

策略观点

短期承压

- **宏观：**中国经济改善，房地产与耐用消费复苏，但特朗普“对等关税”将冲击全球供应链与总需求，商品出口、制造业投资与市场信心可能承压，中国可能择机降准降息，但短期很难完全对冲，股市和人民币短期可能承压。6 月中美可能初步达成协定后，中国或加大财政刺激提振消费，市场可能迎来转机。美国经济放缓，硬数据依然稳健，软数据指向滞涨风险，“对等关税”将带来近期滞涨和远期衰退风险，引发美国市场动荡，在美股跌幅趋近 20% 衰退风险临界线后，特朗普团队可能更有意愿与贸易伙伴磋商调整关税计划，并放缓财政支出削减和加快减税政策出台，以修复市场信心。近期滞涨风险令美联储陷入两难困境，但金融市场动荡、远期衰退风险和鲍威尔的讲政治特点将推动美联储 6 月或 7 月降息，9 月或 12 月再降息 1 次。
- **科技：**谨慎乐观，受特朗普关税政策超预期及地缘政治不确定性影响引发科技板块大幅回调，全球产业链将面临不确定性和重塑，预计短期内板块将维持波动状态。从产业链影响来看，我们的观点如下：1) 零部件：新关税直接影响有限，但下游客户压价及美国需求可能减弱带来间接冲击。2) OEM 组装：面向美国的服务器多在美国和墨西哥本地组装，影响相对较小；PC/手机/ IoT 产品仍主要在中国、越南和印度组装，受影响较大。3) 品牌端：苹果受冲击最大，美国营收占比超 40%，iPhone 主要产地仍为中国和印度；三星因生产重心在越南也受到一定影响；小米受影响最小，因其手机与汽车产品未直接进入美国市场。展望二季度，我们预计主要国家与科技企业将对美策略博弈及谈判结果，将深刻影响供应链布局与行业竞争格局，建议在市场调整后，关注成长确定性较高的细分赛道：1) AI 手机/终端升级（小米/瑞声/舜宇），2) AI 眼镜放量（瑞声/舜宇/丘钛），AI 服务器升级（比电/鸿腾精密）以及智驾渗透加速（比电/舜宇/京东方精电/英恒）。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）、舜宇光学（2382 HK，买入）和比亚迪电子（285 HK，买入）。
- **半导体：**近期美国宣布的“对等关税”暂未包括半导体（但包括半导体设备），不过我们认为后续可能面临单独的关税政策。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。同时，在全球经济、政策不确定性增加的背景下，我们预期在未来的一两周内（如新关税将于 4 月 9 日生效），全球股市将面临巨大波动。投资者可能会寻求安全港，而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。待关税具体影响以及相应豁免确定后，投资者可能重新买入部分超跌股票。推荐标的：韦尔股份（603501 CH）、北方华创（002371 CH）、中兴通讯（000063 CH/763 HK）、贝克微（2149 HK）。
- **互联网：**回顾 3 月，跑赢行业的标的多集中于：1) 业绩后因指引较为保守被市场错杀的标的；2) 在 AI 驱动估值重估中相对滞后被市场发现且估值较为便宜的标的；3) 估值相较盈利增长仍较为具备吸引力的公司。互联网板块兼具科技和消费属性，我们 3 月月度策略观点中“短期市场对于科技属性的估值重估或已较为充分的计入，未来进一步的股价增长空间或来自基本面进一步强化支撑”得到验证（[链接](#)）。展望来看，推动板块股价增长的关键驱动因素或仍来自：1) 科技属性方面，推理需求带动下云业务相关的营收增长超预期及 AI 相关的应用变现出现实质性的进展；2) 消费属性方面，消费增长前景出现进一步改善。展望 4 月，在美国与全球关税冲突持续演绎的背景下，对贸易冲突相对免疫、更受益于内需驱动、且需求具备韧性的行业及公司或有望成为避风港。此外，提供稳定可预期的股东回报、且中长期有能力持续提升股东回报水平的公司或有望重新获得市场更多的关注。短期关注具备防御性、估值已处于相对低位、且政策托底预期下有望受益的公司（报告[链接](#)）。细分板块和公司中，建议关注：1) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块，建议关注游戏收入增长在 1Q25 起重新加速的网易（NTES US）以及利润表现有望超预期的腾讯音乐（TME US）；2) 受益于具备韧

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

性的国内和出境游需求、且 2Q 有相对高频行业数据可供验证的携程 (TCOM US)、同程旅行 (780 HK)；3) 国内收入占比较高，且有望受益于增量内需政策拉动的京东 (JD US)、美团 (3690 HK)、快手 (1024 HK)。此外，仍建议关注估值重回具备吸引力区间，但具备较强技术实力及丰富应用场景，有望持续受益于 AI 浪潮、且具备行业较为领先股东回报水平的腾讯 (700 HK) 和阿里巴巴 (BABA US)。

- **软件及 IT 服务：**调用成本更低且更好用的开源大模型的出现助推投资人对中国市场风险偏好提升，软件公司因高 beta 属性股价涨幅跑赢行业。而基本面层面，宏观逆风影响企业数字化开支仍拖累软件公司营收增长表现及减亏进程。我们认为市场情绪转暖推动的估值重估或已基本到位，下一阶段的关注重点在于：1) AI 相关的变现出现实质性进展为基本面提供支撑；2) 企业数字化开支回暖推动营收增速重新加速。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)。海外软件方面，政府缩减开支影响部分软件公司营收展望，而市场避险预期升温情况下板块整体股价表现呈现阶段性回撤，在板块整体估值仍不便宜的情况下，我们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)。
 - **医药：**受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及创新药出海预期，医药有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将覆盖获得更好的支付环境。仿制药集采政策迎来优化，制药企业盈利可持续性将增强。推荐买入信达生物 (1801 HK)、百济神州 (ONC US)、三生制药 (1530 HK)、巨子生物 (2367 HK)、药明康德 (2359 HK, 603259 CH)、科伦博泰 (6990 HK)。
 - **食品饮料、美妆护肤：**在贸易战背景下，若美国升级关税措施落地，必选消费领域存在两类显著的结构性的投资机会：1) 具备“国产替代”效应的子板块：乳品、软饮、休闲零食及美妆护肤等行业，国货品牌有望承接更多市场份额；2) 受益于政策加码的大众消费板块：啤酒、水饮、乳业中的龙头企业，或将迎来估值修复。两会明确内需是经济增长的关键驱动力，《提振消费专项行动方案》也为消费市场注入强心针。在关税措施对经济影响不确定加深以及内需扩张政策持续出台的刺激下，具备“国产替代”效应的子板块和受益于政策支持的大众消费领域有望率先反弹。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：**未来三个月，维持同步大市。3 月的消费数据来看，各子行业普遍都有所转弱，比 1 比 2 月的数据更差，主要原因是：1) 天气不好，2) 吸虹效应令旺季后的消费力更差，3) 抖音渠道增长开始放缓等。分行业来说，体育用品、服装和家电行业符合预期，而餐饮和旅游-酒店行业则低于预期。但整体来说，25 年 1 季度的表现仍较 24 年 1 季度好，我们仍然有所期望，因为：1) 国家政策支持，2) 行业竞争转趋理性，3) 低基数逐渐开始出现等的原因让一部分消费子行业出现结构性反弹，但当然，中美贸易战亦会令个别子行业承受冲击，比如出口和制造业。
- 我们目前对 4 月和 2 季度的展望仍然略为正面，主要由于对五一假期的期待。而最近因为贸易战的影响股价大幅下跌，我们认为这仍然是加仓布局龙头公司的好时机。
- 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：**3 月年报业绩收官，大部分领先的车企报出了较高质量的 24 年业绩，多家造车新势力目标于今年实现季度/全年盈利。4 月底至 5 月将迎来 1Q25 业绩，投资者可提前布局盈利韧性较强的车企。3 月行业整体销量和新能源车销量均超预期，终端景气度持续修复。1Q25 小鹏、零跑、吉利、比亚迪销量超预期，预计将支撑其季度业绩表现。4 月上海车展期间，预计将有大量新车型亮相、发布或开启交付，新车型的市场反馈将成为股价的重要催化剂。有望于本次车展亮相重要车型包括：理想 i8、小鹏 G7、极氪 9X、小米 YU7、乐道 L90 等；另有多款全新车型或于 4 月上市或开启交付，包括极氪

007 GT 猎装车、领克 900、零跑 B10、比亚迪汉 L/唐 L、萤火虫、深蓝 S09、问界 M8 等。推荐关注吉利汽车 (175 HK, 买入), 吉利今年的销量和盈利表现有望继续超预期, 搭载千里浩瀚智驾系统的新车有望于年中陆续推出; 以及小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入), 新车、智驾、机器人、飞行汽车多轮驱动公司的价值重估。

- **房地产和物管:** 乐观。重点开发商 3 月合同销售额同比-19%, 1 季度累计同比-12%, 略低于预期, 主要由于高能级城市表现分化, 重点开发商土储多集中在表现更弱的高能级城市。从网签数据观察, 截至 4 月 7 日, 30 城新房年内年初至今成交面积同比增 1%, 其中一二线同比-1%, 三线同比+8%; 16 城二手房年内成交面积同比+36%, 增长势能延续。新房认购指数自 3 月末高点后有所下滑, 清明假期系主要影响因素, 后续表现有待观察。我们对 2 季度板块表现相对乐观, 主要基于: 1) 近日央媒再次表示多个一线城市正在研究储备推动房地产市场进一步止跌回稳相关政策举措, 再次展示政策托底决心, 我们判断监管层已对 4 - 5 月可能出现的销售下滑有所准备。这意味着, 若销售降幅超出预期, 出台积极政策的可能性将显著增加; 2) 通过对比可以看出一线城市还有较多微调空间, 如在多子女家庭、单身人士方面, 或公积金贷款利率及额度方面等, 可释放一定购买力; 这也意味着监管仍有稳住情绪的抓手。除以上因素外, 居民消费情绪较去年同期更好, 市场对融资端负面事件如国企暴雷等担忧显著减弱等也对销售有积极影响。同时我们通过情景分析发现 2 季度板块受到积极影响的可能性较高, 故重申建议增配地产优质标的的观点。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: 购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

