策略观点

春季反弹

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

马泽慧

杨天薇, Ph.D

张元圣

蒋嘉豪

伍力恒

李汉卿

张苗

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

冯键嵘, CFA

马毓泽

- **宏观**：中国经济放缓，通缩小幅改善，宏观政策可能再次发力，财政支出进度可能加快，央行可能再次降准降息，人民币兑美元短期走强，股市可能迎来春季反弹，低估值价值股和防御性板块可能跑赢。美国经济延续放缓，油价走低、房租通胀下降与就业市场走弱推动通胀小幅回落，白宫削弱美联储独立性利空美元而利好科技股与大宗商品。我们认为，美联储 6 月可能降息一次。美国国债收益率可能先平后升，美股可能先涨后跌，看好信息技术、通讯服务、工业、医疗与必选消费。
- **互联网：**我们认为 2026 年将是争夺 AI 时代用户心智的关键之年，降低使用门槛、助力提升决策效率、创造真实价值是关注重点。而传统互联网业务中，具备稳定的主业现金流支撑 AI 相关业务投资和探索、拥有丰富的应用场景积累数据触达用户、供应链能力突出且业务运营能力出众支撑出海打开增量空间的公司或具备更高的长期投资价值。我们仍建议采用“杠铃型”的投资策略，同时关注盈利增长的确定性及 AI 带来的新增量。1）AI 主题方面，建议关注 AI 拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯，确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景但估值较 AI 同业更低的阿里巴巴（BABA US），和可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手；2）盈利增长确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间且业绩表现稳健、盈利能见度高的网易（NTES US）、携程（TCOM US）。
- **软件及 IT 服务：**展望 2026 年，我们认为大模型行业竞争将进一步加剧，而细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为 2026 年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时提示需要更加精选个股、关注投资回报周期，建议更加关注 AI 变现实质性起量、AI 相关投资能高效拉动营收和盈利增长的公司。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）。
- **半导体：**展望 2026 年，我们维持四大核心投资主线推荐：1) 人工智能驱动的结构性增长；2) 中国半导体自主可控趋势；3) 高收益防御性配置；4) 行业的整合并购。自 2024 年以来人工智能驱动的投资与科技自主可控两大主题一直是我们的首选推荐，并已实现显著回报。据 WSTS 2025 年秋季预测，2026 年全球半导体市场预计将同比增长 26%至 9,750 亿美元；其中以人工智能为核心的细分领域引领增长（逻辑芯片+32%、存储芯片+39%），而中国科创板块有望继续跑赢其他板块、大盘指数（如上证）。

  推荐标的：中际旭创（300308 CH，买入）、生益科技（600183 CH，买入）、深南电路（002961 CH，买入）、北方华创（002371 CH，买入）、豪威集团（603501 CH，买入）。
- **科技：**乐观，展望 2026 年，全球科技产业将呈现终端需求分化与 AI 创新加速并存的格局。在 AI 大模型迅速迭代驱动下，算力产业链景气度持续高企，端侧 AI 新品（AI 手机/AI PC/AI 眼镜）落地提速。然而，受全球宏观不确定性、中国补贴红利退坡及存储成本影响，低端消费电子需求预计将短期承压。我们认为，算力需求扩张与端侧 AI 创新周期将是核心增长动力，建议关注两条主线：1）AI 算力基础设施：VR/ASIC 架构升级带动 ODM 及零部件（互联/散热/电源）量价齐升；2）端侧 AI：折叠 iPhone 及 AI 手机/眼镜/PC 产品创新有望加速渗透，看好立讯精密（002475 CH）、鸿腾精密（6088 HK）、比亚迪电子（285 HK）和瑞声科技（2018 HK）等企业。
- **消费：**乐观。于 1 月 1 日实施的新一轮消费补贴政策支持范围有所优化，导向由 25 年的“普惠支持”转向“精准聚焦”，重点鼓励消费升级和绿色转型。虽然政策未带来大规模刺激的惊喜，但有效缓解了市场对补贴大幅削减

的担忧，恒生消费指数开年以来累计上涨 2.8%。我们认为 2026 年居民消费的核心约束为“资产端受房价影响持续缩水及收入端预期修复缓慢”，消费确实将延续“降级”主基调，支出向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费需求弹性走弱。基于此，我们认为三大主线值得关注：1）消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比；2）需求优先级固化：聚焦“让生活过得下去 + 稍微有点安慰”；3）持续推进业务出海以对冲内需不确定性。选股方面，主线一建议关注高股息标的江南布衣（3306 HK）、基本面稳健的波司登（3998 HK）、体育大年背景下业绩有望反转的李宁（2331 HK）等。主线二建议关注品类延伸支撑增长的农夫山泉（9633 HK）、市场份额降幅收窄且估值具备吸引力的华润饮料（2460 HK）及锅圈（2517 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巨子生物（2367 HK）、颖通控股（6883 HK）等。主线三出海的突破性进展将显著提升上述建标的配置价值。

- **汽车：**12 月终端市场表现较为平淡，传统车企积极去库存，部分头部新势力品牌仍实现双位数环比增长。2026 年以旧换新补贴政策正式落地，延续 2025 年补贴上限但新增与车价挂钩机制，低价车型补贴额度实质降低。政策明朗后市场信心略有回升，叠加春节前购车刚需支撑，预计 1 月销量韧性将强于悲观预期。展望 2026 年，我们预计乘用车零售销量有望同比持平，批发量受出口拉动或增 2.9%；新能源车批发销量预计同比增长 18.5%至 1,850 万台（市占率 59.2%）。行业将呈现三大趋势：竞争白热化（新车型数量创新高）、PHEV 逆势增长（受益补贴退坡、新车投放及电池涨价）、电池涨价（供需关系改善）。投资策略需聚焦竞争烈度与成本压力，区间交易和逆向投资或是优选策略，整车板块推荐基本面扎实的吉利汽车（175 HK），电池板块关注具备高效运营能力的正力新能（3677 HK）。

- **医药：**近期行业回调，一方面是由于 2025 年底前的获利了结，但归根结底是市场在消化此前过高的估值和预期，特别是创新药板块。我们视此轮调整为医药行业估值与业绩的重新平衡，将给我们带来更多、更好的投资机会。我们认为，创新药出海趋势长期将延续，主要由于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。然而，相较于 2025 年创新药 BD 规模的爆发（首付款规模同比增长 53%），我们预期 2026 年 BD 规模将稳步增长。主要由于，1）中国创新药的发展仍在初步阶段，大部分具备全球创新竞争力的管线仍处于早期阶段，2）中国创新药企的现金流大幅改善，从而减少了早期即出售资产海外权益的紧迫性，可以更加从容等待资产的数据成熟，以达成规模更大的交易。因此，2026 年，我们将更关注已出海产品的推进，例如临床试验的开展、数据的公布，将成为股价的核心催化。

- **资本品：**我们认为全球金属价格上升将有利于拉动矿山机械需求，而中国头部工程机械公司继续以拉美、非洲、东南亚等地区作为增长点，并在产品方面向矿山机械作突破。我们预期土方机械的上升周期将会持续，主要源于国内更新换代的需求以及持续的出口增长。非土方机械方面，国内需求复苏趋势确定，主要源于风电及核电等建设需求，以及更新周期的启动。重卡方面，发改委和财政部于 2025 年 12 月底发布关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知，继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车。我们判断鉴于大量老旧卡车可能被替换（2017 至 21 年间的销量创历史新高），叠加以旧换新补贴政策的延续，2026 年重卡需求将保持高位。选股方面，我们看好三一重工(6031 HK/600031 CH，买入)受惠挖掘机的上升周期，并在港股融资后将更有利于海外扩张；看好中联重科(1157 HK/ 000157 CH，买入)新兴市场和矿山机械的突破；看好恒立液压 (601100 CH，买入)海外产能落地带动增长以及人形机器人关键零部件滚珠丝杠的潜力；看好潍柴动力(2338 HK/000338 CH，买入)重卡发动机销售保持高位和数据中心发动机业务强劲增长。

- **保险：估值修复行情持续，资负共振迎“戴维斯”双击。**2025 年保险行业在业绩高增的驱动下强劲反弹，市场关注的焦点逐步转至“此轮上涨行情可否持续”。我们认为，保险行业将是中国产业结构转型中金融业内最具成长性的子板块，其资产端的 β 属性与负债端在居民强储蓄需求下的长期成长性共振，推动行业资产负债表步入良性扩张周期，板块估值修复将充分受益于国内经济复苏的上行催化。2026 年是“十五五”规划实施的首年，建议关注总量政策的边际变化和个股负债结构的优化，对板块业绩增长和估值修复带来戴维斯双击的投资机会。寿险方面，2026 年分红险转型加速或带动新单销售超预期。从需求端看，商业银行 5 年期大额存单产品停售和 3 年期存单投资门槛的提升，利好保险作为中长期理财工具承接居民旺盛的储蓄需求。近两年权益市场活跃，带动险企总投资收益回升，助力提高分红险实现率，从而增强分红险销售吸引力。从供给端看，更高保障型分红险产品的推出，如分红型重疾险等，将进一步适配客需多样化，并利好险企提升新业务价值率。从负债端看，预计分红险开门红销售维持强劲，个险和银保渠道均有望实现双位数增长。预定利率下调对新单销售的短期影响逐步消减，11 月寿险保费增速已实现边际改善。分红险新单占比提升利好险企负债端刚性成本下行，预计 2026 年上市险企的新增负债成本将逐步降至 2%以下，存量负债成本持续优化，为险企利差企稳留出空间。从资产端看，2025 年底国债利率已企稳 1.8%以上，预计 2026 年利率大幅下行的空间有限，支撑险企净投资收益率中枢企稳回升。权益投资方面，截至三季度末，上市险企总权益资产占比已接近监管上限，预计短期内大幅加仓比例有限，重点或围绕配置结构优化。年初“春季躁动”行情带动市场交投活跃并提升风险偏好，上半年权益投资低基数有望驱动险企投资收益延续增长。整体来看，我们预计一季度上市险企的业绩弹性可期，监管引导加强资负联动或对头部险企更为受益。财险方面，我们持续看好非车险“报行合一”对行业承保综合成本率的优化效应，10 月自然灾害导致的直接经济损失金额较快增长，或导致 2025 年四季度行业赔付率超预期上行。建议关注龙头险企的品牌效应、定价优势及成本规模效益，2026 年车险保费有望受益于国补政策持续和新能源车渗透率提升延续 4%增长，非车险 COR 压降的优势有望在 2026 年随新产品备案落地逐步释放。维持板块“优于大市”评级，推荐买入 1） 集团经营成效改善、寿险业务质态向好且资管减值拖累减轻的龙头险企中国平安 (2318 HK，买入，目标价：75 港元)；2）盈利高弹性、资负匹配完善且投资结构优化的中国人寿 (2628 HK, 买入，目标价：31 港元)；3）COR 持续压降并有望率先受益于非车险报行合一的财险龙头中国财险 (2328 HK，买入，目标价：23.6 港元)，和 4) 深化中国增长战略，叠加美元弱周期下股价表现有望超预期的区域性龙头险企友邦保险 (1299 HK，买入，目标价：89 港元)。
- **房地产和物管：**乐观。政策端，12 月 24 日北京出台涉房宽松政策，或开启一线城市新一轮放松，预计上海将率先跟进，限购与贷款政策向北京靠拢。此次放松力度虽小于 2025 年 8-9 月，但因 11-12 月销售疲软，市场对基本面修复预期更低、对宽松政策期待更高，板块弹性或大于 8-9 月。销售方面，我们预计 2026 年一二手综合销售额再跌 8% 至 13.55 万亿元，其中新房销售额降幅收窄至 6% 达 7.09 万亿元（销售面积 - 5%/ 均价 - 1%），主要基于开发商拿地强度增加、一季度宽松政策出台及收储推进等假设；二手房销售额转跌 11% 至 6.46 万亿元（销售面积 + 5%/ 均价 - 15%），主要受一线城市次新房供应放量、银行批量处置涉房资产等供给端压力拖累（详情见展望报告）。板块表现上，自 12 月 24 日北京放松至 2026 年 1 月 6 日，重点地产股涨 6.5%、物业股涨 6.2%，均跑赢恒生指数（+5.3%），其中贝壳（BEKE US）、金茂服务（816 HK）分别大涨 11.5%、8.3%。短期维度，考虑到板块已进入政策博弈期，叠加当前为小阳春行情提前布局的窗口期，我们建议投资人积极布局优质标的。长期维度，板块估值仍处于修复当中，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华润置地（1109 HK）等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2）关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头贝壳（BEKE US）将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会，在集中度提升中凸显份额收割效应；随着存量市场主导地位强化，物业服务商凭借收费面积永续、现金流稳定的

逆周期防御属性迎来价值重估建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、滨江服务(3316 HK) 等； 3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。 4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价（当地货币）	目标价（当地货币）	上行/下行空间	市盈率(倍) 2025E	市盈率(倍) 2026E	市净率(倍) 2025E	ROE(%) 2025E	股息率 2025E
腾讯	700 HK	互联网	买入	624.50	760.00	22%	20.2	18.0	4.8	20.0	0.8%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	146.75	206.40	41%	22.4	15.7	1.8	9.9	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	141.55	164.00	16%	15.9	14.7	N/A	23.7	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	73.75	88.00	19%	13.7	12.0	N/A	25.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	76.16	83.00	9%	11.9	18.1	2.0	19.7	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	619.60	707.0	14%	62.3	24.6	N/A	44.4	0.2%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	72.40	90.00	24%	50.3	28.1	N/A	21.6	1.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	515.42	460.00	NA	51.0	39.6	N/A	21.2	0.2%
金蝶国际	268 HK	软件＆IT服务	买入	14.05	19.20	37%	407.1	128.8	5.5	1.3	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	57.55	75.55	31%	24.0	19.1	N/A	18.3	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	39.60	60.55	53%	16.4	12.9	N/A	10.4	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	36.00	43.54	21%	16.9	13.3	N/A	12.1	1.8%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	47.90	57.75	21%	34.7	31.4	12.8	39.8	2.0%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	10.22	12.85	26%	15.8	13.5	1.6	10.5	0.0%
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	33.71	54.68	62%	150.2	118.5	5.0	26.7	0.0%
锅圈	2517 HK	消费	买入	3.67	4.80	31%	22.0	17.3	2.6	13.0	3.9%
江南布衣	3306 HK	消费	买入	19.60	23.30	19%	9.9	9.2	3.4	36.7	0.0%
波司登	3998 HK	消费	买入	4.40	5.55	26%	11.3	9.6	2.9	27.0	8.6%
李宁	2331 HK	消费	买入	19.71	23.02	17%	18.8	15.5	1.7	9.1	0.0%
巨子生物	2367 HK	消费	买入	34.68	53.89	55%	17.5	15.7	N/A	17.8	1.7%
颖通控股	6883 HK	消费	买入	2.07	3.49	69%	8.5	7.7	1.7	N/A	0.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	17.51	25.00	43%	9.1	8.0	1.8	19.7	4.4%
正力新能	3677 HK	汽车	买入	8.49	18.00	112%	33.2	15.0	2.6	8.5	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	28.14	37.58	34%	6.7	23.2	2.4	48.9	4.5%
固生堂	2273 HK	医药	买入	30.00	44.95	50%	13.9	11.2	2.8	17.9	0.0%
药明合联	2268 HK	医药	买入	68.50	74.00	8%	48.8	36.6	8.9	20.3	0.0%
中国生物制药	1177 HK	医药	买入	6.83	9.40	38%	18.0	27.9	N/A	20.0	2.0%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	19.83	21.90	10%	12.5	11.0	1.7	13.8	4.4%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	8.11	9.20	13%	11.2	11.2	1.1	8.5	5.2%
中联重科	000157 CH	资本品	买入	8.63	12.00	39%	15.1	13.3	N/A	8.5	0.0%
三一重工	6031 HK	资本品	买入	22.96	29.50	28%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	21.73	27.00	24%	22.2	19.4	2.2	10.8	2.3%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	117.06	105.00	NA	52.3	45.7	8.8	17.9	0.7%
中国平安	2318 HK	保险	买入	71.10	75.00	5%	8.0	7.7	1.1	14.1	4.3%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	31.82	31.0	NA	4.7	6.5	1.2	29.5	3.6%
中国财险	2328 HK	保险	买入	17.08	23.60	38%	8.2	7.9	1.2	15.2	4.8%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	85.95	89.00	4%	16.4	14.6	2.6	16.7	2.3%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	29.38	45.10	54%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	16.82	20.70	23%	23.9	18.5	N/A	5.3	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	45.48	51.84	14%	22.3	19.9	6.5	27.2	4.4%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.62	6.61	43%	37.7	29.6	1.8	11.0	5.1%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	24.78	31.8	28%	9.9	8.8	3.7	38.9	7.1%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 1 月 7 日

