

## 策略观点

### 政策留力，经济放缓

- **宏观：**中国经济延续外热内冷，出口和制造业受益于全球 AI 投资景气保持强劲。但内生经济明显走弱，居民消费和固定资产投资跌幅加剧，房地产销量继续探底。国际大宗商品价格下跌可能导致 PPI 转负，工业企业利润和整体经济通缩可能再次承压。财政支出力度减弱，全年赤字完成进度大幅落后预期，政策取向仍在保留空间，下半年可能迎来宽松窗口。人民币兑美元将震荡走强，继续看好港股信息科技、工业和原材料板块。美国经济在下半年可能开始放缓，油价高企挤压居民实际收入和购买力的滞后效应开始显现，非 AI 制造业表现疲软，同时贸易赤字短期内将拖累 GDP，但服务需求韧性和 AI 相关投资仍将对经济形成支撑。我们认为 CPI 已在 5 月见顶，随着就业市场在下半年开始放缓，预计美联储全年加息可能较低但会维持鹰派信号。白宫政策重心将转向国内经济议题，预计中期选举前伊朗局势将维持和平现状。美股波动上升，行情转为广度扩散与板块轮动，AI 硬件因交易度集中和获利了结等因素导致板块波动加剧。美股整体盈利仍强劲，未来仍具备上行动能，但随着 AI 行情深入，市场对业绩和确定性要求上升。板块上建议增配周期性和价值风格板块，相对看好半导体硬件、软件、工业与可选消费。
- **互联网：**回顾 6 月，中国互联网行业整体基本面边际有所弱化，电商消费情绪偏弱、地缘政治扰动推高能源价格抑制出行需求，交易向 AI 硬件主题集中的过程中板块的流动性亦受到挑战，而在线游戏板块相对具备韧性。展望 7 月，我们认为恒生科技指数估值已经处于具备吸引力的区间（目前 16.6x 一年远期 PE 处于 5 年均值的 19%分位），可适度逢低布局，但估值修复或需仰赖基本面环比改善支撑。在此背景下，我们推荐：1) 盈利增长具备较高确定性且估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如腾讯（700 HK）、网易（NTES US）；2) 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）；3) 基本面受益于竞争格局改善而持续改善、且交易并不拥挤的美团（3690 HK）。
- **软件及 IT 服务：**回顾 6 月，美股板块表现印证我们此前观点，交易仍集中于确定性受益于 AI 大趋势的标的，网络安全及基础设施软件中的龙头公司股价表现持续跑赢行业。展望 7 月，我们判断板块估值仍将维持分化状态，若板块整体交易流动性有所缓和，可优先关注 AI 变现稳步提升，但估值相较利润增速已经超跌的公司。综合考虑估值与基本面表现，我们在美国软件板块推荐微软（MSFT US）。
- **半导体：谨慎乐观。**6 月全球半导体市场呈现基本面继续扩张、交易层面快速降温的背离。产业端，大模型 ARR 快速增长，OpenAI、Anthropic 等收入数据继续验证 AI 商业化和算力消耗同步放大，大型云厂商资本开支仍有需求端支撑，并持续向存储、光互连、先进封装、电力架构和前道设备扩散；交易端，AI 半导体在前期快速上涨后持仓趋于拥挤，6 月下旬受到 SpaceX 超大型 IPO、SK 海力士赴美 ADR 融资、韩国股市熔断、Russell/FTSE 指数重构、季度末调仓和获利了结影响，出现阶段性回撤。我们认为，6 月调整本质上是仓位重置，而非需求重置。海外来看，标普 500 半导体指数估值已修复至过去三年均值附近但仍低于+1SD，同时 2026/2027 年 EPS 预期继续上修，显示本轮上涨并非单纯估值扩张，而是 AI 基础设施景气和盈利改善共同推动。

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

郭书音

张元圣

郭远宁

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

国内来看，A股半导体自2025年以来持续跑赢宽基指数，2026年二季度进一步加速，反映市场正在从科创板beta修复转向AI基础设施、国产算力、存储扩产、设备国产化和高端材料链条的产业重估。进入7月，我们预计市场关注点将从流动性扰动回到财报、订单、资本开支和利润率验证；配置上，海外重点观察大型云厂商资本开支、HBM、光互连和AI供应链业绩兑现，国内建议从高弹性交易切向确定性兑现，重点关注半导体设备、晶圆厂、存储链、电子元器件、光互联、PCB及覆铜板等方向。

**推荐标的：**北方华创（002371 CH，买入）、中芯国际（981 HK，买入）、英诺赛科（2577 HK，买入）、中际旭创（300308 CH，买入）、深南电路（002916 CH，买入）、生益科技（600183 CH，买入）、天数智芯（9903 HK，买入）

■ **消费：**乐观。6月消费板块随港股整体走软，恒生消费指数当月回落7.8%，香港日常消费、香港可选消费分别下探10.2%、11.6%。基本面看，5月社零同比转负至-0.6%，去年以旧换新形成的高基数令家电等明显拖累，烟酒、餐饮增速亦环比走弱，进一步抑制板块情绪；618延续长周期、简化规则，综合电商销售额同比+0.9%，即使零售、社区团购分别同比+112.3%、-39.6%，表现整体温和、平台分化；分品类看洗护清洁、宠物食品、粮油调味、家电等分别增26.0%、12.0%、4.7%、4.1%，美容护肤、香水彩妆、休闲零食等则略显回落，日常消费相关景气度相对靠前。端午假期国内出游1.24亿人次、总花费444.56亿元，同比分别+4.4%、+4.0%，人均消费略有下移，出行热度偏温。政策仍在持续加力，6月底追加以旧换新资金625亿元（全年2,500亿元陆续投放），高层再度强调加大力度提振消费、健全扩内需长效机制。展望7月，市场进入中报业绩兑现期，我们倾向于优先配置业绩能见度高、现金流扎实、股息回报稳定的必需消费与红利品种；可选消费及消费者服务则建议待高频数据出现企稳信号后再行右侧介入。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较有支撑的李宁（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）。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：**6月新能源车市延续修复态势，头部车企出口维持高景气。跟踪的14家车企/品牌的新能源乘用车销量同环比双增，二季度环比一季度显著改善。比亚迪6月销量同比止跌回升，吉利出口销量创新高；新势力分化加剧，零跑6月销量再创新高，蔚来略低于预期。尽管市场资金短期流向科技板块，但板块情绪低点与基本面逐季改善形成错配，建议逢低布局。配置上采取“确定性打底、弹性进攻”策略：首选吉利汽车（175 HK），出口与高端化进展顺利，二季度业绩有望超预期，估值极具吸引力；电池板块关注正力新能（3677 HK），解禁后抛压缓解，盈利预测高增；智驾板块新增首推地平线机器人（9660 HK），作为国产替代龙头，超跌后估值性价比凸显，技术迭代与定点催化有望推动价值重估。

- **医药：**MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今（截至 6 月 22 日收盘）累计下跌 11.4%，跑赢 MSCI 中国指数 0.2%。近期医药行业回调主要受到资金面、政策面以及地缘政治等因素影响。资金面来看，半导体等 AI 相关板块吸引了较多的资金流入。政策面来看，卫健委等 14 部委于 6 月初发布了《2026 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》；5 月，药监局等七部门发布了《医药代表管理办法》，8 月 1 日起正式施行，引起市场对于监管政策的担忧。然而，我们认为，营销环节的规范将有利于有临床价值的创新药的商业化。此外，政策对于创新药的支持将不会改变，2026 年 3 月发布的《2026 年政府工作报告》中，首次将生物医药定位为支柱产业，创新药将持续享受积极的政策环境。此外，产业资本掀起回购以及增持热潮。根据我们的统计，年初至 6 月 21 日，港股医药板块累计回购金额达到 56.9 亿港元。此外，多家医药公司发布回购计划，例如，中国生物制药拟回购最多 20 亿港元，京东健康拟回购最多 10 亿美元，恒瑞医药拟回购 10-20 亿元 A 股，药明康德拟回购 10 亿元 A 股等。大股东增持同样活跃，例如石药集团、京东健康、中国生物制药、海吉亚、固生堂、康方生物、云顶新耀、三生制药等。我们认为，产业资本对于医药行业发展的信心坚定，积极增持回购释放了底部信号。
- **房地产和物管：**6 月房地产销售呈现"环比回落、同比增速收敛"的过渡特征。二手房方面，据冰山大数据，6 月整月 20 城二手房实时成交月环比-16%、同比+9.7%，同比增速较 5 月约 25% 明显收窄；北上广深环比由 5 月的-2.8% 至 +3.8% 区间走弱至-7.7% 至-21.3%，同比增幅普遍由双位数收敛至个位数。新房网签方面，6 月 20 城网签量月环比+11%、同比+10%（同比增速较 5 月+7.8% 小幅扩大），但四个一线城市环比分化下行-2% 至-14% 不等、同比明显收窄，广州 6 月同比转跌。价格端相对坚挺，6 月全国新房价格指数月环比-0.4%、一线仅-0.06%，上海+1.6%、深圳持平、广州-0.2%、北京-0.5%，一线核心房价延续"领头羊"角色。整体看，成交量环比回落与一线房价企稳并存，小阳春需求集中释放后动能边际转弱。板块表现方面，6 月港股整体承压，6 月恒生地产及物业管理指数-17.2%，港房指数-13.3%，内房指数-19.3%，月内跌幅居前。龙湖、绿城、越秀等主流房企跌幅均超 20%，主要受基本面边际走弱、交易风格极致及头部房企风险扰动影响。政策端积极信号增多，《求是》将"修复居民资产负债表"纳入促消费体系、稳楼市进入扩内需框架，住建部推进"四好"建设与智能建造，7 月政治局会议有望聚焦城市更新与存量盘活。展望三季度，短期维度，7—8 月为传统淡季、量价或阶段性走弱，建议关注成交套均价及套均面积变化以判断需求能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如龙湖集团（960 HK）等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2) 关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头贝壳（BEKE.US）将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会，在集中度提升中凸显份额收割效应；随着存量市场主导地位强化，物业服务商凭借收费面积永续、现金流稳定的逆周期防御属性迎来价值重估建议关注如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、滨江服务（3316 HK）等；3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。
- **保险：**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。2Q26 保险板块估值承压，主要受资金交易因素的影响，科技主线叠加风格轮动导致主动权益持仓下行，股价和基本面表现背离。我们预计 2Q26 险企权益投资规模将延续增长，核心权益有望环比提升，截至 1Q26，上市险企核心权益规模达 5.9 万亿，显示在市场波动下险资仍在入市。2Q26 A 股权益市场延续回暖，截至 6 月底，沪深 300 指数较 1Q26 反弹 11%，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，3.5% 演示利率的分红险产品在 7 月 1 日正式停售，部分贡献 2Q26 业绩增长；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，但件均保费逐步企稳；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，预计年内 OCI 占比将进一步提升，险资对权益红利和交易债配置的兴趣增强。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。

