

策略观点

政策展望期

- **宏观：**近期政策刺激提振中国经济，住房销量和耐用消费显著改善。在特朗普关税冲击到来之前，中国政策可能进入观望防守状态。下半年随着政策刺激效应递减和贸易冲突到来，中国政策可能开启新一轮宽松刺激。美国经济将延续温和放缓，通胀短期下降，但中期面临特朗普政策效应的扰动。美联储进入对特朗普政策效应的观察评估期，对降息更加谨慎。随着通胀短期回落，美元实际利率进一步上升，高利率、强美元和高估值可能推升市场波动性，美联储可能在 3 月或 5 月降息 1 次。在通胀降至更低后，特朗普可能在三季度开启新一轮贸易战，市场震荡可能促使美联储 9 月再降息 1 次。
- **科技：**展望 2025 年，考虑到全球经济温和复苏、手机/PC 需求持续回暖、通用/AI 服务器增长延续和端侧 AI 创新周期，我们预计科技板块维持高景气度，建议布局两条主线：1) AI 终端：各大厂商将于 1 月 CES 展会密集发布 AI 新品，加上近期苹果 Apple Intelligence 加快升级，国内手机/平板/智能手表补贴政策，端侧 AI 创新落地提速，有望驱动新一轮升级需求（手机/PC/穿戴/眼镜/智能家居/EV）；2) 服务器：受益 AI 算力需求扩张，GB200/300 服务器/网络新架构升级，推动 ODM 和相关零部件需求增加（铜连接/液冷/电源）。整体来说，我们看好手机产业链（比亚迪电子/立讯/瑞声/鸿腾/舜宇）受益 Apple Intelligence 周期和国内补贴政策，MR 产业链（舜宇/丘钛）受益 AR 眼镜加速渗透，AI 服务器产业链（比亚迪电子/鸿腾精密/工业富联）受益通用服务器复苏和 GB200/300 新架构升级机会。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）、立讯精密（002475 CH，买入）和舜宇光学（2382 HK，买入）。建议关注国内补贴政策、Apple Intelligence 升级及 GB200/300 服务器情况。
- **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。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](#)）
- **互联网：**回顾 12 月，业绩真空期时段，受益于事件性主题催化的公司跑赢行业。展望 2025，增量实质性促消费政策的出台或仍是板块估值结构性提升的关键驱动因素，而在此之前板块或维持震荡，股东回报水平、盈利增速及确定性或为估值的关键支撑。我们建议关注三条主线：1) 成熟业务的护城河及新发展空间，或有望驱动业绩及估值的双升：如受益新游发布的游戏板块、核心业务仍有进一步线上渗透空间的本地生活、AI 技术赋能下广告效果提升及 GPU 云业务带来新增量的广告和云、变现率有提升空间且有望受益于增量促消费政策的电商；建议关注腾讯（700 HK，买入）、网易（NTES US，买入）、阿里巴巴（BABA US，买入）、美团（3690 HK，买入）；2) 盈利快速增长已较为充分被预期、但估值或有望进一步修复带来投资机会的板块：如 OTA、短视频、教育，建议关注携程（TCOM US，买入）、快手（1024 HK，买入）、新东方（EDU US，买入）；3) 出海有望在中长期带来盈利和估值增量的板块，如电商、OTA。
- **软件及 IT 服务：**在经济周期错位背景下，中美软件板块 2024 年股价表现整体展现分化趋势，但 AI 相关的投资体量、短期对利润的影响及潜在的变现前景展望是两边市场的共同关注点。展望 2025 年，我们认为 AI 相关的投资主题从基本面的维度将延续从芯片到公有云、到基础设施软件、再到应用软件的受益传导路径，基础设施云板块关注供给限制逐步缓和下云业务增速的

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

赛文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

提升趋势及 AI 相关投资对利润率的影响情况、基础设施软件关注 AI 相关的营收起量速度、应用软件关注 AI 相关应用的订阅收入带来的增量。大模型使用成本的持续优化支撑下 AI 应用生态的逐步繁荣或是未来几年软件板块的投资主线。推荐买入金蝶国际 (268 HK) 和 Salesforce (CRM US)。

- **医药：**受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地、创新药支持政策也有望在各地落地。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏，《生物安全法案》的影响或将有限。本轮医保目录调整利好创新药，我们认为医保资金支持创新药的政策趋势不会改变。推荐买入药明康德 (2359 HK, 603259 CH)、百济神州 (BGNE US)、信达生物 (1801 HK)、联影医疗 (688271 CH)、巨子生物 (2367 HK)、三生制药 (1530 HK)、科伦博泰 (6990 HK)。
- **食品饮料、美妆护肤：**疲弱的整体环境下，必选消费板块得益于其防守性，估值及业绩有望得到支撑。啤酒方面，市场需求复苏，酒企信心逐步恢复，2024 年 11 月啤酒产量同比增长 5.7%。3Q 业绩来看，毛利率提升体现成本红利持续兑现，且中端新品投入持续进行以保障市占稳健。我们认为，冬季啤酒消费淡季下，百威亚太 (1876 HK) 经营负杠杆或将导致利润率持续下滑，青岛啤酒 (168 HK) 则有望在低基数以及库存出清接近尾声的效应下平稳过渡并在 2025 年取得增速回升，华润啤酒 (291 HK) 得益于单价较低，有望依靠喜力销量的提升实现高端化进程延续。软饮方面，假期的旅游出行依旧为销量提供支撑。鉴于农夫山泉 (9633 HK) 长期进入纯净水市场，龙头地位进一步稳固，尽管水饮价格战现象短期内可能仍会对利润率造成一定侵蚀，但由于东方树叶长期领跑无糖茶赛道，市占率且铺货率持续大幅提升，公司整体盈利受到保障。零食板块来看，得益于较低的客单价和新兴渠道的稳健发展，终端和渠道同步利好高品质小零食持续获得增量。短期来看，符合消费者心智定位的零食替代性较低。进入年货节旺季，预计头部品牌发展保持稳健，以销售支撑利润增长。美妆护肤方面，行业内国货效应进一步加强，珀莱雅 (603605 CH) / 韩束称霸天猫/抖音平台的格局基本稳固，在销售与利润端，头部企业已实现断层式领先。我们认为，在政策支持扩内需及消费升级暂缓的背景下，满足“情绪性消费”的高性价比类目仍是市场中短期内的核心驱动力。我们持续推荐短期盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费中，我们维持对珀莱雅 (603605 CH) 的“买入”评级；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。
- **可选消费：**12 月消费数据仍然较差，只有个别行业对比 11 月份稍有好转，宏观压力持续，还有天气较暖的干扰，或抵销春节提前的利好。分行业来看，体育用品和家电行业均符合预期，而服装、餐饮、旅游-酒店行业表现低于预期。展望 1 月和 1 季度，因为基数降低，我们预计增速或有边际好转，不过预期空间较少。另外品牌间的表现也越来越分化，明显看到大品牌的策略和优势开始奏效。我们推荐安踏 (2020 HK, 买入)、江南布衣 (3306 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)、海尔智家 (6690 HK/600690 CH, 买入) 等等。相关公司包括：波司登 (3998 HK, 买入)、Amer sports (AS US, 未评级)、美的 (000300 CH/ 0300 HK, 买入)、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。
- **汽车：**尽管 2024 年的以旧换新政策透支了部分需求，我们预计 2025 年中国乘用车销售仍有韧性，我们预测 2025 年新能源车零售销量市占率将达到 57.8%。我们认为 2024 年的部分行业特征如价格战、新车型重要性提升等将在 2025 年延续，同时也将看到一些新的趋势，如行业或初现整合之象、投资者更加关注企业盈利等。今年 1 月份受到春节假期和补贴退坡的影响，行业销量或有回落也应在市场的预期之中。我们认为爆款新车和盈利能力仍是 2025 年我们选股的关键指标。整车厂中，我们首选吉利汽车 (175 HK, 买入) 和小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入)，我们认为 2025 年这两家公司具备超出竞争对手的销量增长潜力。汽车服务板块中，我们推荐途虎

(9690 HK, 买入), 公司业务有望受益于消费降级趋势, 是很好的防御性标的。

- **房地产和物管:** 乐观。重点开发商全年合同销售额同比-29%, 较 23 年的-16%显著扩大。除去中海同比录得+0.3%增长以外, 其余均录得负增速, 其中绿城中国、华润置地、华发、越秀等降幅小于 20%, 分别录得-13%、-15%、-16%、-19%。从网签数据观察, 30 城新房全年成交面积同比-23%, 较 23 年同比-8%明显扩大, 其中深圳表现最优, 录得同比+4%, 广州、苏州、北京次之, 录得同比-5%、-13%、-14%。16 城二手房 2024 年全年成交面积同比+8%, 较 23 年的同比+27%显著收窄。深圳、杭州、青岛、北京表现较好, 录得+66%、+16%、+12%、+11%。我们预计 25 年全年新房销售额增速-11%至 7.0 万亿元, 二手房成交额增 5%达 7.5 万亿元, 正式超越新房成为行业主导市场。我们的预估主要基于: 1) 政策端: 已出台政策效果尚有余温且多项措施正在落地中尚需时日观察, 故推测短期内出台重磅政策(如更多一线城市解开限购等)可能性较小; 同时收储等政策推进仍有难点, 可能在 25 年较难大规模消化库存; 2) 供应端: 土地供应规模大幅削减、开发商拿地强度大降导致后续优质可售资源减少, 且配售型保障房供应增加可能分流部分需求; 3) 需求端: 在新房交付担忧推动下需求继续向二手房转移等。

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。经济出现企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益, 同时当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。2) 关注存量市场发展受益者。交易角度, 贝壳(BEKE US, 买入)作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升及其带来的装修业务机会。从服务角度, 物业管理存量市场的长期受益者当中, 建议关注如华润万象生活(1209 HK, 买入)、绿城服务(2869 HK, 买入)、保利物业(6049 HK, 买入)、滨江服务(3316 HK, 买入)、万物云(2602 HK, 买入)等。3) 开发商方面, 建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

- **保险:** 低利率环境下优选投资端边际改善个股。我们认为 2025 年寿险新业务价值增长以价值率提升为驱动的模式将得以延续, 主要基于: 1) 预定利率下调带动新单负债成本下行, 进一步扩大“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”有望进一步改善; 4) 分红险占比逐步提升, 优化传统险“一险独大”的产品结构, 压降刚性负债成本; 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上行。三季度上市险企新单保费恢复正增长, 主要受 9-10 月预定利率下调导致客户承保需求前置的影响。我们预计 2025 年开门红期间, 行业新单保费将出现明显分化, 产品结构调整和承保基数等原因将导致部分险企“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新单销售的表现对公司股价影响有限, 寿险公司选股应更侧重投资端边际改善和资产负债久期匹配更优的个股, 维持行业“优于大市”。

财险方面, 2024 年财险保费增速放缓、巨灾频发导致赔付上行。我们预计车险行业保费增速为 6%, 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 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出现季节性波动。展望 2025 年, 我们认为《财险高质量发展行动方案》落地和险企主动出清高赔损业务, 有助于非车险业态创新, 贡献不同类型财险公司差异化竞争优势。看好个人非车(如非车意健险)承保利润和保费增速上行空间; 未来车险保费增长有望依赖“以旧换新”政策补贴下, 新车销量回暖和新能源车渗透率上行。

