



短期波动仍存，聚焦经济转型方向

海外市场2025年度中期投资策略

姓名 吴柳燕（分析师）

证书编号：S0790521110001

邮箱：wuliuyan@kysec.cn

姓名 张可（分析师）

证书编号：S0790523070001

邮箱：zhangke1@kysec.cn

姓名 杨哲（分析师）

证书编号：S0790524100001

邮箱：yangzhe@kysec.cn

姓名 荀月（分析师）

证书编号：S0790122100036

邮箱：xunyue@kysec.cn

姓名 陈沆（联系人）

证书编号：S0790124070037

邮箱：chenhang1@kysec.cn

姓名 周勃宇（联系人）

证书编号：S0790124070036

邮箱：zhouboyu@kysec.cn 2025年5月6日

聚焦内需、非美出口、AI及国产替代等经济转型主线

2025年以来港股市场先后经历经济预期下行、Deepseek驱动中国科技核心资产价值重估、中美贸易摩擦冲击过后的企稳回升，短期政策博弈型品种波动率仍在，中期仍需评估关税政策对中国经济基本面的潜在压力导致港股市场继续显著回升的涨幅受限，震荡市重点聚焦中国经济转型的主线方向，如内需及AI-互联网、非美出口-汽车出口、国产替代-半导体、确定性升级-光学等。

1、互联网：具备价值及成长的混合属性，受益AI产业趋势步入扩张期，板块性估值回升首要决定因素仍是宏观环境向好。（1）游戏：供给驱动需求，精品化利好头部厂商，押注潜在爆品周期；（2）电商：消费分层态势显著，优选市场份额及货币化率上移机会；（3）本地生活：短期盈利提升曲线放缓，有待宏观环境复苏。（4）云计算：AI带动云计算支出结构性调整，云厂商有望实现价值重估。推荐阿里巴巴-W、拼多多，受益标的腾讯控股。

2、电子：（1）消费电子：光学是更优赛道，2025年手机光学升级持续、2025H2汽车ADAS下沉、2025Q4 AR光学起量有望实现三重行业 β 共振。手机光学升级趋势持续，手机光学模组ASP和毛利率有望继续改善，改善幅度有赖跟踪国际形势不确定性带来手机终端销量及产品结构、人民币贬值导致模组毛利率影响。（2）半导体：下游低库存状态、国际形势不确定性催生补库存效应有望保证2025Q2晶圆代工企业业绩环比向上，中期需求仍需评估全球范围内终端需求边际下修、及补库存后的提前透支影响。出于供应链安全角度考虑，车规半导体、模拟、关键半导体设备材料等领域国产替代趋势有望加速。推荐舜宇光学科技、高伟电子、丘钛科技、中芯国际、华虹半导体。

3、汽车：整车板块估值阶段性放大特征显著，行业竞争格局持续胶着，埋伏2025年新车爆品周期。2025年智能驾驶将迎产业奇点，ADAS在整车竞争中的重要性提升，优选品牌势能向上、2025年车型矩阵丰富的品种。端到端模型算法路径明朗后ADAS迭代加速，硬件降本带动供应商收入规模化，港股汽车电子板块持续扩容。推荐小米集团、小鹏汽车-W、理想汽车-W、零跑汽车。

4、计算机：围绕国产替代、AI主线轮动，MCP有望催化AI行情。港股SaaS企业仍处估值低位，短期估值对港股流动性较为敏感，中期估值提升仍有赖行业景气复苏、以及产品标准化程度对应运营利润率提升。推荐浪潮数字企业。

5、电动工具：关税压制美国当地市场需求、以及品牌供应链利润，有待后续政策明朗化，龙头积极加速产能全球化布局以缓冲短期盈利波动影响。推荐创科实业、泉峰控股。

6、风险提示：软件及产品推出不及预期、产能及供应链风险、监管政策变动、宏观经济增长放缓、地缘政治风险。

目 录

CONTENTS

- ◆ 1 海外市场：短期政策博弈或存波动，中期震荡市聚焦经济转型主线
- ◆ 2 互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期
- ◆ 3 电子：手机光学升级趋势明确，半导体国产替代趋势加速
- ◆ 4 汽车：整车竞争格局持续胶着，ADAS将迎产业奇点
- ◆ 5 计算机：国产替代趋势确定性强，AI主线有赖外部环境回暖
- ◆ 6 电动工具：关税压制市场需求及品牌利润，有待后续政策明朗化
- ◆ 7 风险提示

1.1 基于DCF模型，论港股投资和A股的同与不同

投资本质上是“资金”不断给“资产”重定价的过程，资产价格的变化及未来方向也是主要跟踪预判分子分母端的方向。投资A股还是港股，也是综合评估分子、分母端情况，考虑配置更高的基本面估值性价比。

分子端是资产，核心变量是EPS盈利增长预期、其次是汇率转化：

(1) 盈利增长预期方面，港股和A股都是中国经济体，整体盈利预期变化情况趋势接近，市场资产板块构成有不同导致节奏频率有轻微差异。

(2) 汇率方面，中资股是中国香港市场的主要业绩及估值贡献，作为人民币资产，在人民币尚未完全国际化背景下，美元兑人民币汇率走势会影响中资股在全球范围内的定价。

分母端是资金要求的投资回报率，决定变量是无风险利率、市场风险溢价：两地资产市场价格的核心区别主要出现在“分母端”，A股市场主要为内地投资者，港股市场的主要投资者来自海外和中国香港本地投资者，资金结构决定港股的无风险利率、市场风险溢价和A股是不一样的。

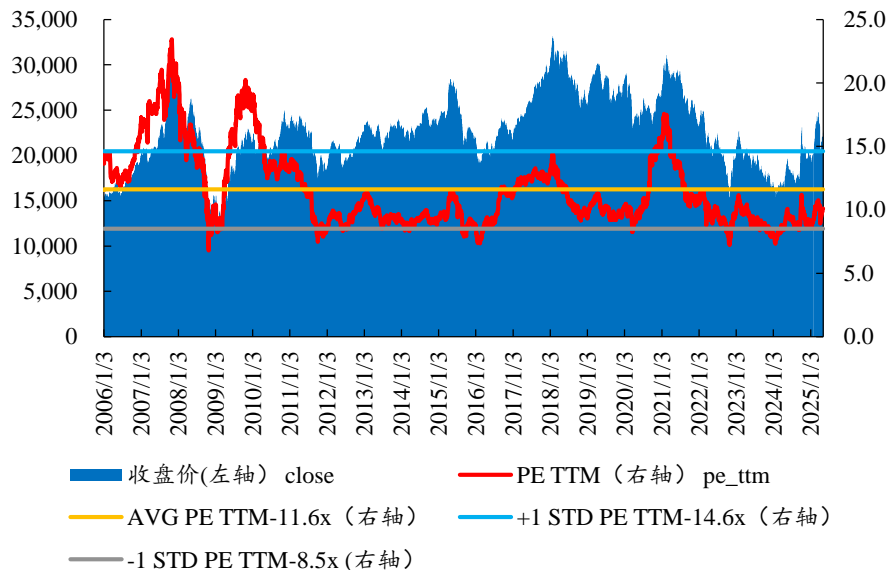
(1) 无风险利率，A股主要跟踪中国10年国债收益率变化，**港股整体跟踪美国10年期国债收益率**；

(2) 风险溢价方面，中国香港投资者整体比A股的风险偏好更低、要求更多的风险溢价补偿，影响因素主要有**流动性风险溢价、国家风险溢价、资产构成情况、投资者类型、交易机制等**。

1.2 短期政策博弈型品种波动率仍在，中期聚焦中国经济转型主线方向

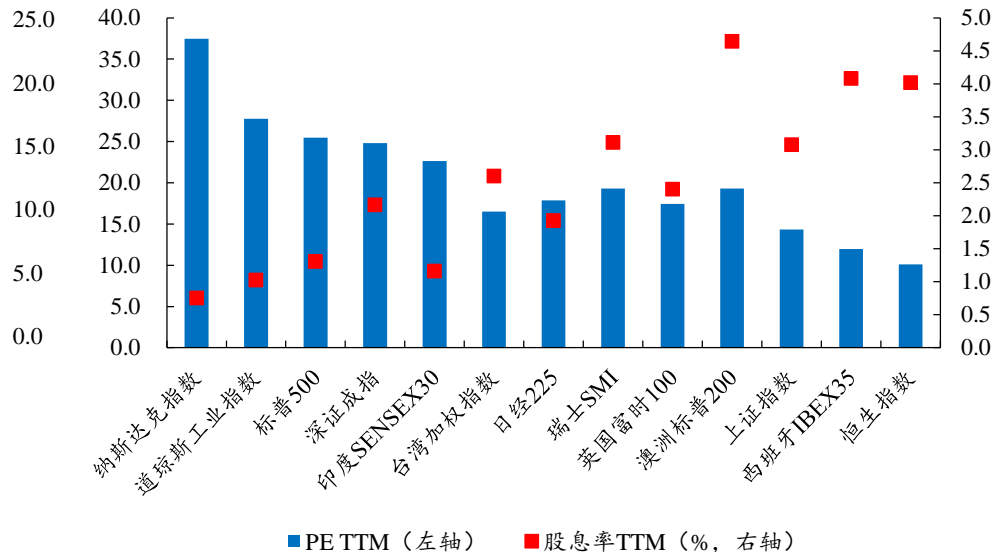
2025年以来港股市场先后经历经济预期下行、Deepseek驱动中国科技核心资产价值重估、中美贸易摩擦冲击过后的企稳回升，短期外部变量扰动、政策博弈型品种波动率仍在，中期仍需评估关税政策对中国经济基本面的潜在压力导致港股市场继续显著回升的涨幅受限，震荡市重点聚焦中国经济转型的主线方向。

