

## 策略观点

### K型分化

- **宏观：**中国经济外热内冷，出口和制造业受益于全球 AI 投资景气和新能源替代需求而保持稳健，居民消费和固定资产投资因以旧换新需求透支和财政支出收紧而放缓，房地产市场仍然低迷。货币政策宽松预期降温，财政支持力度减弱，政策取向更侧重于保留空间，以应对下半年经济潜在下行压力。人民币兑美元将震荡走强，继续看好港股原材料、信息和科技工业板块。美国经济表现超预期，制造业周期性改善、服务需求韧性和 AI 资本开支仍对经济形成支撑。市场开始完全计价美联储年内加息一次，但我们认为加息可能性仍较低，因单独货币政策对能源供给导致的通胀作用有限、CPI 可能会在 5 月后见顶回落和就业市场并未过热等因素。尽管存在宏观逆风，强劲盈利和 AI 投资景气推动美股延续上涨，但板块集中度更加提升，可能导致波动幅度上升。推荐杠铃型配置以把握 AI 结构性增长机会并对冲滞涨风险，看好半导体硬件、软件、能源和原材料板块。
- **互联网：**回顾 5 月，市场交易主线集中于 AI 带来增量价值、稳健的盈利增长及基本面表现具备改善空间的标的。展望 6 月，我们推荐围绕三条主线展开选股：1) 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)**，持续推进更大参数模型研发以及 C 端 AI 智能体应用落地的**腾讯 (700 HK)**；2) 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**网易 (NTES US)**、**携程 (TCOM US)**；3) 市场交易情绪已经触底，核心主业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标的，如**美团 (3690 HK)**、**拼多多 (PDD US)**。
- **软件及 IT 服务：**回顾 5 月，美股板块表现印证我们此前观点，即软件公司短期的业绩受到 AI 的影响有限，但行业在估值修复的过程中展现分化趋势，中长期具备不可替代性的软件公司及受益于 AI 发展的公司表现显著跑赢行业，网络安全及基础设施软件中的龙头公司股价表现尤其突出。在此类公司估值或已经较为充分计入市场乐观预期的情况下，我们认为相较于乐观情绪的进一步大范围扩散的情形而言，交易仍集中于确定性受益于 AI 大趋势的标的或为更可能出现的情况。我们建议关注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，且业绩显现较为明显的边际变化。综合考虑估值与基本面表现，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)**，美国软件板块推荐**微软 (MSFT US)**。
- **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。5 月以来，全球半导体板块延续上涨，科技成长继续主导市场表现。与上个月更多由风险溢价回落和前期超跌修复驱动不同，当前行情的核心支撑正在切换到 AI 基础设施基本面持续验证、盈利预期上修以及系统链价值重估。我们认为，AI 硬件投资主线正在发生三点变化。第一，需求维度从季度订单走向 GW 级算力容量规划，说明 AI 资本开支已经进入中长期基础设施建设周期。第二，产业价值从单点器件供给，扩散到服务器整机、整柜交付、网络互连、存储容量、电源液冷和先进封装等系统瓶颈环节。第三，配置框架从单纯追逐高弹性主题，转向筛选订单能见度、产品升级、客户结构和盈利兑现能力更强的方向。

海外策略上，重点关注 AI 基础设施从资本开支扩张走向系统效率竞争，主线包括 CPU/主机侧计算能力、定制化 AI 加速器、网络互连、服务器交付、存储和光通信。国内策略上，重点关注海外 AI 系统链向 A/H 供应链的映射，主线从传统的算、存、光进一步升级为 AI 服务器系统链，包括光通信、PCB/CCL、服务器整机/ODM、存储、国产算力、设备材料、电源液冷、连接器和先进封装。整体来看，板块仍具备结构性机会，但经历 5 月上漲后，部分热门方向预期已经较充分。后续超额收益将更多来自产业趋势向订单和利润的转化，而不是单纯风险偏好扩张。

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

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)**。

- **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性增长机遇。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)**等核心企业。

- **消费**：乐观。板块在5月面临压力，恒生消费指数过去一个月（5月1日至5月31日）下跌5.57%，主要受日常消费零售、食品饮料以及家庭用品等拖累，反映了市场对消费复苏力度的担忧。二季度板块仍将受多重因素博弈：1) 5月央行、发改委、商务部密集出台促消费组合政策，央行落地5000亿元服务消费专项再贷款定向赋能酒店文旅行业，全国范围内加快汽车、家电大宗消费品以旧换新落地，离境退税新政落地增厚免税消费弹性，顶层政策自上而下托举消费，但居民房产资产缩水、收入预期偏弱的中长期约束仍在；2) 五一国内出游人次与总花费同比增长3.6%和2.9%，增速较今年清明假期（6.8%和6.6%）明显回落，阶段性佐证线下消费复苏节奏走弱。伴随暑期旅游旺季将至，线下消费有望迎来边际改善。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)**和**巨子生物 (2367 HK)**等。主线三出海的突破性进展将显著提升上述标的配置价值。

- **汽车**：5月新能源车销量环比持续改善，我们跟踪的12家车企合计销量环比增长11%，同比增长6%。其中，比亚迪在连续8个月同比下滑后实现同比持平，环比增长20%，随着新车型交付及出口提升，未来有望重回同比正增长；吉利旗下极氪品牌表现亮眼，1-5月累计增长93%，高端化进程顺利。造车新势力方面，零跑和蔚来受益于新车爬坡（D19、A10；乐道L80），销量创历史新高或维持高增；小鹏预计随GX交付及下半年Mona SUV上市将迎来明显改善；理想面临大六座/五座市场竞争加剧，短期压力较大。展望后市，国内“稳价提质”竞争格局下，海外市场仍是重要增长点，头部车企出口放量将驱动批发销量增长。业绩层面，一季度虽受季节性因素影响造车新势力全员转亏，但成本管控超预期，预计二季度起盈利将逐季改善，零跑、理想全年有望保持盈利，蔚来亏损大幅收窄，小鹏汽车业务盈利能力改善，人形机器人和Robotaxi拉动估值提升。建议关注：1) 整车首选**吉利汽车 (175 HK)**，新能源矩阵完善叠加出口加速，极氪高端化顺利，有望实现量利齐升；2) 电池板块关注**正力新能 (3677 HK)**，解禁抛

压缓解，管理层信心充足，满产状态下成本控制优势凸显，长期价值被低估。

- **医药**：近期医药板块有所回调，年初至今（2026年6月2日）MSCI中国医疗指数累计下跌4.8%，跑输MSCI中国指数0.4个百分点。这可能是由于科技板块表现强劲，与医药板块形成流动性“跷跷板效应”，叠加医药板块估值与预期的消化与再平衡。同时，地缘政治的扰动也可能一定程度影响了市场情绪。但我们判断行业基本面并未发生重大改变。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。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。在2026 ASCO年会上，中国创新药展现出强劲势头，共有13项研究入选LBA。其中，康方生物的HARMONI-6研究入选全体大会（Plenary Session），是中国本土创新药首次获此殊荣。整体而言，这些临床数据凸显了中国创新药企日益提升的全球竞争力和研发成熟度。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**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。5月房地产销售出现两个层面的分化：1）新房与二手房分化，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5月二手房实时成交分别突破1.6万、2.5万套，同比涨16%、19%。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5月同比分别涨15%、5%。截至5月31日，我们追踪的30城新房成交面积年初至今同比跌9%，14城二手房成交面积同比跌0.16%，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8%，三线城市跌13%。板块表现方面，过去一个月（5月1日至5月31日）恒生地产及物管指数下跌1.8%，内房股指数下跌0.6%，跑赢恒生指数（-3.6%），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，地产板块仍相对大盘实现估值层面的超额修复。展望二季度以及三季度，短期维度，6月仍为板块传统销售淡季，后续建议关注核心城市二手房成交均价及套均面积变化，关注需求结构是否由刚需向改善逐步切换；估值层面，板块仍处于修复通道，超额收益的延续有待基本面实质改善的进一步验证；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**：2Q26权益反弹驱动盈利回升，资产负债增强利好估值反弹。我们维持对2026年行业负债端量价改善、新业务价值在产品和渠道结构调整下延续双位数正增长的预期。1Q26投资收益拖累各家险企净利润增长，市场风格轮动导致主动权益持仓下降叠加宽基赎回效应，从基本面和资金面上造成板块短期估值承压。1Q26险企权益投资规模延续增长，核心权益环比提升3.5%至5.9万亿元，显示在市场波动下险资仍在入市。2Q26 A股权益市场回暖，截至5月底，沪深300指数较1Q26反弹10%，有望带动险企利润在同比低基数下显著回升。人身险方面，负债端NBV有望延续增长，受益于

渠道和产品结构改善，其中居民储蓄需求支撑保费增长，期交占比提升利好价值率维持稳健。财险方面，车险保费放缓，但件均保费受承保结构调整的影响降幅收窄；车险综合成本率有望在费用率持续压降基础上小幅改善；非车险保费以个人意健险为主要增长驱动，非车险综合成本率有望在新产品备案后逐步改善。中长期看，我们认为商业健康险及长护险有望在医商保合作深化和银发经济的带动下，成为行业负债端又一大万亿级增长点。资产配置方面，1Q26 部分险企把握年初利率高点增配债券并持续扩大权益敞口，预计 OCI 占比将进一步提升，险资对权益红利和交易债配置兴趣增强；中长期看，资产负债利好板块估值向上。当前板块估值位于过去 10 年历史低分位，资金结构导致基本面与股价背离，看好板块在 2Q 盈利修复下的反弹机会。推荐买入中国平安 (2318 HK)、中国人寿 (2628 HK)、友邦保险 (1299 HK)、保诚 (2378 HK)。

- **资本品：**AIDC 电力设备板块 5 月份总体走势在高位振荡，但我们认为结构性增长趋势确定性高。我们在 5 月份东方电气 (1072 HK/600875 CH，未评级) 的反向路演中得知目前北美燃气机需求强劲 ([报告链接](#))。AIDC 发动机方面，我们继续看好潍柴动力 (2338 HK/000338 CH，买入) 电力业务的估值重估。此外，在全球金属价格高企的有利背景下，矿山资本开支上升将继续拉动矿山设备的需求，看好 1Q26 业绩后已大幅回调的三一国际 (631 HK，买入)。工程机械和重卡板块 5 月份总体上走势处于振荡回调态势，原因在于中东局势推升油气价格以及物流成本、人民币升值以及板块轮动所致。我们认为近期的回调已较大程度反映相关因素，目前看到的行业销售数据增长 (特别是海外) 并未出现需求大幅转差。同时，头部工程机械企业已公布上调售价，将一定程度缓解毛利率压力。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)。此外，我们继续看好恒立液压 (601100 CH，买入)，在 6 月初的生产基地调研中了解到目前液压产品下游需求强劲，以及人形机械人关键零部件滚珠丝杠具备巨大的增长潜力 ([报告链接](#))。

