浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

2025 年中期市场策略展望：唯一不变的就是改变

赖烨烨
首席策略分析师
Melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 6441

2025 年 5 月 28 日

展望今年下半年，在研判市场走势与进行资产布局时，我们需从双重维度切入：一方面，明晰短期潜在的变化因素，并对其进行动态追踪；另一方面，精准把握中长期不变的发展趋势，择机在低位进行布局。投资策略上，可优化红利+科技的杠铃策略，关注出海概念股，并战术性进行“低买高卖”把握市场区间波动的机会。

变化的是什么？ 1）美国关税政策，以及各国应对措施充满变数。从当前形势分析，关税既是谈判的手段（为主），也是目的（为辅）。只要特朗普仍执政，市场对其政策“朝令夕改”的担忧便难以消散，美国与其他国家在关税及非关税领域的谈判短期内亦难以达成一劳永逸的解决方案，全球经济风险或持续处于可控但未完全消除的状态。后续关税谈判仍将面临多重博弈的挑战。**2）中美本国重大政策“边走边看”的可能性较大。**美联储的降息路径仍不明确，企业减税和放松监管政策年内能否落地存疑。外部环境不确定性对中国经济的冲击程度有待评估，接下来增量政策出台动向仍是市场关注焦点。**3）谁是 AI 发展的赢家尚未可知，中美在 AI 发展中形成了差异化的路径。**美国有先发优势，走的是“堆算力”路线，中国则是“以算法换算力”突围。

不变的是什么？把握结构性趋势是穿越周期的关键，结构性机会往往伴随 10-15 年的产业周期，提前布局核心赛道有望获取超额回报。我们认为，以下三大趋势有望带来新的投资机遇：1）科技自主化与全球产业链重构。2）人工智能的技术迭代和分化。3）全球去美元化和构建多元化结算体系成为趋势。

如何在变与不变中掘金？下半年，预计中美市场走势将继续分化，或呈区间波动的态势。**中国市场：**我们更看好港股，因其基本面稳健（受关税冲击较小）、流动性持续改善（外资+南向资金共同净流入），以及估值提升空间较大（AI 龙头+新消费公司市值占比上升）。行业配置上，可选消费和医疗健康行业预期业绩增长弹性较大，有望获得资金青睐。市场风格上，大盘成长股有望跑赢。**美国市场：**尽管政策风险和经济风险在近期有所缓和，但仍较年初更高。下半年，虽然有减税和放松企业监管等政策值得期待，但在当前美股偏高的估值下，我们认为美国股市年内的上行空间有限。行业配置上，看好防御性较强公用事业和受益于 AI 发展的信息技术行业。

中美市场主题投资策略：中国市场投资策略上可优化杠铃策略（16 个优质高息股+30 个港股 AI 概念股+25 个 A 股算力产业链个股）、关注产业链重构下中企出海的机会（25 个出海概念股）、并战术性进行“低买高卖”把握市场区间波动的机会。杠铃策略在美股投资上同样有效，红利端选取兼具防御性和高股息的公用事业板块，科技端保持对 AI 的配置（24 个 AI 产业链上的美股），有助于投资组合获得额外的收益。

投资风险：地缘政治紧张局势升级，AI 的发展超预期，流动性趋紧等。

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

一、市场回顾与展望：在变与不变中掘金 3

1. 变化的是什么？动态博弈中的风险 3
2. 不变的是什么？结构性趋势的延续 8
3. 变局下如何进行策略布局？ 10

二、盈利增长面临全球经济增速下行挑战 12

1. 全球主要股市盈利增长对比 12
2. 中国股票市场 13
3. 美国股票市场 16

三、中美资产价值重估叙事仍在继续 18

1. 全球主要股指估值对比 18
2. 中国股票市场 19
3. 美国股票市场 20

四、全球资金流向呈现再平衡趋势 21

1. 全球主要市场资金流概览 21
2. 中国股票市场 23
3. 美国股票市场 25

五、行业配置、轮动与风格切换 26

1. 中国股票市场 26
2. 美国股票市场 32

六、变局之下的主题投资策略 35

1. 投资主题一：中美市场均可采用杠铃策略 35
2. 投资主题二：关税战下企业“出海”的应变之策 43

七、浦银国际重点关注股票组合更新 49

八、投资风险 51

2025 年中期市场策略展望：唯一不变的就是改变

一、市场回顾与展望：在变与不变中掘金

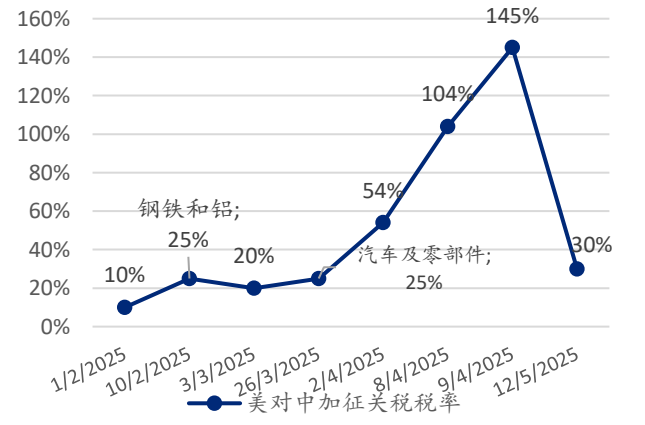
回顾 2025 年上半年，全球资本市场在特朗普政策的频繁变调中剧烈波动。在此变局中，两类投资者表现尤为亮眼：一类是具备敏锐市场触觉，能快速调整仓位并在波动中精准执行“低买高卖”策略的投资者；另一类则是遵循中长期发展逻辑，提前完成战略布局且不为短期市场扰动所动的投资者。展望下半年，在研判市场走势与进行资产布局时，我们需从双重维度切入：一方面，明晰短期潜在的变化因素，并对其进行动态追踪；另一方面，精准把握中长期不变的发展趋势，择机在低位进行布局。

1. 变化的是什么？动态博弈中的风险

1）美国关税政策以及各国应对措施充满变数

在特朗普重新执政的短短 100 多天里，其团队试图通过关税政策（“开源”）与裁减政府机构政策（“节流”）同时进行，来解决美国政府债务问题。4 月 2 日，特朗普以远超市场预期的强硬姿态推出“对等关税”政策，各国迅速应对，中国等部分国家出台反制措施。4 月 9 日，其突然转向对中国以外的其他国家暂缓实施该政策 90 天，仅保留 10%的基础关税。紧接着在一个多月后的 5 月 12 日，其大幅降低对中国的关税税率（从 145%将至 30%），并达成 90 天的暂停协议。这一戏剧性转折，暴露出超高关税对美国企业经营成本与民众生活负担造成的实质性冲击已超出特朗普政府的承受阈值。

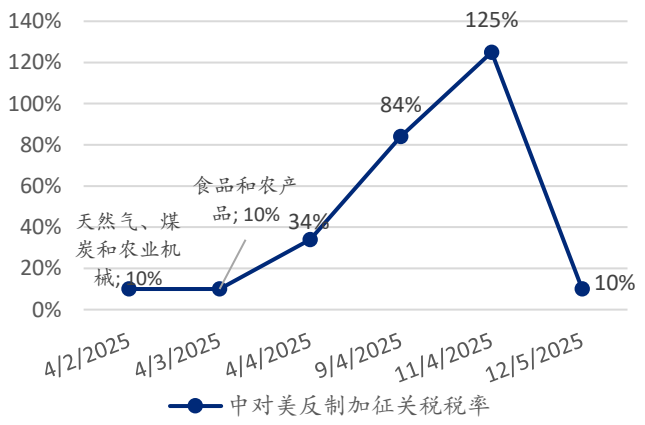
图表 1：美国对中国加征关税税率



注：未标注的关税税率针对所有商品。

资料来源：白宫、浦银国际

图表 2：中国对美国反制加征关税税率

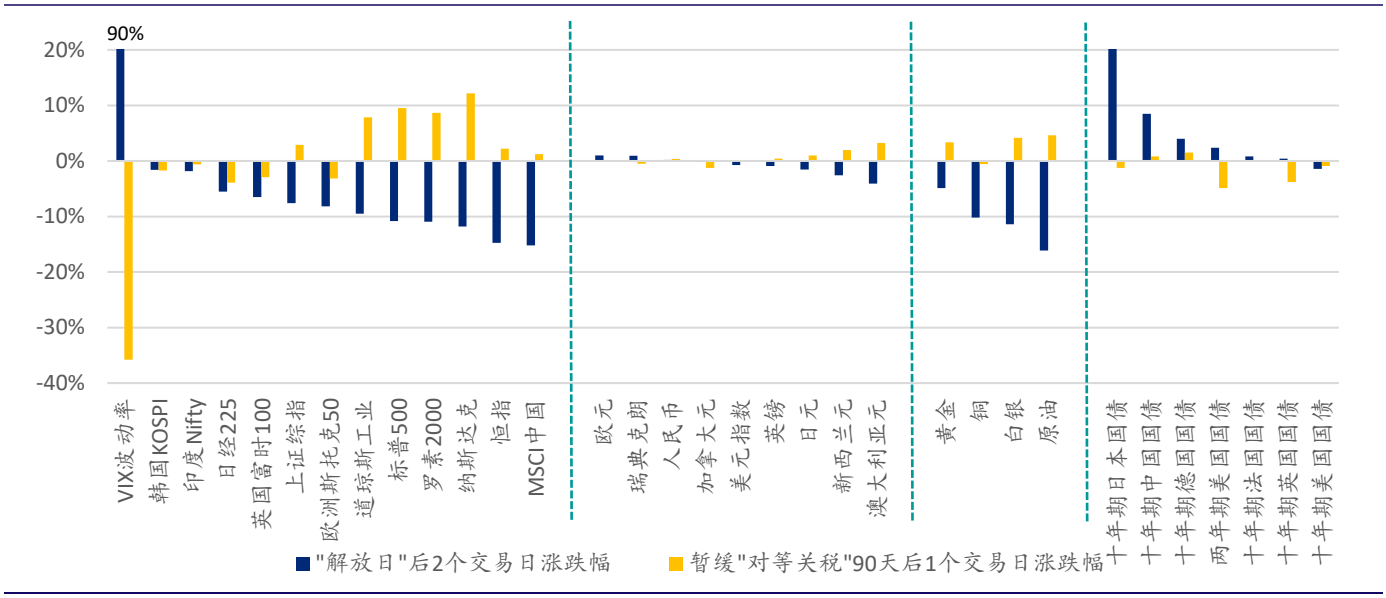


注：未标注的关税税率针对所有商品。

资料来源：中华人民共和国财政部、浦银国际

特朗普关税政策的剧烈反复，直接引发全球市场连锁震荡。“解放日”后，各国迅速应对，中国、欧盟等部分国家/地区启动反制措施，全球供应链的突然断裂不仅推升美国经济衰退风险，更致使美国国际信誉严重受损。过去两年以来的“美国例外论”受到了动摇，一度造成股市、债市、汇市“三杀”的恐慌性局面。直到“对等关税”暂缓实施后，美国经济衰退预期才重新降温，全球股市亦随之迎来快速反弹（图表 3）。

图表 3：年初至今，特朗普政府重大关税政策牵动着全球资产的价格走势



注：“解放日”指的是 4 月 2 日，暂缓“对等关税”90 天后 1 个交易日指的是 4 月 9 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

从当前形势分析，关税既是谈判的手段（为主），也是目的（为辅）。只要特朗普仍执政，市场对其政策“朝令夕改”的担忧便难以消散，美国与其他国家在关税及非关税领域的谈判短期内亦难以达成一劳永逸的解决方案，全球经济风险或持续处于可控但未完全消除的状态。

后续关税谈判仍将面临多重博弈挑战。尽管 5 月中美日内瓦经贸会谈显著降低了双方关税水平，但中美联合公告尚未触及导致贸易摩擦的深层分歧，尤其在技术竞争、市场准入、国家补贴等结构性议题，这意味着后续谈判仍将面临多重博弈挑战。

根据美国财长贝森特的表述，高额“对等关税”税率可视为政策上限，而全球普遍加征的 10%基础关税或构成税率下限，但针对中国的关税下限或达 30%（10% 基础关税 +20% 芬太尼关税）。然而，由于区间的上限和下限相差非常大，实际关税税率取决于谈判的进程，而关税税率的变化将直接左右美国经济陷入衰退的概率，加上各国基于自身利益会出台应对与反制措施，如果正常的国际贸易秩序被打破，将影响全球产业链和供应链的稳定，进而引发全球资本市场的波动。

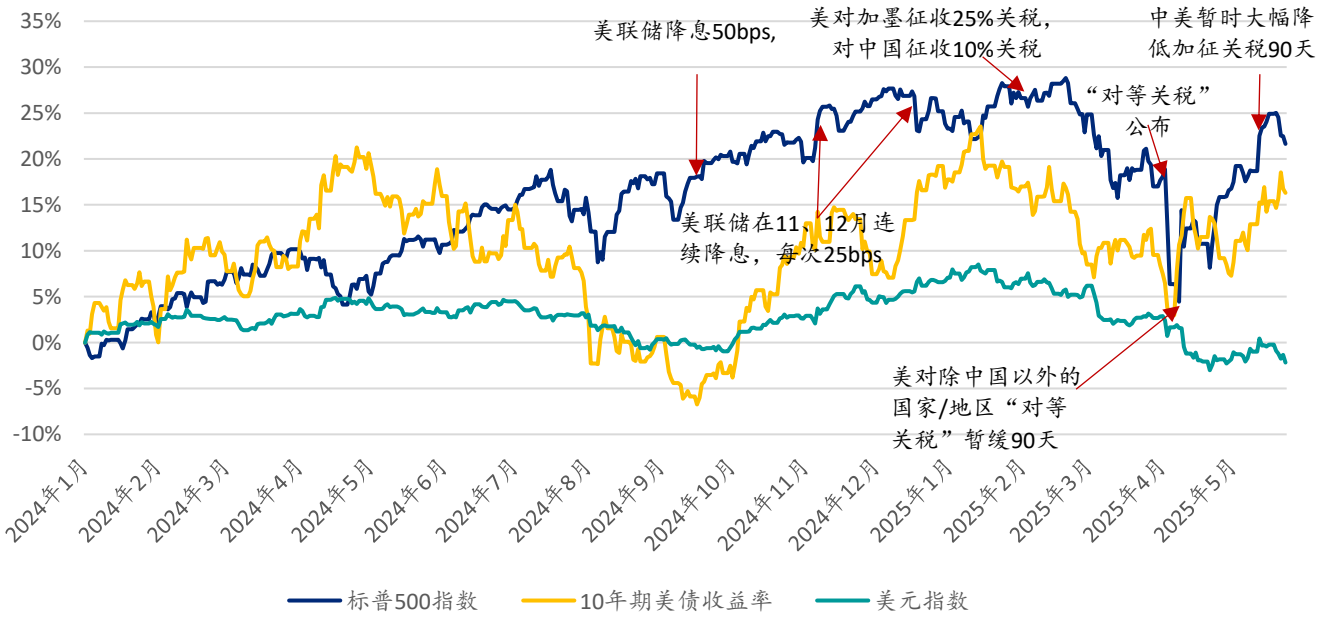
2）对于中美双方，本国重大政策“边走边看”的可能性较大

对于美国，资本市场的走势与本国政策密切相关。从 2024 年四季度开始，美股、美元和美债的走势明显受到利率政策、关税政策等重大政策的影响（图表 4）。从特朗普重新执政以来公布的政策上看，其经济领域的核心主张可概括为以下几个部分：遏制通胀水平，推动传统能源产业发展以强化能源主导地位，削减非核心政府开支以严控联邦财政支出，以关税政策为工具重构全球贸易秩序，强化边境管控与移民资格审核来收紧移民政策，减少政府对企业的过度干预来推进实质性去监管，并通过军事部署、外交政策调整等方式在国际上彰显战略威慑力。

然而，美联储的降息路径仍不明确。虽然 5 月美联储维持基准利率在 4.25%至 4.5%之间，试图在“抗通胀”和“保增长”间艰难平衡。6 月美联储会议即将发布的季度经济指标预测更新或为今年下半年的降息提供更多线索。目前，市场普遍预计美联储将于下半年重启降息，年内降息 1-2 次。然而，如果在极端情况下、更高的个性化“对等关税”在 90 天暂缓期结束后全面兑现，那么美联储政策的天平可能会偏向稳增长。美联储或将在高通胀情况下毅然继续降息，而且降息的幅度或将高于市场当前的预测。

另外，**美国企业减税和放松监管政策能否在年内落地也存疑，但两项政策均较利好美股走势。**无论是企业减税还是去监管相关的政策，均需要国会的参与，流程复杂，推进速度较慢。这些政策对美股市场较为利好，因为减税将增加企业利润，放松监管则有利于企业开展业务和创新，提升企业的长期发展潜力，两者均会利好美股的走势。

图表 4：美国资产走势受政策变动的影响较大



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

对于中国，政策仍是资本市场重要的驱动因素之一（图表 5）。目前，虽然关税政策有所缓和，但仍位于偏高水平，对外需有较大冲击，且关税谈判充满较大不确定性，对宏观经济的压力并未消除。5 月，中国央行降息降准如期落地，货币政策短期进入观察期。当前，**外部环境不确定性对经济的冲击有多大仍难以确定。**如果在关税的冲击下经济明显承压，政策的应对或会更积极，如果关税风险较为可控，政策的节奏可能偏向稳健。今年下半年，我们预计央行仍有一定的降息降准空间，同时中国有丰富政策储备和充分政策空间，可有效应对外部环境的不确定性。如果下半年政策刺激继续加码，尤其是在刺激消费和稳地产等方面，或有助于扩大内需，促进经济复苏。

接下去有什么增量政策出台仍是市场关注焦点。我们预计，财政政策或是下半年的市场关注重点之一，主要发力方向或为：**（1）扩大赤字与债务规模**，通过逆周期调节释放财政空间，直接拉动基建投资和消费需求，缓解地方债务压力；**（2）优化支出结构**，资金支持产业升级和技术创新相关领域培育新质生产力，同时支持“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）和“两新”（大规模设备更新和消费品以旧换新）项目，提升经济长期增长潜力。**（3）化解地方债务风险**，通过债务置换和专项债扩容缓解地方财政压力，降低系统性风险，增强市场对经济平稳运行的信心。

图表 5：中国市场的变动主要受内外部政策影响

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

3）AI 技术仍处于 0 到 1 的发展阶段，谁是最后赢家尚未可知

一季度，由于中国 AI 技术取得突破，中美股市呈现“东升西降”的态势。中国大语言模型 DeepSeek 取得的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事，刺激中国主要股指大幅上涨，同时 4Q24 业绩中 AI 对美股大科技公司的贡献未能满足市场的高预期，使得美股股指明显回调。全球 AI 投资叙事的改变使得中美股市呈现“东升西降”的态势（图表 6）。

中美在 AI 发展中形成了差异化的路径。目前，AI 技术仍处于 0 到 1 的发展阶段。随着基础设施逐步成熟，AI 的投资已经入第二阶段，市场关注重点转向如何将算力转化成具体应用，但应用落地和变现的路径仍不明朗，谁是最终的赢家尚未可知。从行业发展来说，AI 技术的发展核心取决于三方面要素：算法、算力和数据。当其中有一方面被限制时（如算力），创业者们将会在另外两方面寻求突破。

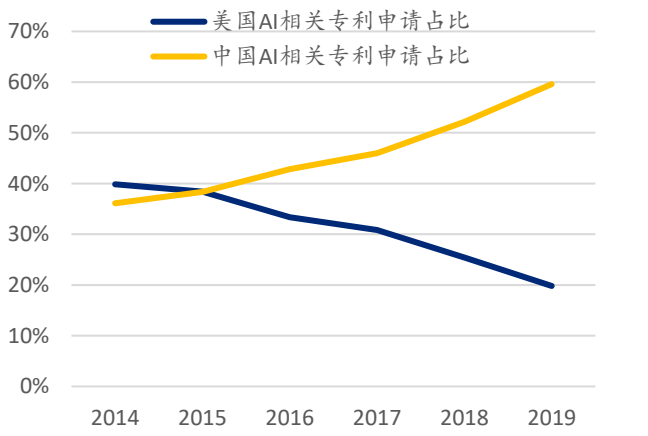
中国企业“以算法换算力”突围。因为美国限制高端芯片出口，短期中国公司没法像美国公司那样“堆算力”，只能在现有条件下靠优化算法降低模型训练成本（比如 DeepSeek），通过国产芯片自主可控（比如华为、寒武纪等），去适配实际场景来提升效率，加速 AI 商业化落地。近年来，中国更加重视知识产权，AI 相关专利申请占比已明显超过美国（图表 7）。根据世界知识产权组织（WIPO），在 2024 年 4.5 万条生成式 AI 专利中，中国占比为 61.5%，位列全球第一。中国还拥有庞大的市场和人口基数，最丰富的数据场景和动态数据流，在隐私监管上相对宽松，为 AI 算法训练提供了强大的数据支持。

美国企业走的是“堆算力”路线。美国在芯片技术和算力生态上占据绝对优势，比如英伟达和 AMD 提供全球领先的 AI 芯片，并构建了像 CUDA 平台这样的成熟软件生态。同时，美国在基础算法研究和前沿模型研发上保持领先，通过大量算力投入推动生成式 AI 的突破。从数据上看，美国在 AI 技术发展的起步较早，有先发优势，数据基础设施完善，微软、亚马逊、谷歌等大科技企业拥有了大量的数据积累，但受制于严格隐私法规，数据使用受限。

图表 6：1 季度中美股市呈“东升西降”的态势

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：中国在 AI 相关专利申请占比上已超过美国



资料来源：CSET、浦银国际

2. 不变的是什么？结构性趋势的延续

1）科技自主化与全球产业链重构

全球去风险化和本地化制造成为趋势。产业链从全球化转向区域化，美欧推动“近岸外包”与数字主权，中国加速“中国+1”产能分散。美国制造业回流受制于劳动力短缺与环保成本，中国则需突破技术生态短板。中国以先进封装技术突破性能瓶颈，但在光刻机、EDA 工具等核心技术领域仍被“卡脖子”。

美国持续构建高端技术壁垒。美国通过政策补贴推动本土芯片制造，同时通过在先进技术领域制裁打压他国，来构建高端技术壁垒。美国通过《芯片与科学法案》，发放 520 亿美元补贴来推动半导体制造业回流，目标在 2030 年将本地生产的半导体占比提高到 20%。同时，该法案限制这些企业十年内不得在中国扩建先进产能，技术封锁限制 EUV 光刻机等关键设备出口，压制中国半导体技术进步，但长期来看将面临反噬风险。

