

策略观点

仍有向上空间

■ **宏观:** 中国经济放缓、通缩延续，但流动性宽松和反内卷政策预期将提振市场风险偏好。第四季度同比基数上升和前期政策刺激效应递减将使经济增速显著下滑，宏观政策可能再度发力，央行可能再次降准降息，财政扩张力度可能加大，新的提振消费政策可能出台。国债收益率、人民币汇率和股市可能走高，看好互联网、医疗、化工、资本品与必选消费板块。美国经济韧性与挑战并存，短期滞胀风险上升，家庭消费作为经济核心驱动延续放缓，劳工供需同时走弱，关税对通胀传递效应可能进一步显现，白宫削弱美联储独立性可能压低美元而推升通胀预期，中国去产能可能助涨大宗商品。美联储可能在9月降息一次，12月再次降息，明年降息两次。美元货币市场收益率可能小幅下降，经济放缓与通胀反弹相抵可能令国债收益率走平，美股可能小幅走高，看好估值/盈利性价比比较高的医疗、必选消费和受益于通胀与再工业化的原材料、工业、金融等板块。

■ **科技:** 乐观，2Q 业绩普遍好于预期，考虑关税影响低于预期、季报展望超预期、AI 服务器持续放量、全球 CSP 上调资本开支以及秋季端侧新品发布密集期，我们预计下半年板块将维持高景气度。1) 智能手机/PC: 2Q25 出货趋缓，低端机型和中国市场短期承压，但高端/折叠机型势头持续，关注秋季苹果/安卓新机发布及 AI 创新，看好明年折叠 iPhone 周期和规格升级。2) 服务器: 全球 CSP 上调资本开支，GB300/ ASIC 服务器下半年持续放量，液冷渗透率持续提升，ODM (工业富联/华勤/浪潮)、连接器 (鸿腾/立讯/安费诺) 和散热零部件 (比亚迪电子/奇鋌/双鸿) 指引下下半年相关收入增速 50-100%。3) 端侧 AI: 全球 AI 眼镜 2Q 出货量同比增长 222%，Meta 眼镜产能 2026 年将提升至 1000 万台，预计 Meta/小米/阿里/三星等新品下半年放量，全景相机和无人机新品 (大疆/影石) 出货量快速提升。4) 汽车电子: AI 大模型和硬件降本，比亚迪和小米布局加快智驾下沉，看好产业链发展机遇 (传感器/声学/连接器/显示屏/域控)。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/无人机/全景相机放量 (丘钛/瑞声)，GB300/ASIC 服务器需求 (鸿腾精密/比电) 及智驾下沉 (比电/小米/京东方精电)，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:** 未来三个月我们认为半导体行业将延续高景气度，受政策红利、全球资本开支和本土替代三大因素共振驱动。首先，政策方面，《人工智能+行动意见》确立到 2027 年智能终端和智能体普及率超 70% 的目标，推动全国一体化算力网络和“东数西算”工程建设，从需求拉动与供给支撑两端加快产业升级，系统性利好算力芯片、存储、先进封装和高速光通信，同时带动传感器、处理器、电源管理和 PCB 等需求。其次，全球 AI 资本开支持续上行，彭博一致预期显示海外四大云厂商 2025 年 CAPEX 同比+42.7%，国内云厂商 (腾讯、阿里、字节) 同比+35.9%。英伟达财报显示 Blackwell GPU 与 Spectrum-X 网络需求旺盛，主权 AI 快速兴起，验证 AI 基础设施投资的高回报属性。最后，中国市场在政策推动下智算中心建设加速，英伟达 H20 受限为国产 GPU 及设备材料厂商提供了窗口期，摩尔线程、沐曦等加快推进上市，设备与材料环节国产替代加速落地。整体看，政策红利、资本投入与国产替代将驱动半导体产业链进入新一轮成长周期。

推荐标的: 中际旭创 (300308 CH, 买入)、生益科技 (600183 CH, 买入)、地平线机器人 (9660 HK, 买入)、深南电路 (002961 CH, 买入)、贝克微 (2149 HK, 买入)、北方华创 (002371 CH, 买入)、豪威集团 (603501 CH, 买入)、中兴通讯 (000063 CH / 763 HK, 买入)。

■ **软件及 IT 服务:** 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

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

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。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)**。

- **互联网**：回顾 8 月业绩期，本地生活竞争激烈且超出预期、态势仍有望在 3Q 持续，在线娱乐类公司整体表现稳健，在 AI 时代中获益且业绩逐步兑现的公司股价取得良好表现。市场整体流动性仍较为充裕，高 beta 股票及市值体量较小的股票跑赢幅度较大。展望 9 月，我们看好：1) 估值处于较为合理区间，业绩表现稳健、盈利能见度高，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)**、**携程 (TCOM 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)**，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)**，和可灵 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)**。
- **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**中国生物制药 (1177 HK)**、**三生制药 (1530 HK)**、**巨子生物 (2367 HK)**、**固生堂 (2273 HK)**、**百济神州 (ONC US)**、**信达生物 (1801 HK)**。
- **食品饮料、美妆护肤**：经济复苏不确定性仍然较高，外部贸易环境尚未稳固，在多重不确定性下，我们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**：8 月的消费数据对比 7 月出现一定程度的环比改善，受惠于低基数和天气及客流略为好转，主题仍是“低单价、小确幸”，而受惠于电商平台补贴的行业表现较好。但随着国家补贴的退潮，线上平台因高基数而出现增长放缓也令我们担忧，叠加竞争加剧，折扣水平普遍增加，或使整体利润率承压。分行业看，餐饮、茶饮咖啡、服装和家电符合预期，而体育用品和旅游-酒店低于预期。
展望 9 月和 4 季度，我们预计行业表现继续分化，相对看好餐饮、服装和体育用品，对茶饮咖啡、酒店和家电则比较保守。风格上，考虑到宏观压力仍在，我们仍然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)**、**九毛九 (9922 HK, 买入)**、**锅圈 (2517 HK, 买入)**、**安踏 (2020 HK, 买入)**、**李宁 (2331 HK, 买入)**、**江南布衣 (3306 HK, 买入)**、**JS 环球 (1691 HK, 买入)** 等等。
- **汽车**：中报业绩披露收官，7-8 月投资者对业绩预期的博弈已靴子落地，市场关注重心重新转向新车周期与销量表现。二季度业绩呈现显著分化：新势力车企中小鹏 (XPEV US/9868 HK) 与零跑 (9863 HK) 超预期，理想 (LI US/2015 HK) 略不及预期；传统车企中吉利 (175 HK) 表现亮眼，长城

(2333 HK/601633 CH) 盈利能力大幅改善，比亚迪 (1211 HK/002594 CH) 受清库折扣及智驾新车成本拖累弱于预期；产业链方面敏实集团 (425 HK) 业绩稳健，汽车经销商盈利仍处历史底部。8月乘用车市场呈现季节性复苏，我们估计整体零售销量环比增长 6%；新能源车方面，蔚来、零跑及吉利银河 8 月销量齐创历史新高。随着旺季来临，“金九银十”或提振汽车板块投资情绪。投资标的聚焦：1) **吉利汽车 (175 HK)** 依托三大品牌下半年推出五款全新新能源车型，覆盖紧凑型轿车/中型轿车/中大型 SUV 等增量市场，有望成为股价催化剂；2) **零跑汽车 (9863 HK)** 将在今年剩余月份持续创造新的月销记录，二季度已成为公司持续盈利的起点，10 月 D 系列车型亮相有望催化市场情绪，近期股价回调提供配置机遇。

- **房地产和物管：**乐观。重点开发商 8 月合同销售额同比-10%，月环比+12%，符合预期。其中建发、金茂、招蛇、滨江、绿城等表现较强，分别同比增 69%、46%、39%、27%、20%，其余主要开发商表现均为负增长，其中金地、旭辉、美的、万科表现较弱，同比分别为-59%、-52%、-48%、-48%。7-8 月为传统成交淡季，过去三年 (22-24) 的 7-8 月 30 城新房成交面积只能达到传统旺季 6 月的 70-75% 左右；我们对地产板块未来表现维持乐观预期，主要由于：1) 北京上海的政策放松打开了新一轮的政策宽松，我们预计深圳或将成为下一个出台宽松政策的城市；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中，建议关注**华润万象生活 (1209 HK)**、**绿城服务 (2869 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：**中性乐观，权益增配成行业共识，分红险转型深入推进。上市险企中报业绩表现稳健，归母净利润普遍提升，得益于投资服务业绩在上半年权益市场的良好表现下同比改善的驱动。多家归母净资产较年初环比上行，体现资产负债持续完善。上半年银保新业务价值高速发展，除人保寿险、阳光人寿、太平人寿外，上市险企 1H25 银保新业务价值可比口径下增速均达到三位数，超出市场预期；个险新业务价值及新单保费增速放缓，符合市场预期，主要受分红险转型深入推进及代理人分级销售监管趋严的影响。鉴于代理人渠道新业务价值贡献占比仍不可或缺，短期增速放缓或仅代表阶段性趋势；上半年头部上市险企的代理人队伍规模基本稳定。投资方面，上半年各家险企进一步增配股票投资，其中对 OCI 股票增持趋势延续，反映在中长期利率中枢下行环境下，以持续稳健的股息收入弥补票息收入的下降的趋势已形成共识；在负债端分红险转型深入推进，叠加监管大力推进险资长钱入市的背景下，我们预计未来高股息仍将是险资资产配置的核心策略。上半年上市险企 OCI 股票持仓规模环比增速排序为：国寿 (+133%，占比 2%) > 平安 (+61.2%，占比 6.8%) > 人保 (+60.7%，占比 2.5%) > 阳光 (+26.4%，占比 10%) > 太保 (+25.9%，占比 3.3%) > 中国财险 (+23.8%，占比 6.8%) > 新华 (+22.3%，占比 2.2%) > 太平 (+2.4%，占比 2.9%)；对应来自 OCI 股票的股息收入增速排序为：新华 (+234%) > 太平 (+109%) > 阳光 (+95%) > 平安 (+86%) > 国寿 (+79%) > 太保 (+38%) > 人保 (+34%) > 财险 (+12%)。展望下半年，在去年同期 9.24 行情后股债双击的高基数下，我们认为险企下半年投资业绩分化或更趋显著，但增配高股息、加大长期股权投资或为各家险企应对当前低利率环境，平滑净利润波动、跨周期提升投资收益的中长期资产配置策略。

财险行业上半年承保综合成本率显著优化，得益于一季度大灾风险改善、车险费用管控趋严及各家险企主动压降高赔损类非车险业务等，费用率降幅扩

大，弥补赔付率小幅上行。我们预计下半年行业非车承保结构将进一步优化；伴随四季度非车险报行合一落地，非车险综合成本率有望在监管统一规范费用审批及执行下较大幅改善，推动险企非车综合成本率下行，对应承保盈利有望明显改善。

截至9月3日，港股中资保险交易于0.2-0.6x FY25E P/EV，板块估值有望随业绩兑现进一步修复。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, 目标价: 21.6 港元)**，全年强劲的COR指引有望达成，承保和投资双轮驱动ROE上行，推动估值持续回升；2) 寿险标的推荐买入头部险企**中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 29 港元)**、**中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 71 港元)**，基于资负匹配持续完善，负债端承保结构优化及投资端韧性不断增强；3) 区域险企关注**友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 89 港元)**，中期业绩中管理层新提出的中国增长策略有望深化集团长期新业务价值增长曲线。

- **资本品**：我们覆盖的工程机械公司1H25业绩普遍符合预期，头部公司在新兴市场特别是非洲均录得强劲增长，并预期增长趋势将会持续。重卡方面，潍柴(2338 HK/000338 CH)和重汽(3808 HK)1H25业绩略低于预期，尽管如此，我们认为7月和8月重卡行业销售的强劲增长将拉动3Q业绩。派息方面，工程机械和重卡企业总体上保持高派息比率。选股方面，我们看好**三一重工 (600031 CH, 买入)**受惠挖掘机的上升周期；看好**中联重科 (1157 HK / 000157 CH, 买入)**新兴市场 and 矿山机械的突破；看好**三一国际 (631 HK, 买入)**新兴业务和港口机械拉动全年盈利；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

