

策略观点

短期回调

■ **宏观：**中国经济显著放缓，通缩改善缓慢，企业盈利可能恶化，市场等待宏观政策再度发力，股市进入短期回调，低估值价值股和防御性板块可能跑赢。在 12 月央行可能再次降准降息和财政扩张力度可能加大之后，中国股市和人民币汇率可能进入新一轮上涨。美国经济延续放缓，通胀走平，白宫削弱美联储独立性利空美元与美债而利好科技股与大宗商品。美联储 12 月可能暂停降息，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、工业、医疗与必选消费。

■ **科技：**乐观，近期科技板块调整，AI 算力/端侧需求增长显著，消费电子因补贴政策需求和变化分化，随著中美关系缓和、季报指引超预期、北美 CSP Capex 投入加速以及端侧 AI 创新，预计 4Q 行业分化趋势延续，AI 需求高景气，传统领域弱复苏：1) 手机/PC：苹果 4Q 指引超预期，中国市场和低端机型或因政策补贴和存储成本上涨而需求放缓，苹果链（立讯/蓝思）收入增速 20%+，看好明年折叠 iPhone 周期。2) 服务器：北美 CSP 上调资本开支，NV/ASIC 服务器持续放量，国产算力链短期分化，3Q 收入 ODM（工业富联/华勤）增速 43%/23%，连接器（立讯/安费诺/泰科）增速 31%/53%/17%，散热（奇鋌/双鸿/维谛）增速 104%/41%/29%。3) 端侧 AI：Meta 智能眼镜表现超预期，Meta/小米/阿里等新品有望陆续放量，全景相机/无人机出货量快速提升。4) 汽车电子：市场两极分化，中国 EV 订单延续高景气度，看好相关发展机遇（传感器/声学/连接器/显示屏）。建议关注 AI 手机/规格升级（立讯/瑞声），AI 眼镜/无人机/全景相机放量（瑞声/丘钛），NV/ASIC 服务器需求（鸿腾精密/立讯/比电）以及智驾下沉（比电/小米/京东方精电），推荐立讯精密（002475 CH，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：**2025 年年初至 10 月末，Wind 半导体指数、恒生科技指数、费城半导体指数分别累计上涨 51%、36%和 44%，表现优于沪深 300 指数（+21%）、恒生指数（+32%）及标普 500 指数（+17%）。随着三季度业绩陆续披露，多家科技企业业绩表现稳健。进入十一月后，受年底基金调仓与部分投资者对估值偏高的担忧影响，A/H 市场半导体及硬科技板块出现阶段性调整与获利了结压力。我们预计短期内科技板块将维持震荡格局。临近年底，投资者会逐步将目光转向 2026 年的布局，并回归核心成长主线。展望未来，我们持续看好科技板块的长期成长逻辑，AI 与半导体国产替代仍将是推动硬科技行业发展的关键动力。重申以下三条投资主线机会：1) AI 产业链全面发展：全球云厂商资本开支持续提升，AI 商业化落地进程不断加速；2) 半导体本土化深化：全球主要经济体持续强化半导体自主可控，推动产业链本土化进程；3) 高股息资产防御价值：在市场波动背景下，具备稳定现金流与高股息属性的标的防御价值凸显。推荐标的：中际旭创（300308 CH，买入）、生益科技（600183 CH，买入）、北方华创（002371 CH，买入）、贝克微（2149 HK，买入）、地平线机器人（9660 HK，买入）、深南电路（002916 CH，买入）、豪威集团（603501 CH，买入）。

■ **互联网：**10 月市场风险偏好有所下行，市场开始重新对基本面存在增量且更具确定性的公司给予更多关注。展望 11 月，我们仍建议围绕“主题”寻找弹性和围绕基本面寻找确定性两条思路进行股票配置：1) 主题方面，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（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）；2) 基本面确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间，

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

赛文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

且业绩表现稳健、盈利能见度高的公司，推荐**网易 (NTES US)**、**BOSS 直聘 (BZ US)**、**携程 (TCOM US)**。

■ **软件及 IT 服务**：AI 云基础设施方面，3Q25 海外龙头互联网公司的云业务营收持续呈现加速增长的趋势，主要得益于 AI 云需求的强劲增长，尽管短期供给仍然受限，但随着厂商大幅增加在 AI 基建方面的 Capex 支出，叠加强劲的云合同金额增长趋势，我们预计头部厂商云业务的强劲增长趋势有望延续。AI 企业应用方面，AI 应用商业化稳步推进，25 年 AI 产品对于头部 SaaS 厂商的直接收入贡献预计达到 1-5% 的水平，此外 AI 优化公司运营效率带来一定成本节省，两者共同推动 SaaS 公司维持稳健盈利增长，在市场波动的情况下支撑板块当前估值水平。我们推荐云化领先且中长期有望通过 AI 获得增量变现的**金蝶国际 (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。叠加美国降息，CXO 行业有望继续迎来业绩修复。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，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。推荐买入**三生制药 (1530 HK)**、**药明合联 (2268 HK)**、**固生堂 (2273 HK)**、**巨子生物 (2367 HK)**、**信达生物 (1801 HK)**、**中国生物制药 (1177 HK)**。

■ **食品饮料、美妆护肤**：由于消费刺激政策效果边际减弱、外部贸易环境不确定性仍然较高，经济复苏节奏仍然缓慢，在多重不确定性下，我们预计居民消费行为仍将保持“捂紧钱包、消费降级”的主基调。基于此判断，我们建议关注三大投资主线：1) 低决策成本的悦己消费：经济环境低迷已有时日，消费者在秉持“捂紧钱包”意识的基础上，可能产生“只要外部环境未产生进一步恶化，便愿意小幅增加支出以获得即时愉悦”的心理，此类消费行为特征多为“低决策成本，价格多在 500 元内”，例如工作间隙买精品咖啡、换季添平价彩妆、日常购零食软饮等。这一趋势将带动“低决策成本 + 即时情绪价值”属性的商品增长，相关受益子板块包括但不限于零食、软饮、啤酒、即饮咖啡与新式茶饮、美妆护肤、平价家居百货如高颜值餐具、香薰等。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消费领域有望维持稳健的业绩兑现。3) 海外销售取得较大进展标的：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，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**颖通控股 (6883 HK)**、**巨子生物 (2367 HK)**的“买入”评级。

■ **可选消费**：2025 年十一国庆黄金周数据普遍较差，后面随着天气改善略有转好，但整个 10 月消费力始终不足，算是低于预期。而且考虑到今年中秋是在 10 月，剔除季节性因素，真实需求可能只会更差。分行业来说，茶饮咖啡好于预期，服装，旅游-酒店和家电符合预期，而体育用品和餐饮低于预期。分品类看，仍然是低单价、小确幸、体验营的消费行业表现较好。

展望未来，11 月的表现可能因双十一销售延迟确认带来短暂利好。但对于整个四季度我们的看法仍然相当保守，因为：1) 各项宏观数据，包括房地产、PMI、出口数据，都令人变得担忧；2) 不论是线上或线下，未来基数都逐渐升高；3) 国家补贴退潮后，消费意愿可能逐渐减弱；4) 今年冬季前期天气比较不利，后续转好的确定性也不高；5) 出境游持续强劲，持续摊薄国内消费力；以及 6) 外卖补贴同比增加，利好茶饮咖啡，但不利于餐饮。此外，增长放缓，竞争加剧，折扣水平增加，都会持续对整体利润率带来更大压力。所以我们对体育用品、服装和家电的板块比较保守，对餐饮、茶饮咖啡和旅游-酒店相对看好。

我们推荐**瑞幸咖啡 (LKNCY US, 买入)**、**锅圈 (2517 HK, 买入)**、**绿茶餐厅 (6831 HK, 买入)**、**李宁 (2331 HK, 买入)**、**波司登 (3998 HK, 买入)**、**JS 环球 (1691 HK, 买入)** 等等。

- **汽车：**聚焦年底新能源车抢装行情；优选盈利提升标的。10 月行业新能源车销量略超预期，由购置税优惠退坡和置换补贴退出引发的年底抢装潮有望进一步支撑未来两个月的终端需求。投资者对明年政策退坡可能对行业需求扰动的担忧仍未消散，但我们认为实际的行业需求情况或好于投资者的悲观预期。汽车行业对中国经济的支撑作用愈发凸显，政策应无意短期对汽车市场带来严重的负面扰动。港美股上市车企的三季报于 10-11 月陆续披露，仍有几家重点车企将于 11 月公布三季报，推荐关注业绩有望超预期的车企，包括**吉利汽车 (175 HK, 买入)**和**零跑汽车 (9863 HK, 买入)**，两者仍为我们在整车厂中的首选标的。
 - **房地产和物管：**乐观。重点开发商 10 月合同销售额同比-43%，月环比+6%，低于预期。其中金茂表现较强，同比增长 3%，其余主要开发商表现均为负增长，其中远洋、绿城、招蛇等同比为-10%、-23%、-31%，而金地、旭辉表现较弱，同比分别为-66%、-61%。四季度为传统成交旺季，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。我们预计四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 (960 HK) 等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益，同时当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，**贝壳 (BEKE US)** 作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升与其带来的装修业务机会。从服务角度，物业管理存量市场的长期受益者，建议关注如**华润万象生活 (1209 HK)**、**绿城服务 (2869 HK)**、**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：**上市险企三季度业绩超预期，归母净利润在投资及承保双轮驱动下实现高增长，盈利体现高弹性，其中中国寿、新华三季度归母净利润年同比增长 91.5%/88.2%，增幅大幅领先同业，或受益于其 TPL 权益资产规模占比大且三季度主动增配成长/科技型股票。寿险新业务价值可比口径下快速增长，受益于预定利率切换下居民储蓄需求释放带动新单保费增长及价值率改善。3Q25 新业务价值增速超预期，可比口径下前三季度人保寿险、平安、国寿、太保新业务价值同比增长 76.6%/46.2%/41.8%/31.2%，3Q25 单季平安、太保 NBV 同比增长 58.3%/29.4%；新华前三季度 NBV 在高基数下增长 50.8%（不重溯口径下），增速表现亮眼。分渠道看，个险新单保费有所分化，价值率持续提升；各家代理人队伍规模基本企稳，并在 3Q25 出现环比小幅上升趋势，个险产能在报行合一背景下具备进一步提升空间；银保延续高速增长，受益于报行合一及银保网点 1+3 合作限制放开的影响。财险保费低速增长，但综合成本率明显改善，推动险企承保利润上行。四季度非车险报行合一正式落地实施，对非车险 COR 优化成效带来催化；预计头部险企将受益于行业竞争格局优化及费率改善。投资层面，三季度权益市场大幅上涨，沪深 300 指数上涨 18%，成长及科技型股票结构性机会显著。3Q25 多家险企加仓权益资产配置，预计以 TPL 权益资产增配为主，驱动投资收益上行；总/综合投资收益率亦同比上行。除人保和平安外，其他险企 3Q25 增配 TPL 资产的规模超过上半年。整体来看，上市险企三季度业绩优于预期，并为全年 NBV 及净利润增长奠定基础。展望四季度，重点关注开门红销售情况及财险非车险报行合一的落地成效，全年 NBV 有望在三季度强劲的业绩支撑及预定利率下调的背景下保持高速增长；26 年行业开门红新单保费有望达成双位数增速，投资收益率上行对来年浮动收益型产品销售构成利好。
- 维持板块“优于大市”评级，推荐 1) 集团经营成效改善、寿险业务质态向好且资管减值拖累减轻的龙头险企**中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 71 港元)**；2) 盈利高弹性、资产负债完善且投资结构优化的**中国人寿 (2628**

