

# 策略观点

## 政策十字路口

■ **宏观：**中国经济延续放缓，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。房地产销量继续探底，“828”政策短期内将导致房企现金流承压，行业加速向优质头部企业集中，长期将改善房地产供给质量，降低交付风险，有利于释放被压抑的刚需和改善性需求，推动房地产市场企稳回升。财政支出力度仍偏弱，预计将逐步改善。下半年政策关键变量将是“稳投资”工作，“6 张网”基建将成为主要抓手。人民币兑美元可能在 6.73 左右宽幅震荡，港股继续看好信息科技、工业和原材料板块。美国经济在下半年可能开始放缓，油价高企挤压居民实际收入和购买力的滞后效应开始显现，同时强劲企业资本开支将为经济托底。强劲的就业数据扫清了“就业太弱而无法加息”的障碍，但薪资同比持续放缓和就业反弹部分受季调影响均不支持仅凭本次非农启动加息。我们倾向联储 9 月维持利率不变，CPI 数据将是联储决定关键。预计 8 月 CPI 与核心 CPI 环比增速可能分别在 0.4% 和 0.2% 左右，对应同比增速约为 3.4% 和 2.4%。2 季度美股盈利保持强劲，超 80% 企业盈利超预期，盈利同比增速升至 34.6%，驱动盈利的行业更加广泛。AI 资本开支及终端收入和联储货币政策将成为后市的两大主线，推荐杠铃型配置以把握 AI 结构性增长机会并对冲滞涨风险，看好半导体硬件、传媒、医药和原材料板块。

■ **互联网：**回顾互联网与软件板块 2Q26 业绩，市场关注重点仍然聚焦在 AI 投入的 ROI 及其可持续性。我们认为决定业绩后盈利预期和估值的两个关键因素为：1) 公司主业或现金流情况是否具备足够韧性；2) AI 是否已经开始产生显性收益。中国互联网板块当前估值整体仍然较低（目前一年远期 PE 处于 5 年均值的 22% 分位），但估值修复的空间和可持续性或有赖于基本面的改善空间。在此视角下，我们推荐：1) 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；2) 估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如腾讯、网易、BOSS 直聘；3) 行业竞争格局边际改善视角下基本面有修复空间的美团。

■ **软件及 IT 服务：**回顾 8 月，企业软件板块龙头 Salesforce 披露好于预期的业绩带动市场对“AI 替代软件”的叙事担忧有所缓解，板块整体估值显著修复。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；同时我们也看好企业软件板块在稳健业绩支撑下，公司估值的进一步修复，目前北美科技软件板块估值为 35x，相较过去 2 年均值仍有 19% 修复空间。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）、Salesforce（CRM US）。

■ **半导体：**震荡格局，等待筹码自然出清。8 月半导体板块如期出现技术性反弹，但整体偏弱、未能形成趋势性上行：费城半导体指数（SOX）8 月月内一度冲高后回吐大部分涨幅，最终月度上涨约 2.0%、跑输标普 500 指数的约 2.6%；A 股申万半导体行业指数全月上涨约 8.9%，但月中冲高后回落、月末回吐近半涨幅，月成交额环比降约四成，科创 50 上涨约 3.0%、亦跑输沪深 300 的约 4.0%。反弹偏弱主要源于三方面：科技板块前期涨幅大、筹码拥挤，存量资金“高低切换”；中报业绩期“利好兑现”特征明显——英伟达 8

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

郭书音

周志敏

张元圣

郭远宁

张苗

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

马毓泽

冯键嵘, CFA

月 27 日披露大超预期业绩，费城半导体指数当日上涨 2.3%、次日即回落 3.5%；美联储 9 月议息会议与中美元首会面等宏观事件临近，风险偏好受抑。展望 9 月，业绩真空期叠加国庆假期临近，缺乏产业与业绩催化，板块大概率维持震荡格局、等待筹码自然出清；待宏观不确定性消化与三季报窗口打开后再择机加码。配置上：①超跌反弹龙头；②英伟达 Rubin 平台量产后带动的高电压、散热、PCB 升级、服务器升级、NPO/CPO 等新技术方向；③国产自主可控供应链——国产大模型获市场认可带动国内 AI 资本开支持续上修（阿里单季资本开支 677 亿元、同比+75%，另配售 800 亿港元全部投入 AI），苹果对长鑫 DRAM 启动技术验证，长江存储 IPO 临近带来扩产机会，利好国产半导体设备产业链；④周期触底与新 AI 硬件拉动的消费电子半导体。

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）

- 消费：乐观。8 月消费板块随港股回调，恒指下跌 1.2%、恒生科技下跌 4.3%；必需性消费下跌 6.1%垫底、非必需性消费跌逾 5%，明显跑输大盘。基本面上，7 月社零+0.6%（剔除汽车+2.5%），餐饮（+1.4%）快于商品（+0.5%），前 7 月服务零售额+5.0%，延续“总量温和、服务与政策品类占优”的分化格局。政策端：七部门《推动商品消费扩容升级的实施意见》锚定 2030 年社零约 60 万亿元，财政贴息扩容、县域消费新政相继出台。8 月中报季结束，板块业绩整体呈现基本面仍在筑底、盈利弱于收入、结构持续分化等特征，也从三方面验证我们此前的配置判断：1）刚需与现金流资产业绩确定性最高——软饮头部（农夫山泉）、餐饮龙头（海底捞 100%派息）、家电红利（板块股息率约 4.7%）在需求走弱中仍交出稳健答卷，且分红回报持续提升，符合我们此前以必需消费与红利品种为底仓配置的建议。2）“低成本情绪慰藉”逻辑有效但内部开始分层——潮玩、美妆、黄金珠宝均呈现“头部独享增长、腰部承压”格局（老铺黄金+60% vs 其他重点金饰-44%；毛戈平高增 vs 板块多个标的扣非净利润负增），选股须进一步向份额提升的龙头集中。3）出海与全球化成为收入端最重要支撑，但汇兑显著扰动利润（家电企业汇兑损失 6-10 亿元不等、泡泡玛特汇兑损失 7 亿元），后续应更关注真实经营盈利质量而非表观利润。展望 9 月，板块盈利尚在磨底，但预期与持仓双低、估值经回调后重具性价比，双节与政策细则构成催化，建议以业绩能见度高、现金流稳健、股息较优的必需消费与红利品种为底仓，逢低关注前期超跌、经营韧性获中报验证的可选消费与消费者服务。中期维度来看，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，建议关注：1）品类延伸支撑增长、业绩能见度较高的农夫山泉（9633 HK），基本面于 2026 年完成筑底、正逐步迈入修复通道的华润饮料（2460 HK），市场信心经历重挫、一旦修复兑现则弹性可观的锅圈（2517 HK）；2）业绩较有支撑、股息回报较优，且出海动作积极、相关价值尚未被充分定价的运动品标的安踏体育（2020 HK）、361 度（1361 HK）等；3）悦己情绪消费中业绩稳健、出海潜力较高的标的。

- **汽车：**新能源车销量延续修复，出口与高端化仍是盈利分水岭。我们跟踪的 14 家车企/品牌于 9 月 1 日公布 8 月销量，合计同比+18%、环比+5%。随着港股中报季收官，二季度业绩印证“上半年为底、逐季修复”——整车厂中比亚迪、吉利毛利率环比改善、出口兑现盈利质量，长城受俄罗斯回收费一次性拖累；新势力加速分化，零跑率先稳定盈利并带动市场预测上调，蔚来、小鹏指向四季度盈亏平衡，理想修复最慢；零部件与智驾（敏实、地平线、来福）以智能化、出海  $\alpha$  跑赢总量，经销商价格战承压、途虎在后市场逆势扩张。目前市场对“金九银十”预期较为保守，我们认为季节性、低基数叠加新车放量将推动行业销量环比继续修复。建议逢低布局，整车首选比亚迪（1211 HK）、智驾/零部件首选地平线机器人（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 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。更加重要的是，重磅品种的海外临床及商业化推进将驱动创新药板块的持续上涨。此外，CXO 也迎来需求景气度上升周期，上半年业绩普遍超预期，订单增速强劲。药明生物等 CXO 企业在今年实现了一定程度的提价，验证了全球 CXO 需求景气度上行。我们认为，CXO 企业具备较高的增长确定性，强劲的订单增长以及提价对于业绩的驱动作用将延续到明年。
- **房地产和物管：**乐观。8 月房地产销售二手好于新房，政策密集加码。二手房方面，据冰山大数据，8 月 25 城二手房实时成交量单月环比+1.1%，同比+12%，同环比较 7 月均有改善，主要系北京上海政策暖风带动市场情绪阶段性回暖；分城看，北京、上海、广州、深圳同比分别约+5%、+7%、+4%、+4%，核心城市势能分化。新房方面，重点 16 城网签量环比-4%，同比+7%，深圳、上海、北京、广州同比分别+51%、+16%、+0%、+18%。深圳表现亮眼主要由于低基数效应及部分学区积分上调倒逼有需求家庭提前入市。价格端延续“新房结构性微涨、二手承压”：8 月百城新房均价 17,255 元/平米，环比+0.15%、同比+2.04%，上海、杭州、成都等优质项目入市带动结构性上涨；百城二手均价环比-0.45%、同比-7%。板块表现方面，8 月恒生指数下跌约 1.2%，港股通内地地产相关指数约-2.8%、地产开发类约-5.5%，物管相关指数逆势+2.2%，物管防御属性凸显、开发板块受新政短期现金流担忧压制。政策端迎来历史性变化：8 月 28 日住建部等三部委联合印发完善商品住房销售制度的通知，央行、金监局及证监会同步出台信贷与资本市场配套文件，销售端转向“封顶预售、现房优先”并实行新老划断，信贷端由主体信用转向项目信用、个贷最长年限由 30 年延至 40 年，资本端多工具常态化；月内北京（8 月 7 日放松五环内非京籍限购）、上海（8 月 21 日“沪八条”）先后加码，新版住房公积金管理条例亦落地。我们认为，828 新政若严格执行将使房企现金流短期承压、带来新房供给缩减，需求像二手转移。但中长期有助于新房供给质量提升，供应集中度向优质房企集中，需求端则大幅缓解烂尾担忧，提振购房意愿。展望 9 月，8·28 新政的落地力度将随各地细则出台逐步明朗；因城施策节奏不一或带来阶段性波动，建议密切跟踪地方细则落地进度与土拍市场反馈。“金九银十”旺季将至，我们认为政策效应或先提振二手交易情绪与成交量，新房端亦可能因房

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

- **保险：**中期业绩验证权益增配下盈利高弹性，资产负债共振驱动板块估值进一步修复。8 月上市险企披露中报业绩，投资收益带动盈利增长强劲，资产负债改善驱动净资产稳健提升。中期分红同比实现较快增长，其中国寿、人保每股股息同比+50%/+47%超预期。负债端基本面延续韧性，资产负债共振将利好板块估值中枢修复。从 1H26 业绩归因看，投资收益大幅提升成为驱动利润增长的关键，二级权益占比再创新高，债券投资占比基本稳定，其中 FVOCI 股票占比较快提升，反映在长端利率低位震荡、权益市场结构性回暖的行情下，险企增配权益资产以增厚整体投资收益、边际放缓拉长资产久期的配置变化。公开市场权益(股票+权益基金)占比较年初普遍增长，其中新华/国寿较年初+4.4pct/+2.3pct 至 25.5%/19.2%，位居行业前列。OCI 股票占比较年初提升，其中国寿和平安 OCI 股票占比较年初提升 10.pct/9.3pct，升幅亮眼。寿险方面，NBV 延续正增长，但 2Q 增速同比下滑，主要受新单保费去年同期较高基数的影响，新业务价值率基本稳定。国寿 NBV 同比+33.7%，大幅领先同业。分渠道看，个险新单保费增速维持韧性，人均产能显著提升对冲代理人规模较年初小幅回落的影响，银保新单受部分险企主动调整业务结构压降趸交规模表现分化，预计新业务价值率有望在分红险占比提升、银保报行合一持续深化及产品结构向长期期交转型的动态平衡中保持稳健。财险上半年承保综合成本率(COR)同比改善，费用率显著改善抵补赔付率上行，带动承保利润回升；但车险/非车保费增速回落。预计年内综合成本率峰值将于 3Q 体现，下半年关注大灾赔付对整体 COR 影响以及非车险综合治理成效。中资保险 H 股当前交易于 0.3-0.6 倍 FY26E P/EV 和 0.6-1.1 倍 FY26E P/B，估值处于历史低位持续磨底，看好板块在中报盈利验证及负债端基本面稳健、资产负债持续改善下的修复机会，维持“优于大市”评级。

- **资本品（优于大市）：1H26 业绩回顾：**工程机械及重卡公司 2Q26 业绩普遍受到人民币升值导致的外汇损失以及海运费上升所影响，但总体上收入增长在出口强劲下表现理想，当中三一重工和三一国际业绩超出预期，恒立液压、潍柴动力及中国重汽符合预期，中联重科则弱于市场预期（尽管盈利下跌幅度符合我们预期）。**核心观点：AIDC 电力设备：**我们继续看好 AIDC 电力设备，在全球大型燃气机订单排至 2030 年的背景下，柴油和燃气发电机将继续成为填补短期全球电力供应缺口的方案，我们预计**潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）**，作为主要的受益者，将于 2026/27 年分别交付 4,000/6,000 台柴发以及 200/2,000 台气发。**矿山机械：**大宗商品价格高企、大型矿山机械保有量设备老化、加上中国制造商通过电动化及售后服务强化等因素支持，我们继续看好中国制造商在海外挑战 Caterpillar (CAT US，未

评级) 以及小松 (6301 JP, 未评级) 在大型矿山机械的主导地位。我们看好 2Q26 业绩好转以及矿卡销售放量的三一国际(631 HK, 买入)。重卡: 8 月份重卡行业销售同比下跌 9%至 8.3 万辆, 跌幅较 7 月份的同比-1%扩大, 主要由于 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 2026/27 年重卡需求的乐观预期, 主要得益于更新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)。