公司名称	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	53.65	62.96	17%	28.4	22.2	N/A	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	42.74	60.55	42%	18.0	14.2	N/A	10.4	0.0%
丘钛科技	1478 HK	科技	买入	14.20	14.50	2%	19.1	16.0	N/A	14.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.24	47.37	12%	17.3	14.6	N/A	14.7	1.7%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	407.00	415.00	2%	38.2	29.2	N/A	47.1	0.3%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	48.53	41.1	N/A	35.4	27.4	N/A	21.0	2.4%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	9.81	12.30	25%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	182.25	235.00	29%	30.8	26.1	N/A	19.1	0.6%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	53.70	93.00	73%	15.4	12.1	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	357.28	460.00	29%	35.3	27.4	N/A	21.2	0.3%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	132.00	173.00	31%	38.3	25.5	N/A	15.8	0.0%
中兴通讯	763 HK	半导体	买入	32.22	42.00	30%	17.7	17.6	N/A	10.6	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	15.45	19.20	24%	456.1	144.3	6.1	1.3	0.0%
Boss直聘	BZ US	互联网	买入	23.98	25.50	6%	22.5	20.0	N/A	N/A	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	72.79	76.00	4%	20.2	17.9	1.9	18.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	134.27	160.00	19%	15.3	14.0	N/A	23.8	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	605.50	705.00	16%	20.4	18.1	4.8	20.9	0.8%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	135.58	158.80	17%	17.0	13.3	1.6	11.2	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	72.95	84.00	15%	14.1	12.1	N/A	25.2	0.0%
中国生物制药	1177 HK	医药	买入	8.91	9.40	5%	24.0	37.1	N/A	20.0	1.5%
三生制药	1530 HK	医药	买入	35.66	37.58	5%	8.6	29.9	3.1	36.8	3.5%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	58.50	71.30	22%	24.6	20.2	N/A	21.4	1.2%
固生堂	2273 HK	医药	买入	32.76	48.28	47%	16.7	12.7	2.7	15.9	0.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	341.80	359.47	5%	113.9	41.4	N/A	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	103.10	109.48	6%	162.7	112.3	8.7	5.3	0.0%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	50.95	57.75	13%	37.6	34.0	13.9	39.8	1.9%
巨子生物	2367 HK	必选消费	买入	58.50	71.30	22%	24.6	20.2	N/A	21.4	1.2%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	36.50	44.95	23%	159.7	128.3	5.4	27.7	0.0%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.20	10.74	49%	8.8	7.4	4.2	50.4	6.1%
九毛九	9922 HK	可选消费	买入	2.34	3.18	36%	21.9	11.3	0.9	4.2	2.3%
锅圈	2517 HK	可选消费	买入	3.16	4.80	52%	19.3	15.2	2.3	11.8	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	94.55	118.55	25%	18.6	16.3	3.5	22.8	0.0%
李宁	2331 HK	可选消费	买入	18.85	23.02	22%	18.4	15.1	1.7	9.1	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	21.22	18.68	N/A	11.2	10.1	N/A	38.9	0.0%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.92	2.4	27%	17.4	10.1	1.1	N/A	2.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	18.68	25.00	34%	9.8	9.3	1.9	20.0	4.1%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	62.75	80.00	27%	83.2	24.6	5.5	7.7	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	39.52	43.86	11%	20.3	18.1	5.8	28.8	4.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.74	6.61	39%	15.5	13.6	1.9	10.9	4.8%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.58	31.79	35%	9.6	8.5	3.6	38.9	7.3%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	18.99	22.60	19%	24.5	19.1	N/A	5.3	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	23.92	29.9	25%	16.0	14.0	1.4	9.8	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.12	21.60	19%	9.9	9.1	1.3	13.8	4.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	22.58	29.00	28%	6.9	6.4	1.0	15.8	3.5%
中国平安	2318 HK	保险	买入	55.45	71.00	28%	7.2	6.7	0.9	12.5	5.4%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.65	89.00	24%	13.6	12.2	2.2	15.7	2.7%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	6.48	7.40	14%	11.6	10.4	0.9	7.2	5.7%
三一国际	631 HK	资本品	买入	6.89	8.90	29%	8.8	6.9	1.5	17.7	4.9%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	88.00	92.00	5%	39.3	34.4	6.6	17.9	1.0%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	15.15	19.50	29%	9.9	9.0	1.3	13.7	5.6%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：巨子生物（2367 HK）为招银国际研究部医药组和必选消费组联合覆盖个股

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

中国经济小幅走弱。预计GDP增速从第二季度5.2%降至第三季度4.9%和第四季度4.6%，全年5%。7月社会零售、地产销售和固定资产投资明显降温。8月高频经济活动指数从1.12小幅升至1.18。进出口活动指标分化，8月前三周港口货物吞吐量同比增速从7月10%降至6.3%，但集装箱吞吐量增速从3.9%升至10.2%；出口海运价格环比下跌，其中非洲与欧洲同比转跌，美西与美东环线跌幅缩窄，东南亚与南美跌幅扩大，运力需求冲高回落，预示未来出口增速可能放缓。8月铁路货运与货车通行量班次同比增速分别从7月3.9%和1.5%升至4.8%和3.5%，但快递量和航空货运班次小幅回落。乘用车销量同比增速从7月6.1%降至8月前三周2.6%，因去年基数升高和补贴政策刺激效应递减。第四季度，因去年基数显著上升和政策刺激效应进一步递减，社会零售与地产销售增速可能大幅回落，经济增速面临较大下行压力，可能倒逼政策进一步宽松。

中国通缩延续，但反内卷政策改善通缩预期。7月中国CPI同比增速为零，PPI同比下跌3.6%，显示通缩延续。8月新车发布定价依然下跌，猪肉价格环比再次转跌，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。受反内卷政策影响，部分原材料和大宗商品价格反弹，光伏与碳酸锂价格环比连续上涨，水泥价格环比小幅转正，南华工业品指数连续上涨两月后小幅下跌。随着反内卷政策持续发力和上游价格回升，预计PPI跌幅可能逐步收窄，同比增速可能从第一季度-2.3%和第二季度-3.2%升至第三季度-3%和第四季度-1.7%，全年-2.5%低于2024年-2.2%。CPI同比增速可能在第四季度逐渐回升，全年0.2%与2024年持平。

房地产可能逐步企稳。由于政策刺激效应边际递减和关税不确定性冲击，4月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24年年末的68%和145%降至7月的37%和97%。8月新房和二手房销量低位反弹，同比增速分别从7月-20.6%和-4.8%回升至-11%和1.5%。房价继续下行，7月70城新房与二手房房价环比普遍下跌，8月二手房挂牌价幅度缩窄。一线城市房地产政策进一步宽松，北京与上海先后放松外环限购并优化房贷政策。由于同比基数升高，第四季度住房销量增速可能大幅下滑，倒逼政策可能进一步宽松。一线城市由于虹吸效应和供求基本面更好，新房库存比正逐渐向合理水平回归，预计房价可能在2026年上半年率先企稳；其他城市住房供大于求压力相对更大，房价企稳时间可能更晚。

宏观政策

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（前7个月一般公共预算收入完成全年预算61.8%，一般公共预算支出完成全年预算54.1%，政府累计净融资完成全年预算64.2%），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。8月个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息方案落地，体现财政与货币政策的协同配合，信号意义明显。第四季度，随着社会零售额增速显著放缓，中国可能扩大财政扩张力度，考虑出台新的消费提振政策。

货币政策可能延续宽松。预计第四季度将降准50个基点、降息10个基点。央行第二季度货币政策执行报告对目前经济定调为“经济运行稳中有进”，对物价表述从“物价持续低位运行”变为“物价水平温和回升积极因素增多”，显示反内卷和提振消费等政策的积极

作用。货币政策继续保持“适度宽松”基调，但新增“防范资金空转”，落实银行业“反内卷”，显示第三季度政策将保持平稳。由于近期充裕流动性助推股票市场强劲表现，第三季度降准降息可能性较小。人民币稳中偏强可能是政策部门偏好，我们留意到很多时候人民币中间价跟涨不跟跌。第四季度，随着社会零售额和地产销量增速大幅下降，货币政策面临进一步宽松压力，中国央行可能再度降准降息。

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，货币市场收益率可能保持在 1.3% 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，货币市场收益率可能降至 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显著下降，7 月以来 3 个月人民币 Hibor 保持在 1.75% 左右，随着人民币持续走强，人民币 Hibor 可能进一步小幅下降。

国债收益率可能回升。预计年末 10 年国债收益率升至 1.9% 左右。尽管经济增速放缓和通缩延续，但反内卷政策改善远期通缩预期，风险偏好回升和股市火热导致资金从债市流出，10 年国债收益率可能持续回升。第四季度，经济增速可能下行，但财政扩张力度可能加大，反内卷政策可能加快落地，通缩逐步改善，10 年国债收益率可能进一步小幅回升。

人民币兑美元可能走强。预计美元/人民币汇率可能从 8 月末 7.13 降至今年末 7.1 和明年末 7.05。一方面美元可能延续弱势，因特朗普加大对美联储控制将削弱国际投资者对美元资产信心，打击美元国际地位，推动美元走弱，另一方面中国扩大财政刺激、持续提振消费和反内卷政策将改善通缩预期，提升人民币国债收益率，提振人民币汇率。

中国股市处于牛市第二阶段，从科技与金融板块向原材料与工业进而向可选消费与必选消费板块扩散。尽管经济基本面走弱，但流动性充裕、政策预期和股市赚钱效应刺激资金进入股市。目前市场情绪高涨但还未显著过热，8 月两融交易量占市场成交额比例 11% 左右与过去十年历史均值接近，沪深 300、创业板和中小板换手率分别为 0.7%、3.5% 和 3.6%，高于过去 12 个月均值 1 个标准差左右。未来看好互联网、医疗、化工、资本品、必选消费等板块。

美国

宏观经济

经济增长将延续放缓。预计 GDP 同比增速从上半年 2% 降至第三季度 1.7% 和第四季度 1.3%，全年 GDP 增速从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 1.7%，2026 年升至 1.9%。第一季度 GDP 环比收缩 0.5%，关税预期带来抢进口和囤货，净出口对 GDP 增速贡献大幅为负，企业投资对 GDP 增速贡献大幅为正，联邦政府支出收缩，个人消费放缓，住宅投资低迷。第二季度 GDP 环比增长 3.3%，抢进口和囤货效应消退，净出口对 GDP 增速贡献转正，企业投资对 GDP 增速贡献转负，个人消费对 GDP 增速贡献回升，但仍低于 2024 年，联邦政府支出延续收缩，拉低 GDP 增速 0.31 个百分点；住房销量和开工延续走弱，住宅投资对 GDP 环比增速拖累扩大至 0.19 个百分点。展望下半年，经济或将进一步放缓，预计 GDP 环比平均增速可能回落至 1.1%，同比平均增速可能降至 1.5%，个人消费增速延续温和放缓，企业投资增速开始走弱，住宅投资增速仍在低位，政府支出增速可能小幅改善，净出口逆差可能小幅缩窄。

就业市场将维持弱平衡。7 月新增非农就业 7.3 万人，大幅低于预期，5-6 月新增就业大幅下调近 26 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。受关税影响，5-7 月商品生产平均每月减少 1.3 万就业，批发零售业平均每月减少 0.9 万人。受联

邦政府裁员等因素影响，2月以来联邦政府就业月均减少1.4万人。劳工需求大幅走弱，而移民政策可能减少劳工供应，就业市场呈现弱平衡，失业率仍在历史低位。首次领取失业金人数和裁员率依然较低，显示企业尚未大规模裁员，但持续领取失业金人数保持高位，职位空缺数下降，显示招聘需求下降和失业后再找工作难度增加。季调后劳动参与率从年初62.6%降至7月62.2%，其中外国人非季调劳动参与率从去年同期67.3%降至66.1%，显示特朗普移民政策对劳工供应负面影响。劳工供需趋于平衡，职位空缺数与失业人口比降至1.1，低于2019年水平。未来就业市场可能继续温和走弱，企业用工需求将进一步下降，预计第三季度月均新增非农就业可能降至8.5万人，失业率可能升至4.3%左右，第四季度失业率可能升至4.4%左右。

通胀可能短期反弹。预计PCE与核心PCE通胀可能从第二季度2.4%和2.7%升至第三季度2.7%和3%，第四季度小幅降至2.6%和2.8%，全年分别达到2.6%和2.8%，因基数效应可能导致能源价格跌幅收窄、关税对部分商品价格传递效应显现、大宗商品和劳动密集型服务业价格反弹等因素。因油价下跌，7月CPI环比增速从0.3%放缓至0.2%，但因核心商品价格上涨和服务通胀加速，核心CPI环比增速从0.2%升至0.3%。受关税政策影响，进口占比较大的家具、医疗护理用品、休闲商品和杂项用品等商品价格环比明显上涨。受移民劳工减少影响，机车维修、休闲服务和杂项个人服务等服务价格也有回升。预计8月CPI环比增速可能反弹至0.34%左右，核心CPI环比增速可能保持在0.3%左右。

住房市场将延续滞涨，降息后或小幅改善。上半年住房市场处于滞涨状态，销量低迷，成屋和新房成交量同比分别下跌0.6%和4%，新房开工许可数同比下降3.6%，建筑商信心指数降至2012年以来第三低，房价连续上涨但涨势放缓。住房供应有所改善，新房库存消化月数从2024年末8.2个月升至2025年7月末9.2个月，但环比小幅下降。但新房贷与存量房贷的巨大利差仍抑制房主换房需求，成屋库存消化月数从2024年末3.2个月仅小幅升至2025年7月末的4.6个月，仍处于历史低位。下半年住房销量可能仍在低位，美联储可能降息两次将提振需求并解冻供应，住房销量可能小幅回升。住房开工活动可能延续疲弱，住房库存消化月数可能缓慢回升，房价涨幅将进一步回落。

