

策略观点

经济再平衡

■ **宏观：**中国经济将延续放缓，通缩幅度将先升后降，住房复苏势头减弱，企业盈利预期恶化。中国政策短期以稳为主，在中美达成初步协定后，中国政策可能向经济再平衡方向演进，适度扩大财政赤字，增加对家庭转移支付、社保投入和消费补贴，加力提振消费，推进制造业去产能，支持人民币稳中偏强，扩大进口。人民币利率可能小幅下降，国债收益率可能先降后升，人民币兑美元可能小幅升值，中国股市可能先震荡再上涨。美国经济将逐步放缓，通胀先小幅反弹再逐步回落，住房市场延续滞涨，降息后小幅改善。白宫政策前景向好，从关税与联邦政府收缩转向贸易协定、减税与去监管。美联储短期观望，9月和12月可能各降息一次。美元利率和国债收益率可能温和下降，美元可能先贬再升，美股可能温和上涨。

■ **科技：**乐观。展望下半年，尽管科技产业链受益 1Q 国补及 2Q 关税缓冲期拉货需求，近期美国关税缓和、海外龙头季报超预期、海外/国产算力高增持续以及 3Q 端侧 AI 新品发布，我们预计板块将维持高景气度，估值修复有望延续。具体展望如下：1) 智能手机/PC：苹果/小米产业链受益国内补贴和 3Q 新品备货，尽管下半年海外需求放缓，苹果链（立讯/瑞声/大立光）收入增速 5-15%，安卓端（小米/高通/联发科）增速 10%-15%，看好明年折叠 iPhone 周期；2) 服务器：全球 CSP 投资维持较高增速，上半年 GB200 放量及下半年 GB300/ASIC 出货加快，OEM（工业富联/华勤/广达）、连接器（鸿腾/安费诺/泰科）和散热零部件（比亚迪电子/奇鋌/双鸿）指引下下半年相关收入增速 50-100%；3) 端侧 AI：AI 眼镜拐点已至，1Q 全球销量同比增长 200% 以上，预计下半年 Meta/小米/阿里/三星等新品上市，看好 Meta/三星新形态新品；4) 汽车电子：受益 AI 大模型和硬件降本，比亚迪和小米布局加快智驾渗透，看好相关零部件持续增长（传感器/域控/连接器/显示屏/声学）。建议关注成长确定性较高细分赛道：AI 手机/终端升级（小米/瑞声），AI 眼镜放量（瑞声/丘钛），GB300/ASIC 服务器需求（比电/鸿腾精密）以及智驾渗透加速（比电/京东方精电/英恒），重点关注小米集团（1810 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）和比亚迪电子（285 HK，买入）。

■ **半导体：**回顾上半年，AI 基础设施建设始终是半导体板块的核心驱动力。受益于海外云厂商维持高强度资本开支以及国产替代逻辑的持续推进，算力相关产业链整体呈现出需求明确、兑现加速的运行态势。英伟达 Blackwell 平台持续放量、AI 推理应用加速落地，带动 AI 芯片、网络互联、光模块等关键环节进入新一轮上行周期。与此同时，国内三大云厂（阿里、腾讯、百度）AI 业务快速增长，为半导体国产化进程注入动能，持续利好本土产业链发展。

展望下半年，我们观察到 AI 算力架构正从通用 GPU 加速迈向定制化 XPU 时代。博通在二季度财报中披露，其 AI 相关收入已占公司总营收近三成，其中 AI 网络业务同比增长超过 170%，充分反映出推理侧对低功耗、高带宽互联架构的迫切需求。Marvell 亦将 2028 年数据中心 TAM 由 750 亿美元上调至 940 亿美元，其中定制 XPU 与配套组件合计市场空间超 550 亿美元，年复合增速分别达到 47% 与 90%。Marvell 强调，AI 芯片正从单点加速向系统级定制演进，这一趋势不仅被 AWS、谷歌等主流云厂积极采纳，也在 xAI、Tesla 等新兴自建算力玩家中快速渗透。此外，主权 AI 概念在各国加速落地，带动本地化 AI 基础设施建设，进一步放大对系统定制芯片的需求。

我们预计，随着推理工作负载在各类场景中的渗透率持续提升，产业链重心将从算力能力转向能效优化、带宽瓶颈突破与定制化灵活性的综合能力。AI 芯片、自动驾驶等领域有望在边缘 AI 需求的推动下实现高速增长。另一方面，考虑到市场波动和不确定性上升，部分投资者将倾向于配置具有高股息与防御属性的稳健型标的。推荐标的：地平线机器人（9660 HK）、黑芝麻

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

杨天薇, Ph.D

张元圣

蒋嘉豪

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

马泽慧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

胡永匡

史迹, CFA

赛文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

智能 (2533 HK)、豪威集团 (603501 CH)、北方华创 (002371 CH)、贝克微 (2149 HK)、中际旭创 (300308 CH)。

- **软件及 IT 服务**: 1H25 我们整体观察到大模型迭代周期进一步缩短、模型能力持续提升且调用成本优化的趋势。在 AI 应用方面, 独立 AI 应用商业化尽管目前仍处于早期阶段, 但 B 端应用商业化在海外落地已展现积极势头, C 端应用在国内及海外市场均有较为亮眼的起量趋势。展望来看, 我们认为 AI 产品实质性的变现稳步推进或仍是支撑股价表现的重要因素, 而持续维持相对行业更优的营收增速和利润率水平将有望在市场波动的情况下获得估值支撑。我们建议关注 2Q25 云业务增长有望维持强劲、驱动股价增长的微软 (MSFT US)。此外, 也推荐估值处于板块相对低位, 但有望持续受益于 AI 业务带来增量变现的 Salesforce (CRM US)。中国软件公司方面, 我们推荐云化领先且中长期有望通过 AI 获得增量变现的金蝶 (268 HK)。
- **互联网**: 回顾 6 月, 跑赢行业的公司主要集中于: 1) 商业模式具备较高护城河、较难通过激烈补贴影响短期行业竞争格局的子行业和公司, 2) 资金溢出效应下获益于事件性催化的部分高 beta 股票, 印证了此前我们持续的推荐逻辑。展望 7 月, 在经济基本面或维持温和改善, 增量刺激政策或较为有限的情况下, 资金轮动或较为温和, 行业短期交易机会或仍将集中于竞争格局清晰、业绩增长稳健的标的。我们持续推荐: 1) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块, 行业竞争格局稳定, 公司受宏观及消费影响有限, 建议关注游戏收入增长重新加速的网易 (NTES US); 2) 在线旅游板块, 暑期旺季加持下业绩增长或有支撑, 推荐携程 (TCOM US); 3) 具备高竞争壁垒与运营杠杆, 若宏观恢复好于预期, 有望实现较快利润增长和估值改善的 BOSS 直聘 (BZ US); 4) 利润增长稳健, 受益于 AI 商业化催化的快手 (1024 HK)。中长期视角下, 持续关注两条主线: 1) 强科技属性+丰富应用场景+优质商业模式, 如 AI 需求推动下云营收增长有望好于预期的龙头公司, 及具备较强技术实力及丰富应用场景、有望持续受益于 AI 浪潮的公司, 推荐阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK); 2) 服务出海相关标的, 如游戏、本地生活、OTA、软件及云服务。
- **医药**: 受益于创新药出海交易、国内集采政策优化、创新药丙类医保目录落地、医疗设备招标复苏、内需复苏等积极因素推动, 医药行业有望持续上涨。创新药短期上涨显著, 普涨行情或将难以持续, 未来个股表现或将分化。看好催化剂丰富、估值安全边际强的创新药个股。看好消费医疗的估值修复机会, 其中不乏业绩增长强劲且估值吸引的个股。推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)、信达生物 (1801 HK)、百济神州 (ONC US)。
- **食品饮料、美妆护肤**: 在当前内部经济复苏基础尚不稳固、外部贸易环境持续波动的双重不确定性下, 预计居民消费行为仍将保持谨慎理性的主基调。基于此判断, 我们认为必需消费品板块将获得边际改善机会, 我们建议关注两大投资主线: 1) 消费心理边际宽松带来的机会: 在经济环境低迷已有时日的背景下, 消费者心理有逐渐适应经济压力的趋势, 捂紧钱包的意识略有松动, 消费行为特征表现为“只要外部环境未产生进一步恶化, 便愿意小幅增加支出”, 这一心理边际宽松将促使消费者在能获得“轻度愉悦”和“低决策成本”的商品类别上增加支出, 相关的受益子板块包括但不限于零食、软饮、啤酒等; 2) 国产替代效应凸显的领域, 如乳制品、美妆护肤等具有明显本土品牌替代空间的高增长细分市场。在关税措施对经济影响不确定性仍在, 以及扩内需政策持续出台的刺激下, 具备“国产替代”效应的子板块和受益于政策支持的大众消费领域有望率先反弹。3) 海外销售取得较大进展: 部分潮玩、即饮产品的出海进程颇为领先, 历经前期沉淀积累, 已然迈入首个爆发阶段, 其中部分产品的成功得益于文化属性加持, 为后续日用品、软饮等产品出海营造了良好氛围。选股方面, 食品饮料板块中, 我们维持对农夫山泉 (9633 HK) 的“买入”评级; 在美容护肤板块中, 我们维持对巨子生物 (2367 HK) 的“买入”评级。
- **可选消费**: 6 月的消费数据对比 5 月, 各个子行业或持平或回调, 但考虑到假期较少 (今年端午提早) 和旺季后消费力减少, 我们认为表现仍符合预期。虽然二季度消费行业温和复苏趋势不改, 但线下客流转弱且折扣继续加

深，我们会持续关注。分行业看，茶饮咖啡、餐饮和家电行业符合预期，而体育用品、旅游-酒店及服装行业则略差于预期。

短线来说，虽然我们预期 7 月可能继续有旺季后回调，但对第三季度的展望仍偏正面，主要因为：1) 低基数，2) 入境游强劲带来新增的消费力，3) 贸易战短暂缓和（加快国货可能会带来出口订单提升），4) 外卖大战（补贴力度可能略有减少，但相信会延续至暑假）等均构成利好。我们认为现在仍然是加仓布局龙头公司的好时机。

中长线来说，我们会持续关注贸易战对需求的影响，国家政策支持力度和线上抖音渠道可能出现的增长放慢等等。对于个别子行业，如出口和制造、家电等等，在中美贸易战下，我们看法仍然保守。

推荐**瑞幸咖啡 (LKNCY US, 买入)**，**达势股份 (1405 HK, 买入)**，**安踏 (2020 HK, 买入)**，**特步 (1368 HK, 买入)**，**江南布衣 (3306 HK, 买入)**，**波司登 (3998 HK, 买入)**，**JS 环球 (1691 HK, 买入)** 等等。

- **汽车：**新车周期与结构性机会将主导三季度板块表现。二季度行业受到价格战、供应商账期、经销商库存、零公里二手车、金融高息高返结束等多重扰动，三季度随着新车上市、价格战降温，行业情绪有望回升。我们预测 6 月新能源车零售销量将同比增长 28%、环比增 10%至 106 万台，渗透率稳定在 51-52%区间，上半年累计销量同比增 29%符合预期。7 月起小米 YU7、小鹏 G7、理想 i8 等重磅新能源车型将陆续交付，将推动下半年渗透率持续提升。车企表现呈现显著分化：理想汽车二季度交付 11.1 万台（环比+20%），但 6 月环比下滑 11%至 3.6 万台，主要受销售体系调整和消费者持币待购影响，三季度随着新车上市销量有望重回增长区间；小鹏汽车则凭借 Mona M03 放量实现 6 月交付量同比激增 224%至 3.5 万台，即将上市的 G7 车型或成三季度关键催化剂；传统车企中比亚迪“一口价”活动结束，但我们预计三季度终端折扣难以收窄；吉利汽车将全年目标上调至 300 万台（同比+38%），成为今年唯一上调目标的中国车企，其上半年 141 万台销量已完成新目标的 47%，银河系列新车上市有望延续增长动能；零跑汽车则以 4.8 万台创单月新高，与 Stellantis 达成的碳积分协议（潜在收益最大可达 15 亿元）形成新增量。投资维度建议重点关注：**吉利汽车 (175 HK)** 因目标上修超预期且估值仅在 10 倍 2025 年市盈率，以及**小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK)** 凭借上半年近 300%的销量增速和下半年四款新车的强产品周期，两者均具备明确股价催化剂。需警惕特斯拉下半年或推六座 Model Y 及加强促销，以及蔚来组织架构调整效果的不确定性可能带来的波动。

- **房地产和物管：**乐观。重点开发商 6 月合同销售额同比-26%，月环比+10%，符合市场预期。其中建发、金茂表现较强，分别同比增 28%、17%，其余主要开发商均为负增长，主因去年同期受 517 政策影响形成高基数。1H25 整体来看，重点开发商合同销售额同比-17%，其中表现较强的为金茂、华发、越秀、建发，分别同比增 20%、11%、11%、7%，其余均为负增长。网签数据方面，截至 6 月 30 日，新房 30 城成交面积同比降-4%、二手房 16 城同比增 20%。购房情绪自 3 月旺季以来以较稳定节奏回落，并未出现市场担忧的断崖式下跌。我们对地产板块未来表现维持乐观预期，主要由于：1) 政策仍处于宽松周期，如销售遇冷即存在进一步出台支持政策的可能；2) 市场风险偏好回升：融资端负面事件（如国央企信用风险）的担忧明显缓解，对销售端形成积极传导；3) 负面因素边际钝化：板块重大风险逐步出清，当前环境下任何积极信号均可能成为估值修复的催化剂。综上，我们重申对优质地产标的的增配建议。

选股方面，我们建议：1) 关注商业运营能力较强的标的如**华润置地 (1109 HK)**、**龙湖集团 (960 HK)** 等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益，同时当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，**贝壳 (BEKE US)** 作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度，建议关注物业管理存量市场的长期受益者，如**华润万象生活 (1209 HK)**、**绿城服务 (2869 HK)**、**保利物业 (6049 HK)**、**滨江服务 (3316 HK)** 等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期

也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

- **保险：**中性乐观。回顾上半年，上市险企产品结构向分红险转型，叠加费率压降驱动存量及新单负债成本进一步下行。展望下半年，预计险企新业务价值有望随价值率提升稳健增长。板块配置逻辑从资产端看：1) 增配高息股趋势延续，部分公司股息率入池标准可能边际下行至 3.5%；2) 优质长期股权投资布局加码。从负债端看，预计险企全年新业务价值实现双位数增长，得益于 1) 分红险销售步入正轨，2) 人身险预定利率定价机制带动新单负债成本进一步下行，3) 银保和个险渠道报行合一持续压降费率，提升价值增长空间。7 月，保险行业协会将组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会二季度例会，我们预计 2Q25 人身险预定利率研究值将降至 2% 以下 (1Q25: 2.13%)，触发预定利率动态调整机制要求在售人身险产品预定利率最高值 (当前 2.5%) 连续两个季度高于预定利率研究值 25bps 需及时下调新产品预定利率的条件，预计 8 月人身险预定利率上限将下调至 2.0%。截至 6 月 30 日，港股中资保险板块交易于 0.1-0.5x FY25E P/EV，估值处于历史低位。维持行业“优于大市”评级，推荐关注三大主线：1) 财险龙头标的，推荐买入**中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 15.8 港元)**，全年有望达成 COR 指引，承保和投资双轮驱动盈利高增；2) 区域险企推荐买入**友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 89.0 港元)**，多元化市场布局叠加 16 亿美元回购加速完成，支撑短期股价上行；3) 弹性标的推荐**中国太平 (966 HK, 买入, 目标价: 15 港元)**，公司权益配置占比高，25 年持续推动分红险转型带动新单保费占比优于同业，全年新业务价值增长有望超预期。
- **资本品：**看好个股催化剂。工程机械 5 月份不同产品的国内销售数据好坏不一，但总体而言，出口特别是新兴市场的增长趋势确定性仍然较高。重卡方面，6 月份行业销售大幅增长 29%，主要由于以旧换新政策拉动，强劲数据强化我们看好 2H25 行业销售上升的观点。选股方面，我们认为相较行业因素，公司层面催化剂将带来更多机会，我们看好**三一国际 (631 HK, 买入)**，预计公司将在 2025 年重回增长轨道，在掘进机需求企稳、大型港口设备放量以及国内宽体车好于预期的推动下，将抵消综采相对疲软的销售。我们继续看好**恒立液压 (601100 CH, 买入)** 人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力，以及**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** 重卡发动机销售复苏和数据中心发动机业务强劲增长。

