

# 策略观点

## 市场韧性

- **宏观：**关税冲击令中国经济放缓，但总体影响小于预期。在中美谈判窗口期内，中国政策将保持平稳，股汇可能持续展现韧性；在双方初步达成协议迹象出现后，在经济再平衡框架下中国可能考虑加大财政刺激与消费提振，股汇可能迎来新一轮上涨。关税冲击和移民政策将导致美国经济小幅滞胀，美联储短期保持观望。美国政策环境可能在第四季度改善，包括贸易协定达成、通胀见顶回落、美联储降息和白宫重心回到减税去监管。美国经济增速可能在明年一季度企稳回升。美元短期仍有贬值空间，美债收益率可能先高后低。
- **科技：**谨慎乐观，尽管受到关税扰动和全球宏观不确定性影响，海外/国内科技产业链龙头 1Q 业绩普遍表现好于预期，主要受益国内补贴、手机/PC 需求稳定和 AI 服务器出货量持续增长。展望 2Q 淡季收入和毛利率指引较为分化，消费电子海外需求增速放缓，GB200 出货加速和海外算力投资延续。在近期关税缓和、海外龙头季报超预期以及 3Q 新品发布临近的背景下，预期下半年科技板块估值修复有望延续：1) 智能手机/PC：品牌端(苹果/小米)受益国内补贴、618 促销和新品备货，预计苹果链(立讯/瑞声/大立光)收入增速 5-15%，安卓端(小米/高通/联发科)增速 10%-15%，看好明年折叠 iPhone 周期；2) 服务器：全球 CSP 资本开支维持较高增速水平，GB200 出货加速，OEM(工业富联/华勤/广达)、连接器(鸿腾/安费诺/泰科)和散热零部件(比亚迪电子/奇鋌/双鸿)指引下半年相关收入增速 50-100%；3) MR 产业链：全球 AI 眼镜 1Q 销量同比增长 200%以上，预计下半年 Meta/小米/阿里/三星等新品上市，看好 Meta/三星新形态新品；4) 汽车电子：AI 大模型和硬件降本有望推动智驾渗透率快速提升，看好车载零部件持续增长(传感器/域控/连接器/显示屏/声学)。建议关注成长确定性较高细分赛道：AI 手机/终端升级(小米/瑞声/舜宇)，AI 眼镜放量(瑞声/舜宇/丘钛)，AI 服务器需求(比电/鸿腾)以及智驾渗透加速(比电/舜宇/京东方精电)，重点关注小米集团(1810 HK, 买入)、瑞声科技(2018 HK, 买入)和比亚迪电子(285 HK, 买入)。
- **半导体：**在地缘政治和关税等不确定因素影响下，我们认为国产替代的趋势会继续加速，而涉及人工智能方面的自主可控将是重中之重。我们依旧看好人工智能主线和半导体产业链自主可控主线。近期，几大云厂商(谷歌、微软、亚马逊、Meta)均表示会维持高额的资本开支，建设 AI 基础设施。英伟达 Blackwell 平台大规模放量，推理端需求爆发。中国三大云厂商则实现翻倍增长，尽管短期受限于 Nvidia H20 出口限制，但国产算力部署(如寒武纪)正在提速，AI 云服务收入亦已开始兑现，带动本地 AI 产业链进入新一轮增长周期。据彭博预测，2025 年海外四家云厂商的资本开支将同比增长 39%，我们认为相关产业链将继续受益，看好 AI 应用的后续发展。相信 AI 芯片、自动驾驶等公司将受益于边缘 AI 需求的推动，迎来高速增长。另外，因市场不确定性因素增加，投资者可能会寻求安全港，高股息防御策略将受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。推荐标的：地平线机器人(9660 HK)、黑芝麻智能(2533 HK)、北方华创(002371 CH)、韦尔股份(603501 CH)、中际旭创(300308 CH)、贝克莱(2149 HK)。
- **互联网：**回顾 5 月，1Q25 业绩期中大多数互联网公司的利润水平符合及好于预期，而引发市场担忧的主要是交易型平台(如本地生活、即时零售)竞争加剧导致盈利增长能见度下降。扩充及丰富高质量供给、降低商户运营成本、提升 C 端用户交易频次及粘性为主要的竞争方向。展望而言，在行业整体配置情绪仍较稳定、资金在不同子板块间寻求轮动配置的情况下，商业模式具备较高护城河、较难通过激烈补贴影响短期行业竞争格局的子行业和公司或有望跑赢，而面临激烈竞争的行业中，利润率水平更高及利润绝对值体量相对较大的公司或具备更充足的资本赢得最终竞争。我们推荐相对具备防御属性的游戏和音乐板块，行业竞争格局稳定，公司受宏观及消费影响有

叶丙南, Ph.D

刘泽辉

伍力恒

李汉卿

杨天薇, Ph.D

张元圣

蒋嘉豪

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

马泽慧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

限，建议关注游戏收入增长重新加速的网易，会员数增长及 ARPPU 提升推动利润稳健增长的腾讯音乐。此外，我们仍维持对在线旅游板块的推荐，及 AI 需求推动下云营收增长有望好于预期带动估值重估的龙头公司，如阿里巴巴、腾讯，具备较强技术实力及丰富应用场景的公司或有望持续受益于 AI 浪潮。

- **软件及 IT 服务：**宏观不确定影响下，行业基本面展望并未结构性乐观，而核心业务增长展望强化的公司（如微软）及业绩好于市场此前较为保守预期的公司表现好于行业。展望来看，我们认为 AI 产品实质性的变现稳步推进或仍是支撑股价表现的重要因素，而持续维持相对行业更优的营收增速和利润率水平将有望在市场波动的情况下获得估值支撑。我们仍推荐估值处于板块相对低位，但有望持续受益于 AI 业务带来增量变现的 Salesforce (CRM US)。中国软件公司方面，我们推荐云化领先且中长期有望通过 AI 获得增量变现的金蝶 (268 HK)。
  - **医药：**受益于创新药出海交易、国内集采政策优化、创新药丙类医保目录落地、医疗设备招标复苏、内需复苏等积极因素推动，医药行业有望持续上涨。创新药短期上涨显著，普涨行情或将难以持续，未来个股表现或将分化。看好催化剂丰富、估值安全边际强的创新药个股。推荐买入信达生物 (1801 HK)、百济神州 (ONC US)、三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)、诺诚健华 (9969 HK)。
  - **食品饮料、美妆护肤：**在当前内部经济复苏基础尚不稳固、外部贸易环境持续波动的双重不确定性下，预计居民消费行为仍将保持谨慎理性的主基调。基于此判断，我们认为必需消费品板块将获得边际改善机会，我们建议关注两大投资主线：1) 消费心理边际宽松带来的机会：在经济环境低迷已有时日的背景下，消费者心理有逐渐适应经济压力的趋势，捂紧钱包的意识略有松动，消费行为特征表现为“只要外部环境未产生进一步恶化，便愿意小幅增加支出”，这一心理边际宽松将促使消费者在能获得“轻度愉悦”和“低决策成本”的商品类别上增加支出，相关的受益子板块包括但不限于零食、软饮、啤酒等；2) 国产替代效应凸显的领域，如乳制品、美妆护肤等具有明显本土品牌替代空间的高增长细分市场。在关税措施对经济影响不确定性仍在，以及扩内需政策持续出台的刺激下，具备“国产替代”效应的子板块和受益于政策支持的大众消费领域有望率先反弹。3) 海外销售取得较大进展：部分潮玩、即饮产品的出海进程颇为领先，历经前期沉淀积累，已然迈入首个爆发阶段，其中部分产品的成功得益于文化属性加持，为后续日用品、软饮等产品出海营造了良好氛围。选股方面，食品饮料板块中，我们维持对农夫山泉 (9633 HK) 的“买入”评级；在美容护肤板块中，我们维持对巨子生物 (2367 HK) 的“买入”评级。
  - **可选消费：**5 月的消费数据非常强劲，对比 4 月，各子行业都有大幅反弹，主要受惠于五一客流、单价和折扣较好。虽然端午节数据并没有五一好，但考虑到假期天数较短（25 年在周六，24 年在周一），假期在高考时间前和天气略差（南方下雨较多）等因素，表现已经很不俗，不改今年消费行业温和复甦的趋势。分行业来说，茶饮咖啡、旅游-酒店和服装行业均好于预期，而体育用品、餐饮和家电行业则符合预期。
- 短线来说，虽然我们预期 6 月可能会出现旺季后回调，但对 6 月和 2 季度的展望仍然十分正面，主要是因为：1) 低基数，2) 国家以旧换新补贴（包括消费者信心提振和对其他行业的溢出效应），3) 外卖大战（补贴力度可能略有减少，但相信会延续至暑假），4) 强劲的入境游带来新增的消费力，5) 贸易战短暂缓和（加快国货可能会带来出口订单提升）等。我们认为仍然是加仓布局龙头公司的好时机。中长线来说，我们持续关注贸易战对需求的影响，国家政策的支持力度和线上抖音渠道可能出现的增长放慢等。另外对于个别子行业，像出口和制造、家电等，在中美贸易战下，我们的看法仍然保守。
- 我们推荐瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)、达势股份(1405 HK, 买入)、安踏(2020 HK, 买入)、特步(1368 HK, 买入)、江南布衣(3306 HK, 买入)、波司登(3998 HK, 买入)、JS 环球(1691 HK, 买入)等。
- **汽车：**五月多家车企发布一季度业绩，吉利 (175 HK) 净利润接近业绩预告上限，极氪港股报表归母净利润首次扭亏为盈至 3.7 亿元。小鹏 (XPEV

US/9868 HK) 同环比大幅减亏, 我们预计公司有望在 3Q25 实现单季度盈亏平衡。理想 (LI US/2015 HK) 净利润基本符合预期, 卓越的成本和费用控制能力仍是其取得良好业绩的关键因素之一。零跑 (9863 HK) 环比提升的毛利率印证其优秀的成本控制能力。5 月行业整体销量持续超预期, 理想和鸿蒙智行销量进一步回升, 零跑出口持续加速。近期“零公里二手车”成为市场关注焦点, 其根源是车企和经销商面临销售压力, 补贴政策又给二手车商带来套利空间; 商务部积极介入有望引导行业健康发展。5 月 23 日以来比亚迪掀起了新一轮“价格战”, 我们认为本轮促销对车企全年盈利能力影响仍然可控。伴随近期股价回调, 我们认为汽车板块已经出现更好的买入机会。我们继续推荐吉利汽车: 下半年进入新的产品周期, 战略整合的协同效应和成本控制能力有望显著增厚公司利润; 以及小鹏汽车: 销量持续超预期, 下半年多款新车陆续推出有望不断催化股价表现。

■ **房地产和物管:** 乐观。重点开发商 5 月合同销售额同比-11%, 月环比+15%, 符合预期。其中金茂、滨江、中海表现较强, 分别同比增 111%、72%、30%、21%。表现较弱的有万科、金地同比均下降 52%。网签数据方面, 截至 5 月 31 日, 新房 30 城、二手房 16 城 5 月同比降 3%、持平。购房情绪自 3 月旺季以来以较稳定节奏回落, 并在 5 月出现些许修复, 并未出现市场担忧的断崖式下跌。我们对二季度地产板块表现维持乐观预期, 主要由于: 1) 政策支持释放边际需求: 公积金贷款利率下调 25 个基点将有效释放购房需求。当前销售虽进入传统淡季, 但并未出现断崖式下滑, 而是呈现平稳的季节性回落态势, 表明购房情绪有望保持稳定; 2) 流动性宽松提振市场信心: 降准降息释放万亿级流动性, 将系统性改善消费与投资环境。居民消费意愿较去年同期显著提升, 形成需求端支撑; 3) 市场风险偏好回升: 融资端负面事件 (如国央企信用风险) 的担忧明显缓解, 对销售端形成积极传导; 4) 负面因素边际钝化: 板块重大风险逐步出清, 当前环境下任何积极信号均可能成为估值修复的催化剂。综上, 我们重申对优质地产标的的增配建议。选股方面: 我们建议 1) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地、龙湖集团等, 由于开发持续缩量, 零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产; 2) 关注存量市场发展受益者。交易角度, 贝壳 (BEKE.US) 作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度, 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标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示: 购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