宏观政策

白宫政策重点从关税转向减税、低油价、低利率、弱美元和产业政策。关税政策最坏时刻过去，美国已与主要盟友包括英国、欧盟、日本、韩国等达成贸易协定，联邦巡回上诉法院再次裁定关税违法将等待最高法院最终判定。由于部分商品豁免和全面征收面临技术性难题，7-8月美国有效关税税率停留在10%左右，低于市场先前预期的超15%。预计有效关税税率最终升幅可能在12个百分点左右，影响GDP增速0.7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。大而美法案将从明年生效，预计减税政策可能导致10年内赤字增加近3.3万亿美元，提升年均GDP增速0.3个百分点。白宫偏好低油价，政策手段包括国内去监管提升原油产量和施压OPEC增产。白宫偏好低利率，政策手段是加强对美联储控制，尽管可能推动政策利率下降，但对长期国债收益率可能适得其反。白宫偏好弱美元，对美联储独立性削弱和预期自我实现可能推动美元走弱。白宫将在战略金属、半导体、药品等关键产业推进产业政策，通过高关税、招商引资、政府购买等方式扶持国内产业。

美联储面临就业放缓、通胀反弹和白宫对央行独立性威胁等多重压力。我们预计美联储可能在9月降息一次，12月再次降息，明年降息两次。根据泰勒规则，如果未来3个月失业率升幅比通胀升幅一半高出至少0.25个百分点，那么美联储应该降息；如果未来3个月失业率升幅比通胀升幅一半低出至少0.25个百分点，那么美联储应该加息；其他情况下，美联储应该保持利率不变。鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会讲话比预期鸽派，市场对9月降息预期大幅升温，目前预期概率在85%左右。特朗普试图通过威胁鲍威尔和解雇美联储理事库克来增加对美联储控制力，但总统缺乏直接解雇权力，目前解雇还未生效，控诉缺乏法

律依据。但特朗普对美联储加强直接控制的尝试可能削弱市场对美联储独立性信心，加剧通胀预期不稳，增加美元贬值压力，降低国际投资者对美元资产需求，推升美国长期国债收益率。

金融市场

美元货币市场收益率可能小幅下降。在美联储 9-12 月可能两次降息之后，年末美元货币市场收益率可能降至 3.75%-4%。美元是主导性国际货币，今年前 7 个月美元在国际支付中份额近 50%。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。

美国国债收益率短期可能在 4%-4.5% 震荡。8 月 10 年期国债收益率处于 4.2-4.3%。未来数月，经济走弱带来国债收益率下行压力，但通胀反弹和白宫对美联储独立性削弱带来国债收益率上行压力，多因素抵消后国债收益率可能区间震荡，年末 10 年国债收益率可能达到 4.2%。2026 年经济增速小幅回升，通胀明显回落，国债收益率可能小幅下降，预计 2026 年末 10 年国债收益率降至 3.9% 左右。由于政府债务率高企、供应链撕裂和白宫对美联储控制等因素，超长期国债收益率很难明显下降。

美元指数可能下降，年末降至 95 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。我们预计未来 2-3 个季度美元指数可能下降，一方面白宫加强对美联储控制将压低美元短期利率，削弱国际投资者对美元资产信心，另一方面美欧经济增速差缩小和财政政策分化将提振欧元。

美股可能小幅走高，预计标普 500 指数 9-12 月上涨 2%，美股盈利增速可能适度下调。标普 500 指数今年 EPS 增速预期从年初 12.5% 降至 6 月初 6.4%，又升至 8 月下旬 8.4% 左右。随着个人消费走弱和关税对企业利润影响显现，美股盈利增速可能再度下调。美股估值仍在历史高位，目前动态 PE 为 24.4 倍，较过去 10 年均值 20.5 倍超 1.5 个标准差，今年预测 ROE 为 18.6%，2025-2026 年 EPS 年均增速 10% 左右，PEG>1，估值/盈利性价比不高。AI 板块叙事面临挑战，因实际成效仍低于预期，主要投资集中在少数几个科技巨头，市场担忧 AI 相关资本开支放缓风险。我们看好估值/盈利性价比较好的医疗（动态 PE=17.9 倍，ROE=18.4%）、通讯服务（动态 PE=20 倍，ROE=23.9%）与必选消费（动态 PE=20 倍，ROE=23.9%）和受益于大宗商品反弹与再工业化政策的原材料（动态 PE=23 倍，ROE=10.7%）、工业（动态 PE=26.8 倍，ROE=23.3%）与金融（动态 PE=18 倍，ROE=12.3%）。

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

关税压力边际缓解，关注3Q端侧AI新品发布及G300/ASIC产业链持续放量

乐观，产业链2Q业绩普遍好于预期，得益于关税前拉货需求、AI服务器持续放量以及端侧AI出货强劲，随着关税影响低于预期、季报展望超预期、全球CSP上调CAPEX以及秋季端侧新品密集发布，我们预计下半年板块将维持高景气度，具体展望如下：1) 智能手机/PC：2Q25出货趋缓，低端机型和中国市场短期承压，但高端/折叠机型势头将持续，关注秋季苹果/安卓新机发布及AI创新，看好明年折叠iPhone周期和规格升级。2) 服务器：全球CSP上调资本开支，GB300/ASIC服务器下半年持续放量，液冷渗透率持续提升，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/奇铨/双鸿）指引下半年相关收入增速50-100%；3) 端侧AI：全球AI眼镜2Q出货量同比增长222%，Meta眼镜产能2026年提升至1000万台，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下沉，看好相关产业链发展机遇（传感器/声学/连接器/显示屏/域控）。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/无人机/全景相机放量（丘钛/瑞声），GB300/ASIC服务器需求（鸿腾精密/比电）以及智驾下沉（比电/小米/京东方精电），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：2Q25出货趋缓，关注秋季苹果/安卓新机发布及AI创新

全球/中国智能手机2Q出货增速放缓至+1%/-4%，受到关税波动以及全球宏观不确定影响，低端安卓机型和中国市场表现不及预期。展望下半年，1) 苹果指引3Q收入同比增长高个位数，AI功能持续迭代；2) 小米2Q手机收入/出货量同比-2.1%/持平，毛利率环比下降，受零部件成本及产品结构变化影响，并调整全年出货目标至1.75亿台；3) 传音2Q收入/出货同比下降6%/3%，ASP/毛利率环比提升，受益新品上市和产品结构优化；4) 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。

我们预计下半年全球手机市场需求趋缓，但市场明显呈现高端化趋势，看好苹果2026年首款折叠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。整体上，由于下半年密集发布的新机型将有望加快设计创新及AI融合，预期光学、结构件、散热VC和折叠屏等领域将持续受益规格升级，利好瑞声科技、丘钛科技、比亚迪电子和立讯精密等。

PC方面，2Q全球出货量同比+6.5%，主因Win11更新周期以及美国以外地区需求较佳。展望2025年下半年，由于更多主流AI PC推出、Win11更新需求以及宏观环境不确定性，我们预计下半年整体出货将趋于平稳，商用PC出货量维持增长，但消费PC将持续面临压力，全年出货预计低个位数增长。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：全球 CSP 上调资本开支，看好 GB300/ASIC 服务器放量，液冷散热有望加速
 在训练和推理模型共振推动下，全球和中国 AI 基础设施建设蓬勃发展，海外和国内 CSP 持续超预期上调资本开支，推动 AI 服务器和交换机需求高增长。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）2Q 营收持续较快增长，展望下半年，1) 鸿海：预计 AI 服务器业务 3Q 收入同比增速超 170%，机柜出货量有望环比增 300%，下半年 GB200 与 GB300 转换顺利，预计 2025 年 AI 服务器相关收入有望突破新台币兆元规模。此外，公司 ASIC 客户基础扩大，积极覆盖新增的三家 ASIC CSP 客户。2) 广达：预计今年服务器业务将同比双位数增长，AI 服务器占比将超 50%，下半年 GB200/300 持续放量，同时已取得 CSP ASIC 服务器大单。

随着 GB200 NVL72 于 2025 年放量出货，CSP 将加速规模化导入液冷散热技术，液冷正逐步成为 AI 服务器标配。TrendForce 预计 AI 数据中心的渗透率将从 2024 年 14% 提升至 2025 年 33%，并于未来数年持续成长。液冷渗透率持续提升，带动冷板模组、快接头、分歧管与相关零部件的需求扩张。1) 奇鋌：2Q 收入同比增长 80%，创单季历史新高；1H 服务器与网通领域相关收入增长 150%，2Q 散热产品营收占 60%。2) 双鸿：预期 2025 年服务器水冷营收将增长 3-5 倍，营收占比从去年的 10-15% 大幅提升至 30-40%，带动伺服器整体营收翻倍成长。

整体上，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，GB300 下半年进入样品生产，全年 GB200/GB300 机架预估 30k-40k 柜，2026 年 50-60k 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，中游主要以服务器品牌和 OEM/ODM 厂商为主。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，包括鸿腾精密的 GB200/300 服务器高速连接产品和液冷零部件、比亚迪电子的 AI 服务器产品有望量产出货、以及蓝思科技（6613 HK，未评级）的液冷系统和接头产品预计 2025 年内量产。

3) 端侧 AI：AI 眼镜有望超预期，重点推荐 AI 眼镜/全景相机/无人机产业链

1Q/2Q25 全球 AI 眼镜销量为 60 万/87 万台，同比增长 216%/222%，我们预计在 2H25 将迎来更强劲的增长，2025 年出货量将同比增长 135% 至 550 万台，其中预计 Meta 出货 400 万台，小米和其他品牌 30 万-50 万台。自 Ray-Ban Meta 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。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 5000 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的人工智能产能加快扩张（26 年达 1000 万台）。

展望下半年，我们预计将有更多新产品发布，1) Meta 将在 9 月 17-18 日的 Connect 大会上加速产品拓展，推千元级带屏眼镜 Celeste 及多款新品（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。

随着大模型持续更新迭代，AI 眼镜的用户体验和用户场景不断丰富，我们看好 AI+AR 智能眼镜将成为主流终端，深度参与的供应链明显受益，包括：AI 眼镜品牌小米/TCL、光学领域的丘钛科技、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：关注智驾下沉趋势带来产业链发展机遇

比亚迪和小米新品布局加快智驾渗透率，小米首款 SUV 车型 YU7 正式上市，上市 18 小时锁单量突破 24 万，公司 7-8 月份交付超 3 万台，二期工厂产能有待起量。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，域控制为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、瑞声科技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。1) 智能手机：中国市占率年增 1pct，有望进入全球“2 亿台俱乐部”，毛利率短期受内存/电池成本上涨拖累，预计 4Q 新品上市后回升。2) AIoT：海外新零售 2025 年计划开店 400-500 家，2026 年目标超 1000 家，推动海外增长。3) 电动汽车：2027 年进军欧洲（复制中国模式），毛利率稳态水平，短期目标实现单季度盈利。4) AI 与研发：2025 年研发投入 300 亿元，25% 聚焦 AI（大模型、芯片、OS）；端侧 AI 为长期趋势（已应用于手机/汽车/AI 眼镜）。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 2025-26 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 年收入/净利润将同比增长 20%/40%。分业务板块来看，1) ED&PM（触感/VC/铰链）：2025 年全年预期马达业务收入将同比增长 18-20%，而精密结构件将同比增长 15-20%，毛利率 30% 以上，其中新业务 VC 散热板收入增长 3-4 倍；2) 光学（6P/WLG/32MP 镜头）：2025 年收入将同比增长 20%，毛利率 10-15%，其中塑料镜头毛利率 30% 以上，WLG 出货量在 2025/26 年将达 1000-1500 万片/2000 万片，镜头模组毛利率稳定在 4-6%；3) MEMS/传感器（AI/麦克风）：2025 年全年预期销售额同比增长 100%，毛利率 15-20%；4) 声学（SLS/模组）：收入稳定增长，新产品量产将推动 2025 年下半年预期毛利率反弹。除了 AI/折叠屏手机升级外，我们对非手机业务持积极看法：1) AR 眼镜（光波导片）：项目中标，目标 2026 年大规模量产；2) 汽车声学：在国内旗舰 SUV 项目（32 个扬声器）中标及在欧洲赢得新客户；3) 无人机/运动相机；4) 机器人灵巧手大规模量产，并获得多个项目中标。

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, 预计 2025 收入/净利润同比增长 19%/187%。展望 2025 年, 管理层上调出货量指引: 1) 非手机 CCM: 出货量同比增长 60% 以上 (此前为 40%+) , 由汽车项目量产以及无人机/激光雷达订单所驱动。2) FPM: 出货量同比增长 30% 以上 (此前为 20%+) , 由超声波 FPM 增长势头和份额提升驱动。3) 维持 2025 年其他指引: 32MP+CCM 占比 55% 以上、以及潜望式模组出货量同比翻倍。我们预计下半年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) , 非手机业务 (无人机/汽车/XR) 增长潜力以及指纹识别模组规格升级。催化剂包括非手机产品的发布 (无人机/手持设备/运动相机) 、汽车类产品出货量的提升以及指纹识别模组市场份额的扩大。