宏观策略

| 叶丙南，Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国

宏观经济

经济走弱但有分化。预计 GDP 增速从 2025 年前三季度 5.2%降至第四季度 4.6%和 2026 年第一季度 4.5%，全年增速从 2025 年 5%降至 2026 年 4.8%。12 月经济活动小幅走弱，高频经济活动指数从 11 月 1.25 降至 12 月 1.13。制造业活动与商品贸易小幅改善但依然较弱，制造业 PMI 从 11 月 49.2 升至 12 月 50.1，需求与生产改善，就业偏弱，原材料价格连续回升，出厂价格收缩趋窄。国内货运量延续走弱，12 月铁路和高速货运量同比跌幅扩大，航班货运和邮政揽投量放缓。进出口活动放缓，港口集装箱吞吐量同比增速从 11 月 9.6%降至 12 月 7.2%，环比下跌 4.7%；出口海运价格环比反弹，东南亚和欧洲航线价格上涨，美国和非洲航线下跌。服务业活动延续收缩，服务业 PMI 从 11 月 49.5 升至 12 月 49.7，其中需求和就业仍然低迷，但业务活动预期改善。元旦假期消费表现好于预期，文旅部数据显示 1 月 1-3 日跨区域人员流动 5.95 亿人次，日均同比增长 19.6%；飞猪报告元旦假期人均购买件数量和人均消费金额同比增速分别超过 20%和 30%；据新华社报道，海南自贸港封关后首个元旦假期，离岛免税市场迎来开门红，1-3 日免税商品销量、购物人次和购物金额同比分别增长 52.4%、60.6%和 128.9%。乘用车销量跌幅扩大，同比增速从 11 月-7.5%降至 12 月-18.6%，新能源车从 6%降至-4.3%，显示购置税补贴退坡影响。其他耐用消费品在 4 季度可能面临大幅放缓压力。

通缩改善但再通胀动力较弱。中国 CPI 同比增速从 10 月 0.2%升至 11 月 0.7%，核心 CPI 同比增速连续 9 个月回升；PPI 同比跌幅从 10 月-2.1%小幅扩大至 11 月-2.2%，环比增速连续反弹，其中上游产业的煤炭和有色金属开采等行业涨幅较大。中国通缩改善主要因为美元贬值、供应链撕裂和中国反内卷等因素推动大宗商品价格和部分服务价格上涨。主要耐用消费品价格仍然低迷，新车厂家价格战延续，宝马宣布多款车型降价，但 12 月二手车价格小幅反弹。12 月猪肉价格下跌，蔬菜价格延续上涨。汽油等能源价格和机票、电影票等娱乐服务价格环比小幅反弹。通缩压力缓解将提振龙头企业盈利和股价。

房地产跌势趋缓但仍疲弱。新房和二手房销量保持较深跌幅，12 月分别同比下跌 31.8%和 27.5%。但相比 2019 年同期的复苏率则有所回升，新房复苏率从 3 季度 38.7%回升至 4 季度的 43.6%，11 个代表性城市二手房复苏率则从 100%升至 107%。房价继续下行，11 月 70 城新房与二手房房价环比跌幅扩大。12 月二手房挂牌价特别是一线城市继续下降，预示房价下跌趋势延续。尽管以价换量持续，但地产库存仍在累积，12 月新房库存去化周期升至 22.1 个月，创历史新高。其中一线城市缓慢上升至 13.3 个月，二线城市大幅上升至 38.6 个月。二手房库存也持续增长，14 个重点城市挂牌量在 11 月环比增长 1.4%，连续 6 个月上升。由于 4 季度房地产市场大幅走弱并伴随大型开发商的信用风险出现，市场对政策宽松预期升温，我们预计 26 年备选政策工具可能性顺序为：降息>减税>贴息>收储。

宏观政策

随着经济下行压力加剧和中美谈判推动经济再平衡，中国宏观政策可能在 2026 年一季度迎来新一轮宽松。2026 年财政政策将保持积极基调，重点支持扩大内需包括延续消费品以旧换新补贴、加大对民生保障投入、积极扩大有效投资、强化对新质生产力投入等。2026 年消费品国补方案出台，新增智能眼镜、智能家居等产品，剔除家装产品与电动自行车，缩小家电补贴范围，一级能效家电补贴比例从 20%降至 15%，补贴上限从 2,000 元降至 1,500

元，新车补贴比例 12%或 10%，补贴上限维持在 2 万元或 1.5 万元。补贴将提振耐用消费品零售，但因基数上升和需求透支效应，汽车、家电与手机零售额增速将明显放缓，而新增补贴产品零售增速可能显著上升。财政支出进度可能加快，2025 年前 11 个月(92%基准)，一般公共预算收入完成全年预算比从前 10 月的 84.8%升至 91.2%，支出完成全年预算比从 76%升至 83.7%。基础设施投资可能反弹，2025 年下半年基础设施投资大幅下滑，因统计挤水分和工作量延后，中央经济工作会议提出推动投资止跌回稳，预计 2026 年一季度基础设施投资可能反弹。

货币政策可能延续宽松。预计 1 季度将降准 50 个基点、降息 10 个基点。央行将恢复公开市场卖卖操作，“低利率”和“财政扩张”的货币财政协同发力将降低政府融资成本，扩大经济总需求，有助于平稳度过经济转型期。以 2024 年经验来看，央行国债买卖操作主要是买短卖长，防止长短利率形成单边预期。我们预计本轮公开市场操作，央行可能将中长债加入购买组合，一方面避免短债过于集中，另一方面匹配近期国债供给结构中长期品种占比的大幅上升。

房地产政策将延续放松。2026 年个人出售购买满 2 年住房将免征增值税，以活跃市场交易。《求是》杂志发表《改善和稳定房地产市场预期》，提出“政策力度要符合市场预期，政策要一次性给足，不能采取添油战术，导致市场与政策陷入博弈状态”，“供给端要严控增量、盘活存量，鼓励收购存量商品房主要用于保障性住房等合理用途”。我们预计 2026 年备选政策工具包括降息、减税、贴息和收储，可能性排序是降息>减税>贴息>收储。

金融市场

货币市场收益率可能小幅下降。预计 1 周 Shibor 从 2025 年 12 月平均 1.45%降至 2026 年 12 月平均 1.25%。一方面，由于经济下行和通缩压力，央行将增加货币市场流动性供应，进一步降低法定存款准备金率、逆回购利率和 LPR；另一方面，由于信贷需求疲弱，货币市场流动性需求不振。

国债收益率可能先升后降。我们预计 2026 年末 10 年国债收益率降至 1.9%左右。上半年，美元贬值而大宗商品价格可能回升，中国通缩可能改善，财政支出力度可能加大，国债收益率可能回升。下半年，美元回升而大宗商品价格可能回落，中国政策刺激效应逐渐递减，国债收益率可能回落。

人民币兑美元短期可能延续走强。预计美元/人民币汇率可能从 2025 年末 6.98 降至 2026 年 6 月末 6.93，再升至 12 月末 7.0。上半年美元指数将延续弱势，因美国通胀回落和白宫削弱美联储独立性；下半年美元指数可能回升，因美国通胀可能反弹。上半年中国将扩大财政刺激、持续提振消费和加快反内卷政策落地，提振人民币汇率；下半年政策刺激效应递减，人民币国债收益率回落，压制人民币汇率。

中国股市此轮牛市可能在 2026 年见顶，预计恒生指数和沪深 300 指数全年涨幅分别为 15%和 20%。牛市从泛科技板块向原材料与工业进而向消费板块扩散。支撑牛市延续一段时期的因素包括：流动性延续宽松，美联储可能进一步降息，美元流动性供应增加，而中国央行可能进一步降准降息，人民币流动性更加宽松；中国将加大稳地产、促消费与反内卷的政策力度，通缩将有缓解，企业盈利前景改善；中国股票估值依然不贵，恒生指数与沪深 300 指数 2026 年动态 PE 分别为 11.6 倍和 14.4 倍，略高于近 10 年对应 11.4 倍和 14.4 倍的平均值。我们相对看好港股信息技术（2026 年动态 PE 为 20.1 倍，最新 ROE 为 14.2%）、金融（2025 年动态 PE 为 8.2 倍，最新 ROE 为 10.9%）、必选消费（2026 年动态 PE 为 12.2 倍，最新 ROE 为 13.1%）、公用事业（2026 年动态 PE 为 11 倍，最新 ROE 为 9.2%）、电讯（2026 年动态 PE 为 11.2 倍，最新 ROE 为 9.1%）、能源（2025 年动态 PE 为 8.6 倍，最新 ROE 为 11.3%）和 A 股必选消费（2026 年动态 PE 为 16.2 倍，最新 ROE

为 23.3%）、医疗保健（2026 年动态 PE 为 22.倍，最新 ROE 为 11.8%）、公用事业（2026 年动态 PE 为 15 倍，最新 ROE 为 11.5%）。

美国

宏观经济

美国经济增长可能小幅放缓。预计美国 GDP 增速从 2025 年 1.9%降至 2026 年 1.8%。2025 年美国经济增速明显回落，GDP 增速从 2024 年四季度 2.4%降至 2025 年四季度预计 1.8%，主要因为关税冲击、联邦政府减支和住宅投资走弱。个人消费增速基本持平，关税预期和电动车补贴到期刺激消费者需求提前释放，商品消费增速回升，但因收入增速和消费者信心下降，服务消费增速回落。2026 年上半年经济增速将明显反弹，因为 2025 年四季度联邦政府暂时停摆导致低基数和支出推迟，同时白宫《大而美法案》中减税政策开始实施并产生提振效应；下半年经济增速可能再次回落，因低基数效应和减税政策效应开始减弱，而前期关税上升和流动性宽松对通胀推升作用显现，货币政策边际收紧预期上升，短期国债收益率回升，股价明显回调，企业资本支出放缓。

就业市场可能小幅降温，劳工供求同步放缓。预计失业率从 2025 年末 4.5%升至 2026 年末 4.6%。一方面新增劳工需求下降，企业招聘率和职位空缺数下降，另一方面新增劳工供应减少，净移民数量从 2024 年 280 万骤降至 2025 年预计 40 万。目前新增劳工需求下降体现为企业对招聘新员工更加谨慎，但尚未演变为大规模裁员，因此失业者求职周期延长，连续申请失业救济金人数平缓但稳步上升，但企业裁员率和初次申请失业救济金人数仍在低位。同时，新增劳工供应的减少部分抵消了新增劳工需求的下降，失业率仍在历史低位，工资增速仅小幅回落。目前 AI 对劳工需求的影响集中在吸纳应届毕业生的初级岗位，美国 20-24 岁年龄劳动者失业率从 2024 年 12 月 7.5%升至 2025 年 9 月 9.2%，明显超过整体失业率升幅。2026 年因经济不确定性和 AI 更广泛应用，新增劳工需求将延续下降，而移民政策对新增劳工供应的影响逐步递减，失业率将延续上升，工资增速可能进一步回落。

通胀整体小幅回落，但可能先降后升。预计 PCE 通胀与核心 PCE 通胀分别从 2025 年 2.5%和 2.8%降至 2026 年 2.3%和 2.5%。PCE 价格环比增速可能上半年回落，在下半年再次反弹。2026 年上半年，房价和房租涨幅可能延续回落，油价可能进一步走低，工资增长走弱将带动除房租和能源外的服务通胀小幅下降，前期抢进口和囤货之后将迎来短期去库存周期，PCE 价格环比涨幅可能回落。关税上升对通胀影响低于市场预期，因为关税豁免导致关税税率实际升幅低于预期、进口消费品仅占美国商品零售的 21.6%和消费需求走弱与白宫威胁价格审查背景下零售商不敢轻易涨价。假设关税向下游零售价传递率 60%，关税税率上升 10 个百分点将推升通胀率 0.3 个百分点左右，但油价下跌 10%将完全抵消关税税率上升 10 个百分点的影响。下半年，减税政策和美元流动性宽松对价格的滞后影响显现，PCE 价格环比涨幅可能上升，而油价同比基数下降，PCE 通胀可能止跌回升。

美国住房市场将量增价平。预计 2026 年成屋和新屋销量分别增长 10%和 5%，住房供求更加平衡，房价基本持平。2025 年新按揭贷款利率降至 6.2%-7%但依然较高，房价经过 4 年上涨后居于高位，家庭购房支付能力处于低位，住房销量接近零增长，但成屋和新房库存延续上升，住房供求更趋平衡，房价涨幅回落。2026 年新按揭贷款利率可能降至 5.5%-6%，一方面通过改善家庭购房支付能力提振住房销量，另一方面通过缩小新老按揭贷款利差而解冻换房需求，同时增加供应与需求。由于住房库存增长超过销量增速，住房供求更加平衡，房价涨幅将降至零附近。房价走弱和移民劳工减少将抑制住房开工量，住宅投资可能小幅下降。