图 1: 行业荐股

公司名称	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2025E	2026E	2025E	2025E	2025E
小米集团	1810 HK	科技	买入	58.10	65.91	13%	32.9	25.4	N/A	14.9	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	41.25	58.78	42%	17.8	15.0	N/A	9.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.45	43.22	33%	12.2	9.8	N/A	15.1	2.5%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	6.29	8.90	41%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
黑芝麻智能	2533 HK	半导体	买入	17.68	28.20	60%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	125.26	176.0	41%	29.5	20.6	N/A	19.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	328.17	379.26	16%	33.6	26.0	N/A	21.6	0.2%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	61.45	93.00	51%	16.2	12.4	N/A	18.8	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	142.26	151.00	6%	20.3	15.2	N/A	34.0	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	132.85	136.50	3%	15.2	14.0	N/A	23.8	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	58.74	70.00	19%	16.8	15.3	1.7	10.3	0.0%
Boss直聘	BZ US	互联网	买入	17.95	21.00	17%	17.8	16.0	N/A	N/A	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	61.10	80.00	31%	11.9	10.1	N/A	25.0	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	108.70	155.50	43%	10.6	9.2	N/A	11.9	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	501.00	660.00	32%	16.9	15.4	N/A	20.5	1.0%
Salesforce	CRM US	软件 & IT服务	买入	272.15	388.00	43%	24.0	20.7	N/A	11.2	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	15.52	19.30	24%	372.7	146.0	6.2	1.7	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	25.15	28.32	13%	5.9	18.5	2.2	38.1	5.1%
固生堂	2273 HK	医药	买入	34.15	52.75	54%	17.0	13.1	2.8	16.2	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	54.75	79.96	46%	20.6	16.8	N/A	28.1	1.4%
信达生物	1801 HK	医药	买入	84.60	94.74	12%	285.9	167.8	9.0	3.2	0.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	245.49	359.47	46%	128.9	31.0	N/A	N/A	0.0%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	40.20	46.74	16%	29.6	26.8	11.0	39.8	2.4%
巨子生物	2367 HK	必选消费	买入	54.75	79.96	46%	20.6	16.8	N/A	28.1	1.4%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.49	40.61	6%	172.3	145.9	N/A	27.3	0.0%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	102.20	118.57	16%	116.6	66.6	5.2	4.6	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	93.00	119.08	28%	18.2	15.7	3.4	20.8	3.0%
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.64	7.20	28%	10.7	9.5	1.5	15.8	5.1%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.48	18.68	1%	9.7	8.8	N/A	38.9	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.55	5.55	22%	12.2	10.6	3.1	26.1	8.2%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	2.09	2.44	17%	18.9	11.0	N/A	N/A	1.9%
吉利	175 HK	汽车	买入	16.46	24.00	46%	10.0	9.2	1.7	17.4	4.0%
小鹏汽车	9868 HK	汽车	买入	73.95	110.00	49%	N/A	N/A	4.2	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.67	24.6	39%	19.4	15.4	N/A	6.6	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	37.70	45.27	20%	18.2	15.6	4.8	26.4	3.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.30	6.13	43%	14.5	12.3	1.7	11.4	4.8%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	32.90	54.03	64%	9.8	9.1	1.5	16.4	4.1%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.85	32.86	38%	9.3	8.2	3.6	40.4	7.5%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.42	15.80	2%	8.7	8.0	1.1	13.4	4.6%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	72.35	89.00	23%	13.9	12.6	2.0	15.7	2.8%
中国太平	966 HK	保险	买入	15.24	15.00	N/A	6.2	5.4	0.7	12.9	2.6%
三一国际	631 HK	资本品	买入	6.80	8.7	28%	8.9	7.1	1.5	17.4	5.0%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	67.93	92.00	35%	30.3	26.5	5.1	17.9	1.3%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	15.96	18.00	13%	10.0	9.3	1.4	14.2	5.6%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：巨子生物（2367 HK）为招银国际研究部医药组和必选消费组联合覆盖个股

宏观经济

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

中国

中国经济将逐步放缓。我们预计 GDP 增速从第一季度 5.4% 降至第二季度 5.1%、第三季度 4.8% 和第四季度 4.6%，全年 4.9%。关税冲击阻碍全球供应链并削弱全球需求，商品贸易和制造业活动走弱，制造业 PMI 持续处于收缩区间。关税冲击削弱家庭和企业信心，住房市场复苏势头减弱，企业库存投资（制造业 PMI 库存指数）延续收缩，制造业投资放缓。关税冲击打击未来需求前景和大宗商品价格，中国通缩压力加剧，PPI 跌幅扩大，汽车行业爆发新一轮价格战，工业企业利润跌幅扩大。但因以旧换新补贴政策到期预期，耐用品零售增速加快，支撑社会零售额同比增速从第一季度 4.6% 升至 4 月 5.1% 和 5 月 6.4%。下半年中国经济可能延续放缓。一方面，海外需求可能走弱。美国 PMI 库存与进口指数下降，家庭抢购与企业囤货潮消退，家庭消费和企业投资增速逐渐放缓；欧洲与日本经济也将放缓，进口增速可能下降。另一方面，中国以旧换新政策的刺激效应逐步递减，第四季度耐用品零售面临高基数、需求透支和住房销售转弱等多重压力，社会零售额增速可能明显放缓。

中国通缩幅度可能先升后降。预计 CPI 同比增速先从上半年 -0.1% 降至第三季度 -0.2%，再升至第四季度 1%，全年 0.2% 与 2024 年持平；预计 PPI 同比增速从第一季度 -2.5% 和第二季度 -2.2% 降至第三季度 -3%，再升至第四季度 -1.7%，全年 -2.4% 低于 2024 年的 -2.2%。关税冲击和特朗普政策不确定性削弱全球经济前景，外需减弱，国际能源价格下跌，中国制造业产能过剩与通缩压力加剧，PPI 同比跌幅从年初 2.3% 扩大至 5 月 3.3%，石油、煤炭、黑色金属、纺织、家具、造纸印刷、橡胶塑料、电气机械等出厂价格明显下跌。关税冲击和中美冲突升级加剧中国潜在购房者观望情绪，中国住房销量复苏势头显著减缓，房价跌幅小幅扩大。房地产作为先行指标预示家庭消费增速可能放缓，汽车、家电等商品和旅游、房租等服务价格延续走弱。

中国住房销量复苏势头减弱，供求再平衡延续，房价仍在筑底。2024 年第四季度至 2025 年第一季度，受政策强宽松提振，住房销量显著复苏，12 个代表性城市二手房销量和 30 大城市新房销量相比 2018-2019 年同期复苏率分别从 2024 年前三季度 96.6% 和 48.5% 升至第四季度 149.8% 和 63.4%，2025 年第一季度达到 134.5% 和 51.8%。但受关税冲击和政策效应递减等因素影响，第二季度以来住房销量复苏势头明显减弱，代表性城市二手房销量和 30 大城市新房销量的复苏率分别降至 95.5% 和 46.5%。下半年，住房销量复苏可能延续疲弱，二手房销量和新房销量复苏率可能小幅下降。住房市场供求再平衡延续，土地购置与新房开工跌幅持续超过销量，其中一线城市库销比持续下降，下半年可能降至合理水平，预示房价可能逐渐企稳，但大部分其他城市新房库销比依然高企，住房供大于求状态延续，房价可能延续弱势。

中美谈判结果将影响中国政策。在基准情景下，中美就一部分经贸问题达成共识签署阶段性贸易协议，美国对华关税可能从目前 51% 降至 30%-40%，中国政策可能向经济再平衡方向逐渐迈进，适度扩大财政赤字，广义财政赤字率（一般财政赤字+地方政府专项债+特别国债）可能从 2025 年 8.4% 升至 2026 年 9%，政府将适度增加对家庭转移支付、对社保投入和对消费补贴而减少对基础设施投入和对企业补贴，推进制造业去产能，支持人民币稳中偏强。在乐观情境下，中美就大部分经贸问题达成共识并签署贸易协议，美国对华关税可能从目前 51% 降至 20%-30%，中国政策可能向经济再平衡方面更快迈进，可能实施更大

力度财政刺激，广义财政赤字率可能从 2025 年 8.4% 升至 2026 年 9.7%，政府将显著增加对家庭转移支付、对社保投入和对消费补贴而减少对基础设施投入和对企业补贴，加快推进制造业去产能，支持人民币相对强势。在悲观情境下，中美没有达成贸易协议，美国对华关税维持在 51% 左右，中国政策可能延续渐进宽松模式，广义财政赤字率可能保持在 8.4% 左右，政府将维持对家庭转移支付规模，延续以旧换新补贴政策，在部分制造业适度去产能，支持人民币相对平稳。

中国货币政策将适度宽松。预计下半年降准 50 个基点、降息 10 个基点。中国金融市场对关税冲击的韧性降低了短期内货币政策宽松的可能性，央行货币政策委员会第二季度例会新闻稿显示对目前经济状况判断是“向好态势”，删除第一季度例会时“择机降准降息”表述。第三季度，在中美贸易谈判窗口期内，中国货币政策可能保持平稳，降息降准可能性较小。由于股市和汇率稳定被视为经济韧性体现，稳股市稳汇率仍是金融政策部门重要目标，央行将保持流动性合理充裕，监管部门将持续促进中长期资金入市和上市公司增加分红。第四季度，随着社会零售额增速显著放缓，中国央行可能进一步降准降息，提振房地产与消费。

人民币货币市场收益率可能小幅下降。第三季度，央行将保持政策利率稳定和流动性合理充裕，在岸货币市场基金收益率可能走平在 1.2% 左右。第四季度，央行可能降准 50 个基点并下调政策利率 10 个基点，在岸货币市场基金收益率可能降至 1.1% 左右。伴随美元弱势和人民币偏强，中国背景资金从美国市场回流香港市场，离岸人民币货币市场收益率大幅下降，3 个月人民币 Hibor 从 2025 年前两个月 2.9% 降至 6 月 1.9%。下半年人民币汇率可能依然偏强，离岸人民币货币市场收益率可能保持低位。人民币在国际支付和跨境结算中占比可能小幅上升，中国作为全球第二大经济体和最大制造与商品贸易国，将支撑人民币成为重要区域货币，但人民币国际化仍受到资本管制和金融国际化落后等因素制约。

中国国债收益率可能先降后升。预计 10 年国债收益率年末在 1.7% 左右。第三季度，在中美谈判窗口期内，中国经济预期持续走弱，通缩压力加剧，货币政策和财政政策保持平稳，10 年国债收益率可能从目前 1.65% 降至 1.6% 左右。第四季度，中国政策向经济再平衡方向演进，财政刺激可能扩大，央行将降低政策利率，经济预期可能企稳，10 年国债收益率可能升至 1.7% 左右。

人民币汇率可能小幅升值。预计美元/人民币汇率可能从目前 7.15 降至年末 7.1 左右。在中美经贸谈判窗口期内，人民币汇率可能双向波动。中国经济预期走弱，通缩压力加剧，企业盈利恶化，但稳汇率是重要目标，政策部门对汇率间接支持延续。在中美完成经贸谈判后，人民币汇率可能迎来新一轮上涨，中国可能加大财政扩张和消费提振力度。

中国股市可能先震荡再上升。第三季度，经济预期和盈利基本面走弱，宏观政策保持平稳，金融政策稳股市意愿较强，股市可能处于震荡阶段。第四季度，中国政策向经济再平衡方向演进，财政刺激和消费提振的政策力度可能加大，中国股市可能上涨。全年港股可能显著跑赢 A 股，一方面港股基本面趋势好于 A 股，恒生指数 ROE 从 2022 年 9.4% 升至 2023 年 10.7% 和 2024-2025 年 11%，2025 年动态 PE 9.8 倍，沪深 300 指数 ROE 则从 2022 年 12.6% 降至 2023 年 11.7% 和 2024-2025 年 10.8%，2025 年动态 PE 12.1 倍。另一方面，港股吸引资金净流入/市值比超过 A 股，今年前 4 个月南下月均净流入达到 1500 亿港币，人民币利率低位推动内地保险等资金配置港股高股息板块，特朗普政策极端化风险推动中国背景资金从美国回流香港。港股市场，看好工业（动态 PE=10，ROE=8.7%，股息收益率=4%，估值低，龙头公司受益于去产能政策）、材料（动态 PE=9.8，ROE=11.2%，估值低，龙头公司受益于去产能政策）、必选消费（动态 PE=12.7，ROE=12.2%，股息收益率=5.2%，受益于经济再平衡）与公用事业（动态 PE=10.9，ROE=9.5%，股息收益率

=5.2%，AI 电力需求强，成本下降）。A 股市场，看好银行（动态 PE=6.5，ROE=10.3%，股息率=4.9%，估值低，股息高，受益于人民币利率低位）、必选消费（动态 PE=17.9，ROE=25%，估值低，盈利能力强，受益于经济再平衡）、可选消费（动态 PE=14.9，ROE=15.3%，估值低，受益于经济再平衡）、工业（动态 PE=15.5，ROE=9.1%，龙头公司受益于去产能政策）与材料（动态 PE=13.9，ROE=10.2%，龙头公司受益于去产能政策）。

美国

美国经济将逐步放缓。预计 GDP 同比增速从第一季度 2%降至第二季度 1.8%、第三季度 1.3%和第四季度 1%，全年 GDP 增速从 2024 年 2.8%降至 2025 年 1.5%，2026 年回升至 1.8%。第一季度 GDP 环比年化收缩 0.5%，关税预期下企业抢进口、提前囤货和扩大设备投资，但家庭消费和房屋开工走弱，联邦政府支出减少。下半年 GDP 环比增速可能降至 1%，同比增速可能降至 1.2%，家庭消费和政府支出增速可能延续放缓，企业投资在上半年透支后可能大幅走弱，住宅投资可能保持低迷。关税冲击和政策不确定性削弱企业和家庭信心，企业可能减少招聘与资本支出，家庭可能推迟部分消费。但美国经济衰退风险仍然较低，因白宫下半年重心可能转向减税、去监管等正面政策，家庭和企业债务率处于近 20 年低位，家庭实际收入可能保持正增长，AI 浪潮将带动企业对数据基础设施和设备升级投资。

美国通胀可能先小幅反弹再逐渐回落。预计 PCE 与核心 PCE 通胀可能从第二季度 2.3%和 2.7%升至第三季度 2.6%和 3%，再降至第四季度 2.4%和 2.8%，全年分别达到 2.5%和 2.8%，2026 年分别降至 2.3%和 2.5%。上半年，通胀小幅回落，预计 PCE 与核心 PCE 通胀从第一季度 2.5%和 2.8%降至第二季度 2.3%和 2.7%，尽管关税冲击导致进口占比较大的家具、医疗护理产品和休闲商品价格环比涨幅扩大，但能源价格大跌、消费需求走弱和房租通胀下降完全抵消了关税对通胀推升作用。下半年，关税对部分商品通胀推升作用可能进一步显现，能源价格环比可能小幅下跌，房租涨幅和薪资增速可能延续放缓。

白宫政策前景可能向好。上半年已见到关税政策最坏时刻、联邦政府降本裁员最猛时期和移民政策最激进阶段，下半年白宫政策重点转向贸易协定、减税与去监管，政策前景向好。美国与英国已达成贸易协定，对英国保留 10%对等关税。美国与其他主要贸易伙伴可能在第三季度达成贸易协定，预计对加墨、欧日和中国的关税税率分别降至 5%-10%、10%-15%和 30%-40%。白宫希望建立以美国为核心、以加墨为两翼、以美洲近岸和英澳日等友岸为重要支点的自主可控供应链体系，差别化分级关税体系是重要手段，关税税率由核心伙伴到外围伙伴最后到竞争对手逐级上升。预计关税政策和移民政策分别降低美国年均 GDP 增速 0.5-0.7 和 0.1-0.2 个百分点，减税政策和去监管政策分别提升年均 GDP 增速 0.2-0.4 和 0.1-0.2 个百分点。中期内需要关注特朗普经济再平衡政策进展，包括低油价、低利率、弱美元、低财政赤字、政府稳杠杆、私人加杠杆、企业多投资等。

美联储可能先观望再降息。预计美联储 7 月将继续暂停降息，9 月可能降息一次，10 月可能保持利率不变，12 月再降息一次，年末政策利率目标降至 3.75%-4%（实际水平 3.83%左右）。6 月议息会议点阵图显示美联储官员对下半年降息的预测中值是两次合计 50 个基点，但点阵图更加发散显示内部分歧加大。特朗普频繁向鲍威尔公开施压，但鲍威尔短期仍保持观望态度，因为就业市场依然稳健，而关税推升通胀不确定性。随着经济放缓、就业降温 and 通胀反弹后回落，美联储可能在 9 月重启降息，12 月再降息一次。由于近年美债收益率高企对金融机构和财政体系产生压力，美联储已分阶段放缓 QT 速度，2024 年 6 月起国债存量每月降幅上限从 600 亿美元降至 250 亿美元，但 MBS 存量每月降幅上限保持在

