

策略观点

关税冲击与政策反应

- 宏观：**关税冲击引发中国市场波动但影响小于 2018 年贸易战，预计分别降低未来 12 个月中国 GDP 和 CPI 增速 1 个和 0.2 个百分点；中国短期可能先放松货币政策，进一步降准降息，加快财政支出进度，下半年可能进一步降息，扩大财政刺激和提振消费力度。特朗普冲击引发美国金融市场波动且影响超过 2018 年贸易战，可能降低未来 4 个季度美国 GDP 增速 1.2 个百分点，推升未来两个季度美国 PCE 通胀 0.6 个百分点；市场波动和盟友反对令特朗普做出妥协，但美股短期可能持续跑输其他市场，美元贬值预期正令外国投资者撤离美国市场；美联储可能在近期保持观望，下半年或进一步降息。
- 科技：**谨慎乐观，在关税扰动和季报窗口的影响下，过去一个月科技板块波动显著；海内外龙头 1Q 业绩普遍好于预期，2Q 收入和毛利率指引受关税影响出现分化。考虑近期关税预期边际缓和、季报接近尾声和海外科技龙头季报超预期，我们认为短期内市场风险偏好有望提升。展望后续：1) 手机/PC：品牌端（苹果/小米）1Q 受益国补表现符合预期，苹果链（立讯/蓝思/鹏鼎）收入增速 10%-20%，安卓链（三星/高通/联发科）增速 10%-17%，预计短期内 iPhone 需求承压，但看好明年首款折叠 iPhone 换机周期；2) 服务器：北美 CSP 资本开支维持高增，OEM（工业富联/华勤/广达）1Q 收入增速 35%/114%/86%，连接器（安费诺/泰科）相关收入增速 133%/80%，散热（奇铤/双鸿）增速 52%/53%，整体算力需求仍将保持高位；3) AR/VR：全球 AI 眼镜 1Q 销量增速 216%，预计后三季度将迎来 Meta/小米/阿里/三星等多个品牌新品密集上市；4) 汽车电子：随着大模型和硬件降本推动智驾渗透率快速提升，看好相关零部件需求持续增长（传感器/域控制器/连接器/显示屏/声学）。展望二季度，各国关税策略博弈及谈判结果预计将对供应链布局与行业格局产生深远影响，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），AI 眼镜放量（瑞声/丘钛），AI 服务器升级（比电/鸿腾）以及智驾渗透加速（比电/京东方精电/英恒），看好小米集团（1810 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）、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。据彭博预测，2025 年这四家公司的资本开支将同比增长 39%，我们认为相关产业链将持续受益。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。推荐标的：地平线机器人（9660 HK）、黑芝麻智能（2533 HK）、韦尔股份（603501 CH）、北方华创（002371 CH）、贝克微（2149 HK）。
- 互联网：**回顾 4 月，关税冲突不确定性影响下市场整体情绪较弱，相对具备防御属性的标的跑赢，而受到增量竞争影响的公司显著跑输。展望来看，5 月行业进入业绩期，我们认为交易机会或集中在：1) 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（BABA US）、腾讯（700 HK），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；2) 估值较低但盈利增长有望好于预期的电商公司，如拼多多（PDD US）；3) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块，建议关注 1Q25 游戏收入增长有望重新加速的网易（NTES US）及利润表现有望好于预期的腾讯音乐（TME US），及内需驱动下盈利增长稳健的公司，如携程（TCOM US）；4) 市场表现因竞争担忧过度，而基本面表现有望维持韧性的公司。

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

李昫嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

■ **软件及 IT 服务**：4 月整体美股软件板块录得较为强劲的表现，主因 4 月末龙头软件公司给出好于市场此前较弱预期的业绩带动估值低位回升，而好于市场预期业绩的支撑因素来自政府端支出受影响程度弱于预期及核心客户支出具备韧性。宏观不确定性影响下展望并未结构性乐观，而我们认为 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。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，医药行业有望在 2025 年继续迎来估值修复。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**：乐观。降准降息政策释放出万亿级流动性，这将全方位提振消费与投资需求。然而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更多边际改善机会，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：聚焦于“只要外部环境未进一步恶化，消费者便愿意小幅增加支出”的心理特征，相关受益子板块包括啤酒、软饮、休闲零食等品类；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。食品饮料板块中，我们维持对**农夫山泉 (9633 HK)**及**华润饮料 (2460 HK)**的“买入”评级；在美容护肤板块中，我们维持对**珀莱雅 (603605 CH)**的“买入”评级。

■ **可选消费**：4 月的消费数据对比 3 月，各子行业普遍都有不错的环比改善，而五一假期数据则在此基础上维持或有转好，主要原因是：1) 基数较低，2) 天气开始转好，3) 连期比去年多等等。分行业看，服装和旅游-酒店行业好于预期，体育用品和家电行业符合预期，而餐饮则低于预期。

短线来说，我们对 5 月和 2 季度的展望仍然略为正面，主要是因为：1) 低基数效应逐渐开始出现等原因让一部分消费子行业有结构性的反弹，2) 行业竞争转趋理性，3) 天气转好，以及 4) 淘宝等平台加大补贴力度的利好等等。我们认为当下仍然是加仓布局龙头公司的好时机。中长线来说，我们偏向保守，会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速放缓等等。另外，对于个别子行业，如出口和制造、家电等等，在中美贸易战下，我们看法仍然非常保守。

我们推荐**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)**、**安踏 (2020 HK, 买入)**、**亚朵酒店 (ATAT US, 买入)**、**JS 环球 (1691 HK, 买入)**等。

■ **汽车**：4 月底三家港 A 两地上市的车企公布了一季度业绩，广汽 (2238 HK/601238 CH) 季度业绩低于预期；长城 (2333 HK/601633 CH) 一季度受到俄罗斯报废税返还延迟的扰动，二季度盈利有望实现明显的环比改善；比亚迪 (1211 HK/002594 CH) 的季度盈利依然稳健，尽管价格战继续深化，但我们认为公司对全年单车盈利 1 万元的指引仍有望达成。5 月初上海车展落下帷幕，众多新车亮相，展车中超七成为新能源车，我们预计重点新车将从本月起加速推出。虽然工信部加强对辅助驾驶的监管，但是我们认为电动化智能化的行业转型趋势仍不可逆转。根据我们的渠道调研，五一黄金周期间，主要品牌的订单情况展现出环比和同比的改善，为 5 月行业销量的同环比增长提供支撑。5-6 月将有吉利、小鹏、理想、蔚来、零跑等车企公布 1Q25 业绩，公司一季度的盈利质量和对后续销量和盈利能力的展望值得投资者关注。我们仍推荐**吉利汽车 (175 HK)**和**小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK)**，两家公司今年凭借强劲的产品周期和 AI 能力的赋能有望实现市场份额的超预期增长。

■ **房地产和物管**：乐观。重点开发商4月合同销售额同比-10%，较3月同比的-19%有所收窄，符合预期。五一假期销售表现稳定。1) 网签数据方面，新房30城、二手房16城日均成交面积分别同比增28%/162%；2) 认购数据方面，19城新房认购面积同比-4%；表明购房情绪自3月旺季以来以较稳定节奏回落，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（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中，建议关注华润万象生活（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低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

■ **保险**：上市险企一季度净利润和净资产分化，负债端NBV延续改善，但产品结构调整导致新保增长承压。五家上市险企（中国人保、中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险）一季度净利润总额841.8亿元，同比+1.4%，占去年归母净利润总额24.3%，盈利增速分化，主要受1) 1Q25市场利率上行（+14.4bps）导致TPL债券公允价值下滑，浮亏增加影响计入损益表的投资收益；2) 权益市场震荡叠加A/H股走势分化。1Q25净资产出现短期波动，主要因险企负债端VFA准备金评估利率曲线选取的时间均线不同，导致资负两端利率错配的时滞性影响。负债端NBV快速增长，产品结构转型成效显著；新单保费阶段性承压。新华和国寿1Q25短交保费大幅提升，太保和友邦NBV增长得益于“量价齐升”，平安受益于缴期拉长带动margin上行（+11.4pct）。代理人规模较年初小幅下滑，渠道NBV增长将随代理人产能和分红险占比提升逐步恢复；银保依托网点扩张和开门红趸交业务投放带动保费增长，预计年内渠道价值率仍具备提升空间。

财险方面，1Q25得益于大灾赔付减少推动COR显著改善。老三家中人保（94.5%）<平安（96.6%）<太保（97.4%），同比下降3.4/3.0/0.6个百分点。车险保费增速放缓至中低单位数，非车险结构优化。保费收入增速层面看：众安（+12.3%）>平安（+7.7%）>行业（+5.1%）>人保（+3.7%）>太保（+1.0%）；其中车险保费增速排序为：行业（+4.3%）>平安（+3.7%）>人保（+3.5%）>太保（+1.3%），非车险保费增速分别为平安（+15.1%）>行业（+5.7%）>人保（+3.8%）>太保（+0.7%）。车险件均保费企稳回升，预计全年车险保费增速将趋同于新车产销量增速约5%左右。非车承保结构持续优化，平安主动压降信用保证险等高赔损业务承保规模，人保财险非车保费受农险（-4.1%）和责任险（-1.3%）增长放缓拖累，预计公司将主动平衡承保盈利与规模选择，部分季节性因素或于年内回补。

险企负债端资金成本有望在监管持续引导和公司主动性转型下进一步下行，缓解行业利差损风险。截至5月6日，港股中资保险股交易于0.10-0.53x FY25E P/EV，处于历史低位，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) 财险高股息防御标的，推荐买入**中国财险（2328 HK，买入，目标价：15.8港元）**，1Q25公司承保和投资业绩双轮驱动盈利高增，建议逢低吸纳；2) 区域险企推荐**友邦保险（1299 HK，买入，目标价：89.0港元）**，多元市场布局驱动集团新业务价值稳健增长；

16 亿美元回购计划将超预期提前完成，利好短期股价上行；3) 寿险方面，新华保险（1336 HK，NR）和人保集团（1339 HK）预计 25 年业务质态和保费规模在高基数下延续上行，驱动利润实现双位数增长。