宏观政策

美国财政扩张力度可能加大。预计美国财政赤字率从 2025 年 6%升至 2026 年 6.4%。2025 年财政扩张力度下降，联邦政府经历裁员、减支与暂时停摆，联邦政府收入增速从 2024 年 8.2%升至 2025 年前 11 个月的 10.2%，联邦政府支出增速则从 9.6%降至 0.7%，前 11 个月联邦政府赤字 1.52 万亿美元，同比下降 21%，预计全年赤字率从 2024 年 6.4%降至 2025 年 6%。2026 年财政扩张力度可能加大，白宫将实施减税政策，以巩固共和党在 11 月国会中期选举中优势。我们估计《大而美法案》在 2026 年减税规模可能达到 1,600 亿美元（相当于 GDP 的 0.5%）。同时，白宫可能加强移民执法，这将增加相关支出并减少移民经济活动对应税收，预计将扩大 2026 年财政赤字 1,000 亿美元。白宫可能暂缓贸易战，以提振经济和就业，改善农民等贸易战受损群体境况。

美国货币政策将先松再稳。预计美联储在 2026 年 6 月降息一次 25 个基点。联邦基金利率目标从 2025 年末 3.5%-3.75%降至 2026 年末 3.25%-3.50%。目前美联储内部对进一步降息节奏充满分歧，主要因为对通胀趋势、就业风险和中性利率的判断存在差异。2026 年一季度经济增长将明显反弹，美联储 3 月和 4 月可能保持利率不变。2026 年 5 月美联储主席将正式换届，换届完成前各位候选人可能夸大鸽派立场，以博取特朗普支持，一季度货币政策宽松预期可能最强。换届完成后新任主席任期超过特朗普剩余任期，为建立公信力可能更加基于经济数据决策。下半年随着通胀可能止跌回升，美联储宽松预期将明显下降。美联储在 2025 年 10 月会议上决定从 12 月起停止 QT 政策，结束自 2022 年 6 月以来持续 29 个月的缩表周期，美联储总资产规模从峰值近 9 万亿美元降至 6.6 万亿美元，仍超过疫情前的 4.1 万亿美元，但已回到合理充裕水平。

金融市场

美国货币市场利率可能小幅下降，国债收益率可能小幅回升，收益率曲线陡峭化。美联储可能在 2026 年 6 月降息一次，货币市场利率将跟随下降 25 个基点，2026 年末货币市场基金收益率降至 3.5%左右。短期国债收益率走势反映市场对政策利率预期，随着降息周期接近尾声，短期国债收益率逐渐走平。长期国债收益率反映市场对未来通胀、经济增长和财政政策前景预期，在适应性预期（线性外推）模式下受短期通胀和财政政策趋势的影响。上半年通胀可能回落，但财政扩张力度加大，长期国债收益率可能持平。下半年通胀可能止跌回升，长期国债收益率可能小幅反弹。

美元指数可能先贬后升，总体小幅回落。预计美元指数从 2025 年末 98 先降至 2026 年 6 月末 92，再升至年末 95。美元指数主要反映美国名义经济增速相对欧日的强弱变化。当美国经济相对非美经济走强时，美元指数往往走高；当美国经济相对非美经济走弱时，美元指数趋于下跌。由于利率反映名义经济增速强弱变化，所以利差与汇率走势基本一致。欧元/美元汇率在美元指数中占比近 60%，美元/日元汇率占比第二且波动较大，因此美国经济相对欧日的强弱变化决定美元指数走势。2025 年以来美国名义 GDP 增速显著放缓，就业市场走弱，但欧元区和日本名义 GDP 增速超过预期，就业市场相对平稳，美欧利差和美日利差均有收窄，美元指数贬值。2026 年上半年，尽管美国经济增长反弹，但通胀延续回落，白宫对美联储的干预和美联储下任主席候选人超级鸽派立场将打击美元指数；下半年，通胀止跌反弹，美联储新任主席上任后政策立场将更加基于经济基本面，美元指数可能回升。

美国股市可能先涨后跌，波动加剧。2026 年上半年，通胀回落，降息预期最强，美元流动性宽松，美股可能上涨；下半年，通胀反弹，美元流动性收紧预期出现，美股可能下跌。美股龙头公司盈利能力和盈利增长强劲，MSCI 美国指数最新 ROE 为 18.9%，超过近 10 年 15.1%的均值；MSCI 美国指数 2025-2026 年 EPS 年均增速预测中值 14.4%，也显著超过近 10 年 7%的均值。但美股估值居高，MSCI 美国指数 2026 年动态 PE 为 22.2 倍略超近 10 年 21.3 倍的均值；标普 500 指数席勒市盈率达到近 40 倍，接近 2000 年科技股泡沫峰

值时水平。美股过去 5 年涨幅惊人，标普 500 指数年均复合收益率达到 15.4%，大幅超越过去 30 年历史均值，存在均值回归风险。我们建议投资者降低高估值科技股的配置，增加防御性板块和低估值板块配置，令股票组合更加平衡。我们相对看好信息技术（2026 年动态 PE 为 26.2 倍，最新 ROE=32.1%）、金融（2026 年动态 PE 为 16.5 倍，最新 ROE=13.5%）、工业（2026 年动态 PE 为 25.1 倍，最新 ROE=24.1%）、医疗保健（2026 年动态 PE 为 18.9 倍，最新 ROE=18.8%）和必选消费（2026 年动态 PE 为 16.4 倍，最新 ROE=23.1%）。

互联网

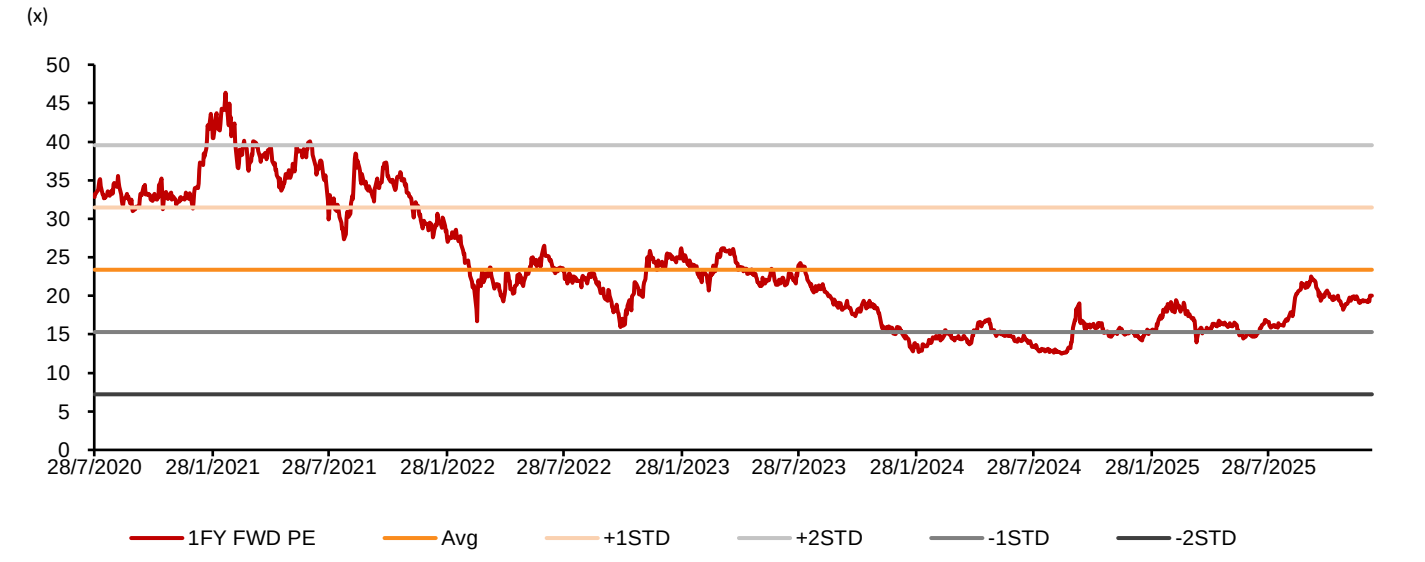
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk (852) 3761 8838

■ **未来 3 个月看法中性乐观**

我们认为 2026 年将是争夺 AI 时代用户心智的关键之年，降低使用门槛、助力提升决策效率、创造真实价值是关注重点。而传统互联网业务中，具备稳定的主业现金流支撑 AI 相关业务投资和探索、拥有丰富的应用场景积累数据触达用户、供应链能力突出且业务运营能力出众支撑出海打开增量空间的公司或具备更高的长期投资价值。我们仍建议采用“杠铃型”的投资策略，同时关注盈利增长的确定性及 AI 带来的新增量。1）AI 主题方面，建议关注 AI 拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯，确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景但估值较 AI 同业更低的阿里巴巴，和可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手；2）盈利增长确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间且业绩表现稳健、盈利能见度高的网易（NTES US）、携程（TCOM US）。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 20x，相较 2020 年成立以来的历史平均（23x）仍有修复空间。

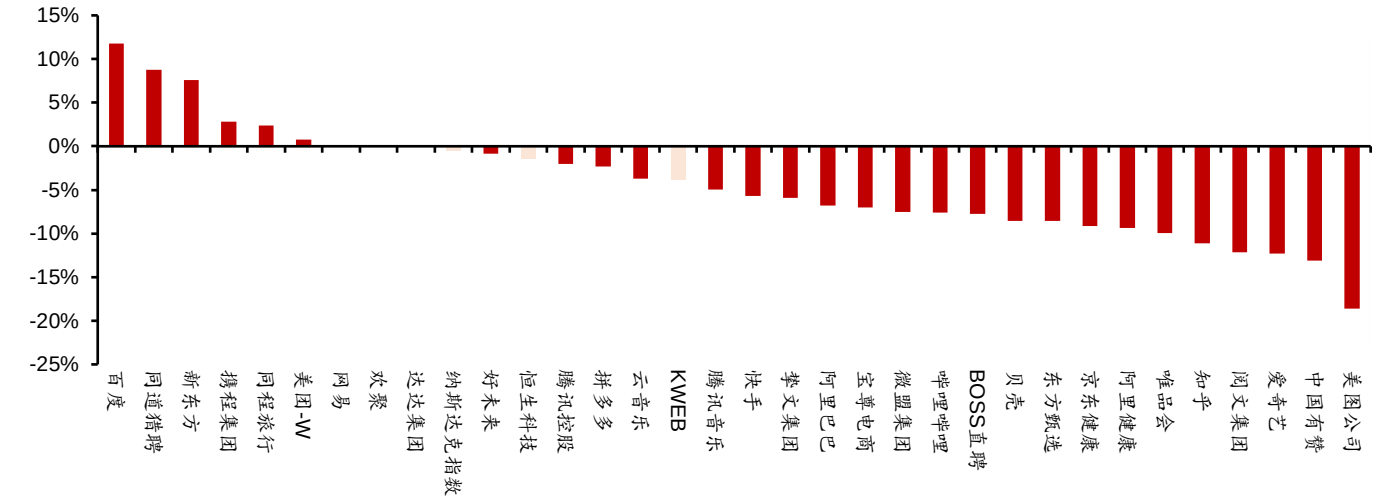
图 2: 恒生科技 PE 区间



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 11 月 3 日

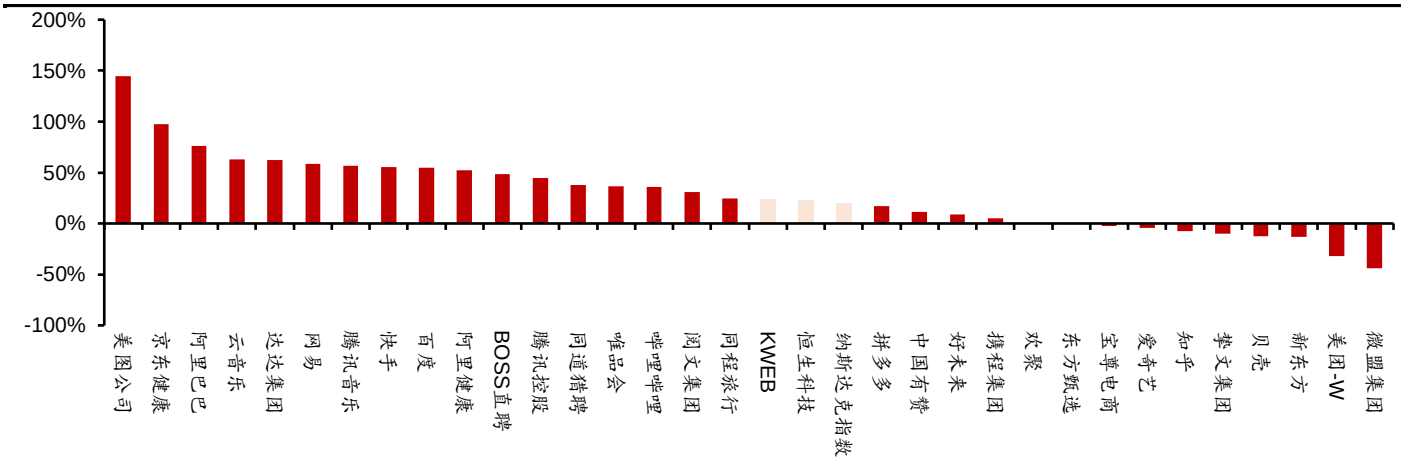
12 月恒生科技指数下跌 1%，KWEB 指数下跌 4%，百度/同道猎聘/新东方涨幅领先。百度港交所公告称昆仑芯已以保密形式向香港联交所提交上市申请表格，以申请批准昆仑芯股份于香港联交所主板上市及买卖。昆仑芯为百度非全资附属公司，为一家行业领先的 AI 计算芯片及相关集成软硬件系统供货商，致力于让计算更智能。百度预计分拆完成后，昆仑芯仍将为其附属公司。

图 3: 2025 年 12 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: 2025 年互联网板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

■ 在线游戏：1 月关注重点新游戏产品表现

2025 年中国游戏市场规模同比增长 8%至 3,518 亿元，主要得益于：1）头部常青游戏包括腾讯《王者荣耀》、网易《梦幻西游》的健康增长；2）《三角洲行动》、《燕云十六声》等重点新游戏/次新游戏的增量贡献。行业整体监管环境持续缓和，2025 年游戏版号总数达到 1,771 款，同比增长 25%，自 2018 年以来达到新高。展望 1 月，我们建议关注腾讯重点新游戏《逆战：未来》于 1 月 13 日上线，截至上线前游戏已积累超 3,200 万预约量，产品结合猎场、塔防等多种 PvE 玩法，上线后有望实现良好的流水表现。展望 2026 年，我们预计中国游戏市场规模同比增长 5%至 3,694 亿元，首选腾讯和网易，主因两家公司优质的游戏储备、良好的游戏运营能力以及出海潜力。

