一季度收入和毛利率超预期, 叠加研发支出管控严于预期和汇兑损失高于预期, 一季度净利润达 41 亿元, 略超我们的预期。全年来看, 虽然我们仍维持 500 万台的销量预测, 但上调海外销量 10 万台至 160 万台, 海外销量占比提升有望支撑毛利率韧性。同时过去四年较低的研发资本化率也减轻了摊销负担, 提高盈利韧性。因此我们将 2026/2027 年净利润预测上调至 379 亿元/463 亿元。**长城汽车 (2333 HK/60163 CH, 买入)** 一季度剔除报废税影响的核心盈利基本符合预期。尽管原材料成本上市, 长城汽车毛利率已经连续两个季度超预期。受益于出口增长、“归元”平台及产品组合改善, 我们预计全年毛利率同比扩大 0.1 个百分点至 18.1%。长城计划 2026 年推出约 12 款车型, 主要来自基于“归元”平台的魏牌和欧拉车型, “归元”平台零部件共通化率近 85%, 随着更多新车型的推出, 新平台的降本效果将在 2027 年得到更充分的体现。**广汽集团 (2238 HK/601238 CH, 买入)** 一季度亏损 6.6 亿元, 自主品牌和合资品牌盈利能力均好于预期。2024 年底开始启动的降本增效措施成效开始显现, 毛利率和销管费用管控超预期。一季度长期股权投资收益 (主要是来自丰田和本田的投资收益) 11.6 亿元, 创 2Q24 以来的新高。

■ **推荐买入吉利汽车和正力新能**

- 1) **吉利汽车 (175 HK)**：前四月，极氪累计销量 10.9 万台，同比增长 97%，累计出口 28.6 万台，同比增长 151%。随着新能源出口和高端车型放量加速、规模效应和品牌整合协同带来的持续降本，能有效对冲原材料成本上升压力，全年利润率同比仍有提升空间，有望实现销量和盈利的双重提升。
- 2) **正力新能 (3677 HK)**：4 月 14 日全面解禁后，老股东抛压显著缓解，控股股东自愿锁定股份 12 个月，彰显长期信心。4 月 22-24 日，我们组织了管理层在香港和深圳的非交易路演，管理层对全年 30GWh+ 出货量充满信心，且原材料涨价压力基本能通过价格联动机制传导至下游，公司 3 月已经开始满产。我们认为市场还没有完全意识到公司的长期价值，去年底新增产线效率会更高，成本控制会更好，历史负担轻的后发优势仍将驱动公司获得行业领先的盈利能力。

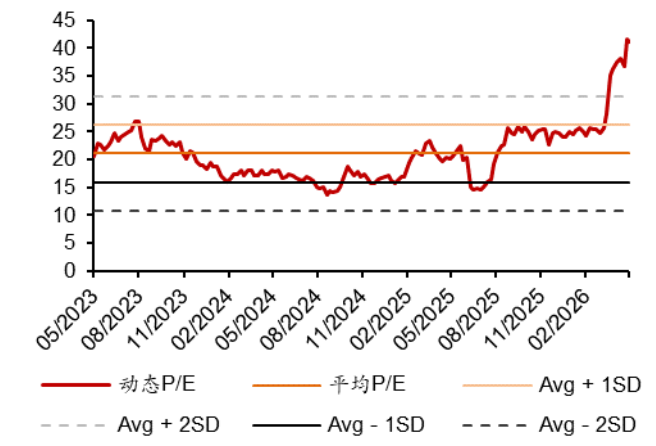
■ **风险提示**：新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争及价格战超预期，原材料价格上涨超预期，新车型的定价和市场反馈弱于预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

图 15: 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 16: 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

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

我们统计了 197 家已经公布 2025 年度业绩的 A 股及港股医药上市企业相关数据, 其中 Biotech 公司的平均收入增长 28%, 且龙头 Biotech 企业进入持续盈利阶段。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。此外, 龙头 Pharma 企业坚定转型创新研发, 研发投入庞大且仍在持续增长, 由此将带来丰富的研发管线布局, 从而增强 BD 出海的竞争力。我们认为, 目前投资人主要基于笼统的 PE 倍数给予中国 Pharma 估值, 显著低估了其管线价值, 因此中国大型 Pharma 公司具备系统性的管线价值重估机遇。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。我们认为, 政策定位由“战略性新兴产业”向“新兴支柱产业的”跃升, 预示着全链条政策红利将持续释放, 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

