

2025 年 7 月 2 日

羅凡環

(852) 2532 1962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

2025 港股上半年回顧：Deepseek 引領中國資產重估，港股表現全球領先

2025 年上半年，港股市場經歷了顯著的波動。初期，去年 9 月 24 日之前一度受中國信用週期低谷、財政政策未達預期以及中美利差擴大影響，市場普遍下跌，其中地產、保險和可選消費板塊跌幅顯著，僅資訊技術板塊逆勢上漲。隨後，由 DeepSeek 引領的 AI 熱潮提振了投資者情緒，推動市場出現結構性上漲，主要集中在 AI 相關的科技硬體和互聯網板塊，南向資金成為主要推動力，年初至今累計淨流入 7312 億，同比超一倍，已經接近 2024 年歷史最高記錄的 90.5%。然而，4 月 2 日特朗普宣佈的“對等關稅”超預期，引發市場急劇下跌，4 月 7 日港股單日跌幅達 13%，幾乎回吐年內所有漲幅，前期領漲的科技板塊和出口鏈相關板塊跌幅尤為顯著。此後，在跌破情緒低點並觸及支撐位後，市場開始觸底反彈，尤其 5 月關稅緩和超預期後，情緒和基本面均得到修復，新消費和生物醫藥板塊表現突出，但南向資金流入明顯放緩，進入 6 月份港幣持續衝擊弱方保證和流動性收緊，觸及期間恒指和恒科均承壓回檔，南向資金買入策略上更傾向於“啞鈴型”配置：一端是高股息資產，另一端是科技成長、新消費創新藥板塊。

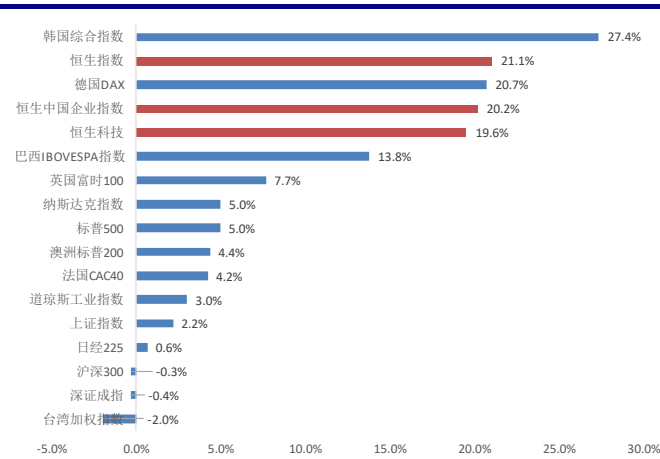
截至 6 月 30 日，恒生指數、恒生國企指數和恒生科技指數分別上漲 20.0%、19.1% 和 18.7%。2025 年上半年港股表現良好，核心原因在於 DeepSeek 引領的 AI 熱潮推動中國資產重估，年初至今南向資金的大幅淨買入，資金由傳統紅利板塊向科技、新能源、生物醫藥等新興行業擴散，4 月起外資大規模增配港股，形成內外資金合力推動市場上漲。此外，央企藍籌股憑藉穩健業績和高股息表現出色，整體資金面與基本面改善是港股反彈的關鍵動力。

