



交銀國際
BOCOM International

市场展望

潮涌但见 新航路

2H25

交银国际
研究团队

研究部 副主管	宏观 策略	金融	房地产/ 数据中心	科技	互联网/ 教育	汽车/ 电池	医疗	新能源/ 公用事业
谷馨瑜	李少金 钱昊	万丽	谢骥聪	王大卫 童钰枫	谷馨瑜 孙梦琪 赵丽 蔡涵	陈庆 李柳晓	丁政宁 诸葛乐懿	郑民康 文昊

交银国际

研究团队介绍

谷馨瑜 研究部副主管；互联网行业首席分析师 CPA

拥有13年丰富的行业研究经验，2010年加入交银国际，主要研究范围包括本地生活、电商、广告、游戏、文娱等互联网及相关子行业。曾带领团队在2018年《亚洲货币》评选中获得香港（地区）软件与互联网服务业最佳研究团队第六名，所在团队也在《机构投资者》2013、2014和2016年评选中获选为亚洲区最佳互联网行业研究团队前五十五名。曾参与IPO项目包括美团、京东物流、乐享互动、快狗打车等。硕士毕业于澳大利亚莫纳什大学。



万丽 金融行业首席分析师 CFA, FRM

拥有14年丰富的金融行业研究经验，2009年加入交银国际，2009-2017年覆盖H股银行业，2018年至今覆盖保险行业和证券行业。目前覆盖领域包括内地/泛亚寿险；内地财险；内地互联网保险；内地证券；港美股互联网券商。于《亚洲货币》2018年评选中，获得多元金融最佳研究团队第9名和保险最佳研究团队第10名。曾参与多个H股IPO上市项目，包括中信证券、海通证券、重庆银行、光大银行、山东国信、国银租赁、中关村科技租赁及瀚华金控。本科毕业于南开大学，硕士毕业于清华大学五道口金融学院。



谢骥聪 房地产行业首席分析师 CFA, FRM, MRICS

拥有约18年房地产研究经验，2015年加入交银国际，曾任职于工银国际及马来西亚银行、第一太平戴维斯、世邦魏理仕、戴德梁行及领展房地产信托基金。目前覆盖的子行业包括中国/香港开发商、中国物业服务公司和香港房地产信托基金。于2019汤森路透全球卖方分析师评选获得（亚洲）房地产管理及开发行业选股能力第一名、（中国大陆及香港地区）房地产行业选股能力第二名、（亚洲）综合选股能力第五名及（中国大陆及香港地区）综合选股能力第三名，并在2018年的同一评选中获（中国大陆及香港地区）房地产行业选股能力第三名。曾参与IPO上市项目包括绿景（中国）、浙江开元酒店管理、越秀服务、海天天地悦旅等。本科毕业于香港大学，硕士毕业于密歇根大学迪尔伯恩分校。



王大卫 科技行业首席分析师 PhD

加入交银国际前，曾在瑞银担任科技主题研究分析师。大卫的职业生涯始于信息科技领域的研发工程师，致力于利用最先进的电子技术彻底改变设备的学习和通讯方式。他的高科技产业经验包括在诺基亚贝尔实验室和英特尔担任研究科学家，跨越多个半导体和技术周期。他的研究工作在多个领域具有开创性包括4G/5G无线通信系统的算法和协议开发以及相应的半导体调制解调器的开发、智能视讯内容学习和分类、智慧射频频段共享和传输策略以及人类活动的学习算法设计和手势检测。发表了10篇学术研究论文，其中包括在两大电信领域最权威性的期刊IEEE Transaction on Communications 和 IEEE Transaction on Wireless Communications 上发表文章。他还拥有无线通信和人工智能领域的30多项技术专利。分别在香港科技大学和加州大学圣地亚哥分校获得电机工程学士和博士学位。



李少金 宏观策略分析师

拥有约6年的宏观及策略研究经验，于2023年加入交银国际，任宏观策略分析师一职。曾就职于国泰君安国际，任策略分析师，从事海外宏观及大类资产配置策略研究。本科毕业于东南大学，硕士毕业于香港科技大学。



陈庆 汽车行业首席分析师

拥有约13年丰富的证券研究经验，2015年加入交银国际，曾任职国泰君安国际及香港上市公司合和公路基建。主要覆盖汽车行业，包括汽车制造、经销、零部件。曾参与IPO上市项目包括北京汽车、百得利控股、泉峰控股和雅迪控股等。本科和硕士毕业于澳大利亚卧龙岗大学。



