

策略观点

特朗普不确定性

- **宏观：**特朗普关税政策来得比预期更早，可能改变政策路径。近期中国经济有望延续复苏态势，住房与耐用品销售回升作为先行指标预示消费需求可能广泛改善；远期经济面临贸易战与政策刺激效应递减带来的下行压力，但逆周期的政策会因时因势而动。特朗普关税政策短期将推升美国通胀，延缓美联储降息，推高政策利率，打击美股，中长期则会抑制需求和削弱产业竞争力。因此，美债收益率曲线可能更加平坦化，长债收益率与美元指数可能先升后降。我们维持美联储 6 月和 9 月两次降息预测。
- **科技：**受益全球手机/PC 需求回暖、国内消费电子补贴、DeepSeek 催化 AI 终端加速渗透以及 AI 服务器高增延续，我们预期科技板块有望继续跑赢市场，建议布局两条主线：1) DeepSeek 和 Apple Intelligence 加速端侧 AI 推广落地，OpenAI 宣布开发 AI 终端，国内补贴刺激需求，全球手机/AI 终端将有望进入新一轮升级周期（手机/PC/穿戴/眼镜/智能家居）；2) 服务器算力需求维持高增，GB200/300 服务器/网络新架构升级，进一步推动 ODM 和零部件需求（铜链接/液冷/电源）。产业链方面，看好 1) 手机/AI 终端产业链（小米/比电/立讯/瑞声/鸿腾/舜宇）受益国内补贴政策和 DeepSeek/Apple Intelligence 渗透，2) MR 产业链（舜宇/丘钛/瑞声）受益 AI 智能眼镜放量，3) 服务器产业链（比电/鸿腾/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）。催化剂包括 DeepSeek/Apple Intelligence 发展、国内补贴政策、AI 眼镜新品发布以及 GB200/300 服务器出货情况。
- **半导体：**乐观。展望 2025 年，我们维持此前的三条投资主线推荐：1) 人工智能主线；2) 半导体产业链自主可控主题；3) 高股息防御策略。人工智能和半导体产业链自主可控这两大主线是我们在 2024 年投资展望的首选（链接），也是两个全年最受市场关注的投资主题。关于近期 DeepSeek 对 AI 产业链的影响，我们的观点是：1) 短期影响：低成本且高效的模型变得可行，引发市场对算力需求的讨论，导致 AI 半导体产业链的股价在近期面临压力。2) 长期影响：随着算力成本的超预期降低，有望推动 AI 投资回报率的大幅提高。这将会催生更多应用的诞生，推动人工智能的普及，最终将大幅提升全球算力的需求。所以，我们依旧看好 AI 基础设施产业链的发展。3) 同时，低成本模型的广泛应用将利好国产算力产业链。首先，国内算力的需求将高速增长；其次，单一小模型对先进算力的需求有望降低；再次，地缘政治风险预计在 AI 领域仍将持续，我们相信这将大力利好国内算力产业链，如华为产业链。个股层面，我们继续看好两大主线中 A 股市场的代表标的：中际旭创（300308 CH）和北方华创（002371 CH）。另外，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。因此，我们新增了第四个“半导体行业并购”投资主线。（链接）其他推荐：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）。
- **互联网：**短期来看，股价变动仍由情绪主导，板块中的积极催化因素来自 DeepSeek 模型引发市场关注，而消极因素来自中美贸易摩擦的演绎。从 DeepSeek 的启示来看，其本质是对 AI 算法的效率优化，未来大模型竞争中对“算法效率”的关注或上升。展望而言，实质性的消费复苏或仍是板块估值结构性提升的关键驱动因素，而股东回报水平、盈利增速及确定性或为估值的关键支撑。在情绪带动的板块反弹中，有基本面支撑的高 beta 股票或有望跑赢，而全年从基本面维度我们仍建议关注三条主线：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

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

马泽慧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

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、网易、阿里巴巴、美团；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，建议关注快手；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：**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仍是中美软件板块的共同关注点。展望 2025 年，我们认为 AI 仍然是投资主线，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。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。大模型调用价格持续下探带动中小开发者基于更低成本的前沿模型的二次开发或有望推动 AI 应用的逐步繁荣、成为未来几年的投资主线。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。丙类医保目录年内即将落地，创新药将借助商业医疗保险的覆盖获得更好的支付条件。我们认为丙类目录或将优先考虑国谈中通过了形式审查及专家评审，却最终未被纳入基本医保目录的药品，例如 CAR-T 等，国内创新药有望打开支付空间。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利修复。推荐买入药明康德 (2359 HK, 603259 CH)、百济神州 (ONC 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：**在整体疲弱的环境下，必选板块得益于其防守型，估值及业绩有望得到支撑。啤酒方面，酒企信心逐步恢复，2024 年 12 月同比增长+12%。春节期间，中高端啤酒在送礼和家庭消费场景表现亮眼，促销加剧的竞争格局下，润啤及青啤依靠推新延续高端化。我们预计，随天气变暖，餐饮渠道和夜场将会为中高端板块提供支撑。软饮方面，假期出行依旧为销量提供支撑。龙头市场份额自 24 年下半年以来持续集中，我们预计，2025 年内低价竞争态势仍将延续，但水企出于利润考量不会加深价格战，农夫旗下绿瓶水终端市占逐步企稳，虽然对自身红瓶水的侵蚀短期内仍在，但公司整体包装水板块的销量和利润有望在进入 3 月舆情低基数效应下改善。零食板块来看，得益于客单价较低及新兴渠道发展稳健，终端和渠道同步利好高品质小零食持续增量。短期来看，符合消费者心智定位的零食替代性较低。春节旺季，头部品牌持续推新，以销售支持利润增长。美妆护肤方面，行业内国货效应应进一步加强，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”的高性价比品类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：**(未来三个月，维持同步大市) 12 月的消费数据来看，除了家电行业，其他普遍较为惨淡。但进入 25 年 1 月，各行业普遍都录得环比改善，我们认为受惠于：1) 春节提前令消费前置，2) 某些行业有国家补贴，加上春节连假较多，令消费氛围较好，3) 天气虽然较去年暖，但过年前转冷及时，4) 各大品牌都提前和加大力度促销等。分行业来说，体育用品和家电行业好于预期，服装和旅游-酒店行业符合预期，而餐饮行业则低于预期。展望 1 季度，我们的看法比较审慎乐观，但认为 2 月的消费数据很可能出现回调，因为大环境不好、天气不利以及旺季的吸虹效应等因素都可能使得节日后的需求出现断崖式下跌。但品牌之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)、JS 环球(1691 HK, 买入)。

- **汽车：**受去年第 4 季度以及春节假期的影响，1 月公布新能源车销量的 11 家车企合计销量环比下滑 41%，同比增长 40%，其中小鹏（XPEV US/9868 HK，买入）销量超预期，小米仍维持超 2 万辆的月交付量，埃安由于去库存销量显著下滑。部分车企包括零跑（9863 HK，买入）、长城（601633 CH/2333 HK，买入）、广汽（601238 CH/2238 HK，买入）公布了 4Q24 的业绩预告，我们认为 4Q24 车企业绩分化加剧，其中吉利（175 HK，买入）、比亚迪（002594 CH/1211 HK，买入）和理想（LI US/2015 HK，买入）的业绩比同行更具韧性，小鹏净亏损有望环比收窄，零跑首次实现单季盈利，蔚来（NIO US，持有）净亏损仍可能环比扩大。新一轮“以旧换新”政策落地，“报废更新”政策扩大支持范围，将符合报废条件的燃油乘用车和新能源乘用车的登记时间分别延长 1 年和 8 个月，“置换更新”政策设定购买燃油乘用车和新能源乘用车补贴上限分别为 1.3 万元和 1.5 万元，预计本轮“以旧换新”政策对销量的拉动效应不会低于 2024 年。我们首选盈利持续改善和具备打造爆款车型能力的吉利汽车和小鹏汽车。
- **房地产和物管：**乐观。TOP10 房企的 1 月单月合同销售额同比下跌-1.5%，新盘供应缩减。重点开发商中，融创、远洋、华发和中海的单月合同销售分别同比增长 81%、63%、48%和 14%；新城、碧桂园、金地和旭辉的表现则相对较弱，同比变化分别为-72%、-63%、-59%和-52%。网签数据来看，受到春节影响因素，1 月供求出现季节性回落。年初截至 1 月 22 日，30 城新房/33 城二手房的销售面积分别环比-37/-19%，分别同比+26/+19%。我们预计 25 年全年新房销售额增速-11%至 7.0 万亿，二手房成交额增 5%达 7.5 万亿，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。选股方面：我们建议 1) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地（1109 HK）、龙湖集团（960 HK）等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象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：国际紧张局势升级、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。
- **保险：**全年新业务价值有望延续强劲增长；中长期资金入市带动投资端前景改善。5 家上市险企披露全年业绩预增公告，全年归母净利润强劲增长，主要由于 3Q24 权益市场大涨带动投资收益大幅提升的影响；其中，纯寿险标的国寿和新华的业绩预警超出市场预期，主要反映其 TPL 权益资产占比较同业更高，导致其投资收益受市场波动影响较大；太保、人保和中国财险全年归母净利润增幅区间基本符合市场及我们的预期。2024 年上市险企 NBV 有望延续高双位数增长，得益于 1) 预定利率下调带来产品价值率提升；2) 银保渠道严格执行“报行合一”，费用率下调带动产品利润率上行；3) 产品切换促使三季度新单保费大幅增长的共同影响。展望 2025 年，我们认为寿险 NBV 增长将更多以价值率提升为主要驱动，新单保费增速有望回归稳健常态，预计 2025 年上市险企 NBV 增速回归至中高单位数至低双位数水平。产品层面，分红险销售占比的提升有望较今年更加显著，但预计整体增幅将保持稳健，推动险企刚性负债成本进一步下行。短期催化剂包括：1) 三月初人大会议的召开，市场对增量政策的预期有望带动“春季躁动”行情延续；2) 三月末上市险企业绩披露，关注负债端新业务价值增速与 EV 长期投资假设是否进一步下调，带动 EV 增长的变化。选股层面，看好投资端边际改善和资产负债匹配更优的个股，维持行业“优于大市”评级。