■ **保险:** 寿险 NBV 稳健增长仍以价值率提升为驱动; 财险龙头基本面向好夯实配置价值。上半年险企新业务价值有望延续增长, 以价值率提升为主要驱动。上市险企产品结构持续向分红险转型, 预计上半年新单保费小幅承压。随着二季度央行降准降息落地, 市场对二季度人身险预定利率研究值进一步下调已有预期; 根据动态调整机制, 我们认为行业预定利率下调有望于三季度落地。资产负债及资产端综合投资收益能否覆盖负债端存量刚性成本等问题仍是险企估值掣肘的重要关注。从资产端看, 我们认为 1) OCI 权益配置增配高息股的趋势延续; 2) 长期股权投资布局持续加码。截至 5 月底, 7 家保险公司年内举牌 15 次, 超过 2023 年全年险企举牌数量; 私募证券投资基金的设立将进一步完善险企表外权益投资体系, 目前监管已累计批复 2,220 亿元中长期资金的入市规模, 有望带动红利资产价格上行并驱动险企股息收入增长, 部分抵消票息受市场利率下行而下降的影响。整体来看, 对负债端 BBA 存量业务占比较高的险企而言, 我们认为其投资端的压力仍未完全释放。从负债端看, 预计年内新业务价值稳健增长, 去年四季度预定利率下调带动价值率的改善仍存空间。

一季度上市险企净资产受负债准备金评估利率会计周期选择的影响出现波动, 反映利率上行波动亦将放大资产负债率错配的时滞性影响。二季度, 市场利率转向下行, 预计将加大采用即期利率作为负债准备金评估利率的险企的净资产波动幅度, 包括中国太平; 利好采取较长时间利率均线的险企, 包括平安 (20 天移动平均曲线)、太保 (50 天移动平均曲线) 和新华 (60 天移动平均

曲线)。截至 6 月 3 日，10 年期国债利率较一季度末下降 9.7 个百分点至 1.72%。区域型险企投资收益有望随美债利率上行及全球化资产配置策略持续受益。受香港保监局对港元及非港元计价的分红险产品演示利率不超过上限 6.0% 和 6.5% 的规定影响，我们预计二季度非港元分红险产品销售将带动新单保费超预期。维持对区域型险企全年新业务价值保持中双位数增速的预期，并对股东回报保持关注。

财险方面，1-4 月财险行业保费增速放缓，主要受车险增速疲软的影响，预计全年行业车险保费增速为 4%-5%，件均保费企稳回升。非车保费随个人非车意外险快速增长而持续释放。上半年行业承保综合成本率将显著改善，得益于大灾出险频率回落。财险建议配置头部险企中国财险(2328 HK)，公司稳健的基本面叠加分红预期有望支撑股价持续上行。

截至 6 月 3 日，港股中资保险板块交易于 0.12-0.53x FY25E P/EV，处于历史估值低位，较为充分反映资产端投资压力。维持行业“优于大市”评级，重点关注三大主线：1) 财险龙头标的，推荐买入中国财险(2328 HK，买入，目标价：15.8 港元)，公司承保和投资业绩双轮驱动盈利高增，建议逢低配置；2) 区域险企推荐买入友邦保险(1299 HK，买入，目标价：89.0 港元)，多元化市场布局叠加 16 亿美元回购计划加速完成，支撑股价上行；3) 成长性标的关注众安在线(6060 HK，买入，目标价：20.4 港元)，受香港稳定币发行预期催化，增量资金流入有望带动公司长期价值重获关注。

- **资本品：**继续看好挖掘机上升周期。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。海外方面，新兴市场仍然是中国工程机械的主要增长动力来源，主要主机厂持续提升产品质量，以及海外的配件供应和售后服务能力，同时美国市场占比总体有限，因此关税直接影响不大。重卡方面，四月份行业销售增速转正，我们维持看好行业销售回升的观点，主要由于以旧换新政策拉动。选股方面，我们看好：三一重工(600031 CH，买入)，主要由于公司在挖掘机收入占比较高（分部利润约占 50%），将直接受惠于挖掘机的上升周期；恒立液压(601100 CH，买入) 人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力；以及潍柴动力(2338 HK/000338 CH，买入) 重卡发动机销售复苏和数据中心发动机业务强劲增长。

图 1: 行业荐股

| 公司名字       | 股票代码      | 行业         | 评级 | 股价<br>(当地货币) | 目标价<br>(当地货币) | 上行/下行<br>空间 | 市盈率(倍)<br>2025E | 2026E | 市净率(倍)<br>2025E | ROE(%)<br>2025E | 股息率<br>2025E |
|------------|-----------|------------|----|--------------|---------------|-------------|-----------------|-------|-----------------|-----------------|--------------|
| 小米集团       | 1810 HK   | 科技         | 买入 | 54.25        | 65.91         | 21%         | 30.8            | 23.8  | N/A             | 14.9            | 0.0%         |
| 瑞声科技       | 2018 HK   | 科技         | 买入 | 38.45        | 58.78         | 53%         | 16.6            | 14.0  | N/A             | 10.3            | 0.0%         |
| 比亚迪电子      | 285 HK    | 科技         | 买入 | 32.40        | 43.22         | 33%         | 12.2            | 9.6   | N/A             | 15.9            | 2.5%         |
| 地平线机器人     | 9660 HK   | 半导体        | 买入 | 7.34         | 8.90          | 21%         | 18.7            | 124.4 | N/A             | N/A             | 0.0%         |
| 黑芝麻智能      | 2533 HK   | 半导体        | 买入 | 19.06        | 28.20         | 48%         | N/A             | N/A   | N/A             | N/A             | 0.0%         |
| 北方华创       | 002371 CH | 半导体        | 买入 | 429.63       | 512.0         | 19%         | 30.9            | 24.1  | N/A             | 21.6            | 0.3%         |
| 韦尔股份       | 603501 CH | 半导体        | 买入 | 132.60       | 176.00        | 33%         | 31.2            | 21.8  | N/A             | 19.2            | 0.0%         |
| 中际旭创       | 300308 CH | 半导体        | 买入 | 102.88       | 151.00        | 47%         | 14.7            | 11.0  | N/A             | 34.0            | 0.0%         |
| 贝克微        | 2149 HK   | 半导体        | 买入 | 63.40        | 69.50         | 10%         | 16.1            | 12.2  | N/A             | 19.5            | 0.0%         |
| 腾讯         | 700 HK    | 互联网        | 买入 | 515.00       | 660.00        | 28%         | 17.4            | 15.9  | N/A             | 19.3            | 0.9%         |
| 阿里巴巴       | BABA US   | 互联网        | 买入 | 119.96       | 155.50        | 30%         | 11.8            | 10.2  | N/A             | 11.9            | 0.0%         |
| 网易         | NTES US   | 互联网        | 买入 | 128.63       | 136.50        | 6%          | 14.8            | 13.6  | N/A             | 23.8            | 0.0%         |
| 腾讯音乐       | TME US    | 互联网        | 买入 | 17.78        | 17.50         | -2%         | 22.4            | 19.2  | 2.6             | 13.9            | 0.0%         |
| 快手         | 1024 HK   | 互联网        | 买入 | 54.50        | 80.00         | 47%         | 10.7            | 9.1   | N/A             | 25.0            | 0.0%         |
| 携程         | TCOM US   | 互联网        | 买入 | 61.98        | 70.00         | 13%         | 17.8            | 16.1  | 1.8             | 10.3            | 0.0%         |
| Salesforce | CRM US    | 软件 & IT 服务 | 买入 | 267.14       | 388.00        | 45%         | 23.6            | 20.3  | N/A             | 11.2            | 0.0%         |
| 金蝶国际       | 268 HK    | 软件 & IT 服务 | 买入 | 12.92        | 19.30         | 49%         | 311.3           | 121.9 | 5.1             | 1.7             | 0.0%         |
| 信达生物       | 1801 HK   | 医药         | 买入 | 72.30        | 94.74         | 31%         | 245.2           | 147.1 | 7.7             | 3.2             | 0.0%         |
| 百济神州       | ONC US    | 医药         | 买入 | 257.00       | 359.47        | 40%         | 134.7           | 32.4  | N/A             | N/A             | 0.0%         |
| 三生制药       | 1530 HK   | 医药         | 买入 | 19.44        | 28.32         | 46%         | 4.6             | 14.4  | 1.7             | 38.1            | 6.5%         |
| 固生堂        | 2273 HK   | 医药         | 买入 | 37.95        | 52.38         | 38%         | 19.3            | 14.9  | 3.1             | 16.2            | 0.0%         |
| 巨子生物       | 2367 HK   | 医药         | 买入 | 60.85        | 79.96         | 31%         | 23.0            | 18.7  | N/A             | 28.1            | 1.3%         |
| 诺诚健华       | 9969 HK   | 医药         | 买入 | 11.44        | 11.95         | 4%          | N/A             | N/A   | N/A             | N/A             | 0.0%         |
| 农夫山泉       | 9633 HK   | 必选消费       | 买入 | 38.95        | 46.74         | 20%         | 28.8            | 26.0  | 10.6            | 39.8            | 2.4%         |
| 华润饮料       | 2460 HK   | 必选消费       | 买入 | 13.30        | 18.61         | 40%         | 0.5             | 0.7   | N/A             | 17.2            | 0.0%         |
| 瑞幸咖啡       | LKNCY US  | 可选消费       | 买入 | 35.02        | 40.61         | 16%         | 157.2           | 133.1 | N/A             | 27.3            | 0.0%         |
| 达势股份       | 1405 HK   | 可选消费       | 买入 | 91.10        | 118.57        | 30%         | 104.3           | 59.6  | 4.6             | 4.6             | 0.0%         |
| 百胜中国       | 9987 HK   | 可选消费       | 买入 | 337.60       | 418.25        | 24%         | 15.9            | 15.0  | N/A             | 16.0            | 2.2%         |
| 安踏         | 2020 HK   | 可选消费       | 买入 | 96.35        | 119.08        | 24%         | 18.9            | 16.3  | 3.5             | 20.8            | 2.9%         |
| 特步         | 1368 HK   | 可选消费       | 买入 | 5.81         | 7.20          | 24%         | 11.1            | 9.9   | 1.5             | 15.8            | 4.9%         |
| 江南布衣       | 3306 HK   | 可选消费       | 买入 | 16.10        | 18.68         | 16%         | 8.5             | 7.7   | N/A             | 37.3            | 0.0%         |
| 波司登        | 3998 HK   | 可选消费       | 买入 | 4.38         | 6.05          | 38%         | 12.9            | 11.1  | 2.9             | 25.4            | 8.2%         |
| JS环球       | 1691 HK   | 可选消费       | 买入 | 1.99         | 2.44          | 23%         | 18.0            | 10.5  | N/A             | N/A             | 2.0%         |
| 吉利         | 175 HK    | 汽车         | 买入 | 18.10        | 24.0          | 33%         | 11.0            | 10.1  | 1.9             | 17.4            | 3.6%         |
| 小鹏汽车       | 9868 HK   | 汽车         | 买入 | 79.30        | 110.00        | 39%         | N/A             | N/A   | 4.5             | N/A             | 0.0%         |
| 贝壳         | BEKE US   | 房地产        | 买入 | 18.78        | 24.60         | 31%         | 20.7            | 16.5  | N/A             | 6.6             | 0.0%         |
| 华润万象生活     | 1209 HK   | 房地产        | 买入 | 38.95        | 45.27         | 16%         | 18.9            | 16.1  | 5.0             | 26.4            | 3.2%         |
| 绿城服务       | 2869 HK   | 房地产        | 买入 | 4.11         | 6.13          | 49%         | 13.9            | 11.8  | 1.7             | 11.4            | 5.0%         |
| 保利物业       | 6049 HK   | 房地产        | 买入 | 30.25        | 54.03         | 79%         | 9.1             | 8.4   | 1.4             | 16.4            | 4.4%         |
| 滨江服务       | 3316 HK   | 房地产        | 买入 | 25.50        | 32.86         | 29%         | 10.0            | 8.8   | 3.9             | 40.4            | 7.0%         |
| 万物云        | 2602 HK   | 房地产        | 买入 | 20.35        | 40.01         | 97%         | 9.4             | 8.5   | 1.2             | 11.3            | 0.0%         |
| 中国财险       | 2328 HK   | 保险         | 买入 | 15.38        | 15.8          | 3%          | 8.7             | 8.0   | 1.1             | 13.4            | 4.6%         |
| 友邦保险       | 1299 HK   | 保险         | 买入 | 66.85        | 89.00         | 33%         | 12.9            | 11.6  | 1.9             | 15.7            | 3.0%         |
| 众安在线       | 6060 HK   | 保险         | 买入 | 19.20        | 20.40         | 6%          | 25.5            | 22.3  | 1.2             | 4.7             | 0.0%         |
| 三一重工       | 600031 CH | 资本品        | 买入 | 18.25        | 22.00         | 21%         | 20.1            | 17.4  | 2.0             | 10.4            | 2.5%         |
| 恒立液压       | 601100 CH | 资本品        | 买入 | 69.13        | 92.00         | 33%         | 30.9            | 27.0  | 5.2             | 17.9            | 1.2%         |
| 潍柴动力       | 2338 HK   | 资本品        | 买入 | 15.22        | 18.00         | 18%         | 9.5             | 8.9   | 1.3             | 14.2            | 5.8%         |