- **资本品：**维持看好中国工程机械海外扩张潜力。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，因此关税影响不大。挖掘机仍然是各类工程机械中确定性最高的，驱动因素包括国内更新需求进入上升周期以及海外需求相对稳定。重卡方面，我们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（60031 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；**中联重科（1157 HK/000157 CH，买入）**，新兴市场增长以及潜在 H 股回购；**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	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	50.80	59.99	18%	30.9	25.4	N/A	13.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	36.70	58.78	60%	16.1	13.6	N/A	10.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.75	43.22	28%	12.9	10.1	N/A	15.9	2.3%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.00	8.90	27%	N/A	N/A	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%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	131.36	176.00	34%	30.9	21.6	N/A	19.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	448.89	512.0	14%	31.6	24.1	N/A	28.8	0.3%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	45.40	69.50	53%	8.9	7.0	N/A	19.5	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	123.23	157.00	27%	13.6	11.8	N/A	11.8	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	498.00	625.00	26%	17.8	16.4	N/A	19.4	0.9%
拼多多	PDD US	互联网	买入	109.39	170.40	56%	8.7	6.8	N/A	35.5	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	106.48	125.50	18%	13.8	12.9	N/A	21.6	0.0%
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	14.25	16.50	16%	N/A	N/A	2.2	N/A	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	62.12	70.00	13%	18.2	16.4	1.8	10.3	0.0%
Salesforce	CRM US	软件 & IT服务	买入	278.23	388.00	39%	24.4	22.0	N/A	11.1	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	13.36	19.30	44%	327.5	128.3	5.4	1.7	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	51.70	61.71	19%	178.4	104.7	5.6	3.2	0.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	232.25	359.47	55%	187.4	35.5	N/A	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	11.56	14.18	23%	11.1	10.1	1.3	12.1	2.7%
固生堂	2273 HK	医药	买入	33.95	52.38	54%	17.6	13.6	2.8	16.2	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	79.20	79.96	1%	30.5	24.8	N/A	28.1	1.0%
诺诚健华	9969 HK	医药	买入	9.64	11.95	24%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
农夫山泉	9633 HK	可选消费	买入	38.30	46.74	22%	28.8	26.0	10.6	39.8	2.4%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.78	18.61	26%	0.6	0.7	N/A	17.2	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	95.08	133.86	41%	4.9	18.0	6.0	31.0	2.1%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.71	40.61	24%	135.3	113.8	N/A	29.4	0.2%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	339.60	418.25	23%	15.4	14.1	N/A	16.0	2.2%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	94.85	118.57	25%	110.4	63.1	4.9	4.6	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	93.60	119.08	27%	18.7	16.1	3.5	20.8	2.9%
亚朵酒店	ATAT US	可选消费	买入	26.59	33.31	25%	15.8	12.8	6.1	43.7	3.4%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.83	2.44	33%	16.9	9.8	N/A	N/A	2.1%
吉利	175 HK	汽车	买入	17.52	23.00	31%	11.3	10.3	1.7	15.7	0.0%
小鹏汽车	9868 HK	汽车	买入	76.10	110.00	45%	N/A	N/A	4.6	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	19.59	26.30	34%	19.5	15.3	N/A	7.1	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	37.05	45.27	22%	18.3	15.6	4.8	26.4	3.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.37	6.1	40%	15.1	12.7	1.8	11.4	4.7%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	31.70	54.03	70%	9.7	8.9	1.5	16.4	0.0%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	26.15	32.86	26%	10.5	9.2	4.1	40.4	6.7%
万物云	2602 HK	房地产	买入	21.55	40.01	86%	10.1	9.2	1.3	11.3	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.62	15.80	8%	8.4	7.7	1.1	13.4	4.8%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	61.15	89.00	46%	11.9	10.7	1.7	15.4	3.2%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	19.41	22.00	13%	21.3	18.5	2.1	10.4	2.3%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	5.74	7.40	29%	10.5	9.4	0.8	7.2	6.4%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	78.12	92.0	18%	34.9	30.5	5.9	17.9	1.1%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	14.82	18.00	21%	9.5	8.8	1.3	14.2	5.9%

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

关税冲击引发股市波动，影响小于2018年贸易战。沪深300指数和恒生指数自关税冲击前高点至关税冲击后低点分别下跌13.4%和20%，跌幅小于2018年贸易战时期的32.5%和24.4%，更不及2020年全球疫情、2011年欧债危机、2022年全球衰退恐慌和2008年全球金融危机时期跌幅。在4月8日特朗普对中国之外贸易伙伴暂缓“对等关税”并开启与盟友贸易谈判之后，中国股市追随全球市场反弹，目前已收复之前跌幅的一半左右。分行业来看，港股中对经济周期敏感的可选消费、工业与资讯科技跌幅居前，医疗保健、公用事业与必选消费等防御性板块跌幅较小；A股中对贸易敏感的纺织服装、计算机、通信与电子设备、汽车、化工等行业领跌，公用事业、必选消费、医疗和交通运输等防御型和内需主导型板块跑赢。中国股市对此轮关税冲击更有韧性的原因包括：市场已经历过特朗普1.0冲击，特朗普2.0冲击的不确定性和不可测性大幅下降；中国制造业与科技企业竞争力提升，许多大型企业已在海外布局，对中美冲突的准备比之前更好；美元目前处于降息周期，而2018年处于加息周期；目前美元利率和资产估值在高位，人民币利率和资产估值在低位。

关税冲击后人民币先跌后升，压力小于2018年贸易战时期。人民币汇率提前反应特朗普政策冲击风险，美元/人民币汇率从2024年9月25日7.0附近升至2025年1月10日7.33，之后回落至3月7.22附近，4月2日“对等关税”冲击后先升至7.35，而后再度回落至7.22附近，自2024年9月25日至今累计升幅仅3%左右，幅度显著低于2018年贸易战时期的10%左右。首先，特朗普关税冲击和弱美元偏好削弱投资者对美元资产例外论的信心，美元不升反贬。其次，人民币资产估值处于低位，中国对美反制态度更加坚定，政策稳股市稳汇率意愿更强，股市与汇率稳定是对美博弈展现力量的组成部分。最后，因担心美元大贬和地缘政治风险，中国背景资金可能从美元资产流出，流向欧元日元资产或回流中国市场。截至2025年2月末中国内地和香港投资者持有美国长期证券（国债、机构债和股票）余额1.8万亿美元，相当于香港证券市值的近27%和中国内地与香港证券总市值的4%左右。预计年末美元/人民币可能达到7.30左右。

关税冲击可能延缓经济复苏进程。2024年第4季度以来中国经济呈现复苏态势，GDP增速从2024年第3季度的4.6%升至2025年第1季度的5.4%，同期高频经济活动指数从0.96（2019年=1）升至1.07。一二线城市二手房销量和耐用消费品零售显著改善，抢出口效应支撑出口和贸易顺差在2025年第1季度创历史新高。但4月以来关税冲击的影响开始显现。4月制造业PMI超预期降至49%进入收缩区间，出口订单和进口指数跌至近三年低点，企业推迟支出与招聘，采购量指数降幅创2022年4月以来最大，就业指数降至近14个月最低。我们估计关税冲击可能降低未来12个月中国GDP增速1个百分点，GDP增速可能从2025年第1季度5.4%放缓至第2季度4.5%，政策对冲之后下半年回升至4.7%，全年增速4.8%左右。

关税冲击可能影响购房者和消费者信心。今年1季度，个人所得税恢复正增长7.1%，消费者信心指数小幅回升，二手房销量延续复苏，新房销量跌幅同比收窄，“以旧换新”政策支持汽车、家电、家具、消费电子等耐用品消费走强。但4月以来住房和汽车销量复苏势头放缓，10个代表性城市（北京、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和

佛山) 二手房日均销量增速从 3 月 33.5% 降至 4 月 14.7%，30 大中城市商品房销量同比降幅从 3 月 0.6% 扩大至 4 月 14.9%，一线城市商品房销量由 3 月同比增长 22.7% 转为 4 月同比下降 5.7%，乘用车销量同比增速由 3 月 11.2% 降至 4 月前 3 周的 5.3%。“五一”假期高频数据显示假期出行与服务消费依然强劲，预示关税冲击对部分服务消费的影响可能相对较小。

关税冲击可能短期加剧通缩压力。关税冲击将减少外需，并通过信心冲击抑制内需，加剧产能过剩。4 月中国制造业 PMI 中出厂价格指数大幅降至 2024 年第 3 季度低点，原材料购进价格指数也加剧收缩，显示通缩压力加大。上海二手车市场平均交易价格同比跌幅从 3 月 14.6% 扩大至 4 月 17.6%。造船价格指数、碳酸锂、多晶硅和螺纹钢等价格指数环比明显下跌。但关税冲击通过减少农产品进口，对农产品价格具有短期提振作用，4 月农产品和蔬菜价格环比持平，猪肉价格环比跌幅从 4% 收窄至 1.2%。通缩加剧将令企业盈利承压，今年 1 季度企业所得税同比下降 6.8%，规模以上工业企业利润同比增长 0.8%，显示企业利润延续疲弱。我们估计关税冲击可能分别降低中国 2025 年 CPI 和 PPI 增速 0.2 和 0.5 个百分点，预计中国 2025 年 CPI 增速 0.3%，略高于 2024 年的 0.2%，PPI 跌幅 1%，小于 2024 年跌幅 2.2%。

中国政策可能延续渐进宽松。由于第 1 季度经济超预期、第 2 季度关税冲击影响程度仍需观察和中美冲突可能长期化，中国决策者不会将可能的增量政策全部推出。我们判断第 2 季度增量政策将以货币和金融政策为主，央行可能进一步降准 50 个基点，下调 LPR 10 个基点，保持人民币汇率相对稳定，监管机构将指导“泛国家队”和国有上市公司寻求股市相对稳定，政府将加快原定财政预算支出进度，支持地方政府加大城中村改造和收购闲置土地与滞销商品房规模，但不会上调原定财政赤字。下半年，随着关税冲击对经济影响进一步显现和中美可能开启谈判进程，中国可能进一步下调 LPR 10 个基点，可能适度上调广义财政赤字，加大对中低收入群体、社会保障体系和多子女家庭的转移支付，更大力度提振家庭消费。

美国宏观

特朗普政策冲击引发美国金融市场波动。在特朗普正式上任前，投资者预期特朗普将率先减税与去监管，从而提振经济体系的动物精神，而加征关税只可能在通胀降至目标之后且主要针对中国。市场充斥着“天使特朗普交易”，国债收益率曲线陡峭化，长期国债收益率上升，标普 500 指数上涨超过 7%，可选消费、金融等对经济周期敏感的板块涨幅超过 10%；市场预期特朗普政策将扩大美国经济相对非美经济的强势，美元指数攀升，美元资产跑赢欧元、日元与新兴市场资产，美元资产例外论得到强化。但特朗普正式上任后政策颠覆投资者预期，白宫率先削减联邦政府支出而非减税，并对所有贸易伙伴祭出激进“对等关税”。市场转为“恶魔特朗普交易”，国债收益率下降，标普 500 指数下跌近 20%（以盘中最高/低价计算则跌破 20%）发出经济衰退警告，对关税战敏感的能源、原材料和工业等板块跌幅居前；市场预期特朗普政策将导致美国经济相对非美经济走弱，美元指数下跌，美元资产跑输欧元、日元与新兴市场资产，市场更担心白宫政策极端化风险，“海湖庄园协议”构想（联合干预推动美元大贬、强制摊派百年零息国债等）重挫投资者对美元资产信心，美国股债汇出现三杀，美元资产例外论开始动摇。从美股跌幅来看，特朗普政策冲击对美国的影响将超过 2018 年中美贸易战，接近 2011 年欧债危机，但远不及 2022 年全球衰退恐慌、2020 年全球疫情冲击和 2008 年全球金融危机时期跌幅。分行业来看，估值处于高位、对贸易战敏感或者对经济周期敏感的信息技术、可选消费、工业、能

源和原材料跌幅较大，对贸易战和经济周期敏感度低的防御性板块包括必选消费、公用事业和医疗保健跌幅较小。

特朗普政策恶化美国经济前景。特朗普政策冲击之前，投资者预期美国经济处于“金发姑娘”刚刚好状态，彭博调查显示市场预测中值是美国 GDP 增速将从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 2.3%，PCE 通胀将从 2024 年 2.5% 降至 2025 年 2.2%，FactSet 对 2025 年标普 500 指数盈利增速一致预测达到 14%。特朗普政策冲击之后，美国经济滞涨风险上升，彭博最新市场中值预测是美国 2025 年 GDP 增速将降至 1.4%，PCE 通胀将升至 2.8%，FactSet 对 2025 年标普 500 指数盈利增速一致预测下调至 9.7%。关税政策对美国经济的机制包括供给冲击、需求冲击和信心冲击，供给冲击通过阻断供应链和推升供给成本降低经济增速但推升通胀，需求冲击通过减少外需降低经济增速和通胀，信心冲击通过减少或推迟企业资本支出与家庭消费支出降低经济增速和通胀。我们估计“对等关税”将降低美国未来 4 个季度 GDP 增速约 1.2 个百分点。关税政策可能推升近期通胀但降低远期通胀，近期供给冲击作用大于需求冲击和信心冲击，美元大幅贬值将扩大关税对美国进口价的传递效应，通胀可能先上升，但远期需求冲击和信心冲击的作用超过供给冲击，通胀再下降。我们估计“对等关税”对美国未来 6 个月 PCE 通胀推升幅度最大，可能达到 0.6 个百分点，而后推升作用逐渐减弱。移民政策既是供给冲击也是需求冲击，驱逐非法移民将同时减少劳工供应和消费需求，将小幅降低美国 GDP 增速（减少 100 万非法移民可能降低美国 GDP 增速 0.1 个百分点），对通胀影响则接近中性。削减联邦政府雇员和支出对美国具有紧缩和去通胀效应，联邦政府支出每削减 5% 将分别降低美国 GDP 增速和 PCE 通胀约 0.3 和 0.1 个百分点。