圖表 1：港股上半年整體市場表現



資料來源：Wind，第一上海整理

圖表 2：港股上半年在全球主要市場表現對比



資料來源：Wind，第一上海整理

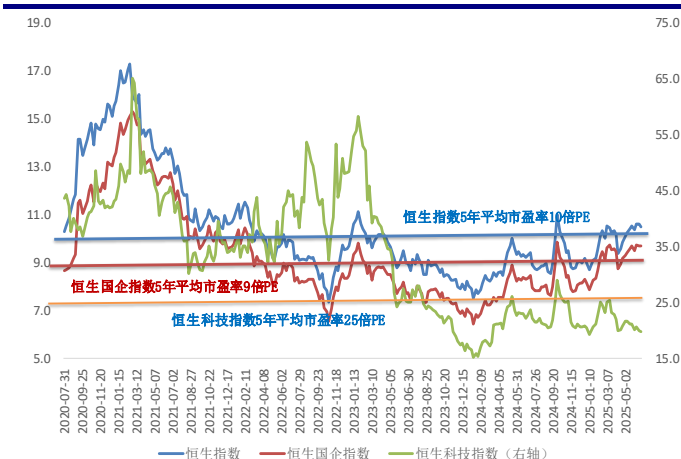
2025 港股下半年展望：聚焦重視股東回報和業績增長的優質稀缺資產

展望 2025 年下半年港股，儘管中美博弈和關稅政策仍可能對港股情緒和基本面造成短期擾動，但企業盈利展

現出較強韌性，疊加前期市場已充分消化利空預期，三季度港股有望在政策和資金推動下保持震盪向上的趨勢；其次，隨著港股上市制度不斷深化改革，優質中概股和新經濟企業加快赴港上市，市場資產結構將持續優化，這不僅有助提升港股市場的定價權，也將帶動港股流動性改善與長期資金入場，南向資金持續湧入也為港股提供中長期支撐；最後，四季度在國內穩增長政策持續加碼的背景下，疊加DeepSeek引領的中國資產重估浪潮，以及AI產業催化對科技與新經濟板塊的業績提振，港股有望隨著全球流動性邊際改善重新獲得投資者關注，出現估值與盈利的雙重修復，結構亮點更加突出，為投資者創造長期機遇。

港股下半年有望受穩增長政策和資金改善提振，但中美博弈與美聯儲降息節奏仍存不確定，因此市場需保持謹慎樂觀。策略上延續“啞鈴型”配置，平衡成長與分紅兩端，把握結構機會。行業重點關注：一是AI催化下互聯網與科技龍頭，二是受創新藥與出海紅利驅動的醫藥板塊，三是新興消費賽道，四是保險等非銀金融，五是銀行、電信、公用事業等穩健高息板塊。整體佈局應注重確定性與趨勢性，靈活調整，捕捉長期價值增長機遇。

圖表 3：港股上半年主要指數 PE 估值



資料來源：Wind，第一上海整理

圖表 4：中國 1 年期和 10 年期國債收益率



資料來源：Wind，第一上海整理

延續上半年反轉趨勢，恒生指數和恒生國企指數有望升至 29000 和 10500 點

展望 2025 年下半年港股，地緣政治風險仍是關鍵，中概股退市擔憂尚存，但港股承接能力持續增強，2025 年一季度雙重主要上市比例已達 65%，流動性覆蓋率中位數達 1.8 倍，港股市場適配性提升可有效緩衝退市衝擊。美元流動性改善、1 個月 HIBOR 從 4 月底的 4.07% 降至當前 0.77%，疊加國內經濟企穩（地方政府專項債推動基建投資，5 月社零同比增長 6.4% 超預期以及國補的推動），有望為港股估值提供支援。在中美監管博弈與政策刺激雙重影響下，短期擾動反而創造低吸機會，港股或將成為規避外部風險的重要緩衝集區。基於此我們對香港股市維持樂觀的態度，主要基於：

一、**港股仍是紅利資產最佳選擇之地，南向資金持續加倉：**截至 6 月 30 日，2025 年內南向資金累計淨買入港股金額已高達 7312 億港元，這一規模相當於 2024 年全年淨買入 8079 億港元的 90.5%。按照市場測算，年內相對確定的南向增量資金為 2000-3000 億港元，若該預測成真，2025 年全年南向資金累計流入規模可能超萬億港元。此外，港股紅利資產，尤其金融（銀行、保險）、能源（石油、煤炭、電力）、電信、公用事業等重點領域的龍頭，甚至包括不少優質的製造企業，它們的股息率依然穩穩超過 4% 甚至更高水準，並且經營業績方面長期都能維持穩增長，在長期利率已正式進入“1%”、銀行存款利率一降再降時代，港股已成為驅動海量的低成本資金尋求更高的保值增值最佳市場。

二、 港股估值仍是全球市場窪地，A/H 股依然溢價高：以風險溢價衡量，美股風險溢價接近零，恒指相對 10 年期中債風險溢價約 8%，相對美債約 5%，滬深 300 約 4.8%。港股預測市盈率約 10.7 倍，為 2015 年以來 36%分位數。2025 年 6 月 30 日 AH 溢價約 9%，表面較低，但受 2022-2024 年美聯儲加息、美元強勢影響，離岸市場承壓，AH 溢價中樞抬升。長期來看，當前溢價並不極低，2015-2021 年 A/H 溢價在 10%-50%之間波動，2010-2014 年在-10%-40%之間，仍有修復空間。此外，最近，全球資金在加配“估值窪地+政策托底”特徵明顯的亞太資產，就中國資產而言，企業盈利前景改善、中國資產估值相對較低，增強了中國資產對全球投資者的中長期吸引力。