- **保险:** 25 年新业务价值增长回归常态; 财险 COR 在高基数下同比改善。上市险企 2024 年净利润同比大幅增长, 受益于投资服务业绩大涨的驱动, 保险服务业绩稳健增长, 但保险服务收入增速略有分化。寿险新业务价值显著提升, 得益于各渠道新业务价值率提升的带动, 新单保费同比小幅下行; 个险渠道方面, 头部险企代理人规模普遍企稳, 人均产能大幅回升; 银保受益于报行合一费率管控, 价值率上行幅度显著, 驱动银保新业务价值占比进一步提升。1Q25 在寿险持续向分红险转型的行业趋势下, 我们预计新单保费增长可能仍有一定压力, 但个险和银保渠道价值率增长的贡献有望延续, 维持 1Q25 上市险企 NBV 同比中双位数增速的预期 (10-15%), 向浮动型收益产品转型趋势有望驱动行业负债成本进一步下行, 利差损预期改善利好板块估值上行。1-2 月人身险行业累计保费同比-2.2%, 其中 1、2 月人身险行业保费同比-4.5%、+4.0%, 得益于 2 月健康险(+8.1%)和意外险(+11.7%)保费收入快速增长的驱动; 从产品层面看, 伴随国内医商保支付体系改革的进一步深化, 未来健康险保费增长有望对人身险保费收入增长形成有力支撑。板块短期股价催化包括 1) 十年期国债利率止跌回升的潜在趋势; 2) 央行降准、降息预期释放流动性利好; 3) 南下资金对港股保险股的配置需求等。维持行业“优于大市”评级, 推荐买入中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 14.0 港元)、中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 65.1 港元)、友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 94.0 港元)。

财险方面, 2024 年巨灾频发导致赔付率上行拖累 COR。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, 伴随“以旧换新”政策补贴效应的进一步释放, 国内 2 月单月乘用车销量同比回升(+36.2%), 其中国内乘用车销量同比增长 41.9%, 乘用车出口销量同比增长 17.6%; 2 月乘用车零售销量同比增长 25.8%, 较上月 (-12.1%) 增速大幅上行。新能源车渗透率提升进一步驱动车险保费增长, 2 月国内新能源乘用车渗透率为 46.4%, 较上月回升 4.3 个百分点, 当月新能源乘用车销量同比增长 87%至

84.3 万辆。非车险方面，2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓，以及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，车险好投保平台的推出将进一步满足新能源风险车辆的承保需求，带动车险保费持续上行，并有助于车险业态创新，贡献差异化竞争优势。未来，财险持续看好个人非车业务（如非车意健险）的承保利润和保费增长前景，和农险有望在 24 年低基数的基础上实现企稳回升的上行空间。我们预计 2025 年车险保费有望随新能源车渗透率的改善而进一步上行，维持全年保费增速为 6% 左右。

- **资本品：**传统旺季加上两会的交易机会；关注发电专用发动机增长潜力。工程机械方面，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，由于国四重卡保有量规模更大（估计其占重卡总保有量的~30%），我们认为新公布政策包括国四和天然气重卡的以旧换新补贴将成为刺激需求的主要驱动因素。我们的首选股为三一重工（600031 CH, 买入），主要由于公司在挖掘机收入占比较高（分部利润约占 50%），将直接受惠于挖掘机的上升周期。同时，公司正加快执行其回购计划。我们也看好潍柴动力（2338 HK/000338 CH, 买入）和中联重科（1157 HK/000157 CH, 买入）。

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	38.90	59.50	53%	24.1	19.7	N/A	15.4	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	34.10	58.80	72%	15.2	12.9	N/A	10.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.65	47.10	64%	9.5	7.5	N/A	17.2	2.9%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	115.15	176.00	53%	41.9	26.8	N/A	14.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	431.01	426.00	-1%	39.5	30.4	N/A	21.3	0.3%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	41.45	69.50	68%	10.9	8.3	N/A	19.5	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	99.37	157.7	59%	11.2	9.8	N/A	11.8	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	440.40	625.00	42%	14.7	13.6	N/A	19.4	1.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	52.21	70.00	34%	15.5	14.0	1.6	10.3	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	45.95	80.00	74%	9.3	7.9	N/A	24.7	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	91.37	125.50	37%	12.0	11.2	N/A	21.6	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	93.98	170.40	81%	7.6	6.0	N/A	35.5	0.0%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	243.99	388.00	59%	19.7	18.0	N/A	11.1	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	10.94	19.30	76%	272.7	106.8	4.5	1.7	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.05	61.71	47%	147.5	86.6	4.6	3.2	0.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	209.41	359.47	72%	173.2	32.8	N/A	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	11.20	14.18	27%	10.9	9.9	1.3	12.1	2.7%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	64.50	79.96	24%	25.2	20.5	N/A	28.1	1.2%
药明康德	603259 CH	医药	买入	51.61	94.05	82%	12.6	10.6	2.2	19.1	2.5%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	259.20	299.93	16%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	32.80	46.74	43%	25.1	22.7	9.3	39.8	2.8%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.92	18.61	34%	13.5	11.4	N/A	17.2	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	77.34	133.86	73%	20.2	16.2	5.8	31.8	2.2%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	28.50	38.51	35%	100.7	86.6	N/A	26.5	0.2%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	361.20	484.83	34%	16.8	15.4	N/A	14.4	1.6%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	94.55	118.57	25%	112.0	64.0	5.0	4.6	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	77.05	120.86	57%	15.5	13.3	2.9	23.2	3.5%
亚朵酒店	ATAT US	可选消费	买入	24.02	33.31	39%	43.6	35.2	5.6	43.7	3.7%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.51	2.44	62%	14.2	8.2	N/A	N/A	2.5%
吉利	175 HK	汽车	买入	13.96	23.00	65%	9.2	8.5	1.3	15.7	0.0%
小鹏汽车	9868 HK	汽车	买入	67.35	110.00	63%	N/A	N/A	4.1	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	24.05	45.10	88%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
龙湖集团	960 HK	房地产	持有	9.28	24.90	168%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.53	26.80	53%	17.2	13.5	N/A	6.8	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	33.55	45.27	35%	16.8	14.4	4.5	26.4	3.6%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.17	6.1	47%	14.6	12.3	1.7	11.4	4.8%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	30.55	54.03	77%	9.5	8.7	1.5	16.4	0.0%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.60	32.86	39%	9.6	8.5	3.7	40.4	7.3%
万物云	2602 HK	房地产	买入	20.70	40.01	93%	9.9	9.0	1.3	11.3	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.38	15.80	18%	8.0	7.3	1.0	13.1	5.0%
中国平安	2318 HK	保险	买入	41.10	65.10	58%	5.2	4.9	0.7	13.4	7.2%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	53.15	89.00	67%	10.6	9.5	1.5	15.5	3.6%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	18.55	21.00	13%	26.5	21.6	2.2	7.5	1.3%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	5.09	7.4	45%	9.5	8.5	0.7	7.2	7.1%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	14.50	18.00	24%	9.4	8.7	1.3	14.2	5.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.22	14.00	6%	8.5	8.3	1.1	13.1	4.7%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	61.15	94.00	54%	13.3	11.7	2.1	14.3	2.9%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	6.35	6.80	7%	12.3	11.0	0.9	6.9	5.4%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	19.65	21.00	7%	28.1	22.8	2.3	7.5	1.3%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	15.94	17.70	11%	11.3	11.1	1.5	13.8	4.4%

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

■ 经济逐步改善，但贸易战冲击将至

经济逐步改善，局部明显复苏。一二线城市住房销量改善，“以旧换新”补贴支撑汽车、家电、家具与消费电子产品消费走强，抢出口效应支撑今年 1 季度贸易。3 月 PMI 数据显示制造业、服务业和建筑业延续扩张，企业采购需求与预期指数向好。高频经济活动指数从 2024 年第 4 季度的 1.05（2019 年=1）提升至今年 1 季度的 1.06，预计 1 季度 GDP 同比增速将达到 5.2%。

住房需求回升，供求再平衡持续。二手房销量作为领先指标延续较快增长，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 1-2 月的 25.3% 升至 3 月的 33.5%，单季增速则从去年第 4 季度的 40% 放缓至今年第 1 季度的 28.8%。新房销量增速有所放缓，30 大中城市商品房销量同比增速从去年第 4 季度的 11.5% 降至今年 1 季度的 -2%，但仍高于去年全年的 -21.4%，其中一、二、三线城市今年第 1 季度商品房销量同比增速分别达到 19.1%、-9.9% 和 -7.2%。核心城市住房供求再平衡持续，10 大城市商品房可售月数（可售套数/过去 12 月月均销量）从去年 9 月末的 20.1 个月降至今年 3 月末的 17.9 个月，其中一线城市商品房可售月数从 15.6 个月降至 11.1 个月，预计下半年可降至 8 个月的合理水平。房地产价格跌势趋缓，一线城市二手房挂牌价小幅反弹，其他城市二手房挂牌价跌幅收窄，一二线城市土地成交溢价率温和回升，其他城市土地成交溢价率仍在低位。

消费小幅改善。今年 1-2 月个人所得税恢复正增长，消费者信心指数小幅回升。乘用车销量同比增速从 1-2 月的 3.8% 升至 3 月前三周的 12.3%。电影票房高位回落，同比增速从 1-2 月的 64.3% 降至 3 月的 -31%。3 月航班架次同比增速小幅放缓，港澳台和国际航班架次同比增速分别为 5.5% 和 21%，国内航班架次同比增速从 1-2 月的 0.6% 降至 -0.8%，从去年第 4 季度的 4.1% 降至今年 1 季度的 0.1%。

行业表现分化。从 3 月 PMI 来看，电气机械、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备、水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业景气度较高，木材加工及家具、石油煤炭及其他燃料加工、餐饮、生态保护及公共设施管理、文体娱乐等行业景气度较低。3 月公路和航空货运量同比增速小幅放缓，铁路货运增速反弹。快递投揽量增速从去年 12 月和今年 1 月的 35%-40% 降至 3 月的 22% 左右。港口集装箱吞吐量同比增速从 1-2 月的 10.6% 降至 3 月的 8.9%。韩国出口在 3 月小幅反弹但仍较乏力。预计 3 月中国出口较 1-2 月的 2.3% 小幅反弹，未来可能因前期抢出口的透支效应与美国关税落地而显著下滑。