图 1: 行业荐股

| 公司名称       | 股票代码      | 行业        | 评级 | 股价<br>(当地货币) | 目标价<br>(当地货币) | 上行/下行<br>空间 | 市盈率(倍)<br>1FY | 2FY  | 市净率(倍)<br>1FY | ROE(%)<br>1FY | 股息率<br>1FY |
|------------|-----------|-----------|----|--------------|---------------|-------------|---------------|------|---------------|---------------|------------|
| 腾讯         | 700 HK    | 互联网       | 买入 | 435.40       | 735.00        | 69%         | 12.4          | 11.6 | 2.8           | 18.9          | 1.2%       |
| 阿里巴巴       | BABA US   | 互联网       | 买入 | 112.66       | 220.10        | 95%         | 17.7          | 11.3 | 1.1           | 6.7           | 0.0%       |
| 美团         | 3690 HK   | 互联网       | 买入 | 80.60        | 138.00        | 71%         | 127.7         | 15.3 | N/A           | N/A           | 0.0%       |
| 网易         | NTES US   | 互联网       | 买入 | 119.45       | 159.50        | 34%         | 12.7          | 11.1 | N/A           | 21.7          | 0.0%       |
| BOSS直聘     | BZ US     | 互联网       | 买入 | 16.62        | 23.00         | 38%         | 12.9          | 11.5 | N/A           | N/A           | 0.0%       |
| 微软         | MSFT US   | 软件 & IT服务 | 买入 | 493.95       | 634.2         | 28%         | 24.7          | 21.4 | N/A           | 30.1          | 0.0%       |
| 亚马逊        | AMZN US   | 软件 & IT服务 | 买入 | 256.97       | 301.00        | 17%         | N/A           | N/A  | N/A           | 20.5          | 0.0%       |
| 谷歌         | GOOG US   | 软件 & IT服务 | 买入 | 335.38       | 428.00        | 28%         | 22.7          | 23.0 | N/A           | 79.0          | 0.0%       |
| Salesforce | CRM US    | 软件 & IT服务 | 买入 | 249.12       | 312.00        | 25%         | 14.9          | 14.9 | 3.4           | 17.7          | 0.0%       |
| 北方华创       | 002371 CH | 半导体       | 买入 | 647.87       | 814.00        | 26%         | 62.7          | 41.4 | N/A           | 18.2          | 0.2%       |
| 中芯国际       | 981 HK    | 半导体       | 买入 | 65.35        | 119.00        | 82%         | 36.0          | 27.6 | 3.1           | 8.6           | 0.0%       |
| 中际旭创       | 300308 CH | 半导体       | 买入 | 902.37       | 1400.00       | 55%         | 27.8          | 16.8 | N/A           | 66.1          | 0.4%       |
| 深南电路       | 002916 CH | 半导体       | 买入 | 382.50       | 462.00        | 21%         | 46.6          | 30.6 | N/A           | 27.0          | 0.6%       |
| 生益科技       | 600183 CH | 半导体       | 买入 | 146.28       | 190.00        | 30%         | 49.3          | 30.8 | N/A           | 38.1          | 1.7%       |
| 天数智芯       | 9903 HK   | 半导体       | 买入 | 339.20       | 872.00        | 157%        | N/A           | 76.2 | N/A           | N/A           | 0.0%       |
| 英诺赛科       | 2577 HK   | 半导体       | 买入 | 43.20        | 74.20         | 72%         | N/A           | N/A  | N/A           | N/A           | 0.0%       |
| 豪威集团       | 603501 CH | 半导体       | 买入 | 80.47        | 125.00        | 55%         | 28.6          | 21.2 | N/A           | 10.9          | 0.5%       |
| 农夫山泉       | 9633 HK   | 消费        | 买入 | 41.10        | 60.93         | 48%         | 22.4          | 20.3 | 8.6           | 41.4          | 3.1%       |
| 华润饮料       | 2460 HK   | 消费        | 买入 | 7.45         | 9.57          | 29%         | 15.2          | 13.3 | 1.3           | 9.1           | 0.0%       |
| 锅圈         | 2517 HK   | 消费        | 买入 | 1.75         | 3.07          | 76%         | 7.5           | 5.7  | 1.2           | 18.6          | 8.7%       |
| 安踏体育       | 2020 HK   | 消费        | 买入 | 75.95        | 105.30        | 39%         | 12.5          | 11.1 | 2.3           | 22.8          | 4.6%       |
| 361度       | 1361 HK   | 消费        | 买入 | 4.55         | 7.09          | 56%         | 5.7           | 5.0  | 0.7           | 13.0          | 9.3%       |
| 比亚迪        | 1211 HK   | 汽车        | 买入 | 83.85        | 125.00        | 49%         | 18.1          | 14.8 | 2.0           | 13.7          | 1.1%       |
| 地平线机器人     | 9660 HK   | 汽车        | 买入 | 4.42         | 7.00          | 58%         | N/A           | N/A  | 2.6           | N/A           | 0.0%       |
| 药明康德       | 603259 CH | 医药        | 买入 | 156.35       | 170.00        | 9%          | 19.2          | 17.1 | 4.9           | 25.9          | 1.5%       |
| 药明生物       | 2269 HK   | 医药        | 买入 | 49.30        | 60.00         | 22%         | 26.7          | 22.1 | 2.9           | 11.7          | 0.0%       |
| 映恩生物       | 9606 HK   | 医药        | 买入 | 186.60       | 284.50        | 52%         | N/A           | N/A  | N/A           | N/A           | 0.0%       |
| 三生制药       | 1530 HK   | 医药        | 买入 | 16.43        | 34.78         | 112%        | 17.1          | 22.0 | 1.1           | 6.6           | 1.6%       |
| 信达生物       | 1801 HK   | 医药        | 买入 | 100.20       | 130.25        | 30%         | 62.1          | 45.6 | 6.7           | 11.5          | 0.0%       |
| 贝壳         | BEKE US   | 房地产       | 买入 | 17.27        | 22.40         | 30%         | 14.8          | 13.4 | N/A           | 9.4           | 0.0%       |
| 华润万象生活     | 1209 HK   | 房地产       | 买入 | 40.80        | 53.58         | 31%         | 18.0          | 16.5 | 5.0           | 28.3          | 5.6%       |
| 绿城服务       | 2869 HK   | 房地产       | 买入 | 4.28         | 6.55          | 53%         | 11.1          | 9.9  | N/A           | 12.6          | 6.8%       |
| 滨江服务       | 3316 HK   | 房地产       | 买入 | 21.82        | 31.37         | 44%         | 8.3           | 7.7  | 2.8           | 35.5          | 9.5%       |
| 中国平安       | 2318 HK   | 保险        | 买入 | 55.25        | 81.00         | 47%         | 5.4           | 5.0  | 0.8           | 14.7          | 6.3%       |
| 中国人寿       | 2628 HK   | 保险        | 买入 | 29.62        | 39.0          | 32%         | 3.3           | 4.2  | 1.0           | 32.6          | 3.6%       |
| 友邦保险       | 1299 HK   | 保险        | 买入 | 76.90        | 112.00        | 46%         | 12.5          | 11.3 | 2.2           | 18.1          | 2.8%       |
| 潍柴动力       | 2338 HK   | 资本品       | 买入 | 31.96        | 44.70         | 40%         | 16.1          | 13.7 | 2.3           | 15.2          | 3.6%       |
| 潍柴动力       | 000338 CH | 资本品       | 买入 | 26.61        | 38.90         | 46%         | 17.3          | 16.3 | 2.3           | 13.7          | 0.0%       |
| 三一国际       | 631 HK    | 资本品       | 买入 | 10.01        | 17.10         | 71%         | 11.6          | 8.2  | 1.9           | 17.3          | 5.5%       |
| 恒立液压       | 601100 CH | 资本品       | 买入 | 102.13       | 132.00        | 29%         | 40.5          | 32.5 | 7.0           | 18.4          | 1.1%       |
| 三一重工       | 6031 HK   | 资本品       | 买入 | 19.85        | 27.5          | 39%         | N/A           | N/A  | 1.6           | N/A           | 0.0%       |
| 三一重工       | 600031 CH | 资本品       | 买入 | 19.97        | 26.20         | 31%         | 18.3          | 15.1 | 1.9           | 10.8          | 2.8%       |
| 中国重汽       | 3808 HK   | 资本品       | 买入 | 42.90        | 46.00         | 7%          | 12.5          | 11.3 | N/A           | 17.2          | 3.2%       |

资料来源：彭博，招银国际环球市场。数据截至 2026 年 9 月 9 日 12:00

## 宏观经济

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

### 中国

#### 宏观经济

经济放缓，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 7 月 1.36 的全年低点小幅升至 8 月 1.42。进出口活动保持景气，港口集装箱吞吐量 8 月同比增速从 7 月的-1.1%降至-4.1%，但由于出口单位价格受电子器件等推升，预计整体出口仍将保持正增长。韩国与越南 8 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、货车通行量和航班货运同比下跌，邮递揽收量同比放缓。8 月制造业与非制造业 PMI 均延续收缩，分别回升 0.6 个百分点和持平至 49.8%和 49%。行业上分化显著，高新技术、装备制造业、信息服务和暑期消费相关行业保持扩张，但消费品、批发零售、化工和黑色金属等行业景气度偏弱。建筑业 PMI 收缩幅度扩大，预示固定资产投资可能仍然低迷。大品类消费仍较疲软，乘用车销量在 8 月同比跌幅扩大至 22.4%左右。工业企业盈利延续改善，前 7 月利润增速保持在 17.6%的高增速，但单月增速放缓至 11.2%。结构性分化加剧，上游采矿同比增至 34.9%，同时制造业行业利润高度集中在 AI 硬件相关的计算机及电子设备、有色金属冶炼和化工等。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加快而有望触底回升，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。

大宗商品价格和供给侧调控可能推动下半年再通胀。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%、2.3%和 0.9%。7 月 PPI 环比跌幅进一步扩大至-0.7%，同比跌幅放缓至 3.5%，主要是因石油价格大幅下跌，化工制品、黑色金属、有色和非金属矿物等价格也有所下降。下游消费品价格环比下跌 0.1%，反映终端需求仍偏弱。CPI 同比增速放缓至 0.5%，环比增速下跌 0.1%，能源是主要推动。汽车、服装、教育、通讯和邮递服务等价格仍然疲弱。整体来看，本轮价格回升主要是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，由于下游需求依然疲软，再通胀的持续性偏弱。由于近期石油和有色金属等国际大宗商品价格再次回升，PPI 环比增速可能反弹，工业企业利润可能延续改善。

房地产市场仍在筑底，一二线城市明显分化。新房销量跌幅扩大，全国 30 重点城市 8 月销量同比增速从 7 月的-2.6%跌至-10%，其中二线和三线城市同比跌幅分别从-2.6%和-17.2%扩大至-15.5%和-23.2%，一线城市则从 12.8%升至 14.3%。整体较 2018-2019 年同期销量的恢复率从 7 月的 35.1%降至 8 月的 34.5%，创历史新低。二手房销量同步放缓，8 月 12 个代表性城市二手房销量同比增速从 7 月的 8.9%放缓至 7.4%，较 2019 年同期恢复率保持在 103.5%左右；房价延续下跌，7 月全国新房环比下跌 0.2%，二手房环比下跌 0.3%，其中一线城市环比升幅均有所收窄，二三线城市延续下跌。全国 8 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 8 月新房库存去化周期仍在 21.3 个月左右历史高位，其中一线城市 11.5 个月，二线城市 41.8 个月。7 月全国家庭新增中长期贷款净减少 1,200 亿，家庭部门加速去杠杆，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。“828”房地产新政的主要内容包括商品房现房销售制度、个人按揭贷款改

为受托支付并延迟至项目竣工备案后发放、预售资金监管变为主办银行责任制、房贷期限上限从 30 年变为 40 年等。短期看，新政将导致房企现金流承压，资金回流周期拉长，行业周转效率下降，高杠杆、弱资质房企将加速退出，行业向头部企业集中。但文件中非强制的措辞将保留弹性，地方具体细则仍未出台，为房企留足缓冲空间。新房可售货源将收缩，二手房成交占比将上升。长期看，房地产行业商业模式将重构，从“高周转、高杠杆”转向“低周转、高质量”模式，将更加强调房企的产品质量、运营和成本管控能力。交付风险将显著降低，有利于释放被压抑的刚需和改善性需求，推动房地产市场企稳回升。

## 宏观政策

货币政策强调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 4 季度左右。由于近期价格水平持续回升和同时大型商业银行净息差处于历史低位，央行降息降准的紧迫性有所降低。央行二季度货币政策执行报告延续“适度宽松”基调，强调“综合运用并适时调整货币政策工具”，并未直接提及降准降息，意味着短期内可能性较低。同时明确短端利率调控目标将从 DR007 逐步转向 DR001，并指出未来贷款“降速提质”将成为新常态。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“结构优化及精准赋能”，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。

财政政策延续收紧，预计将逐步改善。全国一般公共预算收入同比累计增长从前 6 月的 4.7% 增至前 7 月 5.8%，快于全年 2.2% 的增速目标。一般公共预算支出累计增长从 1.5% 降至 1.3%，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 -21.6% 小幅升至 -21.2%，落后于全年 0.6% 增长目标，主要受地方政府卖地收入减少拖累。政府性基金支出累计同比保持在 -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，7 月政府债净融资同比从 -43.1% 反弹至 5.6%，年内首度转正，有望在未来数月转为实物工作量。展望未来，稳投资将成为下半年财政发力的主线。一方面，财政空间仍然充足。至 7 月末全年 13.9 万亿债券额度仅使用约 56%，慢于去年同期的 64%，仍有约 6.1 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，有足够空间缓解地方政府债务压力和应对经济下行冲击。另一方面，8 月以来包括发改委、商务部和住建部等主要部门密集推动“稳投资”工作展开，“6 张网”基建将成为主要抓手。

## 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。8 月央行公开市场操作整体呈“收长放短”，一方面通过隔夜逆回购累计投放超 1 万亿，维持整体流动性宽松。另一方面通过 MLF 净回笼 1,000 亿中长期资金，体现对债市利率过快下行的“敲打”信号。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 1.68% 降至年底的 1.6% 左右。8 月国债收益率在 1.68-1.71% 波动，较 7 月小幅下移，核心影响来自经济基本面的走弱，固定资产投资进一步萎缩，消费增速回落，CPI 与 PPI 进一步放缓，新增信贷弱于预期。展望未来，预计利率将震荡下行，一方面，内需仍疲软，经济数据可能延续放缓。同时新版业务考核压力下，债券配置思路可能向长端倾斜，提升长债配置需求。另一方面，4 季度政府债券供给可能迎来放量，央行不愿看到长债过快下行，限制利率回落幅度。由于经济内

生动能持续减弱，我们认为央行年内仍有降息可能，国债利率将下行，整体收益率曲线可能牛抖。

人民币兑美元保持温和升值但节奏受控。预计美元/人民币汇率可能从在 6.73 左右宽幅震荡至年底。人民币近期走强的主要支撑因素来自中国出口和结汇意愿较强和投资者对美国债务可持续性和联储政策独立性担忧导致的美元贬值交易。但人民币升值空间将有限，首先，央行已发出不愿看到人民币过快升值信号，人民币中间价较离岸人民币汇率差值处于历史新高。另外，中美 3 年利差仍处于高位，背后隐含中国经济基本面偏弱修复的预期，限制人民币进一步升值空间。