资料来源：彭博，招银国际环球市场 注：截至 2025 年 6 月 6 日

## 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

### 中国经济

**关税影响小于预期。**新一轮关税冲击之后，中国经济有所放缓，高频经济活动指数从 3 月的 1.27 降至 4 月的 1.21 和 5 月的 1.08，预计 GDP 增速可能从第一季度的 5.4% 降至第二季度的 4.9% 和下半年的 4.7%。关税冲击推升经济不确定性，通过信心渠道打击私人信心和资本支出，住房销量复苏势头减弱，制造业 PMI 库存指数延续收缩。关税冲击打击未来需求前景和大宗商品价格，中国通缩压力加剧，5 月制造业 PMI 中原材料价格和产成品价格分项指数显示收缩幅度扩大，汽车行业爆发新一轮价格战。但关税影响总体小于我们预期，抢出口、贸易转口和耐用品以旧换新政策等支撑 4 月中国出口和零售额保持较快增长。在关税冲击引发美国股债汇三杀后，特朗普优先项转向稳定市场和修复信心，4 月 10 日暂缓对中国之外贸易伙伴的“对等关税”并开启贸易谈判，5 月 12 日达成《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，暂缓对华“对等关税”并取消反制措施。全球市场信心回升，中国股市和人民币汇率反弹，跌幅显著小于 2018 年贸易战时期。

**政策短期平稳，中期面临重构。**6-7 月是中美经贸谈判窗口期，中国政策将保持平稳。股市和汇率稳定作为经济韧性体现仍是金融政策重要目标。央行将保持流动性宽松，支持信贷平稳增长，促进房地产企稳向好，以对冲关税冲击对经济的影响。由于关税影响小于预期，未来两个月降准降息概率较小。财政政策重点是加快原定预算支出进度，但不会追加新的预算。在中美完成经贸谈判达成初步协定后，中国宏观政策可能迎来变化。在中美经济再平衡框架下，中国的政策方向是多消费与少生产。同时，由于同比基数上升和政策刺激效应递减，8 月以后耐用消费品零售增速将显著放缓。中国可能考虑扩大财政扩张力度，更加聚焦增加家庭收入、降低家庭储蓄和提振家庭消费。中国可能进一步放松流动性，降低政策利率 10 个基点。中国可能推动部分制造业去产能。

**人民币和股市可能持续展现韧性。**在中美经贸谈判窗口期内，人民币汇率和中国股市可能持续展现韧性。一方面，关税导致经济放缓和通缩加剧，企业盈利可能恶化，而中美双方可能相互施压，市场情绪仍有波动；另一方面，中国政策将保持平稳，稳股市稳汇率仍是重要目标。在中美完成经贸谈判后，人民币汇率和中国股市可能迎来新一轮上涨，因为中国可能加大财政扩张和消费提振力度。在中美谈判窗口期内，美元/人民币汇率可能在 7.18-7.22 波动；在有迹象表明中美将初步达成贸易协定后，美元/人民币汇率可能降至 7.14-7.16。今年港股可能跑赢 A 股。一方面，港股基本面趋势好于 A 股，恒生指数 ROE 从 2022 年的 9.4% 升至 2023 年的 10.7% 和 2024-2025 年的 11%，2025 年动态 PE 9.8 倍，沪深 300 指数 ROE 则从 2022 年的 12.6% 降至 2023 年的 11.7% 和 2024-2025 年的 10.8%，2025 年动态 PE 12.1 倍；另一方面，港股吸引资金净流入/市值比超过 A 股，今年前 4 个月南下月均净流入达到 1,500 亿港元，人民币流动性宽松和中美利率倒挂将持续推动内地保险等资金配置港股高股息等板块，而特朗普政策极端化风险和美股债汇波动推动中国背景资金从美国市场回流香港。从盈利基本面和估值水平等因素来看，港股医疗保健、必选消费、公用事业和工业板块可能跑赢。

## 美国经济

**经济短期小幅滞涨。**关税冲击影响消费者和企业家信心，5月消费者信心指数连续第5个月下跌创2022年6月以来最低，制造业PMI连续第3个月萎缩。经济活动和盈利增速将会放缓，预计美国GDP增速可能从去年的2.8%降至今年的1.5%。FactSet调查标普500指数今年盈利增速预测已从去年末时14.1%下调至今年3月末时11.3%和5月末时9.1%，预计未来可能进一步降至7%。消费者通胀预期反弹，PMI中价格指数居高，预计关税可能导致CPI增速从4月的2.3%反弹至5-8月的2.5%-3%，第四季度再逐步回落。但关税对通胀推升幅度可能温和，通胀或先升后降。首先，中东盟友配合美国实施增产，油价下跌将部分抵消关税影响，油价下跌10%可以抵消5个百分点关税影响。其次，美国消费以服务消费为主，房租通胀下降和就业放缓是去通胀力量。最后，关税冲击可能通过信心渠道抑制需求，抵消关税的成本机制作用。关税冲击对经济增长和通胀的负面影响可能在下半年达到最大。第四季度，随着贸易协定达成、通胀见顶回落、美联储降息和白宫加快减税去监管，美国政策环境可能改善。明年一季度，美国经济增速可能企稳回升。

**政策近期无亮点，远期或向好。**6-8月，美国通胀可能反弹，美联储将保持利率不变。但由于市场对政策利率预期已从接近白宫立场转向接近美联储立场，美联储官员可能停止过去一个月鹰派言论而更加中性。8月之后，美国通胀可能见顶回落，就业市场走弱，美联储可能在9月降息一次，11月或12月再降息一次。6-8月，白宫将加快与主要贸易伙伴谈判，不排除仍有相互施压行为，同时推进减税议程，金融市场和经济活动仍受到不确定性压制。在贸易协定达成和减税法案通过后，金融市场和经济活动将得到提振。特朗普的政策目标是构建以美国为中心、以加墨为两翼、以美洲近岸和英澳日等友岸为重要支点的自主可控供应链体系。他将建立覆盖不同贸易伙伴的差别化关税（10%-30%）和针对重要行业的特别关税，越靠近美国中心，关税税率越低，产业重要性和敏感性越低，关税税率越低。如果加权平均关税税率最终上升10个百分点，那么将降低美国经济增速0.5个百分点左右。他的减税政策既包括对选民让利，也包括对本土制造企业支持，减税规模为10年累计5.3万亿美元，但其中3.8万亿美元为延续今年到期的2017年减税政策，预计增量政策可能为2026年经济增长贡献0.3个百分点左右。

**美元、美债和美股趋势。**近期美元下跌最重要原因是白宫政策极端化风险导致投资者降低美元资产超配程度，而非美国经济相对欧日显著走弱。我们观察到美欧利差并未显著下降，但美元持续走弱，资金从美元资产流向欧元、日元和本国资产。美元短期逐渐进入超卖状态，但由于特朗普政策不稳定性仍未消除，美元指数仍有下跌空间，预计第三季度可能降至95左右。第四季度，随着贸易协定达成和特朗普关注点转向减税去监管，美国经济可能见底企稳，美元指数年末可能小幅升至97左右。中期内，随着美元在国际货币体系中份额将会下降，但仍将保持主导地位；欧元、人民币的份额可能上升，但无法替代美元主导地位。美债收益率可能先高后低。短期内，通胀反弹和减税政策可能限制国债收益率降幅，优选中短期国债；中期内，白宫希望降低通胀、财政赤字率和国债收益率，目前国债收益率偏高，未来具有下降空间，可以逐渐增配长期国债。美国企业财务稳健，盈利延续增长，企业债务/GDP持续降至2015-2016年水平，建议超配投资级企业债，以增厚债券组合收益。美股盈利下调风险已有所释放，但美股估值仍贵，过去10年年均回报13%大幅超越长期历史均值（9%左右），未来收益存在均值回归风险，建议短期控制仓位，增加防御性板块（如必选消费、公用事业）和估值/盈利性价比较高板块（如医疗、硬件科技）配置比例。

## 科技

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

### ■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

#### 1Q 业绩好于预期，关注下半年 AI 终端新品和 G300 放量

谨慎乐观，从最新季报来看，尽管受到关税扰动和全球宏观不确定性影响，海外/国内科技产业链龙头 1Q 业绩普遍表现好于预期，主要受益国内补贴和 AI 服务器相关需求持续增长。展望 2Q 淡季收入和毛利率指引较为分化，消费电子海外需求增速放缓，GB200 出货加速，海外算力投资延续。在近期关税缓和、海外龙头季报超预期以及 3Q 新品发布临近的背景下，预期下半年科技板块估值修复有望延续，具体展望如下：1) 智能手机/PC：品牌端(苹果/小米)受益国内补贴、618 促销和新品备货，预计苹果链(立讯/瑞声/大立光)收入增速 5-15%，安卓端(小米/高通/联发科)增速 10%-15%，预计下半年 iPhone 需求承压，看好明年折叠 iPhone 周期；2) 服务器：全球 CSP 资本开支维持较高增速水平，GB200 出货加速，OEM(工业富联/华勤/广达)、连接器(鸿腾/安费诺/泰科)和散热零部件(比亚迪电子/奇鋌/双鸿)指引下半年相关收入增速 50-100%；3) MR 产业链：全球 AI 眼镜 1Q 销量同比增长 200%以上，预计下半年 Meta/小米/阿里/三星等新品上市，看好 Meta/三星新形态新品；4) 汽车电子：AI 大模型和硬件降本有望推动智驾渗透率快速提升，看好车载零部件持续增长(传感器/域控/连接器/显示屏/声学)。展望下半年，建议关注成长确定性较高的细分赛道：AI 手机/终端升级(小米/瑞声/舜宇)，AI 眼镜放量(瑞声/舜宇/丘钛)，AI 服务器需求(比电/鸿腾精密)以及智驾渗透加速(比电/舜宇/京东方精电/英恒)，重点关注小米集团(1810 HK，买入)、瑞声科技(2018 HK，买入)和比亚迪电子(285 HK，买入)。

#### 1) 智能手机/PC：AI 终端加速渗透，关注下半年新品发布和需求情况

我们预计美国关税政策对下游品牌影响程度不同，PC 供应商在中国/越南/墨西哥的产能占比较高，将受到负面影响。智能手机方面，预计安卓端不受影响，但苹果将受影响较大，由于美国收入占比为 40%以上，而 iPhone 中国生产占比较高(85-90%)。三星生产主要在越南进行，相关业务将仍受到关税影响。小米业务影响最少，智能手机和汽车在美国市场占比有限。

此外，我们相信 2025 年 AI 应用在手机端落地有望驱动新一轮换机周期，DeepSeek 催化端侧 AI 应用落地，加上国内补贴政策落地，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。下半年看好国产安卓品牌全球份额有望提升，明年看好苹果首款折叠 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。总体上，考虑 AI 和高端折叠手机在光学、结构件、散热和折叠屏等方面创新，我们看好相关零部件规格升级，利好瑞声科技、比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学和鸿腾精密等。

PC 方面，展望 2025 年下半年，由于更多主流 AI PC 推出、Win-10 更新需求以及宏观环境不确定性，我们预计商用 PC 出货量维持增长，但消费 PC 将持续面临压力。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。

#### 2) 服务器：GB00 出货加速，下半年 GB300 放量

有关美国新关税影响，目前运往美国的服务器大多在美国/墨西哥/台湾组装，预计非美国本土组装产品将受到新关税影响。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，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。目前 GB200 从 4 月起量产加快，GB300 下半年进入样品生产，4Q 有望实现大规模量产，算力产业链高景气持续，服务器 ODM 和零部件厂商将深度受益，零部件如铜链接、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，包括服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括比亚迪电子的 AI 服务器产品量产出货、鸿腾精密的 GB200/300 服务器连接器产品和液冷零部件。

### 3) MR 产业链：AI 眼镜 2025 年迎来发布高峰期，全年出货量达 550 万台

在 Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后，今年海外科技巨头、国内 AR 品牌、国内外手机品牌对于 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。我们预计 2025 年全年出货量为 550 万台，下半年预计陆续新品上市，包括小米/阿里/三星等十几个品牌，以及 Meta 在 3Q 发布多款多功能和新形态的 AI 眼镜。伴随着“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

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

受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。随着消费者对自动驾驶需求增加，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，看好比亚迪电子、英恒科技、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、瑞声科技、比亚迪电子