350 亿美元不变，2025 年 4 月起国债存量每月降幅上限从 250 亿美元降至 50 亿美元，但 MBS 存量每月降幅上限保持在 350 亿美元不变。

美元货币市场收益率可能小幅下降，年末降至 3.75%-4%。国债收益率可能小幅回落，预计 10 年国债收益率可能从目前 4.3%降至 2025 年末 4.1%和 2026 年末 3.8%。随着经济放缓、就业走弱和通胀先升后降，中长期国债收益率可能回落，但经济衰退风险较低，通胀仍超过央行目标，特朗普尚未将降低财政赤字率作为核心目标诉诸行动，国债收益率降幅可能受限。由于美国政府债务可持续性和供应链撕裂对通胀影响等长期问题依然存在，超长期国债收益率可能很难下降。

美元指数可能先降后升，年末在 96 左右。今年上半年，特朗普关税冲击令市场担心美国经济相对非美经济走弱，美元开始转弱。特朗普暂缓关税之后，尽管美国经济相对走弱的风险下降，但白宫政策极端化风险和弱美元政策预期推动外国投资者降低美元资产超配程度，美元延续偏弱。在美国与主要贸易伙伴贸易协定达成之前，国际投资者可能持续降低美元资产超配程度，美元指数可能跌破 95。在贸易协定达成之后，特朗普政策重心转向减税去监管以提振经济，美元指数可能小幅反弹，预计年末在 96 左右。我们不确定美元指数此轮下跌是否意味着进入长期下行周期，这取决于未来美欧采取什么样的政策以及这些政策是否扭转过去十年美欧在经济、科技、军事等方面差距扩大的趋势。未来 5 年美元在国际货币体系中份额可能下降，但仍将维持主导地位，因为美国在经济、科技、军事、金融等方面实力仍居第一，美国司法独立、产权保护和政策公信力仍好于大部分国家，国际货币具有网络效应和历史惯性，全球市场仍缺乏比美元更好的替代品。

美股可能小幅上涨。预计标普 500 指数下半年上涨 3%，全年涨幅 8.5%左右。上半年，标普 500 指数累计上涨 5.5%，已从 4 月初关税冲击中完全恢复，其中工业、通讯服务与金融领涨，可选消费、医疗保健与能源下跌。标普 500 指数 2025 年 EPS 增速预测中值从去年末时 14.1%下调至今年上半年末时 9.1%，其中能源、工业、原材料与地产下调幅度较大，通讯服务、金融、公用事业与信息技术下调幅度较小。下半年，美股盈利可能温和下调，估值依然居高，相对看好信息技术（动态 PE=29，静态 ROE=30.3%，估值偏贵，但科技巨头垄断力和盈利增长强劲）、银行（动态 PE=12.3，ROE=11%，估值合理，去监管和收益率曲线陡峭化构成利好）、工业（动态 PE=25，ROE=23.5%，估值偏贵，但盈利能力较强，减税、去监管和再工业化政策构成利好）和医疗（动态 PE=16.5，ROE=20.2%，估值偏低，盈利稳定，具有防御性）。

科技

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

■ 未来 3 个月看法乐观；关注端侧 AI 新品落地及 G300/ASIC 产业链放量

展望下半年，尽管科技产业链受益 1Q 国补及 2Q 关税缓冲期拉货需求，我们预计板块将维持高景气度，近期美国关税缓和、海外龙头季报超预期、海外/国产算力高增持续以及 3Q 端侧 AI 新品发布，预期科技板块估值修复有望延续，具体展望如下：1) 智能手机/PC：品牌端（苹果/小米）受益国内补贴和 3Q 新品备货，预计下半年海外需求放缓，苹果链（立讯/瑞声/大立光）收入增速 5-15%，安卓端（小米/高通/联发科）增速 10%-15%，看好明年折叠 iPhone 周期；2) 服务器：全球 CSP 投资维持较高增速，下半年 GB300/ASIC 出货有望加快，OEM（工业富联/华勤/广达）、连接器（鸿腾/安费诺/泰科）和散热零部件（比亚迪电子/奇铤/双鸿）指引下半年相关收入增速 50-100%；3) 端侧 AI：AI 眼镜拐点已至，1Q 全球销量同比增长 200% 以上，预计下半年 Meta/小米/阿里/三星等新品上市，看好 Meta/三星新形态新品；4) 汽车电子：受益 AI 大模型和硬件降本，比亚迪和小米新品布局加快智驾渗透率，看好车载零部件持续增长（传感器/域控/连接器/显示屏/声学）。建议关注成长确定性较高的细分赛道：AI 手机/终端升级（小米/瑞声），AI 眼镜放量（瑞声/丘钛），GB300/ASIC 服务器需求（比电/鸿腾精密）以及智驾渗透加速（比电/京东方精电），重点关注小米集团（1810 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）和比亚迪电子（285 HK，买入）。

1) 智能手机/PC：AI 终端加速渗透，关注下半年折叠/超薄新机发布和需求情况

近期美国关税政策缓和，越南关税从 46% 降至 20%，苹果产业链估值有望持续修复，目前三星生产主要在越南进行，苹果 iPad 和 Mac 的越南组装产能占比为 20%/45%；小米业务影响最少，智能手机和汽车在美国市场占比有限。

我们相信 2025 年 AI 应用在手机端落地有望驱动新一轮换机周期，DeepSeek 催化端侧 AI 应用落地，加上国内补贴政策拉动，我们预计 2025 年出货量将同比增长 3% 至 12.5 亿台，高通和联发科预计 2025 年出货量低单位数增长。下半年看好国产安卓品牌全球份额提升，2026 年看好苹果首款折叠 iPhone，2027 年推出智能眼镜和折叠 iPad/MacBook，持续打造芯片、系统、硬件及 AI 模型生态的核心竞争力。总体上，考虑 AI 和高端折叠手机在光学、结构件、散热和折叠屏等方面创新，看好相关零部件规格升级，利好瑞声科技、比亚迪电子、立讯精密和鸿腾精密等。

PC 方面，展望 2025 年下半年，由于更多主流 AI PC 推出、Win-10 更新需求以及宏观环境不确定性，我们预计商用 PC 出货量维持增长，但消费 PC 将持续面临压力。我们预计随着 AI PC 渗透率提升，PC 平均销价和利润率将有望上升。PC 品牌方面，Dell 预计 PC 更新周期将推迟至下半年，而 HP 表示 PC 业务受零部件成本上涨和美国关税影响导致利润率承压。手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链重点标的包括小米集团和联想集团（992 HK，未评级）。

2) 服务器：训练和推理需求持续增长，下半年 GB300/ASIC 服务器持续放量

在训练和推理模型共振推动下，全球算力产业链迎来蓬勃发展，海外 CSP 坚定投资算力，1Q25 微软/亚马逊/Meta/谷歌合计资本开支同比提升 64%。此外，DeepSeek 大幅增强 AI 推理算力需求，海外 CSP 大力推进 ASIC，上游产业链同步上调指引，为供应链带来增长

动力。受益 GB200 和 ASIC 服务器持续放量，ODM 厂商上半年收入增长强劲，鸿海/广达/纬创/纬颖/英业达/技嘉等 ODM 厂商 1-5 月营收持续较快增长，同比增长 20%-163%。

随着金属连接性、液冷漏液及散热瓶颈等问题陆续解决和优化，GB200 系列从 4 月起量产加快至 800-900 柜，预期上半年累计 7000 柜，全年预估 20,000 柜，GB300 下半年进入样品生产，4Q 有望实现大规模量产。整体上，算力产业链高景气持续，服务器 ODM 和零部件厂商将深度受益，零部件如铜链接、CPO、液冷和电源等产业链有望量价齐升。

我们预期 2025 年 AI 服务器需求持续强劲，2025/26 年 AI 训练服务器出货量将同比增长 109%/19%至 207 万/245 万台。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商，中游主要包括服务器品牌和 OEM/ODM 厂商为主。从硬件层面，全球 AI 服务器 OEM/ODM 龙头将持续受益，包括工业富联（601138 CH，未评级）作为第一梯队的 GB200 服务器供应商，以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括比亚迪电子的 AI 服务器产品量产出货、鸿腾精密的 GB200/300 服务器连接器产品和液冷零部件。

3) 端侧 AI：AI 眼镜拐点已至，小米/苹果加快推进 AI 生态建设

自 2H24 以来，在 Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后，今年海外科技巨头、国内 AR 品牌、国内外手机品牌都推出了 AI 眼镜新品，产业链各环节的合作模式也逐步成熟，零部件和硬件方案创新的灵活度不断增加，AI 眼镜拐点已至。我们预计 2025 年全年出货量为 550 万台，下半年预计陆续新品上市，包括小米/阿里/三星等十几个品牌，以及 Meta 在 3Q 发布多款多功能和新形态的 AI 眼镜。伴随大模型的持续更新迭代，端侧 AI 眼镜的用户体验和用户场景不断丰富，AR 产业有望迎来百花齐放。我们看好 AR 智能眼镜将成为主流终端，拉动行业整体出货重回正增长，深度参与供应链的公司明显受益，看好光学龙头瑞声科技，整机组装厂商立讯精密以及终端品牌小米集团。

4) 汽车电子：AI 大模型和硬件降本有望推动高端智驾快速普及

比亚迪和小米新品布局加快智驾渗透率，特斯拉开始向中国用户推送 FSD 智能辅助驾驶功能，全球智驾产业链需求有望高速增长，智驾细分景气度边际提升，其中域控制器、摄像头、毫米波雷达、超声波雷达、激光雷达、连接器等环节将迎来出货量增长和规格升级机会，车载电子零部件需求有望爆发（传感器/域控制器/连接器/显示屏/声学）。

受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。随着消费者对自动驾驶需求增加，L2++ 渗透率攀升超预期，车载摄像头和车载显示市场快速增长。另外，域控制是电动汽车重要组成部分，汽车智能化不断演进，打开电动汽车域控制器市场增长空间，看好比亚迪电子、英恒科技、京东方精电等汽车电子产业链标的。

■ 推荐买入小米集团、瑞声科技、比亚迪电子

1) 小米集团 (1810 HK)：公司 2025 年业务重点包括：智能手机高端化、AIoT 海外扩张、电动汽车产能提升和旗舰智能手机 SoC，收入增速指引 30%以上，净利润增速 40%以上。小米手机全球份额持续提升，国际化、高端化战略效果明显，我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力，以及极致的性价比和软硬件生态完整性，在消费者中树立良好口碑，高端化进程进入新阶段。我们看好小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术等方面的优势。小米电动车今年目标 35 万辆，小米汽车工厂生产效率 and 交付节奏提升明显；看好小米 SUV YU7 系列将于 7 月开始交付，为小米汽车业务带来新的成长动力。在新零售战略拓展方面，小米之家店铺数量 2025 年目标增加至 2 万家。我

们看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。

2) 瑞声科技 (2018 HK)：展望 2025 年，我们对瑞声科技持积极看法，认为其将显著受益于 AI 手机与 AI 眼镜带来的规格升级（声学/光学/MEMS/VC）趋势，以及在汽车声学领域的全球市占率持续提升。我们预计 2025 年营收将实现双位数增长（同比约 10-15%）。分业务板块来看，1) ED&PM（触感/VC/铰链）：ED 收入预计增长中高双位数，毛利率达 30% 以上；PM 业务预计同比增长 18-20%，毛利率维持在高双位数水平；2) 光学（6P/WLG/32MP 镜头）：预计营收增长中高双位数，毛利率稳定在 25% 以上；3) MEMS/传感器（AI/麦克风）：预计营收同比增长 30-50%，毛利率达中高双位数；4) 声学（SLS/模组）：预计保持低至中单位数增长，毛利率维持在 30% 以上。此外，管理层指出对 2025 年 MEMS 麦克风与传感器展望积极，增长驱动因素包括高端 MEMS 麦克风规格升级、AI 眼镜配备更多传感器、汽车 MEMS 麦克风渗透率提升，以及边缘 AI 设备中传感器需求的加速增长。

3) 比亚迪电子 (285 HK)：我们对公司前景持正面看法：1) 苹果/安卓：iPad 份额增长、捷普自动化率提升和高端安卓需求；2) 新能源汽车：高端 ADAS 和悬架产品渗透率和搭载率提高以推动增长；3) AI 服务器：通过与 Nvidia 合作，积极推动服务器业务和 GB200 零部件产品路线图。展望 2025 年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法

进入下半年，我们预计 AI 基础设施投资将持续处于高景气区间，成为全球半导体板块的主线支撑。北美四大云厂（亚马逊、微软、谷歌、Meta）在 2025 年资本开支预计同比增长 39% 至 3186 亿美元。中国云厂商亦加速追赶，阿里、腾讯、百度一季度 Capex 同比翻倍，虽然短期受制于 H2O 出口限制，但国产算力部署节奏未受明显影响。

随着 AI 应用重心从训练快速转向推理，算力架构正由通用 GPU 向定制 XPU/ASIC 演进。博通（AGVP US，未评级）最新季度 AI 网络收入同比大增 170% 以上，Marvell（MRVL US，未评级）上调数据中心 TAM 至 940 亿美元，其中定制 XPU 与配套组件市场的年复合增速分别达 47% 和 90%。同时，xAI、Tesla 等新兴 AI 集群自建者、以及多国“主权 AI”计划也正积极推动系统级定制方案落地，ASIC 产业链迎来结构性扩容。国内产业链方面，AI 云服务收入逐步兑现，AI 芯片、光模块、AI 服务器、EDA/IP 等领域国产化正快速推进，相关企业库存与订单数据已显露增长迹象。

推荐买入：地平线机器人（9660 HK）、黑芝麻智能（2533 HK）、豪威集团（603501 CH）、北方华创（002371 CH）、贝克莱（2149 HK）、中际旭创（300308 CH）。

地平线机器人（9660 HK）：地平线是中国领先的乘用车 ADAS/AD 解决方案提供商，具备硬件、软件与算法的全栈自研能力。公司核心产品包括 Horizon Mono（J2/J3 系列）、Horizon Pilot（J3/J5 系列）以及 Horizon SuperDrive（J6P 系列）。受益于汽车电动化趋势持续推进、市场对自动驾驶解决方案需求认知提升以及政府政策支持，我们预计全球 ADAS/AD 市场规模将从 2024 年的人民币 330 亿元增长至 2028 年的人民币 1,010 亿元。作为快速增长市场中的领导者（根据我们测算，地平线 2024 年在国内 ADAS/AD 市场市占率约为 7.2%），公司收入从 2021 年的人民币 4.7 亿元增长至 2024 年的人民币 23.8 亿元。展望未来，我们预计 2027 年公司收入将达到人民币 84 亿元，2024-2027 年年复合增长率为 52.2%，主要驱动因素包括：1) ADAS/AD 渗透率提升带动整体市场规模扩大，2) 更先进自动驾驶技术的加速采用及平均售价（ASP）提升，以及 3) 出货量增长推动市占率提升。我们预计公司将在 2027 年实现盈亏平衡。给予“买入”评级，目标价为 8.9 港元。
[\(报告\)](#)

黑芝麻智能（2533 HK）：黑芝麻智能是中国领先的车规级计算 SoC 芯片及基于 SoC 的智能汽车解决方案提供商。公司目前拥有两条车规级 SoC 产品线：华山系列（聚焦自动驾驶应用）和武当系列（面向跨域计算应用）。受益于自动驾驶市场的快速扩张（我们预计 2024-2028 年行业整体 CAGR 为 41%），我们预测公司收入将从 2024 年的 4.7 亿元增长至 2027 年的 21.0 亿元，年复合增长率达到 64.2%。增长驱动因素包括：1) ADAS/AD 渗透率持续提升，2) SoC 方案出货量增长，新客户持续导入，以及 3) 高端产品（如 A2000 和武当系列）出货占比提升，带动整体 ASP 上升。随着经营杠杆效应逐步释放，我们预计黑芝麻将在 2027 年迎来盈利拐点。给予“买入”评级，目标价 28.2 港元。
[\(报告\)](#)

北方华创（002371 CH）：北方华创通过公开征集转让的方式完成对芯源微（688037 CH，未评级）控股股权的收购，正式成为其第一大股东，持股比例达 17.87%。此次收购整合标志着中国半导体设备产业链迈入新一轮“平台化+协同化”发展阶段。我们认为，两家公司在产

品与工艺环节高度互补，整合后有望加速北方华创向平台型设备厂商升级，完善刻蚀、PVD、CVD 至涂胶显影等关键设备布局。放眼全球，阿斯麦（ASML US，未评级）与应用材料（AMAT US，未评级）等巨头皆通过并购构建核心竞争力，此举也契合当前中国半导体供应链加速实现自给自足的大趋势。此次强强联合不仅助力突破关键技术瓶颈，也有望提升客户粘性与市场份额，推动国产设备企业迈入协同发展新阶段。公司是我们首选标的之一，重申对北方华创的“买入”评级，目标价为 512 元人民币。（[报告](#)）

