

策略观点

政策短期观望

- **宏观：**中国经济将会放缓，住房市场和企业盈利走弱，通缩幅度可能先升后降。中国政策短期保持平稳，中期向经济再平衡方向（扩大财政赤字、提振消费、去产能、保持人民币偏强和促进进口）演进。人民币利率可能小幅下降，国债收益率可能先降后升，人民币兑美元可能小幅升值，中国股市可能先震荡再上涨。美国经济逐步放缓，通胀先小幅反弹再逐步回落，住房市场延续滞涨，降息后小幅改善。白宫政策前景向好，从关税与联邦政府收缩转向贸易协定、减税与去监管。美联储短期观望，10 月和 12 月各降息一次。国债收益率可能温和下降，美元可能先升后贬，美股可能先跌再涨。
- **科技：**乐观，海外产业链 2 季度季报普遍好于预期，主要受益国补及关税提前拉货需求，关税对利润率影响低于预期，随著美国关税陆续落地、海外季报展望超预期、CSP 上调资本开支指引以及下半年端侧新品发布高峰期，我们预计板块将维持高景气度，估值修复有望延续，具体展望如下：1) 智能手机/PC：受益国内补贴和新品备货，预期主流机型 3 季度季节性将较弱，但三星/联发科/高通下半年指引高端/折叠机型势头将持续，看好明年折叠 iPhone 周期；2) 服务器：CSP 上调资本开支，H20 恢复供应、GB200 放量以及 GB300/ASI 出货加快，下半年迎来拉货旺季，ODM(工业富联/华勤/浪潮)、连接器(鸿腾/安费诺/泰科)和散热零部件(比亚迪电子/奇鋆/双鸿)指引下半年相关收入增速 50-100%；3) 端侧 AI：全球 AI 眼镜 2 季度维持高增同比增长 222%，Meta 眼镜产能 2026 年提升至 1,000 万台，预计 Meta/小米/阿里/三星等新品下半年陆续放量；全景相机和无人机新品等智能影像设备(大疆/影石)下沉渗透加快。4) 汽车电子：受益 AI 大模型和硬件降本，比亚迪和小米加快智驾渗透布局推动相关零部件放量(传感器/域控/连接器/显示屏/声学)。看好 AI 手机/终端升级(小米/瑞声)，AI 眼镜/影像设备放量(瑞声/丘钛)，GB300/ASIC 服务器需求(比电/鸿腾精密)以及智驾渗透加速(比电/京东方精电/英恒)，重点关注小米集团(1810 HK, 买入)、瑞声科技(2018 HK, 买入)、丘钛科技(1478 HK, 买入)和比亚迪电子(285 HK, 买入)。
- **半导体：**近期北美四大云厂商(微软、谷歌、亚马逊和 Meta, 均由互联网团队覆盖)的业绩和资本开支指引符合我们此前的 AI 投资主题趋势预期，即 AI 基础设施投资将持续处于高景气区间(七月月度策略报告)。2024 年二季度，四大海外云厂商资本支出合计高达 890 亿美元，同比大增 67%，环比上涨 22%，创历史新高，超出彭博预测 13%。除亚马逊外，其他三家均指引三季度、下半年继续追加投资(谷歌、Meta 预期下半年资本开支环比提升 14%、15%-34%；微软预期三季度资本开支环比增加 24%)，反映全球 AI 算力需求紧张、基础设施加速扩张。目前彭博预期 2025 年四家资本支出总额增速为 43% (大幅超过去年底 12 月预期的 18%)。随着各家券商更新预测，我们认为该数字还有进一步上调的空间。中国市场方面，阿里、腾讯、百度、字节跳动等亦加快 AI 基础设施开支。英伟达 H20 出货的恢复及国产芯片的进展将支撑国内算力的部署。我们持续看好 AI 投资主题机会，建议重点关注 AI 基础建设产业链的核心受益标的。同时，我们也持续看好中国半导体自主可控产业链的机会，相信国产设备仍是核心受益标的。另一方面，考虑到市场波动和不确定性上升，部分投资者仍倾向于配置具有高股息与防御属性的稳健型标的。**推荐标的：**中际旭创(300308 CH)、生益科技(600183 CH)、北方华创(002371 CH)、豪威集团(603501 CH)、地平线机器人(9660 HK)、黑芝麻智能(2533 HK)、贝克莱(2149 HK)。
- **互联网：**回顾 7 月，市场整体流动性较为充裕，高 beta 股票及市值体量较小的股票跑赢幅度较大，在线娱乐等相关公司股价维持稳健表现。7 月中旬起，随着市场对电商及本地生活等公司对外卖业务的投入对盈利的影响有更清晰的体量和投资周期的预期，此前过度挤压估

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

杨天薇, Ph.D

张元圣

蒋嘉豪

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

马泽慧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

值的相关公司开始阶段性反弹。展望 8 月，在宏观环境相较上月或较为稳定、板块进入业绩期的背景下，交易或围绕两条主线开启：1) 估值处于较为合理区间，但业绩表现稳健、能见度增强，同时有望受益于市场情绪提升的公司，建议关注 BOSS 直聘 (BZ US)；2) 业绩表现有望好于预期驱动股价增长的公司，如游戏收入有望重新加速、经营效率仍有优化空间的网易 (NTES US)。从 AI 云和 AI 应用的布局角度，我们建议关注 AI 拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯 (700 HK)，可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手 (1024 HK)，和确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景但估值较 AI 同业显著更低的阿里巴巴 (BABA US)。另外，建议持续关注监管关注下平台盈利底部区间已经较为明确的本地生活平台的阶段性投资机会。

■ **软件及 IT 服务：**1H25 我们整体观察到大模型迭代周期进一步缩短、模型能力持续提升且调用成本优化的趋势。2Q25 海外龙头互联网公司云业务营收同比增速均展现环比加速趋势，主要受益于需求持续增长。尽管供给端仍受限，增长趋势有望延续。美股软件公司股价表现逐步出现分化趋势，AI 变现起量速度成为关键支撑因素，持续维持相对行业更优的营收增速和利润率水平将有望在市场波动的情况下获得估值支撑。美国软件方面，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)。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、国内集采政策优化等积极因素推动，医药行业有望持续上涨。创新药短期上涨显著，需理性看待估值水平。看好催化剂丰富、估值安全边际强的创新药个股。看好消费医疗的估值修复机会，其中不乏业绩增长强劲且估值吸引的个股。推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)、百济神州 (ONC US)、信达生物 (1801 HK)。

■ **食品饮料、美妆护肤：**在当前内部经济复苏基础尚不稳固、外部贸易环境持续波动的双重不确定性下，预计居民消费行为仍将保持谨慎理性的主基调。基于此判断，我们认为必需消费品板块将获得边际改善机会，我们建议关注两大投资主线：1) 消费心理边际宽松带来的机会：在经济环境低迷已有时日的背景下，消费者心理有逐渐适应经济压力的趋势，捂紧钱包的意识略有松动，消费行为特征表现为“只要外部环境未产生进一步恶化，便愿意小幅增加支出”，这一心理边际宽松将促使消费者在能获得“轻度愉悦”和“低决策成本”的商品类别上增加支出，相关的受益子板块包括但不限于零食、软饮、啤酒等。2) 国产替代效应凸显的领域，如乳制品、美妆护肤等具有明显本土品牌替代空间的高增长细分市场。在关税措施对经济影响不确定性仍在，以及扩内需政策持续出台的刺激下，具备“国产替代”效应的子板块和受益于政策支持的大众消费领域有望率先反弹。3) 海外销售取得较大进展：部分潮玩、即饮产品的出海进程颇为领先，历经前期沉淀积累，已然迈入首个爆发阶段，其中部分产品的成功得益于文化属性加持，为后续日用品、软饮等产品出海营造了良好氛围。选股方面，食品饮料板块中，我们维持对农夫山泉 (9633 HK) 的“买入”评级；在美容护肤板块中，我们维持对巨子生物 (2367 HK) 的“买入”评级。

■ **可选消费：**对比 6 月，7 月各个子行业的消费数据表现普遍较弱，除了小部分低单价、小确幸的行业以及受惠于国家和电商平台补贴的行业增长较好外，其他行业在销售和利润率方面面临承压。一方面是因为天气较差，不是过份炎热就是下大雨和台风。另一方面是由于宏观环境的不确定和之前旺季吸虹效应而令 7 月的消费意愿和客流也很差，加上抖音渠道的增长，也一如我们此前所担忧的开始放慢。分行业来说，茶饮咖啡好于预期，服装和家电符合预期，而体育用品、餐饮和旅游-酒店均低于预期。

展望 3 季度，我们认为行业表现虽然会比较分化，但业绩仍然会有一定的延续性。而由于宏观压力仍存，我们更偏好消费降级和高股息相关标的。

我们推荐瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)、绿茶集团(6831 HK, 买入)、达势股份(1405 HK, 买入)、安踏(2020 HK, 买入)、特步(1368 HK, 买入)、江南布衣(3306 HK, 买入)、JS 环球(1691 HK, 买入)等。

- **汽车：8 月业绩验证期及 9 月销售旺季或提振板块情绪，聚焦产品周期向上、盈利弹性突出的车企。**7 月中国新能源汽车市场呈现季节性回调，14 家主要车企合计销量环比下滑 5%，但同比仍增长 23%；随着 8-9 月传统销售旺季来临及置换补贴的重新到位，行业销量有望逐月回升。造车新势力表现分化明显：理想汽车因首款纯电 SUV i8 市场反响平淡及增程车型竞争加剧，全年目标存下调风险，其 9 月上市的 i6 车型或成关键转折点；蔚来新上市的乐道 L90 凭借高性价比获市场认可，有望带动总量改善；小鹏汽车受益于 G7 交付放量，7 月销量逆势环比增长 6%至 3.7 万辆创历史新高，全新 P7 将于 8 月 6 日亮相；零跑汽车同样以环比增 4%至 5 万辆刷新纪录，B01 紧凑轿车的上市将进一步推动三季度增长。传统车企中，比亚迪主动调控渠道库存，吉利银河的批发销量环比增 5%领跑行业，下半年银河 A7/M9 等新车上市或成新增长引擎。当前港股汽车板块经历回调后估值重现吸引力，8 月半年报披露期或成布局契机，推荐关注：吉利汽车全年目标上调至 300 万辆（同比+38%），极氪私有化加速转型进程，目前估值具备配置价值；零跑汽车凭借 B 系列新车及海外扩张有望突破 50 万辆年销目标，叠加 Stellantis 贡献的碳积分收益，盈利预测存在上修空间，或为今年新势力中最稳健标的。
- **房地产和物管：乐观。**重点开发商 7 月合同销售额同比-39%，月环比-19%，低于预期。其中金茂、滨江、越秀表现较强，分别同比增 49%、25%、19%、6%，其余主要开发商表现均为负增长，其中金地、绿城、新城表现较弱，同比分别为-58%、-56%、-55%。7 月为淡季，过去三年（2022-24）的 7 月份 30 城新房成交面积较 6 月环比回落幅度均值为 25%。我们对地产板块未来表现维持乐观预期，主要由于：1）政策仍处于宽松周期，如销售遇冷即存在进一步出台支持政策的可能；2）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；3）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、新城发展、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。从交易角度，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，物业管理存量市场是长期受益者，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）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：中性乐观，上市险企资产负债匹配持续改善。**回顾上半年，上市险企产品结构向分红险转型，负债端叠加费率压降驱动新单负债成本进一步下行。7 月随保险协会人身险预定利率研究值再度下调，上市险企人身险产品预定利率再次调降，目前普通型、分红型、万能型预定利率上限最高为 2.0%、1.75%、1.5%，分别下降 50bps/25bps/50bps；各险种预定利率不对称下调，分红险与普通险产品的预定利率差值缩小至 25bps（原：50bps），有望带动分红险销售动能边际改善，亦体现负债端分红险转型已为大势所趋。8 月中下旬将迎来上市险企中期业绩披露，预计上半年股债市回暖，带动险企 FVTPL 固收和权益类资产提升，推动归母净利润稳健增长；但二季度国债利率呈现下行趋势，负债端评估利率下行或带动保险合同负债增长，对净资产的负向影响或部分抵消 FVOCI 资产投资收益提升，预计上市险企净资产表现边际改善，财险净资产增幅将优于寿险。展望下半年，预计险企新业务价值随价值率提升稳健增长。板块配置逻辑从资产端看：1）增配高息股趋势延续，部分公司股息率入池标准可能边际下行至 3.5%；2）优质长期股权投资布局加码。从负债端看，预计全年新业务价值实现双位数增长，得益于 1）分红险销售步入正轨，2）人身险预定利率定价机制带动新单负债成本进

一步下行，3) 银保和个险渠道报行合一持续压降费率，提升价值增长空间。当前港股中资保险板块估值交易于 0.2-0.6x FY25E P/EV，基本面带动估值回升可期。维持行业“优于大市”评级，关注三大主线：1) 财险龙头标的，推荐买入中国财险 (2328 HK, 买入)，保费增速稳健，有望达成全年强劲 COR 指引，承保和投资双轮驱动盈利增长；2) 寿险标的推荐买入中国平安 (2318 HK, 买入) 和中国太平 (966 HK, 买入)，资产负债持续改善，资产端弹性更高；3) 区域险企关注友邦保险 (1299 HK, 买入)，多元化布局推动新业务价值稳健增长。