推荐买入翰森制药 (3692 HK)、信达生物 (1801 HK)、三生制药 (1530 HK)、加科思 (1167 HK)、药明康德 (603259 CH)、药明合联 (2268 HK)。

1) 翰森制药: 公司业绩稳健增长, 2025 年创新药销售额同比增长 29.5%至 102.4 亿元, 超越管理层设定的百亿目标。公司的全球对外授权逐步常态化, 自 2023 年底以来, 多款资产实现授权出海, 包括 B7-H3/B7-H4 ADC (GSK)、口服 GLP-1 (默沙东)、GLP-1/GIP (再生元) 及 CDH17 ADC (罗氏)。2025 年公司另有 8 款新药 (含 BTK、EGFR/c-Met ADC 等) 进入临床。公司的创新管线亦在快速推进中, 例如 HS-20093 (B7-H3 ADC) 正开展二线小细胞肺癌全球/中国三期及骨肉瘤中国三期临床, 预计 2026 年国内申报上市; 近期亦启动了经治非鳞 NSCLC 的中国三期; GSK 也将在 2026 年积极推进 HS-20089 (B7-H4 ADC) 的五项海外 III 期临床试验。此外, 翰森将在全年迎来更广泛的临床数据读出, 包括 TYK2 抑制剂、EGFR/cMET 双抗、口服 IL-23 多肽和口服 GLP-1 等项目的临床数据。

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。信达生物正在开展 IBI363 治疗免疫耐药鳞状非小细胞肺癌 (sq-NSCLC) 的全球 III 期 MRCT, 并于近期在中国启动了针对三线 MSS 型结直肠癌 (CRC) 的 III 期临床试验。针对免疫耐药非鳞状 NSCLC (nsq-NSCLC), 概念验证研究已经完成, 正在计划开展 III 期 MRCT。关键在于, IBI363 在一线 NSCLC 和 CRC 的 Ib/II 期 PoC 研究已完成剂量优化并进入随机对照研究阶段, 预计将于 2026 年获得 PoC 数据。其中, 针对一线 NSCLC 的初次披露数据将在 ASCO 上公布。在一线 NSCLC 和 CRC 两项适应症取得积极结果, 信达生物/武田计划启动对应的

III 期 MRCT。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) 三生制药：截至目前，辉瑞已启动 10 项全球临床，包括 2 项全球 3 期临床，并明确还将在 2026 年启动 2 项全球 3 期临床，包括首次与 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。在 2026 ASCO 会议上，三生制药将公布 707/PF'4404 单药一线治疗 NSCLC 和联合化疗一线治疗 EC 的中国 II 期更新数据。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，SSS67 (ActRIIA/ActRIIB) 已获得美国 FDA 和中国 NMPA 的 IND 批准。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。

4) 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 临床研究的 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 临床研究中观察到的 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。

5) 药明康德：公司的 CRDMO 一体化商业模式助力公司连续抓住全球重磅药物业务机会。在此业务模式下，前端药物发现和开发业务持续为下游 CDMO 引流，公司管线覆盖全球广泛的药物领域和大批客户，允许公司洞见行业趋势并前瞻性的建设产能，公司因此先后抓住新冠口服药、多肽及口服小分子 GLP-1 等全球爆款商业化机会。1Q26 小分子 D&M 板块收入激增 80.1%，成为公司新的增长引擎。TIDES 业务作为 CRDMO 模式自然延伸，全年预计增长约 40%。截至 1Q26，持续经营在手订单同比增长 23.6% (剔除汇率影响增长 29%) 至 598 亿元，同时 1Q26 新签订单增速超 25%。基于此，公司计划提前启动常州新基地建设，涵盖小分子与 TIDES 产能，其中 TIDES 产能在年底有望达到 13 万升 (25 年底为 10 万升)。基于公司在研发能力和产能上的优势，我们持续看好药明康德作为全球小分子 CDMO 龙头在全球医药外包市场的长期竞争力。

