

2026

港股市场投资展望

风雷激荡

尽管港股估值修复已基本到位，但港股投资逻辑已由传统的估值修复转变为基于新质生产力和高质量发展的估值重估，2026 年估值和盈利均有温和扩张或改善的空间。

2026 年上半年港股有条件再创新高，主要催化剂和事件窗口包括：市场对十五五开局中国经济增长动能的再评估；12月中旬中央经济工作会议、一季度地方及中央两会；特朗普访华及中期选举前后中美关系的变化；AI 资本开支进展及盈利状况。

美联储后续降息路径及节奏仍存高度不确定性，但市场边际宽松预期大概率前置在上半年。人民币汇率有望继续偏强，有利于进一步吸引外资回流。

建银国际流动性领先指标暗示，上半年港股或震荡寻顶。预计 2026 港股走势或先升后回，恒生指数波动区间介于 23500-30500 点。

建银国际证券研究团队

目录

2026 年港股市场投资展望	3
十大焦点股	11
2026 年全球市场展望	12

行业研究

高端制造	20
汽车	22
汽车 – 动力电池与新能源汽车	24
非必需消费品	26
消费服务	28
必需消费品	30
金融 – 中资银行业	32
金融 – 中资保险业	34
金融 – 中资证券业	36
大健康 – 医药及生物科技	38
工业制造 – 工程设备	41
工业制造 – 铁路装备	43
科技 – 电子硬件	45
科技 – 互联网	47
科技 – 半导体	49
建银国际证券 – 研究团队	51



2026 年港股市场 投资展望

风雷激荡

尽管港股估值修复已基本到位，但港股投资逻辑已由传统的估值修复转变为基于新质生产力和高质量发展的估值重估，2026 年估值和盈利均有温和扩张或改善的空间。

2026 年上半年港股有条件再创新高，主要催化剂和事件窗口包括：市场对十五五开局中国经济增长动能、人民币汇率、物价走势和企业盈利前景的再评估；十五五规划纲要相关文件出炉将为行业和主题投资提供更清晰的指引；12 月中旬中央经济工作会议、一季度地方及中央两会等将是重要的增量政策观察窗口；特朗普访华及中期选举前后中美关系的变化；美联储降息的节奏及力度；重大技术突破、龙头科技股的资本开支进展及 AI 相关业务盈利状况。

美联储后续降息路径及节奏仍存高度不确定性，但市场边际宽松预期大概率前置在上半年。受美联储宽松预期及美国经济走弱影响，上半年美元料走势偏软，人民币汇率有望继续偏强，并重回 7 以内，有利于进一步吸引外资回流。

主要风险因素：后续中美关系及联储降息节奏的不确定性、美国经济或通胀恶化、局部性金融系统性风险、AI 叙事变化、美日财政及债务风险、地缘政治因素等。

建银国际流动性领先指标暗示，上半年港股或震荡寻顶。我们预计 2026 港股走势或先升后回，预测的区间如下：

- 恒生指数：23500-30500 点
- 恒生国企指数：8500-12000 点
- 恒生科技指数：4600-7200 点

投资建议：建议 2025 年底前逢低吸纳，为明年初的春季行情做好准备，并于 2026 年初逐步加强进攻，可基础配置高息股，重点关注新质生产力和结构性改革主题，精选科技、高端制造、氢能核能等新能源和内需股（消费及服务类等）。



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com



邹炜

(852) 3911 8246
wilsonzou@ccbintl.com



姜越

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com

2024 年初熊市第二只脚落地以来，港股经历了四轮技术性牛市，底部中枢不断抬升。一季度日均成交额 2,427 亿港元，二季度以来成交略有减弱至 2,413 亿港元，但三季度进一步冲高至 2,864 亿港元。四季度整固蓄力，成交滑落至 2,569 亿港元，年底前暂难突破 27000 点，但 24800 有强力支持，站稳之后有望再上台阶。

图表 1：年底前整固蓄力，明年有望再上台阶



资料来源：彭博，建银国际

回溯过去十五年的历史经验，港股存在较为明显的“春季行情/春季躁动”特征：从全年维度看，恒指在 1 月份上涨的概率显著偏高；从节奏上看，每年春节前夕港股走强的概率也更高；进一步聚焦到政策周期，在“十二五”之后的开局之年，港股在全国两会前夕录得上涨的概率同样偏高。一季度（尤其是 1 月与节前窗口）往往是港股胜率更高的季节性时间段。

其背后的核心逻辑在于：春季更容易出现“政策预期的集中定价”。一方面，12 月中央经济工作会议往往对来年宏观目标与政策取向作出定调，市场会在跨年阶段提前交易方向性变化；另一方面，地方两会通常集中在 1-2 月召开，地方政府在新一年开局阶段“要做事、要表态”的冲动更强，更容易出现新的提法、具体抓手与项目线索，从而形成主题催化、抬升风险偏好，并在随后 3 月全国两会的进一步确认中完成预期强化。

展望明年，春季躁动的“催化密度”可能更高：一是进入“十五五”议程窗口，全国两会预计将讨论《十五五规划纲要》等更具方向性的增量内容，而地方层面对新提法与新项目的释放往往更早，增量线索更可能首先落在地方；二是外部环境流动性阶段性偏友好，市场对美联储边际宽松倾向前置，美元上半年大概率走弱，同时特朗普拟于 4 月访华的预期也可能在 3 月提前发酵，进一步烘托风险偏好并放大“春季窗口”的交易属性。

图表 2：春季躁动：一季度胜率更高的季节性窗口

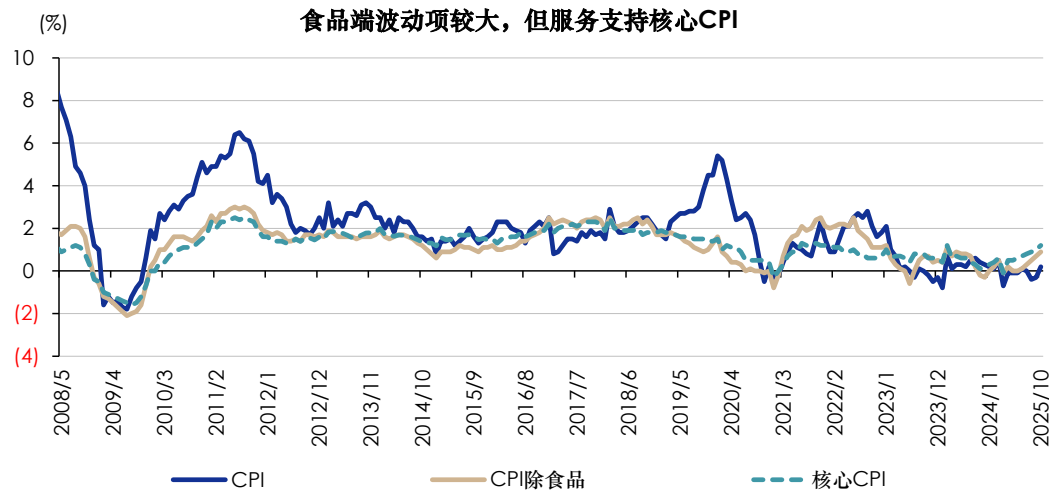
春季躁动	五年规划开局 之年的 1 月	十二五后 的 1 月	五年规划开局 之年的春节前夕	十二五后的 春节前夕	五年规划开局 之年的两会前夕	十二五后的 两会前夕	十二五后 的每年
2011 年以来 (各指数上涨概率)							
恒生指数	67%	73%	33%	67%	67%	47%	53%
恒生综合指数	67%	67%	33%	67%	67%	47%	53%
非必需性消费	67%	67%	33%	67%	67%	53%	47%
必需性消费	33%	47%	100%	80%	67%	53%	47%
地产建筑	33%	60%	33%	40%	33%	33%	33%
资讯科技	67%	80%	67%	73%	67%	53%	67%
原材料	0%	47%	67%	60%	67%	40%	47%
能源	33%	60%	67%	47%	33%	53%	53%
金融	67%	67%	33%	60%	67%	47%	47%
工业	33%	53%	33%	67%	67%	60%	53%
公用事业	67%	53%	67%	47%	67%	60%	60%
综合企业	67%	67%	33%	47%	67%	33%	40%
医疗保健	33%	53%	67%	73%	67%	67%	47%
电讯	67%	67%	33%	60%	67%	33%	53%

资料来源：彭博，建银国际

注：前夕指前 7 个交易日

我们测算结果显示中国 CPI 贡献支持发生转变，居民消费由住房、食品转为更追求个性化商品服务 (如金饰等)；我们认为 26 年通胀大概率维持低位回暖，CPI 整体呈“低通胀温和回升”的结构，食品端是波动源；若线下消费氛围进一步复苏，核心 CPI 预计能连续维持在 1% 的水平进一步修复。

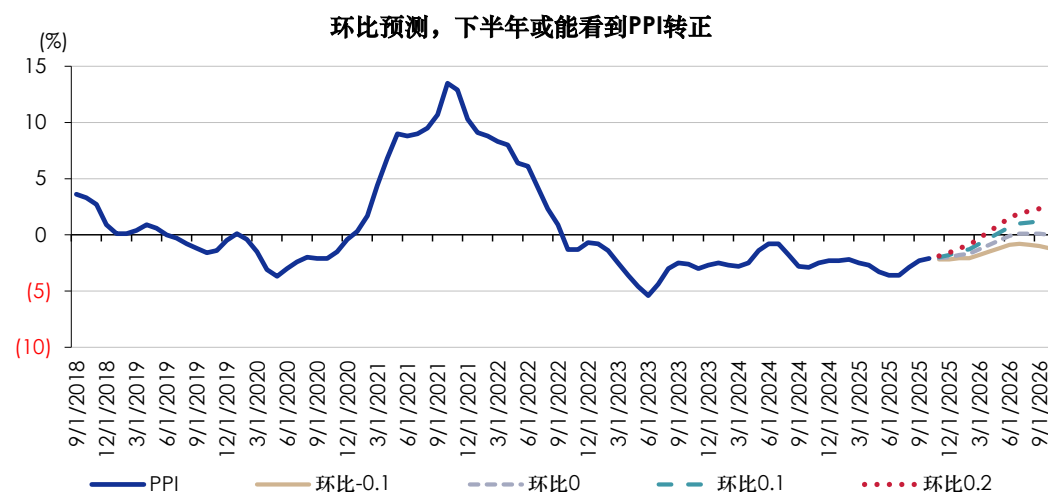
图表 3：26 年通胀 CPI 预计低位温和回升，核心通胀或延续修复



资料来源：国家统计局，建银国际

我国 PPI 中生产资料权重占 7 成左右，高度依赖国际大宗商品价格，疫情后全球经济进入“复苏疲弱-高利率-被动去库存”阶段，原油、有色化工整体走弱，成为中国 PPI 强外生性下行压力。但我国近期出口坚挺+用电量改善，显示国内外需求并未塌陷，PPI 同比降幅收窄，根据我们的预测，26 年下半年或见到转正机会。

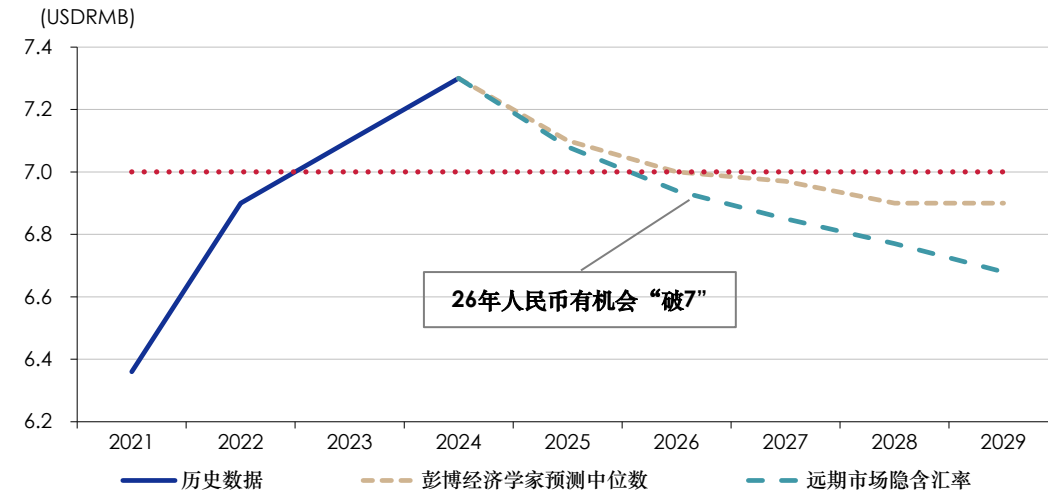
图表 4: PPI 同比降幅收窄, 26 年下半年或可见到转正



资料来源: 国家统计局, 建银国际

2026 年若美元温和走弱、中美摩擦未明显升级, 人民币或有机会“破 7”, 但要长期维持在“6 字头”仍需要国内政策与盈利修复。美国核心通胀黏性、财政扩张与利差优势尚存, 随着进一步降息, 短端有下行空间, 美元指数更多是温和走弱。人民银行通过强中间价与逆周期操作稳定市场, 稳定的预期是国内经济和人民币国际化的双重需求。

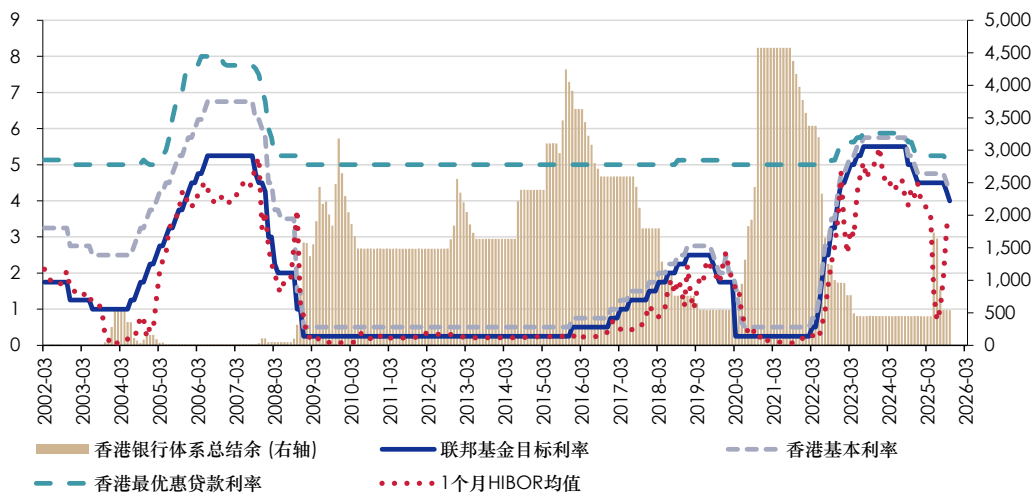
图表 5: 人民币预计温和升值, 26 年或有机会“破 7”



资料来源: 彭博, 建银国际

降息周期尾声通常伴随着港元触发强方, 金管局干预后银行总结余大幅上升, HIBOR 进而大幅下行, 香港金融市场流动性将显著提升。

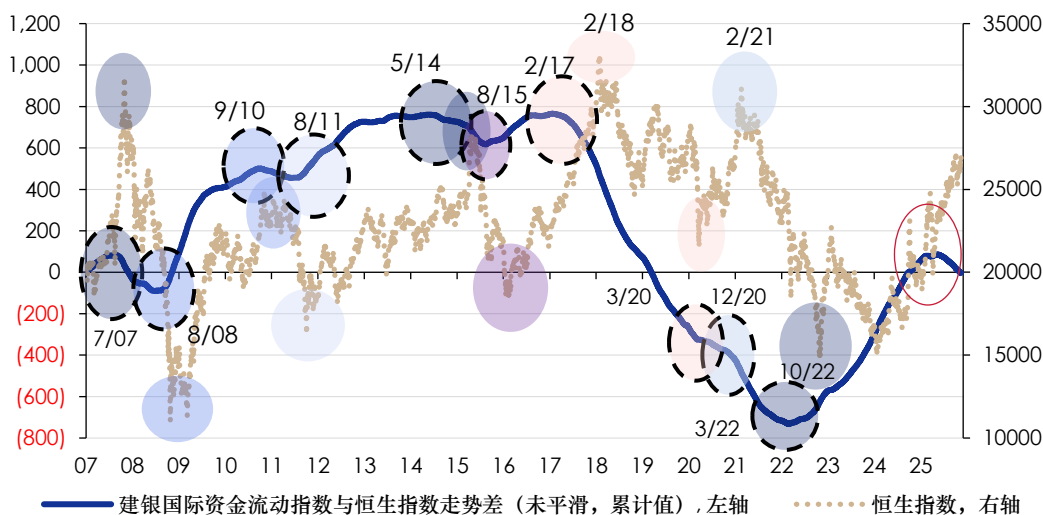
图表 6：降息周期中的香港利率结构性分化：HIBOR 下行主导宽松效应



资料来源：彭博，建银国际

建银国际流动性指标自 2022 年 3 月出现拐点，成功确认港股长期拐点(10 月底部)，支持去年至今港股四轮技术性牛市。港股明年年中前大概率会继续寻顶：虽然我们的流动性累计差值进一步走低甚至变成负值，确认了更清晰的拐点。结合历史经验，累计差值往往领先市场走势约一年，因此其拐点出现并不意味着港股本轮牛市高点已现。考虑到拐点已在今年 5 月形成，恒生指数大概率在明年年中前继续寻顶。

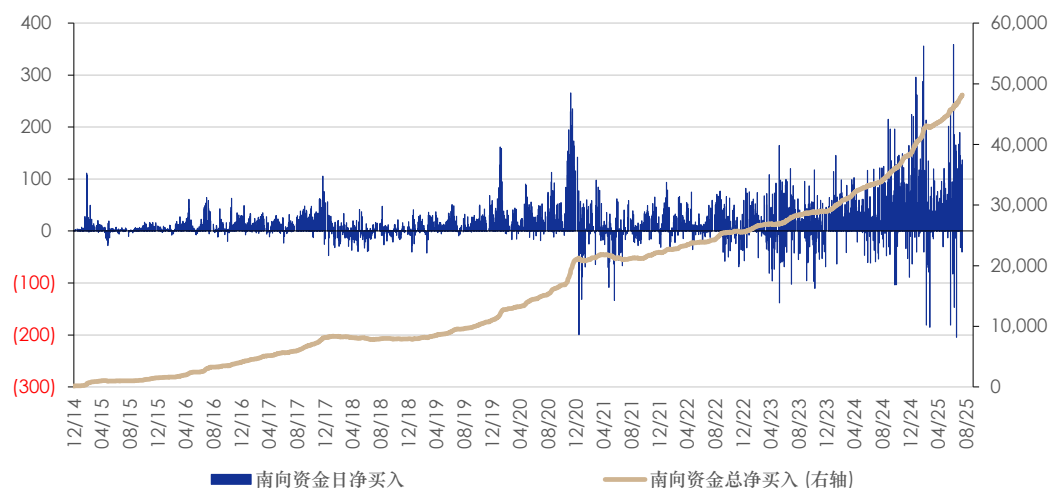
图表 7：流动性指数拐点确认，暗示港股明年年中前或继续寻顶



资料来源：彭博，建银国际

今年截至 11 月 26 日，南向资金呈现出更为强劲的增长态势，实现净流入 13,779 亿港元，比去年同期 6,961 亿高 98%，日均净买入规模达到 64 亿港元的历史高位。2024 年以来南向交易占比显著提升，今年南向交易占市场成交额的比例高达 47.9%。南向资金 4 月份冲高回落，6 月份后再度冲高。在南向资金持续流入的支撑下，港股估值体系的稳定性得到强化，市场出现 2021 年大幅回撤的可能性较低。

图表 8：南向资金创纪录流入

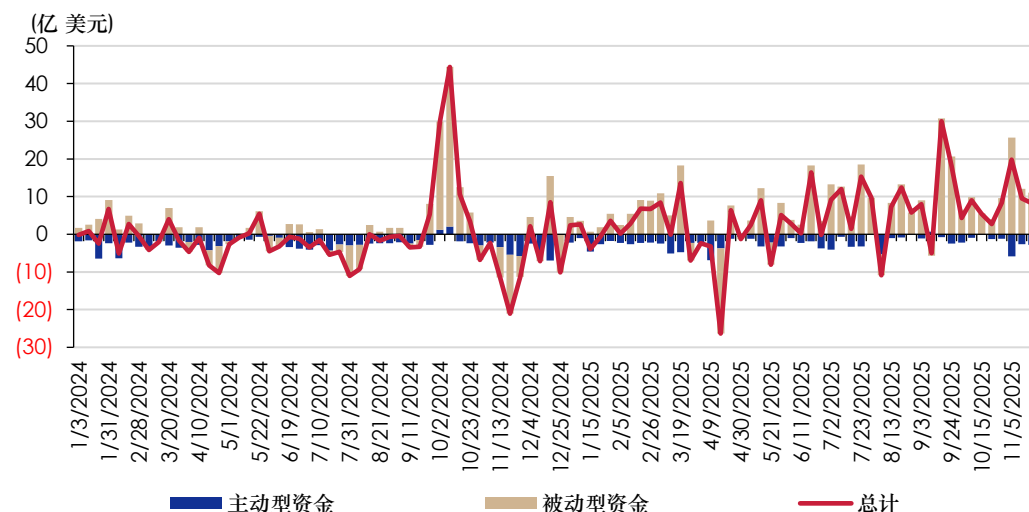


资料来源：彭博，Wind，建银国际

根据 IIF 的数据，1-10 月中国股市外资净流入 506 亿美元，而其余新兴市场大幅净流出 268 亿美元。其中三季度中国股市净流入 240 亿美元，而其余新兴市场仅流入 37 亿美元。根据 EPFR 数据，今年以来，外资对冲基金和被动型基金回流明显，主动型基金仅尝试性买入和减少低配幅度，反映 Long-only 仍未有明显转向。

虽然如此，但国际 Long-only 资金正在重新审视中国市场的投资价值，去年 9 月的踏空让他们意识到中国市场的可交易性，虽今年外资主要由对冲基金等交易型资金主导，但中国人工智能和芯片自主可控不断促使他们对中国市场的看法从可交易性转向可投资性。根据我们测算，国际中介机构资金上半年净流出港股，但下半年以来开始净流入港股。中国资产具备可投资性已具备普遍共识，欧美长线资金已逐步转向，进一步回流需要长期基本面和底层逻辑的实质性改善配合。

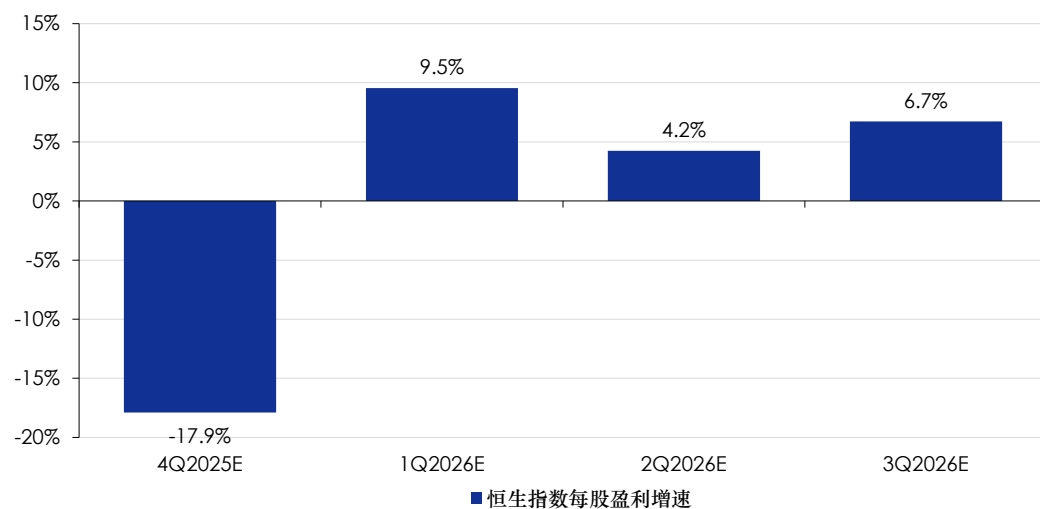
图表 9：部分外资回流中国市场，长线资金回流需要长期基本面的实质性改善



资料来源：EPFR，建银国际

虽然港股四季度基本面继续承压，第四季度恒生指数每股盈利增长预测由 9 月底的-12.9%下调至-17.9%，但预计明年恢复正增长。（2025 年规上工业企业利润累计增速在 1-7 月仍为-1.7%，但到 1-8 月已回升至+0.9%，实现由负转正，显示企业盈利修复启动、景气底部信号逐步显现。）恒生指数行业中，必需性消费、非必需性消费和电讯估值相比 5 年均值具备较高吸引力。

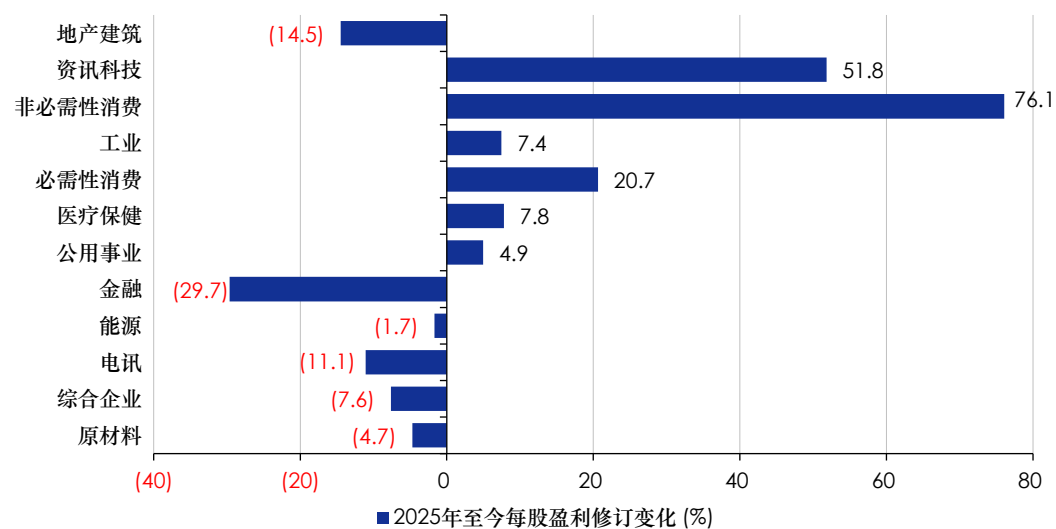
图表 10：港股四季度基本面见底，预计明年恢复正增长



资料来源：彭博，建银国际

截至 11 月 26 日，恒指、国指和科指未来 12 个月每股盈利预测分别为 2070、788 及 223 港元，对比年初分别下调 0.4%、2.8% 和 4.0%。2025 年，各板块结构性分化明显，消费、科技和医药每股盈利获上调幅度最大。

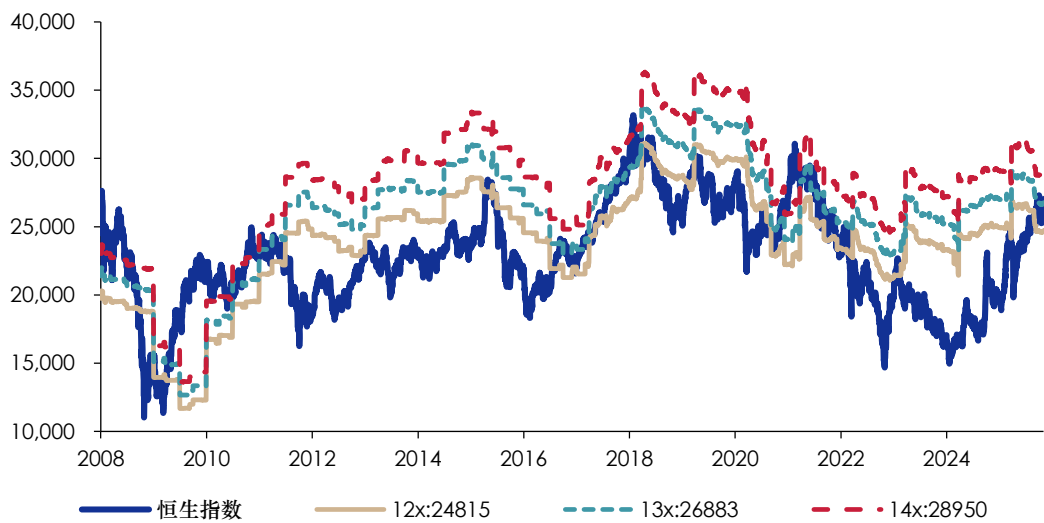
图表 11：2025 年结构性分化明显，消费、科技和医药盈利获上调幅度最大



资料来源：彭博，建银国际

恒生指数动态市盈率历史平均值约为 11.2 倍，+1 标准差为 12.7 倍，-1 标准差为 9.8 倍，当前动态市盈率为 12.5 倍，处于历史 81% 分位。后续港股的继续上涨除有望受益于无风险收益率下降之外，更需要盈利复苏支持。

