

策略观点

政策温和宽松

■ **宏观：**下半年，国内政策将转向温和支持，海外可能逐步消化过度定价的联储加息预期，整体政策环境将更为改善。中国经济加速放缓，强劲的 AI 产业相关出口和制造业无法弥补内生经济的明显走弱，居民消费、信贷需求和固定资产投资延续低迷，房地产销量继续探底。预计下半年财政发力将是主要边际变化，货币政策可能延续结构性支持。人民币兑美元将保持在 6.75 左右震荡。得益于盈利回升、政策支持力度加大以及美联储流动性紧缩压力缓解，港股在 2026 年下半年表现或将好转，继续看好港股信息科技、电信和原材料板块。美国经济在下半年可能温和放缓，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。市场可能过度计价全年加息可能，就业市场并未过热，能源价格已阶段性见顶，核心通胀有望温和回落。年内触发联储加息/降息门槛仍较高，我们认为年内政策利率将维持不变，但联储会保持鹰派沟通收紧金融条件，以实现部分加息效果。十年国债利率可能降至年底的 4.3% 左右。AI 板块的抛售潮可能已接近尾声，二季度云厂商收入和资本开支预期延续上调，韩股剧烈去杠杆可能已过最猛烈阶段。看好受盈利动能驱动的半导体硬件和 AI 云服务科技板块，以及具备防御性并对冲通胀风险的医疗保健和原材料板块。

■ **互联网：**回顾 7 月，AI 叙事短期产生变化，市场更加关注 AI 投入的 ROI 以及可持续性，资金由交易集中的 AI 硬件板块向估值较低的中国互联网等板块流动推动估值修复（7 月 SOX 指数下跌 21% vs KWEB 上涨 16%）。展望未来，我们认为中国互联网板块当前估值或仍有修复空间（目前一年远期 PE 处于 5 年均值的 31% 分位），但进一步修复的可持续性或依赖于基本面的改善，而 8 月即将迎来互联网板块的业绩验证期，我们推荐：1) 基本面受益于竞争格局改善而持续改善、2Q26 业绩及展望有望超预期的美团 (3690 HK)；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快的阿里巴巴 (BABA US)；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 (700 HK)、网易 (NTES US)。

■ **软件及 IT 服务：**回顾 7 月，板块资金轮动、云厂商业绩好于预期，叠加业绩中展现出相关资本开支效率持续优化的趋势，带动云和软件行业估值修复。展望而言，2027-28 年，龙头厂商云营收的同比增速均有望超过资本开支的同比增速，从而使得投资的 ROI 进一步清晰化，在开源模型性价比持续提升的背景下，具备“为合适的工作提供合适的模型”的能力、底层基础设施资产具备很强的可互换性的龙头云厂商或将进一步受益。我们看好强劲的 AI 算力需求将支撑云厂商的基本面，收入增速及利润率有望持续改善，从而进一步印证 AI 投入的 ROI。综合考虑估值与基本面表现，我们推荐美国头部云厂商微软 (MSFT US)、亚马逊 (AMZN US)、谷歌 (GOOG US)。

■ **半导体：**谨慎乐观，把握剧烈调整后的反弹窗口。7 月全球半导体板块经历了一轮近年来罕见的剧烈调整：美股标普 500 半导体行业指数自 6 月高点回撤约 14%、7 月自阶段性高点下跌约 9.5%，前瞻 P/E 由约 21 倍回落至约 17.5 倍；更聚焦纯半导体个股的 SOXX 半导体行业 ETF（追踪费城半导体指数）同期自 6 月高点回撤约 21%、一度进入技术性熊市，而同期标普 500 指数仅小幅波动；A 股方面，申万半导体行业指数 7 月下跌约 32%、科创 50 下跌约 22%，跌幅远超沪深 300（约-7%）。我们认为，本轮调整的主因是交易层面的去杠杆与拥挤持仓的一次集中出清，而非产业基本面出现实质性的恶化：海外四大云厂商最新财报资本开支符合或略超市场预期，海力士、三星、铠侠等存储龙头业绩仍创出历史新高且符合下修后的预期。随着去杠杆导致的被动抛压在 7 月末趋于尾声（7 月最后一个交易日韩国 KOSPI 指数及主要半导体个股已现大幅反弹），叠加强劲基本面与预期的回温，半导体板块有望在剧烈调整后找到新的均衡位置并开启反弹。配置上建议三条

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

姜文静, CFA

梁晓钧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

马毓泽

冯键嵘, CFA

线索：一是布局前期深跌、基本面扎实的龙头个股的反弹；二是沿新产业趋势布局未来起量的细分板块，如英伟达 Rubin 量产带来的高电压需求，布局功率半导体与碳化硅（SiC）产业链；三是提前关注周期触底、且有望受新 AI 硬件拉动的消费电子半导体链条。整体而言，我们维持对半导体板块的中期乐观看法，短期则视去杠杆进程与财报兑现节奏，把握板块从深跌到新均衡的反弹机会。

推荐买入：北方华创（002371 CH，买入）、中芯国际（981 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）、英诺赛科（2577 HK，买入）、豪威集团（603501 CH，买入）。

- **消费：**乐观。7 月消费板块随港股整体修复回升，恒生消费指数当月上涨 10.3%，跑输恒生综合指数的 13.1%。板块内部略有分化：可选消费弹性更大，必需消费稳健跟涨——截止 7 月 31 日，日常消费涨约 12.1%，可选消费月内涨约 14.3% 主要受汽车、互联网等大市值标的拉动；月内社服、商贸零售、餐饮及新消费个股多次领涨，资金自前期高拥挤科技方向阶段性回流至低估值泛内需。基本面看，6 月社零同比由负转正至 +1.0%（商品零售 +0.9%、餐饮 +1.2%），上半年累计 +1.3%，反映季末支出与促消费政策形成边际支撑，但家电等耐用品仍受去年补贴高基数压制，修复节奏依旧温和。政策端再出重磅信号：国务院批复首份消费专项五年规划《扩大消费“十五五”规划》，锚定 2030 年社零约 60 万亿元，并突出服务消费提质、商品消费扩容、AI+ 消费与首发经济等方向。展望 8 月，市场进入中报业绩兑现阶段，我们倾向于优先配置业绩能见度、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）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：**7 月新能源车销量同比延续修复、出口高景气不改。比亚迪 7 月批发销量同比增长重回 20% 以上，可以看作行业复苏的风向标；极氪销量同比翻倍、零跑连续第二个月站稳 10 万台，规模效应正把销量优势转化为盈利拐点。8 月进入港股中报季，我们预计 2Q 业绩延续分化，吉利、比亚迪、零跑、蔚来有望超预期，小鹏、理想净亏损均较一季度环比收窄，头部新势力迈向减亏拐点。我们判断上半年为本轮周期底部，下半年在高基数消退、旺季放量、新车效应与出口高景气支撑下有望环比显著修复，全年行业总批发销量预计同比 +2.2%、出口同比 +74.8%。政策刺激为被低估的潜在催化。板块处于情绪低点而基本面逐季改善，建议逢低布局，整车板块首选吉利汽车（175 HK），汽车零部件板块首选地平线机器人（9660 HK）。

- **医药：**我们认为，中国创新药以及 CXO 行业的基本面强劲，将驱动医药行业的估值持续修复。创新药出海 BD 交易规模快速增长，据医药魔方统计，年初至今（2026 年 7 月 20 日）中国创新药 License-out 出海交易总金额达 1,099 亿美元，交易数量 140 项，其中首付款金额 59 亿美元，交易总金额已达 2025 年全年的 79%，首付款已达 2025 年全年的 82%。且今年以来，MNC 与中国头部创新药企达成多个针对多个早期管线的大额 BD 合作。我们认为，MNC 充分认识到中国创新药企在早期研发的高效与高质，因此通过达成多项早期管线的合作以锁定研发资源。与此同时，MNC 在中国寻找后期潜力管线的热情也将持续高涨。此外，CXO 也迎来需求景气度上升周期，我们看好生产端放量机遇。药明生物等 CXO 企业在今年实现了一定程

度的提价，体现了全球 CXO 需求景气度上行。我们预期提价对于业绩的影响将主要在明年开始体现。

推荐买入**药明康德 (603259 CH)**、**药明生物 (2269 HK)**、**映恩生物 (9606 HK)**、**三生制药 (1530 HK)**、**信达生物 (1801 HK)**。

- **房地产和物管：**乐观。7 月房地产销售呈现“淡季环比回落、一二手持续分化”的特征。二手房方面，据冰山大数据，7 月 20 城二手房实时成交量单月环比-5.4%，同比 +8.9%（6 月约+9.7%），延续正增但绝对值处于淡季区间；分城看，北京、上海、广州、深圳同比分别约+10%、+3.8%、+0.6%、+10%，核心城市韧性分化。新房方面，传统淡季叠加高温与上月冲量高基数，重点 16 城网签量环比-26%，同比+14%，深圳、上海、北京、广州同比分别+49%、+16%、+8.1%、+0.3%，结构性亮点在于一线及部分优质项目，“好房子”与核心地段供给仍支撑局部成交。价格端延续“新房结构性微涨、二手小幅调整”：7 月百城新建住宅均价环比约+0.26%，二手住宅均价环比约-0.44%；一线二手价格内部分化，上海等核心城市仍显相对坚挺。板块表现方面，7 月港股整体修复，恒生指数当月上涨约 13.1%；地产链自 6 月大幅调整后跟随反弹，港股通内房相关指数约+10.4%，物管相关指数约+14.3%，弹性弱于或接近大市但显著修复 6 月跌幅。政策端定调明确：7 月 30 日政治局会议重申“稳定房地产市场”，并将地产置于“筑牢安全屏障”框架；7 月 31 日国常会审议通过公积金条例修改相关草案，强调拓宽提取使用范围、扩大制度覆盖、更好满足多样化住房消费。土地市场继续“缩量提质”，上海、北京等核心地块多宗高溢价成交，头部房企补货向一线及强二线优质区位集中。

展望 8 月，短期仍处传统淡季与中报业绩窗口，量价或维持震荡筑底、城市与项目分化加深；我们建议继续关注成交套均价、套均面积及核心城市去化，以判断需求能否由刚需进一步向改善传导。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**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地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

- **保险：**7 月保险股筑底反弹，看好板块估值修复。中报业绩或印证权益反弹驱动盈利回升，负债端新业务价值 (NBV) 增速或有效放缓。我们维持对 2026 年行业负债端量价改善，NBV 在产品和渠道结构调整下延续双位数正增长的预期；3Q26 保险板块有望在低估值、基本面稳健的背景下随本轮市场风格切换走出修复行情，短期保险股或将成为资金承接不确定性的配置选项，建议关注板块长期估值修复机会。7 月中万保险指数 (801194. SI) 较月初上行 13.8%，Wind 香港保险指数 (887185. WI) 较月初上涨 13.1%，带动全年收益由负转正；同期，沪深 300 指数下跌 7.9%，主要受市场风格切换的影响。人身险方面，预计 3Q26 负债端 NBV 或面临去年同期高基数而阶段性承压，上市险企持续优化中期分红策略或将稳定股东回报预期。渠道和产品方面，普通型人身险预定利率研究值连续第二个季度回升至 1.94%，人身险产品定价利率或已筑底。财险方面，车险保费增速放缓，但新能源商业车险维持高增长，1H26 新能源商业车险签单保费收入约 784 亿元，同比+18.5%，成为驱动车险保费增长的核心引擎。车险综合成本率有望维持费用率压降抵赔付率上行趋势，整体有望小幅改善。非车险综合成本率降幅有望随新产品备案落地更为显著。资产配置方面，头部险企集体发声看好中国资本市场，将发挥保险资金“耐心资本”优势，加大权益资产配置，聚焦先进制造、科技创新、新质生产力等领域，预计年内 OCI 权益占比将进一步提升。资产负债共振利好板块估值向上。当前板块估值位于过去 5 年历史低分位，看好板块在资金低配及基本面稳健下的修复机会。维持“优于大市”评级。

推荐买入中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 86 港元)、中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 34 港元)、友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元)。

- **资本品: AIDC 电力设备:** 6 月我们在伦敦与 Ceres Power (CWR LN) 的会面, 强化了我们对于固体氧化物燃料电池 (SOFC) 作为满足 AIDC 电力需求可行解决方案的信心 ([报告链接](#)), 我们看好潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入) 2027 年 SOFC 放量潜力 ([报告链接](#))。重卡: 7 月重卡行业销量同比上升 8% 至 9.2 万辆, 增速较过去数月有所放缓, 但主要是由于 7 月 14 日起重卡新车强制安装自动紧急煞车系统 (AEBS) 的法规要求导致销量推前至 5-6 月份。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, 看好重卡出口增长强劲的中国重汽 (3808 HK, 买入)。关键零部件: 美国联邦通信委员会 (FCC) 于 7 月 28 日发布声明称, 出于国家安全方面的考虑, 将禁止在美销售非美国制造的先进移动机器人 (包括人形机器人和四足机器人) 以及逆变器 (除非获得豁免)。我们认为, 恒立液压 (601100 CH, 买入) 作为绑定美国主要人形机器人制造商的丝杠供应商, 加上大部分丝杠产能已分配给该美国机器人制造商, 恒立受此禁令的影响微乎其微, 甚至有机会受惠于美国客户的竞争优势扩大 ([报告链接](#))。工程机械 2Q26 业绩前瞻: 在工程机械总体销售强劲的推动下, 我们预测三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入) /中联重科 (1157 HK/ 000157 CH, 买入) 2Q26 净利润将分别同比增长 40%/30% (剔除汇率变动影响) ([报告链接](#))。至于三一国际 (631 HK, 买入), 我们预计 2Q26 净利润将出现温和下滑 (同比下降 10%), 但降幅较 1Q26 的 -20% 有所改善 ([报告链接](#))。总体而言, 考虑到人民币在 2Q26 对主要货币持续升值 (对美元同比升值 6%; 对欧元同比升值 4%), 我们预计大多数工程机械公司将会录得汇兑损失, 具体损失规模取决于其各区域的销售构成及套期保值策略。

图 1: 行业荐股

公司名称	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) 1FY	2FY	市净率(倍) 1FY	ROE(%) 1FY	股息率 1FY
美团	3690 HK	互联网	买入	92.20	138.00	50%	N/A	18.0	N/A	N/A	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	128.53	220.10	71%	20.3	13.0	1.3	6.7	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	479.20	735.00	53%	13.8	12.9	2.7	19.1	1.1%
网易	NTES US	互联网	买入	128.11	155.00	21%	13.1	12.0	N/A	22.4	0.0%
微软	MSFT US	软件 & IT 服务	买入	487.46	634.20	30%	24.5	21.2	N/A	30.1	0.0%
亚马逊	AMZN US	软件 & IT 服务	买入	272.65	301.0	10%	N/A	N/A	N/A	20.5	0.0%
谷歌	GOOG US	软件 & IT 服务	买入	360.13	428.00	19%	24.5	24.8	N/A	79.0	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	742.50	540.00	N/A	69.3	48.5	N/A	18.7	0.1%
中芯国际	981 HK	半导体	买入	65.35	110.00	68%	59.1	43.6	3.0	5.3	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	955.00	1080.00	13%	37.8	24.7	N/A	66.1	0.3%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	353.99	288.00	N/A	46.8	34.5	N/A	27.0	0.0%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	127.25	90.00	N/A	49.3	35.2	N/A	21.6	1.7%
天数智芯	9903 HK	半导体	买入	450.00	878.00	95%	N/A	132.6	N/A	N/A	0.0%
英诺赛科	2577 HK	半导体	买入	42.74	75.00	75%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	89.65	136.00	52%	21.6	16.0	N/A	16.4	0.0%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	42.46	60.88	43%	23.3	21.1	9.0	41.3	3.0%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	7.68	11.09	44%	13.5	11.2	1.1	10.5	0.0%
瑞幸	LKNCY US	消费	买入	36.69	54.68	49%	124.4	106.3	4.1	26.0	0.0%
锅圈	2517 HK	消费	买入	1.97	4.80	144%	8.9	7.0	1.3	16.1	9.5%
江南布衣	3306 HK	消费	买入	20.24	23.30	15%	9.8	9.1	3.4	36.7	0.0%
波司登	3998 HK	消费	买入	4.84	5.55	15%	10.2	9.3	2.8	29.1	9.4%
李宁	2331 HK	消费	买入	14.71	23.02	56%	11.1	9.8	1.1	9.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.56	27.00	45%	8.1	6.9	1.6	21.3	4.3%
地平线机器人	9660 HK	汽车	买入	5.15	7.80	51%	N/A	N/A	2.7	3.5	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	142.70	170.00	19%	17.5	15.6	4.5	26.2	1.7%
药明生物	2269 HK	医药	买入	41.38	39.00	N/A	22.0	18.7	2.5	9.1	0.0%
映恩生物	9606 HK	医药	买入	182.60	383.47	110%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	17.18	34.87	103%	19.7	23.1	1.2	6.8	1.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	90.95	113.86	25%	64.1	39.7	6.1	9.6	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	32.86	45.10	37%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	16.89	24.00	42%	16.7	13.6	N/A	8.3	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	39.34	53.58	36%	17.4	16.0	4.8	28.3	5.7%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.10	32.06	39%	8.7	8.1	3.0	36.2	9.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.25	6.55	54%	21.5	24.4	N/A	12.6	6.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.30	86.00	50%	6.0	5.5	0.8	13.8	5.9%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	29.04	34.00	17%	5.3	4.9	1.0	20.7	3.6%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	73.15	112.00	53%	12.0	10.9	2.1	17.9	3.0%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	34.34	45.10	31%	17.8	15.1	2.5	14.8	3.1%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	29.38	40.2	37%	19.1	18.0	2.5	13.7	0.0%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	105.10	125.0	19%	40.4	33.6	7.2	18.9	1.1%
三一国际	631 HK	资本品	买入	7.57	17.1	126%	8.8	6.3	1.5	17.3	7.2%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	7.35	9.1	24%	9.9	8.9	0.9	9.0	6.8%
中联重科	000157 CH	资本品	买入	7.27	11.8	62%	11.2	10.0	1.1	8.5	0.0%
三一重工	6031 HK	资本品	买入	20.68	29.5	43%	N/A	N/A	1.7	N/A	0.0%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	19.76	27.00	37%	17.6	15.6	1.9	10.8	2.8%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	41.90	46.00	10%	12.3	11.1	N/A	17.2	3.3%