财险方面，2024 年财险保费增速放缓、巨灾频发导致赔付上行。车险方面，全年保费增速为 5.4%，得益于全年汽车保有量稳健增长，随着政策补贴效应带动新车销量增长（12 月零售新车销量同比增长+11.9%）和新能源渗透率进一步提升，预计车险保费在 2025 年有望进一步打开增量空间。非车险方面，2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾加剧赔付率上行的影响，保费增速和承保盈利均出现较大季节性波动。展望 2025 年，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，贡献不同类型的财险公司差异化竞争优势。看好个人非车业务（如非车意健险）承保利润和保费增速前景，以及农险在低基数下保费收入的上行空间。

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/中位数为 5.9%/5.2%。推荐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），和稳健派息的中国财险（2328 HK，买入，目标价：14.0 港元）。权益上行周期建议关注纯寿险标的中国人寿。

- **资本品：**看好。美国对中国货品追加 10%的进口关税，我们维持此前看法，认为总体上对中国工程机械制造商的影响有限，主要由于：（1）主要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继续以中东、非洲、拉美等新兴市场为主。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以应对地缘政治变化将有助于稳定工程机械需求。重卡方面，由于国四重卡保有量规模更大（我们估计其占重卡总保有量的~30%），因此我们认为未来设备更新补贴政策大范围拓展到国四重卡后，将成为刺激需求主要驱动因素。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。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%）。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

公司名字	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	40.55	32.70	-19%	135.6	151.9	N/A	11.3	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.85	4.79	24%	19.9	11.3	1.3	7.1	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	53.75	48.66	-9%	25.5	18.7	N/A	14.7	1.2%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	41.58	55.09	32%	22.1	18.1	N/A	16.0	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	411.30	426.00	4%	37.7	29.0	N/A	21.3	0.3%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	101.00	186.00	84%	21.0	14.5	N/A	31.2	0.0%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	27.71	34.5	0.2	37.4	24.5	N/A	12.6	2.5%
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	27.20	24.00	-12%	45.6	25.4	N/A	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	113.55	130.00	14%	39.6	28.5	N/A	15.0	0.0%
中兴通讯	763 HK	半导体	买入	30.50	22.43	-26%	14.3	12.7	N/A	13.4	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	420.40	525.00	25%	17.1	15.8	N/A	20.0	1.1%
网易	NTES US	互联网	买入	101.27	125.50	24%	14.7	13.6	N/A	21.5	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	99.28	132.20	33%	11.6	10.0	N/A	11.2	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	150.10	199.20	33%	19.6	17.2	N/A	23.0	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	45.55	85.60	88%	10.4	8.2	N/A	26.7	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	10.78	10.80	0%	N/A	146.3	4.1	N/A	0.0%
Salesforce	CRM US	软件 & IT服务	买入	347.93	410.00	18%	34.4	30.4	N/A	10.1	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	58.05	78.51	35%	16.1	14.4	2.9	17.3	1.7%
百济神州	ONC US	医药	买入	227.67	282.71	24%	N/A	461.9	104.0	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	35.80	57.67	61%	N/A	197.2	N/A	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医药	买入	119.02	162.81	37%	74.9	48.0	N/A	7.8	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	57.35	69.19	21%	27.4	21.3	N/A	34.2	1.1%
三生制药	1530 HK	医药	买入	6.42	9.91	54%	7.6	6.8	N/A	13.4	4.0%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	173.10	227.88	32%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	82.53	133.86	62%	21.5	17.3	6.2	31.8	2.1%
农夫山泉	9633 HK	可选消费	买入	35.95	50.38	40%	30.3	26.3	11.6	40.9	2.3%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.96	18.84	58%	16.7	13.8	N/A	16.3	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	83.85	126.68	51%	17.1	16.0	3.6	23.3	2.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.08	17.61	3%	8.6	7.9	N/A	40.6	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	29.50	33.80	15%	185.4	139.6	N/A	26.6	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	364.20	450.26	24%	20.7	17.4	N/A	12.1	1.3%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	78.00	81.20	4%	N/A	N/A	12.8	2.5	0.0%
亚朵酒店	ATAT US	可选消费	买入	26.16	32.01	22%	N/A	15.1	N/A	39.8	0.0%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	24.95	36.41	46%	11.5	10.1	N/A	16.4	0.0%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.87	2.44	30%	N/A	17.3	N/A	1.5	0.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	16.40	19.0	0.2	9.3	12.5	N/A	19.3	0.0%
小鹏汽车	9868 HK	汽车	买入	67.30	62.40	-7%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.20	23.30	35%	29.0	22.3	N/A	6.8	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	29.50	46.94	59%	N/A	N/A	N/A	20.9	0.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.52	6.13	74%	14.3	12.2	N/A	9.7	4.9%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	27.75	54.03	95%	9.4	8.5	1.5	16.4	0.0%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	19.50	32.94	69%	9.0	7.7	3.0	35.7	6.6%
万物云	2602 HK	房地产	买入	21.20	40.01	89%	11.0	10.0	1.6	11.3	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.60	35.5	0.5	5.0	5.6	N/A	16.2	4.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	44.00	65.10	48%	5.5	5.5	0.8	13.9	6.4%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	14.82	20.00	35%	3.6	5.2	0.7	21.1	8.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.12	14.00	7%	8.5	8.1	1.1	13.1	4.7%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	5.43	6.80	25%	10.6	9.4	0.8	6.9	6.3%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	15.76	21.00	33%	22.5	18.3	1.9	7.5	1.6%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	66.11	75.00	13%	15.9	13.8	3.2	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

特朗普新关税。特朗普 2 月 1 日宣布对墨西哥和加拿大加征 25% 关税（加拿大能源产品 10% 关税）、对中国加征 10% 关税，其后又宣布暂缓对墨西哥和加拿大关税 1 个月。特朗普开启贸易战时点比我们预期更早，市场进入美元上涨、其他一切下跌的模式。投资者关注特朗普新关税将成为常态还是短期施压手段。全球股市跌幅显示部分投资者似乎对相关方开启谈判从而最终撤回关税存在预期。

中国对特朗普新关税的反应。相比加拿大立即宣布同等力度反制措施，中国截至目前的反应相对温和，为避免中美冲突升级留下余地。美媒称，中国已准备一份与特朗普展开贸易协商的初步方案，包括恢复 2020 年第一阶段贸易协定、加大对美投资、不实施人民币贬值政策、减少芬太尼前体出口等。中国在关键时刻的态度对人民币资产形成支撑，2 月 3 日第一个交易日人民币汇率和港股跌幅逐步收窄，显著跑赢亚太地区同类资产。投资者高度关注美元/人民币汇率走势。在美国对华加征 30% 关税情境下，年底美元/人民币汇率可能达到 7.50 左右。

中国政策宽松的节奏与力度是否有变。特朗普新关税来得比预期更早，投资者关注是否会改变中国政策宽松的节奏与力度。中国国务院会议明确提出将因时因势加大政策逆周期调节力度。如果特朗普对华关税提前落地，那么中国政策利率下调时点可能从下半年提前至上半年，政策力度也可能加大。我们认为中国去年 12 月中央经济工作会议确定的增量政策已考虑到可能的特朗普冲击，但仍预留有新的政策空间来应对特朗普的关税等政策，预计今年政策利率可能下调 20-30 个基点、法定存款准备金率下调 1 个百分点。

■ 经济走势

春节期间经济活动明显回升。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 3 季度的 0.94 升至第 4 季度和今年 1 月的 1.06 左右（2019 年=1）。春节期间，出行和旅游人次延续反弹，电影票房大幅增长，手机、家电等以旧换新消费显著回升。1 月 14 日春运首日至 2 月 2 日，全社会跨区域人员流动量预计达到 48 亿人次，与去年春节同期相比增长 7.2%，创历史同期新高。出入境人次预计达到每天 185 万人次，接近 2019 年春节同期水平。1 月 24 日至 2 月 3 日票房收入较去年春节同期回升 25.6%，观影人次增长 22%，显示电影票价同比增长了 3.4%。1 月上半月，30 大中城市一手房销量同比从 12 月的 17.7% 放缓至 8.7%，主要是由于二线城市同比下降 20% 拖累，而一线和三线城市同比延续反弹。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 3 季度的 18.1% 升至第 4 季度的 40.1%，1 月上半月保持在 32.5%。1 月制造业 PMI 因春节因素扰动重回收缩，服务业 PMI 延续扩张但幅度放缓。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。预计今年上半年 GDP 增速可能略高于 5%。