■ **在线广告：AI 赋能广告业务**

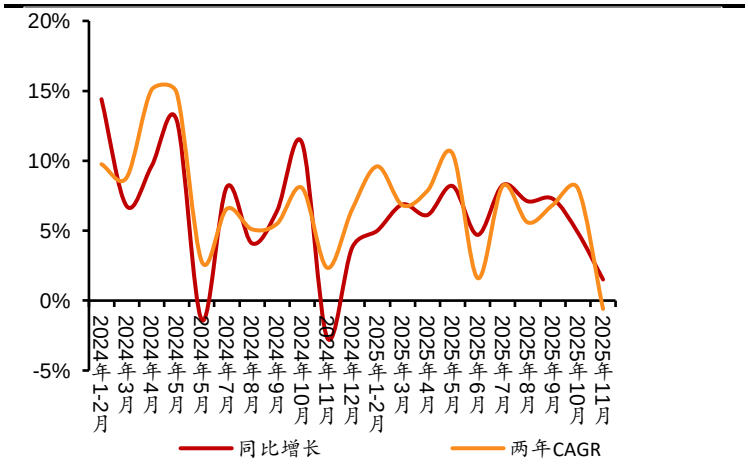
我们建议首选能够通过 AI 持续提高广告解决方案 ROI 并能够获取增量行业广告预算的平台，包括腾讯、快手、哔哩哔哩。1) 我们预计腾讯 FY26 营销收入同比增长 16%，主要得益于：视频号广告加载率提升拉动视频号广告收入较快增长；AI 拉动广告库存增加，推动广告转化率及 eCPM 提升；AI 大模型持续提升搜索能力，商业搜索量增加推动微信搜索广告收入增长。2) 我们预计快手 FY26 在线营销收入同比增长 10%，主要由国内在线营销收入增长拉动，部分被海外营销收入下滑所抵消，主要增长驱动力包括：持续升级 OneRec 与 G4RL 等 AI 大模型技术，推动流量增长与广告 eCPM 增加，拉动国内在线营销收入；短剧与小游戏等内容消费行业带来增量广告预算。3) 我们预计哔哩哔哩 FY26 广告收入同比增长 18%。主要增长驱动力包括：持续优化广告商业基础设施与算法，提升广告转化效率，吸引增量广告主与预算；逐渐提升平台整体广告加载率。

■ **电商：探索高效获客及用户留存**

2025 国补政策支撑下实物商品网上零售额整体增长稳健，但国补退坡后增速有所回落。行业竞争仍围绕为核心消费者群体创造增量价值、提升用户粘性展开，与此同时电商平台尝试探索通过即时配送中更高频的外卖业务切入探索更高效的客户获取和留存，并通过远近场结合的形式进一步推动线上渗透提升。展望 2026 年，高基数下电商行业增长或面临挑战，我们预计电商平台对于即时零售的深化探索仍将持续，但非理性补贴将有望同比减少。我们预测 2026 年整体网上零售额将同比增长 6.5%，其中实物商品网上零售额将同比增长 5.2%，在线旅游等非实物服务类消费的市场规模增速或将继续优于实物商品网上零售额增速。从股票推荐视角，我们偏好电商主业健康增长、有能力主动调整投入体量以管控利润率水平、且在 AI 领域发展前景优异的阿里巴巴，和主业盈利重回正增长且估值不贵的拼多多。

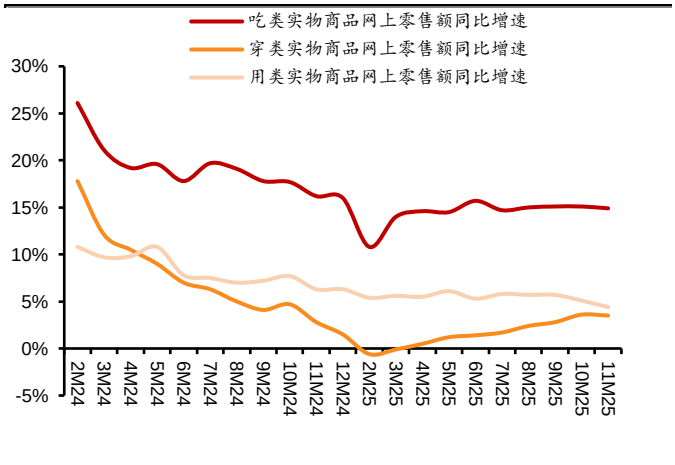
据国家统计局数据，2025 年 11 月社会消费品零售总额同比增长 1.3%（2025 年 10 月：2.9%），弱于 Wind 一致预期的 2.9%。11M25 实物商品网上零售额同比增长 5.7%，其中单 11 月份同比增长 1.5%，环比上月进一步降速（2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月/10 月：5.0/6.9/6.1/8.2/4.7/8.3/7.1/7.3/4.9%），10-11 月合计实物商品网上零售额同比增长 3.0%；国补高基数效应进一步显现、消费整体较为疲软。实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品 11M25 同比增长 14.9%/3.5%/4.4%，相较 10M25 的 15.1/3.6/5.1%均进一步放缓。

图 5：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 6：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

细分品类来看，国补高基数效应在家电品类显现明显：2025 年 11 月：1）家用电器和音箱器材类零售额同比下降 19.4%（2025 年 10 月：-14.6%；11M25：+14.8%），同比下滑幅度环比进一步扩大；2）通讯器材类零售额同比增长 20.6%（2025 年 10 月：23.2%；11M25：20.9%），增速相对稳健；3）文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 11.7%（2025 年 10 月：18.2%；11M25：18.2%）。从政策维度看，2025 年 12 月 30 日，国家发展改革委、财政部发布关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知，主要内容涵盖：1）支持家电以旧换新；个人消费者购买冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器等 6 类家电中 1 级能效或水效标准的产品，按产品销售价格的 15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 1,500 元；2）支持数码和智能产品购新；个人消费者购买手机、平板、智能手表手环、智能眼镜等 4 类产品（单件销售价格不超过6,000 元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过 500 元。支持智能家居产品（含适老化家居产品）购新补贴，具体补贴品类、补贴标准由地方结合实际自主合理制定。我们认为补贴政策延续好于市场预期，而补贴范围更为聚焦、增量政策覆盖范围主要为智能眼镜及智能家居。

展望 2026 年，我们预测整体网上零售额将同比增长 6.5%，其中实物商品网上零售额将同比增长 5.2%，在线旅游等非实物服务类消费的市场规模增速或将继续优于实物商品网上零售额增速。

■ **OTA：2026 出游需求或持续具备韧性**

2025 年旅游行业增长韧性持续凸显，符合我们的预期。据国家文旅部数据，9M25 国内居民出游人次/出游花费分别同比增长 18.0%/11.5%。展望 2026 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 7%，OTA 受益于酒店线上渗透率持续提升趋势增速或有望更快；出境游方面，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10-15%区间，而领先的 OTA 平台（如携程）出境游营收增长有望超过 15%。尽管面临部分地缘政治扰动，我们认为出境游需求整体有望维持稳健且有望在遭遇挑战时向国内长途游需求转化，从而支撑整体行业增长具备韧性。此外，龙头 OTA 平台持续布局海外扩张，或有望为中长期营收及盈利增长提供支撑，我们持续看好龙头 OTA 平台的海外扩张发展潜力。股票推荐维度，我们持续看好国内与出境 GTV 市占持续扩大、且海外扩张进展迅速的携程，并建议关注整体盈利增长有望维持韧性的同程旅行。

从元旦旅游数据观察，据交通运输部统计，2026 年 1 月 1 日至 1 月 3 日，全社会跨区域人员流动量 5.95 亿人次，相比去年同期增长 19.6%，日均 1.98 亿人次；此外，2026 年元旦假期全国边检机关共计保障 661.5 万人次中外人员出入境，日均 220.5 万人次，较去年同期增长 28.6%。我们认为整体元旦出行数据持续印证我们此前的观点，行业出游需求具备韧性。

■ **推荐买入腾讯、阿里巴巴、网易、快手、携程**

1） **腾讯（700 HK）：**公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道已建立稳固竞争优势，AI 多维度赋能公司广告、游戏和云业务。展望 FY26，我们看好多项驱动因素支撑公司基本面增长：1）常青游戏持续保持稳健，重点新产品《王者荣耀世界》等有望带来增量游戏收入贡献；2）AI 赋能叠加视频号广告加载率提升，推动广告收入维持快于行业增长；3）AI 云驱动腾讯云收入维持较快增长。基于公司稳固的竞争壁垒与运营杠杆，我们预计公司 FY26 调整后运营利润同比增长 11%。公司当前估值对应约 18x FY26 non-IFRS PE（剔除战略投资对应 16x PE）。我们基于 SOTP 的目标价为 760.0 港元，对应 22x FY26E non-GAAP PE。

2） **阿里巴巴（BABA US）：**我们重申对阿里巴巴的积极看法，主因：1）云计算收入增长前景强劲，这得益于人工智能相关产品的采用率提升以及数字化需求的增加；2）电

商业务发展前景稳固，由“全站推”渗透率的提高以及即时零售业务的快速发展所带来的交叉销售效应推动，即时零售业务快速发展或有助于提高用户粘性，并在中长期内推动更好的客户管理收入前景。凭借强大的技术能力和丰富的人工智能应用场景，阿里巴巴有望通过“消费”与“AI +云”这两大战略业务支柱推动其长期收入和利润增长。在我们看来，阿里巴巴仍然是人工智能主题下的关键受益方之一，我们基于分部估值的目标价为 206.4 美元，对应 23.4/18.1x FY27/28E PE。

3） **网易（NTES US）：**我们看好重点产品支撑网易 FY26 业绩增长与估值提升：1）《燕云十六声》海外上线后表现好于预期，峰值同时在线玩家人数超 25 万人，进入 Steam 全球游戏畅销榜前 3，26 年海外收入贡献有望接近国内收入水平；2）海洋 RPG 游戏《遗忘之海》预计 2026 年上线，新产品有望带来可观增量收入贡献；3）开放世界 RPG《无限大》有望在 2026 年上线。基于新产品贡献，我们预计公司 FY26 运营利润同比增长 12%。公司当前估值对应约 16x FY26 non-IFRS PE，我们基于 SOTP 的目标价为 164.0 美元，对应 18x FY26E non-GAAP PE。

4） **快手（1024 HK）：**我们看好快手持续受益于 AI 应用发展，其中 1）3Q25 可灵 AI 收入突破 3 亿元，2025 年 12 月可灵 O1 与可灵 2.6 发布后海外表现良好，海外流水与 DAU 均实现较快增长；2）在线营销领域：利用 OneRec 等 AI 模型，快手推动 3Q25 国内在线营销服务收入实现额外 4-5%的增长；3）电商领域：公司推出生成式检索架构 OneSearch，实现更精准的商品匹配，带动商城搜索订单量增长约 5%。我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，我们预计公司 FY26 调整后净利润同比增长 14%。我们基于 SOTP 的目标价为 88.0 港元，对应 15x FY26E non-GAAP PE。

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。此外，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。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%/14%。我们基于 DCF 模型的目标价为 83 美元，对应 20x 2026 年 non-GAAP PE。“买入” 评级。

- **风险提示：**1）消费复苏不及预期；2）行业竞争加剧；3）地缘政治风险带来增量扰动。

软件与 IT 服务

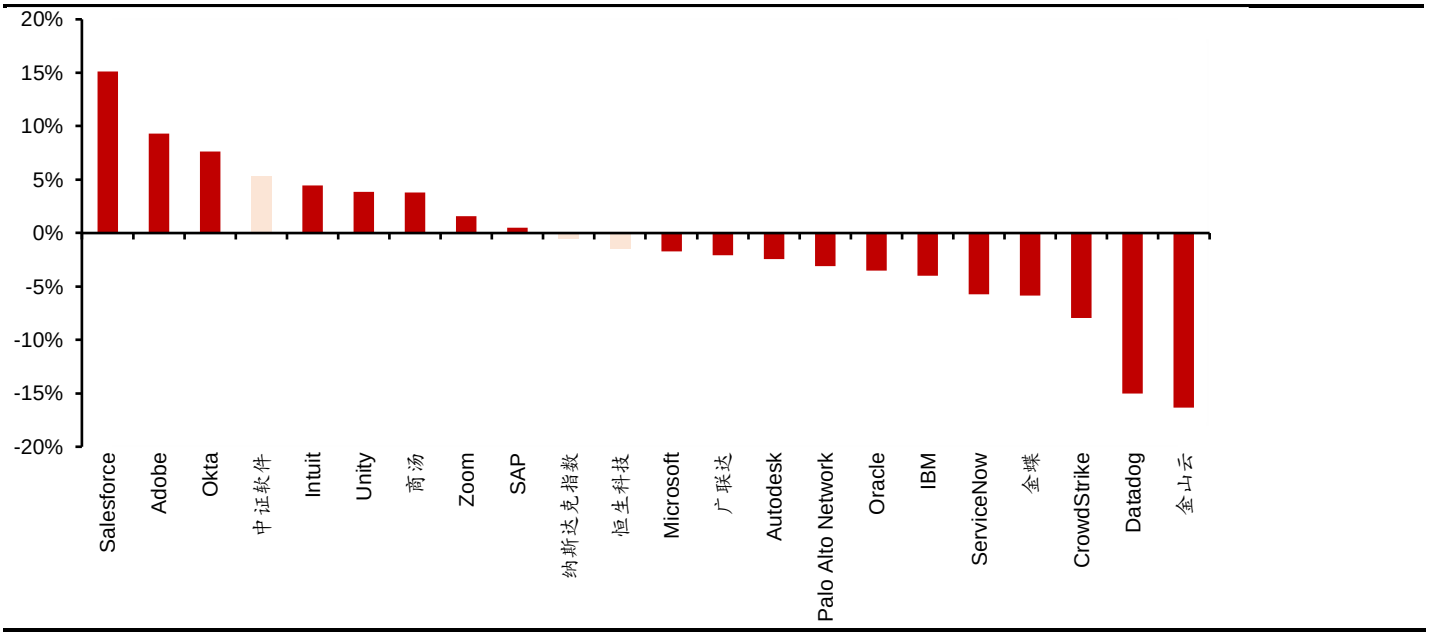
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk (852) 3761 8838

■ **未来 3 个月看法中性乐观**

展望 2026 年，我们认为大模型行业竞争将进一步加剧，而细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为 2026 年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时提示需要更加精选个股、关注投资回报周期，建议更加关注 AI 变现实质性起量、AI 相关投资能高效拉动营收和盈利增长的公司。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）。