资料来源：彭博，招银国际环球市场。数据截至 2026 年 8 月 6 日下午 17:30

宏观经济

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

中国

宏观经济

经济明显放缓，出口与 AI 制造业景气无法弥补消费、投资和信贷等内需疲软。高频经济活动指数从 6 月的 1.52 降至 7 月的 1.36。进出口活动保持强劲，港口集装箱吞吐量 7 月同比增速从 6 月的 5.2% 降至 -1.1%，但由于出口单位价格受电子器件推升，预计整体出口仍将保持正增长。韩国与越南 7 月出口额延续大幅增长，主要受电子产品和 AI 硬件等提振，预示中国出口也将延续景气。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。7 月制造业与非制造业 PMI 分别下跌 1.1 和 1.2 个百分点至 49.2% 和 49%，今年 2 月以来首次双双跌破荣枯线，经济景气度明显放缓。需求不振是主要拖累，制造业 PMI 新订单指数大幅降至 48.5%，跌幅远超生产指数。行业上分化显著，高新技术和装备制造业保持扩张，但消费品和高能耗行业景气度明显回落。消费仍较疲软，乘用车销量在 7 月同比跌幅在 19.3% 左右，家电和家具等其他大品类消费增速自 3 月以来开始加速收缩。工业企业盈利延续改善，前 6 月利润增速保持在 18.7% 的高增速，但单月增速放缓至 15.1%。结构性分化加剧，上游采矿同比增长 33.5%，同时制造业行业利润高度集中在 AI 硬件相关的计算机&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、汽车和黑色金属冶炼等仍在大幅下跌。展望下半年，经济增速可能从上半年的 4.7% 小幅降至 4.6%，更温和支持的政策立场将持续托底，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。固定资产投资因财政支出进度的加快触底回升，但居民消费因前期以旧换新透支需求和可支配收入增速下降而延续低迷。

大宗商品价格和下游需求拖累再通胀进程。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%。6 月 PPI 环比增速一年来首次跌入负区间 -0.3%，主要是因石油和下游的化工制造和化纤等板块价格大幅下跌，有色和非金属矿物等价格也有所下降。下游消费品价格仍环比加速下跌 0.3%，反映终端需求仍偏弱。6 月 CPI 同比增速放缓至 1%，但环比增速进一步下跌 0.3%，能源和金价是主要原因。食品和汽车&家电等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。由于下游需求仍偏弱，同时近期石油等国际大宗商品价格冲高回落，PPI 环比增速可能保持低迷，工业企业利润和整体经济通缩可能再次承压。

房地产市场仍在筑底。新房销量跌幅缩窄，全国 30 重点城市 7 月销量同比增速从 6 月的 -4.9% 升至 -2.6%，其中一线和二线城市同比增速回升至 12.8% 和 -2.6%，三线城市跌幅则扩大至 -17.2%。整体较 2018-2019 年同期销量的恢复率降至除春节外历史新低，从 5 月的 46.6% 降至 7 月的 35.1%。二手房销量同步放缓，7 月 12 个代表性城市二手房销量同比增速从 6 月的 12.8% 放缓至 8.9%，较 2019 年同期恢复率从 112.9% 降至 103.4%；房价延续下跌，6 月全国新房环比下跌 0.2%，二手房环比下跌 0.3%，其中一线城市环比分别反弹 0.1% 和 0.3%，升幅有所收窄。全国 7 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 7 月新房库存去化周期仍在 21.4 个月的历史高位，其中一线城市 11.5 个月，二线城市 41.1 个月。全国二手房挂牌量 7 月小幅增加 0.3%，库存压力有所积累；6 月全国家庭新增中长期贷款同比下跌近 53%，显示居民住房需求仍然疲软。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等大品类商品消费仍有拖累。7 月政治局会议对房地产市场的表述显示短期内房地产市场政策可能保持温和，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

7 月召开的中央政治局会议释放出 2026 年下半年政策立场将略趋宽松的信号，决策层明确承认经济面临的困难日益加剧，并在近期首次强调加强逆周期调节。财政支出步伐将加快，可能从 2026 年上半年的事实性紧缩转向下半年的扩张性立场。促消费政策仍侧重于供给侧和服务业，而对需求侧的支持仍然有限。房地产领域的支持力度预计将保持温和。科技领域依然是政策重中之重，预计决策层将继续向 AI 和先进制造业倾斜财政资源。决策层高度关注资本市场稳定，可能意味着下半年市场波动加大期间，国家队稳市场操作可能会更加积极。重提“规范平台经济”暗示 2026 年下半年可能出台更多针对性监管措施，但我们认为这并不意味着监管周期将全面重启。

货币政策延续结构性支持和流动性宽裕。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四季度左右。由于近期价格水平持续回升，同时大型商业银行净息差进一步下降，央行降息降准的紧迫性有所降低。央行二季度例会继续明确适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度。货币政策表述中“增强前瞻性、灵活性、针对性”为下半年政策工具运用留出空间。我们预计央行会更加突出精准施策和结构优化，政策重心转向提高传导效率和资金使用效率，同时继续为适度宽松的货币环境提供充裕流动性。未来货币政策总体取向可能从“总量宽松”转向“结构优化&精准赋能”，具体措施包括服务消费、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。

财政政策陷入实际性紧缩，预计下半年将改善。全国一般公共预算收入同比累计增长从前 5 月的 4% 增至前 6 月 4.7%，快于全年 2.2% 的增速目标。一般公共预算支出累计增长从 0.8% 反弹至 1.5%，仍落后于全年 4.4% 目标。全国政府性基金收入同比累计下跌从 -19.2% 降至 -21.6%，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 -4.3% 大幅下降至 -16.4%，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，6 月政府债发行量同比减少 9.8%，但净融资同比下跌 43.1%，到期偿还规模大幅攀升导致大量借新还旧债务无法形成新增财政支持。展望未来，财政仍有空间适时加力。一方面，政治局会议指出将加快下半年的财政支出进度，财政对实体经济的支持有望改善。另一方面，财政空间仍然充足。至 6 月份全年 13.9 万亿债券额度仅使用约 46%，慢于去年同期的 55%，仍有约 7.5 万亿待发行使用。地方政府债务往年结存限额也有近 1.1 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 7 月月度均值环比小幅下移，波动区间收窄，央行恢复净投放合计约 8000 亿元。预计未来将延续窄幅震荡格局，下半年政策基调将保持适度宽松和精准有效，央行将保持流动性合理充裕。另一方面，信贷需求整体偏弱，资金面缺乏明显收紧压力。

国债收益率可能震荡下行，预计 10 年国债收益率从目前 1.7% 降至年底的 1.6% 左右。7 月国债收益率在 1.70-1.74% 波动，与 6 月基本持平，核心影响来自资金面的稳定宽松和机构配置需求提供安全垫。预计在 PPI 于 6 月见顶回落和经济基本面弱修复的背景下，利率将

震盪下行。同時新版業務考核壓力下，債券配置思路可能向長端傾斜，提升長債需求。由於經濟內生動能持續減弱，我們認為央行年內仍有降息可能，國債利率將下行，整體收益率曲線可能牛抖。

預計美元/人民幣匯率可能從目前 6.75 左右寬幅震盪至年底。人民幣近期走強的主要支撐因素來自中國出口和結匯意願較強，油價回落推動美聯儲加息預期降溫和中美關係的階段性緩和。但央行使用順周期調控工具、美國長端利率高企和中國經濟基本面弱修復等因素意味著人民幣升值空間將有限。

預計恆生指數和恆生科技至年底可能分別上漲 4.1% 和 7.9% 左右至 27000 和 5320 點，分別對應 26 年 4%/8% 的 EPS 增速和 12 倍/23 倍 P/E。港股 7 月以來表現抢眼，一方面是 AI 板塊拋售導致資金從日韓台股市回流港股。另一方面，能源、原材料、電信和信息技術等板塊推動恆指整體企業盈利在二季度見底回升。展望未來，得益於盈利回升、政策支持力度加大以及美聯儲流動性緊縮壓力的緩解，港股在 2026 年下半年表現或將好轉。本輪 AI 調整已進入中後段，產業趨勢和基本面仍然穩健，但市場對業績兌現要求更高，投資邏輯從買“短缺”轉向買“收入閉環”。近期非 AI 板塊包括消費、金融、醫療保健等看到明顯輪動，但未來持續性仍取決於基本面。如果經濟缺乏財政支持或企業盈利無法持續改善，僅靠估值修復難以成為新的主線。我們認為受國內需求約束較小的方向相對占優，包括：海外 AI 需求和周期品、創新藥、互聯網和電信等，消費和地產板塊則可能需要更強財政和居民收入政策催化。我們相對看好港股信息技術（動態 PE 17.6 倍，ROE 14.8%，未來 2 年平均 EPS 增速 14%，基於彭博一致預期，截至 8 月 4 日收盤，下同）、電信（動態 PE 11.5 倍，ROE 8.5%，股息率=6.4%）和原材料（動態 PE 8.7 倍，ROE 18.4%，未來 2 年平均 EPS 增速 47.8%）。

美國

宏觀經濟

美國經濟可能放緩，油價沖擊的滯後影響將開始显现。我們預計 GDP 同比增速可能從上半年的 2.4% 降至下半年的 2.1%。上半年美國經濟表現超预期，主要因去年四季度政府停擺導致部分支出推遲至一季度、減稅政策支撐居民消費韌性和 AI 基建景氣導致相關固定投資大幅反彈等因素。展望下半年，美國經濟可能降溫。首先，白宮《大而美法案》中家庭退稅已在 2-4 月集中返還家庭銀行賬戶，對消費的提振效應將在下半年開始邊緣回落。其次，油價高企擠壓居民實際收入和購買力，能源供給沖擊對居民部門的滯後影響可能開始显现。居民實際可支配收入同比增速已從 1 月份的 1.4% 降至 4-6 月份的 -0.4%，近 3 年來首次轉負。根據我們對歷史數據的測算，汽油價格每上升 10%，在之後的 2-4 個季度中對居民消費和 GDP 的累計拖累可能達到 0.23 和 0.15 個百分點左右。二季度 30% 左右的汽油價格上漲預計將對三季度的消費和 GDP 拖累為 0.35 和 0.18 個百分點左右，對四季度消費和 GDP 拖累為 0.12 和 0.1 個百分點左右。

就業市場觸底回升，但並未過熱。預計失業率可能從目前的 4.3% 升至 26 年底 4.5%。25 年就業市場明顯走弱，有對等關稅、DOGE 裁員和 AI 替代初級崗位等導致用工需求下降的影響，也有移民政策導致勞動力供給下降的作用。供需同時走弱導致就業市場維持弱平衡，保持失業率平衡所需的新增非農就業中樞下移。隨著主要逆風因素改善，26 年上半年就業市場觸底回升，新增非農就業從 25 年的平均每月 1 萬人大幅升至前 6 月的 9.2 萬人。在高通脹環境下，就業韌性引發市場對加息風險擔憂。但與 2022 導致加息的宏觀環境有關鍵不同，目前就業市場並未過熱。企業招聘需求仍然溫和，衡量就業市場緊缺程度的職位空缺數與失業人口比保持在 1 左右，為近 6 年低點。每周工作小時保持在 34.3 左右，显

著低于疫情期间平均 34.9 水平，显示就业市场并未紧张。员工流动放缓，5 月招聘率、离职率和裁员率降至 3.2%、1.9% 和 1.1%，均为近 10 年低位。作为就业市场对通胀传导的关键数据，薪资增速也保持温和。近 3 月平均同比增速为 3.5%，与 1.5% 劳动生产率增速下 2% 通胀目标所隐含的薪资增速要求一致，这意味着就业市场并不是通胀压力来源。就业市场可能在下半年开始放缓，一方面，高频失业金数据显示首次失业与持续失业人数正缓慢爬升。另一方面，AI 替代加速也将导致部分行业新增就业承压，特别是科技行业与金融业等。信息业和金融业自 26 年以来平均每月新增就业已从 25 年的 -4.4 和 0.6 千人降至 -1.2 和 -1.6 万人。

通胀已经见顶，核心通胀将延续温和。预计 CPI 与核心 CPI 增速可能从二季度的 3.8% 和 2.7% 降至三季度 3.3% 和 2.4%、四季度的 3.2% 和 2.4%。能源供给冲击成为近期通胀反弹的主要原因，5 月能源价格同比增长 23%，对整体 CPI 增速的贡献近 60%。随着美伊局势缓和，原油价格下跌，6 月汽油价格已开始明显回落超 10%，对 CPI 环比增速的贡献在 -0.5 个百分点左右，预示通胀将见顶回落。核心通胀将保持温和，一方面，实际收入下降导致需求走弱和关税传导影响接近尾声等因素将带动核心商品价格下行。6 月核心商品通胀在家具、交通工具、休闲商品和医疗护理商品等带动下环比下跌 0.1%，对等关税实施以来首次连续环比下跌；另一方面，持续下跌的市场房租预示房租通胀下行趋势。6 月 Zillow 房租同比增速降至 1.7%，已明显低于疫情前 4% 左右水平。与 CPI 房租使用相同调查样本的 BLS 新租约指数（领先 CPI 四个季度左右）在 25 年三季度已降至 1.2%，预示至年底 CPI 房租同比增速仍有约 0.9 个百分点左右下降空间。由于就业市场保持弱平衡状态，预计薪资增速将延续放缓，预示其他核心服务通胀将保持温和趋势。整体来看，本轮通胀反弹主要是能源成本推动，而非因内需过热带来的普遍物价上行，整体通胀预期仍保持稳定。通胀已阶段性见顶，一旦下半年就业市场开始转弱，美联储仍有机会“look-through”油价带来的短期影响。

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去年 5.4% 升至今年 6%。2025 年财政扩张力度下降，全年赤字率从 2024 年 6.9% 降至 2025 年 5.4%，联邦政府经历裁员、减支、关税与暂时停摆。今年财政扩张力度可能加大，财政赤字可能超 2 万亿美元。我们估计《大而美法案》在今年的减税规模可能在 2750 亿美元左右，其中对家庭减税规模 1,400 亿美元，对企业减税 1350 亿美元，包括对家庭的小费与加班费免税、提高地方税抵扣和对企业 100% 设备与研发开支摊销，预计通过家庭消费和企业投资推升 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点。同时，美伊冲突持续可能导致白宫在目前 1.5 万亿美元的国防支出上追加预算，美国财政赤字有进一步上升的风险。