预计恒生指数和恒生科技至年底可能分别上涨 5.7% 和 16% 左右至 26,900 和 5,260 点，分别对应 26 年 4% 和 -9% 的 EPS 增速和 12 和 23 倍 PE。8 月，恒生指数与恒生科技分别下跌 1.2% 和 4.3%，消费、电信服务和地产建筑等表现不佳，能源、医疗保健和原材料领涨。由于内需仍偏弱，港股行业分化，受益于国际大宗商品涨价和外需的中上游和出海行业盈利动能更为强劲。港股估值依然不贵，恒生指数动态 PE 为 11.6 倍（数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 9 月 4 日收盘，下同），与近十年的 11.4 倍均值接近。南向资金平均每周净买入额从 7 月的 150 亿降至 8 月的 20 亿，恒生指数 26 年盈利预期较年初也下修了近 4%。增量资金有限，整体盈利偏弱，市场缺乏普涨动能。预计在政策托底下，下半年市场将延续结构性机会：1) AI 产业相关的算力硬件、电力基础设施和云服务厂商等。2) 油价中枢中长期抬升带来的新能源出海机会。3) 中国经济再通胀与国际大宗商品价格反弹带动重点中上游行业利润改善等。我们相对看好港股信息技术（动态 PE 15.9 倍，ROE 14.8%，未来 2 年平均 EPS 增速 18.1%）、工业（动态 PE 11.6 倍，ROE 9.1%，未来 2 年平均 EPS 增速 20.8%）和原材料（动态 PE 9.5 倍，ROE 20%，未来 2 年平均 EPS 增速 48.4%）。

## 美国

### 宏观经济

美国经济可能放缓，油价冲击的滞后影响将开始显现。我们预计 GDP 同比增速可能从上半年的 2.4% 降至下半年的 2.1%。上半年美国经济表现超预期，主要因去年 4 季度政府停摆导致部分支出推迟至 1 季度、减税政策支撑居民消费韧性和 AI 基建景气导致相关固定资产投资大幅反弹等因素。展望下半年，美国经济可能降温，增长动能进一步分化。消费可能逐步走弱，企业投资可能延续强劲。首先，白宫《大而美法案》中家庭退税已在 2-4 月集中返还家庭银行账户，对消费的提振效应将在下半年开始边际回落。其次，油价高企挤压居民实际收入和购买力，能源供给冲击对居民部门的滞后影响可能开始显现。居民实际可支配收入同比增速已从美伊战争前的 1.2% 降至 3-7 月的 0%，创近 3 年来新低。根据我们对历史数据的测算，汽油价格每上升 10%，在之后的 2-4 个季度中对居民消费和 GDP 的累计拖累可能达到 0.23 和 0.15 个百分点左右。2 季度 30% 左右的汽油价格上涨预计将对 3 季度的消费和 GDP 拖累为 0.35 和 0.18 个百分点左右，对 4 季度消费和 GDP 拖累为 0.12 和 0.1 个百分点左右。最后，固定资产投资和制造业可能延续强劲。2 季度私人投资同比增长加速至 3.2%，其中设备和知识产权投资分别达到 9.6% 和 8.3%，显示科技巨头仍强劲的 AI 资本开支。预期仍在持续上修，2 季度财报后市场对 26 年全年资本开支预期升至超 8,000 亿美元，同比增速近 90%。预计 AI 相关投资和国防补库存需求将支撑下半年制造业景气和经济韧性。

就业市场超市场预期，但不足以影响联储决定。预计失业率可能从目前的 4.1% 升至 26 年底 4.3%。8 月新增非农 16.2 万人，大幅高于市场预期的 5.5 万人。6 月和 7 月合计上修 5.5 万人，修订后分别新增 3.1 万和 2.1 万人。三个月平均新增约 7.1 万人，仍明显低于疫情前水平，显示就业市场处于低速扩张状态。私人部门新增 12.7 万人，其中商品生产新增

4.1 万人，主要由建筑业和耐用品生产推动。服务业新增 8.6 万人。休闲酒店和地方政府教育分别新增 6.2 万和 4.2 万人，合计贡献全月约六成新增就业，反弹部分源于上月季调扰动逆转。信息业和金融业则分别减少 2.3 万和 1.1 万人，可能受 AI 科技影响，导致新增就业行业分化。平均时薪环比从 0.1% 回升至 0.3%，同比则从 3.2% 降至 3.1%，创近 5 年新低。在高通胀环境下，就业韧性引发市场对加息风险担忧。但与 2022 导致加息的宏观环境有关键不同，目前就业市场并未过热。企业招聘需求仍然温和，衡量就业市场紧缺程度的职位空缺数与失业人口比保持在 1 左右，为近 6 年低点。每周工作小时保持在 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。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 月平均同比增速降至 3.2%，已低于 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，这意味着就业市场并不是通胀压力来源。我们认为单月的强劲就业数据仍不足以影响联储决定，加息仍需通胀证据。

通胀可能小幅反弹，但核心通胀将保持温和。预计 8 月 CPI 与核心 CPI 环比增速可能分别在 0.4% 和 0.2% 左右，对应同比增速约为 3.4% 和 2.4%。能源供给冲击成为近期通胀反弹的主要原因，7 月能源价格同比增长 14%，对整体 CPI 增速的贡献近 30%。同时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，核心商品自 3 月以来平均增速在 0% 左右；另一方面，持续下跌的市场房租预示房租通胀下行趋势。7 月 Zillow 房租同比增速在 2.4%，已明显低于疫情前 4% 左右水平，至年底 CPI 房租同比增速可能有约 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。

## 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 2,750 亿美元左右，其中对家庭减税规模 1,400 亿美元，对企业减税 1,350 亿美元，包括对家庭的小费与加班费免税、提高地方税抵扣和对企业 100% 设备与研发开支摊销，预计通过家庭消费和企业投资推升 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点。同时，美伊冲突持续可能导致白宫在目前 1.5 万亿美元的国防支出上追加预算，美国财政赤字有进一步上升的风险。

我们仍倾向于联储将不会加息，本周通胀数据将成为关键。目前货币市场完全计价年内 1 次加息预期，全年加息幅度预期在 35 个基点左右。Polymarket 对 9 月加息与持平的概率各为 50% 左右。8 月强劲的就就业数据扫清了“就业太弱而无法加息”的障碍，但薪资同比持续放缓和就业反弹部分受季调影响均不支持仅凭本次非农启动加息。我们倾向联储 9 月维持利率不变，本周 CPI 数据将成为联储决定关键。若核心 CPI 环比保持平稳在 0.2% 左右，预计联储将按兵不动，将更有耐心等待通胀回落；若核心 CPI 环比接近或达到 0.4%，且反映广泛、持续的价格压力，联储可能在 9 月加息 25 个基点。

## 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。8 月美元指数下跌 0.4% 至

99.4，主要因市场担心美国财政可持续性和联储独立性等因素。预计美元指数可能下降至年末的 97 左右。

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 4.78% 降至年底的 4.3% 左右。美伊冲突以来全球美欧日英等长债利率普遍走高。一方面，货币政策因通胀上涨而收紧，短端利率上升，长端利率跟涨，长短端利差仍在合理范围内。另一方面，政府债务供给高企叠加科技巨头发债规模大幅增加，间接推动收益率上行。下半年，美债利率可能震荡下行。一方面，如果通胀高企导致联储加息，联储市场信用的改善将推动长端利率下行。另一方面，如果因通胀放缓而联储按兵不动，下降的名义 GDP 增速也将带动长端利率下行。

强劲盈利将推动美股延续上涨。2 季度美股盈利延续强劲，超 80% 企业盈利超预期，整体 EPS 与营收同比增速分别达到 34.6% 和 15.7%。驱动盈利增长的行业更为广泛，除科技板块盈利增长超 50% 外，能源、原材料、工业和金融同比增速达到 143%、38.2%、18.4% 和 21.2%。后市可能受两大主线驱动：1) AI 资本开支和终端收入将被持续检验。市场预计科技巨头 2026 年资本开支可能达到 8,000 亿美元左右，将利好上游硬件板块供应商，同时大规模资本开支也将带来折旧抬升和融资成本上行，市场对云服务和大模型的终端收入增速要求将更加苛刻。Anthropic 上市将会是很好的观察点，大模型的终端收入能否覆盖资本开支和产生足够盈利将决定 AI 板块涨幅能否延续。2) 联储货币政策可能收紧，对高估值科技股、小盘股、金融和地产等板块可能有负面影响。根据历史经验，联储首次加息落地后股市通常反应正面，因靴子最终落地。但市场通常充分预期联储首次加息，低估联储整体加息周期，市场通胀会在 2-3 月后开始下跌。板块上建议杠铃式配置，看好受盈利动能驱动的半导体硬件和 AI 云服务的科技板块和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=24.4 倍，ROE 37.6%，未来 2 年平均 EPS 增速 93.4%，数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 9 月 4 日收盘，下同）、传媒（动态 PE=16.9 倍，ROE 29.4%，未来 2 年平均 EPS 增速 17.4%）、医药（动态 PE=24.5 倍，ROE 21.2%，未来 2 年平均 EPS 增速 15%）、与原材料（动态 PE=19.1 倍，ROE 10.5%，未来 2 年平均 EPS 增速 24.2%）。

## 互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

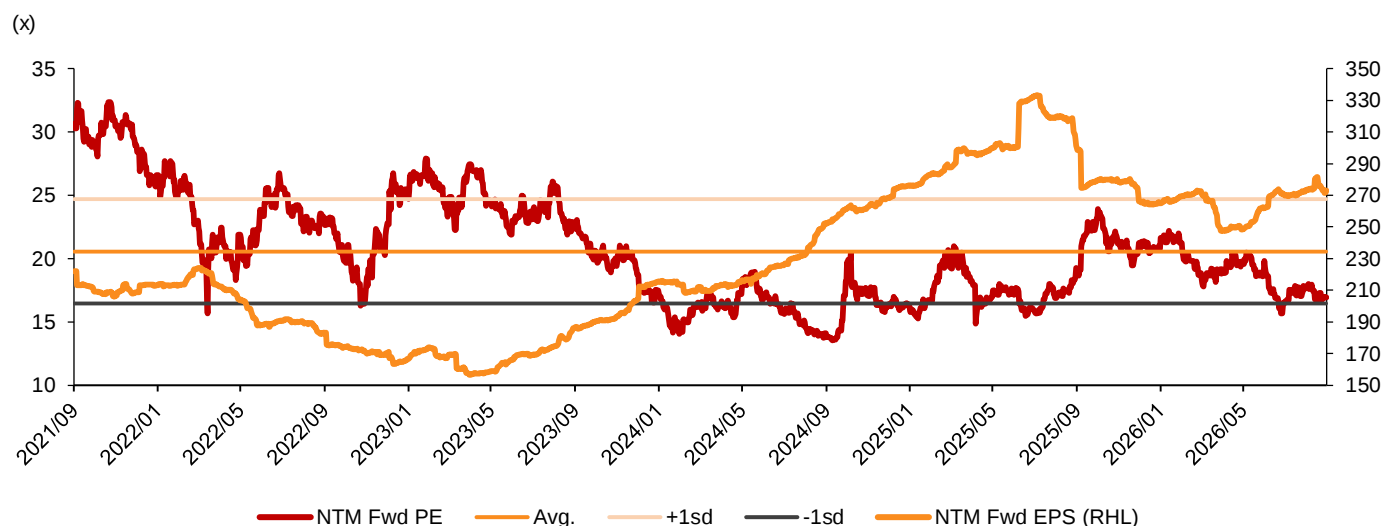
| 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法乐观

回顾互联网与软件板块 2Q26 业绩，市场关注重点仍然聚焦在 AI 投入的 ROI 及其可持续性。我们认为决定业绩后盈利预期和估值的两个关键因素为：1) 公司主业或现金流情况是否具备足够韧性；2) AI 是否已经开始产生显性收益。中国互联网板块当前估值整体仍然较低（目前一年远期 PE 处于 5 年均值的 22% 分位），但估值修复的空间和可持续性或有赖于基本面的改善空间。在此视角下，我们推荐：1) 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；2) 估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如腾讯、网易、BOSS 直聘；3) 行业竞争格局边际改善视角下基本面有修复空间的美团。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 16.9x，相较 5 年均值（20.6x）仍有 22% 的修复空间。

图 2: 恒生科技 PE 区间及 EPS 趋势

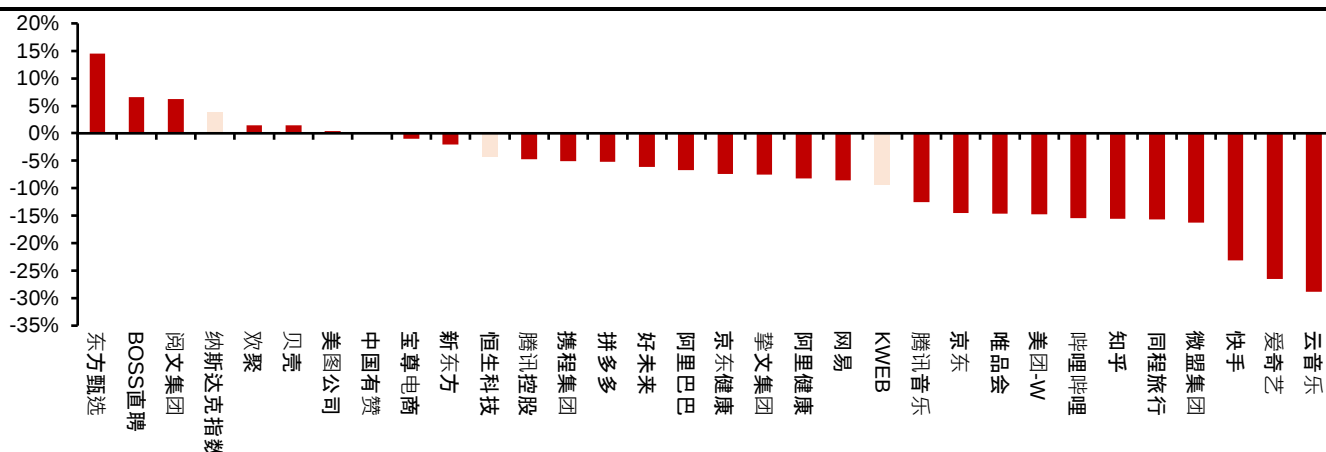


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 9 月 1 日

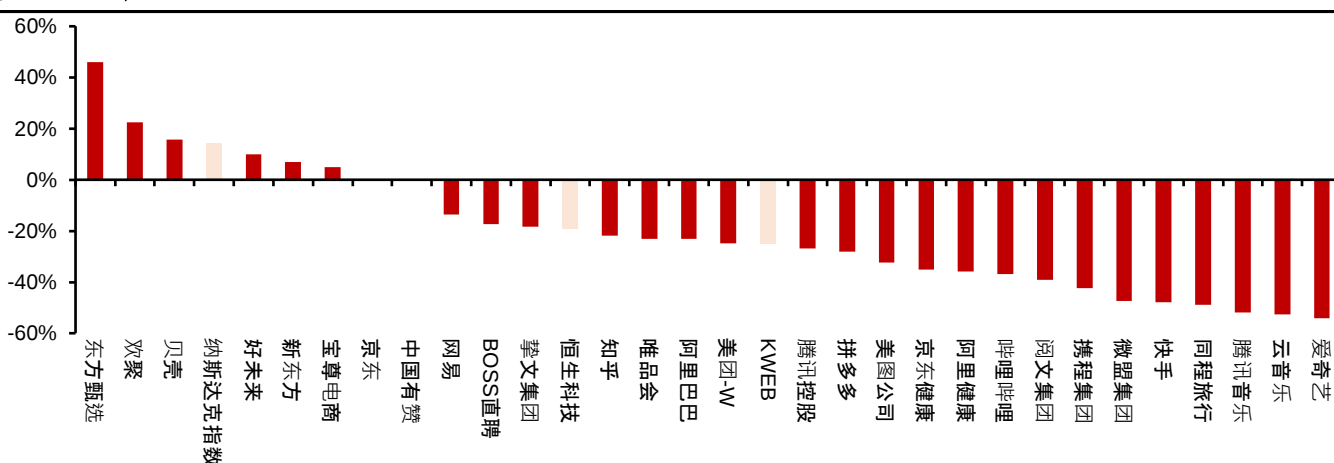
8 月恒生科技指数下跌 8%，KWEB 指数下跌 9%。东方甄选/BOSS 直聘/阅文集团 8 月涨幅相对领先，分别上涨 15%/7%/6%。8 月 BOSS 直聘公布稳健的 2Q26 业绩，总营收同比增长 14% 至 24.0 亿元，非 GAAP 净利润同比增长 9% 至 9.41 亿元。展望未来，考虑目前较低的价格水平，公司将在一线城市及部分二线城市加大变现力度；我们预计该举措将带动付费率与 ARPPU 提升，驱动长期可持续的收入增长。