通缩压力仍大。PMI 指数显示 3 月制造业、服务业和建筑业的投入品与出厂/销售价格均处于收缩区间且跌幅扩大。3 月农产品和蔬菜价格累计环比下跌近 3.5%，猪肉价格环比跌幅扩大至 4%。上海二手车市场平均交易价格同比跌幅从 1-2 月的 -23.5% 缩窄至 3 月的 -16.4%，“以旧换新”补贴鼓励需求转向新车并增加二手车供应。通缩压力对企业盈利伤害较大，今年 1-2 月企业所得税同比下降 10.4%，规模以上工业企业利润同比下降 0.3% 相比去年降幅收窄。特朗普挑起贸易战将打击全球需求与中国出口，可能加剧国内通缩压力，中国可

能更大力度提振国内消费。预计 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%。

■ 宏观政策可能相机放松，对冲贸易战冲击

特朗普“对等关税”可能引发全球贸易战，贸易战通过打击出口和削弱信心，将降低中国经济增速，加剧中国通缩压力，加快中国宏观政策宽松步伐。我们估计贸易战将在未来 12 个月降低中国 GDP 增速 0.5-1 个百分点，降低中国 CPI 增速 0.2-0.4 个百分点。相比特朗普 1.0 时代，美国对华关税的直接影响大幅下降，中国在美国商品进口来源中份额已从 2017 年的 21.6% 降至今年前两个月的 13%，美国在中国商品出口市场中份额则从 19% 降至 14%。但美国此次贸易战针对更多贸易伙伴包括大部分大型经济体，将显著削弱全球经济与外需前景，可能降低中国商品出口增速 3 个百分点，降低中国制造业投资增速 0.5 个百分点。预计 4、5 月份中国可能降准降息，中美可能启动磋商，6 月双方元首可能会面达成初步协定，中国可能加大财政刺激以提振消费，中国国债收益率、股市与人民币兑美元可能先降后升，预计美元/人民币年末达到 7.40 左右

美国宏观

■ 美国经济

硬数据显示温和放缓，软数据指向滞涨风险。扣除通胀后家庭收入与消费同比实际增速分别从去年的 2.7% 和 2.8% 降至今年前两个月的 1.6% 和 2.7%，其中商品消费实际增速从 2.4% 反弹至 3.2%，但服务消费的实际增速从 2.9% 降至 2.6%。今年 2 月失业率 4.1% 仍在低位，非农就业增速小幅降至 1.2%。家庭部门财务压力上升，消费贷款拖欠率逐步上升，消费贷款增速从去年 9 月末的 2% 降至去年末的 -0.7% 和今年 2 月末的 -0.6%。2 月以来消费者信心指数大幅下滑，通胀预期大幅回升。3 月制造业 PMI 降至收缩区间，新订单、产出和就业指数收缩幅度扩大，但价格指数创近三年最高。

经济将明显放缓，但不一定进入衰退。特朗普“对等关税”将引发全球贸易战，贸易战将打击全球贸易，阻碍供应链活动，推升供应成本，抑制家庭消费与企业投资，导致经济先滞涨后衰退的风险。加征“对等关税”后，美国商品进口关税平均税率将从 2024 年末的 2.5% 升至 22% 左右，预计未来 12 个月降低美国 GDP 增速 1-1.5 个百分点，推升 PCE 通胀 0.5-1 个百分点。关税对经济增长的降低作用比较确定，但对通胀的作用更加复杂，近期供应成本上升作用超过需求收缩效应，通胀可能先上升，但远期需求收缩效应开始超过供应成本作用，通胀可能再回落。在贸易战引发美国金融市场动荡发出经济衰退警告（标普 500 指数跌幅趋近 20%）后，特朗普团队很可能调整关税计划，加快减税和去监管等正面政策出台，以修复市场信心。由于家庭资产负债表稳健和企业盈利增速较快，美国经济放缓未必演化为衰退。

■ 美国政策

“对等关税”后的贸易冲突与磋商。特朗普“对等关税”政策目标包括重振美国制造业、增加收入以支持减税和外交施压筹码，但我们认为这些目标很难实现。特朗普通过“对等关税”创造出交易杠杆，贸易伙伴可能采取边反制边协商的策略，全球经济可能先经历贸易冲突，再迎来贸易磋商和宏观政策对冲。贸易战将引发美国金融市场动荡，美股可能进一步下跌，当标普 500 指数跌破 15% 趋近 20% 衰退风险临界线时，特朗普团队可能更加愿

意与贸易伙伴磋商调整关税计划，同时放缓财政支出削减步伐，加快减税和去监管政策步伐。

美联储降息时点可能提前。美联储3月议息会议比预期鸽派，宣布4月开始大幅缩减QT规模，鲍威尔呼应白宫观点称关税对通胀影响是“暂时的”，这可能是政治动物鲍威尔领导下的美联储对白宫的有意示好。事实上，点阵图显示美联储官员下调GDP增速预测而上调了通胀预测，指向关税政策带来的滞胀风险。美联储部分官员则明确表示对鲍威尔的关税影响暂时论持谨慎态度，担心关税的通胀效应，建议政策利率不变。大规模关税将带来经济近期滞胀和远期衰退风险，关税对经济增长的降低作用比较确定，对通胀的作用更加复杂，近期供应成本上升作用超过需求收缩效应，通胀可能先上升，但远期需求收缩效应超过供应成本上升作用，通胀可能再回落。尽管近期滞胀风险令美联储陷入两难困境，但金融市场动荡、远期衰退风险和鲍威尔的讲政治特点可能推动美联储比我们之前预期更早降息。预计美联储在观察2-3个月经济数据后，可能在6月或7月再次降息，9月或12月再降息1次。

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

特朗普关税政策超预期，关注成本端和下游涨价带来的影响

谨慎乐观，受特朗普关税政策超预期及地缘政治不确定性加剧影响，科技板块显著波动。全球产业链将面临不确定性和重塑，预计短期内板块将维持波动状态。从产业链影响来看，我们的观点如下：1) 零部件：新关税直接影响有限，但下游客户压价及美国需求可能减弱带来间接冲击。2) OEM 组装：面向美国的服务器多在美国和墨西哥本地组装，影响相对较小；PC/手机/IoT 产品仍主要在中国、越南和印度组装，受影响较大。3) 品牌端：苹果受冲击最大，美国营收占比超40%，iPhone 主要产地仍为中国和印度；三星因生产重心在越南也受到一定影响；小米受影响最小，因其手机与汽车产品未直接进入美国市场。展望二季度，我们预计主要国家与科技企业赴美策略博弈及谈判结果，将深刻影响供应链布局与行业竞争格局，建议在市场调整后，关注成长确定性较高的细分赛道：1) AI 手机/终端升级（小米/瑞声/舜宇），2) AI 眼镜放量（瑞声/舜宇/丘钛），AI 服务器升级（比电/鸿腾精密）以及智驾渗透加速（比电/舜宇/京东方精电/英恒）。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）、舜宇光学（2382 HK，买入）和比亚迪电子（285 HK，买入）。

1) 智能手机/PC：AI 终端加速渗透，关注特朗普关税政策带来的影响

我们预计特朗普关税政策对下游品牌影响程度不同，整体上对苹果影响较大。对于PC，供应商在中国/越南/墨西哥的产能较多，将受到负面影响；智能手机方面，我们认为苹果将受到的影响最大，因其在美收入占比为40%以上，而大多数iPhone生产在中国（90%）和印度（10%）。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（美国为个位数占比）。

此外，我们相信2025年AI应用在手机端落地有望驱动新一轮换机周期，DeepSeek 催化端侧AI应用落地，加上国内补贴政策落地，我们预计2025年出货量将同比增长3%至12.5亿台，高通和联发科预计2025年出货量低单位数增长。今年我们看好国产安卓品牌全球份

额有望提升，明年看好苹果产业链，2026 年有望推出首款折叠 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。

安卓链方面，全球出货量持续复苏，国内补贴推动手机市场复苏，我们看好 2Q15 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。

PC 方面，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：关注下半年 GB300 架构升级和放量，美国新关税政策影响较低

有关美国新关税影响，目前运往美国的服务器大多在美国/墨西哥/台湾组装，预计非美国本土组装产品将受到新关税影响。在训练和推理模型双轮驱动下，算力产业链迎来蓬勃发展，海外云厂商 AI 商业化逐步体现，DeepSeek 大幅增强 AI 推理算力需求，我们预计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，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。

我们预期 2025 年 AI 服务器需求持续强劲，2025/26 年 AI 训练服务器出货量将同比增长 109%/19% 至 207 万/245 万台。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商，中游主要包括服务器品牌和 OEM/ODM 厂商为主。从硬件层面，全球 AI 服务器 OEM/ODM 龙头将持续受益，包括工业富联（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。伴随着“AI+AR”的结合对于用户体验和用户场景的不断丰富，AR 产业有望迎来百花齐放。我们看好 AR 智能眼镜将成为主流终端，拉动行业整体出货重回正增长，深度参与供应链的公司明显受益，看好光学龙头舜宇光学和瑞声科技，整机组装厂商立讯精密以及终端品牌小米集团。

4) 汽车电子：AI 大模型和硬件降本有望推动高端智驾快速普及

比亚迪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、舜宇光学等汽车电子产业链标的。

■ 推荐买入小米集团、瑞声科技、比亚迪电子

1) 小米集团 (1810 HK)：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 and 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 收入预计增长中到高双位数，毛利率达 30% 以上；PM 业务预计同比增长 18-20%，毛利率维持在高双位数水平；2) 光学（6P/WLG/32MP 镜头）：预计营收增长中到高双位数，毛利率稳定在 25% 以上；3) MEMS/传感器（AI/麦克风）：预计营收同比增长 30-50%，毛利率达中到高双位数；4) 声学（SLS/模组）：预计保持低至中单位数增长，毛利率维持在 30% 以上。此外，管理层指出对 2025 年 MEMS 麦克风与传感器展望积极，增长驱动因素包括高端 MEMS 麦克风规格升级、AI 眼镜配备更多传感器、汽车 MEMS 麦克风渗透率提升，以及边缘 AI 设备中传感器需求的加速增长。