图表 12：港股打开上行空间未来更多依赖盈利支持



资料来源：彭博，建银国际

我们相信以下主题将有助我们发现港股在 2026 年的结构性机会：

- **互联网**：AI 驱动 CAPEX，赋能效应加速落地
- **科技**：国产先进逻辑芯片势头正盛，存储上行周期东风正劲
- **高端制造**：高端制造：Optimus V3、宇树 IPO 引领发展，十五五政策加持
- **汽车**：政策力度有待确认，行业整合，高端化，智能化和出海仍是热点
- **消费**：消费温和增长，马太效应明显，政策利好有待释放
- **医药**：海外药企对研发服务需求仍然强劲
- **金融**：基本面边际向好，政策东风支持估值重估
- **低估值高股息的防御之选**

综合考虑内外部环境，我们预计 2026 年港股走势或先升后回，恒生指数波动区间介于 23500-30500 点，国企指数波动区间介于 8500-12000 点，科技指数介于 4600-7200 点。

图表 13：恒生指数敏感性分析

情景分析		2026E 盈利增速					
预测估值 (倍)		-5%	0%	5%	10%	15%	20%
	16	31,680	33,347	35,015	36,682	38,349	40,017
	15	29,700	31,263	32,826	34,389	35,952	37,516
	14	27,720	29,179	30,638	32,097	33,556	35,015
	13	25,740	27,095	28,449	29,804	31,159	32,514
	12	23,760	25,010	26,261	27,511	28,762	30,012
	11	21,780	22,926	24,073	25,219	26,365	27,511

资料来源：彭博，建银国际

投资建议：建议 2025 年底前逢低吸纳，为明年初的春季行情做好准备，并于 2026 年初逐步加强进攻，可基础配置高息股，重点关注新质生产力和结构改革主题，精选科技、高端制造、氢能核能等新能源和内需股（消费及服务类等）。

十大焦点股

图表 14: 2026 年十大焦点股

行业	公司	股票代码	现价		上涨空间 (%)	市值 (百万美元)	建银国际评级	2026 年预测市盈率 (倍)	回报率 (%)					建银国际 2026 年每股盈利增长预测 (%)
			(港元)	目标价 (港元)					1 个月	3 个月	6 个月	12 个月	年初至今	
科技	阿里巴巴	9988 HK	154.4	202.8	31.3	378,717	优于大市	24.7	(11.4)	30.8	32.0	83.1	85.3	43.1
科技	腾讯控股	700 HK	612	760.0	24.2	719,154	优于大市	17.7	(5.2)	2.9	20.8	52.9	46.6	13.6
科技	中芯国际	981 HK	69.8	87.0	24.6	86,262	优于大市	88.4	(14.1)	10.4	68.6	173.6	116.4	25.3
高端制造	三花智控	2050 HK	34.96	49.0	40.2	25,775	优于大市	27.7	(17.5)	9.4	N/A	N/A	N/A	18.5
高端制造	中船防务	317 HK	14.77	23.7	60.5	4,466	优于大市	12.0	(1.8)	(6.3)	30.2	48.0	33.2	39.8
医药	信达生物	1801 HK	93.55	125.0	33.6	20,601	优于大市	14.5	11.2	3.8	56.3	140.4	157.1	60.8
消费	中国中免	1880 HK	74.85	90.0	20.2	23,544	优于大市	27.0	20.7	16.4	44.3	45.3	37.1	21.1
消费	百胜中国	9987 HK	366.2	453.2	23.8	16,897	优于大市	18.5	8.4	7.5	9.8	4.3	0.3	9.0
汽车	零跑科技	9863 HK	52.45	86.1	64.2	9,109	优于大市	40.2	(9.9)	(17.4)	(6.3)	87.3	62.8	318.3
金融	中信银行	998 HK	7.18	8.5	18.4	58,577	优于大市	5.0	(4.8)	1.3	7.2	44.8	33.5	4.0

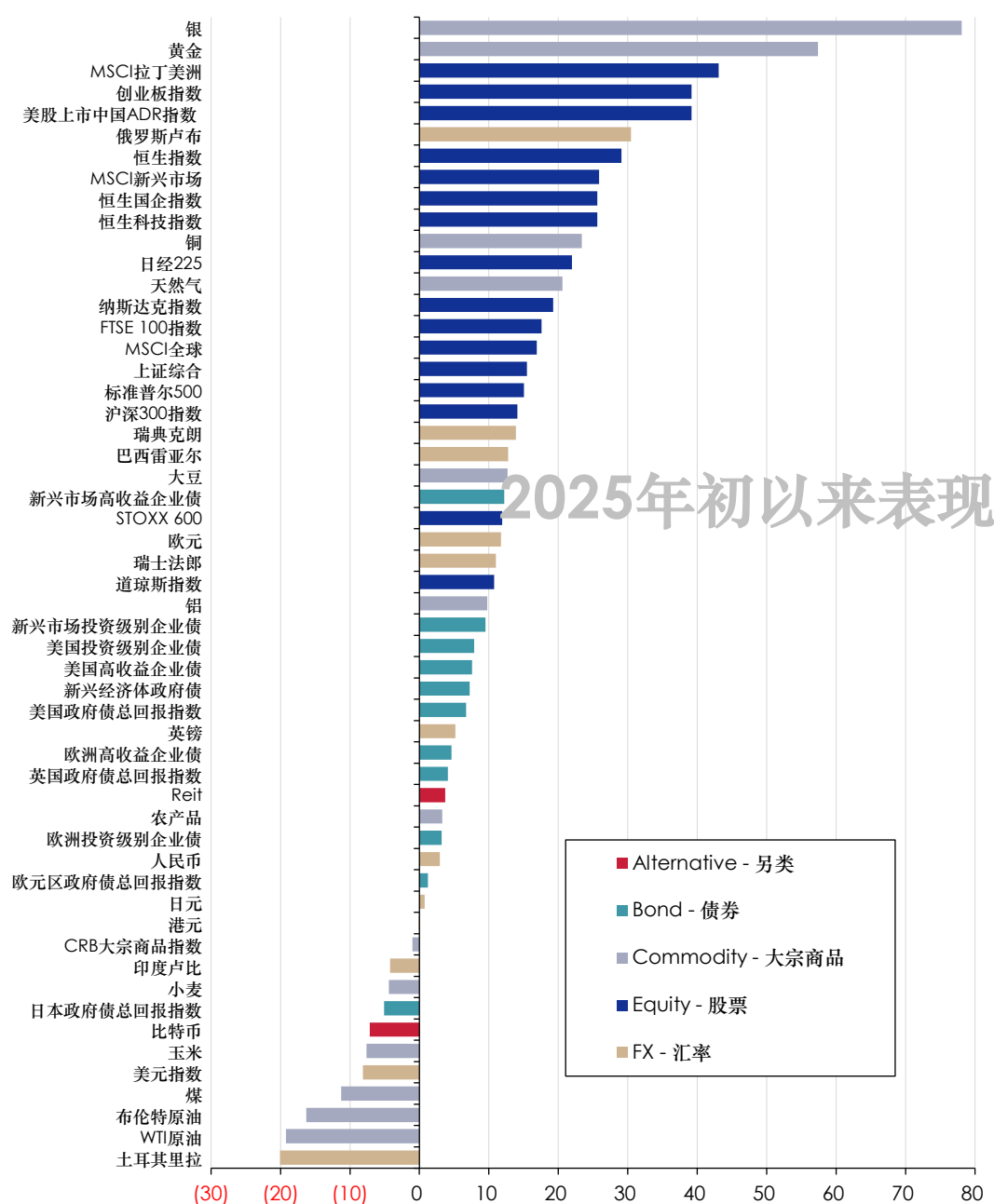
注: 基于 2025 年 12 月 4 日收盘价
数据来源: 彭博、建银国际

2026 年全球市场展望：高处不胜寒

2025 年全球市场在政策反复与预期切换中震荡前行：特朗普第二任期的关税行动、“大美丽法案”与政府关门刷新多项历史记录；欧洲与日本的政治变量、地缘冲突与供应链摩擦悬而未决；降息预期与 AI 叙事交替主导定价。经过这一轮修复，多数资产估值已回到历史中高区间，“高处不胜寒”开始显现。

关键预期差在于：市场仍在用“降息=利好、波动=买点”的 2024–2025 逻辑定价 2026，但我们认为 2026 的约束更强——估值已高、上涨更依赖盈利兑现；同时，政策与通胀变量更可能在下半年集中出现，使风险偏好对事件的敏感度上升。2026 年并非立即转向，但风险权重明显后移：上半年仍偏“降息 + 风险缓和”的提前计价；下半年更可能进入再定价区间，单靠估值外推的空间有限。

图表 15：全球市场大类资产回报



数据来源：彭博，建银国际；数据截至 2025-11-28

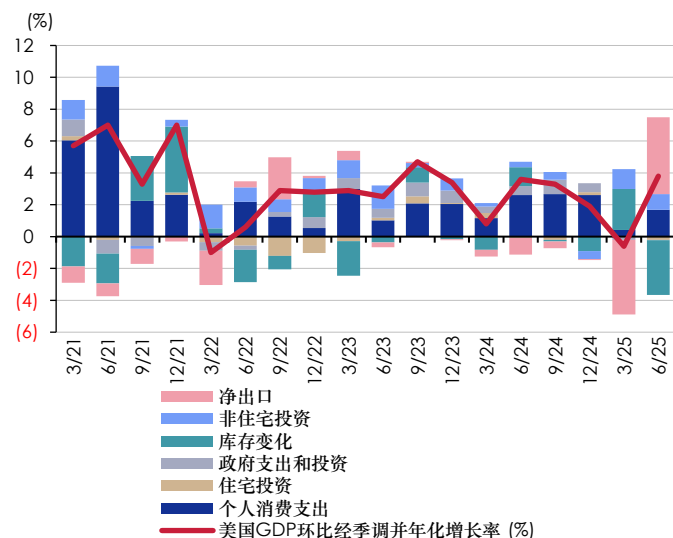
从宏观角度来看，特朗普回归带来的更大经济波动，但被高调承诺的美国制造业复兴暂未出现

- 以特朗普以“MAGA”为旗号上台，但他第二任期带来的是宏观波动。美国经济增速 25 年一季度因“抢进口”而陷入负值，二季度出现技术性回正，三季度 GDP 因政府关门被迫延迟，四季度财政停摆，预计数据质量与表现同步承压；26 年一季度又可能因“恢复支出”而被动回正——增长呈现典型的政策制造型波动；
- ISM 制造业指数和产能利用率均显示行业仍处于收缩状态，没有“制造业回流”的迹象；关税护栏竖起，但尚未看到制造业因此复苏。

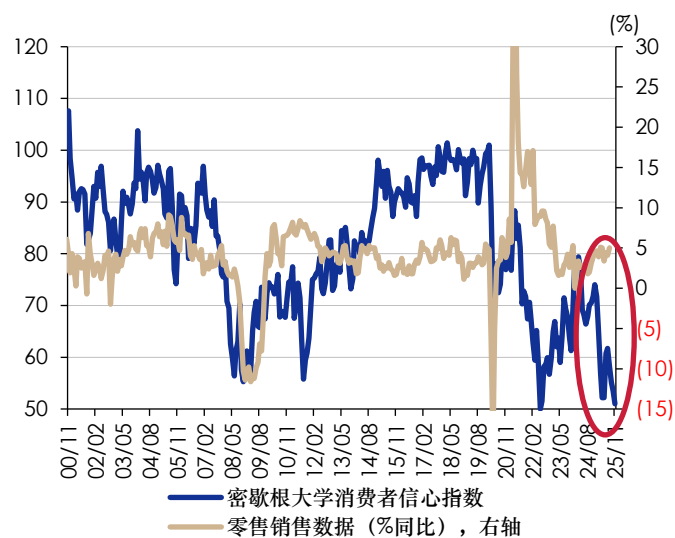
从微观角度来看，美国经济体感进入“低动能停滞”平台期

- 企业利润端不扩张。企业利润角度基本进入横盘/低增长，连续数季度低于平均；
- 居民需求端预期走弱。25 年 9-11 月消费者信心不断下滑，预期方面接近甚至低于衰退，居民端“扩张意愿”不足。

图表 16：特朗普回归带来的更大的宏观经济波动



图表 17：企业利润和消费者信心在微观层面接近停滞

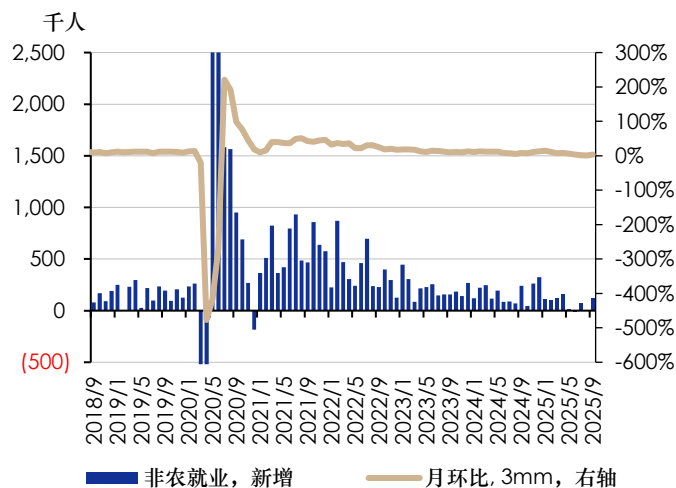


糟糕的就业暂时利于降息，但暗藏情绪回调风险

就业市场走弱是本轮联储降息的主要原因。在 2025 年非农新增就业下行且不断下修前值，最新披露的数据显示失业率升为 4.4%，为 2021 年以来最高。

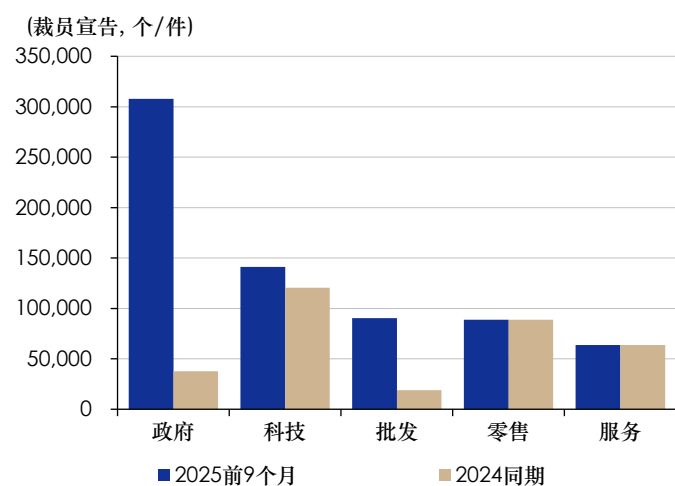
- 行业上，25 年主要由教育与医疗 (64%) 贡献非农新增，单一行业支持的结构难以持续；年龄上，大部分疫情后就业增量 (6~8 成) 来自 35 岁以上人群，主要源于婴儿潮世代 (baby boomers) 集中退休的补位需求，非企业扩张；
- 近几季度裁员整体数量重新抬升接近疫情期间；政府、服务裁员宣告都超同期；裁员原因中，除了市场经济状况不明、企业经营问题等传统理由、政府停摆/DOGE、人工智能为新形成且显著的理由；
- 市场反应来说，25 年市场认为弱非农是好消息。在降息节奏不定时，市场对于弱势非农的解读仍乐观，即较差的数据可能会引发对降息的憧憬而非衰退抛售；26 年可能非农数据会更加不可预测；同时，当降息节奏确定时，市场对于弱非农数据的解读可能会偏向经济衰退的恐慌。

图表 18: 非农数据因政府关门延迟, 新增连续数月接近停滞



数据来源: 彭博, BLS, 建银国际; 数据截至 2025-11-25

图表 19: 25 年政府、服务裁员宣告都超同期



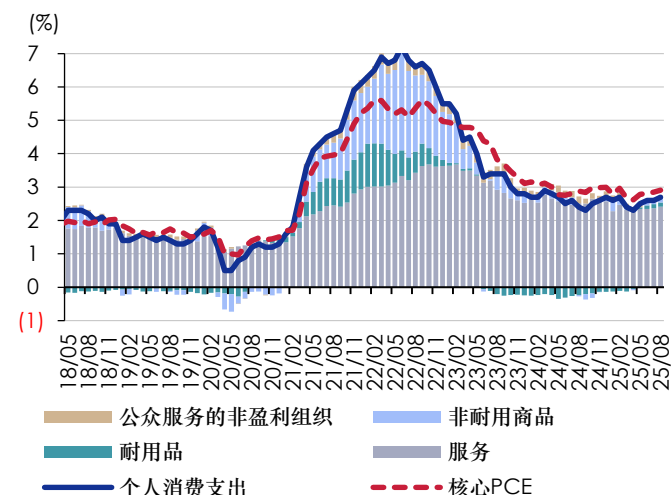
数据来源: 彭博, Challenger, 建银国际; 数据截至 2025-11-25

通胀预计预计在 2026 年持续在 3% 左右, 关税改变了通胀驱动, 前景更加不明确

关税仍然是通胀最大的变量。在不发生大幅衰退的前提下, 我们认为 26 年 CPI 仍然将在接近 3% 水平波动, 走势预计先降后升:

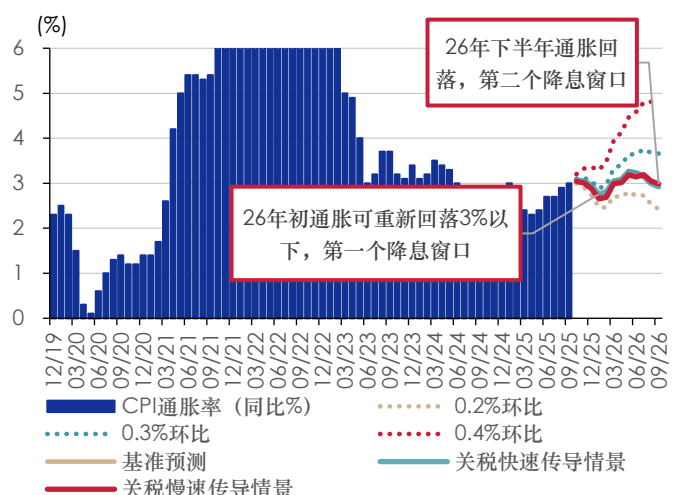
- 疫情后, 通胀一直由住房等服务业抬升, 但近期出现变化: 关税上升后, 服装等商品价格出现了明显的加速上行, 从 PCE 拆分能看出商品从通胀稳定器到助推器。能源品类近期走低是通胀缓和的重要原因, 近几个月住房、医疗也助力服务通胀的缓和;
- 主流声音认为关税是一次性传递, 但传递速度将影响通胀的峰值和降息节奏。我们就关税传导情景进行假设, 快速和基准情境下, CPI 峰值将在上半年上探 3.3% 但将更早下行; 在慢速传递情境下, 峰值将略低, 但会落在下半年或更晚。

图表 20: 服务通胀是主要驱动, 但商品的角色从通胀稳定器变为加速器



数据来源: 彭博, BLS, 建银国际; 数据截至 2025-11-25

图表 21: 26 年 CPI 预计仍在 3% 上下波动



数据来源: 彭博, BLS, 建银国际; 数据截至 2025-11-25

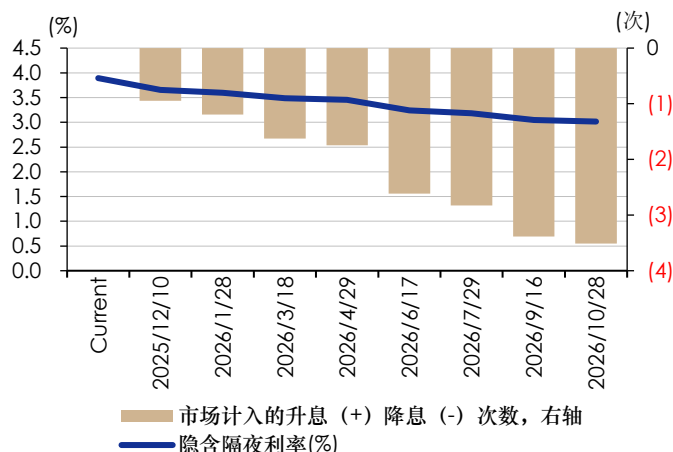
2026 年预计降息继续，但联储政策分歧较大

在 2025 年 9 月重启降息后，委员们在未来政策方向上出现了明显而激烈的分歧——部分主张暂停以评估前期效果，另有成员认为就业下行风险上升、应继续小幅放松。

美联储主席鲍威尔任期在 2026 年 6 月结束，特朗普及核心官员在考虑新人提名；叠加政府关门造成的数据缺失和延迟，2026 年的联储政策能见度更低。

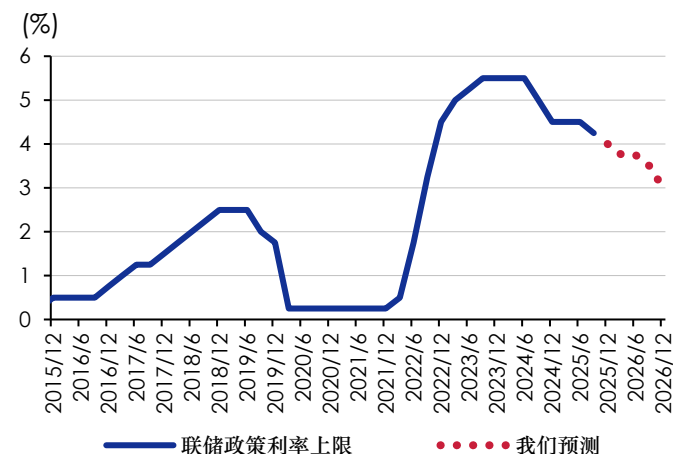
- 我们目前认为 2026 年至少有 2~3 次降息。但具体幅度和节奏仍然需要数据配合。

图表 22：市场预计明年至少 3 次降息



数据来源：彭博，FOMC，建银国际；数据截至 2025-11-25

图表 23：2026 年至少有 2~3 次降息，将利率降低至 3% 左右



数据来源：彭博，建银国际；数据截至 2025-11-25

美股：2026 年上半年预计估值水平预计仍然在高位

2025 年降息和科技两条主线支持美股不断突破新高，尽管波动较大，但年内大部分板块都录得正回报。2026 年标普仍有 10% 左右的向上空间，全年高点可达 7500。

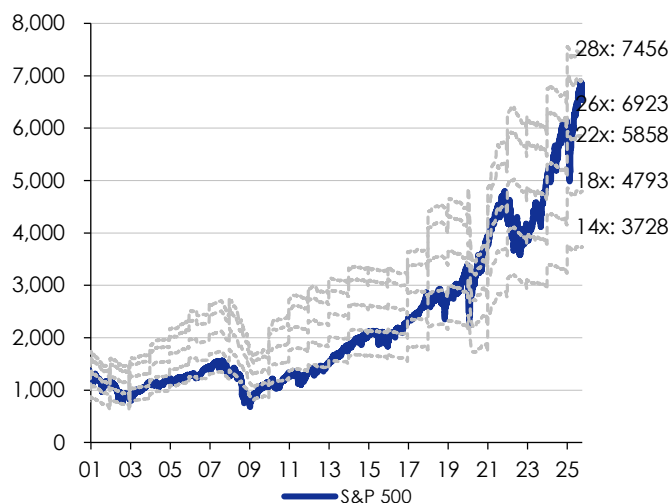
我们预计 26 年美股的估值仍然会维持在相对高位。

- 从估值的角度来看，尽管 2025 年由于特朗普政策反复、中国 Deepseek 冲击等原因，美股多次回调；回调底对应估值仍然是 20 倍左右，而且短时间内就得到修复，说明在不发生经济衰退时美股估值底部仍然坚实；
- 尽管相对历史均值较高，但美股均值在疫情后逐年台阶式提升而不是一蹴而就，因而在不衰退情境下以崩塌式下行的可能性有限；

对于 26 年，我们观察到市场对于营收仍然乐观。

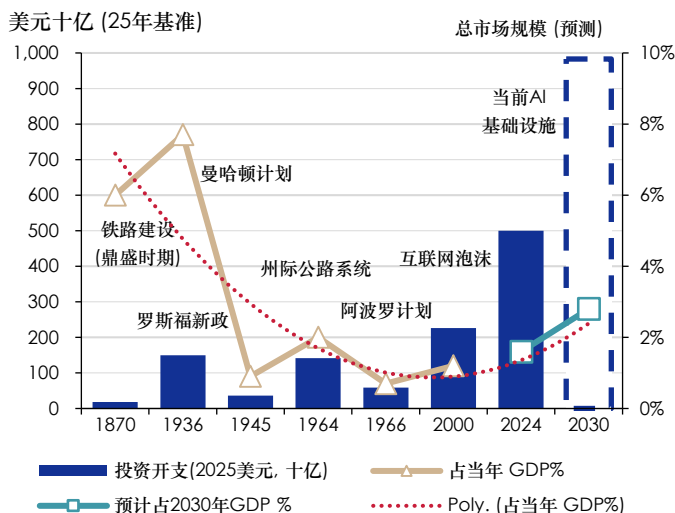
- 根据 FactSet，2026 年全年，分析师预计全年盈利均值为 13.7%，营收上升 6.9%。
- 但我们认为 26 年的预期基本依赖多项条件同时满足：包括经济政策 (利率、财政)，资本支出、居民消费与企业需求、全球贸易稳定、通胀与成本控制等等——任何一个变量偏离都可能削弱预期，也可能会削弱盈利对于价格的支持；
- 此外，AI 竞争预计在 26 年进一步白热化，投资人将对 AI 叙事更加严格，预计盈利需搭配更好的故事才能让投资人满意。但我们认为 AI 并不是泡沫。
 - AI 投资目前在 1%GDP 左右，作为基础设施投资，小于美国铁路建设、洲际公路系统等 2%~6% 的占比；
 - 尽管略大于 2000 年互联网泡沫时期的投入占比，但本轮投资 AI 的企业基本是大型企业，而不是互联网泡沫时期的初创企业，因而现金流更能覆盖开支。

图表 24：近期市场几次回调，但修复时间极快



数据来源：彭博，建银国际；数据截至 2025-11-25

图表 25：尽管投资绝对值偏高，但相对值并没有空前绝后



数据来源：彭博，understanding AI, Theory Ventures, 建银国际；

美债：十年期国债收益率上行与下行空间被供需、通胀和期限溢价限制，单边趋势有限

近年美国财政处于扩张状态，财政支出端要求发债，收入端关税仍不确定：

- 在 OBBA 推动下，债务上限提升降低了举债门槛，大规模预算与采购扩张；
- 若特朗普关税的 IEEPA 若被判定非法，将压缩关税收益从约 10 年内的 3~4 万亿美元骤降至不足 1 万亿美元（甚至可能伴随已收取的关税在 26 年返还），可能迫使政府以更大规模的发债来弥补收入缺口。