远期经济面临贸易战和政策刺激效应递减等风险。特朗普新关税可能引发全球贸易战，给中国经济增长带来下行风险。2024 年中国商品外贸依存度为 32.5%，净出口对 GDP 增长

贡献 25%，中美互征 10% 关税可能降低中国 GDP 增速约 0.3 个百分点，降低中国 CPI 增速 0.2 个百分点。相比特朗普 1.0 时代，同等幅度关税对中国经济的负面影响显著下降。随着时间推移，中国提振房地产和耐用消费政策的刺激效应可能逐步递减，内需为数月之后可能重新面临放缓压力。预计下半年中国 GDP 增速可能再次降至 5% 以下。

通缩压力仍然较大。1 月蔬菜价格环比反弹 2%，但弱于往年春节同期季节性。猪肉价格 1 月环比延续下跌但跌幅缩窄，严重弱于往年春节同期季节性。上海二手车市场平均交易价格同比降幅小幅缩窄，汽车“以旧换新”补贴可能鼓励需求转向新车并增加二手车供应。制造业 PMI 中主要原材料购进价格指数和出厂价格指数延续收缩，服务业 PMI 销售价格收缩幅度扩大。24 年个人所得税同比下降 1.7%，消费信心指数仍在低位，储蓄率依然较高。通缩压力对企业盈利伤害较大，24 年增值税与企业所得税同比下降 3.8% 和 0.5%，规模以上工业企业利润同比下降 3.3%。未来通缩压力可能持续存在，CPI 增速可能从 2024 年的 0.2% 升至 2025 年的 0.6%，PPI 延续下跌但跌幅可能从 2024 年的 2.2% 收窄至 2025 年的 0.3%。

美国宏观

■ 投资者关注点

特朗普新关税对美国的影响。目前已宣布关税政策将推升美国进口关税平均税率约 8.3 个百分点，主要贸易伙伴可能报复。短期内，贸易战将打击贸易活动、削弱市场信心、扰乱供应链和抑制企业投资，预计可能降低美国 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点，推升美国 PCE 通胀 0.2-0.4 个百分点；中长期内，贸易壁垒通过降低效率、推升成本、弱化全球增长和减少国内消费而带来衰退与通缩效应。

美元利率、汇率与美股。贸易战可能短期内推升政策利率，中长期则降低政策利率。贸易战可能令收益率曲线更加平坦化，长期国债收益率可能先升后降。贸易战可能短期内推升美元指数，中长期则降低美元指数，美元指数可能先升破 110 而后再降至 105 以下。贸易战利空美股，一方面削弱企业盈利前景，对北美自由贸易区供应链依赖度较高的汽车、食品、能源、化工、机械等工业受冲击可能相对较大，另一方面推升短期利率和市场避险情绪，打击所有板块，其中估值较高的科技股受冲击可能相对较大。

■ 美国经济

经济延续温和放缓。GDP 增速从 2024 年第 3 季度的 2.7% 降至第 4 季度的 2.5%，消费仍是主要支撑，同比增速从 3 季度的 3% 升至 4 季度的 3.2%。全年 GDP 增速从 23 年的 2.9% 降至 24 年的 2.8%。预计 25 年 1 季度 GDP 同比增速将保持在 2.5%，全年增速降至 2.3%。就业市场仍然稳健，1 月第三周首次领取失业金人数和持续领取失业金人数均超预期下降，预计 1 月失业率将保持平稳。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。

通胀短期可能下降。预计今年第 1 季度通胀将进一步回落，由于同比基数较高、薪资增速放缓和房租通胀补跌。除房租外核心服务通胀增速与薪资增速高度一致，劳动报酬指数 (ECI) 从 3 季度的 3.9% 下降至 4 季度的 3.8%，创 21 年 2 季度以来最低，预计超级核心服

务业通胀将保持回落。与 CPI 房租调查采用相同样本的新租约指数(NTR)同比增速在 24 年 2 季度的 1.6%大幅下降至 3 季度的-2.4%，新租约指数通常领先 CPI 房租 3 个季度，预计 CPI 房租项同比增速仍有近 1.5%的补跌空间。二手车批发价和进口商品价格在 12 月环比转跌，预计核心商品价格同比将继续下降。

但特朗普政策可能推升中期通胀不确定性。特朗普关税政策将推升美国通胀。假设 2025 年美国对中国加征 30%、对其他伙伴加征 10%关税，那么考虑美元升值对进口价格传递效应和从进口价格到零售价格传导损失后，可能推升 2026 年 PCE 通胀约 0.6 个百分点。特朗普移民政策对通胀影响更加复杂，一方面会导致农业、建筑、餐饮、住宿等移民劳工占比较高行业面临劳工短缺，带来成本推动型通胀，另一方面会减少食品、住房、教育等行业需求，降低这些行业通胀压力，中长期影响趋近中性。

■ 美联储政策

由于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。1 月议息会议维持现有利率水平不变。联储声明中对失业率表述改为“正在企稳”，并移除了通胀正稳定向 2%靠近的表述。鲍威尔记者会透露出对进一步降息的谨慎态度，认为目前利率水平“in a good place”，强调不急于降息，需要看到通胀进一步回落。近期多位官员表示需要审慎观察和评估特朗普关税等政策对通胀的影响。

我们预计美联储可能在 3 月和 5 月继续暂停降息，6 月和 9 月各降息 25 个基点，联邦基金利率目标将从 2024 年底 4.25%-4.5%下降 50 个基点至 2025 年底的 3.75%-4.0%。随着去年四季度以来美元利率反弹、汇率走强和美股波动增加，美国金融条件收紧，而特朗普政策不确定性将抑制企业投资等经济活动，上半年美国经济增长和通胀可能温和放缓，实际利率进一步上升，贸易冲突可能引发金融市场动荡，美联储可能选择在 6 月和 9 月进一步降息。美联储缩表计划可能在 2025 年第三季度结束，因为届时银行准备金将从目前的过度充裕降至合理水平。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
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

终端需求复苏延续，DeepSeek+Apple Intelligence 加速端侧 AI 创新落地。

乐观，受益全球手机/PC 需求回暖、国内消费电子补贴、DeepSeek 催化 AI 终端加速渗透以及 AI 服务器高增延续，我们预期科技板块有望继续跑赢市场，建议布局两条主线：1) 国内补贴刺激需求，DeepSeek 和 Apple Intelligence 加速端侧 AI 推广落地，OpenAI 宣布开发 AI 终端，全球手机/AI 终端将有望进入新一轮升级周期（手机/PC/穿戴/眼镜/智能家居）；2) 服务器算力需求维持高增，GB200/300 服务器/网络新架构升级，进一步推动 ODM 和零部件需求（铜链接/液冷/电源）。产业链方面，我们看好 1) 手机/AI 终端产业链（小米/比亚迪电子/立讯/瑞声/鸿腾/舜宇）受益 DeepSeek/Apple Intelligence 渗透和国内补贴政策，2) MR 产业链（舜宇/丘钛/瑞声）受益 AI 智能眼镜放量，3) 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）。近期催化剂包括 DeepSeek/Apple Intelligence 发展、国内补贴政策、AI 眼镜新品发布以及 GB200/300 服务器出货情况。

1) 智能手机/PC：AI 终端新品、国内补贴政策和 DeepSeek 催化 AI 终端加速渗透

全球智能手机市场在经历 2023-24 年连续两年止跌回升后，2025 年 AI 应用在手机端落地有望驱动新一轮换机周期，DeepSeek 和 Apple Intelligence 将催化端侧 AI 应用落地，我们预计 2025 年出货量将同比增长 3%至 12.5 亿台，同时重点关注特朗普政府的关税政策和中國消费电子补贴政策发展。

我们看好苹果产业链，iPhone16 初步加入 AI 功能，端侧模型持续升级，今年 iPhone17 有望迎来硬件规格和端侧 AI 功能大创新，2026-27 年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。我们相信 2025 年苹果的 5 款 iPhone 将加速打造 AI 硬件生态，其中 Air 款机型将会是过去 10 年最大外观改款，SE 4 将有效替代 2022 年所发布的 SE 3 机型。出货量方面，我们认为在 2025 年发布 SE4、Slim 机型及折叠机型后，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，看好 2Q25 旗舰 AI 新品发布，DeepSeek 推动 AI 应用渗透，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 年下半年宏观因素需求转弱，我们预计 PC 产业链 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

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, 预期北美 CSP 资本开支持续高增长, DeepSeek 加速 AI 渗透, 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 应用创新落地。此外, 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, 从去年 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, 2025/26 年 AI 训练服务器出货量将同比增长 109%/19%至 207 万/245 万台。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商, 中游主要包括服务器品牌和 OEM/ODM 厂商为主。从硬件层面, 全球 AI 服务器 OEM/ODM 龙头将持续受益, 包括**工业富联 (601138 CH, 未评级)**作为第一梯队的 GB200 服务器供应商, 以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商, 包括**比亚迪电子**的 H20/GB200 服务器相关产品量产出货、**鸿腾精密**的 GB200 服务器连接器产品和液冷零部件。