4) 比亚迪电子 (285 HK) : 我们对公司前景持正面看法, 看好可折叠 iPhone、汽车和 AI 服务器等增长动力。1) 智能手机: 可折叠 iPhone 升级及稳定组装业务, 2025 年专注于高端零部件和成都工厂的效率提升, 2026 年公司指引美国客户零部件收入将同比+50%。2) 新能源汽车: 2025 年公司保守预测同比增长 35-40%, 2025 年收入同比+35-40% (此前为 +50%) , 毛利率保持稳定, 得益于母公司订单强劲且份额增长 (热管理份额 50%+, ADAS 份额主供) , 预计 2026 年欧洲客户将快速扩张。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。2025 年 AI 服务器 ODM 收入将达到 30-50 亿元, 液冷产品 25 年下半年海外客户量产, 光模块于 25 年下半年实现 800G 量产准备, 1H26 实现 1.6T 量产, 电源相关的机架 HVDC 产品将于 2026 年末或 2027 年开始出货。催化剂包括 iPhone 的发布/升级、AI 服务器产品的市场占有率、机器人技术的更新以及毛利率的提升。

■ **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 (852) 9205 1609
 | 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 5336 4682
 | 蒋嘉豪 / Jiangjiahao@cmbi.com.hk

■ 政策驱动：AI+行动意见确立产业战略地位

国务院发布的《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》提出，到 2027 年新一代智能终端和智能体普及率超 70%，2030 年突破 90%，2035 年全面进入智能社会。这一顶层设计与十年前的“互联网+”战略同等重要，标志着我国迈入智能经济新阶段。文件不仅明确了阶段性目标，更强调从“需求拉动”与“供给支撑”两端协同发力：一方面，通过构建全国一体化算力网络、推动“东数西算”等工程，加大对 AI 基础设施的投资；另一方面，强化 AI 芯片及关键半导体环节的创新突破，加快技术标准化和规模化应用。我们认为，这将系统性利好算力芯片、存储芯片、先进封装和高速光通信等核心环节，同时带动智能终端所需的传感器、处理器、电源管理及 PCB 等配套需求，全面撬动半导体产业链进入新一轮黄金发展周期。

■ 全球 AI 资本开支：需求持续上行

彭博一致预期显示海外四大云厂商（微软、谷歌、亚马逊、Meta）2025 年合计资本开支同比增长 42.7%，国内百度、阿里、腾讯预计增长 35.9%。

英伟达 2026 财年二季度业绩强化了全球 AI 基础设施投资的高景气：

- 收入 467 亿美元，同比+56%/环比+6%，毛利率 72.7%；
- 三季度收入指引 540 亿美元（不含 H20），环比+16%，远超市场预期；
- Blackwell GPU 销售创新高，网络业务收入 73 亿美元，同比+98%/环比+46%，Spectrum-X 年化收入破 100 亿美元；
- 主权 AI 需求快速增长，预计 2025 年市场规模 200 亿美元；
- 管理层预计四大云厂商 2025 年资本支出达 6000 亿美元，到 2030 年市场机遇或扩至 3-4 万亿美元。投资回报率改善显著，GB200 单机投资回报率可达 10 倍。

■ 中国市场：自主可控与本土替代加速

“东数西算”与政策推动下，阿里、腾讯、百度、字节等正加快智算中心建设。英伟达 H20 在华出货受限，二季度相关收入仅 6.5 亿美元，三季度指引未计入中国市场。若局势缓和，H20 潜在收入可达 20-50 亿美元。

公司测算 2025 年中国 AI 芯片市场规模将达 500 亿美元，若正常化英伟达份额可达 40%。短期受限为国内算力芯片、半导体设备与材料厂商提供了窗口期。国产 GPU（摩尔线程、沐曦等）快速推进上市，设备与材料（如北方华创）加速突破。

■ 重点推荐

❖ 算力产业链

■ 中际旭创（300308 CH，买入，目标价：415 元人民币）

2Q25 收入人民币 81 亿元（同比+36%，环比+22%），净利润 24 亿元（同比+79%，环比+52%），超彭博一致预期 28%。毛利率/净利率分别创 41.5%/29.7% 新高。800G 出货强劲，1.6T 已量产并获头部云厂商认证，硅光子方案显著提升利润率。我们将 2025/26 年净利润预测上调 28%/30%。

- **生益科技 (600183 CH, 买入, 目标价: 41.1 元人民币)**
 2Q25 收入同比上升 36%, 净利润同比上升 60%, 超彭博一致预期。CCL 与高端 PCB 业务强劲增长, 子公司生益电子盈利同比+3 倍, 为 AI 服务器材料核心供应商, 具备高端化布局对冲铜价上涨能力。
- **深南电路 (002916 CH, 买入, 目标价: 235 元人民币)**
 2Q25 收入 57 亿元 (同比+30%, 环比+19%), 净利润 8.69 亿元 (同比+43%, 环比+77%), 毛利率提升至 27.6%, 净利率创历史新高 15.5%。PCB 业务受 AI 服务器/数据中心/汽车电子驱动, 研发与扩产并行, 长期成长逻辑清晰。
- **中兴通讯 (000063 CH / 763 HK, 买入/买入, 目标价: 57 元人民币/42 港元)**
 2025 年上半年收入同比增长 15% 至 716 亿元, 但净利润下降 12% 至 51 亿元, 毛利率与净利率受 AI 服务器业务拉动下滑。分业务看, 运营商收入同比-6%, 主要受国内电信资本开支疲软拖累; 消费业务同比+8%, 受益于海外手机出货和品牌增长; 政企业务则成为核心引擎, 收入同比增长 110%, 其中服务器和存储销售超 200%, AI 服务器占比约 55%。我们认为, 中兴作为 AI 基础设施与国产化的关键受益者, 未来增长确定性较强。
- ❖ **自主可控:**
- **北方华创 (002371 CH, 买入, 目标价: 460 元人民币)**
 2Q25 收入 79 亿元 (同比+22%), 净利润 16 亿元 (同比-2%, 环比+3%), 净利率升至 20.5% 新高。设备业务上半年同比+50%, 刻蚀/沉积/热处理/清洗合计占比超 80%。公司拓展离子注入并收购芯源微 (688037 CH, 未评级), 产品矩阵扩展, 市占率提升, 稳居国产替代核心龙头。
- **贝克莱 (2149 HK, 买入, 目标价: 93 港元)**
 2025 年上半年收入同比持平在 2.92 亿元 (高基数下仍创新高), 净利润同比增长 14.9% 至 7700 万元, 净利率提升至 26.4%, 保持强劲盈利能力。公司继续扩展产品组合, SKU 总数达 850 个, 研发效率保持稳定; 同时主动调整经销商结构, 短期压制销售但提升长期韧性。受制于产能瓶颈, 公司下调 2025 年收入增速预期至+16%, 但因运营效率改善, 净利预计影响有限。凭借独特晶圆业务模式和自研 EDA 平台, 预计毛利率将维持 50% 以上、净利率 26% 以上。我们看好其在工业模拟及长尾市场的长期成长潜力。
- ❖ **新兴应用**
- **地平线机器人 (9660 HK, 买入, 目标价: 12.3 港元)**
 1H25 收入同比+68% 至 15.7 亿元, ADAS 解决方案收入同比+250%, 出货量翻倍至 200 万件, 中高端产品同比+6 倍。市场份额领先 (基础 ADAS 45.8%, 整体 ADAS 32.4%)。NOA 渗透率从 20% 升至 32%。尽管亏损扩大至 52 亿元, 但毛利率保持 65% 以上, 长期成长空间明确。
- **豪威集团 (603501 CH, 买入, 目标价: 173 元人民币)**
 1H25 收入同比+15% 至 140 亿元, 净利润同比+48% 至 20 亿元, 净利率提升至 14.5%。核心 CIS 业务 103 亿元 (+11% YoY), 车载 CIS 同比+30% 至 38 亿元, 占比 37%, 全球市占率约 30%。新兴 CIS 同比+249%, 医疗 CIS 同比+68%。手机 CIS 短期承压 (-19% YoY), 2025E 预计-15%, 但 2026E 新产品周期将恢复增长。预计 2025/26 年净利润+24%/+50%。
- **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。

软件与 IT 服务

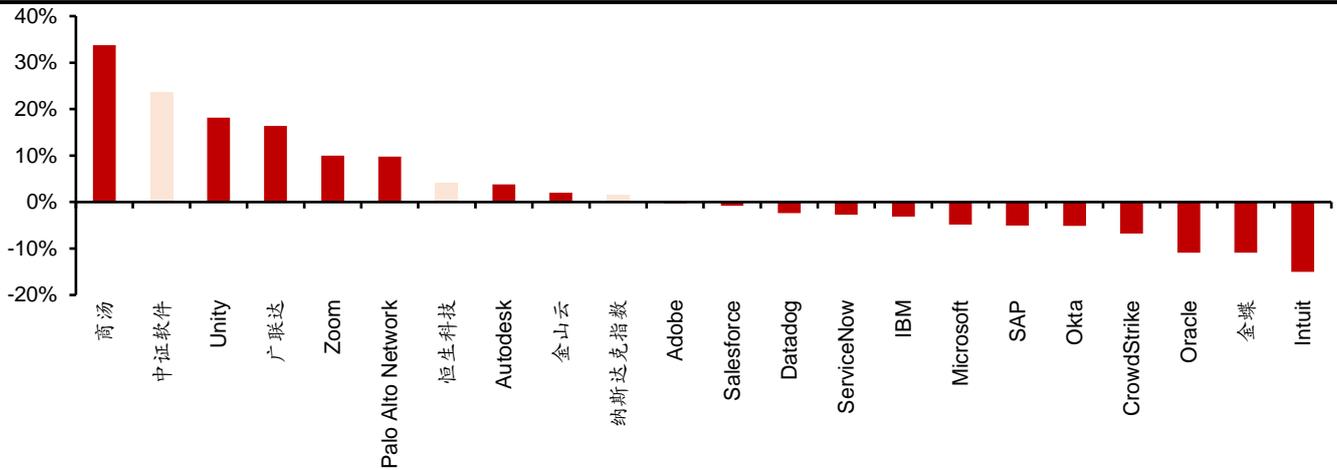
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

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，我们认为增长趋势有望延续。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。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）。

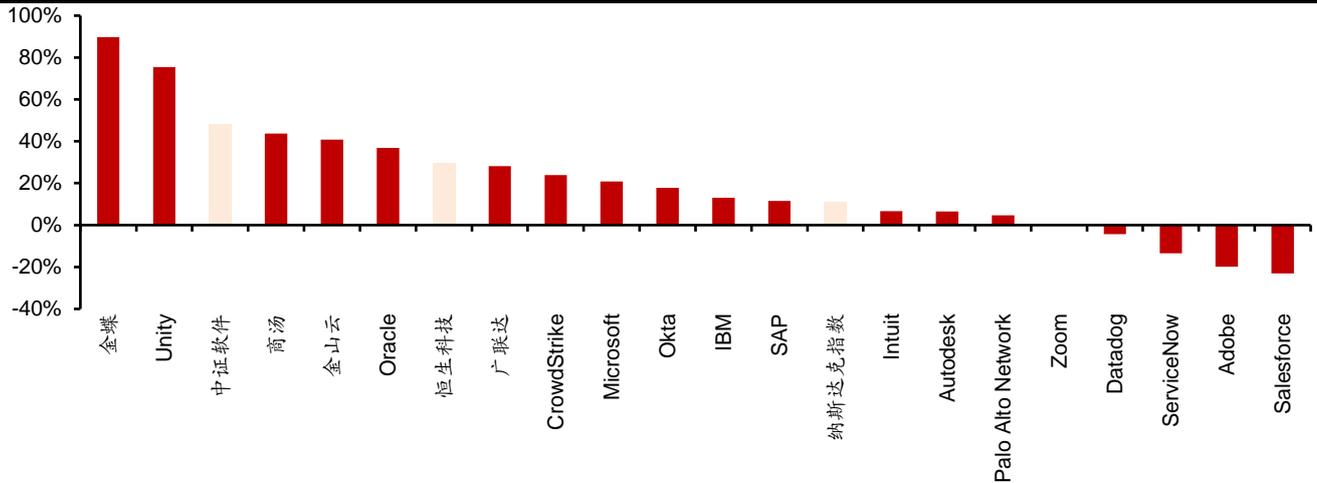
8 月恒生科技指数上涨 4%，纳指上涨 2%，商汤（20 HK）/Unity（U US）/广联达（002410 CH）涨幅领先。商汤科技发布 1H25 业绩：总营收同比增长 36%至人民币 23.6 亿元，较招银国际预期高 6%，主要得益于生成式 AI 业务的强劲营收增长；经调整净亏损同比收窄 50%至 11.6 亿元，主要得益于运营杠杆效应及组织架构调整。2025 年 8 月国务院发布《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，进一步提振 A 股及港股软件板块情绪。

图 2: 8 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场
注：数据截至 2025 年 8 月 31 日

