

策略观点

风险偏好短期下降

- **宏观：**中国经济局部改善，房地产、耐用消费和商品出口回升，决策者可能想为特朗普 2.0 冲击更严重时刻预留政策空间，短期内政策利好出尽，而特朗普可能对华加征关税以创造交易杠杆，3 月市场风险偏好可能短期下降。特朗普驱逐非法移民和削减政府支出的行为可能削弱美国经济增长动力，他的大规模关税可能推升经济滞胀风险，美股剧烈回调作为晴雨表显示美国经济将明显放缓，对特朗普关税计划和美联储政策路径有何影响值得关注。
- **科技：**在科技板块近期从高位回调和地缘政治不确定的背景下，进入 3 月业绩期，我们预期个股表现将进一步分化，科技板块整体盈利预测有望迎来上调空间。产业链方面，全球手机/PC 需求回暖、DeepSeek 降本驱动 AI 创新落地、国补刺激换机需求、智能驾驶加速渗透以及 AI 服务器高增延续，我们认为科技行业有望继续跑赢市场，建议布局 3 大主线：1) DeepSeek 加速端侧 AI 落地，AI 智能眼镜放量，全球消费终端将迎来新一轮升级周期（手机/PC/可穿戴/眼镜/智能家居/机器人）；2) AI 服务器需求高增，北美 CSP 和国内大厂上调 2025 年资本开支，DeepSeek 大幅增强推理算力需求，GB300 服务器/网络新架构升级，3 月 GTC 大会或将公布新技术路线图，推动 ODM 和零部件需求（铜连接/液冷/电源）；3) 汽车智能化、自动驾驶、域控制加速渗透，智能驾驶在国内中低端车型加速普及，产业链价值量显著提升（传感器/域控制器/连接器/显示屏/声学）。细分赛道上，主要受益产业链包括手机/AI 终端产业链（小米/比电/立讯/瑞声/鸿腾/舜宇）、AI 眼镜产业链（舜宇/丘钛/瑞声）、服务器产业链（比电/鸿腾精密/工业富联）以及智能驾驶产业链（比电/舜宇/京东方精电/英恒）。建议关注小米集团（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、鸿腾精密（6088 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）、舜宇光学（2382 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）。
- **半导体：**乐观。展望 2025 年，我们维持此前的三条投资主线推荐：1) 人工智能主线；2) 半导体产业链自主可控主题；3) 高股息防御策略。人工智能和半导体产业链自主可控这两大主线是我们在 2024 年投资展望的首选（[链接](#)），也是两个全年最受市场关注的投资主题。关于近期 DeepSeek 对 AI 产业链的影响，1) 短期来看，低成本且高效的模型变得可行，引发市场对算力需求的讨论，导致 AI 半导体产业链的股价在近期面临压力；长期来看，算力成本的超预期降低有望推动 AI 投资回报率的大幅提高，这将会催生更多应用的诞生，推动人工智能的普及，最终将大幅提升全球算力的需求。所以，我们依旧看好 AI 基础设施产业链的发展。2) 低成本模型的广泛应用将利好国产算力产业链。首先，国内算力的需求将高速增长；其次，单一小模型对先进算力的需求有望降低；再次，地缘政治风险预计在 AI 领域仍将持续，我们相信这将大幅利好国内算力产业链，如华为产业链。个股层面，我们继续看好两大主线中 A 股市场的代表标的：中际旭创（300308 CH）和北方华创（002371 CH）。另外，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。因此，我们新增了第四个“半导体行业并购”投资主线（[链接](#)）。

DeepSeek 热潮：我们认为 DeepSeek 的出现并不会降低算力的需求，反而会因资源使用成本的降低，带来使用量的大幅增长（贾维斯悖论）。我们看好：1) 算力产业链，即算力芯片的设计和制造、存储、网络连接等，推荐生益科技（600183 CH）、中际旭创（300308 CH）。2) 端侧产业链，如消费电子的升级换代带来芯片需求的提升、换机时间的缩短，推荐韦尔股份（603501 CH）、中兴通讯（763 HK）。3) 晶圆代工厂，推荐华虹半导体（1347 HK）。4) 自动驾驶、具身智能的发展会因 AI 而加速，利好自动驾驶芯片、CIS 图像传感器，推荐韦尔股份（603501 CH）。

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

杨天薇, Ph.D

张元圣

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

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯健嵘, CFA

- **互联网：**DeepSeek 爆火后市场开始逐步重新给予互联网公司的科技属性和成长性估值，而非仅关注消费属性。从估值反映的市场情绪来看，短期市场对于科技属性的估值重估或已较为充分的计入，未来进一步的股价增长空间或来自基本面进一步强化支撑，包括：1) 推理需求带动下云业务相关的营收增长超预期；2) AI 相关的应用变现出现实质性的进展。中长期消费增长前景的改善或为接下来推动板块增长的关键因素。目前情况下，选股可关注两条主线：1) 业绩后市场预期重回理性、但实际业务发展仍较为稳健、短期有超跌的公司，如携程 (TCOM US)；2) AI 主题下仍有望持续受益于增量催化、且基本面表现稳健的公司，如快手 (1024 HK)、阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK)；3) 新游发布为基本面提供支撑，且股东回报水平位于行业领先水平的网易 (NTES US)。
- **软件及 IT 服务：**调用成本更低且更好用的开源大模型的出现降低了 B 端软件甚至大模型的开发门槛，更多中小开发者基于前沿模型二次开发或有望推动软件生态繁荣。对于 AI 应用市场的玩家而言，如何找到优质的细分应用领域和场景、并通过不同 API 的组合调用来开发出优秀的 AI 应用满足用户需求或逐步成为市场的关注重点。从中长期 AI 贡献率的角度来看，我们认为在线广告、CRM 及部分应用软件、办公协同领域或有望享有相对更高的 AI 贡献率及相对更快的 AI 营收贡献起量速度，主因 AI 赋能的效果更清晰可量化、更容易推动使用者的付费决策流程。从 AI 应用规模来看，我们认为电商零售、在线广告、旅游、医疗健康等行业将享有相较其他行业更大的潜在变现规模，主因行业规模较大，且有较为广泛的成本替代需求。结合目前估值及 AI 变现的确定性和起量空间，推荐买入 Salesforce (CRM US)。
- **医药：**受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及海外降息预期，医药有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将获得更好的支付环境。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利复苏。推荐买入信达生物 (1801 HK)、百济神州 (ONC US)、三生制药 (1530 HK)、联影医疗 (688271 CH)、巨子生物 (2367 HK)、药明康德 (2359 HK, 603259 CH)、科伦博泰 (6990 HK)。
- **食品饮料、美妆护肤：**在消费整体疲弱的环境下，必选板块得益于其防守性，估值及业绩有望得到支撑。啤酒方面，板块内酒企表现分化符合预期，春节期间，中高端啤酒在送礼和家庭消费场景表现亮眼，促销加剧的竞争格局下，头部酒企聚焦中端品类推新满足消费者品质升级需求。我们预计，大众餐饮渠道将会为中端板块提供支撑，酒企积极调整经营战略，顺周期之下，2025 年销量回升可期。水饮方面，茶饮及包装水作为相对成熟品类市占稳固，龙头企业持续下沉保障市场集中度稳步提升，每升均价有下降趋势。我们预计，性价比或成为类目发展趋势的关键。我们认为，华润饮料 (2460 HK) 自有产能占比明显提升，利润率改善确定性强，水饮业务龙头地位稳固，饮料业务具有较大的提升空间。农夫山泉 (9633 HK) 作为行业龙头终端网点布局完善，2025 年内预计依然会以“绿瓶水抢占市占，茶饮保障利润”为发展策略。零食板块来看，得益于客单价较低及新兴渠道发展稳健，终端和渠道同步利好高品质小零食持续增量。短期来看，符合消费者心智定位的零食替代性较低。美妆护肤方面，行业内国货效应进一步加强，珀莱雅 (603605 CH) 和韩束作为头部国货品牌 2025 年 1 月在淘宝天猫平台的市占率分别达到 3.4% 和 2%，同期珀莱雅和韩束在抖音平台的市占率分别达到 2.1% 和 4.9%，分别蝉联两平台月度销售榜首位。我们持续推荐“性价比”主线下短期盈利确定性较高的公司，在食品饮料板块中，维持农夫山泉 (9633 HK) 和华润饮料 (2460 HK) 的“买入”评级；在美妆护肤板块中，维持对珀莱雅 (603605 CH) 的“买入”评级。
- **可选消费：**未来三个月维持同步大市。1 月的消费数据显示各子行业普遍都有改善，2 月虽然因为旺季后有些回调，但 2025 年 1-2 月整体来说，仍然比 2024 年 4 季度好转不少，而且线下的同店销售陆续好转，甚至重新出现增长。我们认为这主要受惠于：1) 国家补贴带来的消费情绪改善，2) 房地产市场开始企稳，3) 行业竞争转趋理性，4) 低基数效应逐渐开始出现等等。分行业来说，餐饮行业好于预期，体育用品，家电和旅游-酒店行业符合预期，服装行业低于预期。在大品牌的策略和优势开始奏效的同时，我们对 3

月和 2 季度的展望也越来越正面，所以我们认为目前应该是加仓布局的好时候。

我们推荐安踏（2020 HK，买入）、瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）、百胜中国（9987 HK/ YUMC US，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、亚朵酒店（ATAT US，买入）、JS 环球（1691 HK，买入）。

- **汽车：**新能源汽车销量在年后得到较好的恢复，我们预测新能源车的市占率有望从 1 月的 38.5%恢复至 2 月的约 49%。大部分汽车厂商还在等待新技术、新车型的发布及上市，3-4 月会迎来一波新产品的集中上市期，产品上市的市场反馈将成为影响股价的重要因素。进入 3 月，三地上市的汽车公司会进入年报的集中披露期，市场在关注公司去年业绩表现的同时也会更加关注管理层对今年的指引和展望。在传统整车厂中，我们仍推荐吉利汽车（175 HK，买入），我们认为公司在 AI 技术和产品方面的积累有望超出市场预期；新势力中推荐小鹏汽车（XPEV US，买入），公司作为以智驾为标签的公司，今年有望乘着技术和产品的东风，实现翻倍增长。

- **房地产和物管：**乐观。重点开发商 2M25 合同销售额同比-6%，好于我们预期的-10%。从网签数据观察，截至 3 月 3 日，30 城新房年内（YTD）成交面积同比增 1%，较 4Q24 年同比+12%略有收窄；16 城二手房年内成交面积同比+39%，较 4Q24 的同比+37%继续扩大，维持了增长态势。我们认为新房认购、二手房带看等前置指标显示 3 月成交数据的“小阳春”已有保障，我们对 2 季度板块表现也更加乐观，主要基于：1) 政策端：自 2024 年下半年起，监管层高度关注市场信心波动，积极运用政策工具加以调控，彰显出稳定市场信心的坚定决心。今年两会关于政策实施的表述进一步印证了这一点。据此，我们判断监管层已对 4-5 月可能出现的销售下滑有所准备。这意味着，若销售降幅超出预期，出台积极政策的可能性将显著增加。2) 情绪端：春节以来，大中华市场受科技板块提振，但这种影响传导至居民端，对其收入预期和经济信心的提升尚需时日。但相较于去年同期，居民信心已有边际性改善，这在一定程度上会影响部分居民的购房决策。3) 融资端：市场对板块的终极担忧无疑是国央企梯队债务违约风险。然而，随着万科相关事件的逐步发展与妥善处理，市场对于政府会采取兜底举措的信心愈发充足。基于此，市场对国央企债务违约的忧虑程度已相应降低。4) 基于对 2 季度销售变现对板块股价影响的情景分析，我们发现板块受到积极影响的可能性远大于受到负面影响的可能性。

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，经济企稳迹象出现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，关注物业管理存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）、万物云（2602 HK）等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源的标的，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。