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

在 2023 年 Ray-Ban Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后, 今年 1 月 CES 展会上海外科技巨头、国内 AR 品牌、国内外手机品牌对于 AR 眼镜产品的布局再次升温, 产业链各环节的合作模式也逐步成熟, 零部件和硬件方案创新的灵活度不断增加。伴随着“AI+AR”的结合对于用户体验和用户场景的不断丰富, AR 产业有望迎来百花齐放。我们看好 AR 智能眼镜将成为主流终端, 拉动行业整体出货重回正增长, 深度参与供应链的公司明显受益, 看好光学龙头**舜宇光学**和**瑞声科技**, 整机组装厂商**立讯精密**以及终端品牌**小米集团**。

4) 汽车电子: 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

2024 年汽车电子产业链受到下游客户价格战影响, 上半年盈利水平普遍承压, 京东方精电和英恒科技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): 小米手机全球份额持续提升, 国际化、高端化战略效果明显, 我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力, 以及极致的性价比和软硬件生态完整性, 在消费者中树立良好口碑, 高端化进程进入新阶段, 今年端侧 AI 创新加速落地, 小米手机和 IoT 业务明显受益。我们看好小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术等方面的优势。小米电动车 2024 年出货量 13.5 万辆, 今年目标 30 万辆, 小米汽车工厂生产效率和交付节奏提升明显; 我们看好小米全新 SUV 车型将在 2025 年中发布, 为小米汽车业务带来新的成长动力。在新零售战略拓展方面, 管理层提升小米之家店铺数量目标至截至 FY24/25 年底达到 1.5 万/2 万家。看好小米独特的软硬件基础, 为消费者打造“人车家全生态”体验, 从个人设备到智能家居到智慧出行, 产品生态创新将成为竞争壁垒。

2) 鴻騰精密 (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 2025-26 年收入和利润增长加速。

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

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

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

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

■ **未来 3 个月看法：**看好。

■ **投资主线一：“人工智能”——维持对行业长期增长的积极展望；在多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 49% 增长，并于 2025 年再度增长 27% 至 2,800 亿美元。全球云厂商、云计算公司、互联网企业、主权国家和产业客户均展现出对算力层面的大量需求。我们维持对 AI 行业长期增长的积极展望。虽然产业链核心标的的股价已于 2024 年实现大幅上涨（英伟达、台积电、中际旭创的股价从 2024 年初至今已分别上涨 142%/99%/46%，截至 2025 年 2 月 3 日），我们认为在后续的多轮 AI 投资周期中，产业链核心受益标的仍存在投资机会（AI GPU 的迭代、AI 应用的爆发，以及变现策略的实现等）。不过，投资人也应注意潜在的风险，如中国的 AI 产业链可能面临美国政府的进一步出口管制。**首推标的：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：34.50 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，买入，目标价：32.86 元人民币）/（763 HK，买入，目标价：22.43 港元）。

- **投资主线四：“并购整合机遇”。**2024 年，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。据同花顺（[链接](#)）统计，截至 2024 年 11 月 22 日，中国市场共有 58 家半导体行业上市公司披露并购事件，较去年同期的 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。

- **关于近期 DeepSeek 对 AI 产业链的影响：**上周末，中国 AI 初创公司 DeepSeek 在国内外 iOS 应用商店的 AI 相关下载量中一举跃居榜首。DeepSeek 证明了一个超高效的开源模型可以在极具成本效益的基础设施上运行（[约 10000 块 A100 芯片](#)）。这立即引发了关于大模型与小模型、开源与闭源以及超高效基础设施与大规模高端基础设施的激烈辩论，并在全球市场引发了震动。

基于对 1 月 27 日亚洲市场反应的观察（半导体、数据中心、液冷等相关股票下跌，互联网相关股票上涨），我们认为，围绕 DeepSeek 能在低成本基础设施上运行的超高效开源模型的讨论，可能会对当前人工智能商业格局造成冲击，未来一周这些领域的科技股将出现波动。尤其是，正值这些科技股公司正准备发布财报的时间，且其股价处于历史高位。

展望未来，行业需要强调投资回报率，并让投资者相信，持续增加的资本支出能带来良好回报。尽管 DeepSeek 更高效模型的成功对人工智能计算资源使用范式构成了挑战，但我们坚信，算力依然是人工智能发展的基石。

- 虽然 DeepSeek 展现出对算法的优化能力令人瞩目，但 AI 应用尚处于萌芽期，尚存巨大潜力待释放。该公司以 558 万美元（[仅为 OpenAI o1 总成本 3%](#)）实现了小模型优化的突破，引发投资者对海外四大云厂商持续投入可行性的担忧。我们认为，DeepSeek 方法的成功凸显出，人工智能投资的资本支出与收入之比有望大幅降低，这使得更多企业建设自有 AI 基础设施成为可能。我们还认为，这一发展态势可能推动 AI 基础设施建设走向更为分散化的模式，促进规模较小企业的创新。

- 对大规模计算集群的持续需求依然强劲。虽然 DeepSeek 的 1 万个 A100 GPU 集群（就计算能力而言，1 个 A100 约等于 0.33 个 H100）已在垂直领域应用中展现出高精度，但算力对多模态、多任务模型依旧至关重要。这些用于复杂人工智能任务的模型，相比特定垂直领域的较小模型，需要规模大得多的 GPU 集群，以支持全球范围内的实时推理（[例如，Meta 使用 10 万个 H100 来训练 Llama - 4](#)）。

对人工智能基础设施未来的影响：

- **垂直应用领域：**DeepSeek 的方法在垂直应用方面颇具潜力，但算力对通用模型依旧不可或缺。诸如多模态模型和实时推理这类复杂任务，所需的计算集群规模，远非垂直解决方案所能企及。
- **专用小型模型：**随着更多专用小型模型的出现，我们预计将迎来一波新的人工智能驱动应用浪潮，这将增加对专用模型的需求，进而推动人工智能基础设施进一步分散化并降低成本。

- 克服半导体禁令限制与推动通用人工智能（AGI）发展：由于美国的出口限制，中国无法获取最先进的人工智能芯片，这促使像 DeepSeek 这样的公司在模型架构和算法方面进行创新，证明仍有很大的改进空间。尽管这带来了重大进展，但并未削弱先进计算能力的重要性，先进计算能力对于 AGI 发展依旧至关重要。DeepSeek 团队承认，无法获得顶级加速器限制了他们的研发工作。不过，该公司已将其研究成果开源且成本低廉，使下游企业能够利用其模型进行应用开发。因此，我们依旧看好全球人工智能价值链供应商。
- **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）、北方华创（002371 CH）、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。

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

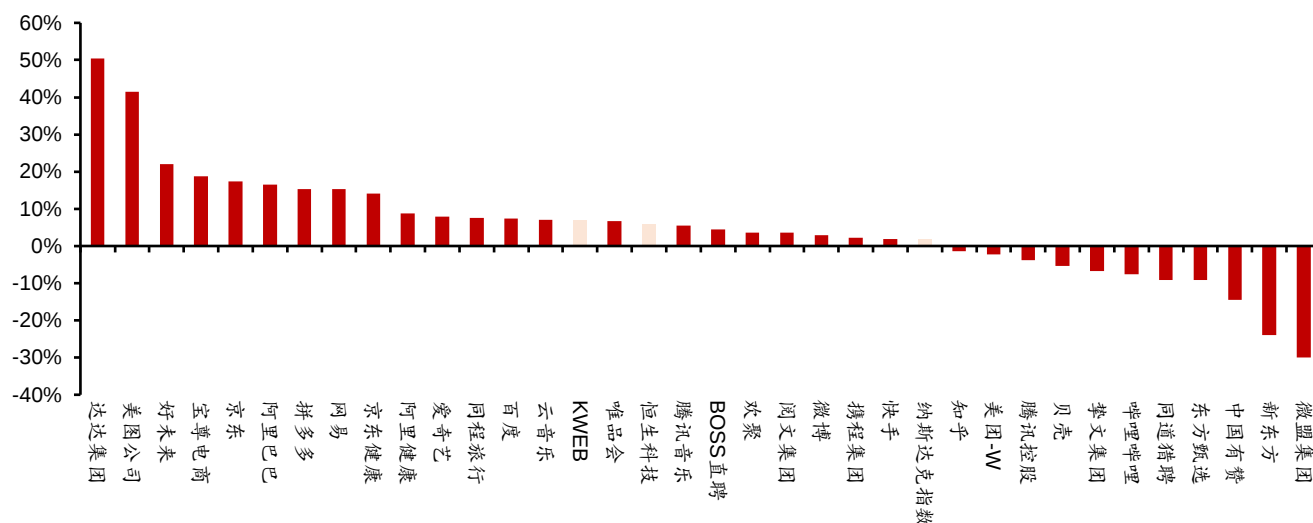
■ 未来 3 个月看法中性乐观

短期来看，股价变动仍由情绪主导，板块中的积极催化因素来自 DeepSeek 模型引发市场关注、而消极因素来自中美贸易摩擦的演绎。从 DeepSeek 的启示来看，其本质是对 AI 算法的效率优化，未来大模型竞争中对“算法效率”的关注或上升，同时大模型调用价格持续下探带动中小开发者基于更低成本的前沿模型的二次开发或有望推动 AI 应用的逐步繁荣。展望而言，实质性的消费复苏或仍是板块估值结构性提升的关键驱动因素，而股东回报水平、盈利增速及确定性或为估值的关键支撑。在情绪带动的板块反弹中，有基本面支撑的高 beta 股票或有望跑赢，而全年从基本面维度我们仍建议关注三条主线：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、网易、阿里巴巴、美团；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，建议关注携程、快手；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 15%，对应 2025E PEG 为 1.0x。