图1：恒生指数PE TTM为10.1x低于2006年以来均值



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2025年5月6日）

图2：恒生指数PE TTM在全球范围内处于偏低水平

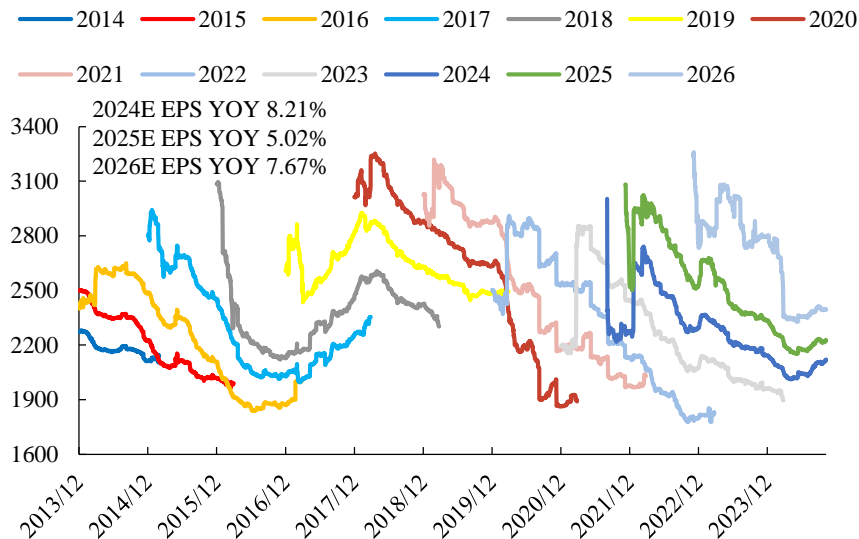


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至2025年5月6日）

1.3 分子端：盈利预期决定中期方向，2025H2或面临关税政策的滞后影响

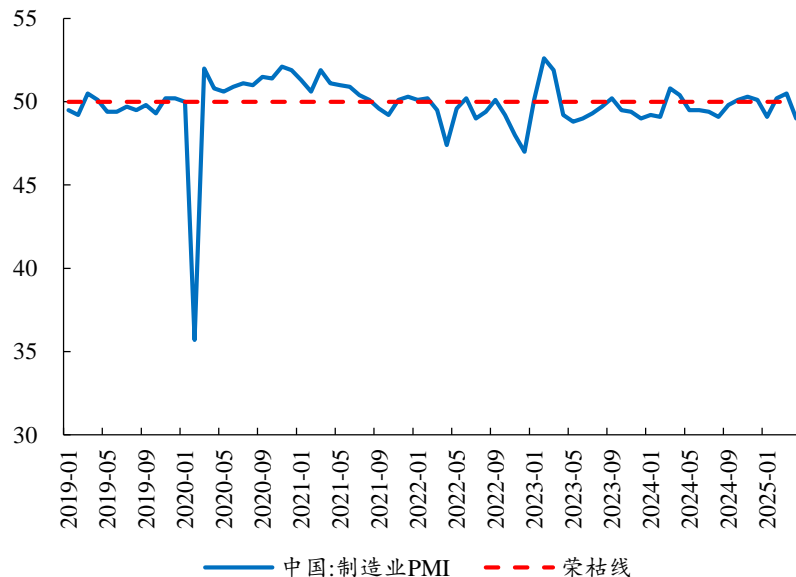
受益补库存效应，2025年3月中国制造业PMI重回荣枯线之上，但4月PMI有所波动，关税政策对2025H2全球经济体的滞后影响仍需评估。国内或将推出增量政策，扩大内需，以应对关税政策可能带来的对中国出口及经济的可能影响，关注降准降息落地和可能的增量财政政策（比如稳地产、提振消费等方面）。

图3：恒生指数2025年EPS一致预期同比增速较2024年下滑



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

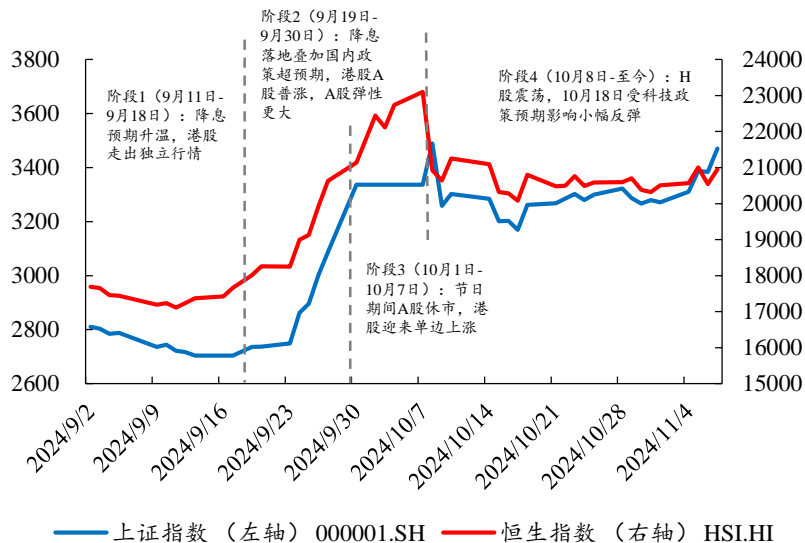
图4：2025年4月中国制造业PMI有所波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

美联储降息初期对港股流动性传导有效性较为明显，尤其是降息初期，2024年9月11-18日期间降息预期升温、港股走出独立行情；后续跟踪特朗普当选后赤字扩张下二次通胀风险可能加大、美联储独立性受到一定冲击、对外国加征普遍性关税并加剧贸易摩擦的情况。

图5：美联储降息初期对港股流动性传导有效性较为明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

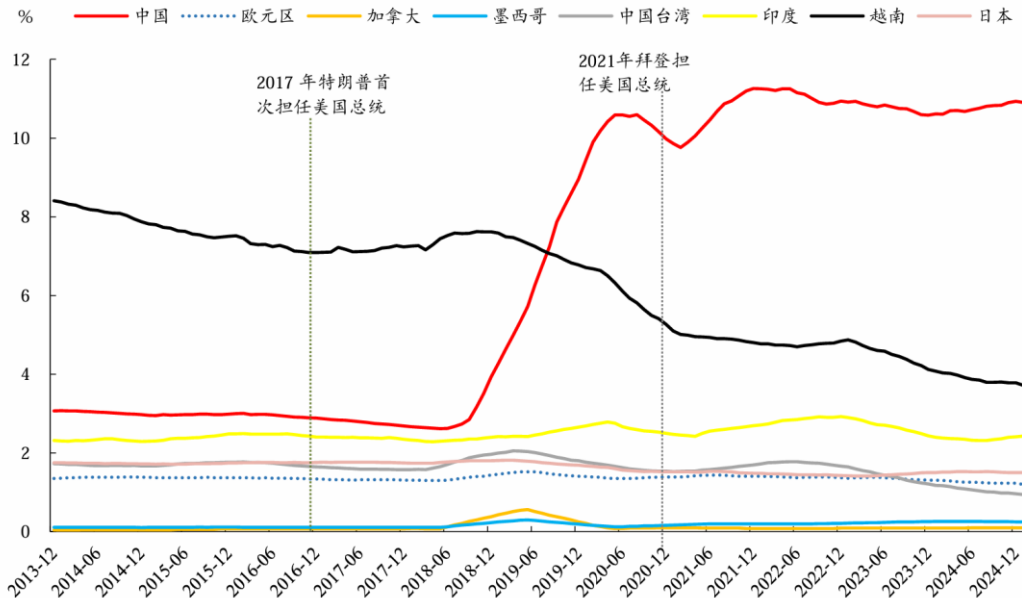
图6：CME美联储利率观测工具显示2025年有一定可能维持连续降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	96.8%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	30.9%	68.2%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	22.0%	57.1%	20.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	17.7%	50.1%	27.6%	4.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.2%	37.8%	36.2%	13.0%	1.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.9%	29.8%	36.6%	19.9%	5.0%	0.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	16.7%	32.5%	30.0%	14.0%	3.2%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	1.5%	9.3%	23.8%	31.4%	22.7%	9.1%	1.9%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.4%	3.3%	12.6%	25.6%	29.4%	19.6%	7.4%	1.5%	0.1%
2026/6/17	0.1%	1.2%	5.8%	16.1%	26.6%	26.8%	16.3%	5.8%	1.1%	0.1%
2026/7/29	0.3%	1.9%	7.4%	17.7%	26.6%	25.2%	14.8%	5.1%	1.0%	0.1%
2026/9/16	0.5%	2.8%	9.1%	19.2%	26.4%	23.5%	13.2%	4.4%	0.8%	0.1%
2026/10/28	0.5%	2.7%	8.7%	18.6%	26.0%	23.6%	13.7%	4.9%	1.0%	0.1%
2026/12/9	0.3%	1.6%	5.8%	13.9%	22.5%	24.8%	18.5%	9.1%	2.9%	0.5%

资料来源：CME（截至2025年5月6日）

特朗普对我国出口商品征收关税税率有较大提升，国内政策或将持续发力，对冲可能的关税冲击。2019年起中美贸易摩擦反复，外资主动型资金陆续撤离港股市场，当前外资对港股已经处在低配状态，对港股市场后续流动性影响幅度整体可控。

图 7：美国主要贸易逆差国出口至美国关税有效税率（12个月移动平均值）

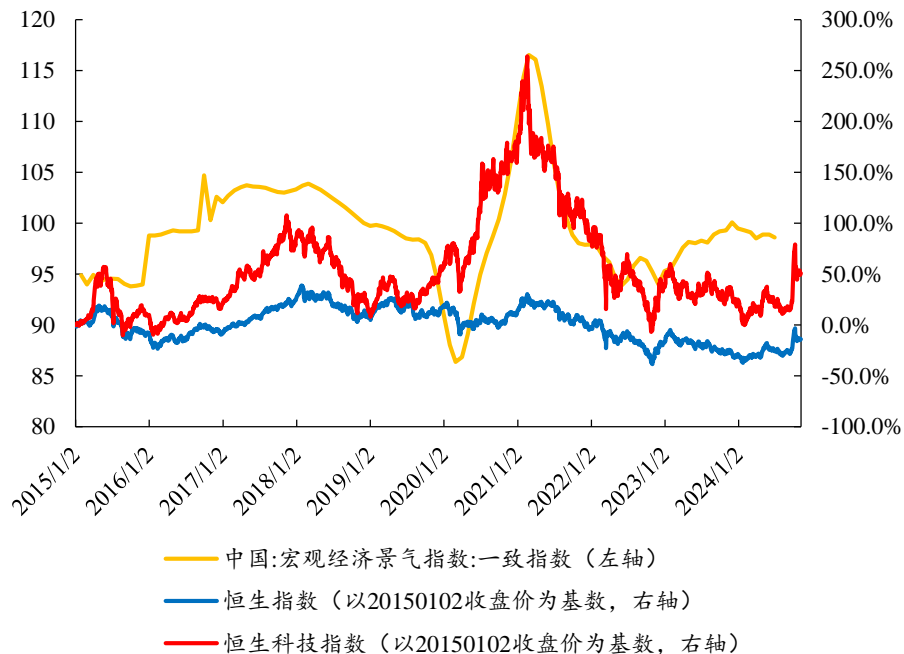


数据来源：US Census Bureau、开源证券研究所

1.6 恒生科技指数对国内经济景气度及流动性更为敏感

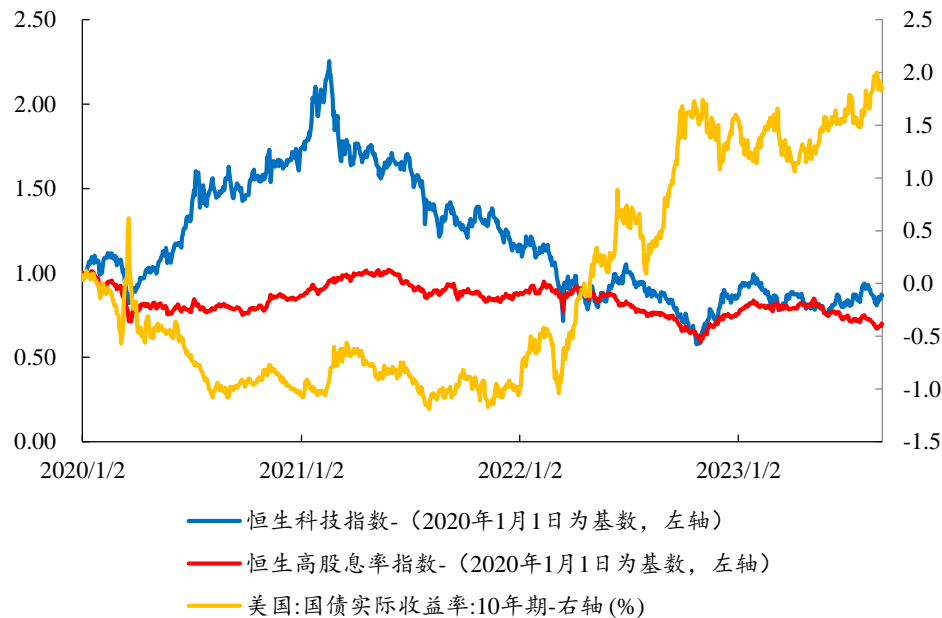
恒生科技指数对于国内经济景气度回升及美债利率下行更为敏感。恒生科技主要成份股内需“新经济”更受益国内经济景气度回升；美债实际利率快速下行阶段，恒生科技指数平均回报整体表现更好。