- **资本品：优于大市**，近期市场关注港股流动性的问题，我们上月在港股资本品的资金流分析中看到月内美资券商卖出板块的趋势明显，而港股通则是主要的买入力量 ([报告链接](#))。细分板块方面，重卡 6 月份走势表现相对稳健，主要受惠于重卡行业销量理想，我们继续看好受惠重卡以及 AIDC 发动机增长的**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** 以及重卡出口增长强劲的中国重汽 (**3808 HK, 买入**)。关键零部件方面，我们继续看好**恒立液压(601100 CH, 买入)**，目前工程机械液压产品下游需求强劲，而人形机器人丝杠在美国主要主机厂客户的潜在放量下将明显受益 ([报告链接](#))。此外，我们关注**津上机床中国 (1651 HK, 未评级)** 6 月底的业绩会中得知，(1) 今年 4 至 6 月新增订单强劲，而目前机床产品实际生产已超出 1.5 万台的设计产能水平；(2) 公司精密车床现已切入光模块组件生产领域，预计将成为未来一至两年的新增长引擎；(3) 用于生产液冷系统通用快速接头 (UQDs) 的机床预计将在 2026/27 财年迎来爆发式增长 ([报告链接](#))。工程机械板块走势上则仍然处于振荡回调态势，然而过去两个行业销售数据增长 (特别是海外) 总体仍然保持强劲 ([报告链接](#))，我们认为个别股份回调后具备吸引力，包括**中联重科 (1157 HK/ 000157 CH, 买入)**、**三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入)** 以及**三一国际(631 HK, 买入)**。

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	2025E	2026E	2025E	2025E	2025E
腾讯	700 HK	互联网	买入	431.20	750.00	74%	12.3	11.2	2.8	19.5	1.3%
网易	NTES US	互联网	买入	127.24	155.00	22%	13.1	12.0	N/A	22.4	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	96.14	220.10	129%	15.3	9.8	1.0	6.7	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	71.60	138.00	93%	N/A	14.1	N/A	N/A	0.0%
微软	MSFT US	软件&IT服务	买入	390.49	616.40	58%	24.2	19.8	N/A	33.4	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	803.60	540.0	N/A	75.0	52.5	N/A	18.7	0.1%
中芯国际	981 HK	半导体	买入	77.60	110.00	42%	70.6	52.1	3.6	5.3	0.0%
英诺赛科	2577 HK	半导体	买入	60.65	75.00	24%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	1098.92	1080.00	N/A	43.5	28.5	N/A	66.1	0.2%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	440.20	288.00	N/A	58.2	42.9	N/A	27.0	0.0%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	154.27	90.00	N/A	59.8	42.6	N/A	21.6	1.4%
天数智芯	9903 HK	半导体	买入	641.00	694.00	8%	N/A	793.2	N/A	N/A	0.0%
江南布衣	3306 HK	消费	买入	18.56	23.30	26%	9.1	8.4	3.1	36.7	0.0%
波司登	3998 HK	消费	买入	4.49	5.55	24%	9.5	8.6	2.6	29.1	10.0%
李宁	2331 HK	消费	买入	15.27	23.02	51%	11.6	10.3	1.2	9.1	0.0%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	41.66	60.88	46%	23.0	20.9	8.8	41.3	3.0%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	7.77	11.09	43%	13.7	11.4	1.1	10.5	0.0%
锅圈	2517 HK	消费	买入	1.90	4.80	153%	8.7	6.9	1.2	16.1	9.7%
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	31.21	54.68	75%	106.5	91.0	3.5	26.0	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.30	27.00	48%	8.3	7.3	1.5	20.7	4.5%
正力新能	3677 HK	汽车	买入	5.87	18.00	207%	9.1	6.4	1.4	16.5	0.0%
地平线机器人	9660 HK	汽车	买入	4.68	10.00	114%	N/A	N/A	2.5	N/A	0.0%
翰森制药	3692 HK	医药	买入	33.70	46.41	38%	30.7	28.9	4.6	15.6	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	87.80	113.86	30%	62.3	38.6	6.0	9.6	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	19.55	34.87	78%	22.6	26.5	1.4	6.8	1.4%
加科思	1167 HK	医药	买入	5.20	10.34	99%	N/A	N/A	N/A	38.1	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	122.97	143.00	16%	19.4	16.5	3.9	19.5	1.6%
药明合联	2268 HK	医药	买入	61.70	82.00	33%	34.7	26.3	5.2	17.1	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.09	24.00	59%	15.0	12.2	N/A	8.3	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	38.58	53.58	39%	17.2	15.8	4.8	28.3	5.8%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.02	6.55	63%	20.5	23.2	N/A	12.6	7.2%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	22.76	32.06	41%	8.6	8.1	3.0	N/A	9.0%
中国平安	2318 HK	保险	买入	52.05	86.00	65%	5.5	5.2	0.7	13.4	6.5%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	28.40	34.00	20%	5.2	4.8	1.0	20.7	3.7%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	73.25	112.0	53%	12.2	11.0	2.1	17.9	2.9%
保诚	2378 HK	保险	买入	107.30	137.80	28%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	35.50	53.38	50%	18.5	15.7	2.6	14.8	3.0%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	29.57	40.20	36%	19.2	18.1	N/A	13.7	0.0%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	117.50	125.00	6%	45.2	37.5	8.0	18.9	1.0%
三一国际	631 HK	资本品	买入	7.23	18.90	161%	7.5	5.5	1.4	N/A	8.3%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	7.06	9.10	29%	9.6	8.6	0.9	9.0	7.0%
中联重科	000157 CH	资本品	买入	7.29	11.80	62%	11.2	10.0	N/A	8.5	0.0%
三一重工	6031 HK	资本品	买入	19.68	29.5	50%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	18.89	27.00	43%	16.9	14.9	1.8	10.8	3.0%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	41.42	46.00	11%	12.2	11.0	N/A	17.2	3.3%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

## 宏观经济

| 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，消费、投资和信贷等内需仍较疲软。高频经济活动指数从 5 月的 1.55 升至 6 月的 1.57。进出口活动持续保持强劲，中国港口集装箱吞吐量 6 月同比增速从 5 月的 3.6% 升至 5.2%。韩国与越南 6 月出口额延续大幅增长，主要受电子产品和 AI 硬件等提振，预示中国出口将延续景气。货运量方面，铁路货运、货车通行量和邮递揽收量同比有所放缓，航空货运延续下跌。需求端仍较疲软，乘用车销量在 6 月同比跌幅扩大至 24.6%，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。工业企业盈利延续改善，前 5 月利润增速回升至 18.8%，创近 5 年新高，但单月增速小幅放缓至 21.1%。结构性分化加剧，上游采矿和原材料分别同比增长 33.5% 和 83.1%，同时制造业行业利润高度集中在 AI 硬件相关的计算机及电子设备和有色金属冶炼等。其他板块包括钢铁、非金属矿物、家具、汽车和电气机械等仍在大幅下跌。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。

大宗商品价格下跌可能影响中国再通胀进程。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 0.8%、2% 和 0.6%。5 月 PPI 回升至 3.9%，创 22 年 7 月以来最大升幅，主要是因石油供给短缺，导致替代品煤炭开采和下游的化工制造和化纤等板块价格大幅上涨，有色和给色金属延炼等价格也有所回升。但下游消费品价格仍环比持平，上游 PPI 上涨对下游传导仍有限。5 月 CPI 同比增速保持在 1.2%，但环比增速下跌 0.1%，成本上涨和五一假期分别推动通信工具和旅游等价格环比回升，但食品、其他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上涨和 AI 相关的电子硬件板块推动。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。随着美伊局势大幅缓和，近期国际大宗商品包括石油、贵金属和工业金属等价格大幅下跌，在下游需求仍偏弱的情况下，PPI 环比增速可能再次转负，工业企业利润和整体经济通缩可能再次承压。

房地产市场继续走弱。新房销量收缩幅度扩大，全国 30 重点城市 6 月销量同比增速从 5 月的 -3.5% 降至 -15.5%，其中一线和二线城市同比增速转跌至 -5.2% 和 -17.1%，三线城市跌幅收窄至 -12.8%。整体较 2018-2019 年同期销量的恢复率小幅下降，从 5 月的 44.7% 降至 6 月的 42.9%。二手房销量保持回升，6 月 12 个代表性城市二手房销量同比增速从 5 月的 17.8% 放缓至 8.3%，较 2019 年同期恢复率从 102.6% 升至 107%；房价延续下跌，5 月全国新房环比下跌 0.2%，二手房环比下跌扩大至 0.3%，其中一线城市环比分别反弹 0.2% 和 0.4%，但二三线城市下跌幅度扩大。全国 6 月二手房挂牌价延续下跌但跌幅收窄，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 6 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；5 月全国家庭新增中长期贷款历史上第一次出现连续两月负增长，净减少 571 亿元，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宗商品消费仍有拖累。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

货币政策延续结构性支持。我们预计央行降准一次 50 个基点，降息一次 10 个基点的时间点将在今年 4 季度左右。由于近期价格水平持续回升和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“结构优化及精准赋能”，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。潘功胜行长在陆家嘴论坛演讲表示央行会将逆回购操作利率区间从 70 个基点收窄至 50 个基点，并将适时新增隔夜逆回购操作品种。预计货币政策框架改革将进一步增强短端利率调控能力，央行将继续通过削谷填峰等方式保持流动性的合理充裕。

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 4 月的 3.5% 增至前 5 月的 4%，快于全年 2.2% 的增速目标。一般公共预算支出累计增长从 1.3% 降至 0.8%，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 -18.9% 降至 -19.2%，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。政府性基金支出累计同比从 -2.7% 进一步下降至 -4.3%，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，5 月政府债发行量同比增长 3.7%，但净融资同比下跌 16.1%，主要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 1.4% 左右震荡，LPR 继续按兵不动的背景下，短端利率大概率围绕政策利率波动。整体流动性有所改善，DR007 在 6 月见顶回落，央行在季末配合政府债发行加速和信贷冲量等连续加大公开市场净投放力度。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的 1.71% 降至年底的 1.6% 左右。6 月国债收益率在 1.70-1.74% 波动，核心影响来自资金面的边际变化和央行对利率下沿的“软约束”。预计 PPI 在 6-7 月见顶回落，通胀压力将大幅缓解，为利率震荡下行提供基本面支持。同时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，国债利率将下行，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 6.8 升至 12 月末的 6.75。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。但央行使用顺周期调控工具、美国长端利率高企和美联储信用改善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 11% 和 16% 左右至 25,000 和 5,200 点，分别对应 26 年 5% 和 -8% 的 EPS 增速和 11.2 和 22.5 倍 PE。港股近期表现明显偏弱，主要因 1 季度盈利拖累和外资和南向流入进一步趋缓等因素。短期内港股仍面临两个主要逆风：一方面，美联储货币政策立场明显转鹰，利率高位周期拉长，可能带动 HIBOR 持续走高，利率敏感型行业承压，整体港元流动性走弱。另一方面，新版对外投资规定和叫停跨境 TRS 显示对跨境资金的监管方向趋严，可能会冲击地产、保险、银行、券商和博彩等依赖内地

跨境资金流的行业。我们仍看好在外卖大战告一段落后，港股盈利将在26年2季度开始见底回升。由于经济内生动能持续放缓，下半年可能的政策宽松也将对港股形成支撑。港股估值依然不贵，恒生指数动态PE为10.4倍（数据来自彭博一致预期，截至2026年7月2日收盘，下同），低于近十年的11.4倍均值。恒生科技动态PE为19.1倍，低于近五年的23.1倍均值。市场可能依然是结构性机会：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；我们相对看好港股信息技术（动态PE 16.6倍，ROE 14.8%，未来2年平均EPS增速14.9%）、工业（动态PE 12.2倍，ROE 8.1%，未来2年平均EPS增速19.6%）和原材料（动态PE 7.3倍，ROE 15.7%，未来2年平均EPS增速50.1%）。

## 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2.7%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1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1万亿美元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1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，因为企业投资严重依赖AI景气周期、房地产板块持续受到限制性利率压制，非AI制造业表现疲软，贸易赤字也在短期内将成为GDP拖累。