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

**2) 瑞声科技 (2018 HK)：**展望 2025 年，我们对瑞声科技持积极看法，认为其将显著受益于 AI 手机与 AI 眼镜带来的规格升级（声学/光学/MEMS/VC）趋势，以及在汽车声学领

域的全球市占率持续提升。公司管理层预计 2025 年营收将实现双位数增长（同比约 10-15%）。分业务板块来看，1) ED&PM（触感/VC/铰链）：ED 收入预计增长中到高双位数，毛利率达 30%以上；PM 业务预计同比增长 18-20%，毛利率维持在高双位数水平；2) 光学（6P/WLG/32MP 镜头）：预计营收增长中到高双位数，毛利率稳定在 25%以上；3) MEMS/传感器（AI/麦克风）：预计营收同比增长 30-50%，毛利率达中到高双位数；4) 声学（SLS/模组）：预计保持低至中单位数增长，毛利率维持在 30%以上。此外，管理层指出对 2025 年 MEMS 麦克风与传感器展望积极，增长驱动因素包括高端 MEMS 麦克风规格升级、AI 眼镜配备更多传感器、汽车 MEMS 麦克风渗透率提升，以及边缘 AI 设备中传感器需求的加速增长。

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

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

## 半导体

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

### ■ 未来 3 个月看法：

在地缘政治和关税等不确定因素影响下，我们认为国产替代的趋势有望加速，而涉及人工智能方面的自主可控将是重中之重。**我们仍然看好人工智能主线和半导体产业链自主可控主线。**近期，海外四大云厂商（谷歌、微软、亚马逊、Meta）均表示会维持高额的资本开支，建设 AI 基础设施。据彭博预测，2025 年这四家公司的资本开支将同比增长 39%至 3,186 亿美元。我们认为相关产业链仍将受益。同时，我们看好 AI 应用的后续发展，相信 AI 芯片、自动驾驶等公司将受益于边缘 AI 需求的推动，迎来高速增长。另外，因市场不确定性因素增加，投资者可能会寻求安全港，**高股息防御策略将受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。**

- 全球 AI 基建持续加速，中资云厂商奋起直追：全球 AI 基础设施投资动能强劲，2025 年一季度，北美四大云厂商（亚马逊、Meta、谷歌、微软）资本开支达 730 亿美元，同比增长 63%，维持高位。彭博一致预期二季度四家资本支出将升至 786 亿美元，全年有望达 3,190 亿美元，同比增长 39%。AI 应用场景从训练拓展至推理，算力投资从 GPU 延伸至网络、存储、冷却与电源等中游环节，产业链全方位扩容趋势明确。与此同时，中国云厂商正在加速追赶。阿里、腾讯、百度合计一季度资本开支达 550 亿元人民币，同比增长翻倍。虽体量仍小于海外巨头，但战略投入意图明确。短期内，受 Nvidia H20 出口限制影响，部分厂商环比略有回落，但国产算力部署正积极推进，例如寒武纪 1 季度库存环比增长 56%。更重要的是，AI 云服务端已见初步回报：阿里云、腾讯云、百度云 1 季度收入分别同比增长 17.7%、低双位数及 42%，验证早期 AI 资本支出正逐步转化为商业成果。
- 英伟达数据中心强势领跑，带动中游链条补库周期：英伟达 2025 财年一季度营收达 441 亿美元，同比上涨 69%，其中数据中心营收占比达 89%，Blackwell 平台贡献其算力收入的 70%。在推理需求爆发带动下，公司网络业务（NVLink、

Spectrum-X) 环比增长 64%。同时，美方持续施压，中国市场面临出口限制，公司估计 2 季度将损失高达 80 亿美元中国收入。但反向来看，国内算力国产化趋势愈发明显，本地 AI 组件正逐步成为云厂商更具性价比的替代选择。阿里、腾讯、字节跳动等正部署更为本地化的 AI 基础设施，为中国供应链带来中期结构性机遇。

- EDA 出口禁令加速国产替代，具备自研能力者有望受益：5 月 28 日，美国政府宣布禁止 Synopsys、Cadence 及 Siemens 等 EDA 巨头向中国出售软件，标志中美科技脱钩进一步升级。当前海外 EDA 厂商在中国市占率达 70%，禁令的出台虽短期影响尚难评估，但长期看势必推动 EDA 国产化提速。贝克微凭借全栈 EDA 平台和自主 IP 库，在供应链本地化趋势下将拥有更强交付能力与战略自主性，尤其在中国模拟 IC 等长尾市场中竞争优势将加速释放。

**推荐买入：**地平线机器人（9660 HK）、黑芝麻智能（2533 HK）、北方华创（002371 CH）、韦尔股份（603501 CH）、中际旭创（300308 CH）、贝克微（2149 HK）。

- **地平线机器人（9660 HK）：**地平线是中国领先的乘用车 ADAS/AD 解决方案提供商，具备硬件、软件与算法的全栈自研能力。公司核心产品包括 Horizon Mono（J2/J3 系列）、Horizon Pilot（J3/J5 系列）以及 Horizon SuperDrive（J6P 系列）。受益于汽车电动化趋势持续推进、市场对自动驾驶解决方案需求认知提升以及政府政策支持，我们预计全球 ADAS/AD 市场规模将从 2024 年的 330 亿元人民币增长至 2028 年的 1,010 亿元人民币。

作为快速增长市场中的领导者（根据我们测算，地平线 2024 年在国内 ADAS/AD 市场市占率约为 7.2%），公司收入从 2021 年的 4.7 亿元人民币增长至 2024 年的 23.8 亿元人民币。展望未来，我们预计 2027 年公司收入将达到 84 亿元人民币，2024-2027 年年复合增长率为 52.2%，主要驱动因素包括：1) ADAS/AD 渗透率提升带动整体市场规模扩大，2) 更先进自动驾驶技术的加速采用及平均售价（ASP）提升，以及 3) 出货量增长推动市占率提升。我们预计公司将在 2027 年实现盈亏平衡。给予“买入”评级，目标价 8.9 港元。（[报告](#)）

- **黑芝麻智能（2533 HK）：**黑芝麻智能是中国领先的车规级计算 SoC 芯片及基于 SoC 的智能汽车解决方案提供商。公司目前拥有两条车规级 SoC 产品线：华山系列（聚焦自动驾驶应用）和武当系列（面向跨域计算应用）。

受益于自动驾驶市场的快速扩张（我们预计 2024-2028 年行业整体 CAGR 为 41%），我们预测公司收入将从 2024 年的 4.7 亿元增长至 2027 年的 21.0 亿元，年复合增长率达到 64.2%。增长驱动因素包括：1) ADAS/AD 渗透率持续提升，2) SoC 方案出货量增长，新客户持续导入，以及 3) 高端产品（如 A2000 和武当系列）出货占比提升，带动整体 ASP 上升。随着经营杠杆效应逐步释放，我们预计黑芝麻将在 2027 年迎来盈利拐点。给予“买入”评级，目标价 28.2 港元。（[报告](#)）

- **北方华创（002371 CH）：**公司拟收购芯源微（688037 CH）控股权，标志国内半导体设备产业整合迈入新阶段。我们认为，两家公司在产品与工艺环节高度互补，整合后有望加速北方华创向平台型设备厂商升级，完善刻蚀、PVD、CVD 至涂胶显影等关键设备布局。放眼全球，ASML 与应用材料等巨头皆通过并购构建核心竞争力，此举也契合当前中国半导体供应链加速实现自给自足的大趋势。此次强强联合不仅助力突破关键技术瓶颈，也有望提升客户粘性与市场份额，推动国产设备企业迈入协同发展新阶段。公司是我们首选标的之一，重申对北方华创的“买入”评级，目标价为 512 元人民币。（[报告](#)）

- **韦尔股份 (603501 CH)**：随着智能驾驶摄像头在中低端车型中的加速渗透，公司的汽车 CIS 业务有望在 2025-26 年迎来显著增长。以比亚迪为代表的主流车企已开始在 10 万元以下车型中配备多摄像头智驾方案，显著提升了单车摄像头搭载量，释放了大量 CIS 需求。韦尔股份也已积极响应，与此同时，公司计划在 2026 年推出多款高规格手机 CIS 新品，有望提升其在安卓手机市场的份额，推动手机 CIS 收入增长。整体来看，汽车与手机两大应用领域的拓展有望成为韦尔未来业绩增长的重要驱动。公司是我们首选标的之一，重申“买入”评级，目标价为 176 元人民币不变。（[报告](#)）
- **中际旭创 (300308 CH)**：公司依旧是 AI 基建投资的重要受益者。近期，几大云厂商（谷歌、微软、亚马逊、Meta）均表示会维持高额的资本开支，建设 AI 基础设施。据彭博预测，2025 年海外四家云厂商的资本开支将同比增长 39%。中国三大云厂商则实现翻倍增长，带动本地 AI 产业链进入新一轮增长周期。我们相信 AI 产业链将继续受益，看好推理应用的后续发展。我们重申对中际旭创的“买入”评级，目标价为 151 元人民币。（[报告](#)）
- **贝克微 (2149 HK)**：公司 2024 年收入同比增长 25%至 5.79 亿元人民币，净利润同比增长 52%至 1.67 亿元。毛利率因存货跌价准备下滑至 53%，但剔除影响后全年保持稳定。公司专注于工业级模拟芯片长尾市场，SKU 数量持续扩张，2024 年同比增长超 60%至 700 余个，带动产品覆盖面不断拓展，预计 25-27 年年均新增产品超 200 个，收入年均增速达 27-33%。毛利率和净利率将稳居 53%-54%和 28%左右，得益于其全栈式平台、自研 EDA 和 IP 库的高效支持。我们认为公司增长确定性强，同时估值具备吸引力。（[报告/首发](#)）
- **风险提示**：地缘政治、关税风险；市场需求回暖弱于预期；全球供应链影响。

## 互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739  
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk  
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk  
 | 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 5 月，1Q25 业绩期中大多数互联网公司的利润水平符合及好于预期，而引发市场担忧的主要是交易型平台（如本地生活、即时零售）竞争加剧导致盈利增长能见度下降。扩充及丰富高质量供给、降低商户运营成本、提升 C 端用户交易频次及粘性为主要的竞争方向。展望而言，在行业整体配置情绪仍较稳定、资金在不同子板块间寻求轮动配置的情况下，商业模式具备较高护城河、较难通过激烈补贴影响短期行业竞争格局的子行业和公司有望跑赢，而面临激烈竞争的行业中，利润率水平更高及利润绝对值体量相对较大的公司或具备更充足的资本赢得最终竞争。我们推荐相对具备防御属性的游戏和音乐板块，行业竞争格局稳定，公司受宏观及消费影响有限，建议关注游戏收入增长重新加速的网易，会员数增长及 ARPPU 提升推动利润稳健增长的腾讯音乐。此外，我们仍维持对在线旅游板块的推荐，及 AI 需求推动下云营收增长有望好于预期带动估值重估的龙头公司，如阿里巴巴、腾讯，具备较强技术实力及丰富应用场景的公司或有望持续受益于 AI 浪潮。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 15.9x，相较 2020 年成立以来的历史平均（24x）仍有较大修复空间。