图8：恒生科技指数相对恒生指数对中国宏观经济景气指数更为敏感



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：恒生科技指数对美国国债收益率下行更为敏感



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- ◆ 1 海外市场：短期政策博弈或存波动，中期震荡市聚焦经济转型主线
- ◆ 2 互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期
- ◆ 3 电子：布局AI手机结构性升级，AR放量元年提振远期空间
- ◆ 4 汽车：整车竞争格局持续胶着，ADAS将迎产业奇点
- ◆ 5 计算机：国产替代趋势确定性强，AI主线有赖外部环境回暖
- ◆ 6 电动工具：关税压制市场需求及品牌利润，有待后续政策明朗化
- ◆ 7 风险提示

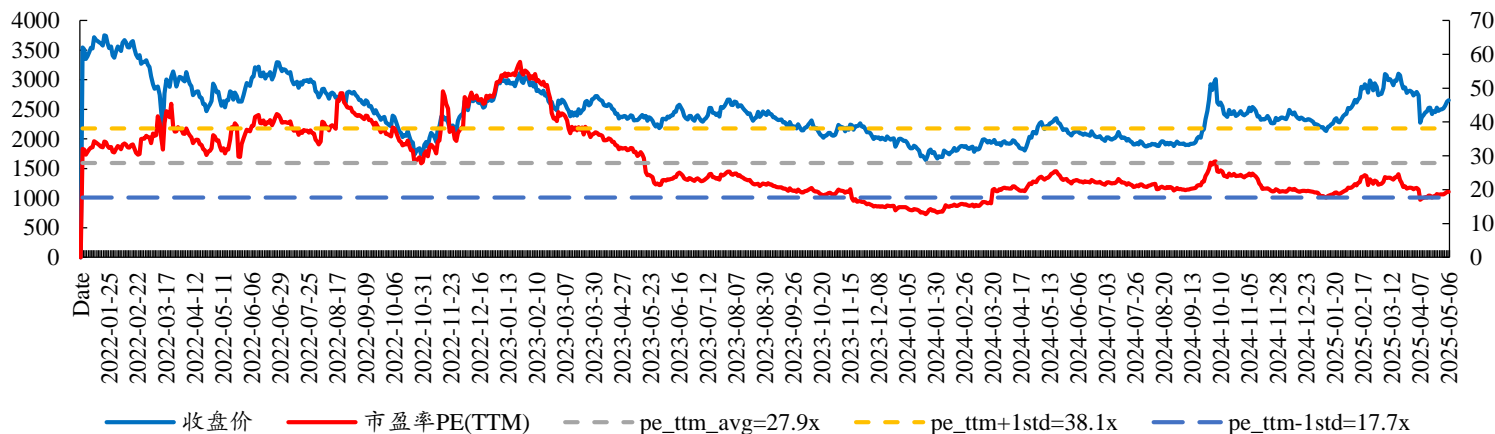
2.1

互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期

行业基本面相对稳健，存量竞争下格局稳定及壁垒较强的公司确定性更强。平台规模=用户时间*用户单体时间价值，其中，用户时间=总人口*人口渗透率*单用户使用时长；用户单体时间价值=需求多样性*智能化程度。（1）国内移动互联网用户规模及时长温和增长，海外或成为第二增长曲线，目前多数互联网公司海外业务占比仍低。（2）考虑到用户闲暇时间及消费分层趋势，细分赛道及下沉市场仍有结构性机会。（3）AI短期对互联网公司业绩拉动有限，关注后续技术及应用演进。

前期估值修复核心驱动力在于AI技术平权带来中美科技预期差收敛及叙事重构，后续估值空间关注AI落地进展及驱动基本面上修、中美关系及中国经济政策预期影响全球资产重分配。收入增速预期放缓下，互联网公司高利润率、充裕现金流及持续回购具备稳健配置价值，经历反弹后估值仍处于历史低位区间。

图10：截至2025年5月6日恒生互联网科技业指数PETTM为19.4x，仍处于2022年以来低位区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 游戏：供给驱动需求，精品化利好头部厂商，押注潜在爆品周期

游戏用户规模增长放缓，ARPU提升推动市场平稳增长；我们预计游戏版号监管政策平稳，重点押注潜在爆品周期。2023年国内游戏市场规模YOY+13.95%，而用户规模YOY+0.6%。未来需求端随老龄化趋势加剧，用户渗透率短期或较为稳定，增长有赖于提升现有用户ARPU，叠加供给端版号整体数量有限，研发精品化成为必然选择，头部厂商更具优势。2025年重点关注（1）腾讯：无畏契约手游、王者荣耀世界、胜利女神、爆裂小队；（2）网易：燕云十六声、七日世界、代号：无限大、命运：崛起。

表1：2025年头部厂商新产品周期驱动增长

游戏名称						游戏名称					
游戏名称		上线时间	上线地区	平台	类别	游戏名称		上线时间	上线地区	平台	类别
腾讯	宝可梦大集结	20241107	中国	移动/主机	MOBA	腾讯	大航海时代:海上霸主		中国	移动	SLG
	王者荣耀星之破晓	2025	中国	移动	大逃杀		洛克人11		中国	PC	动作
	航海王:雄心壮志	2024Q4	中国	移动	动作		洛克王者:世界		中国	移动/PC	模拟经营
	暗区突围:无限	2025Q2	中国	PC	FPS		最终幻想14:水晶世界		中国	移动	MMORPG
	无畏契约: 源能行动	2025	全球	移动	FPS	网易	燕云十六声	2024Q4	中国	移动/PC/主机	开放世界MMORPG
	王者荣耀世界	2025/2026	全球	移动	开放世界RPG		七日世界	2025Q2	中国	移动/PC/主机	开放世界生存
	逆战:未来	2025	中国	移动	PvE FPS		破碎之地	2025	中国	移动/PC	PvE射击
	胜利女神	2025	中国	移动/PC	ACG\射击		代号:无限大	2025/2026	中国	移动/PC/主机	开放世界ACG RPG
	爆裂小队	2025	中国	移动	休闲动作		命运:崛起	2025/2026	中国	移动	TPS/FPS
	彩虹六号		中国	移动/PC	FPS		突袭:暗影传说	2025	中国	移动	卡牌/RPG
	龙石战争		中国	移动	SLG		劲舞团:全民派对		中国	移动	舞蹈
	饥困荒野		中国	移动	生存		万民长歌:三国		中国	PC	SLG
	王者万象棋		中国	移动	SLG		四方域之诗		中国	移动/PC	SLG/RPG
	刺客信条:侠隐		中国	移动	开放世界RPG	哔哩哔哩	咒术回战 幻影夜行	2024Q4	海外		卡牌/RPG
	热血美职篮		中国	移动	运动		凡人修仙传:星海飞驰				

资料来源：国家新闻出版署、GameLook、游戏陀螺、游戏新知、各游戏官方网站及公众号、开源证券研究所

消费分层态势显著，直播电商增长趋缓，货架电商聚焦低价及用户体验，优选市场份额及货币化率上移机会。（1）电商需求端消费收入预期趋于谨慎，追求质价比，同时呈现显著的消费分层态势。2025Q1实物商品网上零售额YOY+5.7%，占社零整体比重24%；从品类看，食品饮料、户外等品类线上增长迅速。（2）平台端，由低价同质竞争步入低价与差异化竞争并重阶段，直播电商商家高运营投入不可持续同时平台商业化流量有限，GMV增速有所放缓；货架电商低价补贴对于利润率形成压力，追求低价与GMV增长并重。我们预计阿里巴巴国内电商业务市场份额逐步趋稳、货币化率有望于2025年步入平稳上移趋势，受益自身平台竞争力提升后技术服务费调整、以及后期全站推模型渗透以进一步提升货币化率。

图11：电商平台战略及流量分发规则持续调整优化，匹配核心优势

平台				
战略特色定位	商品类目全	正品高质量	性价比	内容电商
经营目标	追求GMV的稳定增长	保持利润增长，提升GMV	保持GMV增长，提升利润质量	重点追求GMV增长，关注内容转化率
战略执行层面变化	低价优先 ↓ GMV增长优先	低价优先 ↓ 加大低价战略实施力度	低价优先 ↓ 坚持低价优先战略	低价优先 ↓ GMV增长优先，回归内容电商本质
配合战略转型的策略与规则示例	<ul style="list-style-type: none"> 在价格力和服务体验方面加大投入力度，如优化“仅退款”规则，增强优质商家售后自主权 	<ul style="list-style-type: none"> 提高低价商品（如快消品类）的供给类目，完善低价战略的商品丰富度 利用规模效应、技术驱动的供应链创新提高低价战略竞争力，如推出9.9包邮、扩大会员的免运费次数等措施 	<ul style="list-style-type: none"> 进一步强化低价竞争优势，如推出自动跟价等规则 	<ul style="list-style-type: none"> 流量规则优化：将提供高质量内容吸引用户作为流量规则的优化方向