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 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
腾讯	700 HK	互联网	买入	453.20	750.00	65%	12.9	11.7	3.0	19.5	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	119.70	220.10	84%	19.0	12.1	1.2	6.7	0.0%	
携程	TCOM US	互联网	买入	47.04	83.00	76%	10.8	9.6	1.0	9.5	0.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	120.73	155.00	28%	12.4	11.4	N/A	22.4	0.0%	
美团	3690 HK	互联网	买入	77.20	138.00	79%	N/A	15.2	N/A	N/A	0.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	81.93	154.8	89%	7.7	6.1	1.4	21.3	0.0%	
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	7.54	15.10	100%	50.1	32.6	2.7	5.3	0.0%	
微软	MSFT US	软件 & IT服务	买入	403.41	616.40	53%	25.0	20.4	N/A	33.4	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	1180.00	1080.00	N/A	46.8	30.6	N/A	66.1	0.2%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	617.10	540.00	N/A	57.6	40.3	N/A	18.7	0.2%	
生益科技	600183 CH	半导体	买入	147.47	90.00	N/A	57.2	40.7	N/A	21.6	1.5%	
深南电路	002916 CH	半导体	买入	395.96	288.00	N/A	52.3	38.6	N/A	27.0	0.0%	
天数智芯	9903 HK	半导体	买入	515.50	694.00	35%	N/A	636.6	N/A	N/A	0.0%	
英诺赛科	2577 HK	半导体	买入	65.70	75.00	14%	N/A	1670.3	N/A	N/A	0.0%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	69.34	75.55	9%	2.7	2.5	N/A	17.4	0.0%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	7.80	7.42	N/A	22.2	16.0	2.3	11.1	0.0%	
江南布衣	3306 HK	消费	买入	19.51	23.30	19%	9.5	8.8	3.3	36.7	0.0%	
波司登	3998 HK	消费	买入	4.25	5.55	31%	10.5	9.0	2.7	27.3	9.3%	
李宁	2331 HK	消费	买入	18.00	23.02	28%	13.6	12.1	1.4	9.1	0.0%	
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	42.26	60.88	44%	23.3	21.1	9.0	41.3	3.0%	
华润饮料	2460 HK	消费	买入	8.08	11.09	37%	14.3	11.8	1.1	10.5	0.0%	
锅圈	2517 HK	消费	买入	2.13	4.80	125%	9.7	7.7	1.4	16.1	8.7%	
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	31.20	54.68	75%	106.2	90.7	3.5	26.0	0.0%	
颖通控股	6883 HK	消费	买入	2.03	3.49	72%	9.2	7.3	1.6	23.9	9.7%	
巨子生物	2367 HK	消费/医药	买入	27.36	38.70	41%	12.9	11.5	N/A	19.0	4.7%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.57	27.00	45%	8.4	7.4	1.6	20.7	4.7%	
正力新能	3677 HK	汽车	买入	6.66	18.00	170%	10.3	7.3	1.6	16.5	0.0%	
瀚森制药	3692 HK	医药	买入	28.56	46.41	62%	26.0	24.4	3.9	15.6	1.5%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	73.15	113.86	56%	51.8	32.1	4.9	9.6	0.0%	
三生制药	1530 HK	医药	买入	15.41	34.87	126%	17.8	20.8	1.1	6.8	1.7%	
加科思	1167 HK	医药	买入	4.33	10.34	139%	N/A	N/A	N/A	38.1	0.0%	
药明康德	603259 CH	医药	买入	93.48	143.00	53%	14.8	12.5	3.0	22.4	2.1%	
药明合联	2268 HK	医药	买入	45.84	82.00	79%	25.7	19.5	3.9	17.1	0.0%	
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.97	24.00	50%	15.8	12.9	N/A	8.3	0.0%	
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	41.58	53.58	29%	18.5	17.0	5.1	28.3	5.4%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.51	6.55	45%	11.8	10.3	N/A	12.6	6.4%	
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.50	32.06	36%	8.9	8.3	3.1	36.2	8.8%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	56.90	86.0	51%	6.0	5.6	0.8	13.4	5.9%	
中国人寿	2628 HK	保险	买入	27.38	34.0	24%	5.0	4.6	0.9	20.7	3.8%	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.00	112.0	58%	11.7	10.4	2.0	17.9	3.0%	
保诚	2378 HK	保险	买入	99.80	137.8	38%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	36.82	45.1	22%	19.2	16.2	2.7	14.8	2.9%	
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	30.35	40.2	32%	19.7	18.6	N/A	13.7	0.0%	
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	122.50	125.00	2%	47.1	39.1	8.4	18.9	0.9%	
三一国际	631 HK	资本品	买入	7.55	18.90	150%	7.8	5.7	1.4	19.4	8.0%	
中联重科	1157 HK	资本品	买入	7.98	9.10	14%	10.8	9.7	1.0	9.0	6.2%	
中联重科	000157 CH	资本品	买入	7.62	11.80	55%	11.7	10.4	N/A	8.5	0.0%	
三一重工	6031 HK	资本品	买入	21.80	29.50	35%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
三一重工	600031 CH	资本品	买入	19.92	27.00	36%	17.8	15.7	1.9	10.8	2.8%	
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	44.48	46.00	3%	13.1	11.8	N/A	17.2	3.1%	

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场; 数据截至 2026 年 6 月 10 日上午 11:15

## 宏观策略

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

### 中国

#### 宏观经济

经济数据延续分化，出口与制造业延续景气，内需仍较疲软。高频经济活动指数从4月的1.57小幅降至5月的1.54。进出口活动延续小幅放缓，中国港口集装箱吞吐量5月同比增长从4月的7%降至2.9%。韩国与越南受电子产品和AI硬件等提振，5月出口额延续大幅增长。中国出口可能保持结构性景气，但总量承压。工业企业盈利延续改善，前4月利润增速回升至18.2%，创近5年新高，主要受上游资源品如有色金属采矿、制造业中AI硬件相关的有色金属冶炼、计算机和电子设备、以及化工产品、运输设备等相关行业提振。货运量方面，铁路货运、货车通行量和快递揽投量同比反弹，航空货运因成本上升而同比回落。需求端仍较疲软，乘用车销量在5月同比跌幅扩大至24.1%，家电和家具等其他大宗消费增速自3月以来开始加速收缩。展望第二季度，经济增速可能因同比基数较高而从一季度的5%降至4.7%，整体延续K型分化：出口和制造业产出将保持稳健，特别是AI硬件产业链和新能源设备等，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，固定资产投资因财政支出收紧保持下行。

上游价格率先再通胀，但下游消费需求仍偏温和。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%、1.7%和0.6%。4月PPI回升至2.8%，创22年7月以来最大升幅，主要是受能源价格上涨带动石油和化工、塑料等行业价格回升，但下游消费品价格环比仍在下跌。4月CPI同比增速延续回升，但主要受汽油价格大幅上涨推动，而食品、服务和耐用品等价格仍然疲弱。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&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。

房地产市场见顶回落。新房销量重回收缩，全国30重点城市5月销量同比增速从4月的5.8%降至5月的-3.5%，其中一线和三线城市同比增速放缓至11.6%和-23.7%，二线城市回升至-0.2%。整体较2018-2019年同期销量的恢复率小幅下降，从4月的45.2%降至44.7%。二手房销量延续回升，5月12个代表性城市二手房销量同比增速从4月的11.3%升至18.2%，但较2019年同期恢复率从110%降至5月的100%；房价延续下跌，4月全国一手房与二手房环比均下跌0.2%，其中一线城市环比有所反弹，二三线城市继续下跌。全国5月二手房挂牌价跌幅普遍扩大，显示房地产市场仍在探底；新房库存减少带动去化周期小幅下降，但5月新房库存去化周期仍在21.3个月的历史高位，其中一线城市11.8个月，二线城市39.8个月。4月全国家庭中长期贷款出现3408亿元的负增长，反映居民提前还贷和房贷需求的疲软。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，但量价下跌幅度将收窄，意味着房地产对电器和家具大类商品消费仍有拖累。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政策可能包括放宽限购、减税降费和加大城中村改造力度等。

## 宏观政策

货币政策宽松可能性下降。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今年四季度左右。由于近期价格水平持续回升，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。最新央行货币政策执行报告与 4 月政治局会议一致，货币政策表述中删去“降准降息”，仅强调“灵活运用多种货币政策工具”。我们认为未来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。由于信贷需求疲弱和资金面流动性极其充裕，央行 3 月以来逆回购、MLF 和国债买卖净投放中连续收回过剩流动性超 1.5 万亿元，通过削峰填谷的方式保持了整体流动性的合理充裕。

财政政策支持力度有所减弱。全国一般公共预算收入同比累计增长从前 3 月的 2.4% 增至前 4 月 3.5%，快于全年 2.2% 的增速目标。一般公共预算支出累计增长从 2.6% 降至 1.3%，落后于全年 4.4% 目标。全国政府性基金收入同比累计下跌从 -16.2% 降至 -18.9%，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。政府性基金支出累计同比从 3.1% 下降至 -2.7%，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，仅与 25 年持平，财政支持力度实际上边际减弱。从政府债融资来看，2026 年 1-5 月政府债发行量同比增长 12.3%，但净融资同比下跌 10.7%。背后核心原因是到期偿还规模大幅攀升，大量借新还旧债务无法形成新增财政支援。展望未来，财政仍有空间适时加力，一方面地方政府债务结存限额仍有近 1.2 万亿元空间，同时下半年有可能提前下达 2027 年度的新增政府债务限额，以应对经济下行压力或外部冲击。

## 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的合理充裕；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 1.71% 降至年底的 1.6% 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，整体收益率持续震荡下行，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 4-5 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。由于经济内生动能持续减弱，我们认为央行年内仍有降息可能，将推动国债利率下行，整体收益率曲线牛平。

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 6.78 升至 12 月末的 6.7。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。

预计恒生指数和恒生科技至年底可能分别上涨 8.2% 和 4.3% 左右至 27700 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 6 月 2 日收盘，下同），接近近十年的 10.5 倍均值。恒生科技动态 PE 为 18.9 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。我们相对看好港股原材料（动态 PE 9.6 倍，ROE 15.7%，未来 2 年平均 EPS 增速 50.1%）、信息技术（动态 PE 18 倍，ROE 14.8%，未来 2 年平均 EPS 增速 14.9%）和工业（动态 PE 13 倍，ROE 8.1%，未来 2 年平均 EPS 增速 18.1%）。

## 美国

### 宏观经济

美国全年经济增速可能先升后降，预计 GDP 增速从去年 2.1% 升至今年 2.2%。上半年经济增速可能反弹，一、二季度 GDP 同比增速可能分别达到 2.6% 和 2.4%。去年四季度联邦政府暂时停摆导致低基数和支出推迟至一季度，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。2026 年科技龙头近 1 万亿美金 Capex 推动数据中心建设活动景气，私人投资中设备与知识产权投资增速在一季度大幅上升，制造业 PMI 自 26 年 1 月以来保持修复趋势；下半年经济增速可能再次回落，三、四季度 GDP 同比增速可能降至 1.8% 和 2.2%。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，油价高企挤压居民实际收入和购买力的滞后效应可能会在下半年开始显现。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 型经济结构下中低收入家庭财务压力高企和实际工资放缓削弱购买力等。

就业市场延续企稳，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 4.5%。就业数据 5 月显著超预期，新增非农就业升至 17.2 万人，失业率保持在 4.3%，仍保持较高增速。综合来看，数据显示就业市场短期偏强，支持联储在通胀仍高的背景下，更有理由维持偏鹰立场而保持观望。但工资增速放缓，每周工作时长仍在低位，显示劳动力市场并未过热。就业增速虽超预期，但未形成工资对通胀的传导压力。就业市场可能在二季度震荡修复，因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。AI 替代加速也将导致部分行业新增就业承压，特别是科技行业与金融业等。信息业和金融业自 26 年以来平均每月新增就业已从 25 年的 -4.4 和 0.6 千人降至 -1.7 和 -1.7 万人。

通胀将延续反弹，但核心通胀可能保持温和。预计 5 月 CPI 与核心 CPI 环比增速可能在 0.46% 和 0.2% 左右，对应同比增速为 4.2% 和 2.8%，主要由于汽油价格上涨推动。4 月 CPI 因油价上涨而环比大幅增长 0.6%，同比增速升至 3.8% 创近 3 年新高。核心通胀环比加速至 0.4%，主要由于 25 年 10 月 CPI 数据断更导致 4 月房租项补涨的原因，预计未来重回放缓趋势。我们预计 5 月 CPI 同比增速将是全年高点，之后将见顶回落。一方面，汽油价格在 6 月初已开始明显回落，较 5 月环比下降 -5.8%，对 CPI 环比增速贡献约在 -0.2 个百分点左右。另一方面，尽管美伊冲突仍在反复，但双方仍保持外交沟通途径。双方均有现实约束推动战争结束和重开海峡，冲突有望在近期通过外交谈判解决。核心通胀将保持温和，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。一旦就业市场开始转弱，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

我们认为美伊谈判有机会在 7 月底前通过外交方式解决，双方均有现实约束推动战争结束和重开海峡。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可能是一份降温的局部协议：双方完全停战并分阶段放松对霍尔木兹海峡的封锁，将最困难的核问题和解除封锁&制裁推迟到后续谈判中解决。从历史经验看，十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。

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，预计通过家庭消费和企业投资推升 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。