三、 下半年降息降准，國補推進等措施穩經濟：今年以來，央行實施適度寬鬆的貨幣政策，綜合運用存款準備金、公開市場操作、MLF、再貸款再貼現等工具，保持流動性充裕。多位專家預計，下半年央行還會繼續降息降准，其中降息幅度可能達到 30 個基點，降准幅度有可能達到 0.5 個百分點。國債買賣操作年記憶體在重啟的可能。此外，國補方面在以舊換新、網售促銷等因素下，市場國內宏觀消費繼續改善。今年 1 月和 4 月已分別下達兩批共計 1620 億元中央資金，支援地方做好一、二季度消費品以舊換新工作。後續還將有 1380 億元中央資金在三、四季度分批有序下達。目前全國消費品以舊換新補貼資金使用大致占到全年規模 50%左右，整體進度符合預期。

綜上所述，我們預計 2025 年恒生指數市盈率上限為 13 倍，下限為 10 倍，對應目標區間 29000-22000 點；2025 年國企指數市盈率上限 13 倍，下限 10 倍，對應目標區間 10500-8700 點；2025 年恒生科技指數市盈率上限 20 倍，下限 15 倍，對應目標區間 6600-5000 點。和目前指數水準相比，恒生指數、恒生國企指數和恒生科技指數最高分別仍有 20%、20%和 23%的上升潛力。

投資策略：關注高息紅利、科技互聯網、新消費、創新藥以及大宗商品等五大投資板塊

2025 年年初以來，隨著 Deepseek 在中國的大爆發，帶動港股科技板塊強勢反彈，在南向資金不斷流入加持下，港股流動性明顯增強，港股市場生態環境發生改變，優質企業赴港上市，為港股市場注入新鮮血液，提升了市場活力。下半年，我們繼續看好重視股東回報的高息紅利、跌至極致性價比的科技互聯網、Deepseek 時刻的創新藥和新消費，以及大宗商品板塊等公司。

主線一：重視股東回報的高息紅利公司

隨著中國十年期國債收益率持續下行（目前僅約 1.67%左右），無風險利率中樞下移，凸顯港股平均股息率約 5%~7%的比較優勢，吸引長期資金流入。其次，國內 M2 存量已超 300 萬億，銀行理財資金 30 萬億，國內需要尋求高回報的資金充裕，市場亟需穩定分紅、高股息資產來對沖利率走低帶來的再投資風險，這也為港股高息標的提供充足流動性支撐。其次，保險等機構資金正在增加對港股優質高息股的配置，自 2023 年開啟試點以來，規模已經增加至 2220 億，高息股以持續、穩健的現金流，體現出長線資金對該類資產的青睞。我們繼續推薦關注具備低估值、高分紅和高股息重視股東回報的優質央企國企公司，推薦關注：中國移動（941.HK）、中國電信（728.HK）、中國聯通（762.HK）、陝西煤業（601225.SH）、中國神華（1088.HK）、兗礦能源（1171.HK）、中國海洋石油（883.HK）、中國石油股份（857.HK）和中國財險（2328.HK）等；

主線二：Deepseek 時刻的科技互聯網

我們看好港股科技互聯網板塊的中長期投資機會。經歷二季度震盪整理後，包括互聯網在內的 TMT 板塊當前估值已回落至相對低位，性價比明顯提升，恒生科技指數市盈率也已回到 2025 年初的水準，提供了更具吸引力的佈局視窗。隨著三季度各項催化劑陸續落地，半導體、智慧輔助駕駛、AI、機器人以及穩定幣等前沿方向有望引領板塊重新走強。建議投資者把握下半年的逢低買入機會，提前佈局港股科技互聯網，分享未來創新驅動帶來的持續增長紅利。推薦關注業績增長穩健、估值合理的龍頭企業，以及在 AI 技術應用方面具有優勢的企業，建議重點配置此類公司如騰訊（700.HK）、美團（3690.HK）、小米集團-W（1810.HK）、香港交易所（388.HK）、網易-S（9999.HK）、阿裡巴巴-W（9988.HK）、快手-W（1024.HK）和貝殼-W（2423.HK）等；

