

策略观点

牛市第二阶段

■ **宏观：**中国经济放缓，通缩延续但前景可能改善，弱美元预期、流动性宽松和反内卷政策提振市场风险偏好。由于基数效应令经济同比增速下滑和中美经济再平衡承诺，中国宏观政策可能在第四季度再度发力，央行可能再次降准降息，财政扩张力度可能加大，新的消费政策可能出台，国债收益率、股市和人民币汇率可能走高，AI 科技、互联网、医疗、工业、原材料、必选消费和高股息板块。美国经济短期滞胀风险上升，就业和消费放缓，通胀可能小幅反弹，白宫削弱美联储独立性利空美元和美债而利好科技股与大宗商品。美联储可能在 10 月暂停降息、12 月再次降息，明年降息两次。美国国债收益率震荡持平，美股可能小幅走高，看好信息技术、通讯服务、金融、工业、医疗与必选消费。

■ **科技：**乐观，3 季度迎来新品发布和拉货高峰期，iPhone 17 销量亮眼、AI 服务器持续放量/架构升级以及端侧 AI 出货强劲，我们预期产业链 3 季度有望好于预期，板块将维持高景气度，展望如下：1) 智能手机：iPhone 17 销售超预期，高通/联发科旗舰新品有望加快高端化和换机周期，看好明年折叠 iPhone 周期和规格升级；2) AI 服务器：全球 CSP 上调资本开支，OpenAI 加大算力储备，GB300/ ASIC 服务器下半年继续放量，服务器架构创新持续，看好 ODM、连接器(鸿腾/立讯)和散热零部件(比亚迪电子)；3) 端侧 AI：Meta 首发 AR 眼镜有望超预期，Meta 眼镜产能 2026 年提升至 1,000 万台，科技巨头(OpenAI/苹果)加速端侧 AI 硬件布局；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：智驾下沉趋势带来的零部件规格升级，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)，AI 服务器规格升级(鸿腾精密/比电)以及智驾下沉(比电/小米/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：**乐观。9 月全球与中国 AI 产业链进入平行演进的新阶段。海外方面，AI 基础设施投资持续演化，引用路透社，1) OpenAI 与博通合作自研 XPU，计划 2026 年量产、订单规模超百亿美元，标志算力自主化迈入落地期；2) AMD 与 OpenAI 签署 6GW GPU 长期供应协议并授予认股权证，确立股权+算力绑定的新型融资结构；3) Elon Musk 旗下 xAI 以英伟达 GPU 为抵押融资 200 亿美元，开创融资即算力模式，推动 AI 算力资产化和金融化。

国内方面，国产算力链出现全面周期共振。摩尔线程于 9 月 26 日成功过会，标志政策与市场需求的二轮加速；同时，AI 驱动的存储板块价格持续上调，TrendForce 预计 DDR4/DDR5 合约价和现货价将录得双位数增长，带动晶圆制造以及半导体生产设备进入量价共振阶段。预计**华虹半导体、北方华创**等公司将持续受益。

展望未来三个月，全球算力投入预计将维持高景气度，AI 基础设施资本开支仍处扩张中期，博通、AMD 等非英伟达阵营正加速崛起。国产算力链进入兑现期，GPU、存储、晶圆制造及设备环节的成长具备高确定性。与此同时，AI 推理需求向终端侧延伸，智能驾驶与 AI 终端应用成为下游爆发主线。**地平线机器人**与**豪威集团**，分别代表国产智能驾驶算力与 CIS 芯片龙头。前者通过 Journey 6 与 HSD 平台加速智驾平权落地，后者凭借高端 CIS 产品与 AI 智能应用布局(如与 Meta AI 眼镜合作)成为 AIoT 与智能驾驶感知层的核心受益者。

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(002916 CH, 买入)、贝克莱(2149 HK, 买入)、北方华创(002371 CH, 买入)、豪

叶丙南, Ph.D

刘泽辉

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

奚文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

威集团（603501 CH，买入）、中兴通讯（000063 CH / 763 HK，买入）。

- **互联网：**回顾 9 月，市场对中国 AI 相关的投资叙事展现出更高热情，含“芯”率较高的公司及确定性有望在 AI 浪潮中获益的公司股价涨幅较大。展望 10 月，我们建议两条思路进行股票配置：1) 在市场未给出明显切换信号的情况下，仍围绕 AI 主线进行选股获取相对收益，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，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，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；2) 估值处于较为合理区间，业绩表现稳健、盈利能见度高，建议关注网易（NTES US）、BOSS 直聘（BZUN US）、携程（TCOM US）。
- **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）。
- **医药：**由于资本市场融资复苏、创新药出海交易规模上涨，国内创新药研发需求出现回暖。我们注意到，创新药研发所需的实验猴的中标价格已经从 2024 年中的约 8.5 万元回升至约 9 万元。叠加美国降息，CXO 行业有望迎来业绩修复。短期来看，由于市场对于创新药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。展望未来，我们认为创新药的持续上涨动力将主要来源于海外合作伙伴对于已授权管线的临床推动。此外，我们看好消费医疗的估值修复机会。
- **食品饮料、美妆护肤：**受超长假期推动，出游、中秋送礼相关需求稳健；美妆品类受应季焕新及双十一预热提前等影响或在 10 月带来不俗的表现。长期维度来看，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）、颖通控股（6883 HK）的“买入”评级。
- **可选消费：**根据初步数据估算，2025 年十一国庆黄金周的消费表现并没有比 9 月更好，同时也比五一黄金周略差，低于预期。值得注意的是，本来 9 月的表现就不太好，对比 8 月都有放慢或转差。分行业来说，茶饮咖啡、旅游-酒店、家电均符合预期，而餐饮、服装和体育用品则低于预期。分品类来说，只有低单价、小确幸、体验型的消费行业表现较好。我们认为原因包括：1) 从 24 年 3 季度开始，基数将会越来越高，2) 国家补贴的逐渐退潮，3) 出境游持续强劲，影响国内消费力，4) 宏观环境的不确定性增加，包括房地产和贸易战相关因素，5) 天气恶劣（雨天和台风较多，温度较去年高），和

6) 外卖补贴重新增加，利好茶饮咖啡，但不利于餐饮，西贝與情等。叠加增长放缓，竞争加剧，折扣水平增加，继续令整体利润率承压。

展望 4 季度，上述大部份的负面因素或会延续，而且也会有新增的风险，像各种补贴退潮。叠加电商的高基数，我们的看法变得更保守。我们预计行业表现或会继续分化，相对看好餐饮、茶饮咖啡和旅游-酒店，对服装、体育用品和家电则比较保守。因此，我们下调了体育用品和服装行业的评级至中性。而风格上，由于宏观压力仍存，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)、锅圈(2517 HK, 买入)、绿茶集团(6831 HK, 买入)、九毛九(9922 HK, 买入)、李宁(2331 HK, 买入)、波司登(3998 HK, 买入)、JS 环球(1691 HK, 买入)。

- **汽车：国庆期间销售分化；优选份额提升标的。**根据我们渠道调研，国庆期间新能源汽车的销售态势明显强于传统燃油车。8-9 月陆续上市的多款热门新能源车型成为国庆期间订单增长的关键来源。我们预计四季度还将有约 50 款新车上市，同比接近翻倍，有望支撑四季度新能源市场份额继续稳步提升。此外，考虑到 2026 年起新能源车免购置税的优惠额度将减半，由此引发的消费者提前购买效应也有望为四季度新能源市场需求提供支撑。我们小幅上调 2025 年全国乘用车零售及批发销量预测，四季度新能源汽车的销量增长有望基本抵消燃油车的销量同比下滑。**吉利汽车** (175 HK, 买入) 和 **零跑汽车** (9863 HK, 买入) 仍为我们首选的整车厂标的，预计两者四季度的销量及利润将再度超越投资者预期。**正力新能** (3677 HK, 买入) 作为快速成长的电池制造商也将受益于四季度新能源车市场份额提升。
- **房地产和物管：乐观。**国企假期前 7 天房地产销售表现平淡，30 城新房日均成交面积同比下跌 18%，14 城二手房日均成交面积同比下跌 11%，进一步说明政策边际效果减弱，2025 年 8-9 月进行的政策放松效果显著低于 2024 年 924 政策包。重点开发商 9 月合同销售额同比-6%，月环比+4%，符合预期。其中金茂、建发房产、远洋、招蛇、绿城、中海、滨江等表现较强，分别同比增 40%、39%、27%、16%、10%、7%、4%，其余主要开发商表现均为负增长，其中金地、旭辉、万科、龙湖表现较弱，同比分别为-57%、-54%、-47%、-39%。9-10 为传统成交旺季，但由于放松政策效果边际减弱以及基数较高等影响，房地产数据表现较为平淡；我们认为平淡的销售表现可能会推动监管进一步推出放松政策。我们预计 4 季度板块将在积极的宽松政策消息和消极的销售数据双边影响下表现波动，但长期来看，板块仍然是处于修复中。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等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳 (BEKE.US) 作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度，物业管理存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、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。
- **保险：资产负债驱动三季度业绩可期；健康险新规有望助推行业新一轮上行。**8 月人身险保费高速增长，主要受寿险预定利率下调，驱动产品需求集中释放的影响。9 月底，健康险《指导意见》出台，明确对各类主要险种的发展要求，有望深化健康险行业改革，利好头部险企提升健康险业务经营能力，巩固竞争优势，助推健康险保费收入规模上行。截至 8 月底，健康险行业保费收入累计为 7,598 亿元，同比增长 2.4%。财险方面，车险保费维持稳健，非车保费单月增速承压，主要受健康险和农险保费增速放缓的拖累。8 月，农险及健康险保费增速下滑或受政策性险种承保季节性因素的影响。8 月行业总赔付金额达 7,117 亿元，同比持平，行业赔付率环比上升近 2 个百分点至 58.3%；尽管 3 季度台风等灾害频发，预计行业赔付情况整体可控，头部险企赔付率有望优于行业平均。资产端方面，三季度 A 股权益市场

大幅回暖，主要宽基指数表现优于港股大盘。杠杆资金持续净流入，推动三季度 A 股市场交投活跃。年初以来，险企持续加大权益资产配置，A 股权益市场上涨有望带动险企三季度投资收益快速上行；10 年期国债收益率重回 1.8% 以上，股债双击有望带动险企三季度的盈利超预期。展望三季度，我们看好板块保险及投资服务业绩增长驱动基本面上行，同时板块估值修复具备条件。当前板块交易于 0.2-0.6 倍 FY25E P/EV，股息率 4%-6%。近期股价调整已相对充分，伴随权益市场向上，保险股将受益于 Beta 行情下的估值修复。维持板块“优于大市”评级，推荐 1) 资产负债持续完善、分红险改革驱动负债成本下行的头部险企中国人寿 (2628 HK, 买入，目标价：29 港元)、中国平安 (2318 HK, 买入，目标价：71 港元)；2) 财险龙头标的中国财险 (2328 HK, 买入，目标价：21.6 港元)，3) 深化中国增长战略的区域性险企友邦保险 (1299 HK, 买入，目标价：89 港元)。

- **资本品：重卡方面**，9 月份行业批发销量（国内 + 出口）同比增长 82% 至 10.5 万辆，为历史上 9 月份的第二高。尽管市场可能担心在 2025 年底补贴结束后，重卡购买力会否在 2026 年初开始减弱，但我们判断鉴于大量老旧卡车可能被替换（2017 至 21 年间的销量创历史新高），2026 年重卡需求可能仍将保持高位。**工程机械方面**，我们预期土方机械的上升周期将会持续，主要源于国内更新换代的需求以及稳定的出口增长。非土方机械方面，国内需求有机会进一步改善。**天然铀方面**，我们最新的分析显示供不应求将会持续较长时间，铀价将受到供应紧张的支撑。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) 新兴市场和矿山机械的突破；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) 人形机器人关键零部件滚珠丝杠的潜力；看好潍柴动力 (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；以及在 A 股/港股市场具有稀缺性的中广核矿业 (1164 HK, 买入)。