市场开始计入加息预期，但我们认为市场反应过度。5 月非农数据公布后，市场对全年货币政策预期从 15.5 个基点上升至 20.5 个基点，对全年加息概率从 50% 上升至 70%。但我们认为市场过度反应，年内加息概率仍较低：1) 本轮通胀反弹主要由能源供给冲击驱动，单独的货币政策作用较为有限；2) 6 月初下跌的汽油价格预示通胀将在 5 月见顶后开始回落，同时长期通胀预期仍保持稳定，联储有机会将通胀反弹视为油价的一次性冲击；3) 与 2022 年不同，就业市场并未过热，工资增速延续放缓，并未形成对通胀的传导压力。我们对年内货币政策的基准预期变为按兵不动，但仍认为有降息可能：1) 就业市场可能与近年趋势一致，在三季度开始季节性转弱。首次失业金人数抬升和因 AI 影响导致 5 月裁员人数创近 6 年同期新高也显示就业市场仍有隐忧。一旦就业市场转弱，美联储可能将政策重心迅速转向就业市场。2) 新任联储主席更偏好截尾平均通胀率 (Trimmed Mean Inflation) 和认为 AI 科技将导致通缩趋势等观点显示其明显偏宽松的政策立场，更利于未来联储的政策立场快速转向。

## 金融市场

美元货币市场收益率可能微幅下降。预计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%。美元可能震荡下行。5 月美元指数上涨 0.9% 至 99，因通胀反弹推升美元长债利率。上半年，由于地缘风险反复和油价高企，美元指数可能高位震荡。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。

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 4.47% 降至年底的 4.2%。美伊冲突加剧美债利率波动，美伊谈判进度反复和通胀失控担忧导致国债利率在 5 月冲高回落。随着油价挤压居民实际收入和购买力的滞后效应开始显现，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。

盈利韧性推动美股延续上涨。尽管长端利率高企和货币政策预期收缩等宏观逆风存在，5 月标普 500 仍上涨 5.3%，VIX 下跌 9.3%，因强劲的企业一季度盈利和 AI 投资景气推动。但上涨主要由大型科技股和 AI 硬件板块推动，等权标普 500 仅上涨 2.1%，只有 25% 成分股

跑赢指数，市场主要为单一结构性行情，板块集中度更加提升，可能会导致未来波动幅度上升。板块上建议杠铃式配置，看好受盈利动能驱动的半导体硬件和 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=25.1 倍，ROE 37.6%，未来 2 年平均 EPS 增速 77%，数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 6 月 5 日收盘，下同）、软件（动态 PE=25 倍，ROE 27.3%，未来 2 年平均 EPS 增速 16%）、能源（动态 PE=12.5 倍，ROE 11.4%，未来 2 年平均 EPS 增速 25.3%）、与原材料（动态 PE=18 倍，ROE 10.3%，未来 2 年平均 EPS 增速 24.5%）。

## 互联网

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

### ■ 未来 3 个月看法乐观

回顾 5 月，市场交易主线集中于 AI 带来增量价值、稳健的盈利增长及基本面表现具备改善空间的标的。展望 6 月，我们推荐围绕三条主线展开选股：1) 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)，持续推进更大参数模型研发以及 C 端 AI 智能体应用落地的腾讯 (700 HK)；2) 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，如网易 (NTES US)、携程 (TCOM US)；3) 市场交易情绪已经触底，核心主业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标的，如美团 (3690 HK)、拼多多 (PDD US)。

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

图 2: 恒生科技 PE Band

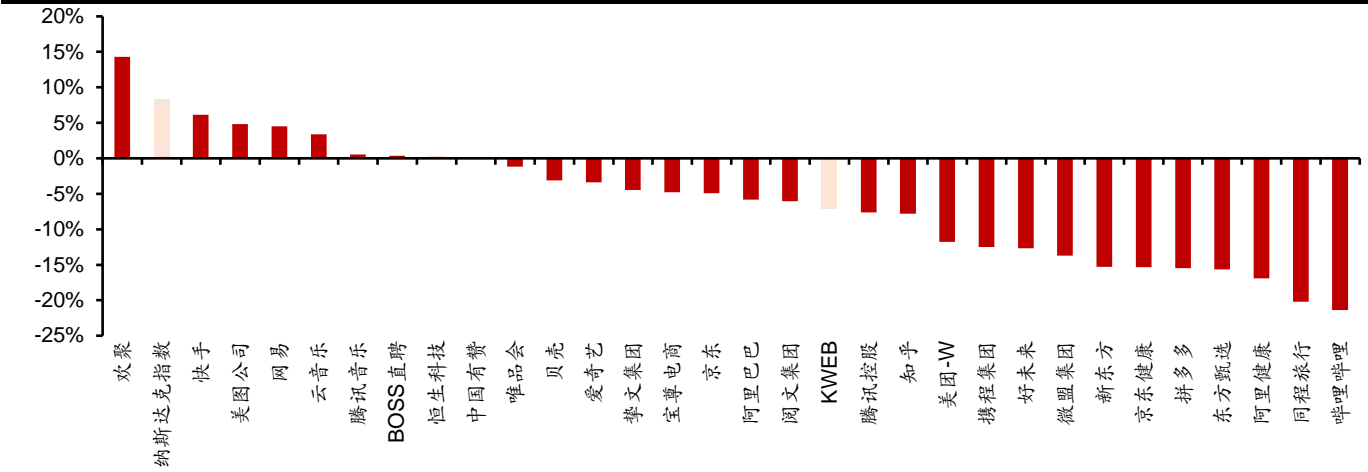


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截止于 6 月 1 日

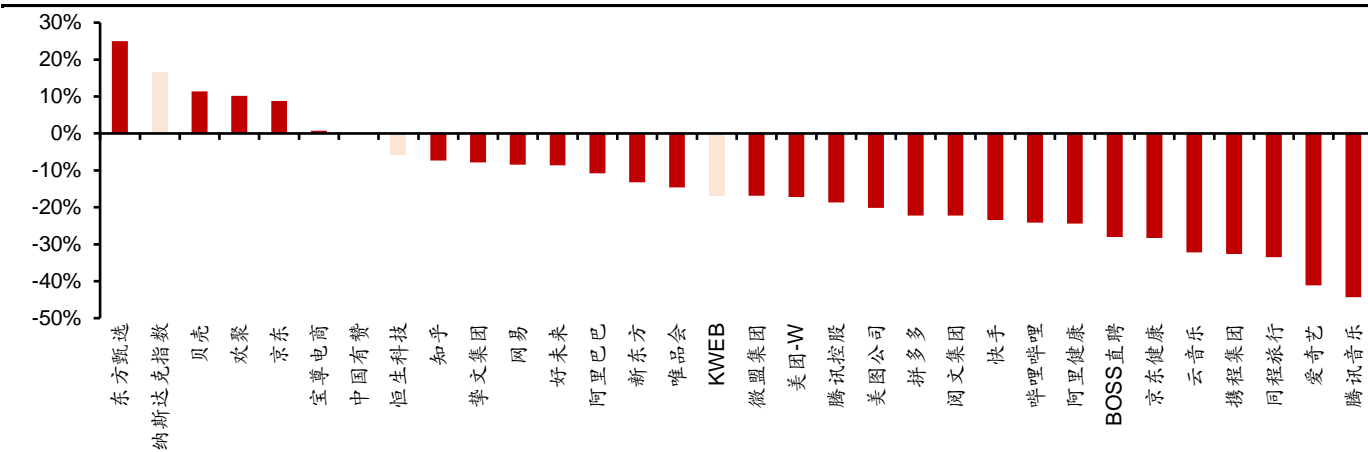
5 月恒生科技指数收平，KWEB 指数下跌 7%。欢聚/快手/美团 5 月涨幅相对领先，分别上涨 14%/6%/5%。5 月快手公告公司正评估重组可灵 AI 并引入外部融资的可能性，若可灵 AI 实现分拆上市，我们认为其有望推动该业务的价值重估并带动集团整体估值，1Q26 可灵 AI 收入突破人民币 6.5 亿元，2026 年 3 月可灵 AI 年化收入规模达到约 5 亿美元。

图 3: 2026 年 5 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 2026 年 YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至6月2日

■ **在线游戏: 延续稳健表现**

1Q26 游戏公司整体业绩表现稳健: 1) 腾讯 1Q26 游戏收入同比增长 8%至 642 亿元, 其中国内游戏/海外游戏收入分别同比增长 6%/13%, 26 年春节较晚导致国内游戏业务当期确认收入有所减少, 但长线产品与新品仍共同拉动国内游戏流水实现双位数同比增长; 2) 网易 1Q26 游戏及相关增值服务收入同比增长 7%至 257 亿元, 尽管 1H26 缺少重点新品, 但《梦幻西游》《燕云十六声》等常青游戏 1Q26 表现强劲拉动收入增长。展望 6 月与暑期档, 即将上线的重点新产品包括: 1) 网易海洋开放世界 RPG《遗忘之海》5 月 28 号开启三测, 玩家反馈积极 (TapTap 预约量超 110 万, 期待值 8.7), 产品有望暑期上线, 带动公司 2H26 游戏收入增长; 2) 腾讯生存建造《失控进化》定档 7 月 9 号全平台上线, 产品全网预约量超 3200 万, 上线后有望贡献可观收入。

■ **在线广告: 行业表现持续分化**

1Q26 广告行业整体表现延续分化趋势, 广告预算持续向 AI 赋能且具备较高 ROI 的广告平台迁移: 1) 腾讯 1Q26 营销服务收入同比增长 20%至 382 亿元, AI 持续提升广告投放效果及价格, 智能广告投放解决方案 AIM+在 1Q26 已赋能公司约 30%的广告主投放; 2) 哔哩哔哩 1Q26 广告收入同比增长 30%至 25.9 亿元, 得益于用户总时长同比增长 19%, 叠加

AI提升变现效率。1Q26来自AI赛道的广告投放预算同比激增超170%；3)快手1Q26在线营销收入同比增长9%至196亿元(占总营收58%)，其中国内在线营销收入同比增幅超10%，生成式推荐模型与智能出价模型拉动1Q26国内营销收入提升3%-4%。

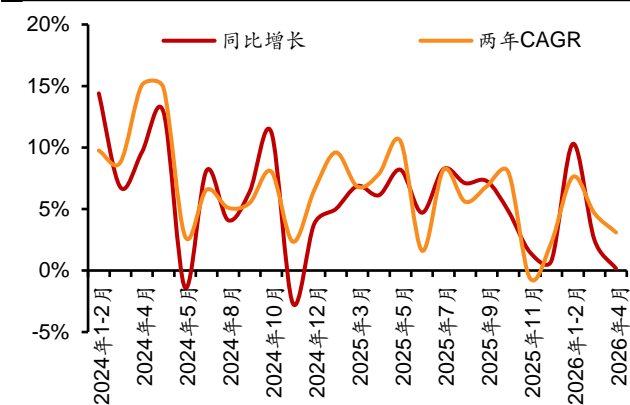
展望后续，在宏观不确定性较高且投流税监管趋严的环境下，我们预计2026年中国在线广告行业整体收入增长面临一定压力。行业中我们首选腾讯/哔哩哔哩，预计FY26广告收入增长分别达到+18%/25%，持续快于行业大盘，主要得益于AI持续提升广告商业化效率以及平台广告库存/加载率提升；我们预计快手FY26广告收入增速将放缓至6%，其中电商广告收入受到投流税监管趋严影响，非电商广告收入增长则由于海外广告收入下滑而有所放缓。

#### ■ 电商：4月实物商品网上零售额同比增速环比进一步转弱

据国家统计局，2026年4月社会消费品零售总额同比增长0.2%(4M25:1.9%;2026年3月:1.7%)。实物商品网上零售额同比增速环比降速显著：4M26网上商品和服务零售额6.5万亿元，同比增长6.6%(1Q26:8.0%;4M25:7.7%)，其中网上商品零售额同比增长5.7%(1Q26:7.5%)，网上服务零售额同比增长8.2%(1Q26:8.9%)。按月度趋势来看，2026年4月实物商品网上零售额同比增速0.2%，环比上月进一步降速(2025年10月/11月/12月/2M26/3月:+4.9%/1.5%/0.8%/10.3%/2.5%)；吃类/穿类/用类商品网上零售额4M26分别同比增长15.6%/6.8%/2.6%(1Q26:17.2%/11.6%/3.6%)，环比均有降速，穿类商品降速较为明显。4M26网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为25.0%(4M25:24.3%)。