HK, 买入, 目标价: 31 港元); 3) COR 持续压降并有望率先受益于非车报行合一的财险龙头标的中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 23.6 港元), 和 4) 深化中国增长战略、三季度业绩超预期的区域性龙头险企友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 89 港元)。

- **资本品:** 工程机械和重卡公司 3Q25 的业绩普遍符合甚至超出预期, 主要体现在收入增速加快以及有效的费用控制。头部工程机械公司继续以拉美、非洲、东南亚和中东等地区作为增长点, 并在产品方面向矿山机械突破。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, 国内需求改善的信号正在增强。重卡方面, 10 月份行业批发销量 (国内 + 出口) 同比增长 40% 至 9.3 万辆, 为历史上 10 月份的第二高。我们判断鉴于大量老旧卡车可能被替换 (2017-2021 年间的销量创历史新高), 2026 年重卡需求将保持高位。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, 并在港股融资后将更有利于海外扩张; 看好中联重科 (1157 HK/000157 CH, 买入) 新兴市场和矿山机械的突破; 看好恒立液压 (601100 CH, 买入) 海外产能落地带动增长以及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。

图 1：行业荐股

公司名称	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2025E	市盈率(倍) 2026E	市净率(倍) 2025E	ROE(%) 2025E	股息率 2025E
立讯精密	002475 CH	科技	买入	61.66	75.55	23%	25.7	20.4	N/A	18.3	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	39.92	60.55	52%	16.9	13.3	N/A	10.0	0.0%
丘钛科技	1478 HK	科技	买入	12.71	14.50	14%	17.1	14.4	2.5	14.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	35.66	43.54	22%	17.1	13.4	N/A	12.7	1.7%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	496.88	591.00	19%	50.7	23.5	N/A	43.9	0.2%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	64.40	90.0	40%	44.7	25.0	N/A	21.6	1.9%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	411.00	460.00	12%	40.7	31.5	N/A	21.2	0.2%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	51.45	93.00	81%	14.7	11.6	N/A	18.2	0.0%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	8.62	12.30	43%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	230.50	235.00	2%	39.0	33.1	N/A	19.1	0.5%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	127.60	173.00	36%	37.0	24.7	N/A	15.8	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	644.00	705.00	9%	19.8	17.5	5.1	20.9	0.7%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	164.82	209.40	27%	26.4	18.4	2.1	8.9	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	72.55	84.00	16%	14.0	12.1	N/A	25.2	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	139.10	160.00	15%	15.8	14.5	N/A	23.8	0.0%
Boss直聘	BZ US	互联网	买入	20.97	25.50	22%	19.7	17.5	N/A	N/A	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	70.49	76.00	8%	19.5	17.3	1.9	18.4	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	15.18	19.20	26%	448.6	141.9	6.0	1.3	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.78	37.58	22%	7.4	25.9	2.7	36.8	4.0%
药明合联	2268 HK	医药	买入	71.50	74.00	3%	52.0	39.0	9.5	20.3	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	38.16	58.35	53%	17.3	15.1	N/A	20.1	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	88.30	110.62	25%	31.7	31.2	6.1	19.3	0.0%
中国生物制药	1177 HK	医药	买入	7.01	9.40	34%	18.9	29.2	N/A	20.0	1.9%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	52.60	57.75	10%	38.9	35.2	14.4	39.8	1.8%
颖通控股	6883 HK	必选消费	买入	2.04	3.49	71%	8.5	7.8	N/A	23.9	0.0%
巨子生物	2367 HK	必选消费	买入	38.16	58.35	53%	17.3	15.1	N/A	20.1	1.7%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	38.15	44.95	18%	20.8	18.7	5.6	27.7	0.0%
锅圈	2517 HK	可选消费	买入	4.00	4.80	20%	24.4	19.3	2.9	12.1	3.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	6.14	10.74	75%	7.2	6.2	3.7	50.3	7.1%
李宁	2331 HK	可选消费	买入	17.10	23.02	35%	16.7	13.7	1.5	9.1	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.92	5.55	13%	13.3	11.6	3.3	26.1	7.5%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.81	2.44	35%	16.4	9.5	1.0	N/A	2.2%
吉利	175 HK	汽车	买入	17.88	25.00	40%	9.4	9.0	1.8	20.0	4.3%
零跑	9863 HK	汽车	买入	58.15	80.00	38%	77.2	22.9	5.1	7.7	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.86	22.60	42%	20.5	16.0	N/A	5.3	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	40.14	43.86	9%	20.7	18.4	5.9	28.8	4.8%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.52	6.61	46%	14.8	12.9	1.8	11.0	5.1%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	24.46	31.79	30%	10.0	8.8	3.7	38.9	7.1%
万物云	2602 HK	房地产	买入	22.76	29.88	31%	15.2	13.4	1.4	9.8	0.0%
中国平安	2318 HK	保险	买入	58.00	75.0	29%	6.6	6.4	0.9	14.1	5.1%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	25.90	31.00	20%	3.9	5.4	1.0	29.5	4.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	19.02	23.60	24%	9.4	9.0	1.4	15.2	4.2%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	81.20	89.00	10%	15.5	13.8	2.5	15.7	2.4%
三一重工	600031 CH	资本品	买入	21.99	24.00	9%	22.0	19.0	2.4	11.6	2.3%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	7.86	7.40	N/A	14.1	12.6	1.1	7.2	4.7%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	93.15	105.00	13%	41.6	36.4	7.0	17.9	0.9%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	21.50	19.50	N/A	14.1	12.8	1.9	13.7	3.9%

资料来源：彭博，招银国际环球市场；数据截至 2025 年 11 月 6 日下午 5:30

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

经济显著走弱。预计 GDP 增速从前三季度 5.2% 降至第四季度 4.6%，全年 5%。10 月 PMI 降至 2008 年以来同期最低，各分项全面下降，外贸压力增大，产需双双走弱，预示四季度经济明显放缓。10 月高频经济活动指数从 9 月 1.01 小幅升至 1.07 仍处于全年低点。国庆中秋假期消费平稳增长，跨区域人员流动同比增长 6.2%，旅游收入同比增长 7.6%。进出口活动加速放缓，港口集装箱吞吐量同比增速从 9 月 12.1% 降至 10 月 6.6%，环比跌幅扩大；出口海运价格环比延续下跌，集装箱运价综合指数环比下跌 9%，国际航线普跌。运力需求低迷，预示未来出口增速可能放缓。国内货运量开始走弱，铁路和高速货运量同比增速今年首次转负，航班货运和邮政揽收量放缓。乘用车销量同比增速从 9 月 8.5% 降至 10 月前三周 -7.6%，新能源车从 16.7% 降至 -1.1%，均为 2024 年以来首次负增长。其他耐用消费品在四季度也面临大幅放缓压力。10 月电影票房同比下跌 34%，一二线城市地铁出行人数同比下滑。

通缩缓慢改善，工业利润率先反弹。9 月中国 CPI 和 PPI 分别同比下跌 0.3% 和 2.3%，降幅缩窄。主要耐用消费品价格仍然低迷，10 月上海市二手车交易价格环比大幅下跌 13.7% 至历史新低 6.1 万元。10 月猪肉和蔬菜等食品价格、汽油等能源价格和电影票等娱乐服务价格环比下跌。受全球流动性宽松、美元贬值预期和中国供给侧产能调控影响，上游产品价格反弹，10 月螺纹钢和碳酸锂价格反弹，南华工业品指数跌幅缩窄，但光伏、化工产品和水泥等价格延续下跌。预计 PPI 环比可能止跌转涨，同比跌幅可能从前三季度 2.8% 收窄至第四季度 2.3%。CPI 同比增速可能在第四季度逐渐转正，全年 0.2% 与 2024 年持平。通缩压力缓解将提振龙头企业盈利和股价。工业企业利润改善，利润同比增速从前 8 月 0.9% 反弹至前 9 月 3.2% 创一年来新高。

房地产依然疲弱。受高基数影响，新房和二手房销量同比增速分别从 9 月 8.9% 和 14.7% 降至 10 月 -25.2% 和 -22.8%，但相比 2019 年同期的复苏率温和反弹，新房复苏率从三季度 38.7% 回升至 10 月 45.7%，11 个代表性城市二手房复苏率则从 103.6% 升至 113.2%。房价继续下行，9 月 70 城新房与二手房房价环比跌幅扩大，10 月二手房挂牌价继续下跌但幅度缩窄。尽管以价换量持续，但地产库存仍在累积，10 月新房库存去化周期升至 19.7 个月，其中一线城市缓慢上升，二线城市大幅上升。二手房库存也持续增长，14 个重点城市挂牌量在 9 月环比增长 1.1%，连续 4 个月上升。由于去年基数大幅升高，四季度房地产指标同比可能大幅下滑，拖累经济增长。

宏观政策

随着经济面临下行压力和中美谈判推动经济再平衡，中国宏观政策可能在 12 月迎来新一轮宽松窗口期。财政政策将适时扩大力度。前 9 个月（75% 基准），一般公共预算收入完成全年预算比从前 8 月的 67.4% 升至 74.5%，支出完成全年预算比从 60.4% 升至 70.1%，支出进度明显加快。政府累计净融资完成全年预算 82.7%。由于基数较高，25 年 9 月政府债融资额同比跌幅扩大，基础设施投资增速大幅放缓。第四季度，中国可能加快财政支出进度和提前下达 26 年政府债务限额，以加大财政支持力度，实施新的刺激房地产与消费政策。

货币政策可能延续宽松。预计 12 月将降准 50 个基点、降息 10 个基点。央行将恢复公开市场卖空操作，“低利率”和“财政扩张”的货币财政协同发力将降低政府融资成本，扩大

经济总需求，有助于平稳度过经济转型期。以 2024 年经验来看，央行国债买卖操作主要是买短卖长，防止长短利率形成单边预期。我们预计本轮公开市场操作，央行可能将中长债加入购买组合，一方面避免短债过于集中，另一方面匹配近期国债供给结构中中长期品种占比的大幅上升。

金融市场

货币市场收益率可能小幅下降。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 1.3% 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，3 个月人民币 Hibor 从年初的 3.7% 降至 7 月以来的 1.7% 左右，随着人民币持续走强，人民币 Hibor 可能进一步小幅下降。

国债收益率可能先跌后升，预计年末 10 年国债收益率降至 1.8% 左右。随着央行重新开始国债买卖、经济加速放缓和降息预期升温，国债收益率可能持续下行。但经济增长压力将倒逼政策宽松，财政扩张力度加大，反内卷政策可能加快落地，通缩逐步改善，明年第一季度 10 年国债收益率可能小幅回升。