就业市场延续企稳，但下半年可能走弱。预计失业率可能从25年的平均4.3%升至26年4.5%。6月就业数据表面疲软，但劳动力市场并未出现实质性恶化：非农就业仅新增5.7万人，大幅低于市场预期的11.3万人。私营部门新增4.9万人，前值累计下修7.4万人。但三个月就业增速均值仍约11.1万人，高于就业盈亏线。疲软主要集中于休闲酒店业，6月季节性因素扰动导致减少6.1万人。失业率降从4.3%降至4.19%，主要由劳动参与率大幅下滑至61.5%导致，家庭调查口径下的就业人数仍在下降。薪资环比增长0.35%、同比增长3.5%，对居民收入形成支撑，同时也显示就业市场并非通胀压力来源。数据公布后，市场对近期加息紧迫性有所缓和，7月加息基本落空，市场预期首次加息时间推迟至12月。但我们认为这份报告并不足以支撑美联储彻底转向鸽派，因失业率仍处低位，居民总收入持续增长，通胀仍是核心约束。

通胀已见顶，核心通胀将保持温和。预计6月CPI与核心CPI环比增速可能在-0.2%和0.2%左右，对应同比增速为3.7%和2.8%，主要由于汽油价格下跌推动。5月CPI因油价上涨而环比大幅增长0.5%，同比增速升至4.2%创近3年新高。其中汽油及其他能源商品价格环比上涨6.7%，贡献全月CPI环比增速近50%。核心CPI环比仅上涨0.21%，低于市场预期，缓解市场对通胀再加速的担忧。其降温主要来自核心商品环比回落0.1%，为一年来首次下跌，显示前期关税冲击对商品通胀的边际影响正在减弱。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月环比下降近10%，对CPI环比增速贡献约在-0.4个百分点左右。另一方面，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

白宫政策重心将转向国内经济议题。随着美伊备忘录开启 60 天窗口期，霍尔木兹海峡风险已大幅下降，但未来谈判可能仍会在曲折中前进。目前霍尔木兹通航量已恢复至冲突前的 30% 水平左右。近期白宫出台的新政策更多围绕国内经济议题展开，包括民生成本管控、化肥关税减免、量子计算与 AI 布局、能源自主战略等，显示特朗普政府在中期选举前正努力将政策重心锚定在生活成本可负担性、制造业本土化和能源经济安全等国内民生经济议题上。预计白宫将不惜代价维持现有伊朗协议至中期选举，将压制原油风险溢价、通胀失控和美联储加息的尾部风险。白宫政策也将转向更利好市场的组合，包括推动通胀回落、财政扩张支撑、监管松绑和产业政策协同发力等。

美国财政扩张力度可能加大。预计美国财政赤字率从去年 5.4% 升至今年 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 2,750 亿美元左右，其中对家庭减税规模 1,400 亿美元，对企业减税 1,350 亿美元，包括对家庭的小费与加班费免税、提高地方税抵扣和对企业 100% 设备与研发开支摊销，预计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。

预计年内政策利率不变，加息可能较低。6 月联储会议展现沃什领导下美联储未来的改革路径：联储将完全抛弃前瞻性指引，政策框架将更加灵活，基于精确实时数据和资产负债表传导等因素决断，并更注重 2% 通胀目标公信力。会议声明移除大量前瞻性内容，联储目标表述较先前就业与通胀的双重目标变为“致力于实现物价稳定”的单一表述，显示联储立场明显转鹰。点阵图预测年内将加息一次，为本次会议主要鹰派信号。但联储实际政策立场可能更为温和，一方面加息与不加息票委均为 9 票平票，另一方面今年有投票权的关键票委立场更偏向鸽派。我们认为，减少前瞻性指引一方面将给予联储更高灵活性和更快政策反应，但也将明显增加市场波动率，因市场需要围绕利率路径反复定价，前端利率、美元和高估值权益资产波动或更为明显。我们仍认为联储年内加息可能较低，当前联储更多是通过鹰派沟通来引导市场重新定价利率路径，借助金融条件收紧提前实现部分加息效果。随着下半年美国经济放缓和通胀回落，我们认为政策宽松预期有机会大幅上升。

## 金融市场

美元货币市场收益率将持平，美元指数可能震荡下行。预计年末美元货币市场收益率保持在 3.5%-3.75%。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%。6 月联储会议的鹰派信号一度推升美元指数涨超 2.2% 至 101.8。下半年，随着美伊冲突进一步缓和，美国经济和就业增速边际放缓，美元指数可能下降至 98。

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%。尽管美伊和谈进展推动油价大幅下跌，但美联储鹰派信号导致国债利率在 6 月高位震荡。随着就业市场走弱和通胀见顶回落，下半年油价冲击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。

板块交易集中和获利了结等因素导致美股延续波动上升。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 1 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 8 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 (852) 3850 5226

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

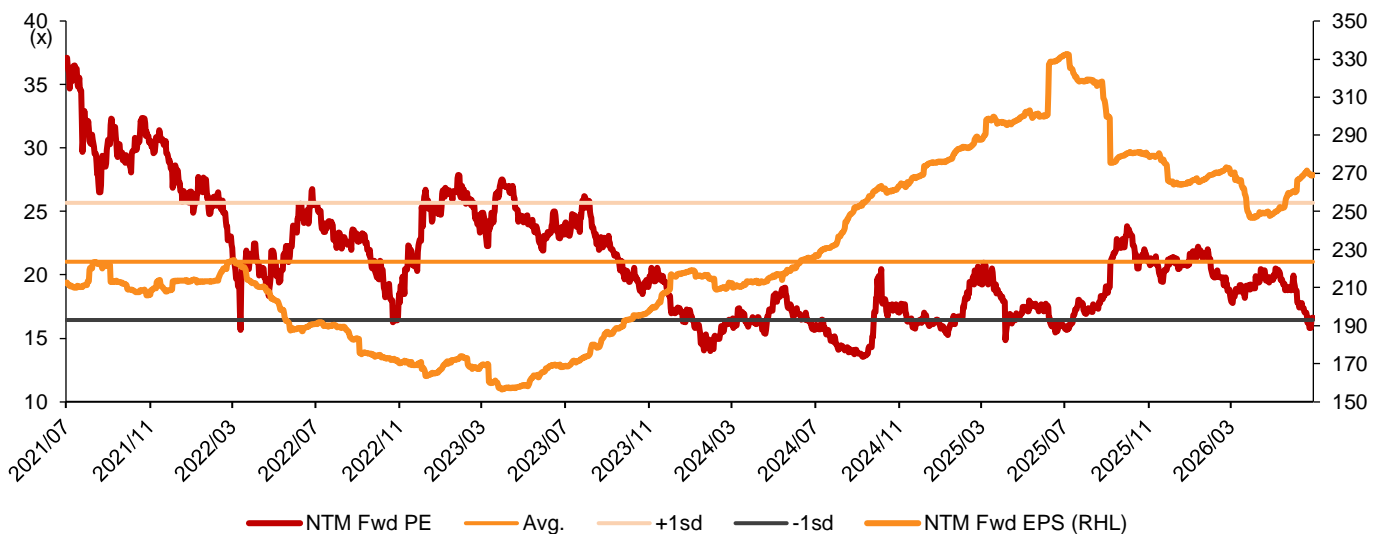
| 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

### ■ 未来 3 个月看法乐观

回顾 6 月，中国互联网行业整体基本面边际有所弱化，电商消费情绪偏弱、地缘政治扰动推高能源价格抑制出行需求，交易向 AI 硬件主题集中的过程中板块的流动性亦受到挑战，而在线游戏板块相对具备韧性。展望而言，我们认为恒生科技指数估值已经处于具备吸引力的区间（目前 16.6x 一年远期 PE 处于 5 年均值的 19% 分位），可适度逢低布局，但估值修复或需仰赖基本面环比改善支撑。在此背景下，我们推荐：1) 基本面受益于竞争格局改善而持续改善、且交易并不拥挤的美团；2) 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；3) 盈利增长具备较高确定性且估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如腾讯、网易。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 16.6x，与 2023 年以来的平均 PE 减 1 倍标准差基本持平。

图 2: 恒生科技 PE 区间及 EPS 趋势

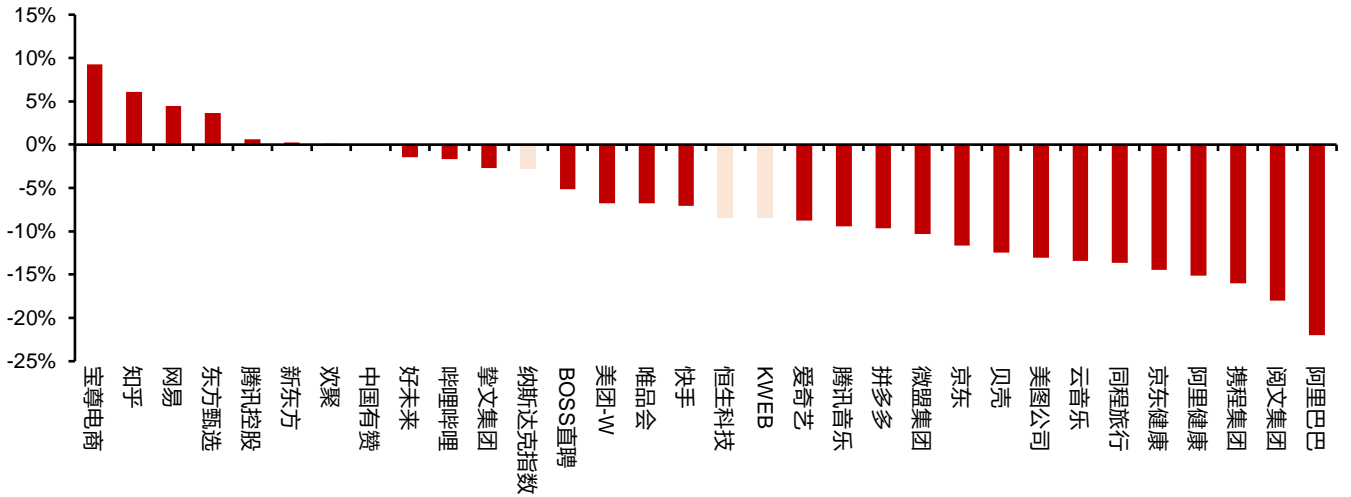


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 7 月 1 日

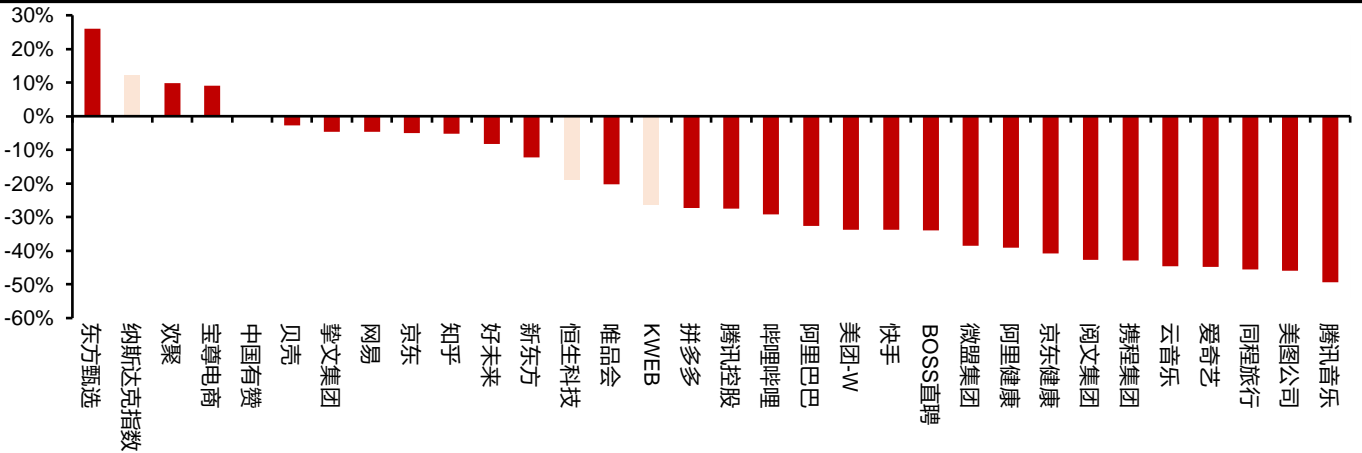
6 月恒生科技指数下跌 8.4%，KWEB 指数下跌 8.5%。宝尊/知乎/网易 6 月涨幅相对领先，分别上涨 9%/6%/5%。6 月网易《遗忘之海》测试反馈积极，并官宣 7 月正式上线，下半年有望贡献可观收入增量；此外网易港股于 6 月 30 日正式转换为双重主要上市公司，并在同日纳入港股通。