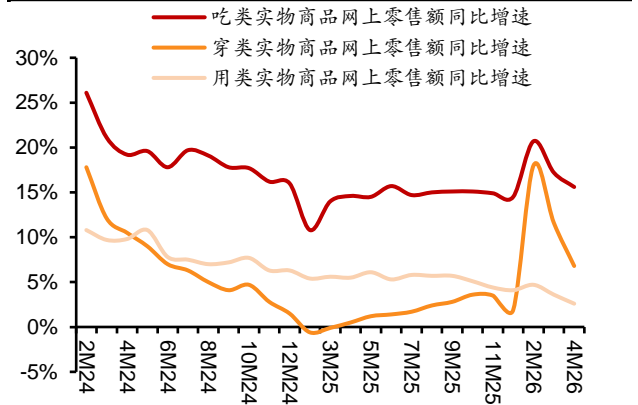
在国补相关的品类表现方面，家电类目高基数下表现延续弱势，电脑零售额增速亦开始转弱：2026年4月分品类零售额：1)家用电器和音箱器材类面临高基数，零售额同比下降15.1%(2026年3月:-5.0%;4M26:-4.0%)；2)通讯器材类零售额同比增长6.2%，环比降速(2026年3月:+27.3%;4M26:+17.7%)；3)文化办公用品类(电脑处于此类别)零售额增速开始转弱，同比下降6.9%(2026年3月:+15.0%;4M26:+5.3%)。

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

## ■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、网易、美团、携程、拼多多

- 1) **腾讯 (700 HK)**：我们看好腾讯持续受益于AI发展，公司对于AI的投入将从大模型、AI智能体及赋能主业等多个方面逐渐兑现。基于稳固的竞争壁垒及AI赋能，我们预计FY26/FY27公司Non-IFRS运营利润维持8/9%的稳健增长。多项催化因素有望支撑公司基本面增长与估值修复：1) WorkBuddy和微信AI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》上线后表现良好，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13x FY26 Non-IFRS 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。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，我们基于分部估值的目标价为220.1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 Non-GAAP净利润同比增长14%。公司当前估值对应约13x FY26 Non-IFRS PE，我们基于SOTP的目标价为155.0美元，对应16x 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。1Q26美团核心本地商业经营亏损环比收窄80%，我们预计随着行业竞争格局趋于理性、外卖用户补贴更加克制，核心本地商业业务将在2Q26实现人民币30亿元经营利润。若剔除整体核心本地商业板块对会员权益强化相关投入的影响，我们预计外卖业务将在2Q26旺季恢复盈亏平衡。我们认为，行业最困难阶段已经过去，尽管竞争强度仍存在动态变化。美团在高客单价外卖订单市场维持稳固的消费者心智，持续提升的运营效率有望帮助其长期维持相较同业的单位经济模型优势。我们基于DCF的目标价为138.0港元。“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公司来讲或并不具有规模经济效应。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已经具备安全边际，且随着公司商户端扶持计划届满一年，对盈利的负面影响有望减弱。目前

股价对应 2026 年预测非 GAAP 市盈率为 8 倍，且账上拥有约人民币 5,120 亿元的现金、受限现金及短期投资。我们基于 SOTP 的目标价为 154.8 美元，对应 15x 2026E 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

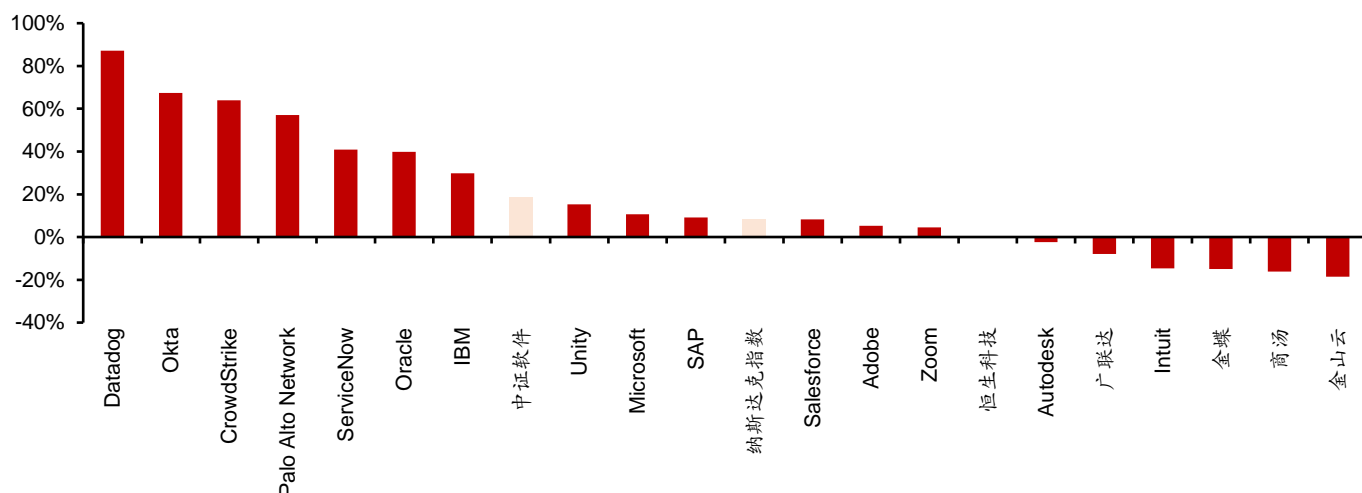
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739  
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226  
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk  
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 5 月，美股板块表现印证我们此前观点，即软件公司短期的业绩受到 AI 的影响有限，但行业在估值修复的过程中展现分化趋势、中长期具备不可替代性的软件公司及受益于 AI 发展的公司表现显著跑赢行业，网络安全及基础设施软件中的龙头公司股价表现尤其突出。在此类公司估值或已经较为充分计入市场乐观预期的情况下，我们认为相较于乐观情绪的进一步大范围扩散的情形而言，交易仍集中于确定性受益于 AI 大趋势的标的或为更可能出现的情况。我们建议关注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，且业绩中显现较为明显的边际变化。综合考虑估值与基本面表现，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），美国软件板块推荐微软（MSFT US）。

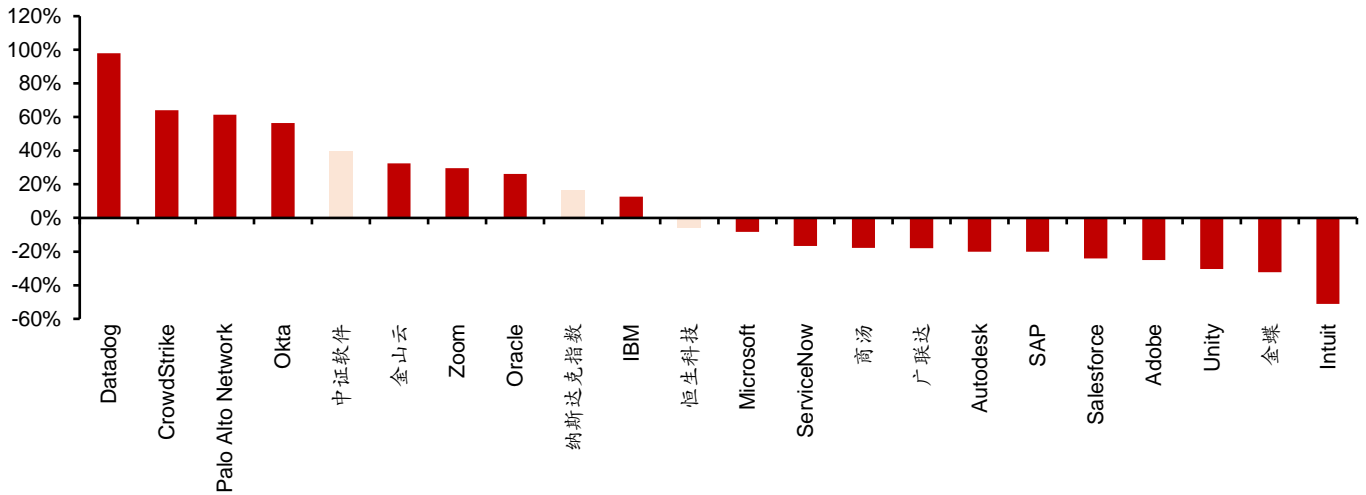
5 月恒生科技指数收平，纳指上涨 8%，美股软件板块整体表现良好，基础设施软件和网络安全软件板块涨幅领先，Datadog/Okta/CrowdStrike 在 5 月分别上涨 87%/67%/64%。Datadog 5 月公布强劲的 1Q26 业绩，1Q26 总营收同比增长加速至 32%（1Q25：25%；4Q25：29%），得益于非 AI 客户营收增速的超预期加速，以及 AI 原生客户的强劲需求。1Q26 稳健的业绩支撑下，市场对 AI 颠覆应用软件板块的担忧亦有所缓解，ServiceNow/IBM/Salesforce 等公司估值从低位亦有所修复。

图 7：2026 年 5 月软件板块股价表现。



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: 2026 年 YTD 软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

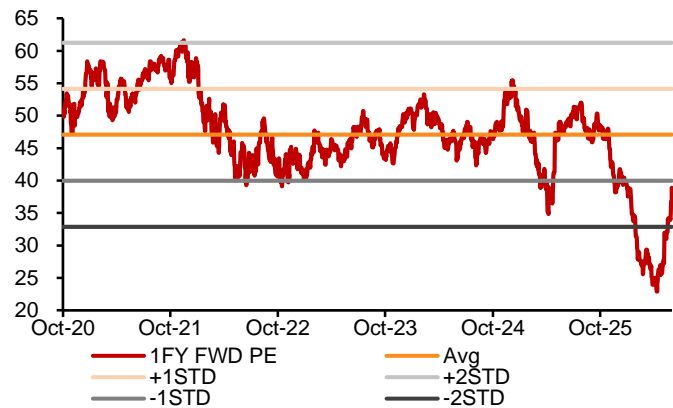
注：数据截至 6 月 2 日

#### ■ 海外软件：估值修复已展现分化趋势，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。5 月美国软件板块估值的快速修复也验证了我们的观点，Datadog、Palo Alto Networks 等基础设施和网络安全软件公司的估值率先实现强劲修复，ServiceNow 和 Salesforce 等应用软件公司得益于稳健的基本面与良好的 AI 产品趋势，估值从低位亦有所回升。

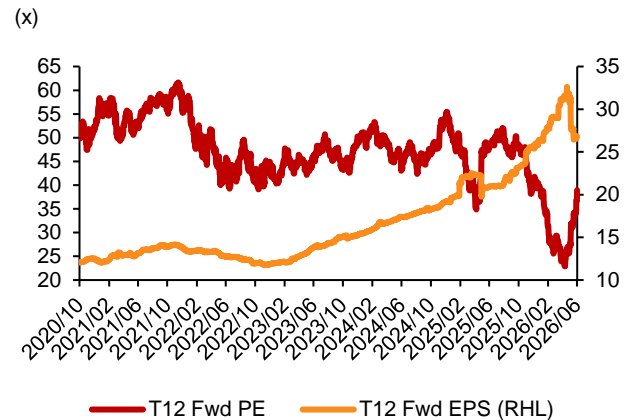
中长期，我们建议关注两类软件公司：1) 有能力向混合收费模式转型的公司（席位费+用量收费）/按用量收费模式为主的公司，能够较好抵御 AI 对于商业模式的冲击，通过按用量收费的模式获取增量 AI 相关收入；2) 生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司。相比之下，部分工具型应用的公司，例如 Adobe 等，在向按用量/结果付费的模式转型过程中面临更多挑战，更有可能被 AI 大模型所替代，同时在收入端也面临更多压力。

图 9：标普北美科技软件：一年远期 PE 区间



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 10：标普北美科技软件：一年远期 PE vs EPS



资料来源：彭博，招银国际环球市场

## ■ 推荐买入微软和金蝶国际

- 1) **微软 (MSTF US)**：我们看好微软长期结构性增长前景，AI 及数字化需求强劲支撑下公司 Azure 业务有望维持高速增长，且商业未完成订单 (RPO) 余额保持强劲增长为业务增长带来支撑；生产力和业务流程板块每用户平均收入持续提升印证 AI 变现稳步推进。管理层强调 GitHub Copilot 已转向按使用量计费模式，此举可使定价与实际使用量及成本匹配，并预期当前所有基于用户数量计费的业务均将逐步过渡至“按用户 + 使用量计费”模式。我们认为，该模式有望进一步释放商业化潜力，并缓解市场后续担忧。我们基于 DCF 模型的目标价为 616.4 美元，对应 31.5x FY27 市盈率。“买入”评级。
- 2) **金蝶国际 (268 HK)**：我们看好金蝶是我们覆盖的中国软件标的中 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。我们给予金蝶的目标价为 19.2 港元，基于 2025 年 EV/sales 8.4x，与两年均值加两个标准差一致。“买入”评级。