图 3: 2026 年 8 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 9 月 1 日

### ■ 在线游戏: 游戏公司 2Q26 业绩表现稳健

8 月游戏公司业绩整体表现稳健, 分公司: 1) 腾讯 2Q26 游戏收入同比增长 11% 至 659 亿元, 其中国内游戏收入同比增长 17% 至 473 亿元, 主要得益于《三角洲行动》与《无畏契约》PC 端的强劲表现; 海外收入同比下滑 1% 至 186 亿元, 主要由于 Supercell 游戏收入高基数。2) 2Q26 网易游戏及相关增值服务收入同比增长 10% 至 250 亿元, 主要得益于常青游戏的强劲表现。2026 年 6 月合同负债同比增长 14%。3) 2Q26 哔哩哔哩手游收入同比下滑 14% 至 13.9 亿元 (占总营收的 18%), 主因《三谋》的高基数效应。

从 2H26 新产品催化维度, 我们认为哔哩哔哩>腾讯>网易。哔哩哔哩自研的捉宠游戏《闪耀吧噜咪》计划将于 26 年 9 月上线、代理的重度 SLG 游戏《三国志: 王道天下》预计将于 4Q26 上线, 两款新产品上线后有望带动公司 4Q26 手游收入恢复正增长。

### ■ 在线广告: 行业表现持续分化

2Q26 广告行业整体面临一定压力, 分公司看: 1) 腾讯 2Q26 营销服务收入同比增长 22% 至 436 亿元, 主要得益于 AI 驱动的转化率提升及视频号广告收入增长。2Q26 视频号总使用时长同比增长超 20%, 广告加载率亦有所提升, 带动广告曝光同比快速增长。2) 哔哩哔哩 2Q26 广告收入同比增长 28% 至 31.3 亿元, 主要归因于良好的用户增长及广告基建优化;

AI 持续提升广告相关度与转化效率，推动 2Q26 CTCVR 同比提升 19%；公司亦将广告商业化拓展至搜索等更多场景，2Q26 搜索收入同比翻倍。3) 快手 2Q26 在线营销收入同比增长 4% 至 206 亿元（占总营收 58%），主要由内容消费、本地生活及 AI 应用行业的收入稳健增长拉动。电商营销服务收入同比基本持平。

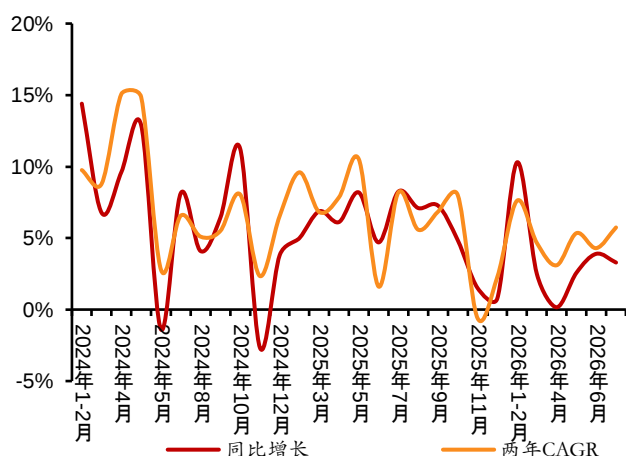
展望 2H26，我们认为行业整体增速或将有所放缓，板块表现进一步分化，主要考虑到多项逆风因素：1) 宏观与消费不确定性；2) “投流税”等监管影响导致部分商家投放预算减弱；3) 短剧、本地生活、小游戏及 AI 应用等行业预算面临高基数效应。我们看好腾讯和哔哩哔哩维持快于行业增长：1) 我们预计腾讯 2H26 广告收入同比增长 18%，主要得益于视频号广告库存增加与 AI 技术推动平台整体广告转化效率提升，目前视频号广告加载率相较于同业仍然有较大提升空间，有望持续驱动公司广告收入增长；2) 我们预计哔哩哔哩 2H26 广告收入同比增长 17%，主要得益于公司流量仍然持续健康增长（2Q26 平台总使用时长同比增长 14%），以及公司持续优化广告算法提升广告转化效率（2Q26 效果广告 CTCVR 同比提升 19%）；3) 我们预计快手 2H26 广告收入同比下滑 6%，主要由于宏观不确定性以及“投流税”等监管影响，平台中小商家占比较高导致公司相比行业面临更大的短期挑战。

#### ■ 电商：实物商品网上零售额同比增速维持温和低位

据国家统计局，7M26 网上商品和服务零售额 11.7 万亿元，同比增长 4.8%（1H26:5.2%），其中网上商品零售额同比增长 4.6%（1H26:4.8%），网上服务零售额同比增长 5.1%（1H26:5.9%）。按月度趋势来看，2026 年 7 月实物商品网上零售额同比增速 3.3%，仍维持温和低位（2025 年 10 月/11 月/12 月/2M26/3/4/5/6 月：+4.9/1.5/0.8/10.3/2.5/0.2/2.6/3.9%）；吃类/穿类/用类商品网上零售额 7M26 分别同比增长 16.9/5.8/1.1%（1H26: 16.8%/6.2%/1.3%），穿类和用类商品增速有所回落，吃类商品增速维持。7M26 网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.7%（7M25: 24.9%）。

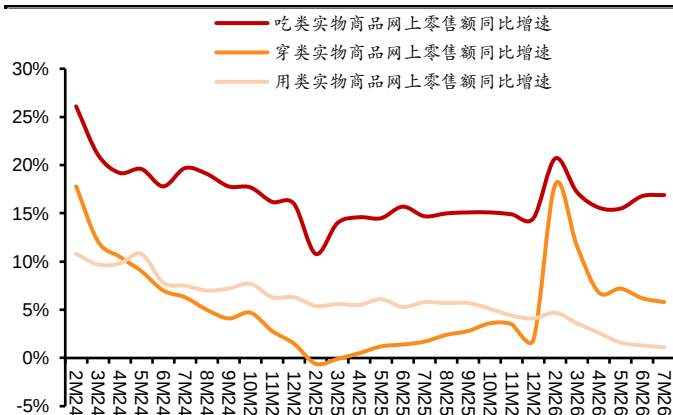
家电国补高基数效应有望逐步衰退，手机及电脑类目需关注存储涨价影响：2026 年 7 月分品类零售额：1) 家用电器和音箱器材零售额同比下降 1.9%，但跌幅环比已经收窄（2026 年 6 月：-8.7%；7M26: -6.6%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 20.4%，环比改善（2026 年 6 月：+16.5%；7M26: +15.1%）；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）维持正增长，零售额同比增长 7.4%（2026 年 6 月：+12.7%；7M26: +6.0%）。展望而言，家电品类随着国补高基数减弱 3Q26 增速或有望回正，而手机及电脑类目受到存储涨价的影响仍需关注。

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、Boss 直聘

- 1) **腾讯 (700 HK)**：腾讯主业良好的盈利与现金造血能力，叠加公司庞大且可变现的投资组合，有望支撑公司持续的 AI 投入。我们预计公司 FY26 全年 non-IFRS 运营利润同比增长 5%。我们认为公司后续需凭借 AI 方面的积极进展以证明 AI 投入的 ROI，短期推动公司估值回升，中长期推动盈利增长重新加速：1) WorkBuddy 用户数据/调用量/商业化进展更新；2) HY4 正式版接近国内模型性能-成本前沿；3) 微信小微全量推出并探索商业化。公司当前估值仅对应 13x FY26 non-IFRS PE，仍有较大修复空间。我们基于 SOTP 的目标价为 705.0 港元，对应 21x FY26E non-IFRS PE。
- 2) **阿里巴巴 (BABA US)**：公司云计算收入增长前景强劲，同时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。阿里云外部收入 1QFY27 同比增速进一步加快至 45% (4QFY26: 40%)，在强劲需求及持续扩充产能的支持下，未来几个季度增速加快的势头有望延续。此外，AI 相关资本开支可实现约 3 年的回收期，随着 AI 相关产品毛利率提升，叠加规模经济改善、自研芯片部署比例提升以及资本效率改善，回收期有望进一步缩短。我们继续看好阿里巴巴作为我们覆盖范围内 AI 主题的核心受益者之一。我们认为，传统电商业务产生的稳定现金流以及阿里巴巴强劲的资产负债表，将支持公司持续投入，以更好把握 AI 时代的发展机遇；与此同时，清晰且具吸引力的 ROIC 实现路径有望为长期股东回报提供有力支撑。我们基于 SOTP 的目标价为 220.1 美元。
- 3) **美团 (3690 HK)**：我们认为，尽管本地生活行业竞争强度仍存在动态变化，行业最困难阶段已经过去。2Q26 业绩进一步证明了美团有能力捍卫其在中高客单价外卖市场的领先地位，同时随着行业竞争逐步回归理性并趋于稳定，到店业务长期 OPM 有望恢复至 30% 左右。可预期的中长期外卖 UE 及稳定的到店利润率水平将为估值下限提供支撑，相较预期更快速的盈利水平修复将为估值带来催化。我们基于 DCF 的目标价为 138.0 港元。
- 4) **网易 (NTES US)**：尽管短期缺少新游戏发布，但基于长线产品的稳健表现及利润率持续改善，我们预计网易 2H26 运营利润维持 39% 的强劲增长，在宏观和市场环境面临不确定性的情况下，我们认为公司仍然是优质的防御性标的；后续公司估值的修复依赖于新产品表现，多款重点新游戏有望在 FY27 上线，包括《无限大》（定档 27 年 1 月上线，保守估计年度收入 50-80 亿将贡献 5-8% 游戏收入增量）《诡影藏锋》《雾海之下》。我们基于 SOTP 的目标价为 159.5 美元，对应 17x FY26E non-GAAP PE。
- 5) **BOSS 直聘 (BZ US)**：我们看好公司长期收入和盈利的可持续增长 (26-28E 收入/non-GAAP 运营利润 CAGR 为 11%/14%)，公司商业化水平相较成熟市场仍有较大提升空间，公司今年从战略上加大一线与部分二线城市的商业化力度，拉动平台用户付费率及 ARPPU 增长 (2Q26 平台用户 ARPPU 同比增长 7%)；股东回报在行业亦处于领先，公司 2Q26 宣布派发 2.3 亿美元股息，叠加年初至今已完成的超 3 亿美元股份回购，占当前市值约 7%。我们的目标价为 23.0 美元，对应 18 倍 FY26 年非 GAAP PE。

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

## 软件与 IT 服务

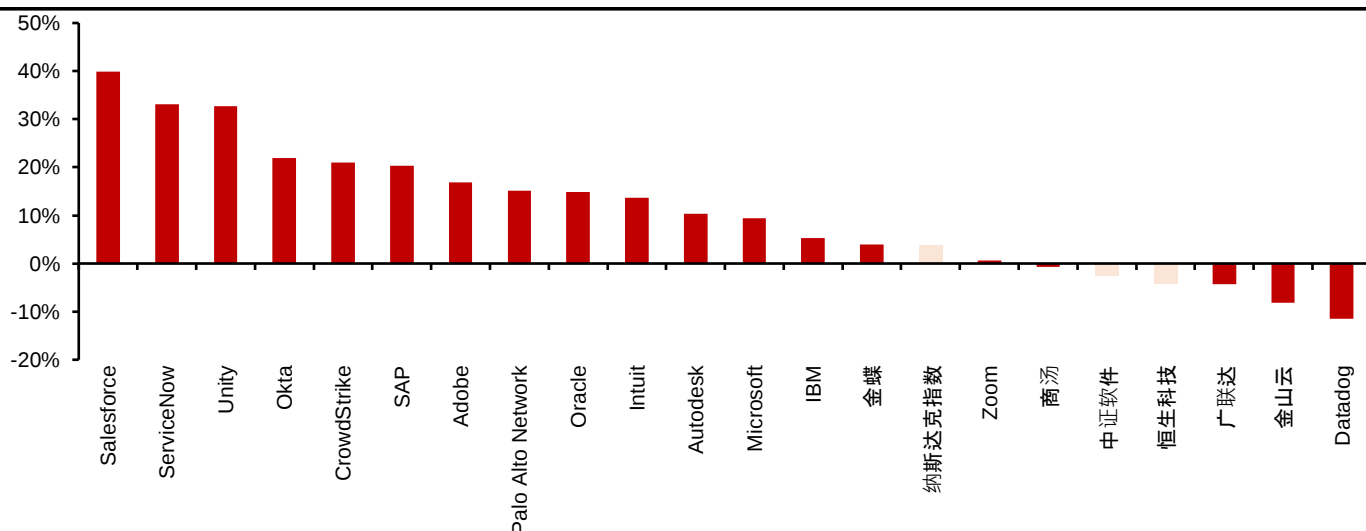
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739  
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226  
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk  
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 8 月，企业软件板块龙头 Salesforce 披露好于预期的业绩带动市场对“AI 替代软件”的担忧有所缓解，板块整体估值显著修复。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；同时我们也看好企业软件板块在稳健业绩支撑下，公司估值的进一步修复，目前北美科技软件板块估值为 35x，相较过去 2 年均值仍有 19% 修复空间。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）、Salesforce（CRM US）。