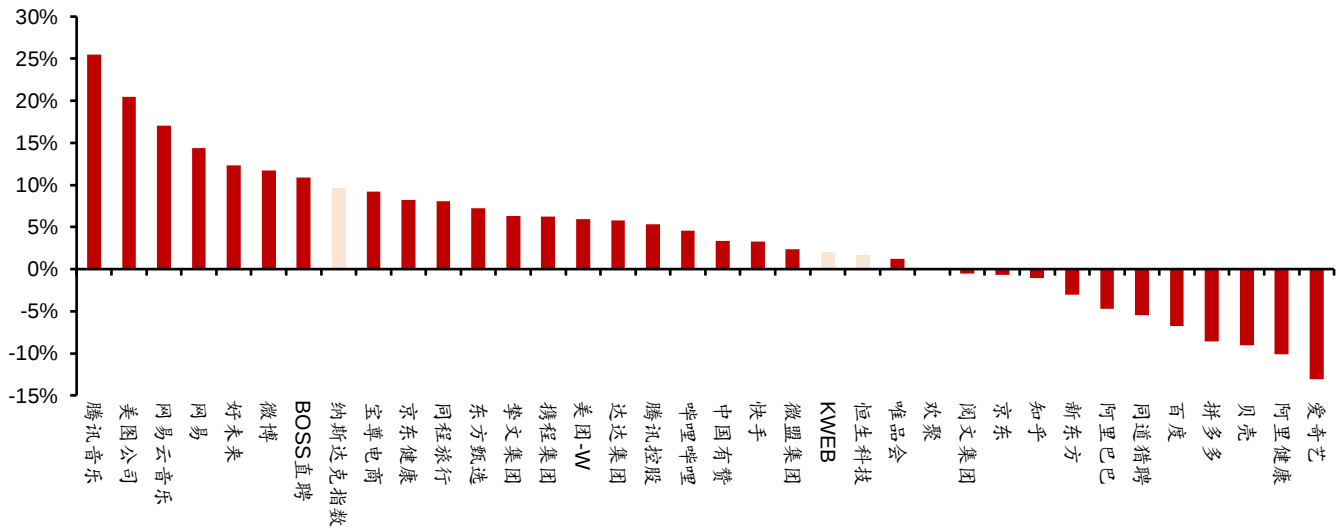
图 2: 恒生科技 PE 区间



资料来源: Wind, 招银国际环球市场  
注: 数据截至 6 月 2 日

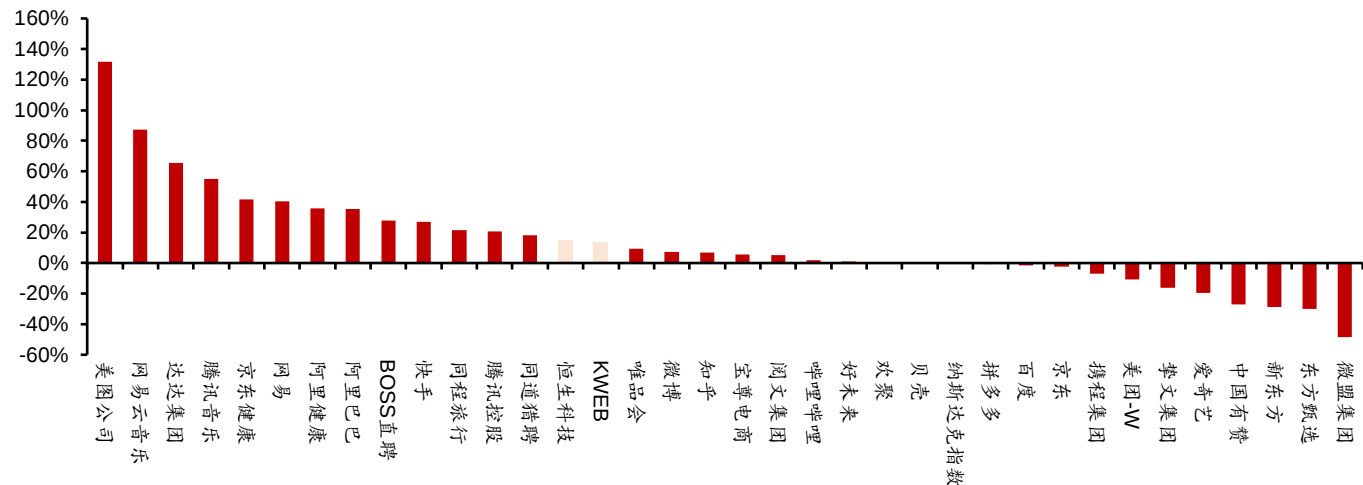
5 月恒生科技指数上涨 2%，KWEB 指数上涨 2%，腾讯音乐/美图/网易云音乐涨幅领先。腾讯音乐公布了 1Q25 业绩，在线音乐业务维持良好增长趋势，2Q25 及 FY25 全年展望积极，我们预计公司 2Q25 总收入/非 IFRS 净利润将同比增长 12%/23%，音乐会员数以及 ARPPU 均衡增长推动公司净利润在宏观不确定环境下仍然维持稳健增长。

图 3: 5 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 6 月 2 日

### ■ 在线游戏: 头部游戏公司基本面改善

4M24 中国游戏市场收入同比增长 19%至 1,131 亿元, 主要得益于头部长线产品的良好表现以及《三角洲行动》、《燕云十六声》等新产品带来的增量收入贡献。监管方面, 政策继续支持游戏行业健康发展, 3月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》, 明确提出促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费; 4月商务部印发《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》, 明确指出支持发展游戏出海业务; 5月广东出台《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干政策措施》, 提出支持原创网络游戏精品, 支持游戏科技创新等措施。我们看好头部游戏公司FY25实现稳健的收入与盈利增长, 我们预计腾讯/网易 FY25 游戏收入同比增长 12%/10%, 业绩具备较高确定性, 得益于: 1) 行业竞争格局稳定, 头部常青游戏表现稳健, 部分 24 年底上线的新游戏如网易《漫威争锋》、《燕云十六声》和腾讯《三角洲行动》贡献增量; 2) 利润率改善, FY25 新游相对较少, 销售费用下降, 长期看渠道成本优化。

### ■ 在线广告: 关注 AI/微短剧/小游戏带来增量变化

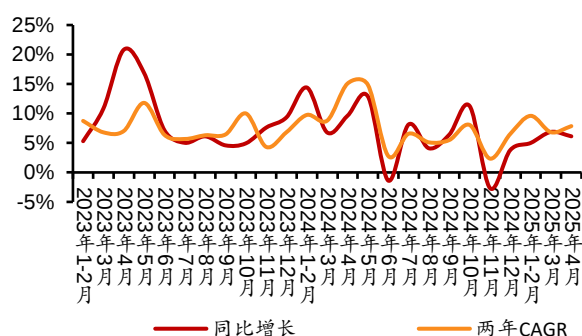
在线广告行业整体表现预计将继续分化, 我们建议首选能够通过 AI 持续提高广告解决方案 ROI 并能够获取增量行业广告预算的平台, 包括腾讯、快手、哔哩哔哩。展望 FY25: 1) 我们预计腾讯 FY25 营销收入同比增长 17%, 视频号广告加载率仍有提升空间、AI 持续提升广告 ROI 及单价、小游戏/微短剧驱动小程序广告收入增长; 2) 我们预计哔哩哔哩 FY25 广告收入同比增长 28%, 主要得益于电商行业广告预算增量、广告加载率提升以及广告算法持续迭代; 3) 我们预计快手 FY25 广告收入同比增长 14%, 其中外循环广告增长得益于小游戏/短剧/本地生活等行业的增量预算, 内循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

### ■ 电商: 网上零售额同比增速 4 月环比 3 月略有降速, 但仍具韧性

据国家统计局数据, 2025 年 4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1% (2025 年 3 月: 5.9%), 弱于 Wind 一致预期的 5.5%。4M25 实物商品网上零售额同比增长 5.8% (1Q25: 5.7%), 其中单 4 月份同比增长 6.1%, 环比降速但仍具韧性 (2024 年 9 月/10 月/11 月/12 月/2M25/2025 年 3 月: 6.4/11.3%/-2.7%/+3.8/+5.0/+6.9%); 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.3% (4M24: 23.9%)。

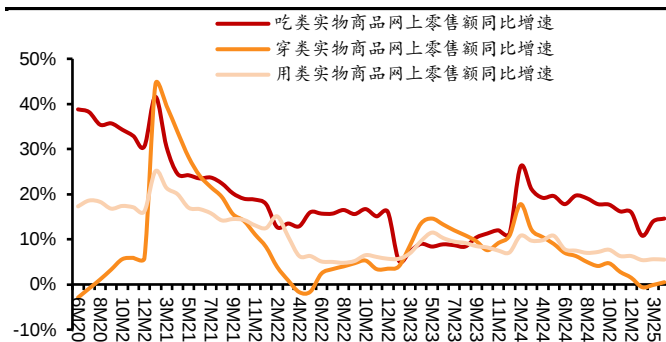
非实物商品网上零售额（主要是旅游及游戏）增长环比降速，或因季节性原因：2025 年 4 月非实物商品网上零售额同比增速为 12.0%（2024 年 9 月/10 月/11 月/12 月/2M25/2025 年 3 月：6.1%/4.8%/3.7%/15.6%/19.1%/21.1%）。国补重点类目（家电、电脑）表现仍亮眼，但手机品类降速较为明显：以旧换新及国补重点类目表现中：2025 年 4 月：1) 家用电器和音箱器材类零售额同比增长 38.8%（2025 年 3 月：35.1%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 19.9%（2025 年 3 月：28.6%）；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 33.5%（2025 年 3 月：21.5%）。

图 5: 中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 6: 中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

### ■ OTA：旅游需求具备韧性、出境游增长仍然强劲

通过 2Q25 主要节假日的出游趋势跟踪，及在线旅游平台的数据跟踪，我们预计携程及同程 2Q25 业绩将具备韧性。

**携程：**对于国内业务，管理层指出，2Q25 QTD 预订量增长势头稳健，酒店预订量同比增长约 10%-15%，交通票务量同比增长中低单位数。管理层还提及国内住宿预订的日均房价同比降幅从一季度的高单位数收窄至二季度的中低单位数，呈现改善趋势。携程平台上的出境机票及酒店预订量在 1Q25 已恢复至 2019 年水平的 120% 以上（4Q24：约 120%；1Q24：约 90%），持续领先整体行业约 30-40 个百分点。我们认为这一趋势在 2Q25 有望延续，但下半年该业务的营收增长将面临高基数压力。纯国际业务方面，Trip.com 在 1Q25 贡献了集团 13% 的营收，营收同比增速维持在 50% 以上。考虑到海外市场下半年的季节性优势及携程为推动增长的增量投资，我们预计其营收增速 2H25 将相较 1H25 略有加速。对于 2Q25，我们预计携程集团层面营收将达 146 亿元人民币，同比增长 15%，增速环比保持韧性。

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

## ■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、网易、腾讯音乐、快手、携程

- 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，得益于常青游戏的稳健表现、《三角洲行动》等新游戏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 10%/16%，公司当前估值对应约 17x FY25 non-IFRS PE (剔除战略投资对应 15x PE)。考虑腾讯稳固竞争优势、较高的盈利增长确定性以及 AI 变现的长期机会，公司仍然是我们行业首选之一。
  - 2) **阿里巴巴 (BABA US)**：我们对 1QFY26 淘天集团维持稳健的盈利增长维持乐观，主要得益于抽成率提升和健康的 GMV 增长推动。对于云业务，我们认为其有望在 1QFY26 实现营收同比增速的环比进一步加速，并相信阿里巴巴在基础设施建设和研发能力提升方面的投资将为长期增长铺平道路。国际数字商业集团 (AIDC) 板块预计将如预期于 FY26 实现首季盈利，非核心业务有望在 1-2 年内达到盈亏平衡。我们认为阿里巴巴是 AI 时代核心受益者之一，并有望受益于潜在的增量消费刺激政策。我们的目标价为 155.5 美元，对应 15.7x FY26E PE (non-GAAP)。
  - 3) **网易 (NTES US)**：游戏业务受宏观及消费影响较为有限，得益于《漫威争锋》、《燕云十六声》等新游戏贡献，以及《第五人格》、《蛋仔派对》等常青游戏的良好表现，公司 FY25 游戏收入增长有望重新加速 (+10% YoY)；叠加成本以及销售费用优化，我们预计调整后净利润同比增长 20%。公司目前交易在 15x FY25E PE，处于 2 年平均 PE 的水平。
  - 4) **腾讯音乐 (TME US)**：音乐业务受宏观及消费影响有限，行业竞争格局稳定，具备较好的抗周期/抗风险属性；在付费用户数增长+ARPPU 提升带动下，我们预计公司 FY25E 全年调整后净利润同比增长 16%；ARPPU 提升有望推动公司 FY25 全年利润表现超预期，可留给管理层更多利润空间投资新业务/提升股东回报。
  - 5) **快手 (1024 HK)**：我们看好快手受益于 AI 应用发展，其中 1) AIGC 能力进一步提升在线营销服务的生产效率，1Q25 广告主在 AIGC 营销素材上的日均消耗超出 3,000 万元；2) 1Q25 可灵 AI 收入超 1 亿元，我们预计可灵 AI 在 25 年将产生约 7 亿元收入。我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，我们预计公司 25-27 年调整后净利润 CAGR 14%，公司当前 10x FY25E PE 相较利润增速/历史均值/行业均值均具备较高吸引力。
  - 6) **携程 (TCOM US)**：在国内和出境游有望维持稳健增长且纯海外投资维持较高效率的情况下，公司 2025 年的盈利增长及利润率或有望好于市场预期。公司目前交易价格对应 18.3x 2025E PE (non-GAAP)，对比两年均值 19.7x 或仍有进一步提升空间。
- **风险提示**：1) 消费复苏不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 地缘政治风险带来增量扰动。