人民币兑美元可能走强。预计美元/人民币汇率可能从 9 月末 7.15 降至今年末 7.1 和明年末 7.05。一方面美元可能延续弱势，因美国政府停摆和白宫削弱美联储独立性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。

中国股市可能处于牛市周期中回调阶段，回调级别可能类似今年 3 月 19 日至 4 月 9 日、去年 10 月 7 日至今年 1 月 13 日和去年 5 月 17 日至 8 月 5 日，恒生指数回调最低点可能为 23000-23500，从 10 月 2 日最高点至最低点累计下跌 15%-20%。回调原因：前期涨幅较大且持续时间较长，估值已不在低位，恒生指数从 2024 年 1 月 22 日低点进入牛市，累计涨幅 85%，持续时间 1.8 年，目前 Best PE 已升至过去 20 年均值+1 个标准差；通缩和盈利改善相对缓慢，且由于去年 9.24 一揽子刺激形成高基数和需求透支效应，今年四季度开始地产和消费相关行业盈利增速可能显著下滑；中美冲突升级风险；中资机构仓位已普遍较高，11 月临近年底业绩考核，基金经理卖出抱团获利股的意愿较高，回避基金持仓比例较高且前期涨幅较大股票，外资更看重地产和消费盈利基本面，尚未大规模加仓中国股票。预计市场回调和经济下行压力推动中国决策者在 12 月开启新一轮政策刺激，市场在 12 月中旬至明年 2 月可能再次上涨。预计港股此轮牛市周期持续 2.6 年，超过 2008 年以来历次牛市周期平均时间 1.8 年，略超 1964 年以来历次牛市周期平均时间 2.4 年。决定此轮牛市周期持续时间的关键变量是中国地产能否企稳和消费能否持续改善，背后的影响因素包括服务业民企资本支出意愿（决定就业和劳动者消费信心）、财政对中低收入家庭转移支付及对消费支持力度（影响收入）和社会保障网强弱（影响消费信心）。

美国

宏观经济

美国经济温和放缓，韧性超预期。预计 GDP 同比增速从上半年 2% 降至第三季度 1.9% 和第四季度 1.7%，全年 GDP 增速从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 2% 和 2026 年 1.8%。第一季度 GDP 年化环比收缩 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 年化环比增速升至 3.8%，抢进口和囤货效应消退，净出口对 GDP 增速贡献转正，进口下降贡献 GDP 4.8 个百分点。企业投资对 GDP 增速贡献转负，个人消费对 GDP 增速贡献回升至 1.7 个百分点，但仍低于 2024 年平均的 2.3，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 年化环比增速可能在 2.8% 左右，大幅超出市场在三季度初预期的 0.8%，显示美国经济韧性。其中家庭消费延续回升，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，但仍在稳健区间。9-10 月官方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 10 月末首次失业人数在 22 万人左右，较 9 月初高点的 26.4 万人大幅下降，显示就业市场未见进一步恶化。市场就业数据显示温和转弱，ADP 数据显示截至 10 月 11 日四周内，私营部门就业平均增加 1.4 万人，较 9 月全月的减少 3.2 万人有所反弹。10 月 Indeed 网站职位发布数环比小幅下降 0.6%。近期就业走弱既有需求放缓因素，也有供应减少原因，整体就业市场仍有韧性。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 2.9%，第四季度小幅升至 2.9% 和 3%，全年分别为 2.7% 和 2.9%，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。9 月 CPI 环比增速从 0.38% 降至 0.31%，二手车和房租价格环比增速下降带动核心通胀放缓。但进口占比较高商品和除房租外核心服务价格仍保持高企。关税对核心商品通胀的推动明显，其同比增速已从 23-24 年的 -0.1% 升至 25 年 9 月的 1.5%，4-9 月年化增速已升至 1.9%。由于能源价格大幅下降，预计 10 月 CPI 环比增速可能降至 0.18% 左右，对应同比增速 3%。由于商品价格反弹，核心 CPI 环比增速可能增至 0.3%，对应同比增速 3.1%。

住房市场将或小幅改善。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 2.8%，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。新房库存消化月数从 2024 年末 8.2 个月升至 2025 年 6 月末 8.9 个月。新房贷与存量房贷的巨大利差抑制房主换房需求，成屋库存消化月数从 2024 年末 3.2 个月仅小幅升至 2025 年 6 月末的 4.7 个月，仍处于历史低位。下半年住房销量可能迎来复苏，美联储两次降息推动房贷利率从 25 年初的 7% 大幅下降至 10 月底的 6.2%，创近 3 年新低。更低利率环境将提振需求并解冻供应，建筑商信心指数从 32 升至 10 月 37，显示需求复苏。未来 6 个月销售预期大幅改善，可能推动住房开工活动企稳回升。房价涨幅可能企稳甚至反弹，一方面过去 3 年高利率环境压制的需求可能大量释放，8 月新房销量已率先抢跑，可供销售月数降至近 2 年新低的 7.4 个月。但另一方面，供应量占大头的成屋供给也将解冻，压制房价反弹幅度。

宏观政策

10 月开始的美国政府停摆导致七十多万联邦员工无薪休假，拖累消费者信心，预计每停摆一周将拖累 GDP 增速 0.1 个百分点，本次停摆可能将成为美国历史最长政府停摆。随着全美的食物救济券、机场空管及军人和执法人员等工资将在 11 月初停发，政府重新开门的紧迫性升高，两党可能愿意做出更大让步，政府停摆可能会在 11 月中旬前结束。10 月中美就贸易达成框架性共识，两国冲突阶段性降温。11 月最高法院将举行有关特朗普政府关税政策的首次听证会，目前市场预期有 65% 可能推翻根据 IEEPA 法案实施的全面对等关税政策，但特朗普可能会通过其他方式再次加征关税。

白宫政策重点将从关税转向减税、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。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 10.8% 左右，低于市场先

前预期的超 15%。预计有效关税税率最终税率可能在 11 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。

美联储重心转向就业风险。10 月联储会议将政策利率再次下调 25bp 至 3.75%-4%，12 月 1 日开始停止 QT，符合市场预期。鲍威尔记者会偏鹰派，表示联储内部对政策路径有较大分歧，12 月是否降息存在较大不确定性，就业走弱但有劳工供应减少影响，关税对通胀作用将是一次性的，如果关键数据继续缺失，联储将在 12 月会议上更加谨慎行事。我们认为未来数月联储仍会更侧重于就业风险，就业市场进一步大幅走弱将是 12 月降息的充分必要条件。我们维持美联储今年只有两次降息的预测，由于经济韧性仍强和通胀仍超出目标水平，12 月联储可能出于谨慎而暂停降息，年末联邦基金利率将在 3.8% 左右（目标区间 3.75%-4%）。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。

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 3.75%-4%。美元是主导性国际货币，今年前 9 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下降空间有限，优选短中期国债。过去数月 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。在鲍威尔记者会展现鹰派姿态后，10 年国债收益率又升至 4.08%。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）、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

行业三季度业绩亮眼，AI 云侧端侧共振维持高景气度

乐观，近期科技板块调整，产业链 3Q 业绩普遍好于预期，AI 算力端侧需求增长显著，但消费电子因政策补贴和需求变化分化，随着中美关系缓和、季报指引超预期、北美 CSP 算力 Capex 投入加速以及端侧 AI 新品创新，我们预计 4Q 行业趋势延续分化，AI 相关需求高景气，传统领域弱复苏，具体展望如下：1) 手机/PC：3Q 产业链表现分化，中国市场和低端机型因政策补贴和存储价格上涨预计短期承压，苹果 4Q 指引超预期，苹果链（立讯/蓝思）收入增速 20% 以上，看好明年折叠 iPhone 周期和规格升级。2) 服务器：北美 CSP 上调 25 年资本开支，GB300/ASIC 服务器持续放量，国产算力链短期存在分化，3Q 收入上 ODM（工业富联/华勤）增速 43%/23%，连接器（立讯/安费诺/泰科）增速 31%/53%/17%，散热零部件（奇鋌/双鸿/维谛）增速 104%/41%/29%。3) 端侧 AI：Meta 智能眼镜业务表现超预期，2026 年产能提升至 1000 万台，预计 Meta/小米/阿里/三星等新品陆续放量；影石 3Q 收入增长 93%，智能影像设备（全景相机/无人机）出货量快速提升。4) 汽车电子：市场两极分化，中国 EV 订单延续高景气度，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（立讯/瑞声/小米），AI 眼镜/无人机/全景相机放量（瑞声/丘钛），NV/ASIC 服务器需求（鸿腾精密/立讯/比电）以及智驾下沉（比电/小米/京东方精电），重点关注立讯精密（002475 CH）、瑞声科技（2018 HK）、丘钛科技（1478 HK）和比亚迪电子（285 HK）。

智能手机/PC：预期 4Q 表现分化，苹果指引强劲，存储价格和补贴政策变化或影响需求

全球智能手机市场呈现量稳价升，3Q25 全球智能手机出货量同比增长 2.6%（对比 2Q25 +1.3%）。展望 4Q，1) 苹果指引整体收入将同比增长 10-12%，iPhone 收入将实现两位数同比增长；2) 小米 3Q 手机出货量/收入预期同比+1%/-4%，毛利率环比下降，受零部件成本及产品结构变化影响，我们预期全年出货 1.7 亿台；3) 三星受益于 Fold7 的成功推出，实现了销售额和营业利润的同比和环比双增长；4) 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 3Q 营收同比增长 8%，其中 iPhone 营收同比增长 6.1%，由于 iPhone 16 和 17 机型面临供货限制。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，更具个性化的 Siri 功能预计推出，成为下一阶段主要增长动力。安卓阵营方面，AI 和新形态持续推动高端化，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。智能手机方面，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，3Q25 全球 PC 出货量同比增长 9.4%，主要受到 Win10 停服换机潮以及美国进口关税政策变化下的库存调整。随着英特尔即将推出的 AI PC 处理器 Panther Lake 以及 Windows 10 停止更新，预计 AI PC 将催生新一波换机热潮，AI PC 在 PC 出货量中的占比预计将超过三成。微软也确认 Windows 将迈向 AI 原生平台，未来 Win11 将强化 AI 功能。

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、联想集团（992 HK，未评级），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、比亚迪电子和蓝思科技（6613 HK，未评级）。

2) 服务器：北美 CSP CAPEX 指引持续上调，ODM/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。北美云厂商 3Q 业绩显示资本开支继续高速增长，并上调资本开支指引。AI 服务器 ODM 厂商持续受益于算力放量，工业富联 3Q 业绩表现强劲，其云计算业务同比增长超过 75%，其中云服务商 GPU AI 服务器营收同比增幅超过 5 倍，环比增长超 90%。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，海光宣布面向全栈产业伙伴开放互联总线协议，华为发布昇腾未来三年路线图，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，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**：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。高速互联：Vera Rubin 平台将实现 Tray 内完全无缆化连接，GPU 协作通过 Midplane 进行无线信号传输。光电集成：OCS/CPO 产品技术持续发展，可实现低时延、低功耗和易扩展性，例如立讯展示了 CPO 和 CPC 等数据中心互连整体方案，谷歌在 TPU v4 集群中应用 OCS，博通与英伟达加速推动 CPO 技术落地。电力系统：GPU 功耗持续提升，英伟达正推动 800V DC 供电架构成为 AI 数据中心标准化供电架构。散热升级：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。液冷渗透率提升将带动冷板模组、快接头、分歧管等零部件需求扩张。