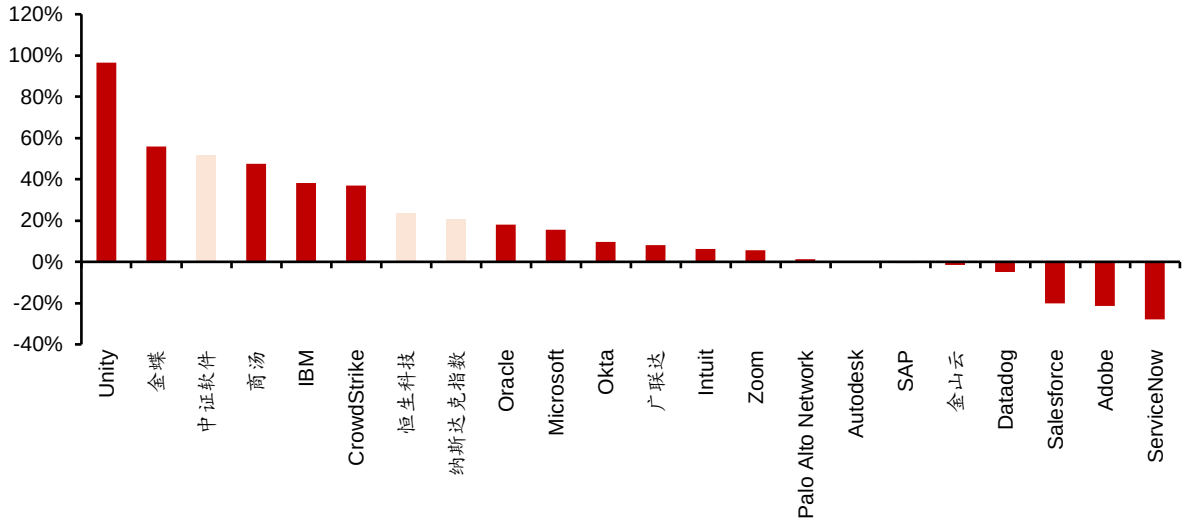
12 月恒生科技指数下跌 1%，纳指基本持平，Salesforce/Adobe/Okta 涨幅领先。Salesforce 公布 3QFY26 业绩：总营收同比增长 9%至 103 亿美元，符合一致预期；cRPO 同比增长 11%至 294 亿美元，较指引高约 1%，主要依托 Agentforce 业务的强劲势头带动订单增长。展望 4QFY26，管理层预计 cRPO 同比增长约 15%，包含 Informatica 并表带来约 4 个百分点贡献，好于预期，主要得益于 Agentforce 及 Data 360 业务的强劲增长趋势。

图 7: 2025 年 12 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: 2025 年软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

■ **海外软件：关注生成式 AI 应用落地及变现进展**

回顾 2025 年，大模型行业全领域的模型竞争均在加剧，模型能力持续迭代提升，与此同时相同模型的调用成本持续下降、行业应用逐步推广。细分的产业趋势包括：1）智能体能力成为大家关注的关键点之一；2）开源大模型的发布迭代速度提升；3）原生端到端语音交互模型已具备大规模落地可行性；及4）图像编辑及视频生成大模型的能力进一步提升。展望 2026 年，我们认为竞争尚未到收敛期，行业仍将在前沿模型能力上持续探索，同时推动大模型的产业应用。

Gartner 预计 2026 年全球 AI 总支出将同比增长 37%至 2.0 万亿美元，其中 AI IaaS/AI 基础设施软件/AI 大模型/AI 电脑/AI 应用软件为增速最快的前 5 大细分赛道。AI 应用商业进展仍是市场关注的重点。展望 2026 年，我们建议关注 AI 应用落地与商业化的两大场景：1）AI 大模型擅长的应用场景：例如编程、创意生成、办公效率等。我们看好在 AI 视频应用方面取得相对领先的快手。2）高价值量的 AI 应用场景：例如企业智能体、以及教育、金融、法律等传统垂直行业。我们看好在企业 AI 智能体方面取得相对领先的 ServiceNow、Salesforce。

■ **推荐买入金蝶国际**

金蝶国际（268 HK）：金蝶 1H25 营收为 31.9 亿元人民币，同比增长 11.2%（1H24：11.9%；2H24：8.8%）；归母净亏损为 9,770 万元人民币（1H24：亏损 2.179 亿元人民币），略低于彭博共识预期的 7,300 万元，主因运营费用略高于预期。管理层分享了其三大战略重点的关键进展及发展目标：1）订阅业务：1H25 云订阅收入同比增长 22.1%，占总营收的 52.8%；2）AI：1H25 人工智能合同额超 1.5 亿元人民币，管理层指引 2030 年人工智能相关收入将占总营收的 30% 以上；3）全球化：管理层期望未来 3-5 年国际业务收入占总营收的比例达到 5%-10%。我们依然看好金蝶是我们覆盖标的中 AI 应用时代的主要受益者之一，并认为 AI 商业化进展、营收增速随宏观环境回暖与数字化需求增加而回升是股价上涨的关键驱动力。我们对金蝶的目标价为 19.2 港元，基于 2025 年 EV/sales 8.4x，与两年均值加两个标准差一致。维持“买入” 评级。

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

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 9205 1609
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 5336 4682
| 蒋嘉豪 / Jiangjiahao@cmbi.com.hk (852) 6705 6875

1. **主题一：**人工智能为高确定性的超级结构性周期。2025 年，AI 供应链凭借强劲的收入增长与利润率扩张，实现超额收益。这一出色表现反映出基础设施建设的加速落地，而并非短期的投资热潮。尽管市场情绪在对“人工智能泡沫”的担忧与“害怕踏空”的市场情绪之间反复波动，但我们认为人工智能基础设施建设需求动力强劲。我们看到，下游资本支出增长动能延续、需求群体持续扩容、创新技术快速迭代、投资回报率为正的应用规模化落地，这些因素将会支撑相关产业链在 2026 年后仍能延续长期、持续的增长。**推荐中际旭创（300308 CH，买入，目标价：707 元人民币）、生益科技（600183 CH，买入，目标价：90 元人民币）。**
2. **主题二：**中国半导体自主可控趋势，具备长期、结构性增长的驱动力。我们认为半导体供应链自主可控是中国硬科技领域确定性最高、且具备长期投资价值的核心主题。地缘政治格局分化正重塑全球半导体产业生态，各主要经济体均以补贴/税收激励等方式优先投资本土制造与关键环节，以降低供应链风险与外部依赖。在中国，政策支持与强劲内需形成双重支撑，不仅推动关键技术突破、加速进口替代进程，更促使本土半导体市场规模迎来结构性扩张，且这一趋势正在从资金端支持进一步升级为订单端硬约束。据路透报道，国内晶圆厂在申请新建/扩建项目、获取审批时，被要求通过招采证明新增产能的设备采购中至少 50%为国产设备；未达标通常会被否决，但在先进制程等国产供给尚不充分的环节会有一定弹性，且监管偏好往往高于 50%，长期目标指向更高比例的国产化（链接）。与此同时，资本市场端的催化也在升温：摩尔线程、沐曦股份、壁仞科技均近期陆续集中上市，显著抬升了板块热度，也打开了后续融资与再融资通道。**我们维持北方华创（002371 CH，买入，目标价：460 元人民币）**
3. **主题三：**高股息防御性标的–为 2026 年持续筑牢稳健回报的基本盘。展望 2026 年，实际收益率结构性下行、长期利率趋平这一趋势将在未来数年持续，这将对传统固定收益类投资者构成挑战。在此背景下，资金有机会逐步转向高股息、现金流充裕的权益类资产作为替代。对于风险偏好相对谨慎的投资者而言，我们仍认为中国主要电信运营商可视为核心配置标的。这得益于其稳健的资产负债表、持续的现金流创造能力，及具有吸引力的股息回报水平。
4. **主题四：**2026 年半导体并购活动料加速，行业整合持续深化。我们于 2024 年底提出的“半导体行业将迎来一系列高质量的整合”的判断已在 2025 年得到验证。今年行业并购交易保持活跃；我们预计未来还会呈现加速态势。展望 2026 年，这一趋势有望进一步深化。半导体设备、功率及模拟芯片、光器件领域的平台型企业，有望持续成为活跃的收购方，借助并购加速技术落地，并强化本土供应链韧性。同时，2025 年企业上市热潮叠加市场融资放缓，意味着更多公司将通过定向增发、部分股权出售等二级市场交易实现退出，而上市公司也将借助此类交易实现业务外延式拓展。

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

算力高景气延续，关注端侧 AI 创新机遇

乐观，展望 2026 年，全球科技产业将呈现终端需求分化与 AI 创新加速并存的格局。在 AI 大模型迅速迭代驱动下，算力产业链景气度持续高企，端侧 AI 新品（AI 手机/AI PC/AI 眼镜）落地提速 。然而，受全球宏观不确定性、中国补贴红利退坡及存储成本影响，低端消费电子需求预计将短期承压。我们认为，算力需求扩张与端侧 AI 创新周期将是核心增长动力，建议关注两条主线：1）AI 算力基础设施：VR/ASIC 架构升级带动 ODM 及零部件（互联/散热/电源）量价齐升；2）端侧 AI：折叠 iPhone 及 AI 手机/眼镜/PC 产品创新有望加速渗透，看好立讯精密、鸿腾精密、比亚迪电子和瑞声科技等企业 。

智能手机/PC：存储涨价短期承压，关注折叠 iPhone/AI 手机催化

全球智能手机市场在经历 2024-25 年连续两年止跌回升后，由于 2026 年全球宏观经济不确定性、中国补贴红利渐退和存储涨价导致整机成本上升，我们预计终端手机价格上调将冲击低端消费机型需求， 2026 年全球智能手机出货量将同比下降 5%。此外，若存储供需失衡进一步加剧或将致使终端售价上涨幅度超出预期，我们预计未来智能手机出货量有下修风险。我们认为，考虑到 1H25 消费电子手机补贴但 1H26E 供应链不确定性和内存供应短缺影响中低端手机品牌的出货，我们预计 1H26E 中国智能手机出货量将短期承压；但我们预计 2H26E 供应链情况稍好转，并对全年中国手机出货量持谨慎乐观看法，预计出货量同比微幅增长或持平。

展望 2026 年，我们继续看好 iPhone 份额持续提升，明年 iPhone18 有望迎来硬件规格和 AI 功能创新，主要升级：1）透明后盖：18 Pro 后盖玻璃拼接区域加入透明元素；2）单孔屏、屏下 Face ID 更小灵动岛：18 Pro/Max 将进一步缩小灵动岛尺寸而 FaceID 将实现屏下化；3）可变光圈： 18 Pro/Max 引入可变光圈技术，通过动态调节光圈大小将能更灵活地控制景深效果，在弱光环境下能获得更纯净画面；4）48MP 超广角摄像头： Air 主摄与超广角均采用 4800 万像素传感器。其他升级包括 18 全系列将搭载自研 5G 基带芯片、钢壳电池首次引入至 Pro max 机型和 18 标准版内存升级至 12GB (vs. iPhone 17 8GB 内存)。

智能手机方面，我们看好规格升级带来价值量提升：1）散热：iPhone 17 Pro 系列首次引入 VC 均热板，预计 VC 散热渗透率将加速提升。2) 结构件：苹果启动三年外观革新周期，iP 17 Pro/Max 采用热锻铝金属一体成型机身，外观结构件有望持续受益。3)光学：AI 影像驱动持续推动高像素、多摄以及 OIS 规格提升。

PC 方面，在 2022–23 年全球 PC 行业去库存与疫情后透支消化后，2024–25 年行业受益换机与企业 IT 预算恢复，我们预计 2025 年全球 PC 出货量将增长 7%至 2.81 亿台，由于关税影响低于预期，以及 Win11 换机驱动商用 PC 需求。展望 2026 年，我们对全球 PC 出货量保持谨慎态度，预计 2026 年全球 PC 出货量将下降 2%至 2.75 亿台，主要由于 1）Win11 换机需求步入尾声，2）存储价格上涨导致 PC 售价上升，冲击低端消费机型需求，以及 3）主流英特尔 Raptor Lake 供应短缺。整体上，我们预期商用市场表现将优于消费市场，得益于企业设备更新周期，而消费市场对价格敏感度较高，因此 PC 零售价格上涨将导致需求受压。

整体上，我们继续看好由 AI 创新驱动的换机周期，AI 端侧创新、技术升级和份额提升的相关公司将深度受益。手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链重点标的包括小米集团（1810 HK），以及受益于创新和 AI 硬件突破标的包括立讯精密（002475 CH）、瑞声科技（2018 HK）、丘钛科技（1478 HK）和比亚迪电子（285 HK）。

2）服务器: 北美 CSP CAPEX 指引持续上调，ODM/连接器/液冷产业链充分受益

展望 2026 年，全球服务器行业增长动力将持续由 AI 驱动，特别是在高性能计算和 AI 应用的双重推动下。全球 AI 服务器出货量（包括高端和中低端）将保持强劲的增长势头，我们预计同比增长 24%达 266.6 万台，尽管 AI 服务器是主要增长动力，整体服务器市场预计将保持温和增长，预计同比增长 4%。

下游需求方面，主要驱动力来自大型 CSP 和主权云，预计北美 CSP 积极资本支出扩张将为 2026 年的 AI 市场带来持续的增长动能，中国 CSP 在 DeepSeek 推动和 AI 产业链本地化的背景下，也将展现出强劲增长势头。从服务器结构来看，GPU 仍占据主导地位，但在 CSP 积极投资 ASIC 推动下，ASIC 占比预计将进一步提升，成为未来几年重点关注趋势。

此外，英伟达将于 2026 年推出 VR200 NVL72 机柜级解决方案，商业模式也加速从联合设计改为 L10 交付，关键组件将高度标准化，预期 ODM 从"标准化组装"向"机电热一体化设计"跃迁，对 ODM 厂商提出更高要求，技术壁垒提升加速份额集中。整体上，我们预计 2026 年 AI 硬件产业维持高景气度，ODM 和相关零部件厂商将深度受益，零部件如铜链接、液冷和电源等产业链有望量价齐升。

展望 2026 年，我们预期 AI 基础设施建设有望持续加速：1）AI 巨头锁定算力资源：OpenAI 与英伟达部署 10GW 的 AI 数据中心预计 26 年下半年上线 Vera Rubin 平台，宣布与 AMD 合作部署 6GW 算力，同时与三星和 SK 海力士合作锁定 DRAM/HBM 供应，用于支持星际之门项目。2）服务器架构创新持续：系统组装：预计 2027 年 VR Ultra NVL576 机柜将升级至 144 张 GPU，系统组装和集成难度大幅提升。高速互联：Vera Rubin 平台将实现 Tray 内完全无缆化连接，GPU 协作通过 Midplane 进行无线缆信号传输。光电集成：OCS/CPO 产品技术持续发展，可实现低时延、低功耗和易扩展性，例如立讯展示了 CPO 和 CPC 等数据中心互连整体方案，谷歌在 TPU v4 集群中应用 OCS，博通与英伟达加速推动 CPO 技术落地。电力系统：GPU 功耗持续提升（GB200 功率最高达 2700W）。英伟达正推动 800V DC 供电架构成为 AI 数据中心标准化供电架构。散热升级：预计 AI 数据中心的液冷渗透率将从 2024 年的 14%增至 2025 年的 33%，预计液对液架构将从 2027 年起逐步取代当前主流的 L2A 技术，成为 AI 机房主流散热方案。液冷渗透率持续提升将带动冷板模组、快接头、分歧管与相关零部件的需求扩张。