丁政宁 医药行业首席分析师

从事医药研究多年，2023年加入交银国际，曾任职于浦银国际、担任医药首席分析师，覆盖创新药、CXO、传统制药、诊断服务、互联网医疗等子板块，对行业专业覆盖和及时更新、高效安排多场路演和调研活动，受到客户好评。此前曾就职于摩根士丹利医疗团队，参与多家生物科技IPO的上市前研究，所在团队连续多年获得亚洲机构投资者（Institutional Investor Survey II Asia）最佳医疗团队前三名。拥有美国伊利诺伊大学金融学硕士学位和南京大学生物科学学士学位。



郑民康 公用事业及新能源首席分析师

拥有超过15年丰富的研究经验，2017年加入交银国际。目前覆盖中国风电及光伏、氢能及燃气分销等行业。以往曾覆盖行业包括石油/天然气上游开发、油田服务、金属/煤炭开采及相关设备、环保（污水/供水、固废处理）等。于2020年路孚特分析师评选获得（亚洲）公用事业行业最佳选股第三名，以及在2018年《亚洲货币》评选中获得香港（地区）公用事业最佳研究团队第五名。曾参与IPO项目包括兴泸水务、四川能投、嘉兴燃气以及湖州燃气等。本科毕业于香港中文大学。



此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

孙梦琪 互联网行业分析师

拥有超过8年丰富的行业研究经验，2015年加入交银国际，覆盖范围包括电商（直播电商）、OTA、游戏、物流。所在团队于2016年《机构投资者》评选中获选为互联网行业首20大亚洲分析团队之一，2018年，所在团队在《亚洲货币》评选中获得香港（地区）软件与互联网服务业最佳研究团队第六名。曾参与IPO项目包括京东物流、快狗打车、乐享互动。硕士毕业于英国布里斯托大学。



赵丽 互联网行业分析师 CFA

拥有超过5年互联网行业研究经验，2018年加入交银国际，曾任职穆迪分析咨询。主要覆盖互联网文娱行业，包括短视频、在线音乐、长视频、直播等。曾参与IPO项目包括粉笔、稻草熊、优趣汇、福祿控股等。本科毕业于大连外国语大学。



文昊 新能源行业分析师 CPA

拥有6年研究经验，2017年加入交银国际，目前覆盖光伏、风电行业。重点领域包括光伏玻璃、多晶硅、运营商等。本科毕业于复旦大学，拥有统计学硕士学位。



李柳晓 汽车行业分析师 PhD, CFA

拥有超过3年证券行业研究经验，2022年加入交银国际，曾就职于国信证券（香港）担任投资分析师。覆盖医药行业，包括创新药、医疗服务、CXO等。新加坡南洋理工大学材料科学与工程博士，香港城市大学博士后。