当前美债曲线呈现“短端仍倒挂、中端转正、长端再陡”的典型过渡结构：

- 短端指向政策仍偏紧，中端显示衰退若出现将更为温和，长端则被通胀与财政供给主导。我们倾向于“信号被削弱而非失效”，曲线转正并不意味着风险出清。

十年期国债上行下行空间被通胀和期限溢价限制：

- 尽管近期净空头持仓有所回缩，市场对于 10 年期债的走势多空观点交锋激烈，但我们认为 10 年期未来上行和下行空间都不大；
- 尽管短期实际利率可能走低，但中长期通胀仍然没有到拐点，此外，财政高赤字、国债供给压力压制了长债的潜力，期限溢价短期难以下行（上一轮十年期收益率走低的主要贡献因素）；
- 这个情境下，预计 4% 仍然是多空交织点，在 3.8%-4.2% 的区间波动，恐慌和避险可能让收益率短期突破该区间，但难以长期偏移。

美元：26 年先软后硬，但长期预计温和走弱

- 首先我们认为 26 年上半年美元可能偏弱：宽松预期被提前计入（新任联储提名等），其他国家可能提前结束宽松周期，利差向非美货币有利方向移动；全球风险情绪偏稳；
- 下半年美元有可能企稳甚至反弹：宽松预期兑现不及预期（通胀年中可能回升）；其他央行操作空间有限/若操作或因衰退等应急；降息路径计入后，弱经济数据带来避险恐慌；全球风险事件密集（贸易摩擦、美国选举）。

欧洲与日本市场：

2026 年预计主要欧洲经济体的增长在 1~1.5% 左右，属于“弱扩张”，内需需要靠工资修复和公共投资托底，出口受关税和全球需求疲弱拖累。

- 财政立场中性，德国等少数国家投资扩张；货币政策进入观望阶段，市场预计 26 年 ECB 按兵不动或小幅调整；
- 欧洲股市估值折价相对便宜且营收稳健，欧洲科技权重较低，难以享受 AI 叙事带来的广泛估值提振；德国国防务基建等局部有 alpha 但不足以将全欧洲推向牛市。

日本经济内生动力依然不足。近年的增长更像温和 Capex 托底+外需贡献波动。

- 名义加薪没有形成购买力改善，实际工资增长和消费动能仍是核心短板；日本的通胀上行主要来自于主食与必需品，反而更可能压制实际工资与消费，让通胀更难实现内生循环；
- 政治上不确定性提高，高市早苗属于“更右、更保守”的自民党领导人，上台后对外安全议题更强硬、对华摩擦显著上升；自公联盟破裂后，她以自民党+维新组阁但仍面临“跛脚/少数执政”式约束，重大法案更依赖跨党协商，跛脚政府稳定性较差、应密切关注她的支持率和预算案情况（26 年 1 月国会开幕、3 月 FY26 的预算+税制财源窗口等）；
- 日元利差支持中长期走强但短期内投资仓位和 carry trade、政策沟通将短期对于日元定价更有效果，我们认为美元日元短期可能震荡在 155-160 区间波动（接近 160 将加大官方干预的可能）但 26 年整体波动中枢下移到 145-155；
- 目前市场判断日本 27 年以前仍有数次加息。日本央行的鹰派意外从利率端和汇率端会传导到全球风险资产，而特别是长债尤其脆弱。我们建议密切关注日本央行动态以警惕股债汇外溢的风险。
- 近年日本股市改革叙事带来预期重估，2025 年继续兑现和扩散，回购与资本配置持续强化估值底，正利率环境抬升金融盈利，叠加全球科技 beta 阶段推升指数，财政汇率宏观顺风进一步阶段放大上行幅度，外资持续流入。预计日股明年高位达 55000 左右，和美股涨幅空间接近，但宏观不确定性或放大涨幅或彻底扭转，因而下行风险和波动更大。

黄金预计长期闪耀：

- 黄金 25 年表现靓丽，突破 4000 美金/盎司。我们自 2023 年起建议投资者增加黄金的配置，已经收获不俗的回报。
- 2026 年，我们继续看好投资黄金以及相关的机会，**在 4000 美金/盎司震荡站稳后，下一个关口为 5000 美金/盎司**。虽然美国仍然面临关税传导的通胀压力，但高通胀+降息的故事预计仍然将贯穿 2026 年。但警惕由拥挤交易和情绪反转的卖盘。
 - 全球央行继续配置黄金。2025 年全球央行的黄金净买入占全球黄金需求的 17%。中国央行连续 12 个月增持黄金。鉴于中国需要继续优化外储，减少过分依赖美元，黄金储备额度占同期外汇储备比重为 8%，刷新历史新高，但仍然全球央行接近 20% 的平均水平，因而估计中国央行有机会 2026 年重回市场购买黄金。
 - 零售珠宝需求被高价影响，但预计仍然坚挺。在本轮黄金周期中，零售上居民强化了“黄金=保值增值”的观点，25 年珠宝和传统零售的吨数下降，但美元计价坚挺；克数下降，但单价提升。
 - 投资需求逐渐回归：2025 年第三季黄金实物 ETF 需求同比增长 134%，环比增长 30%。虽然黄金屡创新高，未见大幅净流出，鉴于美国股票资产估值高企，且地缘风险依旧，所以 2026 年黄金实物 ETF 估计会是净流入。
- 我们仍然认为本轮黄金是长周期支持，事实上，以黄金价格/M2 的比例来判断，当前比例尚未接近 1980 年代的 0.4 极致；以今天的 M2 推断，假设全球发生同量级的美元为支柱的货币体系重构、地缘政治和通胀抬头，长周期黄金对应的价格极致可达到 8000 美元/盎司。

图表 26：2026 年资产配置列表

资产类别	12 个月分配得分 (1-5 分, 5 分最积极)	短期动量 (3 - 6 个月)	评价
股票	3.5	▲	降息预期+科技投资仍然是主线，流动性宽松预期叠加上半年贸易冲突风险边际走弱，股市整体有温和上行的空间，大部分市场单边估值修复的空间有限 (除欧洲外)，因此整体下调配置得分从 4 到 3.5，但保持短期动向展望正面 (上半年能见度优于下半年) 美国：关税仍然是通胀最不确定的因素，风险暂时偏向就业。配置上仍然是 AI 主题的核心区域，且降息主题仍在，上半年特朗普访华前中美贸易冲突升级可能性边际降低，利于风险定价。我们预计 2026 年底标普 500 或能向上冲击 7500；但共识是高估值背景下，上涨依赖盈利兑现与现金流，而非 23-25 的估值单边提升。 欧洲：通胀走低，ECB 预计 26 年进入观望期仅小幅调整。估值仍然相对便宜，但盈利方面动能不足，且缺乏科技投资的优质标的，策略保持中性，金融/工业等板块可适度配置；德国财政扩张方面或带来区域性 Alpha。 日本：名义增长与公司治理改革预计仍然将小幅提振估值，硬件方面有科技投资的可选标的；扩张的财政端和紧缩的货币端容易引发利率端和汇率端波动。我们预计 2026 年日经 225 或能触及 55000；但下行风险和波动高于美股。
发达国家股票	3.5	▲	科技投资和制造业转移外溢利好部分市场，美国降息对流动性的驱动和自身经济修复可能是 2026 年主要的故事。
新兴市场股市	3.5	▼	仍有一定降息空间带来阶段性机会，但财政、供需与期限溢价限制长债机会。
债券	3	▼	
主权债	3.5	◀▶	
发达国家	3	▼	美国：上半年顺风、下半年不确定。2026 年上半年随着降息预期前置更可能出现国债阶段性反弹；但年中以后，随着通胀二次走高、财政供给、期限溢价可能另长端更加承压。 日本：市场担忧鹰派央行利率上行和扩张财政债券供给对于日本债券的压制。 欧洲：缺乏明确降息预期的前端推动下，财政扩张可能会导致期限溢价上行，交易机会可能更偏向供给/财政驱动；但若 26 年通胀/增长意外偏弱，或许重新打开降息窗口。 我们下调发达市场国债的配置评分，并保持短期展望负面，主要是由于对长债的看法。
新兴市场	3.5	◀▶	除中国外，部分 EM 仍然维持高利率，本币债性价比高于外币债，但需要警惕个别国家的赤字和债务问题。
企业债券	3	◀▶	
投资等级债券	4	◀▶	收益率仍有吸引力，但信用利差处于历史偏紧/偏贵水平，意味着超额空间有限、对冲更敏感，且 AI/科技资本开支融资可能抬升 IG 供给。
高收益债	1	▼	最低评级预计 2026 年会面临再融资压力和基本面脆弱，考虑上移质量和主动择券以减少尾部暴露。短期展望调整至负面。
大宗商品	3	◀▶	
能源	2.5	◀▶	对能源大类的整体配置评分较为中性，夏季季节性需求或带来短驱动，但大概率是窄幅波动
石油	2	▼	石油：供需结构从紧平衡趋于宽松，且全球经济放缓抑制需求，供给端仍受地缘政治的影响。油价波动中枢下移。我们下调石油的配置评分，并将短期展望调整至负面。
天然气	2	◀▶	天然气：全球层面 IEA 认为供给将增加，欧洲方面制度上仍保留地缘溢价对外部更敏感，美国方面价格 LNG 出口挤压可能导致价格上行。
煤炭	1.5	◀▶	煤炭：未来全球经济不确定带来的需求放缓叠加中国清洁能源的大趋势，中枢下移是大趋势。
农产品	3	◀▶	供应链恢复，产量/库存调整后，农产品价格趋势预计波动下敛，我们下调农产品的配置得分，并将短期动向展望下调至中性。
金属	4.5	▲	2026 年，贵金属前景继续向好，而工业金属则偏结构，我们在 26 年仍然坚持逢低积累贵金属。
贵金属	5	▲	我们从 2024 年起持续建议投资人累积黄金，并取得不俗的收益。我们继续看好投资黄金以及黄金相关机会。建议逢低买入。
工业金属	3.5	▲	工业金属方面，宏观需求不稳仍是拖累因素，但 AI/电网或许对铜/铝有结构性寻求。
另类投资	2	◀▶	我们在 24 年提出加密货币是“特朗普交易”的受益者证明是正确的，在 25 年另类资产监管的态度的支持也一度让加密货币破顶，但利好出尽后波动显著；此外，26 年虽然有降息的顺风，但需考虑是否能转化为再融资条件和贴现率压力的缓解，下调动向至中性，下调配置得分。
现金及等价物	3	◀▶	我们此前建议保持一定的流动性水平，而不是完全配置资本，在 24 至 25 年保持了不错的收益，但 26 年随着降息推进，现金收益率或走低，我们略微下调配置得分，但仍然建议保持一定的仓位。

资料来源：建银国际预测

行业研究

高端制造

基本面扎实，催化剂强劲 20

汽车

新能源汽车续领行业趋势 22

汽车 - 动力电池和新能源汽车

2026 年新能源汽车继续助力动力电池 24

非必需消费品

强者恒强 26

消费服务

服务需求上行，但需精选个股 28

必需消费品

执行力是胜出关键 30

金融 - 中资银行业

维持良好平衡支持丰厚股息 32

金融 - 中资保险业

良好业绩表现有望延续至 2026 年 34

金融 - 中资证券业

市场持续强劲，业绩持续向好 36

大健康 - 医药及生物科技

仍看好创新药及高增长型药企 38

工业制造 - 工程设备

全球化叠加中国复苏 41

工业制造 - 铁路装备

滚滚向前 43

科技 - 电子硬件

存储超级周期降低终端需求能见度 45

科技 - 互联网

精选 AI 赋能龙头标的 47

科技 - 半导体

2026 持续增长势头 49

高端制造

基本面扎实，催化劑强劲

龙兆丰, CFA

(852) 3911 8019

lungsiufung@ccbintl.com

- 基本面扎实，后续催化强劲
- 机器人落地驱动估值溢价
- 行业首选标的：汇川技术 (300124 CH)、三花智控 (2050 HK)

基本面支撑下的高端制造。2025 年高端制造行业的周期性复苏有望延续至 2026 年。新能源汽车、3C 电子、光伏、锂电及储能等下游领域的复苏持续支撑需求增长。十五五规划 (2026-2030 年)明确提出“保持制造业在国民经济中的合理比重”，并构建以先进制造为骨干的现代化产业体系。这一政策导向叠加大规模设备更新、国产化替代、海外拓展战略及下游需求持续复苏，将共同支撑高端制造行业稳健发展。。

具身智能：技术突破的前沿阵地。人形机器人经过一年的技术积累，2026 年将迎来从概念验证向商业化落地筹备的关键转折。特斯拉 (Optimus V3)、小鹏 (Iron)等核心企业均计划推出颠覆性原型机或大幅提升产能：例如特斯拉已要求供应商筹备 2026 年底前实现年产 100 万台的产能储备；小鹏计划 2026 年下半年量产并优先内部部署；优必选则目标将产能提升至 5,000 台/年，交付量达 2,000 台。这一激进的推进节奏将直接拉动核心供应链需求，覆盖一级总成供应商及电机、减速器、丝杠、传感器、结构件等细分领域。

机器人应用驱动估值溢价。得益于基本面改善，高端制造行业自 2025 年进入上行周期，2026 年有望持续高景气，支撑行业估值维持在中枢或略高于中枢水平。尽管 2025 年四季度出现估值回调，但受机器人及具身智能的长期变革潜力支撑，当前估值仍较基本面支撑水平存在合理溢价。我们认为，尽管大规模落地是一项长期工程，但 2026 年将完成关键技术验证与产能爬坡，为估值溢价提供持续支撑：工业机器人及协作机器人：国产化替代、技术升级与下游复苏将驱动 2026 年稳定增长；自动导引车/自主移动机器人 (AGV/AMR)：电商仓储产能饱和与柔性自动化需求迫切，将强力推动 AMR 渗透率提升；人形机器人及其供应链：随着巨大市场潜力持续释放，产能与订单有望实现指数级增长。

行业、资本市场与政策层面的催化剂。高端制造及机器人赛道的核心催化剂包括：(1) 2026 年 2-3 月 Optimus V3 的发布，有望为机器人技术、供应链及应用场景带来突破性变革；(2) 2026 年一季度宇树科技 (Unitree)A 股上市进程，将成为中国人形机器人板块的标杆企业，后续智元机器人 (AgiBot)、達闼科技 (Cloudminds)、銀河通用 (Galbot)等机器人整机厂或跟进上市；(3) 高端制造企业港股上市扩容，更多 A 股龙头企业赴港双重上市，将吸引全球资本聚焦该赛道；(4) 2026 年 3 月十五五 规划正式落地实施。

投资风险。全球贸易摩擦与地缘政治紧张局势的不确定性；关键工业领域下游资本开支复苏不及预期；人形机器人量产所需的灵巧性与可靠性技术突破延迟；具身智能在非结构化工业环境中应用面临未预见的技术壁垒。

高端制造领域的首选

我们推介汇川技术 (300124 CH，优于大市)，核心逻辑在于其市场领先地位、盈利高速增长及估值合理性。我们同样看好三花智控 (2050 HK，优于大市)，公司受益于液冷、新能源汽车及机器人多业务驱动。

中国高端制造业 – 同业比较

公司	股票编号	股价	目标价	建银国际 证券 评级 [‡]	市值 (百万 美元)	ROE	CAGR	PEG	市盈率			市销率			股息率	净负债率
		(LC) [†]	(LC)			(%)		(倍)	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	(%)	(%)
三花智控 H	2050 HK	34.90	49.00	○	1,854	17	17	2.3	43.0	35.5	29.8	4.8	4.0	3.4	0.7	(5)
三花智控 A	002050 CH	44.79	55.00	○	23,296	17	17	3.0	55.1	45.5	38.3	6.1	5.1	4.4	0.6	(5)
拓普	601689 CH	66.70	85.00	○	16,153	18	7	2.3	38.6	45.9	36.5	4.4	3.8	3.2	0.8	11
汇川	300124 CH	72.65	98.00	○	27,280	16	17	2.4	45.7	37.5	32.3	5.3	4.4	3.7	0.6	2
恒立	601100 CH	106.45	106.00	○	19,890	17	13	3.7	56.9	50.1	43.2	15.2	13.2	11.5	0.7	(50)
双环	002472 CH	41.02	52.00	○	4,845	12	18	1.9	34.0	26.8	23.1	4.0	3.4	2.9	0.6	15
绿的谐波	688017 CH	153.21	200.00	○	3,912	2	58	6.9	499.7	222.5	163.3	72.5	48.3	34.5	0.1	(40)
埃斯顿	002747 CH	22.44	23.00	N	2,711	(36)	N/A	N/A	(24.0)	164.1	69.0	4.9	3.9	3.2	0.0	164
兆威	003021 CH	106.80	130.00	○	3,575	8	22	4.0	114.0	95.2	74.7	16.8	13.5	10.8	0.3	7
鸣志	603728 CH	67.35	70.00	N	3,931	4	63	3.5	362.1	242.0	127.8	11.7	9.9	8.6	0.1	(11)
柯力	603662 CH	63.35	75.00	○	2,487	10	22	3.1	68.5	51.5	44.4	13.8	11.5	9.6	0.6	17
漠威	300007 CH	49.38	60.00	○	2,253	3	37	3.8	210.9	178.6	120.6	7.3	6.3	5.3	0.2	7
优必选	9880 HK	113.30	160.00	○	6,417	(55)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	35.3	18.8	11.3	0.0	12
越疆	2432 HK	39.26	66.00	○	2,034	(14)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	39.0	27.7	21.0	0.0	(69)
总计					120,639		15	2.6	45.5	40.2	33.9	6.4	5.4	4.6	0.4	4

注: 未评级公司 数据来自彭博一致预期

† 股價截至2025 年12 月4 日

‡ 建银国际证券评级: ○ = 优于大市, N = 中性, U = 弱于大市, NR = 未评级

数据源: 彭博, 建银国际证券预测

汽车

新能源汽车续领行业趋势

曲克

(852) 3911 8257

quke@ccbintl.com

- ▶ 预计 2026 年乘用车行业国内销量持平
- ▶ 插电式新能源车依旧是增量市场
- ▶ 行业首选：吉利汽车 (175 HK)、零跑汽车 (9863 HK) 和小鹏汽车 (XPEV US)

行业概览：保持甄别。我们对 2026 年中国整体汽车市场持谨慎乐观态度。我们认为，随着政策支持的退出或减少，整体汽车销量可能面临压力。然而，在主机厂的现金支持和可能的额外政策激励下，我们也许会看到转型期对销量的影响较小。我们预计：

(1) 乘用车总销量 (国内零售量约 2,400 万辆) 同比增长持平；(2) SUV 子细分市场增速 (3-5%) 略快于乘用车增速；(3) 传统豪华车子细分市场增速下降 10-15%，市场份额进一步向高端初创企业 (理想汽车、蔚来、极氪、华为等) 转移；以及 (4) 2026 年新能源乘用车增长约 10-15% (国内零售量约 1500 万至 1550 万辆)。在价格分类方面，我们的细分市场偏好顺序是：自主品牌，其次是豪华品牌，然后是传统中端合资品牌市场。在车型分类方面，我们的偏好顺序是：SUV、MPV、轿车，最后是跨界车。在品牌原产国方面，我们的偏好顺序是：中国、美国 (特别是特斯拉)、德国、日本和其他国家。在动力系统分类方面，我们更喜欢 EREVs/PHEVs 和配备 48V 轻度混合动力系统的汽油车，而不是纯电动汽车 (EVs)。

新能源汽车销量受益于优惠税收和补贴政策。在 2025 年迄今新能源汽车稳健运行的基础上，我们预计新能源汽车市场将持续保持销量势头，并延续至 2026 年。新能源汽车的购置税折扣以及预期的“报废换新”补贴 (我们认为将以折扣补贴形式延长至 2026 年) 将继续分流燃油车 (ICE) 细分市场以前享有的需求。我们预测 2026 年新能源汽车销量同比增长 10-15%，所有增量均来自插电式系统 (EREV/PHEV)，新能源汽车销量约占乘用车总销量的 60-65% (详情见本报告“电池与新能源汽车”部分)。

2026 年乘用车出口增速可能下降。我们认为，中国企业的出口市场在 2025 年已达到顶峰，并将在 2026 年略有下降，原因包括：(1) 地缘政治事件引发的保护主义措施，尤其是在欧盟市场；(2) 亚洲其他地区汽车制造商的竞争。假设 2025 财年全球汽车销量估计为 9,000 万辆，剔除中国的 2,700 万辆、美国和加拿大的 1,600 万辆、印度的 500 万辆以及日本和韩国的 400 万辆后，全球其他地区贡献了约 3,800 万辆的销量。其中约 1,800 万辆来自新兴市场，2,000 万辆来自其他发达市场。我们假设中国汽车在发达市场占有 10% 的市场份额，在新兴市场占有 20-25% 的市场份额。总而言之，我们预计美国、加拿大、日本、韩国和印度总共贡献约 30 万辆的销量，加上海外市场的渠道库存后，中国出口总量可能达到 600 万至 650 万辆的水平。到 2025 年为止，中国汽车制造商的主要出口目的地是俄罗斯、墨西哥、阿联酋、巴西、比利时、沙特阿拉伯、英国、菲律宾和澳大利亚，这些国家合计占中国汽车出口总销量的近 60%。

价格承压；传统豪华车制造商勉强维持市场份额。受新能源汽车初创企业对入门级车型的影响，传统豪华车销量有所下降；然而，包括传统豪华车和高端初创企业在内的整体豪华车市场继续扩大。目前，随着经销商运营变得更具挑战性，不同豪华汽车品牌之间正在出现明显分化。新产品缺乏以及新能源汽车领域信息娱乐系统集成缓慢，正在限制传统豪华汽车品牌在中国的增长。只有在全球层面具有强劲增长势头的 OEMs 才能在长期内满足竞争激烈的中国市场不断变化的客户品味，同时在短期内能够容忍较低的利润率。以下特征构成了衡量哪些品牌有望在 2025 年实现持平增长的试金石：(1) 新的旗舰产品，(2) 更强的新能源汽车能力，以及 (3) 及时采用智能功能。我们认为，只有保时捷、梅赛德斯和宝马具备这些特征，因此它们将在各自的子细分市场中保持领先地位。

我们的观点面临的风险。可能的阻力包括：(1) 宏观经济不确定性，包括消费领域的潜在通缩；(2) 中国买家消费意愿下降；(3) 政策支持中断。

汽车领域的首选

我们在汽车领域的首选股票包括吉利 (175 HK, 优于大市)，原因在于其在海内外市场以银河、领克和极氪子品牌推出的新车型。零跑汽车 (9863 HK, 优于大市) 将在 2026 年凭借其全面的产品组合产生的势头脱颖而出。同时，假设中国和全球客户都在寻找性价比更高、燃油效率高且价格有吸引力的产品。我们相信新能源汽车初创企业小鹏汽车 (XPEV US, 优于大市) 将继续受益于其在科技领域的先发优势。最后，鉴于全球主机厂生产在新冠疫情后进一步复苏以及中国市场的竞争激烈，我们更喜欢在全球拥有强大业务的零部件企业，如均胜电子 (600699 CH) 和敏实集团 (425 HK)。

中国汽车板块 - 估值概览

公司	股票代码	建银国际 评级	股价* (交易货币)	市值 (百万美元)	每股盈利增长 (%)			市盈率 (倍)		
					FY24	FY25F	FY26F	FY24	FY25F	FY26F
乘用车制造商										
吉利汽车	175 HK	优于大市	17.43	22,671	(1.0)	18.9	21.5	9.5	8.0	6.6
广汽集团	2238 HK	优于大市	4.05	10,540	(597.5)	(98.5)	(950.0)	(8.0)	(533.9)	62.8
比亚迪股份	1211 HK	优于大市	98.4	119,783	(14.3)	33.0	21.0	22.3	16.8	13.8
长城汽车	2333 HK	中性	14.86	23,666	(0.4)	20.8	13.6	9.2	7.6	6.7
华晨中国	1114 HK	优于大市	3.9	2,529	5.8	(5.4)	(0.5)	5.3	5.7	5.7
东风集团股份	489 HK	中性	9.1	9,653	42.9	550.0	78.5	829.9	127.7	71.5
北京汽车	1958 HK	中性	2.08	2,143	(22.5)	90.3	69.5	20.2	10.6	6.2
上汽集团	600104 CH	优于大市	15.35	24,951	600.0	19.9	19.9	14.7	12.3	10.2
长安汽车 - A	000625 CH	中性	11.72	14,619	(20.9)	32.3	18.2	20.1	15.2	12.9
长安汽车 - B	200625 CH	未评级	4.31	14,622	(20.9)	32.3	18.2	6.6	5.0	4.2
江淮汽车	600418 CH	未评级	48.21	14,889	(66.3)	(410.1)	156.1	(178.3)	57.5	22.4
汽车经销商										
中升控股	881 HK	优于大市	11.96	3,639	(14.1)	37.6	23.3	9.4	6.9	5.6
永达汽车	3669 HK	优于大市	1.71	408	(788.2)	(122.1)	40.1	(2.1)	9.5	6.8
百得利控股	6909 HK	未评级	0.48	38	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
和谐汽车	3836 HK	优于大市	0.9	176	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
美东汽车	1268 HK	优于大市	1.54	266	(62.1)	(123.2)	197.3	(2.3)	9.8	3.3
汽车零部件										
福耀玻璃	3606 HK	未评级	68.5	23,422	28.4	15.2	15.6	16.6	14.4	12.4
敏实集团	425 HK	优于大市	33.68	5,052	18.6	18.2	16.7	13.1	11.1	9.5
耐世特	1316 HK	未评级	5.98	1,929	116.0	25.9	16.2	14.1	11.2	9.6
德昌电机	179 HK	未评级	30.68	3,685	0.3	15.4	19.1	13.7	11.9	10.0
华域汽车	600741 CH	未评级	19.95	8,894	2.3	6.2	7.1	9.0	8.4	7.9
宁波拓普	601689 CH	优于大市	66.7	16,391	(3.0)	25.1	22.4	35.9	28.7	23.5
均胜电子	600699 CH	优于大市	26.9	5,656	56.7	26.0	18.7	24.7	19.6	16.5
三花智控	002050 CH	优于大市	44.79	25,774	19.5	15.0	17.1	43.0	37.4	31.9
旭升股份	603305 CH	未评级	13.4	2,190	8.9	26.7	20.3	27.0	21.3	17.7
爱柯迪	600933 CH	未评级	19.33	2,816	20.6	22.0	18.1	16.5	13.5	11.4
伯特利	603596 CH	未评级	45.56	3,907	18.4	26.5	23.6	19.2	15.2	12.3
嵘泰股份	605133 CH	未评级	36.19	1,447	28.8	28.9	28.1	39.8	30.9	24.1
新能源汽车初创企业								P/S (x)		
特斯拉	TSLA US	未评级	454.53	1,485,776	(26.7)	36.7	39.6	14.7	12.9	10.8
蔚来汽车	NIO US	优于大市	5.01	11,848	(39.2)	(65.6)	(71.8)	1.1	0.8	0.7
理想汽车	LI US	优于大市	17.59	18,668	(38.9)	69.8	32.6	1.1	0.8	0.7
小鹏汽车	XPEV US	优于大市	19.5	18,019	N/A	(312.7)	102.7	1.8	1.3	1.1
极氪科技	ZK US	优于大市	26.79	6,611	(63.8)	(696.8)	55.8	0.4	0.3	0.2
零跑汽车	9863 HK	优于大市	52.45	9,112	(126.6)	374.5	74.9	0.9	0.6	0.5

* 股价截至 2025 年 12 月 4 日

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

汽车 - 动力电池和新能源汽车

2026 年新能源汽车继续助力动力电池

曲克

(852) 3911 8257

quke@ccbintl.com

- ▶ 我们预计 2026 年新能源汽车市场将同比增长 10-15%
- ▶ 头部的动力电池供应商获得关注
- ▶ 首选：比亚迪 (1211 HK)、宁德时代 (300750 CH)