- **保险：**25 年新业务价值增长回归常态化；区域型险企有望重回盈利增长轨道。上市险企将于 3 月中下旬披露 2024 年业绩，预计 24 年上市险企归母净利润实现强劲增长，新业务价值显著提升，带动保险服务业绩稳健增长，投资服务业绩受益于债牛行情及权益市场回暖而上行。我们维持 24 年上市险企 NBV 高双位数增长的预期，预计中资险企的 NBV 增速排序为：新华(69%)>太平(52%)>人保(39%)>太保(36%)>平安(23%)>国寿(17%)，得益于 1) 新业务价值率大幅改善；2) 产品切换驱动三季度新单保费收入显著增长。我们认为中资险企 25 年 NBV 增长将以价值率提升为主要驱动，新单保费回归稳态；预计 25 年上市险企 NBV 增速为中高单位数至低双位数。产品层面，我们预计分红险占比有望大幅提升，对 NBV 增长的贡献保持稳健，推动负债端刚性成本中枢下移。区域险企方面，我们预计友邦 24 年 NBV 有望同比增长 20%（固定汇率口径，[链接](#)），其中，中国香港、内地和其他市场的新业务价值有望实现双位数增长，而泰国和新加坡的新业务价值增速放

缓，主要受上一年同期高基数和医疗险重定价削弱承保需求的影响；其他市场中印度（TATA AIA Life）和越南有望在低基数和需求回暖的带动下，实现同比高双位数增长。板块短期催化剂包括 1) 十年期国债利率止跌回升，险企资产端净投资收益中枢有望企稳上行；2) 两会召开叠加科技股浪潮，催化权益市场“春季躁动”行情持续；3) 险资可投资黄金、REITs 和股权投资私募基金等有助于实现投资组合的多样化。维持行业“优于大市”评级，推荐买入资产负债稳健和具备中长期估值修复潜力的中国太保（2601 HK，买入，目标价：35.5 港元）、中国财险（2328 HK，买入，目标价：14.0 港元）和友邦保险（1299 HK，买入，目标价：94.0 港元）。

财险方面，2024 年财险保费增速放缓、巨灾频发导致赔付上行。车险方面，全年保费增速为 5.4%，得益于全年汽车保有量稳健增长，随政策补贴效应带动新车销量增长和新能源车渗透率进一步提升，预计车险保费在 2025 年有望进一步打开增量空间。非车险方面，2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾加剧赔付率上行的影响，保费增速和承保盈利均出现较大季节性波动。展望 2025 年，“车险好投保”平台的推出将进一步满足新能源风险车辆的承保需求，带动车险保费持续上行，并有助于车险业态创新，贡献差异化竞争优势。未来，财险持续看好个人非车业务（如非车意外险）的承保利润和保费增长前景，以及农险有望在 24 年低基数的基础上实现企稳回升的上行空间。

- **资本品：**传统旺季加上两会的交易机会；关注发电专用发动机增长潜力。工程机械方面，挖掘机仍然是各类工程机械中确定性最高的，驱动因素包括国内更新需求进入上升周期以及海外需求相对稳定。重卡方面，由于国四重卡保有量规模更大（估计其占重卡总保有量的~30%），我们认为设备更新补贴政策陆续拓展到国四重卡后，将成为刺激需求主要驱动因素。发动机方面，今年 1 月即使受到农历新年假期的影响，发电专用发动机仍然录得 18% 的增速，我们预计在数据中心对后备电源需求的拉动下，发电专用发动机将有机会出现结构性增长。我们的首选股是中联重科（1157 HK/000157 CH，买入），主要由于公司通过全系列产品深入推进新兴市场，同时中联在起重机领域的强大优势有机会受惠俄乌停战后的重建需求。我们同时看好三一重工（600031 CH，买入），主要由于行业销售表现理想的挖掘机收入占比较高（分部利润约占 50%）。此外，我们预计潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）将继续在短期内获得市场关注，主要由于数据中心专用发动机的销量将出现强劲增长（[相关报告](#)）。

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	54.20	54.53	1%	48.5	34.1	N/A	12.0	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.08	4.79	56%	15.8	9.0	1.1	6.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	51.15	48.66	N/A	23.6	16.7	N/A	14.0	1.3%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	42.34	55.09	30%	22.5	18.4	N/A	16.0	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	105.23	186.0	0.8	21.9	15.1	N/A	31.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	462.71	426.00	N/A	42.5	32.6	N/A	21.3	0.3%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	28.85	34.50	20%	39.0	25.5	N/A	12.6	2.4%
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	36.30	24.00	N/A	33.7	23.6	N/A	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	146.83	176.00	20%	53.4	34.2	N/A	14.5	0.0%
中兴通讯	763 HK	半导体	买入	27.00	22.43	N/A	11.2	9.6	N/A	13.4	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	505.50	525.00	4%	20.3	18.8	N/A	20.0	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	141.03	157.70	12%	15.6	13.7	N/A	11.8	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	64.01	70.00	9%	18.7	16.9	1.9	10.3	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	52.55	85.60	63%	12.0	9.4	N/A	26.7	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	103.16	125.50	22%	13.4	12.5	N/A	21.6	0.0%
Salesforce	CRM US	软件 & IT服务	买入	291.97	388.00	33%	25.7	23.1	N/A	11.1	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.15	57.67	44%	N/A	219.9	N/A	N/A	0.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	262.21	359.47	37%	533.8	41.1	N/A	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	7.47	9.91	33%	8.8	7.8	N/A	13.4	3.5%
联影医疗	688271 CH	医药	买入	135.07	168.08	24%	70.7	52.4	N/A	8.1	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	69.30	69.19	0%	32.9	25.6	N/A	34.2	0.9%
药明康德	603259 CH	医药	买入	62.40	78.51	26%	17.3	15.4	3.1	16.6	1.6%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	242.80	227.88	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	36.35	50.38	39%	30.5	26.4	11.7	40.9	2.3%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.66	18.84	38%	19.0	15.7	N/A	16.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.33	133.86	59%	22.0	17.7	6.4	31.8	2.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	92.25	126.68	37%	23.5	18.7	3.9	23.8	2.5%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	29.57	38.51	30%	122.3	102.9	N/A	25.6	0.2%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	384.40	484.83	26%	18.7	16.7	N/A	14.4	1.6%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	104.20	81.20	N/A	N/A	N/A	17.0	2.5	0.0%
亚朵酒店	ATAT US	可选消费	买入	30.99	32.01	3%	N/A	17.8	9.7	39.8	2.1%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.72	2.44	42%	N/A	15.9	N/A	1.5	0.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	17.38	19.00	9%	9.8	13.2	N/A	19.3	0.0%
小鹏汽车	9868 HK	汽车	买入	82.05	62.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	25.95	45.10	74%	4.9	N/A	N/A	13.8	0.0%
龙湖集团	960 HK	房地产	持有	10.84	24.90	130%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	24.38	23.30	N/A	40.8	31.4	N/A	6.8	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	32.80	46.94	43%	N/A	N/A	N/A	20.9	0.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.15	6.13	48%	16.8	14.3	N/A	9.7	4.1%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	31.70	54.03	70%	10.7	9.7	1.7	16.4	0.0%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.70	32.94	39%	10.9	9.3	3.6	35.7	5.5%
万物云	2602 HK	房地产	买入	24.30	40.0	0.6	12.6	11.4	1.8	11.3	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.30	35.50	52%	4.7	5.1	N/A	17.1	4.8%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.22	14.00	6%	8.5	8.3	1.1	13.1	4.7%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	61.15	94.00	54%	13.3	11.7	2.1	14.3	2.9%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	6.35	6.80	7%	12.3	11.0	0.9	6.9	5.4%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	19.65	21.00	7%	28.1	22.8	2.3	7.5	1.3%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	15.94	17.70	11%	11.3	11.1	1.5	13.8	4.4%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

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

中国宏观

■ 经济趋势

经济局部改善。中国经济活动延续复苏趋势，住宅销量和耐用消费冲高回落，但 DeepSeek 和《哪吒》票房大卖等事件提振市场信心，消费前景预期略有改善，预计上半年经济活动可能温和复苏，GDP 增速可能略高于 5%。高频经济活动指数从 2024 年第 3 季度的 0.94 升至第 4 季度 1.05 左右（2019 年=1），1-2 月因春节影响降至 0.97。

1-2 月，30 大中城市一手房销量累计同比下降 3%，而 2024 年 4 季度同比增长 11.5%。二手房销量保持较快增长，10 个代表性城市（北京、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）二手房日均销量在 1-2 月累计同比增长 25.3%，而 2024 年 4 季度同比增长 40%。1 月至 2 月第三周乘用车销量累计同比下降 4.2%，相比 2024 年 4 季度 15.2% 增速而明显放缓。其中新能源车保持 29.2% 的较高增速，但较 2024 年 4 季度的 58.5% 有所放缓。电影票房大幅增长，春节复工后 4 周电影票房较去年同期同比增长 183%，观影人次同比增长 165%。

春节后复工节奏较往年同期偏弱。12 个主要城市地铁客流量同比增速从春节休假前 20 天的 7.6% 降至复工后 25 天的 0.2%。至 2 月 27 日，全国建筑工地开复工率和劳务上工率较去年同期减少，但资金到位率略增。工业生产方面，轿车和家用电器生产相关的原材料开工率恢复较好，2 月第四周半钢胎、聚酯和 ABS 等开工率好于往年农历同期。但水泥、钢铁和石油沥青等弱于往年同期。2 月制造业 PMI 重回扩张，有季节性因素影响，因 PMI 反映环比变化。由于假期相关服务活动回落，服务业 PMI 有所放缓。建筑业 PMI 因春节后复工而显著提升。

通缩压力仍大。1-2 月农产品和蔬菜价格累计同比下跌 4.5%，猪肉价格环比连续下跌，均严重弱于往年春节同期季节性。上海二手车市场平均交易价格 1-2 月累计同比下降 23.5%，汽车“以旧换新”补贴可能鼓励需求转向新车并增加二手车供应。制造业 PMI 中出厂价格指数延续收缩，服务业 PMI 投入品和销售价格收缩幅度扩大。2024 年个人所得税同比下降 1.7%，消费信心指数仍在低位，储蓄率依然较高。通缩压力对企业盈利伤害较大，2024 年增值税与企业所得税同比分别下降 3.8% 和 0.5%，规模以上工业企业利润同比下降 3.3%。2024 年前三季度 Wind 全 A 的营业收入和利润同比分别下降 0.91% 和 0.52%。受基数效应和部分价格回升影响，CPI 增速可能从 2024 年的 0.2% 升至 2025 年的 0.6%，PPI 延续下跌但跌幅可能从 2024 年的 2.2% 收窄至 2025 年的 0.3%。

■ 政策前景

3 月召开的全国人大会议将审议通过政府工作报告，政府工作报告将公布今年的 GDP 增速、调查失业率、CPI 增速、一般财政赤字率、地方政府专项债额度、特别国债发行额等目标。但这些目标早在去年 12 月中央经济工作会议上已讨论确定，市场对此已有充分预期。预计今年 GDP 增速目标可能保持在 5%，CPI 目标可能从去年的 3% 降至 2%，城镇调查失业率目标保持在 5.5%。财政政策将更加积极主动，广义财政赤字可能从 2024 年占 GDP 的 8.1% 上升至 2025 年占 GDP 的 9.8%，2025 年一般财政赤字、超长期中央政府专项债券和地方

政府专项债券占 GDP 的比重可能升至 4%、1.3%和 3.1%。货币政策将适度宽松，下半年可能进一步下调存款准备金率和贷款利率。行业政策将继续聚焦加快科技创新、促进消费和稳定房地产。

今年上半年政策可能保持稳定，一方面房地产与耐用消费延续改善，抢出口效应支撑出口增长，另一方面特朗普 2.0 冲击最严重时刻可能尚未到来，政策部门可能想保留一些政策空间。下半年政策可能进一步宽松，预计降准 50 个基点和降息 20 个基点，因前期政策刺激效应递减，第四季度房地产和耐用消费将再度放缓，而特朗普关税政策对中国出口的负面影响显现。

■ 投资者反馈

“两会”期间公开的经济目标与政策基调已被市场提前预期。投资者关注今年产业政策有何新方向和是否有提振消费的新政策（如生育补贴）等。3 月中国股市可能回调，一方面短期内国内政策利好出尽，房地产和耐用消费改善，稳汇率动机上升，货币政策可能趋稳，另一方面中美元首可能在 4、5 月会面，特朗普可能在谈判前大幅提高关税制造交易杠杆。