1 月恒生科技指数上涨 6%，KWEB 指数上涨 7%，达达/美图/好未来涨幅领先。达达集团 1 月 27 日宣布，该公司收到其大股东、中国电子商务巨头京东提出的一份非约束性收购要约。京东提议，以每 ADS 2.0 美元的价格购买达达集团尚未持有的 ADS。这一收购报价较达达集团 ADS 在 1 月 24 日的收盘价 1.41 美元溢价 42%。

图 2: 1 月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: 2 月新游戏较少, 关注网易业绩

行业监管进一步支持游戏市场健康发展, 1 月国产/进口游戏共计 123/13 款获得版号, 版号发放节奏进一步加快, 包括腾讯重点游戏《王者荣耀世界》。1 月春节期间 (1 月 28-2 月 4 日), 腾讯大 DAU 游戏表现良好, 王者荣耀/和平精英/金铲铲之战稳定排名 iOS 游戏畅销榜前三, 《和平精英》除夕 (1 月 28 日) 当天游戏 DAU 超 8,000 万, 畅销榜前 10 中共有 8 款腾讯旗下游戏。网易《漫威争锋》上线后表现持续超预期, Steam 平台全球周收入畅销榜 (1 月 14-21 日) 排名前 3, 美国周收入畅销榜排名第一, 网易《燕云十六声》移动端于 1 月 9 日上线后表现基本符合预期, 上线后在 iOS 游戏畅销榜平均排名 16。2 月游戏市场新品较少, 关注网易或于 2 月底公布 4Q24 业绩, 得益于新游戏贡献、老游戏调整基本结束以及相对较低的基数, 网易游戏收入增速有望自 4Q24 起逐渐改善。

■ 电商&OTA&本地生活: 体验型消费或有望展现增长韧性

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, 而体验型消费 (如旅游) 仍维持具备韧性的增长。

据国家统计局数据测算, 2024 年 12 月实物商品网上零售额增速+3.8% (2024 年 9 月/10 月/11 月: 6.4/11.3/-2.7%), 4Q24 合计增长 3.5%。尽管国补助推下家电品类实物商品零售额增长明显, 但更多增量去到线下、整体实物商品网上零售额增长仍较为温和。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。

从春节及春运期间旅游消费数据来看, 整体行业增长仍展现韧性: 1) 国内出行: 据交通运输部数据, 2025 年 1 月 14 日春运首日至 2 月 2 日, 全社会跨区域人员流动量预计达到 48 亿人次, 与去年同期相比增长 7.2%; 飞猪平台数据显示其平台春节假期国内游人均消费同比去年提升近 10%; 2) 出境游: 据国家移民管理局预测, 2025 年春节假期全国日均出入境人员将达 185 万人次, 较去年春节假期增长 9.5%; 据携程数据显示, 春节假期期间其平台跨境游整体订单同比去年增长三成, 其中春节首日其平台门票、租车预定订单大涨超七成, 机票、酒店、火车票、民宿等均呈双位数增长。

从消费数据来看，“国补”带动下消费增长仍较为稳健：1) 商务部商务大数据监测，春节假期前 4 天（1 月 28 日至 31 日），全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长 5.4%；重点监测餐饮企业营业额同比增长 5.1%；2) 受益于“国补”推动，春节假期前 4 天，商务部重点监测的零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10% 以上。本地生活和外卖数据方面，饿了么平台数据显示，除夕至正月初二（1 月 28 日-30 日）其平台：1) 宾馆酒店外卖量同比去年同期增长约 30%；2) 度假村等场所外卖量同比增长超过 50%；3) 各类景区外卖量同比去年增长超过 20%。

■ 在线广告：关注 AI/微短剧/小游戏带来增量变化

24 年 12 月社会消费品零售额同比增长 3.7%，环比增速略有改善，关注以旧换新等消费支持举措对于整体消费板块的带动，有望驱动在线广告行业增长。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、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%/11%，公司当前估值对应约 15x FY25 non-IFRS PE（剔除战略投资对应 13x 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（14x FY25E PE，对比 2 年平均 15x PE）已经反映投资者悲观预期。网易《漫威争锋》上线后表现持续超预期，Steam 平台全球周收入畅销榜排名前 3，美国周收入畅销榜排名第一。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)**：我们看好阿里巴巴 2025 年的股价增长前景，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 10x 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 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 2HFY25 CMR 和 GMV 增速一致、云业务收入实现双位数同比增长、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) **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 8x FY25E PE 具备较高吸引力。

软件与 IT 服务

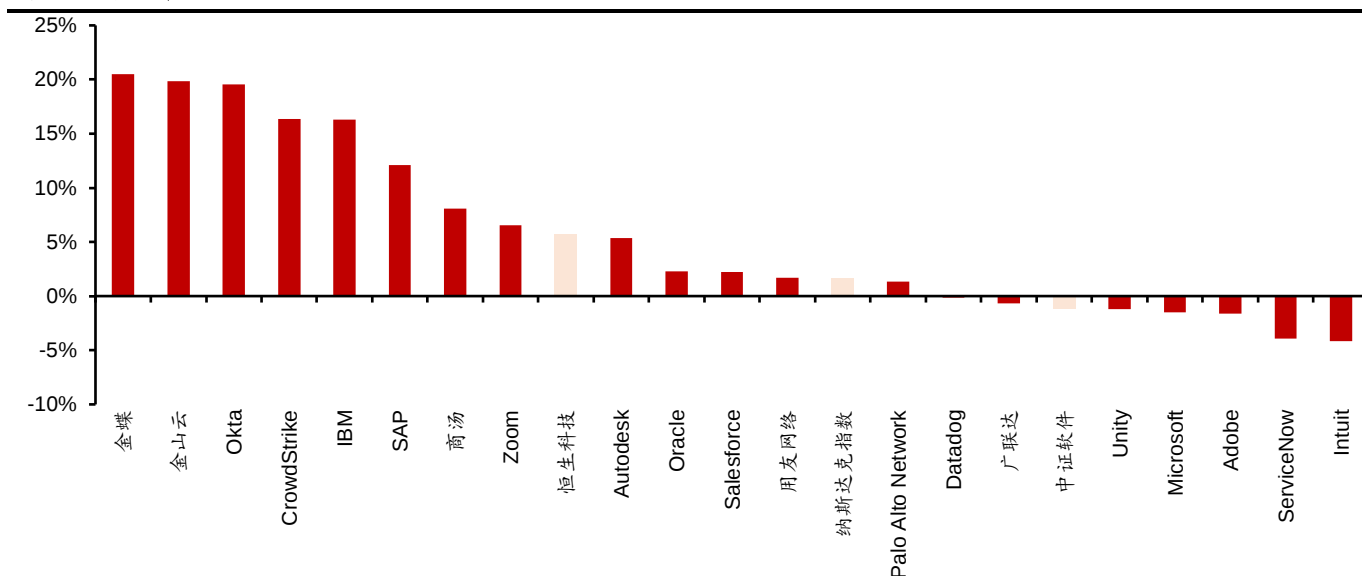
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

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仍是中美软件板块的共同关注点。展望 2025 年，我们认为 AI 仍然是投资主线，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。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。大模型调用价格持续下探带动中小开发者基于更低成本的前沿模型的二次开发或有望推动 AI 应用的逐步繁荣、成为未来几年的投资主线。推荐买入金蝶国际 (268 HK) 和 Salesforce (CRM US)。

1 月恒生科技指数上涨 6%，纳指上涨 2%，金蝶/金山云/Okta 涨幅领先。ServiceNow 2025 年指引不及预期，1 月下跌 4%，ServiceNow 1 月 30 日公布 4Q24 业绩：总营收同比增长 21% 至 29.6 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 22% 至 8.72 亿美元，符合一致预期。管理层指引固定汇率下 FY25 订阅收入同比增长 19.5-20%，略低于一致预期（同比增长 20.5%）。

图 3: 1 月软件板块股价表现



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。

短期来看，我们从微软的业绩中观察到，尽管人工智能云业务收入持续强劲增长，但在美国整体 IT 支出增长较为温和的情况下非人工智能部分的云营收增长出现短期扰动，此趋势或值得持续关注。2QFY25（财年结于 6 月）微软智能云部门季度营收同比增长 19% 至 255 亿美元（占总营收的 37%），该业务分部内的 Azure 及其他云服务营收同比增长 31%（1QFY25: 33%），均处于此前指引区间下限。尽管人工智能服务收入增长势头依然强劲，对 Azure 增长的贡献达 13 个百分点（2QFY24: 9 个百分点；1QFY25: 12 个百分点），但管理层指出非人工智能服务存在一些短期扰动，因其正在平衡非人工智能业务的短期云服务消耗与人工智能业务的增长。由于这一扰动，管理层指引 3QFY25 智能云 / Azure 按固定汇率计算的营收同比增长 19 - 20%/31 - 32%，同比增长趋势环比基本持平，略低于我们此前预期的 2025 财年下半年加速增长趋势。