中国加速自主化攻坚与产业链韧性建设。中国则以国产替代和全产业链整合应对挑战，聚焦在半导体、人工智能以及生物科技等前沿领域的技术自主化，并积极区域化布局（如“一带一路”）降低对单一国家的依赖。政府对半导体产业的扶持力度较大，通过产业政策、税收优惠以及人才培养等方面，支持推进本土半导体制造和配套产业链的规模化和高端化。在美国对 AI 和半导体技术管制趋严的背景下，今年中国初创企业仍然取得 AI 大模型的重大进展。在这个背景下，中国的国产化在多个链条环节有望加速，包括芯片端、算法端和应用端。这有利于中国 AI 在算力受限下实现技术追赶。

2）人工智能的技术迭代和分化。

AI 的投资机会随着行业发展趋势持续演变。回顾近几年 AI 的发展，我们发现其技术迭代与资本市场的走势息息相关。在 AI 投资的第一阶段，基础层的投资机会最受市场关注，包括芯片、服务器等。AI 技术的应用主要集中在科技行业公司本身，市场关注重点在于计算能力的提升。代表公司是芯片制造商英伟达、AMD，和服务器提供商超微电脑。随着基础设施逐步成熟，目前 AI 的投资已经进入第二阶段，市场关注重点或转向如何将算力转化成具体应用，主要集中在技术层和局部企业用户端应用层，代表公司为大模型开发公司微软、谷歌和 Meta，以及云计算公司 Snowflake、Palantir 等。虽然像 Snowflake 和 Palantir 等软件公司已经能够为其他企业提供优化运营和生产效率的方案，但仍处于起步阶段。值得注意的是，由于过去两年股价涨幅较大，人工智能的基础层和技术层代表公司短期可能因为估值偏高而上涨空间受限，选股需结合具体企业的实际盈利增长情况。

中国 AI 发展有望“弯道超车”。年初中国大语言模型 DeepSeek 带来了 AI 大语言模型路径的变化，即不再单纯靠“堆算力”，而是靠优化算法来实现更好的效果，打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事。DeepSeek 的出现将加快 AI 的发展进程。更多高效、便宜的 AI 模型有望出现，不仅有助于 AI 应用的广泛普及，还将催生更多的商业模式。在 AI 技术应用发展上，中国在人才积累、数据获取、政策支持、商业化落地等多个方面更有优势，这些优势有助于中国在 AI 发展中处于全球的领先地位。

政策利好赋能人工智能加速发展。今年政府工作报告中指出:“持续推进‘人工智能+’行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”。我们预计，在政策大力扶持及全方位的资源投入下，人工智能产业链上中下游的细分板块有望受益。例如：AI 芯片、算力产业链、云服务商、软件服务、5G 通信、机器人、智能驾驶等领域。

3）全球去美元化和构建多元化结算体系成为趋势

各国积极应对单一货币依赖的风险。近年来，美国频繁将美元作为政治博弈工具，从冻结俄罗斯外汇储备到切断伊朗的 SWIFT 交易通道，让许多国家意识到过度依赖美元可能让本国经济发展受到约束。各国开始寻求多元化结算方式，比如俄罗斯转向卢布结算能源贸易、印度与沙特尝试用本币交易石油、欧盟为规避美元制裁搭建 INSTEX 系统等。不可忽视的是，美国长期超发货币叠加债务危机，动摇了美元信用根基。目前，美国联邦政府的债务总额已经超过 36 万亿美元，且在 2025 年 6 月将有 6.5 万亿美元的国债到期。

技术革新和区域合作为降低美元依赖提供了突破口。人民币国际化进程加速推进，中国与东盟、沙特等经济体签署了本币结算协议。2024 年末，人民币跨境支付系统（CIPS）已覆盖 185 个国家和地区，累计处理支付金额达 175 万亿元。值得注意的是，区块链技术正在改写金融规则，多国央行研发的数字货币实现了点对点结算，数字人民币稳步扩大试点。

全球经济发展与货币格局的结构性矛盾是变革的核心原因。新兴经济体贡献了全球 42%的 GDP，却在美元主导的体系里缺乏话语权。2022 年，国际货币基金组织（IMF）将人民币在特别提款权（SDR）的权重上调至 12.28%。未来全球货币格局将多轨并行，美元仍是国际支付重要选项，但人民币国际化未来将实现与欧元、英镑、日元相当的地位，与中国在世界经济中的比重相当。

3. 变局下如何进行策略布局？

我们预计下半年中美市场走势将继续分化，且呈区间波动的态势。

1）中国市场：优化杠铃策略+关注企业出海+把握区间波动机会

我们预期港股的弹性更大。我们认为，港股基本面稳健（受关税冲击较小）、流动性持续改善（外资+南向资金共同净流入），以及估值提升空间较大（AI龙头+新消费公司市值占比上升）。下半年，我们预计恒生指数的点位将在19000-25000区间波动，对应2025年预期市盈率为8.6倍至11.4倍。然而，**A股相比海外中国股票在市场动荡中韧性较强**，因其受全球经济周期和地缘政治风险的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，受政策利好更直接。

从盈利端看，关税战延续或增加企业盈利下调风险。虽然对美出口在中国GDP中占比较小，但是中国通过转口贸易的部分出口最终目的地仍是美国，大多是以东南亚等国家的出口占比来计算。关税提升的影响将在下半年逐步显现在企业盈利端上，我们预期短期企业盈利或继续面临下调风险。然而，由于出口型企业在港股上市的数量较少，他们来自美国的收入在港股所有上市公司的总收入占比也极低，所以关税政策对港股基本面的实际影响有限。如果政策支持在下半年继续发力，有望部分抵消企业盈利下调的压力。

从估值端看，港股在全球市场中仍是价值洼地。截至5月23日，恒生指数和前瞻市盈率为10.3倍，位于其过去五年均值附近，而恒生科技指数市盈率为16.2倍，低于其过去5年均值负0.9个标准差，处于偏低水平。反观全球其他主要股票市场指数，标普500指数和纳斯达克指数的前瞻市盈率为21.2倍和26.5倍，MSCI新兴市场指数的前瞻市盈率为12.3倍。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于AH溢价在中期收窄。此外，港股ROE有望持续改善，有助于港股估值提升。

行业配置上，我们看好预期业绩增长弹性较大的可选消费和医疗健康行业，认为其有望获得资金青睐。**市场风格或呈快速轮动的态势，**大盘成长股有望跑赢。

投资主题可关注：1）红利价值股+科技成长股的杠铃策略依然有效，但需对杠铃结构进行迭代升级，优化选股，并动态调整权重；**2）关注出海概念股。**在全球贸易战的背景下，中国企业正加快全球产业链布局，产品附加值不断提升，销售市场更加分散化。可关注提前进行全球化布局，已进行产能或产业链出海，并拥有较强品牌力的公司。**3）战术性进行“低买高卖”，把握市场区间波动的机会。**

2）美股市场：估值扩张空间或有限，杠铃策略同样有效

政策风险方面，站在当前时点，政策风险仍高于年初。年初市场普遍认为关税只是特朗普谈判的筹码，未必落地，但现在10%的基础关税已实施，后续如果谈判遇阻，可能会加征更高的关税。另一方面，现在的情况对比4月7日美股创年内新低的时候却又有明显的好转，政策风险也比当时低了不少。

市场最担心的并不是负面消息，而是不确定性。不确定性越高，市场就很难获得上涨的动能。正如4月份关税政策后的市场下跌，市场怕的并不是关税政策，而是关税政策衍生不确定性，市场尤其担心特朗普政府在关税政策上没有底线，没有框架。但在美国暂缓加征“对等关税”后，我们认为，特朗普团队在出台政策上还是有底线的，这里的底线可能是国债收益率、民意支持度或者是经济数据等。因为底线的存在，市场此前预估的最坏情况得到了避免，这将降低政策层面的风险。

经济风险上，关税政策对美国经济造成的实质性伤害将逐步显现。我们观察到，消费者信心已经受到冲击，对于关税可能带来的通胀导致居民部门抢在关税政策生效前大量囤货，这会致使部分消费需求被前置，影响到未来的零售增速。同时，企业的信心也被朝令夕改的政策所牵制。在政策清晰度不高的情况下，一季度已经有企业因此而缩减资本开支或冻结招聘。此外，有部分企业因为关税政策的不明朗而取消了财务指引，这也提升了投资股市的难度。目前，美联储仍在衡量经济下行和通胀抬升的风险，短期可能维持观望的态度，这将导致高息环境持续更久，增加美国经济的下行压力。

美股市场或呈现区间波动的态势。虽然下半年美国有减税和放松企业监管等政策值得期待，但在当前美股偏高的估值下，我们认为美国股市年内的上行空间有限。下半年，我们预计标普500指数的点位将在5000-6100区间波动，对应2025年前瞻市盈率为19.0倍至23.2倍。

行业配置上，我们看好防御性较强的公用事业，在动态博弈的宏观环境下，如何防范和对冲市场波动成为下半年美股投资的关键。公用事业板块能同时应对市场上的冲击，基本不受关税政策的影响、具有刚性需求、与科技股相关性偏低，在市场波动中显现出较强的防御能力。在面临政策与经济双重风险下，投资者可战术性部分配置公用事业板块，用确定性对抗不确定性。

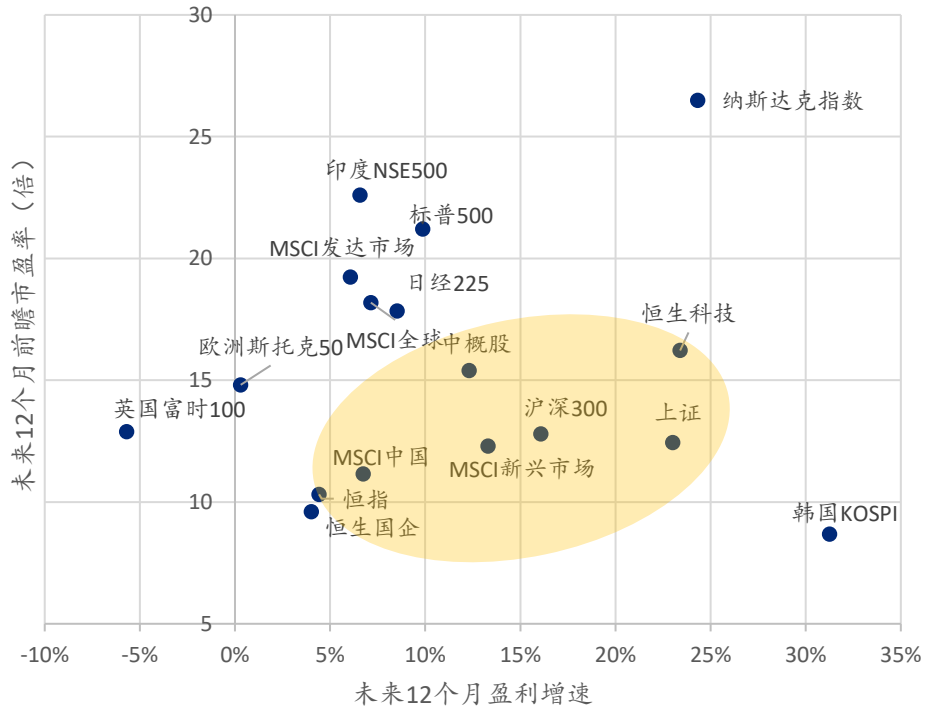
中长期来看，我们持续看好信息科技板块。信息科技板块是人工智能发展的主要受益者。由于AI技术和资源壁垒较高，那些在AI领域投入大量的资源、具有强大的技术实力和市场份额的科技公司，在未来可能会继续受到市场的认可和投资者的青睐，他们的估值水平有望继续得到支撑。

二、盈利增长面临全球经济增速下行挑战

1. 全球主要股市盈利增长对比

关税战延续或增加企业盈利下调风险。目前，已经实施的关税政策将降低全球贸易出口，增加全球经济下行的压力。全球主要市场中，美股科技股未来 12 个月预期盈利增速较领先。根据彭博，MSCI 全球指数未来 12 个月预期盈利增速为 7.1%。全球主要股票市场中，盈利增速较强劲的股指来自美国、韩国和中国。其中，韩国 KOSPI 指数预计同比增长 31%，科技成长属性较强的美股纳斯达克指数预计同比增长 24%。中国市场方面，上证综指和恒生科技指数盈利增速也较为强劲，预期同比分别增长 22.8%和 23.0%，但恒指盈利预期增速偏低。然而，日经指数预期盈利增速仅为 8.5%。欧洲市场未来 12 个月的预期盈利增速也较为落后，欧洲斯托克 50 指数预期盈利增速预计同比增长 0.3%，英国富时 100 指数预计同比下跌 5.7%（图表 8）。

图表 8：全球主要市场盈利增速与估值



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

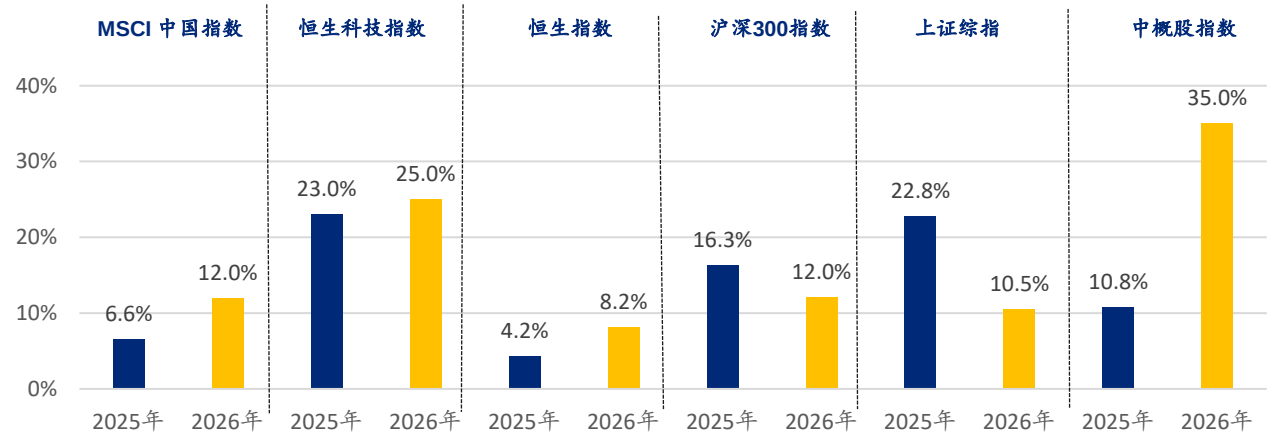
资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 中国股票市场

从今年盈利增速上看，恒生科技指数和上证综指增速领先。根据彭博，卖方分析师预计 MSCI 中国指数 2025 年/2026 年的预期盈利增速为 6.6%/12.0%。恒生指数 2025/2026 年的预期盈利增速为 4.2%/8.2%。上证综合指数增速为 22.8%/10.5%。追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数增速为 10.8%/35.0%。值得注意的是，恒生科技指数 2025 年/2026 年预期盈利增速较为强劲，分别为 23.0%/25.0%（图表 9）。

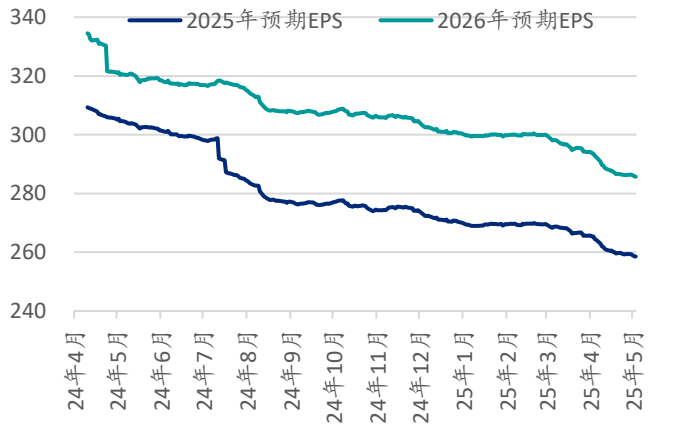
关税战延续或增加企业盈利下调风险。虽然对美出口在中国 GDP 中占比较小，但是中国通过转口贸易的部分出口最终目的地仍是美国，大多是以东南亚等国家的出口占比来计算。关税提升的影响将在下半年逐步显现在企业盈利端上，我们预期 A 股公司盈利下调的趋势难以在短期扭转（图表 10），但港股公司受关税的直接影响偏低，盈利预期下调的压力较小（图表 11）。此外，若政策支持在下半年继续发力，有望部分抵消企业盈利下调的压力。

图表 9：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：今年恒生科指和上证综指的增速较为领先



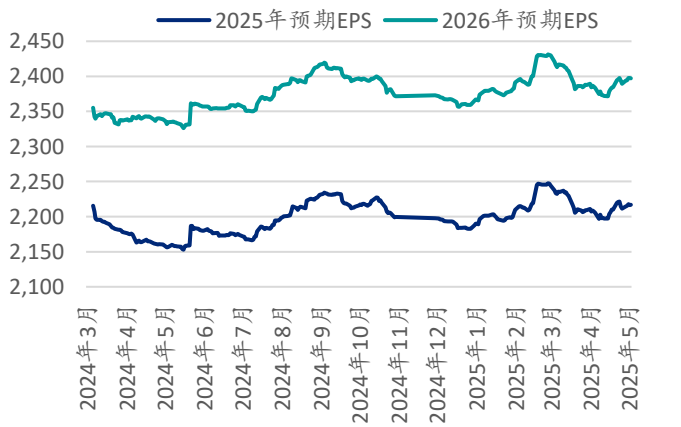
注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10：上证综合指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：下调趋势尚未扭转



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

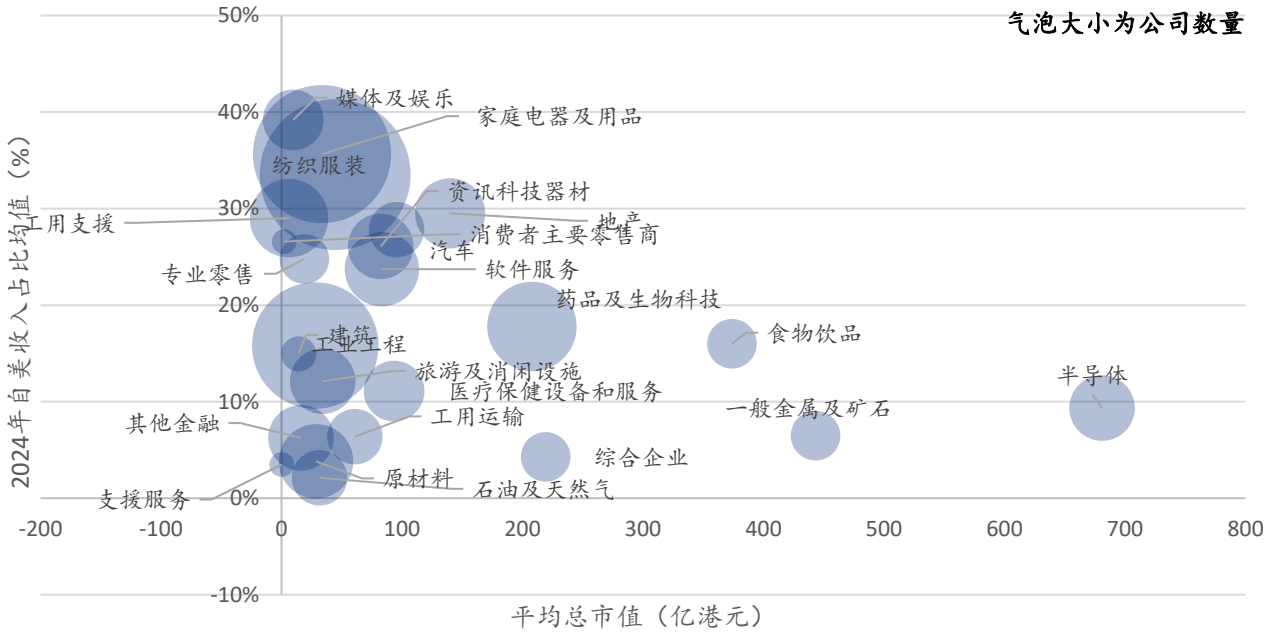
图表 11：恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：近期被小幅上调



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

关税对市场情绪的影响或较基本面更大。我们对 225 家披露有来自美国收入的港股上市公司进行分析，发现在 2024 年他们来自美国的收入在港股所有上市公司的总收入占比仅为 0.6%。从行业上看，美国收入占比最高的前三大行业为媒体娱乐、家庭电器、纺织服装，占比分别为 39.2%、35.6%、33.5%。披露有美国收入数量最多的行业为纺织服饰、家庭电器和工业工程。从平均市值上看，这些公司的市值大多低于 200 亿港元，属于中型公司，而市值最大的是半导体行业（图表 12）。虽然 A 股上市公司的风险敞口较港股略大，但其对美国直接出口收入在营业收入中的占比已明显下降，其中，超过 90%的公司对美出口收入占比不足 10%。虽然美国对华加征关税对港股情绪面会产生一定的影响，但对实际基本面的影响十分有限。

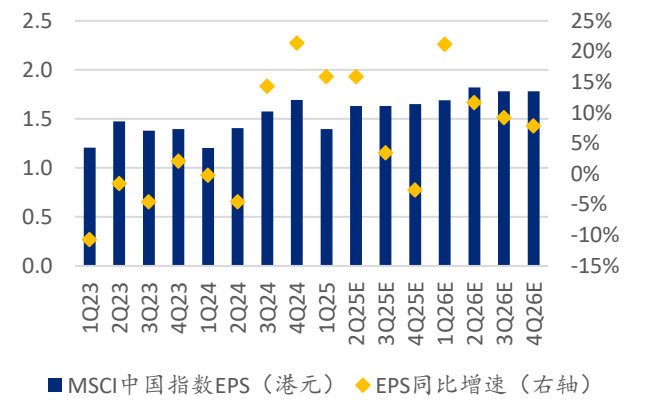
图表 12：来自美国收入占比较高的行业为家庭电器、媒体娱乐、地产、纺织服饰等（2024 年）