6) 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 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。4月房地产销售出现两个层面的分化，1) 新房二手房分化，一线核心城市二手房率先显现回暖迹象。根据冰山大数据，北京、上海4月二手房实时成交分别突破1.5万、2万套，同比涨27%、15%。新房同样呈现核心城市局部走强特征。北京、上海新房网签套数4月同比分别涨84%、14%。截至5月3日，我们追踪的30城新房成交面积年初至今同比跌11%，14城二手房成交面积同比跌4%，体现单月一线城市回暖、整体大盘仍处承压的特征。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11%，三线城市跌13%。板块表现方面，过去一个月（4月1日至4月30日）恒生地产及物管指数上涨6.5%，内房股指数上涨7.7%，跑赢恒生指数（+1.9%），尽管当期存在地缘政治纠纷引发大盘震荡、行业整体销售复苏不及预期、头部房企风险事件发酵等多重负面扰动，地产板块依旧走出较为显著的估值修复行情。展望二季度以及三季度，短期维度，5月板块处传统销售淡季，淡季行情较旺季更有指向意义，建议关注成交套均价变化以及套均面积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低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

■ **风险提示：**购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

保險

| 馬毓澤 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 中性乐观。2Q 权益边际反弹将提升盈利弹性；负债端期交结构改善驱动 NBV 较快增长

2026年4月保险股反弹，主因市场风险偏好回暖及1Q权益市场波动拖累净利增长的预期已充分体现，保险II（申万）4月增长3.6%，较3月下降11.2%后反转。Wind香港保险指数4月增长5.4%，于各类金融子板块中表现最好，指数年内降幅收窄至-1.9%。4月，金融板块中证券和多元金融指数反弹明显，证券II（申万）、非银金融（申万）指数和多元金融（申万）指数分别增长5.2%、4.6%、4.1%，银行指数小幅回落，银行（申万）-0.6%/股份制银行II（申万）-3.0%。看好2Q权益边际反弹带动盈利增长的空间，支撑板块估值修复。我们维持保险在非银金融中的首推排序，板块推荐顺序依次为保险>证券>多元金融。寿险方面，我们预计2026年分红险将主导新单保费占比，头部险企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仍具备吸引力，未来保障型分红险产品的推出将进一步适配客需多样性。从2026年1-3月保费收入数据看，行业负债端呈现三大趋势：1) 居民保险储蓄需求依旧旺盛，驱动寿险1-3月保费稳健增长；2) 健康险在医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，新单期交占比提升、更长缴费期限及保障期限产品，叠加保障型分红险产品的推出，利好险企新业务价值率保持稳健。1Q26上市险企新业务价值延续较高增长，得益于新单结构中期交占比大幅提升和分红险销售主导持续压降保证成本。我们预计上市险企2026年寿险新业务价值有望在高基数基础上延续双位数的增长，银保战略价值进一步凸显，个险NBV同比提升。

财险方面，1-3月财险保费规模达3,815亿元，同比下降1.3%；3月单月保费规模1,410亿元，同比下降1.3%，增速环比上月提升2.9个百分点，主要受车险及非车险单月保费增速回暖的影响。具体来看，1-3月车险保费同比-0.4%至2,226亿元，3月单月车险保费同比+0.6%至808亿元，因乘用车及新能源新车销量边际回暖。3月，国内乘用车及新能源车销量同比-2.3%/+1.2%（对比2月：-15.4%/-14.2%）。非车保费增速放缓，1-3月非车险保费同比增长5.3%至3,075亿元，3月单月非车保费同比+2.7%至1,180亿元（2月：+0.3%）。分险种看，3月责任险/农险/健康险/意外险/其他险种保费分别同比+2.3%/-1.5%/+10.1%/+12.2%/-10.2%（对比2月：-4.3%/-14.0%/+10.2%/-0.6%/-10.5%），意健险成为支撑财险非车保费增长的最大动力，1-3月财险健康险保费同比+16.3%，延续高增长，体现医商保合作深化背景下，商业健康险发展的长期韧性及增长潜力。展望2026年，我们预计行业车险保费将延续低单位数增长，增速与新车销量增速匹配，件均保费将基本企稳。老三家新能源车险承保盈利进一步稳固；车险费用率改善抵补赔付率上行的潜在负面影响，车险COR有望稳步下行。非车险保费增速稳健，COR有望于年内显著改善，但短期部分险种保费收入增速或受扰动。