围绕 AI 服务器架构升级（组装、互联、散热、电源）带来的价值量和渗透率提升。AI 服务器 ODM/OEM 龙头，受益于架构升级和国产替代的硬科技公司将深度受益，以及服务器零部件如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括鸿腾精密的高速连接产品和液冷零部件、立讯精密的高速互联方案（CPO/CPC）、比亚迪电子的 AI 服务器产品。

3) 端侧 AI：AI 赋能开启智能眼镜 2.0 时代

智能眼镜行业正经历深刻的转型，以谷歌眼镜为代表的“眼镜 1.0”时代，因硬件性能瓶颈、高昂成本以及缺乏颠覆性应用而未能成功打开大众市场。如今，随着生成式人工智能和大型语言模型的高速发展，行业正迈入一个由 AI 驱动的“眼镜 2.0”时代。这一新阶段的核心特征在于，强大的 AI 能力不再仅是锦上添花，而是成为定义产品核心价值和用户体验的基础。

市场对此轮复苏的反应已初步显现，其中最具代表性是 Meta 与 EssilorLuxottica 合作推出的第二代 Ray-Ban Meta 智能眼镜。自 2023 年 9 月发布至 2025 年 2 月，产品出货量已超

过 200 万副，其成功不仅验证了将 AI 功能与时尚设计相结合的商业模式，也重新点燃了消费市场对智能可穿戴设备的兴趣。根据 WellsennXR 预计，2025 年全球 AI 智能眼镜出货量将达 550 万台 (对比 2024 年的 152 万台)，2026 年全球 AI 智能眼镜出货量预计将突破 1,000 万台大关，成为继 TWS 耳机后的下一个核心穿戴品类。

我们认为 AR 眼镜将是智能眼镜行业的终极形态，它通过在现实世界之上叠加虚拟信息，实现虚实融合的体验，从而解锁远比 AI 眼镜更丰富的应用场景，例如沉浸式导航、实时翻译字幕、远程协作指导等。由于 AI 对 AR 装置应用场景的丰富化，结合国际巨头的切入使得技术上的提升与应用环境相完善，Trendforce 预计 2030 年全球 AR 眼镜出货量达 3,200 万台，2024-2030 年复合增速为 97%。

我们认为 2025-27 年将是智能眼镜行业的关键时期，各大科技巨头的产品路线图不仅将塑造未来的竞争格局，更将指引整个行业的技术发展方向。从 Meta、谷歌到苹果，再到中国的领先科技企业，都在加速布局，力图在这条新兴赛道上抢占先机。互联网公司的优势在于应用与内容（如 AI、短视频、社交媒体等），而智能手机品牌的优势则在于庞大的用户基础（苹果的 10 亿设备存量，小米全球月活跃用户数超 7 亿），因此我们认为这些巨头入局将为智能眼镜行业的出货量带来上行空间。

在 2025-27 智能眼镜的产品路线图上，根据我们调研，1）Meta 在 2025 年下半年已发布采用 LCoS 和几何光波导技术的单目全彩 AR 眼镜 Meta Ray-Ban Display，我们预计在 2027 年中有望推出首款搭载 LEDoS 的高阶 AR 眼镜；2）亚马逊将在 2026 年推出两款 AR 眼镜，一款用于内部商用场景（如物流），另一款面向消费者市场；3）三星计划在 2026 年推出 AI 眼镜；4）苹果 AI 眼镜预计在 2028 年发布和 2029 量产出货，产品形态类似于 Ray-Ban Meta 智能眼镜；5）字节跳动目前在研发 AR 眼镜，发布时间预计在 1Q26；6）阿里巴巴在 2025 年 12 月发布了夸克 AI 眼镜，依托夸克/通义千问大模型，主打信息搜索与百科识别，以高性价比切入国内市场。

我们认为，AI 创新驱动的端侧硬件升级仍是消费电子行业的核心增长主线。Meta 的 AI 眼镜热销和苹果在 AI 基础设施上的加速布局，验证了市场对新一代智能终端的强劲需求。我们看好 AI+AR 智能眼镜将成为主流终端，深度参与的供应链明显受益，包括：AI 眼镜品牌小米、光学领域的丘钛科技/丘钛、声学/MEMS 传感器的瑞声科技、代工商的立讯、结构件的立讯/东江、镜片的康耐特以及显示的京东方。

4）汽车电子：智能化趋势加速下沉，关注产业链发展机遇

汽车电子行业在全球电动化和智能化浪潮中持续保持结构性增长。尽管整体市场复苏仍有滞后，但国内新能源汽车市场表现突出，8 万至 15 万元车型销量继续维持 80%以上的增长。比亚迪和小米产品布局持续加快智驾渗透率，小米 10 月份总交付超 4 万台，二期工厂产能有待起量。全球智驾产业链需求有望高速增长，国产替代进程在关键零部件领域取得显著进展，其中传感器、域控制器、连接器、显示屏、声学等环节将迎来出货量增长和规格升级机会。

整体上，我们继续看好由汽车电动化和智能化驱动的汽车电子产业链，尤其是受益于智驾系统下沉带来的零部件升级机遇，以及高价值量零部件的国产替代。车载智驾封装（如 FCBGA）渗透率提升，利好在车规级封装领域具备技术和客户优势的厂商。连接器与线束方面，新能源汽车连接器产品将迎来出货量增长和规格升级机会。看好比亚迪电子、京东方精电、瑞声科技等汽车电子产业链标的。

■ **推荐买入立讯精密、瑞声科技、比亚迪电子**

1）立讯精密(002475 CH)：公司 3Q 业绩超预期，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，上半年营收同比增长 49%，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，上半年营收同比增长 82%，莱尼业务实现盈利超市场预期，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）瑞声科技（2018 HK）：展望 2025-26 年，我们对瑞声科技持积极看法，认为其将显著受益于 AI 手机与 AI 眼镜带来的规格升级（声学/光学/MEMS/VC）趋势，以及在汽车声学领域的全球市占率持续提升。我们预计 2025 年收入/建净利润将同比增长 20%/40%。分业务板块来看，1）ED&PM（触感/VC/铰链）：2025 年全年预期马达业务收入将同比增长 18-20%，而精密结构件将同比增长 15-20%，毛利率 30%以上，其中新业务 VC 散热板收入增长 3-4 倍；2）光学（6P/WLG/32MP 镜头）：2025 年收入将同比增长 20%，毛利率 10-15%，其中塑料镜头毛利率 30%以上，WLG 出货量在 2025/26 年将达 1000-1500 万片/2000 万片，镜头模组毛利率稳定在 4-6%；；3）MEMS/传感器（AI/麦克风）：2025 年全年预期销售额同比增长 100%，毛利率 15-20%；4）声学（SLS/模组）：收入稳定增长，新产品量产将推动 2025 年下半年预期毛利率反弹。除了 AI/折叠屏手机升级外，我们对非手机业务持积极看法：1) AR 眼镜（光波导片）：项目中标，目标 2026 年大规模量产；2) 汽车声学：在国内旗舰 SUV 项目（32 个扬声器）中标及在欧洲赢得新客户；3) 无人机/运动相机；4) 机器人灵巧手大规模量产，并获得多个项目中标。

3）比亚迪电子（285 HK）：我们对公司前景持正面看法，看好可折叠 iPhone、汽车和 AI 服务器等增长动力：1）智能手机：可折叠 iPhone 升级及稳定组装业务，2025 年专注于高端零部件和成都工厂的效率提升，2026 年公司指引美国客户零部件收入将同比+50%；2）新能源汽车：2025 年公司保守预测收入 250 亿，毛利率保持稳定，得益于母公司订单强劲且份额增长（热管理份额 50%+，ADAS 份额主供），预计 2026 年欧洲客户将快速扩张。3） AI 服务器：通过与 Nvidia 合作，积极推动服务器业务和 GB200 零部件产品路线图。2026 年 AI 服务器 ODM 收入将达 50 亿元，液冷产品 26 年上半年海外客户量产，光模块于 25 年下半年实现 800G 量产准备，1H26 实现 1.6T 量产，电源相关的机架 HVDC 产品将于 2026 年末或 2027 年开始出货。催化剂包括 iPhone 升级、AI 服务器产品的市场占有率、机器人技术的更新以及毛利率的提升。

■ **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

新一轮消费补贴政策于 1 月 1 日正式实施，补贴支持范围有所优化。其中，家电类补贴门槛提高、补贴比例下调，政策导向由 2025 年的“普惠支持”转向“精准聚焦”，重点鼓励消费升级和绿色转型。虽然政策未带来大规模刺激的惊喜，但有效缓解了市场对补贴大幅削减的担忧，恒生消费指数开年以来累计上涨 2.8%。

我们认为，2026 年居民消费行为的核心约束源于“资产端缩水+收入端预期修复进程的缓慢”。1）资产端压力：二手房市场供应端压力显著抬升 —— 一线城市次新房集中入市叠加银行涉房不良资产批量处置，或推动二手房价进一步探底，居民持有房产的资产价值或面临阶段性缩水，进而抑制消费意愿的修复；2）需求端约束：国际贸易环境的不确定性尚未完全消解，外需波动对国内就业与收入的传导效应仍存，居民消费行为延续“降级”主基调，支出结构向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费的需求弹性持续走弱。基于此判断，我们认为居民消费行为仍将保持“降级“的主基调，建议关注一下投资主线：

- **消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比**

  消费分层趋势在 2026 年将进一步强化，不同收入群体的消费偏好呈现差异化迁移：①高净值人群的“理性化消费”：从高端奢侈品类向轻奢、国奢或特殊小众品牌迁移，如高端白酒需求向次高端 / 区域龙头产品分流，高端乳制品消费转向性价比型低温产品，核心逻辑是“品质不降级、支出适度收缩”；②大众市场的“成本优先逻辑”：基础消费品的“平价替代”趋势持续强化，或进一步推动硬折扣模式扩张，包括临期食品、自有品牌快消品渠道（如零食量贩店、社区硬折扣店）等；同时也将利好具备供应链优势的国产科技消费品（如智能小家电、功能性服装等）。选股方面，建议关注估值较低且股息率具备吸引力的江南布衣（3306 HK）、基本面稳健且有望受惠于产品创新和运营效率提升使增长优于同业的波司登（3998 HK）、体育大年背景下业绩有望反转的李宁（2331 HK）等。

- **需求优先级固化：聚焦“让生活过得下去 + 稍微有点安慰”**

  居民消费支出收缩的同时，需求结构向“刚性生存需求”与“低成本情绪慰藉”聚焦，对应两大细分方向：**1）让生活过得下去：**刚性必需赛道的需求韧性。此类赛道是居民支出中“不可压缩”的核心载体，需求韧性显著，如米面粮油：刚需属性下终端库存周转保持平稳，区域龙头品牌凭借渠道下沉优势进一步收割市场份额；基础调味品：居家烹饪频次提升驱动酱油、醋、食用油等基础调味品需求稳定，小包装、高性价比产品的终端动销占比持续提升；包装水，作为食品饮料板块中单价最低、需求最刚性的品类之一，具备“消费降级下的防御性”，成为居民日常支出中“最后的体面，建议关注持续受益于果汁、功能饮料等品类的农夫山泉（9633 HK）及包装水市场份额降幅收窄且估值处于低位的华润饮料（2460 HK）；餐饮方面考虑外卖补贴与政策红利减少、消费降级进一步推动在家用餐需求，建议关注锅圈（2517 HK）等。**2）稍微有点安慰：**低成本情绪价值赛道。居民在压缩可选支出的同时，倾向于通过低客单价消费实现情绪纾解，包括但不限于：①年轻群体的压力排解：高性价比休闲零食、平价啤酒 / 预调鸡尾酒的终端动销增速优于行业平均，茶饮、咖啡等小额高频消费更具备韧性；建议关注高基数效应较弱、品类延伸支撑增长的瑞幸（LKNCY US）；②年轻群体的精神寄托：“陪伴型消费”热度延续，宠物食品/ 用品、平价潮玩玩具的需求具备韧性，此

类消费的“情感替代”属性显著；③中老年群体的刚性慰藉：基础保健品（维生素、益生菌）需求保持稳健，短途康养旅游成为替代长途出行的核心选项，兼具健康需求与情绪纾解属性。④ 同时，日常生活体验升级的低成本选择也包括平价国货美妆、香水香薰等香氛产品——通过实现外在形象提升或提升仪式感达到“悦己”角度的情绪满足。建议**关注**巨子生物（2367 HK）、颖通控股（6883 HK）等。

■ **出海：内需不确定性下的业绩对冲选项**

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

■ **推荐标的**

食品饮料方面，建议关注持续受益于果汁、功能饮料等品类的**农夫山泉（9633 HK，买入）**及包装水市场份额降幅收窄且估值处于低位的**华润饮料（2460 HK，买入）**；餐饮板块，建议关注高基数效应较弱、品类延伸支撑增长的**瑞幸（LKNCY US，买入）**，在家用餐需求支撑增长的**锅圈（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有望反转的**李宁（2331 HK，买入）**；美护板块，建议关注**巨子生物（2367 HK，买入）**、**颖通控股（6883 HK，买入）**等。

■ **风险提示**

经济环境恶化超预期、扩内需政策效果不及预期、地缘政治影响超预期、原材料价格波动、等。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728
| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751
| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ **未来 3 个月看法谨慎乐观**

12 月终端市场较平淡，传统车企去库存。受到以旧换新补贴暂停的影响，12 月汽车市场整体终端表现略显平淡。虽然考虑到 2026 年新能源购置税优惠将减半，市场预期年前或迎来提前抢购，但随着消费者对厂家补贴政策观望情绪的升温，提前抢购效应的强度略弱于预期，这可能也为 2026 年的汽车销量韧性预留了子弹。主要的新势力品牌，因采用直营模式，厂家披露的交付数据和零售销量接近，12 月仍呈现出双位数的环比增长，其中蔚来和理想环比增长 33%，小米环比增长约 17%，小鹏和极氪亦有个位数的环比增长。而传统车企的 12 月批发销量均有不同程度的环比下滑，12 月致力于降低终端库存，以待来年轻装上阵。

2026 年补贴政策公布，1 月有望平稳过渡。2025 年 12 月 30 日，商务部等 8 部门印发《2026 年汽车以旧换新补贴实施细则》，正式宣布汽车报废补贴和置换补贴将于 2026 年

继续实施，补贴金额的上限与 2025 年保持一致，但新增补贴金额与新车销售价格挂钩的要求（报废旧车购买新能源车和燃油车分别按车价 12%和 10%给予补贴，上限分别为 2 万元和 1.5 万元；置换补贴则分别按车价的 8%和 6%给予补贴，最高分别为 1.5 万和 1.3 万元），实质上低价车型的补贴额度有所降低。12 月下旬以来，市场上便有一些对 2026 年以旧换新政策的传闻，但投资情绪未有明显提振。政策正式宣布后，投资者的信心略有增强，但考虑到行业的竞争压力仍然存在，短期内又面临新年购置税优惠减半和春节及之后一段时间需求转淡的扰动，市场的投资情绪受到抑制。随着补贴政策靴子落地，厂家对新能源车购置税的兜底政策陆续出台，同时考虑到春节前的购车刚需，我们预计今年 1 月的终端销量将维持韧性，强于部分投资者的悲观预期。