美国经济数据开始恶化，但尚未完全反映特朗普政策影响。软数据率先下滑，4 月密西根大学消费者信心指数连续第 4 个月下跌创 2022 年 6 月以来最低，1 年和 5 年通胀预期则分别升至 1981 年 11 月和 1991 年 6 月以来最高，4 月谘商会 (Conference Board) 消费者信心指数则降至 2020 年 4 月以来最低；4 月 ISM 制造业 PMI 跌至 48.7%，产出指数创 2020 年 5 月以来最低，原材料支付价格指数升至 2022 年 6 月以来最高。高频数据显示贸易活动将大幅萎缩，集装箱数据公司 Vizion 表示 4 月中国至美国集装箱订单量同比下降 45%，船舶跟踪系统 Port Optimizer 数据显示 5 月 4 日至 10 日一周内从中国到洛杉矶港的货船数量将同比下降 33%；美国零售商联合会预计 2025 年下半年美国进口同比下降 20% 左右，WTO 预计 2025 年北美地区出口萎缩 12.6%。在关税威胁下，2025 年一季度美国进口商提前大规模囤货，美国商品进口大幅增长 14.5%，商品贸易逆差急剧扩大拖累 GDP 环比下降 0.3%，GDP 同比增速从 2024 年第 4 季度 2.5% 降至 2%，消费者抢购囤货推动商品消费不变价增速从 2024 年第 4 季度 3.4% 升至 2025 年一季度 3.8%，但同期服务消费不变价增速从 3% 降至 2.7%。麦当劳一季度财报显示美国成熟分店销售额降至疫情以来最低，哈雷-戴维森一季报显示摩托车销量同比下降 24%，连锁快餐巨头 Chipotle、星巴克、必胜客、肯德基和达美乐披萨也警告美国市场销售下滑。但就业作为滞后指标尚未反映关税冲击的负面影响，4 月新增非农就业 17.7 万人高于预期，失业率 4.2% 与预期和前值持平，平均时薪同比增长 3.8% 略低于预期。展望未来，美国经济将显著放缓，预计 GDP 同比增速将从第 1 季度 2% 降至第 2 季度 1.5% 和第 3 季度 1%，第 4 季度升至 1.5%，全年增速 1.5% 左右。

美联储近期可能保持观望，下半年或进一步降息。第 2 季度，美国就业市场可能依然稳健，通胀或因关税有所反弹，美联储将保持观望态度。鲍威尔在 4 月讲话中表示实现通胀与就业双重目标面临冲突，暗示对近期滞涨风险担忧，但他强调实现通胀目标至关重要，就业目标无法在价格不稳情况下实现，需要观察关税对消费价格的传导效果后才更有信心考虑降息，显示近期美联储更加偏向降通胀目标，可能保持政策利率不变。鲍威尔还直接否认 Fed put 存在，表示市场正在对不确定性冲击做出正常和有序反应，将稳定金融市场责任交

给白宫。“对等关税”冲击后，市场对美联储政策的预期更加接近白宫立场，美联储可能有意引导市场预期更加接近自身立场。近期美国金融条件更加宽松，美国两年期国债收益率下降超过 50 个基点，美元贬值超过 7%，进一步降低政策利率下调必要性。下半年，美国就业市场可能明显放缓，需求收缩效应可能逐渐超过供应成本上升作用，美国通胀可能见顶回落，美联储可能在 7 月或 9 月降息一次，11 月或 12 月再降一次。

美股可能已见到白宫政策底，但短期可能持续跑输非美股票。4 月 2 日“对等关税”冲击引发美国股债汇三杀后，华尔街和工商界重要人士包括特朗普盟友均发出警告，民主党人联合部分共和党人寻求立法限制特朗普的关税权限。美国财长和商务部长紧急说服特朗普做出妥协，对除中国外的贸易伙伴暂停“对等关税”90 天而只征收 10% 基准关税。特朗普 4 月 8 日对共和党议员表示关税政策需要更加灵活以应对市场和盟友反应。特朗普的妥协支撑美股反弹，标普 500 指数已收复 4 月 2 日以来跌幅。美股市场可能已在 4 月 7 日见到白宫政策底，因为特朗普的妥协表明金融市场稳定是其优先项，特朗普看跌期权 (Trump Put) 确实存在，关税政策最激进的时刻可能已经过去，美国已率先与盟友开启贸易谈判，最后可能与中国展开贸易磋商。为提振美国股市和经济预期，共和党计划加速推进减税计划，美国财政政策可能由收缩更趋平衡。但美股短期可能持续跑输其他市场，尽管特朗普妥协导致空头平仓和美国投资者抄底，但外国投资者对白宫政策和美元资产的信心尚未恢复，一些投资者担心特朗普妥协只是权宜之计，一些投资者认为白宫重建政策公信力需要做得更多，还有一些投资者担心美元贬值风险，美元指数和长期美债反弹幅度远小于美股。美股过去十年收益大幅超越长期历史均值和其他股市收益，盈利预期和估值水平仍在高位，投资者可能过度乐观而低估特朗普政策对美国企业盈利和美元资产例外论的影响，美股平均收益存在均值回归可能性。

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，关注下半年美国关税对成本和需求端的影响

谨慎乐观，受关税扰动和季报窗口影响，过去一个月科技板块显著波动。从产业链最新季报和指引来看，海外/国内龙头 1Q 表现好于预期，2Q 收入和毛利率指引受关税不同程度的影响则较为分化。整体上，在近期关税缓和、季报结束和海外科技龙头季报超预期的背景下，我们预期短期内市场风险偏好将有所提升。展望二季度，预计主要国家对美策略博弈及谈判结果将影响供应链布局与行业竞争格局，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），AI 眼镜放量（瑞声/丘钛），AI 服务器升级（比电/鸿腾精密）以及智驾渗透加速（比电/京东方精电/英恒）。建议关注优质企业如小米集团（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：关注 2Q 关税政策对成本和需求端带来的影响

我们预计美国关税政策对下游品牌影响程度不同；PC 产品仍主要在中国、越南和印度组装，受影响较大；智能手机方面，我们预计苹果将受到较大影响，因美国 iPhone 出货量占比 30%，而 iPhone 主要生产在中国（85%）和印度（15%）。根据苹果最新指引，2Q 收入预计低至中单位数增长，同时增加 9 亿美金关税相关成本，意味苹果将吸收大部分关税成本。三星生产主要在越南进行，而越南将被征收 46% 的关税。对于小米，我们估计影响较小，因其智能手机和汽车在美国市场占比有限。

智能手机方面，1Q 全球出货量增长 1.5%，中国出货量同比增长 3.3%，手机品牌（苹果/小米）受益国内补贴符合预期，苹果链（立讯/蓝思/鹏鼎）收入增速 10%-20%，安卓端（三星/高通/联发科）增速 10%-17%。展望后续，我们预期今年全球手机出货量持续复苏，国内补贴推动手机市场复苏，DeepSeek 推动 AI 应用渗透，国产安卓品牌全球份额有望提升，而由于关税原因苹果下半年面临较大压力，但我们看好苹果 2026 年推出首款折叠 iPhone 和智能眼镜，2027 年推出折叠 iPad 和 MacBook，持续打造芯片、系统、硬件及 AI 模型生态的核心竞争力。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的创新，我们看好相关零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、瑞声科技和鸿腾精密等。

PC 方面，1Q 全球出货量增长 5%，PC 品牌（联想/Dell/HP）出货量增长 11%/4%/6%，主要由于关税提前拉货。展望 2025 年，由于更多主流 AI PC 推出、Win-10 更新需求以及宏观环境改善，我们预计 2025 年 PC 出货量将增长 4.3% 至 2.71 亿台。此外，我们预计随着 AI PC 渗透率提升，PC 平均销价和利润率将有望上升。PC 品牌方面，Dell 预计 PC 更新周期将推迟至下半年，而 HP 表示 PC 业务受零部件成本上涨和美国关税影响导致利润率承压。手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链重点标的包括小米集团和联想集团（992 HK，未评级）。

2) 服务器：美国关税政策影响较低，关注下半年 GB300 架构升级和放量

由于目前美国销售的服务器大多在美国/墨西哥组装，预计产业链受到美国关税影响较少。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 CSP AI 商业化逐步体现，DeepSeek 大幅增强 AI 推理算力需求，北美 CSP 的 2025 年资本开支维持高增，OEM（工

业富联/华勤/广达) 1Q 收入增速 35%/114%/86%，连接器（安费诺/泰科）相关收入增速 133%/80%，散热零部件（奇鋌/双鸿）增速 52%/53%，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 产能逐步爬坡放量，GB300 将于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，零部件如铜连接、液冷和电源等产业链有望量价齐升。

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，中游主要以服务器品牌和 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：AI 眼镜 2025 年迎来发布高峰期，全年出货量达 550 万台

在 2023 年 Ray-Ban Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后，今年上半年海外科技巨头、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。2025 年 1Q 全球 AI 眼镜销量同比增长 216% 至 60 万台，其中 Meta AI 眼镜同比增长 209% 至 52.5 万台，对比去年同期 17 万台。我们预计 2025 年全年出货量为 550 万台，后三季度预计陆续新品上市，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

比亚迪今年初宣布全系车型将搭载高阶智驾，下沉至 7 万元价位，特斯拉开始向中国用户推送 FSD 智能辅助驾驶功能，全球智驾渗透率有望快速提升。其中智驾系统中的域控制器、摄像头、毫米波雷达、超声波雷达、激光雷达、连接器等环节将迎来出货量增长和规格升级机会，车载电子零部件需求有望爆发（传感器/域控制器/连接器/显示屏/声学）。

2024 年汽车电子产业链受到下游客户价格战影响，上半年盈利水平普遍承压，京东方精电和英恒科技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、京东方精电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)：小米手机全球份额持续提升，国际化、高端化战略效果明显，我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力，以及极致的性价比和软硬件生态完整性，在消费者中树立良好口碑，高端化进程进入新阶段，今年发布旗舰机 Xiaomi 15 Ultra 和“科技新豪车”Xiaomi SU7 Ultra。今年端侧 AI 创新加速落地，小米手机和 IoT 业务明显受益。我们看好小米在造车方面具备的供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术等方面的优势。小米电动车 2024 年出货量 13.5 万辆，今年目标 30 万辆，小米汽车工厂生产效率和交付节奏提升明显；我们看好小米全新 SUV YU7 车型将在 2025 年中发布，为小米汽车业务带来新的成长动力。在新零售战略拓展方面，管理层提升小米之家店铺数量目标至截至 FY24/25 年底达到 1.5 万/2 万家。看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造

“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。

2) 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

■ 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，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 3186 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。

■ 推荐买入：地平线机器人（9660 HK）、黑芝麻智能（2533 HK）、韦尔股份（603501 CH）、北方华创（002371 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 年的人民币 330 亿元增长至 2028 年的人民币 1,010 亿元。