资产端方面，港股9家上市险企2025年增配FVOCI股票合计超过6,080亿元，是2024年增配总额2,800亿元的2倍之多；二级权益中交易类股票（TPL）增配超6,100亿元，较2024年1,450亿元大幅上行。4月沪深300/恒生指数反弹8.0%/4.0%，与1Q26下滑趋势形成鲜明对比，1Q26权益投资波动拖累净利增长的影响已于股价中反映，看好2Q权益回暖驱动投资收益上行带动盈利增长的空间。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，上市险企有望于年内把握利率高点加仓长债配置和高息股配置。

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上行空间。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：86 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：34 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保险 (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)。

■ 风险提示

监管政策大幅趋紧；权益市场波动加剧；长债收益率快速下行；分红险新单销售不及预期，代理人规模大幅下滑；新车销量显著回落，新能源车险 COR 恶化，行业竞争加剧；自然灾害赔付骤增等。

资本品

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

工程机械和重卡板块4月份总体上走势振荡，原因在于中东局势推升油气价格以及物流成本，尽管部分在中东区内交付的时间被延长，但总体影响有限。此外，1Q26业绩总体上受到人民币大幅升值而出现汇兑亏损，但我们认为这是拓展海外业务所面对的必然过程，总体上对投资主线未构成破坏。

细分领域方面，1Q26 AIDC相关的发动机需求超预期，卡特彼勒（CAT US, NR）1Q26业绩优于预期，并上调了2030年电力设备销售目标（从2024年的2倍以上上调至3倍以上），显示AIDC的中期需求将保持强劲并且能见度高。此外，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。

■ 工程机械核心观点：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。海外方面，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%。

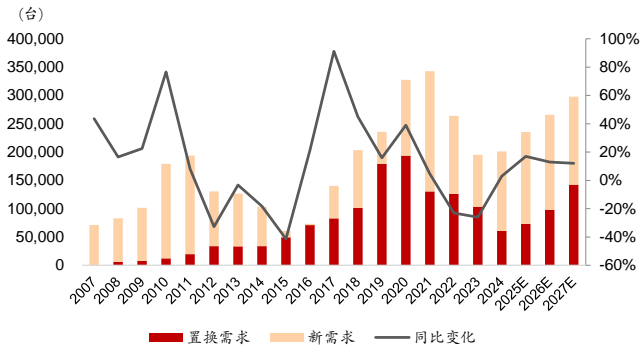
非土方机械：国内汽车和履带起重机销量自2025年中以来不仅实现同比转正，最近数月呈现强劲增长态势。我们相信这主要由于：（1）设备更换周期启动；（2）核电与风电等能源建设领域需求增长。我们预计今年汽车起重机总销量（国内+出口）将实现同比增长10%。鉴于其更换周期刚刚启动（较土方机械滞后约一年），我们判断2026年之后更换需求还将进一步放量。

图 17: 2026 年 3 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	37,402	24,101	13,301	26%	23%	32%
轮式装载机	17,026	9,521	7,505	22%	17%	31%
其他机械						
汽车起重机	2,957	1,914	1,043	26%	33%	14%
履带起重机	402	121	281	15%	-12%	32%
塔式起重机	475	216	259	-29%	-33%	-24%
叉车	175,971	120,611	55,360	15%	12%	22%
高空作业平台	21,130	8,211	12,919	-5%	-22%	11%