图 9：重点车企于 1 月 1 日公布的 2025 年 12 月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	12 月销量（台）	同比%	环比%	2025 年销量（台）	累计同比%
比亚迪	414,784	-18.6%	-12.7%	4,545,423	6.9%
长城	38,922	-7.5%	-3.2%	404,447	26.1%
蔚来	48,135	54.6%	32.7%	326,028	46.9%
理想	44,246	-24.4%	33.3%	406,343	-18.8%
小鹏	37,508	2.2%	2.1%	429,445	125.9%
小米	54,000	109.2%	16.8%	415,625	201.6%
极氪	30,267	11.3%	4.9%	224,133	0.9%
吉利银河	100,694	45.0%	-24.1%	1,235,807	149.9%
零跑	60,423	42.1%	-14.1%	596,555	103.1%
广汽埃安	40,066	-14.5%	10.4%	338,346	-18.1%
东风岚图	15,954	31.5%	-20.2%	150,169	75.2%
长安深蓝	30,999	-15.3%	-6.2%	333,117	36.6%
阿维塔	10,470	-5.4%	-25.5%	128,141	74.1%
鸿蒙智行	89,611	140.1%	9.5%	596,632	38.5%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

2026 年汽车销量展望。尽管面临置换补贴退坡和新能源车购置税优惠减半，我们预计 2026 年中国乘用车零售销量同比有望基本持平，同时得益于出口的增长，批发量或同比增长 2.9%。相较于大部分投资者的预期，我们对中国汽车销售韧性的判断更为积极。在大量新车型推动下，我们预计 2026 年中国新能源乘用车的零售销量将同比增长 15.5%至 1,493 万台，市占率提升至 61.8%。新能源乘用车批发量预计同比增长 18.5%至 1,850 万台（市占率 59.2%），主要受益于中国新能源车出口量有望保持较高增长（同比增 40%），也将拉动海外新能源渗透率的提升。

2026 行业趋势研判：鏖战升级、PHEV 逆袭、电池涨价。考虑到 2026 年新车型发布数量或创历史新高，我们判断中国汽车行业竞争将更趋白热化。部分车企近年凭借激进定价策略获益，将推动更多同行跟进。中国消费者追求性价比的同时品牌忠诚度持续弱化。我们预计 2026 年中国品牌将继续扩大市占率，而外资品牌也将于明年推出更多本地化研发的新能源车型，而我们或从中看到一些更具竞争力的车型。鉴于储能电池需求前景改善带来的供需关系优化，我们预计 2026 年电池价格将上涨，或侵蚀车企利润空间。此外，伴随以旧换新补贴退坡、插混（PHEV）新车型加速推出及潜在电池涨价，我们预计插混车型有望在 2026 年重获增长动能。

投资策略。相较于部分投资者对行业销量放缓的担忧，我们更关注 2026 年中国汽车行业的竞争烈度与电池涨价风险。我们判断新能源车竞争将于 2026 年进入下半场，依据有三：1）新势力与传统车企的估值溢价或开始收窄；2）竞争维度将从造车延伸至 AI 领域（如

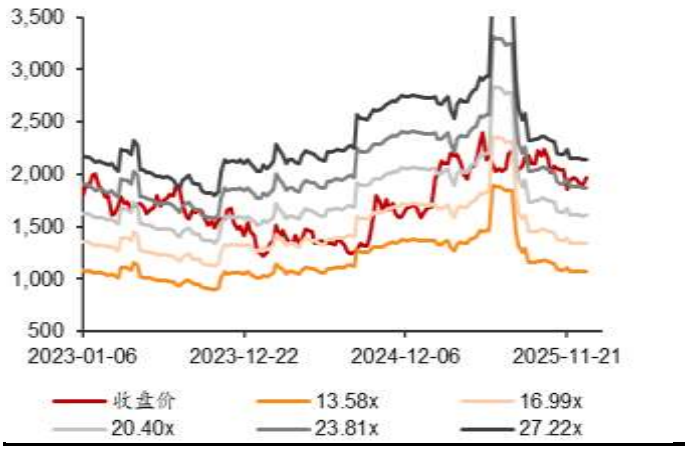
Robotaxi 和机器人）；3）外资品牌加速推出新能源车型，对中国市场理解加深。鉴于赢家格局尚未定型，2026 年区间交易和逆向投资或是优选策略。

■ **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。由于其新能源车型矩阵仍在不断完善，新车型或助力吉利 2026 年新能源销量持续增长。2025 下半年上市的高毛利车型放量叠加新能源出口加速，有望推升利润率。

电池板块关注新势力：**正力新能（3677 HK）**，公司刚于 2025 年 4 月实现港股 IPO，投资价值仍待市场挖掘。作为锂电新势力，正力已凭借轻历史包袱及卓越运营效率实现行业领先的毛利率。2026 年客户结构优化（广汽丰田/大众/上汽合作深化）将提振利润率，且可能受益于潜在电池涨价。

图 10：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 11：中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源：万得，招银国际环球市场

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

我们认为，近期行业回调，一方面是由于 2025 年底前的获利了结，但归根结底是市场在消化此前过高的估值和预期，特别是创新药板块。我们视此轮调整为医药行业估值与业绩的重新平衡，将给我们带来更多、更好的投资机会。我们认为，创新药出海趋势长期将延续，主要由于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。然而，相较于 2025 年创新药 BD 规模的爆发（首付款规模同比增长 53%），我们预期 2026 年 BD 规模将稳步增长。主要由于，1）中国创新药的发展仍在初步阶段，大部分具备全球创新竞争力的管线仍处于早期阶段，2）中国创新药企的现金流大幅改善，从

而减少了早期即出售资产海外权益的紧迫性，可以更加从容等待资产的数据成熟，以达成规模更大的交易。因此，2026 年，我们将更关注已出海产品的推进，例如临床试验的开展、数据的公布，将成为股价的核心催化。

■ **推荐标的**

推荐买入三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、药明合联（2268 HK）、中国生物制药（1177 HK）。

1）三生制药：辉瑞将快速推进 707（PD-1/VEGF）的全球临床，覆盖广阔的适应症以及联用方案。辉瑞已经启动了 707 的两项三期临床，适应症覆盖一线非小细胞肺癌、一线结直肠癌。辉瑞亦将探索 707 分别与 SV（IB6 ADC）、PDL1V（PD-L1 ADC）等 ADC 药物的联用方案。我们认为，随着 707 全球临床试验的广泛启动，该品种的全球价值将被逐步释放，从而驱动三生制药的业绩增长。此外，公司还布局了 705（PD-1/HER2 双抗）、706（PD-1/PD-L1 双抗）、SPGL008（B7-H3 抗体/IL-15 融合蛋白）与 SSS59（MUC17/CD3/CD28）等创新管线，期待新一波创新管线的数据发布。

2）固生堂：在医保资金监管趋严的大背景下，固生堂作为行业龙头，凭借极强的合规运营以及充沛的资金实力，将进一步加强网络覆盖、提升市场份额。2025 年，公司在国内的线下门店数量净新增 7 家，覆盖 21 个城市，进一步巩固其民营中医服务机构的龙头位置。此外，公司国际化快速发展，在新加坡构建起覆盖 16 家门店的服务网络，先后与新加坡 1doc、新加坡中国中医、新加坡仁合中医达成战略合作。未来有望在香港、马来西亚、韩国等地继续进行国际化扩张。我们认为，固生堂将受益于中医服务需求增长的大趋势，迅速扩张在国内以及东南亚市场的门店网络，实现长期的高增长。展望 2026 年，受益于低业绩基数，以及海外业务扩张，公司收入增速有望提升至 20%以上。公司大量回购股份，2025 年累计回购股份 4.9 亿港元。此外，公司派息比率约为 50%，预计 2025 全年的分红+派息合计金额约为 6.5 亿元人民币。

3）药明合联：公司是全球偶联药物（XDC）外包服务行业的领导者，将持续受益于全球 XDC 市场强劲的研发和生产需求。截至 1H25，公司有 19 个项目处于临床 III 期阶段，11 个项目处在 PPQ 阶段，后期和商业化项目将为未来几年收入的持续增长奠定坚实基础。为了支持持续增长的研发需求以及即将到来的商业化生产，药明合联预计从 2026 年到 2029 年将在 capex 上合计投入超过 70 亿元。截至 1H25，公司的在手订单达 13.29 亿美元，同比增长 58%，延续了 2023/24 年分别同比增长 82%/71%的强劲势头。基于强劲的需求，我们预计药明合联在 2025-27E 的收入 CAGR 将超过 37%，经调整净利润 CAGR 将超过 34%，是全球 CXO 行业内增速最快的公司，公司目前的 PEG 在全球 CXO 行业中处在低位，凸显公司估值的吸引力。

4）中国生物制药：公司有多个产品具备达成海外授权合作的潜力，例如 TQC3721 (PDE3/4)、罗伐昔替尼 (JAK/ROCK)、TQB2868 (PD-1/TGF-β 双抗) 、TQB2102 (HER2 双抗 ADC)、TQB3616 (CDK2/4/6)、TQA2225 (FGF21)、LM-108 (CCR8)、LM-168 (CTLA-4TME)。默沙东在 2025 年 7 月宣布以 100 亿美元收购 Verona Pharma，以获得全球首个获批的 PDE3/4 抑制剂恩司芬群，充分体现 PDE3/4 抑制剂巨大的市场潜力。作为全球开发进度第二的 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 已进入 III 期临床，具备重磅海外授权潜力。

■ **风险提示：**中美地缘政治风险等影响 CXO 和 Biotech 板块的经营；医保控费等监管政策对于国内经营环境产生负面影响；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

资本品

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

■ **工程机械: 土方机械增长将会持续; 非土方机械复苏趋势确定**

土方机械: 2025年11月份装载机销量（国内+出口）同比增长32%，我们估计这主要得益于矿业需求以及向电动化的持续转型（11月份电动机型占比25.7%）。挖掘机方面，11月份出口和国内销量分别同比增长19%和9%，增速均较10月份加快。持续强劲的数据印证了我们对土方机械前景的乐观预期。展望2026年，我们预计土方机械行业销售（国内+出口）将增长超过10%，主要驱动因素来自国内设备的更新换代周期、全球矿业资本支出的增长以及中国品牌在新兴市场的扩张。

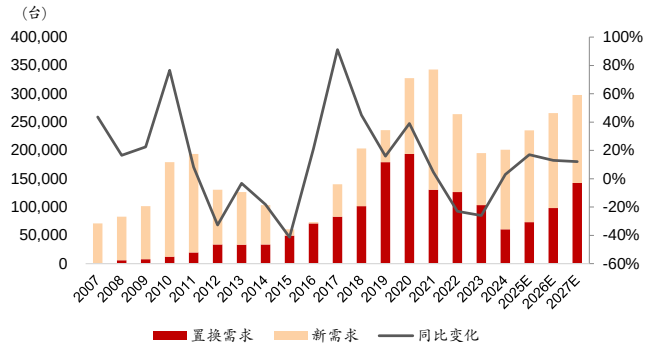
非土方机械: 国内汽车和履带起重机销量自2025年中以来不仅实现同比转正，更呈现强劲增长态势。我们认为这主要受以下因素驱动：（1）设备更换周期启动；（2）核电与风电等能源建设领域需求增长。我们预计2026年汽车起重机总销量（国内+出口）将实现同比增长10%。鉴于其更换周期刚刚启动（较土方机械滞后约一年），我们判断2026年之后更换需求还将进一步放量。

图 12: 2025 年 11 月份中国工程机械行业销量

	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
土方机械						
挖掘机	20,027	9,842	10,185	14%	9%	19%
轮式装载机	11,419	5,671	5,748	32%	29%	35%
其他机械						
汽车起重机	1,536	780	756	17%	26%	8%
履带起重机	329	109	220	66%	102%	53%
塔式起重机	320	160	160	-32%	-49%	3%
叉车	119,749	75,242	44,507	14%	24%	1%
高空作业平台	9,824	4,416	5,408	-22%	21%	-40%

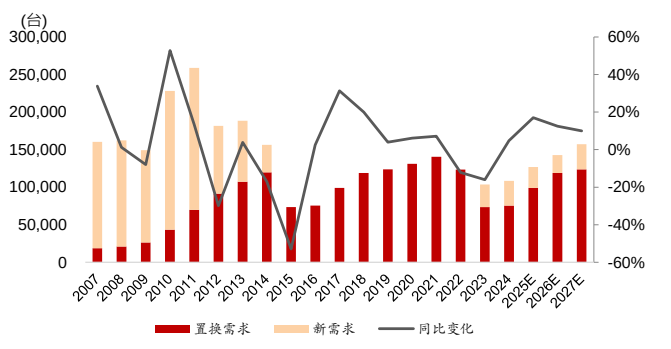
资料来源: 中国工程机械工业协会

图 13：招银国际环球市场挖掘机销量预测



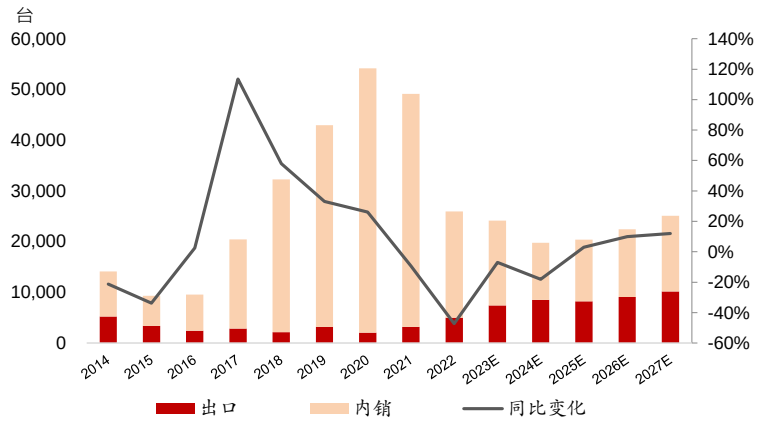
资料来源：CCMA，招银国际环球市场预测

图 14：招银国际环球市场轮式装载机销量预测



资料来源：CCMA，招银国际环球市场预测

图 15：招银国际环球市场汽车起重机销量预测



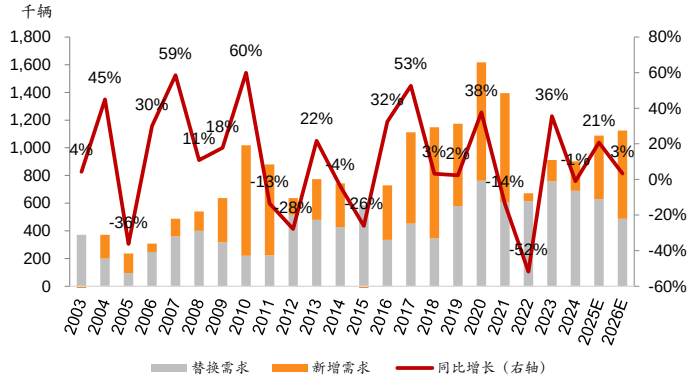
资料来源：CCMA，招银国际环球市场预测

■ 重卡 – 2026 年国四及以下货车以旧换新政策延续

2025年12月底，发改委和财政部发布关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知，继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车，优先支持更新为电动货车，补贴标准按照2025年《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》（交规划发〔2025〕17号）执行。