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。围绕 AI 服务器架构升级（组装、互联、散热、电源）带来的价值量和渗透率提升。AI 服务器 ODM/OEM 龙头，以及受益于架构升级和国产替代的硬科技公司将深度受益，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，包括鸿腾精密的高速连接产品和液冷零部件、立讯精密的高速互联方案（CPO/CPC）、比亚迪电子的 AI 服务器产品、以及蓝思科技（6613 HK，未评级）的液冷系统和连接头产品。

3) 端侧 AI：Meta 智能眼镜热销推动产能扩张，苹果加码 AI 投入

全球端侧 AI 市场在 AI 硬件创新和巨头投资的驱动下持续加速渗透，AI 终端需求结构性复苏明显。2025 年上半年全球 AI 智能眼镜销量达 147 万台，同比增长 220%。Meta 的 Reality Labs 在 3Q 营收同比大增 74%，高于市场预期，最新发布的 Meta Ray-Ban Display（首款内置高分辨率显示屏和 Meta Neural Band 神经腕带的眼镜）受到市场欢迎，在 48 小时内几乎在所有商店售罄，Meta 宣布加大投资以增加产量，以满足巨大的市场机遇。Meta AI 服务的月活跃用户数已突破 10 亿。

AI 驱动的创新正渗透至更广泛的消费电子领域，苹果正大幅增加对 AI 的投资，并持续推动产品路线图。为支持 Apple Intelligence，用于支持其私有云计算的服务器制造已在休斯顿的工厂正式投产。此外，更具个性化的 Siri 功能预计将于 2026 年推出，苹果最新的 M5 芯片 AI 性能比 M4 快 3.5 倍，显示其在硬件侧对 AI 能力的强化。

我们认为，AI 创新驱动的端侧硬件升级仍是消费电子行业的核心增长主线。Meta 的 AI 眼镜热销和苹果在 AI 基础设施上的加速布局，验证了市场对新一代智能终端的强劲需求。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/瑞声、声学/MEMS 传感器的瑞声、组装代工的立讯/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：智能化趋势加速下沉，关注产业链发展机遇

汽车电子行业在全球电动化和智能化浪潮中持续保持结构性增长。尽管整体市场复苏仍有滞后，但国内新能源汽车市场表现突出，8 万至 15 万元车型销量继续维持 80% 以上的增长。比亚迪和小米产品布局持续加快智驾渗透率，小米 10 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，国产替代进程在关键零部件领域取得显著进展，其中传感器、域控制器、连接器、显示屏、声学等环节将迎来出货量增长和规格升级机会。

整体上，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，尤其是受益于智驾系统下沉带来的零部件升级机遇，以及高价值量零部件的国产替代。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。

■ 推荐买入立讯精密、瑞声科技、丘钛科技、比亚迪电子

1) 立讯精密 (002475 CH)：公司 3Q 业绩超预期，AI 赋能打开新成长空间。消费电子方面，公司受益 iPhone 17 新机销售火爆，并与 OpenAI 合作切入下一代 AI 终端入口，同时闻泰 ODM 业务整合超预期，进一步拓展安卓市场。数据中心业务方面，上半年营收同比增长 49%，在高速铜缆、电源等产品上突破北美核心客户，市场份额提升，成为公司下一个增长引擎。汽车电子方面，上半年营收同比增长 82%，莱尼业务实现盈利超市场预期，展现卓越整合能力；公司产品从线束、连接器向智能座舱、智驾等高价值领域拓展，成长潜力巨大。整体上，公司三大业务板块展现强劲增长势头，AI 相关业务（端侧硬件、服务器）成为核心驱动力，随着新业务整合和市场份额提升，公司正从消费电子代工龙头向平台型科技制造企业转型，成长空间和估值水平有望进一步提升。

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 年公司保守预测收入 250 亿，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。2026 年 AI 服务器 ODM 收入将达 50 亿元，液冷产品 26 年上半年海外客户量产，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 (852) 9205 1609
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 5336 4682
| 蒋嘉豪 / Jiangjiahao@cmbi.com.hk (852) 6705 6875

2025 年年初至 10 月末，Wind 半导体指数、恒生科技指数、费城半导体指数分别累计上涨 51%、36% 和 44%，表现优于沪深 300 指数 (+21%)、恒生指数 (+32%) 及标普 500 指数 (+17%)。随着三季度业绩陆续披露，多家科技企业业绩表现稳健。进入 11 月后，受年底基金调仓与部分投资者对估值偏高的担忧影响，A/H 市场半导体及硬科技板块出现阶段性调整与获利了结压力。我们预计短期内科技板块将维持震荡格局。

临近年底，投资者会逐步将目光转向 2026 年的布局，并回归核心成长主线。展望未来，我们持续看好科技板块的长期成长逻辑，AI 与半导体国产替代仍将是推动硬科技行业发展的关键动力。重申以下三条投资主线机会：

1) AI 产业链全面发展：全球云厂商资本开支进入上行周期，AI 商业化落地持续加速。10 月海外 AI 产业链维持高景气，算力基建步入实质性扩张阶段。微软、谷歌、Meta 与亚马逊在三季报中普遍上调全年资本开支指引，AI 基础设施为主要投入方向。与此同时，阿里、腾讯、百度、字节跳动等国内科技企业亦加大 AI 相关投入，国产芯片性能快速迭代。我们认为，本轮由大模型驱动的全球资本开支扩张仍处上行通道，将全面利好 AI 产业链，从晶圆代工、存储、光模块、PCB 至云服务与 AI 芯片企业均有望受益。我们尤其看好光模块、覆铜板和 PCB 领域的龙头公司。**推荐标的：**中际旭创 (300308 CH, 买入)、生益科技 (600183 CH, 买入)。

2) 半导体本土化深化：全球主要经济体持续推进半导体本土化与自主可控战略。在地缘政治与关税不确定性背景下，国产替代进程有望提速，其中与人工智能相关的自主可控环节尤为重要。**推荐标的：**北方华创 (002371 CH, 买入)、贝克微 (2149 HK, 买入)、豪威集团 (603501 CH, 买入)。

3) 高股息资产防御价值：市场波动环境下，具备稳定现金流与高股息属性的标的防御价值凸显，持续受到偏好稳健策略投资者的关注。

推荐标的：

■ 中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价：591 元人民币)：AI 需求推动季度业绩新高

中际旭创 2025 年三季度业绩再创新高：收入达 102 亿元人民币，同、环比分别增长 57%、26%；净利润 31 亿元，同、环比分别增长 125%、30%。毛利率升至 42.8%，净利率提升至 30.7%。业绩增长主要受益于 800G 光模块出货强劲及硅光 (SiPh) 方案渗透率提升，带来显著的成本优化与产品结构升级。公司预计 800G 需求将保持高景气，1.6T 硅光产品有望于 2026 年初量产，进一步强化成长动能。尽管上游 EML/CWL 等核心元器件供应持续紧张，公司凭借龙头地位已与主要供应商锁定长期产能，供应风险可控。海外云厂商持续扩大 AI 资本开支 (亚马逊、微软、谷歌、Meta 合计 2025 年 Capex 预计超 3,600 亿美元)，将为公司带来中短期强劲订单支撑。我们预计公司 2026 年净利润增长超过 50%，重申“买入”评级。

■ 生益科技 (600183 CH, 买入, 目标价: 90 元人民币): AI 周期全面启动

公司 2025 年三季度业绩表现强劲, 实现营业收入 79 亿元, 同比增长 55%; 净利润同比大幅增长 131% 至 10 亿元。这充分体现了其作为 AI PCB/CCL 核心供应商的战略地位。本季度业绩增长主要源于 PCB 和 CCL 两大业务的驱动。其中, 子公司生益电子 (688183 CH, 未评级) 的印制电路板业务收入同比激增 154%, 创历史新高; 覆铜板业务在成本压力下, 通过结构优化依然实现了稳健增长。产品组合的持续优化推动公司毛利率结构性改善。我们看好公司将持续受益于 AI 算力投资周期上行与 PCB 产业的高端化趋势。预计公司 2025-2026 年收入与净利润将保持高速增长, 重申"买入"评级。

■ 贝肯微 (2149 HK, 买入, 目标价: 93 港元): 本土模拟芯片将持续受益于国产替代趋势

恒生指数公司于 2025 年 10 月 31 日宣布, 将“恒生资讯科技业指数”更名为“恒生半导体产业主题指数”, 并自 11 月 7 日起将贝肯微纳入成分股。此举预计将显著提升公司在资本市场的能见度, 并带来潜在的被动资金流入。公司上半年主动进行分销体系优化, 虽然短期内销售增速趋缓且库存有所上升, 但这一举措有效降低了其对单一海外客户的依赖, 增强了供应链韧性。管理层预计在四季度实施约 10% 的产品提价, 以进一步改善毛利率。我们预计公司 2025 年净利润同比增长 21%, 净利率维持在 25% 以上。当前公司估值相比 A 股同业有较大折价, 吸引力显著。随着指数重构、潜在 ETF 资金流入及半导体国产替代主题的深化, 公司估值有望迎来重估。重申"买入"评级。

■ 北方华创 (002371 CH, 买入, 目标价: 460 元人民币): 国产替代加速落地, 前道装备平台化优势持续强化

北方华创三季度营收 111.6 亿元, 同比增长 39.2%, 环比增长 40.6%, 毛利率为 40.3%, 同比下降 2 个百分点, 环比下降 1 个百分点。三季度净利润同比增长 14.3%, 环比增长 18.1%。上半年公司完成对芯源微 (688037 CH, 未评级) 的控股并表, 进一步完善其半导体装备平台布局。此次收购补齐了公司光刻辅工艺环节 (涂胶/显影设备), 并强化了前道湿法清洗、键合/解键合及先进封装湿法设备等细分领域, 使公司产品线从刻蚀、沉积、炉管等核心前道设备延伸至更多关键制程节点。我们认为此举显著提升北方华创的平台型一体化竞争力与客户协同效应, 有助于巩固其在国内半导体装备领域的龙头地位, 并为中长期成长提供新动能。重申"买入"评级。

■ 地平线机器人 (9660 HK, 买入, 目标价: 12.30 港元): 智能驾驶渗透提速, 产品方案放量与新合作驱动增长

地平线上半年业绩表现强劲, 收入同比大增 68% 至人民币 15.7 亿元, 主要受汽车产品解决方案收入飙升 250% 推动。公司在中国智能驾驶领域的市场地位持续强化, 管理层披露其 ADAS 解决方案市占率达 45.8%, 在中国自主品牌智能辅助驾驶整体市场中占比达 32.4%。受产品结构变化影响, 毛利率同比下滑 13.7 个百分点至 65.4%, 但仍保持高水平。受持续投入于研发 (包括 Horizon SuperDrive 与云端训练平台) 及股份支付与合资损失影响, 净亏损略扩大至人民币 52 亿元 (vs 上年同期 51 亿元)。2025 年 10 月, 地平线与德国采埃孚 (ZF) 联合推出面向中国市场的 coPILOT 高级驾驶辅助系统, 支持最高至 SAE L3 级自动驾驶与城市 NOA 功能, 计划于 2026 年在中国电动车平台量产。该系统基于采埃孚 ProAI 中央计算平台, 搭载地平线最新 Journey 6P 处理器, 可实现端到端 VLA/VLM 智能驾驶模型。重申"买入"评级。