图 3: 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 31 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 8 月国务院发布《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》, 提出加快 AI+科学技术/产业发展/消费提质/民生福祉/治理能力/全球合作 6 大重点领域的深度融合, 强化基础支撑能力, 目标到 2027 年/2030 年新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%/90%, 到 2035 年中国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段。互联网与软件板块下, 我们建议关注《行动意见》中的几项措施: 1) 鼓励发展算力云服务: 政策推动国内 AI 算力云服务快速增长, 利好目前在 AI 算力储备、服务与运营能力领先的头部厂商, 例如百度 (BIDU US)、阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK) 与高汤 (20 HK); 2) 加强智能消费基础设施建设, 提升文娱、电商等生活服务品质: 该主线下我们看好具备良好大模型技术实力、领先 AI 应用产品能力以及丰富 AI 应用场景的互联网企业, 包括腾讯、阿里巴巴、快手 (1024 HK); 3) 在软件等领域, 推动新一代智能终端、智能体等广泛应用: 我们看好金蝶国际 (268 HK)、多点数智 (2586 HK), 公司分别处在 AI+ERP、AI+零售领域的领先梯队。

■ 推荐买入金蝶国际

金蝶国际 (268 HK): 金蝶 1H25 营收为 31.9 亿元人民币, 同比增长 11.2% (1H24: 11.9%; 2H24: 8.8%); 归母净亏损为 9770 万元人民币 (1H24: 亏损 2.179 亿元人民币), 略低于彭博一致预期的 7300 万元, 主因运营费用略高于预期。管理层分享了其三大战略重点的关键进展及发展目标: 1) 订阅业务: 1H25 云订阅收入同比增长 22.1%, 占总营收的 52.8%; 2) AI: 1H25 人工智能合同额超 1.5 亿元人民币, 管理层指引 2030 年人工智能相关收入将占总营收的 30% 以上; 3) 全球化: 管理层期望未来 3-5 年国际业务收入占总营收的比例达到 5%-10%。我们依然看好金蝶是我们覆盖标的中 AI 应用时代的主要受益者之一, 并认为 AI 商业化进展、营收增速随宏观环境回暖与数字化需求增加而回升是股价上涨的关键驱动力。我们给予金蝶的目标价为 19.2 港元, 基于 2025 年 EV/sales 8.4x, 与两年均值加两个标准差一致。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。

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

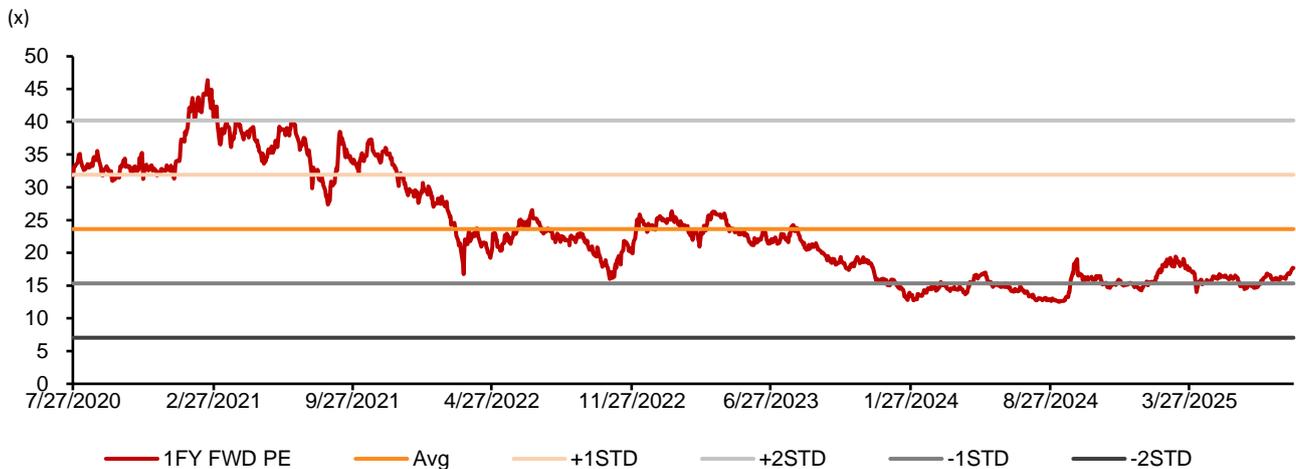
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 8 月业绩期，本地生活竞争激烈且超出预期、态势仍有望在 3Q 持续，在线娱乐类公司整体表现稳健，在 AI 时代中获益且业绩逐步兑现的公司股价取得良好表现。市场整体流动性仍较为充裕，高 beta 股票及市值体量较小的股票跑赢幅度较大。展望 9 月，我们看好：1) 估值处于较为合理区间，业绩表现稳健、盈利能见度高，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)、携程 (TCOM 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)，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)，和可灵 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)。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 18x，相较 2020 年成立以来的历史平均 (24x) 仍有较大修复空间。

图 4: 恒生科技 PE Band

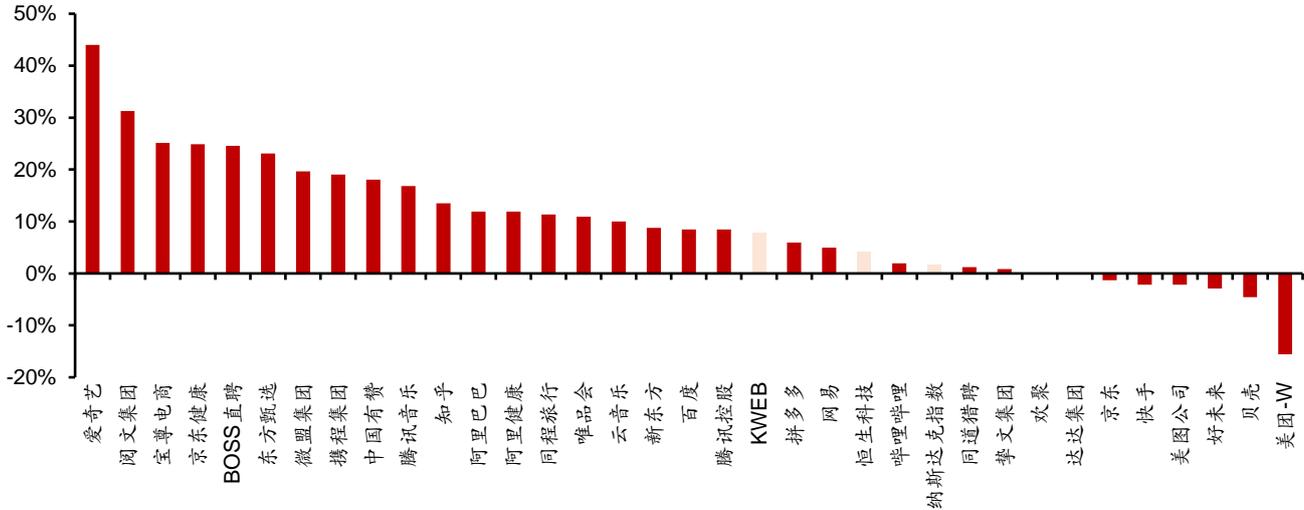


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2025 年 9 月 1 日

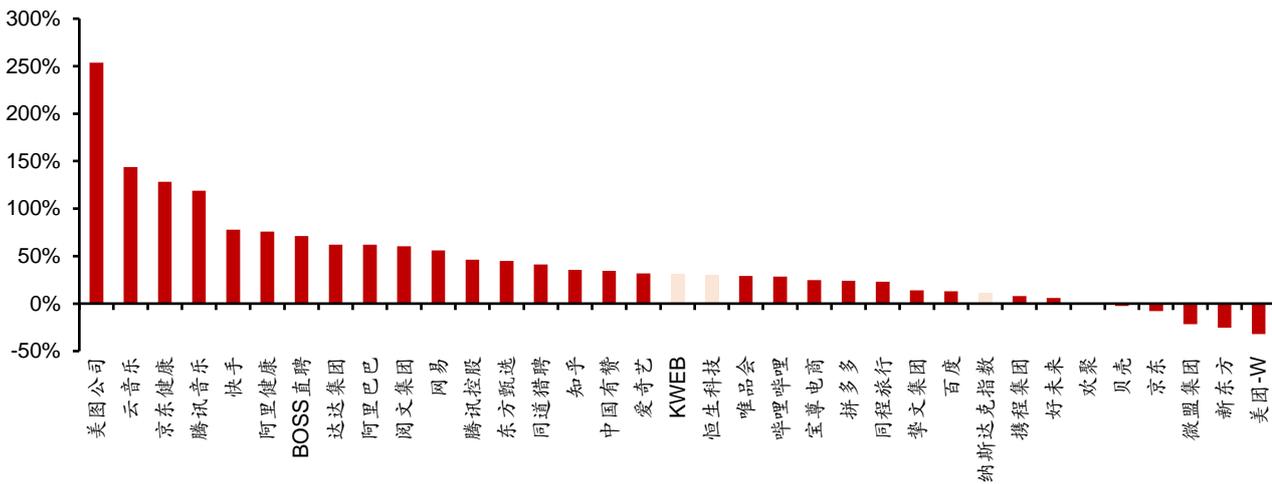
8 月恒生科技指数上涨 4%，KWEB 指数上涨 8%，爱奇艺 (IQ US) / 阅文集团 (772 HK) / 宝尊 (BZUN US) 涨幅领先。8 月国家广播电视总局出台支持广播电视内容行业的新政策，核心举措包括提高电视剧内容审核效率、改进电视剧集数管理政策等，有望多方面利好在线视频平台与影视公司，具体包括：1) 缩短内容制作与审核周期，有助于内容更好贴合观众喜好，提升资本运营效率；2) 提高内容创作灵活性，丰富内容品类；3) 加强在线视频平台与传统电视台的合作，拓展优质内容的分发渠道。

图 5: 8 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 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 9 月 1 日

■ **在线游戏: 头部游戏公司维持稳健盈利增长**

7M25 中国游戏市场收入同比增长 13%至人民币 1971 亿元, 主要得益于上线一年内的次新品如《三角洲行动》的增量贡献, 以及长线游戏的良好表现。8 月头部游戏公司业绩表现好于预期: 1) 腾讯 2Q25 游戏业务收入同比增长 22%, 其中国内游戏收入同比增长 17%, 7 月《三角洲行动》平均日活用户已突破 2000 万, 流水在国内游戏中排名前三。展望 2H25, 我们预计常青游戏的稳健表现及《无畏契约手游》等重点游戏的推出, 将缓解高基数的影响, 我们预计腾讯 2H25 游戏收入同比增长 9%。2) 网易 2Q25 游戏及 VAS 营收同比增长 14%, 多款常青游戏在 7 月进行内容更新后表现强劲, 有望为 2H25 游戏营收的稳健增长奠定基础。3Q25 亦有多款新游戏在全球市场推出, 包括《暗黑破坏神 II 重置版》(8 月 27 日)、《命运: 群星》(8 月 28 日)。我们预计网易 2H25 游戏收入同比增长 13%。

■ 在线广告：AI 赋能广告业务

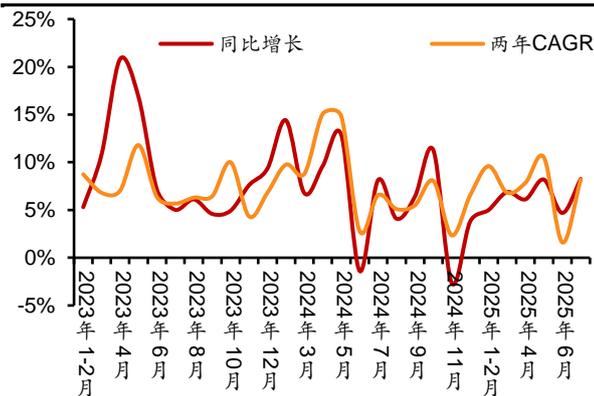
在线广告行业整体表现继续分化，我们建议首选能够通过 AI 持续提高广告解决方案 ROI 并能够获取增量行业广告预算的平台，包括腾讯、快手、哔哩哔哩（BILI US），三家公司 2Q25 持续维持快于行业的广告收入增长，且该趋势有望在 2H25 延续：1) 腾讯 2Q25 营销服务收入同比增长 20%，主要得益于 AI 赋能及微信交易生态发展。2Q25 视频号/小程序/微信搜索的营销收入同比分别增长约 50%/50%/60%。2) 哔哩哔哩 2Q25 广告营收同比增长 20%，主要由效果广告营收同比增长约 30% 带动。公司借助 AI 提升广告转化率及投放效率，2Q25 约 10% 的新广告标题及超 30% 的广告封面由 AIGC 工具生成。3) 快手 2Q25 在线营销收入同比增长 13%。受内容消费、本地生活及汽车行业的旺盛需求推动，外循环广告收入实现较快增长；而得益于全站推广产品的需求增长，公司内循环广告收入亦实现同比增长。

■ 电商：社会消费品零售总额增速弱于预期，但实物商品网上零售额环比小幅加速或因国补额度下达带动

7 月社会消费品零售总额增速略逊市场预期：2025 年 7 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%（2025 年 6 月：4.8%），弱于 Wind 一致预期的 4.87%。单 7 月实物商品网上零售额同增 8.3%，环比加速。7M25 实物商品网上零售额同比增长 6.3%，其中单 7 月份同比增长 8.3%，环比上月加速，或主因部分城市国补额度 6 月暂停而 7 月重新下发（2024 年 9 月/10 月/11 月/12 月/2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月/6 月：6.4/11.3%/-2.7%/+3.8%/+5.0%/+6.9%/6.1/8.2/4.7%）；7M25 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%，环比上月持平，同比下降 0.7ppts。