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2025E	2026E	2025E	2025E	2025E
小米集团	1810 HK	科技	买入	52.05	62.96	21%	27.6	21.6	N/A	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	43.30	60.55	40%	18.3	14.4	N/A	10.0	0.0%
丘钛科技	1478 HK	科技	买入	15.88	14.50	N/A	21.4	18.0	3.1	14.9	0.0%
比亞迪电子	285 HK	科技	买入	41.42	47.37	14%	17.0	14.4	N/A	14.0	1.8%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	376.99	415.00	10%	35.4	27.0	N/A	47.1	0.3%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	57.64	41.1	N/A	42.1	32.6	N/A	21.0	2.0%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	9.08	12.30	35%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	214.34	235.00	10%	36.3	30.8	N/A	19.1	0.5%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	49.58	93.00	88%	14.2	11.2	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	435.80	460.00	6%	43.1	33.4	N/A	21.2	0.2%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	138.32	173.00	25%	40.1	26.8	N/A	15.8	0.0%
中兴通讯	763 HK	半导体	买入	42.06	42.00	0%	23.1	23.0	N/A	10.6	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	651.50	705.00	8%	20.0	17.7	5.1	20.9	0.7%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	159.01	209.40	32%	25.5	17.8	2.0	8.9	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	146.91	160.00	9%	16.7	15.4	N/A	23.8	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	83.90	84.00	0%	16.2	14.0	N/A	25.2	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	70.08	76.00	8%	19.4	17.3	1.9	18.4	0.0%
Boss直聘	BZ US	互联网	买入	21.68	25.50	18%	20.3	18.1	N/A	N/A	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	16.31	19.20	18%	N/A	152.6	6.5	1.3	0.0%
中国生物制药	1177 HK	医药	买入	7.80	9.40	21%	21.0	32.5	N/A	20.0	1.7%
三生制药	1530 HK	医药	买入	28.10	37.58	34%	6.8	23.6	2.5	36.8	4.4%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	53.45	71.30	33%	22.5	18.5	N/A	21.4	1.3%
固生堂	2273 HK	医药	买入	31.42	48.28	54%	16.1	12.2	2.6	15.9	0.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	320.10	359.47	12%	107.6	39.1	N/A	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	93.95	109.48	17%	148.6	102.6	7.9	5.3	0.0%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	54.05	57.75	7%	40.0	36.2	14.8	39.8	1.8%
巨子生物	2367 HK	必选消费	买入	53.45	71.30	33%	22.5	18.5	N/A	21.4	1.3%
颖通控股	6883 HK	必选消费	买入	2.17	3.49	61%	9.0	8.3	N/A	23.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	39.50	44.95	14%	21.6	17.3	5.8	27.7	0.0%
锅圈	2517 HK	可选消费	买入	3.26	4.80	47%	19.9	15.7	2.4	12.1	0.0%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	6.41	10.74	68%	7.5	6.5	3.8	50.3	6.8%
九毛九	9922 HK	可选消费	买入	2.08	3.18	53%	19.5	10.0	0.8	4.2	2.6%
李宁	2331 HK	可选消费	买入	16.92	23.02	36%	16.5	13.6	1.5	9.1	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.53	5.55	23%	12.2	10.7	3.1	26.1	8.2%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.81	2.4	35%	16.4	9.5	1.0	N/A	2.2%
吉利	175 HK	汽车	买入	19.05	25.00	31%	10.0	9.5	1.9	20.0	4.0%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	63.80	80.00	25%	84.8	25.1	5.6	7.7	0.0%
正力新能	3677 HK	汽车	买入	11.82	18.00	52%	47.1	21.3	3.6	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.65	22.60	28%	22.8	17.8	N/A	5.3	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	40.30	43.86	9%	20.8	18.5	5.9	28.8	4.8%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.72	6.61	40%	15.5	13.5	1.9	11.0	4.9%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	27.12	31.8	17%	11.1	9.8	4.1	38.9	6.4%
万物云	2602 HK	房地产	买入	23.30	29.88	28%	15.6	13.7	1.4	9.8	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	22.06	29.00	31%	6.8	6.3	1.0	15.8	3.6%
中国平安	2318 HK	保险	买入	53.90	71.00	32%	7.0	6.5	0.8	12.5	5.5%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.36	21.60	18%	10.0	9.2	1.4	13.8	4.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	73.90	89.00	20%	14.1	12.6	2.2	15.7	2.6%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	7.28	7.40	2%	13.1	11.7	1.0	7.2	5.1%
三一国际	631 HK	资本品	买入	8.00	8.90	11%	10.2	8.1	1.7	17.7	4.2%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	95.00	92.00	N/A	42.4	37.1	7.1	17.9	0.9%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	14.66	19.50	33%	9.6	8.7	1.3	13.7	5.7%
中广核矿业	1164 HK	资本品	买入	3.75	3.67	N/A	110.9	34.1	7.0	6.5	0.0%

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

经济小幅走弱。预计GDP增速从第二季度的5.2%降至第三季度的4.9%和第四季度的4.6%，全年5%。8月社会零售、地产销售和固定资产投资等连续第二个月降温，9月高频经济活动指数从1.14降至1.01。进出口不确定性上升，港口集装箱吞吐量同比增速从8月的9%降至9月的7.3%，但韩国和越南9月货物出口增速反弹。9月国内货运量放缓，铁路、航班货运和邮政揽收量同比增速下降。预计第四季度中国GDP同比增速可能明显放缓，因去年第四季度政策刺激形成高基数和未来政策的刺激效应进一步递减。中国经济增速下行和中美谈判进展可能令中国加快推进经济再平衡，适度扩大财政政策力度，加大对家庭部门和个人消费支持，加快反内卷和产能调控，保持人民币稳中偏强，鼓励进口。

通缩延续，但前景可能改善。8月中国CPI同比下降0.4%，PPI同比下跌2.9%，通缩依然延续。但核心CPI增速持续回升，显示消费缓慢改善；PPI环比止跌，反内卷政策提振部分大宗商品价格，工业企业利润增速从前7月的-1.7%反弹至前8月的0.9%。随着反内卷政策持续发力和全球主要央行进入降息周期推动大宗商品价格反弹，预计PPI跌幅可能逐步收窄，同比增速可能从第一季度的-2.3%和第二季度的-3.2%升至第三季度的-3%和第四季度的-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。

房地产市场仍在筑底。30大城市新房销量相比2019年同期复苏率从第二季度46.7%降至第三季度37.9%，创历史新低。11个代表性城市二手房销量复苏率从第二季度97.7%升至第三季度100%。新房和二手房销量低位反弹，同比增速分别从8月-9.2%和0.1%回升至9月2.9%和16.2%。房价继续下行，8月70城新房与二手房房价环比继续下跌，9月二手房挂牌价降幅扩大。尽管以价换量持续，但地产库存依然居高，9月新房库存去化周期升至18.8个月。二手房库存持续增长，8月北上深杭二手房挂牌量环比增长8%，同比增长27.4%。由于去年9.24一揽子政策刺激的基数效应，第四季度房地产销量同比增速可能显著下滑，政策部门可能加大政策宽松力度。

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，因基数效应，社会零售额增速将显著下滑，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。央行货币委员会第三季度例会対目前经济状况定调积极，表述从“呈现向好态势”变为“稳中有进”。对货币政策的表述强调“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”，显示当前政策重心将是落实已有政策。央行延续对“物价低位运行”和“需求不足”的关注，对房地产和汇率的表述变化无明显变化。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 1.95% 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，从科技板块向原材料与工业等板块扩散，最后可能轮动至必选消费与可选消费。中国股票估值不高，MSCI 中国指数动态 PE 为 14.5 倍，略高于过去 20 年 13.6 的均值，明显低于美欧日。中国股市可能会受益于第四季度美元利率下行、人民币流动性延续宽松和中国反内卷与提振消费政策。相对看好 AI 科技、互联网、医疗、工业、原材料、必选消费和高股息板块。AI 科技包括算力基础设施、半导体、机器人、AI 应用等，受益于 AI 技术革命与产业化浪潮，是目前全球经济和股票市场的亮点，由于中国房地产和消费复苏依然较弱，大量资金聚集在 AI 科技板块，但该板块估值已然较高，建议降低集中度令组合更加分散。互联网板块盈利前景改善，AI 应用提升估值，未来 3 个月仍有上涨空间。医疗板块过去 3 年累计下跌超过 50%，今年以来盈利前景逐渐改善，创新药板块率先上涨可能带动板块估值修复。工业和原材料板块受益于中国反内卷政策和通缩改善，尽管反内卷和去产能对短期经济增长影响负面，但对中期价格企稳回升和企业盈利改善具有积极意义，利好工业和原材料龙头企业。必选消费板块目前估值/盈利能力性价比比较高，将受益于中国第四季度可能实施的新一轮刺激消费政策。高股息板块具有防御性，将受益于流动性宽松、存款利率下调和保险资金增长。

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% 和 2026 年 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 环比增长上调至 3.8%，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 0.35 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 0.21 个百分点。预计第三季度 GDP 环比增速可能回落至 2.7% 左右，其中家庭消费回升，企业开支和住宅开工疲软导致投资放缓，政府支出转正，进口降幅缩窄，净出口对 GDP 增速贡献大幅下降。

就业市场转弱。9月就业数据因政府停摆而未公布，但通过各州首次领取失业金人数加总后得出 9 月末首次失业人数在 22 万人左右，较月初 26.4 万人有所下降，显示就业变化趋势仍有反复。ADP 数据显示 9 月私营就业减少 3.2 万人，8 月数据被下修至减少 3 千人。JOLTS 数据显示职位空缺微增，企业招聘和裁员率均降至低位。近期就业走弱既有需求放缓因素，也有供应减少原因，就业市场降温但仍有韧性。预计第三季度月均新增非农就业可能降至 7 万人，失业率可能保持在 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%，全年分别为 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。CPI 环比增速从 7 月 0.2% 升至 8 月 0.38%，核心商品价格延续高位，食品、能源和房租通胀加速。受关税政策影响，新车和二手汽车等主要耐用品价格明显反弹。受移民劳工减少影响，汽车维修、休闲服务和杂项个人服务等服务价格也有回升。由于能源和商品价格延续反弹，预计 9 月 CPI 环比增速可能保持在 0.35% 左右，核心 CPI 环比增速可能在 0.3% 左右。

住房市场或将小幅改善。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。住房供应有所收窄，新房库存消化月数从 2024 年末 8.2 个月升至 2025 年 7 月末 9 个月，随后降至 8 月末的 7.4 个月。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 8 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，美联储两次降息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。预计有效关税税率最终税率可能在 10%-15%，影响 GDP 增速 0.5 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。

美联储重心转向就业风险。9 月联储会议将政策利率下调 25 个基点至 4.0%-4.25%，会议声明更加鸽派，强调风险平衡发生转变，确认就业市场走弱风险上升。点阵图上调 9-12 月降息幅度预测从 50 个基点升至 75 个基点，上调 2025-2027 年经济增速和 2026 年通胀预测，下调 2026 年失业率预测，暗示更大幅度降息将提振经济增长与通胀。目前就业市场对 10 月降息预期超 90%，但我们认为可能仍有变数，因就业市场仍有韧性，同时 9 月 CPI 增速可能在能源与商品通胀推动下反弹。随着经济持续走弱，美联储 12 月可能再降息一次。白宫加强对美联储控制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。市场预期美联储年内还有两次降息，年末美元货币市场收益率可能降至 3.5%-3.75%。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。

预计未来 3 个月美国国债收益率可能走平，优选短中期国债。过去两个月 10 年国债收益率从 4.5%降至最低点 4%，充分反映市场对美联储大幅降息预期，近期随着就业数据又好于预期，10 年国债收益率又升至 4.1%。第四季度，经济和就业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干预带来国债收益率上行压力，多因素抵消后 10 年国债收益率可能震荡持平，年末达到 4.1%左右。2026 年经济增速小幅回升，通胀明显回落，10 年国债收益率可能小幅降至年末 3.9%左右。由于政府债务率高企、关税阻断供应链和白宫干预美联储等因素，超长期国债收益率很难明显下降。