目前中资险企交易于 0.1-0.5 倍 FY25E P/EV 和 0.4-0.9 倍 FY25E P/BV, 股息率均值/中位数分别为 5.9%/5.2%。推荐负债端稳健增长和资产负债匹配较好的中国太保(2601 HK, 买入, 目标价: 35.5 港元), 中国平安(2318 HK,

买入，目标价：65.1 港元）和中国人寿（2628 HK，买入，目标价：20.0 港元），以及稳健派息的中国财险（2328 HK，买入，目标价：14.0 港元）。

- **资本品：**看好。美国候任总统特朗普将于本月正式就任，市场一直担忧关税上调的风险，然而我们认为关税对中国工程机械制造商的实际影响有限，主要因为：（1）大多数中国工程机械制造商在美国市场的收入占比较低；（2）中国制造商也普遍制定了应对关税的计划。我们预计中国工程机械制造商的全球扩张将在 2025 年继续，中东、非洲、拉美等新兴市场将为各类机械提供爆发式增长潜力。在中国，我们预计更新换代周期加上政府加大政策刺激力度将有助于稳定机械需求，尽管我们的行业模型尚未加入进取的假设。从细分市场来看，我们预计挖掘机将在 2025 年在中国和出口市场实现双增长，而其他机械在海外的增长将好于中国（[2025 年展望报告](#)）。我们的首选个股是中联重科（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，基于中联过往在企业行动上的良好往绩，我们认为 12 月开始的股票回购（H 股）是一个好的指标。我们同时看好三一重工（600031 CH，买入），主要由于挖掘机收入占比较高（约占分部利润 50%）（[相关报告](#)）。我们继续看好浙江鼎力（603338 CH，买入）在海外高空作业平台市场拓张的强劲执行力（[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	34.15	32.70	-4%	32.5	26.0	N/A	11.3	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.57	4.38	23%	17.9	10.8	1.3	7.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.80	44.41	6%	20.0	14.6	N/A	18.6	1.5%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	40.46	55.09	36%	21.5	17.6	N/A	16.0	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	390.67	426.00	9%	35.7	27.5	N/A	21.3	0.3%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	128.35	186.00	45%	26.7	18.5	N/A	31.2	0.0%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	23.64	28.8	0.2	31.9	20.9	N/A	12.6	2.9%
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	20.75	24.00	16%	35.0	19.5	N/A	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	101.92	130.00	28%	36.0	24.8	N/A	15.0	0.0%
中兴通讯	763 HK	半导体	买入	22.15	22.43	1%	10.5	9.3	N/A	13.4	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	8.10	10.80	33%	N/A	110.6	3.1	N/A	0.0%
Salesforce	CRM US	软件 & IT服务	买入	330.53	410.00	24%	32.8	29.0	N/A	10.1	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	379.60	525.00	38%	15.0	13.8	N/A	20.1	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	88.22	125.50	42%	12.9	11.9	N/A	21.5	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	85.52	132.20	55%	10.0	8.7	N/A	11.2	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	148.70	199.20	34%	19.5	17.2	N/A	23.0	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	65.34	71.00	9%	18.5	17.5	2.2	12.4	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	40.65	85.60	111%	9.4	7.4	N/A	26.7	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	52.38	78.51	50%	14.5	13.0	2.6	17.3	1.9%
百济神州	ONC US	医药	买入	180.64	276.02	53%	N/A	363.2	5.6	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	35.15	57.67	64%	N/A	194.8	N/A	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医药	买入	120.53	162.81	35%	64.5	45.1	N/A	7.8	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	46.70	66.15	42%	24.0	18.6	N/A	32.1	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	5.86	9.81	67%	7.0	6.1	N/A	10.9	4.2%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	167.00	243.38	46%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.50	133.86	60%	21.8	17.5	6.3	31.8	2.0%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	32.65	50.38	54%	27.7	24.0	10.6	40.9	2.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	10.66	18.84	77%	N/A	N/A	N/A	16.3	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	76.60	126.68	65%	15.1	14.1	3.3	25.7	3.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.38	17.61	1%	8.9	8.1	N/A	40.6	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	26.45	33.80	28%	167.1	125.8	N/A	26.6	0.0%
亚朵酒店	ATAT US	可选消费	买入	25.53	32.01	25%	N/A	14.8	N/A	39.8	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	348.00	450.26	29%	20.2	16.9	N/A	12.1	1.3%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	26.30	36.41	38%	12.2	10.7	N/A	16.4	0.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	13.98	19.00	36%	8.2	11.0	N/A	19.3	1.7%
小鹏汽车	9868 HK	汽车	买入	47.45	62.4	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
途虎	9690 HK	汽车	买入	18.36	26.00	42%	22.2	13.8	N/A	12.9	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.74	23.30	31%	30.1	23.2	N/A	6.8	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	27.60	46.94	70%	N/A	N/A	N/A	20.9	0.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.72	6.13	65%	15.2	13.0	N/A	9.7	4.6%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	28.65	54.03	89%	9.8	8.9	1.5	16.4	0.0%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	19.28	32.9	0.7	9.0	7.7	3.0	35.7	6.7%
万物云	2602 HK	房地产	买入	20.05	40.01	100%	10.5	9.5	1.5	11.3	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.10	35.50	54%	5.3	5.3	N/A	14.9	4.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	43.25	65.10	51%	5.5	5.4	N/A	13.9	6.5%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.98	20.00	43%	3.0	5.1	0.7	24.1	10.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.68	14.00	20%	7.6	7.3	1.0	13.1	5.3%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	5.48	6.80	24%	10.8	9.6	0.8	6.9	6.2%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	15.52	21.00	35%	22.2	18.0	1.8	7.5	1.6%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	64.88	75.00	16%	15.6	13.5	3.1	21.6	1.8%

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

■ 投资者关注点

增量财政政策提振消费力度。据彭博社报道，中国一般财政赤字率和超长期特别国债规模可能分别从 2024 年的 3% 和 1 万亿元升至 2025 年的 4% 和 3 万亿元。这意味着 2025 年广义财政赤字至少增加 3.6 万亿元（相当于 GDP 的 2.5%），高于我们预测的 2.6 万亿（相当于 GDP 的 1.8%）。投资者关注有多少增量资金将用于支持消费。

人民币汇率。美元/人民币汇率与两国利差走势高度相关，反映市场对两国经济相对强弱和资产回报差异的预期。投资者既关注人民币汇率变化显示的跨境资金对人民币资产的兴趣，又关注人民币汇率灵活性决定的中国货币政策宽松空间。

人民币利率与货币政策。货币市场利率反映中国金融市场流动性条件，受央行决定性影响。1 年期国债收益率反映市场对未来 12 个月政策利率路径预期。10 年期国债收益率则反映市场对经济和通胀中长期前景的预期。1 年期国债收益率从 2023 年末的 2.1% 降至 2024 年 10 月末的 1.4% 和 12 月末的 1.1%，10 年期国债收益率则从 2023 年末的 2.6% 降至 2024 年 10 月末的 2.2% 和 12 月末的 1.7%，显示市场预期未来 12 个月政策利率将大幅下调至趋近 1%，而经济和通胀的长期前景仍不乐观。投资者关注央行是否认同市场当前预期以及相应的货币政策超出预期或低于预期的可能性。

一二线城市住房销量趋势与去库存政策执行情况。一二线城市住房市场决定全国房地产市场走势，因为这些城市房产资产属性更强，而其他城市房产更像耐用消费品。一二线城市住房销量趋势反映家庭部门对未来信心，是比家庭消费更加领先的指标。如果一二线城市住房销量延续复苏，那么预示明年消费将明显改善。一二线城市去库存政策（城中村改造、滞销商品房与闲置土地收购等）执行情况影响住房供求再平衡和房价企稳时间。例如厦门城中村改造规模相对较大，短期内对缓解住房供大于求和稳定房价具有明显效果。

汽车和家电销量改善可持续性。汽车和家电是中国“以旧换新”提振消费政策的重点。相比其他消费品，汽车和家电消费对家庭部门信心、住房市场和货币信贷政策等因素更加敏感。投资者关注汽车和家电销量改善的可持续性。

消费价格走势。消费价格走势反映消费需求强弱，对企业盈利前景和人民币资产价格走势具有重要影响。

■ 中国政策

短期内增量政策想象空间接近上限。市场对政策刺激的交易已明显退潮。未来中国出台新的增量政策至少需要两个条件中的一个：一是近期宣布的政策对经济的提振效果逐步递减，经济下行压力再度上升；二是特朗普上任后开启新一轮贸易战带来较大冲击。明年上半年，近期宣布的政策对经济提振效果仍在，而特朗普上任后可能需要优先解决通胀压力和非法移民问题，加征关税因增加通胀压力可能会等到下半年通胀降至更低时实施。这意味着上

半年中国政策可能进入观望防守状态，重点是落实已宣布的政策。下半年随着政策刺激效应递减和贸易冲突出现，新一轮政策宽松可能启动。

增量财政政策的重点。2025 年新增广义赤字可能至少在 3.6 万亿元，重点支持以下领域：一是增加对地方政府转移支付 1 万亿元，缓解地方财政困境，保障政府基层运转和支持机关事业单位基本工资上调。二是注资 6 个国有大行 1 万亿元，缓解银行净息差和不良资产压力，鼓励国有大行在化解地方政府隐性债务、扩大白名单房企贷款等方面发挥更大财政作用。三是增加对民生投入，提高城镇职工和城乡居民基本养老金水平，提高对城乡医疗保险财政补贴，降低失业保险金领取标准，增加对低收入群体补助，提高个人所得税在子女教育、赡养老人等专项支出方面抵扣额等。四是延续对企业设备和耐用消费品“以旧换新”补贴政策并扩大补贴产品范围，预算规模可能达到 3000-5000 亿元，中央财政可能继续承担 90%。

货币政策将延续宽松。中国央行可能增加流动性供应，下调法定存款准备金率 1 个百分点，降低公开市场操作利率 30 个基点，以货币政策向利率调控模式转型为契机，推动货币流动性实质充裕，预计银行间 7 天逆回购利率（DR007）可能从 2024 年末的 2% 降至 2025 年末的 1.4% 左右。信贷政策将延续宽松，预计 1 年和 5 年 LPR 可能均下调 20 个基点，从 2024 年末的 3.1% 和 3.6% 降至 2025 年的 2.9% 和 3.4%；社融存量和人民币贷款余额增速分别从 2024 年末的 7.8% 和 8% 升至 2025 年末的 8% 和 8.1%。随着货币政策调控机制转型，央行可能更加依赖货币市场利率作为政策利率，减少对 LPR 直接调控。为降低对银行净息差影响，存款利率可能下调 20 个基点左右，但由于存款重定价明显慢于贷款，银行净息差仍面临一定下行压力。信贷需求和社融存量增速可能小幅反弹，广义财政赤字上升意味着政府融资需求增加，政府债券存量增速可能从 2024 年末的 15.5% 升至 2025 年末的 17.5%，推升社融存量增速约 0.4 个百分点。由于房地产降幅收窄、耐用消费增速回升和资本市场更加活跃，家庭部门贷款增速可能从 2024 年末的 3.5% 反弹至 2025 年末的 4.3%，推升社融存量增速 0.2 个百分点。但由于产能过剩、通缩预期和资本支出转向海外，企业境内融资需求延续疲弱，企业信贷增速可能从 2024 年末的 8% 降至 2025 年末的 7.6%，拉低社融存量增速 0.2 个百分点。社融存量增速与实际贷款利率强负相关，名义利率温和下降和价格指数跌幅收窄将推动实际贷款利率回落，支撑社融存量增速。