- **资本品：雅下水电项目将提升工程机械需求确定性。**雅鲁藏布江下游(雅下)水电站七月宣布正式开工，总投资额约 1.2 万亿元人民币。我们估计工程机械采购占工程金额约 20%，假设项目建设期为 10 年，相当于每年工程机械平均 240 亿元左右，相当于中国工程机械全行业年产值（我们估计约 9,000 亿元，包括出口）的 2-3%。由于工程机械需求处于项目周期的前期，因此项目前期的需求可能高于 2-3%，为工程机械需求带来支持和高确定性。重卡方面，7 月份行业销售大幅增长 42%，主要受以旧换新政策拉动，我们的全年预测增速(10%)存在上调空间。选股方面，我们看好已率先布局雅下项目的**中联重科(1157 HK, 000157 CH, 买入)**。此外，我们继续看好**三一国际 (631 HK, 买入)**，预计公司将在 2025 年重回增长轨道，业绩有机会超出预期。我们也继续看好**恒立液压 (601100 CH, 买入)**人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力；以及**潍柴动力(2338 HK/000338 CH, 买入)**重卡发动机销售复苏和数据中心发动机业务强劲增长。

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2025E	市盈率(倍) 2026E	市净率(倍) 2025E	ROE(%) 2025E	股息率 2025E
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.85	66.00	27%	27.0	21.5	N/A	15.7	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	43.92	63.54	45%	17.6	14.7	N/A	11.1	0.0%
丘钛科技	1478 HK	科技	买入	12.68	19.50	54%	18.7	16.1	2.5	13.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	36.98	43.22	17%	14.0	11.2	N/A	15.1	2.2%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	208.46	225.00	8%	25.0	19.4	N/A	39.1	0.4%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	39.73	41.1	3%	29.0	22.4	N/A	21.0	2.9%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	332.87	379.26	14%	23.9	18.7	N/A	21.6	0.3%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	120.89	176.00	46%	28.4	19.9	N/A	19.2	0.0%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.31	8.90	22%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
黑芝麻智能	2533 HK	半导体	买入	17.74	28.20	59%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	59.85	93.00	55%	15.8	12.1	N/A	18.8	0.0%
Boss直聘	BZ US	互联网	买入	20.53	21.00	2%	20.4	18.4	N/A	N/A	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	130.92	136.50	4%	15.0	13.8	N/A	23.8	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	567.00	660.00	16%	19.2	17.5	N/A	20.5	0.8%
快手	1024 HK	互联网	买入	80.00	80.00	0%	15.7	13.3	N/A	25.0	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	120.96	141.20	17%	11.9	10.3	1.4	9.9	0.0%
Salesforce	CRM US	软件 & IT服务	买入	240.88	388.00	61%	21.3	18.4	N/A	11.2	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	18.71	19.30	3%	450.6	176.5	7.4	1.7	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.10	37.67	25%	7.2	22.4	2.6	37.1	4.2%
固生堂	2273 HK	医药	买入	33.62	52.75	57%	16.8	13.0	2.7	16.2	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	56.80	73.54	29%	23.1	18.9	N/A	21.4	1.3%
百济神州	ONC US	医药	买入	298.29	359.47	21%	157.1	37.8	N/A	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	91.40	102.95	13%	309.8	185.9	9.8	3.1	0.0%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	46.42	46.74	1%	34.3	31.0	12.7	39.8	2.0%
巨子生物	2367 HK	必选消费	买入	56.80	73.54	29%	23.1	18.9	N/A	21.4	1.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.22	44.95	18%	21.0	16.9	5.7	24.3	0.0%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.77	10.54	36%	9.7	8.3	4.6	49.6	5.5%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	84.85	118.57	40%	97.1	55.5	4.3	4.6	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	89.15	111.54	25%	17.9	15.7	3.3	22.4	0.0%
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.82	7.20	24%	11.1	9.9	1.7	15.8	4.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.66	18.68	0%	9.9	8.9	N/A	38.9	0.0%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.80	2.44	36%	16.3	9.5	1.0	N/A	2.2%
吉利	175 HK	汽车	买入	18.41	24.00	30%	9.8	9.4	1.9	19.8	4.1%
小鹏汽车	9868 HK	汽车	买入	76.95	110.00	43%	N/A	N/A	4.3	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.60	24.6	40%	19.4	15.4	N/A	6.6	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	37.94	45.27	19%	18.4	15.7	4.9	26.3	3.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.88	6.13	26%	16.5	14.0	2.0	11.4	4.3%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	35.56	54.03	52%	10.7	9.8	1.6	16.4	3.7%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.40	32.86	40%	9.2	8.1	3.6	40.4	7.6%
中国财险	2328 HK	保险	买入	16.71	15.80	-5%	9.4	8.7	1.2	13.4	4.3%
中国平安	2318 HK	保险	买入	54.60	65.10	19%	6.6	6.2	0.8	13.4	5.5%
中国太平	966 HK	保险	买入	17.31	15.0	-13%	7.1	6.1	0.8	N/A	2.2%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	74.50	89.00	19%	14.4	13.0	2.1	15.7	2.7%
三一国际	631 HK	资本品	买入	7.34	8.70	19%	9.6	7.7	1.6	17.4	4.6%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	79.86	92.00	15%	35.7	31.2	6.0	17.9	1.1%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	16.57	18.00	9%	10.4	9.7	1.4	14.2	5.3%

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

中国经济将逐步放缓。我们预计 GDP 增速将从第二季度的 5.2% 降至第三季度的 4.8% 和第四季度的 4.6%，全年 4.9%。因出口好于预期和以旧换新补贴提振耐用品零售，上半年中国经济增速明显超过目标。7 月经济依然稳健，高频经济活动指数 1.13 与 6 月基本持平。进出口活动回升，7 月前三周港口货物和集装箱吞吐量同比增速分别从 6 月的 0.7% 和 3.1% 升至 10.1% 和 3.9%。但海运价格环比下跌，其中美西与美东环线环比大跌，显示关税休战后海运需求冲高回落。7 月铁路货运与航班班次同比增速分别从 6 月的 1.7% 和 3% 升至 3.9% 和 3.3%，快递揽收量同比增长 15%，但货车通行量和货运航班班次小幅回落。未来经济可能逐步放缓。房地产复苏势头已经减缓，销售面积增速大幅下降，作为先行指标预示耐用品零售增速可能下行。乘用车销量同比增速从 6 月的 15.8% 降至 7 月前三周 10%，显示补贴政策刺激效应边际递减，第四季度耐用品零售面临高基数、需求透支和房地产转弱等多重压力，社会零售额增速可能明显放缓。上半年“抢出口”提前透支外贸订单，下半年中国出口增速将明显下降。

房地产市场走弱，房价跌幅扩大。由于贸易冲突对信心影响和政策刺激效应边际递减，第二季度以来住房销量复苏势头明显减弱，30 大城市新房和 11 个代表性城市二手房销量相比 2019 年同期复苏率分别从第一季度 53% 和 140.5% 降至第二季度 46.7% 和 97.7%。进入 7 月，新房和二手房销量跌幅显著扩大，同比增速分别从 6 月 -10.3% 和 -3.4% 降至 -21.3% 和 -8.2%。房价继续下行，6 月 70 城新房与二手房房价环比跌幅扩大，7 月二手房挂牌价下行。下半年住房销量增速可能进一步下行，第四季度政策可能进一步宽松，住房销量复苏势头可能再度改善。

反内卷政策预期令工业通缩小幅改善。决策层持续释放“反内卷”信号后，光伏、螺纹钢和国产碳酸锂等原材料价格 7 月环比分别大涨 18.9%、6.8% 和 15%，南华工业品指数环比涨幅从 6 月的 4.2% 扩大至 7 月的 6.3%，制造业通缩小幅改善。预计 PPI 同比增速从第一季度的 -2.5% 和第二季度的 -2.2% 降至第三季度的 -3%，再升至第四季度的 -1.7%，全年 -2.4% 低于 2024 年的 -2.2%。CPI 方面，猪肉价格环比增速近 1 年来首次转正，但其他农产品价格仍然低迷，能源价格回落。核心 CPI 增速延续缓慢回升，显示服务消费渐进改善。第三季度 CPI 跌幅可能扩大至 0.2%，第四季度 CPI 增速将明显回升，全年达到 0.2% 与 2024 年持平。

宏观政策

7 月政治局会议指向经济再平衡。预计下半年重点将是提振居民消费和治理内卷式竞争。尽管会议没有提供具体政策细节，但政策的逻辑和方向已经清晰。能否摆脱通缩将成为评估经济再平衡成效的关键指标。我们预计中国将通过延长耐用品消费补贴、促进服务消费、加强社会保障、增加转移支付和扩大消费信贷供应等措施来提振消费。中国可能通过消除地方保护主义、整治重点行业产能过剩和规范地方政府招商引资等减少内卷式竞争。一些行业的通缩前景可能逐渐改善。政策窗口期可能要到 2025 年第四季度。届时耐用品零售额将因同比高基数和政策刺激效应减弱而大幅放缓。同时，中国可能与美国达成初步贸易协议，有更强动力来推进经济再平衡。人民币汇率和中国股市可能在 2025 年第四季度获得进一步上行动力。

货币政策将适度宽松。预计第四季度将降准 50 个基点、降息 10 个基点。中国金融市场对关税冲击的韧性降低了短期内货币政策宽松的可能性，央行货币政策委员会第二季度例会新闻稿显示对目前经济状况判断是“向好态势”，删除第一季度例会时“择机降准降息”表述。第三季度，在中美贸易谈判窗口期内，中国货币政策可能保持平稳，降息降准可能性较小。由于股市和汇率稳定被视为经济韧性体现，稳股市稳汇率仍是金融政策部门重要目标，央行将保持流动性合理充裕，监管部门将持续促进中长期资金入市和上市公司增加分红。第四季度，随着社会零售额增速显著放缓，中国央行可能进一步降准降息，提振房地产与消费。

财政政策将适时扩大力度。上半年经济好于预期，原定财政预算尚未用完（一般公共预算收入完成全年预算 52.6%，一般公共预算支出完成全年预算 47.6%，政府累计净融资完成全年预算 55.3%），第三季度财政政策重点是加快原定预算支出进度，不会追加新的预算。市场关注的雅江水电站项目计划总投资 1.2 万亿，建设周期 10-20 年，预计每年对 GDP 增速贡献不到 0.1 个百分点。对 3 岁以下儿童每人每年 3,600 元补贴计划总支出 1,000 亿左右，占社会零售额约 0.2%，对消费拉动非常有限。第四季度，随着社会零售额增速大幅放缓，中国可能考虑出台新的政策提振消费，财政政策将扩大力度。

金融市场

货币市场收益率可能小幅下降。第三季度，央行将保持政策利率稳定和流动性合理充裕，在岸货币市场基金收益率可能保持在 1.2% 左右。第四季度，央行可能降准 50 个基点并下调政策利率 10 个基点，在岸货币市场基金收益率可能降至 1.1% 左右。伴随美元弱势和人民币偏强，中国背景资金从美国市场回流香港市场，离岸人民币货币市场收益率大幅下降，3 个月人民币 Hibor 从 2025 年前两个月 2.9% 降至 7 月 1.7%，下半年人民币汇率可能依然偏强，离岸人民币货币市场收益率可能保持低位。

中国国债收益率可能先降后升。预计年末 10 年国债收益率在 1.7% 左右。第三季度，中国房地产复苏势头减弱，通缩加剧，财政政策不会加力，10 年国债收益率可能小幅下降。第四季度，财政政策将扩大力度，反内卷政策可能加快落地，通缩改善，10 年国债收益率可能小幅回升。

人民币汇率可能小幅升值。预计美元/人民币汇率可能从目前 7.18 降至年末 7.1 左右。8-9 月人民币对美元可能小幅走弱，因为美国通胀反弹，中国通缩加剧，美中利差可能扩大。第四季度，人民币对美元可能小幅反弹，因为美国通胀回落，就业走弱，美联储两次降息，而中国通缩改善，扩大财政刺激和消费提振力度。

中国股市可能先震荡再上扬。第三季度，经济预期和盈利基本面走弱，宏观政策保持平稳，金融政策稳股市意愿较强，股市可能处于震荡阶段。第四季度，中国政策向经济再平衡方向演进，财政刺激和消费提振的政策力度可能加大，中国股市可能上涨。预计恒生指数和沪深 300 指数下半年分别上涨 3% 和 6%，全年涨幅分别为 23% 和 6%。港股市场，看好工业（动态 PE=10，ROE=8.7%，股息收益率=4%，估值低，龙头公司受益于去产能政策）、材料（动态 PE=9.8，ROE=11.2%，估值低，龙头公司受益于去产能政策）、必选消费（动态 PE=12.7，ROE=12.2%，股息收益率=5.2%，受益于经济再平衡）与公用事业（动态 PE=10.9，ROE=9.5%，股息收益率=5.2%，AI 电力需求强，成本下降）。A 股市场，看好银行（动态 PE=6.5，ROE=10.3%，股息率=4.9%，估值低，股息高，受益于人民币利率低位）、必选消费（动态 PE=17.9，ROE=25%，估值低，盈利能力强，受益于经济再平衡）、可选消费（动态 PE=14.9，ROE=15.3%，估值低，受益于经济再平衡）、工业（动态 PE=15.5，ROE=9.1%，龙头公司受益于去产能政策）与材料（动态 PE=13.9，ROE=10.2%，龙头公司受益于去产能政策）。