图 3: 2026 年 6 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 7 月 1 日

■ 在线游戏：多款重点新产品定档 7 月上线

进入暑期档，7 月多款重点游戏产品即将上线，我们建议关注：1) 网易海洋开放世界 RPG《遗忘之海》PC 端定档 7 月 9 日正式上线，移动端也计划在 7 月内上线。基于多种玩法的创新和结合，《遗忘之海》在测试阶段获得积极反馈，我们预计首年产品流水有望达到 20-30 亿元（约为公司 FY26 游戏收入的 2-3%）；2) 腾讯代理的搜打拆产品《失控进化》PC 端与移动端均定档 7 月 9 日上线，产品由 Steam 累计销量超 2,000 万的热门游戏《Rust》

正版授权，腾讯发行并打通移动端有望进一步扩大游戏用户基础，带来一定收入增量；3) 哔哩哔哩《三国志：王道天下》计划 7 月 9 日开启首次付费删档测试，作为玩法更加重度的三国 IP SLG，有望进一步扩大哔哩哔哩三国 IP 产品的玩家基数并带来增量收入，我们预计产品有望在 4Q26 上线。

■ **在线广告：行业表现持续分化**

受消费及电商整体增速放缓影响，我们预计 2Q26 广告行业整体面临一定压力，但部分平台得益于广告库存的持续释放以及 AI 赋能，仍有望维持韧性增长：1) 我们预计腾讯 2Q26 营销服务收入同比增长 16%，主要得益于视频号广告加载率提升带动视频号广告收入持续强劲增长，同时 AI 持续提升平台整体广告投放效果及价格；2) 我们预计哔哩哔哩 2Q26 广告收入同比增长 28%，主要受益于平台整体广告效果与广告加载率提升。3) 我们预计快手 2Q26 在线营销收入同比增长 6%，收入增速进一步放缓，主要由于电商广告收入增长受到监管及宏观不确定性影响，而非电商广告则由于海外广告收入下滑而有所放缓。

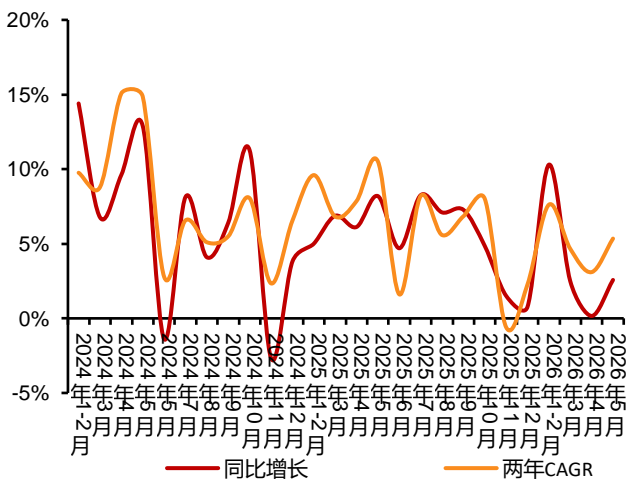
■ **电商：5 月实物商品网上零售额同比增速维持低位**

据国家统计局，2026 年 5 月社会消费品零售总额同比下滑 0.6% (5M26: 1.4%; 2026 年 4 月: 0.2%)。实物商品网上零售额同比增速环比维持低位：5M26 网上商品和服务零售额 8.3 万亿元，同比增长 5.9% (4M26: 6.6%; 5M25: 8.5%)，其中网上商品零售额同比增长 5.0% (4M26: 5.7%)，网上服务零售额同比增长 7.5% (4M26: 8.2%)。按月度趋势来看，2026 年 5 月实物商品网上零售额同比增速 2.6%，环比维持较低水平 (2025 年 10 月/11 月/12 月/2M26/3 月/4 月: +4.9%/1.5%/0.8%/10.3%/2.5%/0.2%)；吃类/穿类/用类商品网上零售额 5M26 分别同比增长 15.5%/7.2%/1.6% (4M26: 15.6%/6.8%/2.6%)。5M26 网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.6% (5M25: 24.5%)。

此前受益于国补的相关品类在高基数下受到较大的影响：2026 年 5 月分品类零售额：1) 家用电器和音箱器材类持续面临高基数，零售额同比下降 15.6% (2026 年 4 月: -15.1%; 5M26: -6.9%)；2) 通讯器材类零售额同比增长 0.7%，环比进一步降速 (2026 年 4 月: +6.2%; 5M26: +13.8%)；3) 文化办公用品类 (电脑处于此类别) 零售额同比下滑趋势延续，单月降幅为 1.5% (2026 年 4 月: -6.9%; 5M26: +3.8%)。

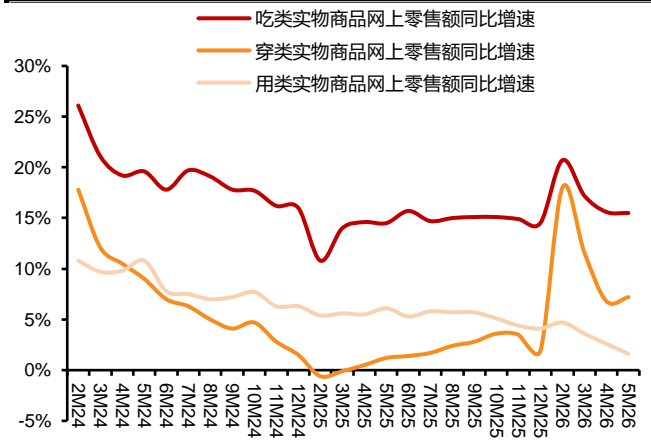
前瞻 2Q26 业绩，我们认为整体电商板块公司的主业表现均面临压力，基本面的复苏或仍待时日，而 AI 相关的业务表现 (如云业务) 或仍是股价表现的主要驱动因素，主业基本面企稳及股东回报加码或是股价的关键支撑。

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

## ■ 推荐买入腾讯、网易、阿里巴巴、美团

- 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。同时，基于腾讯稳固的竞争壁垒以及游戏与广告等主业的较快增长，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) 微信 AI 智能体“小微”有望在 2H26 正式上线，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，有望支撑公司全年游戏收入稳健增长；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的增长。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) **网易 (NTES US)**：我们预计网易 FY26 维持稳健盈利增长，主要得益于重点产品的良好表现及利润率改善：1) 海洋 RPG 游戏《遗忘之海》定档 2026 年 7 月上线，新产品有望带来可观增量收入；2) 渠道成本优化以及自研产品收入占比提升带动公司利润率持续改善；3) 公司 2026 年 6 月正式在港股转为双重主要上市并被纳入港股通，吸引增量资金流入。基于新产品贡献及利润率改善趋势，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 14x 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。
  - 3) **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。
  - 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 30 亿元人民币经营利润。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，尽管竞争强度仍存在动态变化，行业最困难阶段已经过去。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。
- **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

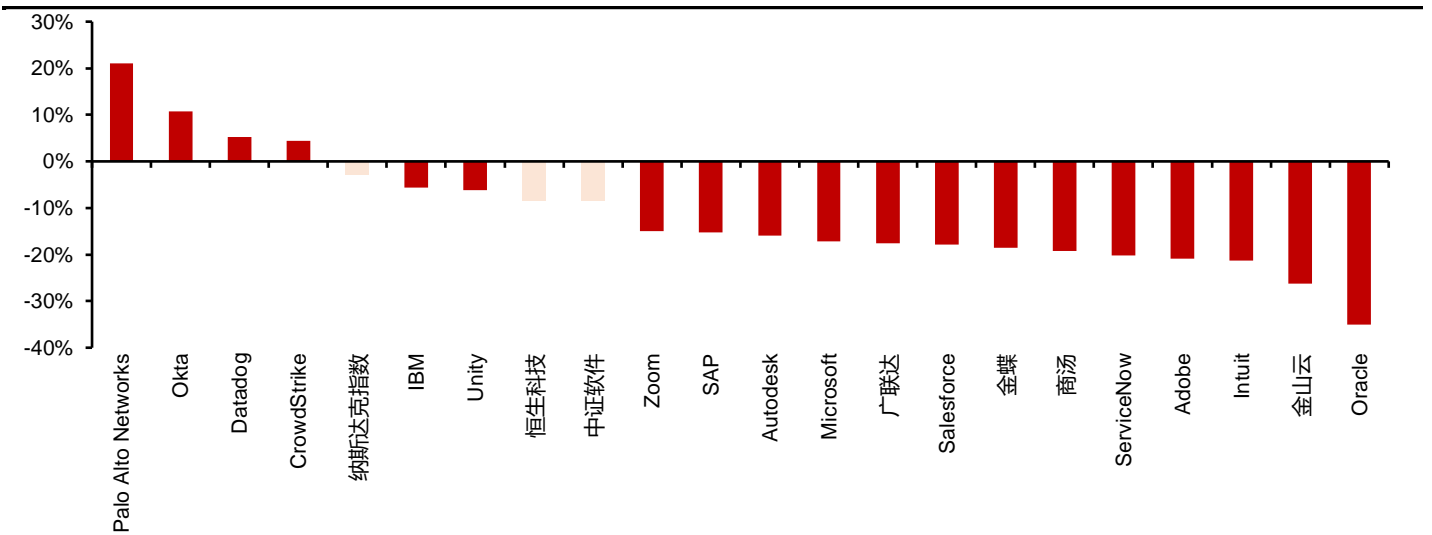
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739  
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226  
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk  
| 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 6 月，美股板块表现印证我们此前观点，交易仍集中于确定性受益于 AI 大趋势的标的，网络安全及基础设施软件中的龙头公司股价表现持续跑赢行业。展望 7 月，我们判断板块估值仍将维持分化状态，若板块整体交易流动性有所缓和，可优先关注 AI 变现稳步提升，但估值相较利润增速已经超跌的公司。综合考虑估值与基本面表现，我们在美国软件板块推荐微软 (MSFT US)。