美元/人民币汇率可能进一步上升。特朗普政策将使人民币汇率阶段性承压。特朗普对内政策将在短期内推升美国名义 GDP 增速、美元利率和美元指数，令新兴市场货币承压。特朗普对外关税将打击全球贸易和制造业活动，削弱中国经济前景，压制中国股市和人民币汇率。但人民币汇率对特朗普 2.0 冲击的反应将比 1.0 时代更加温和，主要因为以下因素：一是中国制造业与科技企业竞争力显著提升，许多大型企业已在海外布局以应对中美对抗；二是当前美元处于降息周期，而 2018 年美元在升息周期；三是中国金融条件比美国更加宽松，美元利率居高，人民币利率较低；四是美元资产估值经过多年上涨后处于高位，人民币资产估值经过较长时间的下跌而在低位，基本已反映两国经济基本面差距；五是市场最怕不确定性和不可测性，市场已经历过特朗普 1.0 时代，特朗普 2.0 时代的不确定性和不可测性相对下降。预计上半年美元保持强势，三季度加征关税落地后美元/人民币可能冲高突破 7.5，而后有所回落，年底达到 7.5 左右。

■ 中国经济走势

上半年经济有望延续复苏。在近期政策刺激下，中国经济活动显著复苏。高频经济活动指数从 2024 年第三季度的 0.94 升至四季度的 1.05（2019 年=1）。预计 GDP 增速将从 2024 年前三季度的 4.8% 升至四季度的 5.1%，全年增速 4.9% 左右。房地产销量和汽车、家电等

耐用消费显著回升，9个代表性城市（北京、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、厦门、无锡和佛山）二手房日均销量同比增速从2024年上半年的-2.4%和第三季度的18.1%升至四季度的40.1%，35个重点城市商品房销量同比增速从2024年上半年的-36.2%和第三季度的-21%大幅升至四季度的11.5%，汽车和家电零售额增速分别从2024年前9个月的-2.1%和4.4%升至10-11月的5.2%和30.7%。制造业和服务业PMI均延续处于扩张区间。2025年上半年经济将延续复苏，GDP增速可能保持在5%左右。住房和耐用消费作为先行指标，预示上半年消费将出现更广泛的改善，而抢出口效应、美国需求韧性和大部分央行降息将支撑外需。

下半年经济或再度放缓。第三、四季度GDP增速可能降至4.7%、4.3%，一方面国内宽松政策效应逐步递减，内需增速可能放缓，另一方面美国通胀降至更低水平，特朗普可能开始升级贸易冲突。货物出口增速上半年可能达到4.5%，下半年或降至2.2%，全年增速3.3%低于2024年的5.2%。全年GDP增速可能从2024年的4.9%略降至2025年的4.7%，其中净出口对GDP增长贡献可能从2024年1.2个百分点降至2025年0.6个百分点，消费和投资的贡献则分别从2024年的2.4和1.3个百分点升至2025年的2.7和1.4个百分点。

通缩压力依然存在。12月蔬菜和猪肉价格环比延续下跌但跌幅小幅缩窄。上海二手车市场平均交易价格环比下降10.3%，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。PMI中主要原材料购进价格指数和出厂价格指数收缩程度扩大。消费需求仍然较弱，大部分行业供大于求。今年前11个月个人所得税同比下降2.7%，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，今年前11个月企业所得税同比下降2.1%，规模以上工业企业利润同比下降4.7%。未来通缩压力可能小幅缓解但依然存在，CPI增速可能从2024年的0.3%升至2025年的0.6%，PPI延续下跌但跌幅可能从2024年的2.1%收窄至2025年的0.3%。

美国宏观

■ 投资者关注点

特朗普政策实际执行情况与具体影响。特朗普承诺的主要政策包括减税、去监管、减少非法移民和加征关税，未来进入政策被证实或证伪阶段。目前市场已经price in特朗普政策对美国经济增长和通胀的推升作用，四季度美债收益率升幅接近1个百分点，美元指数上升超过7%。投资者关注未来特朗普政策效应的预期差。

通胀、就业与企业盈利趋势。通胀、就业和盈利趋势反映美国经济基本面，决定美联储政策利率、长债收益率、美元指数和美股走势。投资者关注12月非农就业和通胀数据。

美联储政策。市场预期1月29日议息会议可能维持利率不变。投资者关注鲍威尔在记者会上对未来预期指引的信息。

美元利率与美元指数。美元利率是国际金融市场定价基准，美元指数走势与美元资产相对其他资产的表现相一致。近期美债收益率和美元指数大幅反弹，新兴市场货币和股票承压。

■ 美国经济

美国经济将延续温和放缓。预计GDP增速将从2024年第三季度的2.7%降至四季度的2.5%，全年GDP增速可能从2024年的2.7%降至2025年的2.3%。就业市场保持稳健，12月第三周首次领取失业金人数超预期下降，但持续领取失业金人数超预期增长，显示就业市场

仍保持低裁员和低招工特征。经济增速放缓压力主要来自三个方面：经济扩张周期进入后期，高基数影响和货币政策紧缩滞后效应逐步显现；特朗普政策不确定性可能最终拖累经济增长；非美地区经济延续疲软，特朗普新一轮贸易战将削弱全球经济前景。但美国经济有望实现软着陆。因疫情扰动等因素，宅经济部门（住房与耐用消费）和服务业周期错位，经历滚动式下滑，避免同步叠加带来衰退风险。家庭资产负债表强劲，房地产和股市价格繁荣支撑财富效应，固定低利率房贷降低加息周期对家庭偿债负担影响。财政赤字居高不下持续拉动经济增长。

特朗普政策将延长美国经济扩张尾周期，短期内带来过热效应，但中长期有滞胀效应。减税政策将提升需求和通胀；去监管将通过提高效率而促进经济增长并降低通胀；移民政策将同时减少劳工供应和消费需求，降低经济增长，但对通胀影响相对中性；关税政策将抑制需求并提高供应链成本，带来滞胀效应；特朗普对美联储干预可能削弱货币政策公信力，增加中期通胀预期不稳定性。

美国通胀短期下降，中期可能面临特朗普政策带来扰动。今年一季度，通胀将进一步回落，因为同比基数较高、油价持续下跌和房租通胀补跌。根据历史经验，油价每下跌 10%，拉低 PCE 通胀约 0.35 个百分点。CPI 房租样本来自存量租房合同，且同一样本每隔 6 个月才更新一次，CPI 房租变化明显滞后于新租约价格变化，新租约价格涨幅已降至 3% 以下，CPI 中房租通胀仍接近 5% 有补跌空间。除房租和能源外的服务通胀与薪资涨幅密切相关，随着劳动力市场降温 and 薪资增速放缓，除房租和能源外服务通胀可能逐步下降。

特朗普政策可能增加中期内通胀前景不确定性。他的关税和减税政策可能增加 2026 年通胀压力。假设到 2025 年末美国对中国征收 30% 关税而对其他伙伴征收 10% 关税，考虑到美元升值对进口价格的传递效应和进口价格上涨对需求的抑制效应，关税政策可能推升 2026 年美国 PCE 通胀约 0.6 个百分点。

■ 美联储政策

由于美国经济好于预期和特朗普政策给中期通胀带来不确定性，美联储对进一步降息更加谨慎，美元利率下降空间明显缩小。12 月议息会议更分散的点阵图显示票委们对降息路径的分歧扩大。2025 年 PCE 与核心 PCE 预测中值从 2.1% 和 2.2% 均上升至 2.5%，失业率预测从 4.4% 下降至 4.3%，全年降息幅度预测中值从 100 个基点降至 50 个基点。联储对就业市场过度走弱的担忧下降，对通胀无法重回 2% 目标的担忧重新上升，对降息更加谨慎。2025 年美联储将轮换 4 名新票委，这些新票委近期整体发言均偏鹰派，表达了对通胀不确定性的担忧并强调需要更谨慎把握降息节奏。

我们预计联邦基金利率目标将从 2024 年底的 4.25%-4.5% 下降 50 个基点至 2025 年底的 3.75%-4.0%。美联储可能在 1 月暂停降息，3 月或 5 月降息 1 次 25 个基点，9 月再降息 1 次 25 个基点。随着一季度通胀回落，实际利率将进一步上升，高利率、强美元和高估值可能引发金融市场波动上升，美联储可能选择在 3 月或 5 月降息 1 次。随着通胀降至更低水平，三季度特朗普可能开启新一轮贸易战，或引发美国金融市场震荡，美联储可能在 9 月再降息 1 次，全年降息 2 次共 50 个基点。此外，当前每月 250 亿美元的国债和长期债券缩表计划可能在 2025 年三季度结束，因为银行准备金将从目前的过度充裕降至届时的合理水平。2025 年约有 6.7 万亿美元到期国债需要再融资，美联储需要保持充足流动性以防止货币市场发生混乱。

科技

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

| 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk

| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观：终端需求复苏延续，端侧 AI 创新落地提速。

展望 2025 年，考虑到全球经济温和复苏、手机/PC 需求持续回暖、通用/AI 服务器增长延续和端侧 AI 创新周期，我们预计 2025 年科技板块维持高景气度，建议布局两条主线：1) AI 终端：各大厂商将于 1 月 CES 展会密集发布 AI 新品，加上近期苹果 Apple Intelligence 加快升级，国内手机/平板/智能手表补贴政策推动下，以及端侧 AI 创新落地提速，有望驱动新一轮升级需求（手机/PC/穿戴/眼镜/智能家居/EV）；2) 服务器：受益 AI 算力需求扩张，服务器/网络新架构升级，GB200/300 新品需求强劲，进一步推动 ODM 和相关零部件需求增加（铜连接/液冷/电源）。整体来说，我们看好手机产业链（比亚迪电子/立讯/瑞声/鸿腾/舜宇）受益 Apple Intelligence 周期和国内补贴政策，MR 产业链（舜宇/丘钛）受益 AR 眼镜加速渗透，AI 服务器产业链（比亚迪电子/鸿腾精密/工业富联）受益通用服务器复苏和 GB200/300 新架构升级机会。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）、立讯精密（002475 CH，买入）和舜宇光学（2382 HK，买入）。建议关注国内补贴政策、Apple Intelligence 升级以及 GB200 服务器出货情况。

1) 智能手机/PC：AI 终端新品、消费旺季和以旧换新政策有望刺激国内需求

全球智能手机市场在经历 2023-24 年连续两年止跌回升后，我们认为 2025 年 AI 应用在手机端落地将成为驱动新一轮换机周期和功能创新的动力，全球智能手机市场有望持续温和复苏态势，我们预计 2025 年出货量将同比增长 3% 至 12.5 亿台，同时重点关注：1) 特朗普政府的关税政策，2) 中国对手机和其他消费电子的补贴政策。

展望 2025 年，我们看好苹果产业链，今年 iPhone16 初步加入 AI 功能，端侧模型持续升级，我们相信明年 iPhone17 有望迎来硬件规格和端侧 AI 功能大创新，在 2026 年我们预期苹果将推出折叠手机和智能眼镜，持续打造芯片、系统、硬件及 AI 模型生态的核心竞争力。