美元可能延续走弱。预计美元指数年末降至 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。美国经济相对走强或者非美地区风险上升，那么美元指数倾向于上升；美国经济相对走弱或者非美地区风险下降，那么美元指数倾向于下降。由于欧元/美元汇率在美元指数中权重近 60%，对美元指数具有决定性影响。未来两个季度，欧元兑美元可能小幅升值。第一，美欧利差可能缩小，因为美欧经济增速差将会缩小、美联储进一步降息而欧央行降息周期接近结束、欧元区财政赤字率可能扩大而美国财政赤字率可能小幅下降。第二，白宫可能持续干预美联储推动大幅降息，这将削弱市场对美元信心，加剧美元贬值压力。

未来 3 月美股可能持续跑输欧洲和中国股市，美国经济小幅滞涨，特朗普政策不稳定性将加剧美股波动，国际投资者持续降低对美股超配程度。建议对美股板块配置更加均衡和提高防御性。看好信息技术（动态 PE=36 倍，ROE=29.3%，估值较贵，盈利能力和盈利增长强劲）、通讯服务（动态 PE=18 倍，ROE=19.4%，估值较低，盈利稳定）、金融（动态 PE=18 倍，ROE=12.9%，估值较贵，私人信贷增速回升、收益率曲线陡峭化和去监管政策带来利好）、工业（动态 PE=27.3 倍，ROE=23.7%，估值较贵，减税、去监管和再工业化政策带来利好）、医疗（动态 PE=22 倍，ROE=24.1%，估值较低，具有防御性）与必选消费（动态 PE=22.6 倍，ROE=23.9%，估值较低，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

AI 云侧端侧共振，行业高景气度有望延续

乐观，3 季度迎来新品发布和拉货高峰期，iPhone 17 销量亮眼、AI 服务器持续放量/架构升级以及端侧 AI 出货强劲，我们预期产业链 3 季度有望好于预期，板块将维持高景气度，展望如下：1) 智能手机：iPhone 17 销售超预期，高通/联发科旗舰新品有望加快高端化和换机周期，看好明年折叠 iPhone 周期和规格升级；2) AI 服务器：全球 CSP 上调资本开支，OpenAI 加大算力储备，GB300/ASIC 服务器下半年继续放量，服务器架构创新持续，看好 ODM、连接器(鸿腾/立讯)和散热零部件(比亚迪电子)；3) 端侧 AI：Meta 首发 AR 眼镜有望超预期，Meta 眼镜产能 2026 年提升至 1,000 万台，科技巨头(OpenAI/苹果)加速端侧 AI 硬件布局；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：智驾下沉趋势带来的零部件规格升级，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)，AI 服务器规格升级(鸿腾精密/比电)以及智驾下沉(比电/小米/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：iPhone 17 销售超预期，高通/联发科新品有望加快高端化和换机周期

全球智能手机市场呈现量稳价升，1H25 全球智能手机出货量达 6 亿台，同比增长 1.3%。然而，2Q25 全球智能手机收入同比增长 10%，首次突破 1,000 亿美元大关，ASP 同比增长 7%至 347 美元。展望下半年，1) 苹果指引 3Q 收入同比增长高单位数，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) 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。

苹果 iPhone 17 销售表现超市场预期，iPhone 17 标准版引入 120Hz 高刷屏、A19 芯片等高端规格，性价比大幅提升。我们预计将从 iPhone 17 系列开始，苹果开启为期三年的重大外观革新周期，2026 年将推出首款大折叠产品，成为下一阶段主要增长动力。安卓阵营在 AI 和芯片方面加速追赶，小米 17 系列全球首发第五代骁龙 8 至尊版，性能对标苹果 A19 Pro。联发科也推出天玑 9500 旗舰芯片，单核与多核性能已可媲美苹果 A19 Pro 芯片。

在智能手机，我们看好规格升级带来价值量提升：1) 散热：iPhone 17 Pro 系列首次引入 VC 均热板，预计 VC 散热渗透率将加速提升。2) 结构件：苹果启动三年外观革新周期，iPhone 17 Pro/Max 采用热锻铝金属一体成型机身，外观结构件有望持续受益。3) 光学：AI 影像驱动持续推动高像素、多摄以及 OIS 规格提升。

PC 方面，在国补政策和 AI 驱动下持续回暖，1H25 全球 PC 出货量同比增长 4.6%，中国市场表现突出，同比增长 12%。AI PC 成为换机核心动力，2025 年上半年 AI PC 在中国笔记本线上市场销量同比增长超 250%。AI PC 的渗透率将继续加速，预计中国 AI PC 渗透率将在 2025 年达到 34%，2026 年进一步升至 52%。高通发布骁龙 X2 Elite/Elite Extreme 处理器，持续发力 PC 市场。此外，Win11 更新周期有望推动消费者和企业升级 PC 设备，PC 出货量在 2025 年和 2026 年保持增长。

整体上，我们继续看好由 AI 创新驱动的换机周期，AI 端侧创新、技术升级和份额提升的相关公司将深度受益。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，以及受益于创新和 AI 硬件突破标的包括立讯精密、瑞声科技、丘钛科技和比亚迪电子。

2) 服务器: OpenAI 加大算力储备, GB300/ASIC 服务器/连接器/液冷产业链充分受益

在 AI 训练和推理需求的共同推动下，全球 AI 基础设施建设进入加速期。海外 CSP 持续上调资本开支指引，AI 服务器市场规模持续扩大，ODM 厂商受益于 AI 服务器放量，工业富联 2Q25 服务器营收同比增长超 50%，云服务商服务器营收同比增长超 150%，AI 服务器营收同比增长超 60%。国内算力方面，行业巨头持续加码投入，阿里推出新一代磐久 128 超节点 AI 服务器，采用开放架构设计，支持多种国产 AI 芯片。海光宣布面向全栈产业伙伴开放互联总线协议，打通算力产业上下游壁垒。华为发布昇腾未来三年路线图，并推出全液冷数据中心 AI 超节点 Atlas 950 SuperPoD。

展望明年，我们预期 AI 基础设施建设有望持续加速：**1) AI 巨头锁定算力资源**：OpenAI 与英伟达部署 10GW 的 AI 数据中心预计 26 年下半年上线 Vera Rubin 平台，并宣布与 AMD 合作部署 6GW 算力，同时与三星和 SK 海力士合作锁定 DRAM/HBM 供应，用于支持星际之门项目。**2) 服务器架构创新持续：推理侧升级**：Rubin CPX 的推出将带动 Midplane 需求显著增长，GPU 协作通过 Midplane 进行无线信号传输。**系统组装**：预计 2027 年 VR Ultra NVL576 机柜将升级至 144 张 GPU，系统组装和集成难度大幅提升，成为 AI 服务器升级驱动力。**高速互联**：OCS/CPO 产品可实现低时延、低功耗和易扩展性，谷歌已在 TPU v4 集群中应用 OCS，博通与英伟达加速推动 CPO 技术落地。**液冷散热**：预计 AI 数据中心的液冷渗透率将从 2024 年的 14% 增至 2025 年的 33%，预计液对液（L2L）架构将从 2027 年起逐步取代当前主流的 L2A 技术，成为 AI 机房主流散热方案。液冷渗透率持续提升将带动冷板模组、快接头、分歧管与相关零部件的需求扩张。

我们预期 2025/26 年 AI 服务器需求持续强劲，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，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。

3) 端侧 AI: Meta 首发 AR 眼镜有望超预期，看好 AI 眼镜/全景相机/无人机产业链

全球端侧 AI 市场在巨头引领和政策加持下持续加速渗透。2025 年上半年全球 AI 智能眼镜销量达 147 万台，同比增长 220%。Meta Connect 大会重磅发布新品，引领交互革命，发布了三款 AI 智能眼镜新品，特别是首款内置显示屏的消费者产品——Meta Ray-Ban Display。1) 显示技术突破：Meta Ray-Ban Display 采用 LCoS 屏和阵列光波导单眼全彩显示方案，分辨率为 600×600 像素，具备 90Hz 刷新率，避免传统衍射光波导方案的高成本和漏光问题，实现更好的隐私保护和续航表现。2) 交互革新：配备革命性 Meta Neural Band 肌电腕带控制器，实现直觉化控制体验。3) 订单超预期：受 Ray-Ban Meta 持续热销带动，Meta 已上调整体销售预期，预计今年高通 AR1 芯片总提货量将增至 1,200 万颗，全球最大眼镜公司依视路陆逊梯卡的智能眼镜产能加快扩张（26 年达 1,000 万台）。

科技巨头加速 AI 硬件布局：1) Meta 产能扩张：Meta 计划在 2026 年底将智能眼镜系列产品年产能提升至千万级别，其 Display 款眼镜和 EMG 腕带的落地，有望推动全天候可穿戴计算的实现。2) OpenAI 硬件布局：OpenAI 计划开发一系列端侧 AI 硬件，包括无显示屏智能音箱、眼镜、录音笔和可穿戴徽章等，预计 2026 年末或 2027 年初发布首批设备。3)

苹果 AI 进程：苹果正在推进三年计划，预计将谷歌 Gemini AI 整合至 Siri，有望 2027 年推出 AI 眼镜。

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，我们认为 AI 创新驱动的端侧硬件升级将是消费电子行业的核心增长主线，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、光学领域的丘钛科技/丘钛、声学/MEMS 传感器的瑞声科技、代工商的立讯、结构件的立讯/东江，以及显示的京东方。

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 上市，公司 9 月份总交付超 4 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）。

我们继续看好由汽车电动化和智能化驱动的汽车电子产业链，特别是智驾下沉趋势带来的零部件规格提升机遇，聚焦高价值量零部件的升级与国产替代。车载智驾封装（如 FCBGA）渗透率提升，利好在车规级封装领域具备技术和客户优势的厂商。连接器与线束方面，新能源汽车连接器产品将迎来出货量增长和规格升级机会。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 1,000 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 1,000-1,500 万片/2,000 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，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 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
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

1) 9 月海外 AI 产业链回顾：

■ 全球 AI 资本开支：算力投资持续演化

[据路透社](#)，OpenAI 与博通达成合作，计划于 2026 年量产首款自研 AI 芯片 XPU，订单规模超 100 亿美元。该芯片将用于 OpenAI 内部算力平台，旨在降低对英伟达 GPU 的依赖、提升能效与成本可控性。

■ AMD 与 OpenAI：6GW 采购+权证

[据路透社](#)，AMD 与 OpenAI 宣布达成一项数百亿美元级别的长期 AI 芯片供应协议，标志着双方在 AI 基础设施领域的深度绑定。AMD 将自 2026 年下半年起向 OpenAI 提供数十万颗 MI450 系列 GPU，合计算力规模约 6GW，约相当于 500 万户美国家庭的用电量。作为协议的一部分，AMD 向 OpenAI 授予认股权证，使其有权以每股 0.01 美元的价格购买最多 1.6 亿股 AMD 股票（约占公司 10%），分阶段解锁，最终目标股价达 600 美元。

■ xAI 融资：以 GPU 为抵押的融资即算力模型

据路透社，Elon Musk 旗下的人工智能公司 xAI 正推进一项规模高达 200 亿美元的融资计划，其中包括约 75 亿美元股权融资与最高 125 亿美元债务融资。据彭博社报道，该轮融资与英伟达 GPU 采购挂钩，英伟达将出资约 20 亿美元参与股权部分。

2) 国产算力链：AI 驱动下的全面周期共振

■ 国产 GPU 上市进展加速，算力国产化率持续提升

摩尔线程于 2025 年 9 月 26 日在上海科创板 IPO 首发申请获审核通过。公司从 6 月 30 日受理到 9 月 26 日完成过会，仅用时 88 天。募集资金规模约 80 亿元人民币，拟用于新一代 AI 芯片的研发。2025 年上半年，公司营收约 7.02 亿元，超过前三年营收总和，同比增长显著，毛利率上升至 70.7%。（[链接](#)）