■ 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。从 DeepSeek 的启示来看，其本质是对 AI 算法的效率优化，未来大模型竞争中对“算法效率”的关注或上升。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+AI 主题交易推动板块估值维持高位，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。ServiceNow 公布 4Q24 业绩：总营收同比增长 21%至 29.6 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 22%至 8.72 亿美元，均符合一致预期。展望 FY25，管理层指引，固定汇率下订阅收入同比增长 19.5-20%，略低于一致预期（同比增长 20.5%）。公司 AI 领域取得持续进展：1) 4Q24 Now Assist 订单数量环比增长超 150%，目前超 1,000 家客户已采用 Pro Plus SKU，约占客户总数 10-15%；2) 公司推出 AI Agent Orchestrator 的创新 AI 解决方案，产品将作为企业内各类 AI 智能体的控制中心。总体而言，我们预计 ServiceNow 将维持其竞争优势，并继续受益于企业对 AI 不断增长的需求。

■ 推荐买入金蝶国际、Salesforce

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%，我们认为这归因于交易周期延长和宏观经济逆风（特别是小微企业，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。尽管需求恢复仍需要时间（特别是针对小微企业而言），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 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。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 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。

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。丙类医保目录年内即将落地，创新药将借助商业医疗保险的覆盖获得更好的支付条件。我们认为丙类目录或将优先考虑国谈中通过了形式审查及专家评审，却最终未被纳入基本医保目录的药品，例如 CAR-T 等，国内创新药有望打开支付空间。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利修复。

■ 推荐标的

推荐买入药明康德 (2359 HK, 603259 CH)、百济神州 (ONC 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: Biosecure Act 立法失败, 公司经营环境稳健。化学药 CDMO 产业链转移到海外其他地区难度大, 印度的产业规模很小, 偏低端; 欧洲成本贵。药明康德多肽业务强劲增长, 受益于全球强劲的 GLP-1 需求, 预计多肽收入到 2026 年可达到百亿人民币规模, 占收入 20%。预计收入将于 2025 年回到 10% 以上增长。

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 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。据众成机械统计, 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。707 (PD-1/VEGF) 披露亮眼的早期临床数据, 有重磅海外授权潜力。

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、旅游零售

|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，个股在春节前夕加剧的市场竞争和疲弱的消费预期下经历明显波动，燕京啤酒发布 2024 年全年业绩预告，整体表现符合预期，中高端产品占比持续提升，部分缓解市场担忧。预期缓解下，青啤及润啤股价出现回升。终端表现来看，青啤为春节推出的蛇年纪念高端啤酒首周销量突破 5 万箱，润啤的雪花勇闯天涯 SuperX 2024 年销量同比增长 12%，带有国潮元素的新春限定礼盒同样受到欢迎。春节促销加剧的竞争格局下，两家龙头公司高端化进程延续。以超高端商品为主的百威亚太依然承压，4Q24 中，中国即饮渠道销量及韩国核心品类的 ASP 均面临高基数；公司在电话会上表示，在销量和单价方面都面临了较行业更大的竞争压力，尽管库存天数在年末已降至管理层目标以内，但收入增长放缓依然对经营杠杆产生负面影响。我们认为，行业高端化进程 2.0 之下，酒企 2024 年业绩表现或进一步阶段性分化，全国性酒企依靠强大品牌力和渠道力进行了有效推新，中高端品类的占比仍持续提升。

2025 年春节热潮中，啤酒的促销活动和多样化的产品组合在家庭消费和礼品市场表现亮眼。随着春节假期的结束，宏观复苏步伐未达预期和政策空白期内，2 月的市场需求或有所下降，但随天气逐渐回暖，预计餐饮和夜场需求平稳复苏，中高端品类将受到支撑。润啤管理层曾表示，啤酒消费环境仍需观察政策影响，高端化虽面临压力但仍有空间，计划 2025 年中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。我们预计，随着支持消费政策规模的扩大和产品线的进一步丰富，啤酒板块 2025 年将平稳过渡，龙头将在实现高端化的延续。

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，出行依旧为水饮及茶饮销量提供支持。龙头市场份额自 24 年下半年以来持续集中，我们预计，2025 年内低价竞争态势仍将延续，但水企出于利润考量不会加深价格战，农夫旗下绿瓶水终端市占逐步企稳，虽然对自身红瓶水的侵蚀短期内仍在，但公司整体包装水板块的销量和利润有望在进入 3 月与情低基数效应下改善。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。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。无糖茶行业扩容红利延续，我们预计东方树叶作为无糖茶领军品牌将在 2025 年内延续高增长，并为农夫山泉提供利润支持。

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 1,000-2,000 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，2024 全年净利率稳定在 17-20% 的可见度较高。2024 年公司持续强调性价比畅销趋势，实行“加量不加价”策略并围绕 1 元装和 9.9 元装的重点价格带加大了陈列和

费用支持。近期与肯德基的联名活动在创新产品的同时加深了与消费者的互动。展望 2025 年，我们预计，品牌力优势将持续释放，新品有望实现突破。

■ 美妆护肤-伴随细分市场成熟，内卷趋于加剧

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

据魔镜 2024 年淘天平台销售数据，国货品牌的珀莱雅、薇诺娜、韩束 GMV 分别录得同比+10%/-1%/+29%；国际品牌的雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜分别录得-24%/-15%/+19%。同期，抖音平台而言，国货品牌的珀莱雅、薇诺娜、韩束 GMV 分别录得同比+81%/+20%/+106%；国际品牌的雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜分别录得+64%/+18%/+51%。

市占率方面，淘天平台延续国货替代主线，国货品牌珀莱雅、薇诺娜、韩束的 2024 年市占率为 3.9%/1.7%/0.6%，分别较 2023 年全年+0.7/+0.1/+0.2 个百分点；国际品牌，雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜同期的市占率为 2.0%/2.4%/2.1%，对比 2023 年分别变化-0.4/-0.2/+0.5 个百分点。抖音平台上，白牌持续出清，国货品牌的珀莱雅、薇诺娜、韩束的 2024 年市占率分别达到 2.7%/0.8%/5.1%，分别较 2023 年+1.2/+0.1/+2.6 个百分点；国际品牌的雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜市占率录得 1.3%/1.0%/1.3%，较 2023 年变化+0.5/+0.2/+0.5 个百分点。

展望 2025 年，我们预计美妆护肤行业将延续增速放缓态势。国货龙头品牌有望在功效性护肤领域维持稳健的市场份额。与此同时，TikTok 的发展预计将加速国货品牌的国际化进程。由于内需修复尚待时日，各品牌出海策略可能在 2025 年加快进展，取得更多突破。

■ 推荐标的：

我们认为，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（未来三个月，维持同步大市）

除了家电行业，12 月的消费数据普遍较为惨淡。但进入 25 年 1 月，各行业普遍录得环比改善，我们认为是受惠于：1) 春节提前令消费前置，2) 某些行业有国家补贴，加上春节连假较多，令消费氛围较好，3) 天气虽然较去年暖，但过年前转冷及时，4) 各大品牌都提前和加大力度促销等。分行业来看，体育用品和家电行业好于预期，服装和旅游-酒店行业符合预期，而餐饮行业则低于预期。展望 1 季度，虽然我们的看法比较审慎乐观，但认为 2 月的消费数据很可能出现回调，原因是大环境不好、天气不利以及旺季的吸虹效应等的因素，都可能令节日后的需求出现断崖式下跌。品牌之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), JS 环球(1691 HK, 买入)等。

■ 体育用品行业(维持看好)

10 月的行业零售流水增长非常不俗, 但因为双十一前置和天气较暖和大环境不好, 所以 11 月和 12 月增长相对放慢。目前来看, 我们注意到 25 年 1 月的表现不错, 估计有 10% 以上的增长, 略好于市场预期, 相信是因为: 1) 春节提前, 连假较多, 2) 各大品牌促销活动提前和折扣力度增加, 3) 新兴电商渠道增长不俗所带来的帮助。根据我们的判断, 户外类 (Arcteryx、Descente、Kolon、Hoka) 表现亮眼, 增长达 30% 以上, 然后是安踏、FILA、Adidas、特步和 361 度, 增长为 10% 以上, 然而李宁大概持平, Nike 仍在下跌。目前库存水平健康, 国产品牌的情况较好, 库存约在 4 至 5 个月, 同比大致持平; 而海外品牌的库存较高, 约在 5 至 6 个月, 但较去年同比已有下跌。不过今年各大品牌仍然希望加大力度去库存, 一方面是想进一步降低库存来为未来的新产品铺路, 另一方面是因为期货增长仍然比需求增长略高, 所以零售折扣在 4 季度同比加深的情况下, 在春节仍然保持较深的水平。

进入 2 月和 1 季度, 我们看法是审慎乐观的, 原因是: 1) 整体天气仍然比去年暖, 2) 大环境不好, 节后消费力可能较差, 3) 有些品牌低效店关店较多等。但我们对 25 年的看法仍较乐观, 因为: 1) 市场预期不高, 普遍认为达到品牌目标的低端已经不错, 2) 库存水平逐渐回复健康, 折扣力度也会随之改善, 3) 我们预期在线上健康增长的同时, 线下 (特别是正价店) 能回复增长。假如有品牌能推出现象级的新产品或营销, 相信能有望拉动行业增长。