我们认为市场过度计价全年加息可能。目前货币市场完全计价 1 次加息预期，全年加息幅度预期在 32.1 个基点左右。Polymarket 对全年加息概率在 63% 左右。但我们认为市场过度反应，就业市场并未过热，能源价格已阶段性见顶，核心通胀有望温和回落。泰勒法则测算显示当前政策利率仍在合理区间，有加息空间但必要性较小，年内触发联储加息/降息门槛仍较高。基于历史数据测算，在失业率维持 4.3% 的基础场景下，触发 6 个月内加息信号需截尾 PCE 突破 2.6%，或 3 个月移动平均 PCE 升至 4.2%，对应布伦特油价需持续 2 个月站上 120 美元 / 桶；降息端，基准情景下需截尾 PCE 回落至 2.2%，或 3 个月移动平均 PCE 降至 2.8%，对应油价持续 3 个月保持在 60-70 美元 / 桶。我们认为由于就业市场并未过热、核心通胀仍在回落和避免明年需再次降息等因素，美联储无需对本轮能源供给型通胀做出主动政策反应，年内将维持政策利率不变，但会通过持续鹰派沟通来引导市场

推升利率路径定价和收紧金融条件，以实现部分加息效果。若下半年就业市场持续走弱，不排除政策转向降息的可能。

金融市场

美元货币市场收益率可能保持在目前的 3.5% 左右，预计联储年内可能保持现有 3.5-3.75% 的政策利率水平。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%。随着市场不断消化过度计价的联储加息预期后，美元可能震荡下行。7 月美元指数下跌 1.4% 至 99.4，因市场开始怀疑联储的加息决心，短端利率快速下行。美元指数可能下降至年末的 97。

美国国债收益率可能高位震荡后下行。10 年国债收益率可能先从目前 4.6% 降至年底的 4.3%。美伊冲突加剧美债利率波动，霍尔木兹再次关闭推升通胀担忧，导致 10 年期国债 7 月一度冲高至 4.75%。随着通胀已经见顶，核心通胀稳步下行，同时油价挤压居民实际收入和购买力的滞后效应开始显现，美债利率可能震荡下行。

盈利韧性推动美股延续上涨。由于联储发出货币紧缩信号、韩股剧烈去杠杆和市场担忧 AI 资本开支可持续性，7 月 AI 硬件和科技板块大幅下跌，纳斯达克和费城半导体指数分别下跌 3.2% 和 20.6%。我们认为 AI 板块的抛售潮已经接近尾声，一方面，行业盈利仍有很强韧性。二季度财报显示四大主要云服务厂商收入同比增长加速至超 50%，新增算力快速转为收入，Capex 指引也延续上调 5.7% 至 8000 亿美元左右。另外，韩国股市去杠杆已过最猛烈阶段，杠杆 ETF 和信用融资分别下降约 66% 和 22%，杠杆仓位出清有明显进展。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 云服务科技板块和具备防御性和对冲通胀风险的医疗保健和原材料板块。相对看好半导体硬件（动态 PE=24.5 倍，ROE 37.6%，未来 2 年平均 EPS 增速 85.5%，数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 8 月 4 日收盘，下同）、传媒（动态 PE=18.5 倍，ROE 29.2%，未来 2 年平均 EPS 增速 17%）、医疗保健（动态 PE=21 倍，ROE 16.4%，未来 2 年平均 EPS 增速 10.3%）、与原材料（动态 PE=18.6 倍，ROE 10.5%，未来 2 年平均 EPS 增速 24.6%）。

互联网

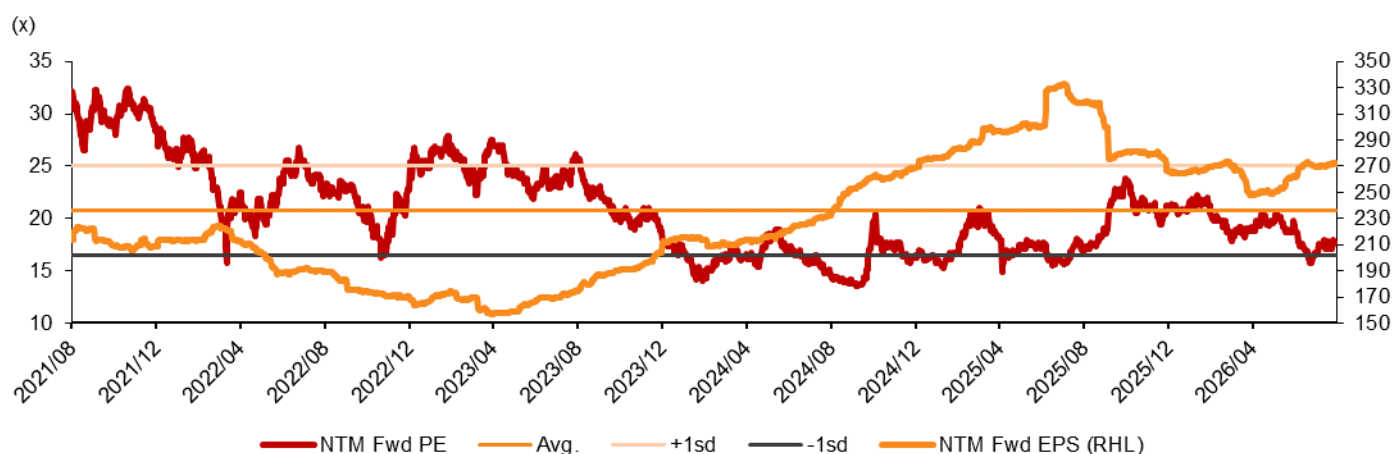
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法乐观

回顾 7 月，AI 叙事短期产生变化，市场更加关注 AI 投入的 ROI 以及可持续性，资金由交易集中的 AI 硬件板块向估值较低的中国互联网等板块流动（7 月 SOX 指数下跌 21% vs KWEB 上涨 16%）。展望未来，我们认为中国互联网板块当前估值仍有修复空间（目前一年远期 PE 处于 5 年均值的 31% 分位），但修复的可持续性依赖于基本面的改善，而 8 月即将迎来互联网板块的业绩验证期，我们推荐：1）基本面受益于竞争格局改善而持续改善、2Q26 业绩及展望有望超预期、且交易并不拥挤的美团（3690 HK）；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）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）。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 17.7x，相较 5 年均值（20.8x）仍有 17% 的修复空间。

图 2: 恒生科技 PE Band 及 EPS 趋势

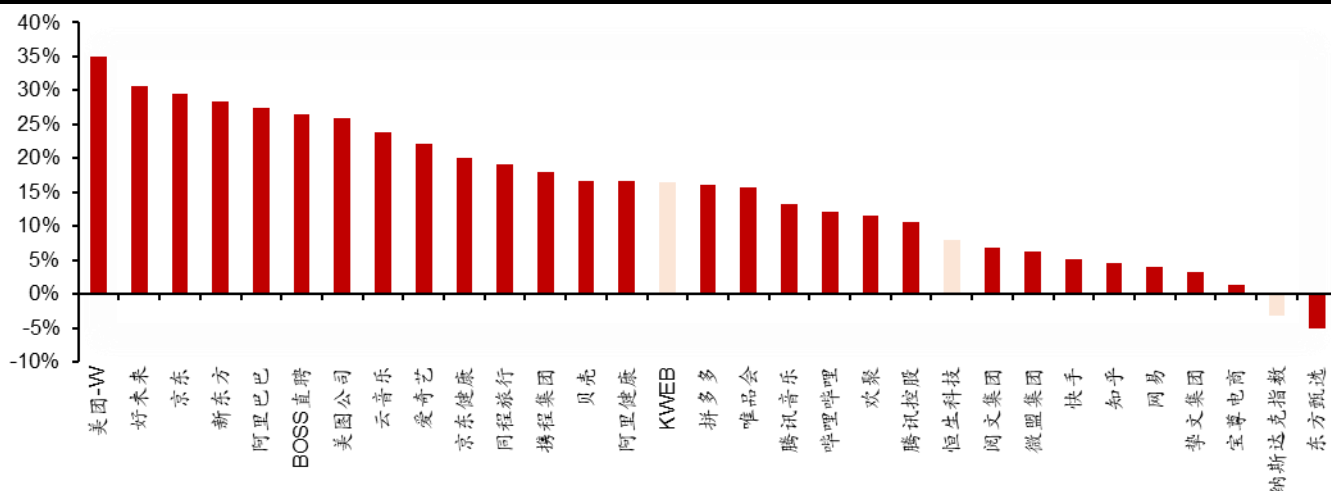


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 7 月 31 日收盘

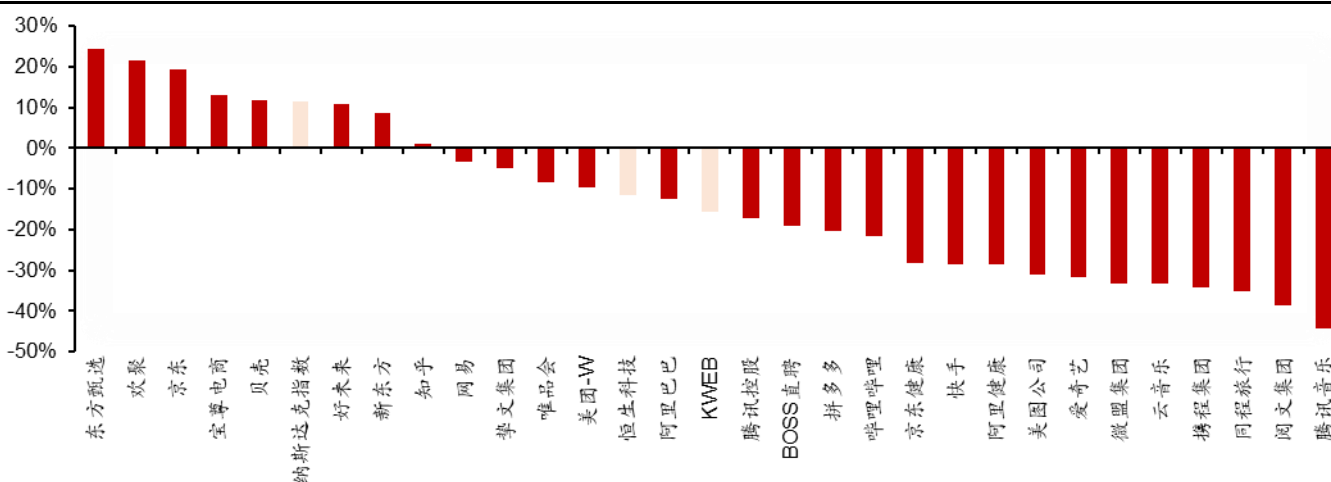
7 月恒生科技指数上涨 8%，KWEB 指数上涨 16%。美团/好未来/京东/新东方/阿里巴巴 7 月涨幅相对领先，分别上涨 35%/31%/30%/28%/27%。7 月新东方公布好于预期的 4QFY26 业绩，净营收同比增长 23% 至 15.3 亿美元，较 Visible Alpha 一致预期高 4%，主要得益于核心教育业务强劲增长；非 GAAP 营业利润同比增长 35% 至 1.10 亿美元，较 VA 一致预期高 7%，主要得益于收入超预期表现及运营效率提升。

图 3: 2026 年 7 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 31 日收盘

■ 在线游戏: 预计游戏公司 2Q26 业绩表现平稳

8 月进入游戏公司业绩期, 分公司展望: 1) 我们预计腾讯 2Q26 游戏收入同比增长 9%, 其中国内/海外游戏收入同比增长 11%/6%, 国内游戏收入主要受《三角洲行动》和头部常青游戏拉动, 海外游戏收入增速因去年同期高基数有所放缓; 2) 我们预计网易 2Q26 游戏收入同比增长 4%, 1H26 较少重点新产品上线导致游戏增速略有放缓, 2H26 随着《遗忘之海》等新产品上线, 有望带动公司游戏收入重新加速; 3) 我们预计哔哩哔哩 2Q26 游戏收入同比下滑 12%, 主要由于《三谋》收入回落, 4Q26 多款新游戏有望上线带动游戏业务复苏, 包括《三国志: 王道天下》和《闪耀吧! 噜咪》等。

■ 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 18%, 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

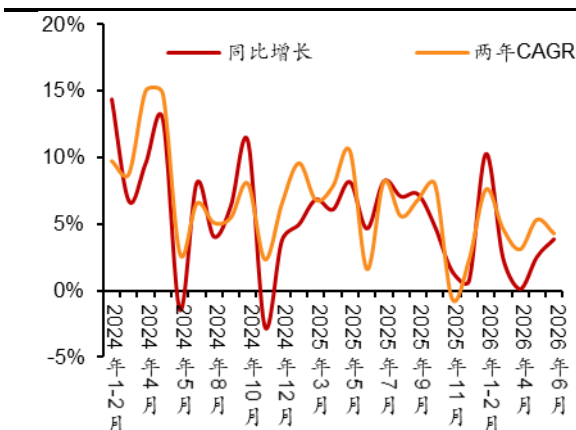
2Q26 在线营销收入同比增长 6%，收入增速进一步放缓，主要由于电商广告收入增长受到监管及宏观不确定性影响，而非电商广告则由于海外广告收入下滑而有所放缓。

■ **电商：实物商品网上零售额同比增速低位展现回暖趋势，2H26 增速或有望随着国补高基数效应减退有所优化**

据国家统计局，1H26 网上商品和服务零售额 10.1 万亿元，同比增长 5.2%（1Q26/2Q26: 8.0%/2.6%），其中网上商品零售额同比增长 4.8%（1Q26/2Q26: 7.5%/2.3%），网上服务零售额同比增长 5.9%（1Q26: 8.9%/2Q26: 3.1%）。按月度趋势来看，2026 年 6 月实物商品网上零售额同比增速 3.9%，环比上月有所回暖但受到高基数影响仍维持低位（2025 年 10 月/11 月/12 月/2M26/3/4/5 月：+4.9%/1.5%/0.8%/10.3%/2.5%/0.2%/2.6%）；吃类/穿类/用类商品网上零售额 1H26 分别同比增长 16.8%/6.2%/1.3%（5M26：15.5%/7.2%/1.6%）。1H26 网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.9%（1H25: 24.9%）。

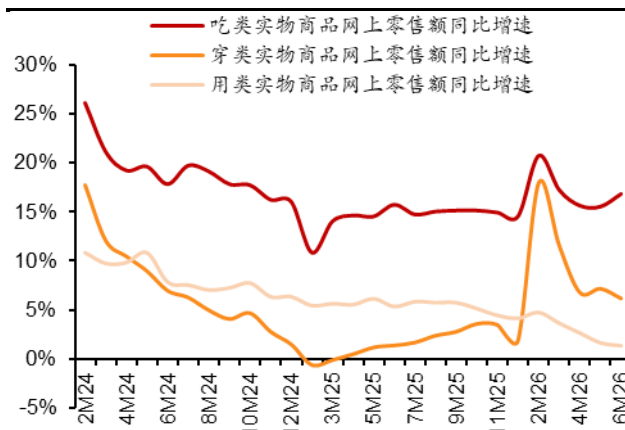
家电国补高基数效应有望逐步消退，手机及电脑类目需关注存储涨价影响：2026 年 6 月分品类零售额：1) 家用电器和音箱器材类面临高基数，零售额同比下降 8.7%（2026 年 5 月：-15.6%；1H26: -7.4%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 16.5%，环比改善（2026 年 5 月：+0.7%；1H26: +14.4%）；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额增速回暖，同比增长 12.7%（2026 年 5 月：-1.5%；1H26: +5.8%）。展望而言，家电品类随着国补高基数减弱，3Q26 增速有望回正，而手机及电脑类目受到存储涨价的影响仍需关注。

图 5：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 6：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、美团、网易