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 年的人民币 4.7 亿元增长至 2024 年的人民币 23.8 亿元。展望未来，我们预计 2027 年公司收入将达到人民币 84 亿元，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。我们给予公司“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。我们给予公司“买入”评级，目标价 28.2 港元。（[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。

近期公司公布了 2025 财年一季度的业绩。公司收入为 65 亿元人民币，同比增长 15%，环比下降 5%，主要受季节性因素影响。收入增长得益于“智能驾驶普及化”趋势的加速，推动汽车 CIS 需求强劲。在产品结构优化（汽车 CIS 销售额增加）以及供应链管理的改善下，公司一季度毛利率提升至 31.0%（上季度、去年同期为 29.0%、27.9%）。净利润同比增长 55%至 8.66 亿元人民币，主要由于去年同期基数较低及利润率回升。我们预计韦尔股份的收入将在后续几个季度环比增长。公司仍是我们首选标的之一，重申“买入”评级，目标价维持 176 元人民币不变。（[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。

公司近期公布了 2024 年全年业绩快报及 2025 年一季度业绩预告。2024 年收入同比增长 35.1%至 298 亿元人民币。强劲的收入增长得益于集成电路装备领域多款新产品取得突破，工艺覆盖度及市场占有率显著增长。2024 年净利润同比增长 44.2%至 56 亿元人民币。2025 年一季度，公司预计收入中值同比增长 39.3%至 82 亿元人民币，净利润中值同比增长 40.3%至 16 亿元人民币。我们维持对北方华创的“买入”评级，目标价为 512 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 4 月，关税冲突不确定性影响下市场整体情绪较弱，相对具备防御属性的标的跑赢、而受到增量竞争影响的公司显著跑输。展望来看，5 月行业进入业绩期，我们认为交易机会或集中在：1) 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 (BABA US)、腾讯 (700 HK)，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；2) 估值较低但盈利增长有望好于预期的电商公司，如拼多多 (PDD US)；3) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块，建议关注 1Q25 游戏收入增长有望重新加速的网易 (NTES US) 及利润表现有望好于预期的腾讯音乐 (TME US)，及内需驱动下盈利增长稳健的公司，如携程 (TCOM US)；4) 市场表现因竞争担忧过度，而基本面表现有望维持韧性的公司。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 16.4x，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 Band



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 5 月 5 日

从具体标的层面看，目前估值仍交易在 2 年平均 PE 以下的标的主要有：百度 (BIDU US)、拼多多 (PDD US)、BOSS 直聘 (BZ US)、美团 (3690 HK)；目前估值交易在 2 年平均 PE 以上的标的主要有：阿里巴巴 (BABA US)、贝壳 (BEKE US)、腾讯音乐 (TME US)、腾讯 (700 HK)。

图 3: 公司当前估值 vs 历史均值

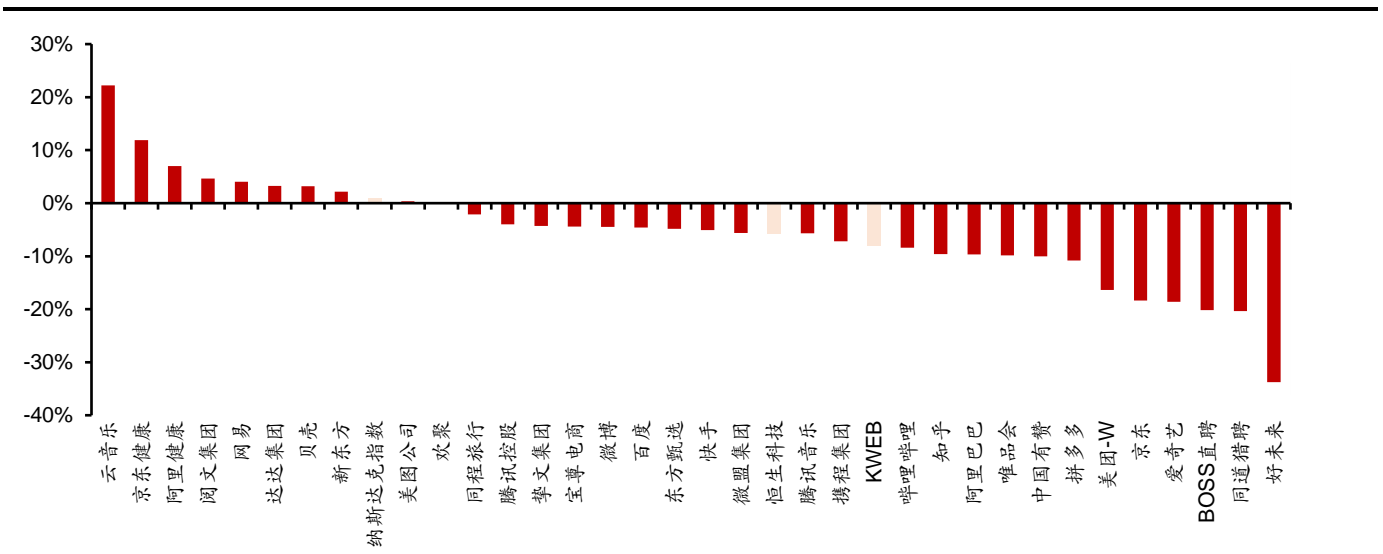
公司	股票代码	当前1FYPE	5年平均1FYPE	5年标准差	(当前PE-5年均值)/标准差	3年平均1FYPE	3年标准差	(当前PE-3年均值)/标准差	2年平均1FYPE	2年标准差	(当前PE-2年均值)/标准差
Baidu	BIDU US	7.9	14.2	4.4	-1.4x	11.8	3.4	-1.2x	10.2	2.2	-1.0x
JD.com	JD US	7.3	23.1	13.2	-1.2x	13.5	7.2	-0.9x	9.1	1.5	-1.2x
Boss Zhipin	BZ US	15.8	35.7	19.4	-1.0x	28.3	12.5	-1.0x	20.6	5.2	-0.9x
TCEL	780 HK	13.4	17.8	4.4	-1.0x	17.8	5.3	-0.8x	14.4	2.3	-0.4x
Trip.com Group	TCOM US	16.3	29.3	13.3	-1.0x	21.9	7.3	-0.8x	17.0	2.4	-0.3x
Weibo	WB US	4.7	9.6	5.2	-0.9x	5.9	1.5	-0.8x	5.1	0.7	-0.5x
VIPShop	VIPS US	5.9	9.1	4.0	-0.8x	7.2	1.3	-1.0x	6.8	1.1	-0.8x
NetEase	NTES US	14.5	17.8	4.4	-0.8x	14.9	2.5	-0.2x	14.2	2.3	0.1x
Tencent	700 HK	16.8	20.7	5.5	-0.7x	17.1	2.5	-0.1x	15.9	1.7	0.5x
Full-truck Alliance	YMM US	15.2	26.9	18.3	-0.6x	20.4	6.6	-0.8x	16.4	2.1	-0.6x
China Literature	772 HK	18.4	25.0	11.7	-0.6x	17.5	2.3	0.4x	17.0	1.7	0.8x
Beike	BEKE US	24.4	31.3	19.2	-0.4x	22.1	9.7	0.2x	16.7	3.2	2.4x
TME	TME US	16.9	20.2	9.1	-0.4x	14.8	2.7	0.8x	15.0	3.1	0.6x
Alibaba Group	BABA US	12.5	14.1	5.9	-0.3x	10.2	1.8	1.3x	9.6	1.5	1.9x
iQiyi	IQ US	7.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	9.7	2.3	-0.8x
Meituan	3690 HK	14.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	19.4	5.9	-0.8x
Bilibili	BILI US	26.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
TAL	TAL US	20.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	63.6	61.1	-0.7x
Kingdee	268 HK	207.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Kuaishou	1024 HK	10.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	14.8	8.5	-0.5x
Ali Health	241 HK	31.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	41.0	20.7	-0.5x
Cloud Music	9899 HK	20.0	NA	NA	NA	26.1	35.1	-0.2x	21.5	10.1	-0.2x
JD Health	6618 HK	24.5	NA	NA	NA	46.6	33.0	-0.7x	25.5	9.7	-0.1x
Pinduoduo	PDD US	8.6	NA	NA	NA	15.8	5.6	-1.3x	13.1	4.3	-1.0x

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 5 月 5 日

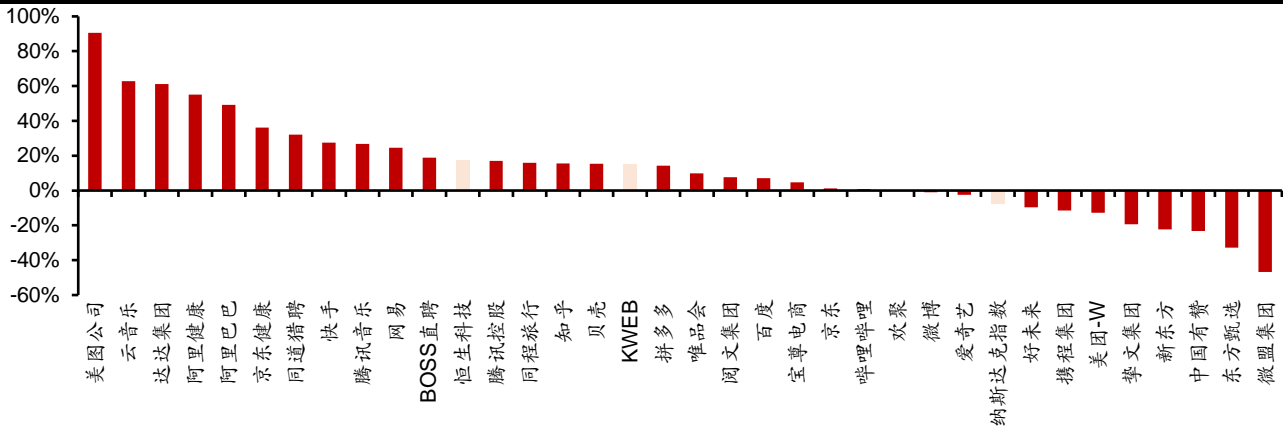
4 月恒生科技指数下跌 6%，KWEB 指数下跌 8%，网易云音乐（9899 HK）/京东健康（6618 HK，未评级）/阿里健康（241 HK，未评级）涨幅领先。4 月关税冲击影响宏观环境以及板块估值，但网易云音乐订阅制的商业模式+低 ARPPU 水平具备较高防御属性，港股通持股比例 4 月内由 7.0% 上升至 8.5%，4 月股价显著跑赢大盘。

图 4: 4 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 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 4 月 30 日

■ **在线游戏: 头部游戏公司基本面改善**

1Q25 中国游戏市场收入同比增长 18%至 857 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; 此外, 4 月国家新闻出版署共发放 118 个国产网络游戏版号, 24 年 6 月以来连续多月版号数量维持在 100 以上。腾讯 5 月 14 日将公布 1Q25 业绩, 我们预计 1Q25 公司游戏业务收入同比增长 15%, 主要得益于《王者荣耀》等常青游戏的稳健表现, 以及《三角洲行动》等新游戏的良好表现。网易预计 5 月 15 日将披露 1Q25 业绩, 我们预计 1Q25 公司游戏业务有望重新加速, 主要得益于《燕云十六声》《漫威争锋》等新游戏带动 PC 游戏收入增长, 以及《蛋仔派对》春节期间表现复苏。