注：数据基于在 2024 年财报中有披露来自美国收入的 225 家港股上市公司。行业分类为恒生行业分类。 资料来源：Bloomberg、浦银国际

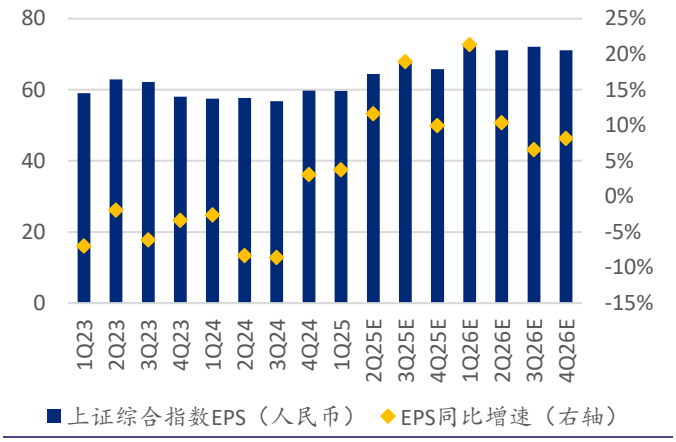
一季度企业盈利出现恢复性增长，较去年同期明显改善。MSCI 中国指数 1Q25 每股盈利为 1.39 港元，同比增长 15.9%（图表 13）。上证综合指数 1Q25 每股盈利为人民币 59.62 元，同比增长 3.8%（图表 14）。恒生综合指数 1Q25 每股盈利为 65.69 港元，同比增长 14.9%（图表 15）。追踪中概股的纳斯达克金龙指数 1Q25 每股盈利为 93.44 美元，同比增长 43.4%（图表 16）。根据彭博的一致预期，预计未来三个季度企业盈利增长较去年同期持续改善。MSCI 中国指数中，一季度盈利增速改善最显著的板块为医疗健康和材料，根据彭博预期，医疗健康、材料和信息技术板块未来三个季度的盈利增速较为领先（图表 17）。

图表 13：MSCI 中国指数季度盈利增速



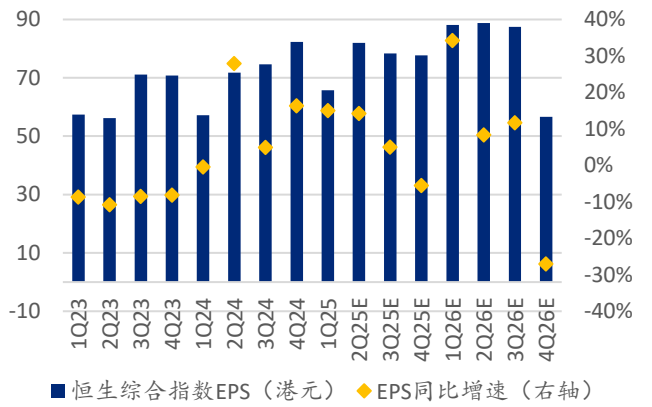
注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：上证综合指数季度盈利增速



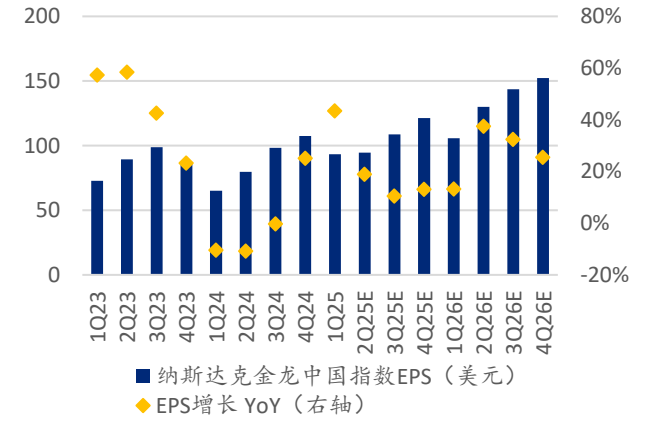
注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 15：恒生综合指数季度盈利增速



注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 16：纳斯达克金龙中概股指数季度盈利增速



注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 17：MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增速

MSCI 中国行业	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
日常消费	-7%	-13%	19%	14%	**-10%**	78%	-24%	-29%	-34%	-39%	-44%	-49%
可选消费	26%	24%	30%	20%	**22%**	55%	6%	27%	47%	67%	87%	108%
能源	40%	-16%	-2%	-19%	**3%**	-26%	-20%	-13%	-7%	0%	7%	13%
金融	-12%	-10%	0%	41%	**10%**	0%	3%	-21%	-45%	-69%	-93%	-117%
医疗健康	-12%	-21%	29%	30%	**307%**	188%	4%	8%	12%	17%	21%	25%
工业	14%	-16%	6%	13%	**7%**	27%	-9%	-19%	-29%	-39%	-50%	-60%
信息技术	-42%	-32%	-35%	-14%	**13%**	24%	80%	39%	-2%	-43%	-85%	-126%
材料	-10%	-23%	16%	4%	**45%**	92%	37%	51%	65%	79%	92%	106%
电信服务	60%	40%	32%	17%	**13%**	16%	11%	7%	4%	0%	-4%	-8%
公共事业	79%	-3%	-8%	-7%	**-14%**	137%	-7%	-15%	-24%	-32%	-41%	-49%
房地产	-47%	-48%	254%	228%	**-164%**	-23%	-22%	-7%	8%	23%	37%	52%

注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源： Bloomberg、浦银国际

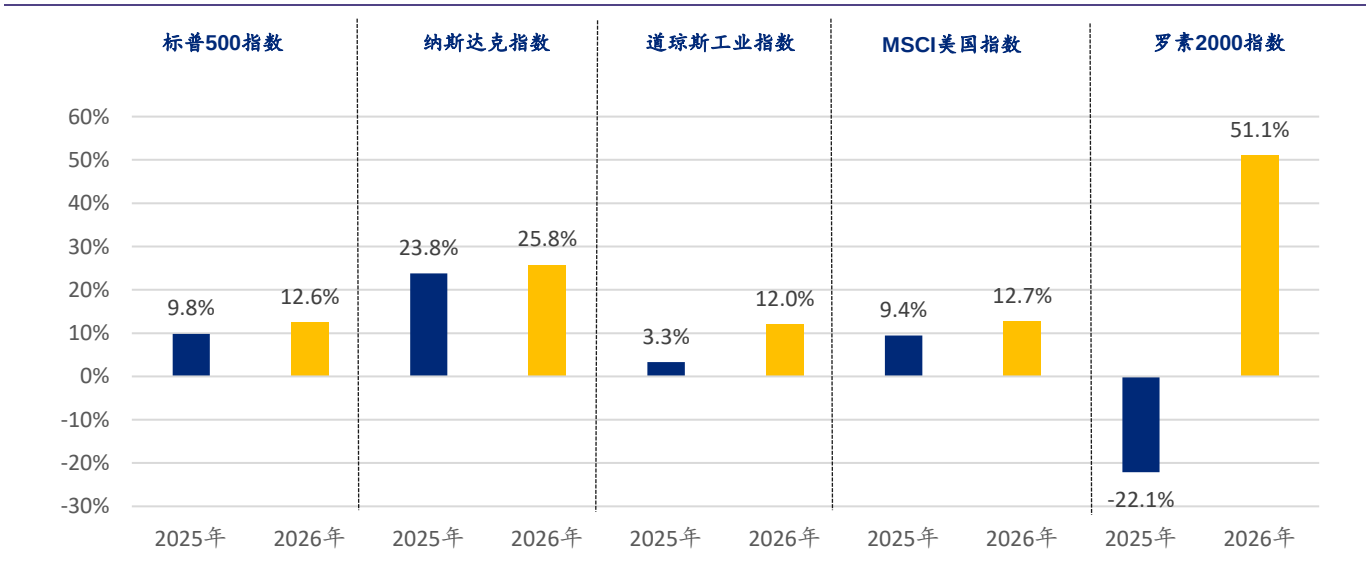
3. 美国股票市场

关税税率提升将增加美国企业盈利预期进一步下调的压力。关税战将带动物价上升，抑制居民消费和企业投资，推升通胀预期，使得美国经济面临的下行的风险要高于上行的风险，进而触发美国企业盈利预期的进一步下调。但是，企业减税和放松监管政策如果在年内落地，将有望进一步提升美国本土的投资和创新，推升企业盈利。因此我们需要紧密追踪特朗普政府政策的变动，以及时调整对企业的盈利预期。

从今明两年盈利增速上看，科技股仍较领先。根据彭博一致预期，标普 500 指数 2025/26 年预期盈利增速在 9.8%/12.6%。道琼斯工业指数 2025/26 年预期盈利增速在 3.3%/12.0%。科技股盈利增速最为强劲，纳斯达克指数 2025/26 年预期盈利增速在 23.8%/25.8%。追踪小盘股的罗素 2000 指数 2025/26 年预期盈利增速在-22.1%/+51.1%（图表 18）。

年初至今主要美股指数盈利预期均呈下调趋势，扭转了去年上调的趋势。截至 5 月 23 日，标普 500 指数 2025 年每股盈利预期较年初下调了 4.4%（图表 19），纳斯达克指数 2025 年每股盈利预期较年初下调了 5.5%，部分下调压力被七大科技公司较为强劲的盈利增长所抵消（图表 20）。道琼斯工业指数 2025 年每股盈利预期较年初下调 5.2%（图表 21）。然而，追踪小盘股的罗素 2000 指数的每股盈利预期下调趋势加剧，年初至今下调了 14.4%（图表 22）。

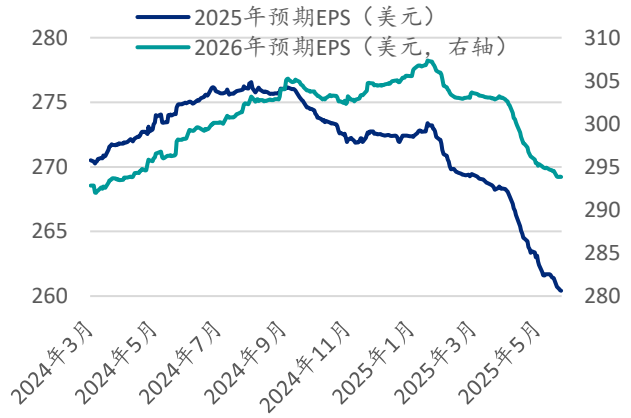
图表 18：美股主要指数 2025/26 年预期盈利增速分化明显



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

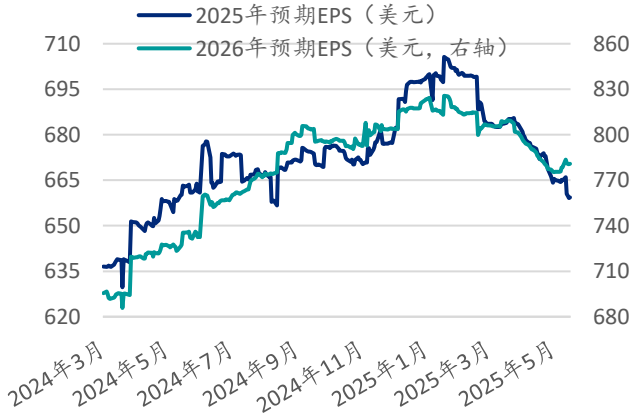
图表 19：标普 500 指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

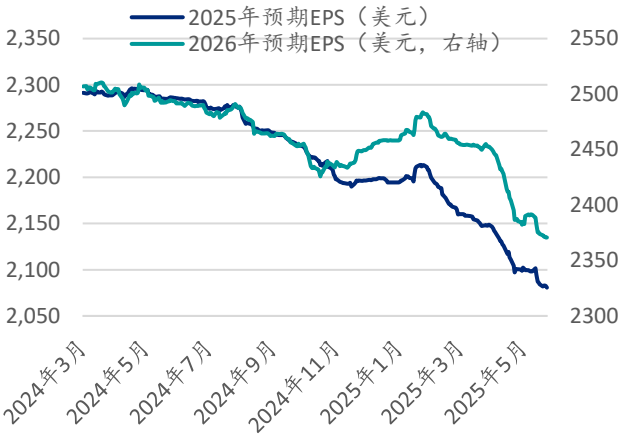
图表 20：纳斯达克指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

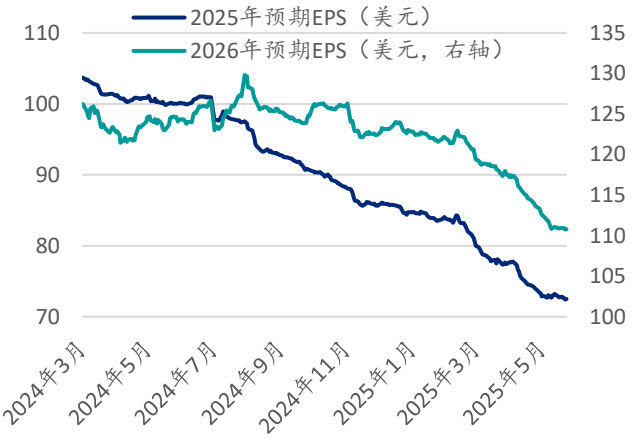
图表 21：道琼斯工业指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22：罗素 2000 指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

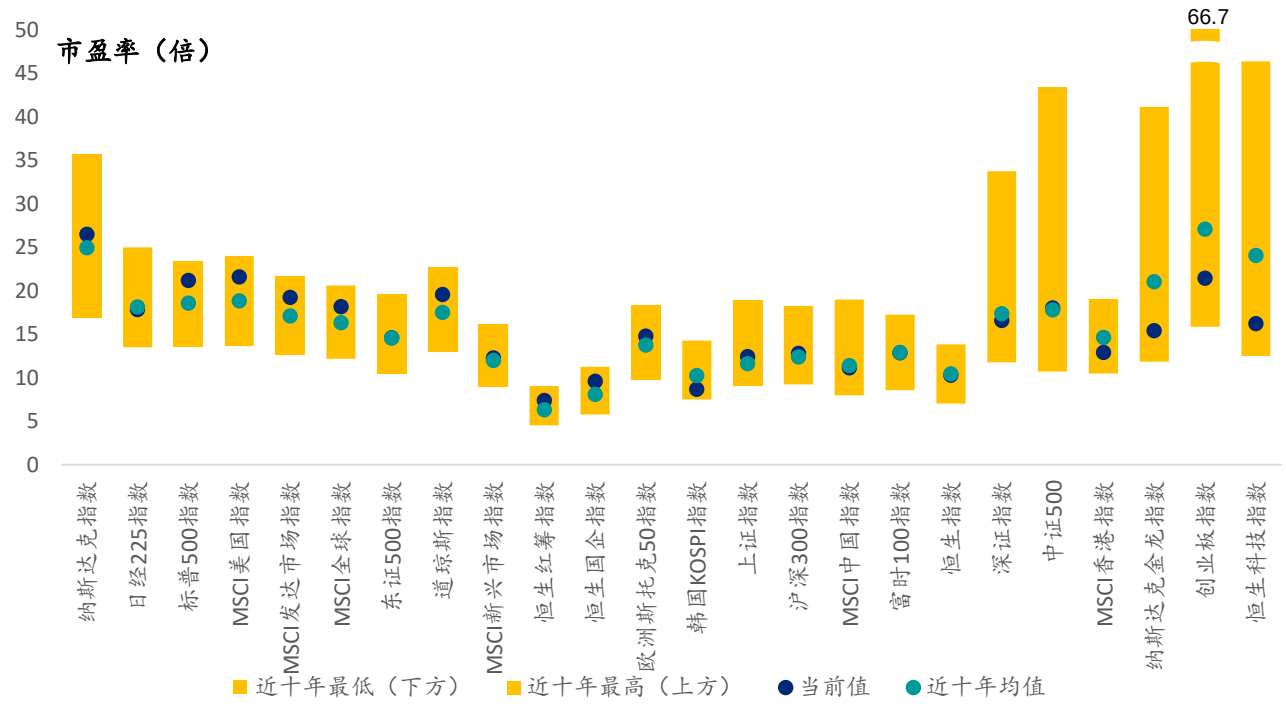
三、中美资产价值重估叙事仍在继续

1. 全球主要股指估值对比

全球利率下行、AI 技术进展驱动股市价值重估。由于全球经济增速持续下行，主要经济体已进入降息周期。美联储开启降息后，有助于提升全球权益资产的估值。2023 年以来，以 AI 驱动的大科技板块带动美股的估值不断创历史新高。然而，今年年初中国 AI 技术的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事，由于中美 AI 行业估值差距较大，中国 AI 行业受到价值重估。同时，那些低估值、低拥挤度、情绪改善市场的估值得到明显修复，比如欧洲市场。

在全球主要股市中，美股、欧股等发达市场估值偏高，而港股估值偏低。截至 5 月 23 日，MSCI 全球指数前瞻市盈率为 18.2 倍，高于其过去十年的均值（16.3 倍）。全球主要股票市场中，美股和欧股估值偏高，纳斯达克指数和欧洲斯托克 50 指数的前瞻市盈率分别为 26.5 倍/14.8 倍，高于它们过去十年均值（24.9 倍/13.8 倍）。中国市场中，MSCI 中国指数的前瞻市盈率为 11.2 倍，低于其过去十年均值 11.4 倍；恒生科技指数的前瞻市盈率为 16.2 倍，低于其过去十年均值 24.1 倍（图表 23）。

图表 23：全球主要股票指数估值水平



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 中国股票市场

港股的估值水平相对更吸引。截至 5 月 23 日，MSCI 中国指数前瞻市盈率为 11.2 倍，位于其过去五年正 0.2 倍标准差附近，恒生指数和恒生科技指数的前瞻市盈率分别 10.3 倍和 16.2 倍，分别位于它们过去五年负 0.2 倍和负 0.9 倍标准差附近。上证综指前瞻市盈率在 12.4 倍，略高于其过去五年正 1 倍标准差（图表 24-26）。我们观察到，港股公司回购水平仍维持较高水平，这有利于提升每股盈利和 ROE 等财务指标，ROE 持续改善有望抬升港股的估值。

AH 溢价中期或将进一步收窄。年初至今，AH 溢价持续收窄，一度收窄至 29%，明显低于其过去十年均值 33%。目前 AH 溢价为 32%，港股相对 A 股仍有折扣，反映港股依然具备配置价值（图表 27）。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于 AH 溢价在中期收窄。从全年的维度上看，美联储将在年内进一步降息，中美利差缩窄有利于港股估值的修复。如果接下来中美关系缓和，海外不确定性逐步降低，AH 溢价有望进一步收窄。

图表 24：上证综指前瞻市盈率

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

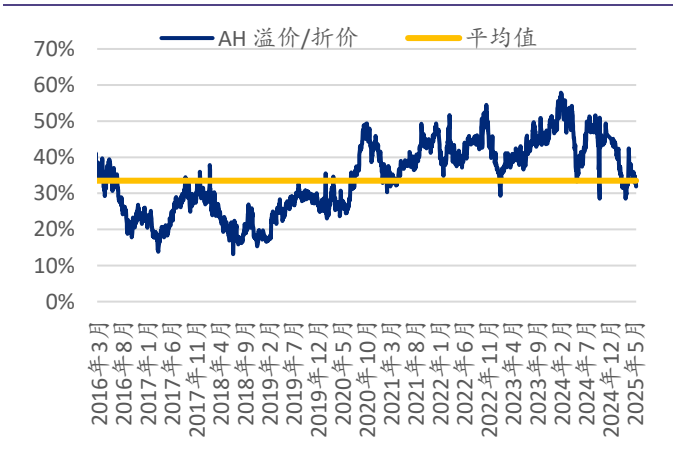
图表 25：恒生指数前瞻市盈率

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 26：MSCI 中国指数前瞻市盈率

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：年初至今 AH 溢价持续收窄，目前位于 32%



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

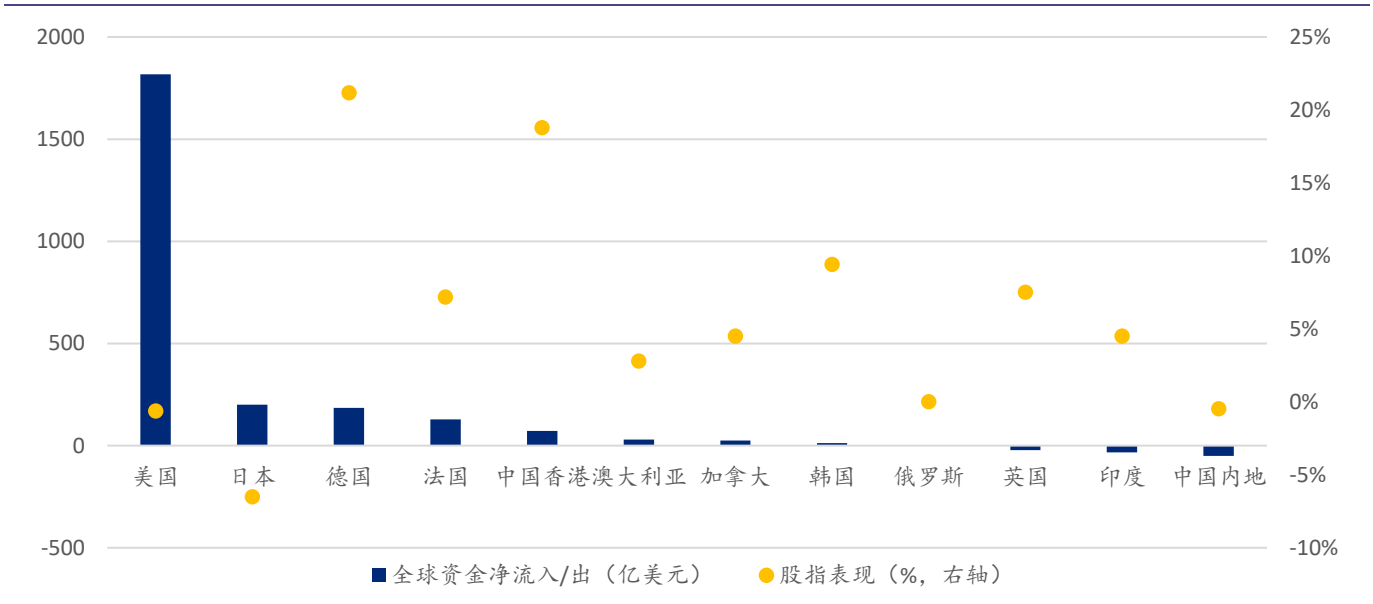
四、全球资金流向呈现再平衡趋势

1. 全球主要市场资金流概览

“美国例外论”叙事已改变，全球资金呈现再平衡趋势。在去年年底，大多数市场参与者的共识是美股会继续跑赢全球其他市场，大型科技企业依然领涨，因此不少机构都超配了美股，尤其是 AI 相关的大科技股，资金对于其他市场的布局相对偏低。而在今年年初，中国 AI 技术的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事，部分资金开始把仓位从前期拥挤度较高的市场调整至拥挤度较低、情绪改善的市场，比如欧洲和中国香港市场受到资金青睐。4 月 2 日，“对等关税”公布后，全球贸易摩擦升温，引发了市场对美国经济衰退的强烈担忧，驱动资金再平衡加快。受益于全球资金再平衡带来的增量资金，欧洲和港股市场表现较佳。然而，虽然美股仍最受资金青睐，但表现较弱。截至 5 月 21 日，今年德国股市上涨 21%，港股上涨 19%，美股下跌 0.6%（图表 32）。