新能源汽车 (NEVs) 将继续受益于政策扶持。我们预测，2026 年乘用车 (PV) 行业的零售/批发量增长将持平/达到 3%，总量约为 2,400 万/3,100 万辆；在此之前，2025 年受出口势头推动，零售/批发量预计将实现 6-7% 的温和增长，总量约为 2,400 万/3,000 万辆。乘用车总销量可能接近 2017 年创下的 2,430 万辆的记录，因为受市场深度折扣刺激的置换需求一直很稳健。与前几年一样，SUV 零售量约 3-5% 的增长速度可能略高于整体乘用车市场，尽管 SUV 细分市场在 2025 年已占中国乘用车市场近 50% 的份额。鉴于新能源动力系统带来的燃油效率提高以及 SUV 的整体实用性，我们继续看好该领域。我们预计，在中期内，大型原始设备制造商 (OEMs) 的产量将从燃油车 (ICE) 转向插电式混合动力汽车 (PHEVs)，这将是中国汽车行业的主要趋势，这得益于优惠的税收政策、稳定的电池原材料价格、本地 OEMs 不断扩大的产品线以及不断涌现的新能源汽车初创企业。电动汽车的效率将主要基于电池技术发展和更轻的车身结构继续提高，这实际上消除了对电动续航里程的担忧。我们预测，继 2025 年预计实现 20%+ 的增长之后，2026 年新能源汽车销量将实现 10-15% 的同比增长，其中增量主要来自 PHEV/EREVs (增程式电动汽车)。我们认为，到 2026 年，新能源汽车总量将占乘用车总量的 60-65% 左右。

EREV/PHEV 是增长动力。我们预测 2026 年新能源汽车零售量将增长 10-15%，达到约 1500 万至 1550 万辆，其中包括约 150 万至 200 万辆的增量，高于 2025 年的约 1350 万辆。我们预计 EREV/PHEV 零售量将增长 30%，达到 650 万辆，增量为 150 万辆。我们对 EREV/PHEV 的预测基于以下几点：(1) 中国 OEMs 提供的 EREV/PHEV 车型数量不断增加，价格区间在人民币 10 万至 15 万元；(2) 原材料成本因素导致主流 OEMs 中低端电动汽车的产量减少；(3) ICE 汽车置换需求增长，倾向于在燃油效率和充电便利性之间取得良好平衡的“中间解决方案”；以及(4) 免征购置税政策。我们预计比亚迪、吉利、长安和其他 OEMs 的产量将不断增长。同时，我们预计问界 (Aito)、理想汽车 (Li Auto) 和零跑汽车 (Leapmotor) 将继续扩大其在 EREV 领域的市场份额。在纯电动汽车 (Pure EV) 领域，我们预计更多主流主机厂和初创企业将把重点转向人民币 15 万至 25 万元的中高端车型。针对农村和郊区市场甚至汽车共享市场的拥有庞大产量的主机厂，也许仍能大规模销售低价电动汽车，并在此过程中获得微薄利润。我们认为零跑、五菱、奇瑞和埃安将继续通过这种做法保持领先地位。

尽管有折扣，新能源汽车仍受益于优惠税收政策。到 2025 年底，磷酸铁锂 (LFP) 动力电池将占中国动力电池生产和装机总量的 70% 以上。我们预计，凭借能量密度的提高、先进的封装技术以及最显著的低成本和稳定性，LFP 动力电池的装机容量将继续优于镍钴锰 (NCM) 动力电池。在中国，我们预计纯电动汽车在 2026 年仍将在电池需求方面主导新能源汽车市场。在预计的 2026 年 55-60% 的新能源汽车市场份额中，近一半可能由纯电动汽车组成 (约占乘用车的 35%)。NCM 是 PHEV/EREVs 更好的电池选择，因为 SUV 需要 40-60kwh 的更大电池尺寸，而轿车需要 15-30kwh。随着密度提高和价格降低，LFP 已开始主导中高端新能源汽车市场，而 NCM 在豪华细分市场只剩下有限的份额。高镍三元 NCM 电池和 LFP 将共存，直到出现更接近固态电池的未来技术。

领先企业将受益于更高的产能利用率。2025 年，许多动力电池制造商在补贴和税收减免的支持下完成了新一轮的产能扩张。同时，来自中国境外的本地参与者一直在提出海外产能计划。考虑到工厂建设和产能爬坡所需的时间，我们预测目前的产能扩张阶段将在 2026 年/2027 年完成。一些电池公司一直在忙于扩大生产以满足海外需求。一些电池公司已开始采用更先进的技术，尽管其目前的产能利用率一直很低甚至闲置。领先公司正在扩大产能以满足高端电池的需求。结果是行业集中度不断提高，低端公司正在经历行业排名的不断洗牌。

动力电池和新能源汽车领域的首选

我们的首选股票包括**比亚迪 (1211 HK, 优于大市)**，原因在于其在 2026 年将推出的新电池以及不断增长的外部供应、更大的电池容量和不断发展的半导体和储能业务。我们最喜欢的另一家公司是**宁德时代 (300750 CH, 优于大市)**，原因在于其在动力电池领域的市场领先地位，尽管鉴于其快速的产能扩张以及 LFP 在大众市场的日益普及，我们对其市场份额和毛利率持谨慎态度。

动力电池和新能源汽车行业 - 估值摘要

公司	股票代码	建银国际评级	股价*	市值	每股盈利增长 (%)			市盈率 (倍)		
			(交易货币)	(百万美元)	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
阴极材料供应商										
天齐锂业	002466 CH	未评级	51.39	11,715	(109.3)	173.6	57.6	120.4	44.0	27.9
赣锋锂业	002460 CH	未评级	59.82	16,580	(118.5)	396.3	52.4	322.5	65.0	42.6
格林美	002340 CH	未评级	7.36	5,324	57.0	37.3	45.0	23.9	17.4	12.0
璞泰来	603659 CH	未评级	26.45	7,990	100.7	27.7	23.3	23.8	18.6	15.1
电池制造商										
LG 化学	051910 KS	未评级	376,000	18,040	(63.8)	(519.2)	127.5	(121.7)	29.0	12.8
三星 SDI	006400 KS	未评级	308,000	16,464	(184.0)	(157.4)	291.1	(40.8)	71.0	18.2
SK Innovation	096770 KS	未评级	113,900	12,978	(59.1)	(103.8)	952.1	(13.1)	343.8	32.7
松下	6752 JP	未评级	1,854	29,677	(19.7)	51.6	20.7	15.4	10.1	8.4
比亚迪股份	1211 HK	优于大市	98.4	119,783	(14.3)	33.0	21.0	22.3	16.8	13.8
国轩高科	002074 CH	未评级	38.13	9,735	125.4	(14.2)	33.1	25.3	29.5	22.2
亿纬锂能	300014 CH	未评级	69.52	20,389	14.9	62.0	27.7	31.7	19.6	15.3
宁德时代	300750 CH	优于大市	383.35	248,606	31.8	25.0	21.0	24.4	19.5	16.1
欣旺达	300207 CH	未评级	29.11	7,605	46.7	35.4	31.7	25.5	18.9	14.3
中创新航	3931 HK	未评级	28.06	6,933	133.5	66.6	39.0	33.2	19.9	14.3
孚能科技	688567 CH	未评级	15.83	2,736	(51.9)	(430.8)	N/A	(129.2)	39.1	N/A
新能源汽车初创企业										
特斯拉	TSLA US	未评级	454.53	1,485,776	(26.7)	36.7	39.6	14.7	12.9	10.8
蔚来汽车	NIO US	优于大市	5.01	11,848	(39.2)	(65.6)	(71.8)	1.1	0.8	0.7
理想汽车	LI US	优于大市	17.59	18,668	(38.9)	69.8	32.6	1.1	0.8	0.7
小鹏汽车	XPEV US	优于大市	19.5	18,019	N/A	(312.7)	102.7	1.8	1.3	1.1
极氪科技	ZK US	优于大市	26.79	6,611	(63.8)	(696.8)	55.8	0.4	0.3	0.2
零跑汽车	9863 HK	优于大市	52.45	9,112	(126.6)	374.5	74.9	0.9	0.6	0.5

* 股价截至 2025 年 12 月 4 日
资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

非必需消费品

强者恒强

朱晓濛

(852) 3911 8252

anitachu@ccbintl.com

杜韵翘

(852) 3911 8013

anitadu@ccbintl.com

► 消费温和增长

► 关注政策支持、海外扩张与执行力

► 首选标的：美的集团 (000333 CH)

温和增长。可选消费板块年初至今回报上涨 27%，略跑赢恒生中国企业指数 2 个百分点。我们认为提振内需将仍是 2026F 年政策制定的优先事项之一。预计 2026F 年中国以实物为主的消费领域将实现约 4-5% 的温和增长，主要受益于政策顺风与数字渠道拉动，但受结构性信心掣肘所限制。在我们看来，消费者将继续偏好高性价比、可负担的轻奢产品以及情绪满足型商品。成长与盈利动能将成为 2026F 年的核心选股标准；在宏观不确定与偏好迁移背景下，我们更偏好具备灵活性与韧性的公司；高股息标的同样具吸引力。

家电：政策友好与全球扩张为关键。受政府以旧换新补贴拉动，2025 年前 10 个月，家电销售同比增长 20% 至 9,753 亿元人民币。展望 2026F 年，我们预计在以旧换新政策有望延续以及消费持续高端化的支撑下，中国家电销售将保持稳健增长。理性竞争、更健康的渠道库存以及更高的运营效率将改善国内市场盈利能力。尽管我们预计美欧需求将温和增长，但东南亚、印度、非洲与中东等新兴市场机遇正在增多。我们认为，中国家电企业有望在 2026F 年进一步渗透上述地区，以把握增量需求。随着业务本地化、效率与数字化水平提升，海外利润率有望回升。我们看好**美的集团 (000333 CH)**，因我们继续青睐其在中国市场份额持续提升、ToB 业务的先发优势及海外强劲的增长潜力。我们预计其 2026F 年收入增长 8%，带动利润增长 9%。我们同时看好**海尔智家 (600690 CH)**，其利润率改善逻辑扎实，预计 2026F 年收入增长 6%，利润增长 10%。当前美的集团与海尔智家分别对应 12.9 倍与 11.1 倍 2026F 年市盈率，我们认为估值具吸引力。

IP 潮玩：强执行力支撑增长。包括 IP 潮玩在内的新消费是 2025 年业务增长最为强劲的板块之一。强劲增长带来股价重估，其市场领导者，**泡泡玛特 (9992 HK)**，年初至今股价上涨 140%，显著跑赢传统消费标的。我们重申，对 IP 潮玩的强劲需求将在 2026F 年延续，因为我们预计消费者对“即时满足”的强烈偏好仍将持续。在中国市场，我们预计 IP 潮玩需求维持双位数增长，主要由同店增长 (SSSG) 和在线销售增长驱动。我们认为，海外扩张将继续成为 2026F 年的主要增长引擎。我们更偏好具备全球 IP 运营能力的公司，这对可持续增长至关重要。在此维度上，我们对泡泡玛特维持长期积极观点；基于我们的盈利预测，其对应 PEG 约 0.7 倍。

运动服饰：经营环境改善。由于消费偏弱与竞争激烈，运动服饰公司在 2025 年面临挑战。我们预计 2026F 年行业经营环境将逐步改善，驱动因素包括：(1) 跑步、户外、瑜伽、健身、露营及冰雪等成长品类渗透率提升；(2) 竞争更趋理性；(3) 渠道库存趋于正常；(4) 线上渠道积极进展；上述因素亦将受益于 2026 年体育赛事数量的增加。企业大概率将持续投入产品创新、门店业态优化与渠道渗透，以维持长期竞争力。更健康的渠道库存、改善的零售折扣与良好的成本控制将支撑盈利能力。我们预计**安踏 (2020 HK)** 与**李宁 (2331 HK)** 2026F 年利润增速分别为 14% 与 8%，对应收入增速 9% 与 4%。在我们看来，安踏 14.2 倍 2026F 年市盈率，相较李宁的 14.3 倍，风险回报更优。

纺织：订单增长可见。2025 年在全球紧张局势下，美国产品关税政策反复，纺织企业经历“过山车”行情。随着关税担忧缓解，纺织行业股价大幅回升，板块自 4 月初的低点平均反弹约 44%。展望 2026F 年，我们预计龙头纺织企业订单将实现高个位数增长，快于全球服装、鞋履与运动品牌中个位数的销售增速，主要受益于与核心客户合作深化、客户多元化以及供应商整合中的份额提升。更高的产能利用率亦将带动利润率扩张。我们看好**申洲国际 (2313 HK)** 的增长前景，认为其凭借高效的商业模式与多元化的产能布局将持续获得客户加单；柬埔寨产能的顺利爬坡与既有工厂更高的自动化水平将支撑其 2026F 年增长。我们同样看好**晶苑国际 (2232 HK)**，其订单可见度高、产能布局多元且股息回报具吸引力。

我们观点的风险因素：(1) 中国或海外经济显著放缓；(2) 消费信心修复不及预期；(3) 竞争加剧；(4) 运营与生产成本大幅上升；(5) 生产或物流中断；(6) 全球紧张局势升级；(7) 不利的关税、汇率或政策变化。

非必需消费品领域的首选

我们看好**美的集团 (000333 CH)**，优于大市，因其在中国市场份额持续提升、ToB 业务的先发优势以及海外强劲的增长潜力。

非必需消费品行业估值表

				3 个月 平均 成交额	每股盈利 增长 (%)		市盈率 (倍)		EV/EBITDA (倍)		股息率 (%)	市净率 (倍)	股本 回报率 (%)	每股 净现金	净负 债率
公司	股票代码	股价** (本地货币)	市值 (美金 百万)	(美金 百万)	CY26F	CY27F	CY26F	CY27F	CY26F	CY27F	CY26F	CY26F	CY26F	(%)	(%)
体育服饰品牌															
安踏体育*	2020 HK	83.70	30,192	113.55	14.2	12.9	14.2	12.6	8.8	8.1	3.5	2.8	20.7	7.2	净现金
李宁*	2331 HK	16.86	5,600	40.27	7.7	14.2	14.3	12.5	5.8	5.3	3.5	1.4	10.0	2.6	净现金
特步国际	1368 HK	5.55	2,001	5.89	10.1	10.6	9.1	8.2	5.2	4.6	5.3	1.3	15.6	净负债	0.0
361 度	1361 HK	5.99	1,592	3.53	12.5	11.2	7.9	7.1	3.6	3.2	5.4	1.0	13.2	1.7	净现金
平均					11.1	12.2	11.4	10.1	5.9	5.3	4.4	1.6	14.9		
家用电器															
美的集团*	000333 CH	81.89	89,056	406.18	8.3	9.6	12.9	11.8	8.8	8.0	5.4	2.5	20.0	13.5	净现金
海尔智家*	600690 CH	27.60	35,093	155.77	9.5	9.0	11.1	10.2	5.6	5.3	4.5	1.8	17.9	5.4	净现金
格力电器	000651 CH	40.94	32,429	253.44	2.0	5.7	7.1	6.7	4.2	3.8	7.6	1.3	20.0	8.4	净现金
苏泊尔	002032 CH	49.37	5,595	12.48	6.5	5.4	16.8	16.0	13.5	13.1	5.3	5.9	35.4	3.1	净现金
海信家电	000921 CH	27.03	5,085	41.56	11.4	13.1	9.6	8.5	5.6	N/A	5.3	1.9	21.3	净负债	0.2
老板电器	002508 CH	20.35	2,719	22.08	5.0	5.9	11.4	10.7	8.5	7.7	5.2	1.5	13.6	4.9	净现金
新宝股份	002705 CH	15.02	1,724	14.81	9.2	13.4	9.9	8.7	3.6	N/A	3.3	1.2	13.2	2.9	净现金
九阳股份	002242 CH	10.98	1,185	15.52	53.1	16.3	27.1	23.3	21.3	16.6	2.5	2.3	8.7	2.9	净现金
小熊电器	002959 CH	43.10	959	12.32	12.5	10.0	14.7	13.4	8.6	N/A	3.5	2.0	14.1	10.7	净现金
JS 环球生活	1691 HK	1.91	853	3.75	N/A	33.2	10.2	7.7	4.5	2.7	1.8	1.4	13.3	0.1	净现金
华帝股份	002035 CH	6.22	746	7.69	6.6	9.6	10.5	9.6	6.3	N/A	5.1	1.2	12.0	1.7	净现金
北鼎股份	300824 CH	11.87	548	7.93	15.2	11.5	29.9	26.8	20.0	N/A	1.5	4.6	16.1	1.0	净现金
比依股份	603215 CH	20.26	538	20.82	16.5	8.5	19.1	17.6	9.1	N/A	1.6	2.6	14.4	净负债	0.1
卡罗特	2549 HK	4.75	336	0.34	1.7	14.3	9.9	8.6	9.1	7.0	4.3	1.5	16.0	2.1	净现金
平均					11.5	11.5	14.0	12.6	9.0	7.7	4.2	2.3	17.0		
纺织品															
申洲国际*	2313 HK	66.75	12,894	48.69	8.1	7.9	12.3	11.4	9.8	9.1	4.8	2.2	18.3	9.4	净现金
晶苑国际*	2232 HK	7.27	2,665	2.76	14.0	12.1	9.9	8.8	4.7	4.3	6.1	1.5	16.0	0.1	净现金
天虹国际	2678 HK	4.54	535	0.14	6.3	25.0	5.0	4.0	N/A	N/A	6.0	0.4	7.2	净负债	0.4
超盈国际	2111 HK	3.28	438	0.20	10.9	16.7	5.0	4.3	3.2	3.1	10.1	0.8	17.5	净负债	1.1
维珍妮	2199 HK	2.12	334	0.03	66.7	N/A	7.1	N/A	5.9	N/A	6.1	0.7	10.6	净负债	0.2
互太纺织	1382 HK	1.25	223	0.39	21.1	26.8	8.4	6.6	N/A	N/A	10.7	N/A	7.1	净负债	0.3
平均					24.2	15.9	8.5	7.8	5.9	5.5	7.6	1.3	12.8		
潮玩															
泡泡玛特*	9992 HK	215.40	37,171	531.06	35.3	20.2	18.1	15.1	12.8	10.7	1.9	8.6	56.4	12.0	净现金
名创优品	9896 HK	71.45	2,283	11.24	31.5	20.6	15.3	12.7	17.6	14.3	1.8	5.0	33.9	2.8	净现金
布鲁可*	325 HK	215.40	37,171	531.06	35.3	20.2	18.1	15.1	12.8	10.7	1.9	8.6	56.4	10.2	净现金
平均					32.2	21.0	15.6	12.9	12.9	10.7	2.6	5.5	38.7		

* 建银国际证券覆盖

** 股价截至2025 年 12 月 4 日

来源: Datastream、建银国际证券

消费服务

服务需求上行，但需精选个股

朱晓滢

(852) 3911 8252

anitachu@ccbintl.com

杜韵翘

(852) 3911 8013

anitadu@ccbintl.com

- 服务型消费仍是增长引擎
- 受益政策支持，我们偏好旅游板块
- 推荐：中国中免 (601888 CH/1880 HK) 和百胜中国 (YUMC US/9987 HK)

精选为先。2025 年前 10 个月，中国服务消费同比增长 5.3%，快于商品零售 4.3%。餐饮、出行、娱乐、教育等服务需求回升是主要驱动因素。然而，2025 年迄今服务消费板块股价表现分化：**中国中免 (601888 CH/1880 HK)** 上涨 41%，显著跑赢市场，但同期**海底捞 (6862 HK)**及**百胜中国 (YUMC US/9987 HK)** 分别下跌 13%和 2%。展望 2026F，我们对在政策刺激下的旅游增速保持乐观；相对而言，对餐饮板块在情绪偏弱与竞争激烈背景下的增长前景更为谨慎。

旅游行业：充分享受政策利好。我们预计免签政策、节假日延长、“十五五”强调供给高品质化与服务质量提升将共同驱动旅游增长。同时，政府宣布多项有利政策及举措，以促进免税消费。2025 年 11 月 1 日起，中国实施多项新免税政策，着力提振内需、增强海南旅游吸引力，并拓宽境内外消费者的免税购物渠道；这与 2024 年推出的市内免税 (2024 年 10 月 1 日生效)一脉相承，并与海南自贸港自 2025 年 12 月 18 日起的更广阔目标相配套。新政策重点在于丰富免税品类、扩大客群、简化出境旅客购物流程。海关数据显示，海南在 11 月免税销售同比增加 27%，验证初步成效。基于：(1) 机场/海南门店客流持续修复；(2) 市内免税门店加速落地；(3) 品牌与品类结构持续优化，我们认为**中国中免**作为免税龙头将显著受益。我们预计其 FY26F 收入同比增加 11%，利润同比增加 21%。当前 A/H 对应 2026 年 P/E 分别为 25.5 倍/21.8 倍，估值不高。

餐饮行业：情绪偏弱与竞争激烈下的温和增长。受宏观走弱与预制菜争议影响，2025 年餐饮消费增长放缓、竞争加剧。统计局数据显示，2025 年 1-10 月餐饮收入同比增速降至 3.3%，低于 2024 年的 5.3%。同店表现持续分化，能够保持菜单持续创新与强执行的品牌在 2025 年更能吸引客流。展望 2026F，餐饮与文旅支持政策扩围将带动需求温和修复；随着户外客流持续提升，快餐 (QSR)子版块预计继续跑赢正餐。中长期看，我们仍看好餐饮龙头相对跑赢行业，盈利更稳，并持续从单体及中小连锁手中获得市

占。我们亦预计行业客单价在 2026F 企稳并逐步修复。客单价稳定叠加政策带动的客流改善，龙头品牌同店销售有望扭转。板块中，我们看好**百胜中国**，理由包括：(1) 门店扩张按计划推进；(2) 卓越执行力；(3) 供应链议价能力强和 (4) 稳健的股东回报。

我们观点的风险因素：(1) 销售或客流不及预期；(2) 开店进度慢于预期；(3) 竞争超预期加剧；(4) 原材料或运营成本快速上行；(5) 免税渠道代购等扰动；(6) 餐饮食品安全事件；(7) 监管政策不利变动。

消费服务领域的首选

我们看好**中国中免 (601888 CH, 优于大市/1880 HK, 优于大市)**，因其受益于政策驱动下的强劲成长前景。其全国化布局(市内、枢纽机场与海南)、具竞争力的价格体系与在海南的领导地位，构成长期优势。

我们同样偏好**百胜中国 (YUMC US, 优于大市/9987 HK, 优于大市)**，受益于稳步的门店扩张、卓越执行力、较强的供应链议价能力和稳健的股东回报。

消费服务行业估值表

公司	股票代码	股价	市值	3 个月	每股盈利		市盈率		EV/EBITDA		股息率	市净率	股本	每股	净负
		(本地货币)	(美金百万)	平均	增长		(倍)		(倍)	(%)	(%)	(%)	回报率	净现金	债率
				成交额	(%)									(%)	(%)
				(美金百万)	CY26F	CY27F	CY26F	CY27F	CY26F	CY27F	CY26F	CY26F	CY26F		
旅游相关															
中国中免-A*	601888 CH	81.22	23,544	466.69	16.0	13.2	25.5	22.5	13.9	12.5	2.0	2.8	11.1	16.4	净现金
中国中免-H*	1880 HK	74.85	23,544	37.01	16.0	13.2	21.8	19.2	13.4	12.1	2.3	2.8	11.1	16.4	净现金
王府井	600859 CH	14.31	2,274	64.59	39.4	37.0	39.8	29.1	4.1	4.1	0.8	0.8	2.1	净负债	0.0
黄山旅游	600054 CH	11.29	973	15.42	11.3	10.9	22.2	20.0	6.6	5.3	1.5	1.6	7.4	1.7	净现金
丽江股份	002033 CH	8.95	695	21.98	11.9	8.5	19.0	17.5	N/A	N/A	N/A	1.8	8.7	1.2	净现金
平均					18.9	16.6	25.7	21.7	9.5	8.5	1.7	1.9	8.1		
餐饮															
百胜中国*	9987 HK	366.20	16,842	27.37	7.3	7.3	17.4	16.3	9.4	9.2	1.8	2.4	14.9	2.7	净现金
海底捞*	6862 HK	13.88	9,942	37.94	11.0	11.0	12.2	11.0	6.3	5.8	8.2	6.8	54.3	1.1	净现金
安井食品	603345 CH	80.07	3,688	64.49	10.4	10.4	16.9	15.3	7.2	6.3	4.2	1.7	10.7	17.3	净现金
小菜园	999 HK	9.40	1,421	3.32	23.4	21.4	10.9	9.0	6.5	5.5	5.5	3.3	31.1	0.4	净现金
三全食品	002216 CH	11.50	1,430	10.72	7.6	6.9	17.2	16.1	11.7	11.0	2.9	2.0	11.8	1.2	净现金
广州酒家	603043 CH	17.80	1,432	12.71	8.0	8.2	18.3	16.9	8.7	N/A	2.9	1.7	12.6	0.6	净现金
锅圈	2517 HK	3.56	1,207	8.61	23.2	17.9	16.8	14.3	10.9	N/A	4.3	2.5	15.2	0.6	净现金
巴比食品	605338 CH	26.94	913	16.96	11.4	9.2	20.5	18.8	9.6	N/A	3.4	2.6	12.6	4.0	净现金
味知香	605089 CH	27.56	538	10.36	19.2	13.4	38.1	33.6	N/A	N/A	1.8	2.8	8.4	5.5	净现金
味千央厨	001215 CH	35.91	493	19.86	24.6	14.7	36.4	31.7	9.8	N/A	0.6	1.6	4.9	4.0	净现金
九毛九	9922 HK	1.74	312	2.00	57.2	32.4	9.9	7.4	2.0	1.1	6.0	0.5	6.7	净负债	0.5
平均					17.4	10.2	19.6	17.7	8.1	6.7	4.4	2.3	15.0		

* 建银国际证券覆盖
** 2025 年 12 月 4 日收市价
来源: Datastream, 建银国际证券

必需消费品

执行力是胜出关键

杜韵翘

(852) 3911 8013
anitadu@ccbintl.com

朱晓滢

(852) 3911 8252
anitachu@ccbintl.com

► 2026F 复苏主线

► 乳制品是我们的首选赛道

► 行业首推：伊利股份 (600887 CH)

2026F 温和复苏。年初至今，中国必选消费板块股价累计回升约 19%，但相较恒生中国企业指数仍落后约 6%，主要受累于宏观弱于预期与竞争加剧。展望 2026F，我们预计必需消费品板块在稳增长政策、产品创新与渠道渗透驱动下，将实现温和收入增长。行业竞争格局有望在 2026F 逐步回归常态，经营环境改善、增长更健康。

乳制品：增长基础稳固。我们预计 2026F 中国乳制品销售将实现低单位数增长。液态奶需求复苏需时，但婴配粉、冷饮及其他品类将保持较强势头。原奶价格趋稳，如此趋势延续至 2026 年，将推动行业竞争回归理性，利好龙头伊利(600887 CH)与蒙牛(2319 HK)。原奶价格与竞争稳定有望带来更佳盈利能力与更低减值损失。我们将伊利列为板块首选，基于其优于同业的增长曲线、扎实执行与具吸引力的股东回报。

新茶饮：外卖补贴战退潮，有利于 2026F 健康增长。2025 年二至三季度，平台补贴显著抬升行业动销，但我们认为补贴将在 2026F 消退。虽然补贴驱动流量回落，但核心客群消费频次稳定、门店网络扩张、季节性新品与低糖/轻负担创新，以及下沉加速将支撑基本需求。补贴战消退亦将减少过度折扣与平台佣金让利，有利于收入与利润率的改善。我们预估 2026F 行业收入增速低至中双位数，单价低单位数上涨，门店数高单位数扩张。利润方面，促销强度降低与费用精细化(用工排班、租金重议、集中采购)将带动行业 EBIT 利润率提升 0.2-0.5 个百分点。我们看好蜜雪集团(2097 HK)。受益于产品力、规模与高效供应链，我们预计其 FY26F 收入增长 14%，利润增长 16%，当前对应 2026 年市盈率 22.3 倍。我们认为其凭借独特的产品定价、份额领先与稳健供应链，应享有相对溢价。