■ 深南电路 (002916 CH, 买入, 目标价: 235 元人民币): AI 与高端制造需求共振, 业绩与毛利同步提升

深南电路三季度收入同比增长 33.3%, 环比增长 11% 至 63 亿元, 净利润同比增长 92.9%, 环比增长 11.2% 至 9.7 亿元。毛利率为 31.4%, 同比增长 6 个百分点。业绩强

劲主要受益于 AI 算力升级、存储市场结构性增长及汽车电子智能化加速，带动 AI 加速卡、交换机、光模块、服务器及存储类封装基板需求持续上行。毛利率环比改善亦得益于封装基板产能利用率提升、广州广芯工厂爬坡顺利及数据中心、有线通信业务毛利上升。公司南通四期与泰国工厂预计分别于四季度及年内连线投产，将进一步扩充高多层与 HDI 产能；FC-BGA 产品已实现 20 层量产、22–26 层样品制造能力，为高端基板业务奠定技术基础。研发投入占比 7.4%，持续聚焦通信、数据中心与 AI 算力相关产品，平台化优势稳步强化。重申“买入”评级。

■ **豪威集团 (603501 CH, 买入, 目标价: 173 元人民币): 智能影像与 AI 融合创新, CIS 技术升级拓展新增长空间**

公司三季度营收同比增长 14.8%，环比增长 4.6% 至 78 亿元，净利润同比增长 16.9%，环比增长 1.5% 至 11.8 亿元。毛利率维持在 30% 左右，同比与环比基本持平。公司三季度收入增长主要受益于汽车智能驾驶与高端智能影像终端需求扩张，以及产品结构优化带来的毛利改善。在业务进展上，公司汽车与手机 CIS 保持全球领先，最新 TheiaCel 系列传感器在动态范围、低照度与 HDR 性能上持续突破，并加速导入旗舰手机与智能汽车；2 亿像素产品进入客户验证阶段，有望打开新成长空间。公司同时积极拓展 AI 与光通信新赛道，推出集成 NPU 的智能眼镜传感器方案，强化“人工智能+”终端布局；LCOS 产品已在 WSS 光交换领域量产，并正切入 AI 数据中心 OCS 系统，成为公司未来增长的重要驱动力。重申“买入”评级。

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 (852) 3761 8838

■ 未来 3 个月看法中性乐观

10 月市场风险偏好有所下行，市场开始重新对基本面存在增量且更具确定性的公司给予更多关注。展望 11 月，我们仍建议围绕“主题”寻找弹性和围绕基本面寻找确定性两条思路进行股票配置：1) 主题方面，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 (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)；2) 基本面确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间，且业绩表现稳健、盈利能见度高的公司，推荐网易 (NTES US)、BOSS 直聘 (BZ US)、携程 (TCOM US)。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 20x，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 Band

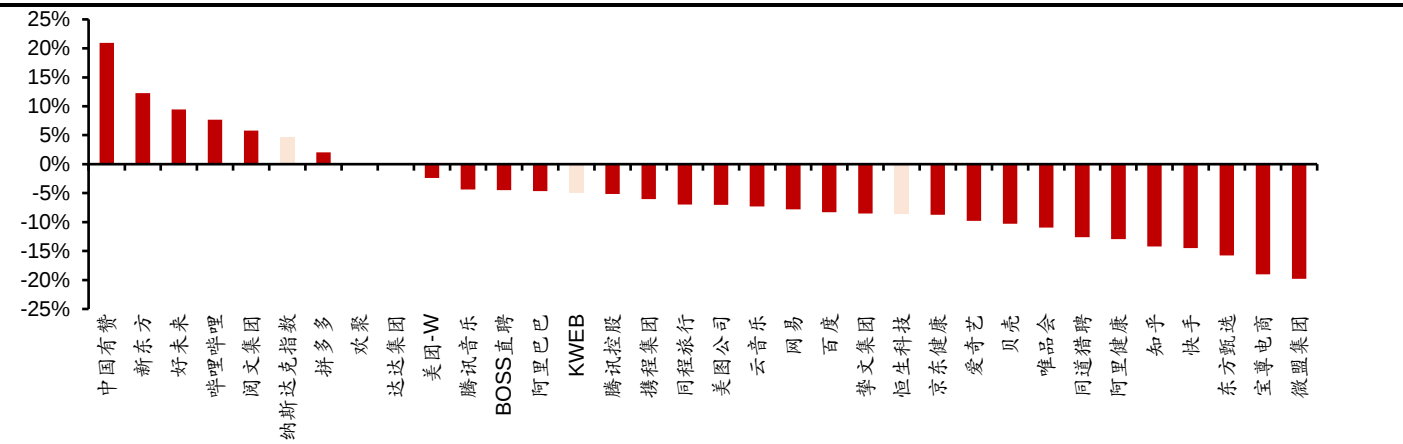


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2025 年 11 月 3 日

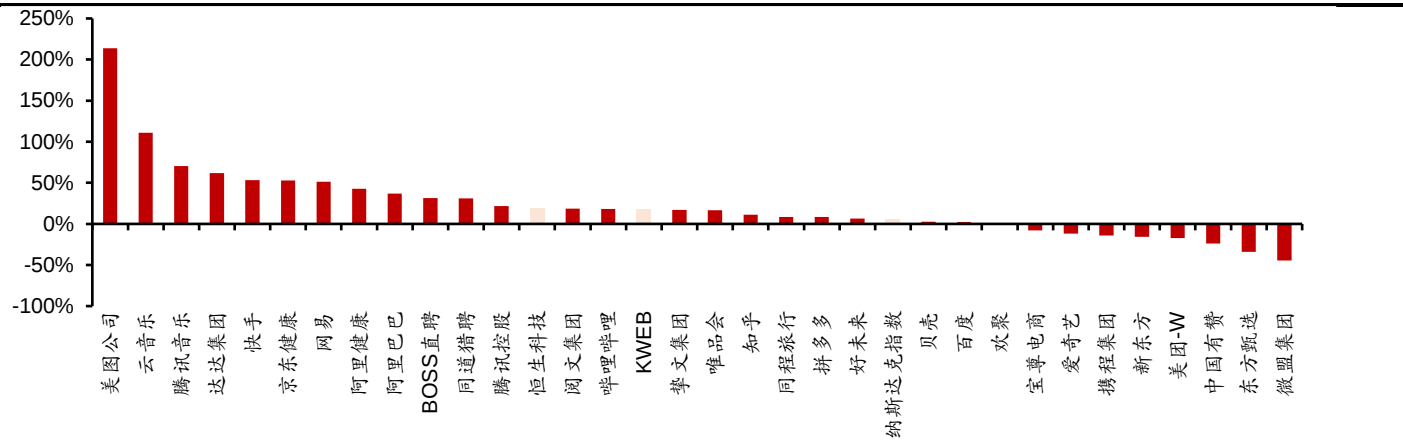
10 月恒生科技指数下跌 9%，KWEB 指数下跌 5%，有赞/新东方/好未来涨幅领先。有赞受益于公司申请由 GEM 转往主板上市，推动流动性改善。新东方披露 1QFY26 业绩，整体对于未来业务展望较为积极，指引 2QFY26 总收入同比增长 9-12%，伴随续课率提升以及公司整体运营利润率改善。

图 3: 10 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 10 月 31 日

■ 在线游戏: 预计头部游戏公司 3Q25 维持稳健业绩表现

3Q25 中国网络游戏市场营收同比下降 4%至人民币 880 亿元, 主要受高基数效应影响, 去年上线的《DnF 手游》和《黑神话: 悟空》营收回归常态。9M25 中国网络游戏市场营收同比增长 7%至 2560 亿元, 主要得益于常青游戏稳健表现以及《三角洲行动》、《燕云十六声》等新游的增量贡献。游戏版号审批速度有所加速, 2025 年至今已有 1441 款游戏获批, 已超过 2024 年全年审批数量 (1417 款)。得益于产品创新、更友好的监管环境及海外市场机遇, 我们看好 2H25 以及 2026 年网络游戏行业前景。游戏行业内我们首选腾讯和网易, 主因两家公司 2026 年优质的游戏储备及良好的游戏运营能力。板块 11 月进入业绩期, 我们预计腾讯和网易的游戏业务将在 3Q25 维持良好表现: 1) 我们预计腾讯 3Q25 游戏营收同比增长 14%, 主要得益于常青游戏以及《三角洲行动》的良好表现, 部分被《DnF 手游》营收下滑所抵消。3Q25 《三角洲行动》已进入中国手游营收榜前三, 2025 年 9 月 DAUs 突破 3000 万。2) 我们预计网易 3Q25 游戏营收同比增长 15%, 主要得益于《梦幻西游》等常青游戏的良好复苏, 以及《燕云十六声》的增量营收贡献。网易即将进入新的产品周期, 2026 年预计将推出《无限大》、《遗忘之海》等多款高期待值游戏。

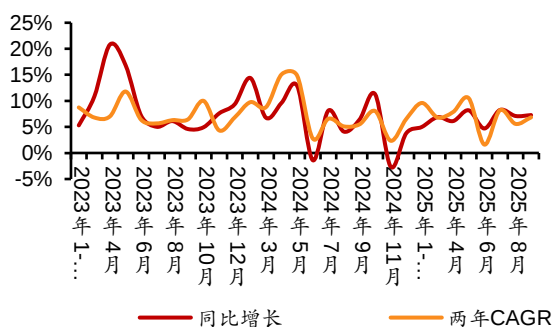
■ 在线广告：AI 赋能广告业务

我们建议在线广告板块首选能够通过 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：9 月实物商品网上零售额增速韧性好于预期

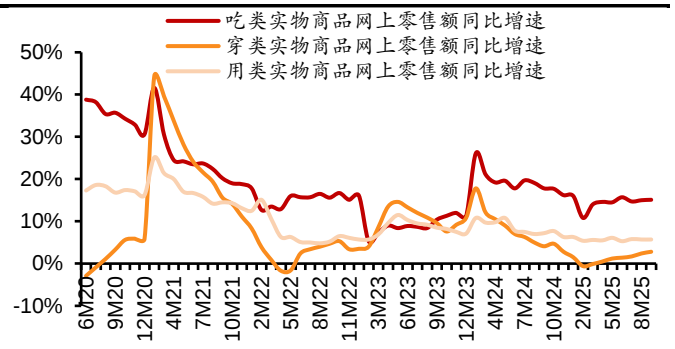
9M25 实物商品网上零售额同比增长 6.5%，其中单 9 月份同比增长 7.3%，环比上月小幅加速（2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月：5.0%/6.9%/6.1%/8.2%/4.7%/8.3%/7.1%），8 月下旬逐步开始面临国补高基数的情况下韧性好于预期，或因商超日百等品类带动；9M25 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.0%（8M25：25.0%；9M24：25.7%）。实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品 9M25 同比增长 15.1%/2.8%/5.7%，相较 1H25 的 15.7%/1.4%/5.3% 而言，吃类商品增速有所下降，而穿/用类商品增速有所提升。