美国宏观

■ 美国经济与政策

特朗普政策影响。特朗普上任前，市场预期他会首先减税、去监管和降油价，渐进减少非法移民（100 万/年），小幅削减政府支出，然后等待通胀降至更低时开启贸易战，对华关税升幅较大，对盟友关税升幅较小，政策加总后对美国经济短期有提振作用，中期则带来滞胀效应。但特朗普上任后，政策顺序与预期不同。特朗普大力驱逐非法移民，试图激进削减政府支出包括军费支出，市场担心过去两年支撑经济增长的两大动力——移民流入和政府支出扩张发生逆转，我们估计 2023-2024 年移民流入和政府支出扩张对美国年均 GDP 增速贡献分别达到 0.3 和 0.6 个百分点；特朗普他快速发起对加拿大、墨西哥和中国等主要贸易伙伴关税威胁，可能推升经济滞胀风险，打击市场对美国经济信心。如果特朗普只对单个贸易伙伴加征关税，那么对美国经济冲击小于对非美经济冲击，美元可能上涨；如果特朗普对主要贸易伙伴均加征关税，那么对美国经济的冲击大于对非美经济冲击，美元可能下跌。简言之，单挑任一其他国家，美国将占优，但逼迫其他国家群殴美国，则美国不占优。

经济滞胀风险。去年第 4 季度美国经济增速放缓，GDP 环比折年率增速从 2024 年第 3 季度的 3.1%降至第 4 季度的 2.3%，消费仍是主要支撑，增速从 3 季度的 3.7%升至 4 季度的 4.2%，但私人投资因设备投资拖累而环比下跌。最近美国经济数据则初现滞胀迹象。2 月服务业 PMI 意外进入收缩区间创两年最低，2 月密西根大学消费者信心指数和 1 月成屋销量降幅均超预期，但消费者长期通胀预期大幅升至 3.5%创 1995 年以来新高，消费者担心特朗普新关税将推升通胀。2 月谘商会消费者信心指数大降至 98.3，但通胀预期升至 6%，投资者开始怀疑消费作为经济支柱的韧性。2 月制造业 PMI 接近停滞，但原材料支付价格创近两年最高。亚特兰大联储 GDPNow 模型显示第 1 季度 GDP 可能萎缩 2.8%，其中个人消费支出降至 0%，建筑投资、住宅投资和净出口环比大幅下降。

通胀可能一波三折。在大规模关税落地之前，通胀可能小幅回落，因为房租通胀补跌和工资增速放缓带动核心服务通胀下行，同时通胀预期反弹、短期利率居高和特朗普政策不确定性将对美国经济产生紧缩效应。在大规模关税落地之后，通胀可能先冲高再回落，普征

10%关税将推升未来 12 个月 PCE 通胀约 0.5 个百分点（美元升值可能导致进口价小幅下跌，从进口价到零售价传导存在损失），12 个月之后高基数和需求萎缩可能导致通胀再逐渐回落。减少非法移民对通胀影响接近中性，因为劳工供应冲击与需求收缩效应相互抵消。特朗普希望通过降油价降低通胀，油价每下跌 10% 预计降低 PCE 通胀 0.3 个百分点，但特朗普推动国内油企和 OPEC+ 增产的实际效果仍需观察。

美联储可能对降息保持谨慎。去年 4 季度以来，失业率低位下降，通胀小幅反弹，特朗普交易推升通胀预期，美联储暂停降息，进入对特朗普政策效应的谨慎观察期。尽管最近经济数据初现放缓迹象，但美联储仍需要 3 个月时间确认通胀是否重回下降趋势和特朗普关税政策前景与影响，预计 3 月、5 月和 6 月可能继续暂停降息。随着金融市场波动上升和经济持续放缓，美联储可能在 9 月或 12 月降息 1 次。

■ 投资者反馈

一些投资者认为特朗普对加拿大和墨西哥的关税意在施压两国配合美国解决芬太尼、非法移民和对中国商品依赖问题。如果两国满足特朗普要求，那么最终可能豁免加征关税。另一些投资者则认为特朗普精兵简政与加征关税是为了筹集财政资源，支撑明年 11 月中期选举前对选民减税或派发现金，以塑造人民总统形象，巩固共和党在国会优势。为筹集财政资源，对主要贸易伙伴均加征关税的可能性较大，市场低估了关税政策风险。特朗普承认“贸易战可能使美国人短期感到痛苦”，但“暂时的小痛苦将换取永久的大胜利”，说明经济小痛苦可能不会改变他的关税计划。

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

DeepSeek 加速端侧 AI 创新落地，看好 AI 眼镜和智能驾驶发展机遇。

在科技板块近期从高位回调和地缘政治不确定性的背景下，进入 3 月业绩期，我们预期科技板块轮动将会加速，个股表现将进一步分化，同时，科技板块整体盈利预测有望迎来上调空间。产业链方面，全球手机/PC 需求回暖、DeepSeek 降本驱动 AI 终端创新落地、国补政策刺激换机需求、智能驾驶加速渗透以及 AI 服务器高增势头延续，我们认为科技行业有望继续跑赢市场，建议布局 3 大主线：1) DeepSeek 加速端侧 AI 场景落地，AI 智能眼镜放量，全球消费终端将迎来新一轮升级周期（手机/PC/可穿戴/眼镜/智能家居/机器人）；2) AI 服务器需求高增，北美 CSP 和国内大厂上调 2025 年资本开支，DeepSeek 大幅增强推理算力需求，GB300 服务器/网络新架构升级，3 月 GTC 大会或将公布新技术路线图，进一步推动 AI 服务器 ODM 和零部件需求（铜连接/液冷/电源）；3) 汽车智能化、自动驾驶、域控制加速渗透，智能驾驶在国内中低端车型加速普及，产业链价值量显著提升（传感器/域控制器/连接器/显示屏/声学）。细分赛道上，主要受益产业链包括手机/AI 终端产业链（小米/比亚迪电子/立讯/瑞声/鸿腾/舜宇）、AI 眼镜产业链（舜宇/丘钛/瑞声）、服务器产业链（比亚迪电子/鸿腾精密/工业富联）以及智能驾驶产业链（比亚迪电子/舜宇/京东方精电/英恒）。建议关注小米集团（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、鸿腾精密（6088 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）、舜宇光学（2382 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）。近期催化剂包括 DeepSeek/Apple Intelligence 发展、国内补贴政策、AI 眼镜新品发布以及 GB200/300 服务器出货情况。

1) 智能手机/PC：AI 终端新品、国补政策和 DeepSeek 加速 AI 终端渗透

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，苹果与阿里巴巴合作为中国 iPhone 开发 AI 功能，加上国内补贴政策落地，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。上半年我们看好国产品牌全球份额提升，下半年我们看好苹果产业链，今年 iPhone17 将迎来硬件规格和端侧 AI 功能大创新，2026 年有望推出首款折叠 iPhone 和智能眼镜，2027 年推出折叠 iPad 和 MacBook，持续打造芯片、系统、硬件及 AI 模型生态的核心竞争力。

我们相信 2025 年苹果的 5 款 iPhone 将加速打造 AI 硬件生态，其中 Air 款机型将会是过去 10 年最大外观改款，16e 机型将替代 2022 年所发布的 SE 3。出货量方面，我们认为在 2025 年发布 16e、Air 机型及折叠机机型后，我们预测 2026 年 iPhone 出货量有望达 2.4-2.6 亿台。看好国内苹果链立讯精密、比亚迪电子、瑞声科技、鸿腾精密和舜宇光学等份额价值量持续提升。

安卓链方面，全球出货量持续复苏，国内补贴推动手机市场复苏，1 月出货量同比增长 18%，我们看好 2Q15 旗舰 AI 新品发布，DeepSeek 推动 AI 应用渗透，小米和华为为供应链最为受益，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，我们看好相关零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、瑞声科技和鸿腾精密等。

PC 方面，展望 2025 年，由于更多主流 AI PC 推出、Win-10 更新需求以及宏观环境改善，我们预计 2025 年 PC 出货量将增长 4.3%至 2.71 亿台。此外，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：关注 GB200 良率提升、GB300 架构升级，以及 3 月 GTC 大会新技术路线图

在训练和推理模型双轮驱动下，算力产业链迎来蓬勃发展，海外云厂商 AI 商业化逐步体现，北美 CSP 和国内大厂上调 2025 年资本开支，DeepSeek 大幅增强 AI 推理算力需求，我们预期算力需求将从预训练端转移至后训练及推理端并保持高速增长。从去年 12 月起 Blackwell 开始出货，主板良率逐步提高，GB200 产能逐步爬坡，鸿海 1 月收入好于预期，并上调 1Q 收入指引，预计 2Q 良率出现显著改善。此外，3 月 GTC 大会有望推出 GB300 服务器及新技术路线图，GB300 将于 2Q 末进入样品生产，3Q 有望实现大规模量产，算力产业链高景气有望持续，服务器 ODM 和零部件厂商将深度受益，零部件如铜连接、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 H20/GB200 服务器相关产品量产出货、鸿腾精密的 GB200 服务器连接器产品和液冷零部件。

3) MR 产业链：看好 AI 眼镜成为 AI 最佳载体，2025 年迎来发布高峰期

在 2023 年 Ray-Ban Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后，今年 1 月 CES 展会上海外科技巨头、国内 AR 品牌、国内外手机品牌对于 AR 眼镜产品的布局再次升温，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。伴随着“AI+AR”的结合对于用户体验和用户场景的不断丰富，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，看好光学龙头舜宇光学和瑞声科技，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

某国内知名造车企业举办智能化战略发布会，宣布全系车型将搭载高阶智驾，下沉至 7 万元价位，特斯拉开始向中国用户推送 FSD 智能辅助驾驶功能，全球智驾渗透率有望快速提升。其中智驾系统中的域控制器、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）。

2024 年汽车电子产业链受到下游客户价格战影响，上半年盈利水平普遍承压，京东方精电和英恒科技（1760 HK，未评级）指引下半年利润水平有望稳步修复。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，L3 级别及以上自动驾驶汽车渗透率将显著提升，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，我们看好比亚迪电子、京东方精电、舜宇光学等汽车电子产业链标的。

■ 推荐买入小米集团、鸿腾精密、比亚迪电子、立讯精密

1) 小米集团 (1810 HK)：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，今年发布旗舰机 Xiaomi 15 Ultra 和“科技新豪车”Xiaomi SU7 Ultra。今年端侧 AI 创新加速落地，小米手机和 IoT 业务明显受益。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 2024 年出货量 13.5 万辆，今年目标 30 万辆，小米汽车工厂生产效率和交付节奏提升明显；我们看好小米全新 SUV YU7 车型将在 2025 年中发布，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，管理层提升小米之家店铺数量目标至截至 FY24/25 年底达到 1.5 万/2 万家。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) 鸿腾精密 (6088 HK)：全球服务器连接器龙头厂商之一，管理层预期 FY25-27E 三年 20% 收入 CAGR 目标，2024 年服务器/互连业务收入将同比增长 15-20%，AI 服务器相关产品收入将占收入 8-10%，主要受到铜连接器产品的出货增长驱动，以及包括 MCIO 和高速 I/O 产品的快速放量。另外，公司迎来新品上量及业务突破：1) 网络连接业务的高速连接器产品出货量将显著增加，受益 GB200 服务器量产出货；2) EV 业务的 Voltaira 汽车电子并表有望带来三位数同比增长；3) AirPods 印度产能今年开始出货，预计份额有望持续提升。我们认为公司增长动力充足，产品组合持续优化，我们看好公司 2025-26 年收入和利润增长加速。

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。

4) 立讯精密 (002475 CH)：受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升，并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深化垂直整合能力，未来 3 年苹果 AI 叠加 iPhone 升级周期，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系，随着新品发布和技术布局逐步落地，看好公司成长逻辑，建议买入。

■ **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：看好。

投资主线一：“人工智能”—维持对行业长期增长的积极展望；在 multiround 投资周期中把握机会。2024 年，人工智能产业链核心受益标的表现亮眼，主要受益于算力基础设施投资的大幅增加，推动产业链 AI 相关业务收入实现强劲增长。尽管一些投资人始终存有对 AI 发展可持续性的担忧，我们依旧对该行业的长期发展前景充满信心。据彭博预测，美国三大云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 的资本支出总额将在 2024 年实现 49% 增长，并于 2025 年再度增长 27% 至 2,800 亿美元。全球云厂商、云计算公司、互联网企业、主权国家和产业客户均展现出对算力层面的大量需求。我们维持对 AI 行业长期增长的积极展望。虽然产业链核心标的的股价已于 2024 年实现大幅上涨（英伟达、台积电、中际旭创的股价从 2024 年初至今已分别上涨 142%/99%/46%，截至 2025 年 2 月 3 日），我们认为在后续的多轮 AI 投资周期中，产业链核心受益标的仍存在投资机会（AI GPU 的迭代、AI 应用的爆发，以及变现策略的实现等）。不过，投资人也应注意潜在的风险，如中国的 AI 产业链可能面临美国政府的进一步出口管制。**首推标的：生益科技（600183 CH，买入，目标价：34.5 元人民币）。其他受益标的包括：中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）。**