按品牌来说, 我们的首选仍然是安踏(2020 HK, 买入), 原因是: 1) 户外品牌强劲增长, 2) 通过门店改造升级来迎合和拓展不同的客群, 3) 看好 Anta 品牌 (包括跑步、篮球、综合训练类) 和 FILA 品牌新产品的推出。Amer(AS US, 未评级)、Adidas(ADS EU, 未评级)和特步(1368 HK, 买入)的品牌势能也很好。但李宁(2331 HK, 买入)和 Nike (NKE US, 未评级), 以及其经销商像滔搏(6110 HK, 持有)会较差, 我们会静待他们的反转。

■ 服装行业(维持看好)

受惠于国策, 10 月销售增长不错。进入 11 月和 12 月, 受天气较热以及高基数影响, 销售较差, 但进入 1 月份, 虽然天气仍然不好, 但春节前的天气转冷相当及时, 对销售有很大提振, 而且国家对消费行业的补贴政策也利好整体的消费氛围, 加上女性消费的意欲和复甦较好, 所以增长应该略有加速, 符合市场预期。按渠道来说, 线下环境仍然艰难, 而线上 (特别是新兴渠道, 像抖音和小红书) 增长不错, 但整体格局对大品牌更为利好。从库存角度来说说是略有偏高, 所以整体折扣和促销力度有所加深。展望 2 月和 1 季度, 我们也是审慎乐观, 因为仍然担心大环境、天气以及旺季的吸虹效应等的因素使得节日后的需求出现断崖式下跌。

从品牌来说, 我们比较看好江南布衣(3306 HK, 买入), 因为高端人群的消费力和设计师品牌的需求相对较稳, 加上品牌规模较少, 受宏观经济影响的幅度更低。我们同时也看好波司登(3998 HK, 买入), 虽然因为暖冬影响令销售增长承压, 但由于单价和效率有所提升, 相信利润端仍能达到管理层目标。特别是两者的估值仍然较低, 高股息率相当吸引。

■ 餐饮行业(维持看好)

4 季度行业平均同店销售仍然录得约 10% 以上的负增长，当中 10 月表现较好，11 月和 12 月环比转差。进入 1 月，虽然有春节旺季的帮助，但估计仍然有 10% 的下跌，考虑到基数较低，复甦率较差，表现确实是低于预期。展望 2 月和 1 季度，对比去年 4 季度，由于旺季来临，翻台率会有环比改善，但同店销售同比仍会有较大下跌，但我们认为整体格局是有些改善的，因为：1) 很多品牌的平均单价的下跌已经较少，反映价格占有有所减弱，对毛利率的影响亦会减轻，2) 从餐厅数量的供应也在减少，估计在春节后会有更多的低效餐厅和品牌出清，利好往后的销售表现。期待 2 季度后，同店销售下跌会环比减少。而且不同的品牌表现相当分化，像达势的品牌势能仍然强劲，受惠于新区域的供不应求，同店销售仍有正增长，海底捞和百胜中国的痛点销售仍在下跌，但都不约而同地减少折扣和促销，以让平均单价有所上升（必胜客的路线有些不同，在 25 年会大幅降低很多产品的价格，通过供应链优化保住毛利率，希望能拉动客流）。加上成本效益管控更好，这些品牌利润率仍然稳健。而且表现较好的品牌，门店拓展的速度仍能保持快速（包括其他子品牌像海底捞的焰请和 KFC 的 Kcoffee）。而其他品牌像九毛九、太二、呷哺呷哺、凑凑等的利润水平和开店速度都较差。

茶饮行业方面，4 季度的同店销售仍然在下跌，但环比 3 季度和 25 年 1 月的表现有所改善，主要是受惠于价格战和新增门店的供应减少。展望 2 月和 1 季度，在低基数的情况下，希望能持续改善。新品牌的表现方面，蜜雪冰城和古茗仍然是最稳健，然后是瑞幸咖啡和星巴克，之后是茶百道，最差的则是奈雪的茶。

我们目前首推仍然是瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)，因为预期竞争会减少，所以折扣和平均单价能持续改善，带动同店销售复甦，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。另外，我们也推荐百胜中国(9987 HK/ YUMC US, 买入)，受惠于产品的高性价比，持续创新的能力，以及数字化上的优势，还有非常吸引的股东回报计划。我们也持续看好达势股份(1405 HK, 买入)。

■ 旅游-酒店行业(维持中性)

行业 RevPAR 在 2 季度和 3 季度同比下跌 11%-10% 后，在 4 季度有所改善，仅下降约 5%，OCC 大概持平，下降主要原因是 ADR 下跌 5%。但分月份来说，10 月的下跌仅为低单位数，而 11 月和 12 月则恶化至中单和高单位数，所以从复甦率的角度来说，仍然不太健康。我们认为原因还是：1) 大环境不好，导致需求转差，2) 海外旅游蓬勃复甦所带来的分流，3) 供应持续增加（酒店房间数同比仍有约 5% 的增长）带来的竞争。到了 1 月份和春节假期，表现略有改善，RevPAR 同比分别下跌 4% 和 3%，当中 OCC 下跌 1%，其余均为 ADR 的下跌，符合市场预期。有趣的是，分酒店级别来说，经济型和中端品牌 RevPAR 的跌幅反而比高端和豪华型更多，也许是因为去年同比的高基数带来的影响。展望 2 月和 1 季度，我们的看法仍然保守，因为负面因素仍然存在，而且也会担心外部风险转化为内部风险而带来的需求问题。

品牌来说，我们的首选仍然亚朵酒店(ATAT US, 买入)，因为零售业务的强劲表现。华住(1179 HK/ HHTT US, 未评级)的话，虽然开店很快，但仍然有高基数的问題。

■ 家电行业(维持中性)

24 年 4 季度家电行业销售增长非常强劲，10 月/ 11 月/ 12 月的增长约为 100%/ 30% 以上/ 50% 以上。进入 25 年 1 月份，估计仍然可以有 50% 上的增长，好于市场预期，明显是受惠于国家以旧换新补贴的帮助。而且平均单价仍有约 5% 至 10% 的上升，大家电当中，空

调的表现最好，然后是冰箱，最后是洗衣机。展望 2 月和 1 季度，受惠于政策支持（虽然也许有些分流，因为补贴范围亦有新增小家电（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），但由于补贴的金额相信会比 24 年下半年略高，所以预计效果仍然不错。海外销售和出口方面，12 月和 1 月的增长仍然较快，相信是在关税增加前，抢出口的帮助。进入 2 月和 1 季度，我们认为增长可能会逐渐放慢。不过同时也要看公司的布局，大家电品牌（像美的、海尔、海信）对美国出口减少的同时，也在大力发展东南亚市场，所以增长会较为稳健（JS 环球亦会受惠，因为只布局中国和亚太市场）。短期来说，我们认为国家补贴仍在，需求还会有较快增长，加上渠道库存较低，品牌方有保库存增长机会，上半年业绩仍有确定性。

我们目前首推是海尔(6690 HK/600690 CH, 买入)，原因是：1) 美国房屋需求改善，2) 欧洲市场改革和本土化红利，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。我们也看好 JS 环球(1691 HK, 买入) 在亚太区的发展。

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

1 月新能源车销量整体符合预期但存在分化。11 家车企在 2 月 1 日公布了 1 月的新能源车销量，受去年第 4 季度的透支以及春节假期的影响，1 月合计销量环比下滑 41%，同比增长 40%。**小鹏 (XPEV US/9868 HK, 买入)** 连续第 3 个月销量超 3 万辆，1 月销量同比增长 268%，小鹏 G7 预期将在 2 季度上市，届时或将带来新的股价驱动；小米连续第 4 个月交付超 2 万辆；**蔚来 (NIO US, 持有)** 1 月交付新车 1.4 万辆，其中乐道品牌交付新车约 6,000 辆，乐道品牌对蔚来品牌的销量影响超预期；**埃安** 1 月销售新车同比下滑 42%，主要是因为去库存；**零跑 (9863 HK, 买入)** 1 月销售新车 2.5 万辆，同比增长 105%；**比亚迪 (002594 CH/1211 HK, 买入)** 1 月销售新车 29.6 万辆，同比增长 47%；**理想 (LI US/2015 HK, 买入)** 和**鸿蒙智行** 1 月交付新车同比分别略微下滑 4%和略微增长 6%。

4Q24 业绩前瞻：分化加剧。小鹏销量环比增长 97%，得益于规模效应和有效控费，净亏损有望环比收窄至 13 亿元；蔚来由于低毛利的乐道 L60 占比提升及其他业务潜在毛利恶化，预计其整体毛利率环比小幅下降至 10.4%，净亏损或环比扩大到 55 亿元；考虑到中高配车型占比提升及潜在供应商返利，我们预计理想毛利率有望环比小幅改善至 21.7%，净利润有望环比增长 20%至 34 亿元；我们预计吉利 (175 HK, 买入) 收入环比增长 38%至 773 亿元，预计极氪 (ZK US, 未评级) 基于港股准则净利润约 3 亿元，带动吉利净利润环比增长 33%至 33 亿元；我们预计比亚迪收入环比增长 29%，考虑到终端折扣增加和经销商年终返利，毛利率或环比下降 1.3 个百分点，净利润将环比增长 13%到 132 亿元。零跑、长城 (601633 CH/2333 HK, 买入)、广汽 (601238 CH/2238 HK, 买入) 公布了 2024 年业绩预告。零跑 4Q24 将首次实现单季度盈利，我们测算其 4Q24 毛利率将达到 13.8%，较前三个季度大幅改善；长城业绩符合预期，其 4Q24 净利润或环比下滑 30%，主要是年终奖计提的影响；我们估计广汽 4Q24 扣非净亏损 21 亿元，环比扩大。广汽在 4Q24 有 22.6 亿元的非经常性收益和转让 18.82%的巨湾技研股权相关。