## 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

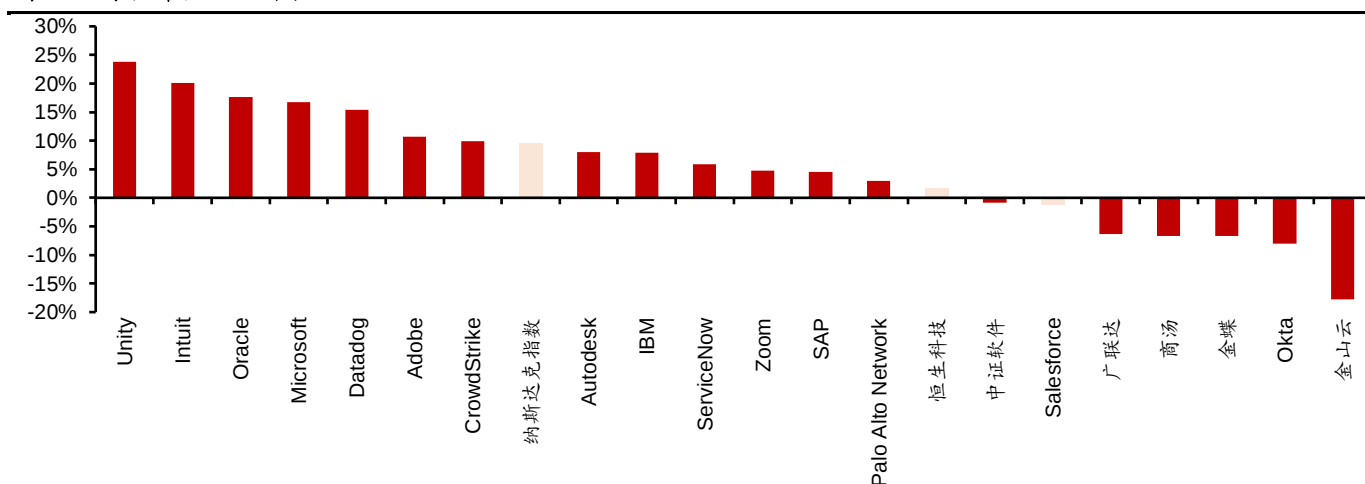
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

宏观不确定影响下行业基本面展望并未结构性乐观，而核心业务增长展望强化的公司（如微软）及业绩好于市场此前较为保守预期的公司表现好于行业。展望来看，我们认为 AI 产品实质性的变现稳步推进或仍是支撑股价表现的重要因素，而持续维持相对行业更优的营收增速和利润率水平将有望在市场波动的情况下获得估值支撑。我们仍推荐估值处于板块相对低位，但有望持续受益于 AI 业务带来增量变现的 Salesforce (CRM US)。中国软件公司方面，我们推荐云化领先且中长期有望通过 AI 获得增量变现的金蝶 (268 HK)。

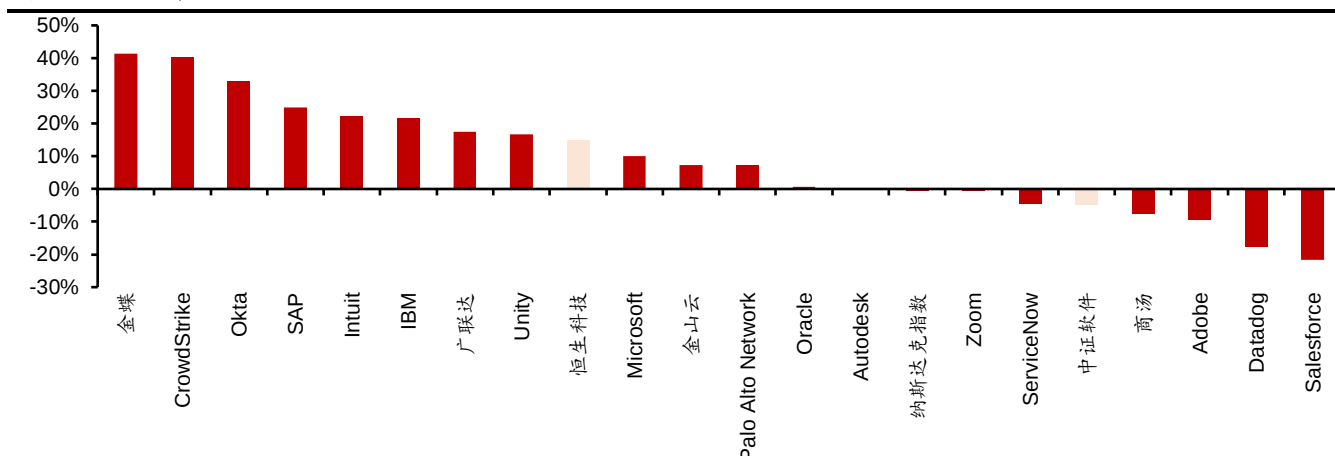
5 月恒生科技指数上涨 2%，纳指上涨 10%，Unity/Intuit/Oracle 涨幅领先。Unity 公布好于预期的 1Q25 业绩，总收入同比下滑 10%，较一致预期高 4%。Unity Vector AI 广告解决方案提前上线，带动 Grow 业务表现好于预期；Unity 6 早期反馈积极，已有 43% 活跃用户完成迁移。

图 7: 5 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: YTD 软件板块股价表现



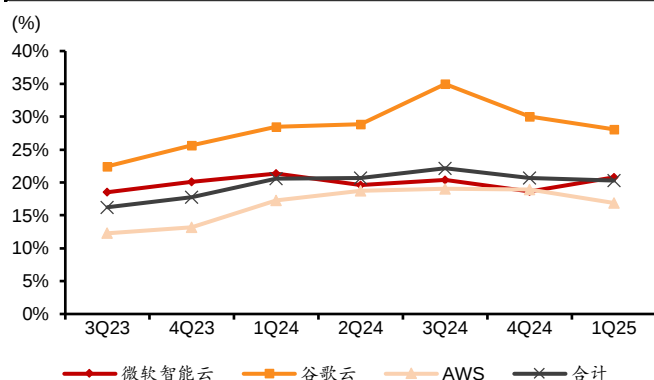
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 6 月 2 日

### ■ 公有云: 营收增速略有分化, 利润率影响尚未显现

就 1Q25 季报展现出的趋势来看, 美国云厂商云业务营收增速整体维持强劲, 微软云业务展现重新加速趋势, 而亚马逊和谷歌云业务营收增速环比略有放缓, 或可归因于供给仍受限及云业务存在销售周期。AI 云业务营收增长仍强劲, 亚马逊 AI 云相关营收仍维持三位数同比增长趋势, 微软人工智能云服务对 Azure 的收入增长带来 16ppts 的增速贡献。我们认为, 2H25 供给短缺趋势缓解或有望为整体北美云厂商的营收增长提供支撑。利润率层面: 谷歌云 OPM 17.8% (1Q24: 9.4%; 4Q24: 17.5%)、AWS OPM 39.5% (1Q24: 37.6%; 4Q24: 36.9%) 仍呈现稳中有升趋势, AI 投资对利润率的拖累尚未完全展现; 微软智能云板块运营利润率同比下降 1.5 个百分点至 41.5%, 但 AI 的拖累效应仍好于此前市场担忧下较为保守的预期; 但展望来看, 因 AI 云整体利润率相对较低, 营收占比提升对云业务的利润率影响或将在 2H25 逐步显现。

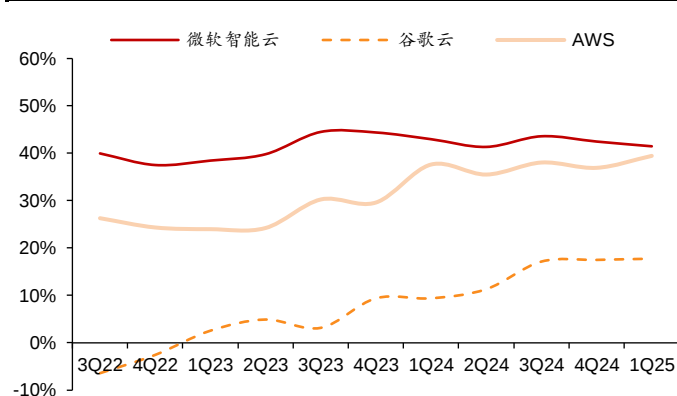
图 9: 美国主要互联网公司云营收增长



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 10: 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, 整体云厂商的营收增长处于重新加速状态, 阿里云 1Q25 营收同比增长 18% (4Q24: +13%), 百度云 1Q 营收同比增长 42% (优于市场一致预期的+26% YoY); 阿里云 1Q25 利润率 8.0% (+2.4ppts YoY, -1.9ppts QoQ), 主因公司对基础设施及研发资源进一步投入以把握中

长期发展机遇，公司预期未来几年云业务利润率有望至少维持中高单位数的利润率水平。Capex 方面，阿里、腾讯 capex 环比均有所下降，或因季节性波动及供给扰动，但 capex 符合预期，且公司维持全年或此前三年 capex 指引不变。

#### ■ 海外软件：关注生成式 AI 应用落地及变现进展

我们认为 AI 仍是全年投资主线，但受益路径有望从 AI 芯片以及 AI 公有云进一步传导到更多应用场景，包括 B 端和 C 端的应用软件，企业 SaaS 和数据云平台营收有望相较 2024 年加速。Salesforce 公布了 1QFY26 业绩：总收入同比增长 8% 达到 98 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 8% 达到 32 亿美元，均符合一致预期。CRPO 同比增长 12% 至 296 亿美元，较一致预期高 2%，主要得益于良好的续约表现以及数据云与 AI 业务的良好发展势头。1QFY26 数据云与 AI 产品 ARR 超过 10 亿美元，同比增长超 120%。1QFY26 前 100 大交易中，约 60% 涉及数据云和 AI 产品。自推出以来，公司已完成 8,000 笔 Agentforce 订单，其中一半为付费客户。管理层指出，1QFY26 Agentforce 新增订单收入中 30% 来自现有 Agentforce 客户，表明 Agentforce 产品良好的使用趋势。

#### ■ 推荐买入 Salesforce、金蝶国际

**Salesforce (CRM US)：**我们看好 2025 年 Salesforce 的 AI 商业化加速，主要来自于 AgentForce 产品收入起量以及 AI 带动数据云产品销售。1QFY26 数据云与 AI 业务 ARR 超 10 亿美元，同比增长超 120%。自推出以来，公司已完成 8,000 笔 Agentforce 订单，其中一半为付费客户。我们预计公司 AI 产品收入有望在 FY26 年进一步起量。公司目前估值仅对应 14x FY26E EV/EBITDA，相较 2 年均值 16x 具备较高安全边际。

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

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

## 医药

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

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

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

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

#### ■ 未来 6 个月看法乐观

受益于创新药出海交易、国内集采政策优化、创新药丙类医保目录落地、医疗设备招标复苏、内需复苏等积极因素推动，医药行业有望继续上涨。创新药短期上涨显著，普涨行情或将难以持续，未来个股表现或将分化。看好催化剂丰富、估值安全边际强的创新药个股。

今年 4 月中美关税摩擦以来，仍有多项药品出海 BD 交易达成，显示创新药出海势头仍然强劲。例如：5 月 20 日，三生制药授权辉瑞在全球（中国除外）开发、生产及商业化 SSGJ-707 (PD-1/VEGF) 的权益，首付款高达 12.5 亿美元，里程碑付款高达 48 亿美元。5 月 15

日，石药集团授权 Cipla USA 在美国商业化伊立替康脂质体注射液，首付款 1,500 万美元，潜在里程碑付款超 10 亿美元。4 月 29 日，复宏汉霖将 HLX13（抗 CTLA-4 生物类似药）的海外权益授予 Sandoz，交易金额为 3.01 亿美元。4 月 24 日，荃信生物将 QX030N 的全球权益授予 Caldera Therapeutics，交易总金额超过 5.5 亿美元。我们认为，MNC 购买中国创新药资产的热情不减，将持续成为中国创新药出海的重要动力。

## ■ 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）、固生堂（2273 HK）、巨子生物（2367 HK）、诺诚健华（9969 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 年中获批，有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物。IBI363（PD-1/IL2）在 IO 经治肺鳞癌、3L+结直肠癌以及 IO 经治黑色素瘤均展现了优秀的早期疗效数据，未来有重磅出海潜力。

**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）、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 6 月，CDK4 将公布初步疗效数据，也是重要催化剂。

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

**4) 固生堂：**在医保资金监管趋严的大背景下，固生堂作为行业龙头，凭借极强的合规运营以及充沛的资金实力，将抓住逆势扩张的机会。预计 25 年公司的门店扩张节奏将恢复正常（相比 24 年下半年），公司计划在 25 年新增 15-20 家门店，新进入 2-3 个城市，进一步巩固其民营中医服务机构的龙头位置。我们预计固生堂 2025 年收入和经调整净利润分别同比增长 26.7% 和 20.4%。

**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。

**6) 诺诚健华：**作为中国唯一获批且纳入医保的用于治疗边缘区淋巴瘤（MZL）的 BTK 抑制剂，奥布替尼有望保持强劲增长。奥布替尼在多发性硬化症（MS）领域展现出较大潜力，两项 3 期临床试验（PPMS 和 SPMS）正在美国进行中。奥布替尼针对系统性红斑狼疮（SLE），已公布了强劲的 2a 期数据，预计 4Q25 将发布 2b 期数据。ICP-322（TYK2 抑制剂）在特应性皮炎（AD）中展现出优于现有治疗方案的潜力。看好奥布替尼、ICP-332 等产品的出海潜力。