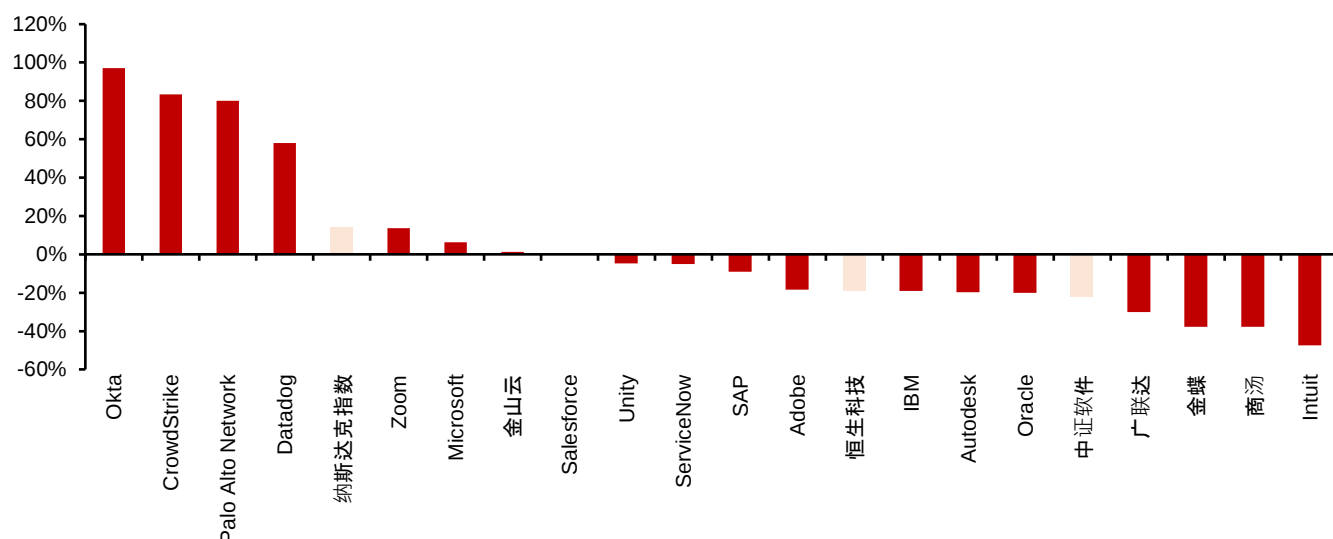
8 月恒生科技指数下跌 4%，纳指上涨 4%，Salesforce/ServiceNow/Unity 涨幅领先，分别上涨 40%/33%/33%。Salesforce 8 月公布好于预期的 2QFY27 业绩，2QFY27 cRPO 同比增长 14% 至 335 亿美元，较公司指引高出 1 个百分点，主要得益于强劲的订单增长及较低的客户流失率。2QFY27 净增 AOV 增速为四年来最强，支撑下半年内生收入重新加速；此外 Salesforce 深化与 Anthropic 的战略合作，将 Claude 的推理能力与 Salesforce 的企业级 Harness 框架（即 Salesforce 平台的数据、工作流、业务逻辑与治理）相结合。良好的业绩缓解投资者对“SaaS 末日论”的担忧，推动板块整体估值显著修复。

图 7：2026 年 8 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 9 月 1 日

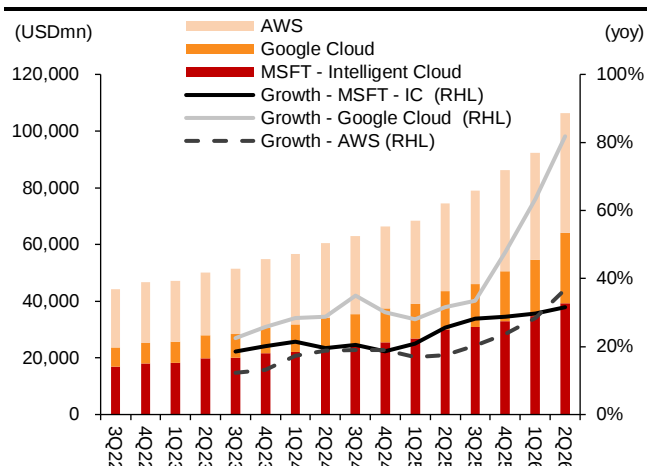
### ■ 海外云厂商: ROI 提升逻辑兑现且有望延续

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、及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), 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

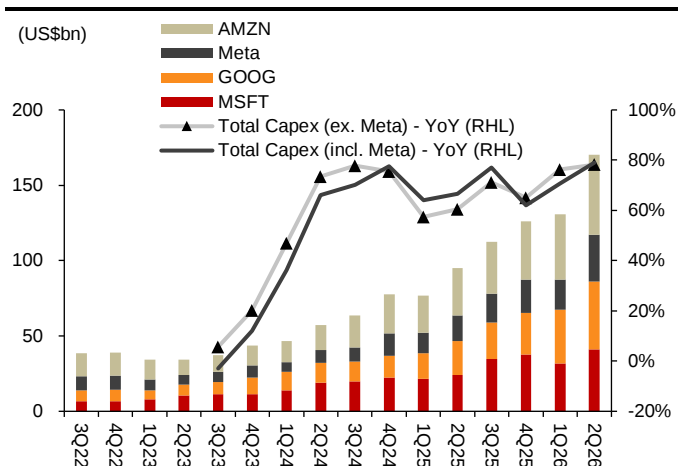
2Q26 美国头部云厂商云相关收入合计 1,063 亿美元, 同比增长加速至 43% (2Q25: 23%; 1Q26: 35%), 拆分看所有厂商的同比增速环比上季度均展现加速趋势, 主要驱动因素包括: 1) 新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收; 2) CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升; 3) 传统企业上云和云迁移重新加速。微软和亚马逊公司的管理层均表示目前的产能仍不足, 将持续推进此前的扩产计划。展望而言, 我们认为新增产能的陆续上线及现有基础设施资源的优化仍有望推动云厂商的营收同比增速 3Q26 环比 2Q26 仍有望进一步加速。

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。微软提及商业剩余履约义务（RPO）同比增长 84% 至 6,780 亿美元，亚马逊 AWS 挤压合同金额增长至 4,960 亿美元，谷歌云在手订单环比增加超 500 亿美元至 5,140 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%；1H FY27（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然强劲，其在电话会上表示，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；<br>2) 流程优化使新增产能能够更早投入使用；<br>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；<br>2) 传统企业上云和云迁移在重新加速；<br>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；<br>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      | <b>需求：</b><br>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。<br>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%。<br><b>供给：</b><br>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。 | <b>需求：</b><br>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；<br>2) AWS 积压合同金额增长至 4960 亿美元，同比增长三位数；<br><b>供给：</b><br>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。 | <b>需求：</b><br>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；<br>2) 谷歌云 2Q26 在手订单环比增加超 500 亿美元至 5,140 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

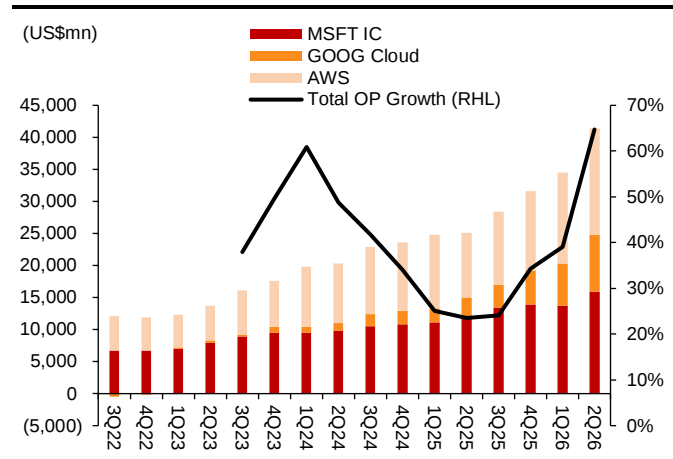
头部云厂商 2Q26 经营利润合计 414 亿元，同比增长 65%（2Q25：24%；1Q26：39%）。尽管面临增量资本开支给利润率带来短期压力，龙头厂商利润率水平同比维持至少基本持平或显著提升趋势，谷歌云及 AWS 利润率提升趋势明显，主要驱动因素为基础设施效率提升及产能优化。

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 1.9 个百分点；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。

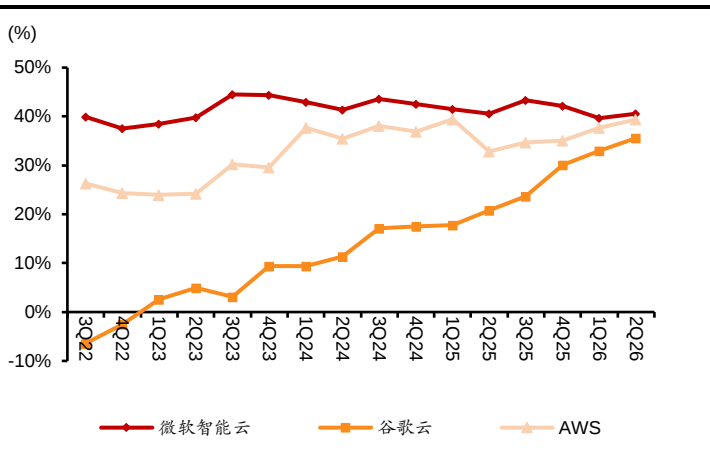
3) 谷歌：2Q26 云营业利润率同比提升 15 个百分点至 35.6%，主要驱动因素为规模效应持续扩大，但公司指引计划在 3Q26 扩充三方云算力资源，或将对云业务营业利润率形成一定压力。

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 1.9 个百分点 | 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%），+6.5 个百分点 YoY，较 VA 市场预期高 4.2 个百分点             | 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；<br>2) 产能优化；<br>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；<br>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...<br>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。

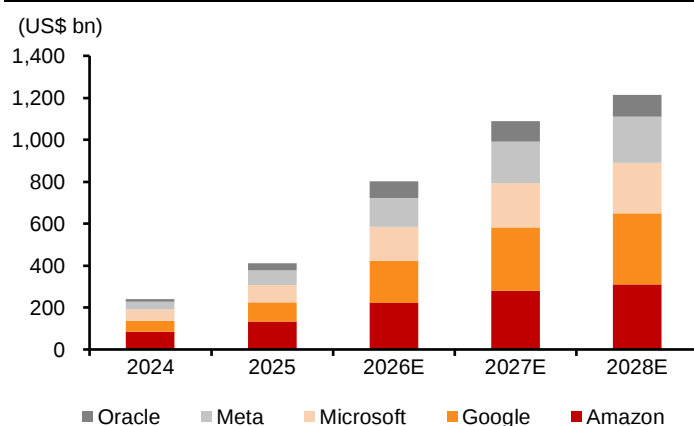
得益于强劲的 AI 算力需求，我们预计头部云与互联网厂商（微软/谷歌/亚马逊/Meta/Oracle）将持续扩大资本开支，2026-2028 合计资本开支将达到 8,008 亿/10,882 亿/12,146 亿美元。头部云与互联网厂商中短期自由现金流面临一定压力，2026/2027 合计自由现金流出 105/891 亿美元，在强劲的资产负债表与融资能力支撑下，当前现金流出规模较为可控，仅占总收入 1%/4%，占合计市值仅 0.1%/0.7%，即较小规模的股权或债券增发即可补足自

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：

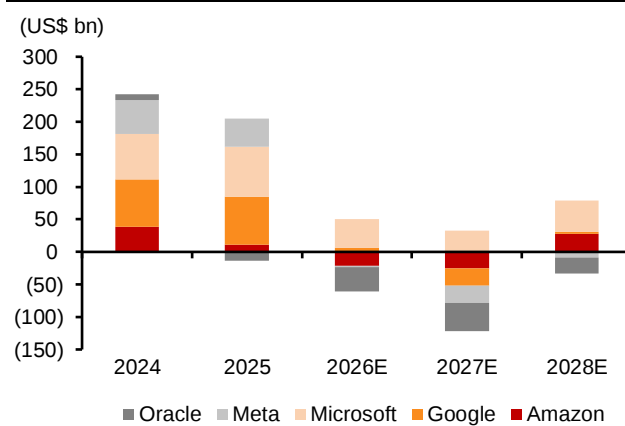
- 1) 微软：考虑到数据中心和办公楼预计使用寿命的调整，以及未来更多数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁，管理层将 CY26 资本开支指引更新为 1,750 亿美元，同时强调，按可比口径计算，其资本开支投资预期并未发生变化（此前指引：1,900 亿美元）。管理层预计 1QFY27 资本开支将超过 500 亿美元，并指引 FY27 自由现金流将为正。我们预计在新的会计处理方式下，FY27E 资本开支为 2,000 亿美元，而还原此前口径下的资本开支金额将符合市场业绩前的预期。
- 2) 亚马逊：管理层因存储成本上升，将 2026E 资本开支指引由 2,000 亿美元上调至 2,200 亿美元。管理层重申，目前产能仍不足以满足其在 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 1,950-2,050 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 8,110 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 1,300-1,450 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性；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：彭博，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：彭博，招银国际环球市场

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的更加显著，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性的带来可预期的回报。

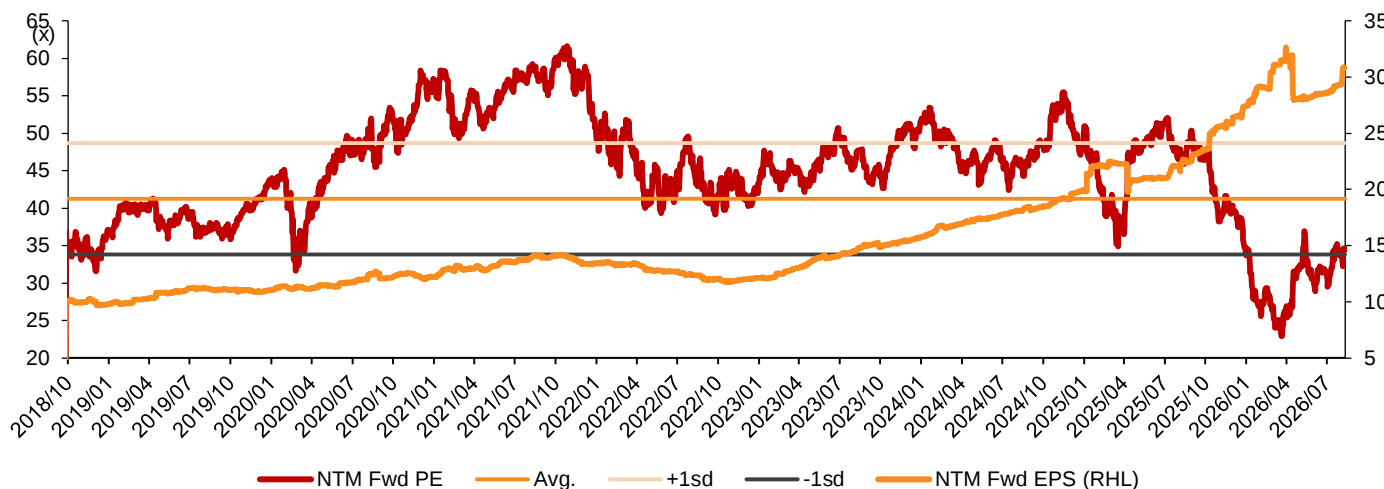
#### ■ 海外软件：估值修复已展现分化趋势，着眼长期护城河稳固性

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

8 月 Salesforce 公布好于预期的 2QFY27 业绩带动板块整体估值修复。Salesforce 2QFY27 cRPO 同比增长 14%，较公司指引高出 1 个百分点；2QFY27 净增 AOV 增速为四年来最快，支撑下半年内生收入重新加速；此外 Salesforce 深化与 Anthropic 的战略合作，推出 Claudeforce 进一步印证企业级 Harness 的重要性，良好的业绩缓解投资者对"SaaS 末日论"的担忧，推动板块整体估值显著修复。