投资主线二：“半导体产业链自主可控”—我们长期看好中国半导体产业链自主可控趋势带来的国产份额提升机会。地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保证供应链安全上。对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势，这将为产业链相关受益标的带来市场份额提升的巨大红利。**推荐标的：韦尔股份（603501 CH，买入，目标价：176 元人民币）、华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 港元）；北方华创（002371 CH，买入，目标价：426 元人民币）。**

投资主线三：“高股息防御策略”。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。由于市场普遍预计 2025 年长期债券收益率将持续下降，这将使得依赖持有大量债券来产生高额利息收入、从而满足长期债务需求的保险公司和养老基金将在未来面临挑战。这一趋势有望促进投资者的资产配置目标转移至高股息收益的公司上，并作为规避风险策略的替代选项。**推荐标的：中兴通讯（000063 CH，买入，目标价：32.86 元人民币）/ 763 HK，买入，目标价：22.43 港元）。**

投资主线四：“并购整合机遇”。2024 年，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。据同花顺（[链接](#)）统计，截至 2024 年 11 月 22 日，中国市场共有 58 家半导体行业上市公司披露并购事件，较上一一年同期的 41 家增长 41.46%。我们认为这一系列并购活动有望帮助相关公司：1) 扩大客户基础和产品、技术组合；2) 提升更大的市场份额；3) 增强公司竞争和盈利能力。此外，随着国内 IPO 审批的放缓，并购整合成为财务投资者切实可行的退出方式。受益于“并购六条”的推动，原本计划寻求 IPO 的公司可能转向寻求并购整合的机会。我们预计，上市公司、未上市企业开展并购整合的意愿或将提升，通过这些途径巩固自身市场地位，并加速推动业务板块发展。

英伟达业绩回顾：四季度业绩及指引保持稳健；投资者仍关注公司在 FY26 后的增长动力。英伟达（NVDA US, 未评级）公布 2025 财年四季度业绩。公司收入为 393 亿美元，同比增长 78%，环比增长 12%，超出一致预期（382 亿美元）3%，以及公司指引（375 亿美元）

5%。季度收入增长 42 亿美元，较前几个季度的增速大致持平（2024 年四季度/2025 年一季度/2025 年二季度均为 40 亿美元，2025 年三季度则为 50 亿美元）。Non-GAAP 毛利率为 73.5%（去年同期/三季度分别为 76.7%/75.0%），小幅超出一致预期（73.1%），并与公司指引持平。毛利率环比下降主要由于 Blackwell 开始量产（由于新系统更复杂、原材料成本上涨导致）。Non-GAAP 净利润为 221 亿美元，超出一致预期（210 亿美元）5%。公司下季度收入指引超出一致预期，但毛利率指引不及预期。公司预计收入为 430 亿美元（一致预期为 422 亿美元），这意味着环比增长 9.3%。Non-GAAP 毛利率指引为 71.0%（一致预期为 72.1%）。**公司预计随着 Blackwell 产能的提升（公司计划加快生产以满足市场需求），毛利率预计将保持在低 70% 水平。待产能完全提升后，毛利率有望恢复到 75% 左右（可能在今年晚些时候）。按主营业务划分，数据中心收入（占总收入的 88%）为 356 亿美元，同比增长 93%，环比增长 16%，这主要得益于 Blackwell 的出货以及 H200 对收入的持续贡献。云服务供应商（微软、谷歌、亚马逊和甲骨文）仍是最大的收入来源，约占数据中心收入的 50%（同比增长 2 倍）。消费互联网/企业收入同比分别增长 3 倍/约 2 倍。英伟达的管理层认为，部分新兴领域（如机器人/自动驾驶）将为公司带来更大的增长潜力。我们认为海外 AI 算力基础设施建设依然保持强劲，英伟达四季度 Blackwell 相关收入高达 110 亿美元，远超此前二季度预期的“几十亿美元。”**

反观国内 AI 产业链，阿里巴巴最近也宣布在未来三年（2025-28E）将投入高达 3,800 亿元人民币用于云建设以及 AI 硬件基础设施投资，超越过去十年的总和。我们认为这也将利好国内 AI 算力供应链玩家，比如中际旭创（300308 CH）、生益科技（600183 CH）、华虹半导体（1347 HK）等。

■ **风险提示：**中美贸易战进一步加剧、地缘政治风险。

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

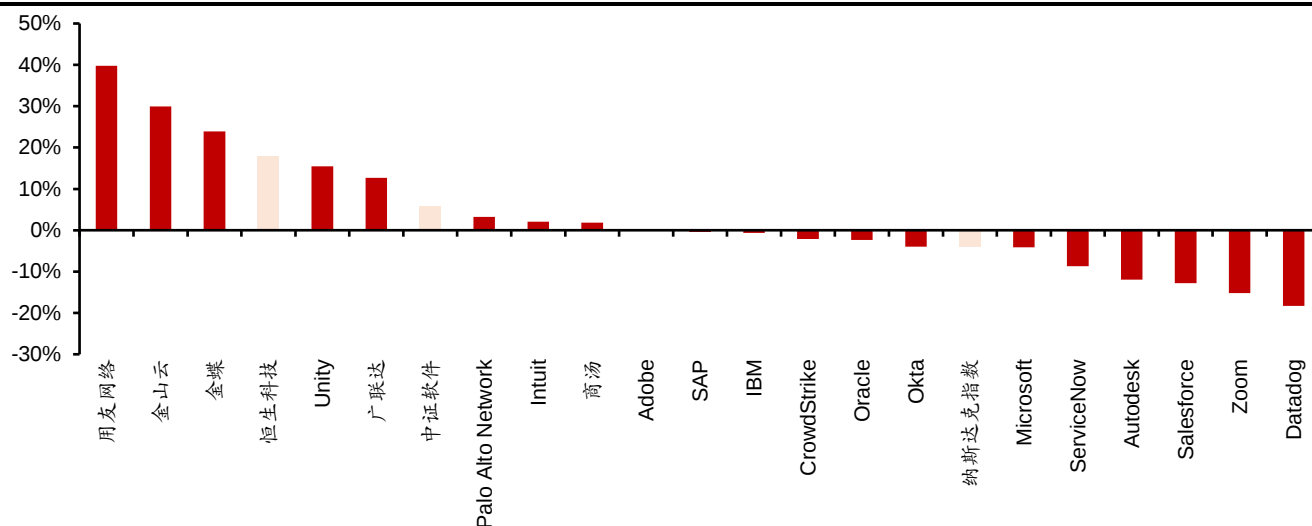
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

调用成本更低且更好用的开源大模型的出现降低了 B 端软件甚至大模型的开发门槛，更多中小开发者基于前沿模型二次开发或有望推动软件生态繁荣。对于 AI 应用市场的玩家而言，如何找到优质的细分应用领域和场景、并通过不同 API 的组合调用来开发出优秀的 AI 应用满足用户需求或逐步成为市场的关注重点。从中长期 AI 贡献率的角度来看，我们认为在线广告、CRM 及部分应用软件、办公协同领域或有望享有相对更高的 AI 贡献率及相对更快的 AI 营收贡献起量速度，主因 AI 赋能的效果更清晰可量化、更容易推动使用者的付费决策流程。从 AI 应用规模来看，我们认为电商零售、在线广告、旅游、医疗健康等行业将享有相较其他行业更大的潜在变现规模，主因行业规模较大，且有较为广泛的成本替代需求。结合目前估值及 AI 变现的确定性和起量空间，推荐买入 Salesforce (CRM US)。

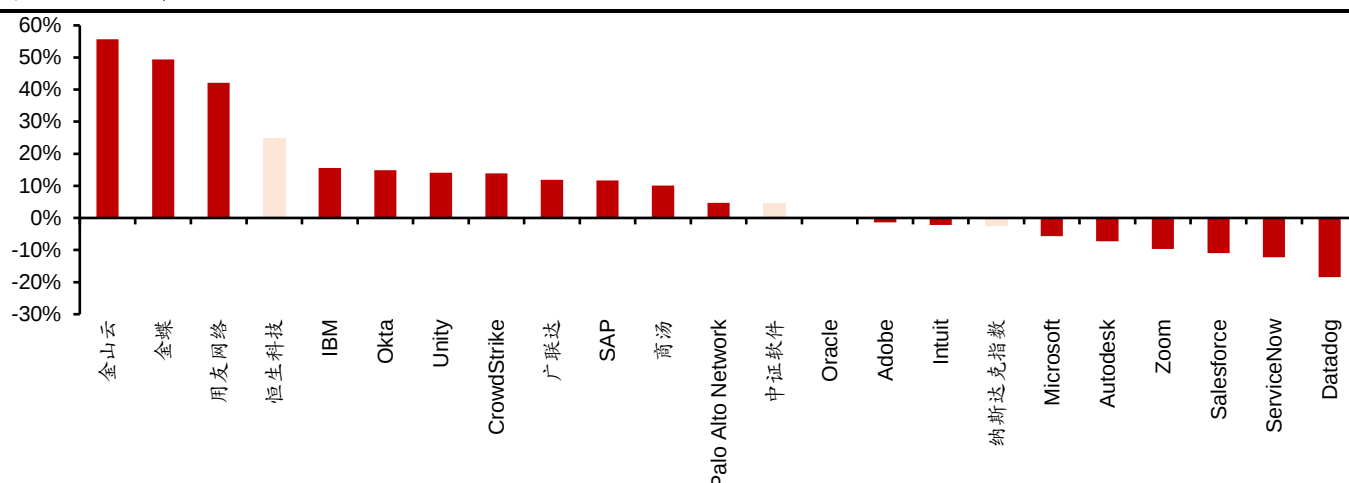
2 月恒生科技指数上涨 18%，纳指下跌 4%，中国软件标的得益于 DeepSeek 事件引发的板块价值重估，涨幅领先，而美股软件则跌幅较大。Salesforce FY26 指引略低于预期，管理层预计总收入达到 405-409 亿美元（固定汇率下同比增长 7%-8%），主因数据云和 Agentforce 的强劲增长势头将部分被营销与商业云的疲软所抵消。

图 2: 2 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



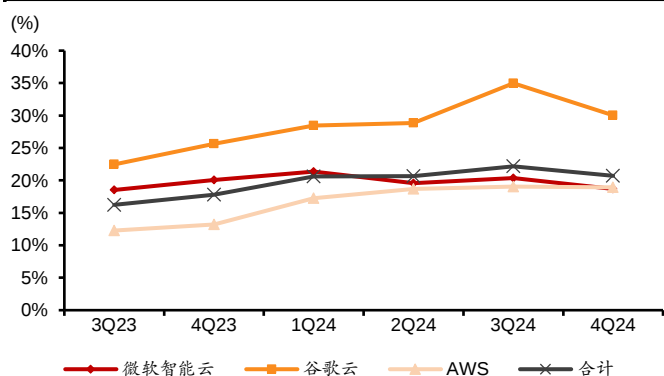
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 2 月 28 日

■ 公有云: 美国云厂商增长面临短期扰动, 中国云厂商加速趋势或有望持续

就 4Q24 最新季报展现出的趋势来看, 美国云厂商云业务营收增速或在高位面临短期扰动, 而中国云厂商在较低增速的情况下受益于 AI 云需求起量加速趋势进一步增强。海外基础设施云厂商 (微软、亚马逊、谷歌; 下同) 云营收增速 4Q 环比 3Q 基本持平或有所降速, 弱于市场此前预期的环比进一步加速的趋势, 主因: 1) 供给短缺趋势仍延续, 预计 2H25 起有望缓解; 2) 高基数效应; 3) 在美国整体 IT 支出增长展望较为缓和的情况下, 企业在 AI 云支出及非 AI 云支出之间有进一步平衡的需求, 此趋势或值得持续观察。