美国

宏观经济

经济明显放缓。我们预计 GDP 同比增速从上半年的 2% 降至第三季度的 1.3% 和第四季度的 1%，全年 GDP 增速从 2024 年的 2.8% 降至 2025 年的 1.6%，2026 年回升至 1.8%。第二季度 GDP 环比年化增速从一季度的收缩 0.5% 反弹至 3%，上半年增速 1.2%，低于 2024 年的 2.5%。关税落地后企业抢进口，提前囤货和扩大投资等行为退潮，净出口和私人投资对 GDP 环比增速分别贡献 5.0 和 -3.1 个百分点；家庭消费反弹，个人商品和服务消费环比年化增速分别反弹至 2.2% 和 1.1%；房屋开工延续走弱，住宅投资环比年化收缩幅度扩大至 4.6%，个人消费和住宅投资对 GDP 环比增速分别贡献 1 和 -0.2 个百分点；联邦政府支出小幅回升，政府消费和投资环比年化增长 0.4%，对 GDP 环比增速贡献 0.1 个百分点。下半年 GDP 环比平均增速可能降至 1%，同比平均增速可能降至 1.2%，家庭消费和政府支出增速可能延续放缓，企业投资在上半年透支后可能大幅走弱，住宅投资可能保持低迷。关税冲击和政策不确定性削弱企业和家庭信心，企业可能减少招聘与资本支出，家庭可能推迟部分消费。但美国经济衰退风险仍然较低，因白宫下半年重心可能转向减税、去监管等正面政策，家庭和企业债务率处于近 20 年低位，家庭实际收入可能保持正增长，AI 浪潮将带动企业对数据基础设施和设备升级投资。

就业大幅走弱。7 月新增非农就业 7.3 万人，大幅低于市场预期。5-6 月也大幅下调 25.8 万人至 1.9 和 1.4 万人，过去 3 月移动平均降至 3.5 万人，为疫情以来最低水平。上半年月均新增非农就业降至 8.4 万人，低于 2024 年下半年的 15.9 万人和 2019 年的 16.6 万人。其中私人部门从 24 年下半年的月均 12.5 万人降至 25 年上半年的 8.4 万人，政府部门从 3.3 万人降至 25 年上半年的 0.3 万人，主要因联邦政府平均每月减少 1.2 万人。但失业率仍在 4.2% 的历史低位，首次领取失业金人数和裁员率依然较低，显示企业裁员水平较低。但持续领取失业金人数保持高位，职位空缺数下降，显示招聘需求低迷。劳动力供需趋于平衡，职位空缺数与失业人口比已降至 1.1，低于 2019 年水平。由于特朗普移民政策大幅减少劳动力供给，平均时薪同比增速近月有所反弹，7 月升至 3.9%，近期核心服务通胀可能继续高企。展望未来，新增非农就业可能降至 3 季度的 9 万人左右，失业率可能升至 4.3% 左右。下半年就业市场可能走弱，因就业市场面临双重冲击：需求端，企业抢进口和提前投资已透支零售、批发和运输仓储等行业用工需求；供给端，由于特朗普的移民政策，美国总计净移民人数可能下降超 50% 至 25 年的 120 万人，新增劳动力供给将大幅放缓。预计下半年月均新增非农就业可能在 9.5 万人左右，失业率可能升至年底 4.4% 左右。

通胀短期可能反弹。6 月美国 CPI 环比增速回升至 0.3%，除能源价格影响外，关税和移民政策也有推动。除二手车外核心商品价格环比上涨 0.3%，创 2023 年初以来新高，进口依赖度较高的家具、休闲商品和服装等价格显著上涨，显示关税影响。但二手车价格下跌部分抵消了商品通胀，因需求走弱和供给侧更激烈竞争。核心服务价格小幅反弹，移民劳工占比较高的医疗、休闲和个人服务通胀明显回升，显示移民政策影响。展望未来，7 月 CPI 环比增速可能降至 0.2%，因能源价格下跌。8 月开始，关税对通胀推升作用可能进一步显现，目前美国有效关税从 1 月的 2.4% 升至 6 月的 10.3%，最终升幅可能为 12 个百分点，假设在 75% 传递率下将分别推升 PCE 与核心 PCE 通胀 0.8 和 0.5 个百分点。预计 PCE 与核心 PCE 通胀可能从第二季度的 2.4% 和 2.7% 升至第三季度的 2.9% 和 3.1% 和第四季度的 3% 和 3.1%，全年分别达到 2.7% 和 2.9%，2026 年分别降至 2.4% 和 2.6%。

宏观政策

白宫政策前景可能向好。上半年已见到关税政策最坏时刻、联邦政府降本裁员最猛时期和移民政策最激进阶段，美国有效关税升至 15.8%，联邦政府裁员数可能超过 13.4 万人（5.8

万确认证裁、7.6万买断）计划未来再裁撤近15万人，累计驱逐非法移民可能超过6万人。下半年白宫政策重点转向贸易协定、减税与去监管，政策前景向好。美国与主要盟友达成贸易协定：英国（10%对等关税）、欧盟（对等关税15%，飞机及零部件、部分半导体和农产品等豁免）、日本（对等关税15%，日本对美开放部分市场）。其他主要经济体仍在谈判中，对加拿大和墨西哥的关税税率可能从目前10%-20%（北美自由贸易协定范围商品0%-2.5%，非协定范围商品25%）降至5%-10%，对中国关税税率可能从目前51%（301关税25%，新加10%，芬太尼关税20%，部分商品豁免）降至30%-40%。美国有效关税税率最终升幅可能为12个百分点左右，预计降低年均GDP增速0.6-0.8个百分点；移民政策通过减少劳工供应、减少消费和抑制创新对经济增长产生负面影响，预计降低年均GDP增速0.1-0.2个百分点；减税政策（“大而美法案”）可能导致10年内赤字增加近3.3万亿美元，预计提升年均GDP增速0.2-0.4个百分点，去监管政策可能提升年均GDP增速0.1-0.2个百分点。中期内需要关注特朗普经济再平衡政策进展，包括低油价、低利率、弱美元、低财政赤字、政府稳杠杆、私人加杠杆、企业多投资等。

美联储可能9月保持利率不变，10月和12月两次降息。第三季度美联储面临保就业和降通胀的两难，一方面就业市场加速走弱，另一方面关税对通胀影响进一步显现，CPI增速可能反弹。鲍威尔在7月记者会上表示即使新增就业降至0，只要失业率保持平稳，仍会判定就业市场保持稳健，因为供给和需求同步下降。我们预计美联储9月可能保持利率不变，10月和12月各降息一次，年末政策利率目标降至3.75%-4%（实际水平3.83%左右）；2026年再降息一次，年末政策利率目标降至3.5%-3.75%（实际水平3.58%左右）。与去年相似，鲍威尔可能会在8月的Jackson Hole的美联储年度经济政策研讨会上给出降息指引，并更新对就业市场和通胀走势的研判。

金融市场

美元货币市场收益率可能小幅下降，年末降至3.75%-4%。美元是主导性国际货币，今年前5个月美元在国际支付中份额近50%，去年末美国在全球货币市场基金中份额近60%。未来5年美元在国际货币体系中份额可能下降，但仍将维持主导地位，因为美国在经济、科技、军事、金融等方面实力仍居第一，美国司法独立、产权保护和政策公信力仍好于大部分国家，国际货币具有网络效应和历史惯性，全球市场仍缺乏比美元更好的替代品。

美国国债收益率可能小幅震荡。因月初的就业数据大幅走弱，10年国债收益率从7月末的4.4%大幅降至8月初的4.2%。未来数月内，国债收益率可能在经济数据走弱和通胀数据走高的影响下，保持区间震荡，并在美联储给出更清晰的政策路径后确认方向。预计10年国债收益率年末可能在4.1%左右，2026年末降至3.8%左右。由于美国政府债务可持续性和供应链撕裂对通胀影响等长期问题依然存在，超长期国债收益率降幅相对较小。

美元指数可能先升后降，年末97左右。美元指数反映美国经济相对强弱和市场风险偏好变化。如果美国经济相对非美经济走强，那么美元指数将升值；如果美国经济相对非美经济走弱，反之美元指数将贬值。如果市场担忧有关非美经济风险，那么美元指数将升值；如果市场担忧有关美国经济风险，那么美元指数将贬值。今年上半年，特朗普关税冲击令市场担心美国经济相对非美经济走弱，美元大幅走弱。第三季度，美国与主要贸易伙伴达成贸易协定，特朗普政策将重心转向减税去监管，通胀短期反弹，美元指数将小幅上升。第四季度，美国经济加速放缓，通胀回落，美联储两次降息，美元指数将再次走弱。

美股可能先跌再升。第三季度，美股盈利可能因关税影响落地和消费者需求走弱而下调，同时估值依然居高，美联储仍未给出明确降息指引，市场可能承压。第四季度，通胀重新回落和美联储降息将提振股市。我们相对看好盈利受关税影响更小和防御性更高的板块，包括信息技术（动态PE=34.2，静态ROE=30%，估值偏贵，但科技巨头垄断力和盈利增长强劲）、通讯服务（动态PE=18.9，ROE=23%，估值合理，盈利能力强且受关税影响

较小)、公用事业(动态 PE=19.5, ROE=11.1%, 估值稍贵, 但经济放缓背景下防御能力强)和医疗(动态 PE=17.6, ROE=17.8%, 估值偏低, 盈利稳定, 具有防御性)。

科技

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

■ 未来 3 个月看法乐观

关注下半年端侧 AI 新品发布及 G300/ASIC 产业链放量出货

乐观, 从最新季报来看, 海外产业链 2 季度普遍好于预期, 主要受益国补及关税提前拉货需求, 关税财务影响低于预期, 随著美国关税陆续落地、海外季报展望超预期、CSP 上调资本开支指引以及下半年端侧新品发布高峰期, 我们预计板块将维持高景气度, 估值修复有望延续, 具体展望如下: 1) 智能手机/PC: 苹果/小米产业链受益国内补贴和新品备货, 尽管主流机型 3 季度季节性将较弱, 但三星/联发科/高通下半年指引高端/折叠机型势头将持续, 看好明年折叠 iPhone 周期; 2) 服务器: CSP 上调全年资本开支, H20 恢复供应、GB200 放量以及 GB300/ASI 出货加快, 下半年产业链迎来拉货旺季, ODM (工业富联/华勤/浪潮)、连接器(鸿腾/安费诺/泰科)和散热零部件(比亚迪电子/奇鋐/双鸿)指引下半年相关收入增速 50-100%; 3) 端侧 AI: 全球 AI 眼镜 2 季度维持高增同比增长 222%, Meta 眼镜产能 2026 年提升至 1,000 万台, 预计 Meta/小米/阿里/三星等新品下半年陆续放量; 全景相机和无人机新品(大疆/影石)下沉渗透加快, 智能影像设备出货量快速提升。4) 汽车电子: 受益 AI 大模型和硬件降本, 比亚迪和小米布局加快智驾渗透, 看好相关零部件市场空间(传感器/域控/连接器/显示屏/声学)。建议关注成长确定性较高细分赛道: AI 手机/终端升级(小米/瑞声), AI 眼镜/影像设备放量(瑞声/丘钛), GB300/ASIC 服务器需求(比电/鸿腾精密)以及智驾渗透加速(比电/京东方精电/英恒), 重点关注小米集团(1810 HK, 买入)、瑞声科技(2018 HK, 买入)、丘钛科技(1478 HK, 买入)和比亚迪电子(285 HK, 买入)。

1) 智能手机/PC: 美国关税政策落地, 看好下半年高端机型需求持续增长

近期美国关税政策陆续落地, 越南/中国台湾/印度关税下降至 20%/20%/25%, 苹果产业链估值有望持续修复, 目前三星生产主要在越南进行, 苹果 iPad 和 Mac 的越南组装产能占比为 20%和 45%, iPhone 中国/印度的组装产能占比为 80%/20%; 小米业务影响最少, 智能手机和汽车美国市场占比有限。

受益国内补贴及关税提前拉货需求, 2025 年上半年智能手机出货量微增 1%, 展望下半年, 三星/联发科/高通下半年指引高端/折叠机型势头将持续, 推动产业链升级加快。我们看好下半年国产安卓品牌全球高端份额提升, 2026 年苹果首款折叠 iPhone, 2027 年推出智能眼镜和折叠 iPad/MacBook, 持续打造芯片、系统、硬件及 AI 模型生态的核心竞争力。总体上, 考虑 AI 和高端折叠手机在光学、结构件、散热和折叠屏等方面创新, 看好相关零部件规格升级, 利好瑞声科技、比亚迪电子、立讯精密、丘钛科技和鸿腾精密等。

PC 方面, 展望 2025 年下半年, 由于更多主流 AI PC 推出、Win-10 更新需求以及宏观环境不确定性, 我们预计商用 PC 出货量维持增长, 但消费 PC 将持续面临压力。随着 AI PC 渗透率提升, 我们预计 PC ASP 和利润率有望提升。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: CSP 资本开支上调及 H20 恢复供应, 看好下半年 GB300/ASIC 服务器放量

在训练和推理模型共振推动下, 全球 AI 基础设施建设蓬勃发展, 海外 CSP 持续上调资本开支超预期, 推动 AI 服务器和交换机需求高增长。此外, 海外 CSP 大力推进 ASIC, 上游产业链同步上调指引, 为供应链带来增长动力。受益 GB200 和 ASIC 服务器持续放量, ODM 厂商上半年收入增长强劲, 六家头部 ODM 厂商 (鸿海/广达/纬创/纬颖/英业达/技嘉) 2 季度营收持续较快增长, 分别同比增长 16%/63%/129%/184%/21%/38%。