■ 国产存储涨价成为晶圆厂新一轮催化因素

据 TrendForce，随着 GenAI 和 LLM 推理训练的快速扩张，全球存储价格上涨趋势正由 AI 需求驱动，并持续扩大。DDR4 与 DDR5 合约价和现货价预计在 10 月将出现双位数上涨，并且本轮涨价预计将持续至 2026 年底。同时，AI 应用需求也推升 NAND 与企业级 SSD 订单，主要因三星和 SK 海力士延迟 DDR4 停产、产能持续转向 DDR5 所致，导致 DDR4 合约价迅速逼近现货价。

3) 未来三个月展望

■ 全球算力投入将持续扩张

我们预计未来三个月全球算力链将维持高景气度，AI 基础设施投资仍处在扩张中期。除英伟达与 AMD 等通用 GPU 厂商持续受益外，AI ASIC 厂商如博通正加速承接来自 OpenAI、字节等大型客户的定制化芯片订单，形成异构算力体系并削弱对英伟达的单一依赖。在算力持续紧缺的背景下，云厂商们正在通过算力自主化实现成本与供给安全的再平衡。值得注意的是，算力正逐步被金融化与资本化，成为企业融资和资产配置的重要工具。例如，AMD 与 OpenAI 签署的 6GW GPU 长期供应协议中，OpenAI 获授 AMD 认股权证，将硬件采购与股权收益绑定。我们持续看好中际旭创（300308 CH，买入，目标价：415 元）、生益科技（600183 CH，买入，目标价：41.1 元）、深南电路（002916 CH，买入，目标价：235 元），作为全球 AI 算力链中的受益者。

■ 国产算力链进入兑现期

国产 GPU 厂商（摩尔线程、沐曦、壁仞）加速上市进程，其中摩尔线程 IPO 快速过会标志政策支持以及本土算力需求持续上涨。另一方面，AI 需求带动存储、晶圆制造以及设备材料产业同步上行。根据 TrendForce，DDR4/5、SSD 等存储价格将持续上调至 2026 年年底，带动国内晶圆厂（如中芯国际、华虹半导体）进入量价共振周期。我们持续看好国产算力自主可控以及半导体产业链国产化进程加速。建议关注北方华创（002371 CH，买入，460 元）、中兴通讯（763 HK，买入，目标价：42 元港元），作为半导体产业链国产替代的受益标的。

■ 模拟芯片国产替代加速，EDA 自主可控夯实本土生态

贝克微（2149 HK，买入，目标价：93 港元）在地缘格局复杂化与全球供应链重构背景下，展现出国产模拟芯片与 EDA 自主生态的稳健韧性。2025 年上半年，公司收入同比持平至 2.92 亿元（高基数下仍创新高），净利润同比增长 14.9% 至 7,700 万元，净利率提升至 26.4%，盈利能力持续增强。公司不断丰富电源管理与信号链产品线，SKU 总数达 850 个，研发效率保持稳定。同时，自主研发的 EDA 工具与 IP 生态日趋成熟，使其在国际供应链

不确定性下保持技术与交付的独立可控。预计公司未来增长稳健，受益于国产替代进程与产品结构及销售渠道持续优化。

■ 下游 AI 赋能加速渗透：智能驾驶与 AIoT 百花齐放

随着 AI 算力需求从训练端向推理端迁移，智能驾驶与边缘 AI 正成为算力周期下游最具确定性的增长引擎。地平线机器人（9660 HK，买入，目标价：12.3 港元）与豪威集团（603501 CH，买入，目标价：173 元），分别代表国产智能驾驶算力与 CIS 芯片龙头。地平线依托征程 6 系列高算力 SoC，加速高阶智驾平台 HSD（Horizon SuperDrive）在主流车型的落地，实现智驾平权规模化。豪威集团则凭借在车载与移动端高端 CIS 市场的技术领先，持续提升市场份额，并积极布局 AI 智能应用，包括与 Meta AI 眼镜的合作，成为智能驾驶与 AIoT 的核心受益者。

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 9 月，市场对中国 AI 相关的投资叙事展现出更高热情，含“芯”率较高的公司及确定性有望在 AI 浪潮中获益的公司股价涨幅较大。展望 10 月，我们建议两条思路进行股票配置：1) 在市场未给出明显切换信号的情况下，仍围绕 AI 主线进行选股获取相对收益，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，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，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；2) 估值处于较为合理区间，业绩表现稳健、盈利能见度较高，建议关注网易、BOSS 直聘、携程。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 22x，相较 2020 年成立以来的历史平均（24x）仍有修复空间。

图 2: 恒生科技 PE 区间

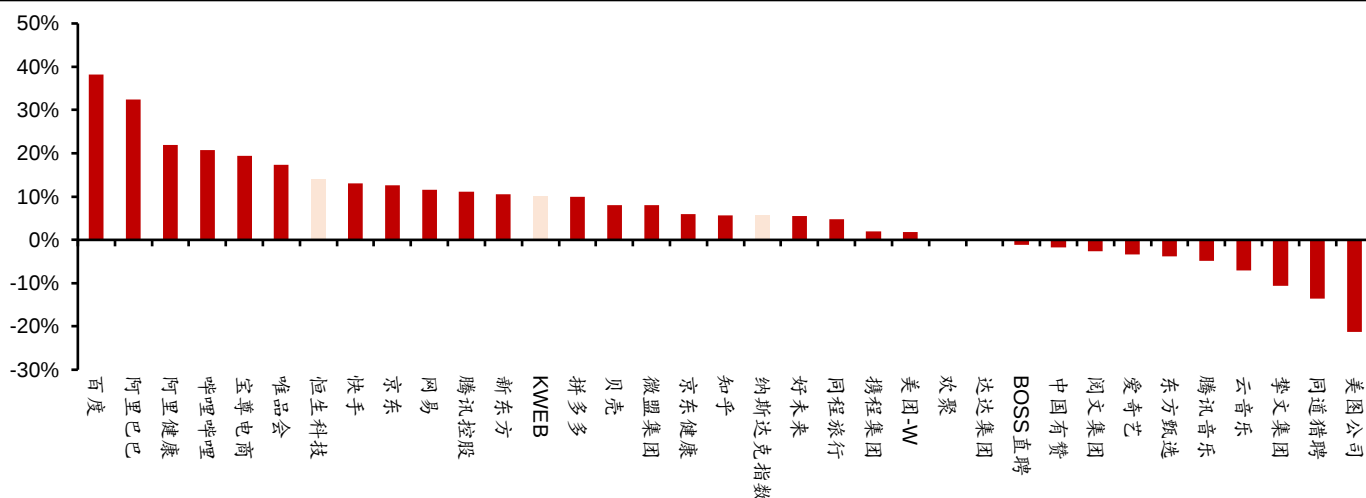


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 10 月 8 日

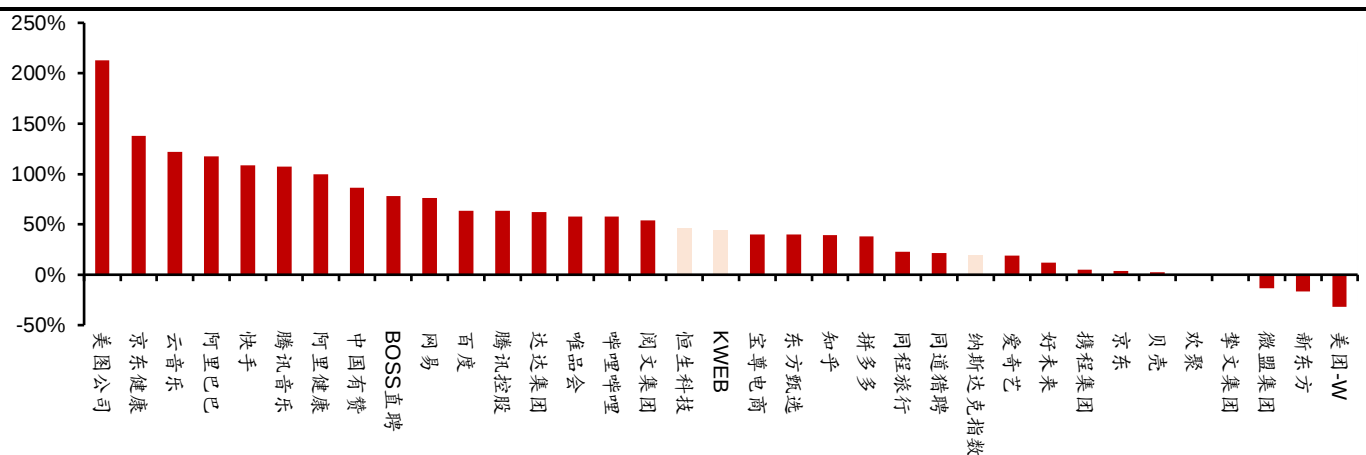
9 月恒生科技指数上涨 14%，KWEB 指数上涨 10%，百度/阿里巴巴/阿里健康涨幅领先。市场对中国 AI 相关的投资叙事展现出更高热情，而主要驱动事件包括：1) 2Q25 业绩中中国互联网公司云业务营收增速在需求提升推动下普遍好于市场预期，且有望持续；2) 大模型能力持续迭代升级，如百度发布深度思考模型文心大模型 X1.1 在事实性、指令遵循、智能体等能力上均提升显著，阿里巴巴发布下一代基础模型架构 Qwen3-Next 助力模型实现相近且略好的性能的同时训练成本显著下降；3) 市场对中国芯片公司能力的关注度进一步提升（如百度昆仑芯等）、开始将相关估值计入，《新闻联播》报道阿里巴巴旗下平头哥最新研发的面向人工智能 PPU 芯片在部分重要参数上比肩英伟达的 H20 芯片进一步推动了市场情绪提升。

图 3: 9 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

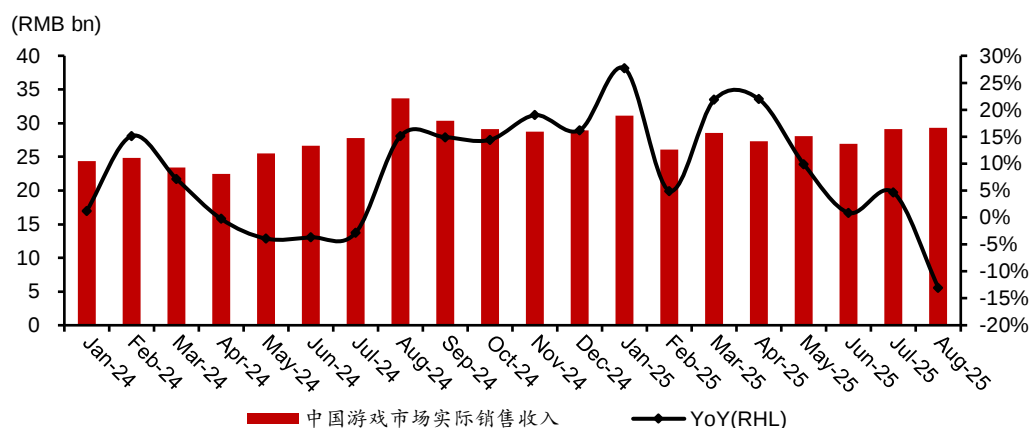
注：数据截至 10 月 8 日

■ 在线游戏：头部游戏公司维持稳健盈利增长

8M25 中国游戏市场收入同比增长 8%至 2,263 亿元，但单 8 月收入同比下降 13%，主要由于去年同期高基数效应以及今年 8 月缺少重点新产品。展望 3Q25 业绩，我们预计游戏公司仍然能维持稳健增长：1) 我们预计腾讯 3Q25 游戏收入同比增长 11% (1Q25/2Q25：同

比增长+24%/22%)，增速略有放缓，主要由于《三角洲行动》、《无畏契约》手游等新品的增量贡献部分被《地下城与勇士》手游流水的常态化所抵消；2) 我们预计网易 3Q25 游戏收入同比增长 15%，主要由于《梦幻西游》、《蛋仔派对》等常青游戏的流水恢复以及《燕云十六声》等新游的增量贡献；3) 我们预计哔哩哔哩 3Q25 手游收入同比下滑 17%，主要受高基数及《三谋》收入回归常态的影响。公司计划在 2025 年末推出《三谋》国际版，且有多款二次元游戏及休闲游戏待监管审批，有望支撑 2026 年手游业务营收增长。