我们判断鉴于大量老旧重卡将被替换（2017至21 年间的销量创历史新高），叠加以旧换新政策延续，2026 年重卡需求将保持高位。

图 16：中国重卡批发销售量预测(国内+出口)



资料来源: Wind, 第一商用车, 招银国际环球市场预测

■ 重卡/工程机械选股建议

潍柴动力 (2338 HK/000338 CH，买入) - 我们预计 2026 年重卡行业需求增速将放缓至同比增长 3%（2025E 同比增速预计为 21%），主要由于 2025 年中以来的销售加速增长形成了较高基数。尽管如此，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势头。我们预计潍柴动力 2025/2026 年发动机总销量（全品类）将分别增长 8%/3%并实现利润率扩张，主要由于 2026 年重卡需求维持高位以及高毛利数据中心发动机贡献提升。

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 2026 年的增长领域。目前，中联重科的矿山设备（包括矿挖、矿卡和售后服务）收入占总收入的 6-7%，预计数年后这一比例将扩大至 15%。国内市场方面，我们认为起重机械正处于复苏初期，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。此外，公司已推出三款人形机器人（目前已在工厂执行任务），并正稳步推进量产进程。

三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入) - 我们维持对三一重工的乐观看法，主要由于挖掘机处于以更新换代推动的上升周期，加上公司在海外矿用挖掘机市场正在加快拓展，公司在 3Q25 财报会议中透露，目标将矿挖年销售额从 2025 年的 20 亿元提升至 2028 年的 60 亿元人民币；而非土方机械产品销售也在进一步改善。我们相信三一重工在港股融资后将更有利于海外扩张。

恒立液压 (601100 CH, 买入) – 我们预期恒立的收入在挖掘机油缸和泵阀拉动下增速将会加快，我们看好公司在海外产能扩张的增长机会，同时看好公司人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力，将成为中期重要的增长动力及估值重估因素。

■ **下行风险提示:**

(1) 国内非土方机械销量复苏力度低于预期;

(2) 出口增长意外放缓;

(3) 新能源重卡渗透加速对发动机形成技术风险。

保险

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

■中性乐观。监管引导资负联动再深化，分红险开门红延续高景气

2025 年保险股表现震荡上行，其中 H 股涨幅显著优于 A 股。恒生保险指数年内涨幅达 45.57%，保险 II (申万) 全年涨幅为 26.42%，推动保险成为 2025 年金融细分行业中表现最为突出的板块之一。

在 2025 年强劲的上涨行情后，市场关注的焦点逐步转至“此轮行情可否持续”。我们认为，保险将是中国产业结构转型中金融业内最具成长性的子板块，其资产端的 β 属性与负债端在储蓄需求驱动下的长期成长性，使其成为在经济复苏周期中不容忽视的配置方向，应重视保险行业在业绩增长和估值修复下有望实现“戴维斯”双击的配置价值。当前行业资产负债表逐步迈入良性扩张周期，有望带动板块估值修复伴随国内经济复苏进入强周期。2026 年是“十五五”规划实施的首年，建议关注总量政策的边际变化、监管政策的执行效力和个股负债结构的优化，对板块估值修复带来的上行催化。

寿险方面，预计 2026 年分红险转型加速将带动新单销售超预期。从需求端看，商业银行 5 年期大额存单产品停售和 3 年期存单投资门槛的提升，利好保险作为中长期理财工具承接居民的储蓄需求。近两年来权益市场交投活跃，带动险企总投资收益大幅回升，有助于险企提高分红险实现率，从而增强分红险产品的销售吸引力。从供给端看，更高保障型分红险产品的推出，如分红型重疾险等将进一步适配客需多样化，并利好新业务价值率进一步提升。前三季度人保寿险/平安寿险/国寿/太保寿险可比口径下 NBV 增长 76.6%/46.2%/41.8%/31.2%，新华前三季度 NBV 同比增长 50.8%（不重述口径）。从负债端看，预定利率下调对新单销售的短期影响或逐步消减，11 月寿险保费增速已边际改善，预计个险和银保开门红新单销售有望实现双位数增长。分红险新单占比提升利好险企刚性成本下降，预计 2026 年上市险企的新增负债成本将逐步降至 2%以下，存量负债成本持续优化，为利差企稳留出空间。从资产端看，2025 年底国债利率企稳 1.8%以上，预计 2026 年大幅下行空间有限，支撑险企净投资收益率企稳向上。权益投资方面，截至三季度末，上市险企总权益资产占比已接近监管上限，短期内大幅加仓比例有限，或重点围绕配置结构的优化。年初“春季躁动”行情带动市场交投活跃并提升风险偏好，预计上半年权益投资低基数将驱动险企投资收益延续增长。

财险年内保费增速逐月放缓，26 年有望受益于非车 COR 大幅改善。三季度头部财险公司保费收入增速排序为：平安(+6.9%)>人保(+3.1%)>太保(-1.7%)，车险保费增速维持 3%左右。非车保费增速较去年同期放缓，三季度各家非车保费增速排序为平安(+15.6%)>人保

(+3.7%)>太保(-7.4%)；其中，人保非车险保费增长主要受意健险拉动；太保主要受主动调整业务结构的影响。三季度 COR 同比改善主要受益于大灾赔付金额下降，同时中国财险严控费率，促进业务提质增效。前三季度各家 COR 排序分别为中国财险(96.1%)、平安(97.0%)、太保(97.6%)，同比分别改善 2.1/0.8/1.0 个百分点。我们持续看好非车险"报行合一"对行业承保综合成本率的优化效应，10 月因自然灾害导致的直接经济损失金额较快增长，或将导致 2025 年四季度行业赔付率上行。截至 2 月 1 日，三大类非车高赔损类业务将完成新产品备案，预计费用压降对非车 COR 改善的效应将在 1Q26 得以实现。

投资层面，哑铃型配置仍将是行业资产配置的主要结构。三季度权益市场上行，驱动行业总投资/综合投资收益率增长。3Q25 多家险企加仓权益，并以 TPL 股票资产投资为主，如国寿前三季度加仓公开市场权益资产达 3,800 亿元，其中三季度加仓 2,300 亿元，带动前三季度总投资收益同比增长 41%至 3,686 亿元，其中三季度同比增长 73%至 2,411 亿元。从资产负债表中金融资产持有规模的变动观察，3Q25 国寿、平安、太保、新华、人保 5 家险企 3Q25 增配 TPL 资产规模达 6,752 亿元，是 1H25 增长规模的 2 倍，预计增长以增配 TPL 股票以及股票和基金的市值提升共同驱动，并冲抵 TPL 债券公允价值下跌的影响。三季度 OCI 债券投资规模小幅下降，或受利率上行导致债券资产公允价值下跌的影响。回顾 2025 全年，伴随中长期资金入市，我们预计上市险企保险资金投资组合中权益资产配置的规模及占比均有较大幅提升，其中，TPL 股票配置比例有望站上历史新高。

关注春季躁动行情和总量政策边际变化的影响，我们预计分红险转型将驱动开门红销售增长超预期，推动 NBV 在量价齐升的趋势下维持较高增速。当前板块交易于 0.2-0.6 倍 FY26E P/EV 和 0.6-1.3 倍 FY26E P/B，估值上修具备空间。重申板块"优于大市"评级，推荐买入 1）集团营运利润持续改善、寿险质态向好且资管减值拖累逐步减轻的中国平安(2318 HK，买入，目标价：75 港元)；2）盈利高弹性、资负匹配完善且投资结构优化的中国人寿 (2628 HK, 买入，目标价：31 港元)；3）COR 持续压降并有望率先受益于非车险报行合一的财险龙头中国财险 (2328 HK，买入，目标价：23.6 港元)，和 4) 深化中国增长战略及美元弱周期下股价表现有望超预期的区域性龙头友邦保险 (1299 HK，买入，目标价：89 港元)。

■ **风险提示**

监管政策不确定性；权益市场极端波动；长债收益率超预期下行；一季度开门红新单销售不及预期，代理人规模超预期下滑；国内新车销量大幅回落，新能源车险 COR 大幅提升；自然灾害加剧等。

房地产和物管

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

■ **乐观**

政策方面，12 月 24 日北京出台涉房政策宽松措施，或启动新一轮一线城市政策放松周期，我们预计上海可能率先跟进，在限购与贷款政策上向北京靠拢。此次北京放松力度较 2025 年 8-9 月更小，但 11-12 月销售表现疲软导致市场对基本面修复幅度预期更低，同时对宽松政策的期待度更高，这将使板块表现较 8-9 月更具弹性。

销售方面，我们预计2026 年一二手综合销售额再跌 8% 至 13.55 万亿元，其中新房销售额降幅收窄至 6% 达 7.09 万亿元（销售面积 - 5%/ 均价 - 1%），主要基于开发商拿地强度增

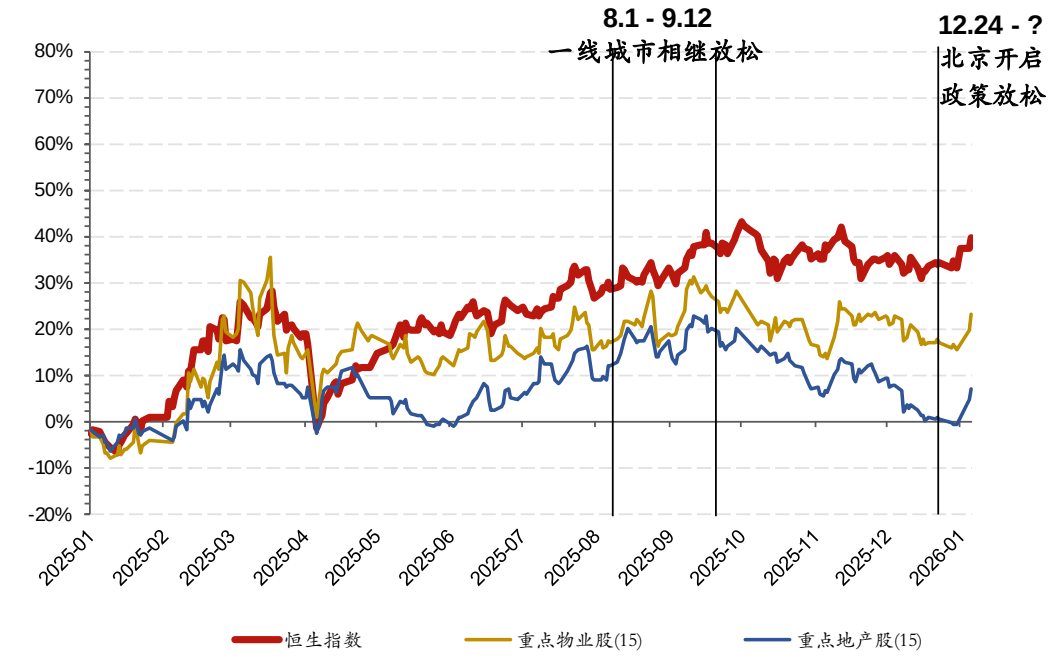
加、一季度宽松政策出台及收储推进等假设；二手房销售额转跌 11% 至 6.46 万亿元（销售面积 + 5%/ 均价 - 15%），主要受一线城市次新房供应放量、银行批量处置涉房资产等供给端压力拖累（详情见展望报告）

板块表现方面，自 12 月 24 日北京放松至 2026 年 1 月 6 日，重点地产股上涨 6.5%，重点物业股上涨 6.2%（恒生指数 + 5.3%），其中贝壳（BEKE US）、金茂服务（816 HK）表现突出，分别上涨 11.5%、8.3%。短期维度，考虑到板块已进入政策博弈期，叠加当前为小阳春行情提前布局的窗口期，我们建议投资人积极布局优质标的。长期维度，板块估值仍处于修复当中。

■ 推荐标的

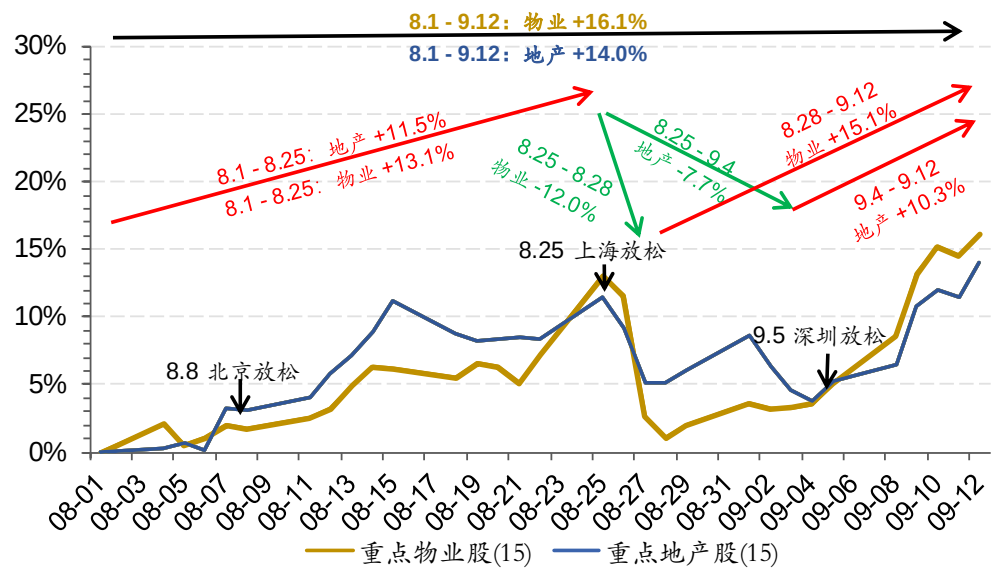
选股方面，我们建议：1）关注商业运营能力较强的标的如华润置地（1109 HK）等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2）关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头贝壳（BEKE US）将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会，在集中度提升中凸显份额收割效应；随着存量市场主导地位强化，物业服务商凭借收费面积永续、现金流稳定的逆周期防御属性迎来价值重估建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、滨江服务(3316 HK) 等； 3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。 4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

图 17: 板块重点标的股价走势



资料来源：万得，招银国际环球市场 （截至 2026 年 1 月 6 日）

图 18：回顾 2025 年 8-9 月一线城市放松期间板块重点标的股价走势



资料来源：万得，招银国际环球市场 （截至 2025 年 9 月 12 日）

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之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

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

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话: (852) 3900 0888** **传真: (852) 3900 0800**

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

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责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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个人。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篇制的报告。 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。