■ **在线广告: 关注 AI/微短剧/小游戏带来增量变化**

展望 2025 年, 我们预计中国主要在线广告平台收入同比增长 12%, 重点关注: 1) AI 及大模型改进推荐算法, 驱动用户时长及广告转化率提升, 带动广告库存/需求/价格增长; 2) 微短剧及小游戏等新兴行业带来增量广告需求。公司维度, 我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩有望维持快于行业的广告收入增长。展望 1Q25: 1) 我们预计腾讯 (700 HK) 1Q25 营销收入同比增长 16%, 视频号广告加载率仍有提升空间、AI 持续提升广告 ROI 及单价、小游戏/微短剧驱动小程序广告收入增长; 2) 我们预计哔哩哔哩 (BILI US) 1Q25 广告收入同比增长 19%, 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 (1024 HK) 1Q25 广告收入同比增长 8%, 由于高基数效应增速略有放缓, 但受益于 AI 赋能及高基数效应减弱, 后续 2Q25-4Q25 广告收入有望重新加速。

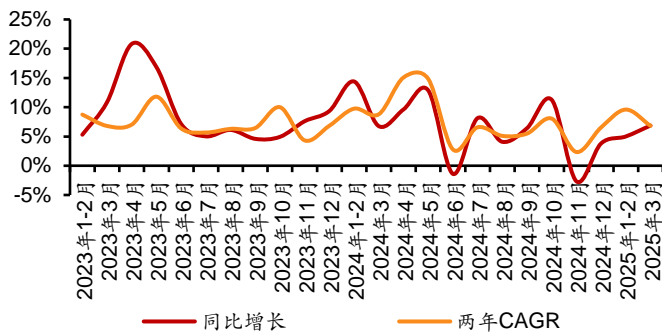
■ **电商: 3 月环比加速; 体验型虚拟商品增速仍快于实物商品增速**

据国家统计局数据, 2025 年 3 月社会消费品零售总额同比增长 5.9%, 好于彭博一致预期的 4.3%。实物商品网上零售额同比增速环比加速趋势延续: 1Q25 实物商品网上零售额为 3.0 万亿元人民币, 同比增长 5.7% (4Q24: 3.5%); 其中单 3 月份同比增长 6.9%, 环比进一步加速 (2024 年 9 月/10 月/11 月/12 月/2M25: 6.4/11.3%/-2.7%/+3.8/+5.0%), 趋势上与我们调研的部分主流电商平台 GMV 增速 1-3 月持续环比改善趋势较为一致; 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.0% (3M24: 23.3%)。虚拟商品网上零售额增速仍稳健, 2025 年 3 月非实物商品网上零售额同比增速为 21.1% (2024 年 9 月/10 月/11

月/12 月/2M25: 6.1/4.8/3.7/15.6/19.1%)，较快速增长的主要驱动或仍来自于旅游等体验型消费的支撑，而游戏的同比增速环比 2 月或较为平稳。

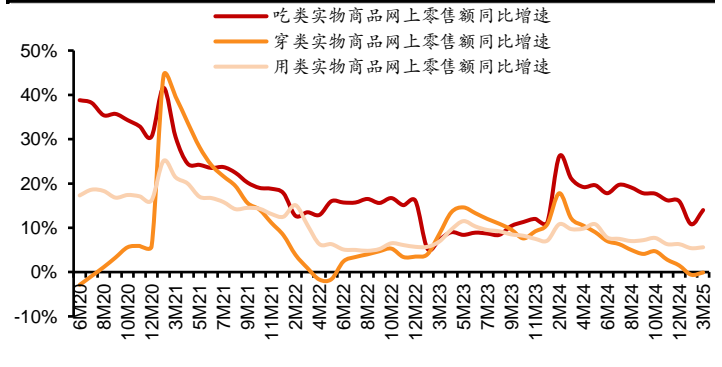
以旧换新重点类目维持较快增速，家电增速环比提升较为明显：以旧换新重点类目表现中：1) 3M25 家用电器和音响器材类零售额同比增长 19.3% (2M25: 10.9%)；2) 通讯器材类零售额同比增长 26.9% (2M25: 26.2%)；3) 文化办公用品类（电脑计入此类别）零售额同比增长 21.7% (2M25: 21.8%)。此外，家装家具类目在家装季表现也较为出色，全行业家具类零售额 3 月同比增长 29.5% (2M25: 11.7%)。

图 6: 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 7: 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，出境游增长仍强劲**

据国家文旅部数据，“五一”假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1802.69 亿元，同比增长 8.0%。据国家移民管理局数据，假期全国边检机关共保障 1089.6 万人次中外人员出入境，日均 217.9 万人次，较去年“五一”假期增长 28.7%，其中内地居民出入境 577.8 万人次，较去年同期增长 21.2%。从数据来看，内地居民出入境同比增长 21.2%与清明节出境游数据基本持平，持续好于我们此前 10-15%的年度出境游人次增长预期，行业龙头平台如携程 (TCOM US) 有望持续领先行业 10ppts 的出游人次增速，并给出好于市场预期的 1H25 业绩，强劲的基本面表现或有望为股价表现提供支撑。

■ **推荐买入阿里巴巴、腾讯、携程、网易、腾讯音乐、拼多多**

- 1) **阿里巴巴 (BABA US)**：对于 4QFY25 业绩（财年结于 3 月），我们预计在健康增长的 GMV 及货币化率提升（得益于技术服务费增量收取与“全站推”渗透率提高）驱动下，淘天集团客户管理收入有望保持稳健增长，盈利能力持续改善。云业务收入同比增速有望如预期般进一步加速，主要受益于公有云收入稳健增长及 AI 云服务增量贡献。国际数字商业集团 (AIDC) 板块预计将于 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。我们基于 SOTP 估值的目标价为 157.0 美元，对应 16.9 倍 FY25E Non-GAAP 市盈率，维持“买入”评级。
- 2) **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 8%/11%，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。

- 3) **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 17.6x 2025E PE (non-GAAP)，对比两年均值 19.7x 或仍有进一步提升空间。
 - 4) **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 (+7%YoY)，运营利润预计同比增长 13%。公司目前交易在 14x FY25E PE，处于 2 年平均 PE 的水平。
 - 5) **腾讯音乐 (TME US)**：音乐业务受宏观及消费影响有限，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，预计 FY25E 全年调整后净利润同比增长 16%；ARPPU 提升有望推动公司 1Q25/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。公司目前交易在 17x FY25E PE。
 - 6) **拼多多 (PDD US)**：我们持续看好拼多多已建立起的稳固的消费者心智份额，叠加其提升用户参与度和平台生态系统的努力，应有助于推动 GMV 稳健增长，并有望支撑 2025 年净利润的稳健增长。拼多多目前交易于 8x 2025E PE，对比我们预期集团层面 non-GAAP 净利润同比增长 12%具备吸引力，关键的催化因素来自：1) 潜在消费情绪回暖；2) 地缘政治风险的缓释，或有望推动 Temu 业务的估值计入。
- **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

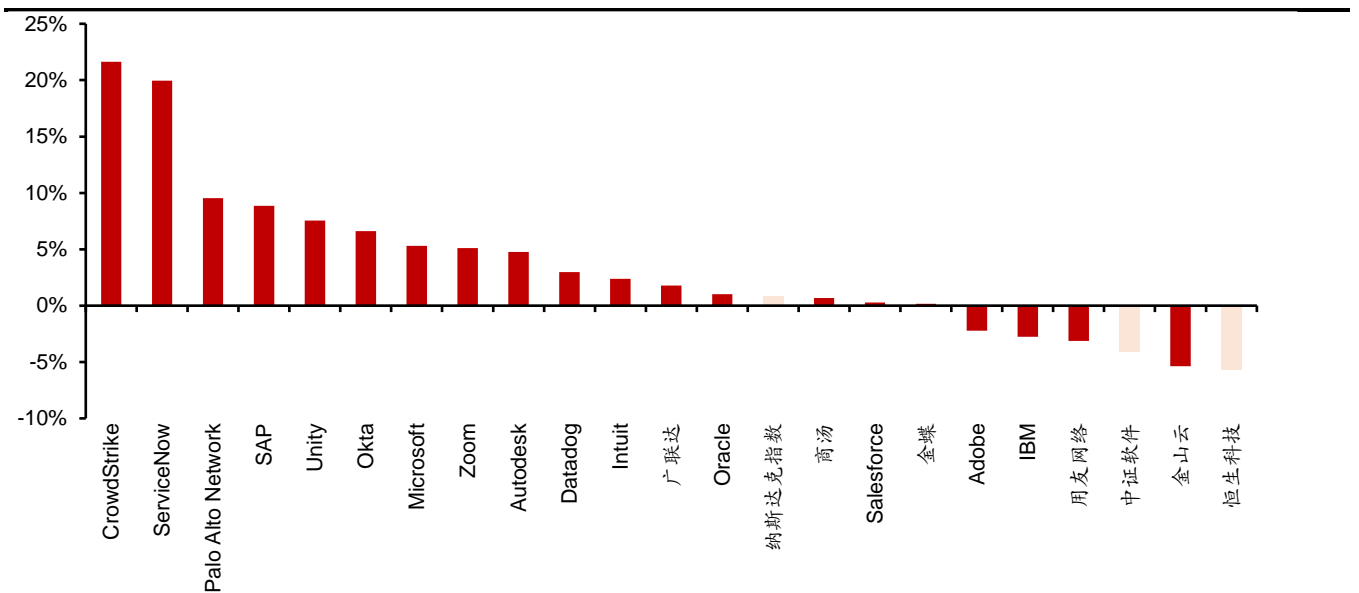
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

4 月整体美股软件板块录得较为强劲的表现，主因 4 月末龙头软件公司给出好于市场此前较弱预期的业绩带动估值低位回升，而好于市场预期业绩的支撑因素来自政府端支出受影响程度弱于预期及核心客户支出具备韧性。宏观不确定性影响下展望并未结构性乐观，而我们认为 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。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)。

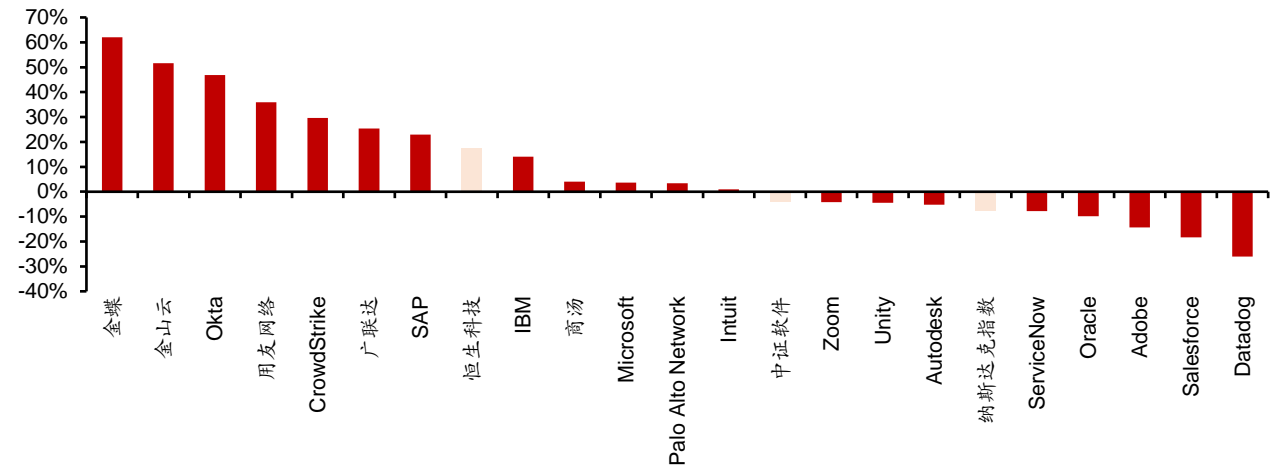
4 月恒生科技指数下跌 6%，纳指上涨 1%，CrowdStrike (CRWD US, NR)/ServiceNow (NOW US)/Palo Alto Network (PANW US) 涨幅领先。ServiceNow 公布好于预期的 1Q25 业绩，非 GAAP 下营业利润同比增长 20% 至 9.5 亿美元，较一致预期高 3%，主要得益于公司内部部署 AI 带来的效率提升。1Q25 cRPO 同比增长 22% 至 103 亿美元，增速较指引高 150bps，主要得益于各工作流和行业的韧性表现。