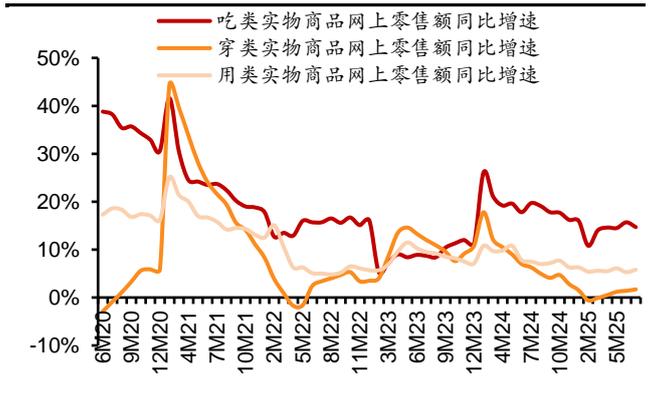
国补部分品类开始逐步降速，8 月下旬起家电等类目或开始面临更高的基数。以旧换新及国补重点类目表现中，2025 年 7 月：1) 家用电器和音箱器材类零售额同比增长 28.7%（1H25：30.7%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 14.9%，环比略有加速（2025 年 6 月：13.9%；1H25：24.1%）；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 13.8%（2025 年 6 月：24.4%；1H25：25.4%），降速较为明显。

图 7：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 8：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

■ OTA：旅游需求具备韧性、出境游增长仍稳健

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。

携程 (TCOM US)：我们预计 3Q25 营收增长韧性将延续。1) 国内业务方面，管理层表示，3Q25 截至目前 (QTD) 预订量保持韧性增长，其中酒店预订量同比增长处于低双位数区间，交通票务预订量同比增长处于低个位数区间。2) 2Q25 携程平台的出境机票及酒店预订量恢复至 2019 年水平的 120% 以上 (1Q25: 120%, 2Q24: 100%)，持续高于整体市场约 30-40 个百分点；我们预计 3Q25 出境旅游业务营收同比增长将超 10%。3) 纯国际业务方面，2025 年二季度携程国际站 (Trip.com) 营收占集团总营收的 14%，且营收同比增长持续超 50%；我们预计，在强劲预订量增长的推动下，3Q25 该业务营收同比增长仍将维持在 50% 以上。综合来看，我们预计 3Q25 携程总营收将达 181 亿元人民币，同比增长 14%，与彭博一致预期持平。

同程旅行 (780 HK)：预计营收同比增速环比基本保持稳定。我们预计同程旅行 3Q25 总营收将达 55 亿元人民币，同比增长 9.5%，这主要得益于核心 OTA 业务营收同比增长 14.0%，但被旅业营收同比下降 9.5% 所部分抵消。核心 OTA 业务中，我们预计交通票务/住宿预订/其他业务营收同比增速分别为 8%/15%/33%。我们认为，住宿预订业务的稳健营收增长将由酒店间夜量的稳步增长推动，而其他业务营收同比增速的加快将得益于酒店管理业务的强劲增长，交通票务业务将保持健康的成长节奏。

■ 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，AI 多维度赋能公司广告、游戏和云业务。在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 17%。公司 2Q25 业绩表现强劲，总收入/Non-GAAP 运营利润同比增长 15%/18%，游戏及营销收入表现均好于预期。公司当前估值对应约 20x FY25 Non-IFRS PE (剔除战略投资对应 18x PE)。我们基于 SOTP 的目标价为 705 港元，对应 24x FY25E Non-GAAP PE。
- 2) **阿里巴巴 (BABA US)：**1QFY26 (财年结于 3 月) 业绩核心亮点包括：1) 云业务营收增速超预期 (同比 +26%，其中 AI 相关收入占外部客户收入比重超 20%)，且管理层预计未来几个季度增速将进一步加快；2) 阿里国际数字商业集团 (AIDC) 亏损收窄，已接近盈亏平衡；3) 即时零售 (QC) 业务的大额投入已显现初步成效 (8 月即时零售月活跃消费者接近 3 亿，推动淘宝 App 月活跃消费者 (MAC) 与日活跃用户 (DAU) 同比分别增长 25% 和 20%)，尽管其增长持续性仍有待验证。我们认为，2QFY26 即时零售领域 (尤其外卖品类) 的激烈竞争仍将持续，但旺季过后，预计第四季度竞争态势有望缓和。管理层表示，目标在 2025 年 10 月底前将即时零售业务的单位经济效益亏损幅度从当前水平减半。我们看好阿里巴巴中国商业集团 (ACEG) 更积极的业务发展前景，以及云智能集团 (CIG) 营收增长预期向好带动估值提升，基于分部加法 (SOTP) 计算的目标价为 158.8 美元，对应 FY26/27 财年 non-GAAP 市盈率分别为 20 倍和 16 倍。
- 3) **网易 (NTES US)：**得益于《漫威争锋》《燕云十六声》等次新游戏贡献及《第五人格》等长青游戏的良好表现，叠加成本及运营费用优化，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 160.0 美元，对应 18x 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) 2Q25 可灵 AI 营收突破人民币 2.5 亿元，我们预计 FY25 财年可灵 AI 全年营收将达到 9.5 亿元 (约占总营收的 1%)；2) 公司推出 AI 推荐模型 OneRec，通过推荐短视频内容提升用户使用时长及留存率；3) 公司通过 AI 更加深入理解用户行为，生成符合用户兴趣的定制化营销素材，进一步提高广告转化率，带动在线营销收入低个位数增长。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 84.0 港元，对应 16x FY25E Non-GAAP PE。

- 5) **携程 (TCOM US)**：整体旅游需求仍具备韧性，凭借强大的供应链能力及优质的客户服务能力，携程国内与出境业务的预订量增速均高于行业平均水平。此外，携程的海外扩张进展顺利，投资与营收增长节奏均衡，我们认为这将为公司带来长期价值。我们基于 DCF 模型的目标价为 76 美元，对应 21/19x 2025/2026 年 non-GAAP PE。
- 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，FY25 非 GAAP 下运营利润同比增长 38%至人民币 32 亿元，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 22x FY25E PE，相较利润增速具备吸引力。我们的目标价为 25.5 美元，基于 24x 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。

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

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

推荐买入中国生物制药 (1177 HK)、三生制药 (1530 HK)、巨子生物 (2367 HK)、固生堂 (2273 HK)、百济神州 (ONC US)、信达生物 (1801 HK)。

1) 中国生物制药: 中国生物制药构建了丰富的创新管线, 其中多个管线具备全球 Top3 或者 BIC 潜力, 收购礼新医药则进一步夯实了公司的创新研发实力。TQB2868 (PD-1/TGF- β 双抗) 在一线治疗胰腺癌上展现了惊人的疗效, II 期临床的 ORR 达到 63.9%, 显著高于一线化疗的 41.8%, 并在 mPFS 和安全性上展现出优效趋势, TQB2868 目前已经入 III 期临床, 全球进度前三。公司有多个产品具备达成海外授权合作的潜力, 例如 TQC3721 (PDE3/4)、罗伐昔替尼 (JAK/ROCK)、TQB2868 (PD-1/TGF- β 双抗)、TQB2102 (HER2 双抗 ADC)、TQB3616 (CDK2/4/6)、TQA2225 (FGF21)、LM-108 (CCR8)、LM-168 (CTLA-4/TME)。默沙东在今年 7 月宣布以 100 亿美元收购 Verona Pharma, 以获得全球首个获批的 PDE3/4 抑制剂恩司芬群, 充分体现 PDE3/4 抑制剂巨大的市场潜力。作为全球开发进度第二的 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 已进入 III 期临床, 具备重磅海外授权潜力。公司将在 2H25 披露多个重要临床数据, 特别值得关注的包括: 1) 9 月的 2025 ERS 会议披露 TQC3721 (PDE3/4) 治疗 COPD 的 II 期临床数据, 2) 10 月的 2025 ESMO 会议公布 TQC3616 (CDK2/4/6) 一线治疗 HR+/HER2-乳腺癌的 III 期数据, 3) 2025 ESMO 会议披露 TQB2102 (HER2 双抗 ADC) 治疗 HER2+乳腺癌的 Ib 期数据。

2) 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。

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具吸引力。

4) 固生堂: 在医保资金监管趋严的大背景下, 固生堂作为行业龙头, 凭借极强的合规运营以及充沛的资金实力, 将抓住逆势扩张的机会。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。

5) 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。

6) 信达生物：IBI363 (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

经济复苏不确定性仍然较高，外部贸易环境尚未稳固，在多重不确定性下，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：

- 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获得更稳定的业绩兑现；
- 3) 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

经济环境恶化超预期，扩内需政策效果不及预期，地缘政治影响超预期，原材料价格波动等。

可选消费

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

8月的消费数据对比7月出现一定程度的环比改善，受惠于低基数和天气及客流略为好转，主题仍是“低单价、小确幸”，而受惠于电商平台补贴的行业表现较好。但随着国家补贴的退潮，线上平台因高基数而出现增长放缓也令我们担忧，叠加竞争加剧，折扣水平普遍增加，或使整体利润率承压。分行业看，餐饮、茶饮咖啡、服装和家电符合预期，而体育用品和旅游-酒店低于预期。

展望9月和4季度，我们预计行业表现继续分化，相对看好餐饮、服装和体育用品，对茶饮咖啡、酒店和家电则比较保守。风格上，考虑到宏观压力仍在，我们仍然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)、九毛九 (9922 HK, 买入)、锅圈 (2517 HK, 买入)、安踏 (2020 HK, 买入)、李宁 (2331 HK, 买入)、江南布衣 (3306 HK, 买入)、JS 环球 (1691 HK, 买入) 等等。相关标的包括蜜雪冰城 (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) 等等。

■ 餐饮行业 (维持看好)

8月餐饮平均同店销售估计为低单位数下跌，较7月的中单位数继续收窄，也比2季度的高单位数下跌有所改善。我们认为原因主要是去年的基数较低，以及8月天气较7月略为好转，促使客流提升。考虑到去年同期基数较低，8月表现整体符合预期。从品牌看，表现仍然较为分化，我们估计绿茶餐厅、小菜园以及 Pizza Hut 在7月和8月都实现同店正增长，KFC 和海底捞接近持平，而 Domino 为微负，太二则有所收窄至单位数下降，九毛九、呷哺呷哺和凑凑则仍有不少下降。开店角度看，除了 Pizza Hut、KFC、Domino 和绿茶餐厅开店较快外，其他品牌均较慢，甚至有净关店。

展望9月和4季度，我们预期行业持续反转，主要因为基数较低，但所需时间应比预期更长。一方面是宏观经济开始转弱，消费需求改善减少，消费降级对销售增长有所影响，另一方面是外卖大战补贴或会分流一些堂食订单，加上行业的折扣力度也在加大，所以销售额及利润率均可能比预期弱。如未来外卖补贴适度减少（暑假旺季过后，平台未必会投入那么多），可能会利好各大品牌的堂食收入。

选股方面，我们推荐绿茶集团 (6831 HK, 买入)，因同店销售增长已经转正，而且在外卖订单强劲增长的同时，利润率仍持续改善，加上其相对低廉的价格，未来仍会受惠于消费降级。目前估值很低，股息率较高。我们同时看好九毛九 (9922 HK, 买入)，受惠于公司各种调整措施，包括积极使用鲜活食材，拓展 SKU 数量和门店装修升级等等，太二同店销售增长有望转正，所以我们认为当前的股价回调是买入的好机会。另外，我们推荐锅圈 (2517 HK, 买入)，主要是受惠于其产供销一体化的垂直整合业务模式，加上近年的爆款引流，品类多元化，渠道升级和扩展，会员体系优化，加强员工培训，深化客户粘性等策略。

茶饮咖啡行业

8月行业的同店销售增长仍然强劲，对比7月并没有太多减速，主要是受惠于去年的低基数，天气较热，雨天减少，外卖大战补贴等，但因为市场之前预期较高，总体表现仅符合预期。分品牌看，我们估计瑞幸咖啡甚至奈雪的茶的同店销售或有10%以上的增长。另外以加盟为主的品牌利润增长会更为亮眼，而以直营为主的品牌（如瑞幸）表现则会非常分化，因强大的标准化和数字化有助利润率稳定，但奈雪的茶这类品牌利润也许仍在下跌。

展望9月和4季度，我们对销售的预期转得较为保守，主要是预期外卖补贴在旺季后规模会减少，基数逐渐变高，门店数量增长重新加速等等。同时，我们对利润端的看法也更为保守，一方面是担心行业竞争加剧，另一方面是预期品牌需要为加盟商及门店提供更多补贴，从而影响自身利润等等。