主線三：Z 世代驅動的國潮、文化 IP 等新消費

“新消費”概念受到市場重點關注，相關上市公司近年來發展迅速，我們認為人們的消費觀念正逐步發生變化，“悅己型”消費正成為消費主流：以 IP 為核心的“潮流玩具”能夠快速喚醒消費者的共鳴，給予消費者提供即時的情緒價值，由小眾玩具逐步破圈引起廣泛追捧，處於行業高速發展期，相關上市公司如泡泡瑪特（9992.HK）、布魯可（325.HK）值得關注，名創優品（9896.HK）正處於調整時期，關注後續調整情況，當前估值水準較低；此外，茶飲及咖啡行業發展也十分迅速，蜜雪冰城（2097.HK）、瑞幸咖啡（LKNCY.US）均在供應鏈、品牌、門店網路等層面有各自細分領域內具備領先的實力，在海內外仍存在進一步的擴店空間，前景廣闊，亦值得長期關注；

主線四：重視中國創新藥的厚積薄發和價值提升

2025 年是中國創新藥進入厚積薄發時期，自 2021 年開始，中國創新藥對外授權總交易金額年均複合增長率超過 80%，顯著高於全球同期資料的 10% 左右。今年一季度中國藥企參與的並購與授權交易金額 369 億美元，占全球 695 億美元的一半以上。同時中國生物醫藥企業積極參與國際創新藥生態鏈，在國內又有臨床試驗等方面相對寬鬆的政策環境和國內人才紅利等，使得中國創新藥行業能厚積薄發、集中噴射的重要市場支撐。我們推薦關注康諾亞-B（2162.HK）、傳奇生物（LEGN.US）、聯邦製藥（3933.HK）、再鼎醫藥（9688.HK）、康方生物（9926.HK）等；

主線五：黃金石油等大宗商品戰略性資產

隨著全球地緣政治風險加劇、主要經濟體貨幣政策進入寬鬆週期，資金將持續追求具備稀缺性與避險屬性的品種，黃金仍是首選，長期有望獲得資金青睞。而石油作為經濟和工業命脈，在供需緊平衡格局下，具備中長期配置邏輯，有望在通脹預期回升中表現出色。綜合來看，黃金、石油等大宗商品等戰略性資產，有助於增強投資組合的防禦與分散能力，為應對市場不確定性提供重要支撐，值得投資者重點關注與長期配置。我們推薦關注紫金礦業（2899.HK）、中國黃金國際（2099.HK）、中國宏橋（1378.HK）中國海洋石油（883.HK）、中國石油股份（857.HK）、中國石油化工股份（386.HK）、中國神華（1088.HK）、兗礦能源（1171.HK）等。

截止 2025 年 7 月 2 日，第一上海 2025 年十大首選公司平均漲幅為 15.24%，同期恒生指數表現為 20.59%，國企指數為 20.79%，分別跑輸恒生指數和國企指數-5.35 和-5.55%，由於第一上海 2025 年首選股都是科技互聯網、大宗商品、紅利高息、高端製造和消費等行業龍頭公司，也是港股和 A 股的一些中國核心稀缺資產，我們仍然看好年度首選股公司在下半年的表現。