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

## 食品饮料、美妆护肤

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

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

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

### ■ 推荐标的

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

### ■ 风险提示

原材料价格波动、扩内需政策力度不及预期、地缘政治影响超预期等。

## 可选消费

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

5月消费数据非常强劲，对比4月，各子行业都有大幅反弹，主要受惠于五一客流、单价和折扣较好。虽然端午节数据没有五一好，但考虑到假期较短（25年在周六，24年在周一），在高考时间前和天气略差（南方下雨较多）等因素，表现已经很不俗，不改今年消费行业温和复甦的趋势。分行业来说，茶饮咖啡、旅游-酒店和服装行业均好于预期，而体育用品，餐饮和家电行业则符合预期。

短线来说，虽然我们预期6月可能会出现旺季后回调，但对6月和2季度的展望仍然十分正面，主要是因为：1)低基数，2)国家以旧换新补贴（包括消费者信心提振和对其他行业的溢出效应），3)外卖大战（补贴力度可能略有减少，但相信会延续至暑假），4)强劲的入境游带来新增的消费力，5)贸易战短暂缓和（加快囤货可能会带来出口订单提升）等。我们认为仍然是加仓布局龙头公司的好时机。中长线来说，我们持续关注贸易战对需求的影响、国家政策支持力度和线上抖音渠道可能出现的增长放慢等。对于个别子行业，像出口和制造，家电等，在中美贸易战下，我们的看法仍然保守。

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

#### ■ 体育用品行业（维持看好）

5 月行业平均零售流水增长估计在中到高单位数，符合我们预期，比 4 月的持平和 3 月的低单位数，有大幅改善。主要原因是：1)基数较低，2)消费力在旺季集中爆发，3)品牌提早推出促销活动等。从品牌来说，On 和 Salomon 表现非常强劲（录 100%以上增长），Kolon 强劲（70%以上增长），Descente 也很好（50%增长以上），Arc'teryx 和 Saucony 增长较快（30%以上增长），Adidas 强劲（10%以上增长），FILA、特步、361 录得约高单位数增长，安踏和李宁约为中单位数增长，Nike 也有正增长。不过就折扣水平来说，5 月以及 618 同比仍在加深，差于预期，原因估计还是为了推动流水增长，不过目前行业整体的库存比较健康，风险不高。

我们仍然看好 2 季度的表现，原因包括：1)目前流水增长仍然健康，符合预期，而且在管理层十分保守的 25 年指引下，低于预期的概率很低，2)期货增长不快，未来库存的压力预计也不会太高。但对于折扣率，以及贸易战对需求的影响，我们会持续观察，希望国家的支持政策力度较高。我们仍建议投资者加仓龙头公司。某些品牌像安踏和 FILA 努力降低 618 的退货和退款率，所以折扣率应该表现会优于同行。

我们仍然首选安踏(2020 HK, 买入)，原因是：1)户外品牌增长强劲，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。李宁(2331 HK, 买入)开始企稳，但经销商像滔搏(6110 HK, 买入)的线下业务压力较大。

#### ■ 服装行业（维持中性）

5 月的行业平均增长约为高单位数，比 4 月和 3 月的低单位数增长有明显加速，主要是因为假期较多、线下客流好转等。从主要品牌来说，波司登、利郎和江南布衣表现不俗，流水有高单位数甚至更高的增长，均优于行业平均水平。

展望 2 季度，我们的看法仍然保守，主要是担心假期增长效应减弱以及电商增长可能继续放慢。未来增长转弱时，可能需要加大折扣来消化期货，利润率可能会面临新的压力，618 的折扣力度同比也有所增加。不过因为主要品牌目前的订货和库存管理水平都较好，在市场已经下调预期，且股息率仍然吸引的情况下，股价有望企稳回升。

我们目前较为推荐江南布衣(3306 HK, 买入)，因为短线的宏观压力稍微改善，且公司的会员营运和产品品类拓展都有较好成效，在基本面改善下，叠加高股息，也许会引来更多买盘。对波司登(3998 HK, 买入)看法仍然是审慎乐观。我们认为其业绩仍然会符合预期，目前股息率较高，下行风险较低，利郎(1234 HK, 买入)的情况也类似。

#### ■ 餐饮行业（维持看好）

5 月行业的平均同店销售下降中位数，和 4 月和 3 月的高单位数相比，略为好转，从复甦率的角度来说也企稳回升，符合预期。普遍来说，低价品牌客流企稳，但价格略为下降，中和高价品牌则客流和价格双降。按品牌来说，绿茶和小菜园的表现较好，5 月同店增长有所转正，但 Domino、海底捞、KFC、Pizza Hut 都有些压力，前两者是因为 23 年和 24 年的

表现太好，有高基数的原因，而后两者则是因为没有参与京东外卖而有份额流失，其他品牌包括九毛九、太二、呷哺呷哺、凑凑的表现相对较弱，但跌幅仍然在收窄。

展望 2 季度，因为：1) 基数很低，2) 餐厅出清较多后，品牌更为理性，价格战和折扣者有改善，所以平均单价和毛利率都不再下跌。未来同店销售仍会带来巨大的经营杠杆，利润率也许会有不能被忽视的提升空间。现在仍然是布局餐饮行业龙头的良好时间点。不过特别要提的是，外卖大战对于餐饮来说帮助十分有限，反之对茶饮的利好较大。

茶饮行业方面，5 月份同店销售增长加速至近 20%，较 4 月的 15% 以上再度加速，也明显快于 3 月的低单位数增长。主要是受惠于：1) 低基数，2) 外卖平台补贴，3) 天气转热，4) 大量的新产品推出等。分品牌的表现来说，古茗和茶百道都有约 20% 以上的增长，而蜜雪冰城和瑞幸咖啡估计也有 10% 以上同店增长，其次是星巴克，最差则是奈雪的茶和霸王茶姬。

展望 3 季度，因为基数比 2 季度高，所以增速可能会环比放慢，但相信仍能持续较快增长，特别是我们预期外卖平台的补贴是会延续至暑假，天气也很可能持续比去年更热。

目前首推仍然是瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)，因为预期需求改善，竞争减少，折扣和平均单价能持续改善，带动同店销售复甦，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。达势股份(1405 HK, 买入)短期同店可能面临高基数的风险，但我们持续看好公司中长线发展。我们对百胜中国(9987 HK/ YUMC US, 买入)的看法已转得保守，因为公司在外卖平台优惠的参与度更低，而且平均店效增长也比预期更慢。

#### ■ 旅游 - 酒店行业 (上调至看好)

5 月的行业平均 RevPAR 转为增长，比 4 月的低单位数和 3 月的约高单位数的下降，持续改善，符合预期。主要原因是 1) 连假天数增加，2) 入境游强劲增长，3) 消费者对旅游的欲望仍然靠其他消费品强，4) 品牌更为克制，价格战减少。当中增长的主要是 OCC，ADR 则跌幅收窄。按价位来说，高端和中高端表现更好，中端和经济型一般，然后低线城市比高线好，另外，休闲旅游需求比商务需求更好，但两者都有增长。根据我们的观察，端午节的表现比五一略差，但考虑到下雨较多，假期在高考之前，假期天数较短（2025 年是在周六，2024 年在周一），表现已经非常不俗，也显示整体需求较强。

展望 2 季度和 3 季度，我们的看法已经转得比较乐观，预计 RevPAR 增长可能会转正，在行业供应增长逐渐减少的情况下（酒店数目增长约在 5% 左右，新增签约数减少和办公楼转酒店政策暂停等），需求持续改善，拐点可能已经提早出现。加上，目前来看，暑假的订单仍然较好，以及国家也在推出更多提振消费和旅游的政策，所以我们上调行业的评级至看好。从宏观角度来看，因为中美谈判略有成绩，短线压力明显减少，但中长线来说，宏观不确定性仍大，我们会持续关注。

#### ■ 家电行业 (维持中性)

25 年 5 月的大家电行业全渠道销售增长约为 50% 以上，4 月和 3 月的 30% 以上，有重新加速，但慢于 2 月的 70% 以上，仍然是符合预期。按品类来说，空调表现仍然最好，冰箱和洗衣机则差不多。平均单价在 2025 年开始，只有单位数同比增长，较为稳定。

展望 3 季度，凭借渠道补库存的需求，品牌方的销售仍然稳健，但我们的看法开始变得更加保守，因为 5 月份的流水增长虽然很强劲，但平均单价也没有上升太多，加上房地产竣工数仍有 20%至 30%的下跌。这些其实都在说明，尽管有补贴刺激，但需求仍然在转弱，而且进入下半年，高基数开始明显，增长难免会转差。从行业的排产数据来说，未来几个月增长都会放缓甚至转负。所以对于 2025 年全年来说，我们的看法维持保守，因为：1)国家补贴会受到小家电（像净水器、洗碗机和电饭煲等）和其他电子产品（像手机和平板电脑）的分流，2)出口业务增长会随着高基数的出现而放慢，3)美国关税提升，都不利销售或销量的增长和利润率。

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

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

## 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**

**五月多家车企发布一季报业绩，整体质量较高：**

**吉利 (175 HK, 买入)** 1Q25 净利润 57 亿元，同比提升 263%，符合此前的盈利预告，公司的成本控制好于市场预期。极氪品牌 1Q25 政策毛利率 21.1%，创历史新高，得益于极氪 009 毛利率或显著高于预期，也帮助极氪港股报表归母净利润首次扭亏为盈至 3.7 亿元。我们预计极氪的净利润贡献将从 2026 年开始显著提升，我们认为吉利对极氪私有化的提议对公司的战略发展是正面的。吉利前 5 个月零售销量同比增长 49%，我们预计吉利 2025 年总销量有望同比增长 29%至 280 万辆（高于公司目标 271 万辆）。基于协同效应带来的成本节省以及私有化对极氪持股比例的提升，我们上调 2025 及 2026 年净利润预测至 152 亿元和 167 亿元。

**小鹏 (XPEV US/9868 HK, 买入)** 1Q25 收入略超预期，主要得益于超预期的平均售价，净亏损同环比大幅减少至 6.64 亿元，超市场预期。基于前 5 个月强劲的销量表现和下半年的新车型上市计划，我们将 2025 年销量预测上调至 46 万辆。随着更高毛利率车型的交付，我们预计全年整车毛利率将同比大幅提升至 12%。我们认为小鹏有望在 3Q25 实现净利润层面的盈亏平衡。我们预计 2025 年净亏损仅 9 亿元，并在 2026 年实现全年盈利 37 亿元。

**理想 (LI US/2015 HK, 买入)** 1Q25 收入略低于预期，但得益于卓越的成本控制能力，净利润达到 6.5 亿元，基本符合预期。Mega Home 订单的超预期表现为后续纯电车型注入信心，我们预计 2025 年和 2026 年公司整体销量将分别同比提升 16%和 24%至 58 万辆和 72 万辆。公司指引将全年研发费用下调至 110-120 亿元 (vs. 原 130-140 亿元)，我们亦进一步下调销售费用预测至 125 亿元，综上，我们预计 2025 年净利润将同比提升 29%至 104 亿元。

**零跑 (9863 HK, 买入)** 1Q25 毛利率环比提升至 14.9% 创历史新高, 超市场预期, 主要得益于与一汽的战略合作带来的服务收入。剔除战略合作影响, 我们估算 1Q25 销量在和 3Q24 销量相当的情况下, 整车毛利率提升超 4 个百分点, 印证了公司卓越的降本能力。随着全部车型于今年年中切换至 Leap 3.5 架构, 预计降本效果将更为显著。鉴于 4-5 月销售表现及订单量超预期, 我们将 2025 年销量预测从 48 万辆上调至 55 万辆。我们维持对今年盈亏平衡的预测, 并将 2025 年净利润预测从 -0.98 亿元上调至 1.18 亿元。我们预计公司 2026 年净利润有望实现十倍增长。