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 17: 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 9 月 1 日

#### ■ 推荐买入微软、亚马逊、谷歌、Salesforce

- 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。
- 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。我们的目标价为 428.0 美元，对应 35 倍 FY26 市盈率。“买入”评级。
- 4) Salesforce (CRM US)：** 我们认为公司良好的业绩与业务表现有望支撑公司估值从低点持续修复。2QFY27 cRPO 同比增长 14%，较公司指引高出 1 个百分点，净增 AOV 增速为四年来最快，客户流失率接近历史低点，AgentForce ARR 同比增长超 240% 至 15 亿美元，多项因素将支撑公司下半年内生收入重新加速。公司目前估值仅对应 15x 一年远期 PE，相较近 2 年均值仍有 42% 修复空间。我们的目标价为 312.0 美元，对应 14 倍 FY27E EV/EBITDA。

■ **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

| 周志敏 / zhouzhimin@cmbi.com.hk (852) 3850 5268

| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8727

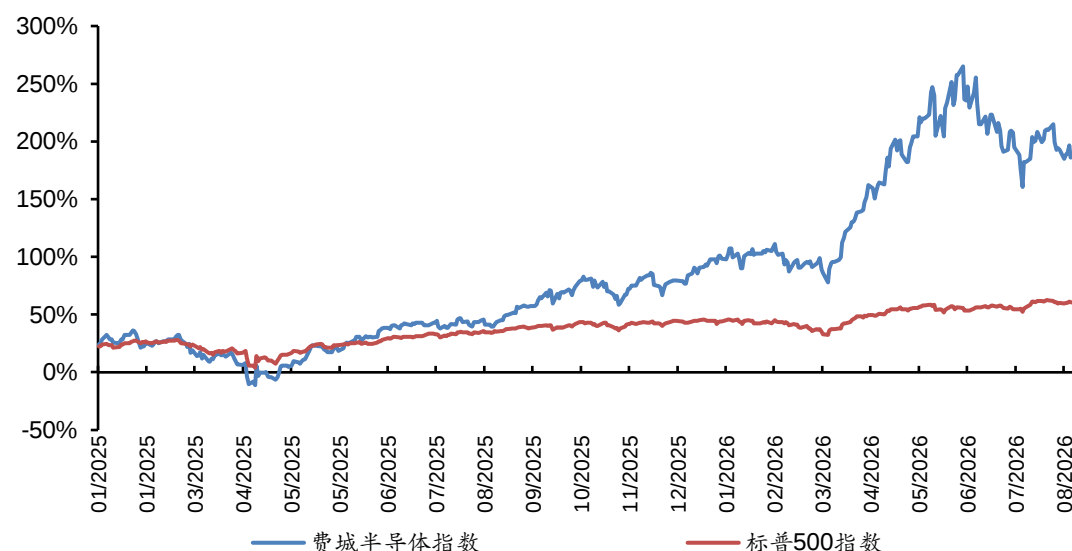
| 郭远宁 / aaronguo@cmbi.com.hk (852) 3916 3715

### ■ 未来 3 个月看法：震荡格局，等待筹码自然出清

8 月半导体板块的走势验证了我们上月的判断——技术性反弹如期而至，但整体幅度偏弱、未能形成趋势性上行。无论是美股还是 A 股，半导体都在 8 月经历了“月初反弹—月中冲高—月末回落”的拉锯，板块内部分化、缩量博弈特征明显，前期拥挤持仓的消化仍在进行中。

美股方面，8 月标普 500 指数上涨约 2.6%，费城半导体指数（SOX）全月上涨约 2.0%、跑输大盘；SOX 月内一度冲高至 12,770 点上方、较月末收盘高出逾一成，随后回吐大部分涨幅；英伟达 8 月 27 日业绩当日 SOX 上涨 2.3%、次日即回落 3.5%，"利好兑现"特征明显。标普 500 半导体行业指数全月窄幅震荡，表现同样平淡，说明 8 月的反弹更多是交易性修复而非趋势反转。

图 18: 标普 500 vs 费城半导体指数：累计收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

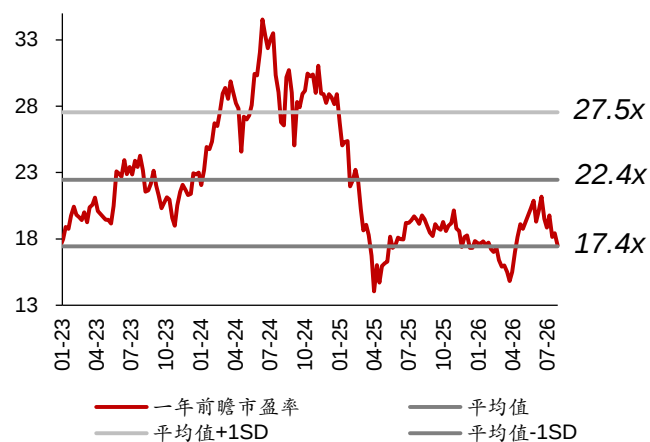
估值端，标普 500 半导体行业指数前瞻 P/E 8 月维持在 16-17 倍区间，接近过去三年-1SD 下沿（约 16.9 倍），仍显著低于过去三年均值（约 21.5 倍）。板块在低位企稳但未现估值修复性反弹，而盈利预期并未被下修——英伟达（NVDA，未评级）大超预期的二季度业绩与全年指引即为印证。估值低位叠加盈利上修的可能，为后续基本面驱动的行市留出了空间。

图 19: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (八月)



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 20: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (七月)

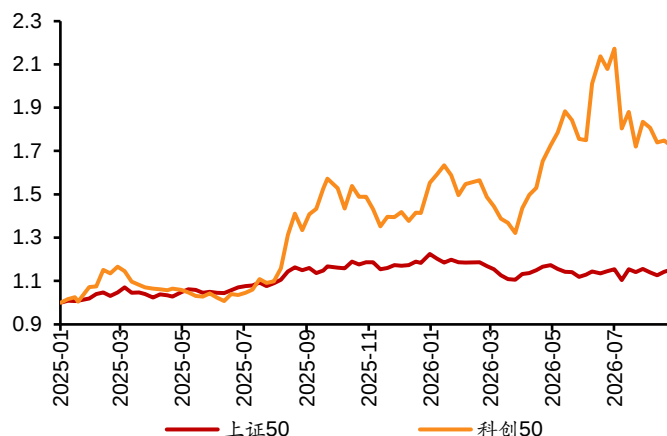


资料来源：彭博，招银国际环球市场

A 股的反弹同样偏弱。8 月沪深 300 指数上涨约 4.0%、上证 50 微涨约 0.5%，科创 50 指数上涨约 3.0%、跑输大盘；申万半导体行业指数（801081）全月上涨约 8.9%，但过程一波三折：月初下探 8,587.74 点后快速修复，8 月 7 日收于 10,186.81 点、单周上涨约 10%；8 月 18 日盘中冲高至 10,986.67 点（月内高点）后回落，8 月 19 日单日大跌 7.6%，月末收于 10,088.57 点、回吐近半涨幅。量能同步萎缩：8 月板块成交额约 6.71 万亿元、环比下降近四成，区间换手率由上月的 142.7% 降至 92.1%（Wind），显示增量资金有限、存量资金在板块内部“高低切换”。估值方面，8 月末申万半导体 PE(TTM) 约 120.9 倍、仍处近 5 年约 96% 分位（Wind）。中报季 8 月收官，板块业绩普遍向好，但股价未能同步走强。

图 21: 上证 50 与科创 50 指数走势

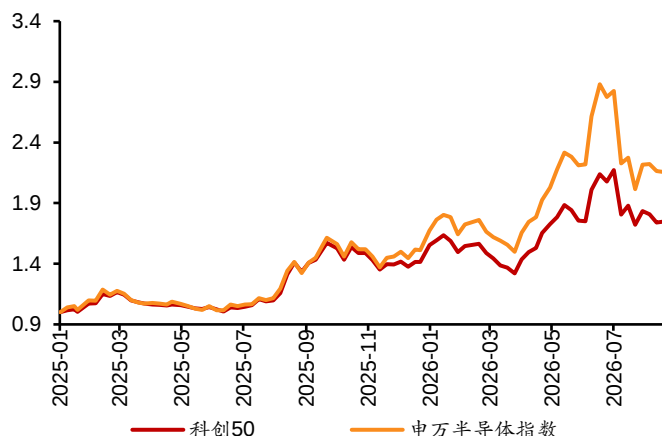
(2025/1 = 1)



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 22: 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

8 月反弹偏弱的原因，仍要从交易层面找。一是科技板块前期涨幅大、持仓高度拥挤，剧烈波动后筹码的自然沉淀需要时间，缩量之下反弹动能不足，存量资金在板块内部“高低切换”、缺乏持续上攻的合力；二是中报业绩期“利好兑现”特征明显，当期业绩不超预期即遭遇兑现离场，海外亦然——英伟达超预期财报落地次日，费城半导体指数即告回落；三是宏观层面，美联储 9 月议息会议（9/16-17）与 10 月 APEC 期间中美元首会面等关键事件临近，市场在事件落地前倾向控制风险敞口。

- 基本面不仅没有恶化，反而良好的基本面表现在8月被进一步验证。需求侧，英伟达二季度营收与指引大超预期、云厂商资本开支持续上修——四大云厂商 2026 年全年资本开支指引合计已逼近 7,500 亿美元，AI 算力供不应求的局面没有松动；供给侧，存储涨价未止——三季度 DRAM/NAND 合约价续涨、HBM4 规模出货、多年期 LTA 密集落地，供需偏紧的格局未变。换言之，8 月的缩量震荡是“仓位重置+筹码再分布”的延续，不是“AI 需求重置”。
- 8 月的市场表现是“预期转弱、股价承压”的典型写照——当股价在低位反复震荡，市场会本能地把健康的财报解读为“周期见顶”、把激进的资本开支担忧为“现金流恶化”。但与典型的负反馈螺旋不同，8 月费城半导体指数月线收涨、标普 500 半导体行业指数估值在低位企稳，且英伟达财报所验证的需求仍在加速，显示基本面驱动的修复随时可以启动。真正的拐点需要等待两件事：一是前述宏观事件落地，二是筹码沉淀完成。9 月大概率是“以震荡换空间”的月份——业绩真空、假期临近，板块难以形成趋势性上行，但也缺乏新一轮深跌的催化。

### 海外半导体策略：财报验证需求，Rubin 开启新一轮硬件升级周期

英伟达 8 月 27 日财报为 AI 需求提供了最直接的“实锤”。2027 财年二季度营收 962 亿美元、同比+106%、环比+18%，连续 13 个季度刷新纪录；数据中心业务收入 890 亿美元、同比+117%，其中超大规模云厂商收入 487 亿美元（+102%）、AI 云与工业及企业客户收入 403 亿美元（+138%，客户基础持续多元化）；GAAP 毛利率 75%。公司首度提前一年给出 2028 财年营收增长约 70% 的指引，并透露“供应仍将是增长的主要约束直至 2028 财年末”；客户承诺订单由 1,190 亿美元跃升至 2,790 亿美元，联合 Apollo、BlackRock 等资方计划调动超 5,000 亿美元第三方资本投入 AI 基建。Vera Rubin 平台已全面投产、下半年进入大规模部署——支撑半导体景气的最上游需求信号并未转向。

- 存储涨价仍未结束。TrendForce 最新展望显示，三季度传统 DRAM 合约价预计再涨 13% - 18%、NAND 闪存预计再涨 10% - 15%；HBM4 规模出货、多年期 LTA 密集落地，SK 海力士与三星已计划在下半年增加对英伟达的 8 层 HBM4 供应量，AI 服务器对 HBM 的渴求持续推动 DRAM 原厂将产能向高端产品转移，传统 DRAM 供给被动紧缩。存储紧缺已外溢至终端：通用 DRAM 与 NAND 价格大幅上涨显著抬升消费电子物料成本，据行业估算存储占整机 BOM 成本的比重已由约 15% 升至 35% 以上，苹果公司已上调 MacBook 与 iPad 售价，并在最新财报会上以“百年一遇的洪水”形容当前的存储供应危机。对存储链而言，涨价周期未完、盈利上修仍在途；对下游消费电子而言，压制最重的阶段虽然尚未过去，但悲观预期已经体现。
- 短期看，9 月海外半导体大概率维持“区间震荡、等待催化”的格局：一是宏观事件密集，9 月 FOMC 议息与中美元首会面前后，风险偏好将阶段性受压或释放；二是季报窗口要等到 10 月中下旬，业绩端缺乏催化。中期看，产业主线愈发清晰：随着英伟达 Vera Rubin 平台进入大规模量产部署，AI 硬件正迎来一轮系统级的架构升级，我们看好五个新技术方向——高电压：数据中心供电从当前 400V 平台向 ±400V、800V 高压直流架构升级（英伟达已发布 800VDC 架构白皮书，单机柜功率由约 200kW 向 1MW 演进、2027 年 Kyber 机架达 600kW，端到端效率提升约 5%、铜用量最多减少 45%），直接带动功率半导体与 SiC/GaN 需求；散热：单柜功耗跃升推动散热全面升级，NVL144 机架已采用 100% 冷板式模块化设计；PCB 升级：机架内以中央印刷电路板中板取代传统线缆，高多层、高频高速 PCB 与 CCL 量价齐升；服务器升级：整机沿 MGX 开放架构迭代，NVL144 的 FP4 推理性能达 GB300 NVL72 的 3.3 倍；NPO/CPO：英伟达 Quantum-X 光子交换机已于上半年商用出货，Spectrum-X 光子交换机下半年进

入全规模量产（最高 409.6Tb/s、512 个 800G 端口，CoreWeave、Meta、微软、Oracle OCI 等为首批采用者），CPO 较传统可插拔方案的光互连功耗降低约 70%，国内生态亦已发起 OPEN NPO 联盟。这五个方向将成为 Rubin 导入后确定性最高的增量市场，相关供应链（功率半导体/SiC、散热、PCB/CCL、服务器、光互联）值得在震荡期重点布局。