随着金属连接、液冷漏液及散热瓶颈等问题陆续优化, GB200 从 4 月起量产加快, 预期上半年累计 7,000 柜, GB300 下半年进入样品生产, 4 季度有望实现量产, 全年 GB200/GB300 预估 20,000-25,000 柜。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, 以及服务器零部件如连接器/接口、散热和电源管理等厂商, 包括比亚迪电子的 AI 服务器产品量产出货、鸿腾精密的 GB200/300 服务器连接器产品和液冷零部件。

3) 端侧 AI: Ray-Ban Meta 1H25 销量翻三番, 全景相机/无人机新品下沉渗透加快

自 Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后, 今年海外科技巨头、国内 AR 品牌、国内外手机品牌都推出了 AI 眼镜新品, 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。2Q25 全球/中国智能眼镜出货量同比增长 82%/116%, 我们预计在 2H25 将迎来更强劲的增长, 1) 市场领导者 Ray-Ban Meta 1H25 同比增长>200%、2) 小米目标最新 AI 眼镜 50 万台出货量, 到 2027 年目标出货量达 500 万台, 并预估中国 AI 眼镜 TAM 为 5,000 万台 (对比中国眼镜市场规模为 7 亿台) 以及 3) 全球最大眼镜公司依视路陆逊梯卡智能眼镜产能扩张 (2026 年达>1,000 万台)。

展望下半年, 我们预计将有更多新产品发布, 1) Meta 将在 2025 年 9 月的 Connect 大会上加速产品拓展, 推出多款新品 (Aperol/Bellini/Hypernova/Prada)。2) 夸克 AI 眼镜已在 2025 年 WAIC 亮相, 目标 4Q25 正式发布。3) 字节继 2024 年 10 月推出首款 AI 耳机 (Ola Friend) 后, 将在 2H25 推出搭载其 LLM 的 AI 眼镜。4) 苹果将在 2027 年推出 AI 眼镜, 配备摄像头、麦克风/扬声器和基于 AI 的环境感知功能, 用于获取周围信息。

伴随大模型的持续更新迭代, 端侧 AI 眼镜的用户体验和用户场景不断丰富, AR 产业有望迎来百花齐放。我们看好 AI+AR 智能眼镜将成为主流终端, 深度参与供应链的公司明显受益, 受益供应链包括: AI 眼镜品牌小米/TCL、光学领域的丘钛科技/欧菲光、声学/MEMS 传感器的瑞声科技、代工商的立讯/蓝思/华勤、结构件的立讯/领益/长盈/东江、镜片的康耐特以及显示的京东方/TCL。

4) 汽车电子: AI 大模型和硬件降本有望推动高端智驾快速普及

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

受益于汽车智能化浪潮, 以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势, 中国汽车智能化发展提速, 相关汽车电子市场快速发展。随着消费者对自动驾驶需求增加, L2++ 渗透率攀升超预期, 车载摄像头和车载显示市场快速增长。另外, 域控制是电动汽车重要

组成部分，汽车智能化不断演进，打开电动汽车域控制器市场增长空间，看好比亚迪电子、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、丘钛科技、比亚迪电子

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

2) 瑞声科技 (2018 HK)：展望 2025 年，我们对瑞声科技持积极看法，认为其将显著受益于 AI 手机与 AI 眼镜带来的规格升级（声学/光学/MEMS/VC）趋势，以及在汽车声学领域的全球市占率持续提升。我们预计 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) 丘钛科技(1478 HK)：我们相信公司将受益高端智能手机摄像头升级需求以及物联网（无人机/XR）/汽车摄像头模组业务的增长势头的机会。我们预计 1H25 收入/净利润同比增长 7%/162%，受益摄像头模组（CCM）（其中非手机增速 97%）同比增长 2%，以及指纹识别模组（超声波增长 20 倍）同比增长 100%。展望 2H25，我们预计业务将保持强劲势头，高端手机摄像头模组升级（光学防抖 OIS/潜望镜头：2H 占比 23%,1H 为 18%），IoT/汽车业务高增持续（2H +85%,1H +97%）以及指纹识别模组规格升级（2H +15%）。我们估计 2H25 收入/净利润同比增长 25%/162%。股价催化剂包括 3 季度新产品发布、汽车/无人机摄像头模组的新客户/订单赢取。

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

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

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

■ 未来 3 个月看法：

近期北美四大云厂商（微软、谷歌、亚马逊和 Meta，均由互联网团队覆盖）的业绩和资本开支指引符合我们此前的预期，即 AI 基础设施投资将持续处于高景气区间（[七月月度策略报告](#)）。2024 年二季度，四大海外云厂商资本支出合计达 890 亿美元，同比大增 67%，环比增长 22%，创历史新高，超出彭博预测 13%。除亚马逊外，其他三家均预期三季度及下半年继续加码投资，反映全球 AI 算力需求紧张、基础设施加速扩张。目前彭博预期 2025 年四家资本支出增速为 43%（超过去年年底 12 月预期的 18%），我们认为还会有进一步上调的空间。中国市场方面，阿里、腾讯、百度、字节跳动等亦加快部署 AI 基础设施，英伟达 H20 出货恢复及国产芯片进展支撑整体算力部署。

2025 年下半年，全球云厂商资本开支持续推进，供应链前景乐观

2025 年二季度，四大海外云厂商（亚马逊、谷歌、Meta 和微软）合计资本支出高达 890 亿美元，同比大幅增长 67%，环比增长 22%，创历史新高。根据公司指引，这一支出节奏在第三季度及下半年仍将延续。其中，谷歌下半年资本支出将达到 450 亿美元（环比+14%），微软三季度支出将超 300 亿美元（环比+24%），Meta 下半年则预计达到 350-410 亿美元（环比+15%-34%）。唯独亚马逊预计三、四季度持平，但其全年支出已处高位。这反映出全球算力资源仍然紧缺，头部云厂商正加速 AI 基础设施部署，以应对大模型训练和推理带来的巨大计算压力。

从更长周期看，彭博最新预测将 2025 年四大厂商全年资本支出增速上调至 43%，远高于去年底 18% 的预期。虽然资本支出占收入比在二季度已升至 22.9% 的历史新高（一季度为 20.3%），但其背后是云业务的同步加速：谷歌云与微软云二季度收入同比增长 32% 与 27%，环比分别增长 11% 与 10%。我们认为，随着云收入持续回升，市场对资本开支回报率的担忧正在边际缓解，领先厂商已开始从前期投入中收获实际效益。

与此同时，中国头部科技企业如阿里、腾讯、百度和字节跳动也在加快 AI 基础设施投入。英伟达近期获准恢复部分 H20 向中国出货，国内芯片厂商性能亦在快速追赶。根据路透社报道，英伟达已向台积电紧急追加 30 万颗 H20 订单，显示全球 AI 算力芯片需求旺盛。

我们认为，无论是海外还是中国市场，本轮由大模型驱动的全球资本开支扩张周期仍处于上行阶段，将持续利好整个 AI 供应链。从上游晶圆代工、光模块、PCB，到下游云服务商及 AI 芯片企业，均将从中获益。我们维持对中际旭创（300308 CH）和生益科技（600183 CH）的买入推荐：中际旭创预计 2025 年上半年净利润为 36 亿 - 44 亿元，同比增长 53%-87%，二季度超彭博一致预期，受益于 800G 和硅光产品出货提升；生益科技预计上半年净利润 14.0 亿 - 14.5 亿元，同比增长 50%-56%，PCB 子公司生益电子业绩爆发，在高端化布局下对铜价上涨具备良好抵御能力。

同时，我们也持续看好中国半导体自主可控产业链的机会，相信国产设备仍是核心受益者。另一方面，考虑到市场波动和不确定性上升，部分投资者仍倾向于配置具有高股息与防御属性的稳健型标的。

推荐标的：中际旭创（300308 CH）、生益科技（600183 CH）、北方华创（002371 CH）、豪威集团（603501 CH）、地平线机器人（9660 HK）、黑芝麻智能（2533 HK）、贝克微（2149 HK）。

- **中际旭创（300308 CH）**：预告 2025 年上半年净利润为 36 亿至 44 亿元人民币，同比增长 53%-87%；其中二季度净利润为 20 亿至 28 亿元，同比大增 50%-107%，环比增长 27%-78%，显著超出市场预期。业绩高增主要受益于 AI 驱动下的持续强劲需求，以及 800G 和硅光产品占比提升带动的利润率改善。公司预计 AI 相关需求将延续至 2026 年，800G 出货持续扩大，1.6T 渗透提速。（[报告](#)）
- **生益科技（600183 CH）**：公布 2025 年上半年业绩预告，预计归母净利润为 14.0 亿至 14.5 亿元人民币，同比增长 50%-56%。其中，二季度净利润预计为 8.36 亿至 8.86 亿元，同比增长 55%-64%，环比增长 48%-57%，显著超出彭博一致预期 37%-45%。业绩亮点包括覆铜板（CCL）出货增长、印制电路板（PCB）业务同比大幅增长（上半年同比+85%-97%），以及产品结构优化带来的毛利率改善。子公司生益电子（688183 CH）预计上半年净利润同比增长 432%-471%，其中 2 季度单季同比增长 346%-401%。在 AI 驱动需求持续强劲的背景下，公司收入和盈利实现快速提升。尽管铜价高企带来一定成本压力，但公司通过产品高端化保持盈利能力。（[报告](#)）
- **北方华创（002371 CH）**：北方华创通过公开征集转让的方式完成对芯源微（688037 CH，未评级）控股权的收购，正式成为其第一大股东，持股比例达 17.87%。此次收购整合标志着中国半导体设备产业链迈入新一轮“平台化+协同化”发展阶段。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，阿斯麦（ASML US，未评级）与应用材料（AMAT US，未评级）等巨头皆通过并购构建核心竞争力，此举也契合当前中国半导体供应链加速实现自给自足的大趋势。此次强强联合不仅助力突破关键技术瓶颈，也有望提升客户粘性与市场份额，推动国产设备企业迈入协同发展新阶段。公司是我们首选标的之一，重申对北方华创的“买入”评级，目标价为 512 元人民币。（[报告](#)）
- **豪威集团（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。豪威集团也已积极响应，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豪威集团未来业绩增长的重要驱动。公司是我们首选标的之一，重申“买入”评级，目标价为 176 元人民币。（[报告](#)）
- **地平线机器人（9660 HK）**：地平线是中国领先的乘用车 ADAS/AD 解决方案提供商，具备硬件、软件与算法的全栈自研能力。公司核心产品包括 Horizon Mono（J2/J3 系列）、Horizon Pilot（J3/J5 系列）以及 Horizon SuperDrive（J6P 系列）。受益于汽车电动化趋势持续推进、市场对自动驾驶解决方案需求认知提升以及政府政策支持，我们预计全球 ADAS/AD 市场规模将从 2024 年的 330 亿元人民币增长至 2028 年的 1,010 亿元人民币。作为快速增长市场中的领导者（根据我们测算，地平线 2024 年在国内 ADAS/AD 市场市占率约为 7.2%），公司收入从 2021 年的 4.7 亿元人民币增长至 2024 年的 23.8 亿元人民币。展望未来，我们预计 2027 年公司收入将达到 84 亿元人民币，2024-2027 年年复合增长率为 52.2%，主要驱动因素包括：1) ADAS/AD 渗透率提升带动整体市场规模扩大，2) 更先进自动驾驶技术的加速采用及平均售价（ASP）提升，以及 3) 出货量增长推动市占率提升。我们预计公司将在 2027 年实现盈亏平衡。给予“买入”评级，目标价为 8.9 港元。（[报告](#)）

- **黑芝麻智能 (2533 HK)**：黑芝麻智能是中国领先的车规级计算 SoC 芯片及基于 SoC 的智能汽车解决方案提供商。公司目前拥有两条车规级 SoC 产品线：华山系列（聚焦自动驾驶应用）和武当系列（面向跨域计算应用）。受益于自动驾驶市场的快速扩张（我们预计 2024-2028 年行业整体 CAGR 为 41%），我们预测公司收入将从 2024 年的 4.7 亿元增长至 2027 年的 21.0 亿元，年复合增长率达到 64.2%。增长驱动因素包括：1) ADAS/AD 渗透率持续提升，2) SoC 方案出货量增长，新客户持续导入，以及 3) 高端产品（如 A2000 和武当系列）出货占比提升，带动整体 ASP 上升。随着经营杠杆效应逐步释放，我们预计黑芝麻将在 2027 年迎来盈利拐点。给予“买入”评级，目标价 28.2 港元。（[报告](#)）
- **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。评级为“买入”，目标价 93.00 港元。（[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 7 月，市场整体流动性较为充裕，高 beta 股票及市值体量较小的股票跑赢幅度较大，在线娱乐等相关公司股份维持稳健表现。7 月中旬起，随着市场对电商及本地生活等公司对外卖业务的投入对盈利的影响有更清晰的体量和投资周期的预期，此前过度挤压估值的相关公司开始阶段性反弹。展望 8 月，在宏观环境相较上月或较为稳定、板块进入业绩期的背景下，交易或围绕两条主线开启：1) 估值处于较为合理区间，但业绩表现稳健、能见度增强，同时有望受益于市场情绪提升的公司，建议关注 BOSS 直聘；2) 业绩表现有望好于预期驱动股价增长的公司，如游戏收入有望重新加速、经营效率仍有优化空间的网易。从 AI 云和 AI 应用的布局角度，我们建议关注 AI 拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯，可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手，和确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景但估值较 AI 同业显著更低的阿里巴巴。另外，建议持续关注监管关注下平台盈利底部区间已经较为明确的本地生活平台的阶段性投资机会。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 16x，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