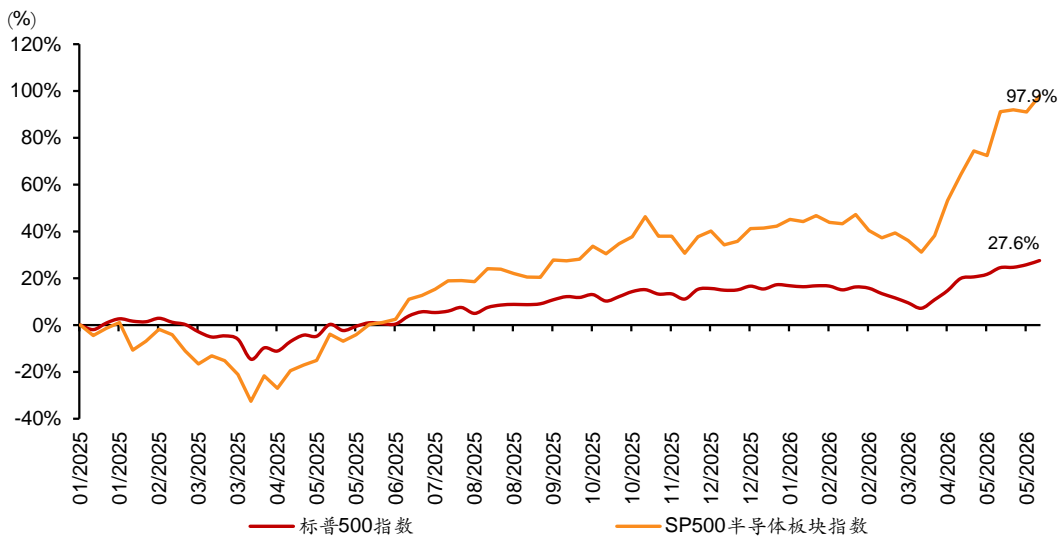
■ **风险提示**：宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

## 半导体

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

**AI 基础设施主线延续上行，但需关注高预期下的兑现压力。**5 月海外半导体板块延续强势表现，科技成长继续主导市场。截至 5 月 29 日，标普 500 指数单月上涨约 4.8%，费城半导体指数上涨约 22.2%，年初至今涨幅超过 81%，显著跑赢大盘。与前期风险偏好修复不同，5 月行情更多体现为 AI 硬件基本面和盈利预期的持续上修。主要海外科技龙头一季度业绩继续验证 AI 资本开支强度，云业务增速维持高位，英伟达、博通等 AI 基础设施核心公司进一步强化市场对中长期投资周期的信心。

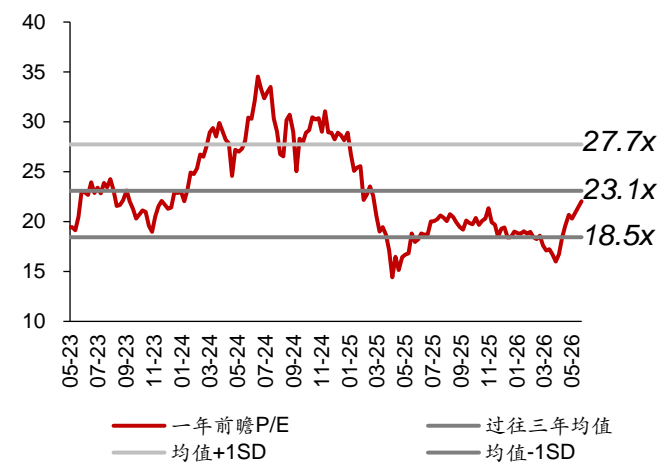
**图 11: 标普 500 vs 标普 500 半导体行业：指数累计收益率**



资料来源：彭博，招银国际环球市场

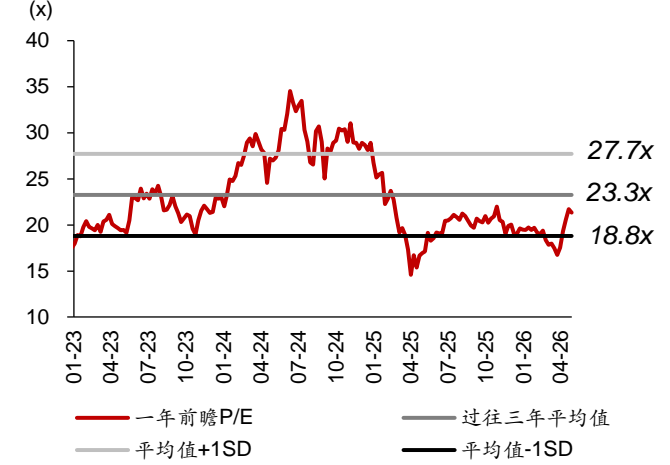
从估值角度看，当前标普 500 半导体指数估值已修复至过去三年平均水平附近，较上个月进一步回升，主要受 AI 基本面验证和盈利预期上修支撑。与上个月相比，彭博一致预期下的行业盈利预测继续上修，其中 2026 年 EPS 上调 3.3%，2027 年 EPS 上调 7.9%，显示本轮上涨并非单纯由估值扩张驱动，而是有基本面预期改善作为支撑。不过，考虑到板块估值已回到历史均值附近，后续进一步上行将更依赖订单、收入、利润率和产业节点兑现，而非单纯风险偏好扩张。

图 11: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E (五月)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

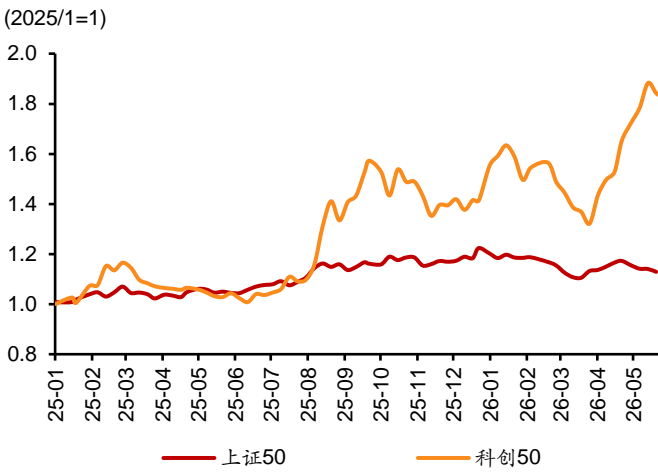
图 12: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E (四月)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

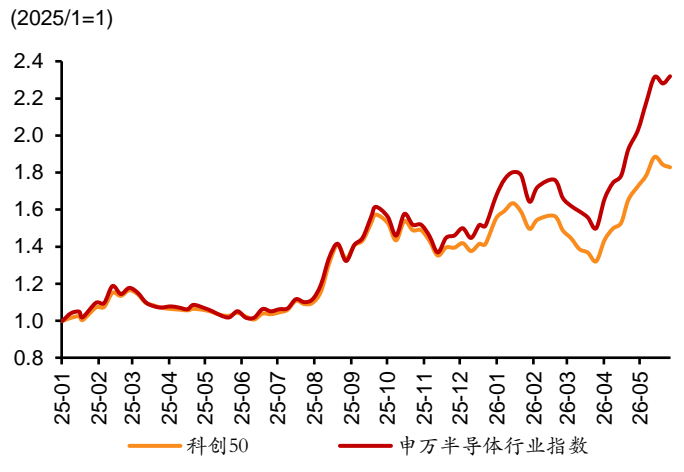
国内半导体板块 5 月延续强势, 并显著跑赢大盘。从指数表现看, 年初以来上证 50 整体涨幅相对有限, 而科创 50 自 4 月以来快速上行, 显示市场风险偏好明显向科技成长集中; 与申万半导体行业指数对比来看, 科创 50 和半导体指数走势高度一致, 且半导体指数弹性更强, 反映本轮行情主要由 AI 硬件、国产算力、光通信、PCB、存储和半导体设备等方向共同驱动。我们认为国内半导体上涨并非单纯估值修复, 而是海外 AI 资本开支持续验证后, 市场开始重新定价国内 AI 服务器系统链和国产替代主线。一方面, 光模块、PCB、服务器整机/ODM 等环节直接受益于海外 AI 基础设施从上游器件采购进入系统交付期; 另一方面, 存储、国产算力、设备材料等方向则受益于 AI 需求扩散和自主可控预期。展望后续, 板块仍具备结构性机会。

图 13: 上证 50 与科创 50 指数走势



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 科创 50 与申万半导体行业指数走势



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 海外半导体策略：

海外 AI 基础设施需求已不只是短期订单改善，而是在向 GW 级长期容量规划演进。博通二季度业绩会显示，AI 半导体订单显著高于当季出货，客户需求能见度已从 2027 年延伸至 2028 年，且提前下单不仅是为了锁定晶圆、HBM 等关键产能，也需要同步规划电力、机房和基础设施接入。传统半导体周期更多围绕季度订单、库存和价格波动展开，而 AI 基础设施正逐步变成以 GW 级算力、电力供给、数据中心建设和长期客户承诺为核心的基础设施周期。需求入口虽然来自消费者应用、企业工具、代码助手和多模态模型等多个场景，但底层算力建设仍集中于少数前沿大模型厂商和超大规模云厂商，有利于头部半导体、服务器、网络、存储和光互连供应商获得更高订单能见度。

与此同时，英伟达业绩和 Computex 释放出的核心信号，是 AI 基础设施正在从产品周期进入系统周期。AI 工厂的本质，是把数据中心从传统 IT 资产重新定义为 token 生产设施，客户比较的不再只是单点硬件成本，而是单位电力、单位资本开支和单位时间能够生产多少 token。在这一框架下，网络带宽、CPU/主机侧计算能力、存储容量、电源液冷、服务器整机、软件编排和系统交付都会影响最终经济性。Computex 上 Vera CPU/Rubin、RTX/DGX Spark、DSX 等方向也说明，AI 需求正在从云端大集群向本地开发、企业边缘、AI PC 和个人智能体分层扩散，对异构计算、统一内存、高速接口、本地存储和企业部署能力提出更高要求。

CPU/主机侧计算能力也需要被重新纳入 AI 系统架构的核心变量。随着推理、智能体应用和企业 AI 部署增加，工作负载变得更加动态，任务调度、上下文管理、数据预处理、I/O 控制、内存访问和多模型协同的重要性提升。CPU 不只是传统服务器周期的延续，而是 AI 工厂中连接不同计算单元、组织系统资源和提升运行效率的关键环节。博通业绩会中提到，未来单 GW 算力对应的半导体价值量会提升，原因包括下一代定制化 AI 加速器将加入更多 SRAM、嵌入 CPU 成本，并向多芯粒和大量 HBM 封装演进。这意味着 CPU 既是主机侧核心，也可能以芯粒或多芯片封装形式进入下一代 AI 加速平台，带动内存通道、PCIe/CXL 接口、PCB/CCL、电源和散热同步升级。

网络互连则正在从配套环节变成关键利润池。随着 AI 集群从单机、单柜走向多柜、多数据中心，系统效率越来越受制于带宽、延迟、功耗和连接可靠性。博通提到网络互连约占其 AI 收入近 40%，并在机柜内互连、SerDes、以太网/PCIe 交换芯片、DSP、光源、共封装光学和数据中心互连架构等方向布局，说明 AI 基础设施的价值正在从单点计算向连接和传输迁移。这也解释了光通信、硅光、CPO、PCB、连接器和高速材料的中长期价值：下一轮效率提升，不只是提高单点性能，而是通过更高带宽、更低功耗和更稳定连接，把更多计算资源组织成可扩展系统。

服务器厂商的重估进一步说明，AI 资本开支正在进入整机和整柜交付期。服务器厂商（如 Dell、HPE、联想）的表现并非简单 AI 标签交易，而是市场重新定价其从上游器件采购向系统交付转化的能力。AI 服务器涉及高功耗供电、液冷设计、内存配置、主板与背板、高速网络、系统验证和客户部署，服务器厂商的价值也从传统硬件组装，升级为供应链组织、系统设计、整柜交付和运维服务能力。过去稀缺的是上游核心器件，现在更稀缺的是把复杂系统稳定交付给客户的能力，这一趋势将继续向 PCB/CCL、光通信、存储、电源液冷、连接器和测试验证环节扩散。