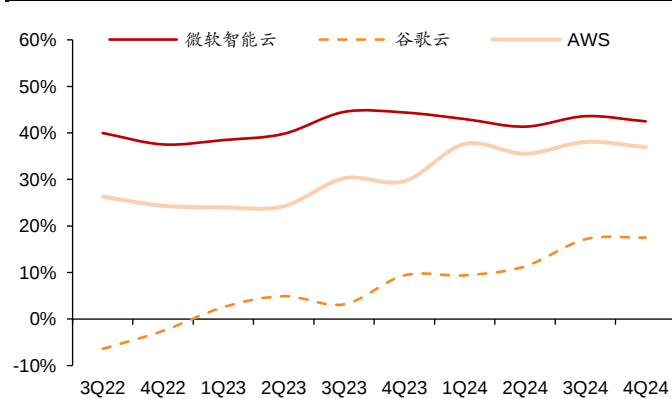
图 4: 美国主要互联网公司云营收增长



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场

注: 微软使用智能云板块整体营收 (包含 Azure 及其他服务及企业和合作伙伴服务等细分业务单元) 进行对比

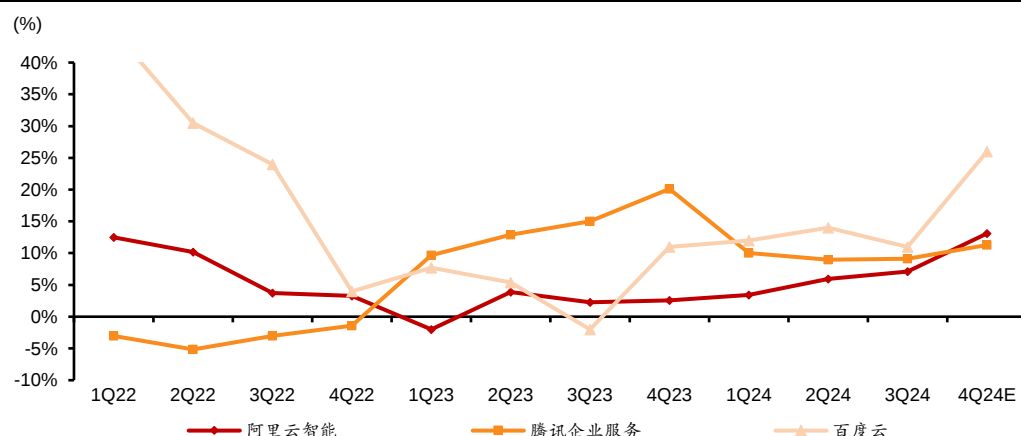
图 5: 美国主要互联网公司云业务经营利润率水平



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场

中国互联网公司的云业务发展方面, 得益于业务调整的结果及 AI GPU 云的起量, 2024 年中国云厂商的营收增长仍处于重新加速的状态, 得益于推理需求持续起量、GPU 云向传统 CPU 云的交叉销售。我们预计中国龙头互联网公司 2025 年云业务的营收增速均有望相较 2024 年进一步加速。

图 6：中国主要互联网公司云营收增长及预测



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

注：1) 腾讯企业服务营收增速为招银国际环球市场估算；2) 阿里云智能及百度云营收增速数据为公司披露数据。

此外，我们观察到美国公有云市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。在海外互联网公司的云业务利润率展望层面，短期来看 AI 云整体仍处于投资期，且传统非 AI 云业务已经形成较为良好的规模效应，利润率相对较低的 AI 云营收占比持续提升或将对整体云业务的利润率带来负向影响；而在对中国互联网公司的云业务利润率展望层面，随着互联网公司更加关注高质量的云项目及 AI GPU 云营收占比持续提升，规模效应持续显现或有望助推云业务整体的利润率水平由低位持续提升。

■ 海外软件：关注生成式 AI 应用落地及变现进展

展望 2025 年，我们认为 AI 仍然是投资主线，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。Salesforce 公布 4Q24 业绩：固定汇率下总收入同比增长 9% 至 100 亿美元，符合一致预期；非 GAAP 下净利润同比增长 20% 至 27 亿美元，较一致预期高 6%，主要由于运营效率的提升。展望 FY26，管理层预计总收入达到 405-409 亿美元（固定汇率下同比增长 7%-8%），管理层预计数据云和 Agentforce 的强劲增长势头将部分被营销与商业云的疲软所抵消。4QFY25 数据云与 AI 业务 ARR 达到 9 亿美元，同比增长 120%。自 2024 年 10 月推出以来，公司已积累了超过 3000 家 Agentforce 付费客户。管理层预计 FY26 数据云与 AI 业务增长势头有望持续，但预计 Agentforce 在 FY26 仅贡献少量收入，在 FY27 贡献更显著收入。

■ 推荐买入 Salesforce

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。4QFY25 数据云与 AI 业务 ARR 达到 9 亿美元，同比增长 120%。自 2024 年 10 月推出以来，公司已积累了超过 3000 家 Agentforce 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 16x FY26E EV/EBITDA，相较行业均值 28x 具备较高安全边际。

■ **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

DeepSeek 爆火后市场开始逐步重新给予互联网公司的科技属性和成长性估值，而非仅关注消费属性。从估值反应的市场情绪来看，短期市场对于科技属性的估值重估或已较为充分的计入，未来进一步的股价增长空间或来自基本面进一步强化支撑，包括：1) 推理需求带动下云业务相关的营收增长超预期；2) AI 相关的应用变现出现实质性的进展。展望而言，对于中长期消费增长前景展望的改善或为接下来推动板块增长的关键因素。目前情况下，选股可关注两条主线：1) 业绩后市场预期重回理性、但实际业务发展仍较为稳健、短期有超跌的公司，如携程 (TCOM US)；2) AI 主题下仍有望持续受益于增量催化、且基本面表现稳健的公司，如快手 (1024 HK)、阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK)；3) 新游发布为基本面提供支撑，且股东回报水平位于行业领先水平的网易 (NTES US)。

自 25 年 1 月 14 日以来，恒生科技累计涨逾 30%，主要由板块估值上升所带动。1 月 14 日至今，恒生科技 1 年远期 PE 上升 31% 至 24.7x，而同期 FY25 EPS 一致预期上升 2%。估值的上修主要得益于：1) DeepSeek 事件提升全球投资者对于中国互联网及软件板块的关注度及长期基本面信心；2) 民营企业座谈会进一步稳定政策预期，加强市场对于中国民营企业的长期信心。恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 24.7x，相较 2 年历史平均 (21x) 高出约 1 倍标准差，接近于 23 年初的板块估值（即疫情管控放开，市场交易基本面复苏的时期）。

图 7: 恒生科技 PE Band



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

从具体标的层面看，目前估值仍交易在 2 年平均 PE 以下的标的主要有：拼多多 (PDD US)、美团 (3690 HK)、百度 (BIDU US)、快手 (1024 HK)、网易 (NTES US)、

携程 (TCOM US)；目前估值交易在 2 年平均 PE 以上的标的主要有：阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK)、贝壳 (BEKE US)、网易云音乐 (9899 HK)。

图 8: 公司当前估值 vs 历史均值

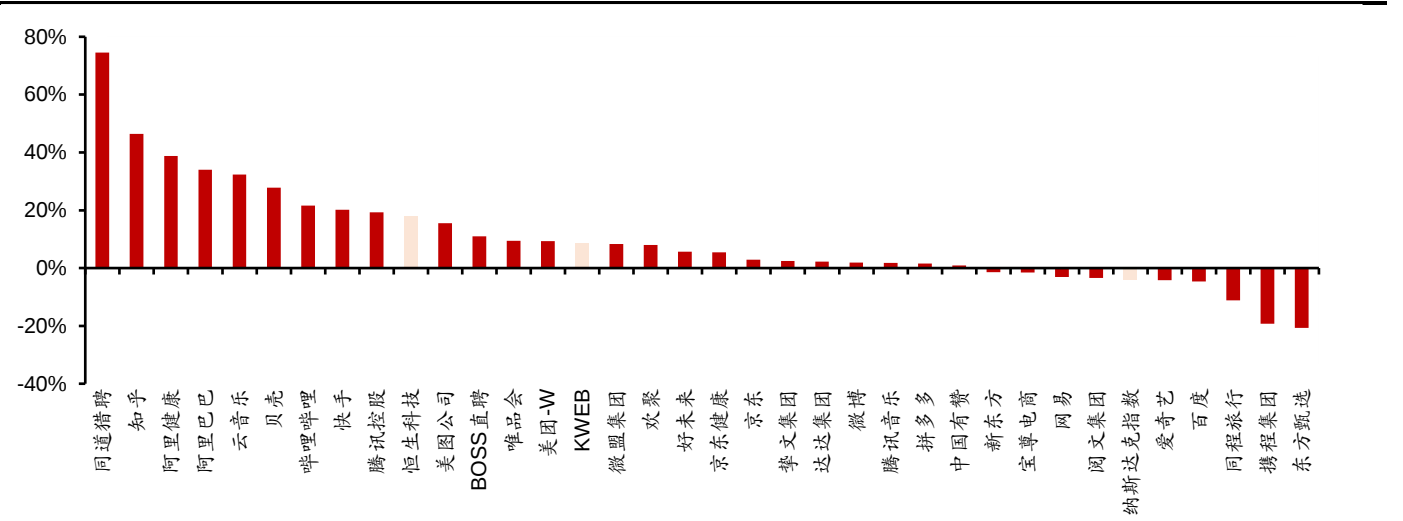
公司	股票代码	当前1FY PE	5年平均1FY PE	5年标准差	(当前PE-5年均值)/标准差	3年平均1FY PE	3年标准差	(当前PE-3年均值)/标准差	2年平均1FY PE	2年标准差	(当前PE-2年均值)/标准差
Baidu	BIDU US Equity	9.0	14.4	4.3	-1.3x	13.1	4.3	-0.9x	10.9	2.6	-0.7x
TCEL	780 HK Equity	12.8	17.8	4.4	-1.1x	23.1	12.6	-0.8x	16.8	3.5	-1.2x
JD.com	JD US Equity	9.9	23.9	13.1	-1.1x	16.4	9.7	-0.7x	10.2	2.1	-0.1x
NetEase	NTES US Equity	13.5	18.0	4.3	-1.1x	15.8	2.8	-0.8x	14.8	2.2	-0.6x
Boss Zhipin	BZ US Equity	16.2	36.7	19.4	-1.1x	40.6	23.6	-1.0x	26.1	9.2	-1.1x
Trip.com Group	TCOM US Equity	16.1	30.0	13.4	-1.0x	20.5	5.9	-0.7x	19.6	4.9	-0.7x
Weibo	WB US Equity	5.7	10.0	5.2	-0.8x	6.4	1.7	-0.4x	5.5	1.1	0.2x
China Literature	772 HK Equity	16.4	25.2	11.6	-0.8x	18.9	2.4	-1.0x	18.5	2.3	-0.9x
VIPShop	VIPS US Equity	6.9	9.3	4.0	-0.6x	7.4	1.3	-0.4x	7.2	1.2	-0.3x
TME	TME US Equity	15.8	20.5	9.2	-0.5x	15.8	3.3	0.0x	16.2	3.7	-0.1x
Full-truck Alliance	YMM US Equity	18.3	27.5	18.5	-0.5x	19.1	3.0	-0.3x	19.1	3.0	-0.3x
Beike	BEKE US Equity	22.8	31.9	19.6	-0.5x	18.7	4.8	0.9x	18.1	4.3	1.1x
Tencent	700 HK Equity	18.7	21.1	5.5	-0.4x	18.8	2.9	0.0x	17.5	2.4	0.5x
Alibaba Group	BABA US Equity	15.8	14.5	6.2	0.2x	10.8	2.0	2.5x	9.9	1.5	4.1x
Pinduoduo	PDD US Equity	9.3	NA	NA	NA	19.1	6.9	-1.4x	15.5	5.0	-1.2x
IQiyi	IQ US Equity	8.4	NA	NA	NA	13.4	5.6	-0.9x	12.5	4.2	-1.0x
Meltan	3690 HK Equity	18.5	NA	NA	NA	23.3	8.1	-0.6x	23.2	8.1	-0.6x
Kuaishou	1024 HK Equity	10.1	NA	NA	NA	15.0	8.0	-0.6x	15.0	7.9	-0.6x
JD Health	6618 HK Equity	24.3	NA	NA	NA	23.8	6.0	0.1x	23.7	5.9	0.1x
Cloud Music	9899 HK Equity	19.7	NA	NA	NA	19.6	4.2	0.0x	19.6	4.2	0.0x
Ali Health	241 HK Equity	41.2	NA	NA	NA	29.8	6.3	1.8x	29.8	6.3	1.8x
Bilibili	BLI US Equity	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Kingdee	268 HK Equity	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
SenseTime	20 HK Equity	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
TAL	TAL US Equity	NA	NA	NA	NA	39.8	7.9	NA	35.7	5.5	NA