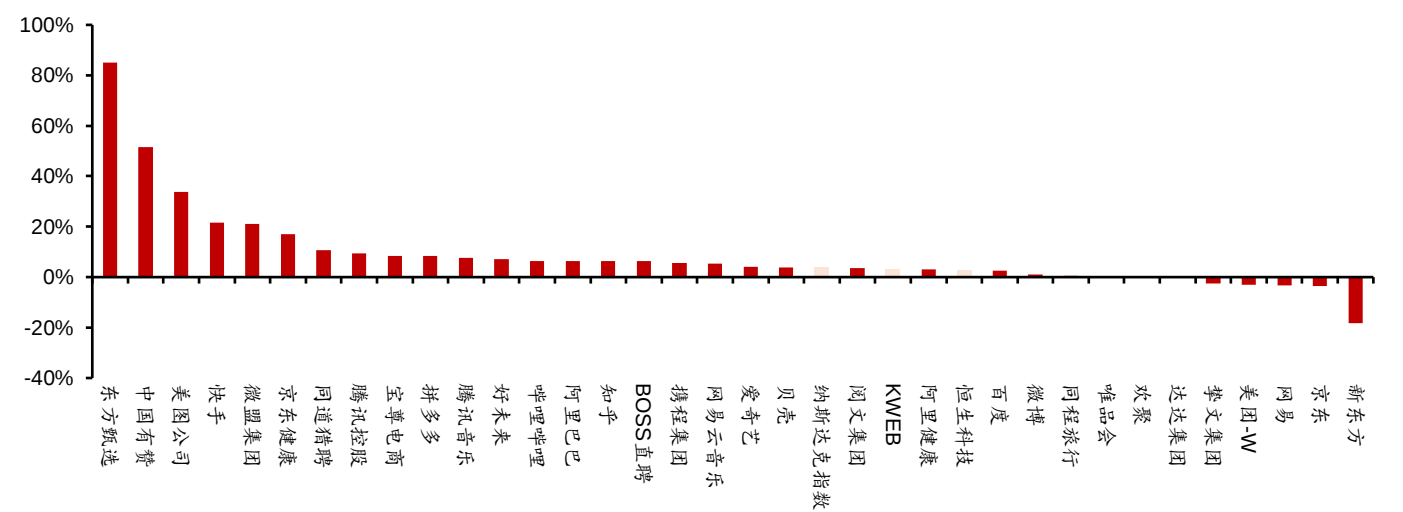


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 8 月 1 日

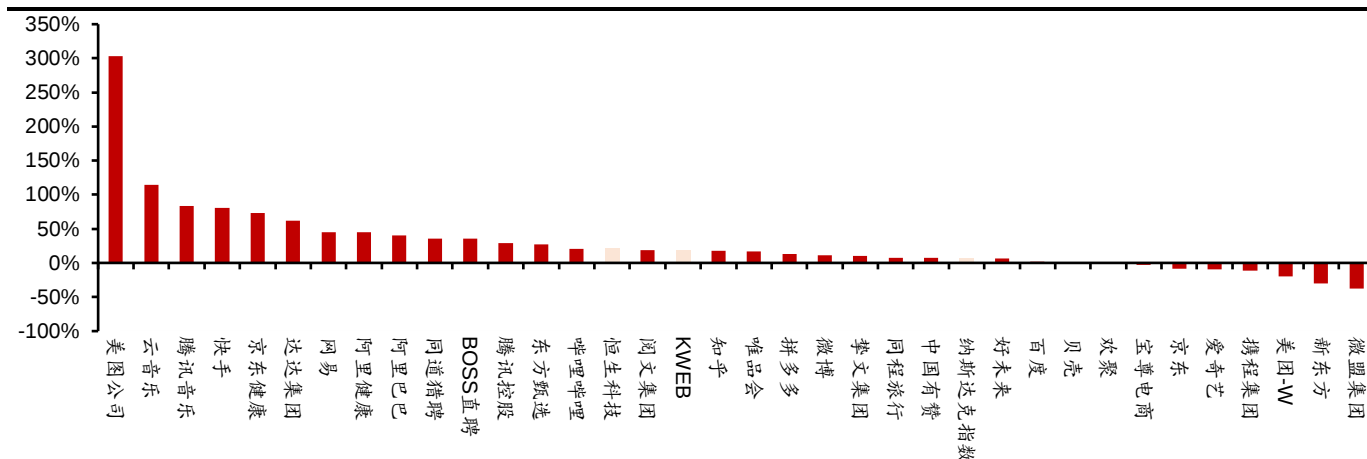
7 月恒生科技指数上涨 3%，KWEB 指数上涨 3%，东方甄选/有赞/美图/快手涨幅领先。快手在 7 月 WAIC 上发布关于可灵 AI 的“灵动画布”等多项新功能，同时公布最新用户数据，可灵 AI 目前已有超 4,500 万创作者用户，通过 API 服务超 2 万家企业客户与开发者（对比今年 4 月：全球用户规模 2,200 万，通过 API 服务超 1.5 万家企业客户与开发者）。

图 3: 7 月互联网板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 8 月 1 日

■ 在线游戏: 头部游戏公司维持稳健盈利增长

1H25 中国游戏市场收入同比增长 14% 至 1,680 亿元, 得益于新品增量贡献、长青游戏的良好表现以及小游戏的强劲增长。1H25 自研游戏国内/海外市场收入分别同比增长 19%/11%, 小游戏市场收入同比增长 40% 至 233 亿元。监管方面, 政策继续支持游戏行业健康发展, 7 月国家游戏主管部门下发 127 款国产游戏版号, 3 月-6 月期间中央及地方出台多项政策, 提出支撑游戏产业健康发展的相关政策, 8 月关注头部游戏公司 2Q25 业绩, 我们预计腾讯/网易 2Q25 游戏收入同比增长 13%/14%, 业绩具备较高确定性, 得益于: 1) 行业竞争格局稳定, 头部长青游戏表现稳健, 部分 24 年底上线的新游戏如网易《漫威争锋》、《燕云十六声》和腾讯《三角洲行动》贡献增量; 2) 利润率改善, 新游相对较少, 销售费用下降, 长期维度下渠道成本有望持续优化。

■ 在线广告: 关注 AI/微短剧/小游戏带来增量变化

在线广告行业整体表现继续分化, 我们建议首选能够通过 AI 持续提高广告解决方案 ROI 并能够获取增量行业广告预算的平台, 包括腾讯、快手、哔哩哔哩。展望 2Q25 业绩: 1) 我们预计腾讯 2Q25 营销收入同比增长 18%, 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 2Q25 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 2Q25 广告收入同比增长 13%, 其中外循环广告增长得益于小游戏/短剧/本地生活等行业的增量预算, 内循环广告增长则受益于 GMV 增长以及货架电商等场景的广告库存增加。

■ 电商: 国补额度确认足额下发有望为行业增长提供支撑

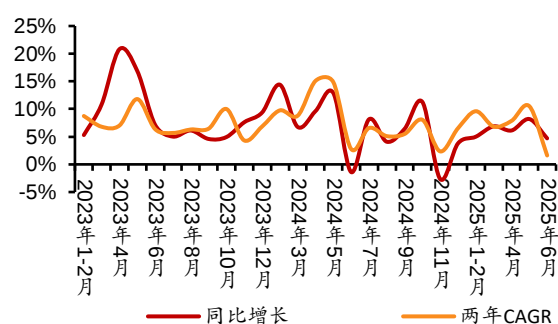
据国家统计局数据, 2025 年 6 月社会消费品零售总额同比增长 4.8% (2025 年 5 月: 6.4%), 弱于 Wind 一致预期的 5.6%。1H25 实物商品网上零售额同比增长 6.0% (1Q25: 5.7%), 其中单 6 月份同比增长 4.7%, 环比上月降速, 但符合预期 (2024 年 9 月/10 月/11 月/12 月/2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月: 6.4/11.3%/-2.7%/+3.8/+5.0/+6.9/6.1/8.2%); 1H25 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.9% (1H24: 25.3%)。

部分城市国补额度用完带来的短期扰动, 主要品类同比增速环比均有所降速。以旧换新及国补重点类目表现中: 2025 年 5 月: 1) 家用电器和音箱器材类零售额同比增长 32.4%, 持续强势, 但环比有所降速 (2025 年 5 月: 53.0%; 1H25: 30.7%); 2) 通讯器材类零

售额同比增长 13.9%，亦环比降速（2025 年 5 月：33.0%；1H25：24.1%）；3）文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 24.4%（2025 年 5 月：30.5%；1H25：25.4%）。

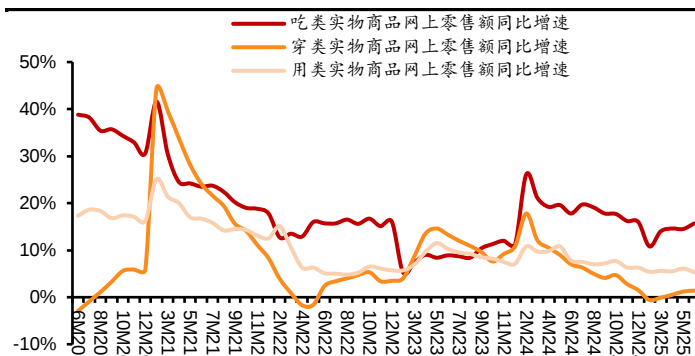
前瞻来看，国补额度确认足额下发并给出明确的时间节点有望缓解市场此前担忧，为社零增速和实物商品网上零售额增速提供支撑。8 月 1 日，据国家发展改革委政研室主任蒋毅表示，今年第三批 690 亿元支持消费品以旧换新的超长期特别国债资金已下达完毕，将于 10 月份按计划下达第四批 690 亿元资金。

图 5：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 6：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

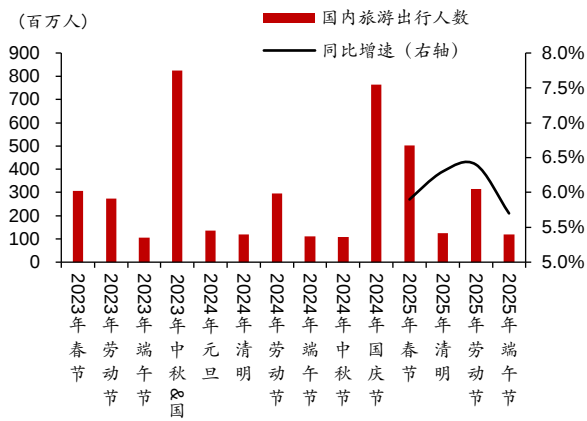
随着市场对电商及本地生活等公司对外卖业务的投入对盈利的影响有更清晰的体量和投资周期的预期，此前过度挤压估值的相关公司开始阶段性反弹。监管关注下相关平台盈利的底部区间或已更加明确、尽管短期来看盈利上修空间或也较为有限。在短期在线娱乐标的估值相对饱和、市场短期对增量政策预期有所升温的情况下，我们提示持续关注电商、本地生活超跌后的阶段性投资机会，及潜在可能发生的竞争格局变化或将对股价带来的进一步催化。

■ OTA：旅游需求具备韧性、出境游增长仍强劲

根据 2Q25 主要节假日的出游趋势跟踪数据及在线旅游平台的数据，我们预计携程及同程 2Q25 业绩将具备韧性。全年维度看，我们认为在旅游需求维持韧性但盈利增长预期被市场计入较为充分的情况下，在线旅游板块的估值波动或是股价波动的主要驱动因素。下半年基本面层面的主要关注点为出境游面临较高基数情况下的增长情况，及酒店业务在佣金率提升空间较为有限的情况下，预订量的增长是否能维持稳健，支撑业绩增长。

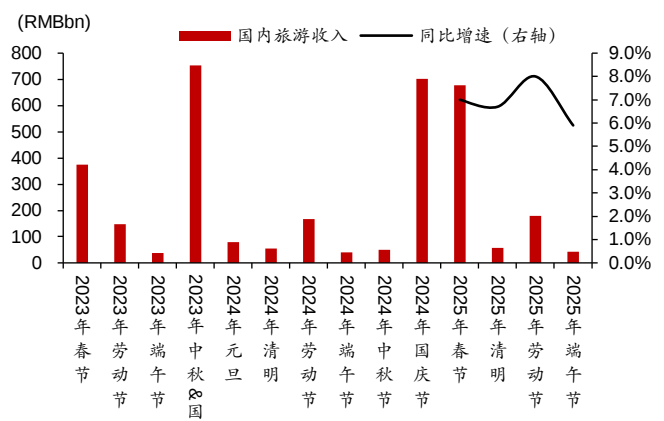
从行业维度看，2Q25 主要节假日出行数据均基本符合市场预期或好于预期。据国家文旅部数据，“五一”假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1,802.69 亿元，同比增长 8.0%。据国家移民管理局数据，五一假期全国边检机关共保障 1,089.6 万人次中外人员出入境，日均 217.9 万人次，较去年“五一”假期增长 28.7%，其中内地居民出入境 577.8 万人次，较去年同期增长 21.2%。从数据来看，内地居民出入境同比增长 21.2% 与清明节出境游数据基本持平，持续好于我们此前 10-15% 的年度出境游人次增长预期。端午节数据方面，据文化和旅游部测算，假期 3 天全国国内出游 1.19 亿人次，同比增长 5.7%；国内出游总花费 427.30 亿元，同比增长 5.9%。