我们预计 2025 年苹果将发布 5 款 iPhone，加快打造 AI 硬件生态：iPhone SE 4、iPhone 17、iPhone 17 Air（替代 Plus）、iPhone 17 Pro 和 iPhone 17 Pro max。我们认为 Air 款机型将会是过去 10 年最大外观改款，SE 4 将有效替代 2022 年所发布的 SE 3 机型。出货量方面，我们认为 2025-26 年苹果硬件规格升级和端侧 AI 功能将推动出货量增长，在 2025 年发布 SE4、Slim 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。看好国内苹果产业链立讯精密、瑞声科技、鸿腾精密、舜宇光学和比亚迪电子等份额和价值量持续提升。

安卓链方面，全球出货量持续复苏，4Q24/2Q15 旗舰 AI 终端新品发布，小米和华为供应链最为受益，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。

在 PC 方面，2024 年上半年全球 PC 出货量出现短暂反弹，但由于下半年宏观因素需求转弱，我们预计 PC 零部件和 ODM 4Q24 出货量环比稳定，利润率方面，由于渠道库存健康和组件成本下降，我们看好 PC 品牌利润改善趋势。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（如美国降息、中国刺激政策、美国企业减税等），

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 平均销售价和利润率将有望上升。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：通用服务器持续复苏，关注 GB200/GB300 新架构升级机会

过去两年 AI 大模型呈现出参数量及训练数据量加大，迭代速度加快、多模态等趋势，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，AI 投入有望持续加大，我们预期北美 CSP 资本开支持续高增长，同时端侧模型拓展多种场景和终端，如智能手机、智能眼镜、PC 等，推动更多 AI 应用落地。另外，2024 年英伟达开始布局 GB200 机柜级解决方案，对 ODM 厂商提出更高要求，AI 服务器产业链蓄势待发，我们预计 2025 年 AI 硬件产业维持高景气度，ODM 和相关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，AI 货币化是 2026 年的关键看点。由于 4Q24 为产品过渡期，主要 CSP 客户放缓 H200 采购，为新产品周期做好准备，但从 12 月起 Blackwell 量产步入正轨，我们预计 GB200/HGX B200 服务器将从 1Q25 开始量产，AI 服务器出货量将恢复高速增长，我们预计 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。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 服务器产品和液冷零部件。

3) MR 产业链：AI 眼镜有望成为 AI 最佳载体，2025 年迎来发布高峰期。

自 2023 年 Ray-Ban Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后，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，逐步培育出了国内外硬件产品产业链，形成了一定的行业硬件产品方案定式，产业链各环节的合作模式逐步成熟，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：电动+智能化、自动驾驶、域控制成趋势，产业链盈利水平有望企稳

小米 SU7 今年交付达 13.5 万台，明年目标交付 30 万台，其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力，推出 Pilot Pro/ Pilot Max 两套智驾方案。年初至今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、英恒科技、京东方电子、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)：手机全球份额持续提升，国际化、高端化战略效果明显，小米手机新品销售有望超预期。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。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 车型将在 2025 年中发布，并给小米汽车业务带来新的成长动力。我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。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% CAGR 收入增长目标，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 2024 -25 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，近期并购昆山世硕和 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 tier 1 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，目前估值处于历史低位，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；在轮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 42% 增长，并于 2025 年再度增长 18% 至 2500 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、中际旭创的股价从年初至今已分别上涨 188%/97%/66%，截至 2024 年 12 月 5 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（AIGPU 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：中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）；其他受益标的包括：生益科技（600183 CH，买入，目标价：28.75 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：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）；韦尔股份（603501 CH，买入，目标价：130 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/763 HK，买入，目标价：32.86 元人民币/22.43 港元）；中国铁塔（788 HK，持有，目标价：0.95 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，较去年同期的 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。

- **推荐买入：**北方华创（002371 CH）、中际旭创（300308 CH）、生益科技（600183 CH）、华虹半导体（1347 HK）、韦尔股份（603501 CH）、中兴通讯（000063 CH/763 HK）。
- **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

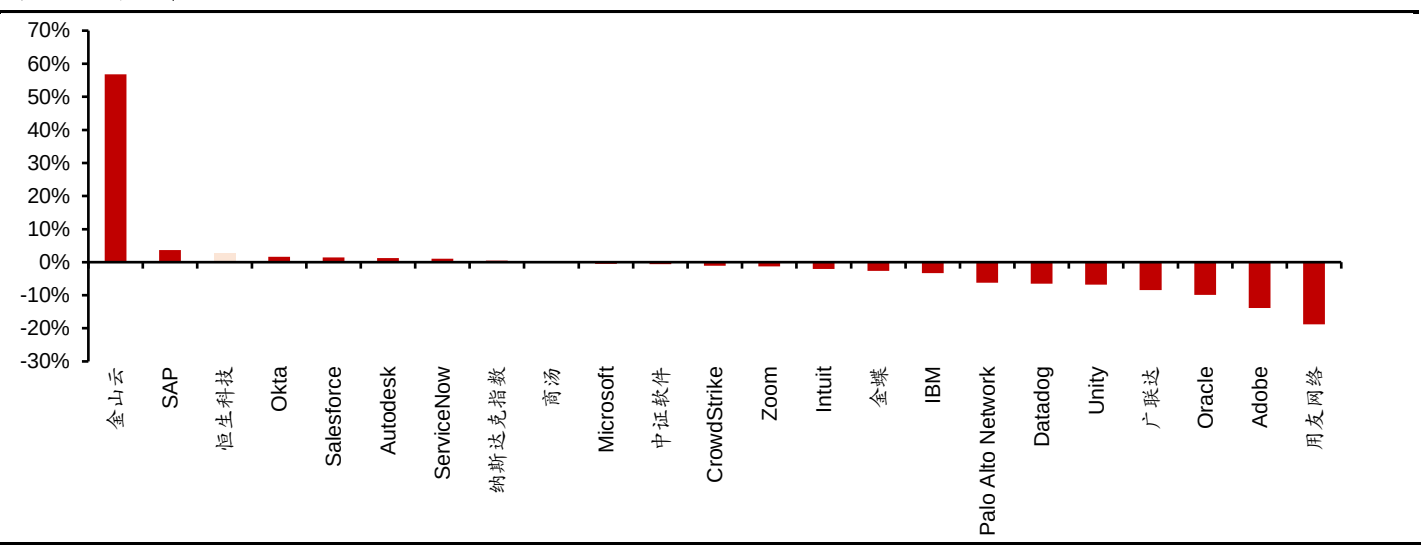
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

在经济周期错位背景下，中美软件板块 2024 年股价表现整体展现分化趋势，但 AI 相关的投资体量、短期对利润的影响及潜在的变现前景展望是两边市场的共同关注点。展望 2025 年，我们认为 AI 相关的投资主题从基本面的维度将延续从芯片到公有云、到基础设施软件、再到应用软件的受益传导路径，基础设施云板块关注供给限制逐步缓和下云业务增速的提升趋势及 AI 相关投资对利润率的影响情况，基础设施软件关注 AI 相关的营收的起量速度，应用软件关注 AI 相关应用的订阅收入带来的增量。大模型使用成本的持续优化支撑下，AI 应用生态的逐步繁荣或是未来几年软件板块的投资主线。推荐买入金蝶国际（268 HK）和 Salesforce（CRM US）。

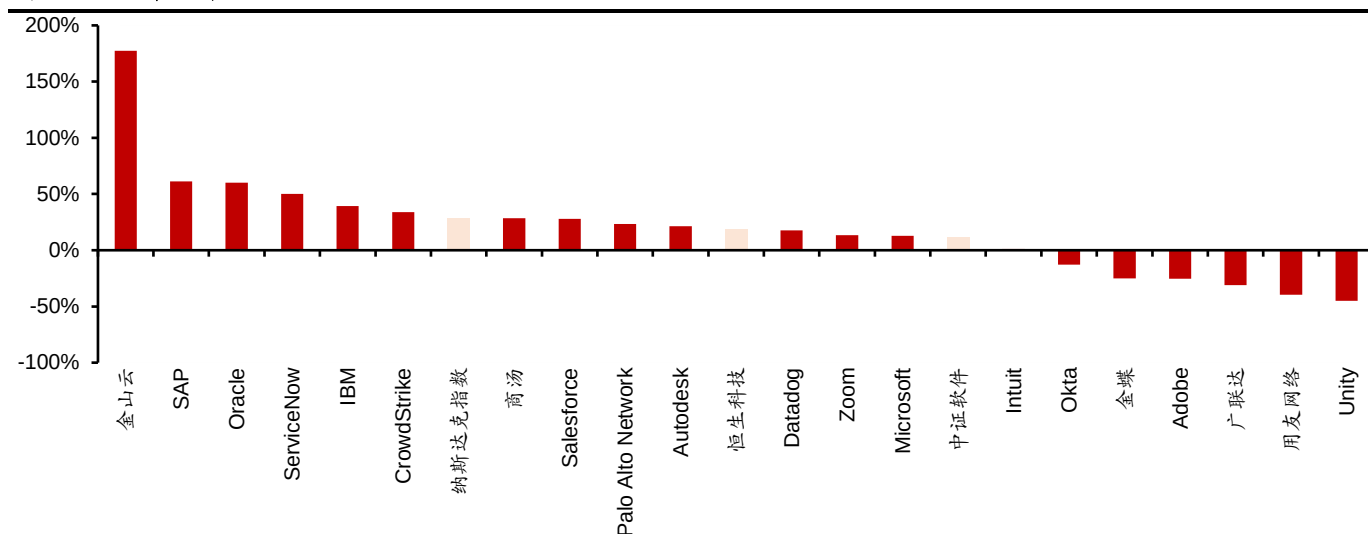
12 月恒生科技指数上涨 2.6%，纳指上涨 0.5%，金山云/Okta/Salesforce 涨幅领先，12 月分别上涨 57%/2%/1%。金山云 3Q24 业绩好于预期：3Q24 营收 18.9 亿元，同比增长 16%；经调整 EBITDA 1.85 亿元，利润率 9.8%（+12.6pp YoY；+6.6pp QoQ）。3Q24 来自小米和金山集团的收入占金山云总收入的比例达 20%。

图 2: 12 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 2024 年软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 公有云：供给受限仍部分影响营收起量，关注点逐步切换至营收与利润并重

2024 年中国基础设施云厂商逐步走出业务调整的影响，且伴随 AI GPU 云营收起量，营收增速整体呈现逐季回暖趋势。全年维度来看，伴随规模效应逐步显现、龙头厂商的云业务利润率均呈现稳中有升的趋势。海外基础设施云厂商亦受益于整体云开支优化进程结束及 AI GPU 云的增量营收贡献，营收增速整体展现逐季加速趋势，但部分厂商受制于供给短缺，云营收增速季度间出现小幅波动。展望 2025 年，GPU 云持续起量及公有云需求稳健增长仍有望支撑中美云行业的稳健增长，我们预测中国基础设施云厂商（阿里云/百度云/腾讯云）营收有望同比增长 12%，相较 2024 年的 8% 有所加速；而美国基础设施云厂商（AWS/谷歌云/微软智能云）营收将同比增长 21%，相较 2024 年的增速维持基本稳定。此外，市场正在从仅关注 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。