此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

市场展望

2025 下半年展望：潮涌但见新航路

全球宏观再平衡浪潮奔涌，不确定性与新机遇交织并行。于此变局之中，中国经济锚定自身航向，在秩序重塑中积蓄坚韧动能。我们坚信，于潮涌之处，方见新航路之开辟。

- ④ **全球宏观：再平衡。**2025 年上半年，全球宏观不确定性显著升温，主因美国贸易、财政再平衡尝试所引发的不确定性。尽管随着美元资产波动加剧，促使短期部分关税措施缓和，但美国推动自身再平衡的长周期叙事框架下，相关议题可能将持续存在。外部不确定下，中国加速推进内外需再平衡不仅是战略选择，也是经济高质量发展内生需求。全球大类资产同样面临再平衡，其中港股受益于政策支撑及结构优化，“低波+科技”配置价值越发凸显。
- ④ **金融行业：把握高股息主线，守正出奇。**把握高股息主线，适当配置非银板块估值偏低、兼具弹性的稳健型标的。保险：资产、负债表现分化，兼备防御性与弹性，推荐太保、平安。银行：拨备对盈利的贡献分化，关注国有行和招行。证券：盈利趋势向好，估值偏低，推荐业务均衡的头部券商。
- ④ **房地产行业：内房止跌回稳，香港反弹可期。**我们认为中国内地房地产行业出现“止跌回稳”的信号，预期 2025 年一手房市场销售额为 8-8.5 万亿元。中国香港房地产市场正在出现转机，预计 2025 年下半年、2026 年及 2027 年住宅价格增长分别为 3%、5%及 5%。领展房托是我们中国香港房地产的首选。
- ④ **互联网及教育行业：在不确定性中寻找扭转机会。**展望 2H25，政策对内需拉动持续，看好业绩确定性强、业务/技术壁垒强的公司，同时可关注不确定性下的低估值优质公司或有扭转机会，如外卖 618 之后策略；国补 3 季度增益效果持续；OTA 投入影响已消化，酒店变现率维持高位。
- ④ **科技行业：返本还原——AI 和国产替代仍是投资主线。**我们建议下半年抓住 AI 和国产替代两个确定性强的主线。AI 投资热情继续高涨，DeepSeek 崛起进一步加大推理需求，相关服务器硬件产业链持续受益。包括智能手机等的消费电子需求或放缓。**建议关注**韦尔股份、英伟达、超微半导体。
- ④ **医药行业：多重利好驱动板块趋势稳中向好，择时择优布局。**2025 年有望成为医药行业关键转折之年，2H25 板块表现和选股逻辑判断：**1）**宏观环境复苏+降息周期+政策利好有望驱动 β 机会；**2）**后续 α 机会将来自当前仍被低估、长期增长空间清晰、催化剂丰富的个股，包括康方生物、荣昌生物、科伦博泰、先声药业等。
- ④ **汽车行业：混动加速新能源渗透，智驾与机器人产业化提速。**2H25，新能源汽车渗透持续加速，乘用车多款增混车型上市，全年中国内地新能源渗透率有望达 55%，高速 NOA 搭载车型售价有望下探至 20 万元以下，市场竞争加剧需警惕。重卡销量在政策驱动下预计达 95 万辆，同比+5%。两轮车方面，新国标落地叠加以旧换新，全年销量有望达 5600 万辆。电池企业加码商用车和增程电池，中美关税协议虽达成但不确定性仍存。机器人产业化加速推进，特斯拉、宇树、优必选等公布量产计划。**建议关注**：比亚迪、小鹏汽车、雅迪、宁德时代。
- ④ **新能源行业：不确定性下机遇仍存，把握分红的稳定性。**我们的板块顺序为运营商>光伏玻璃>多晶硅>逆变器>电池片。运营商的股息率及盈利稳定性仍是投资者短期较关心的因素。光伏制造产能出清仍将通过市场化手段完成，2026 年行业有望出现反转。风电整机商的风机销售毛利率水平仍取决于个别公司在海风/海外机组的发货进度。

交银国际研究团队

谷馨瑜, CPA | 研究部副主管

宏观策略

李少金

钱昊

金融

万丽, CFA, FRM

房地产

谢骥聪, CFA, FRM

互联网及教育

谷馨瑜, CPA | 研究部副主管

孙梦琪

赵丽, CFA

蔡涵

科技

王大卫, PhD, CFA

童钰枫

汽车

陈庆

李柳晓, PhD, CFA

医药

丁政宁

诸葛乐懿

新能源

郑民康

文昊, CPA

目录

2025 下半年全球宏观经济展望：再平衡.....	6
金融行业 2025 下半年展望：把握高股息主线，守正出奇.....	44
房地产行业 2025 下半年展望：内房止跌回稳，香港反弹可期.....	67
互联网及教育行业 2025 下半年展望：在不确定性中寻找扭转机会.....	86
科技行业 2025 下半年展望：返本还原——AI 和国产替代仍是投资主线.....	143
医药行业 2025 下半年展望：多重利好驱动板块趋势稳中向好，择时择优布局.....	165
汽车行业 2025 下半年展望：混动加速新能源渗透，智驾与机器人产业化提速.....	189
新能源行业 2025 下半年展望：不确定性下机遇仍存，把握分红的稳定性.....	216

全球宏观

2025 下半年展望：再平衡

2025 年上半年，全球宏观不确定性显著升温，主因美国贸易、财政长期失衡下，其再平衡尝试所引发的不确定性。尽管随着美元资产波动加剧，促使短期部分关税措施缓和，但美国推动自身再平衡的长周期叙事框架下，相关议题可能将持续存在。在外部不确定下，中国加速推进内外需的再平衡不仅是战略选择，也是经济高质量发展的内生需求。全球大类资产也将面临再平衡，港股受益于政策支持及结构优化，“低波+科技”配置价值越发凸显。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