图 5: 中国游戏市场月度收入



资料来源：伽马数据，招银国际环球市场

■ 在线广告：AI 赋能广告业务

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。我们预计三家公司 3Q25 持续维持快于行业的广告收入增长：

1) 我们预计腾讯 3Q25 营销服务收入同比增长 17%，AI 优化微信视频号/公众号内容推荐算法，推动用户时长增长，增加广告库存，同时 AI 持续提升广告转化率，带动腾讯广告 ROI 提升；2) 我们预计快手 3Q25 在线营销收入同比增长 13%，公司自研推荐模型 OneRec 提升内容推荐效率，推动平台用户总时长增长超 1%，同时公司利用 AI 生成符合用户兴趣的定制化营销素材，提高广告转化率，带动在线营销收入低个位数增长；3) 我们预计哔哩哔哩 3Q25 广告营收同比增长 21%，公司借助 AI 提升广告转化率及投放效率，2Q25 已有约 10% 的广告标题及超 30% 的广告封面由 AIGC 工具生成。

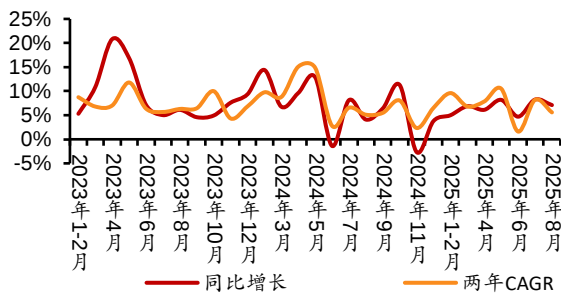
■ 电商：8 月社零增速略逊预期、国补高基数效应开始显现、关注 9 月国补全月高基数影响下的增速下行幅度

8 月社会消费品零售总额增速略逊市场预期：2025 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 3.4%（2025 年 7 月：3.7%），弱于 Wind 一致预期的 3.82%。单 8 月实物商品网上零售额同增 7.1%，环比降速但回落幅度好于去年同期：8M25 实物商品网上零售额同比增长 6.4%，其中单 8 月份同比增长 7.1%，环比上月降速（2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月：5.0%/6.9%/6.1%/8.2%/4.7%/8.3%），但从季节性效应看回落幅度好于去年同期（2024 年 7 月/8 月：+8.1%/+4.1%）；8M25 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.0%（7M25:24.9%；8M24: 25.6%）。

国补高基数效应逐步显现，关注 9 月国补全月高基数影响下的增速下行幅度：2025 年 8 月：

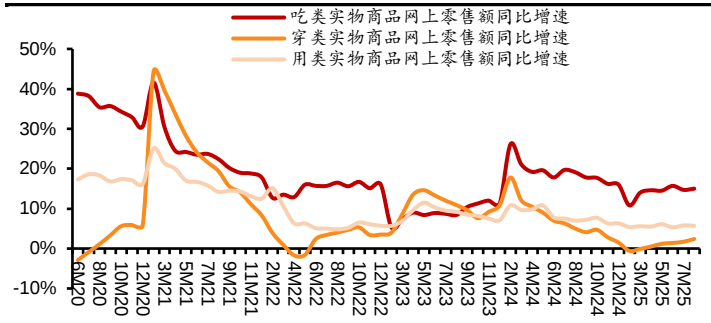
1) 家用电器和音箱器材类零售额同比增长 14.3%（7M25: 30.4%；2025 年 7 月：28.7%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 7.3%（7M25: 22.9%；2025 年 7 月：14.9%）；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 14.2%（7M25: 23.7%；2025 年 7 月：13.8%），环比增速较具韧性但相较 1H25 显著降速。

图 6: 中国: 实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源: 国家统计局、招银国际环球市场

图 7: 中国: 吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源: 国家统计局、招银国际环球市场

■ OTA: 旅游需求具备韧性、出境游增长仍稳健

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。

经文化和旅游部数据中心测算,国庆中秋假日 8 天,全国国内出游 8.88 亿人次,较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1.23 亿人次;国内出游总花费 8,090.06 亿元,较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1,081.89 亿元。按日均计算,2025 年十一假期全国日均国内出游人次 1.11 亿人,同比增长 1.6%,国内出游日均总花费 1,011 亿元,同比增长 1.0%。

基于今年国庆及中秋假期出游数据,我们认为“品质化”与“长途化”是核心关键词。这既体现出旅游需求具备韧性,也预示我们覆盖的重点在线旅游平台企业 3Q25 业绩的利润率扩张趋势可能好于预期。携程数据显示,假期期间其国内长途游订单占比较去年提升 3 个百分点,多个欧洲出境长线游目的地订单翻倍。同程旅行数据显示,其平台出境长线跟团游发团数量同比增长近 1 倍,增速明显高于出境短线跟团游,同时,非一线城市用户预订国内和出境跟团游产品的花费同比增长超过 33%,阿里巴巴旗下飞猪平台数据显示,其平台上机票、用车等交通工具类商品人均预订量同比去年提升 5%,酒店、线路游、门票等商品人均预订量同比去年提升 4.6%,假期出行的客单价同比去年提升 14.6%。

携程: 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: 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，有望带动多个业务板块估值重估：1) AI 优化内容推荐算法，推动视频号/公众号时长持续增长，增加广告库存，同时公司将 AI 应用拓展到广告创作和投放领域，进一步提升转化率和 ROI；2) 2Q25 企业服务收入同比增长加速至+teens% YoY，主要得益于 AI 云及电商服务业务增长；3) 元宝+微信+企业服务有望打开长期商业化空间。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%。公司当前估值对应约 22x FY25 non-IFRS PE（剔除战略投资对应 20x 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)**：我们重申对阿里巴巴的积极看法，主因：1) 云计算收入增长前景强劲，这得益于人工智能相关产品的采用率提升以及数字化需求的增加；2) 电商业务发展前景稳固，由“全站推”渗透率的提高以及即时零售业务的快速发展所带来的交叉销售效应推动，即时零售业务快速发展或有助于提高用户粘性，并在中长期内推动更好的客户管理收入前景。凭借强大的技术能力和丰富的人工智能应用场景，阿里巴巴有望通过“消费”与“AI+云”这两大战略业务支柱推动其长期收入和利润增长。在我们看来，阿里巴巴仍然是人工智能主题下的关键受益方之一，其当前 FY27E non-GAAP PE 为 17.7 倍，与全球同行相比仍处于合理区间。我们将基于 SOTP 的目标价为 210.3 美元，对应 20.6x FY27E non-GAAP PE，维持买入评级。
- 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%。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 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。“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，FY25 非 GAAP 下运营利润同比增长 38%至 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。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。

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

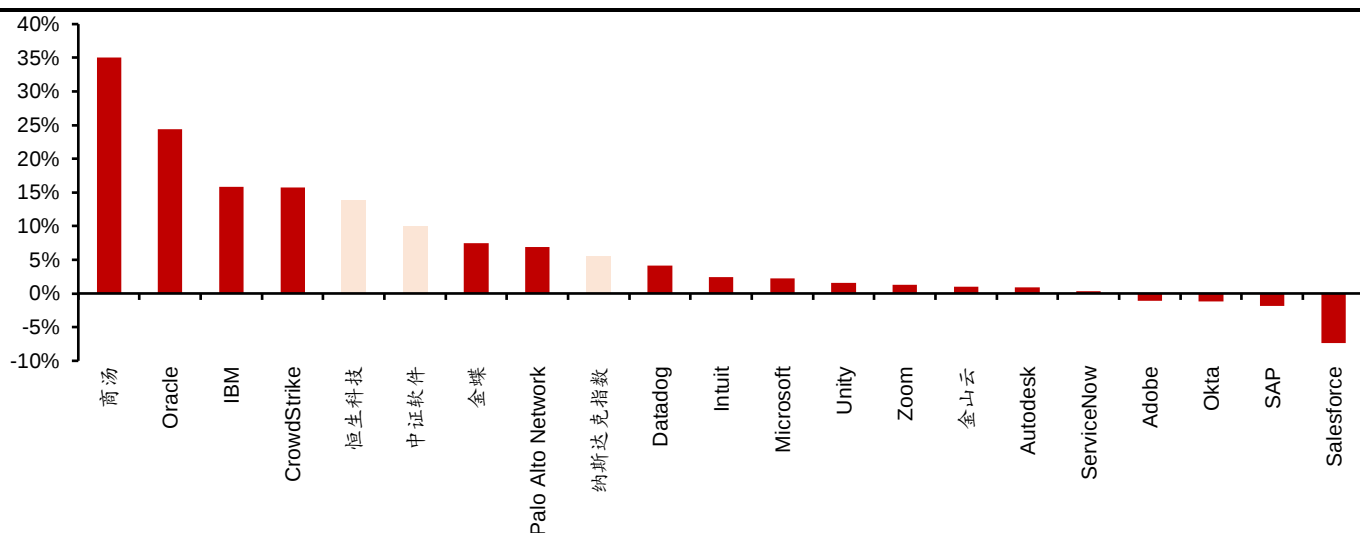
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ 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，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）。

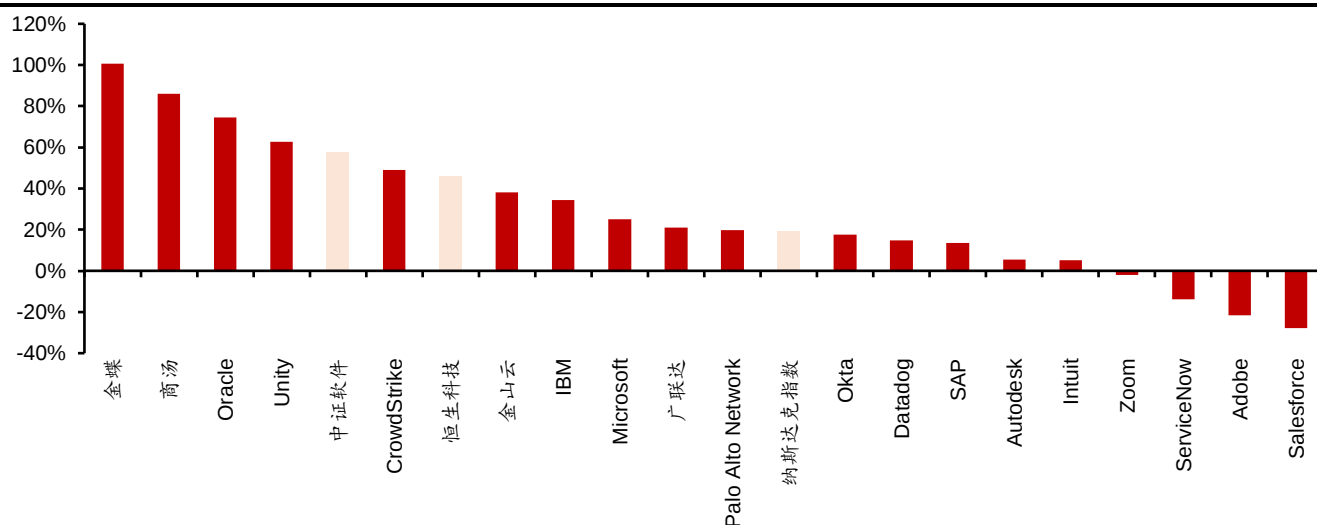
9 月恒生科技指数上涨 14%，纳指上涨 6%，商汤/Oracle/IBM 涨幅领先。商汤科技 8 月末发布好于预期的 1H25 业绩，叠加市场对于中国 AI 主题投资的关注度提升；Oracle 9 月发布 1QFY26 业绩，得益于公司与 OpenAI 的大单交易，公司 RPO 同比增长 359%至 4,550 亿美元，公司预计 FY26 IaaS 板块收入同比增长 77%至 180 亿美元。