图 8: 4 月软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: YTD 软件板块股价表现

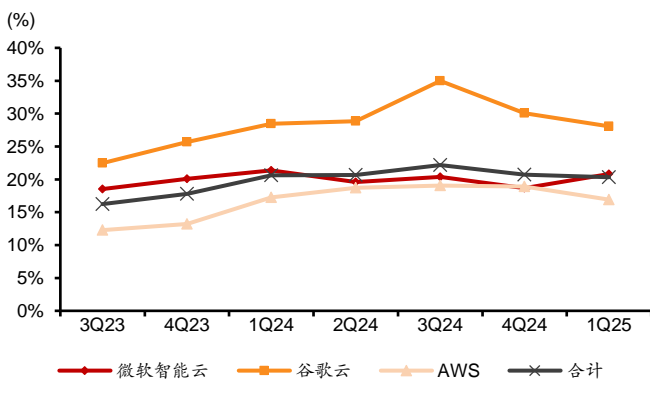


资料来源: Wind, 招银国际环球市场
注: 数据截至 2025 年 4 月 30 日

■ 公有云: 供给仍受限, 美国云厂商营收增速表现略有分化但整体仍强劲

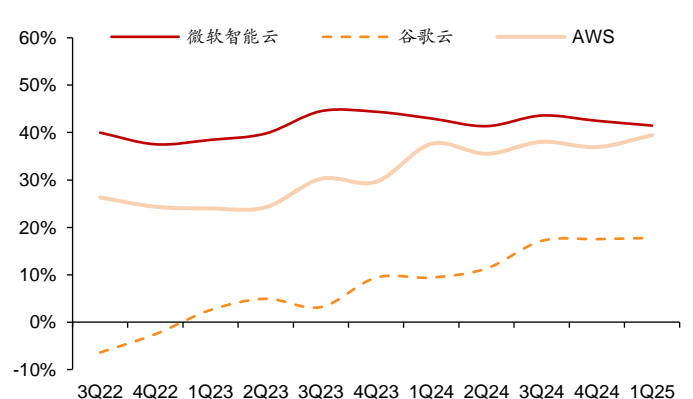
就 1Q25 季报展现出的趋势来看, 美国云厂商云业务营收增速整体维持强劲, 微软 (MSFT US) 云业务展现重新加速趋势, 而亚马逊 (AMZN US) 和谷歌 (GOOG US) 云业务营收增速环比略有放缓, 或可归因于供给仍受限及云业务存在销售周期。AI 云业务营收增长仍强劲, 亚马逊 AI 云相关营收仍维持三位数同比增长趋势, 微软人工智能云服务对 Azure 的收入增长带来 16ppts 的增速贡献。我们认为, 2H25 供给短缺趋势缓解或有望为整体北美云厂商的营收增长提供支撑。Capex 方面, 我们维持对微软 FY25 (财年结于 6 月) 资本支出 878 亿美元的预测不变, 但将 Meta (META US) 的 2025 年资本开支预测上调至 666 亿美元 (前值: 629 亿美元), 主因将公司为支持其核心业务和生成式 AI 发展而增加的数据中心投资纳入考量, 同时考虑正在进行的关税谈判或将导致硬件成本增加。

图 10: 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 11: 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, 得益于业务调整结束及 AI GPU 云的起量, 2024 年中国云厂商的营收增长仍处于重新加速的状态, 得益于推理需求持续起量、GPU 云向传统 CPU 云的交叉销售。我们预计中国龙头互联网公司 2025 年云业务的营收增速均有望相较 2024 年进一步加速。

■ 海外软件：关注生成式 AI 应用落地及变现进展

展望 2025 年，我们认为 AI 仍然是投资主线，但受益路径有望从 AI 芯片以及 AI 公有云进一步传导到更多应用场景，包括 B 端和 C 端的应用软件，企业 SaaS 和数据云平台营收有望相较 2024 年加速。ServiceNow 公布 1Q25 业绩：总收入同比增长 19% 至 30.9 亿美元，符合一致预期；非 GAAP 下营业利润同比增长 20% 至 9.53 亿美元，较一致预期高 3%，主要得益于公司内部部署 AI 带来的效率提升。截至 1Q25 cRPO 同比增长 22% 至 103 亿美元，增速较指引高 150bps，主要得益于各工作流程和各行业的韧性表现。尽管 1Q25 业绩超预期，但管理层仅将 FY25 订阅收入指引上调约 500 万美元至 126.4-126.8 亿美元（同比增长 18.5%-19.0%），主要考虑到 2H25 将面临一定的宏观不确定性因素。AI 产品表现良好，1Q25 公司 Pro Plus 产品交易数量同比增长超三倍，其中 39 笔交易包含三款或以上的 Now Assist 产品。

■ 推荐买入 Salesforce、金蝶国际

- 1) **Salesforce (CRM US)**：我们看好 2025 年 Salesforce 的 AI 商业化加速，主要来自于 AgentForce 产品收入起量以及 AI 带动数据云产品销售。4QFY25 数据云与 AI 业务 ARR 达到 9 亿美元，同比增长 120%。自 2024 年 10 月推出以来，公司已积累了超过 3000 家 AgentForce 付费客户。我们预计公司 AI 产品收入有望在 FY26 年进一步起量。公司目前估值仅对应 14x FY26E EV/EBITDA，相较 2 年均值 16x 具备较高安全边际。
- 2) **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，医药行业有望在 2025 年继续迎来估值修复。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。PD-1/IL2 是 FIC，早期临床数据耀眼，已经在美国开启 2 期临床，有重磅出海潜力。
- 2) **百济神州**：作为唯一一款临床数据优于伊布替尼，并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼将继续保持市场份额增长的势头，峰值销售额有望超过 50 亿美金。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) **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，有重磅海外授权潜力，即将在中国开展 3 期临床。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。奥布替尼、ICP-332 等产品具备出海潜力。

- **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

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

■ 未来3个月看法乐观

降准降息政策释放出万亿级流动性，这将全方位提振消费与投资需求。然而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更多边际改善机会，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：聚焦于“只要外部环境未进一步恶化，消费者便愿意小幅增加支出”的心理特征，相关受益子板块包括啤酒、软饮、休闲零食等品类；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。

■ 关注消费心理边际宽松带来的机会

啤酒，中端产品成竞争焦点，盈利承压下分红提升。行业存量竞争加剧，高端及经济型产品销量增速放缓，中端品类成推新重点。华润啤酒（291 HK）、青岛啤酒（168 HK/600600 CH）2025年估值震荡修复，年初至今分别涨23%、22%，百威亚太（1876 HK）涨26%；燕京啤酒（000729 CH，未评级）2024年实现了业绩的强势突破，大单品U8销量同比增长31.4%。我们认为，尽管原材料成本下降趋缓，企业仍需加大品牌投入，销量增长依赖中端及大众产品升级，高分红率增强板块吸引力。

水饮方面，农夫山泉（9633 HK）渠道反馈4月销售较好，东北区域4月整体增近50%，水接近翻倍，饮料增30%。公司4月起增加红水补贴，不同区域全国+区域补贴在2.5-3.5元/箱，刺激经销商进货。饮料方面，东方树叶启动一元乐享后终端动销增长较快，4月收入同增30%-40%；水溶C、NFC高双位数增长。4月水库存率9%+，同比下降，较舆情前有所增加；东方树叶库存率约8%，良性健康。

软饮方面，性价比优势凸显，国货份额提升。东鹏饮料（605499 CH，未评级）2024年收入/利润分别增长41%/63%，2021-2024年内地能量饮料销售量占比从27%提升至48%，渠道与性价比优势显著。进口能量饮料提价预期下，国货龙头竞争优势进一步凸显。

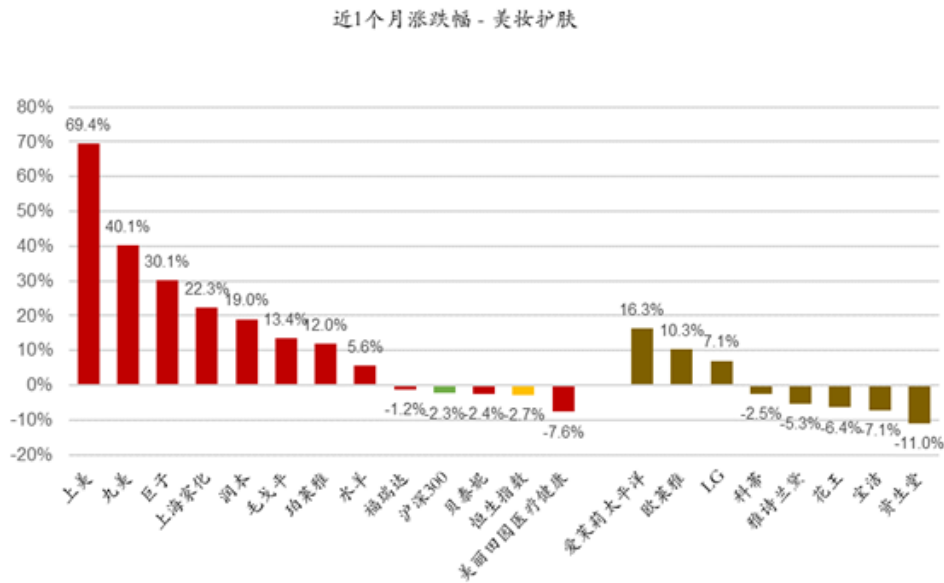
休闲零食方面，新品驱动结构转型。卫龙（9985 HK，未评级）2024年收入/净利同比增长28%/21%，毛利率48%，同比提升4个百分点。面制品收入占比从52%降至43%，蔬菜新品类依然主导增量贡献，公司预计2025年收入增速15%以上，毛利率维持45%-48%。行业重心转向终端单店投放密度优化与品牌宣传，性价比产品在消费环境利好下持续拉动销售。

■ 关注国产替代效应凸显的领域

乳制品方面，进口替代加速，收入结构升级。2024年伊利（600887 CH）实现营业总收入稳居亚洲乳业第一，其发布的2025年一季度报显示，营业总收入同比增长1.35%，扣非归母净利润同比增长24.19%。2025年将是伊利轻装上阵、迈入新增长轨道的一年，其定下了营业总收入1190亿元、利润总额126亿元的经营目标。伊利释放行业性积极信号，认为乳制品行业挑战与机遇并存，结构化升级的机会已经开始。

美妆护肤方面，统计局数据显示，2025 年 3 月化妆品品类零售额为 428 亿元，同比增长 1.1%；而一季度（1-3 月）化妆品品类零售额为 1149 亿元，同比增长 3.2%，均创下近 3 年来最低增速。销售方面，国内外品牌分化加剧，关税变化对海外品牌的境内销售带来影响，使国货品牌有望承接更多市场份额。股价表现来看，近一个月国货品牌中上美（2145 HK，未评级）、丸美（603983 CH，未评级）、巨子（2367 HK）表现领先，分别录得涨幅 69.4%、40.1%，30.1%；海外品牌表现整体较弱，其中爱茉莉（002790 KR）、欧莱雅（OR EP）、LG 生活健康（051900 KR）表现靠前，录得涨幅 16.3%、10.3%、7.1%。