- 1) **腾讯 (700 HK)**：我们看好腾讯持续受益于 AI 发展：混元大模型性能持续优化、云业务收入提速、广告 ROI 的持续提升已逐渐验证公司 AI 投入成效。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 6/7% 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 14x FY26 Non-IFRS PE，仍有较大修复空间。我们基于 SOTP 的目标价为 735.0 港元，对应 22x FY26E Non-IFRS PE。“买入”评级。
- 2) **阿里巴巴 (BABA US)**：我们重申对阿里巴巴的积极看法，主因云计算收入增长前景强劲，这得益于人工智能相关产品的采用率提升以及数字化需求的增加，且我们认为云业务强劲增长趋势有望在 2026 年延续。此外，闪购业务更加专注效率提升有望带动业务减亏及支撑集团层面盈利修复。尽管闪购业务仍将优先市场份额，但受订单结构、用户补贴优化及运营效率提升的推动，我们预计即时零售全年亏损将从 2026 财年（我们预估 880 亿元）大幅收窄至 2027 财年的 440 亿元，并在 2028 财年进一步减半。在我们看来，阿里巴巴仍然是人工智能主题下的关键受益方之一，我们基于分部估值的目标价为 220.1 美元。“买入”评级。
- 3) **美团 (3690 HK)**：我们认为，美团核心本地商业（CLC）业务盈利已触底，主因：1) 外卖行业监管指引推动行业向健康化方向发展；2) 到店业务市场参与者聚焦核心竞争力与核心品类，目标实现更高效扩张。1Q26 美团核心本地商业经营亏损环比收窄 80%，我们预计随着行业竞争格局趋于理性、外卖用户补贴更加克制，核心本地商业业务将在 2Q26 实现人民币 30 亿元经营利润。若剔除整体核心本地商业板块对会员权益强化相关投入的影响，我们预计外卖业务将在 2Q26 旺季恢复盈亏平衡。我们认为，行业最困难阶段已经过去，尽管竞争强度仍存在动态变化。美团在高客单价外卖订单市场维持稳固的消费者心智，持续提升的运营效率有望帮助其长期维持相较同业的单位经济模型优势。我们基于 DCF 的目标价为 138.0 港元。“买入”评级。
- 4) **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》7 月上线后表现平稳，产品流水仍处于爬坡期；
 - 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。“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

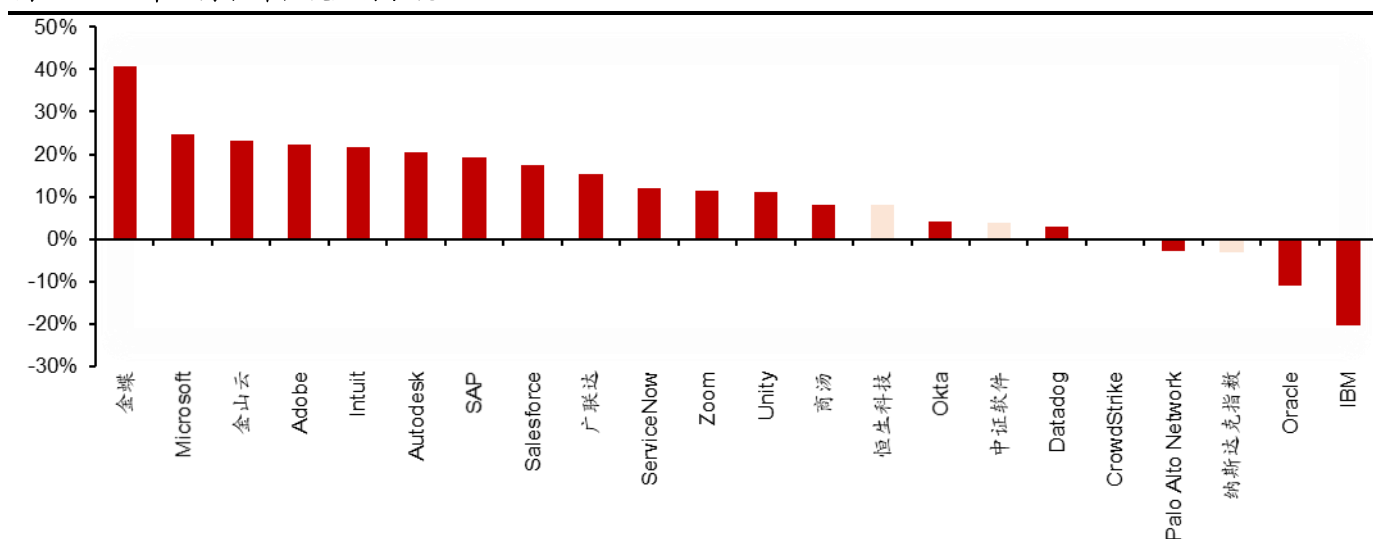
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 7 月，板块资金轮动叠加云厂商业绩好于预期，带动云和软件行业估值修复。展望未来，我们看好强劲的 AI 算力需求将支撑云厂商的基本面，收入增速及利润率有望持续改善，从而进一步印证 AI 投入的 ROI。综合考虑估值与基本面表现，我们推荐美国头部云厂商微软 (MSFT US)、亚马逊 (AMZN US)、谷歌 (GOOG US)。

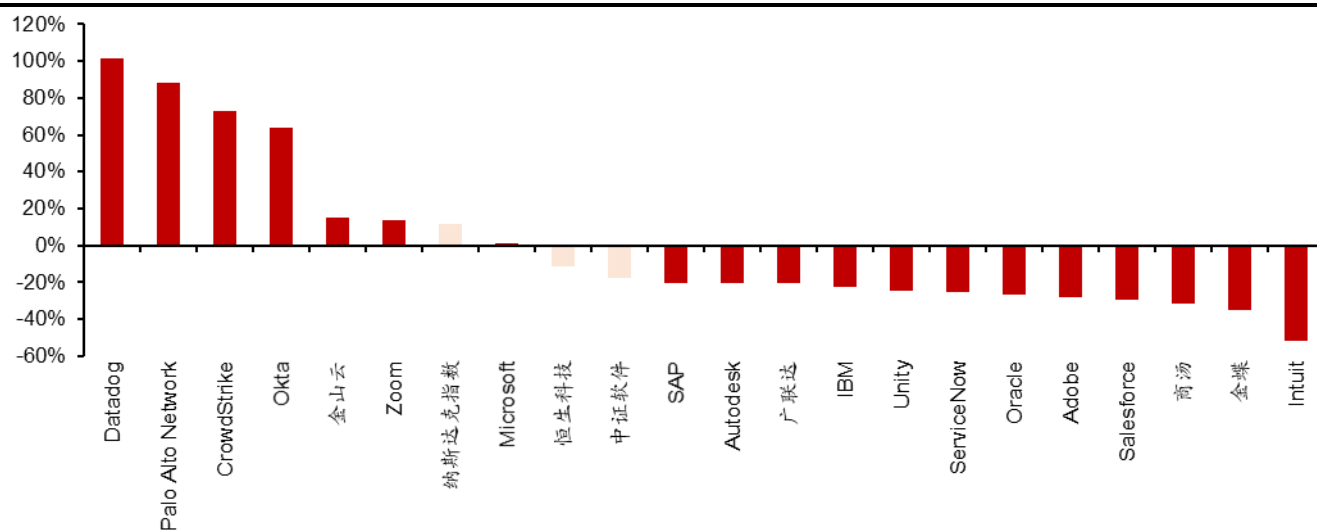
7 月恒生科技指数上涨 8%，纳指下跌 3%，金蝶/微软/金山云涨幅领先，分别上涨 41%/25%/23%。微软 7 月公布好于预期的 4QFY26 业绩：收入同比增长 18%至 900 亿美元（3QFY26：同比增长 18%），较我们的预测和 Visible Alpha (VA) 一致预期均高出 3%，主要受三大业务板块收入均好于预期推动。营业利润同比增长 18%至 406 亿美元，较我们的预测和一致预期均高出 4%，主要得益于生产力和业务流程 (PBP) 及智能云 (IC) 板块表现超预期。

图 7: 2026 年 7 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 31 日收盘

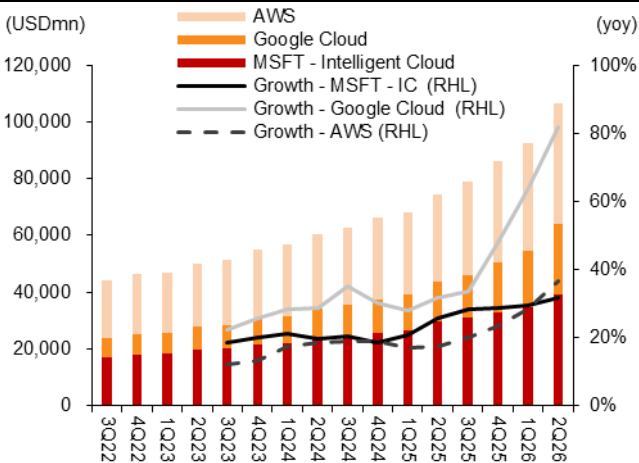
■ 海外云厂商: ROI 提升逻辑兑现且有望延续

2Q26 美国头部云厂商 (亚马逊、微软、谷歌) 业绩展现出 AI 相关投资 ROI 持续提升趋势, 即在 Capex 指引不变或因仅因存储涨价/交付提前等原因小幅上调的情况下, 云业务营收及利润增长显著好于预期, 同时管理层对云业务投资回报周期的拆解、在手订单所预示的需求持续给出清晰的披露, 持续关注投资效率的指引获得了市场的积极反馈。展望而言, 2027-2028 年, 各厂商云营收的同比增速均有望超过资本开支的同比增速, 从而使得投资的 ROI 进一步清晰化, 在开源模型性价比持续提升的背景下, 具备“为正确的工作提供正确的模型”的能力、底层基础设施资产具备很强的可互换性的龙头云厂商或将进一步受益。我们持续看好云厂商将在 AI 发展浪潮中持续受益, 美国云厂商中推荐亚马逊 (AMZN US)、微软 (MSFT US) 和谷歌 (GOOG US), 中国云厂商中推荐阿里巴巴 (BABA US), 此外建议关注受益于云需求爆发增长背景下覆盖全栈可观测性和云安全的软件平台 Datadog (DDOG US)。

云营收: 2Q26 同比增速环比进一步加速, 加速趋势有望在 3Q26 延续

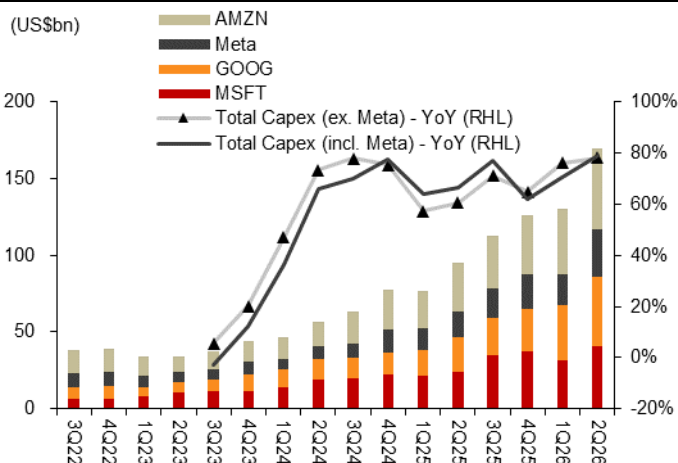
2Q26 美国头部云厂商云相关收入合计 1063 亿美元, 同比增长加速至 43% (2Q25: 23%; 1Q26: 35%), 拆分看所有厂商的同比增速环比上季度均展现加速趋势, 主要驱动因素包括: 1) 新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收; 2) CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升; 3) 传统企业上云和云迁移重新加速。微软和亚马逊公司的管理层均表示目前的产能仍不足, 将持续推进此前的扩产计划。展望而言, 我们认为新增产能的陆续上线及现有基础设施资源的优化仍有望推动云厂商的营收同比增速 3Q26 环比 2Q26 仍有望进一步加速。

图 9：美国云厂商：云业务单元营收增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 10：美国主要科技厂商：资本开支趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从营收端的实际表现来看，所有头部云厂商的 2Q26 营收表现都显著好于市场预期：1) 微软 Azure 及其他云服务营收同比增长 43%（此前指引：固定汇率下 39-40%），相较 1Q26 和 2Q25 的 39% 均有加速；2) 亚马逊 AWS 营收同比增长 37%（VA 市场一致预期：31%）；3) 谷歌云服务营收同比增长 82%（市场一致预期：65%）。追溯背后超预期原因，我们认为普遍可概括为：新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收、CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升、及传统企业上云和云迁移重新加速。

管理层对于需求端的评论均展现出需求持续强劲且超过供给的趋势。微软提及其商业剩余履约义务（RPO）同比增长 84% 至 6,780 亿美元，亚马逊 AWS 积压合同金额增长至 4960 亿美元，谷歌云在手订单环比增加超 500 亿美元至 5140 亿美元且预期未来 24 个月内，约五成以上订单将转化为营收。

供给端而言，微软及亚马逊仍表示将持续扩充供给、提升现有基础设施的效率以更好的满足尚未满足的需求。举例而言，微软 2Q26 重申其此前于 3Q25 业绩会中提及的目标未来两年将数据中心总体规模大致翻倍的计划仍处于正轨，亚马逊也重申其于 2027 年年底将 2025 年电力容量翻倍的计划仍处于实施之中。

图 11：海外头部云厂商 2Q26 云业务营收增长情况及展望

公司	微软	亚马逊	谷歌
2Q26 云营收增速及与市场预期的对比	Azure 及其他云服务营收同比增长 43%（此前指引：固定汇率下 39-40%），相较 1Q26 和 2Q25 的 39% 均有加速。	2Q26 AWS 营收同比增长 37% 至 422 亿美元（VA 市场预期：31%）	谷歌云服务营收同比增长 82%（一致预期：65%）
3Q26 云营收增速展望	45%；1HFY27（2H26）营收增速相较 2Q26 营收增速进一步加速（来源：管理层业绩会展望）	公司未就短期增速给出官方指引但表示需求仍强劲，其在电话会上表示，其认为云规模至少可以在现有基础上翻一番，并有望随着时间推移实现 1 万亿美元的收入，同时创造极具吸引力的自由现金流和投入资本回报率。	我们预计 3Q26 谷歌云收入同比增长 82%，有望延续快速增长。
好于市场预期的主要归因	1) CPU 和 GPU 资源池的效率提升； 2) 流程优化使新增产能能够更早投入使用； 3) GitHub Copilot 使用量强于预期，主要由于 6 月商业模式调整后，定价更好地与使用量及客户价值挂钩。	1) AI 正在带动非 AI 的核心云业务，乘数效应强于市场预期； 2) 传统企业上云和云迁移在重新加速； 3) 新增产能上线使得此前受限的需求能确认收入。	1) AI 算力需求强劲，核心 GCP、AI 解决方案、AI 基建服务均表现强劲； 2) 首次确认 TPU 对外销售收入。

管理层对于供给/需求端的评论	需求: 1) 客户需求持续超过供给, 仍专注于提升效率, 以帮助缩小供需缺口。 2) 商业剩余履约义务 (RPO) 同比增长 84%, 达到 6,780 亿美元; 商业 RPO 的全部环比增长均来自前沿模型公司以外客户的承诺订单; 若剔除 OpenAI, RPO 同比增长 25%。 供给: 3Q25 业绩会提及目标未来两年将数据中心总体规模大致翻倍, 2Q26 业绩会确认此产能扩张计划仍处于正轨。	需求: 1) 目前产能仍不足以满足管理层在 2026 年所看到的需求, 并预计这一情况将持续至 2027 年, 同时目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目; 2) AWS 积压合同金额增长至 4960 亿美元, 同比增长三位数。 供给: 产能扩张正按几个季度前讨论的计划推进, 并继续预计到 2027 年底, 电力容量将达到 2025 年的约两倍。	需求: 1) 客户需求持续超出供给, 公司将从 3Q26 起租赁第三方算力以满足客户需求, 作为公司在建成更多自有算力以前的过渡; 2) 谷歌云 2Q26 在手订单环比增加超 500 亿美元至 5140 亿美元; 且管理层预计未来 24 个月内, 约五成以上订单将转化为营收。
-----------------------	--	---	---