年初至今，美国、日本、欧洲股市吸金能力最强。截至 5 月 21 日，年初至今美股录得全球资金（包含本土+海外资金）净流入 1817 亿美元，日本股市净流入 200 亿美元。欧洲主要市场中，德国股市录得净流入 185 亿美元，法国股市录得净流入 129 亿美元。全球资金对中国市场的配置出现分化，中国香港市场录得净流入 73 亿美元,但中国内地市场录得净流出 50 亿美元。此外，印度股市录得净流出 32 亿美元，英国股市净流出 23 亿美元（图表 33）。

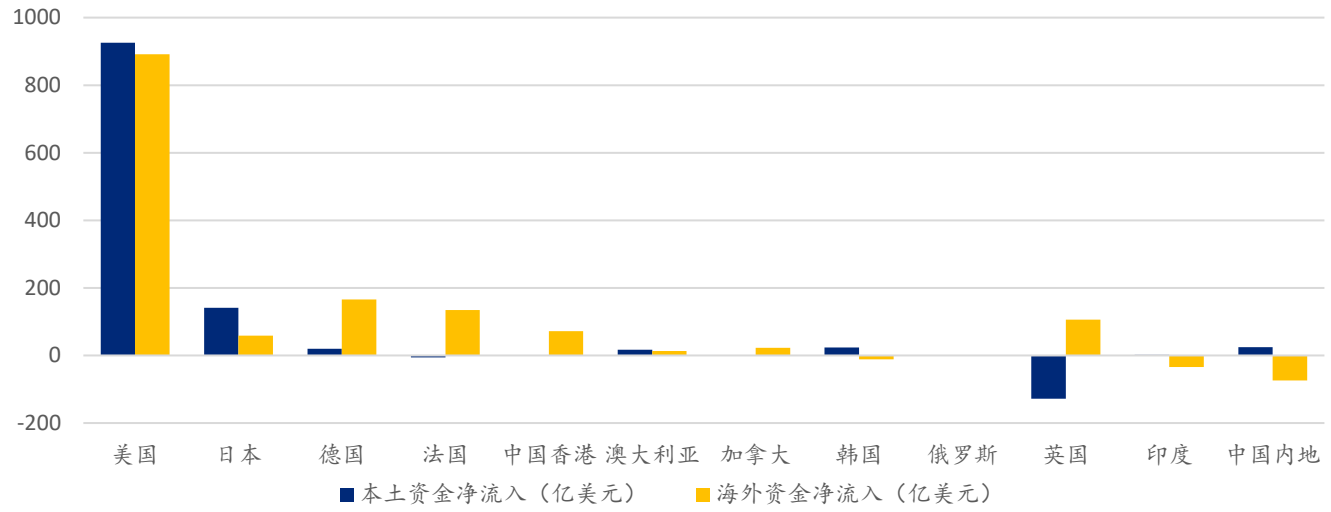
图表 32：全球主要市场资金流向：截至 5 月 21 日，今年美股、日股和欧股市场较受资金青睐



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

图表 33：全球资金再平衡，美国仍获本土资金和海外资金的大幅加仓

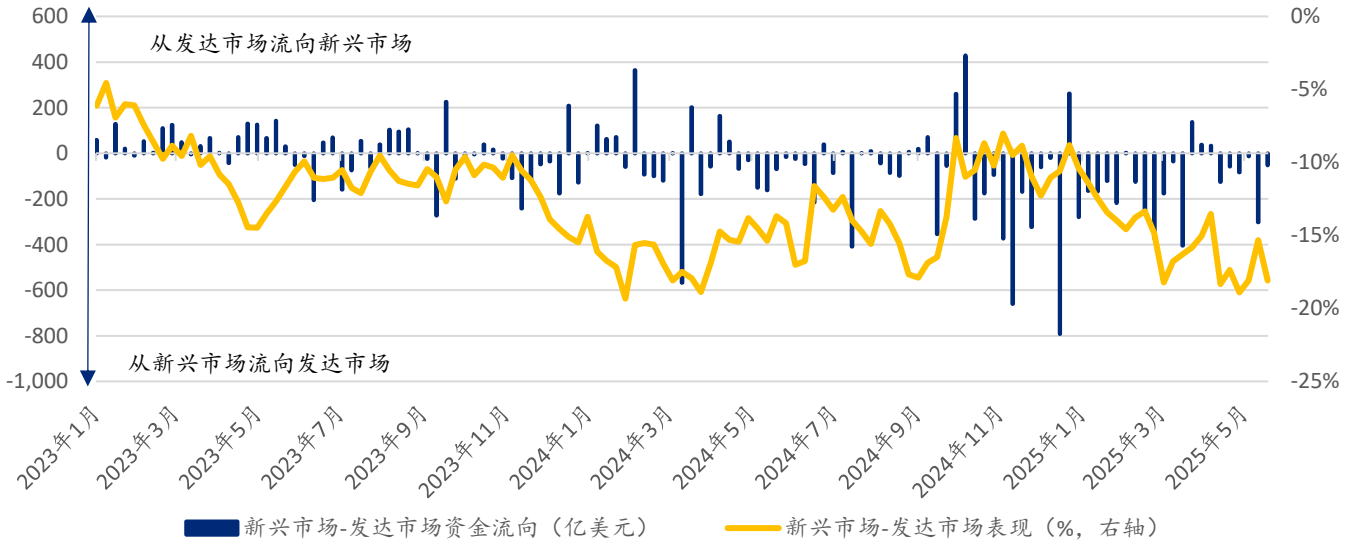


注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

下半年全球资金或仍青睐发达市场，新兴市场的吸引力上升。截至 5 月 21 日，今年发达市场录得净流入 2818 亿美元(去年同期净流出 1199 亿美元)，新兴市场录得净流入 65 亿美元（去年同期净流入 578 亿美元）。期间，发达市场（+14%）股价跑赢新兴市场（+8%）（图表 34）。展望下半年，在全球贸易摩擦、地缘政治风险仍存的背景下，或会降低全球资金对风险资产的偏好。如果美国政策和经济风险相对可控，“美国例外论”受到市场认可，以美国为首的发达市场将会吸引资金净流入。然而，在全球市场波动成为常态的背景下，资金对于分散配置的需求上升，且新兴市场货币还受益于美元走弱，对全球资金的吸引力有望增加。

图表 34：资金更青睐发达市场，驱动其股价跑赢新兴市场



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

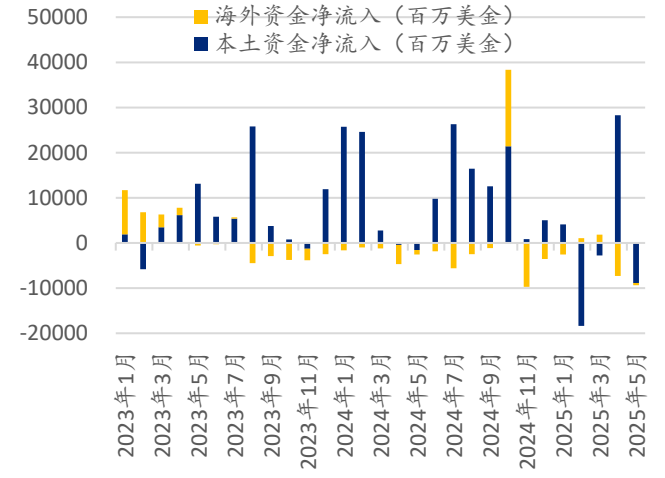
资料来源：EPFR、浦银国际

2. 中国股票市场

国内资金呈现“逆向投资”的特征。根据 EPFR，截至 5 月 21 日，今年共有 24 亿美元的国内资金净流入中国市场，较去年同期净流入 507 亿美元大幅收窄。我们观察到今年国内资金呈现明显的“逆向投资”特征，预计主要由“国家队”及养老基金、社保基金等长期资金入场驱动。**在市场下跌时的集中增持：**4 月，美国对华关税政策持续升级，市场恐慌情绪快速上升，导致中国资本市场出现大幅波动，外资净流出中国市场，而国内资金净流入 282.9 亿美元，创下过去 5 年来最大月度净流入。4 月 7 日，上证指数下跌 7.3%，当日汇金公司、中国诚通、中国国新等“国家队”迅速宣布大规模增持 A 股 ETF，市场信心明显提振，推动 A 股企稳。截至 4 月底，上证指数较低点反弹约 12%。**在市场狂热时有序减持：**2-3 月，科技板块因 AI 概念炒作出现非理性上涨，部分个股市盈率远超历史均值。期间，尽管国内资金累计录得净流出 210.9 亿美元，但并未对 A 股市场造成波动，上证指数上涨了 3%（图表 35）。

外资净流入未能形成趋势，但对中国资产的兴趣明显提升。根据 EPFR，截至 5 月 21 日，年初至今有 74.3 亿美元资金净流出中国市场，较去年同期净流出 81.2 亿美元略有放缓，其中主动基金净流出 78.2 亿美元（去年同期：净流出 96.0 亿美元），被动基金净流入 3.9 亿美元（去年同期：净流入 14.8 亿美元）（图表 36）。我们观察到今年外资对中国资产配置的兴趣进一步上升。由于中国在 AI 技术的突破驱动中国股市价值重估，外资在 2-3 月持续净流入中国市场。然而，4 月全球贸易摩擦升温，资金避险意愿上升，外资重新录得净流出。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，若接下来市场情绪重新高涨，**外资仍有较大的回流空间。**

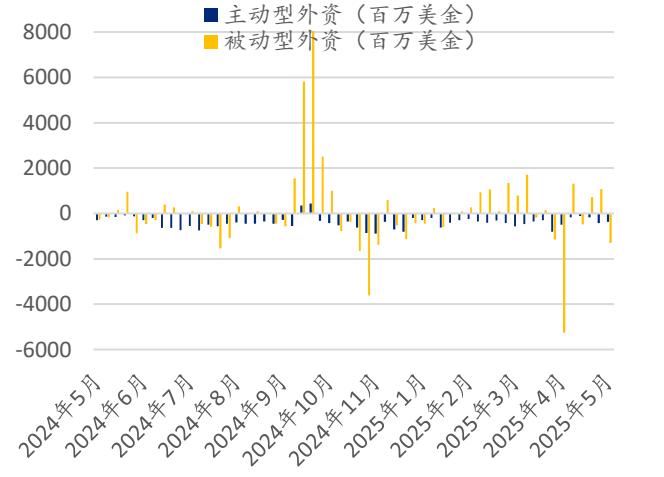
图表 35：年初至今，本土资金呈现“逆向投资”特征，但海外资金未能形成趋势性回流



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 36：其中，被动型外资积极交易中国市场，但主动型外资仍维持净流出态势

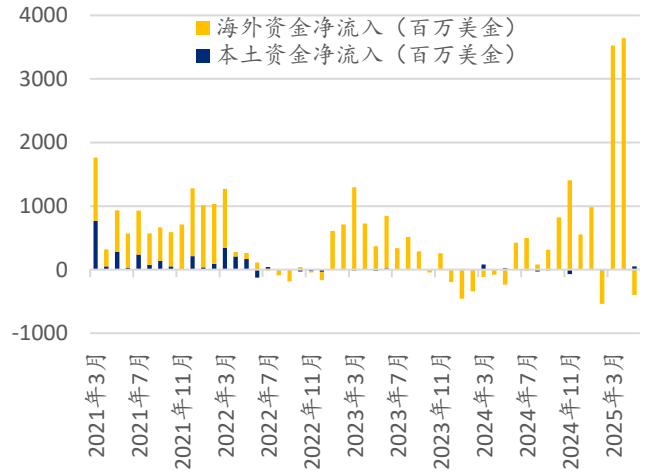


注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

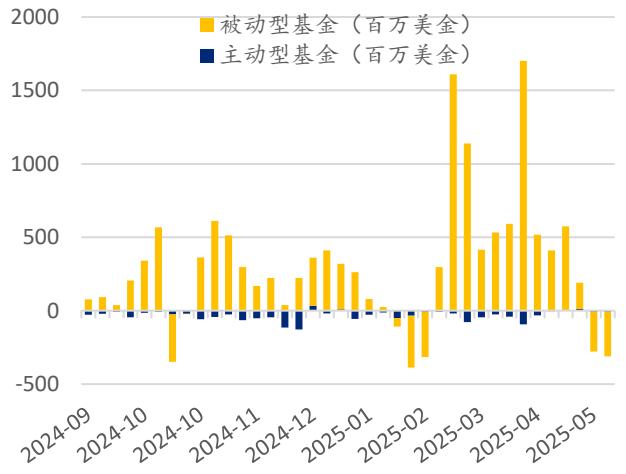
外资大幅加仓港股，由被动型基金驱动。根据 EPFR，截至 5 月 21 日，年初至今有 72.2 亿美元海外资金净流入港股（去年同期录得净流出 12.5 亿美元），其中主动基金净流出 5.4 亿美元（去年同期：净流出 9.6 亿美元），被动基金大幅净流入 77.6 亿美元（去年同期：净流出 2.9 亿美元），显示对冲型和交易型基金或在持续积极地交易港股（图表 37）。我们观察到，虽然外资曾短暂流出港股市场，但未改变外资回流趋势（图表 38）。

图表 37：年初至今，外资大幅加仓港股……



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。资料来源：EPFR、浦银国际

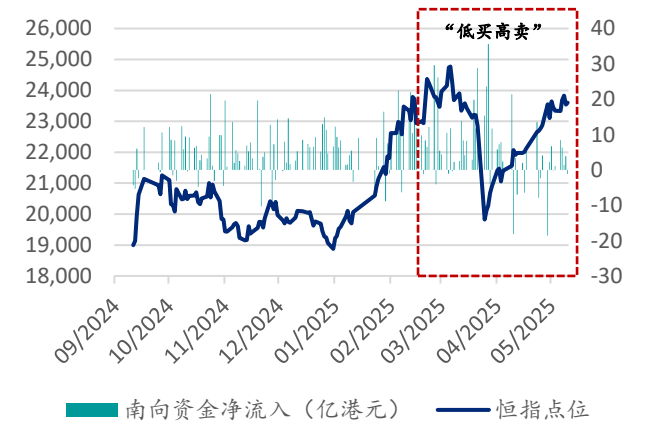
图表 38：……主要由被动型外资驱动



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。资料来源：EPFR、浦银国际

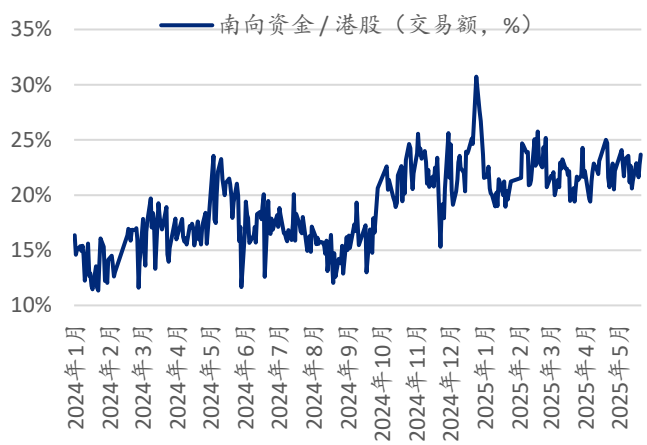
南向资金有望保持净流入势头。截至 5 月 23 日，年初至今南向资金累计共录得净流入 6229 亿港元，接近去年同期的 3 倍（去年同期净流入 2156 亿港元）（图表 39）。我们观察到，**3 月以来南向资金呈现“低买高卖”**的态势，不排除部分源于“国家队”入场平稳市场。年初至今，南向资金的日均成交额在港股日均总成交额的占比为 22%，较去年同期的 16%明显抬升（图表 40）。**内地投资者在港股的参与度有望持续提升**，有助于推动香港市场的成交额和换手率的上升，预计下半年南向资金保持净流入趋势不变，在港股成交额的占比有望提升至 25%以上，内地投资者在港股的定价权将进一步提升。

图表 39：年初至今，南向资金净流入十分强劲……



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：港交所、Bloomberg、浦银国际

图表 40：……在港股成交量占比有望持续提升



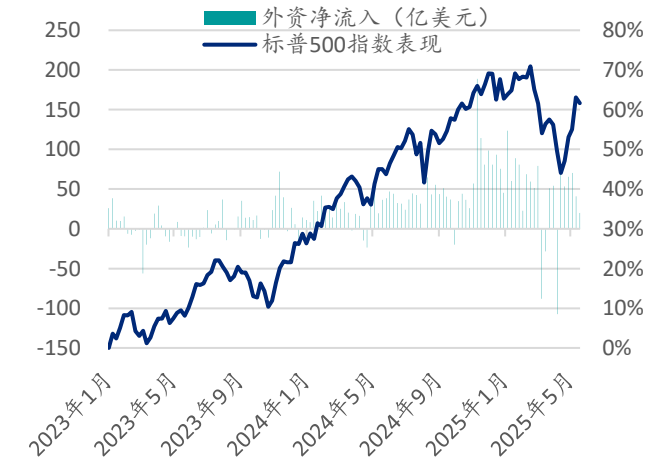
注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：港交所、Bloomberg、浦银国际

3. 美国股票市场

年初至今，虽然“美国例外论”受到动摇，美股仍较受资金青睐。上半年，在中国 AI 技术突破、美国朝令夕改的贸易政策让其在全球体系中的角色遭到根本性的挑战，使得“美国例外论”受到动摇，部分资金开始考虑降低在美股的仓位。今年 3-4 月，无论是是主动型外资和被动型外资均曾一度转为净流出。然而，超出市场预期的是，今年美国经济在相对高利率环境下继续保持韧性，使得资金并未大幅减仓，反而保持净流入美股。一季度 GDP 数据显示个人消费和私人投资仍然强劲，尽管环比读数因为进口抢跑而转负。而且通胀率温和下降，就业市场表现仍较为稳健。截至 5 月 21 日，美股市场共录得净流入 1817 亿美元。其中，美国本土资金净流入 925 亿美元，外资净流入 892 亿美元。外资中主动型基金净流入 50 亿美元，被动型基金净流入 842 亿美元（图表 41-42）。

下半年，在全球资金再平衡趋势下，美股或有一定的净流出压力。目前，全球资金在美股的仓位仍较集中，对于其他市场的配置偏低。我们预计关税对美国经济基本面的负面影响将陆续体现，就业数据将率先体现关税影响，而关税对通胀数据的影响或在三季度开始有更明显体现，下半年美国经济的下行风险加大或推升美元指数的贬值压力。与此前不同，当投资者避险意愿上升，美元资产往往成为当之无愧的“避风港”，但由于“美国例外论”的叙事有所消退，美元资产的避险功能下降，进而加深全球资金再平衡的趋势，在这种情形下，投资者有望加大对于其他非美国市场的仓位，届时美股也将面临一定的外资净流出压力。

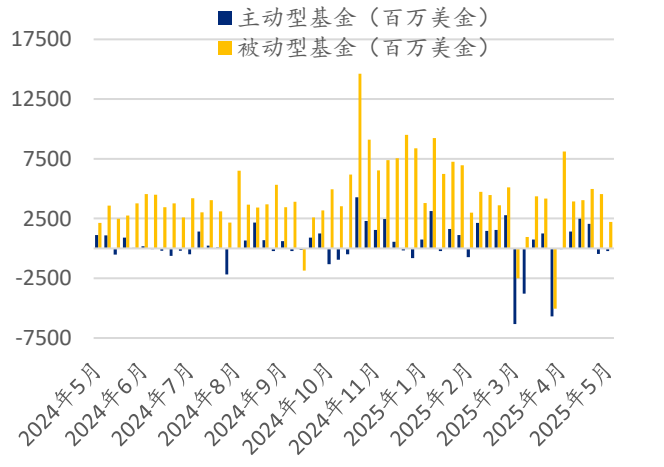
图表 41：“美国例外论”被瓦解，但外资仍净流入美股……



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、EPFR、浦银国际

图表 42：年初至今，主动型外资和被动型外资均曾一度转为净流出美股市场



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、EPFR、浦银国际

五、行业配置、轮动与风格切换

1. 中国股票市场

MSCI 中国指数行业配置：下半年我们较看好可选消费和医疗健康行业。

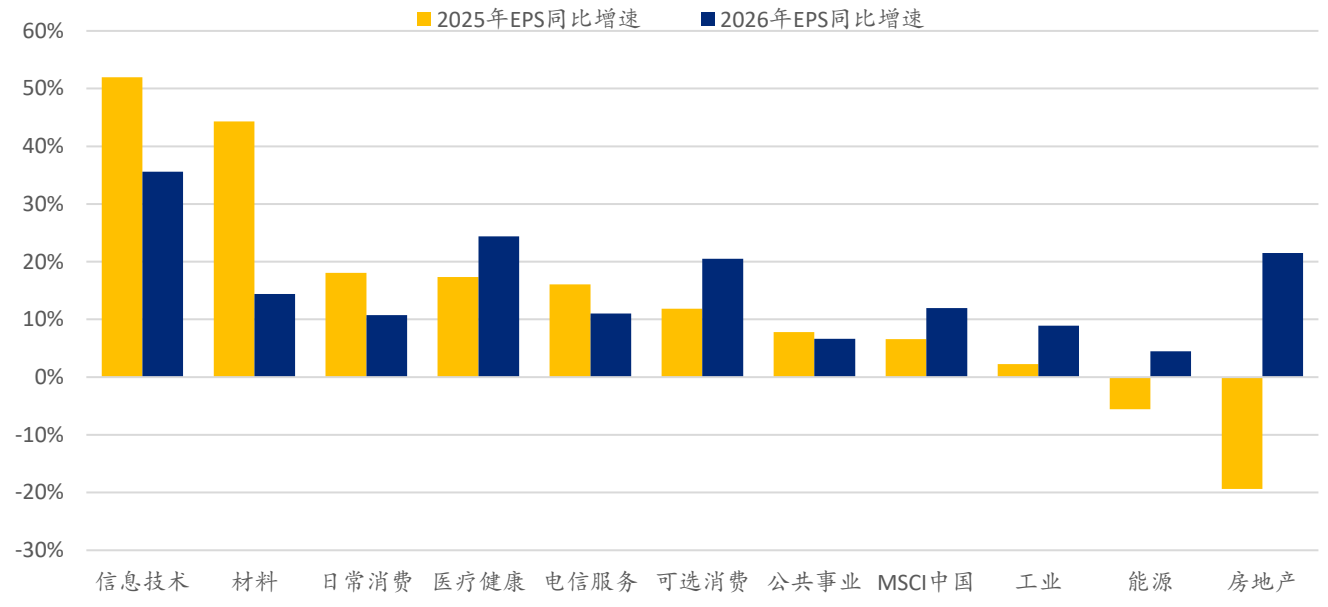
可选消费：后续更强的刺激政策有望驱动旅游和餐饮（包括奶茶、咖啡）等细分行业的持续复苏。同时，消费者对悦己消费与情绪消费的旺盛需求有望继续拉动潮玩、运动健康、医美、宠物和黄金珠宝等行业的持续增长。尽管可选消费的股价和估值在 1H25 已有大幅提升，但基于未来较高的收入与利润增长空间，可选消费的股价表现在 2H25 依然有望好于其他行业。我们看好品牌力强、基本面稳健、且在国内外有完善供应链布局的可选消费企业。