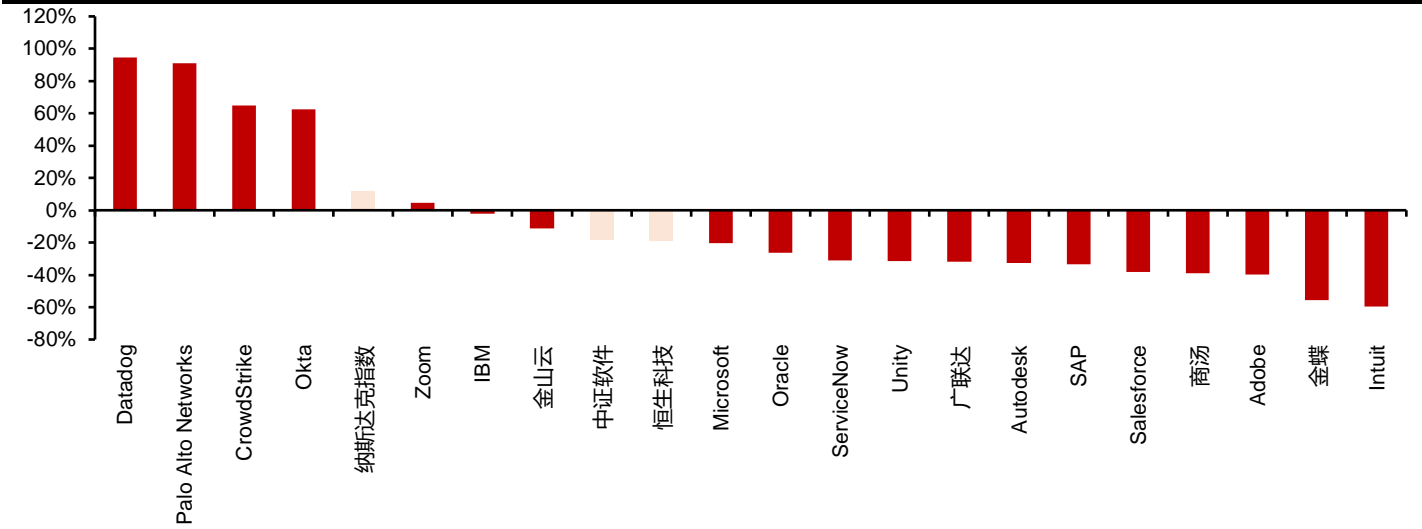
6 月恒生科技指数下跌 8%，纳指下跌 3%，基础设施软件和网络安全软件板块标涨幅领先，Palo Alto Networks/Okta/Datadog 在 6 月分别上涨 21%/11%/5%。Palo Alto Networks 6 月公布良好的 3QFY26 业绩：公司收入同比增长 31% 至 30 亿美元，较彭博一致预期高 2.0%；Non-GAAP 净利润达到 6.84 亿美元，同比增长 22%，较市场预期高 5%。我们认为，AI 驱动的需求正在延长公司的增长路径，早期成果已初步验证这一趋势：1) 一家领先前沿 AI 实验室贡献了超过 2 亿美元 ARR，并依赖 PANW 提供覆盖训练和推理环节的可观观测性能力；2) Prisma AIRS 客户数在 3QFY26 超过 300 家 (1QFY26/2QFY26: 30 家/>100 家)。

图 7: 2026 年 6 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

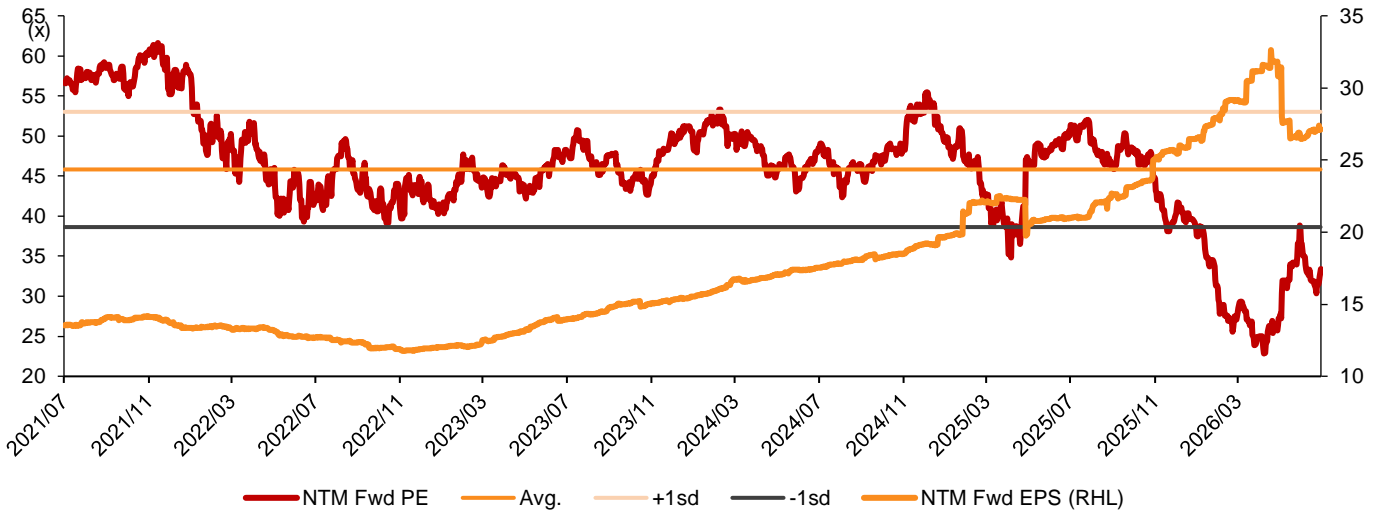
注：数据截至 7 月 1 日

### ■ 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。6 月美国软件板块走势进一步验证我们的观点，Datadog、Palo Alto Networks 等基础设施和网络安全软件公司的估值持续修复，而 ServiceNow 和 Salesforce 等应用软件公司尚未明确显现受益于 AI 的增长加速趋势，估值相对承压。

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 vs EPS



资料来源：彭博，招银国际环球市场  
注：数据截至 7 月 1 日

■ 推荐买入微软

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。

■ **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

6 月全球半导体市场的核心矛盾是基本面继续扩张与交易层面快速降温之间的背离。产业层面，AI 基础设施需求仍在上修，大模型公司 ARR 快速增长，大型云厂商资本开支继续获得收入端验证，存储、光互连、先进封装和半导体制造前道设备仍处在明确扩张周期。交易层面，AI 半导体经过前期快速上涨后持仓高度拥挤，6 月下旬在 SpaceX 超大型 IPO、SK 海力士赴美 ADR 融资、韩国股市熔断、Russell/FTSE 指数重构、季度末调仓和部分获利了结的共同作用下出现明显回撤。因此，6 月半导体板块的调整更像是仓位重置，而不是需求重置；进入 7 月，我们预计市场将从流动性和指数交易扰动重新回到财报、订单、资本开支和利润率验证。

图 10: 标普 500 vs 标普 500 半导体行业：指数累计收益率

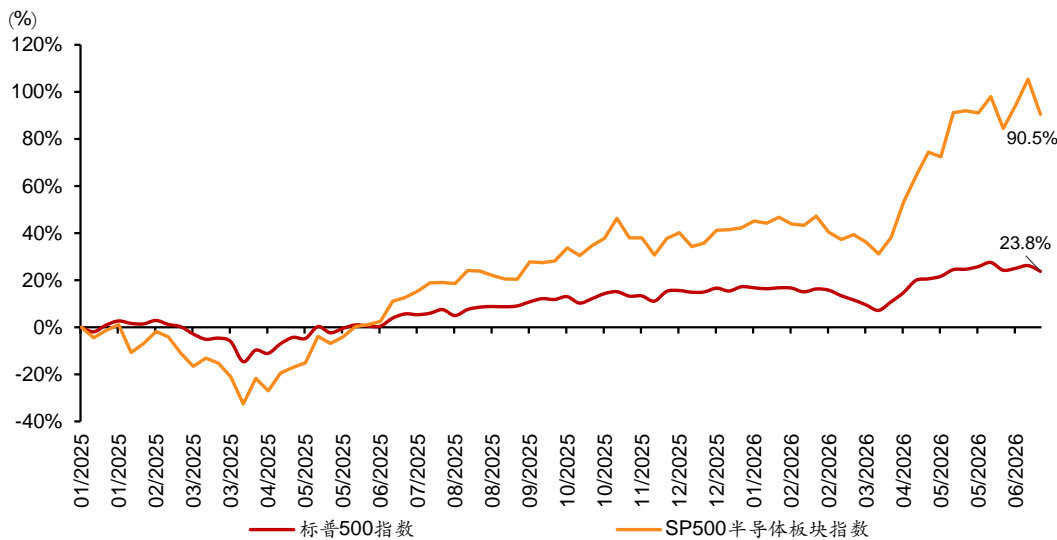
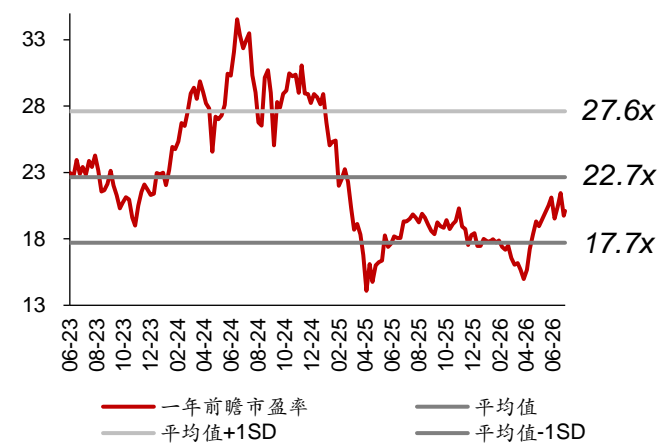
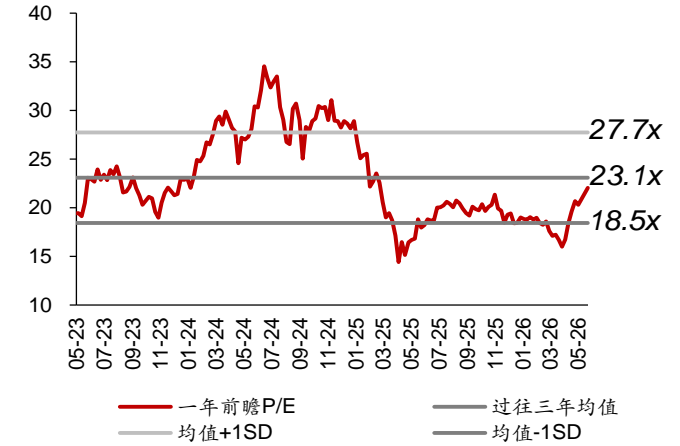


图 11: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (六月)



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 (五月)