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

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

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

■ 未来 3 个月看法：

近期美国宣布的“对等关税”暂未包括半导体（但包括半导体设备），不过我们认为后续可能面临单独的关税政策。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**。同时，在全球经济、政策不确定性增加的背景下，我们预期在未来的一两周内（如新关税将于4月9日生效），全球股市将面临巨大波动。投资者可能会寻求安全港，而**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**。待关税具体影响以及相应豁免确定后，投资者可能重新买入部分超跌股票。

短期内，收入来自美国较多的公司因关税影响，股价或将受到较大冲击（如光模块行业）。虽然半导体设备公司在本次关税的影响范围内，但中国相关设备厂商暂未有太大的美国收入风险敞口，预计影响较小。而欧洲的半导体设备公司受到冲击较大。但考虑到美国旨在强化本土半导体制造行业，后续可关注全球非美设备龙头的产品出口是否有望被豁免。

中长期，我们认为关税的影响有可能带来下游需求复苏的推迟、相关订单的取消，以及全球半导体产业供应链的受阻。在此背景下，受益于国产替代、自主可控的有关企业，有望取得更好的业绩表现。

■ 推荐买入：韦尔股份（603501 CH）、北方华创（002371 CH）、贝克微（2149 HK）

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拓展有望成为韦尔未来业绩增长的重要驱动。

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。

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。

■ 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 3 月，跑赢行业的标的多集中于：1) 业绩后因指引较为保守被市场错杀的标的；2) 在 AI 驱动估值重估中相对滞后被市场发现且估值较为便宜的标的；3) 估值相较盈利增长仍较为具备吸引力的公司。互联网板块兼具科技和消费属性，我们 3 月月度策略观点中“短期市场对于科技属性的估值重估或已较为充分的计入，未来进一步的股价增长空间或来自基本面进一步强化支撑”得到验证（[链接](#)）。展望来看，推动板块股价增长的关键驱动因素或仍来自：1) 科技属性方面，推理需求带动下云业务相关的营收增长超预期及 AI 相关的应用变现出现实质性的进展；2) 消费属性方面，消费增长前景出现进一步改善。展望 4 月，在美国与全球关税冲突持续演绎的背景下，对贸易冲突相对免疫、更受益于内需驱动、且需求具备韧性的行业及公司或有望成为避风港。此外，提供稳定可预期的股东回报、且中长期有能力持续提升股东回报水平的公司或有望重新获得市场更多的关注。短期关注具备防御性、估值已处于相对低位、且政策托底预期下有望受益的公司（报告[链接](#)）。细分板块和公司中，建议关注：1) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块，建议关注游戏收入增长在 1Q25 起重新加速的网易（NTES US）以及利润表现有望超预期的腾讯音乐（TME US）；2) 受益于具备韧性的国内和出境游需求、且 2Q 有相对高频行业数据可供验证的携程（TCOM US）、同程旅行（780 HK）；3) 国内收入占比较高，且有望受益于增量内需政策拉动的京东（JD US）、美团（3690 HK）、快手（1024 HK）。此外，仍建议关注估值重回具备吸引力区间，但具备较强技术实力及丰富应用场景，有望持续受益于 AI 浪潮、且具备行业较为领先股东回报水平的腾讯（700 HK）和阿里巴巴（BABA US）。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 17.1x，相较 2020 年成立以来的历史平均（24x）仍有修复空间，接近 2024 年 10 月，国内多项支持政策出台情况下的板块估值。

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 4 月 1 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：拼多多、百度、美团、快手、网易；目前估值交易在 2 年平均 PE 以上的标的主要有：阿里巴巴、贝壳、腾讯音乐、腾讯。

图 3: 公司当前估值 vs 历史均值

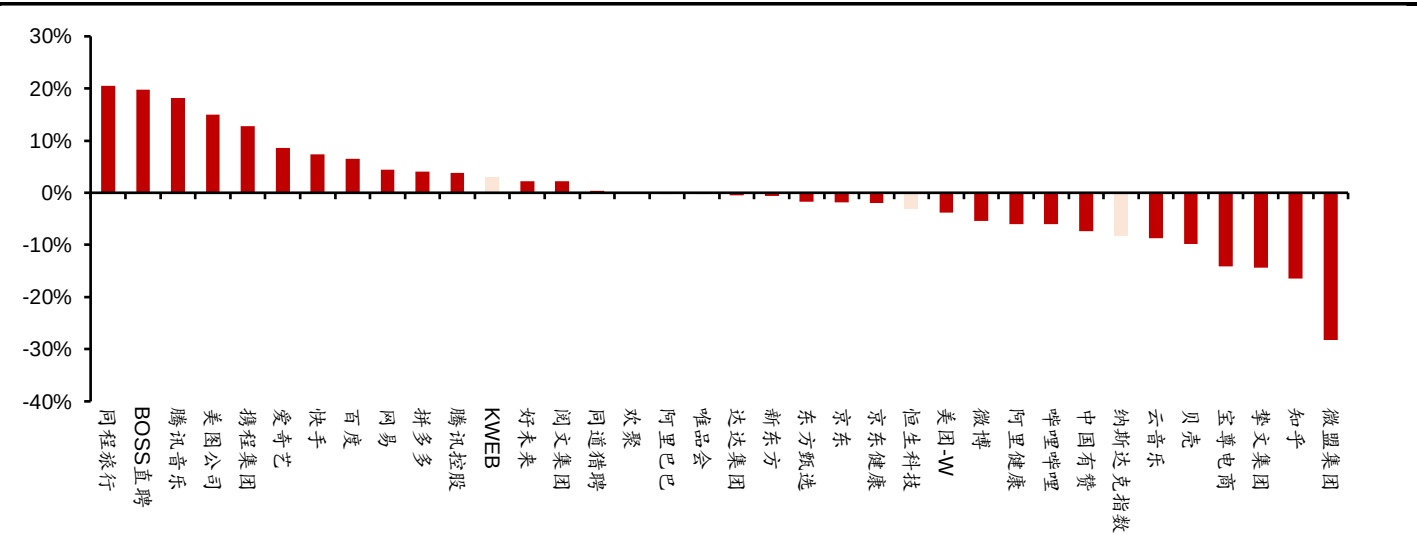
公司	股票代码	1FY PE	2-year average 1FY PE	2-year STD	(Cur.PE - 2Y avg PE)/STD	3-year average 1FY PE	3-year STD	(Cur.PE - 3Y avg PE)/STD	5-year average 1FY PE	5-year STD	(Cur.PE - 5Y avg PE)/STD
Pinduoduo	PDD US	9.5	13.4	4.2	-0.9x	16.3	5.5	-1.2x	NA	NA	NA
IQiyi	IQ US	8.4	10.2	2.7	-0.7x	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Baidu	BIDU US	8.9	10.4	2.3	-0.7x	12.1	3.5	-0.9x	14.3	4.4	-1.3x
Ali Health	241 HK	30.0	44.5	25.0	-0.6x	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Cloud Music	9899 HK	16.5	22.9	11.5	-0.6x	26.4	35.7	-0.3x	NA	NA	NA
TCEL	780 HK	13.3	14.8	2.7	-0.5x	18.0	5.3	-0.9x	17.8	4.4	-1.0x
Meituan	3690 HK	16.8	20.5	7.3	-0.5x	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Boss Zhipin	BZ US	18.7	21.6	5.9	-0.5x	29.1	12.4	-0.8x	36.3	19.4	-0.9x
Kuaishou	1024 HK	11.0	16.7	11.9	-0.5x	NA	NA	NA	NA	NA	NA
VIPShop	VIPS US	6.5	7.0	1.1	-0.4x	7.3	1.3	-0.6x	9.3	4.0	-0.7x
JD Health	6618 HK	22.3	26.9	11.3	-0.4x	NA	NA	NA	NA	NA	NA
JD.com	JD US	8.9	9.3	1.6	-0.3x	14.1	7.5	-0.7x	23.5	13.2	-1.1x
Trip.com Group	TCOM US	17.2	17.5	3.1	-0.1x	22.4	7.5	-0.7x	29.8	13.4	-0.9x
NetEase	NTES US	14.1	14.3	2.3	-0.1x	15.1	2.6	-0.4x	17.9	4.3	-0.9x
Full-truck Alliance	YMM US	16.7	16.7	2.3	0.0x	20.8	6.7	-0.6x	27.2	18.4	-0.6x
Weibo	WB US	5.3	5.2	0.9	0.1x	6.0	1.5	-0.5x	9.8	5.2	-0.9x
China Literature	772 HK	18.0	17.2	1.9	0.4x	17.5	2.3	0.2x	25.1	11.7	-0.6x
Tencent	700 HK	17.2	16.1	1.9	0.6x	17.2	2.5	0.0x	20.9	5.5	-0.7x
TME	TME US	17.8	14.9	3.1	0.9x	14.7	2.7	1.2x	20.4	9.2	-0.3x
Beike	BEKE US	23.9	16.8	3.4	2.1x	22.5	9.9	0.1x	31.6	19.4	-0.4x
Alibaba Group	BABA US	13.5	9.6	1.5	2.6x	10.2	1.8	1.8x	14.3	6.1	-0.1x
Bilibili	BILI US	29.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Kingdee	268 HK	195.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
TAL	TAL US	26.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 4 月 1 日