医疗健康：我们持续看好创新药、创新高值耗材及医疗设备细分板块。在国家对于发展创新药政策支持的大背景下，随着创新药加速入院放量、包括 GLP-1 在内的重磅国产创新药物的上市销售、下半年国家医保谈判对于创新药的鼓励、商业保险的逐步发展（包括丙类药品目录的出台）、以及创新药板块对于中美地缘政治摩擦的基本免疫特性、潜在多款中国创新药存在出海希望。虽然高值耗材板块 1H25 已录得一定涨幅，但我们认为部分业绩高增长的优质标的估值水平仍有提升空间，而设备类企业下半年开始业绩将受到设备更新政策落地的实质性拉动。

中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。中国的经济结构正在从传统制造业和房地产等领域向高科技、高附加值领域转型升级。我们观察到 A 股较具成长性的行业主要集中在供给侧，围绕制造业升级、国产替代、新能源、新旧动能切换等主题，而港股和中概股较具成长性的行业主要集中在需求侧，围绕人工智能、新兴消费、服务消费和消费升级等主题。我们预期高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等行业有望成为中国未来经济增长的驱动力，这些领域有望崛起新的龙头企业，带来新的投资机遇。这些都是值得投资者中长期布局的优势领域，未来有望涌现更多新的细分赛道和龙头公司。

从盈利端来看，信息技术和材料 2025 年预期盈利增速最快，但房地产和能源的增速较为落后。信息技术、房地产和医疗健康 2026 年预期盈利增速最快。年初至今，MSCI 中国指数中材料、电信服务和医疗健康板块上调幅度较大，但房地产和公用事业板块下调幅度较大（图表 43-44）。**从估值端来看**，除信息技术、能源、工业、金融和房地产外，其他板块的前瞻市盈率皆低于其过去 5 年的均值，尤其消费和医疗健康板块，预计这些板块估值扩张的空间较大。**从 ROE 上看**，必选消费和电信服务板块的 ROE 均高于 15%。**从股利收益率上看**，能源和金融板块较高，均高于 5%（图表 45-46）。

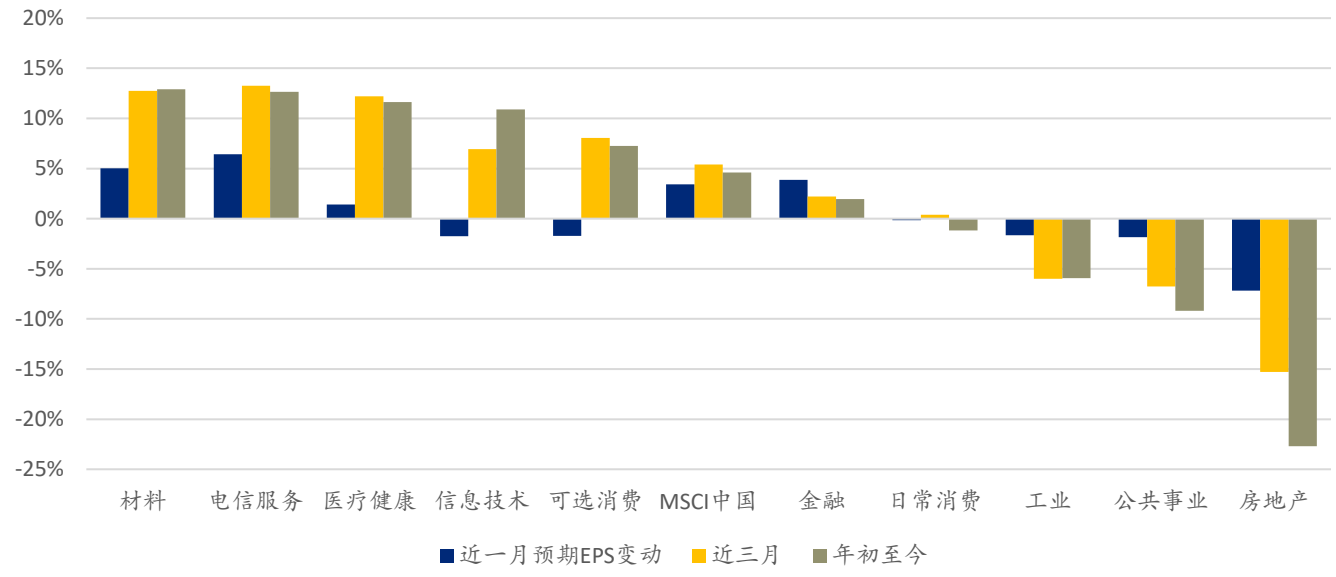
图表 43：MSCI 中国各板块：医疗健康和信息技术板块 2025/2026 年 EPS 增速均较为领先



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 44：盈利增速预期调整：年初至今，材料、电信服务和医疗健康板块上调幅度明显，房地产和公用事业板块下调幅度较大



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

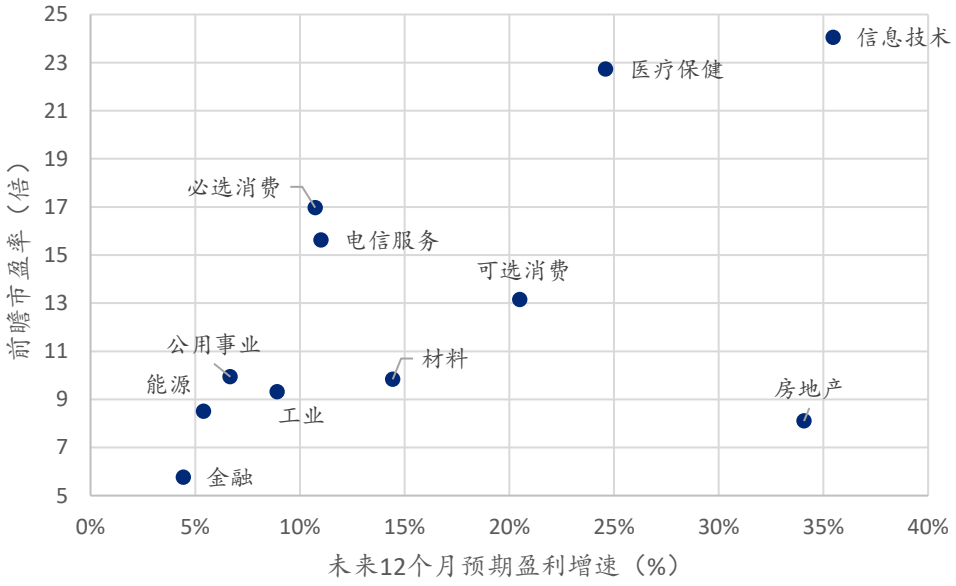
图表 45：MSCI 中国指数各板块估值

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息科技	材料	电信服务	公用事业	房地产	MSCI 中国
前瞻市盈率												
当前	17.6	14.2	8.7	5.8	25.1	9.6	27.3	10.4	16.4	10.1	12.9	11.7
过去五年	24.8	27.7	7.8	5.1	43.5	9.2	23.4	10.6	22.2	10.3	8.0	12.9
过去十年	24.3	24.3	12.8	5.9	33.0	9.4	26.1	11.0	19.3	11.1	7.6	12.7
前瞻市净率												
当前	3.1	2.3	0.8	0.6	2.4	0.9	3.2	1.2	3.1	1.0	0.7	1.4
过去五年	4.5	3.0	0.7	0.6	3.5	1.0	2.8	1.4	2.3	1.1	0.7	1.4
过去十年	3.9	2.9	0.8	0.7	3.3	1.0	3.8	1.2	1.9	1.3	0.9	1.5
2024-2027 年 EPS 年复合增长率	***16.2%***	***22.1%***	***3.2%***	***4.2%***	***12.4%***	***6.9%***	***38.5%***	***14.1%***	***15.6%***	***9.4%***	***32.2%***	***12.0%***
ROE	***17.2%***	***14.1%***	***9.4%***	***10.3%***	***9.1%***	***9.5%***	***11.2%***	***12.2%***	***16.4%***	***10.0%***	***5.6%***	***11.6%***
股利收益率	***3.4%***	***1.2%***	***6.5%***	***5.3%***	***1.2%***	***3.7%***	***1.0%***	***3.6%***	***1.0%***	***4.8%***	***3.3%***	***2.3%***

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46：MSCI 中国指数行业中，可选消费和材料板块性价比较高



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

量化解构与预测 MSCI 中国指数子行业下半年表现

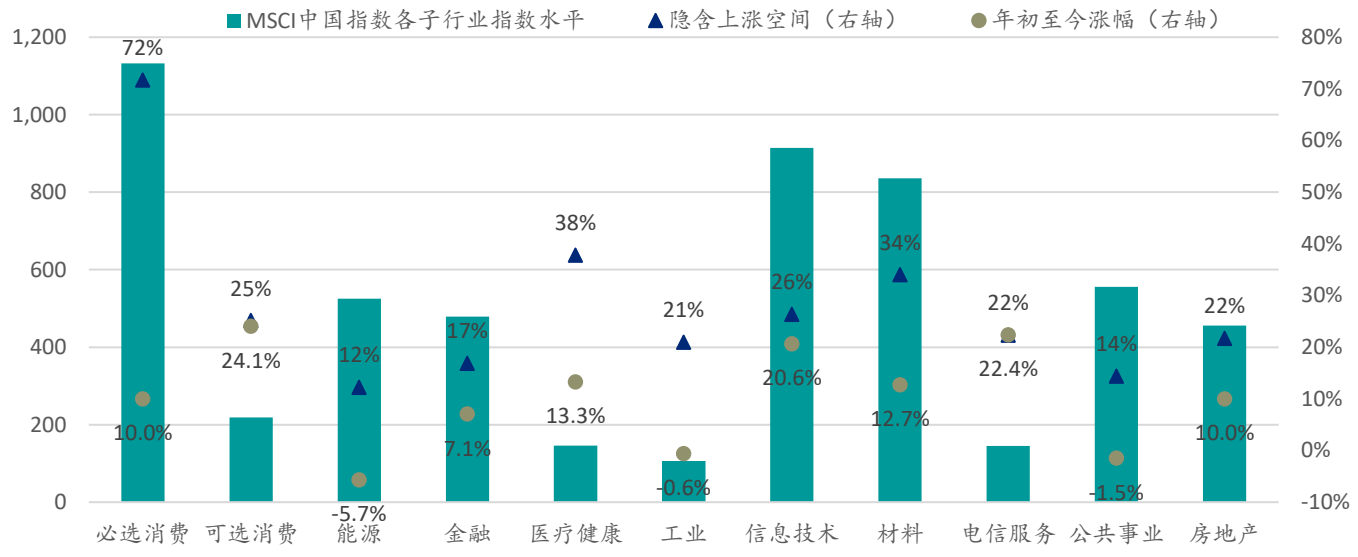
我们在下面的计分卡中提供了 MSCI 中国指数的行业视图，主要是根据一组客观标准分配板块得分。这并不是纯粹的量化模型，而是一种工具，可以帮助我们系统地评估预计将在未来几个季度推动相对表现的因素。从得分上看，消费（必选消费和可选消费）、医疗健康和材料板块得分较高（图表 47）。此外，我们还对 MSCI 中国指数子行业年内的潜在上涨空间进行测算，发现必选消费、医疗健康和材料板块依然有较大的潜在涨幅（图表 48）。

图表 47：MSCI 中国指数各行业记分卡

	前瞻市盈率	前瞻每股盈利增速	股息率	前瞻资产收益率	前瞻自由现金流回报率	30 天波动率	分数
	<5 年平均-0.5*5 年标准差	>MSCI 中国指数	>5 年平均	>5%	>4%	<20%	
必选消费	√		√	√	√	√	5
可选消费	√	√	√	√	√		5
能源					√	√	2
金融						√	1
医疗健康	√	√	√	√			4
工业			√		√	√	3
科技		√					1
材料		√	√		√	√	4
电信服务	√			√	√		3
公用事业		√			√		2
房地产		√			√		2
MSCI 中国					=		3

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 48：MSCI 中国指数各行业年内潜在上涨空间测算



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

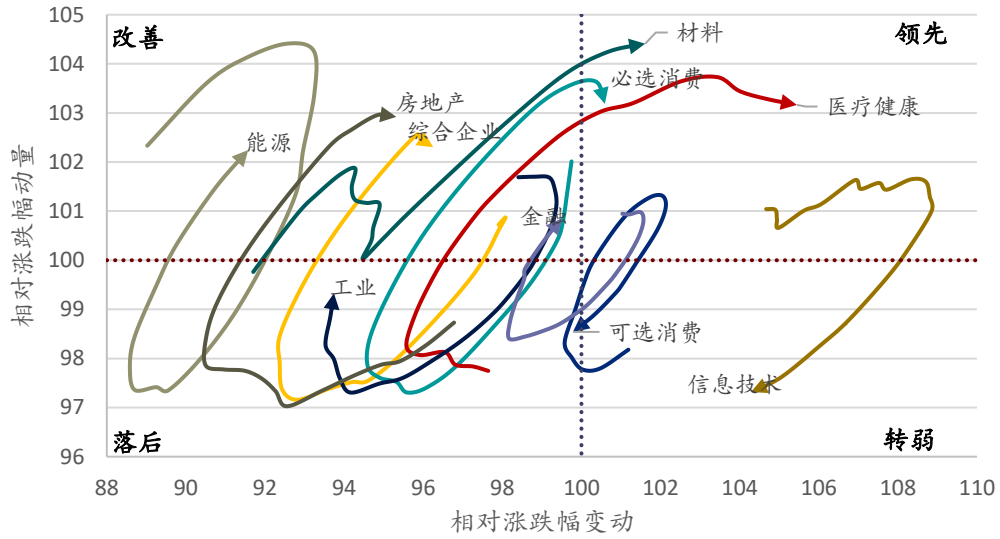
图表 49：浦银国际行业分析师 2025 年下半年行业观点

板块	观点
可选消费	• **可选消费品：**后续更强的刺激政策有望驱动旅游和餐饮（包括奶茶、咖啡）等可选消费子行业的持续复苏。同时，消费者对悦己消费与情绪消费的旺盛需求有望继续拉动潮玩、运动健康、医美、宠物和黄金珠宝等行业的持续增长。尽管可选消费的股价和估值在 1H25 已有大幅提升，但基于未来较高的收入与利润增长空间，可选消费的股价表现在 2H25 依然有望好于其他行业。我们看好品牌力强、基本面稳健、且在国内外有完善供应链布局的可选消费企业。 • **新能源车：**下半年，中国新能源乘用车行业销量有望保持高速成长，全年销量有望达 1500 万辆以上。在年初“两新”等政策带动下，多家新势力车企在销量成长规模放大的过程中实现毛利率的改善，带动车企端盈亏平衡能见度大幅提升。同时，车企在海外多个地区的稳步拓展，进一步加深中国车企的全球布局。新能源车行业长期可持续发展度较高。进一步看，在比亚迪带动下，今年下半年，新能源车行业智能辅助驾驶快速向 10 万-20 万元价格带车型渗透。智能辅助驾驶的多个产业链环节有望受益。我们预计激光雷达、智驾芯片、智驾 Tier 1 都将从中受益。其中，今年下半年车载激光雷达将凭借性价比产品持续向中低端加速渗透，叠加部分车企中高端车型迈向“全系标配”，带动行业主要玩家利润改善。
医疗健康	• 今年上半年医药板块跑赢指数主要由于创新药行业持续发展（甚至头部企业逐步迈入收获期）、中国创新药在全球管线极具吸引力及性价比使得多个出海重磅交易的达成，以及创新药对中美地缘政治及“关税”战基本免疫的特性，叠加行业较低的估值（截至 2025 年 5 月 23 日，MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 23x，较过去 5 年均值低 0.9 个标准差），吸引更多资金流入医药板块，推动板块股价上涨。 • 展望下半年，在国家对于发展创新药政策支持的大背景下，随着创新药加速入院放量、包括 GLP-1 在内的重磅国产创新药物的上市销售、下半年国家医保谈判对于创新药的鼓励、商业保险的逐步发展（包括丙类药品目录的出台）、以及创新药板块对于中美地缘政治摩擦的基本免疫特性、潜在多款中国创新药存在出海希望，我们重申对创新药板块的持续看好观点。此外，我们维持年初时的观点，继续看好创新高值耗材及医疗设备两个细分器械板块，虽然高值耗材板块 1H25 已录得一定涨幅，但我们认为部分业绩高增长的优质标的估值水平仍有提升空间，而设备类企业下半年开始业绩将受到设备更新政策落地的实质性拉动。另外，我们对 CXO 板块整体持中性态度，主要由于中美地缘政治关系的长期不确定性、短中期海外融资恢复及海外药企外包需求景气度仍有待观察。
必选消费	• 我们认为政策支持对必选消费的帮助相对有限。受宏观经济影响，消费者对传统必选消费品的性价比关注度持续提升，导致部分必选消费品子行业的客单价承压，竞争加剧。我们认为主要必选消费赛道的渠道库存已基本回到正常水平，2025 年的行业收入有望与终端销售同步增长。 • 必选消费整体估值相对较低、股息率相对较高，所以股价下行空间有限。一旦出现需求的回暖，必选消费股价弹性会比较大。
信息科技（包括硬件+软件）	• **互联网行业：**中国互联网行业投资机会主要来自于 AI 行情下的估值修复，分红、回购进一步提升安全边际。综合考虑 AI 受益程度，地缘政治影响，竞争格局变化以及宏观经济相关性等因素，大文娱或跑赢大电商。 • **硬件及半导体：**今年上半年，科技行业一共产生三条投资主线和两个风险。三条投资主线分别为 DeepSeek 带动的 AI 大模型机遇、中国国补带动智能手机等消费电子需求增量、智能辅助驾驶快速向中低端渗透。两个风险来自于美关税政策带来的供应链成本和终端需求的不确定性。我们预期这些投资主线以及宏观风险仍将下半年延续。其中，国补带来的增量效应或在下半年逐步缓和，而 AI 大模型行业增量以及智能辅助驾驶则有望在下半年和中长期带来更加显著的行业增量。因此，我们预期下半年全球智能手机出货量将保持个位数增长。全球半导体基本面周期或将触顶及下行，但估值已经较基本面提前反映。在 AI 大模型的驱动下，芯片端算力将保持较高需求，包括云侧和端侧。

资料来源：浦银国际预测

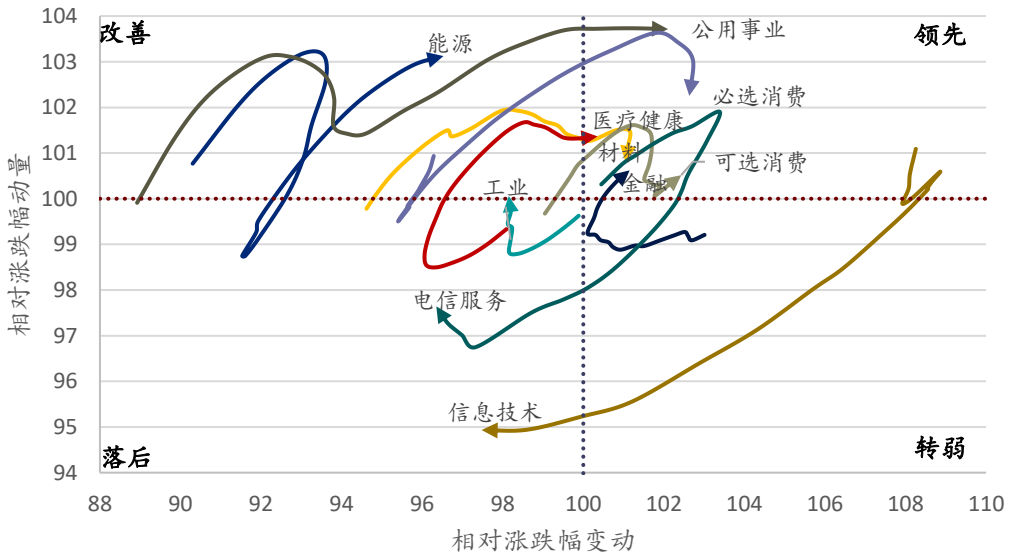
今年行业轮动较快，大部分行业处于领先和改善区间。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来直观地显示板块轮动，X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum），界定出四象限，即领先、转弱、落后和改善。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一般按照顺时针方向移动。我们选取了过去 20 周的数据，来观察行业轮动趋势。恒生综合指数中，大部分板块处于改善区间，材料、必选消费和医疗健康的动能较为强势，可选消费、信息技术的动能正在转弱，工业则较为落后（图表 50）。沪深 300 指数中，大部分板块处于领先区间，包括消费、医疗健康、材料和金融等，能源、工业动能正在改善，电信服务和信息技术较为落后（图表 51）。