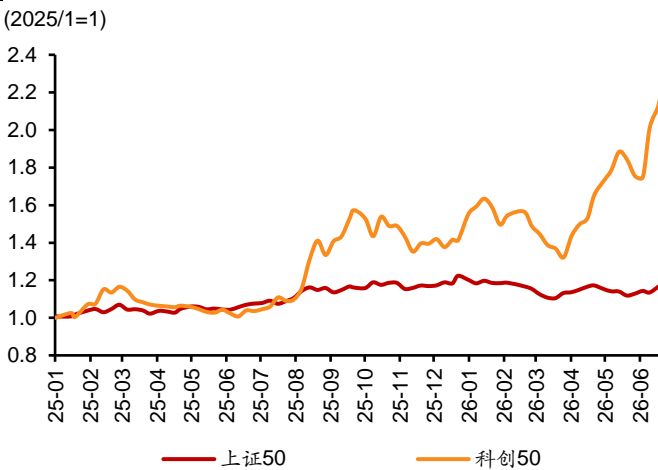


资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

**2025 年以来 A 股半导体相关资产显著跑赢宽基指数, 且行情在 2026 年二季度进一步加速。**

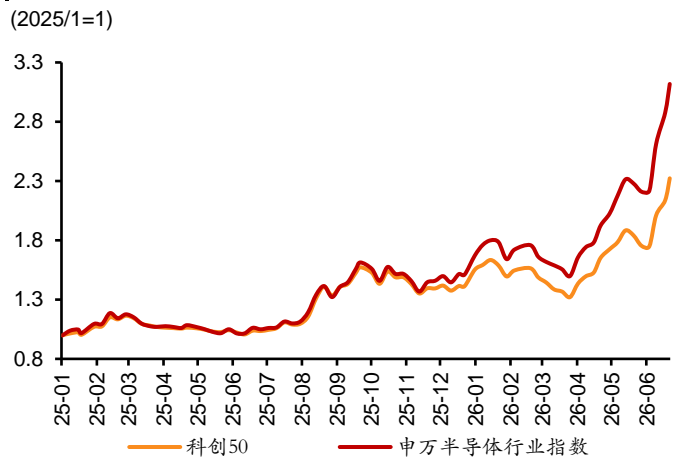
以 2025 年初为基准, 科创 50 指数表现明显强于上证 50, 反映资金持续向科技成长和半导体链条集中; 同时, 申万半导体行业指数自 2025 年下半年开始与科创 50 同步上行, 并在 2026 年 4 月后明显拉开差距, 说明板块上涨已不只是科创板 beta 修复, 而是半导体产业自身景气和国产替代预期的重新定价。进入 6 月, 申万半导体指数继续快速上行, 涨幅超过科创 50, 体现市场对 AI 基础设施、国产算力、存储扩产、设备国产化及高端材料链条的配置热度进一步提升。整体来看, 国内半导体已经从主题性反弹进入产业趋势驱动阶段, 板块相对宽基指数的超额收益仍具备基本面支撑。

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: AI 资产进入资本市场再定价, 短期波动来自流动性与仓位冲击**

■ 6 月海外半导体的第一条主线是 AI 基础设施资产正在从产业扩张进入资本市场再定价阶段。SpaceX 完成历史级 IPO, SK 海力士宣布通过美国 ADR 上市融资最高约 294 亿美元, 两者均在短期内引发市场对流动性分流的担忧。SpaceX 以每股 135 美元定价、募资约 750 亿美元, 并在上市后快速获得 Russell 和 Nasdaq-100 等指数纳入预期, 市场担心被动资金配置 SpaceX 会挤压其他高估值成长股和 AI 半导体资产的流动性。6 月

26 日 Russell 重构前后，SpaceX 单日成交金额约 190 亿美元，且接近一半成交集中在尾盘，说明其确实对月末交易结构形成扰动。不过，SpaceX 带来的更多是短期资金腾挪，而不是系统性流动性危机。

- **相比 SpaceX，SK 海力士赴美 ADR 融资对半导体产业的意义更大。**公司 6 月 24 日宣布计划通过美国上市融资最高 45.45 万亿韩元，约 294 亿美元，资金将用于韩国本土芯片工厂建设和半导体设备采购，包括 EUV 相关设备。若按上限完成，这将成为全球历史上规模最大的股票发行之一。海力士融资不是传统意义上的单一公司融资，而是 AI memory 从周期品被重新定价为 AI 基础设施核心资产的标志。HBM 和先进 DRAM 供给扩张需要巨额资本开支，韩国本土市场已难以单独承接其估值和融资需求，赴美上市使 SK 海力士可以与 Micron 等美国 AI 硬件资产在同一资金池中接受全球投资者定价。
- **韩国市场的剧烈波动，是 6 月海外半导体回撤最直接的触发点。**6 月 8 日，KOSPI 因美国就业数据强劲、市场重新定价美联储加息风险以及全球科技股抛售而大跌 8.3%，盘中触发熔断，三星电子和 SK 海力士等 AI memory 核心标的同步承压。6 月 23 日，KOSPI 再度大跌 9.99%，海外投资者集中卖出芯片股，韩国监管层对杠杆 ETF 和过热交易的警示进一步加剧资金出逃。韩国股市调整并不代表 HBM 周期反转，而是说明 AI memory 交易在极端涨幅后已经高度拥挤，外资流向、杠杆资金和监管信号都可能触发快速去风险。从基本面看，韩国半导体并未出现需求恶化信号。三星电子和 SK 海力士仍在推进大规模芯片制造投资，韩国 6 月出口数据也显示 AI 芯片需求强劲，半导体出口继续增长，成为韩国出口的重要支撑。因此，韩国市场 6 月剧烈回调更像是估值、仓位和杠杆的压力测试，而不是 AI memory 需求下修。
- **月末指数调仓进一步放大技术性卖压。**FTSE Russell 2026 年 6 月美国指数重构在 6 月底完成，Russell 3000 总市值从上一年重构时的 58.4 万亿美元上升至 75.6 万亿美元，指数再平衡规模显著扩大。与此相关的被动资金调仓，叠加 SpaceX 纳入指数、季度末组合再平衡和高拥挤 AI 持仓止盈，放大了 6 月底海外半导体的波动。相比之下，MSCI 并不是 6 月底下跌的主要机械性原因。MSCI 6 月事件主要是年度市场分类评估，韩国继续维持新兴市场身份，未能升入发达市场，这更多影响市场情绪，而非直接触发月底被动调仓。
- **与交易层面的压力相反，大模型收入数据继续强化 AI 资本开支的需求基础。**OpenAI 年化收入已进入约 240–250 亿美元级别，但一季度 57 亿美元收入对应 37 亿美元现金消耗，说明 AI 商业化加速的同时，算力消耗也在同步放大。Anthropic 的 run-rate revenue 从 2025 年底约 90 亿美元提升至 4 月超过 300 亿美元、5 月进一步突破 470 亿美元，百万美元以上年化客户数量快速增加，并通过融资和与 Amazon、Google/Broadcom、SpaceX 等合作继续扩展 compute。YipitData 的企业支出数据同样显示，AI early adopters 核心 AI 平台支出同比增长超过 300%，显著高于普通企业样本，说明 AI 预算正在从实验性支出进入企业软件核心预算。
- **整体来看，6 月海外半导体是股价重置，而不是 ARR 重置。**短期市场交易的是 SpaceX、海力士 ADR、韩国熔断、指数重构和月末调仓；中期主线仍是大模型收入增长带动大型云厂商资本开支，并向 GPU/ASIC、HBM、光互连、交换芯片、先进封装、前道设备和电力架构扩散。7 月重点看大型云厂商是否继续上调资本开支，AI 供应链订单能否转化为收入和利润，以及 HBM 和光互连景气是否继续兑现。

## 中国半导体策略：从海外 AI 映射转向本土 AI 基础设施兑现

- **7 月国内半导体配置的核心是从前期高弹性 AI 链条逐步切向长期确定性更强、短期仍有催化的方向。**设备板块仍是国内半导体最清晰的主线，逻辑不在于某一个细分工艺环节，而在于国内晶圆厂、存储厂和先进封装产能建设仍在推进，外部限制持续强化供应链安全诉求，国产设备的导入深度和客户绑定度持续提升。相比光模块、PCB/CCL 等受海外 AI 订单和资金情绪影响更大的方向，设备板块的需求来源更分散，确定性更强，也更适合作为国内半导体的底仓配置。
- **晶圆厂的逻辑也需要重新重视。**过去市场更多担心成熟制程竞争和折旧压力，但在国产算力、存储、车规、工业和特色工艺需求上升后，头部晶圆厂的战略价值和议价权正在改善。真正值得关注的不是简单扩产，而是产能结构是否优化、客户绑定是否加深、价格是否企稳、以及本土供应链安全需求是否带来更稳定的订单。随着国内客户对本土制造能力的依赖提升，晶圆厂不只是周期资产，也逐渐成为国产半导体体系的产能入口。
- **短期资金层面，光模块、PCB/CCL、存储链和 MLCC 仍有业绩支撑，但交易节奏会更加分化。**光模块和 PCB/CCL 并不是逻辑结束，而是进入订单、毛利率和中报兑现阶段；存储链可能因长鑫存储 IPO 相关催化成为 7 月关注重点，市场会把本土云厂商需求导入国产存储供应链，作为国内 AI 基础设施落地的重要信号；MLCC 则更偏补涨和景气修复逻辑，AI 服务器、交换机、电源模块和高性能主板带来单机用量和规格提升，同时消费电子、汽车电子库存周期若继续修复，也会改善行业稼动率和价格预期。相比光模块和 PCB，MLCC 的 AI 纯度较低，但位置更低、周期修复弹性更强，适合作为资金轮动下的电子元器件方向观察。
- **整体来看，国内半导体不是从 AI 主线切出，而是从纯弹性交易转向确定性兑现：**设备提供长期主线，晶圆厂提供产能价值重估，存储链提供边际催化，光模块和 PCB/CCL 等待业绩验证后的再定价，MLCC 则提供低位景气修复和 AI 硬件用量提升的补充弹性。
- **推荐板块：**半导体设备、晶圆厂、电子元器件、光互联、PCB 及覆铜板等。
- **推荐标的：**北方华创（002371 CH，买入）、中芯国际（981 HK，买入）、英诺赛科（2577 HK，买入）、中际旭创（300308 CH，买入）、深南电路（002916 CH，买入）、生益科技（600183 CH，买入）、天数智芯（9903 HK，买入）。

## 消费

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

乐观。6月消费板块随港股整体走软，恒生消费指数当月回落7.8%，香港日常消费、香港可选消费分别下探10.2%、11.6%。基本面看，5月社零同比转负至-0.6%，去年以旧换新形成的高基数令家电等明显拖累，烟酒、餐饮增速亦环比走弱，进一步抑制板块情绪；618延续长周期、简化规则，综合电商销售额同比+0.9%，即使零售、社区团购分别同比+112.3%、-39.6%，表现整体温和、平台分化；分品类看洗护清洁、宠物食品、粮油调味、家电等分别增26.0%、12.0%、4.7%、4.1%，美容护肤、香水彩妆、休闲零食等则略显回落，日常消费相关景气度相对靠前。端午假期国内出游1.24亿人次、总花费444.56亿元，同比分别+4.4%、+4.0%，人均消费略有下移，出行热度偏温。政策仍在持续加力，6月底追加以旧换新资金625亿元（全年2,500亿元陆续投放），高层再度强调加大力度提振消费、健全扩内需长效机制。展望7月，市场进入中报业绩兑现期，我们倾向于优先配置业绩能见度高、现金流扎实、股息回报稳定的必需消费与红利品种；可选消费及消费者服务则建议待高频数据出现企稳信号后再行右侧介入。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较有支撑的李宁（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。

#### ■ 出海：内需不确定性下的业绩对冲选项

在国内消费环境不确定性延续的背景下，全球化布局有显著进展的企业，可通过海外市场拓展对冲内需波动风险：1) 供应链优势驱动出海：调味品、休闲食品企业凭借成本与产能优势，向东南亚、拉美等新兴市场拓展，实现收入端的增量贡献；2) 品牌力输出的全球化：部分具备产品差异化的企业（如特色休闲零食、宠物食品）通过跨境电商渠道进入欧美细分市场，逐步建立区域品牌认知；此类企业的海外业务有望成为 2026 年业绩增长的核心弹性来源，是内需波动环境下的经营稳定性保障。以及上文上述建议关注标的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 (2517 HK, 买入)**等；纺服及体育用品方面，建议关注估值较低且股息率具备吸引力的**江南布衣 (3306 HK, 买入)**、基本面稳健且有望受惠于产品创新和运营效率提升使增长优于同业的**波司登 (3998 HK, 买入)**、体育大年背景下业绩较有支撑的**李宁 (2331 HK, 买入)**。