资料来源: 公司资料, Visible Alpha, 招银国际环球市场
注: 表格中微软已经切换至自然年, 2Q26 对应财年 4QFY26

云利润: 利润率稳中有升, 收入增长转化为利润增长

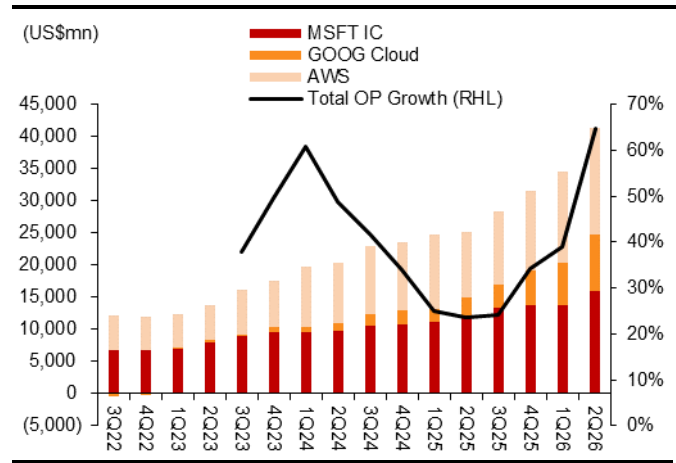
头部云厂商 2Q26 经营利润合计 414 亿元, 同比增长 65% (2Q25: 24%; 1Q26: 39%)。尽管面临增量资本开支给利润率带来短期压力, 龙头厂商利润率水平同比维持至少基本持平或显著提升趋势, 谷歌云及 AWS 利润率提升趋势明显, 主要驱动因素为基础设施效率提升及产能优化。

细拆而言: 1) 微软: 智能云业务板块 2Q26 经营利润 160 亿元, 同比增长 31.4%, 经营利润率 40.6%, 同比持平, 较市场一致预期高 1.9ppts; 尽管为支撑云业务的长期增长所进行的 Capex 投资对短期的利润率水平带来影响, 但管理层表示高度重视效率和投资回报驱动下利润率表现好于市场预期。

2) 亚马逊: AWS 经营利润率 39.4%, 同比提升 6.5 个百分点, 主要得益于效率提升、产能优化以及对固定成本的严格控制; 剔除采用衍生品会计处理的能源合约公允价值计量变动所带来的 6 亿美元收益后, 经营利润率仍达到 37.9%, 较一致预期高出 4.2 个百分点。

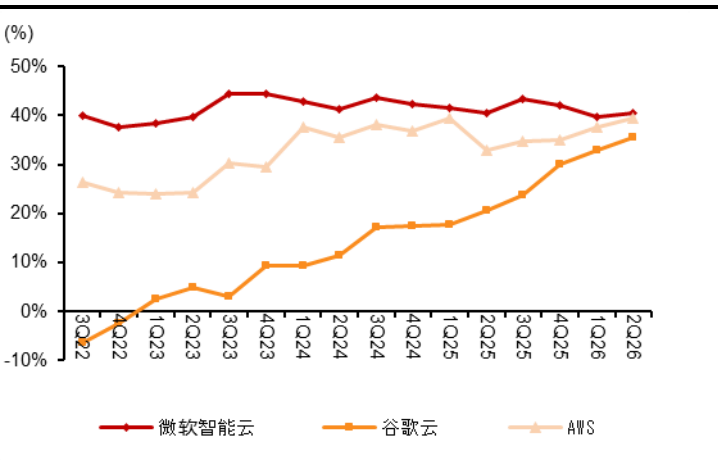
3) 谷歌: 2Q26 云营业利润率同比提升 15 个百分点至 35.6%, 主要驱动因素为规模效应持续扩大, 但公司指引计划在 3Q26 扩充三方云算力资源, 或将对云业务营业利润率形成一定压力。

图 12: 美国云厂商: 运营利润增长趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 13: 美国云厂商: 云业务利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 14: 海外头部云厂商 2Q26 云业务利润率趋势及与市场预期的对比

公司	微软	亚马逊	谷歌
2Q26 云业务利润率及与市场预期的对比	智能云板块运营利润率 40.6%，同比持平，较 VA 市场预期高 1.9ppts	AWS 经营利润率 39.4%（剔除采用衍生品会计处理的能源合约公允价值计量变动所带来的 6 亿美元收益后，经营利润率仍达到 37.9%），+6.5ppts YoY，较 VA 市场预期高 4.2ppts	谷歌云运营利润率 35.6%（一致预期：31.0%）
好于市场预期的主要归因	高度重视效率和投资回报	1) 效率提升； 2) 产能优化； 3) 对固定成本的严格控制。	1) 强劲的需求支撑良好的价格趋势，快速的收入增长带来运营杠杆效应； 2) 谷歌云运营效率的提升。
展望	将持续提升 GPU 和 CPU 资源池的运营效率	1) 管理层重申利润率将随投资水平、产品组合以及 AI 与非 AI 工作负载的构成变化而有所波动； 2) 但 AI 相关云业务的利润率和回报水平与核心业务处于相同发展阶段时的表现基本一致，事实上还略微领先于当时的发展轨迹。	3Q26 起公司计划租赁第三方算力资源以满足客户算力需求，或对谷歌云造成一定利润率压力。

资料来源：公司资料，Visible Alpha，招银国际环球市场

资本开支：边际更强调 ROI 获得市场正反馈

资本开支层面，云厂商边际更加强调 ROI 且云业务营收及利润增速超预期加速获得市场正反馈。展望 2027-2028 年，各厂商云营收的同比增速均有望超过资本开支的同比增速，从而使得投资的 ROI 进一步清晰化。此外，在开源模型性价比持续提升的背景下，具备“为正确的工作提供正确的模型”的能力、底层基础设施资产具备很强的可互换性的龙头云厂商或将进一步受益。

得益于强劲的 AI 算力需求，我们预计头部云与互联网厂商（微软/谷歌/亚马逊/Meta/Oracle）将持续扩大资本开支。基于 VA 一致预期，2026-2028 合计资本开支将达到 8008 亿/10882 亿/12146 亿美元。头部云与互联网厂商中短期自由现金流面临一定压力，2026/2027 合计自由现金流出 105/891 亿美元（VA 一致预期），在强劲的资产负债表与融资能力支撑下，当前现金流出规模较为可控，仅占总收入 1%/4%，占合计市值仅 0.1%/0.7%，即较小规模的股权或债券增发即可补足自由现金流缺口，而且伴随着前期投入的 AI 基础设施商业化加速，2028 年合计自由现金流有望重新转正至 455 亿美元。

分公司展望：

1) 微软：考虑到数据中心和办公楼预计使用寿命的调整，以及未来更多数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁，管理层将 CY26 资本开支指引更新为 1,750 亿美元，同时强调，按可比口径计算，其资本开支投资预期并未发生变化（此前指引：1900 亿美元）。管理层预计 1QFY27 资本开支将超过 500 亿美元，并指引 FY27 自由现金流将为正。我们预计在新的会计处理方式下，FY27E 资本开支为 2,000 亿美元，而还原此前口径下的资本开支金额将符合市场业绩前的预期。

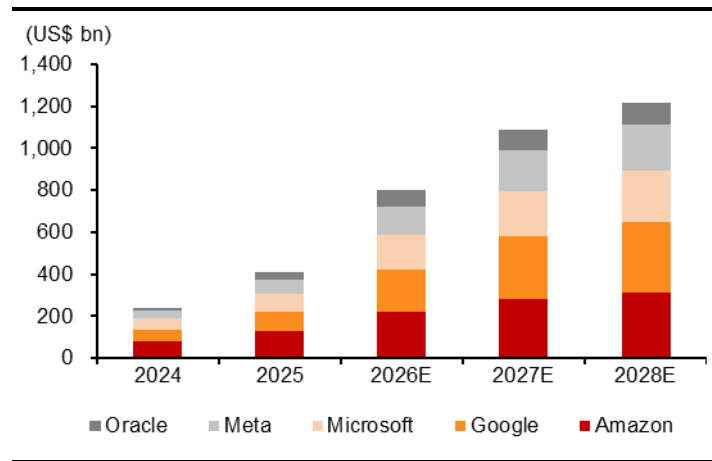
2) 亚马逊：管理层因存储成本上升，将 2026E 资本开支指引由 2,000 亿美元上调至 2,200 亿美元。管理层重申，目前产能仍不满足其在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时补充表示，亚马逊目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目。

3) 谷歌：管理层预计 FY26 资本开支为 1950-2050 亿美元，截至 2026 年 6 月底，公司已签订的未来支出承诺合同总金额已达到 8110 亿美元，公司加大算力投入以匹配持续增长的

市场需求。得益于云业务的加速增长及利润率提升，虽然短期现金流有所承压，但公司自有现金流有望自 FY28 起转正。

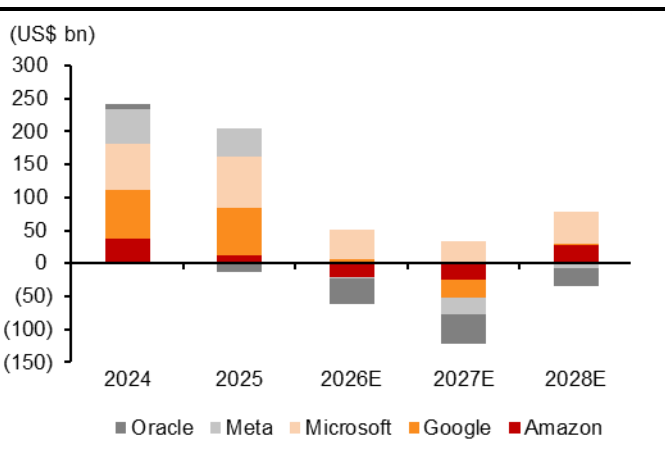
4) Meta：管理层指引 FY26 资本开支 1300-1450 亿美元（同比增长 80-101%），且考虑各业务线强劲的需求，公司将在 FY26/27E 持续最大化 AI 算力储备，同时对于 FY28E 的算力投入保留一定灵活度；由于 Meta 目前仍然主要依赖赋能广告业务以实现 AI 基础设施的商业化，整体投入回报周期相对更长，短期自由现金流面临相对更显著的压力（自由现金流比率由 2025 年 22%降至 2027 年-9%）。

图 15：头部云&互联网厂商资本开支趋势



资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

图 16：头部云&互联网厂商自由现金流趋势



资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

图 17：头部云&互联网厂商资本开支趋势

Capex (十亿美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	YoY%	2025	2026E	2027E	2028E
Amazon	83.0	131.8	222.1	280.1	309.1	Amazon	59%	68%	26%	10%
Google	52.5	91.4	201.7	302.2	340.9	Google	74%	121%	50%	13%
Microsoft	55.6	83.1	160.1	210.3	240.7	Microsoft	50%	93%	31%	14%
Meta	37.3	69.7	139.5	196.8	220.6	Meta	87%	100%	41%	12%
Oracle	10.7	35.5	77.3	98.8	103.4	Oracle	230%	118%	28%	5%
合计	239.1	411.5	800.8	1088.2	1214.6	合计	72%	95%	36%	12%

资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 8 月 3 日；Microsoft 与 Oracle 财年数据调整为自然年数据

针对市场关注的 Capex 投入效率问题，2Q26 美国头部云厂商（亚马逊、微软、谷歌）业绩展现出 AI 相关投资 ROI 持续提升趋势，即在 Capex 指引不变或因仅因存储涨价/交付提前等原因小幅上调的情况下，云业务营收及利润增长显著好于预期，同时管理层对云业务投资回报周期的拆解、在手订单所预示的需求持续给出清晰的披露、及持续关注投资效率的指引获得了市场的积极反馈。举例而言：

1) 微软：业绩中展现资本开支投资带来的可量化的回报正在云业务和自有应用中变得更加显著，具体体现为 B 端 Azure 及其他云服务收入同比增速环比加速好于预期，同时在产品形态改善和 AI 产品整合度提升的支撑下 C 端 Microsoft 365 Copilot 付费席位季度净新增席位环比增长超过一倍，亦好于预期；与此同时即使管理层预期 FY27 资本开支仍将同比增长，其仍指引 FY27 自有现金流将为正，体现了管理层同时兼顾增量投资满足业务需求及维持经营效率的能力和决心；

2) 亚马逊：业绩中展现云业务营收增速及利润率显著好于预期的同时，管理层对 AWS 扩建的投资回报情况作出说明，指出：①服务器及网络设备投资平均略低于三年即可达到盈亏平衡；以及②服务器目前的使用寿命至少为五至六年，大部分 AI 产能的合同期限为五年或更长。同时管理层重申，目前产能仍不满足其在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时补充表示，亚马逊目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目。整体而言，我们认为管理层清晰传递了资本开支是基于确定性的需求进行，且资本开支可以较为确定地带来可预期的回报。

图 18: 头部云&互联网自由现金流趋势

FCF (十亿美元)	2024	2025	2026	2027	2028	FCF 比率	2025	2026E	2027E	2028E
Amazon	38.2	11.2	-21.0	-25.5	27.6	Amazon	2%	-3%	-3%	3%
Google	72.8	73.3	6.0	-26.1	3.0	Google	18%	1%	-4%	0%
Microsoft	70.0	77.4	44.5	33.0	48.5	Microsoft	25%	12%	8%	9%
Meta	52.1	43.6	-2.2	-26.4	-8.2	Meta	22%	-1%	-9%	-2%
Oracle	9.5	-13.2	-37.9	-44.0	-25.4	Oracle	-22%	-49%	-41%	-16%
合计	242.7	192.3	-10.5	-89.1	45.5	合计	11%	-1%	-4%	2%

资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

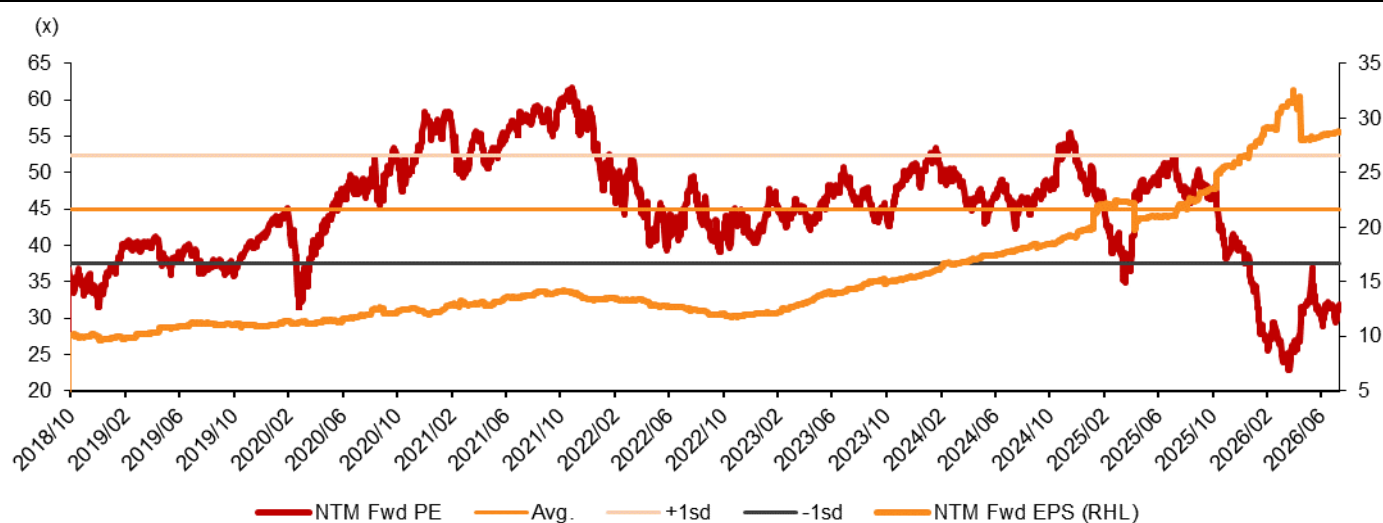
注：数据截至 2026 年 8 月 3 日；Microsoft 与 Oracle 财年数据调整为自然年数据；FCF 比率=FCF/总收入