图 8: 9 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 10 月 8 日

■ 2025 云栖大会: AI 投资主线叙事再次强化

阿里巴巴于 9 月 24-26 日举办 2025 年云栖大会, 会议要点包括: 1) AI 时代阿里云将自己定位为全栈人工智能服务商, 将提供世界领先的智能能力和遍布全球的 AI 云计算网络, 公司宣布新一轮全球基础设施扩建计划, 将在巴西、法国和荷兰首次设立云计算地域节点, 并将扩建墨西哥、日本、韩国、马来西亚和迪拜的数据中心; 2) 通义千问模型选择开源路线发展目标是打造 AI 时代的安卓系统, 公司认为在大模型时代开源模型创造的价值和能够渗透的场景将会远远大于闭源模型; 3) 基于目前看到的行业及客户需求, 公司正在积极推进三年 3,800 亿元人民币的 AI 基础设施建设计划, 并预期将在此基础上增加更多的投入以满足行业快速增长的需求, 且公司预期 2032 年阿里云全球数据中心的能耗规模将相较 2022 年提升 10 倍。我们认为本次云栖大会进一步印证了中国 AI 及云行业相关需求持续起量的趋势, 行业发展呈现出 模型能力持续提升、基础设施能力持续优化、应用生态逐步繁荣的态势。我们持续看好阿里云营收增速季环比持续加速的趋势。

■ 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。

复盘美国科技板块走势, 前期半导体及云基础设施相关板块业绩及估值弹性相对更高, 而随着半导体板块估值充分反映投资者乐观预期, 叠加 AI 应用商业化逐步起量, AI 软件应用板块有望在中长期匹配硬件板块的涨幅。我们仍看好中美互联网及软件板块中长期的投资价值, 建议关注云业务增长有望维持强劲驱动股价增长的阿里巴巴、百度、微软, AI 拉动广告和云业务持续较快增长的腾讯、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。此外, 建议关注 AI 变现取得实质性进展、且估值仍有提升空间的中美软件公司, 如派拓网络、Datadog、金蝶国际。

■ 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 9,770 万元人民币 (1H24: 亏损 2.179 亿元人民

币)，略低于彭博共识预期的 7,300 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。我们对金蝶的目标价为 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。

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

由于资本市场融资复苏、创新药出海交易规模上涨，国内创新药研发需求出现回暖。我们注意到，创新药研发所需的实验猴的中标价格已经从 2024 年中的约 8.5 万元回升至约 9 万元。叠加美国降息，CXO 行业有望迎来业绩修复。短期来看，由于市场对于创新药出海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。展望未来，我们认为创新药的持续上涨动力将主要来源于海外合作伙伴对于已授权管线的临床推动。此外，我们看好消费医疗的估值修复机会。

■ 推荐标的

推荐买入三生制药 (1530 HK)、巨子生物 (2367 HK)、药明合联 (2268 HK)、固生堂 (2273 HK)、中国生物制药 (1177 HK)、信达生物 (1801 HK)。

1) 三生制药：707 (PD-1/VEGF) 即将在 10 月 ESMO 会议上公布 mCRC 二期临床数据，具备成为全球重磅产品的潜力。我们预计辉瑞将加速推进 707 的全球临床开发，或于单药及联合化疗两条路径上启动全球 III 期临床，抢占肺癌、结直肠癌等大适应症市场。辉瑞亦大概率探索 707 分别与 PDL1V (PD-L1 ADC)、Padcev (Nectin-4 ADC) 及 SV (IB6 ADC) 的联用方案。我们认为，707 全球临床试验的启动将成为三生制药的主要上涨动力。此外，公司还布局了 705 (PD-1/HER2 双抗)、706 (PD-1/PD-L1 双抗)、SPGL008 (B7-H3 抗体/IL-15 融合蛋白) 与 SSS59 (MUC17/CD3/CD28) 等创新管线，未来将在肿瘤等领域迅速扩充产品矩阵。

2) 巨子生物：头部达人合作重启，推动估值修复。9 月，抖音头部主播贾乃亮、天猫头部主播李佳琦相继恢复与可复美的直播合作，标志着可复美品牌经历前期舆论事件后，已正式重启达人合作渠道，为“双十一”大促的销售奠定基础，也印证了可复美产品力仍具强劲竞争力。我们认为，头部达人复播体现其对品牌的认可，不仅将直接贡献可观的线上销售收入，更有望推动下半年达人直播合作持续回暖，进而提振可复美及可丽金 2025 年下半年线上销售表现。公司 2025 年上半年销售费用率同比下降 1.1 个百分点，营销预算充足，可支撑下半年投放需求。短期来看，达人复播将推动可复美线上销售重回快速增长轨道；

长期看，注射类重组胶原蛋白产品有望成为公司第二增长曲线，我们预计其获批时间已临近。

3) 药明合联：公司是全球偶联药物（XDC）外包服务行业的领导者，将持续受益于全球 XDC 市场强劲的研发和生产需求。截至 1H25，公司有 19 个项目处于临床 III 期阶段，11 个项目处在 PPQ 阶段，后期和商业化项目将为未来几年收入的持续增长奠定坚实基础。为了支持持续增长的研发需求以及即将到来的商业化生产，药明合联预计从 2026 年到 2029 年将在 capex 上合计投入超过 70 亿元。截至 1H25，公司的在手订单达 13.29 亿美元，同比增长 58%，延续了 2023/24 年分别同比增长 82%/71% 的强劲势头。基于强劲的需求，我们预计药明合联在 2025-27E 的收入 CAGR 将超过 37%，经调整净利润 CAGR 将超过 34%，是全球 CXO 行业内增速最快的公司，公司目前的 PEG 在全球 CXO 行业中处在低位，凸显公司估值的吸引力。

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 家门店，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，有望在 26 年起恢复超过 20% 的复合盈利增速。目前估值具备吸引力，公司积极回购股份。

5) 中国生物制药：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-4TME)。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 月底的 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 TQB3616 (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。

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。FDA 批准启动 IBI363 与多西他赛在 IO 耐药型鳞状 NSCLC 中的全球 III 期 MRCT 标志着其全球开发进入关键阶段。预计 2026 年披露 IBI363 NSCLC 与 CRC 一线适应症的 Ib/II 期概念验证数据。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，减重适应症于 25 年 7 月在中国上市，有望快速放量。早期自研品种 IBI3032 (口服 GLP-1)、IBI356 (OX40L)、IBI3002 (IL-4Ra/TSRP) 有望在 25 年下半年披露一期临床数据。

■ **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、美妆护肤品

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

受超长假期推动，出游、中秋送礼相关需求稳健；美妆品类受应季换新及双十一预热提前等影响或在 10 月带来不俗的表现。长期维度来看，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：

- **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)**、**颖通控股 (6883 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

根据初步估算，2025 年十一国庆黄金周的消费数据表现并没有比 9 月更好，同时也比五一黄金周略差，低于预期。值得注意的是，9 月的表现本来就不太好，对比 8 月出现放慢或转差。分行业来说，茶饮咖啡、旅游-酒店和家电均符合预期，而餐饮、服装和体育用品则低于预期。分品类来看，只有低价、小确幸、体验型的消费行业表现较好。我们认为原因有很多：1) 24 年从 3 季度开始，基数会越来越高，2) 国家补贴的逐渐退潮，3) 出境游持续强劲，影响国内消费力，4) 宏观环境的不确定性增加，包括房地产和贸易战相关因素，5) 天气恶劣（雨天和台风较多，气温高于去年）和 6) 外卖补贴重新增加，利好茶饮咖啡，但不利餐饮，西贝等情等。叠加增长放缓，竞争加剧，折扣水平增加，继续令整体利润率承压。

展望 4 季度，上述很大部份的负面因素或会延续，而且也会有新增的风险，像各种补贴退潮，叠加电商的高基数。因此，我们的看法变得更保守。行业表现来说，我们预计将会继续分化，相对看好餐饮，茶饮咖啡，旅游-酒店，对服装，体育用品和家电则比较保守。所

以我们下调体育用品和服装行业的评级至中性。而风格上，由于宏观压力仍然在，我们仍然更偏好消费降级和高股息的目标的。

我们推荐瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)、锅圈(2517 HK, 买入)、绿茶集团(6831 HK, 买入), 九毛九(9922 HK, 买入)、李宁(2331 HK, 买入)、波司登(3998 HK, 买入)和 JS 环球(1691 HK, 买入)。

■ 体育用品行业（下调至同步大市）

我们估计 9 月份的行业流水增长为低单位数，比 8 月的大概持平要好一些，也比 7 月的低单位数下降更好，最主要的原因只是 9 月线上的增长比较良好，线下仍然面对巨大压力(特别是客流)。整个 3 季度而言，我们预计增长比 2 季度略微缓慢。个别品牌仍然有达成率不足的情况，所以其实是低于预期的。在电商没有快速增长，而线下很差的情况下，我们相信十一国庆黄金周的表现也不会太好。我们认为主要原因包括：1) 整体天气不好，下雨较多，又有台风，同时也比去年更热，2) 宏观经济疲弱，令消费信心下降，以及 3) 产品创新力不足等。另外，我们也观察到，虽然渠道库存水平仍算健康，但折扣水平仍然在转差，3 季度，不论是同比还是环比，也是在加深。

展望 4 季度，我们的看法仍然十分保守，原因包括：1) 基数(24 年 3 季度)其实已经不高，但表现仍然较弱，未来(24 年 4 季度)基数会越来越高，2) 10 月的天气仍然较热，3) 宏观数据并没有明显转好。假若国家对消费和体育行业的政策力度没有足够提高，未来增长相信仍然会乏力。所以我们下调行业评级至中性。

我们把行业的首选调整为李宁(2331 HK, 买入)，因为我们开始看好未来的业绩反转，各项负面因素和成本费用提升都可以在 25 年消化，而让公司在 26 年有更好的开始。对于安踏(2020 HK, 买入)，我们没有之前那么看好，原因是主品牌增长较弱，以及始祖鸟短期销售可能面临风险。

■ 服装行业（下调至同步大市）

我们预计 9 月份的行业只有持平到低单位数的增长，相信会比 8 月的中单位数更差，可能和 6 月 7 月相约，原因是：1) 天气仍然很差(下雨和台风很多，而且温度明显较去年高)，2) 旺季后的消费力不足，3) 消费者更倾向购买客单价更低的产品，4) 线上渠道基数较高等。而上述的因素，在十一国庆黄金周仍然存在，所以我们认为表现仍然不会太好，是差于预期的。另外我们也观察到折扣力度同比仍然在加深，这个也不利于品牌的利润率。

展望 4 季度，基于目前的天气情况和宏观情况，我们的看法仍然十分保守，所以下调行业评级至中性。

从股息率的角度来说，江南布衣(3306 HK, 买入)的股息率最高。但从基本面的表现来说，波司登(3998 HK, 买入)会比较好，因为受惠于产品创新和营运效率提升，即使有暖冬的风险，公司今年的增长会快于同行。

■ 餐饮行业（维持优于大市）

我们估计 9 月餐饮的同店销售会有中至高单位数下跌，对比 8 月的低单位数下跌较差，和 2 季度的水平相约。不过受惠于 7 月 8 月的略为好转，整个 3 季度的表现还是要比 2 季度好。主要原因是：1) 西贝舆论事件的影响，2) 天气很差(下雨和台风)。加上在 9 月下旬，外卖平台的补贴再度增加，对大部份的餐厅品牌都不太利好。所以就行业整体而言，我们相信十一国庆黄金周的表现仍然不好，算是差于预期。按品牌来说，连今年表现较好的绿茶和小菜园的同店增长在 9 月和十一也有转差，我们相信其他品牌也不会太好。