■ 大模型使用成本持续降低或有望助推 AI 应用生态逐步繁荣

得益于算法及硬件优化、模型训练和推理效率提升、以及用户量增加带来的规模效应，大模型厂商的模型使用成本持续下降。我们认为模型调用成本的优化将助推 AI 应用生态逐步繁荣，而在中长期也有望反哺大模型厂商模型的持续迭代，行业龙头玩家的市占有望稳步提升。大模型的应用方面，AI 云、智能体、AI 编程、AI 驱动下广告效果优化等领域为目前大模型变现的主要途径。展望 2025 年，随着模型迭代以及 AI 应用场景进一步覆盖，我们看好 AI 应用为 SaaS 厂商进一步贡献收入增量。

■ 海外软件：客户数字化支出仍然谨慎，关注生成式 AI 进展

美国软件行业中，降息预期交易助推近期板块估值高位抬升，在估值已经较为充分地反映市场乐观情绪的情况下，基本面能否维持超预期的表现以及生成式 AI 的相关进展或为估值波动中枢的关键支撑因素。Salesforce 3QFY25 业绩总收入同比增长 8% 至 94.4 亿美元，非 GAAP 净利润同比增长 12% 至 23.2 亿美元。3QFY25 cRPO 同比增长 10%，好于公司指引（同比增长 9%），主要得益于部分客户提前续订，良好的新签订单表现以及 Agentforce 的强劲势头。基于 Agentforce 和 Einstein，Salesforce 目前已是全球最大的企业 AI 解决方案提供商之一，Einstein 平台一周处理约 2 万亿 AI 相关请求。我们预计 Salesforce 将持续从 AI 应用发展中受益。

■ 推荐买入金蝶国际（268 HK）、Salesforce（CRM US）

金蝶 (268 HK) : 金蝶 1H24 收入同比增长 11.9% (1H23: +16.8%) 至 28.7 亿元人民币, 比彭博一致预期低 2%, 我们认为这可归因于交易周期延长和宏观经济逆风 (特别是小微型企业, 其相关收入同比增长在 2024 年上半年放缓至 9%, 而 2023 年上半年为 19%), 而净亏损为 2.18 亿元人民币, 同比减少 23%, 较彭博一致预期窄 20%, 这体现了金蝶在提高运营效率方面的决心。核心 SaaS 产品金蝶星空云的 ARR 增长势头保持健康, 1H24 订阅 ARR 同比增长 24% (1H23: 同比增长 29%)。同时, 大型企业收入同比增长 38.9% (1H23: +38.4%) 依然稳固。尽管我们仍预计需求恢复需要时间 (特别是针对小微型企业而言), 我们预计 2024 年业绩将有望在 2H24 部分堆积释放, 主因在手合同价值的健康增长和交易周期有所延长推动。我们的目标价为每股 10.8 港元, 基于 2024 年预期的 4.4 倍 EV/Sales, 与一年平均水平一致。

Salesforce (CRM US) : Salesforce 3QFY25 总收入同比增长 8% 至 94.4 亿美元, 非 GAAP 净利润同比增长 12% 至 23.2 亿美元。3QFY25 cRPO 同比增长 10%, 好于公司指引 (同比增长 9%), 主要得益于部分客户提前续订, 良好的新签订单表现以及 Agentforce 的强劲势头。展望 4QFY25E, 公司预计总收入同比增长 7-9% 至 99-101 亿美元。公司略微上调了 FY25 非 GAAP 营业利润率预期至 32.9% (前值: 32.8%)。基于 Agentforce 和 Einstein, Salesforce 目前已是全球最大的企业 AI 解决方案提供商之一, Einstein 平台一周处理约 2 万亿 AI 相关请求。我们预计 Salesforce 将持续从 AI 应用发展中受益, 我们的目标价为 410 美元, 基于 24 倍 FY25 EV/EBITDA。维持“买入”评级。

■ **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

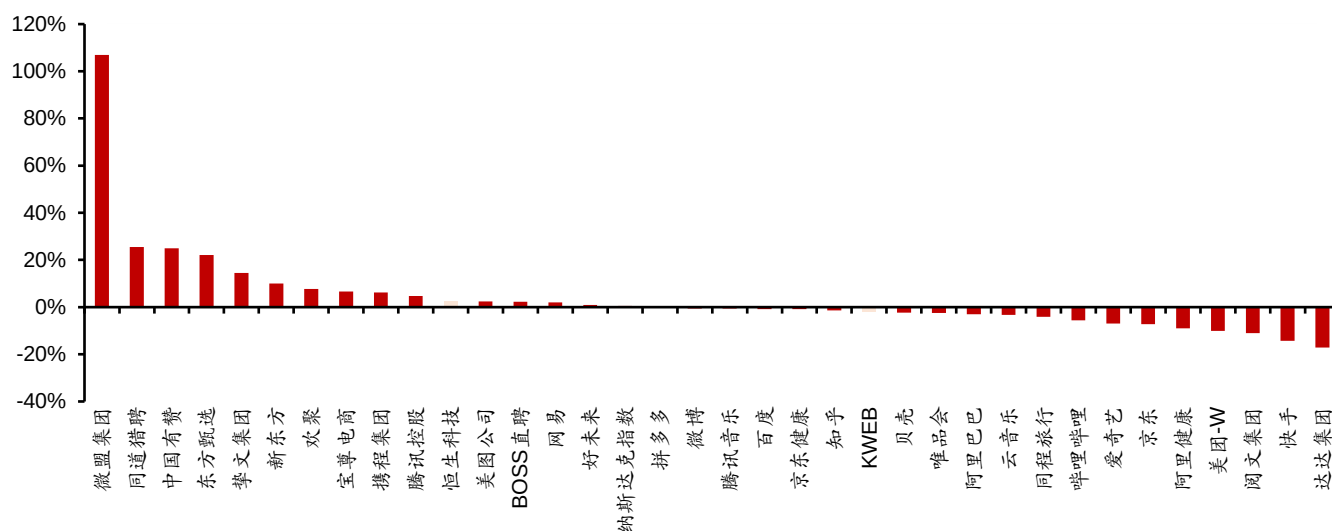
■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 12 月，业绩真空期时段，受益于事件性主题催化的公司跑赢行业。展望 2025，增量实质性促消费政策的出台或仍是板块估值结构性提升的关键驱动因素，而在此之前板块或维持震荡，股东回报水平、盈利增速及确定性或为估值的关键支撑。我们建议关注三条主线：1) 成熟业务的护城河及新发展空间，或有望驱动业绩及估值的双升：如受益新游发布的游戏板块、核心业务仍有进一步线上渗透空间的本地生活、AI 技术赋能下广告效果提升及 GPU 云业务带来新增量的广告和云、变现率有提升空间且有望受益于增量促消费政策的电商；建议关注腾讯（700 HK，买入）、网易（NTES US，买入）、阿里巴巴（BABA US，买入）、美团（3690 HK，买入）；2) 盈利快速增长已较为充分被预期、但估值或有望进一步修复带来投资机会的板块：如 OTA、短视频、教育，建议关注携程（TCOM US，买入）、快手（1024 HK，买入）、新东方（EDU US，买入）；3) 出海有望在中长期带来盈利和估值增量的板块，如电商、OTA。

当前互联网板块整体估值对应 15x 2025E non-GAAP P/E，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，我们预测互联网行业 2025 年 non-GAAP 净利润平均增速有望达 16%，对应 2025E PEG 为 0.9x。

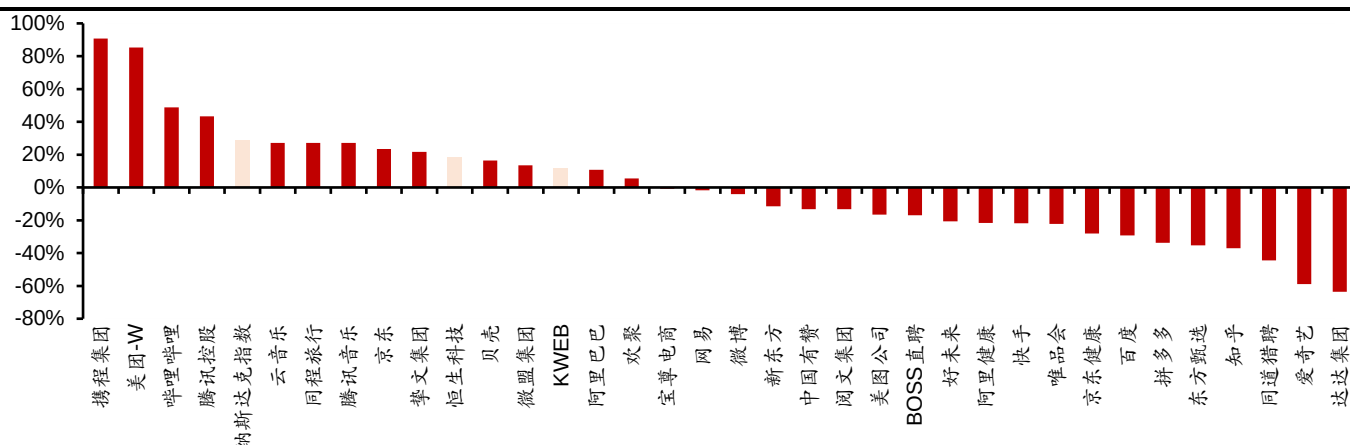
12 月恒生科技指数上涨 3%，KWEB 指数下跌 2%，微盟/同道猎聘/有赞涨幅领先，12 月分别上涨 107/25/25%。12 月 19 日微信小店宣布开启“送礼物”功能的灰度测试，除珠宝、教育培训两大类目外，其他类目下原价小于 1 万元的商品，都将默认支持“送礼物”功能，商品详情页会公开展示“支持送礼物”入口。微盟/有赞作为微信小程序头部服务商，已率先将小程序接入微信小店，支持商家深度参与微信电商生态，有望受益于“送礼物”及微信电商生态发展，市场情绪催化下公司股价涨幅领先。

图 4: 12 月互联网板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 5: 2024 年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: 关注 1 月重点新游表现

2024 年中国游戏市场收入同比增长 7.5% 至 3258 亿元 (据伽马数据), 得益于《地下城与勇士: 起源》等多款新游贡献、长青游戏的稳定表现以及小游戏的强劲增长。展望 1 月, 我们建议关注网易重点游戏《燕云十六声》移动端上线表现, 《燕云十六声》端游 12 月 27 日上线后表现基本符合预期, 上线后 5 日内用户数超 300 万, 同时手游定档 1 月 9 日上线, 上线后短期内有望在 iOS 畅销榜排名前列, 带来增量股价催化。展望 2025 年, 我们预计 2025 年中国游戏市场维持约 5% 的平稳增长, 竞争仍然激烈, 行业收入增量将主要集中在少数新品。当前行业环境下我们建议从游戏产品出发, 自下而上精选个股, 关注 2025 年具备优质游戏产品储备的腾讯、网易。我们预计腾讯 FY25 游戏收入同比增长 8%, 增量主要来自于 DnF 手游的全年贡献以及海外游戏收入的增长; 我们预计网易 FY25 游戏及其他增值服务收入同比增长 7%, 增量主要来自于《燕云十六声》《漫威争锋》等新游、暴雪游戏回归以及《永劫无间》手游的全年贡献。

■ 电商: 直播电商竞争边际趋缓, 期待促消费政策带来增量

2024 年电商板块整体受到消费情绪偏弱的影响, 直播电商在流量增长放缓的情况下给传统平台电商带来的竞争呈现边际缓和趋势。4Q24 电商行业整体虽受益于“国补”增量, 但从目前数据来看, 10 月伴随双十一大促前置及国补需求前置释放后 11 月整体网上零售额增长已经较为温和。往前看, 补贴周期具体延长的时间、及品类范围扩展的程度或仍为 2025 年行业能否重拾较强增长趋势的关注重点。