- **五月行业整体销量强于预期, 理想、鸿蒙智行销量持续回升, 零跑创新高。** 11 家车企在 6 月 1 日公布了 5 月的新能源车销量, 合计同比增长 26%, 环比增长 6%。理想 5 月销量同比增长 17%、环比增长 20% 至 4.1 万辆。Mega Home 在 5 月下旬开启交付, 订单显著超预期, 根据现有订单情况, Mega 稳定月交付预计可达 2,500-3,000 辆。在 1 季度业绩公告中, 官方给出 2 季度销量指引 12.3-12.8 万辆, 以此计算, 理想 6 月销量预计将恢复到 4.8-5.3 万辆。零跑 5 月销量同比增长 148%、环比增长 10% 至 4.5 万辆, 创历史新高。1-4 月零跑出口达到 1.4 万辆, 出口量逐月快速提升, 预计 2025 年底马来西亚 KD 工厂开始量产 C10, 2026 年开始实现欧洲本地化制造, 凭借于 Stellantis 的合作, 零跑的出口进程快于其他中国新势力。鸿蒙智行 5 月销量同比增长 45%、环比增长 33% 至 4.5 万辆。问界 M8 于 4 月 20 日起交付, 5 月作为首个完整交付月实现销量 1.2 万辆, 成为支撑鸿蒙智行销量的爆款车型。5 月 1-25 日行业整体乘用车零售 (不含进口及部分 MPV 车型) 销量 137.1 万台, 日均同比去年 5 月 1-26 日增长 10%, 日均环比 4 月 1-27 日增长 7%, 强于我们此前的预期。其中新能源车型销量 71.1 万台, 日均同比增长 20%, 日均环比增长 6%, 新能源市占率 51.9%。
- **商务部召集研究“零公里二手车”问题, 短期或利空行业销量, 长期有利于行业健康发展。** “零公里二手车”是指已登记上牌但未实际使用的新车, 通过二手交易渠道以低于新车的价格销售。通过这一方式, 车企和经销商借助二手车商清理滞销车型、提前确认销量、加快资金回笼, 帮助车企和经销商缓解资金压力。但是大规模的“零公里二手车”扭曲了渠道真实库存和市场需求, 因为有难以统计数量的“新车”实质仍在流通渠道中。此现象存在的另一个主要原因是国家补贴 (报废/置换) 使得二手车商在买卖中获得足够的套利空间。商务部主动召集车企、经销商以及二手车交易平台座谈研究“零公里二手车”问题, 该乱象有望得到治理, 短期对零售销量有负面影响, 长期有利于行业有序竞争。
- **比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入) 掀起新一轮价格战至今, 部分车企股价显著回撤, 估值更具吸引力。** 五月, 随着中美开始关税谈判以及部分车企 1Q25 业绩超预期, 市场乐观情绪高涨, 股价持续上涨, 到 23 日估值达到短期高点。5 月 23 日比亚迪宣布“618 一口价”促销活动至今, 车企股价显著回调, 其中近期涨幅较为显著的比亚迪、吉利汽车、零跑汽车下跌幅度较大。根据我们的统计和测算, 本次所谓“一口价”车型的终端折扣在 4 月下旬已有显著提升, 而且官宣的降价幅度中还包含国家补贴、置换补贴等特定条件的优惠, 5 月底新增的实际折扣远低于部分投资者的认知。我们测算本轮价格优惠对比亚迪的单车盈利能力影响有限。经过本轮股价回调, 我们认为汽车板块已出现更好的买入机会。
- **投资建议**

推荐关注**吉利汽车**: 吉利 1Q25 盈利超预期, 体现出公司卓越的成本控制能力, 我们认为极氪和领克合并的协同效应已经得到初步体现, 而在极氪私有化完成后, 凭借品牌、平台及人员的全面整合, 管理层指引成本、费用节省有望高达数十亿元。4 月上

市的领克 900 订单超市场预期，随着 6 月底至下半年更多新车的推出，将为吉利的股价提供正向催化剂。基于 2025 年 152 亿元的净利润预测，当前股价对应 11x FY25E P/E，估值相较其他车企仍有吸引力。

- **小鹏汽车：**今年前五个月合计销量超 16 万辆，同比翻四番。5 月 28 日小鹏 Mona M03 焕新上市，Max 版本定价具有竞争力，1 小时大定突破 1.25 万辆。今年还有 4 款全新车型，其中包括 2 款增程车型都将为今年销量带来强有力的支撑。管理层指引 2025 年研发费用将同比增加 32% 至 85 亿元，隐含 2026 年仍有大量新车型推出。强劲的新车周期下，销售动能有望延续。密切关注 6 月将上市的 G7 订单表现，或成为股价新的催化剂。
- **风险提示：**新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争及价格战超预期，新车型的定价和市场反馈弱于预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

## 房地产和物管

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

### ■ 乐观

乐观。重点开发商 5 月合同销售额同比-11%，月环比+15%，符合预期。其中金茂、滨江、中海表现较强，分别同比增 111%、72%、30%、21%。表现较弱的有万科、金地同比均下降 52%。网签数据方面，截至 5 月 31 日，新房 30 城、二手房 16 城 5 月同比降 3%、持平。购房情绪自 3 月旺季以来以较稳定节奏回落，并在 5 月出现些许修复，并未出现市场担忧的断崖式下跌。

我们对二季度地产板块表现维持乐观预期，核心支撑逻辑如下：1) 政策支持释放边际需求：公积金贷款利率下调 25 个基点将有效释放购房需求。当前销售虽进入传统淡季，但并未出现断崖式下滑，而是呈现平稳的季节性回落态势，表明购房情绪有望保持稳定；2) 流动性宽松提振市场信心：降准降息释放万亿级流动性，将系统性改善消费与投资环境。居民消费意愿较去年同期显著提升，形成需求端支撑；3) 市场风险偏好回升：融资端负面事件（如国央企信用风险）的担忧明显缓解，对销售端形成积极传导；4) 负面因素边际钝化：板块重大风险逐步出清，当前环境下任何积极信号均可能成为估值修复的催化剂。综上，我们重申对优质地产标的的增配建议。

### ■ 推荐标的

选股方面，我们建议：1) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地、龙湖集团等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳 (BEKE US) 作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度，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标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

风险提示：购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

## 保险

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

### ■ 寿险 NBV 稳健增长，价值率提升仍存空间

上半年险企新业务价值有望延续增长，以价值率提升为主要驱动。上市险企产品结构持续向分红险转型，预计上半年新单保费小幅承压。随着二季度央行降准降息落地，市场对二季度人身险预定利率研究值进一步下调已有预期；根据动态调整机制，我们认为行业预定利率下调有望于三季度落地。资负匹配及资产端综合投资收益能否覆盖负债端存量刚性成本等问题仍是险企估值掣肘的重要关注。从负债端看，我们预计年内新业务价值将延续增长，四季度预定利率下调带动价值率改善仍存空间。其中个险渠道，我们预计行业代理人规模有望逐步企稳，渠道 NBV 有望随代理人产能和分红险销售占比提升逐步提升；银保渠道 NBV 随价值率提升而进一步上行，但增长幅度同比可能小幅收窄。

从资产端看，我们认为 1) OCI 权益配置增配高息股的趋势延续；2) 长期股权投资布局持续加码。截至 5 月底，7 家保险公司年内举牌 15 次，超过 2023 年全年险企举牌数量；私募证券投资基金的设立将进一步完善险企表外权益投资体系，整体来看，对负债端 BBA 存量业务占比较高的险企而言，我们认为其投资端的压力仍未完全释放。一季度保险资金运用中总投资收益率(年化)变动为：人保财险(+1.6pct) > 新华(+1.1pct) > 太保(-1.2pct)；综合投资收益率(年化)变动中平安(+0.8pct) > 新华(-3.9pct)。

财险方面，1-4 月车险保费放缓至中低单位数，非车险结构持续优化，主要以个人非车意健险增长带动。保费收入增速层面看：众安(+12.7%) > 行业(+5.2%) > 太保(+0.7%)；其中车险保费增速为 4.3%，非车险保费增速为 5.9%。车险件均逐步企稳回升，预计全年行业车险保费增速为 4%-5%，趋近新车产销量增速水平。非车承保结构持续优化，保费规模随个人非车意健险的增长持续释放。上半年承保综合成本率有望显著改善，得益于大灾出险频率回落。

截至 6 月 3 日，港股中资保险板块交易于 0.12-0.53x FY25E P/EV，处于历史估值低位，下行风险反映充分。维持行业“优于大市”评级，重点关注三大主线：1) 财险行业龙头标的，推荐买入中国财险 (2328 HK, 买入，目标价：15.8 港元)，公司承保和投资业绩双轮驱动盈利高增，建议逢低配置；2) 区域险企推荐买入友邦保险 (1299 HK, 买入，目标价：89.0 港元)，多元化市场布局叠加 16 亿美元回购计划加速完成，支撑公司股价上行；3) 成长性标的关注众安在线(6060 HK, 买入，目标价：20.4 港元)，受香港稳定币发行预期催化，市场增量资金流入将带动公司长期价值重获关注。

### ■ 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

■ 挖掘机确定性仍然最高; 非土方机械数据仍然好坏不一

土方机械（挖掘机和装载机）继续是今年以来所有工程机械中销售增长最理想的机械，挖掘机主要由于市政工程以及农村建设对小挖的拉动，而装载机则同时获得产品电动化的拉动。

其他机械方面，4月份非土方机械销量涨跌互现。叉车销量总体保持韧性，而塔式起重机的国内销量（同比下降61%）和出口（同比增长49%）仍然呈现较大分化。高空作业平台销量同比下降31%，主要由于国内销量依然疲软。

我们认为总体上挖掘机仍然是目前各类工程机械中确定性最高的品类，驱动因素包括可见将来国内更新需求进入上升周期以及相对稳定的海外需求。

图 11：4月份中国工程机械行业销量

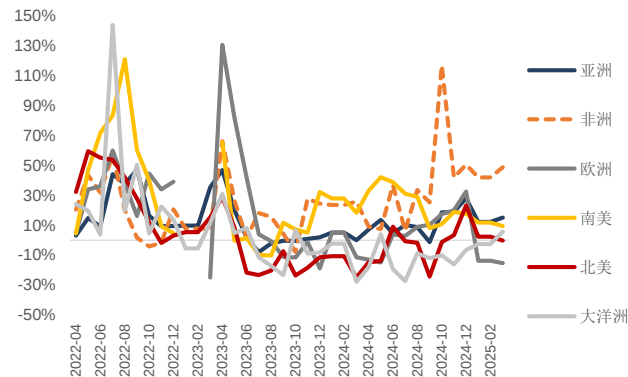
|        | 销量(台)   |        |        | 同比变动 |      |     |
|--------|---------|--------|--------|------|------|-----|
|        | 合共      | 中国     | 出口     | 合共   | 中国   | 出口  |
| 挖掘机    | 22,142  | 12,547 | 9,595  | 18%  | 16%  | 19% |
| 轮式装载机  | 11,653  | 7,191  | 4,462  | 19%  | 35%  | 0%  |
| 汽车起重机  | 2,082   | 1,250  | 832    | -3%  | -3%  | -4% |
| 履带起重机  | 280     | 99     | 181    | 3%   | -7%  | 9%  |
| 塔式起重机  | 482     | 266    | 216    | -42% | -61% | 49% |
| 叉车     | 130,109 | 84,317 | 45,792 | 5%   | -1%  | 18% |
| 高空作业平台 | 14,635  | 6,169  | 8,466  | -31% | -51% | -3% |

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 新兴市场仍然是中国工程机械的长期增长动力

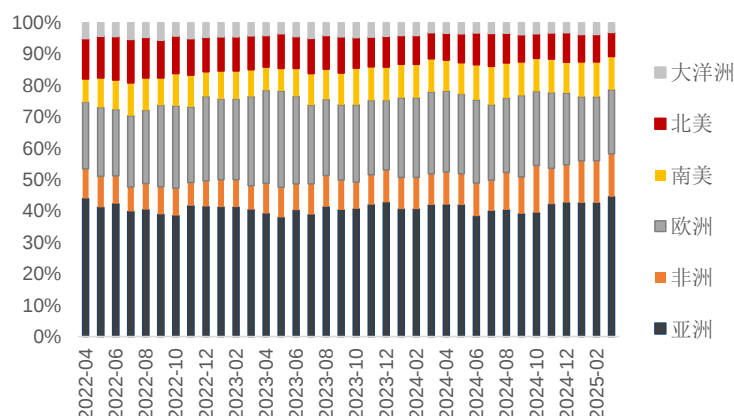
新兴市场仍然是中国工程机械的主要增长动力，主要由于主机厂持续提升产品质量以及海外的配件供应和售后服务。另一方面，总体上美国对中国货品的征收的关税对中国工程机械制造商的影响有限，主要由于：（1）大多数中国工程机械制造商在美国市场的收入占比较低；（2）中国制造商也普遍制定了应对关税的计划，包括进一步推进产能出海。在我们的覆盖中，只有鼎力受到较大的影响（2024年30%收入来自美国，而且大部份产品由中国出口至当地）。

图 12：中国工程机械月度出口金额同比增速



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 13: 中国工程机械月度出口金额分布



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

#### ■ 4 月份重卡行业销售增速转正

重卡方面, 4 月份重卡行业销售同比上升7% (一季度同比下跌3%), 我们继续看好行业销售回升的观点, 主要由于以旧换新政策拉动: (1) 根据我们的估计, 国四重卡保有量规模占总重卡的 30%; (2) 今年新购车的补贴范围将包括天然气货车, 而去年仅包括柴油货车。我们预期需求将会继续得到支持, 全年重卡销量实现增长。

#### ■ 选股建议

**三一重工 (600031 CH, 买入)** - 主要由于公司在挖掘机收入占比较高 (分部利润约占 50%), 将直接受惠于挖掘机的上升周期, 我们也看好公司在新兴市场的持续发力。

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

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

#### ■ 下行风险:

- (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 个月内与本报告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作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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

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。