图 5：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 6：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

国补高基数效应显现，但手机品类受新机发布带动表现稳健。2025 年 9 月，1) 家用电器和音箱器材类零售额同比增长 3.3%（9M25：25.3%；2025 年 8 月：14.3%），显著降速；2) 通讯器材类零售额同比增长 16.2%（9M25：20.5%；2025 年 8 月：7.3%），或因苹果、小米、华为等新机型发售带动并有望延续；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 6.2%（9M25：19.9%；2025 年 8 月：14.2%），展望 10 月或继续面临较高基数。

■ 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。

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，截至 8 月 28 日，三季度 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。

■ 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，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-IFRS 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-IFRS 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，我们基于分部估值的目标价为 209.4 美元，对应 23/18x FY27/28E PE。
- 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 2026 年有望进入新的优质游戏产品周期，高期待值游戏《遗忘之海》《无限大》有望进一步支撑公司 FY26 盈利增长。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。

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

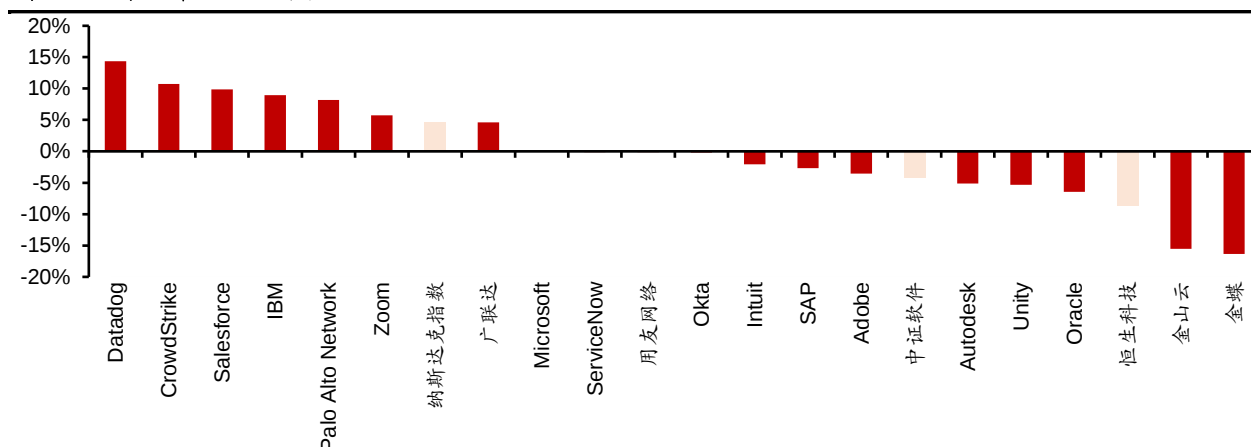
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk (852) 3761 8838

■ 未来 3 个月看法中性乐观

AI 云基础设施方面，3Q25 海外龙头互联网公司的云业务营收持续呈现加速增长的趋势，主要得益于 AI 云需求的强劲增长，尽管短期供给仍然受限，但随着厂商大幅增加在 AI 基建方面的 Capex 支出，叠加强劲的云合同金额增长趋势，我们预计头部厂商云业务的强劲增长趋势有望延续。AI 企业应用方面，AI 应用商业化稳步推进，25 年 AI 产品对于头部 SaaS 厂商的直接收入贡献预计达到 1-5% 的水平，此外 AI 优化公司运营效率带来一定成本节省，两者共同推动 SaaS 公司维持稳健盈利增长，在市场波动的情况下支撑板块当前估值水平。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国际（268 HK）。

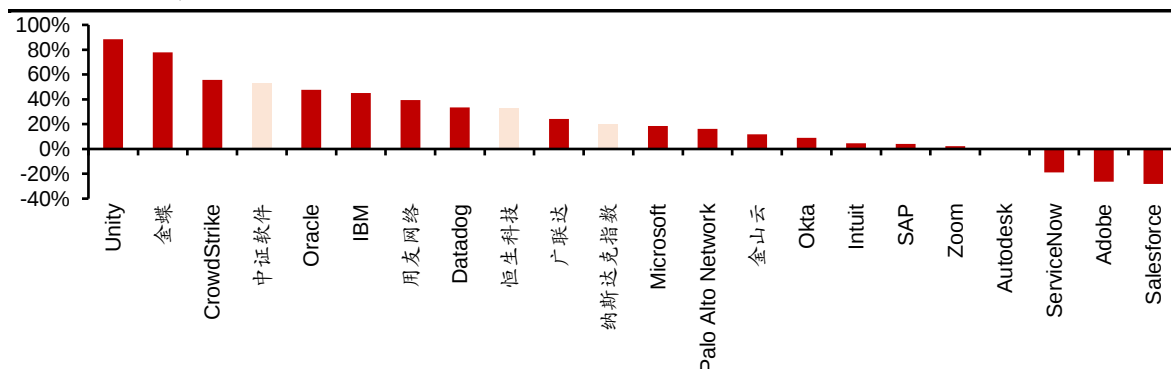
10 月恒生科技指数下跌 9%，纳指上涨 5%，Datadog/CrowdStrike/Salesforce 涨幅领先。Salesforce 在 2025 年 Dreamforce 大会上公布多项合作与财务目标，公司与 OpenAI 深化合作，允许 ChatGPT 直接访问 Salesforce 应用，公司指引到 FY30 公司总收入将超 600 亿美元，同时 Non-GAAP 运营利润率将超过 40%。

图 7: 10 月软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 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 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。ServiceNow 公布好于预期的 3Q25 业绩，总营收同比增长 22% 达 34.1 亿美元，基本符合一致预期；非 GAAP 营业利润同比增长 31% 达 11.4 亿美元，较一致预期高出 11%，主要得益于 AI 驱动的运营效率提升与审慎的费用控制。公司目标 FY25/26 末 AI 产品 ACV 分别超 5 亿/10 亿美元（对应约占总收入 4%/6%），较 1Q25 的 2.5 亿美元 ACV 显著提升。同时公司利用 AI 持续提升内部经营效率，我们预计 FY26 Non-GAAP 运营利润率将再提升 1 个百分点。

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（BABA US）、百度（BIDU US）、微软（MSFT US），AI 拉动广告和云业务持续较快增长的腾讯（700 HK）、可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手（1024 HK）。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（PANW US）、Datadog（DDOG US）、金蝶国际（268 HK）。

■ 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。我们对金蝶的目标价为 19.3 港元，基于 2025 年 EV/sales 8.5x，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 个月看法乐观

近期，医药板块略有回调（MSCI 中国医疗指数 10 月至今回调 10%），我们认为这将带来抄底机会。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。叠加美国降息，CXO 行业有望继续迎来业绩修复。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）、药明合联（2268 HK）、固生堂（2273 HK）、巨子生物（2367 HK）、信达生物（1801 HK）、中国生物制药（1177 HK）。

1) 三生制药：辉瑞披露将开展 707 的两项全球 III 期临床，适应症覆盖一线非小细胞肺癌、一线结直肠癌。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) 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。

3) 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。

4) 巨子生物：随着下半年达人直播合作持续回暖，可复美及可丽金 2025 年下半年线上销售表现有望逐步恢复。公司加大自播的力度，未来有望逐步减少对于达人的依赖，从而提升盈利水平、增加业绩的稳定性。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。公司首款注射类重组胶原蛋白产品获批，有望成为公司第二增长曲线。

5) 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，并且与武田达成了重磅合作。我们认为，此次合作是信达生物迈向国际化的开端，显示了公司在国际化上的坚定投入与信心。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-4R α /TSLP) 有望在 25 年下半年披露一期临床数据。

6) 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。

■ **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

由于消费刺激政策效果边际减弱、外部贸易环境不确定性仍然较高，经济复苏节奏仍然缓慢，在多重不确定性下，我们预计居民消费行为仍将保持“捂紧钱包、消费降级”的主基调。基于此判断，我们建议关注三大投资主线：

- **低决策成本的悦己消费：**经济环境低迷已有时日，消费者在秉持“捂紧钱包”意识的基础上，可能产生“只要外部环境未产生进一步恶化，便愿意小幅增加支出以获得即时愉悦”的心理，此类消费行为特征多为“低决策成本，价格多在 500 元内”，例如工作间隙买精品咖啡、换季添平价彩妆、日常购零食软饮等。这一趋势将带动“低决策成本+即时情绪价值”属性的商品增长，相关受益子板块包括但不限于零食、软饮、啤酒、即饮咖啡与新式茶饮、美妆护肤、平价家居百货如高颜值餐具、香薰等。
- **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消费领域有望维持稳健的业绩兑现。
- **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

2025 年十一国庆黄金周数据普遍较差，后面随着天气改善略有转好，但整个 10 月消费力始终不足，算是低于预期。而且考虑到今年中秋是在 10 月，剔除季节性因素，真实需求可能只会更差。分行业来说，茶饮咖啡好于预期，服装，旅游-酒店和家电符合预期，而体育用品和餐饮低于预期。分品类看，仍然是低单价、小确幸、体验型的消费行业表现较好。

展望未来，11 月的表现可能因双十一销售延迟确认带来短暂利好。但对于整个四季度我们的看法仍然相当保守，因为：1) 各项宏观数据，包括房地产、PMI、出口数据，都令人变得担忧；2) 不论是线上或线下，未来基数都逐渐升高；3) 国家补贴退潮后，消费意愿可能逐渐减弱；4) 今年冬季前期天气比较不利，后续转好的确定性也不高；5) 出境游持续强劲，持续摊薄国内消费力；以及 6) 外卖补贴同比增加，利好茶饮咖啡，但不利于餐饮。此外，增长放缓，竞争加剧，折扣水平增加，都会持续对整体利润率带来更大压力。所以我们对体育用品、服装和家电的板块比较保守，对餐饮、茶饮咖啡和旅游-酒店相对看好。

我们推荐瑞幸咖啡 (LKNCY US, 买入)、锅圈 (2517 HK, 买入)、绿茶餐厅 (6831 HK, 买入)、李宁 (2331 HK, 买入)、波司登 (3998 HK, 买入)、JS 环球 (1691 HK, 买入) 等等。相关标的也包括蜜雪冰城 (2097 HK, 未评级)、古茗 (1364 HK, 未评级) 和泡泡玛特 (9992 HK, 未评级) 等等。

■ 体育用品行业 (维持同步大市)