豪威集团（603501 CH）：随着智能驾驶摄像头在中低端车型中的加速渗透，公司的汽车 CIS 业务有望在 2025-26 年迎来显著增长。以比亚迪为代表的主流车企已开始在 10 万元以下车型中配备多摄像头智驾方案，显著提升了单车摄像头搭载量，释放了大量 CIS 需求。豪威集团也已积极响应，与此同时，公司计划在 2026 年推出多款高规格手机 CIS 新品，有望提升其在安卓手机市场的份额，推动手机 CIS 收入增长。整体来看，汽车与手机两大应用领域的拓展有望成为豪威集团未来业绩增长的重要驱动。公司是我们首选标的之一，重申“买入”评级，目标价为 176 元人民币。（[报告](#)）

中际旭创（300308 CH）：公司依旧是 AI 基建投资的重要受益者。近期，几大云厂商（谷歌、微软、亚马逊、Meta）均表示会维持高额的资本开支，建设 AI 基础设施。据彭博预测，2025 年海外四家云厂商的资本开支将同比增长 39%。中国三大云厂商则实现翻倍增长，带动本地 AI 产业链进入新一轮增长周期。我们相信 AI 产业链将继续受益，看好推理应用的后续发展。我们重申对中际旭创的“买入”评级，目标价为 151 元人民币。（[报告](#)）

贝克微（2149 HK）：公司 2024 年收入同比增长 25%至 5.79 亿元人民币，净利润同比增长 52%至 1.67 亿元。毛利率因存货跌价准备下滑至 53%，但剔除影响后全年保持稳定。公司专注于工业级模拟芯片长尾市场，SKU 数量持续扩张，2024 年同比增长超 60%至 700 余个，带动产品覆盖面不断拓展，预计 25-27 年年均新增产品超 200 个，收入年均增速达 27-33%。毛利率和净利率将稳居 53%-54%和 28%左右，得益于其全栈式平台、自研 EDA 和 IP 库的高效支持。我们认为公司增长确定性强，同时估值具备吸引力。评级为“买入”，目标价 93.00 港元。（[报告/首发](#)）

■ **风险提示：**地缘政治、关税风险；市场需求回暖弱于预期；全球供应链影响。

软件与 IT 服务

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

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

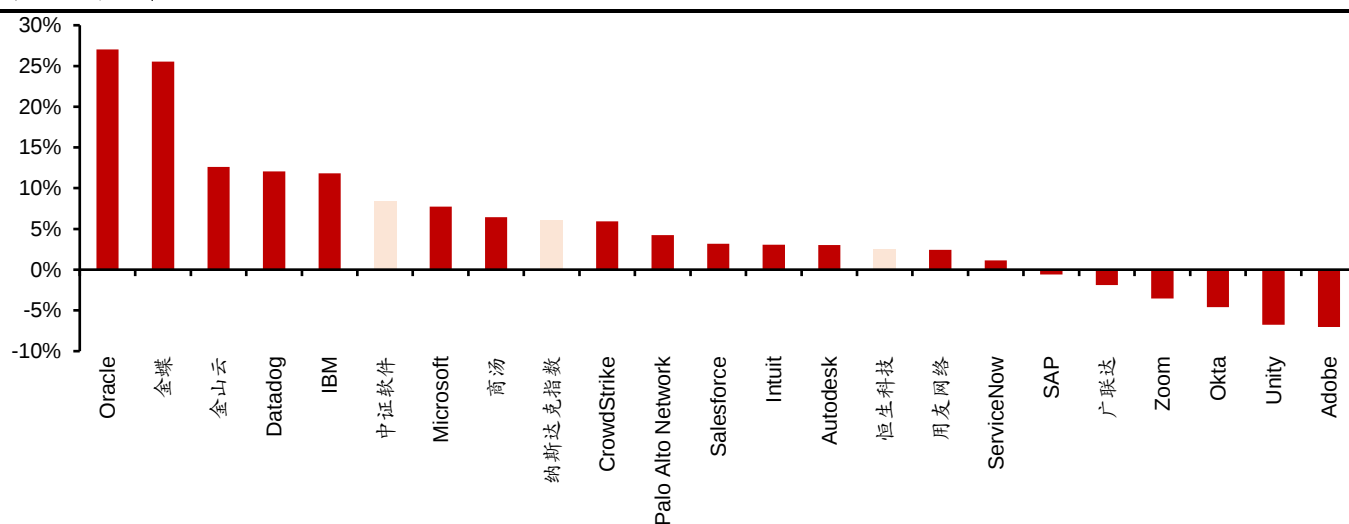
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

1H25 我们整体观察到大模型迭代周期进一步缩短、模型能力持续提升且调用成本优化的趋势。在 AI 应用方面，独立 AI 应用商业化尽管目前仍处于早期阶段，但 B 端应用商业化在海外落地已展现积极势头，C 端应用在国内及海外市场均有较为亮眼的起量趋势。展望来看，我们认为 AI 产品实质性的变现稳步推进或仍是支撑股价表现的重要因素，而持续维持相对行业更优的营收增速和利润率水平将有望在市场波动的情况下获得估值支撑。我们建议关注 2Q25 云业务增长有望维持强劲、驱动股价增长的微软 (MSFT US)。此外，也推荐估值处于板块相对低位，但有望持续受益于 AI 业务带来增量变现的 Salesforce (CRM US)。中国软件公司方面，我们推荐云化领先且中长期有望通过 AI 获得增量变现的金蝶 (268 HK)。

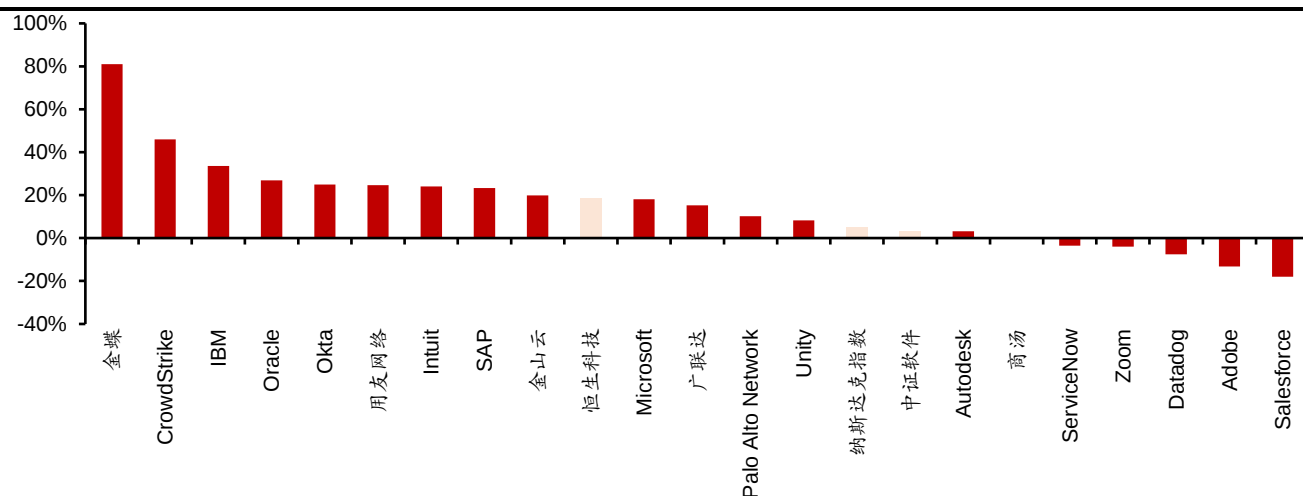
6 月恒生科技指数上涨 3%，纳指上涨 6%，Oracle/金蝶/金山云涨幅领先。Adobe 6 月下跌 7%，公司公布了符合预期的 2QFY25 业绩：总收入同比增长 11% 至 58.7 亿美元，非 GAAP 下净利润同比增长 7% 至 21.7 亿美元，但 AI 产品进展相对平淡，市场持续担忧 AI 创意软件给公司带来的竞争压力。

图 2: 6 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 6 月 30 日

■ 海外软件: 关注生成式 AI 应用落地及变现进展

我们认为 AI 仍是全年投资主线, 但受益路径有望从 AI 芯片以及 AI 公有云进一步传导到更多应用场景, 包括 B 端和 C 端的应用软件, 企业 SaaS 和数据云平台营收有望相较 2024 年加速。

在独立 AI 应用变现侧, 我们认为: **1) 独立 AI 应用商业化目前仍处于早期阶段**, AI 应用收入占总收入比例通常低于 3%, AI 应用的渗透率提升仍然有待产品能力的优化、产品 ROI 的提升以及客户付费意愿的提升。**2) B 端 AI 应用商业化在海外率先落地**, 国内则表现相对平淡。得益于海外企业客户较好的付费习惯以及成熟的 SaaS 订阅制收费模式, 海外包括 Salesforce 和 ServiceNow 已经推出旗舰 AI 产品并实现早期商业化, 而国内 B 端 AI 应用商业化表现相对平淡, 早期主要集中在政企对于 AI 一体机的需求。**3) C 端 AI 应用商业化方面, 已有国内 AI 应用表现亮眼**。快手可灵 AI 在 5 月 ARR 超过 1 亿美元 (vs Adobe AI 独立应用 1QFY25 ARR 超 1.25 亿美元), 且模型在文生图/文生视频能力以及成本方面形成优势, 可灵 AI 单张图片成本仅约 0.002 美元 (对比 Adobe 单张图片成本约 0.1 美元)。**4) 分垂类看, AI 编程/创意/企业智能体三个细分赛道的商业化进展相对领先**。AI 编程领域, 目前已有 Cursor、GitHub Copilot 等 ARR 超 3 亿美元的应用; AI 创意领域, Midjourney/快手可灵 AI/Adobe Firefly 等应用 ARR 已超 5/1/1 亿美元; AI 企业智能体领域, Salesforce、ServiceNow 相关产品 ARR 均超 2 亿美元。**5) 关注部分垂类企业的 AI 商业化进展, AI 商业化对于这类公司业绩影响更为显著**: 部分垂类企业收入规模相对较小, AI 商业化带动下, 业绩弹性更高。Duolingo 旗下 AI 赋能的订阅产品 Duolingo Max 在 FY24 末付费用户数占比达到 5%, 且 Duolingo Max ARPPU 更高, 测算收入占比已达到 5-10%; 美图旗下 AI 赋能的美图工作室 FY24 总收入达到约 2 亿元, 已占公司总收入 8%。

图 4: AI 独立应用变现

客户群	公司	产品	产品介绍	收费方式	收费	收入体量	总收入占比
B 端	上市公司						
	Salesforce	Agentforce	企业 AI 智能体	以使用量为主	每次对话~2 美元/Agent 每次行动~0.1 美元	1QFY26 数据云+AI 约 10 亿美元, ARR	约 2%
	ServiceNow	Pro Plus	企业 AI 智能体	订阅制+使用量	Pro Plus 订阅相较 Pro/Standard 订阅产品提价 30%/60%	1Q25 Pro Plus ARR 约 2.5 亿美元	约 2%
	UiPath	Agentic Automation	企业 AI 智能体	订阅制	标准版每月每人~420 美元	NA	NA
	AI 原生初创公司						
	Harvey	Harvey AI	法律 AI 助手	订阅制	每月每位律师~1,000 美元	25 年 1 月 ARR 约 5000 万美元	NA
	Freed AI	Freed AI	医疗 AI 助手	订阅制	每月每位医生~90 美元	25 年 5 月 ARR 约 2000 万美元	NA
	Mercor	Mercor AI	AI 招聘	按时长计费	根据人力使用成本收费	25 年 3 月 ARR 超 1 亿美元	NA
C 端	上市公司						
	快手	可灵 AI	AI 图片/视频创作	订阅制+使用量	每月 6.6 美元, 每张图片约 0.002 美元, 每秒视频约 0.1 美元	25 年 5 月 ARR 超过 1 亿美元	约 1%
	Adobe	Firefly	AI 图片/视频创作	订阅制+使用量	每月 9.99 美元, 每张图片约 0.1 美元	FY25 末 AI 产品 ARR 将超过 2.5 亿美元	约 1%
	美图	美图设计室	AI 图片创作	订阅制+使用量	每月 4 美元, 每张图片约 0.1 美元	24 年收入约 2800 万美元 (2 亿人民币)	约 8%
	昆仑万维	Mureka	AI 音频创作	订阅制+使用量	每月约 3 美元, 每首歌约 0.03 美元	截止 1Q25 末, AI 音乐流水 ARR 达到 1200 万美元	约 1%
	Microsoft	GitHub Copilot	AI 编程	订阅制	每月 10 美元	24 年 7 月 ARR 超 3 亿美元	<1%
	Duolingo	Duolingo Max	AI 教育	订阅制	每月 29.99 美元	24 年末 ARR 约 8000 万美元 (基于 5%渗透率估算)	约 9%
	AI 原生初创公司						
	Midjourney	Midjourney	AI 图片创作	订阅制+使用量	每月 8 美元, 每张图片约 0.04 美元	25 年 2 月 ARR 超 5 亿美元	NA
	Runway	Runway	AI 视频创作	订阅制+使用量	每月 12 美元, 每秒视频约 0.1 美元	24 年 12 月 ARR 约 8400 万美元	NA
	ElevenLabs	Eleven v3	AI 音频创作	订阅制+使用量	每月 22 美元, 每秒语音约 0.004 美元	25 年 2 月 ARR 超 1 亿美元	NA
	Anysphere	Cursor	AI 编程	订阅制	每月 20 美元	25 年 4 月 ARR 超 3 亿美元	NA
	Perplexity	Perplexity	AI 搜索	订阅制	每月 20 美元	25 年 5 月年化收入超 1 亿美元	NA

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

关于 AI 对于主业的拉动, 我们认为: **1) 重点关注 AI 对于云计算和广告业务的拉动**, AI 对于阿里巴巴、微软、亚马逊的云业务收入增速拉动明显, 1Q25 阿里巴巴/亚马逊的 AI 云业务均维持三位数同比增长; 广告方面, AI 拉动腾讯、Meta 广告收入, AI 通过提升用户时长 (从而增加广告库存) 以及提高广告 ROI 两个方面, 加速广告收入增长; **2) AI 对于传统搜索业务影响不一**, 多模态 AI 搜索带来搜索增量并提升搜索体验, 但短期 AI 搜索商业化效率或低于传统搜索 (较低的点击率/转化效率), 长期市场担忧 AI 大模型搜索或逐步侵蚀传统搜索市场份额; **3) 中长期维度, 关注 AI 对于无人驾驶、游戏、电商等业务的拉动**, 但短期 AI 对于这些业务的拉动效果暂不显著。

在基础设施 SaaS 及信息安全 SaaS 中, 我们也观察到因 AI 应用厂商快速发展带来的基础设施 SaaS 需求提升, 及传统公司在 AI 时代面对更大量更高频的信息安全威胁时对信息安全软件需求提升带动公司营收稳健增长的趋势。举例而言, Datadog 在 1Q25 业绩会时提及, LLM 可观测性服务的客户数量在过去六个月内增长超一倍, 表明需求加速扩张; 且截至 1Q25, 超过 4,000 名客户使用了至少一项 Datadog 的 AI 集成功能, 这一数字较去年同期翻倍; AI 原生客户在 1Q25 的年度经常性收入 (ARR) 占比达 8.5%, 较上一季度 (6%)

和去年同期（3.5%）显著提升，且这类客户为 1Q25 的同比增长贡献了约 6 个百分点的收入增长，成为关键驱动力之一。Dynatrace 的 AI 观测性解决方案成为新的增长引擎：AI 赋能的日志方案渗透率 4QFY25 达 33%（客户数环比增长 18%），新客户中 50% 首次部署即采用（去年仅 20%），目标 2026 财年收入破 1 亿美元（同比增速超 100%）。