图 12: 4 月美妆护肤板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

■ 推荐标的

食品饮料板块中，我们维持对农夫山泉（9633 HK）及华润饮料（2460 HK）的“买入”评级；在美容护肤板块中，我们维持对珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级。

■ 风险提示：原材料价格上涨、食品安全事件、消费情绪遇冷等。

可选消费

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

4月的消费数据，对比3月，各子行业普遍都有不错的环比改善，而五一的数据则在此基础上维持或有转好，主要原因是：1) 基数较低，2) 天气开始转好，3) 连期比去年多等等。分行业来说，服装和旅游-酒店行业好于预期，体育用品和家电行业符合预期，而餐饮和低于预期。

短线来说，我们对5月和2季度的展望仍然略为正面，主要是因为：1) 低基数逐渐开始出现等等的原因让一部分消费子行业有结构性的反弹，2) 行业竞争转趋理性，3) 天气转好，以及4) 淘宝等平台加大补贴力度的利好等等的原因。我们认为仍然是加仓布局龙头公司的好时机。中长线来说，我们会比较保守，会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等。另外对于个别子行业，像出口和制造，家电等等，在中美贸易战下，我们看法仍然非常保守。

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

■ 体育用品行业 (维持看好)

4月的行业平均零售流水估计有中单位数增长，比3月的低单位数有所改善，和1到2月的增长水平类似。五一假期表现更好，约在中到高单位数，符合我们较乐观的预期，主要原因是：1) 基数开始变低，且2) 天气也有转好（北方和东部转热，有利夏装销售，南方有转冷，但也利好清理库存）。从品牌来说，On 和 Kolon 增长强劲（100%增长以上），Descente（50%增长以上），Arc'teryx、Salomon 和 Saucony 表现也较好（30%增长以上），Adidas 也较强（10%增长以上），安踏有约高单位数增长，而 FILA、特步、361、李宁约为中单位数，Nike 也开始转正。但从折扣水平来看，4月和五一同比仍在加深，幅度比25年1季度同比加深更多，差于预期，原因估计仍是为了推动流水增长，不过目前行业整体的库存比较健康，我们认为风险不高。展望2季度，我们仍然看好该子板块，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。

我们仍然首选安踏 (2020 HK, 买入)，原因是：1) 户外品牌强劲增长，2) 通过门店改造升级来迎合和拓展不同的客群，3) 看好 Anta 品牌（包括跑步、篮球、综合训练类）和 FILA 品牌新产品的推出。Amer (AS US, 未评级)、Adidas (ADS EU, 未评级) 的品牌势能也很好。李宁 (2331 HK, 买入) 和 Nike (NKE US, 未评级) 以及其经销商像滔博 (6110 HK, 持有) 虽然表现一般，但我们也观察到企稳迹象，可以静待他们反转。

■ 服装行业 (维持中性)

4月的行业平均增长约为低至中单位数，比3月份有明显加速，主要是因为天气有转好（北方和东部转热，有利夏装销售，南方有转冷，但也利好清理库存），好于我们预期。从品牌来说，波司登、利郎和江南布衣都不俗，流水都有高单位数或以上的增长。展望2季度，

我们看法仍然保守，主要担心电商增长可能继续放慢以及销售增长未来比预期差的情况下，需要加大折扣力度来消化期货，利润率可能有新的压力。

我们目前会较为推荐利郎（1234 HK，买入），主要是因为年初至今男装的表现普遍比女装好，而且市场预期亦更低。我们对波司登（3998 HK，买入）看法仍然是审慎乐观，我们认为业绩还是会符合预期，目前股息率较高，下行风险较低。对江南布衣（3306 HK，买入）的看法会更为谨慎，因为大环境不景气下，高端品牌影响较大。

■ 餐饮行业（维持看好）

4 月行业的平均同店销售下降约中单位数，比 3 月的中至高单位数下降略为好转，和 25 年 1 季度相仿，从复苏率的角度来说也有企稳。五一的表现目前估计是和 4 月差不多，约下跌中单位数左右，价值同比持平，下降的主要是客流，略低于 2 季度的预期，但因为还在继续环比改善的态势中，我们仍然乐观。按品牌来说，Domino、KFC、Pizza Hut 表现仍然较好，海底捞次之，其他品牌（九毛九、太二、呷哺呷哺、湊湊）的表现相对较弱，但仍比 1 季度更好。展望 2 季度，尽管我们相当关注贸易战对需求的影响（同时也关心国家对消费行业的政策支持），我们仍然维持乐观看法，因为行业格局已经出现了改善，包括：1) 很多品牌的平均单价下跌较少，反映价格战有所减弱，对毛利率的影响亦会减轻，2) 餐厅的供应也在减少。未来因为行业竞争减少，折扣和毛利率持续改善的同时，同店销售转正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。我们认为现在仍然是布局餐饮行业龙头的良好时间点。

茶饮行业方面，4 月份同店销售增长约为中单位数，较 3 月的低单增长略有加速，主要是受惠于天气转热，价格上调，折扣减少等等。分品牌看，古茗因为联名合作异常火爆，表现最优，其次是蜜雪冰城和瑞幸咖啡，估计都有约中至高单位数同店增长，之后是星巴克和茶百道，最差则是奈雪的茶和霸王茶姬。展望 2 季度，虽然基数比 1 季度高，但我们相信销售额能实现持续增长，特别是有主要电商平台大力补贴的利好。

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，带动同店销售复苏，加上原材料成本和门店效率管控得宜，利润率有望持续上升。另外也略为推荐百胜中国（9987 HK/ YUMC US，买入），主要是因为丰厚的股东回报计划。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。

■ 旅游-酒店行业（维持中性）

4 月的行业平均 RevPAR 有约低单位数的下降，比 3 月的约高单位数的下降有所改善。而且五一的表现目前是相当不错，估计有双位数的增长，主要原因是：1) 连假天数比往年增加，2) 入境游的强劲增长，符合我们对 2 季度较乐观的预期。当中 ADR 维持平稳，增长的主要是 OCC。按价位来说，高端和中高端表现更好，中端和经济型一般，且低线城市比高线表现更好，另外，休闲旅游需求比商务需求更好，但两者都有增长。展望 2 季度，我们短期内的看法仍然比较乐观，预计 RevPAR 增长可能会转正，主要因为五一的超预期说明消费者的需求较强。展望下半年，我们的看法中性，考虑到：1) 行业供应增长逐渐减少（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等），但拐点可能会在年底到明年，2) 需求的不确定性（我们预期国家会有更多提振消费和旅游的政策，但能否有效对冲贸易战风险，还是一个问号）。

我们仍然较为推荐亚朵酒店（ATAT US，买入），因为看好中高端和商务旅游需求改善，以及零售业务的快速增长等等。华住（1179 HK/HTHT US，未评级）尽量有高基数的问题，但 4 月和五一表现仍略超预期。

■ 家电行业（维持中性）

25 年 4 月的大家电行业全渠道销售增长约为 10% 以上，对比 3 月的 20%、2 月的 70% 以上开始放慢，但仍然是符合预期。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 2025 年以来只是同比持平，并没有进一步的上升。展望 2 季度，品牌方的销售因渠道补库存的需求仍然稳健，但我们的看法会开始转得更加保守，因为 4 月份的流水增长已经有所放慢，平均单价也没有明显上升，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，高基数效应开始明显，增长难免会转差。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，不利于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

港A两地上市车企一季报业绩收官：长城汽车（2333 HK/601633 CH，买入）一季度净利润同比减少46%至18亿元，低于预期，主要受销售费用高企（新增80家直营店带来额外约6亿元支出）及俄罗斯税费返还延迟（管理层估计涉及约100亿卢布，按1Q25末汇率合约8.6亿元）的影响。展望全年，管理层将出口目标从58万辆下调到52万辆，我们预计全年销量130万辆，鉴于国内外竞争加剧和直营店支出增加，我们将毛利率预测下调至18.9%、销售费用率预测上调至4.4%，综上，我们预计长城2025年净利润将同比下滑15%至约108亿。**比亚迪（1211 HK/002594 CH，买入）**一季度净利润92亿元，同比翻倍。1Q25销量100万辆，基本与我们全年525万辆的销量预测相符。尽管为清旧款库存加大了折扣，1Q25毛利率仍达到20.1%；即使考虑到标配智驾带来的成本增加，我们认为公司今年仍有望实现19.7%的毛利率。考虑到当前较高的库存水平，我认为随着年度改款车型和新车型的逐步上市，比亚迪可能会在下半年发起新一轮的价格战。展望全年，我们预计公司单车净利润有望维持1万元以上，维持全年盈利预测575亿元（同比增长43%）不变。**广汽集团（2238 HK/601238 CH，买入）**一季度净亏损7.32亿元，低于预期，其中联合营企业投资收益贡献约11亿元，同比减少40%。展望全年，我们预计销量走势前低后高，毛利率有望同比改善，去年年末启动的降本措施效果或于今年下半年开始显现。基于减值损失大幅缩减及销管费用削减的假设，同时考虑到埃安当前面临的挑战，我们将全年净利润预测下调至3.4亿元。

4月行业整体销量强于预期，其中，蔚来（NIO US/9866 HK，持有）、小鹏（XPEV US/9868 HK，买入）、零跑（9863 HK，买入）超预期。10家车企在5月1日公布了4月的新能源车销量，合计同比增长35%，环比增长1%。**蔚来**4月销量同比增长53%、环比增长59%至2.4万辆，或主要得益于其4月的限时优惠政策，尤其是5年免费换电（240张免费换电券）。**小鹏**4月销量同比增长273%至3.5万辆，连续6个月交付超3万辆。小鹏X9改款车型于4月15日正式上市，2季度还将有Mona M03 Max、G7和一款全新旗舰轿跑陆续上市，有望继续为其强劲的销售提供支撑。**零跑**4月销量达到4.1万辆，同比增长174%，连续第2个月位居新势力榜首，4月10日零跑B10正式上市，将激光雷达下放到10万元级车型，上市当月即完成1万+的交付。五一期间零跑新增订单超1.8万台，超市场预期。4月1-27日行业整体乘用车零售（不含进口及部分MPV车型）销量为138万辆，日均同比去年4月1-28日增长8%；其中新能源车型销量72.4万辆，日均同比增长23%，市占率达52.5%。

上海车展闭幕，车企谨慎宣传辅助驾驶功能，价格持续内卷。本届车展全球首发车型163款，远超去年北京车展的117款，其中跨国品牌车型28款，略少于北京车展的30款。车展共展出1,366辆车，其中新能源车超七成。或受此前安全事故及工信部加强辅助驾驶监管的影响，相较于去年各家车企董事长纷纷成为“网红”活跃在宣传第一线，本次车展众多车企老板略显低调，安全成为各家车企宣传的核心。价格战依然激烈，各个价格带进一步下移。

■ 投资建议

随着工信部加强对辅助驾驶的监管，车企对辅助驾驶功能的宣传趋于谨慎，更加重视安全性的表述。但是我们认为这并不能扭转汽车市场加速向电动化智能化转型的趋势。我们认为对产品定义、技术和成本管控能力依然是决定企业竞争力的关键。