- ④ **美国贸易财政双赤字是长期经济失衡的结果，再平衡阻力极大。**美国贸易失衡源于美元作为储备货币的“特里芬悖论”。而特朗普政府尝试在维持美元霸权同时实现制造业复兴，这一矛盾目标使再平衡难度加大。纵观历史，美国政府支出呈“棘轮效应”，且自由裁量空间较小，而当前家庭财富对股市波动敏感度创新高，企业盈利高度依赖政府支出，使得财政紧缩面临空前挑战。两难处境可能迫使特朗普政府采取更为渐进和选择性的财政政策。同时，减税法案 2.0 可能将财政推向更加失衡的境地。
- ④ **美国经济数据分化加剧判断难度，政策再平衡成美联储重大挑战。**特朗普政府推出的关税政策带来“三重风险”——通胀上升、失业上升、增长放缓，大幅压缩了货币政策操作空间。关税不确定性产生的通胀上行风险限制了货币政策大幅转向的空间。且在关税预期作用下，企业抢进口、抢投资，居民抢消费或已部分提前透支需求，使经济增长前置，2 季度可能增速较好，而 3、4 季度下行压力加大。滞胀风险下，美联储操作空间狭窄，降息预计将推迟至 4 季度。
- ④ **中国加速推进内外需再平衡。**中美经贸高层会谈取得实质性进展，但关税水平显著提升，外需压力持续存在。然而，中国外需展现超预期韧性，得益于产业结构优化升级、完整产业体系优势、区域布局多元化和企业出海等多年战略布局。当前内需扩张迎来政策窗口期，政治局会议政策定调积极。一揽子金融政策已适时推出，后续降息、财政加力空间仍足。同时，扩内需战略深入推进，通过收入分配优化、“以旧换新”政策扩面、服务消费升级和“投资于人”等战略，多维度释放消费潜力。
- ④ **全球资产再平衡：美元信用受损、美债期限溢价趋势性上升，长期超配的美股、美债面临资金分流压力，非美元资产有望受益于资金重新配置。1) 港股：**受益于我国政策环境相对稳定和市场结构持续优化，港股有望成为全球为数不多的低波动市场，而以 AI、硬科技为代表的科技股有望迎来内外资金共同配置，**重点关注**科技创新、高股息和政策红利三条主线。**2) 美股：**市场正经历“例外论”向“卖出美国”的叙事转变，面临政策不确定性和估值回调双重压力。**重点关注**大市值权重价值股及医疗保健、公用事业等防御性板块。**3) 美债利率：**短期面临债务上限供给端压力或上探前高，全年维持在 4.0-5.0% 区间宽幅震荡。**4) 美元：**美国经济基本面仍展现一定韧性，相对有利的利率环境为美元提供一定支撑，但政策不确定性、信用担忧及对冲需求主导下，短期内仍有下行压力。

海外经济：贸易和财政的再平衡

2025年上半年，全球宏观层面的风险显著放大，并加剧了资本市场的波动。核心扰动因素主要来自特朗普一系列的关税政策，尤其是4月“对等关税”的推出，显著推升了全球市场的不确定性。尽管，美国此后也遭遇关税“反噬”，美元资产一度经历“股债汇”三杀，迫使特朗普政府暂缓关税措施。然而，在美国极力推动自身贸易和财政再平衡的框架下，关税等一系列逆全球化的措施或仍会反复，并进一步加速全球经贸格局的碎片化趋势。

贸易财政“双赤字”下的困兽犹斗

追本溯源，特朗普2.0的一系列措施，包括大幅提高关税，力求新的贸易平衡，其行动和宗旨均在所谓的“海湖协议”中有所体现。（详见此前报告[《海湖协议魅影，特朗普的改革理想与现实约束》](#)）。

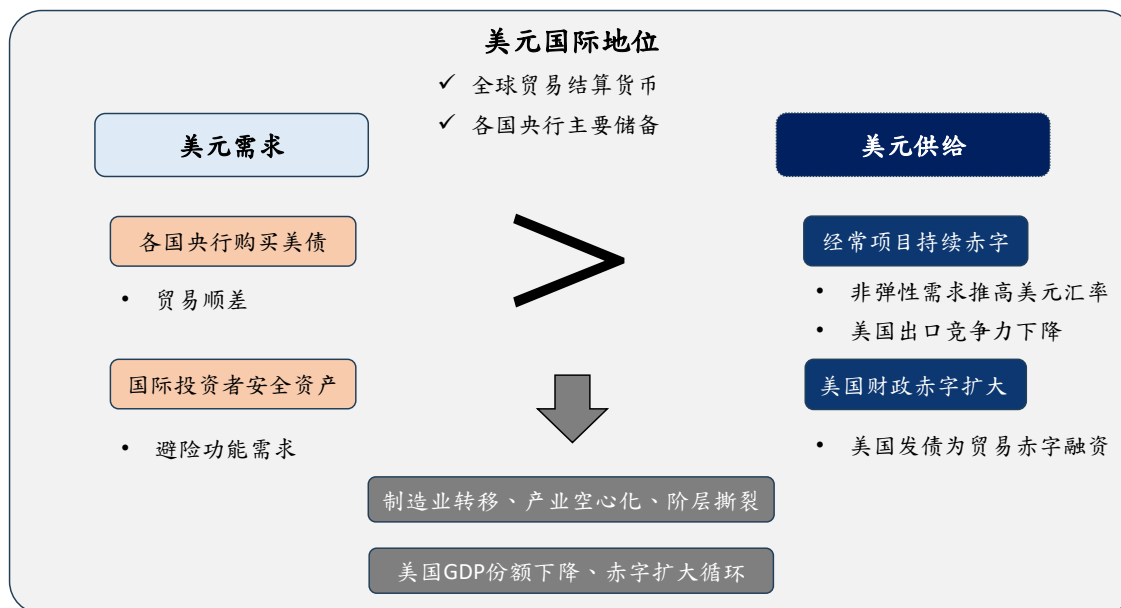
① 美国经济失衡的根源——高估的美元与“特里芬悖论”