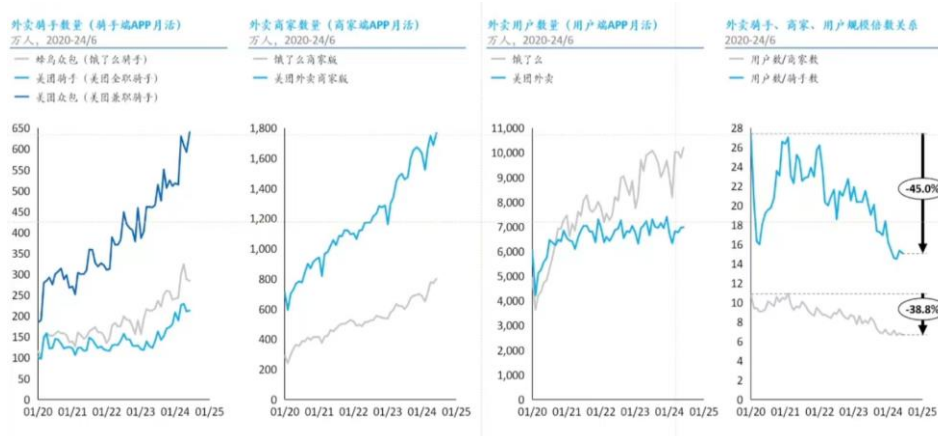
资料来源：艾瑞咨询

2.4 本地生活：短期盈利提升曲线放缓，有待宏观环境复苏

即时配送：外卖单量增速放缓、UE提升幅度受竞争及宏观影响或有限、补贴政策优化及广告货币化率提升有望抵消部分投入，即时零售规模持续增长。（1）餐饮外卖：单量增速稳定，线下供给端商家竞争加剧，成本端劳动力供给充足，对应单均配送成本及广告货币化率提升带来UE改善空间。（2）即时零售：行业空间广阔，2024年市场规模破万亿，品类丰富度支撑高客单价，闲时运力单均配送成本低于餐饮外卖，短期受制成长期高补贴导致UE微薄，长期伴随市场竞争格局稳定、UE有望高于餐饮外卖。

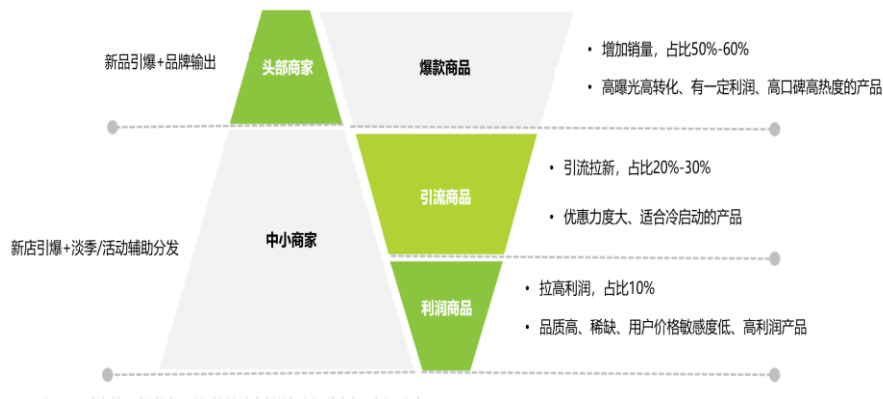
到店竞争格局边际改善，美团抖音到综、酒旅等行业形成一定差异化竞争，到家与到店流量协同、品类结构变化及低线城市占比提升预计变现率及利润率缓慢修复。从品类结构看，2024年美团到综休闲娱乐、丽人医美等核心变现品类增长迅速。中长期看，尽管小红书、视频号等新玩家进入本地生活是确定性趋势，我们认为与抖音同等级大规模投入的概率较低。

图12:外卖商家及骑手APP月活数量持续增长



资料来源：久谦

图13: 抖音对于头部及中小商家提供不同价值



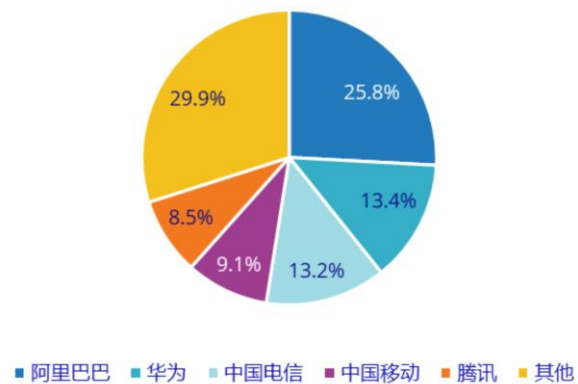
资料来源：艾瑞咨询

2.5 AI带动云计算支出结构性调整，云厂商有望实现价值重估

- 依托AI及大模型有望撬动云高速增长，云厂商将迎来智能算力服务、MaaS及行业应用三类增量机会；国内大量中小企业尚未上云，市场余量空间有待挖潜。根据罗兰贝格及工信部数据，美国在2023年已有94%的企业上云，并维持增长态势；相比之下，中国中小微企业约5,200万家，距工信部提出的2027年实现40%上云率的目标仍有较大差距。从云计算市场支出的GDP占比看，中国约占0.5%，美国约占1%。
- 随云心智成熟，国内企业对于PaaS及SaaS的采纳率有望提升，推动云支出结构调整从而推动利润率改善。根据IDC数据，2024H1，中国公有云服务整体市场规模（IaaS/PaaS/SaaS）为1518亿元，其，IaaS市场规模为855亿元，YOY+9.4%；PaaS市场规模为279亿元，YOY+21.9%。

图14：2024H1中国TOP5公有云IaaS厂商为阿里、华为、电信、移动、腾讯

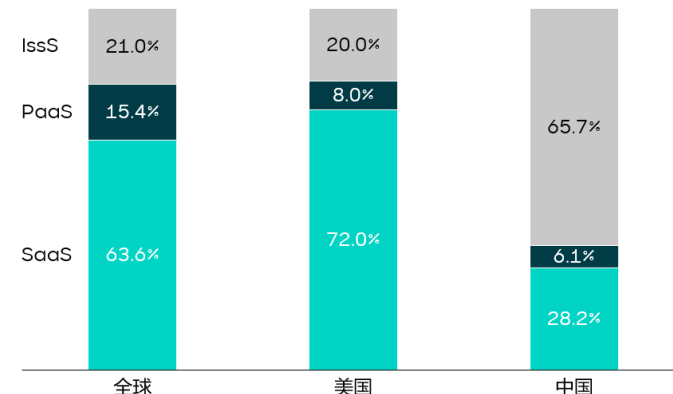
中国Top 5公有云IaaS厂商市场份额占比，2024H1



资料来源：IDC

图15：国内PaaS+SaaS支出占比显著低于全球平均

云计算的IaaS/PaaS/SaaS结构对比



资料来源：罗兰贝格

2.6 对比美股互联网，港股互联网估值更具性价比

表2：中美互联网龙头公司彭博盈利一致预期及估值

代码	公司	市值 (亿)	财报货币	营收 (百万)				2024-2027E CAGR	归母净利润 (百万)				2024-2026E CAGR	评级	估值			
				FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E			FY2025E	FY2026E	FY2027E	
HKD																		
3690.HK	美团-W	8,462	CNY	337,592	395,213	454,884	519,971	15.5%	43,772	50,607	63,814	77,866	21.2%	买入	PE	15.5	12.3	10.1
9988.HK	阿里巴巴-W	23,650	CNY	941,168	1,007,820	1,093,392	1,186,572	8.0%	157,479	155,511	170,569	189,852	6.4%	买入	PE	14.1	12.9	11.6
9999.HK	网易-S	5,338	CNY	105,295	120,974	135,215	145,572	11.4%	29,417	33,862	37,318	40,422	11.2%	买入	PE	14.6	13.3	12.3
9618.HK	京东集团-SW	4,192	CNY	105,295	120,974	135,215	146,325	11.6%	29,698	34,230	38,979	42,367	12.6%	买入	PE	11.4	10.0	9.2
1024.HK	快手-W	2,298	CNY	126,898	141,731	155,155	169,320	10.1%	15,335	18,818	22,685	25,452	18.4%	买入	PE	11.3	9.4	8.4
0700.HK	腾讯控股	45,594	CNY	660,257	707,066	752,850	800,883	6.6%	194,073	216,874	236,322	255,534	9.6%	买入	PE	19.5	17.9	16.6
9626.HK	哔哩哔哩-W	594	CNY	26,832	30,731	34,652	38,733	13.0%	-1,347	513	1,919	2,729	NA.	买入	PE	107.7	28.8	20.2
USD																		
PDD.O	拼多多	1,574	CNY	247,639	393,836	508,141	600,162	34.3%	122,301	139,490	169,369	200,489	17.9%	买入	PE	8.1	6.7	5.7
GOOG	谷歌	20,027	USD	295,118	327,361	366,741	414,680	12.0%	100,118	108,469	121,325	140,931	12.1%	未评级	PE	18.5	16.5	14.2
META	meta	15,128	USD	164,501	186,865	212,025	239,152	13.3%	62,360	65,638	75,107	85,569	11.1%	未评级	PE	23.0	20.1	17.7
AMZN	亚马逊	19,769	USD	637,959	695,682	765,208	841,283	9.7%	81,259	77,060	91,921	110,803	10.9%	未评级	PE	25.7	21.5	17.8
AAPL	苹果	29,706	USD	391,035	407,894	436,025	462,412	5.7%	103,998	108,930	116,555	126,728	6.8%	未评级	PE	27.3	25.5	23.4
NFLX	奈飞	4,826	USD	39,001	44,438	49,822	55,142	12.2%	8,984	10,968	13,150	15,635	20.3%	未评级	PE	44.0	36.7	30.9
MSFT	微软	32,425	USD	245,122	276,614	313,222	350,685	12.7%	88,136	98,262	111,706	130,148	13.9%	未评级	PE	33.0	29.0	24.9

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（注：已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自彭博一致预期，1USD=7.7596HKD，1CNY=1.0763HKD，市值截至2025年5月6日）

目录

CONTENTS

- ◆1 海外市场：短期政策博弈或存波动，中期震荡市聚焦经济转型主线
- ◆2 互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期
- ◆3 电子：手机光学升级趋势明确，半导体国产替代趋势加速
- ◆4 汽车：整车竞争格局持续胶着，ADAS将迎产业奇点
- ◆5 计算机：国产替代趋势确定性强，AI主线有赖外部环境回暖
- ◆6 电动工具：关税压制市场需求及品牌利润，有待后续政策明朗化
- ◆7 风险提示

- 光学升级趋势延续，手机光学模组ASP和毛利率有望继续改善，改善幅度有赖跟踪国际形势不确定性带来手机终端销量及产品结构、人民币贬值导致模组毛利率影响：根据IDC数据，2025年全球智能手机出货量预计将同比增长2.3%，达到12.6亿部。手机市场继续温和复苏，手机行业光学规格整体提升，2025年安卓手机OIS防抖和潜望式镜头有望从旗舰机型向中低端、入门级机型下沉。高价值量模组出货量增加有望带动手机光学模组厂商ASP和毛利率改善。
- AI手机渗透率将持续提升，谷歌、vivo、华为大模型进展领先，小米仍需加速追赶：2023年以来华为、谷歌等安卓厂商也相继发布AI大模型，并搭载于手机。根据IDC预测2025年GenAI智能型手机的出货量将延续高速增长、预计将同比增长73.1%，到2028年GenAI智能型手机出货量将达到9.12亿部，2024-2028年复合成长率（CAGR）将达到78.4%。