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2 月 28 日

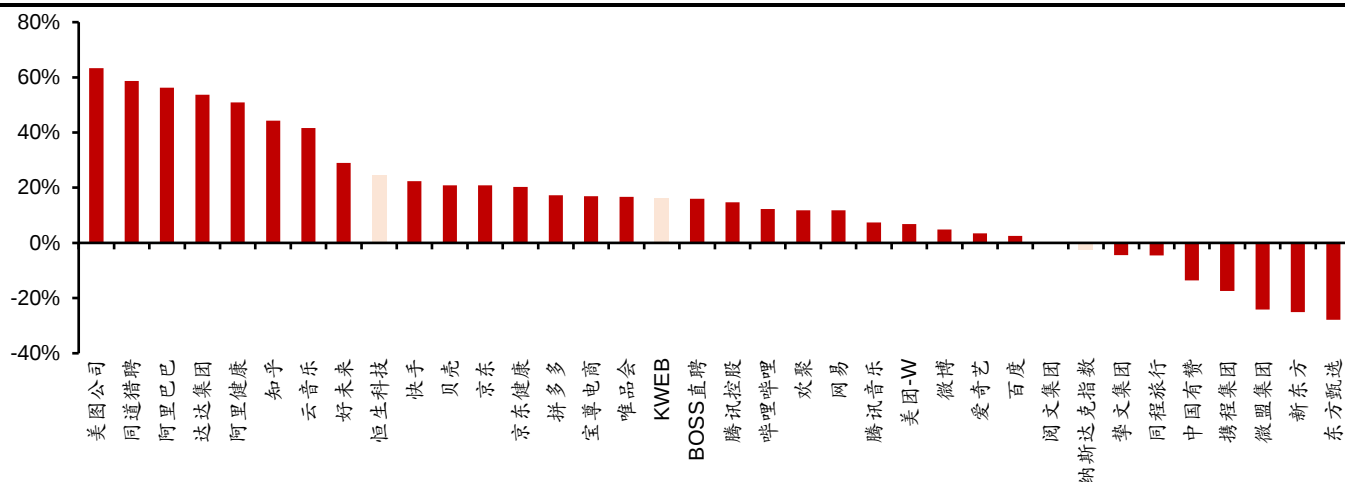
2 月恒生科技指数上涨 18%，KWEB 指数上涨 8%，猎聘/知乎/阿里健康/阿里巴巴涨幅领先。阿里巴巴公布 3QFY25 业绩：总收入为 2802 亿元人民币，同比增长 7.6%，比市场普遍预期高出 1%；季度经调 EBITA/ non-GAAP 净利润为分别为 549 亿元 / 513 亿元人民币，同比增长 3.8%/6.5%，较市场预期高出 2%/11%，得益于淘天集团及云智能集团的经调整 EBITA 分别超出预期 4% 和 11%。业绩后，我们对阿里巴巴 FY26 的 EBITA 增长前景更为乐观，这得益于商家对“全站推”的采用率上升，AIDC 的亏损收窄速度有望快于预期，以及各行业对推理需求的增加推动阿里云收入增长速度快于预期。

图 9: 2 月互联网板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 10: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 在线游戏: 头部游戏公司基本面改善

网易 4Q24 游戏及增值服务营收同比增长 1.5% 至 212 亿元, 较一致预期高 2%, 得益于端游营收的强劲增长; 4Q24 合同负债同比增长 14%, 得益于《漫威争锋》《燕云十六声》等新游增量贡献; 25 年游戏收入展望较为积极, 得益于《漫威争锋》《燕云十六声》《界外狂潮》等新游贡献, 公司游戏业务有望相较于 24 年加速增长。腾讯将于 3 月 19 日公布 4Q24 业绩, 我们预计游戏收入同比增速有望进一步加速至 +17% (3Q24/2Q24: +13%/+9% YoY), 其中国内/海外游戏收入分别同比增长 19%/11%, 主要得益于《DnF 手游》和《三角洲行动》等新游戏的增量贡献, 以及 Supercell 旗下游戏与《PUBG Mobile》收入的强劲增长。

■ 在线广告: 关注 AI/微短剧/小游戏带来增量变化

展望 2025 年, 我们预计中国主要在线广告平台收入同比增长 12%, 重点关注: 1) AI 及大模型改进推荐算法, 驱动用户时长及广告转化率提升, 带动广告库存/需求/价格增长; 2) 微短剧及小游戏等新兴行业带来增量广告需求; 3) 消费环境修复。公司维度, 我们相对看好腾讯/快手/哔哩哔哩 (BILI US) 有望同时受益于这三大驱动力, 2025 年有望维持快于行业的广告收入增长: 1) 我们预计腾讯 FY25 营销收入同比增长 16%, 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 21%, 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 15%, 小游戏/微短剧推动外循环广告收入加速增长, 同时内循环广告业务变现率仍有提升空间。

■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、携程、快手、网易

1) **腾讯 (700 HK)**: 得益于公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道的稳固竞争优势, 我们看好腾讯在 2025 年维持稳健的收入以及盈利增长, 良好的现金流水平有望支撑可观股东回报, AI 赋能主业, 推动公司长期业务增长。展望 2025 年, 重点关注: 1) AI 赋能公司核心业务, 短期有望推动广告以及 AI 云业务收入维持较快增长; 2) 游戏业务收入健康增长, 得益于 DNF 手游贡献全年收入以及海外游戏收入增量。我们预计公司 FY25 总收入/Non-IFRS 运营利润同比增长 8%/10%, 公司当前估值对应约 17x FY25 Non-IFRS PE (剔除战略投资对应 15x PE)。考虑腾讯稳固竞争优势、较高的盈利增长确定性、持续的股东回报以及 AI 变现的长期机会, 公司仍然是我们行业首选之一;

我们基于 SOTP 估值法的目标价为 525.0 港元，对应 19x FY25E PE。维持“买入”评级。

- 2) **阿里巴巴 (BABA US)**：基于丰富的 AI 应用场景、庞大的用户群及商家端对于降本增效的诉求，叠加阿里云业务在国内市场较为领先的业务布局、及潜在可能的大模型端侧应用所带来的云业务增量，我们认为阿里巴巴在 AI 快速发展的大主题下有望持续受益。业绩后我们对阿里巴巴 FY26 的 EBITA 增长前景更为乐观，这得益于商家对“全站推”的采用率上升，AIDC 的亏损收窄速度有望快于预期，以及各行业对推理需求的增加推动阿里云收入增长速度快于预期。我们预测阿里巴巴 FY26E 的经调整后 EBITA 将同比增长 18% (FY25E: 4%)。我们基于 SOTP 的目标价为 157.7 美元，对应 15x FY26E PE (non-GAAP)。维持“买入”评级。
- 3) **携程 (TCOM US)**：我们认为业绩后市场预期下修后，公司目前的估值已经较为具备吸引力，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修正后的预期，建议投资人关注回调后的介入机会。公司目前交易价格对应 16.8x 2025E PE (non-GAAP)，对比两年均值为 19.7x。我们基于 DCF 的目标价为 70.0 美元，对应 20.4x 2025E PE (non-GAAP)。维持“买入”评级。
- 4) **快手 (1024 HK)**：我们看好快手受益于 AI 应用发展。其中 1) 在线营销业务利用 AI 提升广告 ROI，基于大模型的自动投放解决方案 UAX 已占外循环客户广告消耗约 50%；2) C 端应用变现，3Q24 可灵 AI 商业化单月流水已超 1000 万元，公司未来将基于可灵探索更多元化的变现模式，驱动可灵收入快速增长。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 24-26 年调整后净利润 CAGR 17%，公司当前仅 9x FY25E PE 相较同业/历史均值/行业均值均具备较高吸引力。我们基于 SOTP 估值法的目标价为 85.6 港元，维持“买入”评级。
- 5) **网易 (NTES US)**：4Q24 网易游戏业务呈现修复趋势，游戏及增值服务营收同比增长 1.5%，4Q24 合同负债同比增长 14%，《梦幻西游》端游经过调整以后 4Q24 已恢复环比增长，《蛋仔派对》春节期间表现亦恢复同比增长。展望 FY25，多款重点游戏计划将全球上线，包括《界外狂潮》(2025 年 3 月)、《命运：崛起》和《漫威：秘法狂潮》，新游有助于网易进一步拓展游戏品类，驱动 FY25 游戏收入加速增长。我们基于 SOTP 的目标价为 125.5 美元，对应 15x FY25 PE。维持“买入”评级。

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

受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及海外降息预期，医药有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将获得更好的支付环境。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利复苏。

■ 推荐标的

推荐买入信达生物 (1801 HK)、百济神州 (ONC US)、三生制药 (1530 HK)、联影医疗 (688271 CH)、巨子生物 (2367 HK)、药明康德 (2359 HK, 603259 CH)、科伦博泰 (6990 HK)。

1) 信达生物：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预计于 25 年上半年获批，有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物。IBI363 (PD-1/IL2) 是 FIC，早期临床数据耀眼，已经在美国开启 2 期临床，有重磅出海潜力。

2) 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 亿美元。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)、BGB-43395 (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。2025 年 CDK4 将公布初步疗效数据，也是重要催化剂。

3) 三生制药：核心品种特比澳强劲增长，1H24 特比澳的销售额同比增长 22.6% 至 24.8 亿元，占三生制药总收入的 56%。特比澳医保续约价格保持稳定，并有儿科新适应症纳入医保。公司创新管线催化剂丰富。全球首个上市的外用雄激素受体拮抗剂柯拉特龙乳膏剂 (WS204) 正在进行 III 期桥接临床试验，预计将于 2025 年提交新药申请，有望成为重磅皮肤科品种。707 (PD-1/VEGF) 披露亮眼的早期临床数据，有重磅海外授权潜力。

4) 联影医疗：随着国内经济刺激政策实施，医疗设备更新的落地进度有望加快。据众成机械统计，从 24 年 4 季度起，国内设备招标落地显著加快。联影医疗有望受益于国内招标环境改善。此外，公司产品力强，出海潜力大，目前海外收入占比约 20%，提升空间巨大。

5) 巨子生物：可复美核心单品胶原棒持续高速增长，新品焦点面霜销售超预期。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。公司首款注射类胶原蛋白产品有望在 25 年一季度获批。

6) 药明康德：Biosecure Act 立法失败，公司经营环境稳健。化学药 CDMO 产业链转移到海外其他地区难度大，印度的产业规模很小，偏低端；欧洲成本贵。药明康德多肽业务强劲增长，受益于全球强劲的 GLP-1 需求，预计多肽收入到 2026 年可达到百亿人民币规模，占收入 20%。预计收入将于 2025 年回到 10% 以上增长。

7) **科伦博泰**: SKB264 在中国获批上市, 预计 2025 年销售目标 8-10 亿元。默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程, 目前已经启动了 12 项三期临床试验。我们预期默沙东启动更多的关于 SKB264 的三期临床, 看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。

- **风险提示**: 医保控费等监管政策对于国内经营环境产生负面影响; 中美关系紧张给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险; 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

|李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 食品饮料 – 中端啤酒消费情绪维稳；水饮市场竞争格局清晰

啤酒方面，百威亚太（1876 HK，持有）作为高端板块代表品牌披露了符合市场预期的 2024 年度业绩，股价在业绩披露日上涨主要受非盈利因素驱动。业绩来看，啤酒板块表现分化，燕京啤酒（000729 CH，未评级）已连续 3 年销量增长超过行业，大单品 U8 的持续放量引领行业；珠江啤酒（002461 CH，未评级）定位 8 元价格带，销量全年逆势增长 2.6%；定位高端的百威亚太在中国市场持续承压，正意欲以 CEO 换帅夺回市占的增长。我们认为，随着居民由高端餐饮消费场景切换至大众化餐厅，中端品类重回酒企关注重点领域的同时，该领域的市场竞争持续加剧。春节至今，啤酒企业估值仍在持续底部震荡，触底反弹趋势尚未显现。展望 2025 年，新的销量增长将由中端及大众产品的升级带来，参与者纷纷推陈出新争取市占，我们预计中国市场内龙头将持续面临激烈竞争。在盈利方面，虽然原材料成本的下降趋势有所减弱，但仍需保持一定水平的品牌投入以支持新产品的推出。整体行业的发展稳健，多数企业现金流稳定，且注重分红。