图表 50：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

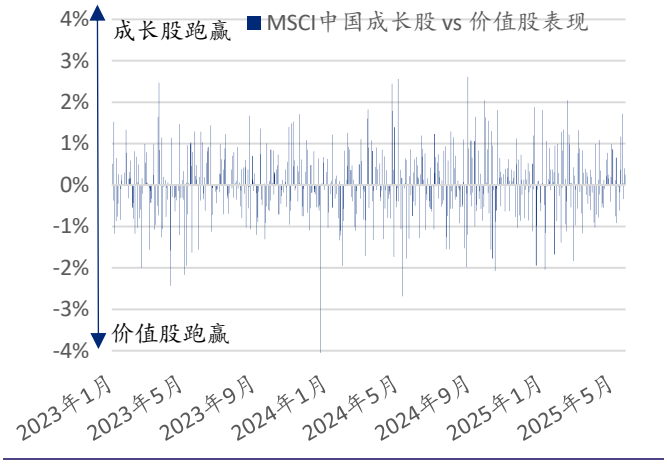
图表 51：沪深 300 指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

大盘成长风格或继续占优，但需留意市场风格切换。由于海外不确定性仍存，投资者风险偏好将会降低，短期资金或较青睐防御性更强的大盘股。而成长股受益于 AI 的发展，也将受到资金的持续关注。后续如果有更多的增量措施出台，政策逐步反映在基本面上，使得国内经济进入复苏通道，业绩增长领先的成长股和业绩弹性较高的小盘股有望得到重估。此外，小盘股的营业收入主要来自于国内，业绩受到海外风险的影响相对较小。而且如果市场出现短期反弹，市场乐观情绪高涨，小盘股和成长股反弹的幅度往往较大盘股和价值股更大。

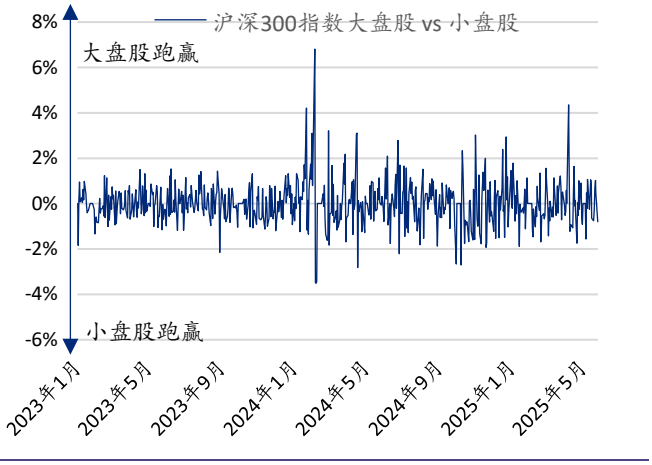
图表 52：年初至今，成长股跑赢价值股……



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53：……大盘股跑赢小盘股



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 美国股票市场

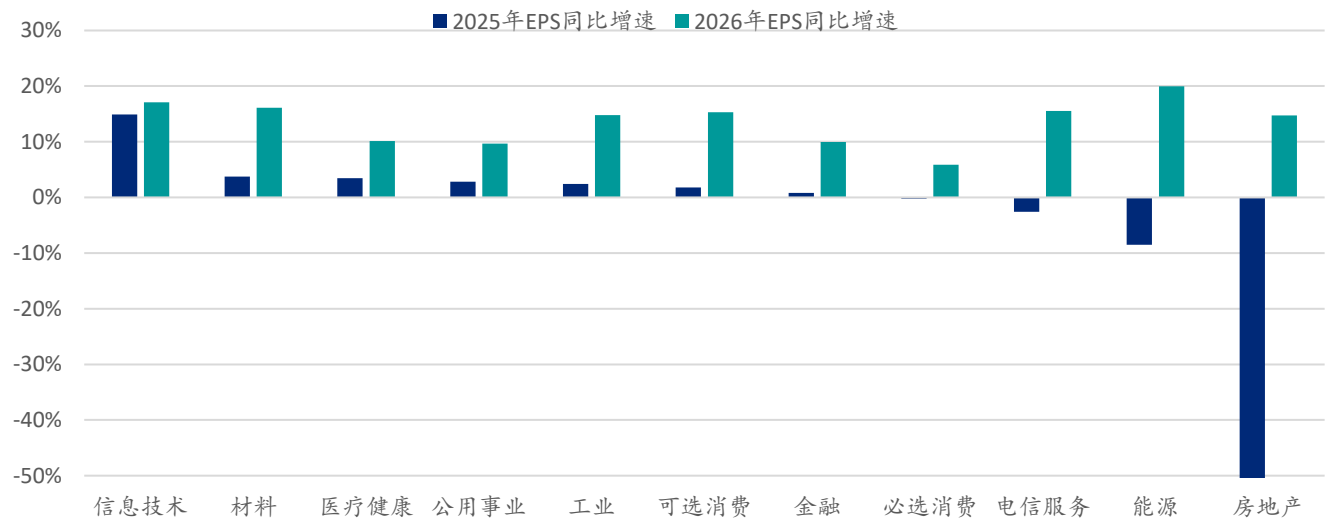
标普 500 指数行业配置：下半年我们较看好信息科技和公用事业行业。

公用事业具有较强的防御性。在动态博弈的宏观环境下，如何防范和对冲市场波动成为下半年美股投资的关键。公用事业板块能同时应对市场上的冲击，基本不受关税政策的影响、具有刚性需求、与科技股相关性偏低，在市场波动中显现出较强的防御能力。在面临政策与经济双重风险下，投资者可战术性部分配置公用事业板块，用确定性对抗不确定性。

中长期来看，我们持续看好信息科技板块。信息科技板块是人工智能发展的主要受益者。由于 AI 技术和资源壁垒较高，那些在 AI 领域投入大量的资源、具有强大的技术实力和市场份额的科技公司，在未来可能会继续受到市场的认可和投资者的青睐。这就意味着美国科技龙头公司在 AI 方面的布局和技术优势有望继续支撑它们的估值水平。

今明两年信息技术板块预期盈利增长较强劲。从盈利端来看，信息技术、电信服务、材料和医疗健康板块 2025 年预期盈利增速较强劲，但房地产、能源预期盈利增速较为落后。2026 年，能源和信息技术预期盈利增速领先，必选消费预期盈利增速较弱（图表 54）。年初至今，各板块盈利预期变动不一，其中信息技术和电信服务上调幅度较大，但能源和可选消费下调幅度较大（图表 55）。

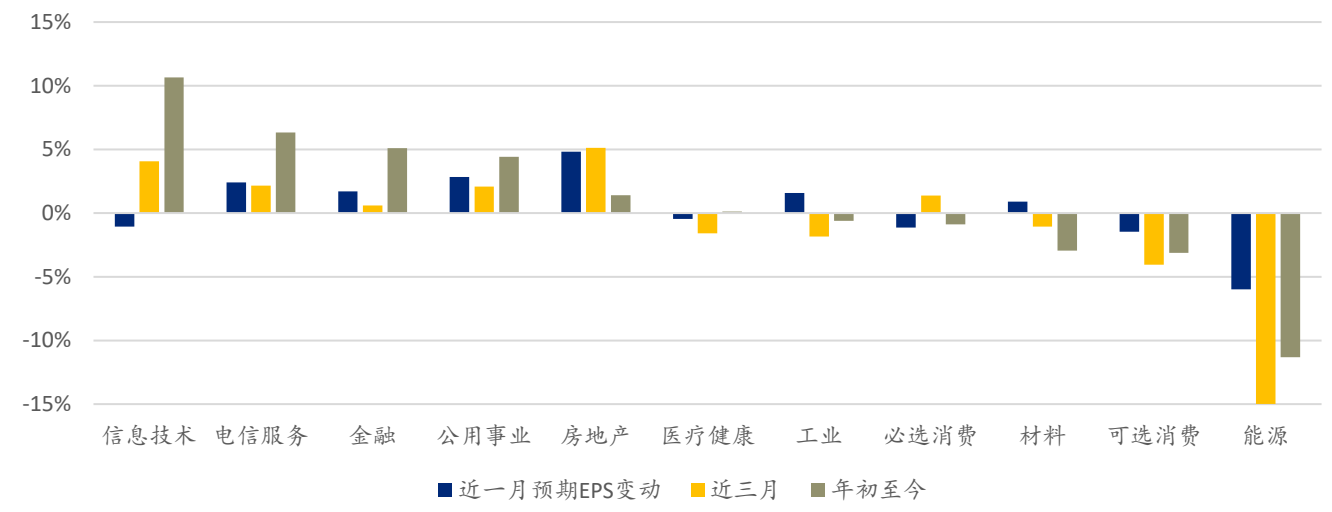
图表 54：信息技术、材料和医疗健康板块 2025 年预期盈利增速领先，能源和信息技术板块 2026 年预期盈利增速领先



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 55：年初至今，信息技术和电信服务预期 EPS 上调较多，但能源和可选消费下调幅度较大



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

综合来看，可选消费、医疗健康行业性价比较高。从估值来看，多个标普 500 指数行业前瞻市盈率回归至他们过去 5 年均值以下，比如消费、能源、医疗健康、房地产等，预计有一定的估值扩张空间。从每股盈利 2024-2027 年复合增长率上看，医疗健康、材料、信息技术和电信服务较为领先，但金融、公用事业和能源较为落后。从 ROE 来看，大部分行业的 ROE 都在 10%以上，其中消费和信息技术行业的 ROE 超 25%，但房地产的 ROE 偏低。ROE 越高，表明公司的经营情况良好，盈利能力更好，股票长期收益率越高。从股利收益率来看，房地产、能源和公用事业较高，达到 3%及以上（图表 56）。

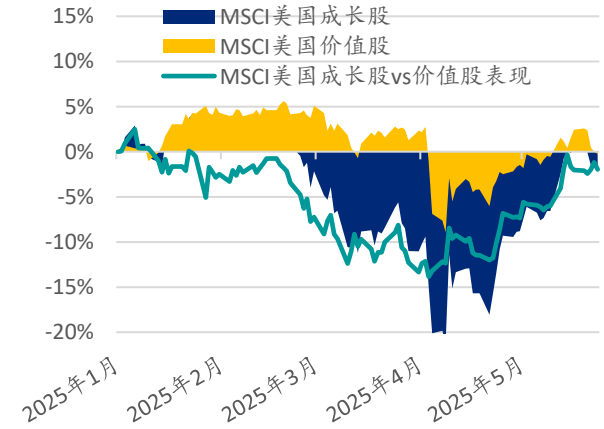
图表 56：标普 500 指数各板块估值及其他关键指标

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息技术	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率 (x)											
当前	22.7	27.3	15.7	17.4	16.5	24.9	28.6	21.7	21.4	18.4	38.8
过去五年均值	21.2	31.5	46.4	15.0	18.3	24.9	30.0	19.4	18.3	18.9	41.9
过去十年均值	20.6	26.4	46.9	14.4	17.5	21.3	24.8	18.7	16.9	18.3	39.9
前瞻市净率 (x)											
当前	6.5	7.9	1.9	2.2	4.2	6.1	10.0	2.7	6.5	2.1	2.9
过去五年均值	6.2	8.8	1.9	1.7	4.6	5.3	9.9	2.8	5.6	2.0	3.2
过去十年均值	5.7	7.3	1.8	1.5	4.2	4.7	7.6	2.9	4.8	1.9	2.8
2024-2027 年 EPS 复合增长率	***13.6%***	***13.6%***	***10.5%***	***5.9%***	***22.2%***	***11.1%***	***21.5%***	***22.2%***	***20.3%***	***10.5%***	***19.0%***
ROE	***26.5%***	***26.4%***	***11.5%***	***12.2%***	***20.2%***	***23.4%***	***31.2%***	***10.9%***	***23.9%***	***11.5%***	***7.6%***
股利收益率	***2.6%***	***0.7%***	***3.6%***	***1.8%***	***2.0%***	***1.5%***	***0.7%***	***2.0%***	***1.8%***	***3.0%***	***3.8%***

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日，市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。资料来源：Bloomberg、浦银国际

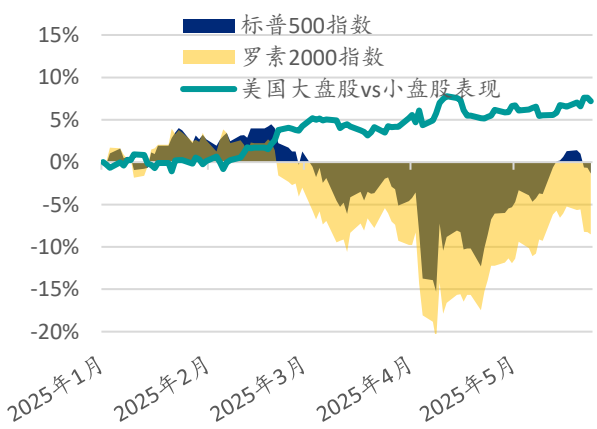
大盘成长股或更受青睐。大型科技股作为行业龙头，通常市值较高，具有成长性，并在技术创新和数字化转型方面较为领先，它们通过整合 AI 技术可以为企业提供许多降本增效的产品和服务，在经济增长乏力时仍然具有较高的需求。大型科技公司受经济周期影响相对较少，所以成长风格或更占优。然而，如果美国经济增长强劲，中小盘风格或更占优（图表 57-58）。

图表 57：年初至今美国价值股跑赢了成长股……



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 58：……美国小盘股明显跑赢大盘股



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

六、变局之下的主题投资策略

1. 投资主题一：中美市场均可采用杠铃策略

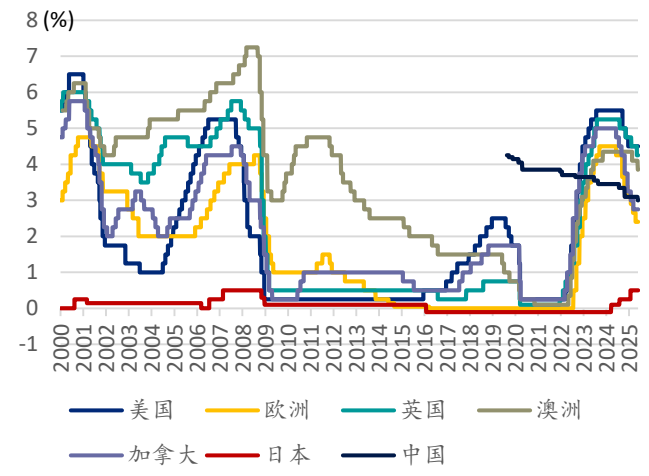
1）中国股票市场

虽然海内外不确定较多，但可以确定的是我们正处于以 AI 驱动的科技革命发展期，利率下行趋势保持不变，我们认为红利价值股+科技成长股的杠铃策略依然有效，它不但能获得历史性科技变革带来的超额收益，还能提供稳定的现金流、抵御市场波动。下半年，我们需要对杠铃结构进行迭代升级，优化选股，并动态调整权重。红利端：聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的行业，适当规避周期性行业。科技端：精选具备护城河的 AI 龙头公司，同时关注 AI 产业链中技术层和应用层的机会。

红利端：聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的非周期性行业

由于全球经济增速持续下行，主要经济体已进入降息周期，美联储有望在今年下半年重启降息，这有望拓宽各国货币政策操作的空间。目前，与全球主要经济体相比，中国的利率处于较低水平（图表 59）。我们预计，为推动经济回升向好，适度宽松的货币政策或将继续，中国央行在降低政策利率的同时调低存款利率的降息方式使得央行仍有小幅降息空间（图表 60）。我们认为，在利率下行的趋势下，资金或倾向流入风险资产，有望进一步利好优质高息股的表现。此外，从历史表现看，优质的高息股在波动市场中通常回撤较小，呈现出较好的防御性。

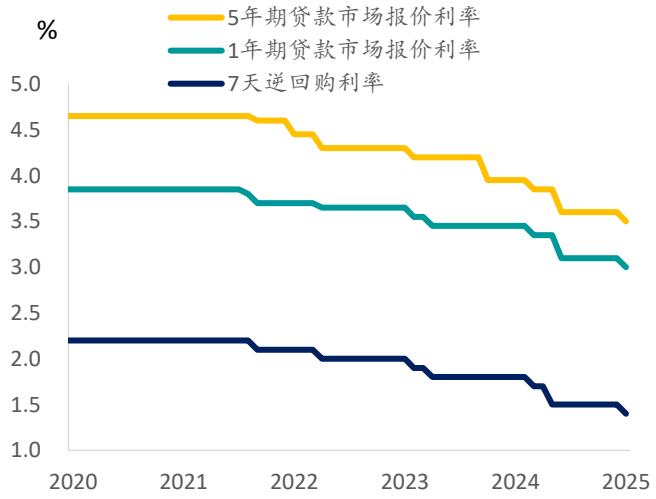
图表 59：全球多国央行进入降息通道（除日本外）



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 60：中国的利率水平呈下行趋势



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日

资料来源：iFinD、浦银国际

目前，港股高息股估值已从去年高位回落，市场对于交易过于拥挤的担忧有所减轻，若市场短期有波动，可能会提供更好的入场机会。选股方面，我们需迭代升级，精选基本面稳健、流动性较好，估值合理的央国企高息股，并适当规避周期性行业，如能源、建材等。下面，我们精选出 16 个港股优质高息股供投资者参考（图表 61）。

图表 61：16 个优质港股央国企高息股

股票代码	公司名称	行业	总市值（亿港元）	成交额（亿港元）	股息率（%）	ROE（%）	市盈率（倍）
1898.HK	中煤能源	能源	1,176	1.7	10%	12%	6.5
0939.HK	建设银行	银行	17,551	25.7	9%	10%	5.1
0868.HK	信义玻璃	汽车与汽车零部件	332	1.2	9%	10%	9.3
0598.HK	中国外运	运输	269	0.4	9%	10%	6.8
0883.HK	中国海洋石油	能源	8,498	17.8	8%	20%	6.0
0857.HK	中国石油股份	能源	11,896	9.4	8%	11%	6.8
1088.HK	中国神华	能源	6,636	8.0	7%	15%	10.6
3877.HK	中国船舶租赁	金融服务	112	0.1	7%	16%	5.3
1378.HK	中国宏桥	原材料	1,332	6.0	6%	22%	5.6
2318.HK	中国平安	保险	8,322	25.6	6%	14%	6.7
1919.HK	中远海控	运输	2,308	4.6	6%	23%	4.0
0941.HK	中国移动	电信业务	19,040	21.2	6%	10%	12.9
0038.HK	第一拖拉机股份	资本品	72	0.5	5%	13%	8.1
3311.HK	中国建筑国际	资本品	577	0.7	5%	15%	6.6
2388.HK	中银香港	银行	3,531	5.4	5%	12%	9.2
1811.HK	中广核新能源	公用事业	103	0.2	5%	16%	5.3

注：数据截至 2025 年 5 月 26 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

科技端：精选具备护城河的 AI 龙头公司

在标的选择上，对于投资者而言，在快速变化的行业环境中，选择具备确定性护城河的公司就显得极其重要。**我们梳理出 6 个具有中长期配置价值的港股 AI 行业龙头公司**。而更多高效、便宜的 AI 模型有望出现，这不仅有助于 AI 应用的广泛普及，还将催生更多的商业模式。AI 产业链中技术层及应用层的机会也值得关注。**我们梳理出 24 个**短期有望受到资金青睐的 **AI 技术和应用相关的港股公司**，供投资者参考（图表 62）。

图表 62：港股 AI 概念公司梳理

公司名称	股票代码	恒生三级行业	市值（亿港元）	日均成交额（百万港元）	YTD 表现（%）
AI 行业龙头公司					
腾讯控股	0700.HK	数码解决方案服务	46,868	15,433	22%
阿里巴巴	9988.HK	线上零售商	22,314	15,608	42%
中芯国际	0981.HK	半导体	4,350	5,939	33%
快手	1024.HK	互动媒体及服务	2,081	3,030	17%
百度集团	9888.HK	互动媒体及服务	2,252	1,175	-1%
金山云	3896.HK	互联网服务及基础设施	277	891	13%
AI 技术和应用相关公司					
小米集团	1810.HK	电讯设备	13,311	16,409	49%
美团	3690.HK	线上零售商	7,906	7,661	-15%
比亚迪	1211.HK	汽车	12,747	5,826	59%
网易	9999.HK	游戏软件	5,997	1,128	37%
京东集团	9618.HK	线上零售商	4,131	2,585	-5%
携程集团	9961.HK	旅游及观光	3,340	1,710	-10%
理想汽车	2015.HK	汽车	2,353	2,155	17%
小鹏汽车	9868.HK	汽车	1,434	2,494	62%
腾讯音乐	1698.HK	影视娱乐	2,153	39	57%
联想集团	0992.HK	电脑及周边器材	1,152	1,079	-8%
地平线机器人	9660.HK	数码解决方案服务	939	827	98%
京东健康	6618.HK	药品分销	1,309	615	46%
阿里健康	0241.HK	药品分销	708	657	33%
蔚来	9866.HK	汽车	651	321	-16%
哔哩哔哩	9626.HK	互动媒体及服务	633	885	4%
商汤	0020.HK	数码解决方案服务	518	717	-6%
金山软件	3888.HK	应用软件	534	430	13%
金蝶国际	0268.HK	应用软件	433	737	43%
万国数据	9698.HK	互联网服务及基础设施	425	288	20%
同程旅行	0780.HK	旅游及观光	499	359	18%
阅文集团	0772.HK	出版	282	192	9%
第四范式	6682.HK	数码解决方案服务	226	282	-10%
黑芝麻智能	2533.HK	数码解决方案服务	112	327	-38%
创新奇智	2121.HK	数码解决方案服务	30	25	-10%

注：数据截至 2025 年 5 月 26 日。YTD 表现为 2025 年 1 月 1 日至 5 月 26 日。成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：iFinD、浦银国际

美国对中国的先进技术的限制将加速中国国产化。尽管在美对 AI 和半导体技术管制趋严的背景下，中国初创企业仍然取得 AI 大模型的重大进展。在这个背景下，中国的国产化在多个链条环节有望加速，包括芯片端、算法端和应用端。这有利于中国 AI 国产化供应链的成长。我们预计 2025 年或开启中国 AI 基建超级周期，有望增加算力产业链上游的需求，比如服务器与硬件供应商、数据中心（IDC）服务供应商、云计算与软件服务商、网络设备与解决方案提供商（含交换机、路由器、光模块、光纤连接器）、芯片与半导体相关的企业、AI 与大数据相关公司、能源与制冷相关企业等。因此，**A 股算力产业链上的细分板块和个股也值得关注。**我们梳理出 25 个 AI 算力产业链上的 A 股公司供投资者参考（图表 63）。