斯蒂芬·米兰认为，美国当前经济失衡的根源，在于美元作为全球储备资产缺乏弹性需求而被持续高估。作为储备货币发行国，美国必须通过经常账户赤字向全球输出美元，由于全球对美元和美国国债的非弹性需求推高了美元汇率，使得美国出口商品缺乏国际竞争力，最终损害了美国制造业——“特里芬悖论”。美国在全球GDP中的份额由1960年代的40%下降到当前约26%左右的水平，这意味着美国需要运行更大的赤字，为全球贸易和储蓄池提供资金。

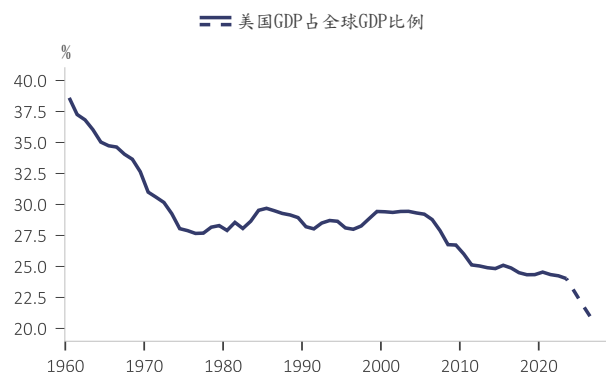


海湖协议魅影，特朗普的改革理想与现实约束

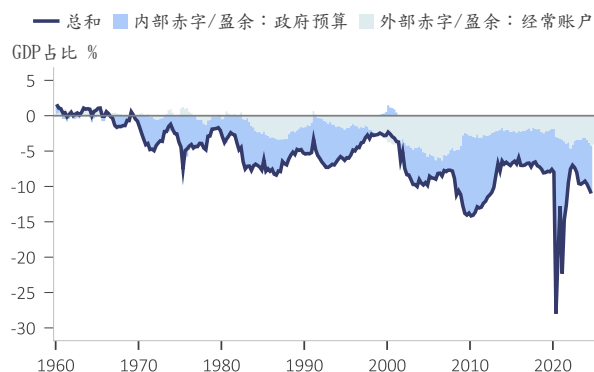
图表 1: 美国经济失衡的根源——高估的美元与特里芬悖论



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美国 GDP 占全球比例下降


资料来源: Macrobond, 交银国际。注: 虚线为美国 CBO 预测数据

图表 3: 美国财政、经常账户双赤字不断上升


资料来源: Macrobond, 交银国际

④ 贸易再平衡：特朗普关税政策的持续倾向及潜在源头

尽管美元作为储备货币削弱了其出口竞争力，但另一方面也赋予美国“金融霸权”，如用金融制裁实现国家安全目标的能力。因此，尽管特朗普试图降低美元汇率以提高制造业竞争力，实现其美国工业化的目标，但又重视美元储备货币地位的价值，想要在不放弃美元霸权的前提下实现美国制造业复兴。特朗普政府尝试推动的全球贸易体系重组，旨在同时实现两个看似矛盾的目标：美国再工业化并维持美元储备货币地位。战略上，则需要通过关税促使各国承担更多美国提供储备资产和安全保护的成本，最终将全球需求重新分配给美国，以重振美国制造业基础。

特朗普政府在 2018 年贸易摩擦中，部分关税最终由被征税国以牺牲自身购买力的方式所承担，对美国通胀影响有限，这或许强化了其对于关税政策的偏好。然而，美国当前面临的贸易格局和经济环境都发生了较大变化，大规模复制此前的关税成果难度陡增。特朗普 2.0 政府提出的“对等关税”政策，力度和广度均远超上一轮，也不可避免地导致不确定性大幅增加。