图16：2025年安卓光学升级趋势继续

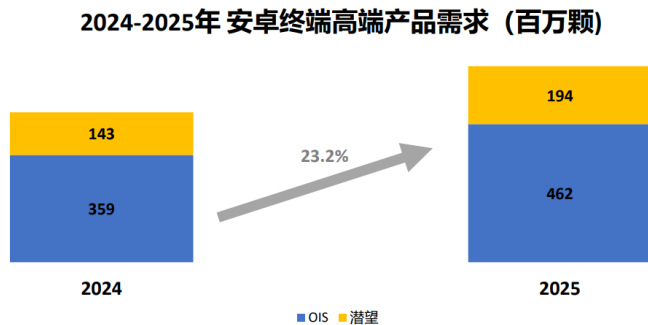


表3：各手机厂商相继发布AI大模型

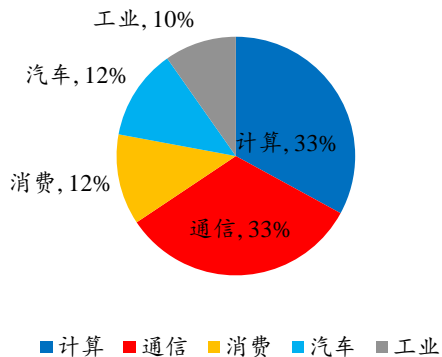
手机厂商	时间	大模型进展
华为	2023年8月	华为宣布HarmonyOS 4系统全面接入盘古大模型，成为全球首个嵌入AI大模型能力的移动终端操作系统，首批支持机型为Mate 60系列。
谷歌	2023年10月	在 Pixel 8 Pro 上正式落地端侧大模型 PaLM2（壁虎版）。12月将轻量化的 Gemini Nano 更新到 Pixel 8 Pro 上。
vivo	2023年11月	发布自研蓝心大模型，蓝心大模型包含覆盖十亿、百亿、千亿三个参数量级的五款vivo自研大模型；首发搭载于vivo X100系列。
荣耀	2024年1月	发布70亿参数魔法大模型，并在 Magic 6 手机首发。
oppo	2024年1月	发布首个端侧应用70亿参数大语言模型（安第斯大模型）手机Find X7。
三星	2024年1月	发布Galaxy S24系列旗舰手机，首次搭载Galaxy AI（Gauss大模型）。
小米	2024年2月	小米 14 Ultra由此前的影像大脑升级成为首个AI大模型计算摄影平台Xiaomi AISP。

资料来源：丘钛科技2024年业绩演示资料

资料来源：新华网、腾讯网、IDC等、开源证券研究所

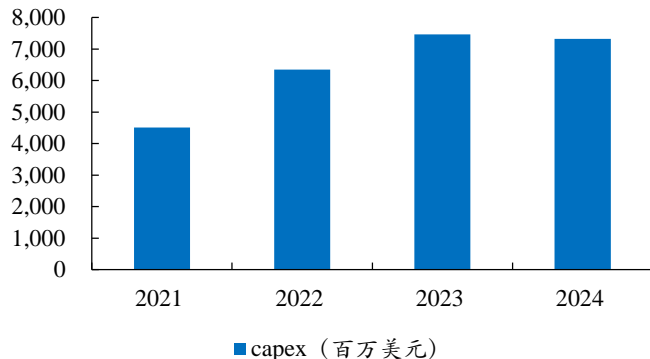
- **我们预期2025年半导体成熟制程需求或温和复苏：**半导体下游终端需求主要来自计算（PC及服务器）、通信（主要为智能手机）、消费、汽车和工业，根据IDC数据2023年半导体市场中下游计算和通信合计占比达到66%。考虑到下游低库存状态，智能手机、电脑及相关产品的需求逐渐恢复，伴随AI PC、汽车智能化渗透率提升，我们预期2025年半导体成熟制程需求将呈现温和复苏。短期考虑到功率去库存结束，我们预期相关产品稼动率和ASP有望回升。考虑到国际形势不确定性，出于供应链安全角度考虑，车规半导体、模拟、关键半导体设备材料等领域国产替代趋势有望加速。
- **国内晶圆代工厂持续扩产，成熟制程或延续供过于求格局：**国内晶圆代工厂仍在持续扩张12寸成熟制程产能，比如中芯国际远期将合计新增34万片12寸月产能；华虹半导体的华虹无锡二期项目也将建设一条月产能8.3万片的12英寸特色工艺生产线，到2025年底实现2万片产能。考虑到需求复苏力度温和、或小于产能扩张力度，我们预期2025年将延续供过于求格局。

图17：2023年半导体需求主要来自计算及通信市场



数据来源：IDC、开源证券研究所

图18：2022年以来中芯国际CAPEX维持在较高水平



数据来源：中芯国际公告、开源证券研究所

3.3 港股电子公司盈利预测&估值

表4：港股、A股和美股电子公司盈利预测及估值

代码	公司	市值	财报货币	营收（百万）				2024-2027E CAGR	归母净利润（百万）				2024-2027E CAGR	评级	估值			
				2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E			2025E	2026E	2027E	
港股		亿港元																
0981.HK	中芯国际	3,749	USD	8,030	9,952	11,217	12,435	16%	493	871	1,073	1,273	37%	2%	买入	PB	2.1	1.9
1347.HK	华虹半导体	626	USD	2,004	2,233	2,708	3,344	19%	58	94	122	146	36%	1%	买入	PB	1.3	1.3
2382.HK	舜宇光学科技	721	CNY	38,294	42,499	46,189	54,522	12%	2,699	3,450	3,688	4,402	18%	12%	买入	PE	19.5	18.2
1415.HK	高伟电子	202	USD	2,494	3,408	4,029	5,173	28%	119	175	209	264	30%	19%	买入	PE	14.9	12.5
1810.HK	小米集团	13,376	CNY	365,906	504,462	617,185	682,587	23%	23,658	38,035	54,324	63,378	39%	17%	买入	PE	32.7	22.9
1478.HK	丘钛科技	80	CNY	16,151	19,239	21,405	22,937	12%	279	667	780	903	48%	7%	买入	PE	11.2	9.6
2018.HK	瑞声科技	444	CNY	27,328	31,459	36,213	42,504	16%	1,797	2,414	3,001	3,536	25%	8%	买入	PE	17.1	13.8
A股		亿人民币																
002456.SZ	欧菲光	394	CNY	20,437	26,271	29,097	34,850	19%	58	876	1,083	2,150	233%	12%	未评级	PE	44.9	36.4
002241.SZ	歌尔股份	770	CNY	100,954	106,038	118,003	124,726	7%	2,665	3,449	4,122	4,566	20%	10%	未评级	PE	22.3	18.7
美股		亿美元																
AAPL	苹果	29,706	USD	391,035	407,698	435,234	461,570	6%	93,736	108,874	116,720	127,005	11%	189%	未评级	PE	27.3	25.5
TSM	台积电	9,149	USD	90,106	113,646	132,998	156,021	20%	36,526	47,790	55,624	64,661	21%	30%	未评级	PB	4.9	3.9
UMC	联电	174	USD	7,232	7,402	7,777	7,605	2%	1,470	1,245	1,481	1,454	0%	14%	未评级	PB	1.4	1.3

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（前7家公司预测来自开源证券研究所，其余来自彭博一致预期。汇率1USD=7.7505HKD、1HKD=0.9312CNY。时间截止2025年5月6日）

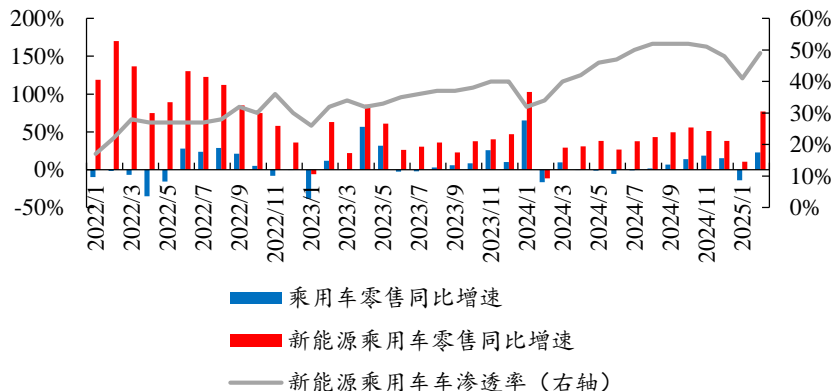
目录

CONTENTS

- ◆ 1 海外市场：短期政策博弈或存波动，中期震荡市聚焦经济转型主线
- ◆ 2 互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期
- ◆ 3 电子：手机光学升级趋势明确，半导体国产替代趋势加速
- ◆ 4 汽车：整车竞争格局持续胶着，ADAS将迎产业奇点
- ◆ 5 计算机：国产替代趋势确定性强，AI主线有赖外部环境回暖
- ◆ 6 电动工具：关税压制市场需求及品牌利润，有待后续政策明朗化
- ◆ 7 风险提示

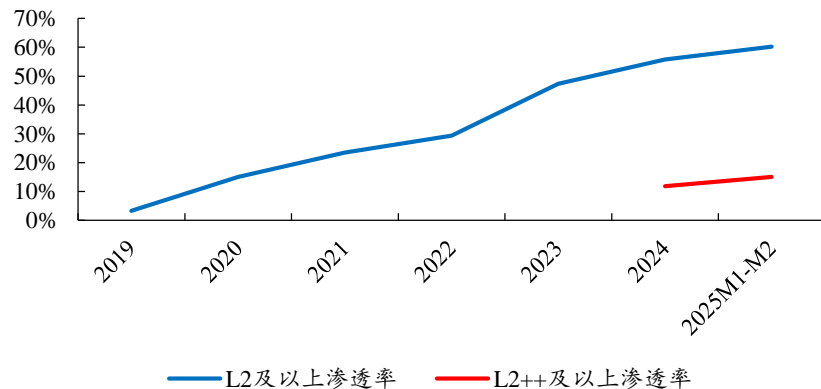
- **受益国补政策延续驱动汽车大盘销量上修，新能源渗透率已快速提升至50%以上。**2025年1-2月我国乘用车零售同比增速为1%，3月在新能源增长及节后政策发力刺激下回升至15%，零售量及增速均为历史同期最高；乘联会最新上修2025全年乘用车零售增速预测至3%（前值2%），为2017年以来最高值。2025Q1新能源乘用车销售同比提升3.3%，其中2025年3月新能源车国内零售渗透率51%，较2024年同期提升11pct、环比2月亦小幅提升。
- **ADAS智能驾驶搭载率加速提升，新能源车竞争由“上半场-电动化”步入“下半场-智能化”。**根据NE时代数据，2025年1-2月国内L2++（可实现高速NOA功能）及以上智驾渗透率达到15.09%。2025年2月起，以比亚迪为首的国内车企密集发布智驾平权战略，具备NOA功能的高阶智驾最低激进下沉至6万元级别，有望驱动高阶智驾搭载率快速提升。理想、小鹏等头部新势力2025H2有望发布L3自研方案，吉利、奇瑞、广汽等多家传统车企L3车型有望于2025-2026年量产。