图表 63：中国算力产业链上的 A 股公司梳理

公司名称	股票代码	算力产业链细分行业	市值（亿元）	日均成交额（亿元）	YTD 表现（%）
宁德时代	300750.SZ	能源与制冷	11,667	60.6	-4%
海光信息	688041.SH	芯片与半导体	3,164	29.0	-9%
寒武纪	688256.SH	芯片与半导体	2,718	42.9	-1%
科大讯飞	002230.SZ	AI 与大数据	1,066	15.3	-5%
中科曙光	603019.SH	服务器与硬件	906	20.7	-14%
澜起科技	688008.SH	芯片与半导体	868	20.3	12%
宝信软件	600845.SH	数据中心（IDC）服务	741	5.5	-12%
浪潮信息	000977.SZ	服务器与硬件	737	26.5	-4%
华勤技术	603296.SH	服务器与硬件	695	9.2	-4%
紫光股份	000938.SZ	服务器与硬件	694	16.8	-13%
用友网络	600588.SH	云计算与软件	451	11.7	23%
锐捷网络	301165.SZ	网络设备与解决方案	380	5.1	-7%
纳思达	002180.SZ	芯片与半导体	317	4.6	-21%
东华软件	002065.SZ	云计算与软件	299	19.4	29%
英维克	002837.SZ	能源与制冷	240	9.0	-20%
广联达	002410.SZ	云计算与软件	230	5.6	18%
科华数据	002335.SZ	数据中心（IDC）服务	201	17.5	35%
数据港	603881.SH	数据中心（IDC）服务	178	19.4	32%
汉得信息	300170.SZ	云计算与软件	175	20.8	43%
拓尔思	300229.SZ	AI 与大数据	156	8.6	-15%
每日互动	300766.SZ	AI 与大数据	144	26.0	151%
星网锐捷	002396.SZ	网络设备与解决方案	114	2.7	2%
东方国信	300166.SZ	AI 与大数据	109	6.0	2%
申菱环境	301018.SZ	能源与制冷	94	3.6	-8%
亿田智能	300911.SZ	数据中心（IDC）服务	69	2.4	89%

注：数据截至 2025 年 5 月 26 日。YTD 表现为 2025 年 1 月 1 日至 5 月 26 日。计价货币为人民币。

资料来源：iFinD、浦银国际

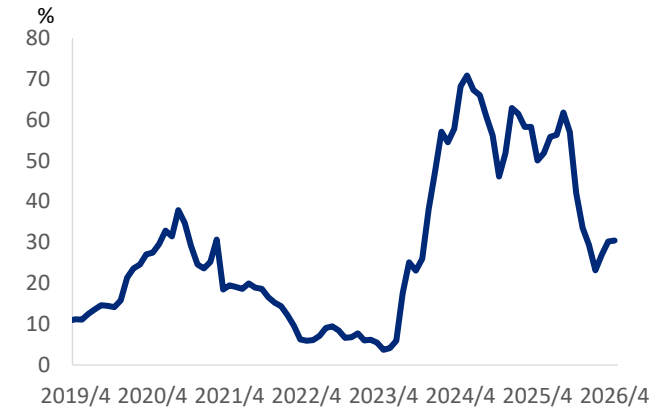
2）美国股票市场

红利端选取兼具防御性和高红利的板块和个股：在动态博弈的宏观环境下，如何防范和对冲市场波动成为下半年美股投资的关键。公用事业板块能同时应对市场上的冲击，基本不受关税政策的影响、具有刚性需求、与科技股相关性偏低，在市场波动中显现出较强的防御能力。在面临政策与经济双重风险下，投资者可战术性部分配置公用事业板块，用确定性对抗不确定性。

最佳防御性标的需能同时应对美股市场正面临的三重冲击。第一，关税政策对全球供应链上的企业造成的冲击已从成本端向利润端传导，基本面直接受关税冲击的行业和个股需要规避。第二、经济衰退的预期快速从 5 月起大幅升温（图表 64），波动率指数（VIX）年初至今一度攀升至 52.3，创下新冠疫情后最高水平（图表 65），导致资金倾向于撤离与经济周期相关性较大的板块和个股。第三，资金对科技股的持仓集中度过高，放大了尾部风险。当市场情绪恐慌时，部分高估值的大型科技股抛售压力加剧。

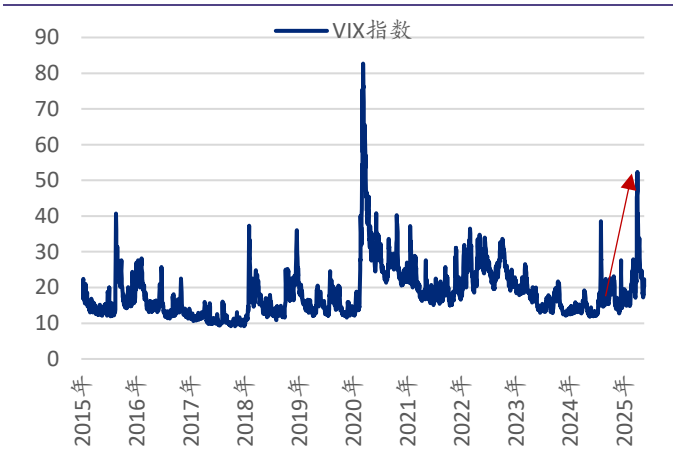
综上所述，选择的防御性标的需要具备三个特性，分别是 1）受特朗普核心政策的影响偏低，2）与经济周期的相关性较低和 3）受市场情绪的影响偏弱，才能帮助投资者获取稳定收益、抗风险、以及应对可能的市场波动。

图表 64：纽约联储预测的美国经济衰退概率从今年 5 月起大幅上升



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 65：波动率指数（VIX）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

当下，并非所有传统防御板块都具有较强的防御性。美股传统的防御板块有四个，分别是医疗健康、必选消费、能源和公用事业。**医疗健康板块受药价管控的不确定性压制。**5 月 12 日，特朗普政府发布行政令，大幅压低美国药品价格，降幅预计在 50%至 90%。**必选消费直接受关税战拖累。**目前，美国对所有国家加征 10%关税，对中国加征 30%关税，这对全球供应链造成严重破坏，导致美国消费品价格攀升。**能源板块则与原油价格强相关，**但原油价格正受到短期全球经济增速放缓的冲击。因此，这三个板块都存在明显短板。

公用事业业绩增长逻辑稳固，具有“类基建”属性。公用事业板块成分股以电力股为主。短期来看，其本土化运营模式（发电、输电、储电全链条在美国境内）也能有效规避关税风险。而且美国家庭用电需求波动率常年低于 2%，政府还允许电费的定价随成本动态调整（过去五年电价年均上涨 2.1%）。这种商业模式使得它在 2008 年金融危机中保持盈利正增长，即便在 2020 年疫情冲击下，公用事业的营收也仅微降 0.3%，显著优于标普 500 指数 11%的跌幅，且其盈利水平保持平稳。

作为高股息资产，它还受益于利率下行周期。在利率下行的趋势下，资金或倾向流入风险资产，有望进一步利好优质高息股的表现。2018 年至今，公用事业板块的市盈率与 10 年期美债收益率呈现较强的负相关关系，相关系数为-0.48（图表 66）。下半年，如果美联储重启降息，将有助于释放公用事业的估值扩张空间。

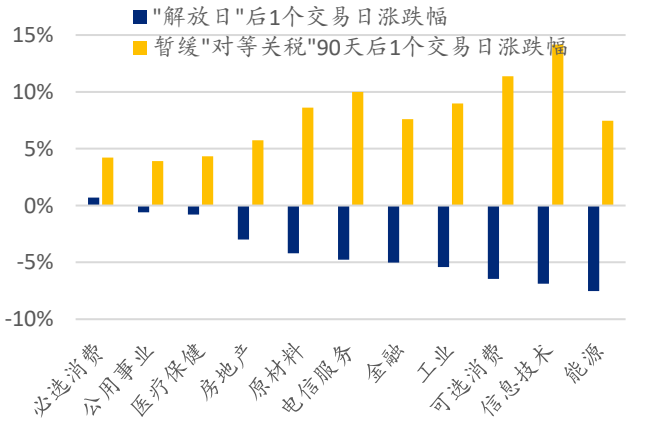
公用事业在大盘剧烈震荡时有极强的防御能力。从历史表现看，公用事业板块在波动市场中通常回撤较小，呈现出较好的防御性，能为投资者提供相对稳定的现金流回报，从而减轻市场波动对投资组合的影响。在“解放日”后一个交易日，标普 500 指数暴跌 5%，公用事业仅下跌 0.6%。而在宣布暂缓“对等关税”90 天后第一个交易日，公用事业反弹了 3.9%（图表 67）。

中长期来看，AI 数据中心有望成为公用事业板块业绩增长的驱动力。数据中心作为 AI 算力的物理载体，正成为电力需求增长的核心引擎，有望驱动电力需求以指数级速度增长。一个典型的以 AI 为中心的数据中心一年消耗的电力相当于 10 万户家庭的一年用电量。2024 年，美国电网战略咨询公司预计，在 AI、加密货币等推动下，美国电力需求预计将在未来 10 年增长 15%。

图表 66：公用事业行业市盈率与 10 年期美债收益率呈负相关关系

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：公用事业在市场大幅波动时有较强的防御能力



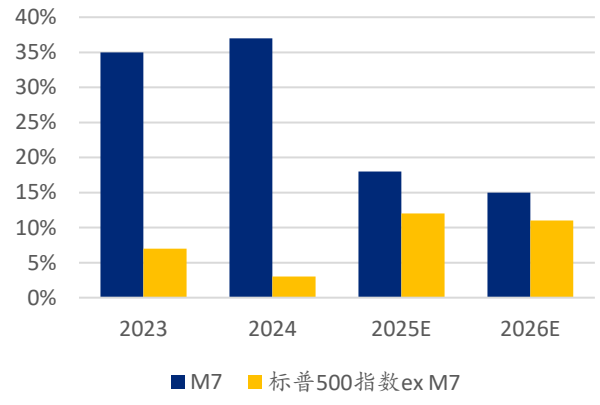
注：“解放日”指的是 4 月 2 日，暂缓“对等关税”90 天后 1 个交易日指的是 4 月 9 日。 资料来源：Bloomberg、浦银国际

科技端：中长期保持对 AI 行业的配置。虽然美国国内经济面临诸多的不确定因素，但我们认为 AI 的发展是不可逆的，AI 能够跨越周期。不管贸易争端和美联储的货币政策如何变化，在我们看来 AI 的发展都不会止步不前。AI 会持续推动未来几年美股的企业盈利，无论是降本增效，还是通过 AI Agent 等新的形式帮助企业找到新的爆发性增长点。因此，我们认为在中长期保持对 AI 的配置，有助于投资组合获得额外的收益。

细分领域上，我们维持年度策略中同时看好 AI 基础层和应用层公司的观点。基础层的公司不仅能提供短期的确定性，还能受益于中长期 AI 技术的提升。在基础层的投资标的中，美股的大科技企业能够同时兼顾盈利增速和业绩确定性。过去 2 年，这些大科技企业在 AI 领域中投入巨大，在技术储备和赛道布局上都占据了有利的位置，驱动自身盈利增速强劲增长。根据彭博一致性预期，七大科技企业 2025/2026 年的盈利增速较标普指数剩余的 493 家企业更强劲，分别高 6 个百分点和 4 个百分点（图表 68）。综合来看，作为美股中难得的同时拥有增长和确定性、又在 AI 领域占据最有利位置的公司，大型科技企业依然有望在下半年获得较好的相对收益。

而在应用层方面，上半年我们已经看到越来越多的企业在推动 AI 从被动工具向主动的代理模式（AI Agent）转变，从年初的 Manus 到近期谷歌、微软在开发者大会上高调宣布布局 Agent 生态。在这一趋势下，会有越来越多应用层的企业迎来爆发的机会。上半年，有不少美股的应用层企业（如 Palantir 和 Snowflake 等）业绩增长明显。而越来越多的资金也正涌向 AI 应用层，比如上半年谷歌就斥巨资 320 亿美元收购了网络安全公司 Wiz，希望在 AI 时代下提升云端服务的安全性。我们预计，在 AI 的高速发展下，会有更多细分赛道的优秀公司脱颖而出。下面，我们梳理出 24 家美股人工智能产业链上的公司供大家参考，涵盖了基础层、技术层和应用层（图表 70）。

图表 68：七大科技巨头的盈利增速仍高于标普 500 指数剩余 493 个企业



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 69：AI 细分领域拆分

资料来源：浦银国际

图表 70：美股 AI 产业链公司梳理

股票代码	公司名称	细分领域	市值（亿美元）	成交额（亿美元）	前瞻市盈率（倍）	涨跌幅（年初至今）
基础层						
NVDA.US	英伟达	芯片	32,018	323.9	30.2	-2%
AMD.US	AMD	芯片	1,789	41.1	26.8	-9%
SMCI.US	超微电脑	服务器	239	24.4	16.1	32%
技术层						
MSFT.US	微软	大模型	33,460	97.9	31.0	7%
GOOG.US	谷歌	大模型	20,510	64.3	17.6	-11%
META.US	Meta	大模型	15,766	104.4	23.5	7%
AMZN.US	亚马逊	云计算	21,338	98.9	27.3	-8%
应用层						
SNOW.US	Snowflake	大数据	667	9.6	167.8	30%
PLTR.US	Palantir	大数据	2,910	103.8	198.9	63%
MDB.US	MongoDB	大数据	152	4.8	68.7	-20%
CRM.US	Salesforce	CRM	2,621	19.0	24.5	-18%
U.US	Unity	游戏	86	2.2	27.3	-8%
INTU.US	Intuit	金融	2,009	11.6	32.0	15%
ADBE.US	Adobe	数字设计	1,738	14.8	19.5	-8%
DUOL.US	Duolingo	教育	236	3.7	152.7	60%
PATH.US	Uipath	RPA	66	1.4	22.9	-3%
CRWD.US	Crowdstrike	网络安全	1,135	16.3	131.7	33%
ZM.US	Zoom	办公平台	240	2.0	14.3	-3%
APP.US	Applovin	广告	1,199	27.8	39.3	9%
NOW.US	Servicenow	企业运营	2,079	17.0	58.2	-5%
ESTC.US	Elastic	搜索	96	1.6	48.1	-7%
NET.US	Cloudflare	网络	548	4.8	184.4	47%
DDOG.US	Datodog	云监控	395	5.3	63.9	-20%
SHOP.US	Shopify	电商	1,354	13.0	68.6	-5%

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日，成交额为近 3 个月日均成交额。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 投资主题二：关税战下企业“出海”的应变之策

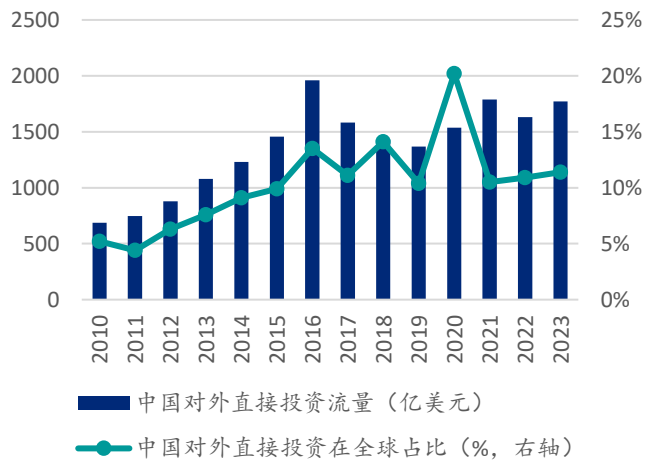
在中美贸易战的背景下，中国产品出海将面临一些挑战。然而，与 2018 年不同，目前中国企业加快全球产业链布局，产品附加值不断提升，销售市场更加分散化，因此我们预计本轮贸易冲突对中国出口的实际影响或低于 2018 年，中期来看中国在全球价值链中的地位与作用或较难被削弱。

1）供应链全球化——提升抗风险能力

产业链出海进行全球化布局。2018 年以来，为规避关税的影响，中资跨国企业积极地对产业链进行了全球化布局，把生产线转移至其他国家，由中国进口原材料或中间品，再将加工后产品出口至美国，而墨西哥、东南亚国家或成为了主要的中转国家。近年来，中资跨国企业出海的模式也从产品输出转变为产业链和产能输出，例如“新三样”新能源汽车、锂电池、光伏产品通过绿地投资方式加速出海。

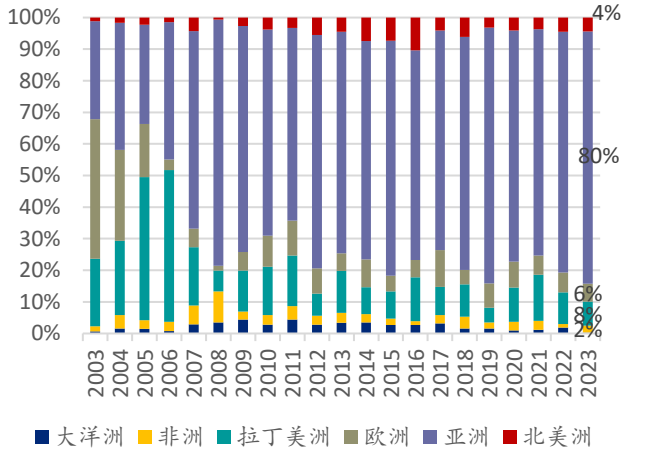
2023 年中国对外投资全球居前，对亚洲和非洲投资快速增长。2023 年，中国对外直接投资净额为 1772.9 亿美元，同比增长 8.7%，占全球份额的 11.4%，连续 12 年位列全球对外直接投资净额前三（图表 71）。从地域上看，中国对亚洲和非洲投资快速增长，2023 年流向亚洲的投资 1416 亿美元，同比增长 13.9%，占对外直接投资总额的 79.9%，主要流向中国香港以及东盟 10 国。然而，中国对大洋洲和拉丁美洲投资降幅较大，2023 年流向拉丁美洲的投资 134.8 亿美元，同比下降 17.6%，流向大洋洲的投资 5.1 亿美元，同比下降 83.4%。2023 年，中国企业对共建“一带一路”国家直接投资 407.1 亿美元，同比增长 31.5%，占对外直接投资总额的 23%（图表 72）。

图表 71：2023 年中国对外直接投资净额同比增长 8.7%，占全球份额上升 0.5 个百分点



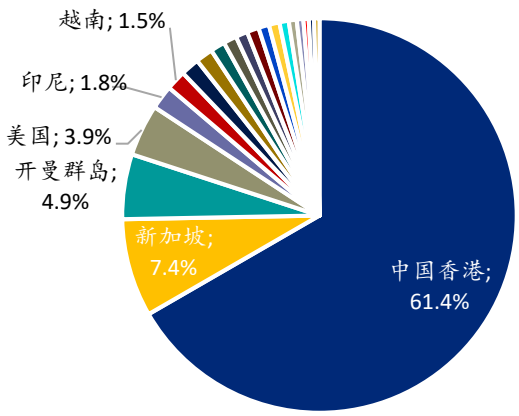
资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

图表 72：2023 年，中国对亚洲和非洲投资快速增长，对大洋洲和拉丁美洲投资降幅较大



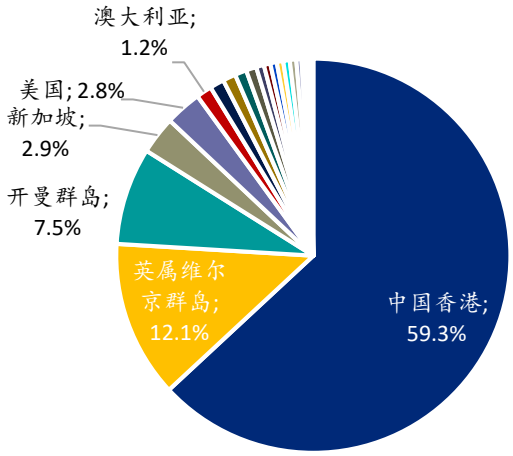
资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

图表 73：2023 年中国对外直接投资净额国家/地区分布情况



资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

图表 74：2023 年末，中国对外直接投资存量国家/地区分布情况

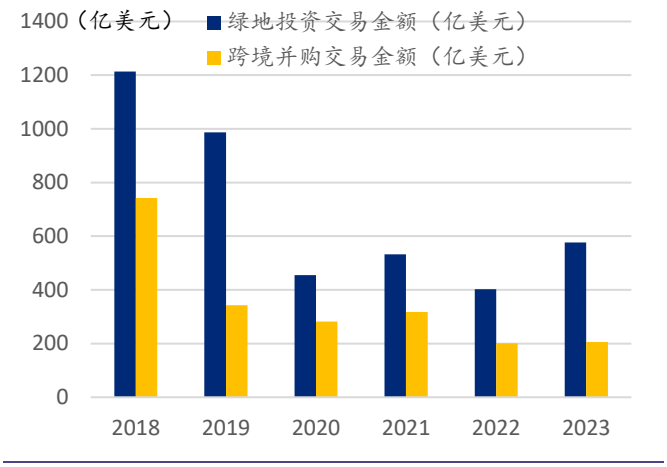


资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

绿地投资已取代投资并购成为中国企业对外投资的重要形式。近年来，全球经济增速下行、地缘政治冲突加剧，保护主义、单边主义上升，全球跨国并购交易规模跌至过去十年来最低点。2023 年，中国企业对外投资并购交易总额为 205.7 亿美元，同比增长 2.5%，仍处于历史较低水平。2018 年以来，受到中美贸易摩擦和新冠疫情的冲击，加上国内要素成本上升、产业结构调整等因素，使得制造业外移的趋势越来越明显。最先行动的是跨国企业，采取“中国+N”的策略来进行全球化产业链布局，将部分在中国的生产线迁移到其他国家和地区。中资企业则通过绿地投资进行全球化布局。2023 年，中国绿地投资总额为 576.6 亿美元，同比增长 43.4%，绿地投资成为对外投资重要形式（图表 75）。