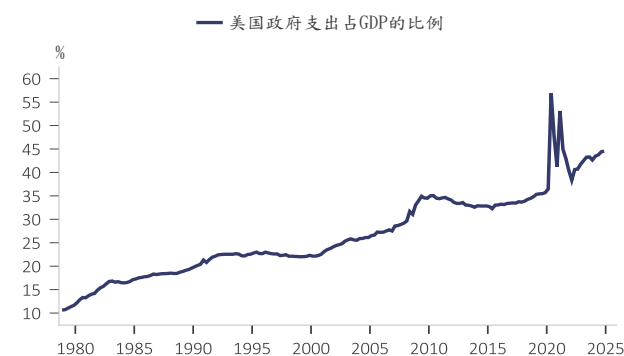
全球宏观

⊕ 美国财政呈“棘轮效应”——扩张容易收缩难

特朗普政府及财政部长贝森特对财政再平衡同样雄心勃勃，此前曾表示美国将经历“财政戒断期”。然而，特朗普政府是否能够承受戒断过程中的阵痛和政治代价，仍有待观察。政策表态与实际执行间往往存在显著差距，特别是当面临实际经济压力和政治反弹时，政策连续性和执行力度都将面临考验。作为超主权信用国家，美国近期失去了三大信用评级机构中最后一个 AAA 级评级，中长期财政改革的紧迫性和复杂性也可见一斑。

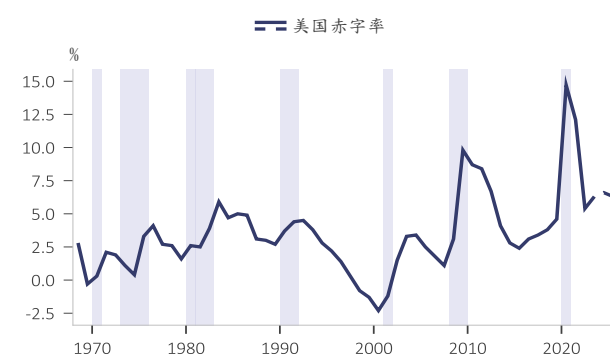
1980 年以来，美国政府支出占 GDP 比例从约 10% 逐步攀升至当前超过 40% 的水平。同时，政府支出扩张呈现明显的“棘轮效应”——扩张容易收缩难。在历次经济危机期间，美国政府支出都会快速扩张，而在危机后未能相应收缩，使得政府规模在每一次危机后都维持在更高水平，2008 年金融危机和 2020 年期间的大规模财政刺激更是加速了这一趋势。**与政府支出扩张相伴的是财政赤字和债务负担的持续攀升。**特别是 2000 年以后，美国赤字率呈现波动上升态势。债务利息支出占政府支出的比重也从历史低点显著回升，2024 财年已达约 13.5%，预计在高利率环境下，美债付息成本滞后上升，该比例可能将进一步攀升。

图表 4: 美国政府支出占 GDP 比例逐步攀升至当前超过 40%



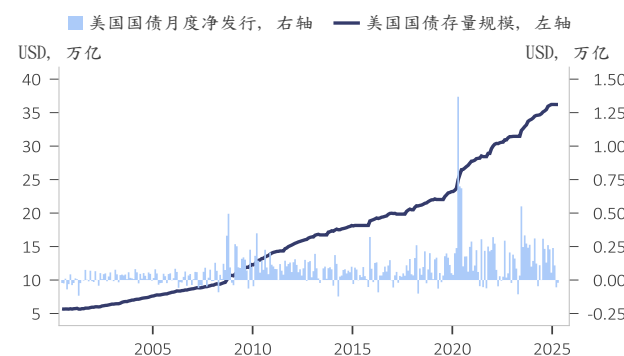
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国的历次金融危机都伴随着赤字率的提高