图19：新能源汽车渗透率及销量增长放缓



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

图20：L2及以上等级智能驾驶加速渗透



数据来源：NE时代

4.2 整车：竞争局势仍然胶着，埋伏新车爆品周期

小鹏：2025Q2 G7有望领衔丰富矩阵驱动销量上行，2025H2斜率有赖品牌上探。2025Q2新车改款事件催化丰富，G7领衔驱动季度交付上行，2025H2销量曲线斜率或放缓，考虑到品牌力上行具备难度、新车产品优势gap有待考察；中长期L3路径仍有较大分歧，核心看算法迭代速度保证智驾领先、驱动商业模式变革。

零跑：B10爆款再次印证同级智能化优势，拓展零部件及出口业务提振长期盈利前景。智驾投入加码延续智能化产品及技术优势，国内汽车业务规模效应、一汽集团零部件及供应链合作落地、海外本地化部署持续推进有望提振长期盈利前景。

理想：2025H2两款纯电新车发布或有惊喜，AI投入持续强化ADAS竞争力。伴随VLA模型发布、超充站加速布局，2025H2两款纯电新车发布有望创造惊喜，AI投入持续加码有望强化ADAS竞争力、L3拐点前率先完成卡位。

蔚来：主品牌维持高端豪华调性，子品牌切入更大下沉市场。主品牌NIO已形成20-80万元完整产品矩阵，子品牌方面Firefly已于2025H1正式上市、2025H2乐道L90及另一款新车有望交付；沈斐担任乐道总裁有望通过经营战略改善、促销策略优化驱动整体交付回暖。

特斯拉：2025H1平价车型发布，FSD入华有望掀起智驾热潮。2025H1新车价格带预计低于Model3面向更大下沉市场，FSD 2025Q1完成入华，给予中国消费者最先进智驾体验。

表5：造车新势力2025年密集发布新车

公司	2025H1新车	2025年车型规划
小鹏汽车	G7、M03 max、P7+旗舰版、G6/G9/X9改款	2025H2：多款纯电、增程
零跑汽车	B10、B01	2025H2：B05；2026：D系列、A系列等
蔚来	L系列改款、MEGA改款	2025H2：i8、i6；2026：增程及纯电平台
理想汽车	萤火虫	2025H2：乐道L90及一款新车；2025全年共9款新车/改款
特斯拉	Model Y焕新版、平价车型Model 2	

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

4.3 汽车电子：城区NOA加速迈入15-25万元区间，智驾平权带动供应商收入规模化

城区NOA加速迈入15-25万元区间，智驾平权已悄然来临。（1）“20-25万元”区间：具备城区NOA功能的汽车销量增速明显，据佐思汽研数据，从国内单月汽车销量数据来看，具备城区NOA功能的汽车渗透率从2024M1的2.1%上升到2024M10的24.7%；（2）“15-20万元区间”：2024年多款搭载城市NOA功能的车型相继面世，其中包括广汽埃安V、深蓝L07等车型，从国内乘用车搭载具备城区NOA功能的车型数量来看，配备城市NOA功能的汽车市场渗透率从2024M8的0.03%上升到2024M10的0.63%。

智驾平权驱动ADAS下沉，有望驱动上游供应商收入规模放量、陆续迎来盈利拐点。（1）**ADAS芯片/算法**：智驾升阶带来更大算力芯片需求，低阶智驾逐步下探至平价车型带动性价比芯片产品走量。（2）**车载摄像头**：纯视觉方案更加依赖摄像头进行信息获取，同时对于摄像头图像质量、工作稳定性、环境适应性提出更高要求。（3）**激光雷达**：高速NOA已有多家车企实现无激光雷达方案上车（小米SU7 2024款 长续航智驾版、理想L7 2024款 Pro版），城市NOA方案中，除小鹏（2025年MAX版本）、乐道外，国内车企仍需激光雷达作为安全冗余。伴随激光雷达技术路线由机械转向固态，自动化生产工艺成熟、搭载自研芯片后激光雷达成本快速下行，有望覆盖更多价格带车型实现走量。

表6：港股汽车电子标的逐步丰富、覆盖ADAS芯片及域控、车载屏、激光雷达等

代码	公司	市场位势	主要产品	主要客户	竞争对手
0285.HK	比亚迪电子	比亚迪主要供应商	ADAS域控、热管理、主动悬架等	比亚迪（70%）、国内外新势力、Tier1	德赛西威、三花智控、保隆
0710.HK	京东方精电	2024年车载屏：全球第一	车载屏幕模组、系统	比亚迪、上汽、东风、小鹏、日韩头部车企等	深天马、JDI、LGD
1274.HK	知行科技	2024年域控：3.2%/第八	ADAS域控、前视摄像头	吉利、长城、奇瑞、东风等	德赛西威、经纬恒润
1760.HK	英恒科技		能源/车身/安全/动力/智能化解决方案	Tier1为主：宁德时代、保隆科技、星宇股份 主机厂：理想、吉利、比亚迪、小鹏等	德赛西威、经纬恒润
2498.HK	速腾聚创	2024年：33.5%/国内第一	激光雷达	仰望、路特斯、腾势、小鹏、智己等	法雷奥、禾赛科技
2533.HK	黑芝麻智能	2024年 NOA行泊一体域控计算方案： 12.15%/国内第三	ADAS芯片（华山、武当）/解决方案	吉利、东风、红旗等	英伟达、Molibeye、华为、地平线
9660.HK	地平线机器人	2024年 智驾芯片J5：5.1%/国内第四 智驾方案：33.97%/国内第一	ADAS芯片（J系列）/解决方案	上汽、理想、大众等	英伟达、Molibeye、华为、黑芝麻
2431.HK	佑驾创新	2023年 智驾方案：3.2%/国内第七	ADAS域控、座舱解决方案	上汽、长安、蔚来、大众等	德赛西威、知行科技

4.4 盈利预测及估值

表7：港股汽车整车标的盈利预测及估值（附A股、美股标的对比，未覆盖标的业绩预测摘自彭博一致预期）

代码	公司	市值 (亿元)	财报 货币	销售收入(百万元)				Non-GAAP净利润 (百万元)				P/S			P/E			评级
				2025E	2026E	2027E	3年CAGR	2025E	2026E	2027E	3年CAGR	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
港股		亿港元																
9863.HK	零跑汽车	781	CNY	55,665	68,141	81,323	36%	-423	393	1921	-	1.3	1.1	0.9	-	184.9	37.8	买入
2015.HK	理想汽车-W	2,111	CNY	166,204	215,615	244,023	19%	10,734	13,193	17,770	19%	1.2	0.9	0.8	18.3	14.9	11.0	买入
9868.HK	小鹏汽车-W	1,430	CNY	82,010	127,244	141,847	51%	-5,462	-2,810	207	-	1.6	1.0	0.9	-	-	642.3	买入
9866.HK	蔚来-SW	664	CNY	90,536	113,676	130,569	26%	-17,603	-11,510	-8,181	-	0.7	0.5	0.5	-	-	-	增持
0175.HK	吉利汽车	1,687	CNY	331,954	396,399	451,212	23%	14,189	17,138	20,870	8%	0.5	0.4	0.4	11.9	9.8	8.1	未评级
2238.HK	广汽集团	714	CNY	122,762	132,244	140,177	9%	1,995	1,850	2,463	44%	0.6	0.5	0.5	35.8	38.6	29.0	未评级
A股		亿人民币																
002594.SZ	比亚迪	10,909	CNY	958,023	1,117,000	1,309,000	19%	54,453	66,333	78,090	25%	1.1	1.0	0.8	20.0	16.4	14.0	未评级
601127.SH	赛力斯	2,124	CNY	183,085	218,666	252,082	20%	10,141	13,265	16,470	40%	1.2	1.0	0.8	20.9	16.0	12.9	未评级
美股		亿美元																
TSLA.O	特斯拉	9,027	USD	107,751	129,744	154,840	17%	9,095	12,775	16,867	26%	8.4	7.0	5.8	99.3	70.7	53.5	买入
LOT.O	路特斯科技	13	USD	1,574	1,737	-	-	-232	-122	-	-	6.0	5.5	-	-	-	-	未评级
ZK.N	极氪	56	CNY	130,850	166,803	222,272	43%	-2,347	2,352	5901	-	0.3	0.2	0.2	-	17.2	6.9	未评级

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所，覆盖标的（除特斯拉、蔚来）来自开源证券研究所，未覆盖标的及特斯拉、蔚来业绩预测摘自彭博一致预期，时间截止2025年5月6日

4.4

盈利预测及估值

表8：港股汽车电子标的盈利预测及估值（附A股、美股标的对比）

代码	公司	市值 (亿元)	财报 货币	销售收入(百万元)				Non-GAAP净利润（百万元）				P/S			P/E		评级	
				2025E	2026E	2027E	3年CAGR	2024E	2025E	2026E	3年CAGR	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E		2026E
港股		亿港元																
0285.HK	比亚迪电子	748	CNY	193,212	210,408	226,527	9%	5,036	6,081	7,454	8%	0.4	0.3	0.3	13.8	11.4	9.3	买入
0710.HK	京东方精电	44	HKD	12,385	13,949	15,782	17%	345	572	739	14%	0.4	0.3	0.3	12.7	7.7	5.9	买入
1760.HK	英恒科技	15	CNY	6,120	6,993	7,994	11%	236	374	506	0.17	0.2	0.2	0.2	6.0	3.8	2.8	未评级
1274.HK	知行汽车科技	35	CNY	1,657	2,244	3,357	40%	-87	68	166	-	2.0	1.5	1.0	-	48.0	19.7	未评级
2498.HK	速腾聚创	180	CNY	2,095	3,204	4,580	60%	-463	-193	-21	-	8.0	5.2	3.7	-	-	-	未评级
2533.HK	黑芝麻智能	123	CNY	569	1,027	1,824	80%	-1,457	-800	-238	-	20.2	11.2	6.3	-	-	-	未评级
9660.HK	地平线机器人-W	989	CNY				-100%				-							未评级
A股		亿人民币																
002920.SZ	德赛西威	595	CNY	28,253	35,495	43,292	26%	2,111	2,682	3,400	30%	2.1	1.7	1.4	28.2	22.2	17.5	未评级
688326.SH	经纬恒润-W	96	CNY	5,642	6,973	8,374	22%	-269	117	304	-	1.7	1.4	1.2	-	82.3	31.7	未评级
美股		亿美元																
HSAL.O	禾赛科技	24	CNY	2,188	3,352	4,435	33%	-262	36	312	-	1.9	1.2	0.9	-	471.5	54.4	未评级

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所，覆盖标的（除京东方精电）来自开源证券研究所，未覆盖标的及京东方精电业绩预测摘自彭博一致预期，时间截止2025年5月6日