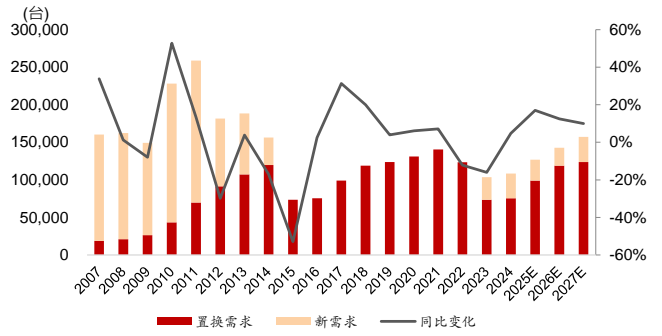
资料来源: 中国工程机械工业协会, 招银国际环球市场

图 18: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



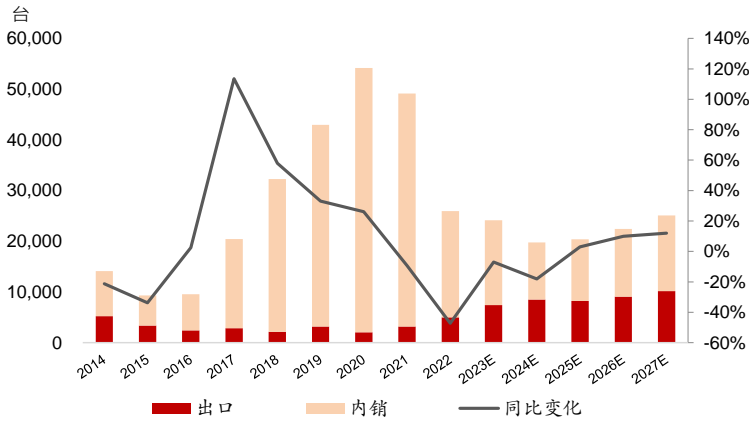
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

图 19: 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 20: 招银国际环球市场汽车起重机销量预测

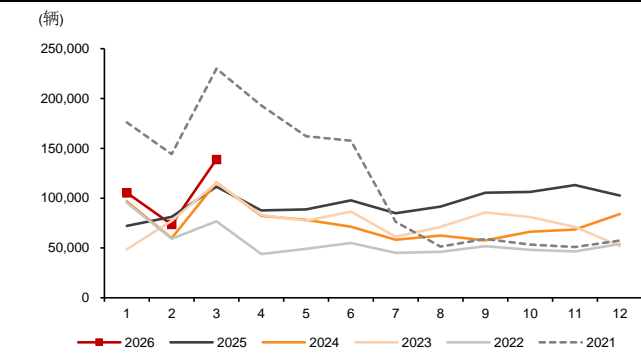


资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

■ 重卡：需求受三大因素拉动

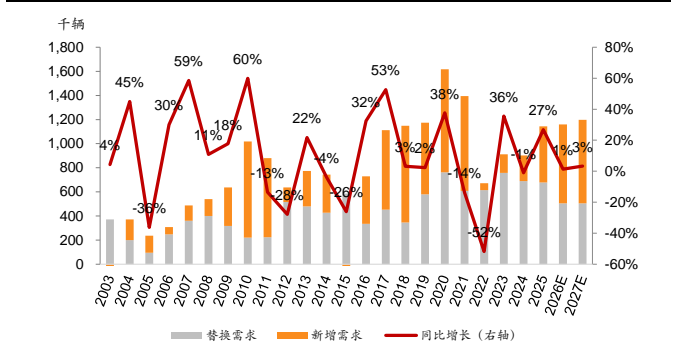
我们维持对2026年重卡需求的乐观预期，预计需求将保持在110万辆以上的高位，主要得益于换代驱动的上升周期（2017-21年销量创历史新高）、设备更新政府补贴政策的延续以及持续强劲的出口。

图 21: 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 22: 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。潍柴 1Q26 电力相关发动机 (尤其是 AIDC 备用电源发动机销量同比增长 2.4 倍) 的强劲增长显示潍柴正稳步把握 AIDC 领域的增长机遇。

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背景下成为受惠标的, 公司海外矿卡在手订单显著增长, 从 3 月份的 36 亿元人民币增至 4 月中旬的 45 亿元人民币。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。国内市场方面, 起重机械的复苏趋势明确, 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) - 在挖掘机油缸和泵阀需求拉动下, 外加墨西哥产能放量, 我们预期恒立的收入增速将持续加快, 同时看好公司人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力, 继续成为中期重要的增长动力。

中国重汽 (3808 HK, 买入) - 我们看好重汽在重卡出口的强大增长潜力, 除新兴市场外, 重汽正在通过与奥地利斯太尔汽车合作拓展欧洲市场。根据我们对在手订单的测算, 我们预计今年上半年重汽出口量将同比增长 30% 以上。国内方面, 更新换代的上升周期, 加上以旧换新补贴政策的延续, 将为重卡内需带来支持。

■ 风险提示

1) 国内非土方机械销量复苏力度低于预期; 2) 海外需求意外放缓; 3) 原材料价格/运费上涨过快对毛利率构成潜在压力。

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。