## 国内半导体策略：自主可控逻辑强化，把握国产 AI 基础设施兑现

8 月国内 AI 基础设施的产业信号密集兑现，自主可控逻辑持续强化。第一，国产大模型获得市场认可、国内 AI 资本开支有望持续上修：阿里巴巴 8 月 20 日披露的最新季报中，单季资本开支达 676.78 亿元、同比增长 75%，3,800 亿元 AI 投资计划已执行过半（累计投入约 1,900 亿元），8 月 23 日又宣布配售 800 亿港元新股、所得全部投入全栈式 AI 投资；其 AI 云与算力服务收入 484 亿元、同比增长 45%（22 个季度最快增速），Kimi K3、千问 3.8 Max 等头部国产模型已通过国产超节点对外提供 MaaS 服务，头部大模型厂商并于 8 月初大幅上调 API 价格，反映国内 AI 推理需求旺盛、算力资源趋紧。第二，国产存储开始获得海外一线客户认可：据《华尔街日报》8 月 9 日报道，苹果公司正对长鑫科技（CXMT）的 DRAM 芯片进行技术验证，拟用于 iPhone 与 MacBook 产品线（或以中国市场专供机型方式引入），这是国产存储首次叩开苹果供应链大门，而长鑫当前产能已被国内客户长协锁定、满负荷运行，验证通过后将带来可观的扩产需求。第三，长江存储 IPO 临近带来扩产机会：长存控股科创板 IPO 于 8 月 21 日获上交所受理，拟融资 330 亿元（其中 208 亿元用于量产线技术升级项目），一季度归母净利润 333.79 亿元、NAND 份额全球第三——国产存储双雄的资本化与扩产周期，将直接利好国产半导体设备与材料产业链。中期看，国产算力、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，9 月板块或随海外震荡消化，但自主可控主线的配置价值在提升。

- 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、光互联、PCB 及覆铜板等方向前期回撤最深（部分标的回撤逾三成），但订单、产能与客户绑定等产业逻辑依旧清晰。8 月这部分标的整体处于缩量震荡阶段、并未充分反弹，待筹码进一步出清与三季报窗口打开后，具备更高的修复弹性，适合作为组合的核心仓：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，受益 800G/1.6T 放量与 CPO 产业趋势）、深南电路与生益科技（AI 服务器 PCB/CCL，受益高多层与材料升级）、天数智芯（国产算力标的）。
- 配置线索二：产业新趋势——把握英伟达 Rubin 平台下半年大规模量产带来的五类新技术方向共振（高电压、散热、PCB 升级、服务器升级、NPO/CPO）。如前文所述，供电架构向高压直流升级将带动功率半导体 GaN 与 SiC 产业链需求上升；散热、PCB/CCL、服务器与光互联环节亦将同步升级。建议关注：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），以及 PCB/CCL 与光互联龙头（深南电路、生益科技、中际旭创）。
- 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。AI 基础设施挤占存储产能导致通用存储价格大幅上涨，消费电子相关芯片的毛利率与估值前期受到双重压制；随着存储涨价斜率趋稳、对下游成本挤压边际缓和，以及终端需求温和回暖，叠加 AI 手机、AI PC、智能眼镜等新硬件的陆续发布，相关半导体公司有望迎来“周期

修复+AI 增量"的双重驱动。建议关注：豪威集团（CIS 图像传感器，受益手机光学升级与汽车感知）。

- ❖ **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、国产存储与算力（自主可控）。
- ❖ **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、9 月 FOMC 与中美元首会面等宏观事件超预期、国庆假期前后流动性扰动等。

## 消费

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

乐观。8 月消费板块随港股回调，恒指下跌 1.2%、恒生科技下跌 4.3%；必需性消费-6.1%垫底、非必需性消费跌逾 5%，明显跑输大盘。基本面上，7 月社零+0.6%（剔除汽车+2.5%），餐饮（+1.4%）快于商品（+0.5%），前 7 月服务零售额+5.0%，延续“总量温和、服务与政策品类占优”的分化格局。政策端：七部门《推动商品消费扩容升级的实施意见》锚定 2030 年社零约 60 万亿元，财政贴息扩容、县域消费新政相继出台。8 月中报季结束，板块业绩整体呈现基本面仍在筑底、盈利弱于收入、结构持续分化等特征，也从三方面验证我们此前的配置判断：1）刚需与现金流资产业绩确定性最高——软饮头部（农夫山泉）、餐饮龙头（海底捞 100%派息）、家电红利（板块股息率约 4.7%）在需求走弱中仍交出稳健答卷，且分红回报持续提升，符合我们此前以必需消费与红利品种为底仓配置的建议。2）“低成本情绪慰藉”逻辑有效但内部开始分层——潮玩、美妆、黄金珠宝均呈现“头部独享增长、腰尾部承压”格局（老铺黄金+60% vs 其他重点金饰-44%；毛戈平高增 vs 板块多个标的扣非净利润负增），选股须进一步向份额提升的龙头集中。3）出海与全球化成为收入端最重要支撑，但汇兑显著扰动利润（家电企业汇兑损失 6-10 亿元不等、泡泡玛特汇兑损失 7 亿元），后续应更关注真实经营盈利质量而非表观利润。展望 9 月，板块盈利尚在磨底，但预期与持仓双低、估值经回调后重具性价比，双节与政策细则构成催化，建议以业绩能见度高、现金流稳健、股息较优的必需消费与红利品种为底仓，逢低关注前期超跌、经营韧性获中报验证的可选消费与消费者服务。中期维度来看，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）。

#### ■ 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”。**2) 稍微有点安慰**：低成本情绪价值赛道。居民在压缩可选支出的同时，倾向于通过低客单价消费实现情绪纾解，包括但不限于：①年轻群体的压力排解：高性价比休闲零食、平价啤酒 / 预调鸡尾酒的终端动销增速优于行业平均，茶饮、咖啡等小额高频消费更具韧性；②年轻群体的精神寄托：“陪伴型消费”热度延续，宠物食品 / 用品、平价潮玩玩具的需求具备韧性，此类消费的“情感替代”属性显著；③中老年群体的刚性慰藉：基础保健品（维生素、益生菌）需求保持稳健，短途康养旅游成为替代长途出行的核心选项，兼具健康需求与情绪纾解属性。④同时，日常生活体验升级的低成本选择也包括平价国货美妆、香水香薰等香氛产品——通过实现外在形象提升或提升仪式感达到“悦己”角度的情绪满足。

#### ■ 出海：内需不确定性下的业绩对冲选项

在国内消费环境不确定性延续的背景下，全球化布局有显著进展的企业，可通过海外市场拓展对冲内需波动风险：1) 供应链优势驱动的出海：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

选股方面，建议关注：1) 品类延伸支撑增长、业绩能见度较高的**农夫山泉 (9633 HK, 买入)**，基本面于 2026 年完成筑底、正逐步迈入修复通道的**华润饮料 (2460 HK, 买入)**，市场信心经历重挫、一旦修复兑现则弹性可观的**锅圈 (2517 HK, 买入)**；2) 业绩较有支撑、股息回报较优，且出海动作积极、相关价值尚未被充分定价的运动品标的；3) 悦己情绪消费中业绩稳健、出海潜力较高的标的。

#### ■ 风险提示

地缘政治局势恶化超预期、内部经济环境恶化超预期、扩内需政策效果不达预期、原材料价格波动等。

汽车

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

■ 未来 3 个月看法：谨慎乐观

**新能源车销量：**出口稳健，国内终端缓慢修复，市场对“金九银十”预期保守。我们跟踪的 14 家车企/品牌于 9 月 1 日公布 8 月新能源乘用车销量，合计约 100.5 万台，同比+18%、环比+5%。我们预计 8 月整体批发销量延续逐月改善，一方面得益于出口增长，另一方面渠道为“金九银十”旺季备货亦形成拉动。比亚迪 8 月销量 43.3 万台、同比+17%、环比+5%，连续多月同比正增长，企稳态势进一步巩固；吉利银河 8 月销量 11.9 万台、同比+8%、环比+11%，重回 11 万台以上；极氪 8 月销量 3.7 万台、同比+110%，销量自 5 月以来保持相对稳定。头部车企 8 月出口维持高景气，仍是批发端韧性的核心支撑。

**新势力与自主分化：**零跑稳居首位，理想反弹，蔚来、小鹏平稳。零跑 8 月销量 10.3 万台、同比+81%，连续第二个月站上 10 万台、稳居新势力销量榜首。理想在焕新 L6 放量带动下 8 月销量 3.8 万台、同比+32%、环比大增 24%，修复 7 月的疲软态势。蔚来 8 月交付 3.6 万台、同比+14%、环比基本持平。小鹏 8 月交付 3.9 万台、同环比微增，预计随着产能瓶颈缓解，MONA L03 自 9 月起交付量有望显著增长。鸿蒙智行与小米 8 月销量环比稳定，仍处产品切换期。

图 23: 重点车企于 9 月 1 日公布的 2026 年 8 月新能源乘用车销量汇总

| 车企/品牌 | 8 月新能源乘用车销量 (台) | 同比变化%  | 环比变化% | 1-8 月销量 (台) | 1-8 月同比变化% |
|-------|-----------------|--------|-------|-------------|------------|
| 比亚迪   | 433,384         | 16.7%  | 5.4%  | 2,621,831   | -7.2%      |
| 长城    | 40,700          | 8.7%   | 15.4% | 222,374     | -4.6%      |
| 蔚来    | 35,836          | 14.5%  | -0.3% | 262,893     | 57.9%      |
| 理想    | 37,679          | 32.1%  | 23.7% | 261,269     | -0.7%      |
| 小鹏    | 39,107          | 3.7%   | 2.8%  | 243,111     | -10.5%     |
| 小米*   | 31,000          | -14.8% | -0.9% | 247,322     | 10.0%      |
| 极氪    | 36,981          | 109.8% | 3.2%  | 251,188     | 100.4%     |
| 吉利银河  | 119,115         | 7.6%   | 10.5% | 746,705     | -1.0%      |
| 零跑    | 103,129         | 80.7%  | 1.8%  | 560,883     | 70.6%      |
| 广汽埃安  | 36,383          | 34.5%  | 4.0%  | 243,789     | 18.4%      |
| 东风岚图  | 13,003          | -3.7%  | -1.4% | 102,456     | 25.3%      |
| 长安深蓝  | 28,659          | 1.5%   | -1.9% | 213,627     | 7.5%       |
| 阿维塔   | 8,082           | -23.5% | 6.0%  | 46,907      | -40.7%     |
| 鸿蒙智行  | 42,101          | -5.6%  | -6.5% | 329,361     | 8.3%       |

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 业绩收官：整车厂盈利分化，出口与成本成为分水岭。**8 月港股中报季落幕，二季度业绩整体印证“逐季改善”的判断，但盈利明显分化。比亚迪 2Q26 毛利率环比升至 18.9%（五季新高）、单车盈利回升，海外销量占比提升改善盈利结构；吉利 2Q26 核心净利同比大增约 61%至 51 亿元、单车核心净利约 7,200 元，出口与高端化双主线兑现；长城出口

占比过半、单车 ASP 创新高，净利受俄罗斯回收费一次性确认延迟的拖累，剔除该因素后核心利润同比基本持平；整体上，“以价换量”正让位于“以出口与高端化兑现盈利质量”，头部凭借规模与成本优势领跑。

**新势力：零跑率先稳定盈利，头部指向四季度盈亏平衡。**新势力竞争格局在二季度进一步清晰。零跑 2Q26 净利 5.98 亿元创新高并连续第三个季度盈利，是唯一稳定盈利且带动市场销量/盈利预测上调的新势力；蔚来营收同比+69%、毛利率保持 18.4%韧性，当季亏损扩大主要源于新车密集上市带来的营销费用投放，仍指向 4Q26 接近盈亏平衡；小鹏营收环比+52%、毛利率 20.7%为行业领先（服务/IP 授权贡献超预期），亏损环比收窄但绝对额仍高，机器人业务估值构成额外看点；理想营收同比-15%、毛利率结构性下移至约 11%、指引偏弱，盈利恢复最慢。行业正从“全员减亏”进入“少数率先盈利、其余加速分化”的新阶段。

**零部件、智驾、锂电与汽车服务：以  $\alpha$  跑赢总量  $\beta$ 。**相较整车的总量压力，零部件与智能化公司凭出海、智驾渗透与机器人等新业务显著跑赢整车市场整体表现。敏实集团 1H26 营收同比+9%（跑赢全球车市约-3%）、净利率创阶段新高、新订单同比翻倍；地平线出货量逆势同比+12%（行业约-20%），尽管 ASP 偏低导致收入低于预期，但毛利率好于预期，下半年随 HSD 在高端车型放量、ASP 回升，收入增速有望回到 60%+；来福谐波 1H26 营收同比+80%，成本优势下盈利兑现路径清晰，打开机器人产业链成长空间；正力新能营收同比+71%但原材料涨价压制毛利率，2H26 起利润率有望环比修复；经销商美东受新车价格战冲击、营收与毛利双降，转向保现金流并加速关店，而途虎门店与用户逆势扩张，验证后市场韧性与集中度提升逻辑。

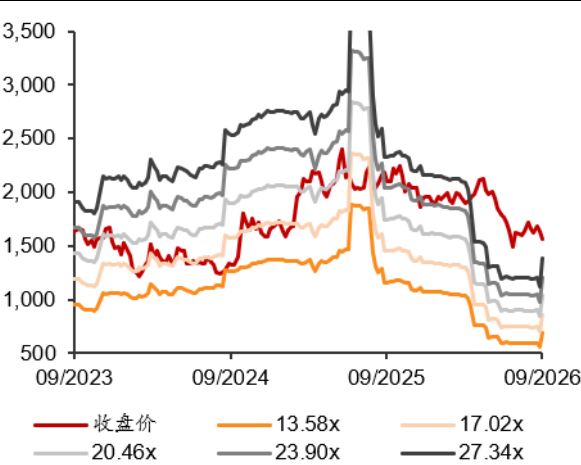
**复盘与展望：金九银十与低基数共振。**8 月“出口与批发保持韧性、零售缓慢修复”的格局得以延续。展望 9-10 月“金九银十”，在去年下半年高基数进一步消退、新车密集放量与旺季需求共振下，预计国内零售同比降幅继续收窄、环比延续改善，批发与出口维持韧性。我们维持全年批发小幅正增长、出口高增的判断，预计三、四季度行业销量与盈利质量环比继续修复。

## ■ 投资建议

**整车首选：比亚迪（1211 HK）。**二季度毛利率创五个季度新高、单车盈利回升，海外占比提升改善盈利结构；研发资本化与资本开支放缓、前期投入有望迎来利润兑现期。我们认为市场倾向于将比亚迪视为电动车板块的风向标，一旦行业情绪修复，比亚迪有望率先反弹。维持“买入”，目标价 125 港元。