目录

CONTENTS

- ◆1 海外市场：短期政策博弈或存波动，中期震荡市聚焦经济转型主线
- ◆2 互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期
- ◆3 电子：手机光学升级趋势明确，半导体国产替代趋势加速
- ◆4 汽车：整车竞争格局持续胶着，ADAS将迎产业奇点
- ◆5 计算机：国产替代趋势确定性强，AI主线有赖外部环境回暖
- ◆6 电动工具：关税压制市场需求及品牌利润，有待后续政策明朗化
- ◆7 风险提示

5.1 围绕国产替代、AI主线轮动，MCP有望催化AI行情

港股计算机公司主线机会主要包括：**（1）央企国产替代趋势：**外资品牌仍占据高端市场地位的领域如通用ERP、办公软件，隐含国产替代空间更大、行业成长性更有保障，国产软件公司仍需提升产品力及配套咨询服务能力。79号文明确提出到2027年完成约200万套工业软件和80万台套工业操作系统的更新换代任务。央企IT支出预算更稳定、叠加国产替代趋势有望提供更高的确定性（推荐：浪潮数字企业）。**（2）细分行业AI应用端逐步落地：**DeepSeek大幅优化企业训练及部署大模型的成本，除了通用大模型外，拥有垂直私域数据积累的标的亦有望构建场景优势，如HR（受益标的：北森控股）、金融IT（受益标的：百融云、第四范式），房地产软件（推荐：明源云）。**（3）MCP催化：**阿里百炼上线MCP协议将降低AI Agent开发门槛，一方面有望加速应用端产品调用（推荐：金山软件），另一方面拓宽大模型交付生态市场空间（受益标的：亚信科技）。

表9：港股计算机机会由国产替代、AI主线轮动，MCP有望催化AI行情

公司	市值（亿港元）	主要业务	外资竞争者	国产化进展
中国软件国际	147	IT技术解决方案+云智能	埃森哲、infosys	公司为国内软件外包龙头，同时是华为多年软件服务伙伴，有望受益于鸿蒙原生项目落地
浪潮数字企业	96	通用ERP	oracle、SAP	唯一拥有国资背景的综合类规模化ERP厂商，下游客户以国央企为主，云业务即AI有望驱动公司业绩增长
金蝶国际	498	通用ERP	oracle、SAP	2023年公司在SaaS ERM/财务云市场份额16.89%/30.16%，oracle、SAP等外资企业在大型企业上有一定优势，但金蝶云·苍穹和星瀚系列逐步发力，2024年苍穹订阅ARR同比增长30%，NDR提升至108%（1H24为97%）
金山软件	549	办公软件	微软	公司核心软件WPS有望成为党政信创、央企企替代微软office的重要选项，随着生成式AI赋能渗透，有望实现BC端双轮驱动
明源云	58	地产ERP	oracle、SAP	在房地产开发商软件服务解决方案的垂直赛道中市占率高，公司积极转型客户结构，截至1H24，超过50%的收入来自于国企客户
北森控股	44	SaaS HRM	workday、肯耐珂萨	公司在SaaS HRM有较高市场地位，目前外资品牌如workday在中国大陆尚未设立办公室，而中国肯耐珂萨已转为中资企业，北森更多与金蝶、用友等企业竞争
商汤	566	AI	/	国内人工智能龙头，生成式AI驱动公司二次增长，公司央企客户资源丰富，包括运营商、金融、汽车、医疗等行业客户
百融云	37	AI	/	公司围绕金融领域开展决策式AI和生成式AI服务，有丰富的银行及保险客户
第四范式	205	AI	/	国内领先的企业级AI平台提供商，利用“先知Inside模式”将AI技术“积木化”嵌入产品矩阵，1H24推出超20款AI产品
美图公司	251	影像设计	/	公司为影像设计领先企业，生成式AI赋能C端APP及生产力工具，订阅用户数增长，驱动业务快速增长
亚信科技	99	BSS、大模型交付	/	公司转型大模型及DeepSeek满血版一体机交付，是阿里云核心大模型交付商，有望充分受益阿里百炼MCP协议驱动

资料来源：Wind、各公司官网等、开源证券研究所（注：市值按照2025年5月6日收盘价计算）

5.2 港股SaaS企业仍处估值低位，有赖景气复苏及盈利能力提升

受美国关税政策影响，近期10年期美债利率呈现“事件驱动型”波动，有待美联储降息落地。港股SaaS企业短期估值对港股流动性较为敏感，中期估值提升仍有赖行业景气复苏、以及产品标准化程度对应运营利润率提升。（1）宏观环境复苏传导至细分行业SaaS企业收入增速加快，受益标的：明源云、微盟集团、北森控股。（2）未来2-3年以金蝶等为代表港股SaaS企业有望迎盈利拐点，长期有赖产品标准化程度、行业客户复用率提升驱动其运营利润率提升。

表10：港股SaaS龙头PS估值普遍低于美股及A股SaaS同业

公司	市值（亿）	营收（亿元）				净利润（亿元）				PS			PE		
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Zoom	239	46.7	47.9	49.5	51.3	17.4	17.0	17.6	18.0	5.0	4.8	4.7	14	14	13
Shopify	1,274	88.8	108.6	131.2	161.8	16.4	19.1	24.4	33.2	11.7	9.7	7.9	67	52	38
Okta	201	26.1	28.6	31.4	31.8	5.1	6.0	6.7	6.8	7.0	6.4	6.3	34	30	30
Atlassian	544	43.6	51.8	62.0	74.3	7.6	9.3	11.4	14.4	10.5	8.8	7.3	59	48	38
Veeva	386	27.5	30.5	34.2	38.6	10.9	12.2	13.6	15.4	12.6	11.3	10.0	32	28	25
Paycom	131	18.8	20.3	22.2	24.7	4.6	4.9	5.4	5.9	6.5	5.9	5.3	27	24	22
Servicenow	2,024	109.8	130.2	155.3	186.4	29.0	34.6	41.9	51.6	15.5	13.0	10.9	59	48	39
Workday	664	84.5	95.0	107.6	121.4	19.7	23.2	27.7	31.6	7.0	6.2	5.5	29	24	21
Salesforce	2,621	379.0	407.9	445.2	491.4	99.3	109.3	123.4	141.2	6.4	5.9	5.3	24	21	19
Adobe	1,624	215.1	234.5	257.2	282.4	82.8	88.4	97.2	107.5	6.9	6.3	5.8	18	17	15
广联达	250	62.4	64.8	68.9	73.3	2.5	5.6	7.5	8.7	3.9	3.6	3.4	44	33	29
用友网络	504	91.5	104.1	117.3	125.2	-20.6	-4.9	3.4	8.3	4.8	4.3	4.0	-102	148	61
明源云	58	14.3	15.3	15.5	15.4	-1.9	-0.2	0.1	0.7	3.5	3.5	3.5	-251	683	75
微盟集团	63	13.4	16.7	18.8	20.7	-5.3	-2.1	-1.1	0.0	3.5	3.1	2.8	-27	-54	1437
金蝶国际	498	62.6	71.1	81.8	94.0	-1.4	1.3	3.5	6.4	6.5	5.7	4.9	347	131	73
北森控股	44	8.5	9.5	11.1	13.1	-32.1	-1.3	-0.4	1.3	4.3	3.7	3.2	-31	-115	33
百融云	37	29.3	33.3	39.1	42.8	2.7	3.5	4.3	5.0	1.0	0.9	0.8	10	8	7
行业平均值										6.9	6.1	5.4			
行业中位数										6.5	5.9	5.3			

数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所（注：美股及港股公司盈利预测来自Bloomberg一致预期，A股公司盈利预测来自彭博一致预期，市值截至2025年5月6日，1CNY=1.0746CNY，美股企业市值、营收、净利润数据货币单位为美元，港股单位为港元，营收、净利润货币单位为人民币）

5.3 港股、A股和美股计算机公司盈利预测及估值

表11：港股、A股和美股计算机企业盈利预测及估值

代码	公司	市值	财报货币	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				估值				评级
				2025E	2026E	2027E	3年CAGR	2025E	2026E	2027E	3年CAGR	2024E	2025E	2026E		
港股		亿港元														
0992.HK	联想集团	1,149	USD	689.7	752.7	824.3	12%	15.3	16.0	20.4	25%	PE	12	11	9	买入
0020.HK	商汤	566	CNY	37.7	51.1	65.0	26%	-26.5	-15.9	-11.2	/	PS	14.0	10.3	8.1	未评级
3888.HK	金山软件	549	CNY	115.5	128.6	141.2	13%	18.6	23.9	27.1	23%	PE	27	21	19	买入
0268.HK	金蝶国际	498	CNY	62.6	71.1	81.8	15%	1.3	3.5	6.4	/	PS	7.4	6.5	5.7	未评级
0354.HK	中国软件国际	147	CNY	169.5	189.5	208.8	9%	8.0	9.8	11.2	30%	PE	17	14	12	未评级
6682.HK	第四范式	205	CNY	52.6	64.4	78.4	25%	-0.1	1.7	4.2	/	PS	3.6	3.0	2.4	未评级
1357.HK	美图公司	251	CNY	33.4	41.8	50.1	21%	8.6	11.2	14.5	35%	PE	27	21	16	未评级
0909.HK	明源云	58	CNY	14.3	15.3	15.5	2%	-0.2	0.1	0.7	/	PS	3.8	3.5	3.5	未评级
0596.HK	浪潮数字企业	96	CNY	91.8	101.5	110.7	11%	5.2	6.8	8.5	32%	PE	17	13	11	买入
9669.HK	北森控股	44	CNY	8.5	9.5	11.1	15%	-1.3	-0.4	1.3	/	PS	4.8	4.3	3.7	未评级
6608.HK	百融云	37	CNY	29.3	33.3	39.1	13%	3.5	4.3	5.0	23%	PE	10	8	7	未评级
A股		亿人民币														
600588.SH	用友网络	504	CNY	103.2	114.5	142.7	16%	-1.8	3.3	7.9	/	PE	/	153	64	未评级
688111.SH	金山办公	1,430	CNY	61.6	74.6	80.7	16%	19.1	23.4	28.4	20%	PE	75	61	50	未评级
600570.SH	恒生电子	505	CNY	76.2	84.3	91.4	12%	15.0	17.4	16.6	17%	PE	34	29	30	未评级
H30182.CSI	计算机指数											PE	104	16	13	
美股		亿美元														
MSF	微软	32,425	USD	2766	3132	3507	13%	881	983	1116	14%	PE	37	33	29	未评级
GOOGL	谷歌	20,027	USD	3309	3665	4145	6%	1001	1085	1213	12%	PE	20	18	17	未评级
META	Meta	15,128	USD	1866	2116	2392	13%	624	650	751	11%	PE	24	23	20	未评级
ORCL	Oracle	4,186	USD	571	651	766	13%	157	172	193	15%	PE	27	24	22	未评级
CRM	Salesforce	2,621	USD	408	445	491	9%	99	109	123	12%	PE	26	24	21	未评级

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（注：已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自彭博一致预期，1USD=7.7505HKD，1CNY=1.0746HKD，市值截至2025年5月6日）