水饮方面，鉴于当前食品饮料行业的估值处于历史较低水平，同时消费升级与降级趋势并存，且政策处于空窗期，我们认为水饮类股票依然具备较高的防御性。根据马上赢数据，即饮茶及包装水的市占在 2025 年春节水饮消费的高峰基本维持稳健，即饮茶的市场占比在 2025 年春节期间（2025 年 1 月 14 日-2 月 4 日）略低于 2024 年同期（2024 年 1 月 27 日-2024 年 2 月 17 日），由 5.17% 小幅下降至 5.06%；包装水的 2025 及 2024 年春节市占分别为 3.63% 和 3.33%。市占下滑的品类包括，乳酸菌、植物蛋白饮料和凉茶。RTD 果汁作为市占最高的品类市占仍录得接近 1.5 个百分点提升。我们预计，2025 年，包装水、无糖茶作为成熟品类进入常态化竞争，随不同规格产品推出，ASP 或持续下降，性价比或成为类目发展趋势的关键；RTD 果汁或随着健康化升级趋势走强，以更贵的产品替代市场份额；植物饮料（包括养生水）作为新品类，享有 ASP 上升空间。我们预计，具有完备产品矩阵及渠道优势的头部企业能在茶饮、水饮大战中保持主导地位，伴随着行业出清开始受益。

休闲零食板块，单价较低且口感丰富的品质小零食持续获得消费者的喜爱。据我们与卫龙（9985 HK，未评级）管理层的交流，公司预计 2024 年 2H 维持 1H 的营收增势。截至 10 月，除了大单品辣条面筋以外的新品小魔女已经取得了月销 1,000-2,000 万的市场反馈，魔芋和海带商品得益于其更符合消费者健康饮食的心智均也维持了高增。利润方面，公司加量不加价策略延续，魔芋精粉成本单价自 5 月起走高且公司预计 2H 营销费用率环比、同比走高，尽管如此，2024 全年净利率稳定在 17-20% 的可见度较高。2024 年公司持续强调性价比畅销趋势，实行“加量不加价”策略并围绕 1 元装和 9.9 元装的重点价格带加大了陈列和费用支持。近期与肯德基的联名活动在提供创新产品的同时加深了与消费者的互动。展望 2025 年，我们预计品牌力优势将持续释放，新品有望实现突破。

■ 美妆护肤 – 内卷加剧有望推动企业加速出海进程

统计局数据显示，2024 年化妆品类零售总额同比-1.1%，录得 4,357 亿元。2022-2024 年，化妆品零售额连续 3 年跑输社零整体增速。

据魔镜数据库 2025 年 1 月淘天平台销售数据，国货品牌珀莱雅、薇诺娜、韩束 GMV 分别录得同比-1%/-13%/+112%，国际品牌雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜分别录得同比-

3.2%/+3.2%/+30%；同期，抖音平台而言，珀莱雅、薇诺娜、韩束 GMV 分别录得同比 16%/-15%/-30%；雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜分别录得+64%/+18%/+51%。

市占率方面，淘天平台延续国货替代主线，国货品牌珀莱雅、薇诺娜、韩束的 2025 年 1 月市占率为 3.4%/1.2%/1.0%，分别较 2024 年全年-0.4/-0.5/+0.4 个百分点；国际品牌雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜同期的市占率为 2.0%/2.4%/2.1%，均维持 2024 年全年水平。抖音平台上，白热化竞争延续，珀莱雅、薇诺娜、韩束的 2025 年 1 月市占率分别为 2.1%/0.4%/4.9%，分别较 2024 年水平-0.6/-0.4/-0.2 百分点；雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜市占率录得 0.7%/0.9%/1.4%，较 2024 年变化-0.6/-0.1/-0.1 百分点。展望 2025 年，我们预计美妆护肤行业将延续增速放缓态势。国货龙头品牌有望在功效性护肤领域维持稳健的市场份额。与此同时，TikTok 的发展预计将加速国货品牌的国际化进程。

由于内需修复尚待时日，各品牌出海策略可能在 2025 年加快进展，取得更多突破。

■ 推荐标的

我们维持推荐短期盈利确定性较高的公司。在食品饮料行业中，维持**农夫山泉（9633 HK）**和**华润饮料（2460 HK）**的“买入”评级；在美妆护肤品板块，我们维持对**珀莱雅（603605 CH）**的“买入”评级。

■ 风险提示

原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策利空、地缘政治影响超预期。

可选消费

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

■ 可选消费行业（未来三个月，维持同步大市）

1 月的消费数据显示各子行业普遍都有改善，2 月虽然因为旺季后有些回调，但 2025 年 1 月和 2 月整体来说，仍然比 2024 年 4 季度好转不少。而且线下的同店销售陆续好转，甚至重新出现增长。我们认为这主要受惠于：1) 国家补贴带来的消费情绪改善，2) 房地产市场开始企稳，3) 行业竞争转趋理性，4) 低基数效应逐渐开始出现等等。分行业来说，餐饮行业好于预期，体育用品，家电和旅游-酒店行业符合预期，服装行业低于预期。在大品牌的策略和优势开始奏效的同时，我们对 3 月和 2 季度的展望也越来越正面，所以我们认为目前应该是加仓布局的好时候。

我们推荐安踏（2020 HK，买入）、瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）、百胜中国（9987 HK/ YUMC US，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、亚朵酒店（ATAT US，买入）、JS 环球（1691 HK，买入）。相关标的包括 Amer（AS US，未评级）、九兴（1836 HK，未评级）、名创优品（9896 HK/ MNSO US，未评级）、泡泡玛特（9992 HK，未评级）等等。

■ 体育用品行业（维持看好）

1 月行业销售增长很好，但 2 月有不少回调。以整个春节来说，仍然有约中位数的增长，对比去年四季度的低单位数增长有所改善，符合市场预期。按品牌来说，户外品牌增长仍然强劲（30%以上），安踏、Adidas、361 度则有约 10% 增长，特步和 FILA 则有约高单位数的增长，而李宁和 Nike 都是有所下滑。行业整体库存健康，同比大概持平，但个别品牌库存较多。不过，为了清理期货和为未来新产品推出腾出空间，各大品牌仍在加大力度去库存，所以春节的折扣同比仍在加深。

展望 3 月，我们认为，天气虽然有所好转但会被节后较差消费力抵消，但鉴于会有更多新产品推出，我们看法是审慎乐观。对 2025 年全年，我们是比较乐观的，因为 1) 市场预期不高，普遍认为能达到品牌目标的低端已经不错，2) 随着期货增速放慢，库存压力减少，零售折扣也会出现好转，3) 各大品牌都有计划，在今年推出更多的新产品，4) 在电商增长保持健康的同时，线下同店有望逐步改善，特别是各品牌都在强调单店层面的效率提升。

我们仍然首选安踏（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 Anta 品牌（包括跑步、篮球、综合训练类）和 FILA 品牌新产品的推出。Amer（AS US，未评级）、Adidas（ADS EU，未评级）的品牌势能也很好，但李宁（2331 HK，买入）和 Nike（NKE US，未评级），以及其经销商像滔搏（6110 HK，持有）会较差，我们会静待他们反转。

■ 餐饮行业（维持看好）

行业的平均同店销售在 1 月大概是持平的，在 2 月，因为是旺季之后，大概有中单位数的下降，但 1 月和 2 月整体而言，还是要比 24 年 4 季度的约 10% 下滑好得多，从复苏率来说也有明显改善，所以我们预计 1-2 月销售表现或好于预期，当中在客流平稳的同时，多个品牌的客单价也在企稳。不同的品牌表现仍然分化，像达势的品牌势能强劲，受惠于新区域的供不应求，同店销售仍有正增长，而且在 2025 年所进入的新城市数量，亦已经超越了 2024 年全年。肯德基和必胜客的同店销售在春节期间已经转正，而且必胜客在 25 年会大幅降低很多产品的价格，一方面会通过供应链优化保住毛利率，另一方面希望能拉动客流。

海底捞的到店销售比较平稳，但开店速度有所加快，新品牌的拓展速度亦是。虽然这些品牌（九毛九、太二、呷哺呷哺、湊湊）的表现相对较弱，但还是要比去年四季度更好。

展望 3 月，不排除会有旺季后到店销售的小幅回调，但我们亦期待从 2 季度开始到店销售会重拾增长，因为行业格局已经像我们之前所预期的那样出现改善，包括：1) 很多品牌的平均单价的下跌已经较少，反映价格战有所减弱，对毛利率的影响亦会减轻，2) 餐厅的供应也在减少，在春节后相信有更多的低效餐厅和品牌出清，都会利好往后的销售表现。而且利润率也许会有不能被忽视的提升空间，因为行业竞争减少，折扣和毛利率会持续改善的同时，到店销售转正会带来巨大的经营杠杆。我们认为现在是布局餐饮行业的良好时间点。

茶饮行业方面，1 月份的到店销售大幅上升，2 月有些回调，但仍在增长，主要是受惠于低基数、价格上调、折扣减少等等。展望 3 月，在低基数的情况下，相信能持续改善。从品牌的表现来看，蜜雪冰城和古茗仍然是最稳健的，然后是瑞幸咖啡和星巴克，之后是茶百道，最差则是奈雪的茶。

我们目前首推仍然是瑞幸咖啡（LKNCY US，买入），因为预期竞争会减少，所以折扣和平均单价能持续改善，带动到店销售复苏，加上原材料成本和门店效率管控得宜，利润率有望持续上升。另外也推荐百胜中国（9987 HK/ YUMC US，买入），受惠于产品的高性价比、持续创新的能力、数字化优势，以及非常具吸引力的股东回报计划。我们也持续看好达势股份（1405 HK，买入）。

■ 服装行业（下调至中性）

因为春节提前，1 月份行业的同比增长快速，而且天气虽然较去年暖和，但幸好春节前有迅速转冷，所以春节期间的销售表现仍算不俗，但进入 2 月，受到旺季的虹吸效应，需求的确出现了断崖式的下跌，而电商保持健康增长的同时，线下增长仍然艰难。

另外，因为整体销售比预期略差，库存水平有所上升，目前（以及未来）零售折扣都有加深，对利润率可能会有新的压力。所以总的来说，我们对 3 月份以及 2 季度的看法会转得较为保守。

从业绩的稳健性来说，我们对江南布衣（3306 HK，买入）和波司登（3998 HK，买入）的看法不变，加上股息率很高，所以仍然推荐。但考虑到市场对业绩预期较高，例如江南布衣最近的业绩是符合预期的，但利润增长质量较差和库存上升较多，都有可能带来估值下调的情况，所以我们认为波司登可能也会面临同样的风险。

■ 旅游-酒店（维持中性）

春节期间，酒店行业平均 RevPAR 有约中位数的下降（当中 OCC 下降约 1-2 百分点，其他均为 ADR 的下降），和 24 年 4 季度的下降幅度差不多，整体符合预期。但分开 1 月和 2 月来说，1 月下滑较多，2 月已经开始转正，同样的，春节后的 revPAR 也较春节期间改善较多。按价格带来说，中高端表现比经济型更好，商务酒店也有好转。我们认为原因包括：1) 基数变低，2) 国家补贴对消费情绪的帮助，3) 对全球各国签证放宽带来的入境游增长等等。

展望 3 月以及 2025 年，我们比之前稍为更乐观，一方面是需求企稳，另一方面是行业供应增长可能逐渐减少（酒店数目增长约在 5% 左右），主要是受惠于新增签约数减少和办公楼转酒店政策暂停等等。

我们较为推荐亚朵酒店（ATAT US，买入），看好酒店行业提升连锁化率提升，中高端和商务旅游需求改善，以及零售业务的快速增长等等。华住（1179 HK/ HTHT US，未评级）虽然开店很快，但仍然有高基数问题。

■ 家电行业（维持中性）

25 年 1 月的家电销售增长约在 20% 以上，对比 2024 年 11 月/12 月的 30% 以上/50% 以上，有些放慢，主要是因为春节淡季线下的影响，来到 2 月份，增长应该会重新回到 50% 以上，符合预期，受惠于国家以旧换新补贴。大家电中，空调表现仍然最好，冰箱和洗衣机则差不多。但和 2024 年 4 季度不一样的是，平均单价在 2025 年开始，只是同比持平，并没有进一步的上升。