配置上，我们建议围绕系统瓶颈和业绩验证布局海外半导体。第一，关注 CPU/主机侧计算能力和异构计算平台，包括数据中心 CPU、Arm 服务器生态、PCIe/CXL 和相关平台升级。第二，关注服务器厂商和 AI 系统交付，重点看 AI 服务器订单、在手订单、交付能力和

利润率改善。第三，关注网络互连、定制化计算和光通信，网络、交换、DSP、硅光、CPO和光模块仍是AI基础设施系统效率提升的重要方向。第四，关注存储和先进封装，AI服务器对内存容量、带宽、多芯粒封装和HBM配套提出更高要求。考虑到海外AI龙头预期已较高，强业绩本身未必足够，后续进一步上行需要更强订单、客户扩张、收入兑现和利润率稳定支撑，配置上应优先选择盈利预期仍有上修空间、订单能见度较高、客户结构较优的方向。

### 中国半导体策略：

**国内半导体策略：从AI主题扩散转向系统链验证。**国内半导体主线仍围绕AI硬件和国产替代展开，但配置逻辑正在从单点零部件弹性，转向AI服务器系统链的价值重估。海外AI基础设施从上游器件采购进入整机、整柜和数据中心交付阶段，带动国内供应链从“卖单一器件”升级为“参与系统升级”。市场关注点不再只是某个环节的短期订单，而是哪些方向能够受益于AI服务器、交换机、网络互连、供电散热和整柜部署带来的机柜级物料价值量提升。因此，PCB/CCL、光通信、服务器整机/ODM、电源液冷、连接器等环节仍是国内AI硬件映射的核心方向，后续需要重点验证订单能见度、产品代际升级、客户结构、良率和利润率，而不是单纯看短期涨幅。

**第二条主线是算力与存储的共振。**国产算力正在从概念验证进入收入、交付和生态适配阶段，后续关键不再只是单点芯片规格，而是CPU、AI芯片、服务器、网络、存储、软件栈和运维体系能否形成完整系统能力。国内AI基础设施要真正放量，需要同时解决先进制程产能、封装、互连、驱动、软件生态、服务器适配和供应链稳定性。存储方面，海外HBM供给紧张、DRAM/NAND价格上涨和AI服务器容量需求提升，共同推动市场重新定价存储链条；国内存储同时具备价格周期弹性和国产替代逻辑，但后续更需要关注价格传导、库存重估、产品结构升级和客户结构改善，而非单纯交易泛存储概念。

**第三条主线是国产替代从设备材料向系统能力延伸。**过去国内半导体配置更多围绕设备、材料和成熟制程国产化展开；当前AI基础设施建设对先进封装、高速材料、高端PCB、光器件、功率散热和系统集成提出更高要求，国产替代的内涵正在从替代单一设备或器件，扩展到支撑完整AI基础设施供应链。设备材料仍是中长期底仓，但高弹性方向正在向AI系统链中的瓶颈环节扩散。先进封装对应多芯粒、HBM和国产AI芯片系统化，高端材料对应AI服务器和高速交换机升级，功率和散热对应机柜功耗密度提升，设备则对应国产晶圆厂扩产、存储国产化和先进封装能力建设。

**配置上，我们建议以AI服务器系统链为核心，重视业绩验证。**光通信仍是最直接的海外AI资本开支映射，但经历5月上涨后，配置需要从板块贝塔转向订单和业绩验证，重点跟踪1.6T出货、客户份额、硅光渗透、CPO/NPO进展和毛利率稳定性。PCB/CCL应提高权重，核心在于AI服务器和高速交换机升级带来的板级复杂度、材料等级和ASP提升。服务器整机/ODM、存储、国产算力、电源液冷、连接器和先进封装则是后续系统链扩散方向。整体来看，国内半导体仍具备结构性机会，但后续超额收益将更多来自订单兑现、产品升级和盈利上修，而不是单纯主题扩散。

- **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](mailto:lihanqing@cmbi.com.hk)

### ■ 未来 3 个月看法乐观

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）等核心企业。

#### 1) 智能手机/PC/端侧 AI：存储涨价全面兑现，需求抑制与阵营分化

展望 5-6 月，存储芯片成本飙升的负面影响在终端市场得到全面验证。Omdia 数据显示，2026 年第一季度，全球智能手机出货量达 2.985 亿台，同比增长 1%。IDC 数据显示，2026 年第一季度中国智能手机出货量约为 6900 万台，同比下降 3.3%。我们预计 Q2 全球和中国智能手机出货量持续承压。存储成本高企导致安卓阵营普遍提价，进而抑制了中低端需求。在此背景下，市场份额进一步向头部集中，华为凭借产品力重返中国区第一，而苹果在全球主要市场（北美、印度、日本）的份额均实现同比增长，其强大的供应链溢价与成本控制能力在此轮周期中优势尽显。

零部件层面，高端化升级趋势对抗成本压力。为支持端侧 AI 应用，高端机型内存向 12GB 演进成为标配；折叠屏手机逆势成为增长亮点，预计 2026 年全球出货量将保持高速增长，驱动 UTG 玻璃、钛合金铰链等核心部件需求。光学升级持续，高像素镜头渗透率已突破 67%；散热方面，VC 液冷方案因 AI 应用的高算力负载而加速渗透。PC 市场同样承压，TrendForce 已将 2026 年全球笔记本电脑出货预期下调至同比下滑 14.8%。市场呈现“K 型分化”：低端（<500 美元）市场预计大幅萎缩，而高端 AI PC（>900 美元）在英特尔、AMD 新一代高算力平台及端侧 AI 应用催化下，展现出更强韧性。苹果 Mac 凭借自研芯片生态，预期表现将继续优于 Windows 阵营。

#### 2) 服务器：AI 基建资本开支再上修，供给瓶颈从 GPU 移至系统组装

展望 6 月，全球 AI 算力基建的景气度因资本开支的进一步上修而得到强化。北美四大 CSP（谷歌、Meta、AWS、微软）2026 年资本开支指引平均上调超 30%，而 OpenAI、xAI 等巨头近期公布的超大规模数据中心计划（如 OpenAI“星际之门”首期采购额达 400 亿美元）将需求能见度延伸至 2027 年后。算力需求正迈向 GW 级供电规模，预计到 2028 年全球数据中心年资本开支将达万亿美元量级。然而，AI 服务器的供给瓶颈正在发生关键转变。当前制约 GB200 等先进系统出货的核心因素已从 CoWoS 先进封装产能，转向机柜级的系统组装与集成能力。供应链信息显示，由于背板连接、液冷管路整合、电源调试等环节的复

杂性，实际机柜交付效率可能较理论值低约 30%。这凸显了系统组装/集成、液冷解决方案、高速背板连接等环节的稀缺性与价值量提升。

具体来看：1) 光互联：1.6T 光模块需求指引上修，硅光、CPO、OCS 等技术路线商业化进程加速，以应对指数级增长的互联带宽需求。2) 散热：液冷渗透率快速提升是确定性趋势，冷板、快接头、管路等组件需求明确。3) 电源：GPU 功率攀升推动数据中心供电架构向 800V DC 演进。4) 连接与组装：NVLINK 等高速互联的无缆化、背板化设计提升了对高端连接器与系统级组装工艺的要求。我们持续看好立讯精密、鸿腾精密等深度参与全球 AI 服务器系统整合与核心零部件供应的龙头企业。

### 3) 汽车电子：智能化架构升级趋势明确，短期关注业绩节奏

汽车智能化长期趋势不变，但资本市场更加关注业绩兑现的节奏与确定性。电子电气架构向“中央计算+区域控制”的演进持续深化，“舱驾一体”方案成为车企降本增效的主流选择，这直接驱动了域控制器、高速连接器、车载显示屏、智能座舱等高价值量部件的量价齐升。产业动态方面，特斯拉 Cybertruck 的规模化交付与 FSD 在更多区域的落地测试仍是行业技术风向标；国内小米 SU7 的强劲订单与交付爬坡，则验证了智能化体验对消费者的强大吸引力。然而，高阶自动驾驶（L3+）的商业化推广仍受法规与技术进步节奏制约，相关供应链的业绩放量可能略慢于市场预期。我们持续看好由“智能化”与“国产替代”双轮驱动的汽车电子产业链机会。短期内，建议聚焦在高压连接、域控、车载显示/声学等领域已进入主流车企供应链、并且订单能见度高的标的，如比亚迪电子、京东方精电、瑞声科技等。长期而言，随着智驾软件收费模式的成熟与中央计算平台的普及，相关供应链的价值有望迎来重估。

#### ■ 推荐买入立讯精密、鸿腾精密

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。

■ **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5月面临压力，恒生消费指数过去一个月（5月1日至5月31日）下跌5.57%，主要受日常消费零售、食品饮料以及家庭用品等拖累，反映了市场对消费复苏力度的担忧。二季度板块仍将受多重因素博弈：1) 5月央行、发改委、商务部密集出台促消费组合政策，央行落地5000亿元服务消费专项再贷款定向赋能酒店文旅行业，全国范围内加快汽车、家电大宗消费品以旧换新落地，离境退税新政落地增厚免税消费弹性，顶层政策自上而下托举消费，但居民房产资产缩水、收入预期偏弱的中长期约束仍在；2) 五一国内出游人次与总花费同比增长3.6%和2.9%，增速较今年清明假期（6.8%和6.6%）明显回落，阶段性佐证线下消费复苏节奏走弱。伴随暑期旅游旺季将至，线下消费有望迎来边际改善。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）和巨子生物（2367 HK）等。

#### ■ 出海：内需不确定性下的业绩对冲选项

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

#### ■ 推荐标的

食品饮料方面，建议关注持续受益于果汁、功能饮料等品类的**农夫山泉（9633 HK，买入）**及包装水市场份额降幅收窄且估值处于低位的**华润饮料（2460 HK，买入）**；餐饮板块，建议关注高基数效应较弱、品类延伸支撑增长的**瑞幸（LKNCY US，买入）**，在家用餐需求支撑增长的**锅圈（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，建议关注外在形象提升及悦己相关的**颖通控股（6883 HK）**和**巨子生物（2367 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

汽车销量持续改善，新车型加速上市，内外销双轮驱动

5月销量环比持续修复，比亚迪同比止跌。我们跟踪的12家车企于6月1日公布5月销量，12家车企5月新能源车销量合计环比增长11%，同比增长6%，逐月改善的趋势愈发凸显。比亚迪在连续8个月销量同比下滑后，于5月实现同比销量持平，环比增长20%，我们预计随着新车型逐渐交付、出口销量的提升，未来几个月有望实现销量的同比增长。吉利方面，极氪品牌的表现独树一帜，1-5月销量合计增长93%，高端化进展顺利。长城5月整体销量一般，国内等待新车上市和交付，海外销量环比基本持平，公司指引6月出口销量将环比提升1万台、冲击6万台。

新势力表现分化，零跑5月销量再创历史新高。蔚来（乐道L80）和零跑（D19、A10）受益于新车爬坡，同环比皆呈现出领先的表现，其中蔚来环比+28%，同比+62%；零跑环比+14%，同比+81%，5月销量8.1万台，创历史新高。小鹏5月销量3.2万台，环比+4%，同比-4%，预计随着GX批量交付以及下半年两款Mona SUV的上市，小鹏的销量有望在6月和下半年明显改善。理想5月销量环比-3%、同比-19%至3.3万台。相对而言，理想在新势力中面临的压力最大，在大六座/大五座产品批量上市、竞争明显加剧的背景下，L系列换代很难重现上一代增程产品在市场上的领导力。