目录

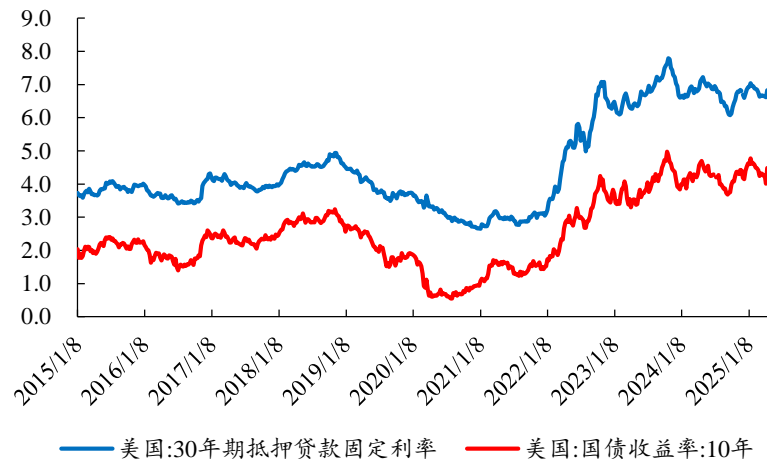
CONTENTS

- ◆1 海外市场：短期政策博弈或存波动，中期震荡市聚焦经济转型主线
- ◆2 互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期
- ◆3 电子：手机光学升级趋势明确，半导体国产替代趋势加速
- ◆4 汽车：整车竞争格局持续胶着，ADAS将迎产业奇点
- ◆5 计算机：国产替代趋势确定性强，AI主线有赖外部环境回暖
- ◆6 电动工具：关税压制市场需求及品牌利润，有待后续政策明朗化
- ◆7 风险提示

6.1 短期关税政策反复摇摆，美联储降息仍是中期趋势

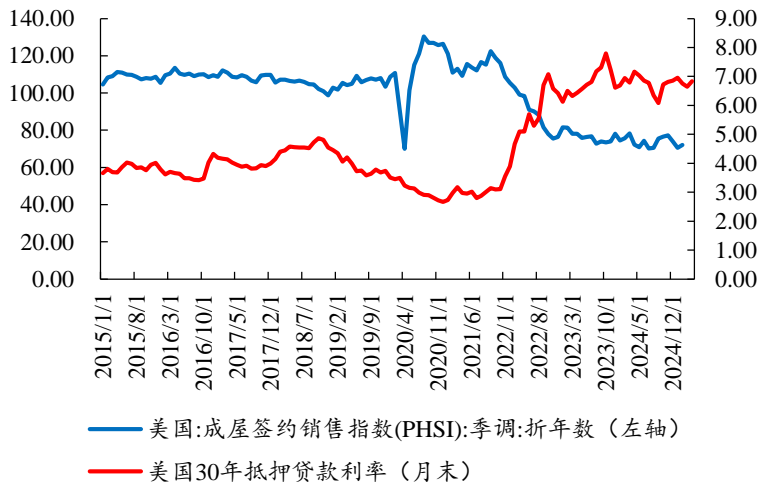
- 特朗普关税政策随机性强，通胀及就业前景不确定性增加，或迫使美联储相机抉择推迟降息决策时点；然高利率环境难持续，关税冲击明晰后降息仍是中期趋势。特朗普2025年4月3日宣布对全球各国实施“对等关税”政策，其发言态度反复摇摆，美国通胀、就业数据前景不确定性增加，使得美联储仍在观望降息可行性与操作时点。美国地产80%为成屋交易、20%为新房交易，其景气度对30年抵押贷款利率高度敏感，抵押贷款利率下降有助于缓解自2022年以来的成屋供给压制，房利美2025年3月最新预测（彼时特朗普暂未实施对等关税）2025-2026年美国30年抵押贷款利率均值为6.5%/6.2%，2025年底成屋销售、新房销售分别有望回到年化450/75万套左右。

图21：美国30年抵押贷款利率随联邦基准利率走势联动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：美国地产景气度与30年抵押贷款利率负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2 等待关税谈判明朗化，短期电动工具盈利或有波动

- 特朗普关税政策或在多方动态博弈谈判中逐步趋于明朗，电动工具产能积极向东南亚等海外地区转移，实际冲击幅度有待当地与美方关税谈判落地、工具品类豁免情况。创科实业将国内产能部分迁移至越南，以实现海外产能完全覆盖美国收入敞口；泉峰控股通过短期积极备货、中长期在越南自建产能应对潜在极端关税政策。然而特朗普对等关税政策极端，现有政策下境内外产能均受关税波及，电动工具企业、渠道、终端均不可避免需分担部分关税成本，市场需求及公司盈利能力短期或受负面影响。

表12：电动工具企业加速海外产能布局

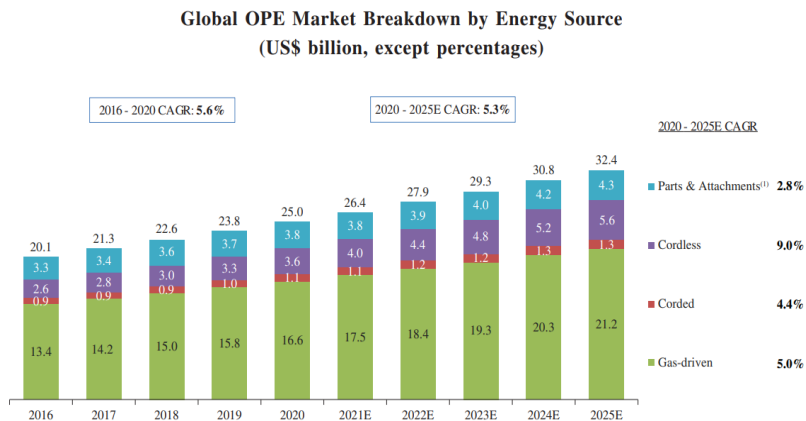
公司	产能布局	未来规划
创科实业	中国、越南、美国、墨西哥	全球化布局降低关税风险
泉峰控股	南京、越南	24年中：已经开始买地及租赁，租赁厂房已经扩大几倍，不同品类快速转移 25年底：面向北美市场的40%产品能够从越南出货 26年：越南工厂投产后能够满足美国市场绝大部分需求。
史丹利百得	中国大陆、中国台湾、美国、墨西哥（比例较高）、 欧洲、东南亚	
Makita	中国大陆、日本、美国、英国、罗马尼亚、德国、 巴西、泰国	
巨星科技	中国11个生产基地 东南亚3、欧洲6、美国3	
格力博	中国、越南	

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

6.3 成长性以OPE更佳，盈利能力以专业级电动工具为优

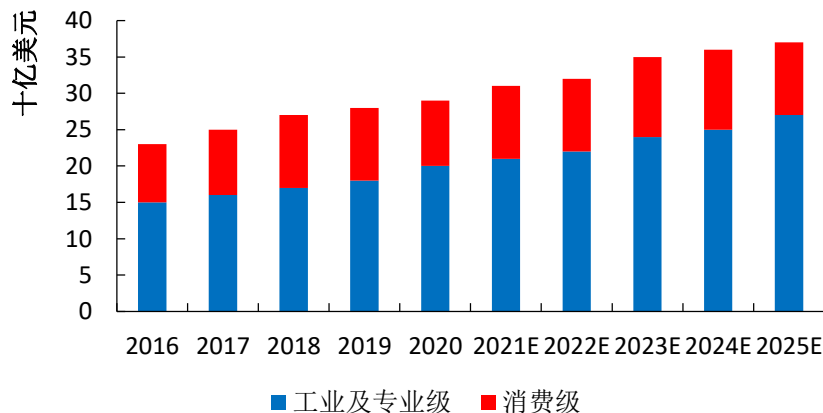
- OPE锂电化仍有较大空间，油机禁令政策推动、购置成本持续下降驱动长期锂电化率增长。动力工具中电动化渗透率约为75%，OPE中电动化渗透率仅20%-25%，传统（gas-driven）产品仍占主导；伴随美国加州油机禁令推行、电机价格逐步下探趋近油机使得综合使用成本更低，骑乘式锂电OPE或将加速渗透。
- 电动工具电动化渗透率较高、整体增速平稳，其中专业级电动工具市场增速或快于消费级，源于美国80后消费习惯深刻转变。工业及专业级、消费级电动工具市场规模分别占比约70%/30%，2020-2025年CAGR分别预计达6.1%/5.3%。考虑到未来美国80一代成为房屋购置主力、DIY能力及意愿不及baby boomers，房屋建造及整修需求更多外包至专业承包商，将推动专业类工具市场规模占比提升。

图23：OPE锂电化渗透率仍有较大空间



数据来源：Frost & Sullivan

图24：全球电动工具市场中工业及专业级占比更大



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

6.4 港股电动工具盈利预测及估值

表13：港股电动工具公司盈利预测及估值（附A股、美股标的对比）

代码	公司	市值 (亿元)	财报货币	销售收入 (百万元)				Non-GAAP净利润 (百万元)				PE			PB		ROE (%)	评级
				2025E	2026E	2027E	3年CAGR	2025E	2026E	2027E	3年CAGR	2025E	2026E	2027E	2025E	2025E		
港股		亿港元																
0669.HK	创科实业	1,528	USD	16045	17483	19065	9%	1345	1632	1940	20%	14.6	12.0	10.1	3.3	17.6	买入	
2285.HK	泉峰控股	68	USD	1929	2160	2530	13%	98.7	117.7	199.7	21%	8.9	7.4	4.4	0.9	9	买入	
A股		亿人民币																
002444.SZ	巨星科技	290	CNY	17229	20269	20912	12%	2769	3256	6676	43%	10.5	8.9	4.3	1.5	15	未评级	
300879.SZ	大叶股份	69	CNY	2234	3084	-	-	158	248	-	-	43.7	27.8	-	18.4	3	未评级	
美股		亿美元																
SWK.N	史丹利百得	93	USD	15321	15942	16605	3%	769	951	1099	19%	12.1	9.8	8.4	1	5		

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所覆盖标的来自开源海外研究所，未覆盖标的业绩预测摘自彭博一致预期，时间截止2025年5月6日

目录

CONTENTS

- ◆ 1 海外市场：短期政策博弈或存波动，中期震荡市聚焦经济转型主线
- ◆ 2 互联网：基本盘有赖宏观环境向好，受益AI产业趋势步入扩张期
- ◆ 3 电子：手机光学升级趋势明确，半导体国产替代趋势加速
- ◆ 4 汽车：整车竞争格局持续胶着，ADAS将迎产业奇点
- ◆ 5 计算机：围绕国产替代、AI主线轮动
- ◆ 6 电动工具：关税压制市场需求及品牌利润，有待后续政策明朗化
- ◆ 7 风险提示

- (1) 软件及产品推出不及预期
- (2) 产能及供应链风险
- (3) 监管政策变动
- (4) 宏观经济增长放缓
- (5) 地缘政治风险

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券