■ 海外软件：估值修复已展现分化趋势，着眼长期护城河稳固性

我们认为，在生成式 AI 时代，软件公司的护城河会更多的集中在底层数据、合规模型、任务执行权及执行效果，越像工具席位的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代，反而将受益于 AI 发展浪潮。短期来看，基础设施相关的软件平台或将看到更快的 AI 相关客户带来的营收贡献的起量趋势从而有效缓解市场担忧，网络安全相关的软件公司不可替代性较强，应用软件公司需更多地证明其有基于结果收费的能力从而证明不可替代性。尽管我们认为软件公司短期的业绩受到的影响或有限，但行业估值普遍回调后，估值修复或围绕具备中长期不可替代性的软件公司展开。7 月在板块资金轮动的推动下，Salesforce 和 ServiceNow 等企业应用软件公司估值呈现修复趋势，但中长期修复的持续性或仍然取决于 AI 能否显著加速公司业务增长。

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 19: 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 31 日收盘

■ 推荐买入微软、亚马逊、谷歌

- 1) 微软 (MSFT 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。我们认为，微软的资本开支投资所带来的可量化回报正在云业务和自有应用中变得愈发显著，具体体现为：1) 4QFY26 Azure 及其他云服务收入增速加快至 43%（指引为 39-40%），管理层预计 1QFY27 将进一步加快至 45%；以及 2) Microsoft 365 Copilot 付费席位达到 3,000 万个，随着产品形态改善和 AI 产品整合度提升，季度净新增席位环比增长超过一倍且强劲的增长趋势有望延续。同时，管理层进一步强调资本开支效率而获得的市场正反馈有望维持，管理层指引 FY27 自由现金流将为正。我们基于 DCF 的目标价 634.2 美元对应 32 倍 FY27E 市盈率。“买入”评级。
- 2) 亚马逊 (AMZN US)：** 我们看好 AWS 营收同比增速环比进一步加速的空间，且认为亚马逊稳健的盈利增长（我们预测 2026 年亚马逊经营利润将同比增长 35%）将有望支撑股价增长。我们的目标价为 301 美元，基于 17.2 倍 EV/EBITDA，与过去三年平均交易区间一致。“买入”评级。
- 3) 谷歌 (GOOG US)：** 我们看好谷歌全栈 AI 解决方案将支撑公司核心搜索和云业务的快速增长，让公司在显著加大 AI 投入的同时维持稳健盈利增长与现金流，持续受益于强劲的 AI 需求。中短期维度，我们认为两项核心催化有望支撑公司基本面和估值，包括 TPU 订单加速落地推动云业务增长、Gemini 4 的发布有望让公司模型重回行业 SOTA（state-of-the-art）。我们的目标价为 428.0 美元，基于 35 倍 FY26 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

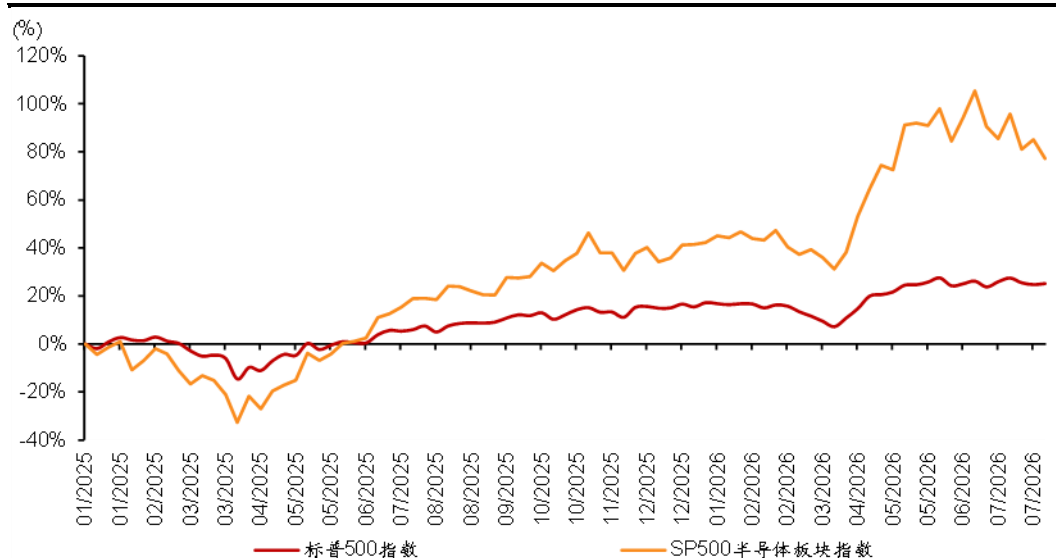
| 郭远宁 / aaronguo@cmbi.com.hk (852) 3916 3715

■ 未来 3 个月看法：谨慎乐观

7 月份科技硬件板块的走势，可能给全球投资者留下了难忘的记忆。无论是美股、A 股还是韩股，半导体都是 7 月全球市场调整最剧烈的方向之一，其跌幅之深、速度之快在近年都属罕见。

美股方面，标普 500 半导体行业指数在 7 月 10 日见顶后持续回落，至月末累计下跌约 9.5%，较 6 月 19 日高点回撤约 14%；更聚焦纯半导体个股的 SOXX 半导体行业 ETF（追踪费城半导体指数）同期自 6 月高点回撤约 21%、一度进入技术性熊市区间；而同期标普 500 指数仅从 7 月高点回落约 2%、全月基本收平，纳斯达克 100 指数回撤约 6%。半导体显著跑输大盘，说明下跌是板块内部的流动性与仓位冲击，而非广谱风险偏好的崩塌。

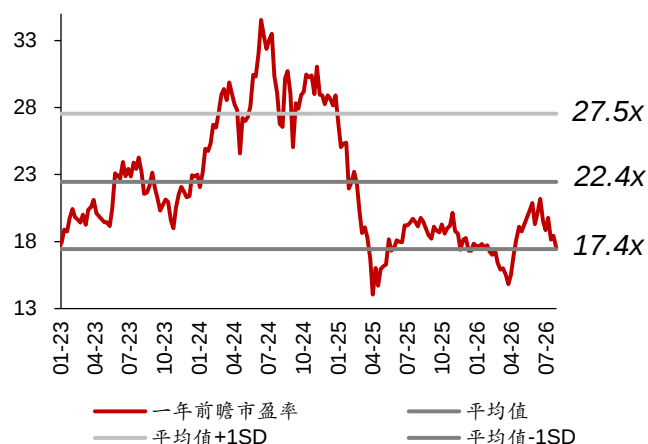
图 20: 标普 500 vs 标普 500 半导体行业：指数累计收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

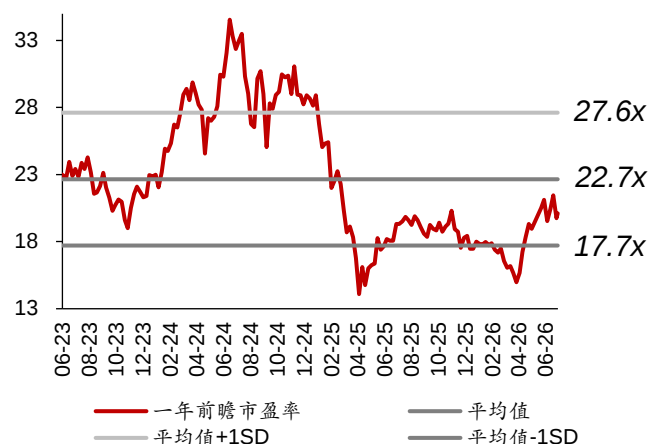
估值端，标普 500 半导体行业指数前瞻 P/E 从 6 月 19 日的约 21 倍快速回落至 7 月末的约 17.5 倍，一个月去化约 17%，回到 2026 年年初水平，显示本轮下跌以估值压缩为主，并非盈利预期的下修。

图 21: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (7 月)



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 22: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (6 月)

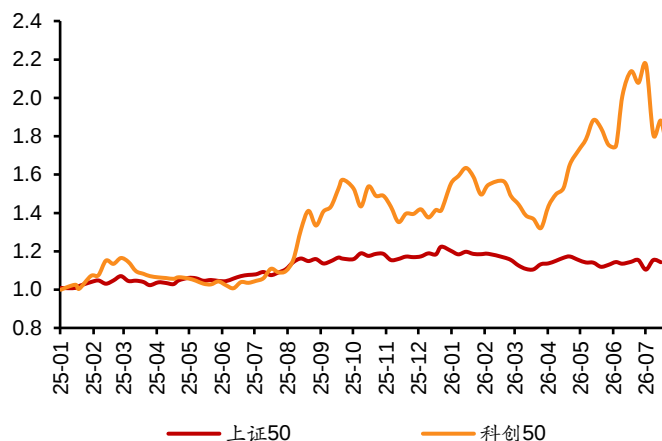


资料来源：彭博，招银国际环球市场

A 股的调整更为剧烈。7 月沪深 300 下跌约 6.5%、上证 50 微涨约 0.7%，而科创 50 重挫约 22%，申万半导体行业指数大跌约 32%，半导体设备指数、Wind 半导体指数跌幅均超 31%。换言之，半导体板块的单月跌幅达到宽基指数的 4 至 5 倍，且发生在短短三周内，调整的剧烈程度为近年所罕见。从细分与个股看，回撤呈现明显的“高 β 、高拥挤”特征——前期涨幅最大的半导体设备、光模块、PCB 链跌幅居前，而这恰恰是这轮下跌前市场认为产业逻辑最清晰的方向。

图 23: 上证 50 与科创 50 指数走势

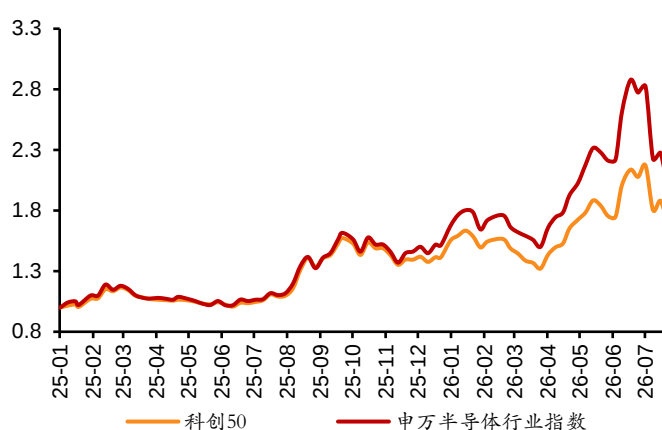
(2025/1=1)



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 24: 科创 50 与申万半导体行业指数走势

(2025/1=1)



资料来源：Wind，招银国际环球市场

调整的主因在交易层面，而非基本面。7 月的下跌沿着一条清晰的“去杠杆—被动抛售—预期自我强化”链条展开。上半年半导体涨幅巨大、持仓高度拥挤，杠杆资金、量化与被动产品在波动率抬升时同步减仓，形成负反馈；韩国市场更在 7 月 29 日 SK 海力士财报日出现单日大跌并触发熔断机制，成为本轮去杠杆最极端的注脚。值得强调的是，这种“好消息下跌”恰恰说明问题不在产业端：SK 海力士二季度营收同比增长 257%、营业利润同比增长 557%、营业利润率高达 76%，均创历史新高，但股价却在业绩日重挫近 10%——基本面越强、股价越跌，正是交易性去杠杆与“卖新闻”的典型特征。

- 基本面没有实锤的恶化证据。第一，需求侧并未走弱：海外四大云厂商 2026 年全年资本开支指引合计已逼近 7500 亿美元规模，且普遍符合或略超市场预期——微软单季资本开支 410 亿美元（同比+70%）、全年约 1750 亿美元（会计口径变更，由 1900 亿下调）的年度计划，亚马逊上调全年指引至 2200 亿美元，谷歌上调至 1950-2050 亿美元，Meta 亦上调全年下限；四家云业务（Azure +43%、AWS +37%、谷歌云+82%）增速仍在加速，AI 算力供不应求的局面没有松动。第二，供给侧利润仍处高位：海力士、三星电子、铠侠等存储龙头二季度同样受益于 AI memory 超级周期，业绩符合市场在下修后的预期。换言之，7 月的下跌是“仓位重置+情绪重置”，不是“AI 需求重置”。
- 投资者的预期在走弱的股价下偏向空头，但这恰恰酝酿反转。当股价持续下跌，市场会本能地寻找利空来解释走势——把健康的财报解读为“不及预期”、把创纪录的利润视为“周期见顶”、把激进的资本开支担忧为“现金流恶化”。这种预期与价格的负向螺旋，在去杠杆接近尾声时往往最极端，也最接近拐点。7 月最后一个交易日，韩国 KOSPI 指数及三星电子、SK 海力士等半导体个股已出现明显反弹，显示被动抛压在月末显著缓解，交易层面的调整有望随去杠杆的结束而自然企稳。

海外半导体策略：财报验证需求，去杠杆尾声酝酿反弹

最新财报确认 AI 资本开支仍在扩张通道。微软、亚马逊、谷歌、Meta 四大巨头的 2026 年二季度财报已全部披露，资本开支整体符合或略超市场预期，且云业务增速继续抬升。尽管谷歌、Meta 因现金流与变现节奏担忧股价承压，但四家管理层均明确表示算力需求强劲、供不应求，并继续上修或维持高额资本开支——这意味着支撑半导体景气的最上游需求信号并未转向。

- 存储龙头“史上最强财报”后的“卖新闻”，是情绪底部而非需求顶部。7 月 29 日 SK 海力士交出营收 79.3 万亿韩元、营业利润 60.5 万亿韩元（同比+557%）的创纪录成绩单，却因略低于市场极高预期而股价大跌并带动韩股熔断；三星、铠侠亦同步披露强劲业绩。这些公司的利润仍处历史绝对高位，HBM4 已实现规模出货、多年期供应协议（LTA）密集落地，行业供需偏紧的格局未变。财报后的下跌，更多是前期拥挤交易与过度乐观预期的一次性出清。
- 去杠杆结束后，标普 500 半导体行业指数有望迎来修复。从估值看，板块前瞻 P/E 已回落至约 17.5 倍、接近 2026 年年初水平，拥挤度与杠杆风险大幅释放；从催化看，下半年英伟达 Rubin 架构新一代 GPU 的量产与部署，将把 AI 基础设施投资从“训练”进一步推向“更大集群、更高功率”的新阶段。我们判断，在财报验证需求、去杠杆接近尾声的双重作用下，海外半导体板块有望在剧烈波动后重新找到均衡，并开启基于基本面的修复行情。

国内半导体策略：从海外 AI 映射转向本土 AI 基础设施兑现

7 月 A 股半导体的深度回撤，是悲观情绪的集中释放，也是优质资产的“错杀”窗口。申万半导体行业指数单月-32%、科创 50 -22% 的跌幅，已显著偏离产业基本面的变化速度。与海外类似，国内半导体的调整同样以交易层面为主因：在前期快速上涨后，杠杆与量化资金集中离场，叠加部分资金向红利与宽基切换，造成板块短期超调。但从中期看，国产算力建设、存储扩产、设备国产化与高端材料替代的产业趋势并未逆转；7 月国内多家国家级投资平台与长期资金相继表态或增持科技资产，政策与资金面对半导体链条的呵护延续，市场阶段性底部的信号正在累积。