图 7：中国：国内旅游出行人数



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

图 8：中国：国内旅游收入



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

携程：对于国内业务，管理层指出，2Q25 QTD（截至 5 月 20 日）预订量增长势头稳健，酒店预订量同比增长约 10%-15%，交通票务量同比增长中低单位数。管理层还提及国内住宿预订的日均房价同比降幅从一季度的高单位数收窄至二季度的中低单位数，呈现改善趋势。携程平台上的出境机票及酒店预订量在 1Q25 已恢复至 2019 年水平的 120% 以上（4Q24：约 120%；1Q24：约 90%），持续领先整体行业约 30-40 个百分点。我们认为这一趋势在 2Q25 有望延续，但下半年该业务的营收增长将面临高基数压力。纯国际业务方面，Trip.com 在 1Q25 贡献了集团 13% 的营收，营收同比增速维持在 50% 以上。考虑到海外市场下半年的季节性优势及携程为推动增长的增量投资，我们预计其 2H25 营收增速将相较 1H25 略有加速。对于 2Q25，我们预计携程集团层面营收将达 146 亿元人民币，同比增长 15%，增速环比保持韧性。全年维度，考虑到携程对纯国际业务 Trip.com 的增量投资以支撑业务快速增长，我们预测携程集团营收/non-GAAP 经营利润将同比增长 15%/11%。

同程旅行：对于 2Q25，我们预计同程旅行的总收入为 47 亿元人民币，同比增长 10%，这是由核心在线旅游业务板块收入同比增长 13% 所推动，但部分被旅游业务收入同比下降 7.5% 所抵消。在核心在线旅游业务中，我们预计交通票务/住宿预订/其他业务的收入同比增长率分别为 10%/12%/25%。我们认为，住宿预订业务稳健收入增长的支撑因素来自：1) 酒店间夜数同比增长 9%；2) 酒店 ADR 同比增长 2%；3) 用户补贴的优化有助于提高酒店的佣金率。我们预计在 3Q25 和 4Q25，住宿预订业务的收入同比增长有望再次加速，这是由较温和的基数和较强的季节性因素推动，我们认为这将有助于酒店间夜数和平均每日房价的增长复苏。我们认为，由于健康的收入增长和销售及营销支出的持续优化，核心在线旅游业务的利润率同比扩张趋势在 2Q25 有望持续。我们预测 2Q25 核心在线旅游业务的 non-GAAP 营业利润率将扩大至 25.5%（2Q24：24.3%），整体 non-GAAP 净利润为 7.32 亿元人民币，对应净利润率为 15.7%。全年维度，我们仍预测同程 2025 年核心 OTA 业务的营业利润/调整后净利润将同比增长 25%/18%。

■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、网易、快手、携程、Boss 直聘

1) 腾讯 (700 HK)：公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道已建立稳固竞争优势，高利润率业务较快增长的推动下，我们预计 FY25 调整后运营利润同比增长 16%。我们看好公司 2Q25 业绩延续良好增长趋势，预计总收入/non-GAAP 运营利润同比增长 10%/18%，主要由游戏与营销收入增长所驱动。公司当前估值对应约 19x FY25 non-IFRS PE（剔除战略投资对应 16x PE）。我们基于 SOTP 的目标价为 660.0 港元，对应 22x FY25E non-GAAP PE。

- 2) **阿里巴巴 (BABA US)**：对于 1QFY26 (年结于 3 月)，我们预计云业务收入增速将继续环比加速，淘天集团的货币化率将持续同比提升，国际数字商业集团的亏损也将继续同比收窄。然而，我们预计即时零售领域投资的增加将对短期盈利能力造成压力，我们预计 1QFY26/2QFY26 投资额分别约为 100 亿/200 亿元人民币，这或致使集团层面调整后 EBITA 同比下降 16%/45%。在我们看来，用户留存率、用户粘性和交叉销售率等与投资回报率相关的运营数据是关键监测指标。但展望长期，我们认为阿里巴巴仍是人工智能主题下的主要受益者之一，建议投资者不要只关注短期盈利波动。我们基于 SOTP 的目标价为 141.2 美元，对应 2027 财年 non-GAAP 市盈率为 14x。
- 3) **网易 (NTES US)**：得益于《漫威争锋》、《燕云十六声》等新游戏贡献及《第五人格》等长青游戏的良好表现，叠加成本及销售费用优化，我们预计公司 FY25 调整后净利润同比增长 20%。公司目前交易在 15x FY25E PE，处于 2 年平均 PE 的水平，估值相对合理。我们基于 SOTP 的目标价为 136.5 美元，对应 16x FY25E non-GAAP PE。
- 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，1Q25 广告主在 AIGC 营销素材上的日均消耗超出 3,000 万元；2) 1Q25 可灵 AI 收入超 1 亿元，此外 4 月和 5 月的月度付费金额均超过 1 亿元。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 为 14%。我们基于 SOTP 的目标价为 80.0 港元，对应 15x FY25E non-GAAP PE。
- 5) **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 17.4x 2025E PE (non-GAAP)，对比两年均值 18.8x 或仍有进一步提升空间。我们基于 DCF 模型的目标价为 70 美元，对应 20x 2025 年 non-GAAP PE。“买入”评级。
- 6) **Boss 直聘 (BZ US)**：尽管面临宏观不确定性及关税战影响，我们看好公司通过运营杠杆及费用控制，实现全年 30 亿元非 GAAP 下运营利润目标 (同比增长 32%)，若政策支持或宏观环境改善好于预期，公司利润以及估值均有望快速改善。公司目前估值对应 20x FY25E PE，相较利润增速具备吸引力。我们的目标价为 21.0 美元，基于 21x FY25E non-GAAP PE。
- **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

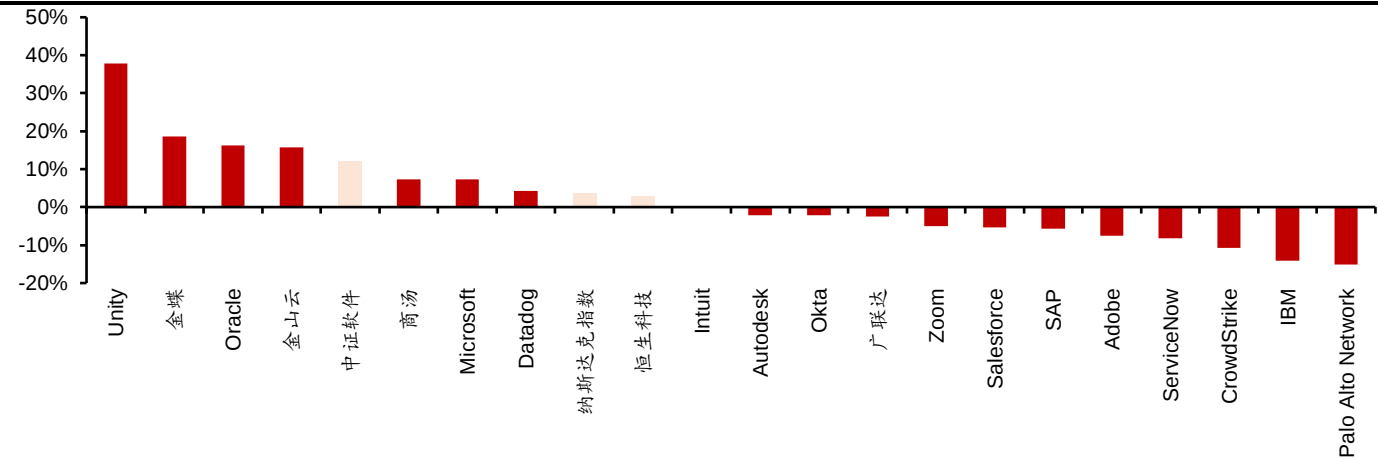
■ 未来 3 个月看法中性乐观

1H25 我们整体观察到大规模迭代周期进一步缩短、模型能力持续提升且调用成本优化的趋势。2Q25 海外龙头互联网公司的云业务营收同比增速均展现环比加速趋势，主要受益于需求持续增长、尽管供给端仍受限，增长趋势有望延续。美股软件公司股价表现逐步出现分化趋势，AI 变现起量速度成为关键支撑因素，持续维持相对行业更优的营收增速和利润率水平将有望在市场波动的情况下获得估值支撑。美国软件方面，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)。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)。

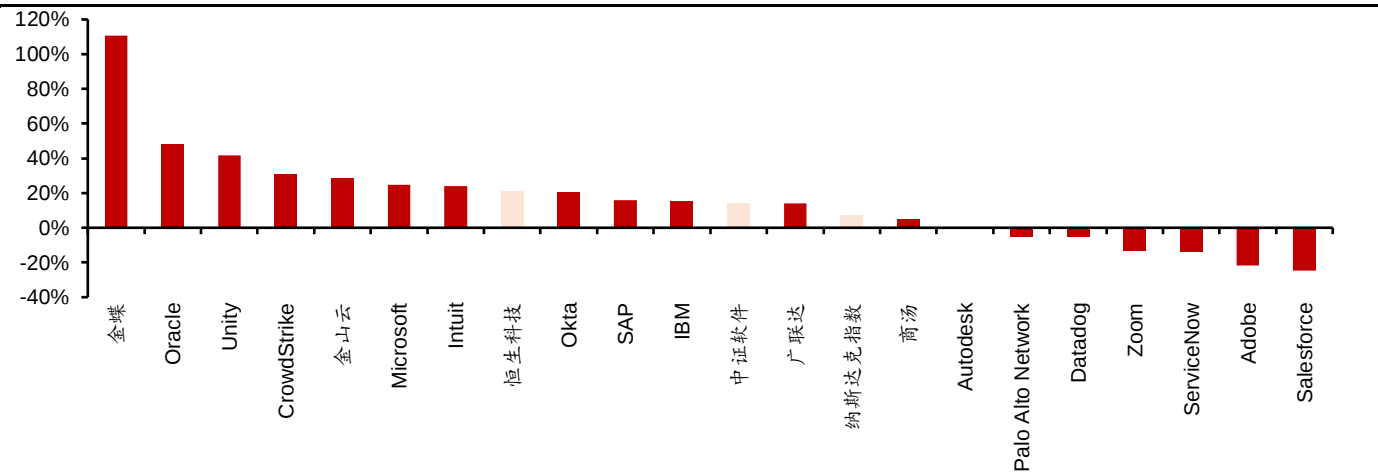
7 月恒生科技指数上涨 3%，纳指上涨 4%，Unity/金蝶涨幅领先。Unity 7 月上涨 38%，公司 5 月推出广告推荐模型 Vector 表现积极，iOS 端转化提升 15-20%。Unity 6 升级进展积极，2Q25 已有接近 50%活跃用户完成升级，超 80% 用户有升级意向。

图 9: 7 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 10: 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 8 月 1 日

■ 海外软件：关注生成式 AI 应用落地及变现进展

我们认为 AI 仍是全年投资主线，但受益路径有望从 AI 芯片以及 AI 公有云进一步传导到更多应用场景，包括 B 端和 C 端的应用软件，企业 SaaS 和数据云平台营收有望相较 2024 年加速。

2025 年世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议于 7 月 26 日-28 日召开，我们梳理总结了核心趋势：1) 企业加速智能体应用布局：腾讯已推出超 10 个垂直领域智能体，覆盖办公、营销、代码生成等多场景；京东正式开源 JoyAgent 智能体，公司目前内部智能体数量已超 2 万个；2) 开源生态快速发展，支持国内 AI 生态繁荣：阿里巴巴在国内维持领先，通义千问全球下载量已突破 4 亿，衍生模型突破 14 万个；腾讯混元大模型已实现全模态开源，3D 系列模型社区下载量超过 230 万，后续公司也将开源端侧 0.5B 到 7B 系列小模型；3) 世界模型和具身智能成为新焦点：腾讯发布并开源混元 3D 世界模型 1.0，面向机器人产业发布具身智能开放平台 Tairos；商汤推出“悟能”具身智能体平台，赋能机器人等各种终端硬件。4) 自动驾驶作为 AI 领域的重要应用之一，正在迎来加速发展，也会为更通用化以及复杂化的 AI 场景夯实基础。我们看好具备坚实技术实力和广泛应用场景的互联网公司在 AI 时代的发展潜力，且应用端对大模型调用需求的持续起量有望支撑云业务的发展，AI 主题下，推荐阿里巴巴、腾讯、快手、百度、地平线、理想、小鹏。

■ 推荐买入 Salesforce、金蝶国际

Salesforce (CRM US)：我们看好 2025 年 Salesforce 的 AI 商业化加速，主要来自于 AgentForce 产品收入起量以及 AI 带动数据云产品销售。1QFY26 数据云与 AI 业务 ARR 超 10 亿美元，同比增长超 120%。自推出以来，公司已完成 8,000 笔 Agentforce 订单，其中一半为付费客户。我们预计公司 AI 产品收入有望在 FY26 年进一步起量。公司目前估值仅对应 15x FY26E EV/EBITDA，相较 2 年均值 16x 具备安全边际。

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

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

医药

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

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

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

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

■ 未来 6 个月看法乐观

短期来看, 由于市场对于出海交易的频次和交易规模预期较高, 创新药的估值持续攀升, 需理性看待股价上升空间。创新药属于高风险、长周期、高回报的行业。中国创新药的研发实力具备全球竞争力, 创新药出海趋势将长期持续。然而, 由于创新药的长周期特征, 导致出海交易的达成往往需要较长时间的研发积累。