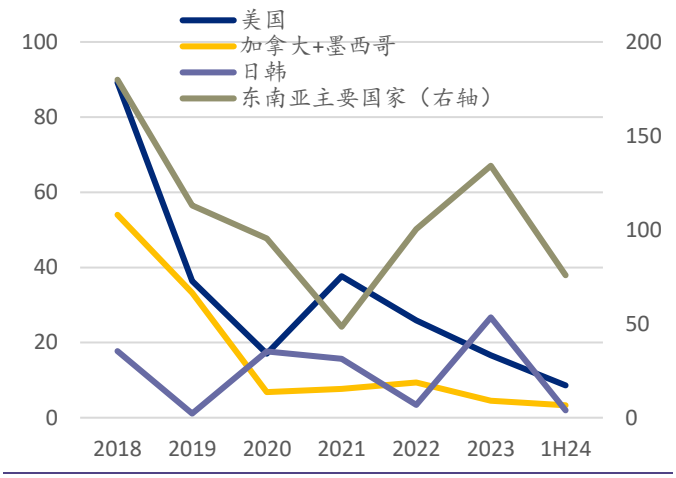
东南亚成为中国主要绿地投资目的地。东南亚国家与中国地理上相邻，人口红利丰厚，具有生产成本优势，不但能为劳动密集型产业提供充足的劳动力，还能提供广阔的销售市场。具体来看，中国向印尼、越南等国转移的产业类型以纺织服装、鞋帽皮革等劳动密集型制造业为主，向马来西亚等国转移以光学仪器、机电设备等资本和技术密集型制造业为主。从行业上看，中国绿地投资规模最大的行业为交运，细分行业包括车辆、航空、船舶、铁道、电车道机车及有关运输设备，属于制造业领域。北美是中国重要的贸易伙伴，墨西哥占据连接北美和拉美的战略地位，具有显著的供应链和运输成本优势，加上其制造业基础良好，劳动力资源丰富，吸引了不少中资企业选择去设厂（图表 76-78）。

图表 75：绿地投资成为中国对外投资的重要形式



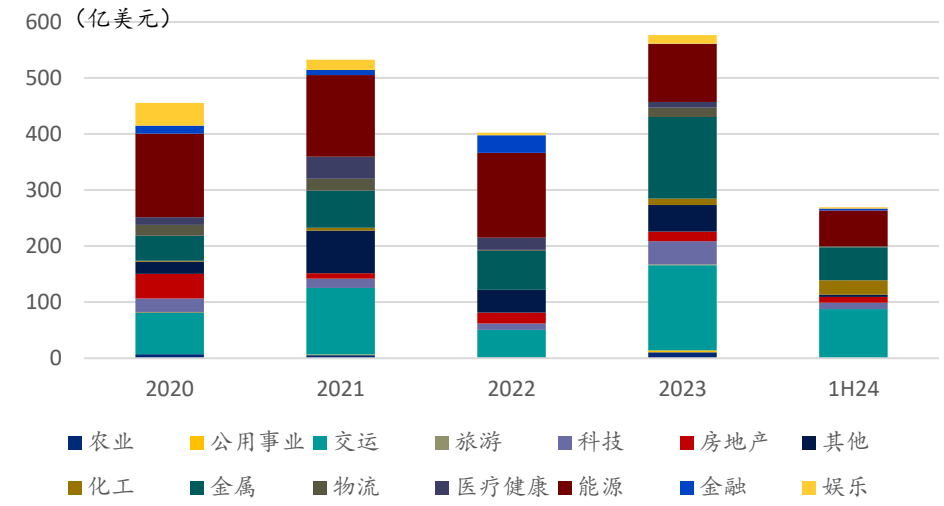
资料来源：美国企业研究院（AEI）、浦银国际

图表 76：东南亚为中国主要绿地投资目的地



资料来源：AEI、浦银国际

图表 77：交运、金属和能源行业在中国绿地投资上规模居前



资料来源：AEI、浦银国际

图表 78：中国制造业绿地投资重点领域

行业	绿地投资目的地	重点领域及原因
汽车制造	匈牙利、德国等	重点投资新能源汽车领域，通过加强汽车产业本地化生产，有效规避贸易壁垒和反倾销调查、缩短供应链并实现成本的最优化
金属制品	印尼、玻利维亚、几内亚、南非等	重点投资铜、镍矿等领域
原材料	马来西亚、印尼、越南、埃及等	重点投资造纸和纸制品、纺织服装、鞋帽服饰、建筑材料等领域
家电及消费电子	墨西哥、巴西、中东	拉美和中东市场消费群体规模较大，是家电和消费电子产品主要出口地区
医疗制造	新加坡、科特迪瓦、智利等	新加坡是东南亚区域内生物医疗制造和研发的重要中心，同时中国药企也在非洲和南美建立药品生产设施帮助提高当地医疗卫生水平

资料来源：AEI、浦银国际整理

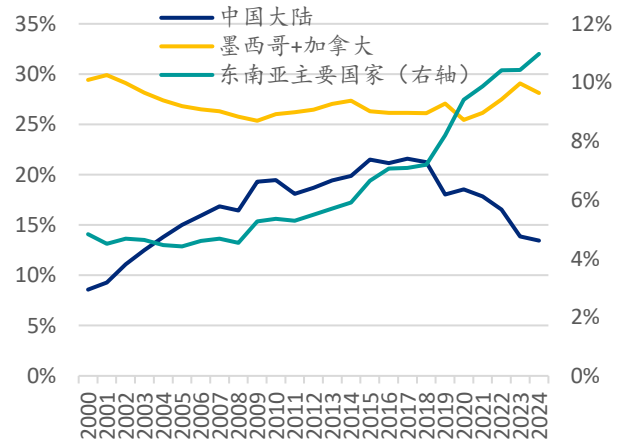
2）销售市场分散化——布局关税风险较低市场

中国的外贸格局已发生结构性演变。2018 年以后，中国在美国进口占比明显下降，而东南亚等新兴市场的占比持续提升。根据海关总署，按美元计价，2024 年东盟已成为中国最大的贸易伙伴，出口占比为 16.4%，同比增长 12.0%，明显高于整体同比增速 5.9%；美国从中国第一贸易伙伴退居为第二出口占比下降至 14.7%；欧盟为中国第三大贸易伙伴，占比为 14.4%，但增速有所放缓。整体来看，东盟等新兴市场关税风险偏低，在中国贸易结构中的战略地位持续得到强化：一方面，中国通过开拓新兴市场，有效缓解了传统发达市场需求萎缩带来的冲击；另一方面，新兴市场为中国外贸提供了新的增长曲线，优化并增强了中国对外贸易的抗风险能力和可持续发展动力。

“中国商品”从输出全球变为扎根全球。近年来，不少中国企业选择把海外作为主战场，实施全球本土化战略。在海外布局的中国企业深入了解当地市场需求、消费习惯、政策法规，使产品和服务更贴合当地，提高市场竞争力，能有效对冲因关税增加带来的价格影响。例如 SHEIN（时尚服饰）、Anker（消费电子）等跨境电商平台。同时，中国企业对外输出不再局限于高性价比产品，而拓展到中国文化等多元化领域，使企业在关税战中有更多回旋余地。比如 TikTok（短视频社交媒体）、泡泡玛特（潮玩）、《黑神话：悟空》（线上游戏）等通过输出 IP 影响力的方式出海。

销售市场分散化能更快适应不同市场政策变化。中国企业可根据各市场关税政策、贸易规则等调整销售策略、供应链布局和产品定价。如部分企业面对美国关税上调，将部分订单和产能转移到对美关税较低的地区，或调整出口目的地。而集中于单一市场的企业，在政策突变时调整空间小、难度大。总的来说，中国企业通过销售市场分散化、全球本土化战略以及多元化业务输出，能有效抵御关税战风险，在复杂多变的国际贸易环境中提升生存和发展能力。

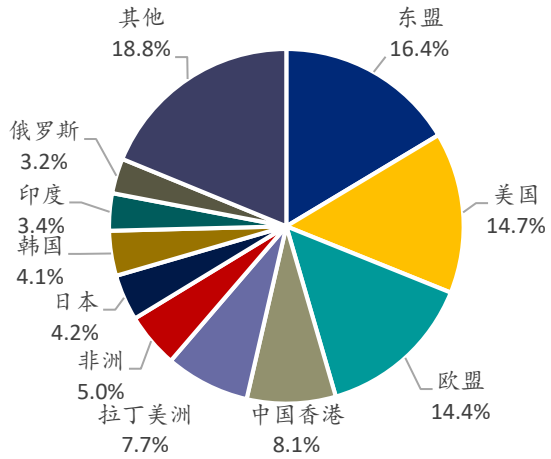
图表 79：2018 年后中国在美国进口占比明显下降，而东南亚主要国家占比持续上升



注：东南亚主要国家包括越南、印度尼西亚、泰国、新加坡和印度。

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 80：2024 年中国主要出口国家/地区占比：东盟成为第一大贸易伙伴



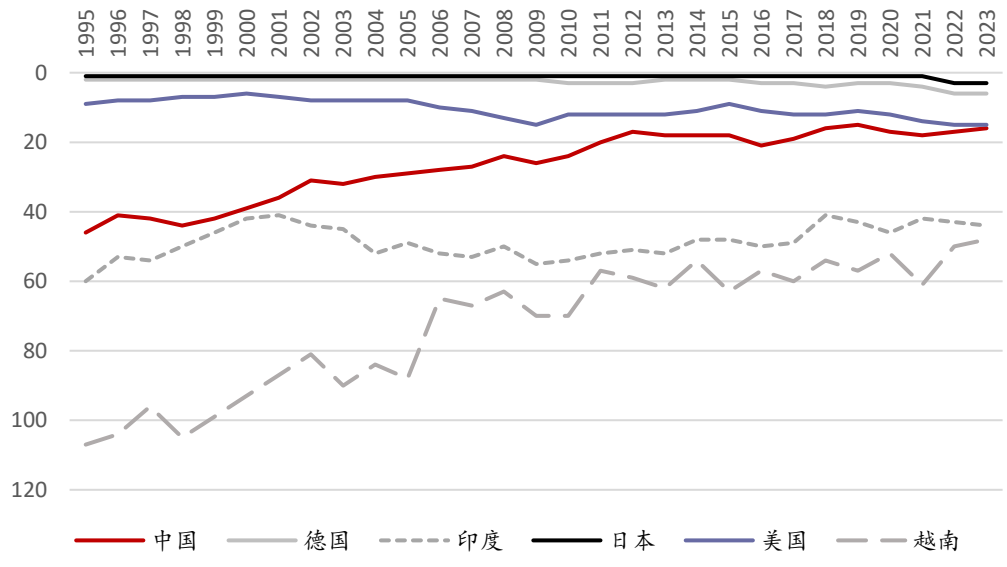
资料来源：中国海关总署、浦银国际

3）产品竞争力高端化——以技术创新为核心驱动力

过去 20 年“中国制造”持续往高附加值产业链攀升。自 2001 年加入 WTO 以来，中国的国际贸易规模飞速增长，占全球贸易规模比重从 18%增长至 2024 年 25%。虽然早期“中国制造”的产品凭借人工成本低、大规模的生产优势快速销往全球，但在全球价值链中处于下游位置。过去 20 年，随着中国技术水平和效率的提升、高素质人才的积累，加工贸易产品结构不断优化，中国高附加值制造业出口专业化率持续提升，低附加值行业出口专业化率稳定保持在较高水平，“中国制造”的特征蜕变为“高性价比”。根据哈佛大学增长实验室发布的经济复杂性指数（ECI）——其用来衡量一个国家出口商品的多样性、技术复杂程度及出口量——2023 年中国出口复杂程度在全球排名第 16 位，较 2000 年的第 42 位大幅上升，而美国排名第 15 位，中美之间的差距在过去十年中缩小了一半以上（图表 81）。

中国在全球价值链中的地位难在中期被削弱。如果关税战升级，无论对美国还是中国经济增长的负面影响均较大，而对美国的影响可能比中国更大。从理性的角度去分析，美国只有采取分批、选择性加征关税的路径，才有望降低对美国经济造成的部分负面影响。短期来看，我们预计本轮贸易冲突对中国出口的实际影响或较 2018 年边际递减，中期来看中国在全球价值链中的地位与作用或较难被削弱。

图表 81：在全球产业链和价值链上，中国技术复杂性与多样性排名不断上升



资料来源：Growth Lab at Harvard University、浦银国际

我们与行业分析师自下而上地从浦银国际研究覆盖的行业中**筛选出 25 个值得关注的出海概念股**，它们中有的受益于中国品牌产品出海，有的受益于产能或产业链出海，其海外收入有望持续提升，成为全球化布局的公司。

图表 82：25 个值得关注的出海概念股

公司名称	股票代码	市值（亿元）	成交额（亿元）	2025E 营收增速	2026E 营收增速	市盈率(倍)
消费						
泡泡玛特	9992.HK	3,108	20.5	17%	73%	33.9
名创优品	9896.HK	445	4.0	37%	1%	14.1
特海国际	9658.HK	101	0.2	77%	12%	23.2
互联网						
拼多多	PDD.US	13,269	11.1	0%	19%	8.2
大健云仓	GCT. US	42	0.2	21%	1%	5.7
昆仑万维	300418.SZ	500	12.1	86%	12%	N/A
心动	2400.HK	191	1.3	33%	6%	16.3
IGG	0799.HK	42	0.1	57%	2%	5.8
赤子城	9911.HK	132	0.9	0%	29%	10.3
雅乐科技	YALA.N	88	0.1	0%	6%	8.2
YY	JOYY. US	177	0.3	85%	-6%	8.3
汇量科技	1860.HK	103	4.5	66%	40%	29.1
网龙	0777.HK	51	0.2	50%	-12%	7.0
科技						
小米集团	1810.HK	13,233	163.2	45%	32%	24.1
传音控股	688036.SH	917	5.8	36%	12%	12.0
时代电气	3898.HK	591	1.3	5%	15%	9.1
扬杰科技	300373.SZ	280	5.9	23%	17%	17.5
新能源汽车						
比亚迪	1211.HK	12,499	58.0	27%	27%	17.1
小鹏汽车	9868.HK	1,446	24.8	0%	103%	54.2
零跑汽车	9863.HK	765	7.6	1%	91%	29.9
医疗健康						
恒瑞医药	600276.SH	3,870	24.4	3%	10%	42.9
百济神州	6160.HK	2,360	9.8	55%	865%	24.2
康方生物	9926.HK	745	11.7	65%	67%	74.1
科伦博泰	6990.HK	822	2.0	100%	0%	N/A
和黄医药	0013.HK	184	1.8	42%	11%	20.9

注：数据截至 2025 年 5 月 26 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港币。

资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

七、浦银国际重点关注股票组合更新

组合表现回顾与更新。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨 34%，跑赢 MSCI 中国、恒生科技和中概股指数。其中，泡泡玛特、科伦博泰和零跑汽车的表现相对较好，但京东和美团表现相对较弱。**本次组合加入阿里巴巴、舜宇光学和爱康医疗，**主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价；**移出京东、美团、巨子生物和科伦博泰，**因它们短期内缺乏新的催化剂，但不改变我们长期看好的观点。目前，**重点关注新经济股票组合包含腾讯、台积电、华虹半导体、瑞幸咖啡、亚朵等 11 只股票**（图表 83-84）。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。**同时，结合行业分析师自下而上的分析，**我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1）具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2）政策支持和宽松的受益者；3）在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 83：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	股票代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值（亿港元）	成交额（百万港元）	自上次更新表现
维持								
腾讯控股	0700.HK	通讯业务	512.00	700.00	37%	47,053	15,306	32%
台积电	2330.TT	信息技术	965.00	1,046.60	8%	65,391	10,374	-14%
泡泡玛特	9992.HK	可选消费	233.20	293.90	26%	3,132	2,077	152%
百济神州	6160.HK	医疗保健	146.00	194.00	33%	2,049	976	13%
零跑汽车	9863.HK	可选消费	56.90	74.60	31%	761	764	67%
瑞幸咖啡	LKNCY.US	可选消费	32.75	43.20	32%	683	671	23%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	31.05	39.00	26%	536	1,349	29%
亚朵	ATAT.US	可选消费	31.02	41.10	32%	336	311	17%
移出								
京东	9618.HK	可选消费	128.30	173.00	35%	40,896	2,582	-19%
美团	3690.HK	可选消费	132.10	159.00	20%	8,071	7,730	-17%
巨子生物	2367.HK	医疗保健	69.60	82.20	18%	745	519	27%
科伦博泰	6990.HK	医疗保健	317.60	295.00	-7%	722	200	100%
平均表现								**34%**
市值加权表现								**2%**
新增								
阿里巴巴	9988.HK	可选消费	118.00	147.00	25%	22,524	15,454	N/A
舜宇光学	2382.HK	信息技术	60.95	88.90	46%	667	1091	N/A
爱康医疗	1789.HK	医疗保健	5.77	8.00	39%	65	39	N/A
基准指数								
MSCI 中国指数	MXCN.US		74.00					15%
恒生科技指数	HSTECH.HK		5,182.60					10%
中概股指数	HXC.US		7,175.45					6%

注：收盘价截至 2025 年 5 月 27 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

图表 84：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
阿里巴巴（9988.HK）	- Take rate 逐步提升或带动核心客户管理收入回暖。 - 降低直营业务占比，收入结构优化带动毛利率改善。 - 深度布局“AI+云”，云业务或迎上行周期，推动估值修复。
台积电（2330.TT）	- 公司一二季度基本面表现超出我们预期。 - 在美关税背景下，公司预期 2025 年收入将增长约 25%，保持不变。 - AI 算力需求增长强劲，中长期增长空间确定性高。
泡泡玛特（9992.HK）	- 泡泡玛特是中国消费板块为数不多出海逻辑已跑通的企业，海外扩张空间巨大。 - 作为潮玩龙头，其在中国的业务具有较强的抗周期能力，有望持续录得逆势增长。 - 基于公司不断提升的 IP 运营能力以及海外扩张能力，我们坚信其长期的增长具有很强的确定性与可持续性。
腾讯控股（0700.HK）	- 游戏业务回暖，微信生态变现潜力巨大。 - 收入结构优化，带动毛利率改善。 - 生态日趋完善，AI 持续赋能，助力降本增效。
亚朵（ATAT.US）	- 门店快速扩张，公司 2025 年达成 2000 家好店的目标的确定性较强。 - 随着疫后出行带来的高基数的影响退散，预计 2025 年，公司 RevPAR 水平有望企稳回升。 - 零售业务收入 1Q25 超预期增长，预计 2025 年仍将保持高速增长，为公司住宿业务带来补充增长。
华虹半导体（1347.HK）	- 公司第二个 12 寸厂产能释放带来收入稳步增长。 - 公司在消费、工业汽车、通信等板块保持恢复和增长趋势。 - 市净率估值具备吸引力。
瑞幸咖啡（LKNCY.US）	- 瑞幸凭借强大的产品创新力及优秀的营销能力已逐步占领消费者心智，并形成较强的护城河，从而有能力抵御竞争对手低价策略对杯量以及利润率带来的冲击。 - 展望 2025 年，我们相信瑞幸将继续通过门店网络扩张、单店杯量提升、运营效率优化来实现收入与利润的高速增长。我们预测瑞幸 2025 年的同店趋势相较 2024 年有望得到大幅改善。
零跑汽车（9863.HK）	- 2025 年一季度毛利率超市场预期。 - 2025 年销量目标为 50 万-60 万辆，B 系列以及海外将贡献增量。 - 公司毛利率预计在 2025 年持续改善，目标毛利率为 10%-12%。
百济神州（6160.HK）	- 近期重点关注 6 月底将公布的 CDK4 抑制剂 POC 数据读出。 - 2H25 有望迎来 Sonrotoclax 全球 2 期 MCL 数据读出及多项早期资产 POC 数据读出，包括泛 KRAS 抑制剂、B7H4 ADC、EGFR CDAC、CDK2 抑制剂、B7H3 ADC、CEA ADC、FGFR2b ADC、IRAK4 CDAC 和 PRMT5 抑制剂。
爱康医疗（1789.HK）	- 集采风险基本出清，国内收入增长能见度提升：关节类产品作为公司最核心的业务线，集采风险基本出清，叠加翻修产品及 iCOS 产品 2H24 起在反腐常态化下逐步实现复苏增长，公司 2025 年国内收入增长能见度较高。 - 海外收入增长稳健：预期海外收入占公司收入比例五年内有望提升至 30%（vs 2024 年：21%）。
舜宇光学（2382.HK）	- 充分享受中国和海外新能源车以及辅助驾驶渗透率大幅提升，推动车载业务加速成长。 - 手机业务毛利率持续改善。 - 在关税波动下，估值具备较高吸引力。

资料来源：浦银国际

八、投资风险

1. 地缘政治紧张局势升级

当前地缘政治与经贸格局充满变数。俄乌冲突带来的挑战仍存，影响能源供应稳定。巴以冲突可能面临进一步升级，中东多地局势紧张，红海危机可能会持续发酵，扰乱全球航运运输通道，导致大宗商品价格波动，将给市场增加更多的不确定性，推升投资者的避险情绪。而且，特朗普再次上台后，其关税政策“朝令夕改”，全球贸易规则面临重塑，企业生产布局、成本核算难度增加。一旦地缘政治风险升级，可能使得全球产业链和供应链面临艰巨的挑战，给全球经济带来严重的冲击，也可能对企业盈利的影响较大，或将给股市、债市和汇市等金融市场带来下行风险。

2. AI 人工智能的发展超预期

人工智能可能是未来十年最值得关注的投资方向之一，就像十年之前的“互联网+”一样，AI+会逐步渗透或颠覆绝大部分行业。AI 技术的迭代呈现迅速的趋势，从 2022 年底发布的聊天机器人 ChatGPT、到去年的文生视频模型 Sora 和人机交互模型 GPT4o，再到今年 DeepSeek R1 大模型推理能力的进步，推动了以 Manus 为代表的 AI Agent 的发展。我们可以体会到当前这一波 AI 技术的发展势头更为迅猛，迭代速度达到了前所未有的三个月至半年为一个周期。目前，市场普遍预期 AI 应用层可能在未来 2-3 年出现爆发。然而 AI 技术的发展可能并不是可预测的线性增长，而是指数级增长，应用层的促进可能比想象中更快，或将给市场带来上行风险。

3. 流动性环境趋紧

从流动性环境看，如果全球利率中枢维持高位，可能会导致货币环境整体偏紧，偏紧的金融环境将继续对居民消费、投融资和经济增长带来较大影响，或将给市场带来下行风险。对美国而言，高利率意味着借款成本增加，可能会抑制消费者的购买力和信贷需求。同时，高利率会增加融资成本，可能会限制企业的扩张计划或新项目的实施，进而可能对经济增长产生负面影响。对中国而言，如果特朗普像上一次执政期间那样对中国进行金融制裁，通过限制美国投资者在大陆和香港的投资活动，或会引发外资大量流出香港市场，可能会冲击其金融市场稳定性，影响股市、债市及相关金融衍生品市场的交易活跃度。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告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，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(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。

本报告作者进一步确定（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）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 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报告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。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