图 5: AI 拉动互联网&软件公司主业增长

公司	AI 进展
互联网&云计算龙头	
腾讯	1) 推动广告收入加速增长：1Q25 营销收入同比增长 20%，得益于 a) AI 优化广告算法，提升广告推荐效率；b) AI 提升视频号内容推荐算法，1Q25 视频号总时长快速增长，增加广告库存； 2) 提升常青游戏用户活跃度：在游戏中整合 AI 能力，提升用户活跃度； 3) 带动腾讯云收入增长：1Q25 企业服务收入实现双位数增长，主要由 AI 云收入增长加速所驱动。
阿里巴巴	1) 云业务营收增长持续加速：4QFY25（财年结于 3 月）云智能集团分部收入为 301 亿元人民币，同比增长 18%，AI 相关的云业务营收维持三位数的同比增长；管理层强调各垂类行业对数字化均有强劲需求，并有信心云业务收入的同比增长能够进一步加速； 2) AI 对平台的用户体验及广告效果提升带来帮助。
百度	1) Robotaxi 稳步扩张：目前已经覆盖了全球 15 个城市，还会进一步以轻资产的模式快速扩张； 2) 优化用户体验：持续将生成式 AI 搜索结果融入搜索结果页面以提升用户体验，25 年 4 月，35% 的手百搜索结果包含生成式 AI 搜索结果（1 月：22%），占比有望进一步提升；截至 25 年 3 月，手百 MAU 同比增长 7% 至 7.24 亿； 3) 云业务营收增速显著加速：1Q25，百度云营收人民币 67 亿元，同比增长 42%； 4) 助力广告营收增长：1Q25，商家智能体广告营收占比整体百度核心广告营收比例提升至 9%。
Meta	1) 提高用户使用时长：在 AI 驱动的推荐系统支持下，过去 6 个月 Facebook/Instagram/Threads 用户使用时长分别增加 7%/6%/35%； 2) 提高广告转化效率：公司针对 Reels 推出 AI 赋能的新广告推荐系统，推动广告转化提高 5%； 3) AI 原生应用：Meta AI 月活跃用户目前已接近 10 亿。公司预计在 FY25/26 继续专注于扩大 Meta AI 的用户数并提高用户活跃度，此后再考虑通过广告和付费服务实现商业化。
Google	1) 推动搜索问询量增长：AI Overviews 每月用户数超过 15 亿，且货币化率水平接近公司核心搜索业务；自 2024 年 10 月以来，Lens 月均视觉搜索量增加近 50 亿次； 2) 提高广告转化效率：Demand Gen 等 AI 广告工具推动平台广告需求，使用 Demand Gen 的广告主平均支出转化率水平同比提升 26%； 3) 带动云业务收入增长：1Q25 谷歌云收入同比增长 28% 至 123 亿美元（4Q24：同比增长 30%），主要受核心产品 GCP、AI 基础设施和生成式 AI 解决方案的增长推动。
Microsoft	1) 云业务收入增长重新加速：Azure 和其他云服务营收同比增长 33%（2QFY25：31%），按固定汇率计算为 35%，人工智能云对 Azure 增长的贡献为 16 个百分点（3QFY24：10ppts；2QFY25：13ppts）； 2) 生产力与生产工具：Microsoft 365 Copilot 客户数年增 3 倍，ARPU 提升；M365 商业收入年增 8%； 3) Security Copilot：安全客户数达 140 万（90 万使用 4+ 产品），身份管理工具 Entra 月活超 9 亿，推动安全服务收入增长。
Amazon	1) AI 云营收连续多个季度实现三位数增长； 2) 零售与广告：AI 优化商品搜索推荐、增强价格竞争力；AI 工具驱动全漏斗广告服务提效； 3) Alexa+：结合生成式 AI 能力，可执行多步骤复杂任务（如旅行规划、智能家居控制），并显著提升对话的自然度； 4) AI 技术栈：底层芯片：推出定制 AI 芯片 Trainium2，提供比 GPU 实例高 30%-40% 的性价比，支持大规模模型训练；中间层服务：Amazon Bedrock 托管多种高性能 AI 模型（如 Anthropic 的 Claude 3.7、Meta 的 Llama 4），简化生成式 AI 应用开发；应用层：推出 AI 助手 Amazon Q，支持代码开发；Nova 系列模型用于语音交互、自动化任务（如网页浏览器操作）。
垂类软件	
Workday	1) AI 驱动订阅收入增长：AI 产品新增 ACV 翻倍；约 25% 的客户扩展交易包含至少一款 AI 产品；Illuminate AI 被超过 60% 客户采用； 2) 生产力与开发工具：Extend Pro 快速增长，支持客户在 Workday 平台上自建 AI 应用；助力 Western Union 等企业显著降本增效； 3) AI 平台与治理体系建设：推出 Agent System of Record (ASR) 构建治理和生命周期管理系统，增强透明性与合规；公司认为，客户愿意为能带来 ROI 的 AI 功能付费，预计将成为未来增长引擎。
Intuit	1) AI 强化订阅服务并推动费用增长：“AI agent + 人工专家”的合作模式推动 3QFY25 全平台收入上调指引； 2) 推出角色型 AI agent 提升效率：AI agent 应用至 TurboTax（智能填写、预算提醒）、QuickBooks（支付与会计 agent）、Customer/Project 管理等多端点场景，大幅提升效率；比如，AI 生成的催缴发票功能在近四分之一的发票客户中使用，提升 10% 的逾期支付转化率； 3) AI 助力改善利润率：受益于 AI 效率和研发支出杠杆，3QFY25（财年结于 7 月）实现 GAAP 和 Non-GAAP 运营利润率分别增长约 390bp 和 100bp，AI 投资将持续扩大 ROI，并为中端市场提供“value-based 定价”模型。

Atlassian	1) Rovo AI 深度嵌入平台: Rovo for All 正式上线, Atlassian 构建了围绕 Rovo 的 Collections (如 Teamwork Collection 和 Strategy Collection), 囊括常用应用和 AI agent, 提升协同效率; 比如, HarperCollins 将以往需 50 小时处理的项目文档生成缩短到 1 小时, 工单生成时长从 1 小时降至 15 分钟; 2) AI 与订阅捆绑, 推动长期 ARPU 和黏性提升: AI MAU 突破 150 万, 覆盖 Premium 和 Enterprise 订阅; Atlassian 采取“先将 Rovo 免费集成至高端订阅, 再通过提升订阅价值实现后续提价”的策略, 短期内不单独收费 AI 功能, 以增强订阅粘性、促进长期扩容; 由于 AI COGS 较低, 公司可借助云基础优化支撑 AI 投资, 同时维持利润率。
Monday	1) AI 功能推动平台扩张: 1Q25 末总计执行超 2600 万 AI 动作, 较 2024 年底增长超过 150%, AI 功能采用率强劲, 拉动云收入增长; 2) 生产力与协作工具: 目前已推出 AI Blocks、Product Power-ups 与 Digital Workforce AI Agents, 允许用户在熟悉的 monday.com 平台上轻松自动分类、提取、生成内容等; Enterprise 层面推出 AI Vision、Enterprise Service Management 平台, 提供智能故障解决 agent, 于 3 月已上线首批 agent; 3) AI 驱动生产效率与未来变现路径: 公司正测试按使用付费 AI credits 模式, 即第一批用户享有 500 个免费 AI actions 次数, 后续转为 pay-per-use 模式; 2025 年 3 月推出“AI 助手 Monday Expert”, 加强自动化和决策支持能力。
Zoom	1) AI 工具 Zoom Companion 使用率持续提升: 1QFY26 Zoom Companion MAU 环比增长接近 40%; 2) 基于增值服务逐步实现 AI 工具: 公司推出一系列新的 AI 工具产品, 包括 Custom AI Companion, Workplace for Clinicians, 逐步增加对于 AI 产品的变现。
Wiz	1) AI 工具提升用户创作效率, 提高付费用户转化率: 5 月公司推出 AI 视觉设计平台 Wixel, 帮助用户利用 AI 生成和编辑图片与视频; 公司还推出了 AI 助手 Astro, 提高用户建站效率。AI 工具帮助公司提升付费转化率, 提高 ARPPU 并降低流失率。
Zeta	1) 提升广告投放效率: 1Q25 公司推出 AI Agent Studio, 包含一系列生成 AI 工具, 用户可以定制 AI 智能体, 在复杂营销任务中使用 AI 智能体; 2) 用户 AI 采用率持续提升: 1Q25 客户对于 AI 工具的采用率持续提升, 使用 AI 工具的客户单客户收入显著更高。
网络安全软件	
CrowdStrike	1) AI 内部应用推动内部效率提升: 内部应用 AI 为员工每月节省超 1 个工作日 (年化相当于 24,000 工作周); 订阅毛利率达 80%, 反映 AI 平台对运营效率的优化; 2) AI 功能融入现有产品升级: 将 Charlotte AI 集成至 Falcon 安全套件, 提供统一 AI 安全分析界面; 基于统一 AI 传感器推出云数据保护, 同步提供负载防护; 3) AI 原生安全产品需求提升: AI 智能体的普及扩大了网络安全市场空间, 使 CrowdStrike 的 AI 原生安全技术成为刚需。
Palo Alto Network	AI 相关 ARR 占比持续提升: 3QFY25 (财年结于 7 月) 与人工智能相关的年度经常性收入达到约 4 亿美元, 约占总年度经常性收入的 8%。
Fortinet	1) AI 技术深度集成于现有产品升级: AI 技术已深度集成到十余款 Fortinet 产品中, 并推出了一系列 AI 驱动产品如 FortiAI Assist 和 FortiGaurd AI 安全服务等; 2) AI 驱动业务增长: 4Q24 由 AI 驱动的安全运维业务线占总账单金额的约 11%, 同时其 ARR 同比增长 32%; 3) AI 带来的效率提升与成本节约: 服务毛利率的提升部分得益于早期 AI 相关节省的贡献。
Zscaler	1) AI 推动现有核心产品升级: AI 技术深度集成至 ZDX Copilot、Agentic AI 分析引擎等核心产品, 推出 GenAI 数据安全模块、LLM 代理检测系统等 AI 驱动功能; 2) AI 驱动业务增长: AI 运维产品 ZDX Copilot 推出不足一年, 订单额从 2QFY25 (财年结于 7 月) 近 5,000 万美元增至 3QFY25 近 7,500 万美元, 季度环比增长 50%+; AI 分析解决方案如 Risk360 ACV 同比增长近 100%, 成为新兴产品线增长主力。
基础设施软件	
Datadog	1) AI 原生客户 ARR 贡献占比提升: AI 原生客户 1Q25 贡献了约 8.5% 的年度经常性收入 (ARR), 较 4Q25 的 6% 和 1Q24 的 3.5% 显著增长; 同时, AI 原生客户 1Q25 贡献了约 6ppts 的同比营收增长 (4Q24: 5ppts, 1Q24: 2ppts); 2) 使用 AI 集成产品的客户数量持续提升: 截至 1Q25 有超过 4,000 家客户使用至少一项 Datadog 的 AI 集成产品, 数量较去年同期翻倍; 另外, LLM 可观测性产品的客户数量在过去 6 个月内翻倍。
Dynatrace	1) AI 观测性解决方案成为核心增长引擎: AI 赋能的日志方案渗透率 4QFY25 (财年结于 3 月) 达 33% (客户数环比增长 18%), 新客户中 50% 首次部署即采用 (去年仅 20%), 目标 2026 财年收入破 1 亿美元 (同比增速超 100%); 2) AI 技术全栈融合: Dynatrace 将因果推理 AI、预测性 AI 与生成式 AI 深度集成至底层架构。
Gitlab	1) AI 产品持续推动客户增长: 1QFY26 (财年结于 1 月) 首次购买 Duo 的客户数环比增长 35%, DUO 和 Ultimate 相关交易推动席位扩张; 4QFY25 Duo 相关交易占新交易 ARR 的约 1/3; 2) AI 产品升级: 将 AI 深度集成至全平台, Duo Chat 和代码建议功能免费开放给 Premium/Ultimate 用户, 降低 AI 使用门槛; 3) AI 推升相关产品需求: AI 将大幅增加软件创作者和代码量, GitLab 平台是管理 AI 生成代码的基石。
Snowflake	1) AI 驱动平台业务增长: 1QFY26 (财年结于 1 月) 超 5,200 个账户每周活跃使用 AI/ML 技术, Cortex 成为企业 AI 战略核心组件; 2) AI 产品规模化落地: 25 财年全年发布超 400 项 AI 相关功能, 1QFY26 单季度发布 125+ 项 AI 功能 (同比翻倍), 包括 Cortex Search 和 Cortex Analyst 等; 3) 持续推进 AI 生态合作: 与微软深化合作, 将 OpenAI 模型引入 Cortex, 成为唯一同时支持 Anthropic 和 OpenAI 模型的数据平台; 与微软 365 Copilot 和 Teams 集成, 允许用户直接在 Microsoft 平台访问 Snowflake 数据洞察。

Elastic	1) AI 驱动商业转化加速: 4QFY25 (财年结于 4 月) 超 2,000 家云客户部署 AI 用例, 其中 310+家年消费超 10 万美元; 截至 4QFY25 百万级客户中 25%将 Elastic 用于 AI 项目, 并斩获 8 笔 7 位数 AI 订单; 2) AI 技术全栈化融合: Elastic Search AI 平台完成全栈化 AI 能力集成, 推出独家 BBQ (Better Binary Quantization) 向量压缩技术, 提升大规模生产场景检索效率。
MongoDB	1) AI 有望在 27 年后驱动收入加速: AI 对 2026 财年 (财年结于 1 月) 收入贡献温和 (企业仍处技能积累阶段)。管理层预计 AI 驱动的增长将在 2027 财年后加速; 2) AI 带来新的市场机会: MongoDB 定位为 AI 时代的基础设施, 其文档模型能原生处理非结构化数据、嵌套结构和实时变化数据, 满足 AI 应用对数据灵活性的需求。AI 将推动数据库市场重构, MongoDB 凭借架构优势抢占增量市场。

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

■ 推荐买入 Salesforce、金蝶国际

Salesforce (CRM US) : 我们看好 2025 年 Salesforce 的 AI 商业化加速, 主要来自于 AgentForce 产品收入起量以及 AI 带动数据云产品销售。1QFY26 数据云与 AI 业务 ARR 超 10 亿美元, 同比增长超 120%。自推出以来, 公司已完成 8000 笔 Agentforce 订单, 其中一半为付费客户。我们预计公司 AI 产品收入有望在 FY26 年进一步起量。公司目前估值仅对应 14x FY26E EV/EBITDA, 相较 2 年均值 16x 具备较高安全边际。

金蝶国际 (268 HK) : 金蝶 2024 年营收为 63 亿元人民币, 同比增长 10% (2023: 17%), 剔除公允价值损失的影响, 金蝶的减亏成果大致符合我们的预期, 亏损率从 2023 年的 3.2% 收窄至 2024 年的 1.4%, 这得益于毛利率提高了 0.9 个百分点, 主因订阅收入贡献增加; 此外运营效率提升亦有助力。我们仍然看好金蝶受益于国内替代趋势, 且其 “AI 优先” 战略, 加速人工智能与 ERP 的融合, 并优先考虑适用于人工智能的场景, 从长期来看应有助于推动 ARPU 的提升, 并且在宏观经济复苏时推动营收增长再次加速。我们预计 2025 年/2026 年的营收同比增长率将恢复至 12.5%/15.2%。我们基于 8.5x 2025E EV/Sales 得到的目标价为 19.3 港元。

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

互联网

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

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 6 月，跑赢行业的公司主要集中于：1) 商业模式具备较高护城河、较难通过激烈补贴影响短期行业竞争格局的子行业和公司，2) 资金溢出效应下获益于事件性催化的部分高 beta 股票，印证了此前我们持续的推荐逻辑。展望 7 月，在经济基本面或维持温和改善，增量刺激政策或较为有限的情况下，资金轮动或较为温和，行业短期交易机会或仍将集中于竞争格局清晰、业绩增长稳健的标的。我们持续推荐：1) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块，行业竞争格局稳定，公司受宏观及消费影响有限，建议关注游戏收入增长重新加速的**网易 (NTES US)**；2) 在线旅游板块，暑期旺季加持下业绩增长或有支撑，推荐**携程 (TCOM US)**；3) 具备高竞争壁垒与运营杠杆，若宏观恢复好于预期，有望实现较快利润增长和估值改善的**BOSS 直聘 (BZ US)**；4) 利润增长稳健，受益于 AI 商业化催化的**快手 (1024 HK)**。中长期视角下，持续关注两条主线：1) 强科技属性+丰富应用场景+优质商业模式，如 AI 需求推动下云营收增长有望好于预期的龙头公司，及具备较强技术实力及丰富应用场景、有望持续受益于 AI 浪潮的公司，推荐**阿里巴巴 (BABA US)**、**腾讯 (700 HK)**；2) 服务出海相关标的，如游戏、本地生活、OTA、软件及云服务。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 15.0x，相较 2020 年成立以来的历史平均 (24x) 仍有较大修复空间。