■ 推荐标的

推荐买入三生制药 (1530 HK)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)、百济神州 (ONC US)、信达生物 (1801 HK)。

1) 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。合作伙伴辉瑞 (PFE US, 未评级) 有望快速推进全球临床开发, 抢占肺癌等大适应症市场, 探索 707 在单药、联用化疗、联用 ADC 的多重潜力。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。

2) 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。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。我们认为, 固生堂将受益于中医服务需求增长的大趋势, 不断通过并购整合以及新开店等方式扩大市场份额, 有望长期维持超过 20% 的复合盈利增速和优秀的 ROE 及现金流水平。估值吸引。

3) 巨子生物: 经历舆情事件以后, 由于可复美的产品力仍然具备强劲的竞争力, 我们认为公司的销售将会逐步复苏。公司将通过继续投入销售费用, 修复品牌形象, 促进销售的复苏。由于公司的销售费用率低于同行, 因此费用仍有增长的空间, 从而带来收入的增长。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。股价调整后估值非常吸引。

4) 百济神州: 作为唯一一款临床数据优于伊布替尼, 并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂, 我们预计泽布替尼将继续保持市场份额增长的势头, 峰值销售额有望超过 50 亿美元。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们相信 sonrotoclax (BCL-2)、BGB-16673 (BTK CDAC)、CDK4 抑制剂将成为下一波重磅药物。2025 年下半年 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。

5) 信达生物: IB1363 (PD-1/IL2) 在 IO 经治肺鳞癌、3L+结直肠癌以及 IO 经治黑色素瘤均展现了优秀的早期疗效数据, 有重磅出海潜力。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, 于 25 年 6 月在中国获批减重适应症, 成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物, 有望快速放量。

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

食品饮料、美妆护肤

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

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

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

■ 推荐标的

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

■ 风险提示

原材料价格波动、扩内需政策力度不及预期、地缘政治影响超预期等。

可选消费

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

对比6月，各个子行业的7月消费数据表现普遍较弱，只有少部分低单价、小确幸的行业，以及受惠于国家和电商平台补贴的行业增长较好以外，其他行业在销售和利润率方面都有不少承压。一方面是因为天气较差，不是过份炎热就是下大雨和台风。另一方面是宏观环境的不确定和之前旺季吸虹效应令7月消费意欲和客流也很差，加上抖音渠道的增长，也一如我们之前所担忧的开始放慢。分行业来说，茶饮咖啡好于预期，服装和家电符合预期，而体育用品、餐饮和旅游-酒店都低于预期。

展望3季度，我们认为行业表现虽然比较分化，但业绩仍然会有一定的延续性。而由于宏观压力仍存，我们会更偏好消费降级和高股息的标的。

我们推荐瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)、绿茶集团(6831 HK, 买入)、达势股份(1405 HK, 买入)、安踏(2020 HK, 买入)、特步(1368 HK, 买入)、江南布衣(3306 HK, 买入)、JS环球(1691 HK, 买入)等。而相关标的包括锅圈(2517 HK, 未评级)、蜜雪冰城(2097 HK, 未评级)、古茗(1364 HK, 未评级)、Amer (AS US, 未评级)和泡泡玛特(9992 HK, 未评级)等。

■ 体育用品行业（维持看好）

2季度行业流水增长比较一般，对比1季度有所放慢，但因为折扣力度稍有加大，所以达成率不算偏离太多。按渠道来说，在线下（特别是客流）压力尤大的同时，线上也出现了一定程度的放慢，然后自营渠道，特别是 outlet 渠道，也是普遍比加盟表现良好。按品类来说，户外运动仍然一支独秀，不论是线上，还是线下表现，2季度的增长都比1季度好不少。根据上半年业绩，由于大部分品牌（除李宁和 Nike 外）成本端管控较好，所以业绩应该不会太差。

但进入7月，同比增长仍然乏力，就算是在低基数下，对比6月依然没有明显改善，所以达成率估计会低于预期。我们认为主要原因是天气（雨水和台风都比较多），其次就是宏观环境不稳定导致消费意欲较差（5-1和618折扣期带来的透支），以及线上渠道像抖音的高基数带来的放慢，还有新产品的创新力度不足等。展望3季度，我们的看法会更保守，预计在这些负面因素延续的情况下，不少品牌的达成率会面临较大风险，而且折扣率和库存可能会同步恶化。假如国家对消费行业的政策支持力度没有提高，我们认为未来的股价或会面临压力。在这种情况下，我们仅建议加仓小部分龙头公司。

我们的首选仍然是安踏(2020 HK, 买入)，原因是：1)户外品牌强劲增长，2)看好海外拓展和3)成本管控能力较好。而李宁(2331 HK, 买入)的复甦则比较遥远。

■ 服装行业（保持中性）

对比1季，2季度的行业销售增长略有放慢。线上增长比线下快速，但同样放缓。而且是在行业的整体折扣力度和补贴频次增加的情况下放慢的。我们认为核心原因是因为：1)需求正在转弱，2)以及抖音渠道因为基数越来越高所以增长放慢。7月份的增长，估计会和6月相近，对比5月会更慢一些，比较符合预期。

展望3季度，我们的看法会更趋保守，一方面是因为外部因素带来的冲击。中美贸易战虽然出现稍微稳定的情况，但我们观察到，实际上生意和消费意欲仍然有所转弱。另一方面，我们担心抖音渠道的增长，较大概率仍然会不好。

我们目前会较为推荐江南布衣(3306 HK, 买入), 主要因为公司最近在不同城市和门店加强了对中高端会员的精细化运营, 所以 5 月到 7 月的销售增长都比较不俗。另外从高股息率的角度来说, 江南布衣(3306 HK, 买入)、波司登(3998 HK, 买入)和利郎(1234 HK, 买入)都是可以推荐的。只是从基本面来说, 我们目前对他们的看法相对保守。

■ 餐饮行业 (维持看好)

2 季度行业同店销售仍然在下降, 但幅度对比 1 季度有所收窄, 当中量的下降比单价多, 同价从 24 年 4 季度比较稳定。品牌表现还是相对分化, 像绿茶和小菜园在 2 季度的同店增长都不俗, KFC 和 Pizza 则较为稳定, 而 Domino、海底捞、太二、九毛九、呷哺呷哺和凑凑都稍微承压。开店速度方面偏向保守, 少量良好品牌的增长保持快速, 其他品牌的增长则放慢, 或者关店较多。7 月份同店应该和 6 月份比较接近, 但在基数变低的情况, 表现算是低于预期。

展望三季度, 尽管我们仍然预期行业会持续反转, 但所需时间可能比预期较多。一方面是宏观经济开始转弱、消费需求改善减少和消费降级意欲重临或会对销售增长有所影响。另一方面是外卖大战的补贴也许会分流一些堂食订单, 加上行业的折扣力度也在加大, 所以不论是销售, 还是利润率, 都可能会比预期弱。

选股的话, 目前首推仍然是绿茶集团(6831 HK, 买入), 原因是同店销售增长已经转正, 其外卖订单强劲增长的同时, 利润率仍能持续改善, 加上价格相对低廉, 未来仍会受惠消费降级。而且目前估值很低, 但股息率略高。另外, 我们推荐达势股份(1405 HK, 买入)。尽管短期同店增长因为过去业绩太优秀而会有压力, 但仍然看好其中长线发展, 所以当前的股价回调绝对是买入的好机会。

■ 茶饮行业

2 季度行业的同店销售增长相当强劲, 比 1 季度有明显加速, 主要是受惠于低基数、外卖大战的补贴以及新产品品类的拓展等。7 月行业的同店销售增长仍然很快, 而且比 6 月更快, 均好于预期。我们估计蜜雪冰城的增长会在 10% 以上, 古茗 25% 以上, 瑞幸咖啡 15% 以上, 奈雪的茶也有 10% 以上的增长。从利润率的角度来说, 上半年以加盟为主的品牌表现会非常亮眼, 外卖大战的折扣, 主要是加盟商在门店端的付出, 品牌对加盟商的补贴相当有限。而以直营为主的品牌, 就需要看他们自身的营运效率, 像瑞幸拥有强大的标准化和数字化, 能使利润率保持稳定。但像奈雪的茶, 利润率也许仍然会承压。

展望 3 季度, 我们仍然维持看好看法, 主要是因为订单增长大概率会因为补贴、天气、爆品推出等原因维持快速。但在利润率方面, 上升空间可能没有上半年那么多, 因为我们认为品牌需要为加盟商及门店提供更多补贴, 从而影响自身利润。

目前首选仍然是瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入), 公司开店超预期后, 预计下半年仍然保持快速增长, 外卖相关费用令利润率承压, 所以对下半年的利润率预期较为悲观。展望未来, 如果产品结构继续改善, 供应链效率继续提升和同店增长仍能带来不错的经营杠杆, 业绩仍有超预期的空间。

■ 酒店行业 (维持看好)

2 季度行业 revPAR 仍在下跌, 估计在低单位数, 但对比 1 季度的中单位数下跌略有收窄, 当中 4 月和 5 月较好, 6 月转差不少。所以 7 月的 RevPAR, 虽然也会有低单位数下跌, 仍然会比 6 月好, 但比预期略差。下跌原因主要是 OCC 带动, 而 ADR 的下滑会较少。高档和中档酒店表现较差, 而经济型酒店则相对稳健。

展望 3 季度，我们的看法仍然不算十分乐观，预计对比 2 季度，RevPAR 仍然有可能停留在低单位数的水平，因为目前观察到暑假的订单仍然疲软，RevPAR 大概率会比 5-1 假期差，并会出现下跌。而且机票的价钱的上升也没有 5-1 假期那么多。我们相信这是因为宏观环境不稳定，像 PMI 正在转弱所以带来消费意欲的减少，另外酒店的新供应仍然较多，同比增长约在高单位数，比需求增长更多。我们相信供应增长速度已经在放慢，但要达到真正的供需平衡，还需要等待更长的时间。

■ 家电行业（维持中性）

2 季度行业全渠道增长约 30% 以上，比 1 季度的 50% 增长有所放慢。按品类来说，空调增长速度最快，其次是洗衣机和冰箱。平均单价在 2 季度也有约中高单位数增长，比 1 季度有些加速。而因为中高端的机型利润率普遍较高，所以我们估计 2 季度的业绩应该不错。进入 7 月，行业增长也只是略有放慢，仍然快速，算是好于预期。但当然，我们会密切关注行业在下半年进入高基数后的表现。

虽然从排产数据来看，未来几个月的增长会放缓甚至转负，但基于行业的渠道库存水平相当低，所以补库的订单需求仍然较强。所以展望 3 季度，我们看法会比较中性，虽然预计流水增长会减慢，但仍然会保持一定增长（和空调行业，在 25 冷年的增长目标也比较像），而品牌方的销售增长则会因为补库需求而比较稳健。长线来说，进入 2026 年，特别是国补退潮后，我们的看法会很保守，因为：1) 高基数开始出现，增长亦难免会转差，2) 出口业务增长也会放慢，3) 美国通胀重临，或会影响需求和销售增长。

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

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

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

7 月新能源车销量环比季节性回落，下半年后续月份有望逐月改善。十四家中国车企于 8 月 1 日公布了 7 月新能源车销量，合计销量同比增长 23%，环比下滑 5%。8-9 月随着汽车销售的季节性改善，以及置换补贴的重新落实，我们预计行业销量有望持续回升。

造车新势力方面，**理想汽车** 7 月销量环比下滑 15% 至 3.1 万台，低于市场预期；7 月 29 日，理想首款纯电 SUV i8 正式上市（将于 8 月 20 日交付），市场反馈低于此前的预期。同时考虑到增程车型的市场竞争加剧，我们认为今年理想汽车的销量预期仍有下调的风险。将于 9 月上市的理想 i6 或成为理想今明两年车型销量的关键。**蔚来** 7 月销量环比下滑 16% 至 2.1 万台，现款车型的销量压力仍然存在。但是 7 月 31 日正式上市的乐道 L90 凭借出色的性价比获得较好的市场反馈。虽然我们估算乐道 L90 的毛利率或明显低于其他同级别车型，但仍有望驱动蔚来整体销量的改善。**小鹏汽车** 7 月销量环比增长 6% 至 3.7 万台，创历史新高，得益于 G7 的交付和爬坡，全新 P7 也将于 8 月 6 日首发亮相。**零跑汽车** 7 月批发销量环比增长 4% 至 5 万台，创历史新高，零跑的全新紧凑型轿车 B01 已于 7 月 24 日上市，将推动三季度销量持续增长。

传统车企方面，**比亚迪** 7 月新能源乘用车批发销量环比下滑 10% 至 34.1 万台，我们测算 7 月公司仍在控制渠道库存的增加，逐步兑现此前对经销商的承诺。**吉利银河品牌** 7 月新能源车批发销量环比增加 5% 至 9.5 万台，表现好于主要竞争对手。吉利今年大部分重要的全新车型都将于下半年逐步上市，有望为公司销量增长带来新的动能，成为股价的催化剂。**长城汽车** 的 7 月新能源车型批发销量环比下滑 5% 至 3.5 万台，8-9 月将迎来坦克 500/400/700 的改款车型、魏牌高山 7 以及猛龙长轴版等车型，有望带动长城三季度整体新能源车销量的逐月改善。