啤酒：竞争有望常态化。受餐饮需求偏弱、限制酒精消费政策与高端化阶段性放缓影响，2025 年三季度行业竞争强度见顶。进入 2026F，伴随龙头在增长与利润间再平衡、库存正常化，在总体需求偏软背景下促销将更理性。我们预计行业渠道结构多元化，家庭场景占比提升，新零售/即

配快速增长。此外，啤酒龙头将把握非现饮与现代渠道增量，力求在弱宏观中实现正增长。我们预计 2026F 行业收入预计将实现低单位数增长，主要由吨价低单位数增长所带动。销量企稳略正(对比 2025F 小幅下滑)，受益于非现饮渗透与低线城市餐饮端自低基数温和修复。高端及超高端仍将跑赢整体表现，同时主要啤酒商将加大核心品牌建设以满足大众市场需求。成本端，2025 年 10 月大麦进口价格与 2024 年底锁定水平大体持平，铝价同比 10M25 上涨约 10%；我们据此预计 2026F 依托结构升级、效率改善与促销正常化，实现 0.2-0.3 个百分点的毛利率扩张。我们看好华润啤酒(291 HK)，因其完整产品矩阵、稳健执行与优于同业的高端化推进。

饮料：产品力仍是核心护城河。外卖价格战挤压了旺季动销；尼尔森数据显示 2025 年 7-9 月(传统旺季)软饮零售额连续三个月同比下滑。瓶装水市场从“价格战”转向“价值取胜”，水源质量、产品创新与渠道变革成为主战场。仓储会员店与量贩零食店等新业态崛起。茶饮料中含糖产品回归，消费者更关注风味与品质升级而非单纯控糖；主流品牌于 2025 年推出“少糖同味”策略平衡口感与健康。展望 2026F，外卖补贴战难以持续，具备持续创新、强执行力、渠道掌控与新兴渠道规模化能力的公司更可能跑赢行业。在我们的覆盖中，我们偏好农夫山泉(9633 HK)，因其受益于优质水源、扎实执行与领先的产品创新。

我们观点的风险因素：(1) 需求修复不及预期；(2) 竞争加剧；(3) 原材料与营销成本上行；(4) 食品安全事件和(5) 资本市场不确定性。

必需消费品领域的首选

我们偏好伊利(600887 CH, 优于大市)因其受益于强执行力、盈利改善潜力与具吸引力的股息率。

必需消费品行业估值表

		股价 [∞]	市值	3 个月 平均 成交额	每股盈利 增长 (%)		市盈率 (倍)		EV/EBITDA (倍)		股息率 (%)	市净率 (倍)	股本 回报率 (%)	每股 净现金	净负 债率 (%)
公司	股票代码	(本地货币)	(美金百万)	(美金百万)	CY26F	CY27F	CY26F	CY27F	CY26F	CY27F	CY26F	CY26F	CY26F	(%)	(%)
乳制品															
下游															
伊利乳业*	600887 CH	28.99	25,932	199.79	8.7	5.5	15.6	14.8	10.2	9.7	4.6	3.1	20.4	净负债	0.2
蒙牛乳业*	2319 HK	14.77	7,389	41.28	24.6	12.9	9.1	8.0	6.1	5.9	5.5	1.1	13.0	净负债	0.3
中国飞鹤*	6186 HK	4.11	4,684	15.86	5.9	24.0	7.5	6.0	3.4	3.1	10.4	1.2	16.2	1.0	净现金
新希望乳业	002946 CH	16.71	2,034	17.07	18.2	14.2	17.4	15.2	12.2	N/A	2.1	3.3	20.1	净负债	0.9
光明乳业	600597 CH	8.17	1,593	14.18	9.9	16.2	18.4	15.9	5.6	N/A	1.5	0.7	6.1	净负债	0.2
H&H 国际控股	1112 HK	14.90	1,236	4.26	45.0	16.3	11.0	9.5	6.3	5.3	3.3	1.3	12.4	净负债	1.3
平均					18.7	14.8	13.2	11.6	7.3	6.0	4.6	1.8	14.7		
上游															
优然牧业	9858 HK	4.21	2,106	10.55	277.7	55.8	8.7	5.6	N/A	N/A	0.0	1.0	13.5	净负债	2.3
中国现代牧业	1117 HK	1.36	1,383	2.68	(435.9)	67.2	9.5	5.7	6.5	5.7	0.8	0.9	5.1	净负债	1.6
天润乳业	600419 CH	9.65	431	9.09	110.8	23.7	18.6	15.0	8.2	N/A	1.8	1.2	6.3	净负债	0.6
平均					(15.8)	48.9	12.2	8.7	7.3	5.7	0.9	1.0	8.3		
啤酒															
百威亚太*	1876 HK	8.10	13,784	15.89	5.8	6.2	17.1	16.1	5.5	5.2	4.7	1.3	7.7	0.2	净现金
华润啤酒*	0291 HK	27.30	11,381	36.56	2.2	6.9	13.6	12.7	6.7	6.4	4.8	2.3	17.3	0.6	净现金
青岛啤酒 -A*	600600 CH	63.62	10,883	42.24	4.0	3.9	18.2	17.5	10.2	9.8	4.1	2.5	15.5	14.2	净现金
青岛啤酒 -H*	0168 HK	53.50	10,883	25.66	4.0	3.9	14.1	13.6	8.8	8.4	5.3	2.5	15.5	14.1	净现金
燕京啤酒	000729 CH	12.72	5,070	40.95	17.0	13.1	20.0	17.7	9.3	7.7	2.3	2.1	10.9	2.0	净现金
重庆啤酒	600132 CH	54.01	3,696	18.74	5.8	5.5	20.3	19.3	6.6	6.1	5.1	20.8	87.2	净负债	0.3
珠江啤酒	002461 CH	9.59	3,002	11.33	13.9	8.6	19.5	18.0	10.5	N/A	2.3	1.8	9.5	2.6	净现金
平均					7.5	6.9	17.5	16.4	8.2	7.3	4.1	4.8	23.4		
零食															
中国旺旺*	151 HK	4.85	7,356	4.28	2.5	(4.9)	11.4	12.0	6.5	6.7	1.5	2.7	23.3	0.5	净现金
卫龙	9985 HK	10.92	3,411	6.84	19.8	15.5	14.5	12.5	9.3	8.0	5.4	3.1	22.1	0.8	净现金
盐津铺子	002847 CH	68.71	2,650	36.07	21.5	20.0	19.4	16.2	16.1	14.6	2.8	6.7	38.7	净负债	0.3
洽洽食品	002557 CH	21.50	1,538	17.54	69.7	18.6	15.1	12.8	8.0	7.2	4.2	1.8	12.3	5.5	净现金
三只松鼠	300783 CH	22.98	1,305	28.73	103.2	43.0	20.8	14.6	16.3	11.3	1.1	2.8	14.4	3.9	净现金
桃李面包	603866 CH	5.42	1,226	13.85	6.0	10.3	16.8	15.2	N/A	N/A	4.2	1.6	9.6	净负债	0.2
绝味	603517 CH	13.08	1,121	21.37	39.6	14.1	16.8	14.7	5.4	5.1	4.0	1.2	7.2	净负债	0.0
良品铺子	603719 CH	12.02	682	8.47	430.8	34.8	52.3	38.8	N/A	N/A	0.5	2.1	4.3	1.0	净现金
周黑鸭	1458 HK	1.61	447	0.40	20.7	19.3	14.5	12.2	6.6	6.6	8.3	0.8	5.8	0.5	净现金
平均					79.3	19.0	20.2	16.5	9.8	8.5	3.5	2.5	15.3		
饮料															
农夫山泉*	9633 HK	48.14	69,570	38.99	8.4	8.9	32.4	29.8	20.3	18.5	2.2	12.2	39.8	1.7	净现金
东鹏特饮	605499 CH	266.05	19,565	76.30	26.3	22.6	24.0	19.6	18.9	14.9	2.7	10.4	45.4	8.2	净现金
康师傅控股*	0322 HK	12.05	8,727	14.08	8.8	7.8	14.0	13.0	6.0	5.8	7.2	4.4	31.6	0.3	净现金
统一企业中国	0220 HK	8.34	4,629	7.94	8.5	9.1	13.8	12.7	7.1	6.7	7.2	2.4	18.0	1.1	净现金
华润饮料*	2460 HK	10.42	3,211	5.89	9.4	9.9	10.9	9.9	4.1	3.5	4.1	1.7	16.4	4.2	净现金
承德露露	000848 CH	8.52	1,230	18.75	12.4	10.3	12.6	11.4	N/A	N/A	4.3	2.2	17.8	3.0	净现金
日清食品	1475 HK	6.89	924	1.51	7.0	9.2	18.5	16.9	N/A	N/A	2.7	1.7	9.2	1.3	净现金 s
维他奶	0345 HK	6.87	921	3.38	16.8	19.8	25.2	21.0	7.3	6.7	2.6	2.2	8.9	0.6	净现金
平均					14.5	12.8	17.9	15.9	11.5	10.4	6.9	4.3	15.0		
新茶饮															
蜜雪集团*	2097 HK	416.60	20,322	28.27	15.4	12.3	22.3	19.9	12.0	10.6	0.0	4.8	24.1	27.0	净现金
古茗	1364 HK	24.98	7,634	21.64	13.6	20.7	20.8	17.2	13.9	11.2	2.5	9.9	57.8	净负债	0.1
茶百道	2555 HK	6.78	1,287	1.92	17.6	10.0	8.9	8.1	5.1	N/A	7.2	2.0	23.6	2.4	净现金
平均					15.5	14.4	17.4	15.1	10.3	10.9	3.3	5.6	35.2		

∞ 股价截至 2025 年 12 月 4 日 (当地货币)

* 建银国际证券覆盖

资料来源: Datastream、建银国际证券证券预测

金融 - 中资银行业

维持良好平衡支持丰厚股息

郑勇, CFA

(852) 3911 8253

lawrencechen@ccbintl.com

- 稳健经营业绩支持丰厚股息收益
- 预计盈利质量和资产负债表逐步改善
- 行业首选：信行 H 股 (998 HK) 和工行 H 股 (1398 HK)

中资银行业经营业绩稳健，收入质量显著提升。A/H 股中资银行股 25 年预期股息收益率分别为 4.0%/5.3%，这使得中资银行成为市场波动加剧下的良好防御性投资标的。我们的目标价大致对应 H 股银行 3.8%-5.0% 股息收益率和 A 股银行 3.3%-4.6% 股息收益率。市场估值不断攀升，MSCI 中资银行业指数年初至今的绝对回报率仍达到 20%。落后 MSCI 中国指数 10%，落后 MSCI 环球银行指数 16%。

我们倾向于选择信行 H 和工行 H，因为它们资产负债表状况良好，股息收益率稳健，分别为 5.4% 和 5.5%。基于招行在我们行业覆盖范围中拥有领先的资本生成率，我们亦看好招行 H。

中资银行业在支持实体经济、支付股息和保持资产负债表健康之间取得平衡。在经济刺激政策（尤其是信贷扩张）稳步出台的情况下，中国监管机构愈发重视银行的健康状况。5,000 亿元人民币的股权注资提高了大行的资本充足率，使其在平衡支持实体经济和支付股息方面更具可持续性。中国各地地方政府融资问题陆续得到的化解在一定程度上缓解中资银行业资产质量压力。定期存款利率下行也使中资银行业得以更有效地捍卫其净息差。

盈利复苏进行中。我们的盈利模型预测，继 24 年同比增长 1% 之后，中资银行业盈利将温和复苏，25 年和 26 年净利润同比增长分别为 2% 和 4%。更重要的是，我们预计盈利质量将从低基数逐步改善，25 年和 26 年拨备前营业利润/营收增长率将分别达到 1% 和 5%，此前 24 年同比下降了 1%。对公银行业务在营收和资产质量方面已显现企稳迹象，但零售银行业务表现相对逊色。

我部预测中资银行业季度净息差将在 25 年下半年/26 年上半年触底，26 年净息差同比收窄 2 基点。我部预测资产收益率将同比下滑 8 基点，这在很大程度上将被融资成本同比下降 6 个基点所抵消。但是，基于融资成本下降空间相对有限，品牌较强的中资银行（如四大行、招行）的融资成本下降将逊于品牌较弱的中资银行。

自 25 年二季度以来，手续费及佣金收入有所回升，主要受银保和理财产品的销售反弹所驱动，却部分被银行卡收入疲软所抵消。然而，鉴于境内债券收益率交易区间收窄，交易收入的发展存在不确定性。

我部认为中资银行业正寻求加大投资以提升运营业绩，我部 25 年/26 年银行业成本收入比将小幅上升至 36.5%/36.7%。

银行资产负债表质量发展喜忧参半。随着 5,000 亿元人民币的股权注资（相当于加权风险资产的 35 基点），中资银行业资本充足率有所提高。我部预计由于贷款增速超过存款增速，尤其是大型银行，存贷比将略有上升。减值准备金保持稳定，约为贷款的 300 基点，或不良贷款的 240% 左右。

行业催化剂。我部关注“反内卷”运动的成效，该运动有望改善企业现金周转，缓解通缩压力，并从积极方面促进企业银行业务的营收。待就业市场得以提振，零售银行业务将有所复苏。

投资风险。企业违约激增，宏观经济发展乏力。

中资银行领域的首选

我们看好信行 H 股 (998 HK，评级为“优于大市”)，预期该行可以实现不俗的盈利以致股息增长，净资产收益率(ROE)分别达 9.3%/9.1%，风险加权资产收益率(RoRWA)分别达 98 基点/96 基点。我部预期潜在融资成本效益可能带来正面盈利惊喜。该行估值为 0.45 倍 26 年预期市净率和 5.4% 的股息收益率，比 17 年以来的历史均值低约一个标准差。

我们也看好工行 H 股 (1398 HK，评级为“优于大市”)，其风险回报比良好，是理想的防御型股票。该行盈利能力不俗，净资产收益率(ROE)稳健，分别为 9.8%/9.4%，风险加权资产收益率(RoRWA)分别为 138 基点/130 基点。其强劲的资产负债表和稳健的经营业绩使其 25 年有望实现 5.5% 的股息收益率。该行的估值为 0.48 倍 26 年预期市净率，比 17 年以来的历史均值低约半个标准差。

中资银行业 - 估值概览

	RIC 码	股价 (港币)	目标价 (港币)	上升/下跌 空间 (%)	评级	市值 (十亿美元)	市盈率 (x)			市净率 (x)			股息率 (%)		
							24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
中资银行 (港股)															
工商银行	1398.HK	6.22	7.20	16	O	376.3	5.7	5.7	5.6	0.55	0.51	0.48	5.4	5.5	5.6
农业银行	1288.HK	5.85	6.90	18	O	379.8	6.8	6.8	6.6	0.72	0.65	0.62	4.6	4.6	4.8
交通银行	3328.HK	7.10	8.00	13	O	88.1	5.4	5.9	6.2	0.49	0.49	0.46	5.5	5.1	5.1
邮储银行	1658.HK	5.38	6.50	21	O	92.7	6.5	6.5	6.8	0.58	0.58	0.54	4.8	4.8	4.7
招商银行	3968.HK	52.60	58.00	10	O	157.1	8.4	8.2	7.9	1.15	1.10	1.01	4.2	4.0	4.2
中信银行	0998.HK	7.18	8.50	18	O	58.6	5.6	5.4	5.2	0.52	0.48	0.45	5.5	5.4	5.6
无评级															
光大银行	6818.HK	3.66	n/a	n/a	N/R	29.2	5.5	5.2	5.1	0.41	0.36	0.34	5.6	5.8	5.9
民生银行	1988.HK	4.30	n/a	n/a	N/R	24.8	5.9	5.8	5.6	0.31	0.29	0.28	5.0	5.1	5.1
浙商银行	2016.HK	2.60	n/a	n/a	N/R	11.4	5.0	4.3	4.1	0.37	0.36	0.32	6.6	6.8	7.0
渤海银行	9668.HK	0.97	n/a	n/a	N/R	2.2	3.5	n/a	n/a	0.16	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
重庆银行	1963.HK	8.23	n/a	n/a	N/R	4.7	6.5	4.6	4.2	0.49	0.46	0.42	5.5	6.1	6.6
徽商银行	3698.HK	3.41	n/a	n/a	N/R	6.1	2.9	2.7	2.6	0.31	0.29	0.26	6.7	7.0	7.5
哈尔滨银行	6138.HK	0.38	n/a	n/a	N/R	0.5	7.5	n/a	n/a	0.07	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
盛京银行	2066.HK	1.58	n/a	n/a	N/R	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
青岛银行	3866.HK	4.02	n/a	n/a	N/R	3.6	4.6	n/a	n/a	0.57	n/a	n/a	4.3	n/a	n/a
郑州银行	6196.HK	1.23	n/a	n/a	N/R	2.3	7.1	n/a	n/a	0.23	n/a	n/a	1.8	n/a	n/a
天津银行	1578.HK	2.44	n/a	n/a	N/R	1.9	3.5	n/a	n/a	0.20	n/a	n/a	6.0	n/a	n/a
中原银行	1216.HK	0.32	n/a	n/a	N/R	1.5	3.8	n/a	n/a	0.13	n/a	n/a	4.2	n/a	n/a
甘肃银行	2139.HK	0.25	n/a	n/a	N/R	0.5	5.8	n/a	n/a	0.10	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
江西银行	1916.HK	0.69	n/a	n/a	N/R	0.5	6.0	n/a	n/a	0.09	n/a	n/a	6.0	n/a	n/a
九江银行	6190.HK	1.80	n/a	n/a	N/R	0.7	21.3	n/a	n/a	0.13	n/a	n/a	3.5	n/a	n/a
泸州银行	1983.HK	2.05	n/a	n/a	N/R	0.7	4.0	n/a	n/a	0.50	n/a	n/a	6.4	n/a	n/a
晋商银行	2558.HK	1.37	n/a	n/a	N/R	1.0	4.1	n/a	n/a	0.28	n/a	n/a	6.4	n/a	n/a
贵州银行	6199.HK	1.06	n/a	n/a	N/R	2.0	3.7	n/a	n/a	0.29	n/a	n/a	5.2	n/a	n/a
威海银行	9677.HK	3.03	n/a	n/a	N/R	2.3	9.0	n/a	n/a	0.66	n/a	n/a	3.6	n/a	n/a
东莞农商行	2596.HK	2.60	n/a	n/a	N/R	1.5	21.1	n/a	n/a	1.12	n/a	n/a	2.1	n/a	n/a
重庆农商行	3618.HK	6.40	n/a	n/a	N/R	10.4	5.7	5.6	5.2	0.52	0.49	0.45	5.2	5.3	5.8
广州农商行	1551.HK	1.53	n/a	n/a	N/R	2.8	12.2	n/a	n/a	0.24	n/a	n/a	3.2	n/a	n/a
九台农商行	6122.HK	0.41	n/a	n/a	N/R	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
东莞农商行	9889.HK	3.43	n/a	n/a	N/R	3.0	5.3	n/a	n/a	0.36	n/a	n/a	7.9	n/a	n/a
中资银行 (A股)															
工商银行	601398.SH	8.05	8.70	8	O	376.3	8.1	8.1	7.9	0.79	0.72	0.68	3.8	3.9	4.0
农业银行	601288.SH	7.90	7.60	(4)	N	379.8	10.1	10.0	9.7	1.07	0.97	0.91	3.1	3.2	3.4
交通银行	601328.SH	7.44	8.60	16	O	246.9	6.6	6.9	7.0	0.57	0.56	0.53	5.1	4.4	4.6
邮储银行	601658.SH	5.57	6.90	24	O	92.7	6.8	7.5	7.5	0.67	0.69	0.65	4.7	3.9	4.1
招商银行	600036.SH	43.22	53.00	23	O	157.1	7.6	7.4	7.2	1.04	0.94	0.86	4.6	4.7	4.8
中信银行	601998.SH	7.78	9.30	20	O	58.6	6.7	6.5	6.3	0.62	0.58	0.54	4.6	4.8	4.9
兴业银行	601166.SH	20.87	25.00	20	O	62.5	6.5	5.8	5.6	0.57	0.54	0.51	5.1	5.0	5.2
平安银行	000001.SZ	11.49	13.50	17	O	31.5	5.5	5.3	5.2	0.52	0.48	0.45	5.3	5.3	5.4
无评级															
光大银行	601818.SH	3.54	n/a	n/a	N/R	29.2	5.9	5.5	5.3	0.43	0.39	0.37	n/a	5.5	5.6
民生银行	600016.SH	4.03	n/a	n/a	N/R	20.8	6.4	6.2	6.1	0.32	0.29	0.28	n/a	4.9	5.0
浙商银行	601916.SH	3.08	n/a	n/a	N/R	11.4	6.6	5.6	5.3	0.49	0.45	0.42	n/a	5.2	5.3
浦发银行	600000.SH	11.25	n/a	n/a	N/R	53.0	8.5	7.1	6.8	0.50	0.47	0.45	n/a	3.8	4.1
华夏银行	600015.SH	6.90	n/a	n/a	N/R	15.5	4.3	4.4	4.2	0.36	0.33	0.31	n/a	5.6	5.8
北京银行	601169.SH	5.64	n/a	n/a	N/R	16.9	5.2	5.0	4.8	0.44	0.40	0.38	n/a	5.9	6.2
上海银行	601229.SH	9.96	n/a	n/a	N/R	20.0	6.8	6.0	5.8	0.60	0.57	0.53	n/a	5.0	5.2
江苏银行	600919.SH	10.70	n/a	n/a	N/R	27.8	6.1	5.8	5.3	0.84	0.74	0.68	n/a	5.3	5.8
南京银行	601009.SH	11.60	n/a	n/a	N/R	20.3	6.6	6.4	6.0	0.81	0.76	0.71	n/a	4.8	5.2
宁波银行	002142.SZ	28.47	n/a	n/a	N/R	26.6	6.7	6.5	6.0	0.90	0.83	0.74	3.2	3.3	3.6
杭州银行	600926.SH	15.79	n/a	n/a	N/R	16.2	6.1	5.5	5.0	0.88	0.82	0.73	n/a	4.4	4.9
贵阳银行	601997.SH	6.04	n/a	n/a	N/R	3.1	4.5	3.9	4.3	0.36	0.33	0.31	n/a	4.3	4.1
成都银行	601838.SH	17.14	n/a	n/a	N/R	10.3	5.6	5.3	5.0	0.90	0.81	0.73	n/a	5.6	6.0
长沙银行	601577.SH	9.66	n/a	n/a	N/R	5.5	5.0	4.9	4.7	0.58	0.54	0.49	n/a	4.6	4.9
郑州银行	002936.SZ	2.00	n/a	n/a	N/R	2.3	12.4	n/a	n/a	0.41	n/a	n/a	1.0	n/a	n/a
青岛银行	002948.SZ	4.85	n/a	n/a	N/R	3.6	6.4	5.7	5.0	0.75	0.67	0.58	3.3	4.5	4.9
西安银行	600928.SH	3.83	n/a	n/a	N/R	2.4	6.4	n/a	n/a	0.51	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
苏州银行	002966.CH	8.24	n/a	n/a	N/R	5.2	7.1	6.7	6.4	0.72	0.70	0.65	5.0	5.0	5.2
厦门银行	601187.SH	7.43	n/a	n/a	N/R	2.8	8.3	n/a	n/a	0.76	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
齐鲁银行	601665.SH	6.06	n/a	n/a	N/R	5.3	6.3	5.6	4.9	0.72	0.73	0.66	n/a	4.9	5.4
瑞丰银行	601528.SH	5.66	n/a	n/a	N/R	1.6	5.5	5.5	5.1	0.59	0.55	0.51	n/a	3.7	4.0
兰州银行	001227.SZ	2.37	n/a	n/a	N/R	1.9	8.7	n/a	n/a	0.44	n/a	n/a	4.3	n/a	n/a
重庆银行	601963.SH	11.41	n/a	n/a	N/R	4.7	9.9	7.2	6.7	0.73	0.69	0.64	n/a	4.0	4.3
江阴银行	002807.SZ	4.83	n/a	n/a	N/R	1.7	5.7	5.2	4.8	0.64	0.58	0.53	3.1	4.8	5.2
无锡银行	600908.SH	6.21	n/a	n/a	N/R	1.9	6.2	5.9	5.6	0.64	0.59	0.54	n/a	3.5	3.6
常熟银行	601128.SH	7.25	n/a	n/a	N/R	3.4	6.4	5.7	5.2	0.84	0.76	0.68	n/a	4.2	4.4
苏农银行	603323.SH	5.28	n/a	n/a	N/R	1.5	5.2	5.2	4.8	0.59	0.54	0.50	n/a	3.6	3.8
张家港行	002839.SZ	4.79	n/a	n/a	N/R	1.7	6.2	6.0	5.7	0.66	0.61	0.56	4.2	3.9	4.0
紫金银行	601860.SH	2.80	n/a	n/a	N/R	1.4	7.7	n/a	n/a	0.51	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
青农商行	002958.SZ	3.23	n/a	n/a	N/R	2.5	7.9	n/a	n/a	0.50	n/a	n/a	3.7	n/a	n/a
渝农商行	601077.SH	6.63	n/a	n/a	N/R	10.4	6.5	6.3	5.9	0.60	0.56	0.52	n/a	4.8	5.1
沪农商行	601825.SH	9.41	n/a	n/a	N/R	12.8	7.3	7.3	7.1	0.73	0.70	0.66	n/a	4.6	5.0
行业						2,031	7.0	7.0	6.9	0.66	0.65	0.61	4.4	4.3	4.5
四大行						1,237	7.5	7.5	7.4	0.74	0.70	0.66	4.2	4.1	4.3
其他						794	6.3	6.4	6.2	0.57	0.59	0.56	4.7	4.6	4.9
A股						1,533	7.7	7.6	7.4	0.74	0.71	0.66	4.0	4.0	4.2
四大行						852	8.9	8.8	8.5	0.86	0.81	0.76	3.6	3.6	3.7
其他						681	6.7	6.5	6.3	0.63	0.61	0.57	4.6	4.6	4.8
港股						498	5.4	5.7	5.6	0.50	0.53	0.50	5.5	5.3	5.5
四大行						386	5.6	5.6	5.6	0.56	0.53	0.50	5.5	5.3	5.5
其他						113	4.8	5.9	5.7	0.36	0.53	0.49	5.3	5.1	5.3

*股价截至 2025 年 12 月 4 日

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

金融 - 中资保险业

良好业绩表现有望延续至 2026 年

郑勇, CFA

(852) 3911 8253

lawrencechen@ccbintl.com

- ▶ 预计 26 年行业运营业绩良好
- ▶ 净账面价值扩张和投资收益的有利发展
- ▶ 行业首选：国寿 (2628 HK)、太保 (2601 HK)

寿险公司经营业绩强劲——新业务价值(NBV)和投资收益率均呈稳健向好趋势——推动股价大幅上涨。我部预计，在存款替代效应的影响下，银保/分红型产品的强劲增长将抵销高利润产品需求依然疲软局面。年初至今的绝对回报为 39%，意味着 MSCI 中资保险指数年初至今的表现优于 MSCI 中国指数 8%。

26 年投资前景比较乐观。资产方面而言，我部目前预测中资保险板块的投资回报率为 450-500 基点，比精算假设高出 50-100 基点。我部预计，在合理的刺激措施和金融市场充裕的流动性条件下，资本市场情绪和活动将保持活跃。我部预计，国债收益率将保持区间窄幅波动，与 21 年至 24 年持续下跌的趋势相反，因此寿险公司可以避免再次下调投资收益率预期，从而避免对内含价值进行减记。

预计 26 年新业务价值(NBV)将继续保持强劲增长。负债方面而言，我部预计 26 年新业务价值将同比增长 14%，此前 25 年新业务价值同比增长 37%，而 20-24 年平均年增长率只-4% (已计入因投资收益率预期下调而产生的减值)。我部预计，随着长期存款利率下调，居民财富将从银行存款重新配置到保险产品。这源于银行尽量控制融资成本。以保护净息差 (NIM) 而采取的措施，预定利率的持续下降 (25 年三季度下降至 190 基点) 也可能推动保险需求的增长。