目前首选个股仍然是瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）。开店超预期后，预计下半年仍然保持快速，外卖相关费用会令利润率有压力，所以目前对利润率预期较为悲观。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受益于较好的经营杠杆，业绩仍有超预期的空间。

■ 服装行业（维持看好）

7月和6月行业增长相似，估计为低单位数左右，而8月增长比7月有环比加速，或因天气和客流略为好转，以及折扣力度有所增加等等。整体表现基本符合预期。另外，行业库存虽然不算太高，我们观察到某些经销商因为销售流水不达预期而放慢提货的速度。

展望9月和4季度，除非天气条件转为更加有利，我们的看法仍然保守，因为我们认为实际的基本面仍然较差，包括消费者转移至较低单价的产品，对宏观经济信心减弱，以及线上渠道高基数等等。

我们目前仍然推荐江南布衣（3306 HK，买入），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5-8月的销售增长不俗。从高股息率的角度看，江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）和利郎（1234 HK，买入）均值得推荐，但从基本面看，我们目前看法会比之前保守。

■ 体育用品行业（维持看好）

8月的行业流水增长也许只是持平，对比7月和6月的低单位数下跌，略有改善，但对于不少品牌的达成率而言，仍然是低于预期。按渠道来说，线下仍然较差（特别是客流），但线上也同样承压（增长在放慢）。按品类来说，只有户外运动仍然较好，但8月份的增长也较之前有点放缓。库存水平，虽然仍算健康，但在需求低于预期下，各大品牌像安踏李宁 Nike 等等，都有开始加大折扣力度来清理库存。

展望9月份和4季度，我们看法仍然保守，原因包括天气、消费者需求转向更低单价产品、对宏观经济信心减弱、线上渠道高基数、以及产品创新力度不足等等。不过，我们仍然预期国家对消费和体育行业的政策支持力度会适度提高，从而令未来增长见底回升。因此，我们仍建议加仓部分龙头公司，特别是估值偏低和基本面稳健的标的。

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，以及3）成本管控能力较好。我们也开始看好李宁（2331 HK，买入）的反转，预计各项负面因素和成本费用提升可能在25年消化，从而让26年有更好的开端。Amer（AS US，未评级）的户外行业增长快速，虽然开店速度可以较慢，但单店销售仍有上升空间。Adidas

(ADS EU, 未评级) 的复苏相对稳健, 但势能开始稍有转弱。Nike (NKE US, 未评级) 的复苏则比较遥远。

■ 旅游 - 酒店行业 (维持看好)

6月的行业 RevPAR 约为负高单位数, 7月略为转好至负中单位数, 8月估计进一步收窄至负低单位数, 但这个水平仍然比市场预期略差(市场之前预期暑假档期可能转正)。下跌主要受 ADR 影响, OCC 在 8月同比则有些改善, 豪华型、高档和中档酒店表现较差, 只有经济型相对稳健。值得注意的是, 华住最近也略微下调了全年的 RevPAR 指引。

展望 9月和 4 季度, 我们看法仍然不算乐观。6-7月表现较差可能是天气不好和经济不稳带来的信心问题, 而 8月略为转好, 我们认为也只是 7月的需求有所延迟而已, 实际需求和消费信心仍然较差。京东入局酒店行业对预订提升的帮助似乎有限。从供应量角度来说, 房间数仍有至少高单位数的同比上升, 所以行业整体复苏, 供应(酒店数量)增长放慢, 也许需要等待更长时间。另外, 主要品牌如华住 (HTHT US/ 1179 HK, 未评级) 开店仍然迅速, 而关店比较有限, 所以全年的扩张计划是有望超预期的。

■ 家电行业 (维持中性)

8月大家电行业全渠道销售增长估计约在 10%以上, 对比 7月和 6月的 25%以上放慢不少, 而对比 5月的 50%以上差距巨大。我们认为市场仍预期有正增长, 所以 8月表现应符合预期。从品类看, 空调在 8月的表现最差, 冰箱和洗衣机反而对比 7月有所加速, 估计和去年的基数较高有较大关系。冰箱和洗衣机的基数是晚一个月才出现。而平均单价仍有低单位数增长, 目前仍较为稳定。

展望 9月和 4 季度, 考虑到 1) 国补的暂停(不排除有所延迟和减少), 2) 高基数, 和 3) 消费者因宏观不确定性而令消费意愿减低等因素, 我们预计增速会大幅下滑。举例来说, 新的空调冷年, 即使个别公司政策略为积极, 但目前普遍的指引都未有增长, 甚至有所下调。从行业的排产数据来看, 未来几个月增长亦很可能转负。另外, 虽然目前库存水平仍然很低, 无论是消费者或经销商的信心都在转弱, 叠加高基数的影响, 所以即使下半年仍有国补出台, 而补库存的需求仍在, 但加速的可能性很低。所以我们对家电板块看法仍然保守(除了个别板块如中央空调可能会较稳定), 预计低价机型会相对畅销, 但或会影响毛利率(个别品牌如美的可能表现会相对较好), 而未来半年, 假若行业销售进入下跌趋势, 价格战也可能加剧。

我们对欧美的家电产品出口的看法因高基数而略为保守, 不过对新兴市场的出口会比较乐观。

我们目前比较推荐 JS 环球 (1691 HK, 买入), 主要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额增长不达预期, 2) 行业竞争加剧, 3) 房地产价格持续下跌, 4) 人民币大幅升值, 5) 地缘政治冲突发生, 6) 贸易战导致关税大幅提升等等。

汽车

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

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

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

■ 未来3个月看法谨慎乐观

中报业绩收官, 7-8月市场对业绩的预期已靴子落地。投资者的关注重心正从业绩转向新车动态与销量表现。二季度业绩核心总结如下: 新势力车企: 小鹏 (XPEV US/9868 HK) 与零跑 (9863 HK) 业绩超预期, 理想 (LI US/2015 HK) 略不及预期, 蔚来 (NIO US/9866 HK) 符合预期。传统车企: 吉利 (175 HK) 表现略超市场预期, 长城 (2333 HK/601633 CH) 业绩与此前预告一致且盈利能力环比显著改善, 比亚迪 (1211 HK/002594 CH) 盈利弱于预期。零部件和经销商: 敏实集团 (425 HK) 上半年业绩稳健, 而汽车经销商美东 (1268 HK)、永达 (3669 HK) 的盈利水平仍处在历史底部区间。

小鹏 (XPEV US/9868 HK, 买入) 2Q25 汽车毛利率环比扩大至 14.3%, 高于我们的预期, 新平台降本效果超预期。我们维持 2025 年全年销量预测 45 万台。我们预计 3Q25E 净亏损将收窄至人民币 1.48 亿元, 4Q25E 有望扭亏为盈至 2.55 亿元。我们将 2026 年全年销量预测上调至 62 万台, 并将 2026 全年净利润预测上调至 42 亿元 (已考量潜在所得税收益约 10 亿)。

理想 (LI US/2015 HK, 买入) 2Q25 收入同比下降 4.5% 至人民币 302 亿元, 低于我们的预期, 毛利率 20.1%, 基本符合预期, 净利润同比下滑 1% 至 11 亿元, 低于预期。随着 9 月上市的 i6 发力, 公司销量有望自 4Q25 重获增长动能, 4Q25 规模效应提升或可抵消 i6 激进定价的策略对毛利率的拖累。我们预计 2025-27 年销量分别为 44 万/63 万/82 万台, 对应毛利率 19.7%/18.7%/18.7%, 净利润分别为 40 亿/92 亿/141 亿元。

零跑 (9863 HK, 买入) 2Q25 收入环比增长 42% 至人民币 142 亿元, 符合我们先前预测。尽管在车型换代期间加大折扣力度, 2Q25 毛利率仅环比下降 1.3 个百分点至 13.6%, 超出我们的预期。管理层给出的 3Q25 销量指引 (17-18 万台) 对应 8-9 月单月 6-6.5 万台, 超出我们的预期。考虑到下半年强劲的增长态势, 我们将 2025 年销量预测上调至 60 万台。我们将 2025 年净利润预测上调至 9.27 亿元, 并预计 2026 年净利润将同比激增 257% 至 33 亿元。

吉利 (175 HK, 买入) 2Q25 综合毛利率环比改善至 17.1%, 净利润达到人民币 36 亿元, 均超市场预期。我们预计下半年的新车型有望继续成为爆款, 将 2025-26 年销量预测上调至 302 万/326 万台。基于极氪和领克整合后的协同效应超预期, 我们将 2025-26 年毛利率预测上调至 16.7%/17.0%, 并推动 2025-26 年盈利预测上调至 177 亿/186 亿元。

比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入) 2Q25 毛利率环比降至 16.3%, 低于我们的预期, 或因 2Q25 老车型清库的较高折扣及智驾版新车销售爬坡期的成本上升。2Q25 净利润同比下降 30% 至人民币 64 亿元 (单台净利润 5,600 元), 低于预期。我们认为 2Q25 的业绩波动促使公司重新审视扩张战略与投资优先级, 这或有利于其长期高端化与全球化发展。我们将 2025 年销量预测下调至 490 万台 (2H25 为 275 万台), 在保守预测汇兑收益和政府补助前提下, 我们预计 2H25 净利润将环比增 75% 至 271 亿元 (单车净利润提升至 9,800 元)。我们预计公司 2026-27 年将更侧重销量增长, 因此预测销量将同比增长 14%/7% 至 560 万/610 万台, 毛利率同比持平为 18.9%/18.8%, 相应下调 2026-27 年净利润预测至 513 亿/580 亿元 (单车净利润 9,150/9,500 元)。

长城汽车 (2333 HK/601633 CH, 买入) 2Q25 净利润环比增 162% 至人民币 46 亿元, 符合此前的业绩预告。尽管价格战加剧, 2Q25 毛利率环比升至 18.8%, 超出我们预期, 我们认为坦克和魏牌销量上升对平均售价及毛利率的提振可能强于预期。基于对泛越野车型 (坦克品牌、猛龙系列及大狗系列) 更乐观的预期, 我们将 2025 年销量预测上调至 135 万台, 这些高毛利车型销量增长有望提升整体毛利率。在保守预测汇兑收益和政府补助前提下, 我们预计 2H25 净利润同比增 15% 至 65 亿元。魏牌和欧拉的新能源车可能带来边际改善, 我们预计魏牌 2026-27 年销量将分别同比增 62%/28% 至 18 万/23 万台。我们将长城 2026-27 年总销量预测分别上调至 150 万/165 万台, 净利润预测上调至 134 亿/148 亿元。

8 月新能源车销量重回增长通道, 蔚来、小鹏、零跑以及吉利银河均创历史新高。 14 家车企在 9 月 1 日公布了 8 月的新能源车销量, 合计同比增长 23%, 环比增长 9%。

小鹏汽车 8 月销量环比增长 3% 至 3.8 万台, 续创历史新高。小鹏全新 P7 于 8 月 27 日正式上市, 上市 7 分钟大定突破万台, 创小鹏新车上市最快破万纪录。随着行业销售旺季到来和新车交付持续爬坡, 月度交付有望再上一个台阶。

蔚来汽车 8 月销量环比增长 49%, 同比增长 55%, 今年首次月度交付突破 3.1 万台。乐道 L90 上市首月交付超 1 万台。全新 ES8 已于 8 月 21 日预售发布, 整车购买预售价相较二代车型下探十来万, 订单超乐道 L90 同期水平, 亦超市场预期。

零跑汽车 8 月销量环比增长 14%, 同比增长 88% 至 5.7 万台。B01 于 7 月 24 日上市, 上市首月实现交付破万。B05 预计 11 月国内上市。根据管理层对三季度 17-18 万台的交付指引, 预计 9 月销量将继续提升至超过 6.3 万台。

理想汽车 8 月销量环比下滑 7% 至 2.9 万台, 理想 i8 预计到 9 月底累计交付 0.8-1 万台。我们认为 i6 将成为理想重振销量的关键车型, 管理层或将采用更激进的定价来保障新车的成功。管理层在业绩会明确表示, 自 2026 年起将缩短现款车型迭代周期, 后续产品线将回归理想 ONE 及 L9 时期的单一车型策略, 此举有望助公司重夺市场份额。

比亚迪 8 月乘用车销量环比提升 9% 至 37.2 万台, 同比持平。我们测算比亚迪 8 月渠道库存下降约 2 万台。我们认为对库存的主动控制, 有利于终端价格的稳定。

吉利银河品牌 8 月销量环比增长 16%, 同比增长 173%, 月交付突破 11 万台。银河 M9 已开启预售, 将大型 SUV 价格拉到 20 万元级, 预售 24 小时订单超 4 万台, 预计将于 9 月完成上市。银河多款新车预售/上市均获得高热度, 预计将推动月销量进一步提升。

长城汽车 8 月新能源车销量环比增长 8% 至 3.7 万台。全新坦克 500 智驾版已经上市, 预售订单表现亮眼, 24 小时订单突破 1.1 万台, 高山 7 计划 9 月完成上市, 魏牌和欧拉新平台全新车型预计将于四季度上市, 上述车型的上市和交付预计将推动长城汽车新能源销量持续提升。