图 6: 恒生科技 PE Band

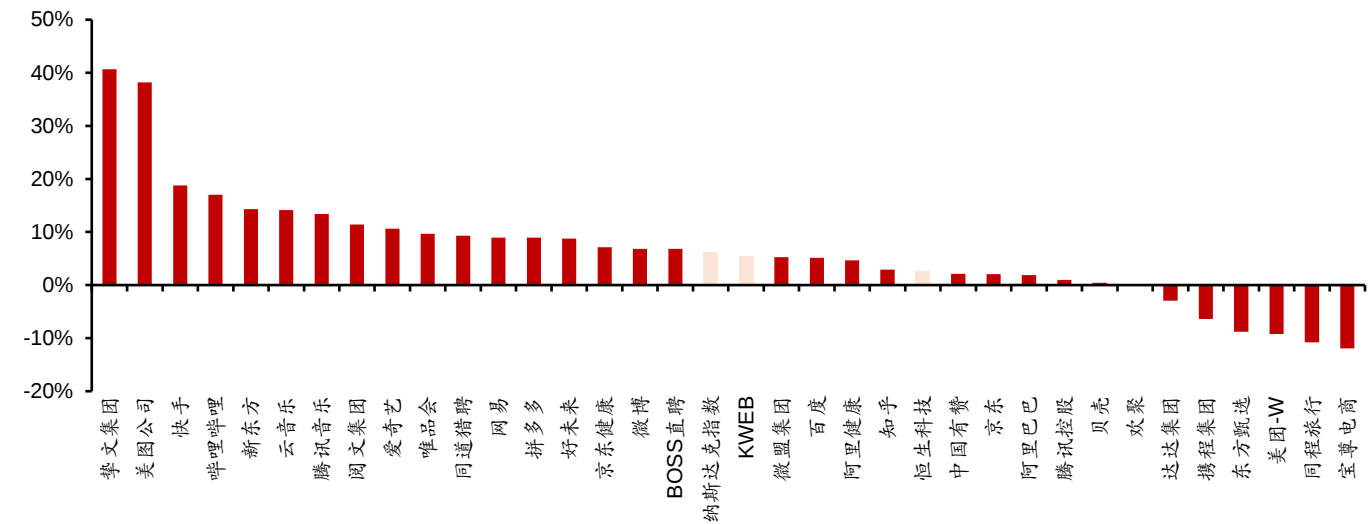


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 6 月 30 日

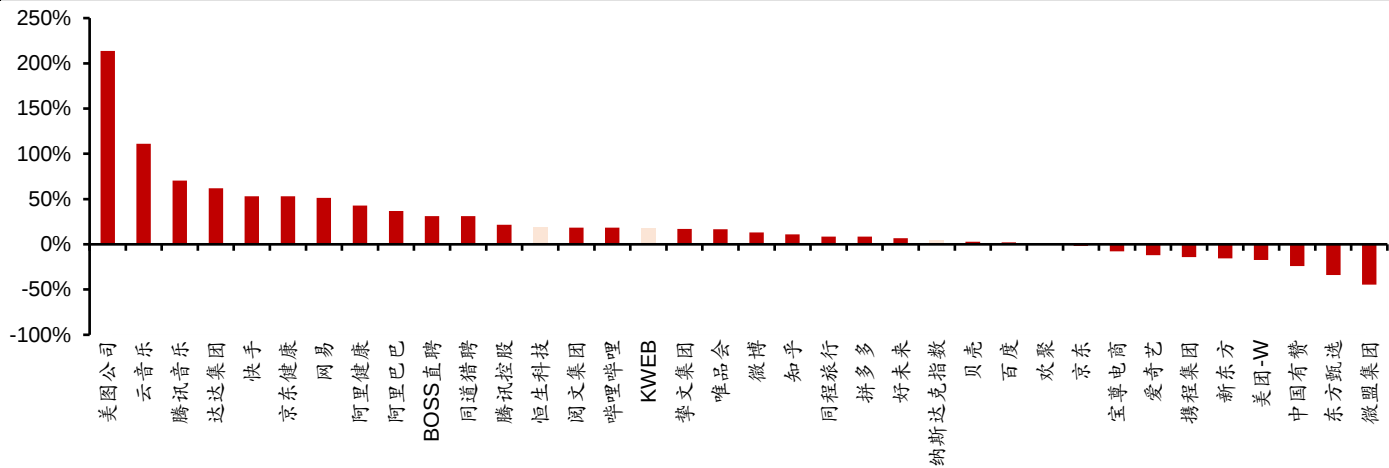
6 月恒生科技指数上涨 3%，KWEB 指数上涨 5%，挚文集团/美图/快手涨幅领先。快手 6 月宣布可灵 AI 在推出 10 个月后 ARR 已突破 1 亿美元，其中 4 月和 5 月的月度付费金额均超过 1 亿元人民币，可灵 AI 商业化加速推动公司估值修复。

图 7: 6 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 6 月 30 日

■ 在线游戏: 头部游戏公司维持稳健盈利增长

5M25 中国游戏市场收入同比增长 17%至 1411 亿元, 新品以及常青产品均有增量贡献。监管方面, 政策继续支持游戏行业健康发展, 6 月国家游戏主管部门下发 147 款国产游戏版号, 数量创 2022 年以来单月新高; 3 月-6 月期间中央及地方出台多项政策, 提出支撑游戏产业健康发展的相关政策。我们看好头部游戏公司 FY25 实现稳健的收入与盈利增长, 我们预计腾讯/网易 FY25 游戏收入同比增长 12%/10%, 业绩具备较高确定性, 得益于: 1) 行业竞争格局稳定, 头部常青游戏表现稳健, 部分 24 年底上线的新游戏如网易《漫威争锋》《燕云十六声》和腾讯《三角洲行动》贡献增量; 2) 利润率改善, FY25 新游相对较少, 销售费用下降, 长期维度下渠道成本有望持续优化。

■ 在线广告：关注 AI/微短剧/小游戏带来增量变化

在线广告行业整体表现预计将继续分化，我们建议首选能够通过 AI 持续提高广告解决方案 ROI 并能够获取增量行业广告预算的平台，包括腾讯、快手、哔哩哔哩。展望 FY25：1) 我们预计腾讯 FY25 营销收入同比增长 17%，视频号广告加载率仍有提升空间、AI 持续提升广告 ROI 及单价、小游戏/微短剧驱动小程序广告收入增长；2) 我们预计哔哩哔哩 FY25 广告收入同比增长 28%，主要得益于电商行业广告预算增量、广告加载率提升以及广告算法持续迭代；3) 我们预计快手 FY25 广告收入同比增长 14%，其中外循环广告增长得益于小游戏/短剧/本地生活等行业的增量预算，内循环广告增长则受益于 GMV 增长以及货架电商等场景的广告库存增加。

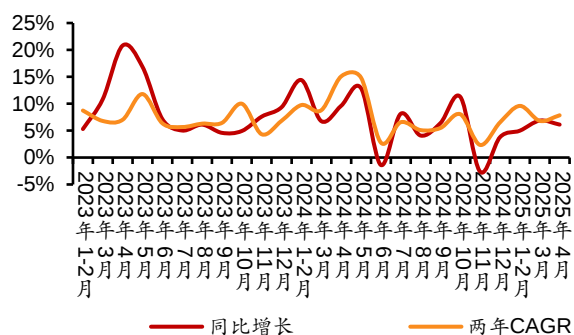
■ 电商：618 行业销售表现略好于我们预期，但主业盈利增速或仍是股价关键驱动因素

“国补”驱动消费需求释放的背景下，行业整体 GMV 增速具备韧性且有望在 2Q25 延续。此外，因国补带动用户补贴优化驱动，具备较强自营业务布局的电商公司（如阿里巴巴、京东）1Q25 利润表现好于预期，而自营业务布局相对欠缺的电商平台（如拼多多）需要维持较高补贴水平以应对其他电商平台在“国补”下用户心智更强的竞争压力，致使盈利面临短期挑战。1Q25 业绩中电商平台整体的股东回报水平仍稳健，但前瞻来看，即时零售及外卖的加大投入为集团层面的整体盈利增长和股东回报带来更大不确定性的平台短期股价面临更大压力。在板块整体估值偏低的情况下，相对具备更清晰的主业盈利增速及新业务增长前景的公司或有望跑赢，推荐阿里巴巴。

据国家统计局数据，2025 年 5 月社会消费品零售总额同比增长 6.4%（2025 年 4 月：5.1%），好于 Wind 一致预期的 4.85%。5M25 实物商品网上零售额同比增长 6.3%（1Q25：5.7%），其中单 5 月份同比增长 8.2%，受益于 618 前置及虹吸效应提振增速环比加速（2024 年 9 月/10 月/11 月/12 月/2M25/2025 年 3 月/4 月：6.4%/11.3%/-2.7%/+3.8%/+5.0%/+6.9%/6.1%）；5M25 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.5%（5M24：24.7%），同比下降或因家电以旧换新带动下线下销售份额略有提升。

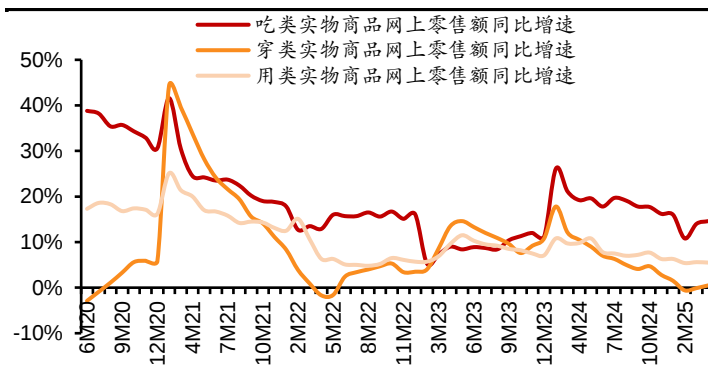
以旧换新及国补重点类目表现中，2025 年 5 月：1) 家用电器和音箱器材类零售额同比增长 53.0%，持续强势（2025 年 4 月：38.8%；5M25：30.2%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 33.0%，环比加速（2025 年 4 月：19.9%；5M25：27.1%）；3) 文化办公用品类（电脑属于此类别）零售额同比增长 30.5%（2025 年 4 月：33.5%；5M25：25.7%）。但需注意，6 月以来部分城市出现国补额度用完暂停的情况，叠加部分 618 消费前置到 5 月，6 月国补类目环比可能出现降速。

图 9：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 10：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

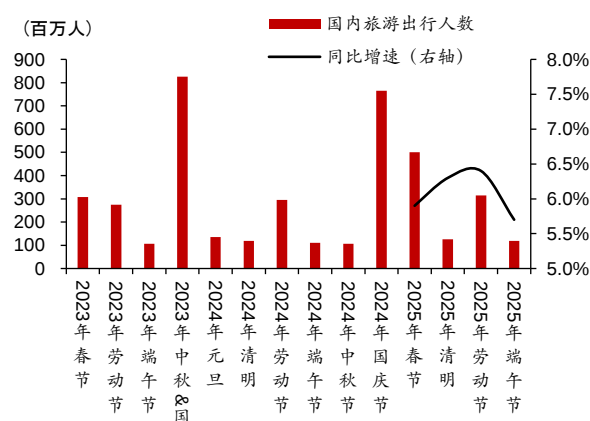
从 618 数据来看，电商平台表现好于我们的预期。据易观数据，618 全周期各主要平台 GMV 合计同比增长 10.4%。据天猫数据，其剔除退款后的 GMV 同比增长 10%，且平台购买用户数实现双位数增长；京东平台 618 大促期间下单用户数同比增长超 100%，线上业务、线下业态及京东外卖整体订单量超 22 亿单。但整体而言，我们认为主业盈利增速或仍是股价增长的关键驱动因素，在板块整体估值偏低的情况下，相对具备更清晰的主业盈利增速及新业务增长前景的公司或有望跑赢。

■ OTA：旅游需求具备韧性、出境游增长仍强劲

根据 2Q25 主要节假日的出游趋势跟踪数据及在线旅游平台的数据，我们预计携程及同程 2Q25 业绩将具备韧性。全年维度看，我们认为在旅游需求维持韧性但盈利增长预期被市场计入较为充分的情况下，在线旅游板块的估值波动或是股价波动的主要驱动因素。下半年基本面层面的主要关注点为出境游面临较高基数情况下的增长情况，及酒店业务在佣金率提升空间较为有限的情况下，预订量的增长是否能维持稳健，支撑业绩增长。

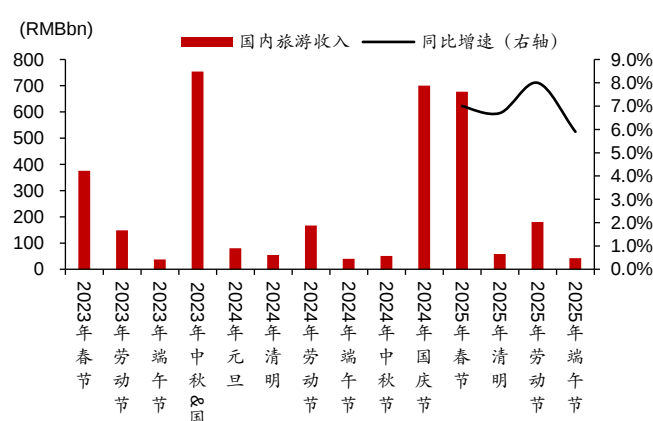
从行业维度看，2Q25 主要节假日出行数据均基本符合市场预期或好于预期。据国家文旅部数据，“五一”假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1,802.69 亿元，同比增长 8.0%。据国家移民管理局数据，五一假期全国边检机关共保障 1,089.6 万人次中外人员出入境，日均 217.9 万人次，较去年“五一”假期增长 28.7%，其中内地居民出入境 577.8 万人次，较去年同期增长 21.2%。从数据来看，内地居民出入境同比增长 21.2% 与清明节出境游数据基本持平，持续好于我们此前 10-15% 的年度出境游人次增长预期。端午节数据方面，据文化和旅游部测算，假期 3 天全国国内出游 1.19 亿人次，同比增长 5.7%；国内出游总花费 427.30 亿元，同比增长 5.9%。

图 11：中国：国内旅游出行人数



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

图 12：中国：国内旅游收入



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

携程：对于国内业务，管理层指出，2Q25 QTD（截至 5 月 20 日）预订量增长势头稳健，酒店预订量同比增长约 10%-15%，交通票务量同比增长中低单位数。管理层还提及国内住宿预订的日均房价同比降幅从一季度的高单位数收窄至二季度的中低单位数，呈现改善趋势。携程平台上的出境机票及酒店预订量在 1Q25 已恢复至 2019 年水平的 120% 以上（4Q24：约 120%；1Q24：约 90%），持续领先整体行业约 30-40 个百分点。我们认为这一趋势在 2Q25 有望延续，但下半年该业务的营收增长将面临高基数压力。纯国际业务方面，Trip.com 在 1Q25 贡献了集团 13% 的营收，营收同比增速维持在 50% 以上。考虑到海外市场下半年的季节性优势及携程为推动增长的增量投资，我们预计其营收增速 2H25 将相较 1H25 略有加速。对于 2Q25，我们预计携程集团层面营收将达 146 亿人民币，同比

增长 15%，增速环比保持韧性。全年维度，考虑到携程对纯国际业务 Trip.com 的增量投资以支撑业务快速增长，我们预测携程集团营收/non-GAAP 经营利润将同比增长 15/11%。

同程旅行：对于 2Q25，我们预计同程旅行的总收入为 47 亿元人民币，同比增长 10%，这是由核心在线旅游业务板块收入同比增长 13% 所推动，但部分被旅游业务收入同比下降 7.5% 所抵消。在核心在线旅游业务中，我们预计交通票务/住宿预订/其他业务的收入同比增长率分别为 10%/12%/25%。我们认为，住宿预订业务稳健收入增长的支撑因素来自：1) 酒店间夜数同比增长 9%；2) 酒店 ADR 同比增长 2%；3) 用户补贴的优化有助于提高酒店的佣金率。我们预计在 3Q25 和 4Q25，住宿预订业务的收入同比增长有望再次加速，这是由较温和的基数和较强的季节性因素推动的，我们认为这将有助于酒店间夜数和平均每日房价的增长复苏。我们认为，由于健康的收入增长和销售及营销支出的持续优化，核心在线旅游业务的利润率同比扩张趋势在 2Q25 有望持续。我们预测 2Q25 核心在线旅游业务的 non-GAAP 营业利润率将扩大至 25.5% (2Q24: 24.3%)，整体 non-GAAP 净利润为 7.32 亿元人民币，对应净利润率为 15.7%。全年维度，我们仍预测同程 2025 年核心 OTA 业务的营业利润/调整后净利润将同比增长 25%/18%。