我们预计 10 月份的行业流水增长为负低单位数，相比 9 月的持平要差一些，算是低于预期。主要因为：1) 9 月大概受惠于一次性的营销活动，令线上增长较好；2) 10 月的天气普遍较去年热；3) 基数开始变得更高，不论是线上或线下；4) 宏观环境不确定性增加，不利于消费情绪；5) 篮球类产品持续走弱，青少年兴趣转移，NBA 收视下降，收藏意愿降低；以及 6) 产品同质化仍然比较严重，众多品牌创新不足。整个三季度的确也要比二季度更差，和我们之前的预期一样，而安踏下调全年指引就是很好的佐证。从库存的角度来说，同比和环比也有上升，所以尽管个别品牌的水平较为健康，但行业整体零售折扣同比和环比都在增加。

展望四季度，我们的看法仍然保守，因为 1) 不利的天气，2) 高基数的逐步上升，3) 宏观压力，4) 篮球类产品增长乏力，5) 未来马拉松新规可能对专业比赛相关需求带来的压力，以及 6) 行业竞争仍然激烈等负面因素仍然可能持续。假若国家未充分增强对消费和体育行业的政策支持力度，我们预计未来增长仍然乏力。所以我们仍然维持行业评级为中性。虽然我们最近也看到安踏、李宁、Nike 等主要品牌开始推出更多高原创性的产品，不过整体效果仍然需要继续观察。

我们把行业的首选股调整为李宁 (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 年有更好的开端。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。我们也看到 Nike (NKE US, 未评级) 的改革开始稍有成效，而 Adidas (ADS EU, 未评级) 的复苏相对稳健，但势能开始稍有转弱。

■ 服装行业（维持同步大市）

我们估计 10 月的行业增长为持平，比 9 月的单位数增长差，和 8 月比较相似，基本符合预期，原因是：1) 天气仍然较去年偏热，2) 宏观环境不好，消费者倾向购买单价更低的产品，而且男女装的可选属性较高，导致消费意愿转差，3) 双十一进一步提前开始，导致销售确认时间拉长至 11 月，以及 4) 基数逐渐变高，特别是线上渠道，等等。此外，可能因为竞争加剧，以及纺织服装出口转差而导致的产能过剩，库存逐渐走高，我们也观察到零售折扣同环比都在上升。

展望四季度，我们认为这些问题仍然没有根本改变，所以看法仍然偏向保守，所以维持行业评级在中性。

从股息率的角度来说，江南布衣（3306 HK，买入）会是最高的。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，今年的增速仍可能快于同行。且波司登财年结于 3 月，仍然能够充分受惠于 2026 年晚春的利好。

■ 餐饮行业（维持优于大市）

我们预计 10 月行业平均同店销售有约中单位数的下降，和 9 月差不多，但三季度略差，低于预期。我们认为原因包括：1) 宏观环境不好，导致消费意愿较差和进一步的消费降级，2) 外卖补贴同比仍然有所加大，对堂食较多的品牌仍有拖累。

展望四季度，我们看法仍然保守，因为：1) 10 月的表现已经包括了中秋，但数据仍然没有转强，反而在转弱，充分说明行业需求偏弱，2) 同样，我们也观察到同店销售复苏率（对比 2019 年）也在环比下降，3) 外卖补贴力度，就算环比减少，但同比仍然会有一定上升，继续不利于一些餐饮品牌。所以即使四季度的基数较低，以及西贝舆情的负面影响得以消除，表现也不一定会改善太多。我们更看好单价更低、能受惠于消费降级的品牌。

选股方面，我们首选锅圈（2517 HK，买入），主要是其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，深化客户粘性等等的策略。另外也推荐绿茶餐厅（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。目前估值偏低，股息率较高。

茶饮咖啡行业

我们估计 10 月行业平均同店销售增长对比 9 月有些加速，和 8 月相似，算是好于预期。我们认为这主要因为：1) 整体天气较热，2) 出游人数和线下客流有所上升，而且他们更偏向于购买低单价的产品，3) 外卖补贴同比仍然有所增加，4) 各大主要品牌推出新品的数量较多，以及 5) 某些龙头品牌加大力度推广旗舰店，等等。

展望四季度，我们短线仍然看好该行业，原因包括：1) 虽然基数略为变高，但市场预期偏向保守，仍然有超预期的潜力，2) 大环境不好，消费降级持续，小确幸类的产品仍能受惠，和 3) 创新产品推出速度仍然很快。不过展望 2026 年，因为高基数和门店数增加后竞争加剧，我们的看法会变得更加保守，能否保持同水平的增长更多看重的是品牌自身的能力提升。

目前首选仍然是瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）。开店超预期后，预计下半年开店节奏仍然保持快速，外卖相关费用会令利润率有压力，所以我们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有不错的经营杠杆，我们认为其业绩仍有超预期的空间。

■ 旅游-酒店行业（维持优于大市）

10 月行业 RevPAR 估计开始有正增长，对比 9 月的持平有些加速，主要是在 OCC 上升的同时，ADR 也开始有些改善，总体比较符合预期。主要是受惠于：1) 中秋假期今年在 10 月，和国庆假期成为连假，2) 体验营消费需求仍然较好，3) 商务旅游需求持续改善，4) 入境游比较强劲，以及 5) 去年基数较低。按照不同价位和城市来说，低线城市表现较好，但一线城市也开始有些改善。另外豪华型、中高档增长有些反弹，甚至比经济型更好，或因经济型酒店供应较快，竞争较为剧烈。

展望四季度，短线看我们估计仍有持续改善的机会，原因包括：1) 基数仍然较低，2) 商务需求虽然较休闲弱，但仍然持续改善，且 3) 入境游需求仍然较快增长等等。但中长期来说，包括 2026 年，我们看法仍然有些谨慎，因为根本性问题依然需要更长时间来解决，例如：1) 经济环境不好，PMI 持续转弱，2) 消费意愿很弱，旺季后的需求回调仍然剧烈，3) 酒店行业供应仍然快速扩张，办公楼空间持续释放为酒店的情况下，供求拐点仍需时日，等等。

虽然我们对板块短期看好，长期仍有戒心，但龙头品牌如华住（HTHT US/ 1179 HK，未评级）的产品持续升级，竞争力提升都有望帮助其抢占更多市场份额。

■ 家电行业（维持同步大市）

10 月大家电行业全渠道销售增速虽然比 9 月略好，但仍然为负，对比 7 月的 25% 以上增长和 8 月的 10% 以上增长大幅转差，但因为之前已有预期，表现仍然符合预期。从产品品类看，洗衣机表现最好，然后是冰箱，最差是空调。平均单价来说，从 9 月起，不论是线上或线下，也开始同比下跌。

展望四季度，我们的看法相当保守，主要原因是：1) 国家补贴的暂停，2) 越来越高的基数，3) 宏观不确定性增加，而令消费者购买高单价耐用品的意愿明显减低，4) 房地产价格和需求重新转差，家装的需求亦会继续走低。到 2026 年，即使国家补贴重新出台，但我们认为力度不会大幅提升，所以上述问题很难改善，只会加剧。而即使渠道库存偏低，且经销商有补库存需求，但也不会增长太多。而未来半年，假若行业销售持续下跌，价格战也不排除会加剧。在此情况下，我们认为低单价的产品和大众化的品牌表现会相对较好，但综合毛利率可能会被拖累。

我们对欧美的家电产品出口的看法仍然因高基数而较为保守，不过对新兴市场的出口却比较乐观。

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

“金九银十”复现，新能源车年底迎来抢装行情

10 月新能源汽车的销售继续保持稳健增长态势，“金九银十”效应重现。我们跟踪的 14 家于本月 1 日公布上月销量的车企，其 10 月合计新能源车销量同比增长 13%，环比增长 9%，略超此前的预期。考虑到明年新能源车免购置税优惠减半、潜在的置换补贴退出，我们预计年底的抢装叠加旺季效应将有效支撑 11-12 月的新能源车行业销量。此外，我们预计未来 2 个月仍可能有超过 30 款新车投放市场，将进一步助推终端消费热情。

主要车企中，除理想和广汽埃安，主要品牌都在 10 月实现了新能源车销量的环比增长，其中鸿蒙智行系列销量环比增长最多，环比增 29%至 6.8 万台，得益于尚界 H5 的爬坡。极氪和蔚来销量环比增长 16-17%，分别得益于极氪 9X 和蔚来 ES8 的销量爬坡。比亚迪在三季度进行库存调整后，10 月乘用车销量也实现了 11%的环比增长。吉利银河和零跑分别环比增长 5%只 12.7 万台和 7 万台，皆创历史新高，银河 M9 首月销售破万。小鹏 10 月销量环比增长 1%只 4.2 万台，销量的进一步突破需等待年底增程车型的上市。

图 9：重点车企于 11 月 1 日公布的 10 月新能源车销量汇总

车企/品牌	10 月销量 (台)	同比%	环比%	1-10 月销量 (台)	累计同比%
比亚迪	436,856	-12.7%	11.1%	3,655,718	12.9%
长城	46,155	44.4%	0.4%	325,318	33.9%
蔚来	40,397	92.6%	16.3%	241,618	41.9%
理想	31,767	-38.2%	-6.4%	328,916	-16.4%
小鹏	42,013	75.7%	1.0%	355,209	190.0%
小米	>40,000	97.8%	-2.3%	307,722	246.4%
极氪	21,423	-14.5%	17.3%	165,023	-1.7%
吉利银河	127,476	100.8%	5.5%	1,002,461	186.6%
零跑	70,289	84.1%	5.4%	465,805	120.7%
广汽埃安	27,014	-32.6%	-7.2%	261,992	-19.1%
东风岚图	17,218	69.5%	13.1%	114,210	82.1%
长安深蓝	36,792	32.1%	9.4%	269,058	57.1%
阿维塔	13,506	34.3%	22.5%	103,614	103.3%
鸿蒙智行	68,216	63.8%	28.9%	425,157	20.9%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

三季度业绩披露进行时

10 月长城 (2333 HK/601633 CH) 和比亚迪 (1211 HK/002594 CH) 公布了三季度业绩，经营层面保持稳健，但受到各方扰动，如长城受到汇兑损失和俄罗斯报废税返还延迟的影响，比亚迪因三季度去库存，两家车企的净利润数字低于市场预期。11 月其余车企也将陆续公布三季度业绩并更新四季度和明年的展望，包括吉利、蔚来、理想、小鹏和零跑等。我们预计吉利和零跑的三季度业绩有望超出市场预期。

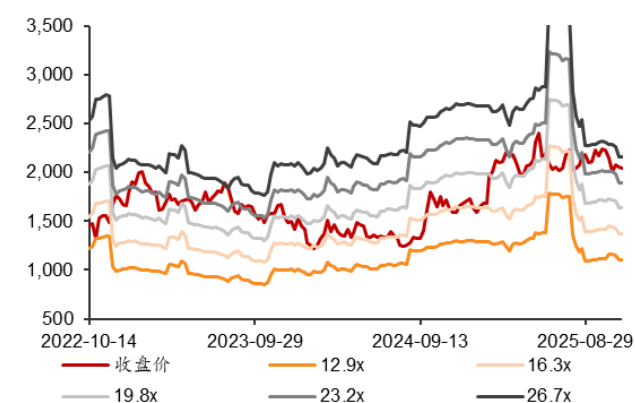
■ 投资建议

整车厂中，我们仍首推吉利汽车（175 HK）和零跑汽车（9863 HK）。

吉利汽车：我们预计吉利今年销量将超出年中上调后的 300 万台的销量目标，实现在新能源市场显著的份额提升，或是今年唯一在上调销量目标后仍能超预期的车企。我们认为吉利是正在加速成长的公司，基本面稳健，目前市场对其的预期差有望带来超额收益。新车型银河 M9 和极氪 9X 的销售爬坡，三季报潜在超预期或成股价催化剂。