展望 4 季度，我们的看法开始变得更加保守，因为十一国庆假期已经包含了中秋节（24 年的中秋节在 9 月），但数据并没有转强，反而在转弱，说明行业的需求真的不好。加上在 25 年每一次的旺季，外卖平台都有可能加大补贴力度，以堂食为主的品牌，仍然会受到不少压力。所以虽然因为低基数的原因，我们认为餐饮行业仍然有望持续反转，但是所需的时间仍然有机会比预期更长更多。而且相信仍然是单价更低，更能受惠消费降级的品牌，表现才会更稳健和更好。

选股的话，我们的首选是锅圈(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，深化客户粘性等的策略。另外，我们也推荐绿茶集团(6831 HK, 买入)，因为同店销售增长已经转正，而且在外卖订单强劲增长的同时，利润率仍能持续改善，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。同时，我们也看好九毛九(9922 HK, 买入)，受惠于公司各种的调改，包括积极使用鲜活食材，拓展 SKU 数量和门店装修升级等，太二同店销售增长有望转正，所以当前的股价回调是买入的好机会。

茶饮咖啡行业

9 月行业的同店销售增长仍然快速，只是比 8 月的水平有所放慢，也许和 7 月差不多，主要是受惠于：1) 线下客流对低单价或小确幸的需求仍然较强，2) 天气较热，3) 外卖补贴力度，稍有加大的帮助。而在十一国庆黄金周期间，我们估计表现还是不俗的，最少仍然符合市场预期。

展望 4 季度，因为我们和市场的预期并不算高，所以短线来说仍能看好。但展望 2026 年，在外卖补贴逐渐减少，基数逐渐变高，门店数量重新加速增长，以及竞争加剧等的情况下，我们对利润的看法也会更保守。

目前首选仍然是瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)，公司开店超预期后，预计下半年开店速度仍然保持快速，外卖相关费用或会令利润率承压，所以目前对利润率的预期较为悲观。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有不错的经营杠杆，那么业绩仍有超预期的空间。

■ 旅游 - 酒店行业（维持优于大市）

9 月的行业 RevPAR 估计持平，比 8 月的低单位数下降和 7 月的中单位数下降，都有持续改善。而在十一国庆黄金周，我们估计行业 RevPAR 有望转正，主要是凭借 OCC 的上升抵销了 ADR 的下跌。整体算是符合预期。

按照不同价位和城市来说，一线城市的表现不俗，对比下层市场稍为更好。另外豪华型、高档和中档表现也有反弹，对比经济型反而更好，可能是因为经济型酒店供应增长较快，竞争也较为剧烈。

展望 4 季度，虽然行业在持续复苏，但我们的看法只是审慎乐观。一方面，我们看到商务需求，入境游的需求再持续好转，但另一方面也担心旺季后的需求回落和宏观经济突然转差。

最关键的是，从供应量的角度来说，房间数仍然有中高单位数的同比上升，增长还是比需求更快，所以要行业整体复苏，供需达到更好的平衡，也许需要等待更长的时间。

■ 家电行业（维持同步大市）

9 月份的大家电行业全渠道销售估计已经转负，比 8 月约 10% 以上增长和 7 月约 25% 以上增长有大幅转差，原因主要是去年的高基数和今年的补贴逐渐退出。而在这情况下，我们认为十一国庆黄金周的表现只会比 9 月更弱。从品类来说，洗衣机的表现最稳健，然后是空调，其次是冰箱。平均单价来说，在线下渠道，平均单价仍然比较平稳，但在线上渠道，开始出现同比下跌。

展望 4 季度，由于：1) 国补的暂停(甚至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的因素，我们预计增长会大幅下滑。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，甚至有所下降。从行业的排产数据来说，未来几个月的增长亦很可能会转负。另外虽然目前库存水平仍然很低，但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，就算下半年仍有国补出台，而补库存的需求会存在，但加速的可能性很低，所以我们对家电板块的看法仍然保守(除了个别板块像中央空调，可能会较稳定)。而在这个情况下，低价机型会相对卖得更好，但这也许会影响毛利率(个别品牌像美的可能表现会相对较好)。而在未来半年，假若行业销售持续下跌，价格战也不排除会加剧。

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

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
国庆期间销售分化加剧；四季度新能源市场份额将继续提升

根据渠道调研，国庆期间新能源汽车的客流和订单情况明显强于传统燃油车。我们注意到传统燃油车（特别是外资品牌）在部分地区的销售受到以旧换新政府补贴逐步退出的影响。某二线城市的丰田门店因政府补贴退出及主机厂较谨慎的商务政策，国庆期间客流及新订单同比下滑 20-30%。根据多家门店调研，宝马、保时捷等豪华品牌国庆期间新订单同比减少约 5-15%。鉴于 2024 年四季度政府加码以旧换新补贴形成高基数，我们预计传统燃油车今年四季度销量或同比下滑。

反观头部新能源品牌，尤其是 8-9 月推出重点新车型的车企，国庆期间仍呈现较强的销售态势。据我们统计，中国市场 9 月上市的新能源车超 20 款，其中近半数为中大型 SUV（如特斯拉 Model Y L、蔚来 ES8、理想 i6、银河 M9、问界 M7、方程豹豹 7、智己 LS6 等）。此外 9 月上市的热门新车型还包含极氪 9X（大型 SUV）和尚界 H5（中型 SUV）。我们的渠道调研显示，特斯拉、蔚来、小鹏等品牌因受益于新车带来的热度提升，国庆期间门店客流和订单均呈现同比增长，理想汽车因 i6 的上市发布也迎来门店客流的同比提升。鸿蒙智行宣布 10 月 1-8 日新增大定 4.85 万台，同比明显增长，国庆 8 天的订单量已经接近其 9 月的总交付量（5.3 万台）。

图 10：9 月上市的新能源新车型一览

主机厂	品牌	车型	动力类型	车身类别	价格区间（元）	交付时间
蔚来	蔚来	ES8	BEV	中大型 SUV	400,000-500,000	2025-09-20
理想	理想	i6	BEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-26
特斯拉	特斯拉	Model Y L	BEV	中大型 SUV	300,000-350,000	2025-09-02
吉利	银河	M9	PHEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-17
吉利	极氪	9X	PHEV	大型 SUV	400,000-500,000	2025-09-29
吉利	领克	领克 10	PHEV	中大型轿车	150,000-200,000	2025-09-08
力帆	力帆	蓝气球	BEV	微型车	0-100,000	2025-09-13
比亚迪	方程豹	豹 7	PHEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-09
比亚迪	仰望	U8L	PHEV	SUV_large	500,000+	2025-09-12
广汽乘用车	传祺	向往 S9	PHEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-19
赛力斯	问界	M7	BEV + EREV	中大型 SUV	250,000-300,000	2025-09-23
上汽	尚界	H5	BEV + EREV	中型 SUV	150,000-200,000	2025-09-23
上汽	智己	LS6	EREV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-10
上汽	荣威	M7	PHEV	中型轿车	100,000-150,000	2025-09-17
上汽通用五菱	五菱	缤果 S	BEV	小型轿车	0-100,000	2025-09-27
北汽新能源	享界	S9T	BEV + EREV	中大型轿车	300,000-350,000	2025-09-16
北汽新能源	极狐	T1	BEV	紧凑型轿车	0-100,000	2025-09-11
上汽大众	奥迪	E5	BEV	中型轿车	250,000-300,000	2025-09-16
上汽通用	别克	至境 L7	EREV	中大型轿车	150,000-200,000	2025-09-28
沃尔沃（亚太）	沃尔沃	XC70	PHEV	中大型 SUV	250,000-300,000	2025-09-26
长安马自达	马自达	EZ-60	BEV + EREV	中型 SUV	100,000-150,000	2025-09-26

资料来源：公司数据，汽车之家，招银国际环球市场

我们预计 8-9 月的新车型将持续驱动四季度的新能源汽车销量增长。基于车企的规划和工信部的新车目录，我们估计 2025 年四季度中国市场将有约 50 款新车上市，相比去年同期的 27 款有大幅提升。此外，新能源车购置税（不含税车价 10%）的免征额度将从 2026 年起减半且上限降至 1.5 万元，可能促使部分需求提前至今年四季度释放。我们预计以上两大因素将支撑四季度新能源车的强劲销售及份额提升。

图 11：重点车企于 10 月 1 日公布的 9 月新能源车销量汇总

车企/品牌	9 月销量 (台)	同比%	环比%	1-9 月销量 (台)	累计同比%
比亚迪	393,060	-5.9%	5.8%	3,218,862	17.6%
长城	45,961	52.9%	22.7%	279,159	32.4%
蔚来	34,749	64.1%	11.0%	201,221	34.8%
理想	33,951	-36.8%	19.0%	297,149	-13.1%
小鹏	41,581	94.7%	10.3%	313,196	217.8%
小米	41,000	202.4%	12.6%	265,774	290.2%
极氪	18,257	-14.4%	3.6%	143,600	0.5%
吉利银河	120,868	131.1%	9.2%	874,985	205.6%
零跑	66,657	97.4%	16.8%	395,516	128.8%
广汽埃安	29,113	-18.6%	7.7%	234,978	-17.2%
东风岚图	15,224	52.2%	12.7%	96,992	84.6%
长安深蓝	33,626	48.1%	19.1%	232,266	61.9%
阿维塔	11,028	143.1%	4.4%	90,108	120.3%
鸿蒙智行	52,916	32.5%	18.7%	356,941	15.2%

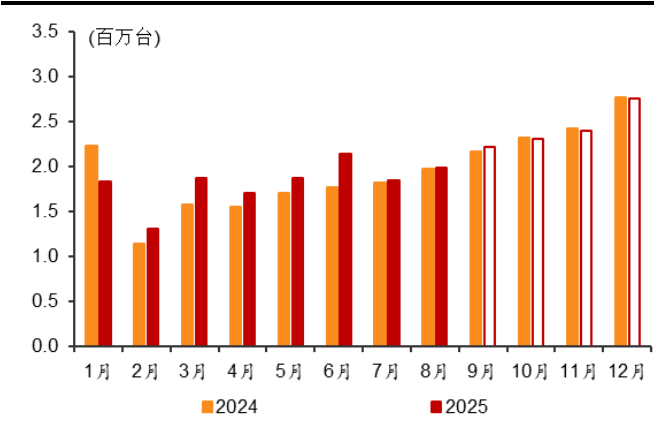
资料来源：公司数据，招银国际环球市场

略微上调行业销量预测

我们将 2025 年乘用车零售销量增速预测小幅上调至同比增 3.4%，批发销量增速上调至同比增 9.3%，以反映 2025 年三季度新能源车销售及整体出口超预期。也隐含我们对 2025 年四季度行业零售销量的预测为同比降 1%，行业批发销量的预测为同比持平。

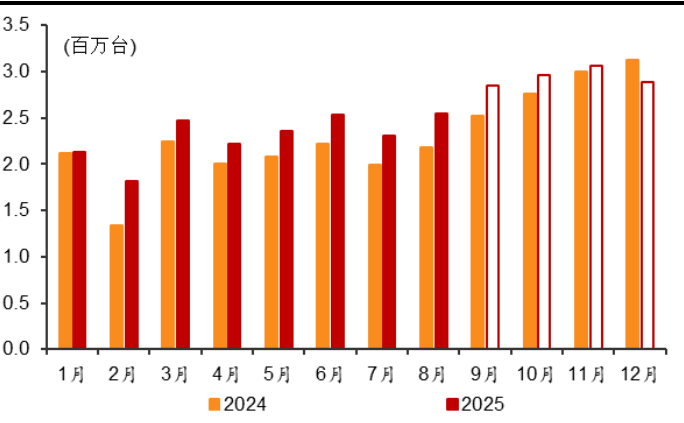
新能源方面，我们预测四季度新能源车零售市占率将继续提升至约 56%。对应 2025 年新能源车零售销量有望同比增 18.9%至 1,280 万台（市占率 52.8%），批发销量有望同比增 25.6%至 1,540 万台（市占率 51.1%）。