新一轮“以旧换新”政策落地，符合预期。2024 年全国汽车以旧换新超 680 万辆（含报废更新和置换更新），根据中国汽车流通协会测算，带动新车销售增量约 240 万辆。2025 年，新一轮“以旧换新”政策明确延续，其中：1) “报废更新”政策补贴金额不变，燃油乘用车报废范围从“国三”及以下车型扩至部分“国四”及以下车型（2012 年 6 月 30 日前注册登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车），新能源乘用车报废范围从注册登记时间 2018 年 4 月 30 日以前扩展到 2018 年 12 月 31 日以前。根据中国汽车流通协会的测算，现存符合报废更新政策条件的国三及以下乘用车约 1,200 万辆，放宽范围后，新增符合条件的燃油乘用车超 1,000 万辆，新能源乘用车约 100 万辆；2) “置换更新”政策设定补贴上限，购买新能源乘用车补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车补贴最高不超过 1.3 万元，或是为了防止汽车销售企业借各个地方补贴政策差异进行套利。预计本轮“以旧换新”政策对销量的拉动效应不会低于 2024 年。

■ 推荐标的

吉利汽车 (175 HK, 买入)：通过升级到 GEA 平台和雷神 EM-i 架构，我们预期吉利新能源单车成本有望下降 5,000-7,000 元，其降本效应已经在去年下半年上市的星愿、银河 E5、星舰 7 的定价中有所体现并转化为销量。我们预计吉利核心净利润将从 2024 年的 89 亿元提升到 2025 年 137 亿元。

小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入)：通过 Mona M03 和 P7+ 的成功，我们认为小鹏已经逐渐把握了成功车型的关键点以及目标受众的兴趣点。2025 年是小鹏的产品大年，预期有 3 款全新车型以及其他换代改款车型上市，我们认为其新车有望延续爆款。我们预计小鹏 2025 和 2026 年销量有望同比提升 105% (39 万辆) 和 26% (49 万辆)，2025 年净亏损有望缩窄至 21 亿元并在 2026 年实现扭亏为盈。

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低于预期，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

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

■ 乐观

销售端：一月单月，TOP 10 开发商合同销售额环比降 52.3%，同比降 1.5%，其中表现较好的融创、远洋、华发、中海、分别同比增 81%、63%、48%、14%；头部企业中新城、碧桂园、金地、旭辉表现较弱，录得同比 -72%、-63%、-59%、-52%。

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%。

受春节假期时间影响，1 月楼市供求出现季节性回落，重点城市新房及二手房成交量环比均有所下降。新房方面，年初至 1 月 22 日（假期开始前一周）来看，30 城的新房成交面积同比增长 26%，环比下降 37%，主要系新盘供应减少导致；4 个一线城市新房成交面积环比下跌 33%，同比上升 56%，其中，深圳在低基数效应下同比增长 170%，而北京和上海新房市场持续受到二手房的分流；二、三线城市成交面积环比降 38%，同比增长 20%。二手房方面，年初至 1 月 22 日来看，33 个重点城市成交面积环比下降 19%，同比增长 19%，增幅收窄，延续了“以价换量”行情。低基数效应下，新房销量或将在一季度内录得同比持平。二手

房受部分小区价格逐渐调整到业主心理预期影响，成交量有望维持一定规模。在政策预期下，我们预计一季度内有望延续回稳态势。

2025年展望：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、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：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

■ 中性乐观。全年新业务价值有望延续强劲增长；中长期资金入市带动投资端前景改善

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(SAA)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，12 月开门红新单销售表现已出现明显分化，主要受前期产品结构调整和基数等因素影响，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，我们预计 2025 年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。

投资方面，1 月 22 日，六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，从上至下优化险企考核体系，完善资金入市机制，有望带来显著的权益投资增量资金。针对发布会中提出的头部险企要力争将每年新增保费的 30% 投资于权益市场，我们测算 2025 年权益市场有望迎来 5,000-6,200 亿元增量资金。权益市场预期改善将推动保险公司投资收益上行，利好板块估值回升。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、高股息资产（OCI 计量）和长期股权投资或将延续，配置窗口期有望延续至一季度末。

估值层面，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，股息率均值中位数为 5.9%/5.2%。在当前低利率环境下，资产端投资收益改善将带动险企估值回升。推荐资产负债匹配较好、负债端稳健增长的中国太保（2601 HK，买入，目标价：35.5 港元），中国平安（2318 HK，买入，目标价：65.1 港元）、中国人寿（2628 HK，买入，目标价：20.0 港元）和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

■ 工程机械：美国新关税政策对中国工程机械制造商的影响总体有限

美国对中国货品追加 10% 的进口关税，我们维持看法，认为总体上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。

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%，鼎力的情况并不会恶化。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。

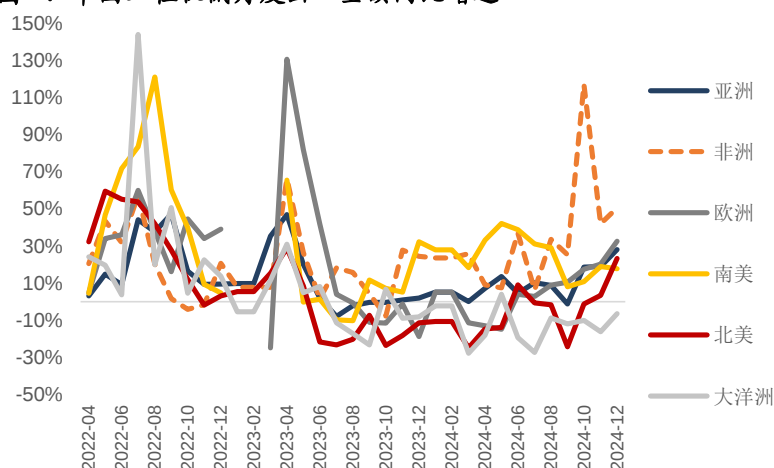
中联重科：目前美国市场销售占比不足 1%

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

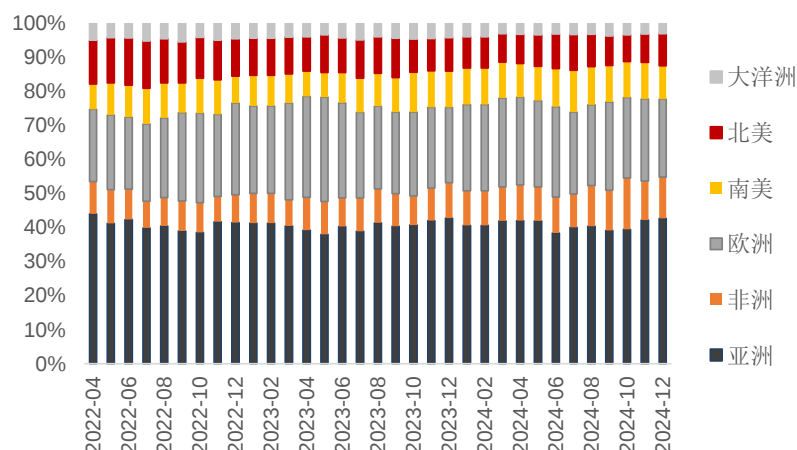
恒立位于墨西哥的新工厂预计可实现 4.5 亿美元（约合 32 亿元人民币）的年产值（假设满负荷生产）。该工厂产品将在投产后供应大客户卡特彼勒。若美国对墨西哥产品施加 25% 的关税，我们估计恒立需承担部分关税负担。

图 4：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 5：中国工程机械月度出口金额分布

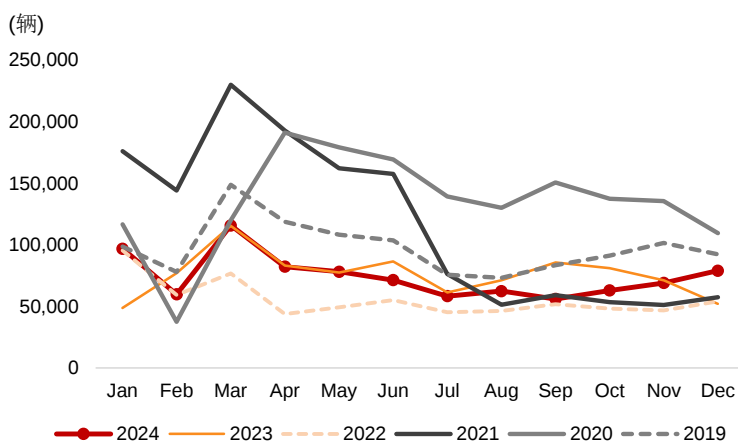


资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 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%。在中国市场，由于国四重卡保有量规模更大（我们估计其占重卡总保有量的 ~30%），因此我们认为未来设备更新补贴政策大范围拓展到国四重卡后，将成为刺激需求主要驱动因素。相反，出口方面，我们预计在俄罗斯需求转弱下，中国总体出口在 2025 年将有所下降。

图 6：中国重卡月度销售量(内销+出口)



资料来源: 第一商用车, Wind, 招银国际环球市场

■ 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%）。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策。

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

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