- **配置线索一：超跌反弹，优选前期跌幅大、基本面扎实的龙头。**半导体设备、晶圆厂、光互连、PCB 及覆铜板等方向在 7 月回撤最深，但订单、产能与客户绑定等产业逻辑依旧清晰。这类资产在情绪企稳后具备更高的修复弹性，适合作为反弹组合的核心仓：北方华创（设备龙头，国产替代确定性最强）、中芯国际（晶圆厂产能价值重估）、中际旭创（光模块全球龙头，AI 需求未减，已完成港股 IPO）、深南电路与生益科技（AI 服务器 PCB/CCL 供需偏紧）、天数智芯（国产算力标的）。
- **配置线索二：产业新趋势——Rubin 架构量产催生高电压/高功率需求，利好功率半导体与 SiC 产业链。**下半年英伟达 Rubin 架构 GPU 进入量产部署，单柜 GPU 规模显著提升，直接推高数据中心的总功耗与供电复杂度。据 AI 硬件功耗测算，单台 AI 服务器功耗已达约 140KW，三层、四层网络下整柜总功耗升至 156-161 KW，其中网络与供电环节功耗随集群扩大而从约 10 KW 快速升至约 19 KW。为承载更高功率，AI 服务器电源架构正从当前 400V 平台向±400V、800V 等更高电压架构升级，带动更高等级的功率半导体（MOSFET、GaN）与碳化硅（SiC）器件需求放量。核心标的：英诺赛科（GaN 功率器件）、天岳先进（688234 CH/2631 HK，未评级，SiC 衬底龙头）。
- **配置线索三：消费电子半导体，周期触底回升叠加新 AI 硬件拉动。**前期受存储涨价对毛利率与估值的双重压制，消费电子相关芯片股在 7 月随板块深度调整；但随着消费类存储涨价斜率趋稳、对下游芯片毛利率的挤压边际缓和，以及终端需求温和回暖，叠加未来 AI 手机、AI PC、智能眼镜等新硬件的发布，相关半导体公司有望迎来“周期修复+AI 增量”的双重驱动。核心标的：豪威集团（CIS 图像传感器，受益手机光学升级与汽车感知）、瑞芯微（603893 CH，未评级，智能终端 SoC，受益 AIoT 与新硬件）。
- ❖ **推荐板块：**半导体设备、晶圆厂、光互联、PCB 及覆铜板、功率半导体与 SiC 产业链、消费电子半导体。
- ❖ **推荐买入：**北方华创（002371 CH，买入）、中芯国际（981 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）、英诺赛科（2577 HK，买入）、豪威集团（603501 CH，买入）。
- **风险提示：**盈利不及预期、海外云厂商资本支出不及预期、供应链扰动等。

消费

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

乐观。7月消费板块随港股整体修复回升，恒生消费指数当月上涨10.3%，跑输恒生综合指数的13.1%。板块内部略有分化：可选消费弹性更大，必需消费稳健跟涨——截止7月31日，日常消费涨约12.1%，可选消费月内涨约14.3%主要受汽车、互联网等大市值标的拉动；月内社服、商贸零售、餐饮及新消费个股多次领涨，资金自前期高拥挤科技方向阶段性回流至低估值泛内需。基本面看，6月社零同比由负转正至+1.0%（商品零售+0.9%、餐饮+1.2%），上半年累计+1.3%，反映季末支出与促消费政策形成边际支撑，但家电等耐用品仍受去年补贴高基数压制，修复节奏依旧温和。政策端再出重磅信号：国务院批复首份消费专项五年规划《扩大消费“十五五”规划》，锚定2030年社零约60万亿元，并突出服务消费提质、商品消费扩容、AI+消费与首发经济等方向；展望8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。核心标的包括上美股份 (2145 HK，未评级) 等。

■ 出海：内需不确定性下的业绩对冲选项

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

■ 推荐标的

食品饮料方面，建议关注持续受益于果汁、功能饮料等品类的农夫山泉 (9633 HK，买入) 及包装水市场份额降幅收窄且估值处于低位的华润饮料 (2460 HK，买入)；餐饮板块，建议关注高基数效应较弱、品类延伸支撑增长的瑞幸 (LKNCY US，买入)，在家用餐需求支撑增长的锅圈 (2157 HK，买入) 等；纺服及体育用品方面，建议关注估值较低且股息率具备吸引力的江南布衣 (3306 HK，买入)、基本面稳健且有望受惠于产品创新和运营效率提升使增长优于同业的波司登 (3998 HK，买入)、体育大年背景下业绩较有支撑的李宁 (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

7 月新能源车销量同比延续修复，出口高景气不改。我们跟踪的 14 家车企/品牌于 8 月 1 日公布 7 月销量，虽然 7 月为传统淡季，但新能源乘用车整体延续同比增长态势，出口仍是批发端保持韧性的核心驱动。比亚迪 7 月新能源乘用车销量 41.1 万台，同比增长 20.5%、环比增长 3.5%，连续三个月实现同比正增长，止跌企稳态势进一步确立，当月出口约 18.1 万台、占比约 43%；吉利银河 7 月销量 10.8 万台、同比增长 13.4%；极氪 7 月销量 3.6 万台、同比增长 111.1%，1-7 月累计同比增长 98.9%，高端化逆势突破。头部车企 7 月出口维持高景气，比亚迪、吉利、长城海外销量同环比高增。

新势力再洗牌，零跑独破 10 万台、蔚来小理环比回落。零跑 7 月销量同比增长 102.0%、环比增长 8.5%至 10.1 万台，成为首个单月交付突破 10 万台的新势力品牌。除零跑外，其他造车新势力（蔚来、小鹏、理想、小米、鸿蒙智行等）7 月交付均环比回落。我们预计小鹏月度销量的明显提升需等待 Mona 系列 SUV（Mona L03 已于 7 月 16 日上市）销量爬坡。蔚来在二季度交付低于指引后，7 月交付环比下滑 11.5%，弱于我们的预期。随着今年主要的新车已全部上市（ES9、L80、五座版 ES8），在售车型的销量稳定性略低于预期，未来几个月的交付或缺乏全新车型的增量支撑。理想的月销突破尤待全新 L6（7 月 16 日上市）的销量爬坡。

图 25: 重点车企于 8 月 1 日公布的 2026 年 7 月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	7 月新能源乘用车销量 (台)	同比变化%	环比变化%	1-7 月销量 (台)	YTD 同比变化%
比亚迪	411,072	20.5%	3.5%	2,188,447	-10.8%
长城	34,651	-0.1%	-1.1%	181,065	-7.5%
蔚来	35,934	71.0%	-11.5%	227,057	68.0%
理想	30,468	-0.9%	-1.4%	223,590	-4.7%
小鹏	38,027	3.6%	-5.2%	204,004	-12.8%
小米*	32,000	5.1%	-7.9%	217,055	15.2%
极氪	35,837	111.1%	1.9%	214,207	98.9%
吉利银河	107,797	13.4%	-0.4%	627,590	-2.5%
零跑	101,267	102.0%	8.5%	457,754	68.4%
广汽埃安	34,987	31.7%	3.9%	207,406	16.0%
东风岚图	13,189	8.7%	-7.3%	89,453	31.0%
长安深蓝	29,213	7.5%	-13.1%	184,968	8.5%
阿维塔	7,626	-24.2%	2.2%	38,825	-43.3%
鸿蒙智行	45,046	-5.7%	-11.0%	287,260	10.7%

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场; *小米的本月汽车销量为估计值

2Q26 业绩前瞻：产品结构 with 出口决定弹性，头部新势力迈向减亏拐点

8 月进入港股中报季，我们预计二季度业绩延续分化：受益于更优的产品结构和/或更高的海外销量占比，吉利、比亚迪、零跑、蔚来有望交出超出部分投资者预期的成绩单。具体预测可参考我们的深度报告 [《Auto - Sequential rebound: 2H26 outlook & 2Q26 earnings preview》](#)。

其中，比亚迪单车盈利有望随海外占比提升而环比修复，吉利二季度核心净利润有望同比大幅提升，零跑或凭历史新高的销量实现单季盈利与收入双双创纪录，蔚来则有望在二季度接近单季盈亏平衡。

小鹏、理想的净亏损预计均较一季度环比收窄，其中小鹏在 Mona M03 与新 GX 放量、经营杠杆改善下减亏幅度更明显；理想虽环比减亏，但仍受产品切换期与低毛利新车拖累，绝对亏损额仍处高位。

长城因俄罗斯回收费返还递延确认及汇兑波动等一次性因素，报表净利同比大幅下滑，但剔除后核心净利同比基本持平。整体看，一季度已是全年最差季度，业绩逐季改善方向明确，中报有望成为验证板块基本面拐点的催化。

下半年行业展望：底部已现，环比修复

我们判断上半年为本轮周期底部，下半年销量与盈利质量有望环比修复。我们下调 2026 年国内乘用车零售预测 11%至 2,065 万台（同比-11.2%），但仅小幅下调批发预测 0.7%至 3,077 万台（同比+2.2%），出口高景气是批发端保持韧性的核心支撑：我们将全年乘用车出口预测上调至 1,055 万台（同比+74.8%），占批发总量三分之一以上，其中新能源出口上调至 550 万台（同比+132.9%）。

上半年国内零售疲弱主因去年高基数、以旧换新补贴退坡（由固定金额改为按价格比例并设上限、低价车受损）、新能源车购置税优惠价减半及宏观扰动，20 万元以下及低线城市承压最大；车企以向 20 万元以上大车型和海外市场转移来保护利润率。

展望下半年，随着去年下半年高基数效应减弱，零售同比降幅有望自然收窄，叠加旺季与新车型放量，我们预计国内零售销量将从 8 月明显改善，而批发销量有望从 7 月开始同比转正，并在今年剩余月份均实现同比正增长。

此外，汽车消费是国内稳增长的重要抓手，我们认为在需求疲弱下出台新一轮刺激措施具备可能性，这是当前悲观定价下被市场低估的潜在上行催化。

■ 投资建议

整车首选：吉利汽车 (175 HK)。出口与高端化两条主线延续兑现：7 月出口 10.7 万台创单月新高、极氪 1-7 月累计同比增长约 99%，叠加收购 Ford España 强化欧洲本地化产能；受益于更优产品结构与海外占比，二季度业绩有望超预期并带动市场上调全年盈利预期，当前估值仍具吸引力。

零部件/智驾首选：地平线机器人 (9660 HK)。智驾国产替代龙头，随着 HSD 在中高阶市场份额提升及舱驾一体芯片放量，收入有望维持高增速；前期受车企自研芯片担忧股价回调后，负面情绪已较充分反应，中报业绩指引与新增定点有望成为催化。

此外可关注出口确定性强、受益于高油价的新能源车龙头（如比亚迪），以及有望迎来单季扭亏/减亏拐点的新势力（零跑、蔚来、小鹏）。

图 26: 中信港股汽车指数动态市盈率通道

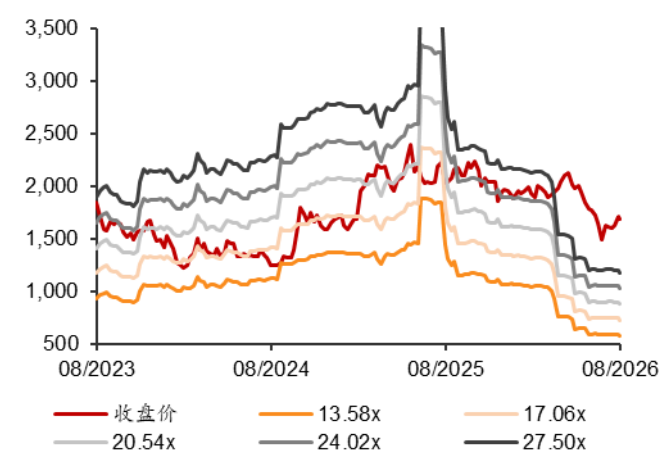


图 27: 中信港股汽车指数动态市盈率区间



- **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（8 月 3 日收盘）累计上涨 1.7%，跑赢 MSCI 中国指数 8.8%。近期医药行业有所反弹，7 月 1 日至今已累计上涨 8%。我们认为，中国创新药以及 CXO 行业的基本面强劲，在强劲的基本面驱动下，医药行业的估值修复将持续。今年以来，创新药出海 BD 交易规模保持快速增长，医药魔方统计，年初至今中国创新药 License-out 出海交易总金额达 1099 亿美元，交易数量 140 项，其中首付款金额 59 亿美元，交易总金额已达 2025 年全年的 79%，首付款已达 2025 年全年的 82%。且 MNC 与中国头部创新药企达成多笔针对多个早期管线的大额 BD 合作。例如，石药集团与阿斯利康达成关于 8 个创新长效多肽药物的 185 亿美元合作（首付款 12 亿美元）；恒瑞医药与 BMS 达成关于 13 个项目的 152 亿美元合作（首付 6 亿美元）；信达生物与辉瑞就 12 个肿瘤早期管线签署 105 亿美元合作（首付 6.5 亿美元），并早前与礼来达成 88.5 亿美元的肿瘤及免疫领域创新药合作（首付 3.5 亿美元）。我们认为，MNC 充分认识到中国创新药企在早期研发的高效与高质，因此通过达成多项早期管线的合作以锁定研发资源。与此同时，MNC 在中国寻找后期潜力管线的热情也将持续高涨。此外，药明生物等 CXO 企业在今年实现了一定程度的提价，体现了全球 CXO 需求景气度上行。我们预期提价对于业绩的影响将主要在明年开始体现。我们认为，商业化生产放量是 CXO 企业最重要的利润弹性来源，看好药明生物的商业化生产进入上行拐点，主要由双抗等复杂分子以及生物类似药的需求推动。

■ 推荐标的

推荐买入药明康德（603259 CH）、药明生物（2269 HK）、映恩生物（9606 HK）、三生制药（1530 HK）、信达生物（1801 HK）。

1) 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地建设产能，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。

2) 药明生物：公司正在迎接需求的景气度上行，双抗等复杂分子以及生物类似药将来带 M 端放量的重要机遇。首先，新签项目数同比超 50% 的增长（26 年前四个月）与 5%-15% 的提价，验证了行业景气度上行已从需求端传导至定价端，且由于订单收入确认的滞后性，今年签单将主要支撑 2027 年业绩，公司未来 3 年 20% CAGR 增长目标的能见度较高，其中 M 端超 30% 的增速指引更是隐含了 M 端业务即将迎来转折点的强烈信号。根据 IQVIA 数

据，2020-24 年有约 330 亿美金销售额的生物药专利到期，这一数字在 2025-29 年维持在 270 亿美元的高位，这为生物类似药创造巨大的市场替代空间，药明生物的第四代细胞株平台的表达量优势，则有望为公司打开生物类似药的庞大市场。其次，业务结构持续向高价值复杂分子倾斜，D 阶段双抗项目全球市占率超 60%、ADC 领域竞争者仅 2-3 家，寡头格局赋予了公司稀缺的定价权。第三，产能扩张节奏务实且以需求为导向，国内基地因性价比优势重获客户青睐，扭转了生物安全法案带来的悲观预期，新加坡、美国基地的布局则为地缘政治风险提供了对冲选项。风险方面仍需关注地缘政治扰动的反复，但整体而言，公司正处于订单、价格、产能利用率同步上行的窗口期，业绩具备较强的向上弹性。

3) 映恩生物：DB-1311/BNT324 (B7H3ADC) 在 mCRPC 领域已展现出具备竞争力的疗效/安全性特征，重磅品种潜力逐步显现。我们认为，DB-1311/BNT324 是公司当前最具战略价值的核心资产，并具备成长为重磅品种的潜力。基于公司已披露数据，DB-1311 在多线经治 mCRPC 人群中显示出优异的抗肿瘤活性和安全性：全球 1/2 期临床的整体中位 rPFS 达 11.3 个月，且 3 级及以上 TRAE 发生率仅为 20%。在既往未接受 Pluvicto/Lu177 治疗的患者中，中位 rPFS 进一步提升至 13.6 个月，进一步强化了其临床吸引力。从商业化角度看，前列腺癌的全球市场广阔。Pluvicto 在 2025 年全球销售额达到 20 亿美元，且诺华对其峰值销售预期为 50 亿美元。我们认为，DB-1311 若能够延续当前疗效与安全性优势，并顺利完成向更前线 mCRPC 及 CSPC/激素敏感前列腺癌人群的拓展，其潜在市场空间有望进一步打开，具备实现数十亿美元销售峰值的可能性。因此，DB-1311 是映恩生物重要的估值支撑。此外，DB-1311 联用 pumitamidg 也具备在 NSCLC 领域的重磅潜力。当前 TROP2 ADC 在一线 NSCLC 的开发路径多以联合 PD-1 为主，且较多聚焦于 PD-L1 高表达人群；相比之下，B7-H3 ADC 联合 IO2.0 的临床开发目前未严格以 PD-L1 表达进行患者区分，潜在适用人群范围可能更广，疗效可能更优。我们认为，若 DB-1311 联合 pumitamidg 能在今年 WCLC 披露的肺癌多队列数据中展现出积极的早期疗效和可管理的安全性，则有望显著提升市场对其在 NSCLC 领域开发潜力的预期。进一步看，公司计划在 2026 年下半年至 2027 年上半年启动全球 III 期，也意味着其对该组合在 NSCLC 的开发前景具备较强信心。