8 月港股汽车公司将披露上半年业绩，近期股价回调创造买入机会：我们于 7 月 11 日发布了八家主要车企上半年的业绩前瞻，此后长城和广汽也发布了业绩预告。虽然今年二季度行业的价格战仍然严峻，我们认为领先的中国车企有望交出好于市场预期的业绩答卷。投资者在关注上半年业绩的同时，也将更加关注管理层对下半年公司和行业的展望。9 月随着行业销售旺季的到来，预计市场对汽车板块的投资热情有望回升。近期板块股价有所回调，主要车企的估值再次变得具有吸引力，提供了更好的买入机会。

■ 投资建议

推荐关注**吉利汽车**：公司于 7 月 1 日将全年目标从 271 万台上调至 300 万台（同比增加 38%），凸显了公司对今年市场份额大幅增长的信心。我们认为吉利可能是今年中国唯一能够上调销量目标的中国车企。三季度随着更多新车型的上市，包括银河 A7、银河 M9、极氪 9X 等，有望为吉利的股价提供正向催化剂。极氪的私有化也将加速吉利整体的新能源转型，提升公司内的协同效应，整合效果有望在未来 1-2 年中逐步体现。基于 2025 年 160 亿元的净利润预测，当前股价对应 10.5x FY25E P/E，估值相较其他车企仍有吸引力。

零跑汽车：我们认为零跑汽车凭借精准的市场定位和高性价比的产品已经在细分市场站稳脚跟。凭借 B 系列的三款新车上市，以及海外市场的逐步上量，公司今年的整体销量有望

超过 50 万台的销量目标。我们预计公司有望在今年二季度提前实现净利润层面的扭亏为盈。全年还将获得来自于 Stellantis 不超过 15 亿元人民币的碳积分交易收益，全年的盈利预测仍有上调空间。我们认为零跑是目前造车新势力中最为稳健的选择。

- **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

■ 乐观

乐观。重点开发商7月合同销售额同比-39%，月环比-19%，低于预期。其中金茂、滨江、越秀表现较强，分别同比增49%、25%、19%、6%，其余主要开发商表现均为负增长，其中金地、绿城、新城表现较弱，同比分别为-58%、-56%、-55%。7月为淡季，过去三年（2022-24）的7月份30城新房成交面积较6月环比回落幅度均值为25%。

我们对地产板块未来表现维持乐观预期，主要由于：1）政策仍处于宽松周期，如销售遇冷即存在进一步出台支持政策的可能；2）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；3）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、新城发展、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。从交易角度，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，物业管理存量市场是长期受益者，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）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

■ 人身险预定利率不对称下调，分红险转型成大势所趋

7月底中国保险行业协会公布二季度普通型人身险产品预定利率研究值为1.99%，环比下降14bps，已连续两个季度低于预定利率实际水平2.5%超过25bps，根据人身险预定利率动态调整机制，各险企宣布下调其普通型、分红型和万能型保险预定利率最高值50bps/25bps/50bps至2.0%/1.75%/1.5%，新备案产品将自2025年9月1日起全面上架。此次人身险预定利率调整有两大重点：1）产品切换时间缩短至1个月（此前调整均为2-3个月），反映险企负债端产品随资产端利率下行而动态调整的能动性增强；鉴于此前已历经多轮预定利率上限调整，预计此轮调整的“炒停售”影响对新单保费增长有限；2）分红

险与普通型、万能险预定利率调整呈不对称性，调整后分红险预定利率最高值与普通型人身险将缩小至 25bps（原：50bps），叠加随险企投资收益增长利好提升分红收益，预计分红险销售占比将进一步提升，未来险企分红险转型为大势所趋，带动负债成本压降。

展望下半年，我们预计险企新业务价值有望随价值率改善稳健增长，全年可比口径下有望实现双位数增幅。归母净利润方面，上半年伴随股债市回暖，FVTPL 固收和权益资产收益增长有望带动投资收益同比上行。净资产方面，国债利率二季度恢复下行趋势，负债端评估利率下行或导致保险合同负债上升，负向影响险企净资产，部分抵消 FVOCI 资产投资收益所带来的正向影响；预计负债准备金利率采用即期利率的险企（国寿、太平寿险、人保寿险）所受影响可能更大。从负债端来看，预计可比口径下寿险 NBV 将延续正增长，其中渠道差异将有显现。个险渠道方面，个险新单销售在人力调整和前期承保需求释放背景下或将承压；银保新单保费或快速增长，叠加报行合一和分红险销售占比提升，价值率提升有望带动银保 NBV 高增，支撑上半年 NBV 发展。预计上半年险企在可比口径下 NBV 增速将有所分化，但整体受价值率提升的带动，有望在可比口径下实现稳健增幅。

财险方面，上半年财险保费增速稳健，同比增长 5.1%；其中行业车险保费增速 4.5%，非车险保费增速 5.6%，其中 6 月车险/非车保费增速为 5.0%/4.4%，较上月环比回升 0.3pct/回落 1.9pct。车险件均保费企稳回升，我们维持全年车险行业保费增速为 5% 预测。非车保费增速环比回落，主要受 6 月健康险保费增速下降的影响，同比+5.7%（5 月：+21.5%）；但承保结构持续优化，未来预计健康险仍将是驱动非车保费增长的核心险种。承保综合成本率方面，1H25 险企承保利润有望显著改善，得益于大灾赔付下降，预计老三家 1H25 的综合成本率排序为：人保财险<平安财险<太保财险。

截至 7 月 31 日，港股中资保险交易于 0.2-0.6x FY25E P/EV，下行空间有限。维持行业“优于大市”评级，推荐三大主线：1) 财险龙头标的，推荐买入中国财险 (2328 HK, 买入)，保费增长稳健，有望达成全年强劲的 COR 指引，承保和投资双轮驱动盈利增长；2) 寿险标的推荐买入中国平安(2318 HK, 买入)和中国太平(966 HK, 买入)，资产负债匹配度持续改善，资产端弹性更高；3) 区域险企关注友邦保险 (1299 HK, 买入)，多元化布局推动新业务价值稳健增长。

■ 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；巨灾赔付超预期等。

资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 雅鲁藏布江水电项目将提升工程机械需求确定性

雅鲁藏布江下游（雅下）水电站七月宣布正式开工，总投资额约1.2万亿元人民币。我们估计工程机械采购占工程金额约20%，假设项目建设期为10年，相当于每年工程机械平均240亿元左右，相当于中国工程机械全行业年产值（我们估计约9,000亿元，包括出口）的2-3%。由于工程机械需求处于项目周期的前期，因此项目前期的需求可能高于2-3%，为工程机械需求带来支持和高确定性。

■ 6 月份出口总体上保持强劲，国内好坏不一

挖掘机的国内销售在经过5月份轻微下跌1%（同比）后，在6月份显著回升13%（同比），我们认为更新换代推动的上升周期仍然持续。短期而言，上游零部件制造商的排产量连续三月处于较快的增长中，预示下游的需求仍然强劲。出口方面，挖掘机出口同比增长19%，出口量创下六月份的历史新高。

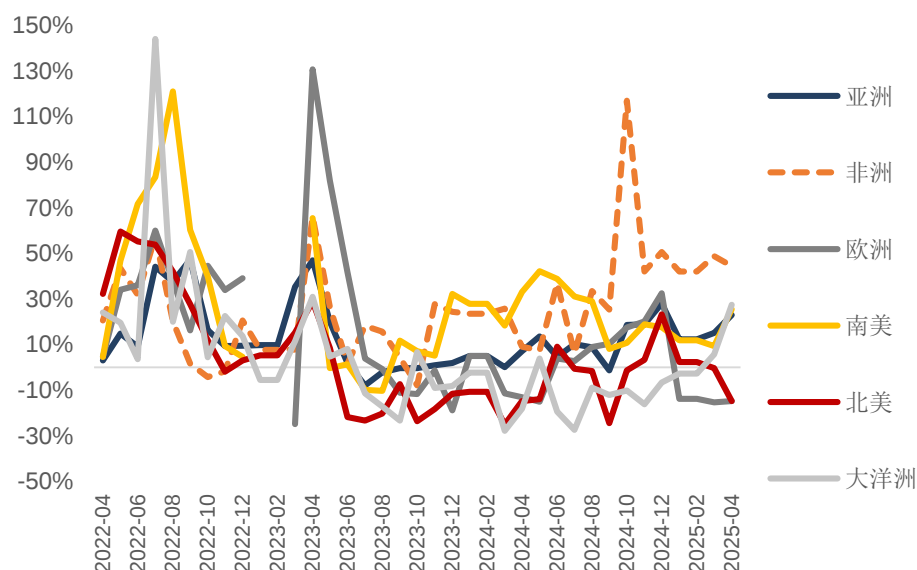
非土方机械方面，6月份销量继续涨跌互现。叉车以及履带起重机国内和出口销量均出现增长，而塔式起重机则疲软，国内销量和出口分别同比下降60%及13%。高空作业平台销量同比下降16%，主要受国内疲软销量拖累(国内-42%，出口+23%)。

图 11： 6 月份中国工程机械行业销量

	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
挖掘机	18,804	8,136	10,668	13%	6%	19%
轮式装载机	12,014	6,015	5,999	11%	14%	9%
汽车起重机	1,649	901	748	-5%	-8%	-2%
履带起重机	284	92	192	26%	31%	23%
塔式起重机	437	217	220	-45%	-60%	-13%
叉车	137,570	83,892	53,678	23%	27%	17%
高空作业平台	17,963	7,505	10,458	16%	-42%	23%

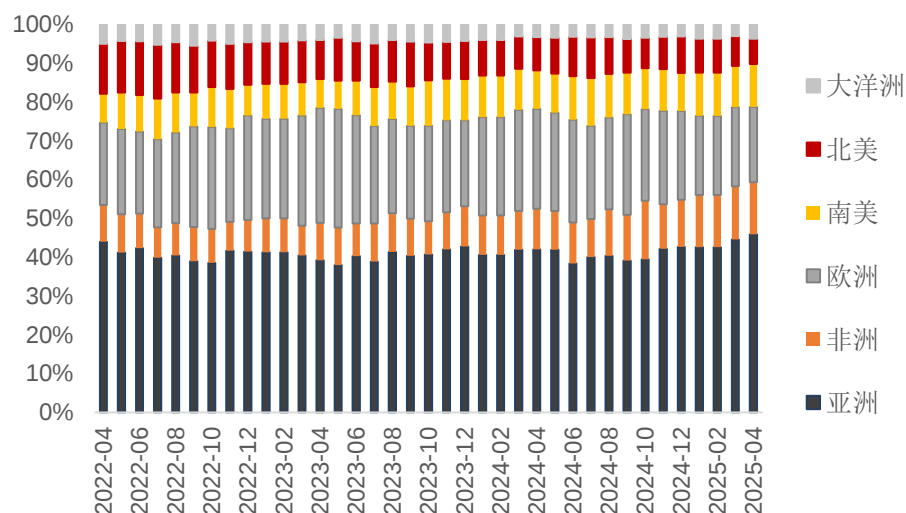
资料来源：中国工程机械工业协会

图 12: 中国工程机械月度出口金额同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 中国工程机械月度出口金额分布

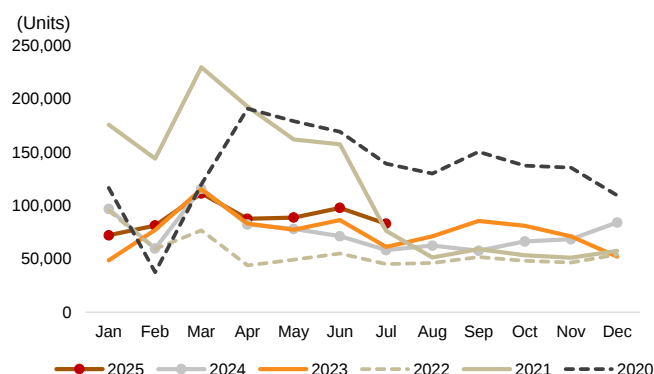


资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 7 月份重卡增速加快

重卡方面，7 月份批发量（国内+出口）同比大幅增长 42% 至 8.3 万辆，增长再次超出我们的预期，并带动今年前 7 个月的重卡销售同比增长 10%。强劲增长的主要驱动力源于 3 月份推出的重卡置换补贴政策的实施，当中涉及国四车的补贴（根据我们的推算相当于 30% 的保有量）。我们维持对今年重卡行业的乐观看法，并相信全年重卡销量的 10% 增速预测存在上调空间。

图 14: 中国重卡批发销售量



资料来源: Wind, 第一商用车, 招银国际环球市场

■ 选股建议

中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入) - 中联指已持续跟进雅下水电项目数年时间, 并已成功成立重大项目专项工作组, 在西藏当地设立了相关机构, 组织和协调推进与雅下水电项目相关的产品销售和服务, 目前公司的挖掘机、起重机、混凝土等多类设备已进入相关施工场地。我们相信中联将成为雅下项目的主要受益者。

三一国际 (631 HK, 买入) - 我们预计三一国际将在 2025 年重回增长轨道, 在掘进机需求企稳、大型港口设备放量以及国内宽体车好于预期的推动下, 将抵消综采相对疲软的销售。此外, 我们预期新兴业务板块 (包括光伏、锂能和智矿等) 的亏损将处于可控水平, 这将有助缓解市场担忧。鉴于盈利能见度正在改善, 我们认为当前 9-10x 2025 年市盈率的估值仍然具有吸引力。

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

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

■ 下行风险提示

- (1) 国内销量持续疲弱;
- (2) 出口增长在高基数下放缓。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。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的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

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