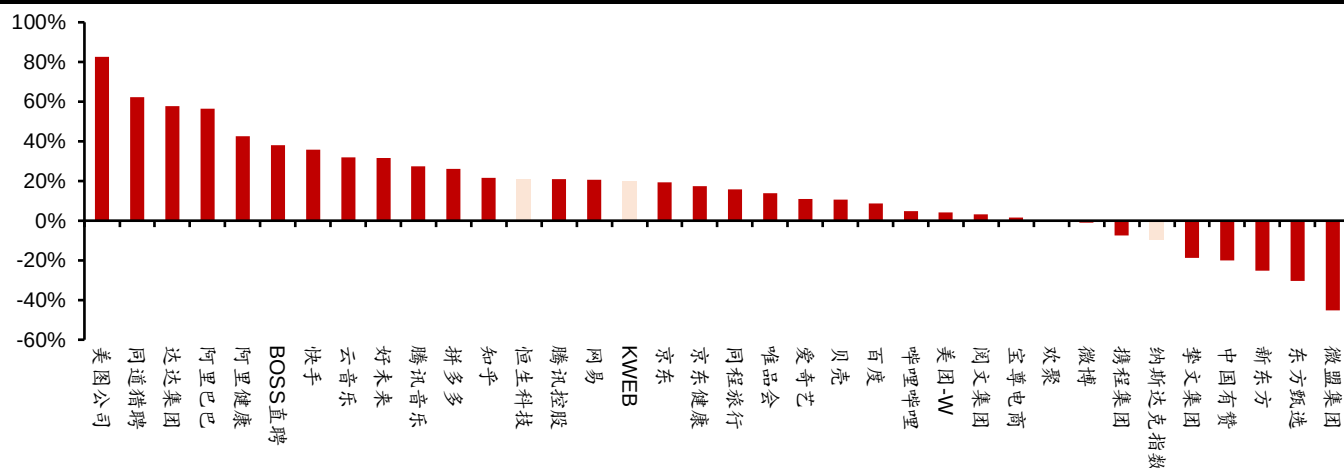
3 月恒生科技指数下跌 3%，KWEB 指数上涨 3%，同程旅行/BOSS 直聘/腾讯音乐涨幅领先。腾讯音乐公布了好于预期的 4Q24 业绩：4Q24 非 IFRS 下净利润同比增长 45%至 22.8 亿元，较一致预期高 15%，主要得益于好于预期的毛利率提升和运营成本控制。展望 2025 年，管理层预计收入增长将会加速且利润率进一步扩张。我们预计 FY25 总收入/non-IFRS 净利润同比增长 9/16%。

图 4: 3 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 1 日

■ 在线游戏: 头部游戏公司基本面改善

2M25 中国游戏市场收入同比增长 16%至 572 亿元, 主要得益于春节期间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。政策端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; 3 月国家新闻出版署发放 129 个国产网络游戏版号, 版号数量进一步增加。腾讯 3 月公布 4Q24 业绩, 游戏业务收入同比增长 20%至 492 亿元, 表现好于预期, 4Q24《王者荣耀》总流水同比实现两位数增长,《三角洲行动》4Q24 总流水超 10 亿元, 同时 4Q24 良好的递延收入增长 (同比增长 16%) 为 25 年游戏收入增长提供支撑。

■ 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; 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 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 FY25 广告收入同比增长 21%, 主要得益于电商行业广告预算增量、广告加载率提升以及广告算法持续迭代; 3) 我们预计快手 FY25 广告收入同比增长 14%, 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。

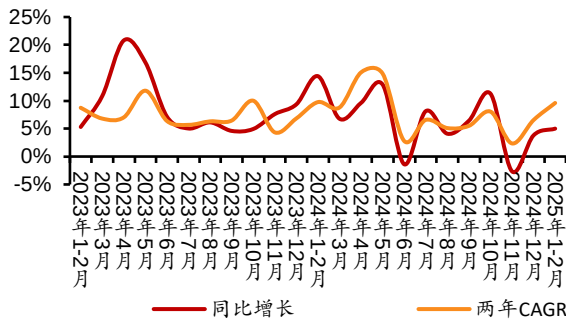
■ 电商: 以旧换新推动增长复苏, 但可持续性仍为关注要点

据国家统计局数据, 2M25 社会消费品零售总额同比增长 4.0%, 较 2024 年 12 月的 3.7% 有所改善, 我们认为这是受全国以旧换新计划扩容推动。实物商品网上零售额同比增长环比进一步回升, 2M25 同比增长 5.0% (2024: 6.5%), 较 4Q24 的 3.5% 有所提升。全国范围内的以旧换新政策推动了重点品类的销售额增长, 而可持续性是值得关注的因素。市场对刺激政策加码的预期有所上升, 而行业下一轮估值重估或取决于消费情绪的复苏。我们维持对阿里巴巴、拼多多和京东的“买入”评级。

与 2024 年 12 月及 4Q24 相比, 2M25 实物商品网上零售额同比增速环比回升, 2M25 达 5.0% (2024 年 12 月为 3.8%; 4Q24 为 3.5%)。按消费类型划分, 2M25 吃/穿/用类网上

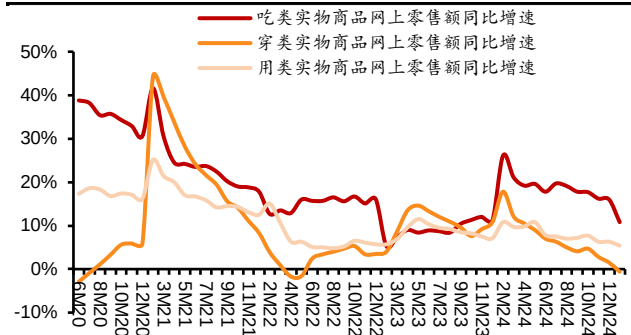
零售额同比分别增长 10.8%/-0.6%/5.4% (2024: 16.0%/1.5%/6.3%)。2M25 实物商品零售额线上渗透率从 2M24 的 22.4% 略微降至 22.3%。

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

全国以旧换新政策推动了重点品类的销售额 GMV 增长，可持续性是值得关注的因素。2M25 家用电器和音像设备的零售额同比增长 10.9%，尽管增速较 2024 年 11 月/12 月的 22.2%/39.3% 有所放缓，但我们认为增长依然稳健，并且由于 2025 年 2 月以来房屋交易量的回升，这一增长或有望持续。在“国补”计划的推动下，2M25 文化办公用品 / 通讯器材的零售额同比分别增长 21.8%/26.2%，较 2024 年 12 月的 9.1%/14.0% 有所加快，且较 2024 全年 -0.3%/+9.9% 的增速亦有提升。

■ OTA: 出境游表现或有望好于预期

据国家移民管理局预估，2025 年清明节假期全国口岸日均出入境人员将达 210 万人次，较去年同期增长 21.4%。北京首都、上海浦东、广州白云、杭州萧山、成都天府等大型国际机场口岸出入境客流小幅增长，预计日均出入境人员分别为 3.9 万、8.1 万、4.8 万、1.2 万、1.6 万人次。从数据来看，行业 21.4% 的出境游人次增长好于我们此前 10-15% 的出境游人次增长预期，行业龙头平台如携程有望持续领先行业 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、快手、网易、拼多多

1) **阿里巴巴 (BABA US)**: 基于丰富的 AI 应用场景、庞大的用户群及商家端对于降本增效的诉求，叠加阿里云业务在国内市场较为领先的业务布局、及潜在可能的大模型端侧应用所带来的云业务增量，我们认为阿里巴巴在 AI 快速发展的大主题下有望持续受益。业绩后我们对阿里巴巴 FY26 的 EBITA 增长前景更为乐观，这得益于商家对“全站推”的采用率上升，AIDC 的亏损收窄速度有望快于预期，以及各行业对推理需求的增加推动阿里云收入增长速度快于预期。我们预测阿里巴巴 FY26E 的经调整后 EBITA 将同比增长 18% (FY25E: 4%)。我们基于 SOTP 的目标价为 157.7 美元，对应 15x FY26E PE (non-GAAP)。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、DNF 手游贡献全年收入以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 18x FY25 non-IFRS PE (剔除战略投资对应 16x 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 18.4x 2025E PE (non-GAAP)，对比两年均值 19.7x 或仍有进一步提升空间。
 - 4) **快手 (1024 HK)**：我们看好快手受益于 AI 应用发展。其中 1) AIGC 能力进一步提升在线营销服务的生产效率，4Q24 广告主在 AIGC 营销素材上的日均消耗超出 3,000 万元；2) 可灵 AI 累计收入超 1 亿元，我们预计可灵 AI 在 25 年将产生约 4.5 亿收入。我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，我们预计公司 25-27 年调整后净利润 CAGR 14%，公司当前 11x FY25E PE 相较利润增速/历史均值/行业均值均具备较高吸引力。
 - 5) **网易 (NTES US)**：4Q24 网易游戏业务呈现修复趋势，游戏及增值服务营收同比增长 1.5%，4Q24 合同负债同比增长 14%，《梦幻西游》端游经过调整以后 4Q24 已恢复环比增长，《蛋仔派对》春节期间表现亦恢复同比增长。展望 FY25，多款重点游戏计划将全球上线，包括《界外狂潮》(2025 年 3 月)、《命运：崛起》和《漫威：秘法狂潮》，新游有助于网易进一步拓展游戏品类，驱动 FY25 游戏收入加速增长。我们基于 SOTP 的目标价为 125.5 美元，对应 15x FY25 PE。
 - 6) **拼多多 (PDD US)**：我们对拼多多已建立起稳固的消费者心智份额维持乐观，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 9x 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

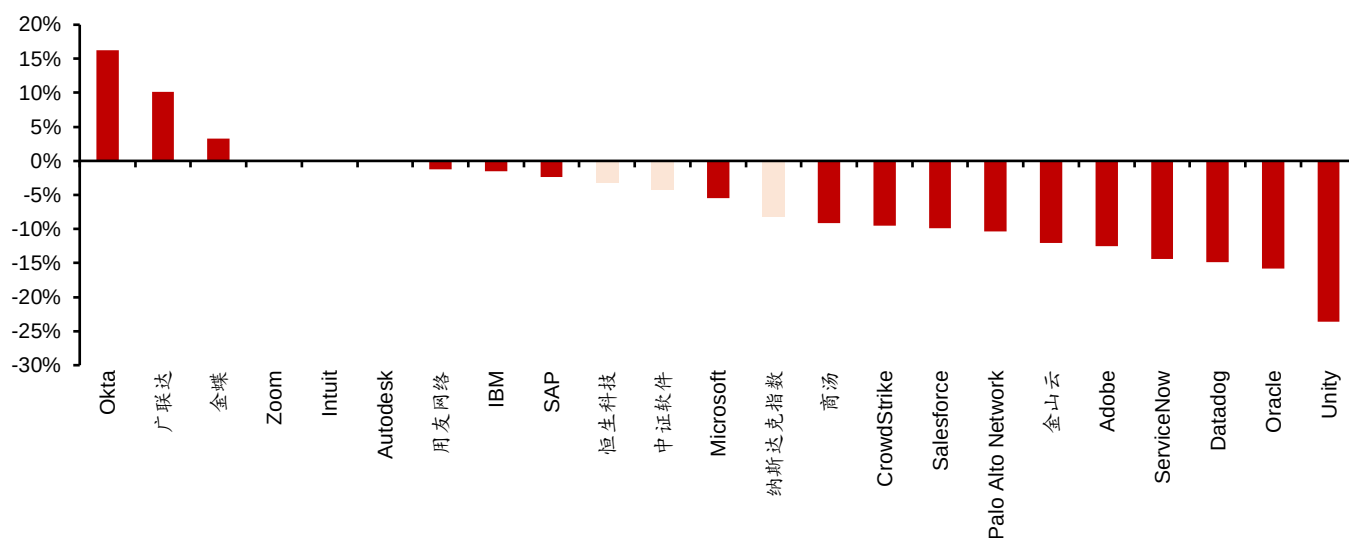
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