据国家统计局数据, 单 11 月份社会消费品零售总额同比增长 3.0%, 弱于 Wind 一致预期的 5.3%。11M24 实物商品网上零售额为 11.8 万亿人民币, 同比增长 6.8% (10M24: 8.3%; 11M23: 8.3%), 据数据测算单 11 月份实物商品网上零售额增速-2.7% (2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月/10 月: 14.4/6.8/9.6/12.9/-1.4/8.1/4.1/6.4/11.3%; 10-11 月合计为+3.3%), 增速环比回落或因双十一虹吸效应致使部分网络销售额前置至 10 月, 且家电依旧换新刺激下部分销售额向线下市场倾斜; 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 26.7%, 同比下降 0.8pp。

2H24, 在注重 ROI 的指引下, 整体电商行业竞争格局虽未见明显恶化, 但电商平台均在不同方向重新增加投入以增强长期竞争力 (如京东补齐服饰品类短板、阿里巴巴持续投资于核心用户群体体验提升、拼多多投资于优化商户运营成本及平台生态优化), 利润端或也不应有过高期待。股价区间震荡过程中较高的股东回报水平仍是估值的关键支撑。展望 2025, 实质性的增量促消费政策出台、及美国加征关税等不确定性进一步明晰, 或为行业估值进

一步上行的关键支撑因素。基于目前的能见度，我们预测基准情形下 2025 实物商品网上零售额将同比增长 7.1%（对比目前社会消费品零售总额的 Wind 一致预期增速为 5.1%）。

短期视角下，京东因带电品类 GMV 占比较同业更大、且具备供应链优势，有望在国补中受益更多，但中期视角下仍建议关注市场预期重回理性后变现率有望结构性提升、且具备稳定股东回报水平的阿里巴巴，及估值与电商同业回到相同区间，但营收、利润增速有望显著高于同业的拼多多。

■ 在线广告：消费情绪疲软造成短期压力，关注 AI/微短剧/小游戏带来增量变化

短期看，24 年 11 月社会消费品零售额同比增长 3%，增速放缓，消费情绪较弱，对广告行业整体基本面及估值修复造成短期压力，预计 1 月在线广告行业整体表现较为稳定。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 17%，视频号广告加载率仍有提升空间、AI 持续提升广告 ROI 及单价、小游戏/微短剧驱动小程序广告收入增长；2) 我们预计哔哩哔哩 FY25 广告收入同比增长 17%，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、网易、阿里巴巴、美团、携程、快手

- 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，良好的现金流水平支撑可观股东回报。展望 2025 年，重点关注：1) 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；2) 营销业务收入有望维持快于行业增长，持续获取市场份额，主要受益于微信生态内新的广告形式贡献增量以及 AI 提升广告 ROI。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 14x FY25 Non-IFRS PE（剔除战略投资对应 12x PE），考虑腾讯稳固的竞争优势、较高的盈利增长确定性以及持续的股东回报，公司仍然是我们行业首选之一。
- 2) **网易 (NTES US)**：新产品驱动下，我们看好网易基本面以及估值在 2025 年呈现改善趋势，3Q24 相对较弱的业绩以及当前较低的估值（12x FY25E PE，对比 2 年平均 15x PE）已经反映投资者悲观预期。展望 1 月，《燕云十六声》端游表现基本符合预期，手游预计 1 月 9 日上线，有望成为短期主要催化。在新游戏上线、暴雪游戏回归、相对较低的基数效应下，我们看好网易 FY25 游戏收入重新加速增长，而游戏业务收入增速的恢复也有望支持估值的修复。我们预计 FY25 公司总收入/运营利润同比增长 7/13%，基于 SOTP 的目标价为 125.5 美元。
- 3) **阿里巴巴 (BABA US)**：我们看好 2025 阿里巴巴的股价增长前景，主因：1) 在目前宏观较弱已经计入预期且消费或不会边际更弱的基准情形下，阿里巴巴股东回报水平（每年减少 3% 流通股的指引+分红）相较 8x FY26E PE 估值具备吸引力，且近期持续出售非核心业务回笼资金为提升股东回报水平带来进一步支撑；2) 淘天集团增量技术服务费收取自 4Q24 起将带来全季度积极影响，且全站推广持续渗透有望带来增量变现；3) 增量消费刺激政策出台及金融科技相关监管进一步更新或有望助推估值重估。我们认为，阿里巴巴在朝着实现其既定的发展目标上维持正轨，包括 2H FY25 CMR 和 GMV 增速一致、云业务收入实现两位数同比增长、且 FY25 AIDC 的单位经济效益 (UE) 改善，非核心业务有望在 1 至 2 年内实现盈亏平衡。基准情形下，我们预测在增量技术

服务费收入、全站推带来增量变现支撑下，FY26E 阿里巴巴营收/调整后 EBITA 增速有望提升至 8%/14% (FY25E: 5/6%)。我们基于 SOTP 的目标价为 132.2 美元，对应 13x FY26E PE。

- 4) **美团 (3690 HK)**：我们认为整体本地生活板块竞争格局或有望在 2025 年维持稳定，美团外卖板块的运营重点除持续丰富平台供给驱动核心用户频次提升以外，高质量用户的多元化变现（如向即时零售导流及向本地生活板块导流提升会员在全平台的 ARPU 等）或值得关注。到店板块中 GTV 增长或仍是盈利增长的主要驱动因素，主要关注低线城市的持续渗透及通过新形式（如特价团）满足核心品类多元化的消费需求及推动更多的新品类渗透。平台运营更加一体化的视角下，我们建议投资人更关注本地生活业务整体的经营利润增长趋势，而非单个板块的利润率水平。我们预测美团核心本地商业板块将实现 2023-2025E 24% 的经营利润 CAGR，维持对美团的“买入”推荐。外卖业务补贴优化及到店板块低线城市渗透持续或有望支撑盈利增长能见度至少维持至 2Q25。
- 5) **携程 (TCOM US)**：携程国内游及出境游业务有望维持稳健营收增长，且借助其一站式平台、强大的移动端体验、优秀的客户服务能力和不断强化的供应链能力，携程有能力开拓在其他在线渗透率仍较低的国际市场，助力长期营收和盈利增长。公司目前交易现价对应 20.0x 2025E PE，2023-2025E 经营利润 CAGR 有望达到 19%。具备韧性的旅游需求支撑下，公司股价或仍有进一步增长空间。我们基于 DCF 的目标价为 71.0 美元/ADS，对应 20.7x 2025 年预期市盈率（non-GAAP）。
- 6) **快手 (1024 HK)**：尽管电商 GMV 增长放缓，但我们仍预计公司核心商业收入（广告+电商）维持快于行业的增长（FY24-26 收入 CAGR 16%），叠加高毛利率业务收入占比提升，我们预计公司 24-26 年调整后净利润 CAGR 达到 41%，公司当前仅对应 8x FY25E PE，具备较高吸引力。
- **风险提示**：宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，地缘政治风险加剧。

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

受到宏观环境的影响，医保基金收承压，基金监管趋严，预计下半年整体国内医疗需求偏弱。然而，受益于国内整体经济刺激政策，我们预计医保基金收支状况有望改善，医疗设备招标采购有望复苏。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块和 CXO 板块估值反弹。龙头 CXO 公司估值吸引，基本面稳健，估值修复空间大。我们看好龙头 CXO、龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值具吸引力的消费医疗企业。

■ 推荐标的

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

1) 药明康德：目前 Biosecure Act 立法基本失败。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；欧洲成本高。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。

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) 和 BGB-16673 (BTK CDAC) 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) 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。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。

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。据众成医械统计，24 年 4 季度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) 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。608 (IL-17) 已经于 24 年 11 月报产，613 (IL-1β) 用于急性痛风关节炎和 611

(IL-4R) 用于成人特异性皮炎的 III 期临床试验正在进行，预计分别于 2025 年和 2026 年报产。

7) **科伦博泰**：SKB264 在中国获批上市，预计 25 年销售目标 8-10 亿元。默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程，目前已经启动了超过 10 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 - 情绪价值类消费引领市场

啤酒方面，4Q 消费信心依然不足，行业高端化进程受阻，ASP 下跌趋势延续但是跌幅环比略有收窄，产品组合基本维持，中端占比增大，主要由于：1) 高端品类销售依赖餐饮渠道，难以得到有效驱动；2) 中端品类库存逐步出清，提价放缓。我们认为，行业高端化进程 2.0 之下，酒企业绩表现或进一步出现阶段性分化。

从超高端产品为主的百威亚太 (1876 HK) 来看，尽管 3Q 韩国地区 ASP 及市占稳步提升，中国区的销量/吨价有机增速为同比-14.2%/-2.1% (vs.2Q 录得-10.3%/-5%)，继续拖累公司整体业绩。管理层表示，4Q 以来还未看到中国市场受政策刺激带来的明显需求提升。11 月起进入韩国市场 ASP 高基数区间，部分销售增长驱动力走弱。公司整体 3Q EBITDA 利润率同比-12.3 ppt (2Q 为-0.1 ppt)，当前市场环境下百威的营运杠杆或难以令全年利润得到支持。从产品矩阵相对均衡的青岛啤酒 (168 HK) 来看，整体销量/吨价分别同比-5.1%/-0.2%，其中中高端/大众品类的销量分别同比-4.7%/-5.4%，销量贡献占比与去年同期基本一致，高端化趋势暂缓。为配合新推出的奥古特 A3 和 A6 的餐饮渠道营销，叠加线下动销去库存，以及较往年更频繁的体育赛事等因素影响，青啤 3Q 销售投入同比+14%至 12.5 亿元，销售费用率+2.4 ppt 至 14.1%。有渠道反馈青啤目前在部分地区的存货周转天数约为 10 天，较去年的 15-20 天有明显改善。我们认为，在低基数以及库存出清接近尾声的效应下青啤有望在 4Q 实现终端的平稳过渡。

展望 2025 年，市场或将继续面临消费紧缩的压力。润啤管理层表示，计划根据市场需求灵活调整策略，以期在经济环境良好的情况下实现双位数的销量增长；而在一般经济环境下，则目标设定为单位数的增长。未来，市场竞争格局将主要表现为存量乃至缩量的竞争，各品牌之间的市场份额将呈现此消彼长的关系。中期来看，青啤中端品牌受众较广，该品类仍蕴藏驱动行业规模增长的巨大潜力。华润啤酒 (291 HK) 方面，ASP 处于 CR5 的底部，在喜力铺货率持续提升的拉动下有望实现高端化进程的延续。在喜力 3Q 的业绩会上，管理层透露品牌在中国区销量增长两成以上。伴随着中国啤酒金字塔架构向纺锤式架构升级发展，中高端板块占比将在消费复苏的带动下提升。