图 56: 重点车企于6月1日公布的2026年5月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	5月销量(台)	同比变化%	环比变化%	1-5月销量(台)	YTD 同比变化%
比亚迪	376,990	0.0%	20.0%	1,380,083	-20.5%
长城	30,447	-7.1%	8.7%	111,879	-10.2%
蔚来	37,705	62.3%	28.4%	150,526	68.7%
理想	33,000	-19.2%	-3.2%	162,227	-3.2%
小鹏	32,158	-4.1%	3.7%	125,851	-22.6%
小米*	32,000	14.2%	-12.8%	149,558	12.9%
极氪	34,377	81.8%	8.1%	143,201	93.4%
吉利银河	81,727	-19.8%	-10.2%	411,587	-10.2%
零跑	81,569	81.0%	14.3%	263,111	51.5%
广汽埃安	33,140	23.8%	1.3%	138,737	11.5%
东风岚图	13,003	29.7%	-14.1%	62,041	34.7%
长安深蓝	33,243	30.3%	0.2%	122,130	7.8%
阿维塔	7,336	-42.5%	39.0%	23,740	-50.8%
鸿蒙智行	46,122	3.8%	40.8%	191,590	20.5%

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

国内竞争持续加剧，出口仍是重要增长点。今年年初国内市场需求端受到购置税优惠退坡的影响，二季度随着新车上市、终端真实需求的释放，行业整体需求迎来边际改善。车型供给端，新产品百花齐放，特别是经历过去三年理想和问界品牌大五座、大六座产品的热销后，今年各大品牌的8系/9系产品集中上市。据我们统计，今年中国市场将有超过60款中大型/大型SUV新产品上市，市场竞争不断加剧。而企业成本端仍面临原材料成本上升的

压力，所以今年的竞争将不会是以过去几年价格战的形式，而是更多体现在产品和配置升级，走“稳价提质”路线。相对而言，海外市场目前还处于蓝海阶段，头部车企的海外销量保持快速增长，盈利能力明显好于国内市场。我们认为出口放量将是今年批发销量同比增长的主要驱动力。

### 造车新势力一季度全员转亏，关注业绩逐季改善

去年四季度，四家造车新势力均实现了季度盈利，其中小鹏和蔚来首次扭亏为盈。5月，四家新势力陆续公布了一季度业绩。受到销量环比下滑、规模效应减弱的影响，四家新势力今年一季度均录得净亏损，对汽车行业的投资情绪造成负面影响。仔细解读业绩，我们认为几家新势力抵御原材料成本上涨压力的能力都是超预期的。

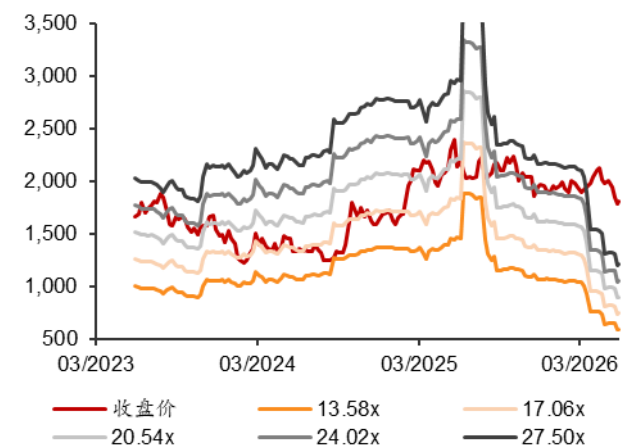
我们认为一季度将是几家新势力今年最差的季度，后续季度，随着销量提升、新车上市，盈利能力将有明显的改善。我们预计今年零跑和理想在全年维度仍将实现盈利，其中零跑的全年净利润有望从去年的 5 亿提升到 35 亿，而理想的净利润可能从去年的 11 亿下滑至今年 5 亿。蔚来的全年净亏损有望在去年 156 亿的基础上大幅收窄至 13 亿，我们认为蔚来在品牌定位清晰、费用控制提升、历史包袱减轻的趋势下，基本面的拐点已经逐渐显现。我们预计小鹏的全年净亏损可能同比持平，主要因为公司在车以外的 AI 领域加大投入（约 70 亿投入 AI 和创新业务），汽车业务的盈利能力将有大幅改善。同时小鹏在人形机器人和 Robotaxi 上的能力储备和现实里程碑的兑现有望成为公司估值提升的关键。

### ■ 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。吉利汽车今年的两条主线：出口和高端化，目前进展非常顺利。得益于新能源车型矩阵的不断完善，新车型将助力吉利 2026 年新能源车销量持续增长、市场份额提升。极氪前五个月销量同比增长 93%，平均售价明显提升。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。

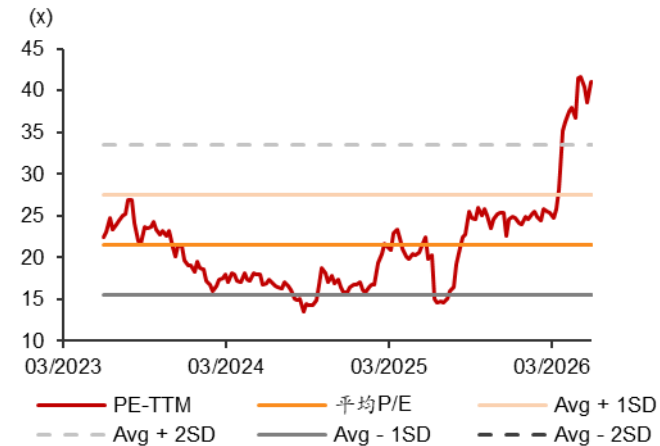
电池板块关注新势力：**正力新能 (3677 HK)**：4 月 14 日全面解禁后，老股东抛压显著缓解，控股股东自愿锁定股份 12 个月，彰显长期信心。4 月 22-24 日，我们组织了管理层在香港和深圳的非交易路演，管理层对全年 30GWh+出货量充满信心，且原材料涨价压力基本能通过价格联动机制传导至下游，公司 3 月开始已经开始满产。去年底新增产线效率更高，成本控制更好，历史负担轻的后发优势仍将驱动公司获得行业领先的盈利能力。我们认为市场仍低估公司的长期价值。

图 17: 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 18: 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, 市场竞争或价格战超预期, 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

近期医药板块有所回调，年初至今（2026年6月2日）MSCI中国医疗指数累计下跌4.8%，跑输MSCI中国指数0.4个百分点。这可能是由于科技板块表现强劲，与医药板块形成流动性“跷跷板效应”，叠加医药板块估值与预期的消化与再平衡。同时，地缘政治的扰动也可能一定程度影响了市场情绪。但我们判断行业基本面并未发生重大改变。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。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。在2026 ASCO年会上，中国创新药展现出强劲势头，共有13项研究入选LBA。其中，康方生物的HARMONI-6研究入选全体大会（Plenary Session），是中国本土创新药首次获此殊荣。整体而言，这些临床数据凸显了中国创新药企日益提升的全球竞争力和研发成熟度。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 (3692 HK)：**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 (1801 HK)：**在ASCO 2026会议上，公司公布IBI363一线NSCLC剂量探索实现关键进展，确定了IBI363一线治疗NSCLC的3-1.5 mg/kg阶梯降量方案，cORR为81.8%，≥3级TEAE发生率为65.2%，跨研究比较均优于现有标准疗法。信达正推进IBI363联合化疗头对头对比K药联合化疗的一线NSCLC I期试验。IBI363单药在IO耐药的鳞状NSCLC中正开展III期MRCT；在非鳞NSCLC（尤其是吸烟者）中的数据也优于标准疗法多西他赛，正计划启动III期研究。此外，IBI363在一线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，预计也将于2026年获得PoC数据。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，助力信达生物进一步走向国际化。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 (1530 HK) :** 截至目前, 辉瑞已注册 11 项全球临床, 包括 3 项全球 3 期临床, 并明确还将在 2026 年启动首次与 ADC 药物联用的 3 期临床研究。我们认为 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, 三生制药首次披露 707/PF'4404 单药一线治疗 PD-L1+ NSCLC 中国 2 期临床的 mPFS 数据, 以及联合化疗一线治疗 EC 的中国 II 期早期数据, 验证了其在 PD-(L)1/VEGF 赛道的竞争力。在一线 PD-L1+ NSCLC 中, 707/PF'4404 单药中位 PFS 达 12.4 个月, 在 PD-L1 高表达和非鳞癌亚组中跨试验比较优势显著。此外, 707 联合化疗在一线 pMMR 子宫内膜癌中 cORR 超 81%, 优于 K 药+化疗的标准疗法 (72.3%)。我们预计 26 年下半年公司还有望公布 707/PF'4404 联合化疗一线 NSCLC 和 mCRC 中国 II 期数据, 可能将成为近期的重要催化剂。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, 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 (1167 HK) :** 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 临床试验中, JAB-23E73 展现出显著优于 RMC-6236 的安全性。 $\geq 3$  级 TRAE 发生率为 11.9%, 显著低于 RMC-6236 在 2L+胰腺导管腺癌 (PDAC) Ph1 临床中的 34%。虽然胃肠道毒性与 RMC-6236 相似, 但 JAB-23E73 在皮疹 ( $\geq 3$  级: 0% vs. RMC-6236 的 7%) 和黏膜炎/口腔炎 ( $\geq 3$  级: 0% vs. RMC-6236 的 4%) 方面表现出显著优势。在 RMC-6236 针对 2L PDAC 的三期临床中, 三级及以上皮疹和口腔炎的比例更是高达 14% 和 12%。在疗效方面, JAB-23E73  $\geq 160$ mg QD (每日一次) 队列中 13 名 2L+ PDAC 可评估患者 (2 名为二线, 11 名为三线及以上), 实现了 38.5% 的 ORR。这优于 RMC-6236 (300mg QD) 在 2L PDAC 患者中显示的 35% 的 ORR。预计合作伙伴将在今年下半年逐步开展该品种的全球开发。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 (603259 CH) :** 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 (2268 HK) :** 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。5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5月二手房实时成交分别突破1.6万、2.5万套，同比涨16%、19%。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5月同比分别涨15%、5%。截至5月31日，我们追踪的30城新房成交面积年初至今同比跌9%，14城二手房成交面积同比跌0.16%，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8%，三线城市跌13%。板块表现方面，过去一个月（5月1日至5月31日）恒生地产及物管指数下跌1.8%，内房股指数下跌0.6%，跑赢恒生指数（-3.6%），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，地产板块仍相对大盘实现估值层面的超额修复。展望二季度以及三季度，短期维度，6月仍为板块传统销售淡季，后续建议关注核心城市二手房成交均价及套均面积变化，关注需求结构是否由刚需向改善逐步切换；估值层面，板块仍处于修复通道，超额收益的延续有待基本面实质改善的进一步验证；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

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

### ■ 中性乐观。2Q 利润低基数，权益反弹利好险企盈利显著回升

我们维持对 2026 年行业负债端量价改善，新业务价值在产品和渠道结构改善下延续双位数正增长的预期。1Q26 投资收益拖累各家险企净利润增长，市场风格轮动导致主动权益持仓下降叠加宽基赎回效应，从基本面和资金面上造成板块短期估值承压。1Q26 险企权益投资规模延续增长，核心权益环比提升 3.5% 至 5.9 万亿元，显示险资在市场波动下仍在入市。2Q26 A 股权益市场回暖，截至 5 月底，沪深 300 指数较 1Q26 反弹 10%，有望带动险企盈利在同比低基数下显著回升。人身险方面，负债端 NBV 有望延续增长，受益于渠道和产品结构持续改善，其中居民储蓄需求支撑保费增长，期交占比提升利好价值率保持稳健。财险方面，车险保费增速放缓，但件均保费受承保结构调整的影响降幅收窄；车险综合成本率有望在费用率持续压降的基础上小幅改善。非车险保费仍以个人意健险为主要增长驱动，非车综合成本率有望在新产品备案后逐步实现“下台阶”式改善。中长期看，我们认为商业健康险及长护险有望在医商保合作深化和银发经济的双向带动下，成为行业负债端一大万亿级增长点。资产配置方面，1Q26 部分险企把握年初利率高点增配债券并持续扩大权益敞口，预计 OCI 占比将进一步提升，险资对权益红利和交易债配置兴趣增强；中长期资产负债共振将利好板块估值上行。当前板块估值位于过去 10 年低历史分位，资金交易结构导致基本面与股价背离，看好板块在 2Q 盈利修复下的反弹机会。