调用成本更低且更好用的开源大模型的出现助推投资人对中国市场风险偏好提升，软件公司因高 beta 属性股价涨幅跑赢行业。而基本面层面，宏观逆风影响企业数字化开支仍拖累软件公司营收增长表现及减亏进程。我们认为市场情绪转暖推动的估值重估或已基本到位，下一阶段的关注重点在于：1) AI 相关的变现出现实质性进展为基本面提供支撑；2) 企业数字化开支回暖推动营收增速重新加速。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)。海外软件方面，政府缩减开支影响部分软件公司营收展望，而市场避险预期升温情况下板块整体股价表现呈现阶段性回撤，在板块整体估值仍不便宜的情况下，我们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)。

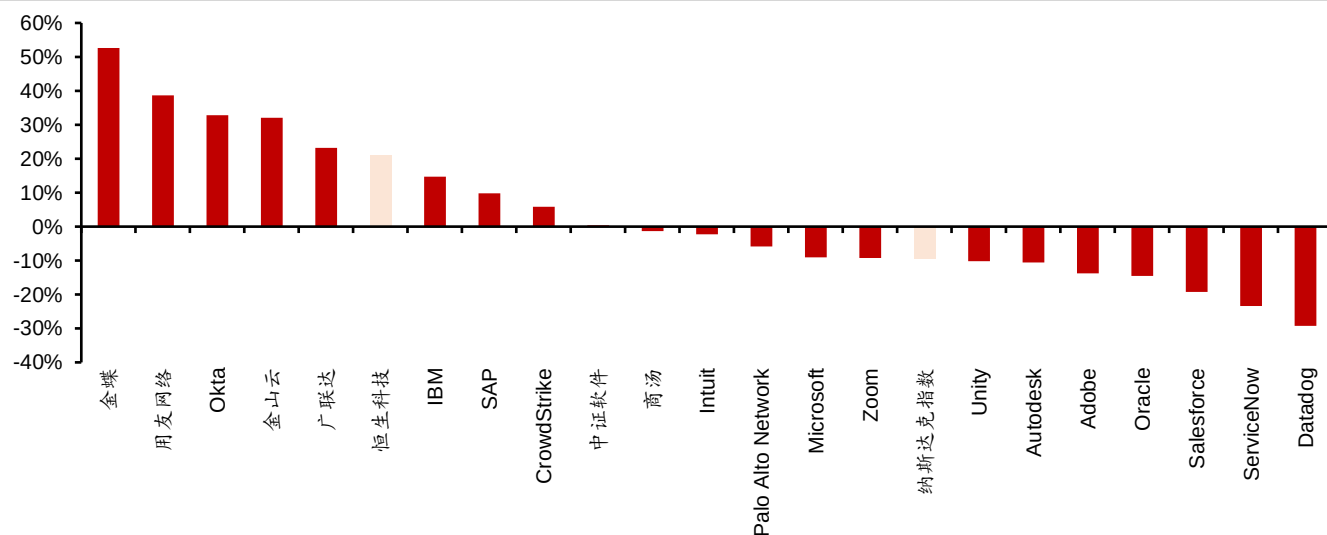
3 月恒生科技指数下跌 3%，纳指下跌 8%，Okta/广联达/金蝶涨幅领先。Okta 公布好于预期的 4QFY25 业绩，总营收同比增长 12.7% 至 6.82 亿美元，好于一致预期的 6.70 亿美元；EPS 0.78 美元，好于一致预期的 0.74 美元。

图 8: 3 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



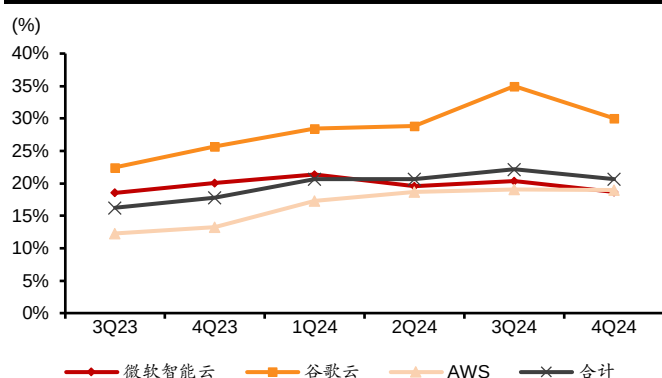
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 4 月 1 日

■ 公有云: 美国云厂商增长面临短期扰动, 中国云厂商加速趋势或有望持续

就 4Q24 季报展现出的趋势来看, 美国云厂商云业务营收增速或在高位面临短期扰动, 而中国云厂商在较低增速的情况下受益于 AI 云需求起量加速趋势进一步增强。海外基础设施云厂商 (微软、亚马逊、谷歌; 下同) 云营收增速 4Q 环比 3Q 基本持平或有所降速, 弱于市场此前预期的环比进一步加速的趋势, 主因: 1) 供给短缺趋势仍延续, 预计 2H25 起有望缓解; 2) 高基数效应; 3) 在美国整体 IT 支出增长展望较为缓和的情况下, 企业在 AI 云支出及非 AI 云支出之间有进一步平衡的需求, 此趋势或值得持续观察。

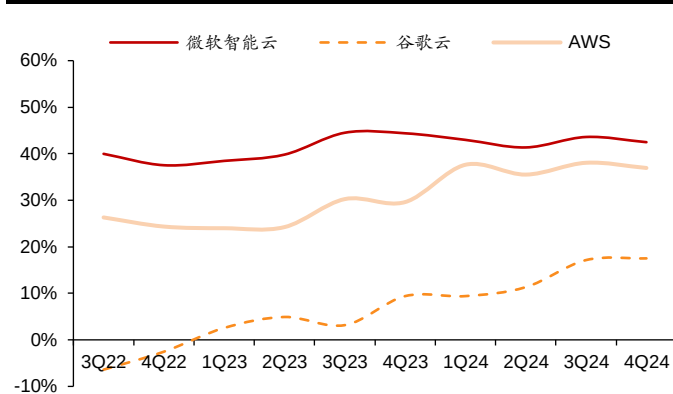
图 10: 美国主要互联网公司云营收增长



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。

此外，我们观察到美国公有云市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。在海外互联网公司的云业务利润率展望层面，短期来看 AI 云整体仍处于投资期，且传统非 AI 云业务已经形成较为良好的规模效应，利润率相对较低的 AI 云营收占比持续提升或将对整体云业务的利润率带来负向影响；而在对中国互联网公司的云业务利润率展望层面，随着互联网公司更加关注高质量的云项目及 AI GPU 云营收占比持续提升，规模效应持续显现或有望助推云业务整体的利润率水平由低位持续提升。

■ 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。Salesforce 公布 4QFY25 业绩：固定汇率下总收入同比增长 9% 至 100 亿美元，符合一致预期；非 GAAP 下净利润同比增长 20% 至 27 亿美元，较一致预期高 6%，主要由于运营效率的提升。展望 FY26，管理层预计总收入达到 405-409 亿美元（固定汇率下同比增长 7%-8%），管理层预计数据云和 Agentforce 的强劲增长势头将部分被营销与商业云的疲软所抵消。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 3,000 家 Agentforce 付费客户。管理层预计 FY26 数据云与 AI 业务增长势头有望持续，但预计 Agentforce 在 FY26 仅贡献少量收入，在 FY27 贡献更显著收入。

■ 推荐买入 Salesforce、金蝶国际

Salesforce (CRM US)：我们看好 2025 年 Salesforce 的 AI 商业化加速，主要来自于 AgentForce 产品收入起量以及 AI 带动数据云产品销售。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 3,000 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 16x FY26E EV/EBITDA，相较行业均值 28x 具备较高安全边际。

金蝶国际 (268 HK)：金蝶发布 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。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

受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及创新药出海预期，医药有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将覆盖获得更好的支付环境。仿制药集采政策或将迎来优化，制药企业盈利可持续性将增强。

■ 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)、巨子生物 (2367 HK)、药明康德 (2359 HK, 603259 CH)、科伦博泰 (6990 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 亿美元。我们预计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，有重磅海外授权潜力。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。核心品种特比澳强劲增长，医保续约价格保持稳定，并有儿科新适应症纳入医保。

4) 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。

5) 药明康德：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 年可超过百亿人民币规模，占收入超过 20%。预计收入将于 2025 年回到 14% 以上增长。

6) **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 13 项三期临床试验。我们看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。

- **风险提示**: 医保控费等监管政策对于国内经营环境产生负面影响; 中美关系紧张给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险; 融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

食品饮料、美妆护肤

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

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

在贸易战背景下, 若关税措施落地, 必选消费领域中存在两类结构性投资机会: 1) 具备“国产替代”效应的子板块将会迎来机遇, 涵盖乳品、软饮、休闲零食及美妆护肤等行业; 2) 受益于政府促消费政策加码的企业, 特别是在啤酒、水企及乳业中的龙头。我们认为, 必选消费板块整体发展稳健, 企业现金流稳定, 且注重分红。随着市场情绪的改善和资金面的宽松, 板块个股或率先迎来反弹, 建议投资者逢低布局。