水饮方面，消费者心智培养下，包装水消费规模整体保持稳健，假期出行依旧为水饮及茶饮销量提供支持。2024 年夏天以来，水企间的包装水价格战猛烈，怡宝对于价格把握相对严格，娃哈哈各渠道及地域的定价相近，而农夫山泉 (9633 HK) 主导价格战，定价波动相对较大，叠加绿瓶水对于自身红瓶水有替代性效应，经销商端受影响较大。尽管娃哈哈在舆论导向下曾一度在去年中录得市占率翻倍，但是对于终端控制权相对较弱，且经销商毛利偏低，市占并不稳固，我们预计水饮市场长期双寡头竞争格局保持不变。短期内大品牌降价导致水饮品牌间虹吸效应延续，龙头渗透率持续提升，随着农夫长期推动绿瓶水，其地位将进一步稳固。长期来看，随着消费复苏，瓶装水市场有望再次迎来升级，包装水的整体消费规模预计将保持稳健增长，水饮板块的利润率有望逐步回升至正常水平。茶饮方面，无糖茶饮的市场地位日益稳固，主要得益于其在当前注重健康的消费趋势下，凭借“健康化”和“无糖化”的核心理念受到广泛追捧。作为一款兼具多种饮料优势的产品，无糖茶饮融合了能量饮料（提神抗疲劳）、碳酸饮料（轻度刺激感）和咖啡（加速功能与成瘾性）的特点，无糖茶饮完美地扮演着“水替”的角色。我们预计东方树叶作为无糖茶领军品牌将在 25 年内延续高增长，并为农夫山泉提供利润端支持。

休闲食品方面，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 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 1000-2000 万的市场反馈，魔芋类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，规模效应下，全年净利率稳定在 17-20% 的可见度较高。展望年末旺季，得益于终端市场铺货率持续提升和新渠道的进一步发展，线上年货节将助力宣传新口味和品类，我们预计，传统渠道和量贩渠道将会在春节前旺季同时有明显起量。

■ 美妆护肤 - 伴随细分市场成熟，内卷趋于加剧

国家统计局数据显示，11M24 化妆品类零售总额同比-1.3%，对比 10M24 的+3.0%有所放缓，主要系双十一周期前置导致。

据魔镜 11M24 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-3%/-20%/+75%；国际品牌雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜分别录得-30%/-27%/+9%。同期，抖音平台而言，国货品牌珀莱雅、薇诺娜、韩束 GMV 分别录得同比+80%/+22%/+114%；国际品牌雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜分别录得+19%/+13%/+39%。

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 11M24 市占率为 4.0%/1.7%/0.6%，分别较 2023 年全年+0.5/-0.1/+0.3 ppt；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%，对比 2023 年分别变化-0.4/-0.3/+0.4 ppt。抖音平台上，白牌持续出清，国货品牌珀莱雅、薇诺娜、韩束的 11M24 市占率分别达到 2.8%/0.9%/5.0%，分别较 2023 年全年+1.3/+0.2/+2.5 ppt；国际品牌的雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜市占率录得 0.4%/1.0%/1.3%，较 2023 年全年变化+0.1/+0.2/+0.4 ppt。

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

我们认为，符合情绪引领的高质消费仍是市场的核心驱动力。我们持续推荐盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费中，我们维持对珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级；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。

■ **风险提示：**原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策落地不及预期、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（下调至同步大市）

12 月消费数据仍然较差，只有个别行业对比 11 月份稍有好转，宏观压力持续，还有天气较暖的干扰，或抵销春节提前的利好。分行业来看，体育用品和家电行业均符合预期，而服装、餐饮、旅游-酒店行业表现低于预期。展望 1 月和 1 季度，因为基数降低，我们预计增速或有边际好转，不过预期空间较少。另外品牌间的表现也越来越分化，明显看到大品牌的策略和优势开始奏效。我们推荐安踏（2020 HK，买入）、江南布衣（3306 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）、海尔智家（6690 HK/600690 CH，买入）等等。相关公司包括：波司登（3998 HK，买入）、Amer sports（AS US，未评级）、美的（000300 CH/ 0300 HK，买入）、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）

10 月行业零售流水增长不俗，但 11 月有很大回调，12 月表现一般，符合悲观的预期。12 月线上和线下都较 11 月改善，但线上增长仍然比线下要好得多。一方面天气较暖，影响销售，但另一方面农历春节提前，略有有利，这两个因素互相抵销。但整体来说，需求仍然一般，库存略高，所以零售折扣同比有所加深（较好的品牌持平，其他加深较多）。分品牌来说，户外运动像 Amer 下的 Arc'teryx、Descente、Kolon 和小众品牌像 On 和 Hoka 表现出色，Adidas、特步、FILA 表现亦不错，安踏和 361 度一般，Nike 和李宁较差。展望 1 月和一季度，我们预计 1 月因春节提前，表现或较好，但一季度或只是平稳，略有增长，因为整体需求仍偏弱，以及各大品牌新产品推出的步伐较慢，广告投放较少等等。

目前比较推荐安踏（2020 HK，买入），原因是：1）受惠于户外行业的快速增长，Descente/ Kolon/ Amer 的帮助，2）Anta 品牌改革，如通过不同店型来拓展客群，3）FILA 品牌加大功能性和鞋类产品来拉动增长。

■ 服装行业（维持看好）

10 月行业增长很好，11 月因为天气较热，表现很弱，但 12 月只是略有改善，所以仍略低于我们的预期。线下销售仍然很弱，客流和转化率都不高，很多品牌仍然只能在线上发力。从零售折扣看，同比去年比较平稳，有些品牌在收窄，有些反而在加深。整体看品牌的表现非常分化，只有产品较为创新、门店形象有升级、营销更有创意、以及在抖音渠道更有优势的品牌，才能表现更好。另外，女装表现比男装和童装更好。对于 1 月和一季度的展望，我们较为保守，只能寄望天气改善和政府政策的发力。

目前比较推荐江南布衣（3306 HK，买入），原因是：1）他们在品牌力和产品力方面持续升级，以及 2）在抖音渠道增长较快。

■ 餐饮行业（维持看好）

同店增长来说，10 月表现比较好，但到了 11 月和 12 月，略有转差，餐厅和茶饮品牌估计都有高单位数/双位数的下滑。在基数已经较低的情况下，该等表现差于预期，而且从复苏率的角度来说，仍然在持续恶化。从品牌看，瑞幸咖啡、百胜中国以及海底捞的表现会较好，同店销售下滑应该都只有单位数。不过从折扣力度来说，的确有些收窄，加上原材料成本压力不高，毛利率有望环比改善，加上各种经营成本控制，效率提升，下半年的利润

率不一定比上半年差。展望 1 月和一季度，我们预计同店销售仍然受压，但在旺季之后，会出现更多的淘汰和关店，而同店销售有望在低基数的情况下逐渐转正。假若政府推出更多消费刺激政策，相信对行业的利好会快速而且明显。我们看好在产品研发和创新（来吸引客流和拓展客户）以及成本优化效率提升等方面有优势的品牌。

我们比较推荐瑞幸咖啡（LKNCY US，买入），原因是：1）公司在成本端有绝对领先的优势，而且未来通过规模效应、供应链投资和升级、员工工时和效率的优化，还可以更低，不论是毛利率还是经营利润率都有提升空间；2）未来的同店销售，通过产品推出、减少折扣等等，可能重拾增长，3）开店仍然快速，同时也在拓展海外市场。另外也推荐百胜中国（9987 HK/YUMC US，买入）。

■ 旅游 - 酒店行业（下调至中性）

10 月的行业平均 RevPAR 大概有单位数的下跌，目前看来，11 月和 12 月下跌幅度相若，但因为基数较低，从复苏率来说，是在转差的，所以表现略为低于预期。OCC 的表现较为平稳，下跌主要来自 ADR 的下降。按级别来说，经济型酒店表现较好，奢侈型到中高端表现较差。展望 1 月和一季度，我们预计行业的压力仍然存在，因为上半年基数较高，假若没有更多的政策帮助，宏观形势应该会较弱，另外新酒店的供应增长仍然较快，预计需要更长时间来消化，最后就是海外旅游的分流，短时间内仍然存在（特别是更多地区，如日本和香港，都放松了签证和入境政策）。我们预计商务和休闲旅游在 2025 年都会有机会改善，但相信休闲旅游表现仍然会好于商务旅游。

我们较为推荐亚朵酒店（ATAT US，买入），原因是：1）开店增长快，可以更快地获得市场份额，2）性价比高，能够承接商务旅客消费降级的需求，3）零售业务增长强劲，虽然估值目前相对较贵。

■ 家电行业（下调至中性）

我们对一季度展望仍然乐观，下调原因只是因为对 2025 整年看法较为悲观。虽然国家以旧换新的补贴仍然存在，但因为多个省份的额度已经用尽，以及各大品牌都为 2025 年留力，所以 12 月的行业增长都要慢于 11 月和 10 月，但整体来说还是符合预期。分渠道来说，线下增长持续改善，线上增长稍为放慢，空调增长仍然较快，然后是冰箱，最后是洗衣机。而延续补贴时期的趋势，中高端产品和品牌表现仍然较好，行业平均单价继续上升。展望 1 月，因为春节的关系，1 月份促销力度会加大，终端销售会较好，但生产端因为休假，所以增长较慢。但进入 2 月和 3 月，以及整个一季度来说，我们预计行业表现还会不俗，因为四季度库存较低，行业有补库存的需要，另外国家仍然会给予补贴，比去年仍有助力。目前额度仍然不明，但我们预计上半年有望最少维持去年下半年 1500 亿的水平，不过因为补贴范围亦再扩大（在某些省份，也包括了家装家居产品，其他 3C 电子产品，以及小家电等等），所以对大家电的提振，有可能被摊薄。出口方面，虽然已经开始进入高基数，但 11 月和 12 月仍然保持强劲，除了欧美市场补库存，受惠于业务拓展强化，亚洲和新兴市场的增长也很好，预计一季度仍然不俗。对于小家电，我们看法较为谨慎和保守，主要是因为贸易战的风险。

我们目前较为推荐海尔智家（6690 HK/600690 CH，买入），原因是：1）最近在降息后，美国房屋需求有所改善，2）欧洲市场改革和本土化后，销售增长和利润率都有提升，3）东南亚销售增长迅速，4）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。

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

汽车

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

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

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

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

尽管面临更多挑战，2025 新车销售仍具韧性。我们估算今年的以旧换新政策透支了约 150 万台的需求，导致我们预期 2025 年中国乘用车零售销量将同比下滑 2% 到 2,308 万辆。我们预期在海外销量提升及补库存的助力下，2025 年中国乘用车批发销量将同比上升 3.8%。我们评估了自主品牌在全球 60 个主要国家的渗透率及发展潜力，预计海外销量在 5 年左右的中期维度潜在规模约为每年 700 万辆（今年自主品牌约 400 万台）。我们预计 2025 年中国乘用车出口将提升至 550 万（其中自主品牌 465 万台），同比增长 10%，低于 2024 年的 21%，主要出于对地缘政治风险的担忧。

自主品牌新车型继续领先，插混车型市占率进一步提升。我们预计 2025 年中国新能源车零售和批发销量均同比增长 22% 到 1,335 万辆和 1,490 万辆。欧洲由于碳排放标准收紧，2025 年新能源车的销量或超预期。2025 年，自主品牌的新车数量将数倍于外资品牌，我们预期自主品牌 2025 年在新能源车和燃油车市场的市占率都将进一步提升。2025 年，新能源车型将占据 84% 的新车数量，更多的增程、更大尺寸且具有性价比的车型将上市。我们预期 2025 年自主品牌批发销量的市占率将达到 70%，插混（含增程）在新能源市场的批发市占率将达到 45%。