**智驾/零部件首选：地平线机器人（9660 HK）。**智驾国产替代龙头，出货逆势增长，下半年随 HSD 在高端车型放量、ASP 提升，收入增速有望回升至 60%+，前期对车企自研的担忧已在股价中得到较充分反映。维持“买入”，目标价 7 港元。

图 24: 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 25: 中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源：万得、招银国际环球市场

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

## 医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

### ■ 未来 6 个月看法乐观

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今（9 月 4 日收盘）累计上涨 17.4%，跑赢 MSCI 中国指数 27.8%。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 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。更加重要的是，重磅品种的海外临床及商业化推进将驱动创新药板块的持续上涨。此外，CXO 也迎来需求景气度上升周期，上半年业绩普遍超预期，订单增速强劲。药明生物等 CXO 企业在今年实现了一定程度的提价，验证了全球 CXO 需求景气度上行。我们认为，CXO 企业具备较高的增长确定性，强劲的订单增长以及提价对于业绩的驱动作用将延续到明年。

### ■ 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：**强劲 2Q26 业绩带动业绩指引大幅上调。2026 年上半年业绩强劲，汇率压力下增速仍逐季加快，且截至 6 月底，持续经营业务在手订单达 664 亿元，同比增长约 30%，新签订单增长超 40%（均为固定汇率下）。管理层大幅上调全年指引，预计 2026 年收入 585-605 亿元（此前 513-530 亿元），持续经营业务收入同比增长 35-39%（此前 18-22%），经调整净利润率维持稳定。化学业务为增长主力，受益于后期及商业化项目带动的产能效率提升，TIDES 上半年增长 44.3%（2Q：+74.9%），全年指引上调至约 45%。TIDES 产能计划 2026 年底达 13 万升，泰兴两个新车间 2027 年投产，新加坡一个车间 2028 年投产。小分子产能目标 2026 年底达 500 万升。加速增长的订单、更丰富的后期项目组合及积极的产能扩张，为下半年及后续增长提供有力支撑。此外，管理层指出全球早期研发需求复苏，AI 药物发现利好早期业务。

**2) 药明生物：**1H26 上调业绩指引，生物类似药将成新驱动力。2026 年上半年业绩强劲，总积压订单达 251 亿美元，公司上调全年收入增长指引至 15%-18%（固定汇率下 20%-23%），维持未来三年 20%复合增长率目标。公司计划通过“自建+收购”策略扩大全球布局。中国研发产能已满，成都微生物基地年底投产，并收购创胜医药杭州生产基地；新加坡制剂设施预计 2027 年运营；美国工厂预计 2029 年投运。制剂业务将重点投资，生产线计划三年内翻四倍，五年内收入占比目标 20%。生物类似药将成 M 端新支柱。公司已有 17 个生物类似药项目，未来三年已承诺 20 个项目，80%客户来自全球前十企业。凭借 WuXia TrueSite 平台的高表达量与低成本优势，叠加专利到期及监管放宽红利，管理层预计仅这些项目到 2030-2031 年即可贡献约 10 亿美元收入，成为 M 端长期增长核心引擎。

**3) 映恩生物:** DB-1311/BNT324 (Elfe-D, B7-H3 ADC) 是映恩生物最核心的价值驱动, 我们看好其在 mCRPC 领域的重磅品种潜力。同时, 公司正与 BioNTech 推进 ADC + IO2.0 联合开发策略, 将多款 ADC 资产与 pumitamid (PD-L1×VEGF 双抗) 联用。近期催化剂方面, 最值得关注的是 WCLC 上披露的 Elfe-D + pumitamid 肺癌数据。根据公司指引, 该项全球 Phase 1/2 研究将以 LBA 形式展示, 预计包括 NSCLC 和 SCLC 安全性数据, 以及 SCLC 初步疗效结果, 而 NSCLC 疗效数据由于扩展队列仍在入组, 目前仍偏早期。此后在 ESMO 上, 公司有望进一步披露 Elfe-D + pumitamid 在多种晚期实体瘤中的 Phase 2 数据, 以及 T-pam (HER2 ADC) + pumitamid 在 HR+/HER2-low/ultra-low 乳腺癌中的初步结果。此外, 我们亦预计 T-pam 将在 4Q26 披露其在 HR+/HER2-low 乳腺癌中的全球 Phase 3 数据。核心管线方面, 我们持续认为 mCRPC 仍是 Elfe-D 最重要的估值锚点。该产品在多线经治患者中已显示出较好的疗效持续性, 中位 rPFS 为 11.3 个月, 中位 OS 为 22.5 个月, 且在 Lu-177 治疗后人群中仍观察到积极活性。其安全性表现优异, ≥3 级治疗相关不良反应发生率仅 20%, 整体耐受性突出。我们认为其相较 Lu-177 及其他 B7-H3 ADC 同类产品具备较强竞争力。随着映恩生物完成美国权益选择权行使后, Elfe-D 已进入针对 taxane-naïve mCRPC 患者、对比 docetaxel 的全球 Phase 3 研究, 临床推进进一步提速。

**4) 三生制药:** 707 (PD-1/VEGF) 价值兑现仍处早期, 辉瑞已注册 11 项全球试验, 含 3 项全球 III 期, 其中 9 项已启动入组, 临床开发的进度和广度全球领先。此外, 辉瑞计划在今年下半年启动 707 与 PADCE (Nectin-4 ADC) 联用的全球三期临床。短期催化剂为 2026 ESMO 会议上 (10 月 23-27 日) 更新的 707 联用化疗一线治疗非小细胞肺癌的中国二期临床数据, 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、医保控费趋严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, 增值税影响消化完成, 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。此外, 2H26E-2027E 预计将迎来研发管线密集催化, 多条管线预计将有数据读出, 包括 707/705/706 II 期临床, 627/SSS68 的 I 期等。

**5) 信达生物:** 公司 1H26 业绩显著超预期。产品销售收入同比大增 57% 至 82 亿元 (占我们此前 FY26 预测的 54%), 净利润达 12.5 亿元 (占全年预测的 59%), 双双高于预期。增长主要由玛仕度肽、PCSK9 单抗、IGF-1R 单抗及新纳入国家医保的 TKI 产品快速放量驱动。我们持续看好管理层 2027 年 200 亿元产品销售收入目标的达成。此外, 公司首次给出 2030 年总收入 350-400 亿元的指引, 彰显中长期增长信心。信达生物正通过对外授权、NewCo、共同开发及共同研发和商业化 (Co-Co) 等多元模式, 向综合性全球生物药企转型。管理层目标 2030 年前至少推进 5 个资产进入全球 Ph3 MRCT; 目前 IBI363 及 IBI343 已进入全球 Ph3, IBI324 预计 2H26 进入全球 Ph3。我们认为, 公司近期催化剂丰富, 有望支撑估值上行。其中, IBI363 一线数据值得重点关注, IBI363 一线 NSCLC 与帕博利珠单抗联合化疗头对头的 Ph1 研究正在进行, 若数据积极, 有望支持全球 Ph3 研究的启动。ESMO 2026 年 10 月预计更新 IBI363 在 1L NSCLC 及 1L 胃癌的进一步数据, 1L 黑色素瘤的中国关键 Ph2 研究预计 2026 年底读出。IBI343 (CLDN18.2 ADC) 方面, 中国三线胃癌 BLA 已获受理, 武田预计 2027 年在日本递交上市申请。此外, IBI3001 (EGFR/B7-H3 ADC) 预计将于 ESMO 披露 Ph1 PoC 数据, 有望进一步验证公司下一代 ADC 平台实力。代谢管线方面, 除玛仕度肽外, 公司持续布局每日/每周口服 GLP-1、每月 PCSK9-GGG 及胰淀素等资产。每日口服 GLP-1 候选药 IBI3032 预计 2026 年底前进入 Ph2。

- **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

8月房地产销售二手好于新房，政策密集加码。二手房方面，据冰山大数据，8月25城二手房实时成交量单月环比+1.1%，同比+12%，同环比较7月均有改善，主要系北京上海政策暖风带动市场情绪阶段性回暖；分城看，北京、上海、广州、深圳同比分别约+5%、+7%、+4%、+4%，核心城市势能分化。新房方面，重点16城网签量环比-4%，同比+7%，深圳、上海、北京、广州同比分别+51%、+16%、+0%、+18%。深圳表现亮眼主要由于低基数效应及部分学区积分上调倒逼有需求家庭提前入市。价格端延续“新房结构性微涨、二手承压”：8月百城新房均价17,255元/平米，环比+0.15%、同比+2.04%，上海、杭州、成都等优质项目入市带动结构性上涨；百城二手均价环比-0.45%、同比-7%。板块表现方面，8月恒生指数下跌约1.2%，港股通内地地产相关指数约-2.8%、地产开发类约-5.5%，物管相关指数逆势+2.2%，物管防御属性凸显、开发板块受新政短期现金流担忧压制。政策端迎来历史性变化：8月28日住建部等三部委联合印发完善商品住房销售制度的通知，央行、金监局及证监会同步出台信贷与资本市场配套文件，销售端转向“封顶预售、现房优先”并实行新老划断，信贷端由主体信用转向项目信用、个贷最长年限由30年延至40年，资本端多工具常态化；月内北京（8月7日放松五环内非京籍限购）、上海（8月21日“沪八条”）先后加码，新版住房公积金管理条例亦落地。我们认为，828新政若严格执行将使房企现金流短期承压、带来新房供给缩减，需求像二手转移。但中长期有助于新房供给质量提升，供应集中度向优质房企集中，需求端则大幅缓解烂尾担忧，提振购房意愿。展望9月，8·28新政的落地力度将随各地细则出台逐步明朗；因城施策节奏不一或带来阶段性波动，建议密切跟踪地方细则落地进度与土拍市场反馈。“金九银十”旺季将至，我们认为政策效应或先提振二手交易情绪与成交量，新房端亦可能因房企加快现金回笼而加大推盘力度，成交表现值得观察。

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

## 保险

| 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，寿险新业务价值延续双位数增长的预期，中报业绩验证了权益增配下盈利高弹性，资产负债改善将驱动中资保险板块估值修复。

8 月上市险企披露中报业绩，投资收益带动盈利增长强劲，资产负债改善驱动净资产稳健提升。中期分红同比实现较快增长，其中，国寿、人保每股股息同比+50%/+47%超预期。负债端基本面延续韧性，资产负债将利好板块估值中枢修复。从 1H26 业绩归因看，投资收益大幅提升成为驱动利润增长的关键，二级权益占比再创新高，债券投资占比基本稳定，FVOCI 股票占比较快提升，反映了在长端利率低位震荡、权益市场结构性回暖的行情下，险企增配权益资产以增厚整体投资收益、边际放缓拉长资产久期的配置变化。1H26 险企公开市场权益占比较年初增长，其中，新华/国寿较年初+4.4pct/+2.3pct 至 25.5%/19.2%，位居行业前列。OCI 股票占比提升，其中，国寿和平安的 OCI 股票占比较年初+10.0pct/+9.3pct，升幅亮眼。

### ■ 寿险：

寿险方面，1H26 新业务价值延续正增长，但 2Q 增速同比下滑，主要受新单保费去年同期较高基数的影响，新业务价值率维持稳定，其中，国寿 NBV 同比+33.7%，大幅领先同业。分红险已成为新业务增长主力，头部险企分红险新单占比超过 90%。分渠道看，个险新单保费实现双位数增幅，人均产能提升对冲代理人规模较年初小幅回落的影响；银保新单受部分险企主动调整业务结构、压降趸交业务而表现分化，预计新业务价值率将在分红险占比提升、银保报行合一深化及产品结构向长期期交转型的动态平衡中保持稳健。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，我们预计头部险企寿险合同服务边际释放（CSM release）有望于年内实现正增长，全年 NBV 有望延续双位数增长势头。负债成本或随浮动收益型产品占比提升和经营质态改善而逐步下行。

### ■ 财产险：

财险上半年承保综合成本率(COR)同比改善，费用率显著改善抵补赔付率上行，带动承保利润回升；但车险和非车保费增速回落，新能源车保有量提升，持续成为车险保费增长的核心引擎；非车险中意健险保费增速维持强劲，责任险保费较快增长，同时受业务结构调整的影响，部分险企的企财险保费规模压降。我们预计年内综合成本率峰值将于 3Q 体现，下半年财险重点关注大灾赔付对整体 COR 影响以及行业非车险综合治理成效。

### ■ 投资建议

当前板块交易于 0.3 倍-0.6 倍 FY26E P/EV 和 0.6 倍-1.1 倍 FY26E P/B，股息率 3%-7%，板块估值在基本面稳健、资产负债改善及盈利高弹性下具备上行空间。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: 81 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；集团分红稳健，股息率>6%，具备吸引力；

**2) 中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 39 港元)：**中报验证权益增配驱动盈利高弹性，资产负债久期匹配领先同业，叠加负债端承保业务结构持续改善，有望共同驱动 H 股估值修复。

**3) 友邦保險 (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

### 1H26 业绩回顾

工程机械及重卡公司2Q26业绩普遍受到人民币升值导致的外汇损失以及海运费上升所影响, 但总体上收入增长在出口强劲下表现理想, 当中三一重工和三一国际业绩超出预期, 恒立液压、潍柴动力及中国重汽符合预期, 中联重科则弱于市场预期 (尽管盈利下跌幅度符合我们预期)。

### 核心观点

**AIDC 电力设备**: 我们继续看好AIDC电力设备, 在全球大型燃气机订单排至2030年的背景下, 柴油和燃气发电机将继续成为填补短期全球电力供应缺口的方案, 我们预计**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)**, 作为主要的受益者, 将于2026/27年分别交付4,000/6,000 台柴发以及200/2,000 台气发。

**矿山机械**: 大宗商品价格高企、大型矿山机械保有量设备老化、加上中国制造商通过电动化及售后服务强化等因素支持, 我们继续看好中国制造商在海外挑战Caterpillar (CAT US, 未评级) 以及小松 (6301 JP, 未评级) 在大型矿山机械的主导地位。我们看好2Q26业绩好转以及矿卡销售放量的**三一国际 (631 HK, 买入)**。

**重卡**: 8月份重卡行业销售同比下跌9%至8.3万辆, 跌幅较7月份的同比-1%扩大, 主要由于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2026/27年重卡需求的乐观预期, 主要得益于更新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**)。

### 资本品选股建议

**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** - 我们预计2026 年重卡行业需求仍维持在高位。同时, 在全球电力需求强劲拉动下, 我们预计潍柴动力将持续受益于 AIDC 备用电源发动机业务的爆发式增长趋势。

**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, 截至 8 月公司海外矿卡在手订单接近 40 亿元人民币。同时, 增长相对确定的港口机械业务, 将有助抵销相对疲弱的国内井下煤机业务。

**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) 油缸和泵阀销售增长强劲，主要由于采矿和农业机械等广泛下游需求驱动。我们预计精密工业（导轨及丝杠）营收将从 2025 年的 8,000 万元人民币增至 2026/27 年的 4 亿元/10 亿元人民币。

**三一重工 (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的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責任。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策。

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。