■ 国产替代驱动增长, 国货品牌承接市场机会

乳品方面, 进口替代加速, 收入结构升级, 蒙牛 (2319 HK) 2024 年营收 / 净利同比降 10%/98%, 但毛利率提升 2.4 个百分点至 39.6%。液奶修复慢于预期, 但头部国产奶粉品牌信任度增强, 婴配粉重回增长, “瑞哺恩”实现双位数增长。**软饮**板块中, 性价比优势凸显, 国货份额提升。东鹏饮料 (605499 CH) 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) 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。**美妆护肤**板块下, 国货分化加剧, 头部恒强。上美股份 (2145 HK) 营收、利润双增长势头延续, 拟加深全品类布局, 毛戈平 (1318 HK) 在中高端市场中占据一定地位, 流量带动销量高增趋势延续, 头部品牌持续推新, 并在产品设计、包装及理念传播方面持续加深各自的竞争力, 意欲承接更多市场机会。据魔镜数据库 3 月的数据来看, 淘天平台数据显示, 国货品牌珀莱雅/韩束/毛戈平 GMV 分别同比 +3.3%/+57.9%/+37.3%, 国际品牌雅诗兰黛/兰蔻/海蓝之谜分别同比 +10.8%/-2.4%/+21.4%; 抖音平台数据显示, 国货品牌珀莱雅/韩束/毛戈平 GMV 分别同比 +38.4%/+3.4%/+44.5%, 国际品牌雅诗兰黛/兰蔻/海蓝之谜分别同比 -54.9%/+20.4%/+82%。国货龙头在功效性护肤领域的市场份额稳固, 目前在海外市场的占比较低, 且主要进入东南亚市场。

■ 政策加码推动必选估值修复

啤酒板块, 中端产品成竞争焦点, 盈利承压下分红提升。2024 年啤酒行业存量竞争加剧, 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%, 百威涨 26%。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, 价格战拖累短期业绩, 下沉

市场渗透加速。2024 年包装水深度价格战拖累华润饮料、农夫山泉业务增长，但茶饮依旧保持稳健。华润饮料（2460 HK）收入低于预期，主因包装水价格战，公司加速年内实现自由化产能占比至 70%（原目标 60%），长期盈利能力改善可期。农夫山泉（9633 HK）收入及利润同比基本持平，核心包装水业务收入规模下降 21%伴随着总营收占比从 2023 年的 48%下滑至 37%。公司表示将延续绿瓶水铺货的策略，但考虑到利润端的侵蚀，预计不加绿水 SKU 同时收窄经销商的折扣，主要通过超低价的方式把握下沉市场。龙头企业持续优化渠道，通过低价策略加深下沉市场覆盖，长期来看，规模效应与品牌力将支撑市占率提升。中期内，乳品筑底将受消费情绪持续修复迎来新周期，蒙牛预计，原奶下行周期或于 2025 年上半年见底，2025 年全年原奶价格有望持平或微降。2024 年业绩来看，奶酪市占率扩大至 40%，冰淇淋业务在东南亚市场表现亮眼。

■ 推荐标的

在关税政策对经济影响不确定加深以及内需消费扩张政策持续出台的刺激下，具备“国产替代”效应的子板块以及受益于政策支持的大众消费领域，有望率先反弹。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

原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策利空、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）

各子行业3月的消费数据普遍有所转弱，比1比2月的数据更差，主要原因是：1)天气不好，2)吸虹效应令旺季后的消费力更差，3)抖音渠道增长开始放缓等。分行业来说，体育用品、服装和家电行业符合预期，而餐饮和旅游-酒店行业则低于预期。但整体来说，25 年 1 季度的表现仍然较 24 年 1 季度好，我们仍然有所期望，因为：1)国家政策支持，2)行业竞争转趋理性，3)低基数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，但当然，中美贸易战亦会令个别子行业承受冲击，像出口和制造业。

我们目前对 4 月和 2 季度的展望仍然略为正面，主要由于对五一假期的期待。而最近因为贸易战的影响，股价大幅下跌，我们认为这仍然是加仓布局龙头公司的好时机。

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。

下行风险包括：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。

■ 体育用品行业（维持看好）

3 月行业平均零售流水增长预计仅为低单位数，比 1 到 2 月的中单位数稍微放慢。但综合来说，25 年一季度仍然较去年 4 季度增长有所改善，总体仍然符合市场预期。3 月份较弱的原因主要是天气较差，该冷不冷，该热不热，以及旺季后的消费力转弱。从品牌来说，户

外品牌表现仍然较好（约 30% 增长以上），Adidas 表现较强（10% 增长以上），安踏、特步、361 录得高单位数增长，FILA 约录得中单位数增长，李宁仅有低单位数增长，而 Nike 则仍然是负增长，但跌幅比四季度有所收窄。折扣水平来说，25 年 1 季度同比去年有所增加，原因是为了清理去年暖冬的库存，但环比 24 年 4 季度已经有所改善，所以行业整体的库存比较健康（除个别品牌像 Nike 为了腾出空间给新产品，需要加大力度去库存）。

我们仍然看好 2 季度表现，原因包括：1) 目前流水增长健康，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大，所以折扣率有望环比持续改善。股价在最近的贸易战下有所回调，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。李宁(2331 HK, 买入) 以及其经销商像滔搏(6110 HK, 持有) 的品牌势能会较差，我们会静待他们反转。

■ 服装行业（维持中性）

1 到 2 月的行业平均增长约为低至中单位数，3 月增长有所放缓，主要是因为天气较差，该冷不冷，该热不热，加上线上渠道像抖音出现较大放缓等，整体 25 年 1 季度的增长较 24 年 4 季度放慢，符合我们之前的保守预期(我们在三月下调了行业至中性评级)。线上渠道增长仍然比线下好，但对比 1 到 2 月较差，特别的是男装的表现整体都比女装好，相信是因为抖音渠道发力的时间较慢。从品牌来说，利郎和波司登表现较好，江南布衣较差。

展望 2 季度，我们的看法仍然保守，主要是电商增长可能继续放慢，而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，估计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) 的看法仍然是审慎乐观。我们认为其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，因为高端品牌在大环境不景气的情况下影响较大。

■ 餐饮行业（维持看好）

3 月行业的平均同店销售下降了中至高单位数，比 1 月份持平，2 月份中单位数下降更差，略为低于预期。我们认为 3 月份表现较差，主要还是旺季的吸虹效应所带来的。但 25 年 1 季度综合来说，只降低至中单位数，比 24 年 4 季度约 10% 有明显改善。复苏率也出现明显改善，而且跌幅收窄，量价同时改善。换言之利润率正在持续好转。按品牌来说，Domino、KFC、Pizza Hut 表现较好，估计一季度有正增长或持平，海底捞则略为下跌，其他品牌(九毛九、太二、呷哺呷哺、湊湊)的表现相对较弱，但还是比去年 4 季度更好。

展望二季度，我们仍然维持乐观看法，因为行业格局已如我们此前预期般出现改善，包括：1) 很多品牌的平均单价的下跌已经较少，反映价格战有所减弱，对毛利率的影响亦会减轻，2) 餐厅供应也在减少，相信在春节后有更多的低效餐厅和品牌出清，利好往后的销售表现。而且利润率也许会有不能被忽视的提升空间，因为行业竞争减少，折扣和毛利率持续改善，同时同店销售转正会带来巨大的经营杠杆。我们认为现在绝对是布局餐饮行业的良好时间点。

茶饮行业方面，3 月份同店销售仍在增长，但幅度较 1 到 2 月有所放慢，主要是受惠于低基数、价格上调、折扣减少等。展望 2 季度在低基数的情况下，相信能持续改善。分品牌的

表现来说，蜜雪冰城、古茗和瑞幸咖啡估计都有约中高单位数同店增长，然后是星巴克和茶百道，最差则是奈雪的茶。

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）

3 月的行业平均 RevPAR 有约高单位数的下降，比春节的中单位数下降（1 月为中单位数下降，2 月为低单位数下降）有所恶化，略为低于预期，主要是因为旺季后需求转让和大环境不好。综合来说，25 年 1 季度的 RevPAR 下跌中单位数，和 24 年 4 季度差不多，当中 ADR 的下降幅度较多。按价位来说，高端表现更好，中端较差，经济型一般，然后商务需求也比休闲旅游需求更好。

展望 2 季度，我们短期内的看法仍然比较乐观，主要是因为：1)五一的连假天数会比往年增加，2)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），3)需求逐渐企稳（在国家提振消费政策能有效对冲贸易战风险的情况下）。

我们仍然较为推荐亚朵酒店(ATAT US, 买入)，因为看好酒店行业提升连锁化率提升、中高端和商务旅游需求改善以及零售业务的快速增长等。

■ 家电行业（维持中性）

25 年 3 月的大家电行业销售增长约为 20%以上，比 2 月的 70%以上和 1 月的 20%以上仍然不俗，符合预期，明显是依然受惠于国家以旧换新补贴的帮助。大家电当中，空调表现仍然最好，冰箱和洗衣机则差不多，但和 2024 年 4 季度不一样的是，平均单价在 2025 年开始只是同比持平，并没有进一步的上升。

展望 2 季度，受惠于国家的补贴，相信零售流水增长仍然快速，而凭借渠道补库存的需求，品牌方销售仍然稳健。

但对于 2025 年全年来说，我们的看法会有些保守，因为：1)国家公布的补贴金额只为 3,000 亿，是我们预期 3,000 亿到 5,000 亿的下限，而且会有些分流，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），2)出口业务增长会随着高基数的出现而放慢，3)加上美国和世界各地的关税提升都不利销售增长和利润率。

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。

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

FY24 年报业绩收官，4 月底至 5 月将迎来 1Q25 业绩：大部分领先的车企报出较高质量的 2024 年业绩答卷，多家新势力目标于本年实现盈利。新势力方面，**小鹏汽车** 4Q24 净亏损环比收窄至 13 亿元，符合预期。2025 年小鹏每个季度都将有新车发布，1Q25 强劲的销售势头有望延续全年，我们预计小鹏有望于 4Q25 首次实现单季度盈利。**理想汽车** (LI US/2015 HK, 买入) 4Q24 营业利润率达 8.4%，创历史新高。公司今年计划推出首款纯电 SUV i8 (预计 7 月上市) 和第二款纯电 SUV i6 (预计下半年上市)。我们预测理想 2025 年销量有望同比增长 26% 至 63 万辆，增程车型仍将贡献超八成的销量而纯电将提供增长的动力。**蔚来** (NIO US/9866 HK, 持有) 4Q24 净亏损 71 亿元，低于预期。我们认为公司 4Q25 的盈利目标仍难以实现。**零跑汽车** (9863 HK, 买入) 4Q24 首次实现单季盈利，成为继理想后第二个实现单季盈利的中国造车新势力。2025 年零跑将推出 B 系列 3 款车型，得益于 Leap 3.5 平台的降本增效和规模效应，我们预计公司 2025 年全年有望在净利润层面接近盈亏平衡。