26 年销量增长将推动新业务价值增长。尽管各业务板块销售策略不尽相同，但我部的盈利模型预测 26-27 年全年利润将同比增长 8%。我认为，在经纪代理业务增长乏力的情况下，银保产品销售仍将是渠道增长的关键领域。分红型保险产品仍将是主要驱动力，而政府政策也将带动健康险产品的增长。随着寿险公司在产品结构管理方面更加积极主动，我们倾向于认为新业务利润率将有所提升。

展望 25 年，我部预计行业新业务价值(NBV)强劲增长 37%，这已从我们覆盖范围内各公司 25 年前九个月的新业务价值 (NBV) 大幅增长得到印证——新华 (同比增长 51%)、平安人寿(46%)、国寿(42%)和太保人寿(31%)。新业务利润率趋势总体向好——除新华外，平安人寿、国寿和太保人寿 25 年前九个月的新业务利润率也录得同比增长。

行业催化剂。就业状况和家庭收入的最终复苏将带动寿险行业的高质量发展。我部预期寿险公司将更巧妙地运用产品多元化策略，以满足客户需求和政府政策。

投资风险：(1) 监管政策收紧，(2) A 股市场波动加剧，以及(3) 中国就业状况急剧恶化。

中资保险领域的首选

我们看好**国寿 (2628 HK, 评级为“优于大市”)**，国寿加大业务发展力度，保持强劲的增长势头。国寿在投资管理方面也表现出色。此外，我认为其估值仍然合理，自 17 年以来，其内含价值比(P/EV)仍处于历史平均水平。

我们也看好**太保 (2601 HK, 评级为“优于大市”)**，因为其寿险、财险和资产管理业务方面表现均衡。太保在“长航转型”战略下取得了令人瞩目的进展，其新业务价值(NBV)扩张质量及财险承保业绩不俗。此外，我们认为其估值仍然合理，自 17 年以来，其内含价值比 (P/EV) 仍处于历史平均水平。

中资保险业 — 估值概览

	股票代码	股价 (港币)	目标股价 (港币)	上升 / 下行 空间 (%)	评级	市值 (十亿美元)	股价内含价值比 (x)			新业务价值比 (x)			价格资产净值比 (x)		
							2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
H股															
平安	2318.HK	56.65	70.00	24	○	142.5	0.66	0.61	0.58	(17)	(15)	(15)	5.0	5.2	5.5
国寿	2628.HK	26.76	32.00	20	○	153.4	0.49	0.43	0.40	(21)	(20)	(20)	2.7	4.1	3.3
太保	2601.HK	31.72	41.00	29	○	45.4	0.49	0.45	0.41	(21)	(20)	(20)	3.7	4.2	4.5
新华	1336.HK	46.88	59.00	26	○	25.1	0.51	0.45	0.42	(20)	(18)	(16)	4.7	5.9	5.4
行业						103.7	0.57	0.52	0.49	(19)	(17)	(17)			
A股															
平安	601318.SH	58.55	68.00	16	○	142.5	0.75	0.70	0.66	(16)	(14)	(14)	3.8	4.0	4.2
国寿	601628.SH	43.40	58.00	34	○	153.4	0.88	0.77	0.72	(9)	(10)	(12)	1.1	1.7	1.4
太保	601601.SH	35.20	49.00	39	○	45.4	0.60	0.55	0.51	(19)	(18)	(19)	2.2	2.4	2.7
新华	601336.SH	64.10	76.00	19	○	25.1	0.77	0.68	0.64	(12)	(12)	(12)	2.6	3.3	3.0
行业						262.7	0.71	0.64	0.60	(13)	(13)	(14)			
	Stock code	Share price (LC)*	Target price	Up/down side	CCBIS rating	Mkt cap (US\$ b)	PER (x)			PBR (x)			Dividend yield (%)		
							2022A	2023F	2024F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
H股															
阳光	6060.HK	14.90				3.2	16.4	17.7	15.9	1.05	0.84	0.82	0.0	0.0	0.0
	6963.HK	3.52				5.2	6.5	6.5	6.1	0.65	0.61	0.57	6.4	6.4	6.8
	0966.HK	17.47				8.1	7.7	6.5	5.9	0.88	0.88	0.65	2.0	2.2	2.6
	1339.HK	6.74				49.5	n/a	n/a	5.8	1.11	n/a	0.75	3.1	3.8	4.1
	2328.HK	17.00				48.6	9.0	8.0	8.0	1.47	1.23	1.13	3.7	4.3	4.5
	1508.HK	1.60				8.7	n/a	n/a	5.7	0.66	0.56	n/a	3.4	4.0	n/a
行业						123.3	9.3	6.8	8.4	1.55	1.29	1.16	3.0	3.6	3.5
A股															
	601319.SH	8.34				49.5	7.0	7.7	7.2	1.37	1.21	1.07	n/a	2.7	3.0
	NBV (%YoY)			EV - Group (%YoY)			EV - Life (%YoY)			Adj NAV - Group (%YoY)			Adj NAV - non-life (%YoY)		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
平安	(8)	40	15	2	8	5	0	13	6	8	6	3	5	0	3
国寿	(9)	36	11	11	14	7	11	14	7	33	14	7	n/a	n/a	n/a
太保	21	30	13	6	9	9	5	9	9	20	6	9	10	9	9
新华	107	43	25	3	13	7	3	13	7	16	10	6	n/a	n/a	n/a
行业	(0)	37	14	6	11	7	6	13	7	19	9	6	6	2	4
	NB margin by APE (%)			NB margin by APE (%YoY delta)			NB margin by FYP (%)			NB margin by FYP (%YoY delta)			FYP (%YoY)		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
平安	31.8	32.2	34.7	5.6	0.4	2.6	18.5	26.6	28.7	(0.2)	8.1	2.1	4	(4)	7
国寿	22.0	27.2	28.2	(2.1)	5.2	1.0	25.7	27.2	28.2	(4.2)	1.5	1.0	(2)	7	7
太保	21.9	28.0	29.8	8.6	6.1	1.8	25.9	29.3	31.3	9.5	3.5	1.9	0	(12)	6
新华	13.7	13.9	14.1	0.0	0.2	0.2	7.9	(2.7)	0.9	0.0	0.0	0.0	(5)	76	16
行业	20.2	26.7	27.9	(1.5)	6.5	1.1	18.3	23.8	25.1	(0.2)	5.5	1.3	1	5	8
	NBV per share (RMB)			EV per share - Group (RMB)			EV per share - Life (RMB)			ANW per share - Group (RMB)			ANW per share - non-life (RMB)		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
平安	1.57	2.19	2.52	78.12	84.12	88.19	45.86	51.79	54.94	56.18	59.82	61.67	32.26	32.33	33.25
国寿	1.19	1.62	1.79	49.57	56.35	60.43	49.57	56.35	60.43	31.77	36.15	38.77	n/a	n/a	n/a
太保	1.38	1.79	2.03	58.44	63.87	69.57	43.92	48.06	52.43	36.31	38.58	41.91	15.81	17.23	18.78
新华	2.00	2.87	3.59	82.85	93.91	100.46	82.85	93.91	100.46	60.66	66.84	70.99	n/a	n/a	n/a
	Avg agency force (k)			Avg agency force (%YoY)			Monthly FYP per agent (RMB)			Agency regular FYP (%YoY)			Insurance service revenue		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
平安	348	352	340	(2)	1	(3)	35,592	33,007	36,508	10	(11)	8	551	569	601
国寿	625	621	634	(4)	(1)	2	13,435	15,340	16	9	14	7	208	214	225
太保	184	186	188	(12)	1	1	16,710	17,372	18,232	10	5	6	279	295	313
新华	146	136	135	(17)	(7)	(1)	8,100	41,960	49,088	20	70	13	48	50	53
行业	1,303	1,294	1,296	(6)	(1)	0	19	20	22				1,087	1,128	1,191
	APE (%YoY)			FYP (%YoY)			Agency regular FYP (%YoY)			Gross investment yield (bp)			Net investment yield (bp)		
	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
平安	6	(1)	7	4	(4)	7	10	(11)	8	380	360	360	449	450	450
国寿	0	10	7	(2)	7	7	9	14	7	550	500	500	347	320	320
太保	(4)	(22)	6	0	(12)	6	10	5	6	560	510	510	380	350	350
新华	107	41	23	(5)	76	16	20	70	13	500	500	500	300	300	300
行业	7	4	9	1	5	8	10	6	8	490	454	454	382	367	367

*股价截至2025 年 12 月 4 日

资料来源：彭博、建银国际证券预测

金融 - 中资券商业

市场持续强劲，业绩持续向好

- ▶ 股价整固；期待市场情绪改善向上突破
- ▶ 预计强劲资本市场支持稳健的业绩表现
- ▶ 行业首选：中信证券 H 股 (6030 HK)、华泰 H 股 (6886 HK)

中资券商股价在 52 周交易区间的高端整固。自 24 年 9 月以来，中国政府采取更加刺激经济增长的政策，并辅以市场支持措施，推动了本轮 A 股牛市。在环球人工智能热潮的推动下，DeepSeek 于 2 月 25 日的发布进一步提振了市场情绪。我认为，随着 26 年标志着“十五五”规划的开始，市场情绪可能保持强劲。此外，25 年海外投资者持有的 A 股比例仅为 3.2%-3.4%，为 20 年以来最低水平，这意味着如果 A 股市场对外资投资者变得更加吸引，则可能存在更大上涨空间。

H 股股价表现强劲，而 A 股股价表现则较为平淡。截至 2025 年 11 月，H 股券商股价上涨 34%，而 A 股券商股价仅上涨 3%。然而，中国券商股价一直处于区间震荡，自 8 月股价高点回落了 20%。

自 25 年以来，市场估值大幅飙升。A 股总市值年初至今上涨 24%，达 104 万亿元人民币，其中上证指数和深证指数年初至今分别上涨 18% 和 26% (值得注意的是，自 2025 年下半年以来，其绝对收益分别为 15% 和 19%)。高速增长型公司更受青睐，创业板指数和科创 50 指数均上涨 36%，其中大部分收益来自 25 年下半年。

2025 年至今资本市场活动持续强劲。自 8 月以来，日均交易量 (ADT) 飙升至约 2 万亿元人民币，推动 2025 年前 11 个月的日均成交量达 1.69 万亿元人民币 (同比增长 69%)，相当于 452% 换手率。我部预计 2025 年日均成交量将达 1.78 万亿元人民币，而 2026 年进一步攀升至 1.9 万亿元人民币。除香港市场外，A 股市场也呈现活跃态势。2025 年前 11 个月，IPO 规模达到 1,000 亿元人民币 (同比增长 73%)。即使剔除大型银行的 A 股配售 (约 5,000 亿元人民币) 后，配售规模达 3,470 亿元人民币，同比增长 1.5 倍。

强劲的市场估值和活跃的市场活动推动中资券商盈利增长。我部券商行业盈利模型预测，在 25 年和 26 年，盈利将分别同比增长 27% 和 10%，主要得益于营收同比增长 15% 和 11%。我部预计，25 年财富管理业务将贡献约 58% 的营收增长，其次是机构交易和自营业务 (约 33%)、资产管理业务 (约 12%) 和投资银行业务 (约 11%)。

我部预计券商行业盈利能力将有所提升，净资产收益率 (ROE) 将有所提高 (从 24 年的 8.7% 升至 25/26 年的 9.6%/9.2%)，净利润率也将扩大 (从 24 年的 33.7% 升至 25/26 年的 37.2%/36.7%)。我部预计券商行业资产负债表规模在 25 年将同比增长 23%，在 26 年将同比增长 10%。我部预计财务杠杆 (不包括客户资金) 将在 24 年至 26 年期间维持在 5.1 倍至 5.2 倍的区间，并且随着估值回升，我部不排除证券商筹集股权资金的可能性。

行业整合仍在持续。中国正努力培育能够与全球巨头竞争的世界级投资银行。11 月 19 日，中金公司提议与东兴证券 (601198 CH) 和信达证券 (601059 CH) 进行换股合并；合并后的实体将成为业内规模和利润均排名第四的投资银行。此前，国泰君安证券和海通证券已于 25 年 3 月完成合并，此外，中小券商之间也发生了多起并购事件。我认为，这股并购热潮可能会持续一段时间。

投资风险：(1) 监管政策收紧，(2) A 股市场波动加剧，以及 (3) 经济发展疲软。

中资券商领域的首选

我部看好**中信证券 H 股 (6030 HK, 评级为“优于大市”)**，因为它拥有覆盖内地及海外市场的综合性投资银行平台。我部预计中信证券在 26-27 年的利润增长率将达 6-11%，净资产收益率 (ROE) 将达 10.2-10.6%。中信证券目前的 26 年预期市净率为 1.19 倍，预期市盈率为 12.4 倍。

我部也看好**华泰 H 股 (6886 HK, 评级为“优于大市”)**，我认为华泰的分销能力使其比同业更能把握 A 股市场上涨带来财富管理业务的机会。华泰在投资银行和海外业务方面取得了显著进展。我们预计华泰在 26-27 年的利润增长率将达 8-10%，净资产收益率约为 10%。华泰目前 26 年预期市净率为 0.78 倍，预期市盈率为 8.5 倍。

中资券商业 - 估值概览

	RIC 码	股价 (港币)	目标价 (港币)	上升/下跌 空间 (%)	评级	市值 (十亿美元)	市盈率 (x)			市净率 (x)			股息率 (%)		
							2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
中资券商 (港股)															
中信证券	6030.HK	26.54	32.00	21	○	55.9	17.1	13.2	12.4	1.36	1.27	1.19	2.2	2.8	2.9
国泰君安	2611.HK	15.30	17.00	11	○	45.2	10.0	9.2	11.6	0.79	0.73	0.71	3.1	4.5	3.5
华泰证券	6886.HK	17.74	23.00	30	○	25.8	9.9	9.2	8.5	0.89	0.83	0.78	3.2	3.4	3.7
中国银河	6881.HK	10.21	13.00	27	○	20.9	11.5	8.0	7.5	0.92	0.84	0.78	3.0	4.0	4.3
招商证券	6099.HK	14.58	17.30	19	○	19.5	11.7	10.4	9.3	1.00	0.94	0.87	2.8	3.2	3.5
中金公司	3908.HK	18.96	25.00	32	○	19.1	16.6	10.6	8.9	0.90	0.84	0.77	1.0	1.6	1.8
未评级															
中信建投	6066.HK	12.15				25.4	10.9	8.8	8.0	1.23	0.75	0.68	3.0	3.5	3.8
申万宏源	6806.HK	3.05				17.2	9.4	8.9	7.7	0.73	0.62	0.58	2.9	4.7	5.0
广发证券	1776.HK	16.86				21.2	10.8	8.9	8.1	1.06	0.81	0.76	3.2	3.9	3.9
东方证券	3958.HK	6.73				11.7	11.6	9.2	7.9	0.75	0.62	0.58	3.6	4.7	5.2
光大证券	6178.HK	8.98				10.3	12.7	7.9	6.7	0.70	0.52	0.49	2.7	4.5	4.5
国联证券	1456.HK	5.39				8.0	15.7	11.7	10.3	0.82	0.77	0.73	1.1	0.0	0.0
中州证券	1375.HK	2.23				2.4	19.9	NULL	NULL	0.74	NULL	NULL	1.2	NULL	NULL
中资券商 (A股)															
中信证券	600030.SH	27.20	37.00	36	○	42.2	17.5	13.5	12.7	1.54	1.43	1.34	2.1	2.7	2.9
国泰君安	601211.SH	19.19	24.00	25	○	45.2	12.6	11.5	14.6	1.10	1.01	0.98	2.5	3.6	2.8
华泰证券	601688.SH	21.21	26.00	23	○	25.8	11.9	11.0	10.1	1.17	1.10	1.03	2.7	2.9	3.1
中国银河	601881.SH	15.68	20.00	28	○	20.9	17.7	12.3	11.5	1.55	1.43	1.32	2.0	2.6	2.8
招商证券	600999.SH	16.27	23.00	41	○	19.5	13.1	11.6	10.4	1.23	1.15	1.07	2.6	2.8	3.2
未评级															
中信建投	601066.SH	25.50				25.4	21.9	19.9	17.9	2.58	1.70	1.54	NULL	1.6	1.8
中金公司	601995.SH	34.89				19.1	19.5	18.7	17.9	1.82	1.55	1.43	NULL	0.8	0.9
申万宏源	000166.SZ	5.09				17.2	13.6	13.9	14.2	1.22	1.13	1.06	1.2	2.3	2.8
广发证券	000776.SZ	20.95				21.2	12.4	11.7	10.9	1.32	1.11	1.03	2.4	2.8	2.9
国信证券	002736.SZ	12.91				18.7	11.1	11.1	11.1	1.40	1.15	1.07	2.7	3.3	3.7
东方证券	600958.SH	10.24				11.7	17.5	15.5	13.5	1.13	1.06	1.01	NULL	2.9	3.2
光大证券	601788.SH	17.19				10.3	24.2	23.0	21.8	1.35	1.12	1.07	NULL	1.3	1.5
方正证券	601901.SH	7.65				8.9	15.6	17.3	18.9	1.31	1.23	1.17	NULL	1.4	1.5
兴业证券	601377.SH	6.82				8.3	18.2	17.1	16.0	1.07	0.99	0.95	NULL	1.9	2.1
浙商证券	601878.SH	10.82				7.0	NaN	n/a	17.5	1.39	1.33	1.27	NULL	1.5	1.8
中泰证券	600918.SH	6.67				7.5	29.6	27.6	25.7	1.23	1.19	1.15	NULL	NULL	NULL
东吴证券	601555.SH	8.88				6.2	12.7	12.1	11.4	1.06	0.88	0.84	NULL	2.8	2.8
长林证券	002945.SZ	14.60				5.6	82.9	82.9	NULL	5.92	NULL	NULL	0.3	NULL	NULL
长江证券	000783.SZ	7.95				6.2	12.4	13.2	14.0	1.27	1.05	0.99	1.9	2.8	2.9
红塔证券	601236.SH	8.37				5.6	41.4	38.0	34.6	1.62	1.58	1.55	NULL	2.4	2.6
	601162.SH	4.25				6.1	53.1	n/a	NULL	1.57	NULL	NULL	NULL	NULL	NULL
财通证券	601108.SH	8.16				5.4	13.7	13.0	12.4	1.04	1.01	0.96	NULL	NULL	NULL
西部证券	002673.SZ	7.91				5.0	18.4	18.4	NULL	1.23	NULL	NULL	1.3	NULL	NULL
东兴证券	601198.SH	13.13				6.0	19.3	19.3	NULL	1.50	NULL	NULL	NULL	NULL	NULL
国元证券	000728.SZ	8.20				5.1	13.4	12.3	11.1	0.97	0.91	0.85	2.4	4.3	4.8
越秀资本	000987.SZ	7.32				5.2	10.3	10.1	10.0	1.22	1.10	1.03	2.4	2.3	2.3
长城证券	002939.SZ	10.24				5.8	17.1	17.1	NULL	1.38	NULL	NULL	1.3	NULL	NULL
国金证券	600109.SH	9.12				4.8	13.6	13.1	12.7	1.00	0.95	0.90	NULL	1.6	1.8
第一创业	002797.SZ	6.76				4.0	26.7	27.4	28.1	1.74	1.71	1.62	1.1	1.0	1.2
中银国际	601696.SH	12.67				5.0	31.8	31.0	30.2	1.96	NULL	NULL	NULL	0.5	0.5
西南证券	600369.SH	4.41				4.1	31.8	31.8	NULL	1.14	1.12	1.11	NULL	3.2	3.9
华安证券	600909.SH	6.33				4.2	13.8	13.8	NULL	1.32	NULL	NULL	NULL	NULL	NULL
太平洋证券	601099.SH	4.07				3.9	84.9	84.9	NULL	2.86	NULL	NULL	NULL	NULL	NULL
国海证券	000750.SZ	4.19				3.8	28.3	28.3	NULL	1.21	NULL	NULL	1.0	NULL	NULL
华西证券	002926.SZ	9.45				3.5	16.3	16.3	NULL	1.05	NULL	NULL	0.9	NULL	NULL
山西证券	002500.SZ	5.97				3.0	23.4	23.4	NULL	1.19	NULL	NULL	2.0	NULL	NULL
东北证券	000686.SZ	8.95				3.0	14.3	14.3	NULL	1.10	NULL	NULL	1.9	NULL	NULL
中州证券	601375.SH	4.27				2.4	42.0	42.0	NULL	1.41	NULL	NULL	NULL	NULL	NULL
	601059.SH	17.79				8.2	31.9	31.9	NULL	2.99	NULL	NULL	NULL	NULL	NULL
南京证券	601990.SH	7.99				NaN	24.2	24.2	NULL	1.65	NULL	NULL	NULL	NULL	NULL
	FUTU.O	170.87				16.2	19.1	17.3	15.7	0.85	5.95	4.21	NULL	0.0	0.0
	TIGR.O	9.01				1.6	13.9	10.9	10.7	2.42	2.03	2.05	NULL	0.0	0.0
行业															
建银国际覆盖板块						341	17.3	14.2	13.1	1.10	1.15	1.08	1.9	2.4	2.6
其他						150	15.5	12.7	12.3	1.26	1.17	1.10	2.2	2.7	2.8
A股						191	19.1	15.6	13.9	1.01	1.14	1.06	1.6	2.2	2.4
建银国际覆盖板块						305	18.0	14.9	13.8	1.12	1.19	1.12	1.8	2.3	2.5
其他						122	16.1	13.4	13.1	1.33	1.23	1.16	2.1	2.6	2.7
港股						182	19.5	16.1	14.4	1.02	1.17	1.09	1.6	2.1	2.3
建银国际覆盖板块						36	13.2	9.9	9.2	0.96	0.87	0.81	2.5	3.3	3.4
其他						27	13.1	10.3	9.7	1.01	0.94	0.88	2.4	3.1	3.2
						8	13.7	9.0	8.1	0.82	0.71	0.66	2.6	3.9	4.2

*股价截至 2025 年 12 月 4 日

资料来源：彭博、建银国际证券预测

大健康 – 医药及生物科技

仍看好创新药及高增长型药企

萧智舜, PhD

(852) 3911 8021

jasonsui@ccbintl.com

- ▶ 中国创新药行业持续表现亮眼
- ▶ 美国持续减息利好全球药企及生物科技公司
- ▶ 首选股：信达生物 (1801 HK) 及药明联合 (2268 HK)

中国创新药行业持续表现亮眼。自 2025 年下半年，美国两次减息后，纳斯达克美国生物科技指数中盘股和小盘股的股价年初至今分别上涨了 34% 和 40%。然而，**华夏中国恒生生物科技 ETF (3069 HK, 未评级)** 的股价年初至今上涨了 90%。香港上市的生物科技板块最近也有所下跌，原因包括：(1) 2025 年下半年，中国创新药企向全球生物科技巨头的授权交易(BD)数量普遍减少；和(2) 香港上市主要生物科技板块估值仍然偏高，2025 年预测的市销率已从 2025 年 8 月 12 日的 18.8 倍下调至 2025 年 11 月 13 日的 17.3 倍 (2024 年 12 月 6 日: 8.7 倍)。由于板块股价最近已消化了 2025 年基本医保以及首次推出商保目录带来的利好因素，我们预计香港上市生物科技板块股价将在 2026 年初之前进一步回调。与我们之前预算一样，有 19 个高价药纳入商保，包括 CAR-T 生物药包括复星医药 (2196 HK) 旗下复星凯特、科济药业 (2171 HK)，以及药明巨诺 (2126 HK)。我们预计被纳入医保/商保药品，需要牺牲其售价以换取净销量放量。鉴于(1) 2026 年美国继续减息，对高科技企业的融资环境更加有利，和(2) 首年引入商保体系和现行基本医保的扩容放量将带来销售额的增长，我们认为加上中国创新药行业继续向海外药企业进行 BD 交易，中国创新药行业将继续蓬勃发展。

信达生物和药明联合成为关注焦点。在我们的生物科技板块中，我们非常看好拥有众多可靠和/或高疗效的候选生物药，且已上市药物收入持续强劲增长的生物制药公司。**信达生物 (1801 HK)** 是我们的首选，有三个原因：(1) 2024 年至 2027 年，其产品总收入复合年增长率预计为 41%，这主要得益于其已获批用于减肥的 GCG/GLP-1 双靶点生物药-玛仕度肽以及其他新药销售放量；(2) IBI-363、IBI-343 和 IBI-3001 的良好临床数据；(3) 将于 2026 年底收到从武田制药拿到的 11 亿美元预付款奖励 (由于 IBI-363 的海外授权(BD))。主要的临床研发外包服务商 (CRO) / 研发性合同生产外包服务商(CDMO)相信，即使美国[生物安全法案 2.0] 于 2026 年生效，海外需求仍将保持强劲。鉴于(1) 美国持续减息的前景，对海外制药和生物科技公司的融资环境更加有利；(2) 中国向海外国家授权的高端药品数量(BD)增加，这些国家可能需要更多外包研发服务；(3) 未来将有更多抗体偶联药物 (ADC/XDC) 在全球市场获批上市，我们看好**药明联合 (2268 HK)**。公司在 CRO/CDMO 行业中的每股收益复合年增长率为最高，预计在 2024-2027 年增长率将达到 44%。

对康方生物持谨慎乐观态度。尽管康方生物 (9926 HK) 近期公布了 AK112 联合化疗的 EGFR 突变型非鳞非小细胞肺癌 (NSCLC) (临床试验名称: HARMONi-A) 在中国开展的第三期临床

实验的良好数据，但我们认为康方生物及其美国授权合作伙伴 Summit Therapeutics (SMMT US) 在全球开展的 AK112 治疗肺癌的第三期临床实验仍需更长的随访时间。这确保了上述临床实验的良好总生存期数据，以满足美国 FDA 对临床数据必须具有统计学意义的要求。我们尚未看到康方生物和 Summit 的最终全球实验数据，Summit 计划提交 AK112 联合化疗用于肺癌相关适应症在美国申请上市的时间表不变，预计在 2025 年底前提交。

催化剂：(1) 药品和医疗器械审批时间表加速；和(2) 积极的临床数据及相关新闻。

行业风险：(1) 特朗普的政策导致美国对华政策的不确定性。特朗普可能进一步：(i) 加剧中美在**生物安全法案**问题上的紧张关系；(ii) 实施更严厉的关税政策，这可能导致对中国生物科技和其他医疗产品行业 (例如医疗器械) 的负面情绪；和/或 (iii) 进一步收紧政策，以阻止美国公司或制药商购买中国研发的创新药品全球权益；(2) 医保和商保目录所列出药品以及即将实施带量采购的生物类似药的药价降幅可能超出预期；(3) 在美国或中国进行的临床实验失败；和(4) 全球临床实验的高昂研发成本，这是生物科技公司资金消耗的主要原因。

医药及生物科技领域的首选

我们看好**信达生物 (1801 HK, 优于大市)**，理由如下：(1) 基本面稳健，有望在 2025 年首次实现 IFRS 和非 IFRS 的盈利；(2) 2024-2027 年期间，在玛仕度肽 (一种减肥/脂肪肝药物) 和其他新产品的推动下，预计年复合增长率(CAGR)将达到 41%；(3) IBI-363、IBI-343 和 IBI-3001 的临床数据表现良好；和(4) 将于 2026 年底收到从武田制药拿到的 11 亿美元预付款奖励 (由于 IBI-363 的海外授权(BD))。

我们也看好**药明联合 (2268 HK, 优于大市)**，其优势在于：(1) 美国持续减息，为海外制药企业创造了良好的融资环境；(2) 中国向海外国家授权 (license-out) 的高端药品数量(BD) 增加，这些海外国家可能需要更多外包研发服务；(3) 未来将有更多抗体偶联药物 (ADC/XDC) 在全球市场获批上市；(4) 在 CRO/CDMO 行业中其每股盈利复合年增长率是最高，达到 44% (2024-2027 年预测)，部分原因是毛利率提升，和还处于低基数。

香港和中国上市主要生物科技股比较 (Part 1)