■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、网易、快手、携程、Boss 直聘

- 1) **腾讯 (700 HK)：**公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道已建立稳固竞争优势，高利润率业务较快增长的推动下，我们预计 FY25 调整后运营利润同比增长 16%。公司当前估值对应约 17x FY25 Non-IFRS PE (剔除战略投资对应 15x PE)，相较盈利增速仍具备吸引力。我们基于 SOTP 的目标价为 660.0 港元，对应 22x FY25E Non-GAAP PE。
- 2) **阿里巴巴 (BABA US)：**我们对 1QFY26 淘天集团维持稳健的盈利增长维持乐观，主要得益于抽成率提升和健康的 GMV 增长推动。对于云业务，我们认为其有望在 1QFY26 实现营收同比增速的环比进一步加速，并相信阿里巴巴在基础设施建设和研发能力提升方面的投资将为长期增长铺平道路。国际数字商业集团 (AIDC) 板块预计将如预期于 FY26 实现首季盈利，非核心业务有望在 1-2 年内达到盈亏平衡。我们认为阿里巴巴是 AI 时代核心受益者之一，并有望受益于潜在的增量消费刺激政策。我们基于 SOTP 的目标价为 155.5 美元，对应 15.7x FY26E PE (non-GAAP)。
- 3) **网易 (NTES US)：**游戏业务受宏观及消费影响较为有限，得益于《漫威争锋》等新游戏贡献及《第五人格》等常青游戏的良好表现，叠加成本以及销售费用优化，我们预计 FY25 调整后净利润同比增长 20%。公司目前交易在 15x FY25E PE，仍处于 2 年平均 PE 的水平，估值相对合理。我们基于 SOTP 的目标价为 136.5 美元，对应 16x FY25E Non-GAAP PE。
- 4) **快手 (1024 HK)：**我们看好快手受益于 AI 应用发展，其中 1) AIGC 能力进一步提升在线营销服务的生产效率，1Q25 广告主在 AIGC 营销素材上的日均消耗超出 3000 万元；2) 1Q25 可灵 AI 收入超 1 亿元，我们预计可灵 AI 在 25 年将产生约 7 亿收入。我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，我们预计公司 25-27 年调整后净利润 CAGR 为 14%，公司当前 12x FY25E PE 相较利润增速/历史均值/行业均值均具备较高吸引力。我们基于 SOTP 的目标价为 80.0 港元，对应 15x FY25E Non-GAAP PE。
- 5) **携程 (TCOM US)：**在国内和出境游有望维持稳健增长且纯海外投资维持较高效率的情况下，公司 2025 年的盈利增长及利润率或有望好于市场预期。公司目前交易价格对应 16.9x 2025E PE (non-GAAP)，对比两年均值 19.7x 或仍有进一步提升空间。我们基于 DCF 模型的目标价为 70 美元，对应 20x 2025 年 non-GAAP PE。
- 6) **Boss 直聘 (BZ US)：**尽管面临宏观不确定性及关税战影响，我们看好公司通过运营杠杆及费用控制，实现全年 30 亿元非 GAAP 下运营利润目标 (同比增长 32%)，若政

策支持或宏观环境改善好于预期，公司利润以及估值均有望快速改善。公司目前估值对应 19x FY25E PE，相较利润增速具备吸引力。我们的目标价为 21.0 美元，基于 21x FY25E Non-GAAP PE。

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

医药

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

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

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

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

■ 未来 6 个月看法乐观

受益于创新药出海交易、国内集采政策优化、创新药丙类医保目录落地、医疗设备招标复苏、内需复苏等积极因素推动，医药行业有望持续上涨。创新药短期上涨显著，普涨行情或将难以持续，未来个股表现或将分化。看好催化剂丰富、估值安全边际强的创新药个股。看好消费医疗的估值修复机会，其中不乏业绩增长强劲且估值吸引的个股。

■ 推荐标的

推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)¹、信达生物 (1801 HK)、百济神州 (ONC US)。

1) 三生制药：707 (PD-1/VEGF) 披露亮眼的早期临床数据，有望成为全球 best-in-class PD-(L)-1/VEGF 双抗，即将在中国开展 3 期临床。合作伙伴辉瑞有望快速推进全球临床开发，抢占肺癌等大适应症市场。公司还拥有 705 (PD-1/HER2 双抗)、706 (PD-1/PD-L1 双抗)、608 (IL-17) 等创新品种，未来将在肿瘤、自免等领域迅速扩充产品矩阵。主业稳健，特比溴医保续约价格保持稳定，并有儿科新适应症纳入医保，预计将继续保持平稳的销售额。

2) 固生堂：在医保资金监管趋严的大背景下，固生堂作为行业龙头，凭借极强的合规运营以及充沛的资金实力，将抓住逆势扩张的机会。公司计划在 25 年新增 15-20 家门店，新进入 2-3 个城市，进一步巩固其民营中医服务机构的龙头位置。我们认为，固生堂将受益于中医服务需求增长的大趋势，不断通过并购整合以及新开店等方式扩大市场份额，有望长期维持超过 20% 的复合盈利增速和优秀的 ROE 及现金流水平。估值具吸引力。

3) 巨子生物：经历舆情事件以后，由于可复美的产品力仍然具备强劲的竞争力，我们认为公司的销售将会逐步复苏。公司将通过继续投入销售费用，修复品牌形象，促进销售的复苏。由于公司的销售费用率低于同行，因此费用仍有增长的空间，从而带来收入的增长。受益于公司双品牌和双渠道的布局，可复美线上销售的短期疲弱对于公司整体影响有限，可丽金以及可复美线下的销售不受影响，这两部分合计占收入约 35%，仍在高速增长。我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道增速大幅提升，线上销售增速超过可复美，有望成为公司的第二增长源头。股价调整后估值非常具吸引力。

4) 信达生物：IBI363 (PD-1/IL2) 在 IO 经治肺鳞癌、3L+结直肠癌以及 IO 经治黑色素瘤均展现了优秀的早期疗效数据，未来有重磅出海潜力。玛仕度肽 (GLP-1/GCGR) 抢占国内减肥赛道双靶点 GLP-1 产品的先机，有重磅潜力。玛仕度肽 6mg 剂量用于减重的上市申请于 25 年 6 月获批，成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物。

5) 百济神州：作为唯一一款临床数据优于伊布替尼，并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼将继续保持市场份额增长的势头，峰值销售额有望超过 50 亿美

¹ 巨子生物 (2367 HK) 为招银国际研究部医药组和必选消费组联合覆盖标的。

金。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们相信 sonrotoclax (BCL-2)、BGB-16673 (BTK CDAC)、CDK4 抑制剂将成为下一波重磅药物。2025 年 BCL-2 有望美国报产，并且公布 2 期临床数据，成为重要催化剂。

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

食品饮料、美妆护肤

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

当前内部经济复苏基础尚不稳固、外部贸易环境持续波动的双重不确定性下，预计居民消费行为仍将保持谨慎理性的主基调。基于此判断，我们认为必需消费品板块将获得边际改善机会，我们建议关注三大投资主线：

- 1) **消费心理边际宽松带来的机会：**在经济环境低迷已有时日的背景下，消费者心理有逐渐适应经济压力的趋势，捂紧钱包的意识略有松动，消费行为特征表现为“只要外部环境未产生进一步恶化，便愿意小幅增加支出”，这一心理边际宽松将促使消费者在能获得“轻度愉悦”和“低决策成本”的商品类别上增加支出，相关的受益子板块包括但不限于零食、软饮、啤酒等；
- 2) **国产替代效应凸显的领域：**如乳制品、美妆护肤等具有明显本土品牌替代空间的高增长细分市场。在关税措施对经济影响不确定性仍在，以及扩内需政策持续出台的刺激下，具备“国产替代”效应的子板块和受益于政策支持的大众消费领域有望获得更稳定的业绩兑现；
- 3) **海外销售取得较大进展标的：**潮玩、即饮产品的出海进程颇为领先，历经前期沉淀积累，已然迈入首个爆发阶段，其中部分产品的成功得益于文化属性加持，这为后续日用品、软饮等产品出海营造了良好氛围。建议关注积极布局出海并即将对业绩产生一定贡献的细分赛道如零食、软饮、美妆等。

■ 推荐标的

食品饮料板块中，我们维持对**农夫山泉 (9633 HK)** 的“买入”评级；在美容护肤板块中，我们维持对**巨子生物 (2367 HK)**²的“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动、扩内需政策力度不及预期、地缘政治影响超预期等。

² 巨子生物 (2367 HK) 为招银国际研究部医药组和必选消费组联合覆盖标的。

可选消费

| 胡永匡 / walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

6 月的消费数据对比 5 月，各个子行业或持平或回调，但考虑到假期较少（今年端午提早）和旺季后消费力减少，我们认为表现仍符合预期。虽然二季度消费行业温和复苏趋势不改，但线下客流转弱且折扣继续加深，我们会持续关注。分行业看，茶饮咖啡、餐饮和家电行业符合预期，而体育用品、旅游-酒店及服装行业则略差于预期。

短线来说，虽然我们预期 7 月可能继续有旺季后回调，但对三季度的展望仍偏正面，主要因为：1) 低基数，2) 入境游强劲带来新增的消费力，3) 贸易战短暂缓和（加快囤货可能会带来出口订单提升），4) 外卖大战（补贴力度可能略有减少，但相信会延续至暑假）等均构成利好。我们认为现在仍然是加仓布局龙头公司的好时机。

中长线来说，我们会持续关注贸易战对需求的影响，国家政策的支持力度和线上抖音渠道可能出现的增长放慢等等。对于个别子行业，如出口和制造、家电等等，在中美贸易战下，我们看法仍然保守。

推荐**瑞幸咖啡 (LKNCY US, 买入)**，**达势股份 (1405 HK, 买入)**，**安踏 (2020 HK, 买入)**，**特步 (1368 HK, 买入)**，**江南布衣 (3306 HK, 买入)**，**波司登 (3998 HK, 买入)**，**JS 环球 (1691 HK, 买入)** 等等。相关标的包括**蜜雪冰城 (2097 HK, 未评级)**，**古茗 (1364 HK, 未评级)**，**Amer (AS US, 未评级)** 和**泡泡玛特 (9992 HK, 未评级)** 等等。

■ 体育用品行业（维持看好）

6 月行业平均零售流水增长估计在低单位数，略差于我们预期，比 5 月的中单位数有所放慢，比 4 月的持平略好一点。主要原因是：1) 假期较少（今年端午提早），2) 线下客流仍然较差等等。从品牌看，户外品牌增长仍然强劲，Adidas 较好，FILA、特步、361、安踏比较一般，李宁和 Nike 较弱。为了促进流水增长，6 月（包括 618）的折扣水平同比仍在加深，但品牌方在成本管控上仍然严格，所以我们对于半年业绩并不太担心。目前行业整体的库存略有上升，但因为订货本来就不多，而且比较具有弹性，所以我们认为风险不高。

展望 7 月，我们认为增长亦会较慢，考虑到：1) 5 月旺季和 6 月的 618 大促一定程度上透支了一些消费力。但展望三季度，我们仍然持看好观点，原因包括：1) 目前流水增长仍算达标，2) 订货增长不快，未来库存的压力也相对不大，3) 专业运动产品需求仍然稳健，4) 户外运动的渗透率仍在上升。若下半年出口情况转差，也会寄望于国家对消费行业支持政策力度的提高。

我们仍建议投资者加仓龙头公司，首选安踏 (2020 HK, 买入)，原因是：1) 户外品牌强劲增长，2) 通过门店改造升级来迎合和拓展不同的客群，3) 看好海外拓展。Amer (AS US, 未评级) 的户外行业增长快速，圈层拓展也很成功。Adidas (ADS EU, 未评级) 的复苏仍然稳健。李宁 (2331 HK, 买入) 和 Nike (NKE US, 未评级) 也开始企稳。

■ 服装行业（维持中性）

6 月的行业平均销售额增长估计约为低单数，比 5 月的中单位数有所放缓，和 4 月的水平差不多，符合我们预期。主要原因和体育用品相若，均因假期减少、线下客流较差等等。从品牌来说，江南布衣和利郎表现均不俗，因为电商、私域、会员体验和管理都较好，加上产品升级较明显，所以流水都有优于行业的增长。对于波司登，因为今年防晒服并不是发展重点，行业亦有些下行迹象，所以 6 月的增长较慢。库存水平略有增加，但仍然可控，折扣同比也有加深，但也不多。

展望三季度，我们看法仍然保守，主要因为去年暖冬的关系，经销商库存水平略高，可能影响今年订货增长，其次亦会担心旺季后的线下客流较差，以及电商增长可能继续放慢，还有来自体育用品行业的竞争加剧（他们也在拓展更多通勤和休闲产品）。市场对今年增长的预期并不高，在股息率仍然吸引的情况下，股价有望企稳回升。

我们目前较推荐江南布衣（3306 HK，买入），因为短线的宏观压力略有改善，且公司的会员营运和产品品类拓展都有较好成效，在基本面改善下，叠加高股息，或会引来更多买盘。我们对波司登（3998 HK，买入）的看法也转为乐观，我们认为增长指引下调后，配合今年行业和公司的基本面反转，增长会加速，目前股息率较高，下行风险较低，利郎（1234 HK，买入）同样如此。

■ 餐饮行业（维持看好）

6 月行业的平均同店销售下降中位数，和 5 月相似，一方面外卖补贴在减少，同时也有季节性回调，但另一方面，基数也在降低。从复苏率的角度来说也在企稳，符合预期。整体看，同店下跌三分之一源于单价下跌，剩余三分之二受客流影响，而低价品牌表现仍然较好。按品牌来说，绿茶和小菜园表现较好，5 月同店增长转正后，在 6 月保持正增长，但幅度放慢。而 Domino、海底捞、KFC、Pizza Hut 仍面临压力，前二者是因为 23 年和 24 年的表现太好导致基数高，而后二者则是因为没有参与太多京东外卖而有份额流失。其他品牌（九毛九、太二、呷哺呷哺、湊湊）的表现相对较弱，但跌幅仍在收窄。

展望三季度，我们认为反转仍会持续，因为：1）未来基数很低，2）供需会继续改善，低效餐厅出清，但需求逐渐改善，未来同店销售有望重拾正增长，3）而且价格战和折扣都会收敛，利好利润率。我们认为现在仍然是布局餐饮行业龙头的良好时间点。不过需要注意的是，我们认为外卖大战对于餐饮来说帮助十分有限，反之对茶饮的利好较大，特别是加盟比例较高的品牌，因为目前的补贴主要都是平台和商家给予的，对业绩的经营杠杆利好巨大。

茶饮行业方面，我们估计 6 月份同店销售增长放慢至约 10%，而 5 月份在近 20%，4 月在 15% 以上，主要因为外卖平台补贴力度减弱，需要商家更多的付出，但增速符合我们预期。分品牌表现看，古茗仍然很好，有约 10% 以上的增长，而茶百道、蜜雪冰城和瑞幸咖啡估计也有高单位数以上同店增长，之后是星巴克，最差则是奈雪的茶和霸王茶姬。

展望三季度，因为基数比二季度高，增速可能环比放慢，但我们相信仍能实现持续较快增长，特别是我们预期外卖平台的补贴会延续至暑假，而天气也很可能持续比去年更热。

目前仍首推瑞幸咖啡（LKNCY US，买入），预期开店继续超预期，SKU 和品类拓展成功，外卖补贴继续利好，折扣小幅改善，同店销售持续复苏，抵销下半年毛利率压力，带动经营杠杆。对于达势股份（1405 HK，买入），我们持续看好公司中长线发展。我们对百胜

中国 (9987 HK/ YUMC US, 买入) 的看法已转为保守, 因为公司在外卖平台优惠的参与度更低, 平均店效增长较慢, 以及美团股票投资亏损加大。

■ 旅游- 酒店行业 (维持看好)

6 月的行业平均 RevPAR 下跌约中至高单位数, 比 5 月的接近持平有所回调, 略差于预期。主要原因是: 1) 假期减少 (端午节提前), 2) 旺季后消费力转弱, 3) 酒店供应增长加速等等。当中下跌较多是 OCC, ADR 则小幅下跌。按价位来说, 经济型表现最好, 中端次之, 中高端和高端最差。

对于二季度, 我们预计行业 RevPAR 会比一季度改善, 而三季度或进一步改善, 甚至可能转正。随着需求持续改善, 拐点应已出现, 目前来看, 暑假的订单仍然较好, 且国家也可能推出更多提振消费和旅游的政策, 所以我们仍然看好。但行业供应增长仍然是关键 (酒店数目增长有加速到 8% 左右), 会影响增长转正的时间。从宏观角度来看, 因为中美谈判略有成绩, 短线压力明显减少, 但中长线来说, 宏观不确定性仍大, 我们会持续关注。

■ 家电行业 (维持中性)