#### ■ 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

**6 月新能源车销量同环比延续修复，出口高景气延续。**我们跟踪的 14 家车企/品牌于 7 月 1 日公布 6 月销量，新能源乘用车合计销量同比增长约 16%、环比增长约 7%，逐月改善趋势进一步夯实，二季度环比一季度明显修复。比亚迪 6 月新能源乘用车销量 39.7 万台，同比增长 5.2%、环比增长 5.4%，连续两个月实现同比正增长，止跌企稳态势确立。吉利银河 6 月销量 10.8 万台，环比大增 32.4%；极氪 6 月销量 3.5 万台，同比增长 110.6%，1-6 月累计同比增长 96.6%，连续 6 个月保持环比增长。头部车企 6 月出口维持高景气，比亚迪/吉利/长城海外销量同环比高增，出口仍是今年批发销量同比增长的核心驱动。

**新势力分化加剧，零跑再创新高、小鹏理想符合预期（但 YTD 同比下降）、蔚来低于预期（虽同比大幅提升）。**零跑 6 月销量同比增长 94.5%、环比增长 14.5%至 9.3 万台，超出我们此前的预期，稳居新势力销量榜首；蔚来 6 月交付 4.1 万台，二季度总交付 10.8 万台，

低于此前的销量指引（11-11.5万台）。小鹏6月交付4.0万台，环比增长24.8%、同比增长15.9%，符合预期，预计随着GX批量交付以及下半年两款Mona SUV上市，下半年销量有望进一步向上。理想6月交付3.1万台，二季度合计交付9.8万台，处于此前销量指引的区间（9.5-10万台），后续需关注全新L8的交付和上量。

图 15: 重点车企于7月1日公布的2026年6月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	6月销量(台)	同比变化%	环比变化%	1-6月销量(台)	YTD 同比变化%
比亚迪	397,292	5.2%	5.4%	1,777,375	-15.9%
长城	34,659	-4.9%	12.8%	146,037	-9.3%
蔚来	40,597	62.9%	7.7%	191,123	67.4%
理想	30,895	-14.8%	-6.4%	193,122	-5.3%
小鹏	40,126	15.9%	24.8%	165,977	-15.8%
小米*	32,000	25.7%	-2.3%	182,311	15.4%
极氪	35,169	110.6%	2.3%	178,370	96.6%
吉利银河	108,206	19.9%	32.4%	519,793	-5.2%
零跑	93,376	94.5%	14.5%	356,487	60.8%
广汽埃安	33,682	20.9%	1.6%	172,419	13.2%
东风岚图	14,223	41.5%	9.4%	76,264	35.9%
长安深蓝	33,625	12.5%	1.1%	155,755	8.7%
阿维塔	7,459	-26.5%	1.7%	31,199	-46.6%
鸿蒙智行	50,624	-4.0%	9.8%	242,214	14.4%

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

**情绪扰动中建议逢低布局。**6月汽车板块情绪较为悲观，市场资金阶段性向AI/半导体等硬科技主线集中，汽车板块被动“抽血”；另外，二季度以“出业绩、出新车”为主线，新势力一季度业绩全员转亏对情绪造成扰动，但我们认为一季度已是全年最差季度，随着需求逐季改善，业绩逐季改善的方向明确。我们认为当前板块处于情绪低点而基本面逐渐修复的阶段，是逢低布局具备强阿尔法个股的良机。配置上建议“确定性打底、弹性进攻”：一方面把握出口与高端化兑现确定性强、估值处于低位的整车龙头；另一方面在智驾平权、国产替代逻辑下，布局前期超跌的智驾芯片龙头。

## ■ 投资建议

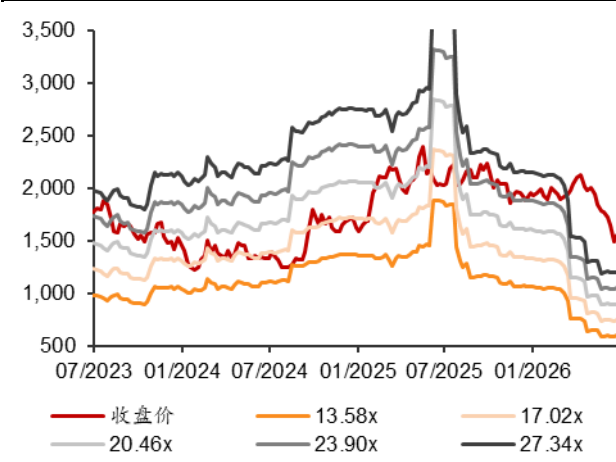
**整车板块首选：吉利汽车 (175 HK)**，基本面扎实、估值具吸引力。今年吉利两条主线：出口和高端化进展非常顺利。上半年出口销量同比增长158%，6月单月出口破10万台；上半年极氪品牌销量同比增长97%，高端化逆势破局。我们预测吉利二季度调整后净利润将同比增长64%、环比增长14%至52亿元，有望带动市场对全年的业绩预期上调。当前股价仅对应7x FY26E P/E、6x FY27E P/E，极具吸引力。

**电池板块关注新势力：正力新能 (3677 HK)**，后发优势驱动行业领先盈利能力。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12个月彰显信心；管理层对全年30GWh+出货量充满信心，原材料涨价压力基本可通过价格联动机制向下游传导，公司自3月起已满产。我们预测公司2026-27年净利润将分别同比增长69%/60%至13.7亿/21.8亿元，当前股价近对应9x FY26E P/E、6x FY27E P/E，明显低于同行。我们认为市场仍低估其长期价值。

**智驾板块新增首推：地平线机器人 (9660 HK)**，智驾国产替代龙头，超跌后估值性价比凸显。6月29日发布基于世界模型+端到端强化学习的全场景辅助驾驶系统HSD V2.0，产品矩阵持续向上。随着HSD在中高阶市场份额提升以及舱驾一体“星空”芯片放量，我们预计公司收入未来数年维持60%左右高速增长。在智驾平权、解决方案升级大趋势下，公司

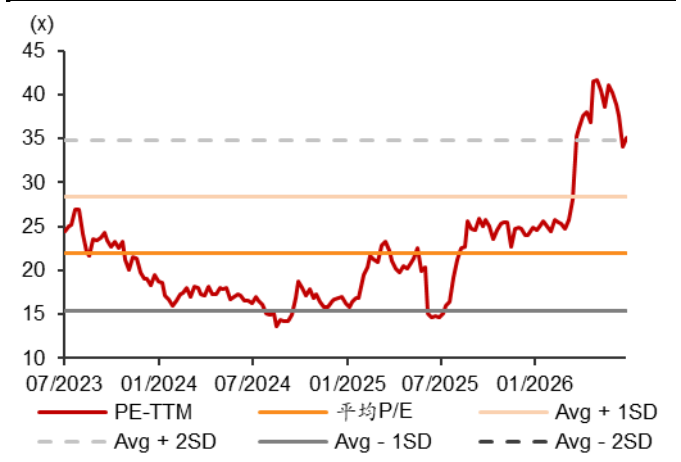
仍是国产替代最受益的核心标的。股价自 4 月下旬受车企自研芯片担忧影响回调超 40%后，前期负面情绪已过度反应，当前股价对应 9x FY26E P/S、6x FY27E P/S，作为国产智驾芯片龙一估值具备吸引力，中报业绩会指引与新增定点有望成为催化。

图 16: 中信港股汽车指数动态市盈率通道



资料来源：万得、招银国际环球市场

图 17: 中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源：万得、招银国际环球市场

- **风险提示：**新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争或价格战超预期，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

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今（截至 6 月 22 日收盘）累计下跌 11.4%，跑赢 MSCI 中国指数 0.2%。近期医药行业回调主要受到资金面、政策面以及地缘政治等因素影响，但我们认为，政策对于创新药的支持将不会改变，且中美地缘政治扰动对基本面影响有限。中国创新药以及医疗器械出海长期趋势将持续，带动医药板块价值重估：1) 营销环节的规范将有利于有临床价值的创新药的商业化，2026 年 3 月发布的《2026 年政府工作报告》中，首次将生物医药定位为支柱产业，创新药将持续享受积极的政策环境。2) 美国两党议员联合提出《Biotech Investment National Security Act (BINSNA)》草案，目前仍为讨论草案 (discussion draft)，并非正式提交的议案。参考《生物安全法案》的立法过程，我们预计该 BINSNA 草案即使落地，也极可能面临限制范围的大幅收窄。因为如果限制美国药企从中国获得创新药管线授权，将会切断美企获取中国高质量创新的途径，进而削弱美企对欧日 MNC 的竞争力。3) 美国众议院以微弱优势 (213:210) 投票通过了《Agriculture, Rural Development, Food and Drug Administration, and Related Agencies Appropriations Act, 2027》，之后该议案将被提交至美国参议院审议，若审议通过将提交至美国总统签署成为法律（法定日为 9/31 之前，但实际操作中推迟至年底甚至次年初为常态）。该议案的修正案中增加了“禁止 FDA 接受中国临床数据用于支持药物的 IND 申请”相关表述。我们认为此修正案若最终成为法律，对产业影响有限，因有出海意愿的中国药企或将更多地在海外进行早期临床研究，且海外合作方通常也会后续在欧美开展临床研究。此外，产业资本积极增持回购，据我们的统计，年初至今（6 月 21 日），港股医药板块累计回购金额达到 56.9 亿港元。此外，多家医药公司发布回购计划，大股东增持也同样活跃，体现产业资本对于医药行业发展的信心坚定，释放了底部信号。

### ■ 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元目标。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**：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：**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：**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：**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

6月房地产销售呈现“环比回落、同比增速收敛”的过渡特征。二手房方面，据冰山大数据，6月整月20城二手房实时成交月环比-16%、同比+9.7%，同比增速较5月约25%明显收窄；北上广深环比由5月的-2.8%至+3.8%区间走弱至-7.7%至-21.3%，同比增幅普遍由双位数收敛至个位数。新房网签方面，6月20城网签量月环比+11%、同比+10%（同比增速较5月+7.8%小幅扩大），但四个一线城市环比分化下行-2%至-14%不等、同比明显收窄，广州6月同比转跌。价格端相对坚挺，6月全国新房价格指数月环比-0.4%、一线仅-0.06%，上海+1.6%、深圳持平、广州-0.2%、北京-0.5%，一线核心房价延续“领头羊”角色。整体看，成交量环比回落与一线房价企稳并存，小阳春需求集中释放后动能边际转弱。板块表现方面，6月港股整体承压，恒生地产及物业管理指数6月-17.2%，港房指数-13.3%，内房指数-19.3%，月内跌幅居前。龙湖、绿城、越秀等主流房企跌幅均超20%，主要受基本面边际走弱、交易风格极致及头部房企风险扰动影响。政策端积极信号增多，《求是》将“修复居民资产负债表”纳入促消费体系、稳楼市进入扩内需框架，住建部推进“四好”建设与智能建造，7月政治局会议有望聚焦城市更新与存量盘活。展望三季度，短期维度，7—8月为传统淡季、量价或阶段性走弱，建议关注成交套均价及套均面积变化以判断需求能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如龙湖集团等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2) 关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头贝壳(BEKE.US)将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会，在集中度提升中凸显份额收割效应；随着存量市场主导地位强化，物业服务商凭借收费面积永续、现金流稳定的逆周期防御属性迎来价值重估建议关注如华润万象生活(1209 HK)、绿城服务(2869 HK)、滨江服务(3316 HK)等；3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