公司	股票代码	建银国际 证券评级†	市值 (百万美元)	3 个月 平均 DTO (百万美元)	市销率 (倍)			股价比 销售 高峰	市账率 (倍)			股价/净现金 (倍)			产品收入 复合年增 长率(%) (2024-27F)
					FY24	FY25F	FY26F		FY24	FY25F	FY26F	FY24	FY25F	FY26F	
香港上市															
中位数					16.3	14.4	11.4	3.2	10.0	7.5	4.8	29.2	17.6	12.9	40
平均					21.1	16.9	12.6	3.3	8.5	9.4	8.9	48.1	(95.8)	10.8	45
信达生物*	1801 HK	优于大市	20,634	188	15.6	11.8	7.4	3.5	10.0	7.5	4.7	27.9	13.5	7.3	41
百济神州	6160 HK	优于大市	39,591	125	9.3	7.4	6.0	2.8	10.6	10.5	9.1	156.5	161.1	187.4	33
荣昌生物	9995 HK	优于大市	6,478	74	25.2	15.7	13.3	2.9	21.7	17.4	17.7	(22.6)	(579.5)	(170.1)	39
康方生物*	9926 HK	优于大市	14,573	158	45.2	31.2	19.3	3.8	13.3	10.6	10.1	30.5	21.7	18.5	66
再鼎医药	9688 HK	未评级	1,987	34	5.7	4.4	3.3	N/A	3.4	3.0	3.3	N/A	N/A	N/A	N/A
君实生物	1877 HK	未评级	3,028	22	17.0	13.1	10.0	N/A	1.8	4.7	4.8	N/A	N/A	N/A	N/A
和黄医药	0013 HK	未评级	2,488	20	3.9	4.2	3.6	N/A	3.3	2.1	2.0	N/A	N/A	N/A	N/A
科伦博泰生物-B	6990 HK	未评级	13,451	40	49.2	48.0	31.1	N/A	10.5	25.6	24.6	N/A	N/A	N/A	N/A
映恩生物	9606 HK	未评级	3,889	65	14.2	17.0	18.8	N/A	-	-	-	N/A	N/A	N/A	N/A
诺诚健华	9969 HK	未评级	3,266	26	26.0	16.0	12.7	N/A	1.5	3.4	3.5	N/A	N/A	N/A	N/A
中国 A 股上市(两地上市)															
百济神州	688235 CH	未评级	62,560	173	14.7	11.7	9.5	4.5	16.8	16.6	14.4	247.3	254.6	296.2	33
荣昌生物	688331 CH	未评级	7,783	101	30.2	18.8	16.0	3.5	26.0	21.0	21.3	(27.1)	(696.2)	(204.3)	39
诺诚健华	688428 CH	未评级	6,045	29	26.0	14.8	11.7	N/A	3.2	6.9	7.1	N/A	N/A	N/A	N/A
君实生物	688180 CH	未评级	4,860	68	17.0	12.9	9.7	N/A	4.6	5.9	5.7	N/A	N/A	N/A	N/A
百利天恒	688506 CH	未评级	21,336	62	25.9	74.8	74.1	N/A	19.8	44.0	59.9	N/A	N/A	N/A	N/A
H 股/A 股折让(溢价)两地上市															
平均 (%)			30	31											

*对于价格与总销售额比，产品收入不包括预付现金奖励

† 建银国际证券评级：优于大市，中性，弱于大市，未评级

注：股价截至 2025 年 12 月 4 日收市

资料来源：Refinitiv Datastream 数据，公司资料，建银国际证券预测

香港和中国上市主要生物科技股比较 (Part 2)

公司	股票代码	建银国际 证券评级†	市值 (百万美元)	市盈率 (倍)			股价表现 (%)				
				FY24	FY25F	FY26F	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月	年初至今
香港上市											
中位数				(30.8)	5.8	39.7	2	(11)	26	86	107
平均				3.9	(126.2)	142.3	1	(11)	26	110	140
信达生物	1801 HK	优于大市	20,634	408.4	82.4	13.9	8	(7)	26	149	156
百济神州	6160 HK	优于大市	39,591	(185.7)	40.5	39.7	9	2	29	63	84
荣昌生物	9995 HK	优于大市	6,478	(30.8)	(651.9)	479.3	(1)	(1)	82	414	523
康方生物*	9926 HK	优于大市	14,573	(178.0)	(107.9)	143.0	11	(16)	52	86	103
再鼎医药	9688 HK	未评级	1,987	N/A	N/A	N/A	(24)	(32)	(42)	(32)	(25)
君实生物	1877 HK	未评级	3,028	N/A	N/A	N/A	(8)	(22)	5	80	107
和黄医药	0013 HK	未评级	2,488	5.4	5.8	35.8	(4)	(12)	5	(18)	(1)
科伦博泰生物－B	6990 HK	未评级	13,451	N/A	N/A	N/A	2	(9)	25	138	175
映恩生物	9606 HK	未评级	3,889	N/A	N/A	N/A	15	1	58	-	-
诺诚健华	9969 HK	未评级	3,266	N/A	N/A	N/A	1	(17)	23	113	136
中国 A 股上市(两地上市)											
百济神州	688235 CH	未评级	62,560	(293.4)	63.9	62.7	3	(9)	18	62	74
荣昌生物	688331 CH	未评级	7,783	(37.0)	(783.3)	575.9	(1)	8	49	157	217
诺诚健华-U	688428 CH	未评级	6,045	N/A	N/A	592.2	2	(10)	1	75	102
君实生物-U	688180 CH	未评级	4,860	N/A	N/A	N/A	(8)	(20)	4	16	31
百利天恒	688506 CH	未评级	21,336	N/A	N/A	N/A	1	(7)	19	55	90

*对于价格与总销售额比，产品收入不包括预付现金奖励

† 建银国际证券评级：优于大市，中性，弱于大市，未评级

注：股价截至 2025 年 12 月 4 日收市

资料来源：Refinitiv Datastream 数据，公司资料，建银国际证券预测

香港上市主要临床研发外包服务商 (CRO) / 研发性合同生产外包服务商(CDMO)比较

公司	股票代码	建银国际 证券评级±	收市价 (LC)*	3 个月平均 DTO (百万美元)	市值 (百万美元)	FY24	FY25F	FY26F	每股盈利复 合年增长率 (%)	PEG (using FY26F P/E)	市账率 (倍)	ROE (%)	股价表现 (%)				
													1 个月	3 个月	6 个月	12 个月	年初至今
香港上市 CRO/CDMO																	
平均						39.3	28.0	22.6	31.7	0.8	2.8	12.5	(8)	(12)	22	73	66
中位数						29.9	23.3	21.2	22.7	0.8	2.0	10.3	(7)	(14)	15	82	74
方达控股	1521 HK	未评级	1.06	0.1	277	72.1	27.2	27.2	74.3	0.4	-	N/A	(6)	(21)	(7)	(19)	(40)
杭州泰格医药	3347 HK	未评级	38.36	13.6	5,713	49.2	24.4	24.6	34.1	0.7	1.3	5.3	(15)	(20)	6	13	25
康龙化成	3759 HK	优于大市	21.68	25.3	6,889	23.0	19.8	15.9	20.5	0.8	2.0	12.7	(14)	1	34	58	54
药明康德	2359 HK	优于大市	102.70	86.4	38,789	28.3	22.2	17.7	25.0	0.7	3.9	21.6	2	(6)	42	101	83
药明生物	2269 HK	优于大市	32.94	173.2	17,190	22.8	20.0	15.9	17.0	0.9	2.3	10.3	(5)	(7)	31	96	88
药明合联	2268 HK	优于大市	68.00	52.2	10,946	67.2	47.8	30.7	44.2	0.7	7.4	25.5	(3)	8	62	143	122
昭衍新药	6127 HK	中性	16.25	14.0	2,735	36.3	40.9	31.5	20.4	1.5	1.3	4.1	(17)	(22)	10	82	74
维亚生物	1873 HK	未评级	2.06	2.6	564	29.9	N/A	N/A	N/A	N/A	-	N/A	(11)	(24)	15	134	140
凯莱英	6821 HK	未评级	77.65	6.0	4,558	24.7	21.5	17.5	18.1	1.0	1.4	7.9	(7)	(14)	6	50	51

注：股价截至 2025 年 12 月 4 日收市

资料来源：Refinitiv Datastream 数据、公司资料，建银国际证券预测

中国 A 股上市主要临床研发外包服务商 (CRO) / 研发性合同生产外包服务商(CDMO)比较

公司	股票代码	建银国际 证券评级±	收市价 (LC)*	3 个月平均 DTO (百万美元)	市值 (百万美元)	FY24	FY25F	FY26F	每股盈利复 合年增长率 (%)	PEG (using FY26F P/E)	市账率 (倍)	ROE (%)	股价表现 (%)				
													1 个月	3 个月	6 个月	12 个月	年初至今
中国 A 股上市 CRO/CDMO																	
平均						100.7	47.3	31.8	(69.4)	1.4	2.6	9.2	(9)	(9)	17	23	30
中位数						35.8	31.1	28.0	18.3	1.2	2.5	7.6	(9)	(10)	14	19	26
药明康德	603259 CH	未评级	89.59	667.4	37,705	27.9	21.8	17.5	25.0	0.7	3.8	21.6	(4)	(12)	38	74	63
杭州泰格医药	300347 CH	未评级	48.88	96.9	5,713	69.0	33.4	31.8	40.1	0.8	1.8	5.6	(18)	(22)	(8)	(23)	(11)
康龙化成	300759 CH	未评级	29.03	149.0	6,889	33.9	28.8	23.6	20.4	1.2	2.9	12.4	(10)	(2)	19	6	13
凯莱英	002821 CH	未评级	90.84	91.7	4,558	31.8	28.7	24.1	15.9	1.5	1.8	7.5	(5)	(11)	(4)	13	19
九州药业	603456 CH	未评级	18.18	89.6	2,289	22.4	17.4	15.8	15.2	1.0	1.7	10.4	(8)	(0)	19	25	33
昭衍新药	603127 CH	中性	27.86	126.8	2,735	81.8	73.3	58.5	22.0	2.7	2.5	4.2	(19)	(10)	44	61	68
药石科技	300725 CH	未评级	37.54	48.4	1,243	37.7	43.9	32.6	16.2	2.0	2.5	7.6	(9)	(12)	4	6	12
博腾控股	300363 CH	中性	23.13	66.5	1,780	N/A	130.9	50.6	(709.7)	N/A	2.2	4.4	(9)	(6)	41	33	47
博济医药	300404 CH	未评级	9.57	15.6	523	501.0	N/A	N/A	N/A	N/A	-	N/A	(5)	(10)	5	6	10
和元生物	688238 CH	未评级	6.95	16.6	639	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.8	N/A	(7)	(7)	9	27	41

注：股价截至 2025 年 12 月 4 日收市

资料来源：Refinitiv Datastream 数据、公司资料，建银国际证券预测

工业制造 — 工程设备

全球化叠加中国复苏

李嵘, CFA

(852) 3911 8270

lirong@ccbintl.com

► 全球化驱动叠加中国复苏

► 估值、分红吸引

► 行业首选：三一重工 (600031 CH)

全球化势头强劲。中国头部的工程机械制造商在国际市场继续高速扩张。我们估算，中联重科与三一重工在 2025 年前三季度的海外收入同比增长 13% - 21%，使海外收入占比升至 50% - 60%。我们观察到，中国企业在欧洲、东南亚、非洲等地市场份额持续提升。随着国产品牌继续加大海外分销、客户服务、研发与产线投入，其全球版图将进一步扩张，并为 2026 年及以后的增长提供支撑。

中国需求逐渐复苏，挖掘机及其他品类年内均实现增长。

挖掘机销量是中国复苏的关键风向标。2025 年 10 月挖掘机销量约 1.8 万台，同比增长 8%；其中内销在高基数上仍增 2%。2025 年初至今，国内累计销量已增长 20%。复苏动力包括：铁路、水利及数据中心等新型基建的公共投资加码，以及通常于销售高峰后 8 - 10 年启动的更新替换周期。随着中美关系与贸易环境趋稳，中国经济将继续回暖，为机械销售复苏提供有利背景。

技术升级提升长期前景。全球工程机械市场正被智能化/AI、新能源机型及更严排放标准共同拉升。搭载物联网的挖掘机、起重机等设备可将实时工况数据上传云端，降低油耗 10% - 15%、减少停机时间 20%，并加快工期。电动挖掘机、装载机全生命周期能耗与维护成本分别下降 40% - 70% 和 30%，在排放严控地区，租赁车队正快速电动化。我们认为数字化、人工智能与新能源革命将带来持续的技术升级与设备需求。

盈利增长更具看点：毛利率扩张+费用管控。我们认为龙头公司的投资逻辑不仅靠行业需求，更关键的是盈利改善：(1) 产品结构升级带动毛利率继续扩张；(2) 销售、管理及研发费率下降。例如，三一 (600031 CH) 与中联 (1157 HK) 近两年 EBIT 与净利率均持续提升。

催化剂：(1) 中国需求全面复苏；(2) 基建/地产投资改善；(3) 毛利率扩张或费用显著缩减；(4) 股东回报提升(提高分红/回购)。

风险：(1) 贸易摩擦升级；(2) 海外需求骤冷；(3) 价格下滑。

工程设备领域的首选

我们看好三一重工 (600031 CH, 优于大市): 竞争地位稳固、海外份额领先、盈利增速快、估值吸引。

工程设备 — 估值一览

			建银国际	股价^	市值	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)		
公司	股票代码	证券评级†	(当地货币)	(百万美元)	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
H 股														
三一国际	631 HK	优于大市	7.87	3,159	9.6	7.6	6.6	1.8	1.7	1.6	3.8	4.1	4.5	
潍柴动力	2338 HK	未评级	19.98	17,469	12.2	10.7	9.6	1.6	1.5	1.4	4.5	5.2	5.8	
中联重科	1157 HK	优于大市	7.90	9,762	12.1	10.2	8.6	1.0	0.9	0.9	5.0	5.8	6.3	
中国龙工	3339 HK	优于大市	3.14	1,638	10.0	8.9	8.0	1.0	1.0	0.9	5.0	5.5	6.2	
中创智领	564 HK	未评级	22.34	4,917	8.6	7.6	6.7	1.5	1.3	1.2	5.5	6.0	N/A	
中国重汽	3808 HK	未评级	30.34	10,243	10.3	9.1	8.2	1.5	1.4	1.2	5.4	6.2	7.0	
平均					10.5	9.0	8.0	1.4	1.3	1.2	4.9	5.5	6.0	
A 股														
三一重工	600031 CH	优于大市	21.30	26,464	20.1	16.1	13.1	2.2	2.0	1.9	2.3	2.9	3.4	
中联重科	000157 CH	未评级	8.64	9,762	14.8	12.3	10.6	1.2	1.1	1.1	4.0	4.5	4.6	
徐工机械	000425 CH	未评级	11.08	17,469	16.2	12.6	10.0	1.9	1.7	1.6	2.3	3.0	3.7	
广西柳工	000528 CH	未评级	12.79	3,553	14.2	10.6	8.2	1.3	1.2	1.1	2.5	3.1	4.1	
山推股份	000680 CH	未评级	10.86	2,236	11.6	9.8	8.3	2.4	2.0	1.6	NA	NA	NA	
中国重汽 (济南)	000951 CH	未评级	17.40	2,827	11.8	10.0	8.7	1.2	1.1	1.1	4.2	4.9	5.5	
中创智领	601717 CH	未评级	24.62	5,892	9.9	9.1	8.1	1.7	1.6	1.5	4.6	5.1	N/A	
平均					14.1	11.5	9.6	1.7	1.5	1.4	3.3	3.9	4.3	

[^] 股价截止至 2025 年 12 月 4 日 (当地货币)

资料来源：彭博；建银国际证券预测

工业制造 — 铁路装备

滚滚向前

李嵘, CFA

(852) 3911 8270

lirong@ccbintl.com

► 客流增长以及路外业务拉动装备需求

► 估值吸引

► 行业首先：时代电气 (3898 HK)、中国中车 (1766 HK)

铁路固定资产投资保持强劲。2025 年 1 – 10 月铁路投资同比增 5.7% 至近 6700 亿元，延续 2021 年以来的上升周期。需求同步释放：全国铁路客运量于 10M25 创历史新高 40 亿人次，较 2024 年同期增 6%。高利用率促使国铁加快车辆采购与路网升级，利好最大机车与动车组供应商中国中车 (1766 HK) 及牵引系统龙头时代电气 (3898 HK)。订单饱满、收入提速，两家公司将成为铁路投资上行周期的核心受益者。

动车组大单密集落地。伴随客流快速增长，国铁年内两次招标共 278 列 350km/h 复兴号 (4 月 68 列、8 月 210 列)，为 2018 年以来最大批次，兼顾新线开通与旧车进入大修周期。同时，450km/h CR450 样车已从福建试验线转赴全国动态考核，采集桥梁、隧道、曲线数据，预计 2026 年商业化。

盈利增速可观。中国中车 2025 半年报收入 1200 亿元、净利 72 亿元，分别增 33% 与 72%，源于动车组交付及大修增加致铁路装备销售增 42%。时代电气收入 120 亿元、净利 16.7 亿元，分别增 17% 与 13%，受益于新造列车牵引系统需求及非铁业务增长。我们预计 2026 年招标继续向好，除动车组外，国铁还将启动更多机车订单以淘汰老旧车型。

适度多元化打开成长空间。中车与时代电气均拓展非铁业务，降低对国铁与城轨依赖。2025 年前三季度，中车“新产业”板块 (风电等) 收入 860 亿元，同比增 7%，占营收三分之一；时代电气“新兴装备”板块收入 84 亿元，同比增 22%，其中电网储能用功率半导体模块增 30%、光伏逆变器增 25%、新能源汽车电驱增 9%。

估值非常吸引。中车 2025 年预测 P/E 仅 10 倍，对应 2026 – 2027 年双位数 EPS 增长；时代电气前瞻 P/E 仅 12 倍。两家公司均通过中期分红、回购、提高派息率强化股东回报。低估值+收入盈利提速+回报上升，将驱动进一步重估。

风险：经济放缓、国铁需求低于预期、利润率不及预期。

铁路装备领域的首选

时代电气 (3898 HK, 优于大市)：铁路投资加码与存量维修需求浪潮的核心受益者，新兴业务 (半导体等) 放量将打开更大成长空间。

中国中车 (1766 HK, 优于大市)：全球最大轨交车辆制造商，将受益铁路投资上行，并有望逐步提高分红比例。

铁路装备 – 估值一览

		建银国际	股价^	市值	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)		
公司	股票代码	证券评级†	(当地货币)	(百万美元)	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
H 股													
中国中车	1766 HK	优于大市	6.1	22,418	10.6	10.1	9.4	0.9	0.9	0.8	4.5	4.9	5.3
时代电气	3898 HK	优于大市	38.8	6,755	11.9	10.5	9.3	1.1	1.0	0.9	2.9	3.3	3.6
中国通号	3969 HK	优于大市	3.51	4,789	8.9	7.9	7.2	0.7	0.7	0.7	5.3	5.3	5.3
平均					10.5	9.5	8.6	0.9	0.9	0.8	4.3	4.5	4.7
A 股													
中国中车	601766 CH	未评级	7.11	28,514	13.6	12.9	12.1	1.2	1.1	1.1	3.5	3.8	4.1
时代电气	688187 CH	未评级	49.59	9,482	16.7	14.7	13.1	1.5	1.4	1.3	2.1	2.3	2.6
中国通号	688009 CH	未评级	5.30	7,865	14.7	13.1	11.9	1.2	1.1	1.1	3.2	3.2	3.2
平均					15.0	13.6	12.4	1.3	1.2	1.1	2.9	3.1	3.3

[^] 股价截止至 2025 年 12 月 4 日 (当地货币)

资料来源: 彭博; 建银国际证券预测

科技 - 电子硬件

存储超级周期降低终端需求能见度

苏林, CFA

(852) 3911 8023
clintsu@ccbintl.com

曲克

(852) 3911 8257
quke@ccbintl.com

- 智能手机和个人电脑需求受存储市场影响，能见度低
- 折叠屏和边缘 AI 话题热度不减；智能眼镜备受瞩目
- 首选：蓝思科技 (300433 CH/6613 HK)、比亚迪电子 (285 HK)

智能手机市场疲软。2025 年第三季度，全球智能手机出货量同比增长 3%，连续第九个季度实现同比增长，这主要得益于新款 iPhone 的需求、健康的库存水平以及可折叠屏幕和边缘 AI 等新功能的推出。受旺季效应的影响，第三季度智能手机出货量环比增长 9%。目前智能手机市场已趋于稳定。考虑到 iPhone 需求良好，以及第四季度的多项购物活动，我们预计 2025 年第四季度全球智能手机出货量将略微环比增长，从而推动 2025 年全年实现约 1% 的同比增长。2026 年，由于内存价格持续上涨，我们预计智能手机出货量将出现个位数百分比的下降，因为厂商可能会因成本上升和内存供应短缺而提高设备价格，不过可折叠手机和 AI 设备推动了换代，可能会在一定程度上缓解这一影响。尽管 AI 手机的普及率尚未达到显著水平，但我们预计随着边缘计算能力的提升，其普及率将会增长。在中国硬件领域，我们更看好蓝思科技 (300433 CH/6613 HK)，其有望成为 iPhone 结构件升级以及新型折叠设备的主要受益者；我们也看好比亚迪电子 (285 HK)，预计其在 2026 年将受益于苹果供应链市场份额的增长以及新产品的推出。此外我们也看好瑞声科技 (2018 HK) 在安卓市场取得的进展以及其光学业务的复苏。

2025 年个人电脑和平板电脑市场将表现强劲；2026 年预计增长将基本持平。2025 年第三季度，全球传统个人电脑出货量同比增长 9%，环比增长 11%。个人电脑市场强劲反弹，主要受以下两方面因素推动：(1) Windows 10 停止服务及向 Windows 11 过渡带来的商业需求；(2) 人工智能设备推动了设备更新换代的需求。截至 2025 年第三季度，尽管促销活动前库存有所增加，但渠道库存依然保持相对健康。价格下行压力 (由激烈的市场竞争和零部件成本上涨造成) 主要被高端和人工智能个人电脑的升级需求所缓解。我们预计 2025 年第四季度将继续保持同比增长，增幅为 3%，这将使 2025 年全年同比增长率将达到 6%。展望 2026 年，我们预计 PC 出货量将实现个位数百分比的同比增长，主要得益于 Windows 11 系统的持续普及和 AI PC 渗透率的提升，但部分增长将被内存市场的负面影响所抵消。与此同时，平板电脑市场本季度同比下降 4%，结束了自 2024 年第一季度以来连续六个季度的反弹势头。但我们预计，在假日销售的推动下，平板电脑市场将出现小幅环比回升，并在 2025 年实现强劲的 15% 左右的同比增长。

智能眼镜备受瞩目；汽车电子产品市场趋于稳定。我们预计，作为下一代人机交互设备的智能眼镜将在 2026 年迎来又一个快速增长年，并且可能在未来几年内保持这一增长势头。尽管今年推出了多款智能眼镜，但我们认为只有少数型号具备显示功能，而

显示功能是智能眼镜普及的关键因素。目前，近眼显示器仍受到技术复杂性、电池续航时间和隐私等问题的制约，但像舜宇光学这样的领先光学解决方案提供商已经取得了进展。另一方面，虚拟现实 (VR) 技术则受到重量、计算能力、电池续航时间和生态系统等因素的制约。新产品发布数量有限。因此，我们预计 2025-2026 年 VR 市场将较为疲软。自 2024 年第四季度以来，得益于渠道库存健康以及国内电动汽车的强劲销售，汽车电子产品市场一直在缓慢复苏。我们预计，2026 年汽车和工业电子市场将继续保持温和增长。在智能手机供应链参与者中，全球领先的镜头和摄像头模组供应商舜宇光学 (2382 HK) 拥有多款集成 VR/AR 功能的镜头套装和摄像头模组；蓝思科技的智能眼镜组件解决方案也实现了强劲增长。此外，瑞声是 VR 控制器中扬声器、镜头以及触觉反馈的主要供应商之一。

电信行业疲软的局面将持续到 2026 年上半年；光模块面临诸多不确定性。中国电信基础设施投资增速放缓，尤其是无线网络投资，这给电信设备供应商带来了销售和盈利的双重压力 (运营商业务通常利润率更高)。我们预计下一轮大规模网络投资要到 2026 年下半年才会出现进一步增长。生成式人工智能催生了对光模块的巨大需求，而中国本土厂商在该市场占据主导地位。然而，随着板载光解决方案的出现以及 CPO 技术的日趋成熟并被证实具有更高的性能，我们认为光模块供应商面临的不确定性将日益增加，尤其是那些不具备光器件和芯片制造能力的厂商。

风险。(1) 智能手机和个人电脑市场增速放缓；(2) PC 更换周期进一步推迟；(3) 智能眼镜的普及程度低于预期；(4) 汽车和工业领域疲软。

科技行业 - 电子硬件领域的首选

我们看好**蓝思科技 (300433 CH/6613 HK, 优于大市)**，因为它它是 iPhone 和新款折叠屏设备结构部件升级的主要受益者。

我们看好**比亚迪电子 (285 HK, 优于大市)**，预计该公司今年将受益于苹果供应链市场份额的增长以及各种新产品的推出而表现强劲。

我们还看好**瑞声科技 (2018 HK, 优于大市)**，因它在安卓市场份额的增长以及光学技术的进步。

中国智能手机供应链估值比较

		建银国际	股价*	市值	每股收益增长		市盈率		市净率		股息收益率
		证券评级 [‡]	(本币)	(百万美元)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	(%)
公司名称	股票代码										2025F
手机品牌厂											
小米集团	1810 HK	优于大市	41.98	140,514	50.8	(15.8)	23.7	28.2	4.2	3.7	0.0
中兴通讯 – H	763 HK	优于大市	32.72	27,490	(33.3)	25.8	25.3	20.1	1.9	1.8	1.4
中兴通讯 – A	000063 CH	优于大市	42.92	27,648	(33.3)	25.8	36.5	29.0	2.7	2.6	1.0
联想集团	992 HK	优于大市	9.91	15,796	1.7	(1.1)	11.8	11.9	2.1	1.8	3.5
传音控股	688036 CH	未评级	68.70	11,186	(34.1)	39.8	21.6	15.5	3.6	3.2	2.2
均值 – 手机品牌厂							23.8	20.9	2.9	2.6	1.6
手机零部件											
联发科	2454 TT	未评级	1,405.00	71,922	0.7	8.1	21.2	19.6	5.5	5.2	4.1
立讯精密	002475 CH	优于大市	59.63	61,427	24.2	22.0	26.0	21.3	5.1	4.2	0.4
大立光	3008 TT	未评级	2,160.00	9,201	(9.9)	15.6	13.6	11.7	1.5	1.4	4.0
歌尔股份	002241 CH	中性	30.26	15,176	24.0	25.8	31.8	25.0	2.9	2.7	1.0
Lingyi iTech	002600 CH	未评级	14.74	15,232	22.8	42.3	42.7	30.0	4.6	4.0	0.3
舜宇光学	2382 HK	优于大市	67.80	9,538	19.4	15.4	19.1	16.5	2.3	2.0	0.9
蓝思科技 - A	300433 CH	优于大市	28.32	20,935	34.0	18.1	28.8	24.4	2.7	2.5	1.3
蓝思科技 - H	6613 HK	优于大市	25.20	20,935	34.0	18.1	23.4	19.8	2.2	2.0	1.7
光宝科技	2301 TT	未评级	162.00	11,978	25.7	26.9	23.6	18.6	4.0	3.7	3.2
比亚迪电子	285 HK	优于大市	35.16	10,180	(2.7)	28.3	16.9	13.2	2.2	1.9	1.6
可成	2474 TT	未评级	202.00	4,021	(39.1)	25.2	18.1	14.5	0.8	0.8	5.7
欧菲科技	002456 CH	未评级	11.14	5,285	(78.5)	400.0	484.3	96.9	7.6	6.7	0.0
Crystal-Optech	002273 CH	未评级	24.31	4,782	14.2	22.2	27.8	22.8	3.4	3.1	1.7
东山精密	002384 CH	优于大市	69.30	17,953	37.1	103.7	39.3	26.5	5.2	4.9	0.3
鸿准精密	2354 TT	未评级	66.30	2,993	(11.1)	35.0	25.8	19.1	0.6	0.6	2.1
瑞声科技	2018 HK	优于大市	38.90	5,848	32.8	14.7	15.9	13.9	1.5	1.4	0.8
信维通信	300136 CH	未评级	31.22	4,271	5.0	15.1	40.0	34.8	3.7	3.4	0.2
长盈精密	300115 CH	未评级	40.22	7,742	(4.6)	41.1	78.4	55.6	6.4	4.5	0.2
高伟电子	1415 HK	未评级	29.80	3,324	78.7	28.0	17.6	13.7	4.8	3.6	0.0
玉晶光	3406 TT	未评级	446.00	1,605	(20.5)	13.8	14.1	12.4	1.9	1.7	3.2
鸿腾精密	6088 HK	未评级	5.02	4,711	8.3	61.5	24.8	15.4	1.8	1.6	0.8
美律电器	2439 TT	未评级	101.50	822	(31.4)	38.1	18.1	13.1	1.4	1.4	4.8
富智康集团	2038 HK	未评级	20.32	2,041	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
丘钛科技	1478 HK	中性	9.43	1,441	104.9	(9.7)	17.5	19.4	1.8	1.7	0.6
TPK 集团	3673 TT	未评级	41.80	543	N/A	7.1	19.8	18.5	0.4	0.4	N/A
Tongda Group	2951 HK	未评级	4.52	113	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
均值 – 手机零部件							45.4	24.0	3.1	2.7	1.7
国内 PCB 厂商											
欣兴电子	3037 TT	未评级	198.50	9,785	(25.2)	165.3	58.3	22.0	3.2	2.8	0.7
沪电股份	002463 CH	未评级	70.77	19,256	45.9	39.3	36.3	26.1	9.4	7.4	0.8
生益科技	600183 CH	未评级	57.20	19,653	83.7	46.9	40.8	27.8	8.1	6.8	1.5
深南电路	002916 CH	优于大市	195.30	18,418	24.1	19.3	43.0	36.0	6.2	5.5	0.8
景旺电子	603228 CH	未评级	62.53	8,710	16.1	41.9	40.4	28.5	4.7	4.2	0.8
臻鼎科技	4958 TT	未评级	145.50	4,915	(7.6)	43.1	16.7	11.7	1.3	1.2	3.1
均值 – 国内 PCB 厂商							39.3	25.3	5.5	4.7	1.3