4) 三生制药：707 (PD-1/VEGF 双抗) 全球临床快速推进，已累计启动 11 项全球临床，包括 3 项全球三期临床，覆盖 4 项适应症，临床开发的进度和广度全球领先。此外，辉瑞计划在下半年启动 707 与 PADCE (Nectin-4 ADC) 联用的全球三期临床。在 2026 ESMO 会议上 (10 月 23-27 日)，辉瑞/三生制药将公布 707 联用化疗一线治疗非小细胞肺癌的中国二期临床更新数据，我们预计将有 mPFS 数据读出。我们认为，707 的价值发现仍处于早期，随着全球临床数据在未来几年陆续读出，707 的全球价值释放有望得到进一步的支撑。常规业务方面，2026 年受集采、医保续约谈判与税务政策调整的叠加影响，公司主业短期有所承压，但我们认为，市场对此已有一定预期。展望 2027 年，特比澳价格落定，多个新品种陆续获批上市或纳入医保，有望逐步贡献销售增量，常规业务有望回归稳定增长。

5) 信达生物：信达生物已进入商业化与创新管线双轮驱动阶段，产品收入端的持续放量显著增强公司基本面韧性。公司的季度产品销售收入屡创新高，今年第一季度超过了 38 亿元，同比增长超过 50%，延续了近年来的高增长趋势。受益于玛仕度肽、托莱西单抗和替妥尤单抗等产品的显著放量，我们预计公司的产品销售将延续强劲增长。IBI363 是公司中长期估值的关键变量，一线 NSCLC 数据读出尤为重要。公司已于 ASCO 披露了 IBI363 联合化疗的一线 NSCLC 剂量探索数据，其中 3-1.5mg 剂量组 ORR 达 81.8%，初步显示出较强疗效信号。我们期待公司在今年 ESMO 会议上披露的 IBI363 联合化疗一线治疗 NSCLC 的 Ph1b 更新数据，尤其是 PFS 和 OS 数据 (如有)。若该组合在更长随访下仍能维持较强疗

效，并表现出可接受的安全性轮廓，则有望明显提升市场对其进入全球 III 期开发的信心。同时，IBI363 即将在 ESMO 上披露的一线 GC 和 IO 经治肺腺癌的数据亦值得关注。

■ 风险提示

创新药出海 BD 授权推进及里程碑兑现不确定性；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

7月房地产销售呈现“淡季环比回落、一二手持续分化”的特征。二手房方面，据冰山大数据，7月20城二手房实时成交量单月环比-5.4%，同比+8.9%（6月约+9.7%），延续正增但绝对值处于淡季区间；分城看，北京、上海、广州、深圳同比分别约+10%、+3.8%、+0.6%、+10%，核心城市韧性分化。新房方面，传统淡季叠加高温与上月冲量高基数，重点16城网签量环比-26%，同比+14%，深圳、上海、北京、广州同比分别+49%、+16%、+8.1%、+0.3%，结构性亮点在于一线及部分优质项目，“好房子”与核心地段供给仍支撑局部成交。价格端延续“新房结构性微涨、二手小幅调整”：7月百城新建住宅均价环比约+0.26%，二手住宅均价环比约-0.44%；一线二手价格内部分化，上海等核心城市仍显相对坚挺。板块表现方面，7月港股整体修复，恒生指数当月上涨约13.1%；地产链自6月大幅调整后跟随反弹，港股通内房相关指数约+10.4%，物管相关指数约+14.3%，弹性弱于或接近大市但显著修复6月跌幅。政策端定调明确：7月30日政治局会议重申“稳定房地产市场”，并将地产置于“筑牢安全屏障”框架；7月31日国常会审议通过公积金条例修改相关草案，强调拓宽提取使用范围、扩大制度覆盖、更好满足多样化住房消费。土地市场继续“缩量提质”，上海、北京等核心地块多宗高溢价成交，头部房企补货向一线及强二线优质区位集中。展望8月，短期仍处传统淡季与中报业绩窗口，量价或维持震荡筑底、城市与项目分化加深；我们建议继续关注成交套均价、套均面积及核心城市去化，以判断需求能否由刚需进一步向改善传导。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圜的房企。

■ **风险提示：**购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

保险

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

■ 未来 3 个月看法中性乐观

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 7-8 月人身险保费或在去年同期高基数基础上承压。短期内板块或受市场资金轮动影响，成为承接不确定性的配置标的，建议关注板块估值修复机会。2026 年 1-6 月，人身险行业保费规模达 2.87 万亿元，同比+3.6%；6 月人身险保费规模为 4,788 亿元，同比-2.5%，其中，寿险、健康险和意外险保费同比-2.2%/-4.0%/-9.0%，主要受去年同期预定利率下调带动产品切换的高基数影响。2Q26 保险股估值承压，主要受交易及资金结构的影响，在当前低配+低估值背景下，我们预计中报净利润增长或成为短期板块估值修复的催化剂。中期分红落地将进一步稳固年内头部上市险企的股东回报预期。

2026 年 7 月金融板块股价表现边际反弹，银行、保险及多元金融股显著跑赢大市，其中申万保险指数 7 月上涨 13.8%，较前月 9% 的跌幅显著改善，领涨金融各子板块。Wind 香港保险指数 7 月回升 13.1%，带动年内收益转正，得益于 7 月保险股在中报业绩催化及低估值背景下的边际修复。我们认为 2Q26 保险股普遍承压主要受 1) 权益市场结构性行情；2) 10 年期国债收益率走低及 A 股大盘震荡；和 3) 7-8 月将面临新单高基数的共同影响。我们预计年内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 7 月底，沪深 300 指数较月初回调 8%，主要受资金板块轮动的影响。我们维持保险板块在非银金融中的首推排序，板块推荐顺序依次为保险>证券>多元金融。

■ 寿险

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，保险作为中长期理财承接居民中长期储蓄的需求仍在。自 7 月 1 日起，3.5% 演示利率的分红险产品停售，预计短期内将对 3Q 寿险保费增速带来影响。从 2026 年 1-6 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“医康养”布局背景下，中长期发展韧性及增长潜力充裕；3) 人身险赔付率水平整体可控。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。

■ 财产险

1-6 月财险保费规模（剔除个人意健险）达 7,679 亿元，同比下降 0.8%，延续第 5 个月同比下滑。6 月单月保费规模 1,604 亿元，同比下滑 0.7%，增速环比上月下降 1.2 个百分点，主要受责任险和农险单月保费下滑影响。具体来看，车险 6 月同比+1.0%至 793 亿元，占比 43%，非车险（含个人意健险）6 月同比+1.9%至 1,074 亿元，占比 57%。6 月，国内乘用车销量延续降幅，同比-5.3%（对比 5 月：-4.2%），但新能源车销量同比大幅提升+23.6%（对比 5 月：+14.4%），截至 1H26，新能源商业车险签单保费收入约 784 亿元，同比+18.5%，成为车险保费增长的核心引擎。非车保费增速放缓，1-6 月非车险保费同比+3.9%至 5,343 亿元，6 月单月非车保费规模同比+1.9%至 1,074 亿元（对比 5 月：+5.3%）。分险种看，6 月责任险/农险/健康险/意外险/其他险种保费分别同比+5.4%/+2.0%/+20.7%/+5.2%/-4.0%（对比 5 月：+15.9%/+4.7%/+16.8%/+5.9%/-10.3%），6 月健康险保费增速显著回暖，成为带动非车保费增长的核心支撑。我们维持 2026 年健康险行业保费规模突破万亿元的预期。我们预计 2026 年车险行业保费将延续低单位数增幅，增速与

新车销量增速匹配，件均保费将能企稳。老三家新能源车险承保盈利进一步稳固；车险费率持续改善抵补赔付率上行带动车险 COR 小幅改善。非车险保费增速保持平稳，非车 COR 有望于年内较大幅改善，其中个人意健险是驱动非车保费增长的主要动力。

■ 投资建议

当前板块交易于 0.3 倍-0.7 倍 FY26E P/EV 和 0.6 倍-1.2 倍 FY26E P/B，股息率 3%-6%，板块估值在资金低配+基本面稳健下具备上行空间。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%，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%。

■ 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

■ 核心观点

AIDC 电力设备: 6月我们在英国伦敦与 Ceres Power 的会面, 强化我们对固体氧化物燃料电池 (SOFC) 作为满足AIDC电力需求可行解决方案的信心 ([报告链接](#)), 我们看好**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** 2027年SOFC放量潜力([报告链接](#))。

重卡: 7月份重卡行业销量同比上升8%至9.2万辆, 增速较过去数月有所放缓, 但主要是由于7月14日起重卡新车强制安装自动紧急煞车系统 (AEBS) 的法规要求导致销量推前至5-6月份。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, 看好重卡出口增长强劲的中国重汽 (3808 HK, 买入)。

关键零部件: 美国联邦通信委员会 (FCC) 于 7 月 28 日发布声明称, 出于国家安全方面的考虑, 将禁止在美销售非美国制造的先进移动机器人 (包括人形机器人和四足机器人) 以及逆变器 (除非获得豁免)。我们认为, **恒立液压 (601100 CH, 买入)** 作为绑定美国主要人形机器人制造商的丝杠供应商, 加上大部分丝杠产能已分配给该美国机器人制造商, 其受此禁令的影响微乎其微, 甚至有机会受惠于美国客户的竞争优势扩大 ([报告链接](#))。

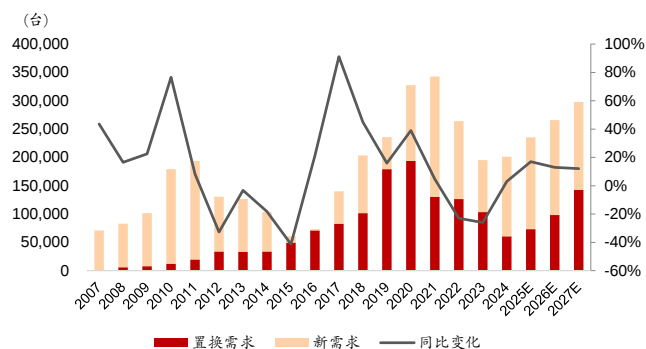
工程机械2Q26业绩前瞻: 在工程机械总体销售强劲的推动下, 我们预测**三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入)** /**中联重科 (1157 HK/ 000157 CH, 买入)** 2Q26净利润将分别同比增长40%/30% (剔除汇率变动影响) ([报告链接](#))。至于**三一国际 (631 HK, 买入)**, 我们预计2Q26净利润将出现温和下滑 (同比下降10%), 但降幅较1Q26的 -20% 有所改善 ([报告链接](#))。总体而言, 考虑到人民币在2Q26对主要货币持续升值 (对美元同比升值6%; 对欧元同比升值4%), 我们预计大多数工程机械公司将会录得汇兑损失, 具体损失规模取决于其各区域的销售构成及套期保值策略。

图 28: 2026 年 6 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	25,445	10,898	14,547	35%	34%	36%
轮式装载机	15,002	7,002	8,000	25%	16%	33%
其他机械						
汽车起重机	1,955	1,035	920	19%	15%	23%
履带起重机	377	88	289	33%	-4%	51%
塔式起重机	504	240	264	15%	11%	20%
叉车	160,742	98,919	61,823	17%	18%	15%
高空作业平台	24,733	10,411	14,322	38%	39%	37%

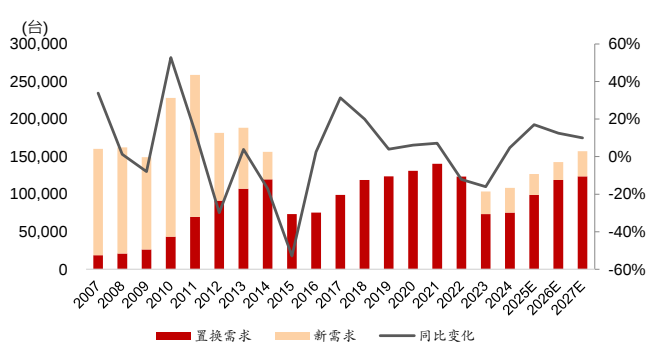
资料来源: 中国工程机械工业协会, 招银国际环球市场

图 29: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



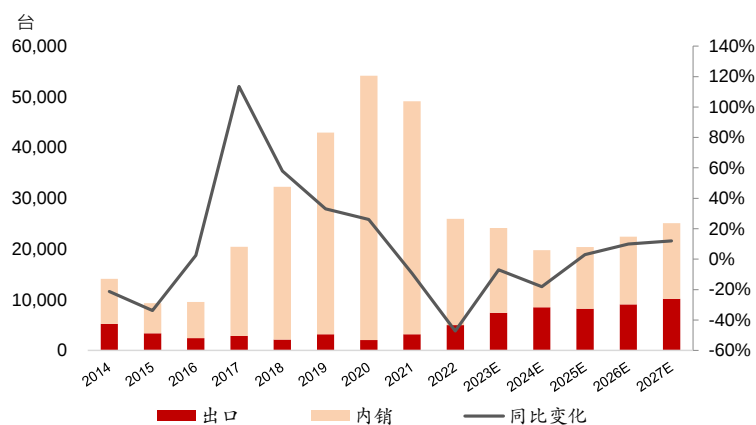
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

图 30: 招银国际环球市场轮式装载机销量预测



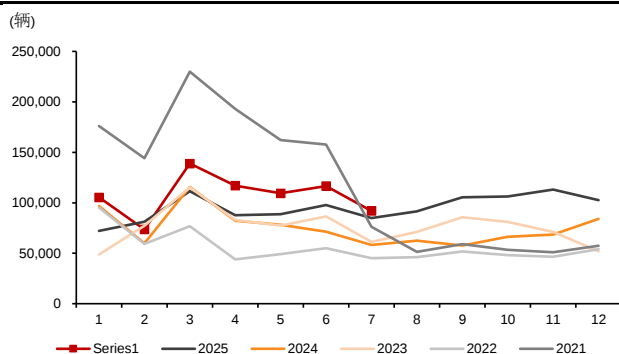
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

图 31: 招银国际环球市场汽车起重机销量预测



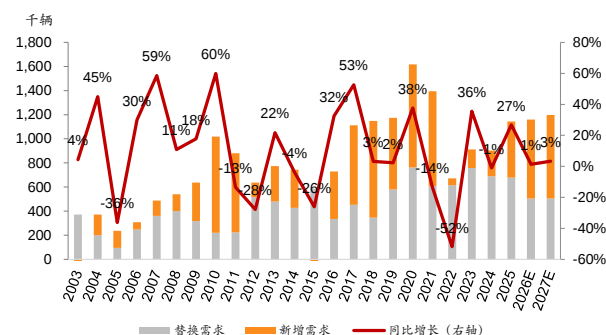
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场预测

图 32: 中国重卡批发销售量（国内+出口）



资料来源：Wind，第一商用车，招银国际环球市场预测

图 33: 招银国际环球市场重卡批发销量预测



资料来源：Wind，第一商用车，招银国际环球市场预测

■ 资本品行业选股建议

潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入) – 我们预计 2026 年重卡行业需求仍维持在高位。同时,在全球电力需求强劲拉动下,我们预计潍柴动力将持续受益于数据中心备用电源发动机业务的爆发式增长趋势。潍柴 1Q26 电力相关发动机的强劲增长(尤其是 AIDC 备用电源发动机同比增长 2.4 倍)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) – 我们看好恒立各业务线的增长动能,包括:(1) 导轨需求强劲,主要受机床和半导体领域驱动;(2) 人形机器人用滚珠丝杠在主要客户支持下具备巨大潜力;(3) 油缸和泵阀的产能正处于满负荷运转,主要由于采矿和农业机械等广泛下游需求驱动。我们预计精密工业(导轨及丝杠)营收将从 2025 年的 8000 万元人民币增至 2026/27 年的 4 亿元/10 亿元人民币。

三一国际 (631 HK, 买入) – 我们继续看好三一国际海外矿卡需求在金属价格上升下成为受惠标的,公司海外矿卡在手订单显著增长,从 3 月份的 36 亿元人民币增至 4 月中旬的 45 亿元人民币。同时,公司快速增长的锂电储能业务也将受惠于近期的需求上升,加上增长相对确定的港口机械业务,将抵消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。我们认为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。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) AIDC 投资不及预期影响电力设备需求; 2) 海外工程机械/重卡需求不及预期; 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

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

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

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

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。