## 保險

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

### ■ 中性乐观。6-8月寿险保费或在高基数下承压；2Q险企盈利增长驱动板块估值回升

我们维持对2026年保险行业负债端量价改善，新业务价值有望延续双位数正增长的预期，但5-8月人身险保费收入或在去年同期高基数基础上表现承压，行业将持续迈向资产负债高质量发展。2026年1-5月，人身险行业保费规模达2.39万亿元，同比+5.0%；5月人身险保费规模为3,228亿元，同比-3.0%，其中，寿险、健康险和意外险保费同比-2.8%/-3.5%/-11.2%，主要受去年同期预定利率下调导致产品切换的高基数影响。4-5月保险股估值承压，主要受资金交易因素影响，主动权益持仓规模下降，股价和基本面表现背离。我们预计2Q26权益反弹将驱动险企盈利显著回升，2Q26业绩增长将支撑板块估值回升。

2026年6月金融板块股价表现承压，除证券以外，银行、保险及多元金融股显著跑输大市，其中保险II（申万）指数6月较5月进一步回调9%至年内表现为-29%，成为非银金融行业中表现最差的子板块；Wind香港保险指数6月回调7.5%至年内表现为-11%，相对稳健，但较去年同期(+29%)仍大幅回落。我们认为4-5月保险股普遍承压主要受1) 权益市场结构性行情导致主动权益对险资持仓占比下降；2) 10年期国债收益率走低叠加A股大盘权益震荡；和3) 1Q26险企业绩不及预期导致部分资金轮动流出。我们预计2Q26险企权益投资规模将延续增长，核心权益有望环比提升。截至1Q26，上市险企核心权益规模达5.9万亿，显示在市场波动下险资仍在积极入市。2Q26A股权益市场回暖，截至6月底，沪深300指数较1Q26反弹11%，有望带动险企利润在同比低基数下显著回升。我们维持保险板块在非银金融中的首推排列，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。自7月1日起，3.5%演示利率的分红险产品停售，预计短期内对3Q寿险行业保费增速带来影响。从2026年1-5月保费收入数据看，行业负债端呈现三大趋势：1) 人身险保费增速同比回落，其中寿险、健康险和意外险保费在去年同期高基数影响下同比放缓，预计人身险保费增速放缓的影响将持续至3Q26；2) 健康险在政策红利及各险企“医养”布局背景下，中长期发展韧性及增长潜力充裕；3) 人身险赔付率水平整体可控。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，个险新业务价值有望随代理人规模企稳同比提升。

财险方面，1-5月财险保费规模(剔除个人意健险)达6,075亿元，同比下降0.9%，延续第4个月同比下行。5月单月保费规模1,146亿元，同比提升0.5%，增速环比上月提升1.2个百分点，主要受车险保费企稳及非车责任险和农险保费增长的带动。具体来看，车险5月同比持平至753亿元，占比56%，非车险(含个人意健险)5月同比+5.3%至597亿元，占比44%。5月，国内乘用车销量延续降幅，同比-4.2%(对比4月：-4.2%)，但新能源车销量同比较大幅提升+14.4%(对比4月：+9.7%)。非车保费增速提升，1-5月非车险保费同比+4.5%至4,268亿元，5月单月非车保费规模同比+5.3%至597亿元(对比4月：-0.3%)。分险种看，5月责任险/农险/健康险/意外险/其他险种保费分别同比+15.9%/+4.7%/+16.8%/+5.9%/-10.3%(对比4月：+9.5%/+0.6%/+0.7%/+8.7%/-10.4%)，5月个人健康险保费增速显著回暖，成为带动非车保费增速回暖的主要支撑。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相匹配，件均保费企稳。老三家新能源

车险承保盈利将进一步稳固；车险费用率持续改善抵补赔付率上行的影响，车险 COR 逐步改善。非车险保费增速保持平稳，非车 COR 有望于年内随新产品备案落地后显著改善，个人意健险、责任险和农险保费将成为非车险保费增速主要驱动险种。

**估值及荐股：**当前板块交易于 0.25 倍-0.60 倍 FY26E P/EV 和 0.55 倍-1.10 倍 FY26E P/B，股息率 3.4%-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 6.5%，持续具备吸引力。
- 2) 中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 34 港元)：**权益增配驱动 2Q 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

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

近期市场关注港股流动性的问题，我们上月在港股资本品的资金流分析中看到月内美资券商卖出板块的趋势明显，而港股通则是主要的买入力量 ([报告链接](#))。

重卡板块6月份走势表现相对稳健，主要受惠于重卡行业销量理想，我们继续看好受惠重卡以及AIDC发动机增长的**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)**以及重卡出口增长强劲的**中国重汽 (3808 HK, 买入)**。

关键零部件方面，我们继续看好**恒立液压(601100 CH, 买入)**，目前工程机械液压产品下游需求强劲，而人形机器人丝杠在美国主要主机厂客户的潜在放量下将明显受益([报告链接](#))。此外，我们从**津上机床中国(1651 HK, 未评级)**6月底的业绩会中得知，(1)今年4至6月新增订单强劲，而目前机床产品实际生产已超出1.5万台的设计产能水平；(2)公司精密车床现已切入光模块组件生产领域，预计将成为未来一至两年的新增长引擎；(3)用于生产液冷系统通用快速接头 (UQDs) 的机床预计将在2026/27财年迎来爆发式增长([报告链接](#))。

工程机械板块走势上则仍然处于振荡回调态势，然而过去两个行业销售数据增长（特别是海外）总体仍然保持强劲([报告链接](#))，我们认为个别股份回调后具备吸引力，包括**中联重科**

(1157 HK/ 000157 CH, 买入)、三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入) 以及三一国际 (631 HK, 买入)。

■ 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，我们仍预计本轮上行周期可在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。

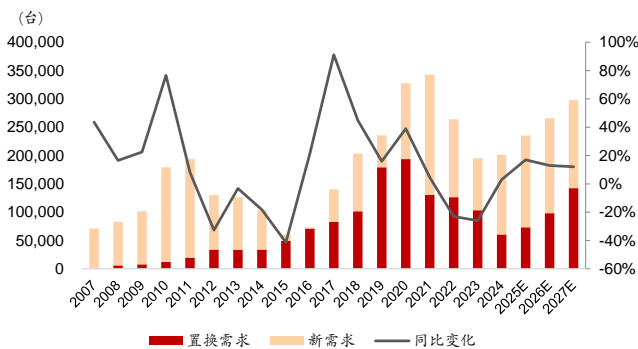
**非土方机械：**国内汽车起重机和履带起重机销量自2025年中起实现同比转正并保持增长。我们相信这主要由于：（1）设备更换周期启动；（2）核电与风电等能源建设领域需求增长。鉴于其更换周期较土方机械滞后约一年，我们判断2026年之后更换需求还将进一步放量。出口方面，履带起重机增长势头持续强劲，今年前5月同比增速达47%。

图 18: 2026 年 5 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	24,794	11,628	13,166	36%	39%	34%
轮式装载机	13,405	7,418	5,987	27%	23%	33%
<b>其他机械</b>						
汽车起重机	2,064	1,228	836	18%	26%	9%
履带起重机	351	76	275	34%	36%	34%
塔式起重机	396	239	157	-26%	-18%	-36%
叉车	142,787	91,518	51,269	16%	16%	16%
高空作业平台	20,395	6,284	14,111	30%	19%	36%

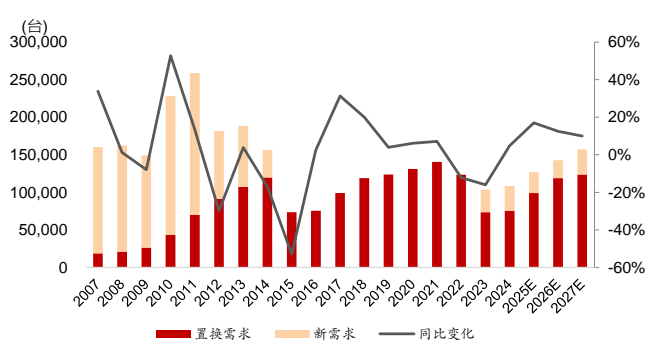
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

图 19: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



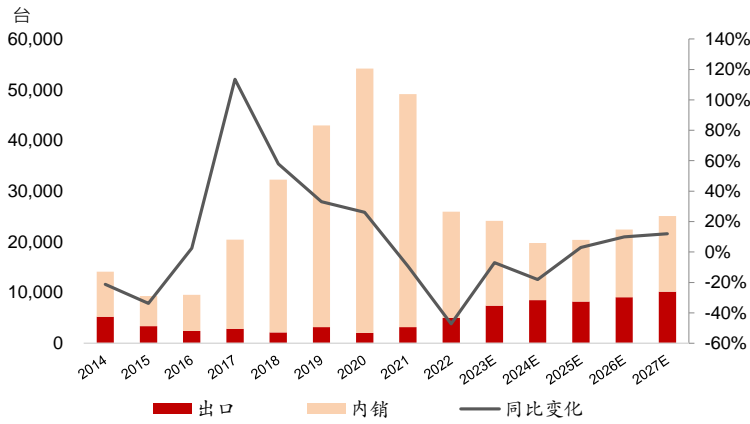
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

图 20: 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 21: 招銀国际环球市场汽车起重机销量预测

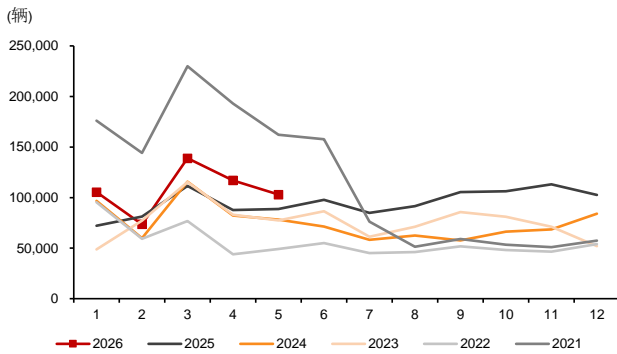


资料来源: 中国工程机械工业协会, 招銀国际环球市场预测

■ 重卡: 今年前5个月行业销售强劲

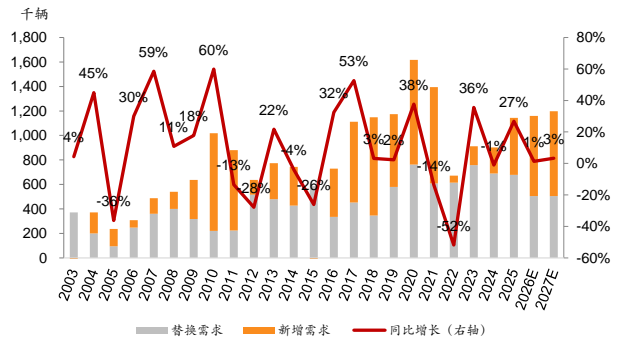
5月份重卡行业销售同比上升16%至10.3万辆, 今年首5月销售同比上升22%。我们维持对2026年重卡需求的乐观预期, 主要得益于换代驱动的上升周期(2017-21年销量创历史新高)、设备更新政府补贴政策的延续以及持续强劲的出口。

图 22: 中国重卡批发销售量 (国内+出口)



资料来源: Wind, 第一商用车, 招銀国际环球市场预测

图 23: 招銀国际环球市场重卡批发销量预测



资料来源: Wind, 第一商用车, 招銀国际环球市场预测

■ 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)** - 我们上月到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 8,000 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) 海外需求不及预期；3) 原材料价格/运费上涨。

## 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定。

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研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

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