圖表 5：第一上海 2025 年首選公司表現及概況

排名	股票	代码	现价 (港元)	变幅	目标价 (港元)	评级	24PE (倍)	25PE (倍)	26PE (倍)	24息率 (%)	25息率 (%)	24-26EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
1	小米集团	1810	59.65	90.27%	67.9	买入	57.8	32.8	25.3	0.00	0.00	51.0	7.87	14889
2	比亚迪*	1211	122.3	43.71%	145.19	买入	10.1	8.0	6.4	3.65	4.41	23.1	38.00	4512
3	港交所	388	419.2	39.97%	430	买入	40.7	35.8	34.9	2.22	2.50	7.9	37.09	5315
4	腾讯	700	505.5	24.45%	660	买入	19.2	16.4	14.8	0.99	1.10	14.2	109.51	48376
5	中国移动	941	87.15	21.05%	112	买入	11.7	10.8	10.0	6.30	6.79	8.1	68.20	17307
6	时代电气*	3898	31.35	4.66%	49.6	买入	10.8	9.1	8.2	2.62	2.90	14.9	27.88	171
7	中国海洋石油	883	17.72	3.96%	23.71	买入	5.5	0.8	5.8	48.61	7.89	不适用	14.43	8429
8	中国神华*	1088	30.5	-4.52%	38.34	买入	8.8	9.2	9.2	7.25	7.28	不适用	19.98	1030
9	贝壳	2423	47.4	-4.76%	66.8	买入	35.3	23.9	17.1	1.81	1.08	43.5	21.55	1692
10	贵州茅台（人民币）	600519	1409.52	-5.45%	1900	买入	20.5	18.6	17.1	3.65	4.02	9.6	189.23	17704
11	兖矿能源*	1171	7.81	-7.97%	10	买入	5.0	6.1	5.4	79.61	8.71	不适用	20.33	334
12	比亚迪电子	285	31.8	-22.46%	48	买入	15.2	12.8	10.1	1.98	2.35	22.4	12.74	716
平均				15.24%	跑赢幅度									
恒生指数				20.59%	-5.35%									
恒生国企指数				20.79%	-5.55%									
恒生科技指数				18.37%	-3.12%									

现价=2025年6月30日收盘价
变幅=2025年6月30日收盘价/2024年12月13日收盘价

資料來源：第一上海研究部，彭博

注：*僅計算 H 股市值，現價為 2025 年 6 月 30 日收盤價

截止 2025 年 7 月 2 日，第一上海 2025 年二季度首選公司平均漲幅為 15.22%，同期恒生指數表現為 9.21%，國企指數為 7.06%，分別跑贏恒生指數和國企指數達 6.01% 和 8.17%，我們繼續看好這些公司在下半年的表現。

圖表 6：第一上海 2025 年二季度重點推薦公司概况

排名	股票	代码	现价 (港元)	变幅	目标价 (港元)	评级	24PE (倍)	25PE (倍)	26PE (倍)	24息率 (%)	25息率 (%)	24-26EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
1	中国黄金国际	2099	71	40.71%	73.47	买入	443.8	643.8	75.5	0.00	0.56	142.4	33.85	281
2	中国银河*	6881	8.81	25.52%	10	买入	9.8	8.2	7.4	3.18	3.86	15.0	12.86	325
3	中国联通	762	9.31	11.14%	13	买入	11.8	10.4	9.0	5.04	6.21	14.9	12.50	2610
4	华润万象生活	1209	37.75	5.03%	45.2	买入	21.4	10.0	16.3	8.55	3.18	14.7	6.37	861
5	美团-W	3690	125.6	-6.27%	230	买入	19.5	19.5	14.3	0.00	0.00	16.7	27.56	7840
平均				15.22%	跑赢幅度									
恒生指数				9.21%	6.01%									
恒生国企指数				7.06%	8.17%									
恒生科技指数				5.03%	10.20%									

现价=2025年6月30日收盘价
变幅=2025年6月30日收盘价/2025年4月23日收盘价

資料來源：第一上海研究部，彭博

注：*僅計算 H 股市值，現價為 2025 年 6 月 30 日收盤價

考慮到當前經濟環境和市場現況，我們另外精選以下 5 檔股票為第一上海 2025 年下半年重點推薦公司：中國電信（728.HK）、阿裡巴巴（9988.HK）、聯邦製藥（3933.HK）、中芯國際（981.HK）和中國宏橋（1378.HK）。

圖表 7：第一上海 2025 年下半年重點推薦公司概况

股票	代码	现价 (港元)	目标价 (港元)	评级	24PE (倍)	25PE (倍)	26PE (倍)	24息率 (%)	25息率 (%)	24-26EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
中国电信*	728	5.57	7	买入	14.3	12.7	11.4	5.03	5.75	12.1	5.30	773
中芯国际	981	44.75	50	买入	69.0	40.3	18.6	1.52	1.92	92.7	20.08	3569
中国宏桥	1378	18	20.5	买入	6.9	4.2	6.6	4.2	8.67	1.7	10.53	1706
联邦制药	3933	15.06	21.9	买入	9.3	8.1	11.3	9.3	3.69	不适用	7.92	274
阿里巴巴	9988	109.8	152	买入	29.3	15.2	13.7	0.18	0.35	45.9	64.00	21000

資料來源：第一上海研究部，彭博

注：*僅計算 H 股市值，現價為 2025 年 6 月 30 日收盤價

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。