展望 3 月和 2 季度，受惠于国家的补贴，零售流水增长或仍然快速，而品牌方的销售，因为渠道补库存的需求，可能维持稳健。

对于 2025 年全年，我们的看法偏保守，主要考虑到：1) 国家公布的补贴金额只为 3000 亿，是在我们预期 3000 亿到 5000 亿的下限，而且会有些分流，因为补贴范围亦有新增小家电（如净水器、洗碗机和电饭煲等）和其他电子产品（如手机和平板电脑），2) 出口业务增长会随着高基数的出现而放慢，3) 加上美国和世界各地的关税提升，都不利销售增长和利润率。

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。

我们也认为海尔（6690 HK/600690 CH，买入）的发展仍然会较为稳健，中国和东南亚迅速的销售增长和全流程效率提升和成本管控措施，包括采购端和制造端的数字化等等带动的效率提升，会抵消掉海外业务的外部风险。

■ 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。

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

3 月 1 日, 11 家中国车企公布了 2 月份新能源车销量, 合计销量同比增长 129%, 环比增长 1%。我们预计特斯拉 2 月在中国的零售销量将环比下降 19% 至约 2.7 万台, 下滑幅度大于行业平均, 主要因为老款 Model Y 停止接单, 而焕新版 Model Y 可能 3 月份才开始交付。整体行业方面, 受到春节假期的影响, 我们预计 2 月新能源汽车零售销量将环比下降 9% 至约 64 万台, 而新能源市占率有望从 1 月的 38.5% 恢复至约 49%。

小鹏超预期, 理想和蔚来符合预期: 小鹏汽车 (XPEV US, 买入) 2 月交付量同比增长 570%、环比略有提升至约 3 万台, 交付量维持在了 4Q24 月均水平, 强于大部分同行, 主要得益于 Mona M03 和 P7+ 的在手订单。3 月上旬, 小鹏有望推出 G6 和 G9 的改款车型, 4 月有望推出全新车型 G7, 可能成为股价的催化剂。**理想汽车** (LI US, 买入) 2 月交付量同比增长 30%、环比下滑 12% 至约 2.6 万台。2 月 28 日, 在 3 年免息的基础上, 理想汽车宣布了全系车型尾款最高减免 1.6 万元的限时优惠政策。我们预计理想现有的车型今年或不会推出重大的改款版本, 主要的变化可能集中于自动驾驶功能的软硬件升级, 其全新纯电车型 i8 已于 2 月 25 日首发亮相, 外观设计较 Mega 有所调整。**蔚来** (NIO US, 持有) 2 月交付量同比增长 62%、环比下降 5% 至约 1.3 万台, 其中乐道贡献约 4,000 台。管理层的目标是今年 3 月份开始, 乐道的月交付量超过 2 万台, 目前看来挑战很大。全新的蔚来 ET9 和萤火虫品牌电动车有望分别于 3 月下旬和二季度开始交付。

众多品牌等待新车型发布: 长城汽车 (2333 HK/601633 CH, 买入) 2 月新能源汽车销量环比下降 32% 至约 1.5 万台, 3-4 月将逐步看到哈弗 H7 PHEV (枭龙 Max 改款)、魏牌高山智驾版的上市发布。**极氪** (ZK US, 未评级) 2 月交付量环比增长 18% 至 1.4 万台, 我们预计 007 的猎装车版本将于二季度推出。**零跑** (9863 HK, 买入) 2 月批发量环比持平, 约 2.5 万台, 全新车型 B10 将于 3 月 10 日开始预售。**鸿蒙智行** 2 月总交付量环比下降 39% 至 2.2 万台, 有消息称问界 M7 和 M9 的改款车型将提前于 3 月上旬推出, 而全新 M8 可能在上海车展期间正式发布。

■ 投资建议

AI 的浪潮席卷行业, AI 技术正在改变汽车的产品定义和用户偏好。在汽车领域, 市场更加关注 AI 和智驾能力布局完善、产品定义符合市场需求的车企。好的技术需要落地到好的产品, 才能对行业和公司带来改变。

我们认为**吉利汽车** (175 HK, 买入) 去年下半年通过对银河系列新能源爆款产品的推出, 已经掌握了应对现阶段消费者需求的产品定义能力。3 月 3 日举办的 AI 发布会上, 吉利宣布银河系列会标配智驾功能 (千里浩瀚), 搭配更加优惠的价格, 我们预计吉利有望在今年的市场份额争夺战中交出超预期的答卷, 实现新能源销量和利润的大幅提升。从预期差和估值的角度, 我们认为吉利较具吸引力。

新势力中, 我们认为**小鹏汽车**在竞争中处于相对优势的位置, Mona M03 和 P7+ 的成功令小鹏在智驾技术方面的变现能力进一步增强。虽然行业中的竞争对手都在努力追赶, 彼此之间的差距呈现缩小的迹象, 但我们认为小鹏的 AI 和智驾能力仍处于行业领先的位置, 叠

加产品能力的提升，小鹏的综合竞争力相较前两个年已有显著的提升。我们预计今年小鹏的销量有望翻倍增长，净亏损大幅收窄，并有望于 2026 年扭亏为盈。

- **风险提示：**新产品推出节奏慢于预期、销量和市占率提升不及预期、行业价格战进一步白热化、宏观经济的不确定性。

房地产和物管

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

| 李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 乐观

销售端：重点开发商2M25合同销售额同比-6%，好于我们预期的-10%。头部开发商中，中海、融创、越秀、华润、建发均录得正增长，同比增速5-33%；表现较弱的如新城、金地、万科、龙湖等分别录得-61%至-23%的负增长。从网签数据观察，截至3月3日，30城新房年内（YTD）成交面积同比增1%，较4Q24年同比+12%略有收窄，其中深圳由于较低基数录得最大涨幅，同比+79%，广州、上海、成都次之，录得同比+20%、+11%、+3%。16城二手房年内成交面积同比+39%，较4Q24的同比+37%继续扩大，维持了增长态势。深圳、杭州、上海、北京表现较好，录得+66%、+55%、+50%、+34%。

展望：我们认为新房认购、二手房带看等前置指标显示三月成交数据的“小阳春”已有保障，我们对2季度板块表现也更加乐观，主要基于：1) 政策端：自2024年下半年起，监管层高度关注市场信心波动，积极运用政策工具加以调控，彰显出稳定市场信心的坚定决心。今年两会关于政策实施的表述——“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”，进一步印证了这一点。据此，我们判断监管层已对4-5月可能出现的销售下滑有所准备。这意味着，若销售降幅超出预期，出台积极政策的可能性将显著增加。2) 情绪端：春节以来，大中华市场受科技板块提振，但这种影响传导至居民端，对其收入预期和经济信心的提升尚需时日。但相较于去年同期，居民信心已有边际性改善，这在一定程度上会影响部分居民的购房决策。3) 融资端：市场对板块的终极担忧无疑是国央企梯队债务违约风险。然而，随着万科相关事件的逐步发展与妥善处理，市场对于政府会采取兜底举措的信心愈发充足。基于此，市场对国央企债务违约的忧虑程度已相应降低。4) 基于对2季度销售变现对板块股价影响的情景分析，我们发现板块受到积极影响的可能性远大于受到负面影响的可能性。

■ 推荐标的

24 年跑赢行业的地产股主要为“困境反转”标的及“业绩见底回升”标的，物业股主要为“拓展能力突出”及“母公司困境反转”标的。我们发现板块中重点标的在三支箭、517、924 等阶段的回调幅度并未超过其拉升幅度，代表其估值底在不断抬升，我们认为这反映每次政策的出台都会一定程度缩短行业见底所需的时间。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，零售业务更具风险抵御性，经济出现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，关注物业管理存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）、万物云（2602 HK）等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源的标的，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：**国企开发商违约、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

保險

| 馬毓澤 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 中性乐观。25 年新业务价值增长回归常态化；区域型险企有望重回盈利增长轨道

上市险企将于 3 月中下旬披露 24 年全年业绩，预计上市险企 24 年归母净利润将实现强劲增长，新业务价值显著提升，带动保险服务业绩稳健增长，投资服务业绩受益于债牛行情和权益回暖而上行。寿险方面，12 月起开门红新单销售表现已出现明显分化，主要受前期产品结构调整和基数等影响，部分险企开门红数据承压。考虑到当前的低利率环境，我们认为险企负债端开门红的新单表现对公司股价影响有限，寿险公司选股应侧重于投资端边际改善的个股标的。展望 2025 年，我们认为寿险新业务价值增长仍将以价值率提升为主要驱动，基于 1) 预定利率下调带动新单负债成本进一步下行，扩大“利差”；2) 监管窗口指导，调降浮动收益型产品（如分红险、万能险）的结算利率和实际分红水平，降低存量负债成本；3) 全渠道推行“报行合一”，个险渠道的产品费率已随新产品备案，“费差”有望持续改善；4) 分红险占比逐步提升，优化传统险“一险独大”的产品结构，压降刚性兑付成本；5) 长期期交保费占比有望随代理人产能提升和增值服务供给加大而进一步上行。

财险方面，2025 年我们预计车险行业保费增速为 6%，其中新能源车保有量和渗透率提升有望进一步打开增量空间。非车险 24 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾赔付加剧的影响，保费收入和承保盈利的季节性波动较为明显。随着近期《财险高质量发展行动方案》落地，险企持续出清高赔损类业务，将有助于非车险业态创新，贡献不同类型的财险公司差异化竞争优势。我们看好险企个人非车业务（如非车意外险）承保利润和保费收入增速的上行空间；未来车险保费收入的增长仍有望依赖于各地“以旧换新”政策补贴下，乘用车新车销量的回暖和新能源车渗透率持续上行。

投资方面，在当前同业存款利率自律机制落地和央行货币宽松的背景下，十年期国债收益率降至 1.7%，对保险公司资产端的新增投资收益和再投资收益构成压力。增配优质二级权益类资产（可划分至 OCI）成为险资战略资产配置（SAA）策略的重要举措。2024 年保险公司增加高息股和长期股权投资配置占比，截至 2024 年底，险资累计在二级市场针对 17 家上市标的举牌 20 次，创下自 2021 年以来新高。展望 25 年，我们认为险资在战略资产配置（SAA）方面，会稳步加大高息股配置比例，行业包括公用事业、基建、银行和交通，并有望加大长期股权投资，实现投资收益的中长期稳定。

估值层面，目前中资险企交易于 0.2-0.6 倍 FY25E P/EV 和 0.4-1.0 倍 FY25E P/BV，股息率均值中位数为 4.7%/4.9%。在当前低利率环境下，资产端投资收益的改善将带动上市险企的估值企稳回升。推荐资产负债匹配较好、负债端稳健增长的中国太保（2601 HK，买入，目标价：35.5 港元）、稳健派息的中国财险（2328 HK，买入，目标价：14.0 港元）和注重股东价值回报的友邦保险（1299 HK，买入，目标价：94.0 港元）。

■ 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

■ 传统旺季加上两会的交易机会；关注发电专用发动机增长潜力

3月份，工程机械和重卡进入传统的销售旺季，加上全国两会召开带来政策预期，我们相信将有助短期内推动板块表现。工程机械方面，挖掘机仍然是各类工程机械中确定性最高的，驱动因素包括国内更新需求进入上升周期以及海外需求相对稳定。

重卡方面，销售（国内销量加出口）今年首两个月同比下跌4%，我们认为总体走势仍然可控，维持全年重卡销量同比增长10%的预测。在中国市场，由于国四重卡保有量规模更大（我们估计其占重卡总保有量的~30%），因此我们认为设备更新补贴政策大范围逐步拓展到国四重卡后，将成为刺激需求主要驱动因素。

发动机方面，发电专用发动机在2024年同比增长15%，当中下半年增速持续加快，全年增速高于内燃机的7%增速。今年1月，即使受到农历新年假期的影响，发电专用发动机仍然录得18%的增速，我们预计在数据中心对后备电源需求的拉动下，发电专用发动机将可能会出现结构性增长。

■ 选股建议

我们的首选股是**中联重科（1157 HK/000157 CH，买入）**，主要由于公司通过全系列产品深入推进新兴市场，同时中联在起重机领域的强大优势有机会受惠俄乌停战后的重建需求。我们同时看好**三一重工（600031 CH，买入）**，主要由于行业销售表现理想的挖掘机收入占比较高（分部利润约占50%）。此外，我们预计**潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）**将继续在短期内获得市场关注，主要由于数据中心专用发动机的销量将出现强劲增长（[相关报告](#)）。

■ **下行风险：**（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风险。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。