资料来源: Macrobond, 交银国际。虚线部分为 CBO 预测

图表 6: 美债净发行及存量规模



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国利息支出占财政支出比例

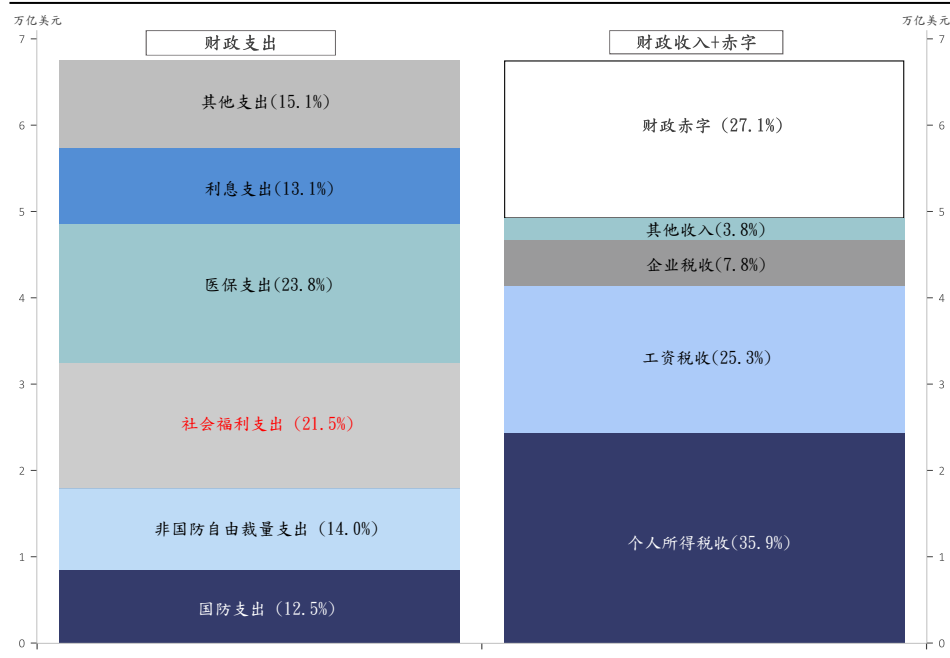


资料来源: Macrobond, 交银国际。虚线部分为 CBO 预测值

全球宏观

美国财政刚性支出比例不断上升，可调整空间有限。社会保障、医疗保险等其他法定福利项目支出占全部支出的近三分之二。同时，国防支出在地缘因素背景下也难以大幅削减，可供调整的“自由裁量”支出空间有限，任何实质性的财政紧缩，都将面临巨大的政治阻力。也是为何当初马斯克带领的财政效率部门（DOGE）从最初宣称的削减赤字2万亿美元改为1万亿美元，而截至到2025年2季度也仅削减不到2000亿美元，进度较为缓慢。

图表 8: 美国财政刚性支出比例上升，可调整的“自由裁量”支出空间有限



资料来源: Macrobond, 交银国际

财政紧缩往往伴随着显著的经济和政治代价。对于特朗普政府而言，如果财政紧缩导致经济明显放缓或衰退，不仅会影响中期选举前景，还可能损害其核心支持者的经济利益。历史数据显示，经济衰退期间美国财政赤字率通常会急剧攀升，达到 GDP 的 8-10% 甚至更高，主要源于自动稳定器机制（如失业救济金增加、税收收入减少）及为应对衰退而采取的反周期财政刺激。对于致力于降低赤字率和债务水平的特朗普政府而言，经济衰退将是其尽力避免的情景，因为将使其财政目标彻底脱轨。

全球宏观

美国家庭财富对股市波动的敏感度空前提高

近期美股的显著调整引发了市场对财富效应可能带来的经济影响的担忧。尽管传统经济理论认为，家庭不会对资产价格的短期波动做出过度消费调整，但当前美国经济面临的结构性变化的新环境：股市与家庭财富及消费行为的关联度或将达到历史新高。

美国家庭金融资产中，股票占比已攀升至 43%（直接持有和通过养老金、共同基金等间接持有），创下历史新高，较特朗普第一任期初期提升约 5 个百分点，较 2008 年金融危机前高出近 10 个百分点，也意味着家庭财富对股市波动的敏感度大幅提高。2020 年后，在零利率和大规模财政刺激的双重推动下，美股出现了较为罕见的快速上涨，这一轮资产价格上涨不仅增加了高净值家庭的财富，也通过 401K 养老账户和广泛的股票持有扩散至中产阶级，形成了更为广泛的“财富效应”。

当前，美国家庭消费对股市财富变化的边际消费倾向显著高于历史平均水平。据哈佛大学经济学家 Gabriel Chodorow-Reich 在 2021 年的一篇论文估计，每 1 美元的股市财富变化可能导致 3-5 美分的消费变化。考虑到当前美国股市总市值约为 50 万亿美元，即使是 20% 的市场调整也可能导致家庭财富减少约 10 万亿美元，按照上述估算，将直接导致 3000-5000 亿美元的年度消费减少，相当于美国 GDP 的 1-2%，而这种规模的消费收缩会令将美国经济衰退可能性显著上升。