[‡] 建银国际证券评级: 优于大市、中性、弱于大市、未评级

* 股价截至 2025 年 12 月 4 日(本币)

** 联想集团财年于三月结束, 2024/25 日历年对应其 25/26 财年

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

科技 - 互联网

精选 AI 赋能龙头标的

陈咏娴, CFA

(852) 3911 8271

cathychan@ccbintl.com

陈逸诗

(852) 3911 8015

elenachen@ccbintl.com

- ▶ AI 赋能云、广告、游戏三大赛道，打开增长新空间
- ▶ 竞争格局趋缓推动盈利修复
- ▶ 首选股：阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK)、网易 (NTES US)、拼多多 (PDD US)

尽管细分赛道表现分化，AI 仍是 2026 年行业核心主线。我们对互联网行业持乐观态度，随着 AI 赋能的财务收益逐步兑现，相关企业估值有望持续得到市场重估，但不同细分赛道的收益弹性存在差异（云服务>AI 升级广告>游戏>在线娱乐）。对于交易平台类企业，服务型、体验式消费增长将持续跑赢实物商品消费；不过，外卖、即时零售行业竞争企稳的确定性仍较低，因此我们对交易平台的偏好排序为：在线旅游>电商>本地生活。

云服务是 AI 资本开支上行周期的核心先行受益者。技术迭代显著降低 AI 规模化落地门槛，AI 智能体、多模态生成等复杂应用加速落地，直接驱动算力需求激增。我们预计，AI 后训练或推理需求将持续爆发式增长，Token 使用量每数月实现翻倍增长，为云服务提供商奠定强劲的收入增长基础。国内云服务厂商在推理、训练自研芯片领域取得重大突破，有望降低对海外芯片的依赖，同时推理成本进一步下降将强化云行业 AI 资本开支向上周期的叙事逻辑。

AI 驱动广告商业化落地成效凸显。腾讯、快手、哔哩哔哩等头部互联网企业均披露，AI 赋能的广告技术通过优化受众精准触达与营销转化效率，已推动广告业务收入加速增长。同时，百度已通过数字人及 AI 智能体实现 AI 原生广告商业变现。我们认为，广告技术持续升级将不断提升广告变现效率，具备 AI 技术能力的头部互联网平台有望实现稳健的广告业务增长。

游戏行业龙头竞争壁垒稳固。我们预计，行业整体增长将受益于三大核心因素：《王者荣耀》《梦幻西游》等经典常青款游戏持续焕新、《三角洲行动》等新晋上线产品表现强劲，以及《王者荣耀世界》《无限大》等潜在爆款的储备上线。长期来看，腾讯、网易等龙头企业凭借更成熟的 AI 应用能力，能够缩短游戏研发周期、提升研发效率，进一步巩固行业领先地位。其他在线娱乐领域亦将受益于 AI 驱动的内容生产红利，但与此同时，AI 工具或降低行业准入门槛，进而引发更激烈的市场竞争。

本地生活盈利修复取决于竞争格局演化，在线旅游韧性凸显。自 2025 年 5 月起，外卖行业竞争加剧，美团、阿里巴巴、京东三大参与者均面临单位经济 (UE) 承压为负的局面。目前三者市场份额已趋于稳定 (约 50%-55%、35%-40%、8%)，我们预计外卖业务亏损已在 2025 年第三季度触顶，后续将逐步收窄，但修复节奏仍受制于动态竞争态势。此外，阿里巴巴拟切入到店业务领域和抖音近期加大补贴力度，可能给现有本地生活运营商带来盈利端

压力。在线旅游板块受益于稳健的旅游需求与较高的供应链搭建壁垒，竞争格局将保持相对稳定，同时我们认为近期日本旅游预警对行业的冲击整体可控。

电商板块，两大关键事件值得重点关注。其一，阿里巴巴与京东加码外卖业务的战略布局已初见成效，成功带动其核心电商平台流量回暖，后续需重点跟踪高频消费 (如外卖) 与低频非餐饮消费的交叉引流与销售协同效应。我们认为，即时零售最终有望占据电商市场 10% 的份额，具备传统 B2C 电商、即时零售及线下零售全渠道布局的企业，更能把握这一消费行为变迁趋势。其二，以旧换新政策的潜在扩容落地，也将是行业核心监测事件。

AI 赋能增长叠加竞争格局缓和，驱动行业盈利修复。对于覆盖的互联网企业，我们预计 2026F 营收/经营利润/净利润增速分别为 8%/30%/21%，较 2025 年的 9%/-17%/-12% 实现显著改善。尽管 AI 相关资本开支有所增加，但多数互联网企业资产负债表与现金流稳健，足以支撑股东回报计划。当前行业 2026F 预测调整后市盈率 (P/E) 为 16.0 倍，市销率 (P/S) 为 2.8 倍，较行业长期均值高出 0.7/0.2 个标准差，估值处于合理区间。

股价催化剂：(1) AI 技术突破及商业化落地进度超预期；(2) 行业竞争进一步缓和；(3) 潜在消费刺激政策出台。

主要风险：(1) 行业竞争再度加剧；(2) 地缘政治冲突升级；(3) AI 相关投资过度或商业化落地不及预期；(4) 海外扩张进程遭遇阻碍。

中国互联网领域的首选

我们看好阿里巴巴 (BABA US, 优于大市) 因其 ToB 端 AI 领域具备显著领先优势，且具备向 ToC 端场景延伸的潜力。核心商业板块经营基本面企稳，股东回报机制与 AI 战略投资平衡有序。我们看好腾讯 (700 HK, 优于大市) 游戏业务增长可预见性高，广告业务具备持续创造阿尔法的能力。依托微信独特生态壁垒，ToC 端 AI 应用场景丰富，存在较大增长弹性。我们看好网易 (NTES US, 优于大市) 游戏业务基本面稳健，产品矩阵迭代能力突出，海外市场拓展成效显著，具备较强防御属性。拼多多 (PDD US, 优于大市) 是我们的首选高贝塔标的，因其相对落后估值，具备较大修复空间；旗下 Temu 海外业务潜在增长空间。

中国互联网行业估值表

建银国际证券			股价*	市值	每股盈利增长 (%)			市盈率 (倍)			市销率 (倍)		
公司	股票代码	评级	(当地货币)	(百万美元)	CY24	CY25F	CY26F	CY24	CY25F	CY26F	CY24	CY25F	CY26F
电子商务													
阿里巴巴	BABA US	优于大市	157.44	375,671	5.1	(31.8)	43.1	17.4	25.2	17.3	2.8	2.6	2.3
阿里巴巴	9988 HK	优于大市	154.40	375,671	5.1	(31.8)	43.1	17.6	25.5	17.5	2.8	2.6	2.3
京东	JD US	优于大市	29.74	47,554	40.1	(38.1)	35.5	6.9	11.1	8.0	0.6	0.5	0.5
京东	9618 HK	优于大市	116.10	47,554	40.1	(38.1)	35.5	6.9	11.2	8.0	0.6	0.5	0.5
拼多多	PDD US	优于大市	116.82	165,843	77.8	(9.5)	18.1	10.2	11.3	9.4	3.2	2.9	2.5
唯品会	VIPS US	中性	19.92	9,821	(0.9)	2.2	6.4	8.6	8.4	7.7	0.7	0.7	0.6
平均					27.9	(24.5)	30.3	11.3	15.4	11.3	1.8	1.6	1.5
O2O													
美团	3690 HK	优于大市	98.10	77,040	90.5	N/A	N/A	12.9	N/A	87.2	1.7	1.5	1.3
贝壳	BEKE US	优于大市	16.80	19,469	(26.1)	(22.2)	35.7	19.8	25.5	18.8	1.5	1.5	1.4
贝壳	2423 HK	优于大市	43.22	19,469	(26.1)	(22.2)	35.7	19.7	25.4	18.7	1.5	0.5	0.4
携程	TCOM US	优于大市	71.12	46,665	35.0	74.3	(36.2)	19.5	11.2	17.0	6.6	5.8	5.0
携程	9961 HK	优于大市	556.00	46,665	35.0	74.3	(36.2)	19.6	11.3	17.2	6.6	5.8	5.0
看准	BZ US	未评级	21.07	10,102	24.7	30.5	13.0	25.0	19.2	16.9	4.6	4.3	3.8
满帮	YMM US	未评级	11.27	11,787	42.8	21.4	12.2	21.3	17.6	15.6	7.4	6.7	6.2
同程旅行	9961 HK	优于大市	22.66	6,840	44.5	19.3	15.3	17.2	14.4	12.2	2.8	2.5	2.2
平均					27.5	25.1	5.6	19.4	17.8	25.5	4.1	3.6	3.2
移动互联网													
百度	BIDU US	优于大市	118.72	40,812	(6.0)	(30.8)	17.3	11.1	16.0	13.3	2.2	2.3	2.1
百度	9888 HK	优于大市	115.80	40,812	(6.0)	(30.8)	17.3	11.1	16.1	13.4	2.3	2.3	2.1
快手	1024 HK	优于大市	67.50	37,540	73.9	16.9	17.4	15.5	13.2	11.0	2.2	1.9	1.7
哔哩哔哩	BILI US	优于大市	25.70	10,642	N/A	34.0	26.7	N/A	32.7	24.4	2.9	2.7	2.5
哔哩哔哩	9626 HK	优于大市	202.60	10,642	N/A	34.0	26.7	N/A	33.2	24.8	2.9	2.8	2.5
腾讯音乐	TME US	优于大市	18.72	28,715	31.0	26.3	11.7	27.5	21.7	18.9	7.4	6.4	5.5
腾讯音乐	1698 HK	优于大市	72.15	28,715	31.0	26.3	11.7	27.2	21.5	18.7	7.3	6.3	5.5
芒果超媒	300413 CH	优于大市	23.93	6,338	(3.0)	(17.6)	31.9	27.2	33.0	25.1	3.2	3.4	3.1
微博	WB US	中性	10.28	2,529	(3.9)	(11.2)	6.5	5.7	6.4	6.0	1.4	1.4	1.4
微博	9898 HK	中性	80.90	2,529	(3.9)	(11.2)	6.5	5.8	6.5	6.1	1.4	1.4	1.4
阅文	772 HK	未评级	35.80	4,699	41.8	20.0	11.6	29.0	24.2	21.7	4.1	4.4	4.1
爱奇艺	IQ US	中性	2.04	1,964	(47.4)	(86.2)	454.5	9.4	68.3	12.3	0.5	0.5	0.5
平均					10.8	(2.5)	53.3	17.0	24.4	16.3	3.1	3.0	2.7
线上游戏													
腾讯	700 HK	优于大市	612.00	719,163	43.7	18.4	13.6	23.9	20.1	17.3	8.1	7.0	6.2
网易	NTES US	优于大市	139.74	88,483	3.4	17.8	6.2	19.4	16.5	15.1	6.2	5.7	5.2
网易	9999 HK	优于大市	217.20	88,483	3.4	17.8	6.2	19.5	16.5	15.1	6.2	5.7	5.2
三七互娱	002555 CH	未评级	19.97	6,254	0.8	15.4	6.4	16.5	14.3	13.4	2.5	2.5	2.3
世纪华通	002602 CH	未评级	17.31	18,203	141.8	330.6	54.4	101.8	23.6	15.3	5.5	3.4	2.7
金山软件	3888 HK	优于大市	28.18	5,071	147.1	22.1	20.4	21.0	16.9	13.6	3.4	2.9	2.5
完美世界	002624 CH	未评级	14.08	3,867	N/A	N/A	95.7	N/A	33.9	17.3	4.8	3.9	3.0
吉比特	603444 CH	未评级	433.01	4,416	(15.9)	64.6	13.2	32.9	20.0	17.7	8.4	5.5	5.0
巨人网络	002558 CH	未评级	39.55	10,833	32.2	49.4	69.1	50.7	33.9	20.1	24.7	14.7	9.9
心动公司	2400 HK	未评级	66.40	4,223	N/A	94.6	14.2	35.7	18.4	16.1	5.8	4.6	4.1
网龙	777 HK	优于大市	11.13	752	7.0	22.9	22.9	5.1	4.1	3.7	0.8	0.8	0.7
平均					40.4	65.3	29.3	32.7	19.8	15.0	6.9	5.2	4.3

* 股价为 2025 年 12 月 4 日收盘价；阿里巴巴 3 月 31 日财年年末，我们用 23 财年的预测值表示 22 年，用 24 财年的预测值表示 23 年，用 25 财年的预测值表示 24 年
来源: Datastream, Refinitive, 建银国际证券

科技 - 半导体

2026 持续增长势头

苏林, CFA

(852) 3911 8023

clintsu@ccbintl.com

曲克

(852) 3911 8257

quke@ccbintl.com

- 下游表现分化；智能手机和个人电脑能见度收存储市场影响；汽车和工业继续恢复
- 晶圆代工产能利用率基本稳定；平均售价改善；设备供应商稳健
- 首选：中芯国际-H (981 HK)、北方华创 (002371 CH)

全球半导体市场增长依然强劲；预计 2026 年将继续保持增长势头。据 WSTS 预测，2025 年 9 月全球半导体销售额同比增长 28%，这是自 2023 年 9 月以来连续第 25 个月实现同比增长。下游应用领域表现不一：智能手机和个人电脑应用需求强劲，工业和汽车应用持续稳步复苏，而消费电子领域则出现疲软迹象。通信领域由于电信基础设施投资减少而表现疲软，但计算能力投资推动的网络和数据通信增长部分抵消了这一影响。成熟制程尤其是 8 英寸芯片和功率器件，仍然存在产能过剩问题。然而，更健康的库存水平和供应链本地化改善了工业和汽车领域的需求，从而使价格触底反弹。这两个市场对功率器件、模拟集成电路和微控制器的影响尤为显著。根据世界半导体行业协会 (WSTS) 的最新预测显示，2025 年全球半导体市场规模将同比增长 22%，达到 7,720 亿美元；2026 年将同比增长 26%，达到 9750 亿美元。集成电路 (IC) 市场也呈现同样的周期性增长模式，预计将占整个半导体市场的 87%。

智能手机和消费电子产品市场前景不明朗；汽车和工业领域正在复苏。个人电脑和智能手机是两大市场细分领域，预计在 2025 年将实现良好增长。智能手机芯片厂商在 2025 年第一季度至第三季度普遍表现稳定。展望 2026 年，内存价格飙升将使市场前景更加不明朗，我们预计智能手机和消费电子产品市场将因需求受到负面影响而出现小幅下滑。汽车和工业领域的需求也出现复苏，这得益于库存状况的改善以及中国电动汽车销量的良好增长。产能过剩对价格构成压力，但我们预计汽车和工业相关产品的整体价格不会进一步恶化。我们预计，在 2026 年，受电气化和智能化驱动，汽车行业的需求将保持良好的增长势头，而这股潮流也将在未来几十年内持续推动半导体产品的发展。

模拟和 MCU 市场呈现复苏迹象；功率器件价格承压。由于大部分应用集中在工业和汽车领域，功率器件、模拟和 MCU 市场在今年均有所复苏。根据我们的渠道调查，MCU、模拟和功率器件的交货时间和价格基本保持稳定，部分产品甚至出现上升。受供应链本地化推动，国产模拟和功率器件的需求正在复苏，但由于行业竞争激烈，其价格持续承压。微控制器在汽车和消费电子领域的需求不断增长。由于供应增长而需求放缓，供应过剩问题持续困扰着整个行业，尤其是 IGBT 和超结 MOSFET 等高压产品。碳化硅 (SiC) 芯片和器件的供需目前较为平衡，但由于良率和价格问题，需求依然疲软。展望 2026 年，我们预计在持续推进本地化的推动下，微控制器和模拟电路产品将出现更显著的复苏，而功率器件的价格压力将从 2026 年下半年开始缓解。。

晶圆代工厂产能利用率基本保持稳定；平均售价 (ASP) 有望上涨；国内设备供应商表现稳健。主要晶圆代工厂的产能利用率在 2025 年第一季度至第三季度持续提升，其中台积电、中芯国际和华虹的产能均已满负荷运转。大多数晶圆代工厂对 22/28/40nm 工艺的需求强劲，尤其是物联网 SoC 和驱动芯片。大多数晶圆代工厂的平均售价在 2025 年第二季度至第三季度有所改善，主要得益于部分平台 (例如嵌入式和独立存储器) 产能短缺导致的价格调整，以及产品组合的优化。预计 2025 年第四季度，由于淡季到来，大多数晶圆代工厂的产能利用率将有所下降，而 2026 年全年产能利用率预计将保持稳定或略有上升。半导体生产设备 (SPE) 供应商在 2025 年第一季度至第三季度普遍实现了强劲的营收增长和良好的盈利能力，且手头订单充足，足以支撑未来几个季度的增长。与此同时，美国出口限制持续收紧，这为北方华创和中微公司等国内企业创造了机遇。我们预计，2025 年全球 SPE 市场将增长约 10%，2026 年将实现接近两位数的增长。

风险。(1) 智能手机和消费市场下滑；(2) 汽车和工业市场复苏速度低于预期；以及 (3) 产能过剩加剧。

半导体领域的首选

我们看好**中芯国际-H (981 HK, 优于大市)**，因其是国内最先进的晶圆代工供应商，产能持续扩张，专业技术能力不断提升，且客户需求强劲。

我们看好**兆易创新 (601986 CH, 优于大市)**，因其为中国领先的利基存储器产品供应商，正受益于存储器市场的超级周期

我们还看好**北方华创 (002371 CH, 优于大市)**，因其为国内产品线最齐全、设备研发能力最强的设备供应商。

中国半导体供应链估值比较

					每股收益增长 (%)		市盈率 (倍)		市净率 (倍)		股息收益率 (%)
公司名称	股票代码	建银国际 证券评级 [‡]	股价* (本币)	市值 (百万美元)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F
晶圆代工厂											
台积电	2330 TT	未评级	1,445.00	1,195,944	42.6	17.8	22.6	19.2	7.0	5.6	1.4
中芯国际－H	981 HK	优于大市	69.80	86,092	27.9	25.3	113.3	90.4	3.4	3.2	0.0
中芯国际－A	688981 CH	中性	114.73	86,092	7.8	43.1	204.6	163.3	6.1	5.8	0.0
联华电子	2303 TT	未评级	48.00	19,235	(18.0)	7.0	14.4	13.5	1.6	1.6	5.2
世界先进	5347 TT	未评级	91.30	5,441	6.6	5.7	21.0	19.9	2.5	2.5	4.8
华虹半导体－H	1347 HK	中性	76.25	19,412	26.5	94.5	228.8	117.7	2.7	2.7	0.1
华虹半导体－A	688347 CH	中性	111.84	19,412	26.5	94.5	368.8	189.6	4.3	4.3	0.0
晶合集成	688249 CH	未评级	30.63	8,698	68.7	39.5	72.1	51.7	2.9	2.7	0.6
稳懋半导体	3105 TT	未评级	144.00	1,948	(3.6)	45.6	58.8	40.4	1.7	1.6	0.9
均值－晶圆代工厂							122.7	78.4	3.6	3.3	1.4
芯片设计											
联发科	2454 TT	未评级	1,405.00	71,922	0.7	8.1	21.2	19.6	5.5	5.2	4.1
韦尔股份	603501 CH	优于大市	119.50	20,442	30.3	29.2	33.1	25.6	5.2	4.4	0.3
紫光国威	002049 CH	未评级	76.41	9,182	33.9	30.5	37.7	28.9	4.7	4.1	0.3
兆易创新	603986 CH	优于大市	210.41	19,876	45.8	29.9	87.2	67.1	7.9	7.1	0.2
斯达半导	603290 CH	优于大市	99.20	3,360	38.2	0.0	26.4	0.0	3.1	0.0	1.1
卓胜微	300782 CH	中性	69.18	5,234	n.a.	n.a.	308.8	54.4	3.7	3.5	0.0
澜起科技	688008 CH	未评级	119.70	19,388	62.4	40.2	61.1	43.6	10.5	8.8	0.6
圣邦股份	300661 CH	优于大市	65.46	5,723	2.4	67.2	79.0	47.2	8.0	7.2	0.7
联咏	3034 TT	未评级	384.50	7,467	(20.1)	7.2	14.7	13.7	3.6	3.4	6.1
瑞昱	2379 TT	未评级	533.00	8,724	1.2	12.2	17.9	16.0	5.4	5.0	4.6
晶晨半导体	688099 CH	未评级	91.51	5,451	28.2	34.3	36.8	27.4	5.2	4.4	0.0
均值－芯片设计							65.8	31.2	5.7	4.8	1.6
IDM											
三安光电	600703 CH	未评级	13.23	9,336	(43.1)	131.6	139.3	60.1	1.7	1.7	0.3
闻泰科技	600745 CH	优于大市	38.54	6,785	97.7	66.1	26.9	16.2	1.3	1.2	0.0
华润微	688396 CH	未评级	54.25	10,186	8.0	41.5	79.0	55.8	3.0	2.9	0.1
士兰微	600460 CH	中性	27.98	6,586	N/A	134.8	100.2	42.7	3.7	3.4	0.1
硅力杰	6415 TT	未评级	215.00	2,665	4.0	47.9	34.4	23.3	2.3	2.1	1.4
南亚科	2408 TT	未评级	151.00	14,933	N/A	N/A	N/A	13.7	2.9	2.3	0.0
华邦电	2344 TT	未评级	57.80	8,301	N/A	N/A	N/A	13.7	2.6	2.2	0.2
景硕	3189 TT	未评级	148.00	2,158	131.7	98.0	41.4	20.9	2.0	1.9	1.1
均值－IDM							70.2	30.8	2.4	2.2	0.4
外包封测代工											
日月光	3711 TT	未评级	228.00	32,280	18.4	51.0	26.1	17.3	3.1	2.8	2.4
长电科技	600584 CH	未评级	36.99	9,362	(3.5)	41.4	38.9	27.5	2.3	2.1	0.4
华天科技	002185 CH	未评级	11.12	5,079	69.4	33.0	38.6	29.0	2.1	1.9	0.5
通富微电	002156 CH	未评级	36.75	7,888	41.0	27.3	46.1	36.2	3.5	3.2	0.2
力成科技	6239 TT	未评级	156.00	3,780	(22.3)	45.2	21.6	14.9	2.0	1.9	3.2
均值－外包封测							34.3	25.0	2.6	2.4	1.3
半导体设备商											
北方华创	002371 CH	优于大市	449.79	46,066	28.7	24.0	44.7	36.0	8.5	7.0	0.3
中微公司	688012 CH	优于大市	270.45	23,952	1.0	28.5	103.0	80.2	8.0	7.3	0.1
拓荆科技	688072 CH	未评级	305.29	12,141	57.7	55.4	83.4	53.7	13.7	11.0	0.1
ASMPT	522 HK	优于大市	78.05	4,177	(82.9)	1,064.1	549.5	47.2	2.1	2.0	0.1
华峰测控	688200 CH	未评级	177.15	3,396	52.9	25.9	46.0	36.6	6.1	5.4	0.6
芯源微	688037 CH	未评级	130.83	3,731	13.8	44.4	108.8	75.4	9.1	8.2	0.1
盛美半导体	ACMR US	未评级	34.62	2,246	(3.3)	8.6	18.3	16.8	1.8	1.6	0.5
均值－设备商							136.2	49.4	7.1	6.1	0.3

‡ 建银国际证券评级: 优于大市、中性、弱于大市、未评级

* 股价截至 2025 年 12 月 4 日 (本币)

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

建银国际证券 — 研究团队

陳亞雷

研究部主管

(852) 3911 8010

charliechen@ccbintl.com

中国/全球策略 / 宏观经济

赵文利博士, CFA

首席经济学家

(852) 3911 8279

cliffzhao@ccbintl.com

姜越

全球策略师

(852) 3911 8243

verajiang@ccbintl.com

邹炜, CFA

策略师

(852) 3911 8246

wilsonzou@ccbintl.com

银行/保险/金融服务

郑勇, CFA

金融、保险及银行团队主管

(852) 3911 8253

lawrencechen@ccbintl.com

科技/汽车

陈咏娴, CFA

云计算、软件、互联网技术及人工智能

(852) 3911 8271

cathychan@ccbintl.com

曲克

汽车及科技

(852) 3911 8257

quke@ccbintl.com

苏林, CFA

科技和半导体

(852) 3911 8023

clintsu@ccbintl.com

陈逸诗

互联网技术、在线娱乐

(852) 3911 8015

elenachen@ccbintl.com

消费/教育

朱晓濛

消费/教育

(852) 3911 8252

anitachu@ccbintl.com

杜韵翘

消费

(852) 3911 8013

anitadu@ccbintl.com

生物科技/医疗保健

萧智舜, PhD

生物科技/医疗保健

(852) 3911 8021

jasonsiu@ccbintl.com

彭楷程

生物科技/医疗保健

(852) 3911 8011

kennethpang@ccbintl.com

高端制造

龙兆丰, CFA

高端制造

(852) 3911 8019

lungsiufung@ccbintl.com

智能制造/基建及物流

李嵘, CFA

智能制造、基础设施建设及物流

(852) 3911 8270

lirong@ccbintl.com

评级定义:

优于大市—于未来 12 个月预期回报为高于 10%
中性—于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间
弱于大市—于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

建银国际集团与腾讯 [700 HK]、农业银行 [1288 HK/601288 CH]、工商银行 [1398 HK/601398 CH]、华润饮料 [2460 HK]、交通银行 [3328 HK/601328 CH] 及华泰证券 [6886 HK/601688 CH] 有投资银行业务关系。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过 + 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097