12 月新能源车销量更新：11 家中国车企元旦公布了 12 月新能源车销量，合计销量同比增长 54%，环比增长 5%，其中 9 家车企的销量创历史新高。理想汽车（LI US/2015 HK，买入）和蔚来（NIO US，持有）12 月销量符合预期，小鹏（XPEV US/9868 HK，买入）超预期；比亚迪（1211 HK/002594 CH，买入）、长城（1211 HK/601633 CH，买入）、深蓝、零跑（9863 HK，买入）、极氪（ZK US，未评级）和小米（1810 HK，买入）的新能源车销量均创下历史新高。我们预计 12 月行业整体新能源乘用车零售销量将环比增长 13% 至约 140 万台，新能源市占率收窄至 47%。我们估计 2024 年全年新能源车零售销量将同比增长 49% 至约 1,090 万台（市占率 46%），2025 年有望继续增长 23% 至 1,335 万台（市占率 58%）。我们预测特斯拉 12 月在中国的销量有望环比增长 16% 至 8.6 万台，创历史新高，全年销量或同比增长 9% 至约 67 万台。

■ 投资建议

我们认为 2024 年是中国新能源车行业走向成熟的一年，尤其当我们看到四线及以下城市的新能源市占率已经达到 38%，且新能源车的价格带分布已几乎与燃油车一致。2025 年新能源车或将在大部分价格带及车型级别上占据主流地位，这意味着另辟蹊径的差异化打法将越来越难，而性价比和品牌力将成为关键。销量前 20 的新能源车型所属品牌从 2023 年的 7 个降到 2024 年前 10 个月的 5 个，而性价比更要求车企的技术能力和规模效应。这也意味着留给落后品牌追赶的时间已然不多，2025 或将开始看到行业整合迹象。同时，我们认为投资者在 2025 年将更加关注企业的盈利能力，对亏损的容忍度进一步降低。

推荐标的：新车成为爆款的可能性以及盈利能力的改善是我们选股的关键指标。整车厂中我们首选吉利汽车（175 HK，买入）和小鹏汽车（XPEV US/9868 HK，买入），因为我们相信这两个车企已经从最近推出的车型中找到了成功的关键点，我们对其后续车型成为爆款的信心进一步增强。汽车服务板块，我们推荐途虎（9690 HK，买入），因其更受益于目前的消费降级，是较好的防御性标的。

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：12月单月，重点开发商合同销售额环比增20%，同比增2%，其中表现较好的华发、中海、华润置地、越秀分别同比增231%、76%、52%、47%；头部企业中保利发展、万科、建发表现较弱，录得同比-34%、-33%、-32%。2024年全年，重点开发商销售额同比-29%，较23年-16%显著扩大。除去中海同比录得+0.3%以外，我们跟踪的其余开发商均录得负增速。其中绿城中国、华润置地、华发、越秀等降幅小于20%，分别录得-13%、-15%、-16%、-19%。

从网签数据观察，截止12月31日，30城新房全年成交面积同比-23%，较23年同比-8%明显扩大，与开发商数据吻合。其中深圳表现最优，录得同比+4%，广州、苏州、北京次之，录得同比-5%、-13%、-14%。16城二手房2024年全年成交面积同比+8%，较23年的同比+27%显著收窄。深圳、杭州、青岛、北京表现较好，录得+66%、+16%、+12%、+11%。

展望：我们预计25年全年新房销售额增速-11%至7.0万亿元，二手房成交额增5%达7.5万亿元，正式超越新房成为行业主导市场。我们的预估主要基于：1) 政策端：已出台政策效果尚有余温且多项措施正在落地中尚需时日观察，故推测短期内出台重磅政策（如更多一线城市解开限购等）可能性较小；同时收储等政策推进仍有难点，可能在25年较难大规模消化库存；2) 供应端：土地供应规模大幅削减、开发商拿地强度大降导致后续优质可售资源减少，且配售型保障房供应增加可能分流部分需求；3) 需求端：在新房交付担忧推动下需求继续像二手房转移等。

■ 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，零售业务更具备风险抵御性。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，买入）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，物业管理存量市场的长期受益者当中，建议关注如华润万象生活（1209 HK，买入）、绿城服务（2869 HK，买入）、保利物业（6049 HK，买入）、滨江服务（3316 HK，买入）、万物云（2602 HK，买入）等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

■ **风险提示：**国际紧张局势升级、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

保险

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

■ 谨慎乐观。低利率环境下优选投资端边际改善个股

在当前同业存款利率自律机制落地和央行货币政策宽松的背景下，十年期国债收益率下行至<1.7%，对保险公司资产端新增投资和再投资收益构成一定压力；增配优质二级权益类资产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 2025 年，我们认为险资在战略资产配置方面，有望继续稳步加大高息股配置比例，标的行业包括公用事业、基建、银行和交通等红利板块，并有望加大长期股权投资，以实现投资收益中长期稳定。

寿险方面，我们预计开门红新单销售有望出现明显分化，主要受产品结构调整和基数原因等导致部分险企开门红数据承压。考虑到当前低利率的环境，我们认为负债端开门红新单表现对公司股价的影响有限，寿险公司选股应侧重于投资端边际改善的个股。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，主要基于：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 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出现季节性波动。近期《财险高质量发展行动方案》的落地和险企持续出清高赔损类业务，有助于非车险业态创新，贡献不同类型财险公司的差异化竞争优势。我们看好个人非车业务（如非车意健险）承保利润和保费增速的上行空间；未来车险保费增长仍有望依赖于各地“以旧换新”政策补贴下，乘用车新车销量回暖和新能源车渗透率的进一步上行。

资产端方面，我们认为三季度险企投资收益超预期增长的趋势主要受 9 月末权益市场回暖带动公允价值损益激增的影响不可维系。四季度在去年同期较低基数的对比下，投资收益存在一定回升空间。近期监管部门协商如何打通险企增配权益市场的制度障碍，完善险资考核评估机制，对 FVOCI 资产认定标准的优化有望进一步推动险资入市，利好险企加大对高息股和长期股权投资布局。岁末年初，随着续期和新单保费规模扩张及存量非标资产到期，我们预计险资在年初资产配置的需求较高，对应增配长债和高股息资产（OCI 计量）的行情或可延续，配置窗口期有望延续至一季度末。

目前中资险企交易于 0.1-0.5 倍 FY25E P/EV 和 0.4-0.9 倍 FY25E P/BV，股息率均值/中位数分别为 5.9%/5.2%。在当前利率下行周期下，板块估值回升取决于资产端投资收益边际改善，看好资产负债久期匹配较优，产品结构调整和费用投放改善的头部险企。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），中国平安（2318 HK，买入，目标价：65.1 港元）和中国人寿（2628 HK，买入，目标价：20.0 港元），以及稳健派息的中国财险（2328 HK，买入，目标价：14.0 港元）。

■ 风险提示

权益市场大幅波动；长债收益率进一步下行；新单保费增速不及预期；新车销量大幅回落和新能源车赔付率升高；自然灾害赔付大幅高于预期等。

资本品

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

■ 工程机械：美国潜在新关税政策对中国工程机械制造商的影响有限

美国候任总统特朗普将于本月正式就任，市场一直担忧关税上调的风险，然而我们认为关税对中国工程机械制造商的实际影响有限，主要因为：（1）大多数中国工程机械制造商在美国市场的收入占比较低；（2）中国制造商也普遍制定了应对关税的计划。

浙江鼎力：对美依赖度较高但关税的影响有限

美国是鼎力的重要市场，我们估算鼎力 2024 年前三季度约 30% 的收入来自美国。尽管潜在的关税提升可能会对鼎力造成负面影响，但实际上这一影响会被近期反倾销税率下调所抵消（从 31.54% 降至 12.39%，下调了 19 个百分点）。因此，只要未来关税增幅低于 19%，鼎力并不会恶化。而在最悲观的情景下，未来关税增幅超过 19%，鼎力则可以选择通过升级其在美国的生产基地以满足“美国制造”从而缓解关税影响。

三一重工：对美国市场依赖度低，而且可选择在美国本地化生产

三一重工来自美洲（包括北美和南美）的收入仅占其工程机械总收入~10%。鉴于三一重工在美国已拥有生产基地，我们认为三一重工可以通过扩大美国本土生产的方式缓解关税影响。

三一国际：美国市场销售占比~2%

三一国际在美国销售的主要为物流机械。展望未来，公司可通过其美国和印度生产基地向美国市场供货，以降低潜在的关税影响。

中联重科：目前美国市场销售占比不足 1%

中联重科位于墨西哥的高空作业平台工厂设计年产值约为 10 亿元人民币（假设满负荷生产；该工厂的设计年产值相当于中联重科收入~2%）。墨西哥工厂产品将供应北美和南美市场。若美国实施不合理的高关税政策，我们预计中联重科或将调整销售策略，将销售重点转向其他地区。

恒立液压：墨西哥工厂或受潜在的关税政策冲击

恒立位于墨西哥的新工厂预计可实现 4.5 亿美元（约合 32 亿元人民币）的年产值（假设满负荷生产）。该工厂产品将在投产后供应大客户卡特彼勒。若美国对墨西哥产品施加 25% 的关税，我们估计恒立需承担部分关税负担。

■ 重卡：预计国内市场在设备更新补贴政策下将有所改善

我们预计重卡销量（国内销量加出口）经过 2024 年的下滑后，将在 2025 年有所恢复，同比增长 10%。

中国市场：

2024 年中推出的设备以旧换新政策尚未显着拉动重卡需求，我们认为主要原因包括：（1）卡车车主信心不足；（2）国三重卡的保有量规模有限（约有 20 万台，根据我们的预测，仅占重卡总保有量的~2%）。展望 2025 年，由于国四重卡保有量规模更大（我们预计其占重卡总保有量的~30%），因此我们认为未来设备更新补贴政策如果大范围拓展到国四重卡，

将成为刺激需求的关键所在。事实上，我们观察到部分省份和城市已经在 2024 年率先推出针对国四重卡的设备更新补贴政策，我们相信在 2025 年会有更多的地方政府跟进。

海外市场：

俄罗斯是中国重卡最大的出口目的地。基于我们的测算，在 2024 年 8 月中国品牌占俄罗斯重卡市场的~67%，创历史新高。然而，为了保护本土生产商，俄罗斯政府於 2024 年 10 月进一步抬升了向进口卡车和重型机械征收的進口報廢稅，我们测算 11 月份中国重卡品牌市占率下降至 54%。除此之外，根据 ASM Holding，自 2024 年 4 月份以来，俄罗斯重卡销量已持续下降，我们预计 2025 年在高基数效应下，俄罗斯重卡销量将继续下降。我们预计中国重卡品牌在俄罗斯的增长故事已基本结束。

■ 投资建议

工程机械方面，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，基于中联过往在企业行动上的良好往绩，我们认为 12 月开始的股票回购（H 股）是一个好的指标。我们同时看好**三一重工（600031 CH，买入）**，主要由于挖掘机收入占比较高（分部利润约占 50%）（[相关报告](#)）。我们继续看好**浙江鼎力（603338 CH，买入）**在海外高空作业平台市场拓张的强劲执行力（[相关报告](#)）。重卡方面，我们对**中国重汽（3808 HK）**维持**持有**评级，主要由于我们认为重卡出口转弱的因素未被反映。

■ 下行风险提示

（1）国内销量持续疲弱；（2）出口增长在高基数下放缓。

免责声明及披露

分析员声明

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

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

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