零跑汽车：零跑的月度销量持续超出市场预期，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。新车 Lafa 5 将于本月广州车展上市，有望成为其海内外市场的新增量。明年四款全新车型将进入新的细分市场，强劲的销量动能有望延续。

图 10：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 11：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

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%。

四季度为传统成交旺季，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。我们预计四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，全年新业务价值高增长，四季度关注开门红销售

投资收益大幅提升带动上市险企前三季度盈利超预期。5 家中资险企前三季度归母净利润 4,260 亿元，同比增长 34%，其中三季度归母净利润达 2,478 亿元，同比增长 68%；两家纯寿险标的国寿和新华 3Q25 净利润同比大幅增长 91.5%/88.2% 领先同业，基于其更高的 TPL 股票和基金资产规模占比，利好其对权益市场的弹性表现；此外，在中长期资金入市的监管背景下，各家险企在权益上行行情中主动加仓成长/科技型股票，推动权益资产配置风格更趋均衡。前三季度上市险企净利润增速排序为国寿 (+60.5%) > 新华 (+58.9%) > 中国财险 (+50.5%) > 人保 (+28.9%) > 太保 (+19.3%) > 平安 (+11.5%)；其中，第三季度归母净利润增速排序为：国寿 (+92%) > 中国财险 (+91%) > 新华 (+88%) > 人保 (+49%) > 平安 (+45%) > 太保 (+35%)。集团营运利润层面，平安/太保营运利润同比增长 7.2%/ 7.4%，对应 3Q25 营运利润同比增长 15.2%/8.2%。国寿 3Q25 净利润大幅增长，除受权益投资收入上行之外，三季度利率上行带动亏损合同转回减少当期的保险服务费用，带动保险服务业绩增长，成为重要的利润贡献来源。中国财险受益于承保和投资双轮驱动，3Q25 COR 预计为 98.6%，带动承保盈利正增长，同比改善 44 亿元。

寿险方面，在预定利率切换背景下，三季度 NBV 环比增幅走强。前三季度人保寿险/平安寿险/国寿/太保寿险可比口径下 NBV 增长 76.6%/46.2%/41.8%/31.2%，新华前三季度 NBV 同比增长 50.8%（不重述口径），增速较同业更为强劲。分渠道看，个险渠道太保和新华新单保费同比增长 13.5%/基本持平；平安个险新业务价值同比增长 23.3%，预计在预定利率产品切换下，价值率存在进一步提升空间。银保维持高增速，各家险企加大与国有行营业网点的代理合作，拓宽渠道承保规模，预计银保新单期交和 NBV 全年维持高增速，但明年或面临高基数和产品策略差异而出现分化。

财险保费收入低增长，但 COR 同比显著改善。三季度头部财险公司保费收入增速排序为：平安 (+6.9%) > 人保 (+3.1%) > 太保 (-1.7%)，车险保费增速维持 3% 左右。非车保费增速较去年同期放缓，三季度各家非车保费增速排序为平安 (+15.6%) > 人保 (+3.7%) > 太保 (-7.4%)；其中，人保非车险保费增长主要受意健险拉动；太保主要受主动调整业务结构的影响。三季度 COR 同比改善主要受益于大灾赔付金额下降，同时中国财险严控费率，促进业务提质增效。前三季度各家 COR 排序分别为中国财险 (96.1%)、平安 (97.0%)、太保 (97.6%)，同比分别改善 2.1/0.8/1.0 个百分点。四季度，非车险报行合一已于 11 月 1 日起正式实施，预计将带动头部险企非车险 COR 进一步优化。

投资层面，三季度权益市场上行，驱动总投资/综合投资收益率增长。三季度沪深 300/恒生指数上涨 18%/16%，以成长/科技型股票的结构化机会为主。3Q25 多家险企加仓权益配置，预计以 TPL 股票资产增配为主，国寿前三季度加仓公开市场权益资产达 3,800 亿元，其中三季度加仓 2,300 亿元，带动其总投资收益快速上行，前三季度国寿总投资收益同比增长 41% 至 3,686 亿元，三季度同比增长 73% 至 2,411 亿元。从资产负债表中金融资产持有规模的变动观察，3Q25 国寿、平安、太保、新华、人保 5 家险企 3Q25 增配 TPL 资产规模达 6,752 亿元，是 1H25 增长规模的 2 倍，预计以 TPL 股票加仓及股票和基金的市值增长为共同驱动，冲抵 TPL 债券资产公允价值下跌的影响。除人保和平安外，其他上市险企 3Q25 的 TPL 资产规模增幅超过上半年。OCI 债券投资规模小幅下降，或受三季度利率上行导致债券公允价值下跌的影响。展望全年，伴随中长期资金入市的政策背景，我们预计上市险企保险资金投资组合中权益资产配置规模及占比将进一步提升，其中 TPL 股票配置占比有望站上新台阶。

四季度建议重点关注开门红销售及财险非车险报行合一的落地成效。我们预计全年 NBV 在三季度强劲业绩支撑及预定利率下调的背景下将维持高增长；同时，2026 年开门红新单保费有望实现双位数增幅，主要因三季度投资收益率上行，对来年浮动收益型产品的销售构成利好。维持板块“优于大市”评级，推荐买入1) 集团经营成效改善、寿险业务质态向好且资管减值拖累减轻的龙头险企中国平安（2318 HK，买入，目标价：71 港元）（[报告](#)）；2) 盈利高弹性、资产负债完善且投资结构优化的中国人寿（2628 HK，买入，目标价：31 港元）（[报告](#)）；3) COR 持续压降并有望率先受益于非车险报行合一的财险龙头标的中国财险（2328 HK，买入，目标价：23.6 港元）（[报告](#)），和4) 深化中国增长战略、三季度业绩超预期的区域性龙头险企友邦保险（1299 HK，买入，目标价：89 港元）（[报告](#)）。

■ 风险提示

权益市场极端波动；长债收益率快速下行；四季度开门红新单销售不及预期，代理人规模超预期下滑；国内新车销量大幅回落，新能源车险 COR 大幅提升等。

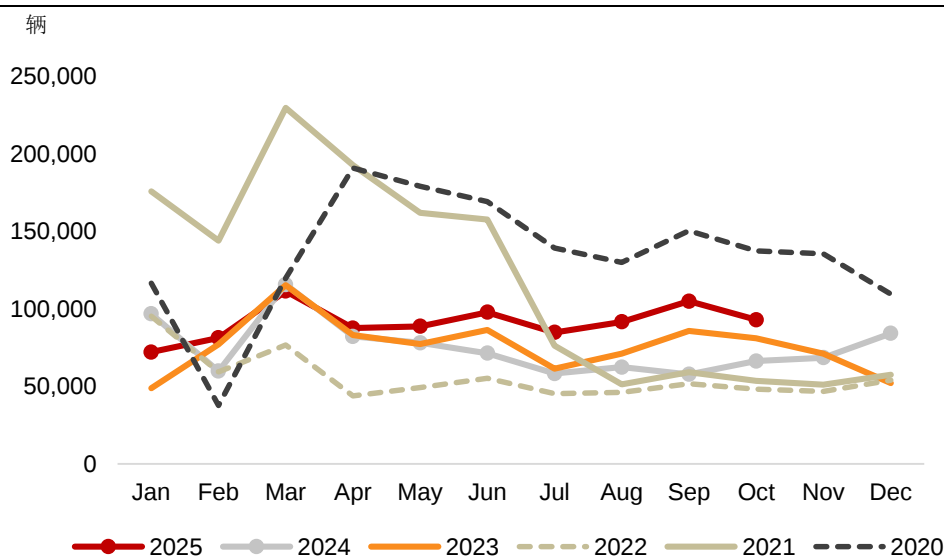
资本品

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

■ 重卡 - 10 月份销量同比增长 40%

根据第一商用车发布的初步数据，10 月份重卡批发销量（国内 + 出口）同比增长 40% 至 9.3 万辆，为历史上 10 月份的第二高。天然气和新能源重卡在 10 月份均实现强劲增长。强劲增长的驱动力仍然是 3 月份推出的卡车置换补贴。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%）。展望 2026 年，我们判断鉴于大量老旧重卡将被替换（2017-21 年间的销量创历史新高），2026 年重卡需求可能仍将保持在高位。

图 12: 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: 9 月份行业出口增长强劲, 非土方机械明显改善

土方机械: 挖掘机国内销量增长加速, 9 月份同比增长 22%, 我们认为更新换代推动的上升周期趋势仍然确定。出口增长强劲, 9 月份挖掘机出口同比增长 29%。装载机 9 月份国内销量增速加快至 26%, 出口大增 36%, 为全年至今最高增速。电动装载机仍然是增长动力, 9 月份销量同比大幅增加 1.7 倍, 占总销量（国内+出口）的 25% 左右。

非土方机械: 国内销量出现良好复苏, 预示着行业上升周期的开始（土方机械上升周期已经于 2024 年开始）。汽车起重机和履带起重机 9 月份的国内销量尤为强劲（同比增长 41%/67%），叉车销量也保持韧性。出口方面, 9 月份除高空作业平台外, 各类机械出口均表现强劲（[链接](#)）。

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, 国内需求改善的信号正在增强。

图 13: 9 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	19,858	9,249	10,609	25%	22%	29%
轮式装载机	10,530	5,051	5,479	30%	26%	35%
汽车起重机	1,561	764	797	22%	41%	8%
履带起重机	285	110	175	33%	67%	18%
塔式起重机	529	249	280	-7%	-29%	28%
叉车	130,380	81,119	49,261	23%	29%	14%
高空作业平台	12,416	5,334	7,082	-24%	-33%	-15%

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 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），将有助缓解市场担忧。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），将有助中长期降低技术风险。

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，加上公司正在加快拓展海外矿挖市场，而非土方机械产品销售也在进一步改善。我们预期三一重工在港股融资后将更有利于海外扩张，公司有信心于未来数年保持 15% 的年收入增长。

中联重科 (1157 HK / 000157 CH, 买入) – 中联重科 3Q25 海外销售增速加快以及国内销售转正，表现超出预期。我们继续看好中联在新兴市场的持续增长潜力，以及多产品特别是在矿山机械的突破，而国内非挖需求（除高空机械）正在回稳。

恒立液压 (601100 CH, 买入) – 恒立 3Q25 的收入增速在挖掘机油缸和泵阀拉动下加快，我们看好公司在海外产能扩张的增长机会，同时看好公司人形机械人关键零部件滚珠丝杠的潜力，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）国内非土方机械销量复苏力度低于预期；（2）出口增长意外放缓；（3）新能源重卡渗透加速对发动机形成技术风险。

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个人。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撰写的报告。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。