25 年 6 月大家电行业全渠道销售增长约为 20% 以上, 比 5 月的 35% 以上有所放缓, 同时也慢于 4 月和 3 月的 30% 以上, 符合预期。按品类来说, 空调增长仍然最快, 洗衣机略慢, 其后是冰箱。平均单价增长亦有按月放慢, 而在 6 月只有中单位数同比增长。

展望三季度, 品牌方的销售因渠道补库存需求或仍然稳健。但我们对行业看法会更加保守, 因为 6 月的流水增长已经降速不少, 加上房地产竣工数仍有 20% 至 30% 的下跌, 说明需求仍然疲弱。另外小米品牌在家电的发力也已经带来不少价格战。从行业的排产数据看, 未来几个月增长都会放缓甚至转负。

对于 2025 年及 2026 年, 我们的看法均偏保守, 因为: 1) 高基数开始出现, 增长亦难免转差, 2) 国家补贴会受到其他电子产品 (像手机和平板电脑) 和小家电 (像净水器、洗碗机和电饭煲等) 的分流, 3) 出口业务增长亦会放慢, 4) 美国关税提升, 都不利销售或销量的增长和利润率。

我们目前比较看好 JS 环球 (1691 HK, 买入), 主要是看好公司的内在价值, 包括丰厚的现金和 SharkNinja 在亚太区的强劲发展。

■ **风险提示:** 1) 宏观经济增长和社会零售销售增长不达预期, 2) 行业竞争加剧, 3) 房地产价格持续下跌, 4) 人民币大幅升值, 5) 地缘政治冲突发生, 6) 贸易战导致关税大幅提升等等。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

新车将推动 3Q 新能源渗透率提升：十四家中国车企于 7 月 1 日公布了 6 月新能源车销量，合计销量同比增长 27%，环比持平。我们预测 6 月新能源零售销量同比增 28%、环比增 10% 至约 106 万台，市占率维持在 51-52%。1H25 新能源零售销量预计同比增 29%，符合预期。7 月将有小米 YU7、小鹏 G7、理想 i8 等受关注新能源车型开启交付，将推动下半年新能源市占率提升。我们预估特斯拉（TSLA US，未评级）2Q25 中国市场零售销量将同比降 10%、环比降 3% 至约 13.2 万台。我们认为特斯拉或寄希望于新款 6 座 Model Y 及加大促销力度以提振 2H25 在华销量。

■ 理想不及预期，小鹏、蔚来符合预期

理想汽车（LI US/2015 HK，买入）6 月交付量环比下降 11% 至约 3.6 万台，2Q25 销量环比增长 20% 至约 11.1 万台，仍较我们此前的预测低约 1.3 万台。我们认为理想 6 月交付低于预期主要是受销售体系调整以及消费者因等待新车型而延迟购买的拖累。随着新车上市，我们预计 3Q 月度销量有望重回增长区间。

小鹏汽车（XPEV US/9868 HK，买入）6 月交付量同比增长 224%、环比微增 3% 至约 3.5 万台，主要受益于 Mona M03 Max 版本的销量爬坡。其 2Q25 销量环比增 10% 至 10.3 万台，符合此前指引。我们认为将于 7 月 3 日上市、搭载自研图灵 AI 芯片的 G7 车型或是 3Q25 关键，需重点关注其与 P7+ 和 G6 的蚕食效应及和小米 YU7 的竞争。

蔚来汽车（NIO US/9866 HK，持有）6 月交付环比增 7% 至约 2.5 万台，增量主要来自于 NIO 品牌。蔚来汽车 2Q25 销量环比增长 71% 至 7.2 万台，达到此前指引的下限，受益于改款 ES6/ET5 及萤火虫品牌的增量贡献。公司正在整合三个品牌的架构并精简人员以减少资源浪费，但我们认为实际效果或不及管理层预期。

■ 比亚迪去库存，吉利上调目标，零跑创新高

比亚迪（1211 HK/002594 CH，买入）6 月乘用车批发量环比基本持平于 37.8 万台，我们测算公司 6 月渠道库存减少约 5 万台。尽管比亚迪的“618 一口价”促销活动已于 6 月 30 日结束，我们预计 3Q25 折扣将持续。

吉利（175 HK，买入）银河品牌 6 月批发量同比提升 202%、环比降 11% 至 9 万台，我们测算 6 月经销商库存减少约 7,000-8,000 台。吉利汽车 7 月 1 日将全年目标从 271 万台上调至 300 万台，高于我们此前 280 万台的预测。吉利 1H25 总销量同比增 47% 至 141 万台，已完成上调后目标的 47%。

零跑汽车（9863 HK，买入）6 月批发量环比增 7% 至 4.8 万台，再创新高；其于 7 月 1 日宣布与 Stellantis 达成碳积分转让协议（基于在欧盟和英国销售的零跑品牌车辆），2025 年最高对价可达人民币 15 亿元，有望成为股价新的催化剂。

■ 投资建议

推荐关注**吉利汽车**：公司于7月1日将全年目标从271万台上调至300万台（同比+38%），高于我们此前280万台的预测，超出市场预期。吉利1H25总销量同比增47%至141万台，已完成上调后目标的47%，我们认为今年300万台的目标达成的可能性较大。吉利可能是今年中国唯一能上调销量目标的中国车企。三季度随着更多新车型的上市，包括银河A7、银河M9、极氪9X等，有望为吉利的股价提供正向催化剂。基于2025年152亿元的净利润预测，当前股价对应10x FY25E P/E，估值相较其他车企仍有吸引力。

小鹏汽车：今年上半年总销量同比增长接近300%至19.7万台，得益于Mona M03、P7+以及改款G6和G9的增量贡献。今年还有4款全新车型将于下半年上市，其中包括2款增程车型都将为今明两年的销量带来强有力的支撑。强劲的新车周期下，销售动能有望延续。密切关注7月将上市的G7订单表现，或成为股价新的催化剂。

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

房地产和物管

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

■ 乐观

重点开发商6月合同销售额同比-26%，月环比+10%，符合预期。其中建发、金茂表现较强，分别同比增28%、17%，其余主要开发商均为负增长，主因去年同期受517政策影响形成高基数。1H25整体来看，重点开发商合同销售额同比-17%，其中表现较强的为金茂、华发、越秀、建发，分别同比增20%、11%、11%、7%，其余均为负增长；网签数据方面，截至6月30日，新房30城成交面积同比降-4%、二手房16城同比增20%。购房情绪自3月旺季以来以较稳定节奏回落，并未出现市场担忧的断崖式下跌。

我们对地产板块未来表现维持乐观预期，主要由于：1) 政策仍处于宽松周期，如销售遇冷即存在进一步出台支持政策的可能；2) 市场风险偏好回升：融资端负面事件（如国央企信用风险）的担忧明显缓解，对销售端形成积极传导；3) 负面因素边际钝化：板块重大风险逐步出清，当前环境下任何积极信号均可能成为估值修复的催化剂。综上，我们重申对优质地产标的的增配建议。

■ 推荐标的

选股方面，我们建议：1) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地（1109 HK）、龙湖集团（960 HK）等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益，同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳（BEKE US）作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度，建议关注物业管理存量市场的长期受益者，如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

■ **风险提示：**购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

保险

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

■ 三季度人身险预定利率有望再下调，财险龙头基本面向好夯实配置价值

上市险企产品结构向分红险转型，带动新单负债成本持续下行。展望下半年，险企新业务价值有望随价值率提升维持稳健增长，全年有望在较高基数下实现双位数增幅。7 月，保险行业协会将组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会二季度例会；截至 2Q25 末，中国 10 年期国债利率下降 16.6bps 至 1.66%，我们预计 2Q25 人身险预定利率研究值有望降至 2% 以下（1Q25: 2.13%），触发预定利率动态调整机制要求在售人身险产品预定利率最高值（当前 2.5%）连续两个季度高于预定利率研究值 25bps 后需及时下调新产品预定利率的条件，并在两个月内完成新产品切换工作，预计 8 月人身险预定利率上限将下调至 2.0%。我们认为，资产负债匹配及负债端存量刚性成本等问题，仍是险企估值掣肘的重要关注点。

从资产端看，我们认为：1) 增配高息股趋势延续，年初至今南下险资持续加仓银行股，部分公司高股息权益入池标准或边际下行至 3.5%；2) 优质长期股权投资项目布局加码。截至 5 月底，7 家保险公司年内举牌 15 次，超过 2023 年全年险企举牌数量；私募证券投资基金设立将进一步完善险企表外权益投资体系。目前监管已累计批复 2,220 亿元中长期资金入市规模，有望带动红利资产价格上行并驱动险企股息收入增长，部分对冲票息收益下降的影响。

从负债端看，预计年内新业务价值实现双位数增长，得益于 1) 分红险销售步入正轨；2) 预定利率定价机制调整压降新单成本；3) 银保和个险报行合一降低费率，为价值率提升打开空间。分渠道看，我们预计个险渠道行业代理人规模将逐步企稳，个险 NBV 随代理人产能提升和分红险销售占比上升而增长；银保渠道 NBV 价值率进一步上行，但价值率增长幅度同比有望收窄。

财险方面，1-5 月车险保费同比增长 4.4%，非车险随意健险保费增长持续回暖。从已披露保费数据看：众安（+12.3%）> 行业（+5.2%）> 太保（+0.5%）；其中行业车险保费增速 4.4%，非车险保费增速为 6.0%，较上月回升 0.1pct/0.1pct。车险件均保费企稳回升，预计全年车险行业保费增速为 5%，趋近新车产销量增速水平。非车承保结构优化，保费规模随意健险增长而持续释放。上半年承保综合成本率有望显著改善，得益于大灾出险下降；预计老三家中综合成本率排序为：人保<平安<太保。

截至 6 月 3 日，港股中资保险板块交易于 0.1-0.5x FY25E P/EV，处于历史估值低位，下行风险反映充分。维持行业“优于大市”评级，重点关注三大主线：1) 财险龙头标的，推荐买入**中国财险（2328 HK，买入，目标价：15.8 港元）**，公司承保和投资业绩双轮驱动盈利高增；2) 区域险企推荐买入**友邦保险（1299 HK，买入，目标价：89.0 港元）**，多元化市场布局叠加 16 亿美元回购计划加速，有望支撑公司股价上行；3) 弹性标的推荐**中国太平（966 HK，买入，目标价：15 港元）**，公司权益配置占比高，2025 年持续推动分红险转型带动新单保费占比优于同业，全年 NBV 增长有望超预期。

■ 风险提示

权益市场大幅波动；长债收益率大幅下行；客需增长持续性不足，导致新单增速不及预期；新车销量大幅回落、新能源车赔付率大幅提升；自然灾害赔付超出预期等。

资本品

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

■ 5 月份工程机械数据好坏不一，但总体上出口好于国内需求

挖掘机的国内销售在5月份下跌1%，但只是2024年初以来的强劲增长趋势中的单月下跌数据，加上上游零部件制造商的排产量仍然上升，因此我们暂时认为总体上挖掘机仍然处于上升周期中，增长动力包括市政工程以及农村建设对小挖的拉动，以及更新换代周期的确定性较强。

非土方机械方面，5月份销量涨跌互现。叉车销量总体保持韧性，而塔式起重机的国内销量（同比下降52%）和出口（同比增长67%）仍然呈现较大分化。高空作业平台销量同比下降26%，主要由于国内依然疲软 (-48%)。

图13： 5 月份中国工程机械行业销量

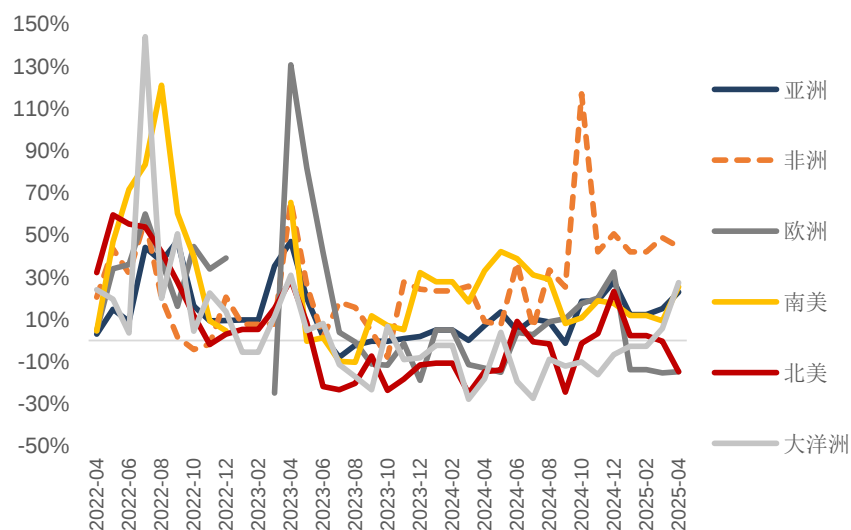
	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
挖掘机	18,202	8,392	9,810	2%	-1%	5%
轮式装载机	10,535	6,037	4,498	7%	17%	-3%
汽车起重机	1,748	978	770	-8%	-3%	-13%
履带起重机	261	56	205	32%	-3%	46%
塔式起重机	538	292	246	-28%	-52%	67%
叉车	123,472	79,129	44,343	12%	9%	17%
高空作业平台	15,653	5,284	10,369	-26%	-48%	-6%

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 新兴市场增长强劲，抵销对欧美的下跌

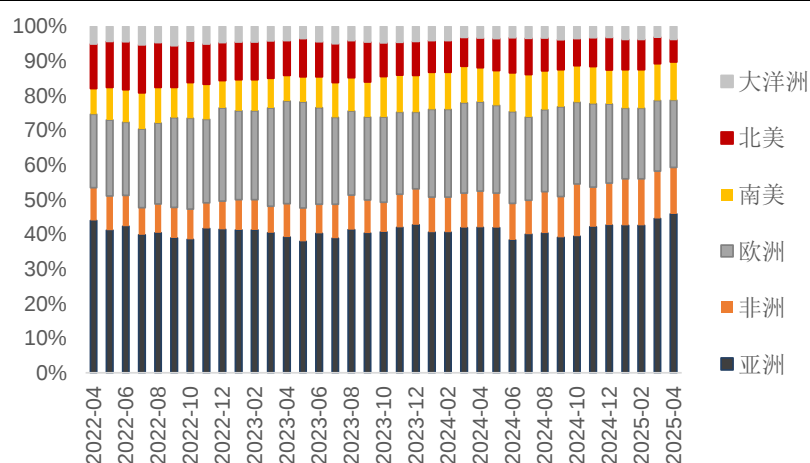
四月份中国工程机械对欧美的出口金额同比下跌15%，但对非洲、大洋洲、南美和亚洲分别上升44%、28%、26%、23%，反映新兴市场仍然是主要增长动力。主要主机厂持续提升产品质量以及海外的配件供应和售后服务。另一方面，总体上美国对中国货品征收的关税对中国工程机械制造商的影响有限，主要由于：（1）大多数中国工程机械制造商在美国市场的收入占比较低；（2）中国制造商也普遍制定了应对关税的计划，包括进一步推进产能出海。在我们的覆盖中，只有鼎力（603338 CH）受到较大的影响（2024年30%收入来自美国，而且大部分产品由中国出口至当地）。

图14：中国工程机械月度出口金额同比增速



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图15：中国工程机械月度出口金额分布



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

■ 6 月份重卡大幅增长

重卡方面，6月份批发量（国内+出口）同比大幅增长29%至9.2万辆，主要同时受柴油和新能源重卡的拉动，增长超出了我们的预期，并带动1H25的重卡销售同比增长至6%。我们认为强劲增长的根本驱动力是3月份推出的重卡置换补贴政策的实施，当中涉及国四车的补贴（根据我们的推算相当于30%的保有量）。强劲的数据印证了我们对今年重卡行业的乐观看法，我们维持全年重卡销量10%的增速预期。

■ 选股建议

三一国际 (631 HK, 买入)：我们预计三一国际将在 2025 年重回增长轨道，在掘进机需求企稳、大型港口设备放量以及国内宽体车好于预期的推动下，将抵消综采相对疲软的销售。此外，我们推算新兴业务板块（包括光伏、锂能和智矿等）的亏损将处于可控水平，这将有助缓解市场担忧。鉴于盈利能见度正在改善，我们认为当前 8-9x 2025 年市盈率的估值是一个有吸引力的买入点。

恒立液压 (601100 CH, 买入)：看好公司人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力，公司目标把滚珠丝杠的产能从目前的相当于 7-8 亿元的产值提升至 20 亿元，我们相信滚珠丝杠将成为中期重要的增长动力及估值重估因素。

潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)：受惠于重卡以旧换新政策以及数据中心专用发动机的强劲销量增长。

■ **下行风险提示：** 1) 国内销量持续疲弱；2) 出口增长在高基数下放缓。

免责声明及披露

分析员声明

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

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

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

对于在新加坡的收件人

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