2026 年 5 月非银金融板块普遍承压，5 月保险 II（申万）指数成为非银金融中表现最差子板块回调 10%，截至 5 月底，保险 II（申万）指数年内表现为 -22%；Wind 香港保险指数相对稳健，5 月回调 2.3%，亦拖累指数年内表现为 -4.2%。香港保险股更具韧性基于 1) H/A 折价带来的低估值吸引力，2) 南下资金对红利标的的配置需求，以及 3) 头部险企加大同业股权互持；截至 5 月底，平安集团对中国人寿-H 和中国太保-H 的持股比例升至 17.05% 和 12.08%。其他金融板块 5 月表现亦有承压，其中多元金融 (-8.6%) < 非银金融 (-6.4%) < 证券 II (-4.3%) < 银行 (-2.6%) < 股份制银行 II (-0.7%)。截至 5 月底，金融子板块指数表现分别为：保险 II (-22%) < 非银金融 (-16.8%) < 证券 II (-14.9%) < 股份制银行 (-10.5%) < 多元金融 (-9.1%) < 银行 (-6.5%) < Wind 香港保险 (-4.2%)。我们认为 5 月保险板块表现不及预期或主要受资金面因结构性行情而流出的影响，板块基本面维持稳健，随 2Q 权益反弹带动险企投资收益回升驱动盈利显著增长，板块估值将随盈利上行进一步修复。我们维持保险板块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在存款搬家背景下的储蓄需求。分红险当前 1.75% 的保证利率相较于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 1-4 月保费收入数据看，行业负债端呈现三大趋势：1) 人身险保费增速边际放缓，其中寿险、健康险和意外险在 1Q 开门红出现边际放缓迹象，但影响整体可控；2) 健康险在政策红利及各险企“医康养”布局背景下，中长期发展韧性及增长潜力充裕；3) 人身险赔付率环比回落 1.4pct，整体水平可控。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正增长，头部险企的银保战略价值进一步凸显，个险新业务价值随代理人规模企稳同比提升。

财险方面，1-4 月财险保费规模（剔除个人意健险）达 4,929 亿元，同比下降 1.2%，已延续 3 个月同比下行。4 月单月保费规模 1,114 亿元，同比下降 0.7%，增速环比上月提升 0.6

个百分点。车险及非车险 4 月单月保费均有放缓，主要受新车销量下滑及健康险增速放缓的影响。具体来看，车险 4 月同比-0.1%至 732 亿元，占比 55%，非车险 4 月同比-0.3%至 596 亿元，占比 45%。4 月，国内乘用车销量降幅扩大，同比-4.2%（对比 3 月：-2.3%），但新能源车销量同比较大幅提升+9.7%（对比 3 月：+1.2%）。非车保费增速放缓，1-4 月非车险保费同比+4.3%至 3,671 亿元，4 月单月非车保费规模同比-0.3%至 596 亿元（对比 3 月：+2.7%）。分险种看，4 月责任险/农险/健康险/意外险/其他险种保费分别同比+9.5%/+0.6%/+0.7%/+8.7%/-10.4%（对比 3 月：+2.3%/-1.5%/+10.1%/+12.2%/-10.2%），4 月健康险保费增速放缓成为非车整体保费规模下降的主要原因。1-4 月财产险中健康险保费同比+14.3%至 1,489 亿元，我们维持 2026 年健康险行业保费规模突破万亿元的预期。财险方面，我们预计 2026 年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，件均保费基本企稳。老三家新能源车险承保盈利将进一步稳固；车险费用率改善抵赔付率上行的潜在负面影响，车险 COR 逐步下行。非车险保费增速有望保持稳健，非车 COR 有望于年内显著改善，但短期部分险种保费收入增速或因承保节奏影响受扰动。

### ■ 估值及个股推荐

当前板块交易于 0.24 倍-0.56 倍 FY26E P/EV 和 0.54 倍-1.08 倍 FY26E P/B，股息率 3.3%-6.9%，板块估值在 2Q 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) **中国平安** (2318 HK, 买入, 目标价: 86 港元)：集团经营业绩持续改善，寿险 CSM 增速有望于年内转正，资管板块存量风险出清进入尾声，有望带动集团 OPAT 增长加速；OPAT 可持续增长将驱动集团分红稳健上行；公司 FY26E 股息率约为 6%，具备吸引力。
- 2) **中国人寿** (2628 HK, 买入, 目标价: 34 港元)：权益增配驱动盈利高弹性，β 属性明确；负债端期交结构持续向好，国寿 2Q 有望受益于权益市场反弹带动投资收益上行。
- 3) **友邦保险** (1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元)：深化中国增长战略深入推进；集团自有盈余稳健，支撑股东回报可持续增长，预计 FY26E 总股东回报率（股息+回购）为 4%。
- 4) **保诚** (2378 HK, 买入, 目标价: 137.8 港元)：业绩增长高确定性及股东回报指引明确。

### ■ 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

AIDC 电力设备板块 5 月份总体走势在高位振荡, 但我们认为结构性增长趋势确定性高。我们在 5 月份**东方电气 (1072 HK/600875 CH, 未评级)** 的反向路演得知目前北美燃气机需求强劲。AIDC 发动机方面, 我们继续看好**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** 电力业务的估值重估。

此外, 在全球金属价格高企的有利背景下, 矿山资本开支上升将继续拉动矿山设备的需求, 看好1Q26业绩后已大幅回调的**三一国际 (631 HK, 买入)**。

工程机械和重卡板块5月份总体上走势处于振荡回调态势, 原因在于中东局势推升油气价格以及物流成本、人民币升值以及板块轮动所致。我们认为近期的回调已较大程度反映相关因素, 目前看到的行业销售数据增长 (特别是海外) 并未出现需求大幅转差, 同时, 头部工程机械企业已公布上调售价, 将一定程度缓解毛利率压力。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)**。

此外, 我们继续看好**恒立液压 (601100 CH, 买入)**, 在6月初的生产基地调研中了解到目前液压产品下游需求强劲, 以及人形机械人关键零部件滚珠丝杠具备巨大的增长潜力。

### ■ 工程机械核心观点: 出口强劲; 国内上升周期持续

**土方机械:** 土方机械的更换周期自2024年中启动。国内方面, 考虑到2017-21年间形成的巨大设备存量, 即使假设~30%的设备因房地产需求的结构性下滑而不需更换, 我们仍预计此轮上行周期可在2026-27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将持续高企, 有助中国品牌在大型矿挖提升渗透率, 同时, 中国品牌新兴市场正持续扩张。

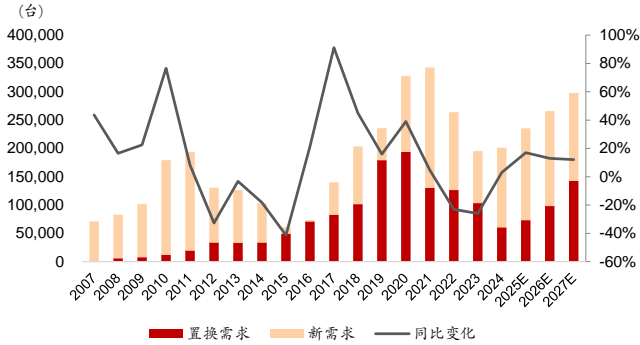
**非土方机械:** 国内汽车起重机和履带起重机销量自2025年中起实现同比转正并保持增长。我们相信这主要由于: (1) 设备更换周期启动; (2) 核电与风电等能源建设领域需求增长。鉴于其更换周期较土方机械滞后约一年, 我们判断2026年之后更换需求还将进一步放量。出口方面, 履带起重机增长势头强劲, 今年前4月同比增速达51%。

图 19: 2026 年 4 月份中国工程机械行业销量

	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
<b>土方机械</b>						
挖掘机	28,745	16,920	11,825	30%	35%	23%
轮式装载机	15,432	8,411	7,021	32%	17%	57%
<b>其他机械</b>						
汽车起重机	2,297	1,397	900	10%	12%	8%
履带起重机	408	110	298	46%	11%	65%
塔式起重机	405	192	213	-16%	-28%	-1%
叉车	159,793	100,328	59,465	23%	19%	30%
高空作业平台	21,059	7,467	13,592	44%	21%	61%

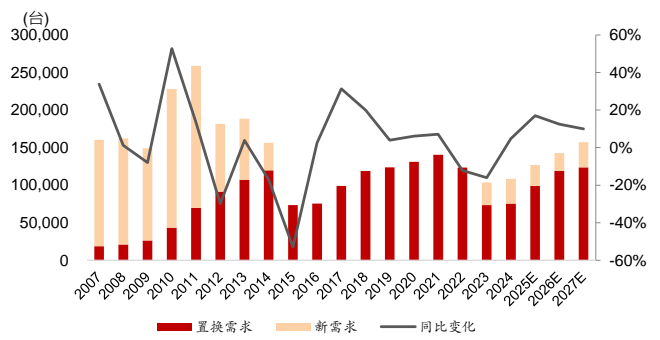
资料来源: 中国工程机械工业协会, 招银国际环球市场

图 20: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



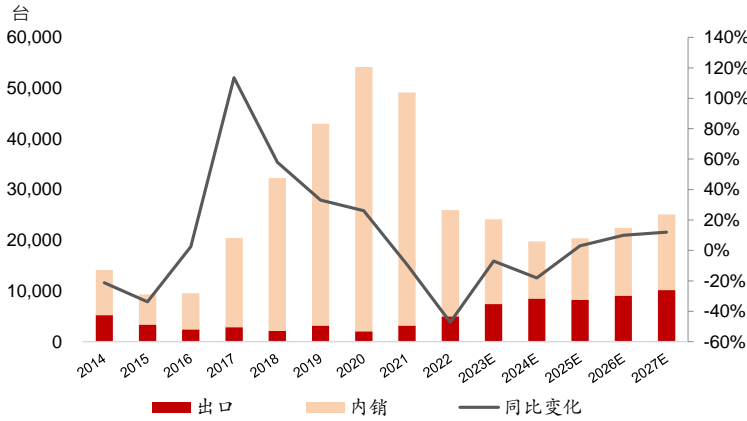
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

图 21: 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 22: 招银国际环球市场汽车起重机销量预测

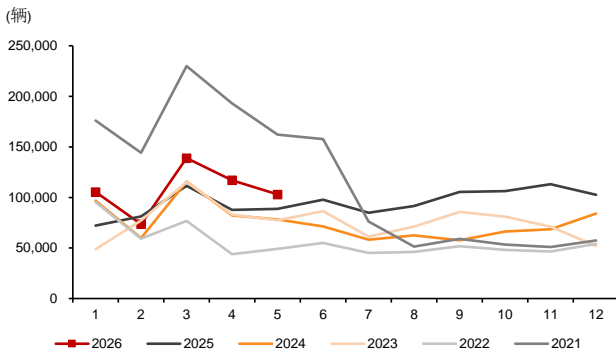


资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

■ 重卡：今年前 5 个月行业销售强劲

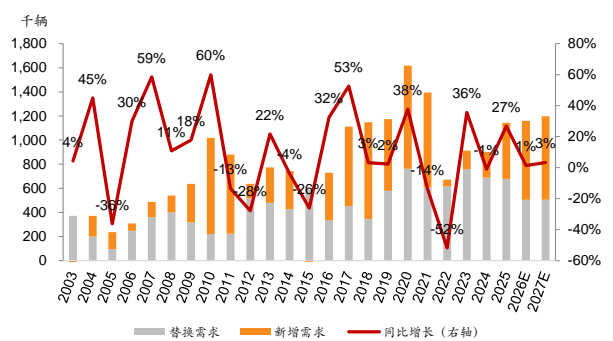
5 月份重卡行业销售同比上升 16% 至 10.3 万辆，今年首 5 月销售同比上升 22%。我们维持对 2026 年重卡需求的乐观预期，主要得益于换代驱动的上升周期（2017-21 年销量创历史新高）、设备更新政府补贴政策的延续以及持续强劲的出口。

图 23: 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

图 24: 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: 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。

**恒立液压 (601100 CH, 买入)** – 我们于 6 月 3 号组织投资者在恒立位于常州的生产基地调研。调研要点包括: (1) 导轨需求强劲, 主要受机床和半导体领域驱动; (2) 人形机器人用滚珠丝杠在主要客户支持下具备巨大潜力; (3) 油缸和泵阀的产能正处于满负荷运转, 主要由于采矿和农业机械等广泛下游需求驱动。我们预计精密工业 (导轨及丝杠) 营收将从 2025 年的 8000 万元人民币增至 2026/27 年的 4 亿元/10 亿元人民币。

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

**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。

## ■ 下行风险提示

1) 国内非土方机械销量复苏力度低于预期; 2) 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。