推荐关注**吉利汽车 (175 HK, 买入)**，吉利 4 月 11 日公布 1Q25 业绩预告，剔除极氪和领克重组带来的收益，净利润将同比增长 220-270% 至 52-58 亿元。剔除汇兑收益，我们测算吉利 1Q25 核心净利润有望实现环比增长 (vs. 4Q24 约 29.5 亿元)，单车净利润环比改善至 4,700-4,800 元，超出市场预期。我们认为今年银河品牌的销量仍有望超出市场预期，实现新能源市场占有率的大幅提升。银河品牌今年规划 5 款新车型，搭载全新千里浩瀚辅助驾驶系统的新车型有望于 5 月份开始陆续推出。随着银河新能源车型规模效应的提升，叠加极氪领克合并带来的协同效应，我们预计吉利今年新能源板块有望实现盈利。投资者可以关注新车发布的催化剂，逢低买入。

小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入) 今年规划四款全新车型，并将于下半年推出首款增程车型，成为今年销量增长的驱动力。去年 Mona M03 和 P7+ 的热销再次证明了公司的产品定义能力，今年的新车型和改款车型皆将基于 P7+ 的平台，实现有效降本。我们预测小鹏今年销量将同比增长 131% 至 44 万台，并有望于 4Q25 首次实现单季度盈利，并于 2026 年实现全年盈利。小鹏领先的自动驾驶技术和科技属性，叠加在飞行汽车和人形机器人领域的技术储备，今年以来市场的认可度获得较大提升。近期股价盘整，后续销量的持续超预期以及新车型的发布有望为股价提供新的催化剂。

■ **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 / miaozhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

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

■ 乐观

重点开发商4月合同销售额同比-10%，较3月同比的-19%有所收窄，符合预期。从网签数据观察，劳动节假期（5月1-5日）地产销售表现稳健，新房30城、二手房16城日均成交面积分别同比增28%/162%；根据克而瑞监测的认购数据，19个重点城市劳动节假期认购面积同比-4%，意味着购房情绪自3月高峰以稳定的节奏季节性回落，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（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中，建议关注华润万象生活（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低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

■ **风险提示：**购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

保險

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

NBV 延續較快增長，1Q25 盈利和淨資產短期波動

上市險企一季度淨利潤和淨資產分化，負債端 NBV 延續改善，但產品結構調整導致新保增長承压。五家上市險企（中國人保、中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險）一季度淨利潤總額 841.8 億元，同比+1.4%，占去年歸母淨利潤總額 24.3%，各家增速分化：中國財險（+92.7%）> 太平人壽（+87.5%）> 人保集團（+43.4%）> 國壽（+37.5%）> 新華（+19.0%）> 太保（-18.1%）> 陽光人壽（-21.7%）> 平安（-26.4%）。利潤波動主要受 1) 1Q25 市場利率上行導致 TPL 債券公允價值下滑，浮虧加大影響公司投資收益；2) 權益市場震盪疊加 A/H 股走勢分化。1Q25 淨資產出現短期波動，其中：國壽（+4.5%）> 人保（+3.9%）> 平安（+1.2%）> 太保（-9.5%）> 新華（-17.0%），主要因負債端 VFA 準備金評估利率曲線選取的時間均線不同，導致資負兩端利率趨勢錯配的影響。

資產端投資業績受 TPL 債券浮虧上行，沖抵權益投資收益的影響下滑；保險資金運用中總投資收益率（年化）變動為：人保財險（+1.6pct）> 新華（+1.1pct）> 國壽（-0.5pct）> 太保（-1.2pct）；綜合投資收益率（年化）變動中平安（+0.8pct）> 新華（-3.9pct），預計國壽和太保綜合投資收益率小幅下行。負債端 NBV 延續較快增長，得益於分紅險轉型成效顯現，可比口徑下 NBV 增速：太保（+39%）> 平安（+34.9%）> 人保壽險（+31.5%）> 國壽（+4.8%）；非可比口徑下 NBV 增速為：新華（+67.9%）> 友邦（+13.0%）> 太保（11.3%）> 平安（持平）。新單保費短期承压，分別為新華（+131%）> 太保（+29%）> 友邦（+7%）> 國壽（-5%）> 人保壽險（-13%）> 平安（-20%）；其中新華和國壽 1Q25 短交保費大幅增長，太保和友邦實現量價齊升，平安受益於保單繳期拉長帶動 margin 大幅上行。個險渠道，代理人規模較年初小幅下行，其中太保（持平）> 國壽（-3.1%）> 平安（-6.9%），預計渠道 NBV 增長將隨代理人產能和分紅險銷售占比提升而逐步恢復；銀保依托網點擴張和开门红趸交業務投放增長帶動保費增速上行，預計年內渠道價值率隨預定利率下調和報行合一的嚴格執行，仍有進一步提升空間。

財險方面，1Q25 得益於大災賠付減少推動 COR 顯著改善。老三家中人保（94.5%）< 平安（96.6%）< 太保（97.4%），同比下降 3.4/3.0/0.6 個百分點。車險保費增速放緩至中低單位數，非車險結構優化。保費收入增速層面看：眾安（+12.3%）> 平安（+7.7%）> 行業（+5.1%）> 人保（+3.7%）> 太保（+1.0%）；其中車險保費增速排序為：行業（+4.3%）> 平安（+3.7%）> 人保（+3.5%）> 太保（+1.3%），非車險保費增速分別為平安（+15.1%）> 行業（+5.7%）> 人保（+3.8%）> 太保（+0.7%）。車險件均保費企穩回升，預計全年車險保費增速將趨同於新車產銷量增速約 5% 左右。非車承保結構持續優化，平安主動壓降信用保證險等高賠損業務承保規模，人保財險非車保費受農險（-4.1%）和責任險（-1.3%）增長放緩拖累，預計公司將主動平衡承保盈利與規模選擇，部分季節性因素或於年內回補。

險企負債端資金成本有望在監管持續引導和公司主動性轉型下進一步下行，緩解行業利差損風險。截至 5 月 6 日，港股中資保險股交易於 0.10-0.53x FY25E P/EV，處於歷史低位，下行風險反映充分。維持行業“優於大市”評級，重點關注三大主線：1) 財險高股息防衛標的，**推薦買入中國財險（2328 HK，買入，目標價：15.8 港元）**，1Q25 公司承保和投資業績雙輪驅動盈利高增，建議逢低吸納；2) 區域險企**推薦友邦保險（1299 HK，買入，目標價：89.0 港元）**，多元市場布局驅動集團新業務價值穩健增長，16 億美元回購計劃超預期提前完成，支撐公司股價上行；3) 壽險方面，新華保險（1336 HK, NR）和人保集團

(1339 HK) ，预计 2025 年业务质态和保费规模在高基数下延续上行，驱动利润实现双位数增长。

■ **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

■ 1Q25 业绩回顾

三一重工 (600031 CH, 买入)：1Q25盈利好于预期（同比增长56%），主要得益于强劲的收入增长（同比增长18%）和良好的费用控制（[相关报告](#)）。

中联重科 (1157 HK / 000157 CH, 买入)：1Q25核心利润略有下降，但其海外销售增长15%，新兴市场的开拓仍然令人期待（[相关报告](#)）。

潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH, 买入)：净利润同比仅增长4%，原因是凯傲（KGX GR）效率提升项目的一次性支出，我们推算今年预算内大部分相关费用已在1Q入账，后续影响能会逐渐减退（[相关报告](#)）。

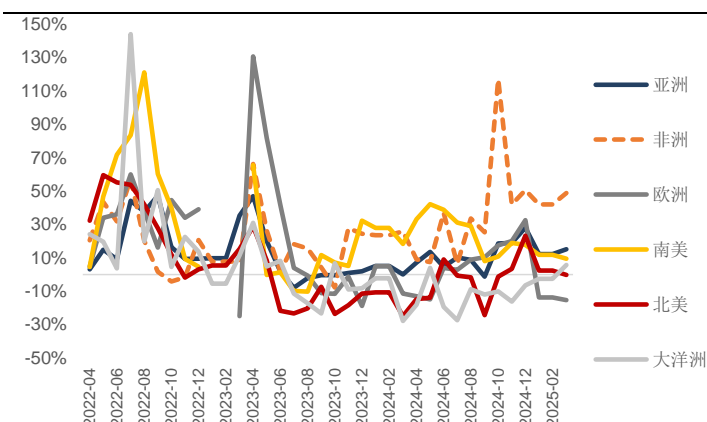
恒立液压 (601100 CH, 买入)：1Q25净利润同比+3%，略低于我们的预期，主要原因是管理费用增加。然而，费用增加只是由于墨西哥工厂和精密工业业务（滚珠丝杠和导轨）在建工程转为固定资产后令折旧增加，属于过渡阶段（[相关报告](#)）。

浙江鼎力 (603338 CH, 持有)：1Q25息税前利润（EBIT）同比仅小幅增长2%至人民币4.4亿元，略低于我们预期，主要由于30%的同比收入增长被更高的销售和管理费用所抵消，我们估计整合美国子公司CMEC是费用上升的原因（[相关报告](#)）。

■ 新兴市场仍然是中国工程机械的主要增长动力，美国关税影响不大

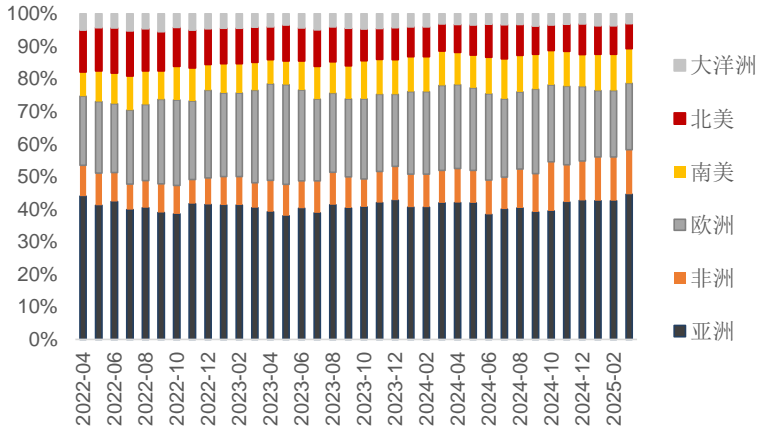
新兴市场仍然是中国工程机械的主要增长动力，主要主机厂持续提升产品质量以及海外的配件供应和售后服务。另一方面，总体上美国对中国货品征收的关税对中国工程机械制造商的影响有限，主要由于：（1）大多数中国工程机械制造商在美国市场的收入占比较低；（2）中国制造商也普遍制定了应对关税的计划，包括进一步推进产能出海。在我们的覆盖个股当中，只有鼎力受到较大的影响（2024年30%收入来自美国，而且大部分产品由中国出口至当地）。

图 13：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 14: 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

■ 挖掘机确定性相对高

土方机械（挖掘机和装载机）仍然是今年以来所有工程机械中销售增长最理想的机械，主要由于市政工程以及农村建设对小挖的拉动，尽管目前中挖仍然由于房地产投资下滑而未看到明显复苏，但我们认为总体上挖掘机目前仍然是各类工程机械中确定性最高的，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 15: 3月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	29,590	19,517	10,073	18%	29%	3%
轮式装载机	13,917	8,168	5,749	13%	23%	1%
汽车起重机	2,350	1,439	911	-17%	-26%	2%
履带起重机	351	138	213	6%	18%	-1%
塔式起重机	665	324	341	-30%	-59%	108%
叉车	153,084	107,849	45,235	11%	12%	11%
高空作业平台	18,221	8,806	9,415	-10%	-22%	6%

资料来源: 中国工程机械工业协会, 招银国际环球市场

■ 以旧换新政策将拉动国四和天然气重卡需求

重卡方面，我们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）最重要的是，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。1Q25重卡销售（国内销量加出口）同比下跌 5%，新政策出台后，我们预期需求将会得到支持，全年重卡销量将会转正。

■ 选股建议

三一重工 (600031 CH, 买入) - 主要由于公司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。

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，我们预期公司将重启 H 股的回购。

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于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士。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。