传统车企方面，**吉利汽车** 2024 年剔除外汇损失以及 Horse 合资公司资产处置损益的核心净利润同比增长 68% 到 92 亿元，略高于我们此前预测。我们预测今年销量有望同比增长 26% 至 274 万辆，相较于管理层的指引，我们更看好今年吉利和银河品牌的表现。**比亚迪** (1211 HK/002594 CH, 买入) 4Q24 收入和净利润均超预期，1Q25 公司销售依然强劲，我们预计全年销量有望同比提升 23% 至 525 万辆，智驾功能的增量成本 (单车 3,000-4,000 元) 有望被规模效应的改善所抵消。**长城汽车** (2333 HK/601633 CH, 买入) 4Q24 净利润同比提升 12% 至 22.6 亿元，符合此前的盈利预告。考虑到俄罗斯市场的挑战以及坦克品牌的销量增速放缓，我们预计今年公司盈利的增长动力主要来自于魏品牌。**广汽集团** (2238 HK/601238 CH, 买入) 4Q24 净利润 7.04 亿元 (扣非净亏损 24.8 亿元) 接近此前盈利预警下限。2025 年自主品牌仍需优化产品组合，新管理层或加速改革进程。合资品牌方面，我们预期 2025-26 年广汽本田将持续亏损，广汽丰田盈利韧性或超预期。

3 月行业整体销量强于预期，其中比亚迪、小鹏、小米、零跑超预期。10 家车企在 4 月 1 日公布 3 月新能源车销量，合计同比增长 39%、环比增长 23%。**比亚迪** 3 月乘用车批发销量环比增长 17% 至 37 万辆，1Q25 比亚迪销量同比增长 60%，将为一季度盈利提供支撑。**小鹏** 3 月销量同比增长 268%、环比增长 9% 至 3.3 万辆，1Q25 总销量 9.4 万辆，超出管理层 9.1-9.3 万的指引区间。**零跑** 3 月批发销量同比增长 155%、环比增长 47% 至 3.7 万辆，位居造车新势力销量第一，在 B10 交付前实现这样的销量表现超出市场预期。根据交强险数据，3 月 1-30 日行业整体乘用车零售 (不含进口及部分 MPV 车型) 销量达 170 万辆，日均口径同比增长 21%、环比增长 25%，新能源车市占率继续提升至 53.3%，行业景气度超出市场预期。

4 月上海车展将迎来大量新车型集中发布，有望推动 2Q 销量继续提升。上海车展将于 4 月 23 日-5 月 2 日举办，多款旗舰新车型或将在车展期间亮相，包括极氪 9X、小米 YU7、理想 i8、小鹏 G7、乐道 L90 等。另外也有多款全新车型预计将在 4 月密集发布或交付，包括极氪 007 GT 猎装车 (预计 4 月中旬上市)、领克 900 (4 月下旬)、零跑 B10 (4 月 10 日)、比亚迪汉 L/唐 L (4 月 9 日)、萤火虫 (4 月 19 日)、深蓝 S09、问界 M8 等。新车

型的发布将提升投资者对汽车板块的关注度，新车型超预期的市场反馈有望成为相关标的的股价催化剂。

■ 投资建议

吉利汽车 (175 HK, 买入)：虽然比亚迪的智驾平权策略进一步推升了市场竞争的烈度，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，搭载全新千里浩瀚智驾系统的新车型有望于 5 月份开始陆续推出。管理层指引今年老款车型的降价大部分可以被技术降本和规模化降本所抵消，对公司利润层面影响不大。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。我们预计吉利汽车今年的核心净利润（剔除资产处置收益和汇兑损益）有望同比增长 47%至 134 亿元。近期股价回调，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)：除了改款车型，小鹏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。近期股价有所回调，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 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

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

■ 乐观

重点开发商3月合同销售额同比-19%，1季度累计同比-12%，略低于预期，主要由于高能级城市表现分化，重点开发商土储多集中在表现更弱的高能级城市。从网签数据观察，截至4月7日，30城新房年内（YTD）成交面积同比增1%，其中一二线同比-1%，三线同比+8%；16城二手房年内成交面积同比+36%，增长势能延续。新房认购指数自3月末高点后有所下滑，清明假期系主要影响因素，后续表现则有待观察。

我们对2季度板块表现相对乐观，主要基于：1) 近日央媒再次表示多个一线城市正在研究储备推动房地产市场进一步止跌回稳相关政策举措，再次展示政策托底决心，我们判断监管层已对 4 - 5 月可能出现的销售下滑有所准备。这意味着，若销售降幅超出预期，出台积极政策的可能性将显著增加；2) 通过对比可以看出一线城市还有较多微调空间，如在多子女家庭、单身人士方面，或公积金贷款利率及额度方面等，可释放一定购买力；这也意味着监管仍有稳住情绪的抓手。除以上因素外，居民消费情绪较去年同期更好、市场对融资端负面事件如国央企暴雷等担忧显著减弱等也对销售有积极影响。同时我们通过情景分析发现2季度板块受到积极影响的可能性较高，故重申建议增配地产优质标的的观点。

■ 推荐标的

选股方面：我们建议1) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地、龙湖集团等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳（BEKE US）作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度，物业管理存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）、万物云（2602 HK）等；3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

保险

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

■假设调整后寿险 NBV 增速进一步压实；财险 COR 在高基数下同比改善

上市险企 24 年归母净利润实现强劲增长，新业务价值显著提升，驱动保险业务业绩稳健增长，符合预期，但受内含价值经济假设调整的影响，保险服务收入增速略有分化；投资服务业绩得益于下半年股债双牛行情而显著回升。具体来看，上市险企归母净利润增长排序为：新华(+201.1%) > 国寿(+131.6%) > 人保集团(+88.8%) > 太保(+64.9%) > 平安(+47.8%) > 阳光(+45.8%) > 太平(+36.2%) > 中国财险(+30.9%)；归母净资产变动幅度分化：太保(+16.8%) > 人保集团(+10.9%) > 国寿(+6.8%) > 平安(+3.3%) > 阳光(+2.7%) > 太平(-8.3%) > 新华(-8.4%)，主要反映利率下行导致公允价值变动对险企资产端投资收益和负债评估准备金计提的影响。我们测算利率变动对险企资产负债两端公允价值轧差变动的的影响分别为：太保(+0.6%) > 平安(-4.3%) > 人保集团(-4.9%) > 阳光(-12.1%) > 国寿(-12.8%) > 太平(-17.9%) > 新华(-35.2%)，反映利率下行对纯寿险标的评估准备金计提增加对净资产的负面影响更大，同时太保公允价值变动轧差转正，体现公司通过 OCI 投资实现资产负债匹配改善(1H24: -0.9%) 并显著优于同业。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，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) 浮动收益型产品（如分红险、万能险）最低结算利率持续下行；3) 全渠道“报行合一”有望实现，利好“费差”持续改善；4) 分红险占比进一步提升，产品结构优化将显著降低负债端刚性成本；5) 长期期交保费占比有望随代理人产能提升和增值服务供给加大而进一步上行。

财险方面，2025 年我们预计车险行业保费增速为 6%，其中新能源车保有量和渗透率提升有望进一步打开增量空间。非车险 24 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾赔付加剧的影响，保费收入和承保盈利的季节性波动较为明显。随着近期《财险高质量发展行动方案》落地，险企持续出清高赔损类业务，将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。我们看好险企个人非车业务（如非车意健险）承保利润和保费收入增速的上行空间；未来车险保费收入的增长仍有望依赖于各地“以旧换新”政策补贴下，乘用车新车销量的回暖和新能源车渗透率持续上行。2 月单月国内新能源乘用车渗透率达 46.4%，环比提升 4.3 个百分点；新能源乘用车销量同比+87%。

投资方面，十年期国债收益率呈企稳回升趋势，利好保险公司新增固收和再投资收益边际回升。增配优质二级权益类资产（可划分至 OCI）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。展望 25 年，我们认为险资在战略资产配置(SAA)方面将稳步加大高息股配置，具体行业包括公用事业、基建、银行和交通，以实现投资收益的中长期稳定。

估值层面，目前中资险企交易于 0.1-0.5 倍 FY25E P/EV 和 0.5-1.0 倍 FY25E P/BV，股息率均值及中位数为 6.1%/6.1%。在当前低利率环境下，资产端投资收益改善对险企将利好险企估值企稳回升。维持行业“优于大市”评级，推荐买入中国财险(2328 HK, 买入，目标价：14.0 港元)、中国平安(2318 HK, 买入，目标价：65.1 港元)、友邦保险(1299 HK, 买入，目标价：94.0 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

■ 挖掘机确定性高

工程机械方面，土方机械（挖掘机和装载机）是今年以来所有工程机械中销售增长最理想的机械，我们认为挖掘机目前仍然是各类工程机械中确定性最高，驱动因素包括国内更新需求进入上升周期以及相对稳定的海外需求(报告链接)。

■ 以旧换新政策将拉动国四和天然气重卡需求

重卡方面，交通运输部、发改委和财政部于 3 月 18 日联合发布了关于实施老旧营运货车报废更新的通知。2025 年的补贴水平将与 2024 年大致相同，主要变化包括：(1) 新补贴范围涵盖国三和国四货车的提前报废（去年仅限国三及以下）；(2) 购买所有货车均可享受补贴（之前仅限柴油货车）。我们的观点是，新的补贴计划增强了对今年重卡销售的积极看法，主要由于：(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。今年一季度重卡销售（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，全年重卡销量将会好转(报告链接)。

■ 选股建议

三一重工 (600031 CH, 买入) - 主要由于公司在挖掘机收入占比较高（分部利润约占 50%），将直接受惠于挖掘机的上升周期。同时，公司正加快执行其回购计划。

我们看好**潍柴动力(2338 HK/000338 CH, 买入)**的三大驱动因素，包括重卡以旧换新政策、数据中心专用发动机的强劲销量增长、以及旗下凯傲集团受惠德国的大型基建投资计划(相关报告)

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，我们预期公司在 1Q 业绩后将重启 H 股的回购(相关报告)。

■ 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之分析员，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之分析员，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。