图 12：全国乘用车零售销量预测



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

图 13：全国乘用车批发销量预测



资料来源：中汽协，招银国际环球市场预测

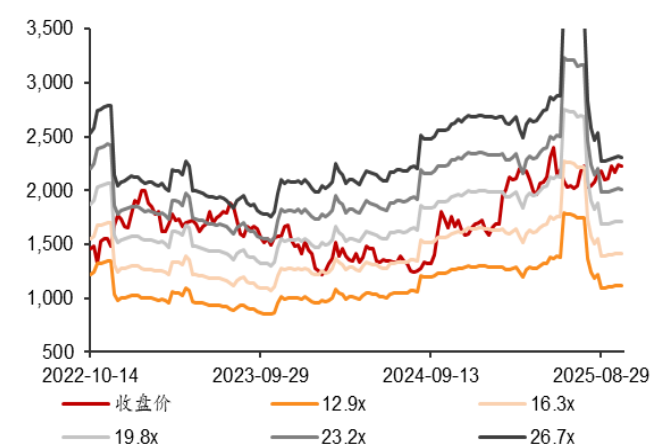
■ 投资建议

整车厂中，我们仍首推吉利汽车和零跑汽车。**吉利汽车**：吉利于 10 月 6 日宣布公司史上首次股份回购计划，规模上限为 23 亿港元，体现了公司对未来发展的信心以及充足的现金储备。我们认为新车型银河 M9、A7 及极氪 9X 的销售爬坡或成股价催化剂。

零跑汽车：我们认为零跑的月度销量有望在四季度持续超出投资者预期，全年销量有望超过市场预期的 60 万台，实现连续两年销量翻倍。四季度将上市的新车 Lafa 5 也有望为其海内外市场的新增量。

正力新能 (3677 HK, 买入)：正力作为零跑等品牌主力电池供应商的也将受益于四季度新能源车市场份额提升。

图 14：中信港股汽车指数动态市盈率通道



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 15：中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源：万得，招银国际环球市场

■ **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

国企假期前 7 天房地产销售表现平淡，30 城新房日均成交面积同比下跌 18%，14 城二手房日均成交面积同比下跌 11%，进一步说明政策边际效果减弱，2025 年 8-9 月进行的政策放松效果显著低于 2024 年 924 政策包。重点开发商 9 月合同销售额同比 -6%，月环比 +4%，符合预期。其中金茂、建发房产、远洋、招蛇、绿城、中海、滨江等表现较强，分别同比增 40%、39%、27%、16%、10%、7%、4%，其余主要开发商表现均为负增长，其中金地、旭辉、万科、龙湖表现较弱，同比分别为 -57%、-54%、-47%、-39%。

9-10 为传统成交旺季，但由于放松政策效果边际减弱以及基数较高等影响，房地产数据表现较为平淡；我们认为平淡的销售表现可能会推动监管进一步推出放松政策。我们预计 4 季度板块将在积极的宽松政策消息和消极的销售数据双边影响下表现波动，但长期来看，板块仍然是处于修复中。

■ 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等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳 (BEKE.US) 作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度，物业管理存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、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。

保险

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

■ 中性乐观，资产负债驱动三季度险企业绩可期

8月人身险保费高速增长，寿险预定利率下调驱动产品需求集中释放；健康险保费回归正增长，意外险保费降幅扩大。1-8月人身险保费同比增长 11.4%至 35,797 亿元，其中寿险、健康险和意外险保费同比+14%/+0.5%/-7.4%至 29,746/5,784/268 亿元，保费贡献占比 83%/16%/1%。8月单月人身险保费收入同比增长 49.7%至 4,645 亿元，其中寿险/健康险/意外险同比+61.6%/+4.5%/-13.2%，寿险、健康险保费增速较 7 月环比提升 28.1pct 和 5.7 pct，意外险保费降幅较 7 月扩大 1.9pct。财产险方面，车险保费维持稳健，非车保费单月增速承压，主要受健康险和农险保费增速放缓的拖累。1-8月财产险保费收入同比增长 4.7%至 12,201 亿元，其中车险及非车保费同比增长 4.3%/5.0%至 6,006/6,195 亿元。非车险保费收入结构中，责任险、农险、健康险、意外险保费同比增长 3.6%/ 2.9%/8.9%/12.8%至 1,005/1,321/1,815/387 亿元，分别占比 16%/21%/29%/6%。8月单月财产险保费同比增长 0.9%至 1,269 亿元，其中车险及非车保费同比+3.7%/-3.1%至 763/505 亿元。非车险中，责任险、农险、健康险、意外险保费收入分别为 102/97/103/48 亿元，同比+2.3%/-0.6%/-8.1% /+13.7%，增速较 7 月环比-2.8pct/-8.6 pct /-35.6 pct/-1.7pct；预计 8 月农险及健康险保费大幅下滑或受政策性险种承保季节性因素的影响。8 月行业总赔付额同比持平达 7,117 亿元，赔付率环比上升近 2 个百分点至 58.3%；预计 3Q25 行业赔付情况整体可控，上市险企赔付率有望优于行业平均。

资产端方面，三季度 A 股权益市场大幅回暖，主要宽基指数显著跑赢港股。截至 9 月 30 日，沪深 300/上证综指/创业板指数三季度上涨 17.9%/12.7%/50.4%，优于港股指数升幅，三季度恒生指数/恒生中国指数/恒生科技指数分别上涨 11.6%/10.1%/21.9%。8 月，A 股成交额及两融余额环比显著提升，A 股日均成交额环比提升 41%至 23,078 亿元；融资融券日均余额达 20,972 亿元，环比增长 10%。杠杆资金持续净流入或是推动三季度 A 股市场交投活跃的主要原因。年初以来，险企持续加大权益资产配置，A 股权益市场上涨有望带动险企三季度投资收益快速上行。10 年期国债收益率重回 1.8%以上，股债双击有望带动险企三季度盈利超预期；同时利差改善利好催化行业估值修复。

展望三季度，我们看好板块保险及服务业绩增长驱动基本面上行，同时板块估值修复具备条件。当前板块交易于 0.2-0.6 倍 FY25E P/EV，股息率 4%-6%。近期股价调整已相对

充分，伴随权益市场向上，保险股将受益于 Beta 行情下的估值修复。维持板块“优于大市”评级，推荐 1) 资产负债持续完善、分红险改革驱动负债成本下行的头部险企中国人寿(2628 HK, 买入, 目标价: 29.0 港元)、中国平安(2318 HK, 买入, 目标价: 71.0 港元); 2) 财险龙头标的中国财险(2328 HK, 买入, 目标价: 21.6 港元, 3) 深化中国增长战略的区域性险企友邦保险(1299 HK, 买入, 目标价: 89.0 港元)。

■ 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

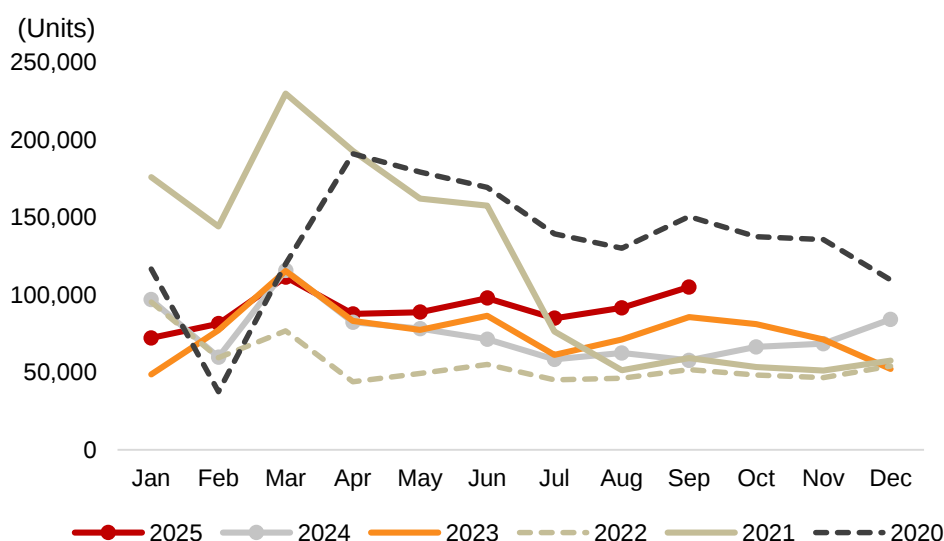
■ 重卡 - 9 月份销量同比增长 82%

根据第一商用车发布的初步数据，9 月份重卡批发销量（国内 + 出口）同比增长 82% 至 10.5 万辆，为历史上 9 月份的第二高。据第一商用车称，所有主要类型的重卡（柴油、天然气、新能源）在 9 月份均实现强劲增长。

我们认为强劲增长的根本驱动力仍然是 3 月份推出的卡车替换补贴。我们相信强劲的势头有机会将全年销量推升至 110 万辆（同比增长 22%）。

尽管市场可能担心在 2025 年底补贴结束后，重卡购买力会否在 2026 年初开始减弱，但我们判断鉴于大量老旧卡车可能被替换（2017 至 21 年间的销量创历史新高），2026 年重卡需求可能仍将保持高位。

图 16: 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

■ 工程机械: 8 月份行业出口总体保持理想增长, 国内略有好转

土方机械方面, 挖掘机国内销售保持稳定增长态势, 8 月份同比增长15%, 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, 8 月份挖掘机出口同比增长11%, 同样保持增长态势。装载机8月份国内销售增速加快至18%, 出口增速8%, 电动装载机仍然是增长动力, 8 月份同比大幅增加1.6x, 占总销量 (国内+出口) 的26%。

非土方机械方面, 8 月份出口总体较理想, 但国内销量略有好转。其中履带起重机同比大幅增长44% (国内: +52%; 出口: +40%)。叉车国内和出口销量保持平稳增长(19%/20%)。塔式起重机出口增速加快, 国内跌幅收窄。高空作业平台销量略有好转, 跌幅有所收窄。我们预期土方机械的上升周期将会持续, 主要源于国内更新换代的需求以及稳定的出口增长。非土方机械方面, 国内需求有机会进一步改善。

图 17: 8 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	13%	15%	11%
轮式装载机	9,000	4,549	4,451	13%	18%	9%
汽车起重机	1,358	673	685	-5%	28%	-25%
履带起重机	241	62	179	44%	52%	40%
塔式起重机	410	222	188	-10%	-29%	27%
叉车	118,605	69,700	48,905	19%	19%	20%
高空作业平台	13,559	5,098	8,461	-19%	-41%	-3%

资料来源: 中国工程机械工业协会

■ 重卡/工程机械选股建议

潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入) - 我们了解到市场对新能源重卡渗透率快速增长的担忧 (根据第一商用车数据, 渗透率从2024 年1 月的约4%上升至2025 年9 月的>20%), 这可能给潍柴带来技术风险。即便如此, 我们目前仍然看好潍柴, 主要由于重卡行业销售强劲 (包括柴油和天然气)。此外, 公司产品持续多元化 (包括快速增长的数据中心发动机)。潍柴股价在经过早前的回调后, 2026 年预测市盈率只有 8 倍, 股息率超过 6%, 我们认为仍然具有吸引力。

三一重工 (600031 CH, 买入) - 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, 且非土方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 股当前对应 2026 年股息率>5%。

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 8x 2026 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。

■ **下行风险提示：**

- (1) 国内销量持续疲弱；
- (2) 出口增长意外放缓

■ **天然铀行业- 铀供应紧张将继续推动未来数年的上升周期；看好中广核矿业**

我们自下而上的行业分析显示，在美国核电站恢复的推动下，2026-2030年的核电需求可能会出现超预期上涨，而人工智能将在长期（2030年后）推动核电结构性需求增长。然而，在供应方面，我们预测现有铀矿产量将在2027年达到峰值，而新矿的贡献率将从2027年的4%上升到2030年的17%，这使得整体供应容易受到投产延迟的影响。我们的分析意味着铀价将受到供应紧张的支撑，且供应紧张的持续时间可能比预期更长，强化我们对铀行业的乐观看法。我们维持对**中广核矿业 (1164 HK)** 的买入评级。（[链接](#)）

■ **下行风险提示：**

- (1) 天然铀供应超出预期
- (2) 核电发展因任何重大事故而大幅放缓

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责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，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。