■ 投资建议

推荐关注吉利汽车: 虽然部分投资者仍对吉利品牌整合和协同效应提升的逻辑将信将疑, 但我们认为吉利正在用稳健的业绩证明自身实力。吉利旗下三个品牌下半年有五款全新新能源车型推出, 将覆盖此前未涉及的全新细分市场 (如紧凑型轿车、中型轿车和中大型 SUV), 解锁更多增量空间。我们认为今年吉利在新能源市场的份额提升将超出投资者预期, 叠加集团级的降本能力, 吉利今年将完成电动化和智能化的深度转型, 正式向行业龙头发起挑战。建议逢低买入。

零跑汽车: 我们认为零跑今年后续月度销量有望连续创出历史新高。今年 B 系列车型的成功令市场对零跑的信心显著提升。明年的重点车型, 全新 D 系列 SUV 计划于 10 月发布并于 1Q26 启动交付, 凭借“高品价比”的品牌标签和卓越的降本能力, 我们认为 D 系列有

望进一步支撑零跑的销售增长势能。随着马来西亚和欧洲的本地化生产推动 2026 年海外销量年同比翻倍，我们认为零跑明年有望迎来国内海外的双重爆发。今年二季度作为零跑持续盈利的起点，我们预计规模效应改善和高毛利的非车收入增长（包括碳积分收入及与其他车企战略合作收入），将持续推动毛利率提升。近期股价回调提供配置窗口。

- **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

■ 乐观

重点开发商 8 月合同销售额同比-10%，月环比+12%，符合预期。其中建发、金茂、招蛇、滨江、绿城等表现较强，分别同比增 69%、46%、39%、27%、20%，其余主要开发商表现均为负增长，其中金地、旭辉、美的、万科表现较弱，同比分别为-59%、-52%、-48%、-48%。7-8 月为传统成交淡季，过去三年（22-24）的 7-8 月 30 城新房成交面积只能达到传统旺季 6 月的 70-75%左右。

我们对地产板块未来表现维持乐观预期，主要由于：1) 北京上海的政策放松打开了新一轮的政策宽松，我们预计深圳或将成为下一个出台宽松政策的城市；2) 市场风险偏好回升：融资端负面事件（如央企信用风险）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中，建议关注华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、滨江服务（3316 HK）、万物云（2602 HK）等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

■ 风险提示：购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

保險

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

■ 中報業績向好：權益增配成行業共識，分紅險轉型深入推進

上市險企披露中期業績，歸母淨利潤普遍改善。除平安外，中資險企歸母淨利潤實現較快增長，其中新華（+33.5%）>中國財險（+32.3%）>人保集團（+16.9%）>太平（+12.2%）>太保（+11%）>陽光（+7.8%）>國壽（+6.9%）>平安（-8.8%），主要由投資改善驅動利潤增長；平安受 1）平安好醫生（1833 HK，未評級）合併報表的一次性損益（-34.1 億元），和 2）前期發行美元及港元可轉債轉股權價值重估損益的影響（-21.6 億元），導致集團歸母淨利潤有所下行，集團歸母營運利潤同比增長 3.7%，增速維持穩健。歸母淨資產方面，除太保、陽光、新華外，各家淨資產較年初環比提升；其中，中國財險（+7.9%）>中國人保（+6.1%）>國壽（+2.7%）>平安（+1.7%）>太保（-3.3%）>陽光（-10.1%）>新華（-13.3%），體現在當前利率波動環境下，各家資產負債匹配持續完善，下半年歸母淨資產有望在去年同期低基數下實現增長。

上半年銀保新業務快速發展，驅動險企新業務價值增長。中資險企上半年可比口径下新業務價值增速均超過 20%，其中，陽光人壽（+47.2%）>平安人壽（+39.8%）>太保人壽（+32.3%）>人保人壽（+26.8%）>人保健康（+26.5%）>太平人壽（+22.9%）>中國人壽（+20.3%）；新華在未披露可比數據口径下，仍實現新業務價值大幅增長 58.4%，增速強勁。價值率持續改善，得益於 1）預定利率下調；2）銀保及個險渠道報行合一；3）險企主動拉長保費繳期等因素。伴隨 9 月傳統險/分紅險/萬能險預定利率進一步下調至 2.0%/1.75%/1.0%，預計分紅險在新單期交及新業務價值的占比將進一步提升。分渠道看，個險渠道新單保費及新業務價值增速放緩，部分受代理人分級銷售和分紅險轉型等影響，但頭部險企代理人隊伍維持穩定。銀保渠道抓住監管放寬“1+3”監管限制的機遇，除人保人壽、陽光人壽、太平人壽外，上市險企 1H25 銀保新業務價值可比口径下均實現三位數增幅；但銀保新業務價值占比大幅提升，部分影響險企整體價值率向上改善。1H25 銀保新業務價值排序為：國壽（+179%）>平安（+169%）>太保（+156%）>新華（+137%）>陽光（+53%）>人保人壽（+51%）>太平（+24%）。

投資端，除太平外，主要上市險企權益投資占比提升，其中 OCI 股票增配趨勢顯著。上半年受 A 股市場交投回暖及結構性行情催化，權益市場表現優於預期。上市險企股票持仓規模較年初均有增加，其中，股票較年初增持規模排序為：人保（+57.1%，占比 5.4%）>平安（+48.5%/占比 10.5%）>中國財險（+33.9%/占比 9.2%）>陽光（+23.9%/占比 14.1%）>國壽（+23.8%，占比 8.7%）>太保（+11%/占比 9.7%）>新華（+10.2%/占比 11.6%）>太平（+7.4%/占比 8.3%）。核心權益（含股票及權益基金）占比方面，除太平和新華外，各家占比均有提升，其中占比及環比增速排序為新華（18.7%，-0.2pct）>陽光（15.1%，+10.4pct）>中國財險（14.5%，+1.8pct）>國壽（13.6%，+1.4pct）>太平（12.7%，-17.4pct）>平安（12.6%，+0.8pct）>太保（11.8%，+0.2pct）>人保（9.5%，+0.6pct）。太平上半年大幅減倉權益資產，導致其投資表現相對於同業承壓，上半年太平總/綜合投資收益率同比下降 2.6/3.7 個百分點至 2.68%（年化）/1.86%（未年化）；公司上半年總投資收益同比下降 42%至 217 億港元，其中已實現及未實現資本利得同比下降 128%至虧損 35.2 億港元，反映權益減配及交易債公允價值變動同比下降的影響。展望下半年，在去年同期 9.24 行情後股債双击的高基數下，我們認為險企下半年投資業績分化或更加顯著，但持續增配高股息、加大長期股權投資或為各家險企平滑淨利潤波動的中長期配置策略。

财险方面，上半年得益于一季度大灾风险明显改善、车险费用管控持续趋严、各险企主动压降高赔损类非车险业务等，承保综合成本率出现明显改善。其中，综合费用率降幅较大得益于车险持续减税降费的实施，部分弥补赔付率上行。上半年财险综合成本率排序为：中国财险（94.8%，-1.4pct）<平安产险（95.2%，-2.6pct）<众安（95.5%，-1.5pct）<太保产险（96.3%，-0.8pct）<阳光产险（98.8%，-0.3pct）。其中，中国财险综合成本率持续领先行业，并将全年车险及非车综合成本率目标进一步增强至在大灾情况下，依旧延续全年车险/非车险综合成本率不超过96%/99%。展望下半年，我们预计行业非车承保结构将进一步优化。四季度非车险报行合一即将落地，预计自FY26E起，行业非车险综合成本率有望在监管统一规范下大幅改善，推动险企承保利润进一步增长。预计老三家全年综合成本率排序延续为：人保财险<平安财险<太保财险。

截至9月3日，港股中资保险交易于0.2-0.6x FY25E P/EV，板块估值有望随业绩兑现进一步修复。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，目标价：21.6 港元），全年强劲的COR指引有望达成，承保和投资双轮驱动ROE上行，推动估值持续回升；2）寿险标的推荐买入头部险企中国人寿（2628 HK，买入，目标价：29 港元）、中国平安（2318 HK，买入，目标价：71 港元），基于资产负债持续完善，负债端承保结构优化及投资端韧性不断增强；3）区域险企关注友邦保险（1299 HK，买入，目标价：89 港元），中期业绩中管理层新提出的中国增长策略有望深化集团长期新业务价值增长曲线。

■ 风险提示

权益市场极端波动；长债收益率快速下行；分红险客需增长持续性不足，新单增速不及预期；国内新车销量大幅回落，新能源车险赔付率大幅提升；三季度巨灾赔付大幅超预期等。

资本品

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

■ 工程机械和重卡 1H25 业绩一览

我们覆盖的工程机械公司1H25业绩普遍符合预期，其中三一重工（600031 CH）业绩相对突出（2Q25净利润同比上升38%），主要受惠于强劲的挖掘机、起重机以及其他机械的销售。中联重科（1157 HK / 000157 CH）2Q25净利大致持平，主要由于海外收入增长（同比+14%）抵销国内相对疲弱的销售。两家公司均宣布中期股息，派息比率分别为50%和63%。三一国际（631 HK）方面，2Q25净利润同比增长28%至6.63亿元人民币，符合此前公司预告的盈利区间，我们预计物流装备板块的韧性，加上新兴业务以及油气装备业务的贡献度不断提升，将足以抵消煤炭相关设备业务的疲软。三家公司在新兴市场特别是非洲均录得强劲增长，并预期增长趋势将会持续。

重卡方面，潍柴动力（2338 HK/000338 CH）和中国重汽（3808 HK）1H25业绩略低于预期，两家公司1H25出口均受到高基数的影响而下跌（1H24在俄罗斯销售强劲），而潍柴同时受到KION的一次性费用影响。尽管如此，我们认为7月和8月重卡行业销售的强劲增长将拉动3Q业绩。中期股息方面，两家公司均维持55%的派息比率。

■ 7月份行业出口总体仍然保持强劲，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），7月份增速加快至17%，我们认为更新换代推动的上升周期趋势仍然确定。出口方面，挖掘机出口同比增长32%，出口量创下7月份的历史新高。

非土方机械方面，7月份销量继续涨跌互现。其中履带起重机同比大幅增长58%（国内：+72%；出口：+53%）。叉车国内和出口销量保持平稳增长（+14%）。塔式起重机国内疲软销售部分被出口增长所抵销。高空作业平台销量全面下跌。

图9：7月份中国工程机械行业销量

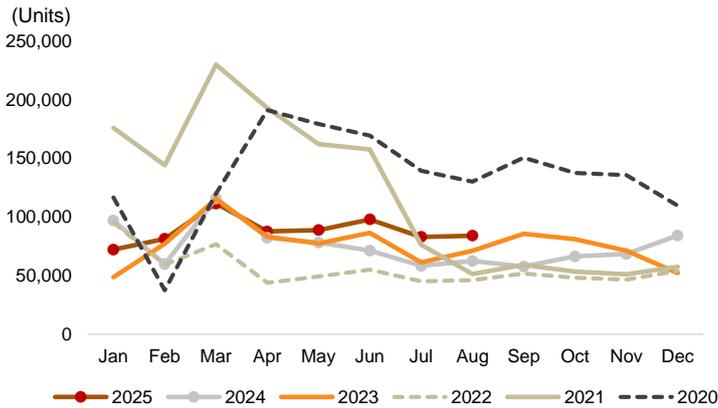
	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
挖掘机	17,138	7,306	9,832	25%	17%	32%
轮式装载机	9,000	4,549	4,451	7%	2%	13%
汽车起重机	1,358	673	685	10%	7%	12%
履带起重机	241	62	179	58%	72%	53%
塔式起重机	410	222	188	-19%	-34%	7%
叉车	118,605	69,700	48,905	14%	14%	14%
高空作业平台	13,559	5,098	8,461	-38%	-51%	-26%

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 8月份重卡销售增速进一步加快

重卡方面，继7月份批发量（国内+出口）大幅增长>40%后，8月份同比增长35%，并带动今年前7个月的重卡销售同比增长13%。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，并相信我们全年重卡销量的10%增速预测存在上调空间。

图 10：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

三一重工 (600031 CH, 买入)：三一重工计划派发每股 0.31 元人民币的中期股息，是自 2017 年以来首次派发中期股息，派息率为 50%（接近 2024 年全年水平）。我们维持对三一重工的乐观看法，主要由于挖掘机处于以更新换代推动的上升周期，且非道路机械产品销售也在进一步改善。

中联重科 (1157 HK / 000157 CH, 买入)：我们看好中联在新兴市场的持续增长潜力，以及在矿山机械的突破，而国内非挖需求（除高空机械）有机会回稳。在高派息比率下（1H25: 63%），中联 H 股当前股息率接近 6%。

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，在大型港口设备放量以及海外宽体车推动下，将抵消掘进机和综采等国内煤炭相关产品相对疲软的销售。此外，我们预期新兴业务板块（包括光伏、锂能和智矿等）的增长持续，正逐渐成为新的增长动力，我们认为当前 9-10x 2025 年市盈率的估值具有吸引力。

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)：看好潍柴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) 出口增长意外放缓。

免责声明及披露

分析员声明

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

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

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告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定。

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

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

对于在新加坡的收件人

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