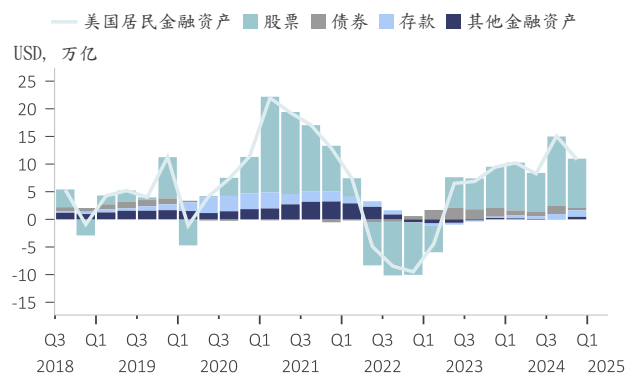
如果美国股市调整最终演变为经济衰退，特朗普政府将面临两难选择：要么违背财政纪律承诺，实施大规模救市和刺激措施；要么坚持紧缩立场，但可能面临更深度和持久的经济衰退。

图表 9: 美国家庭股票占资产比例创下新高，较“特朗普 1.0”时期提升约 5 个百分点



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 近几年美国居民金融财富创造主要来自股票资产



资料来源: Macrobond, 交银国际

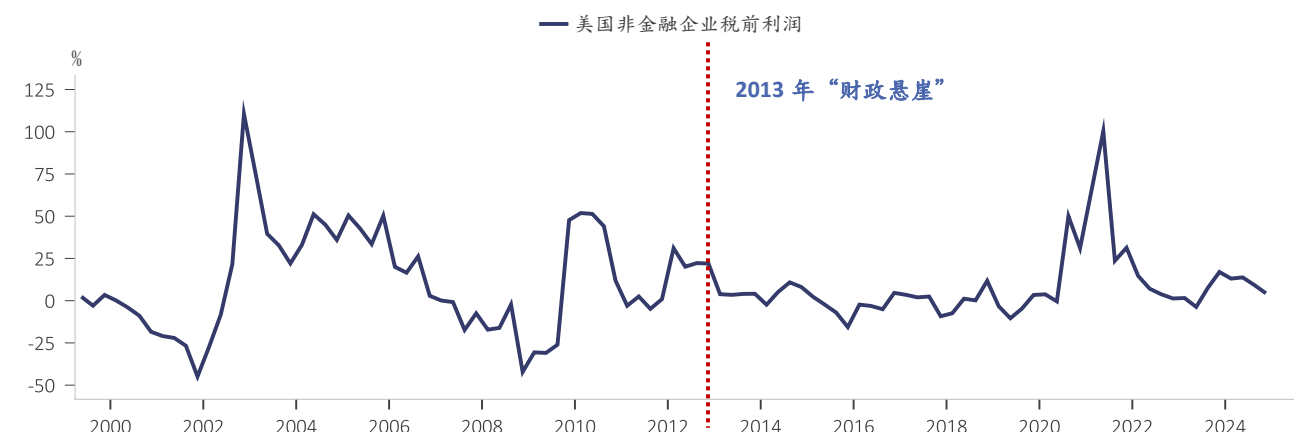
美国企业盈利当前对政府支出更依赖，紧缩影响会更显著

美国企业盈利近年来对财政的依赖程度也在加深。据华尔街日报 2025 年最新的研究数据显示，2020 年以来，美国企业盈利中近 60% 直接或间接来自于政府支出，也意味着任何形式的财政紧缩都可能对企业盈利产生远超市场预期的负面影响。

不仅如此，美国政府支出不仅支撑了企业的绝对盈利水平，还在很大程度上掩盖了企业运营效率和竞争力的结构性问题。疫情期间的大规模财政干预在必要的危机应对之外，也可能延缓了市场的自然出清过程，使一些在正常市场环境下可能难以生存的低效率企业得以维持运营。

从历史经验看，政府支出收缩对企业盈利的影响往往具有滞后性和累积性。以 2013 年“财政悬崖”后的政府支出削减为例，虽然整体经济增长维持正值，但非金融企业利润在随后两年内增速显著放缓，部分行业甚至出现利润绝对水平下降。当前环境下，考虑到企业对政府支出的依赖度更高，财政紧缩的影响可能更为显著。

图表 11: 美国非金融企业利润增速在 2013 年“财政悬崖”后经历了明显放缓



资料来源: Macrobond, 交银国际

特朗普政府主推的减税增支法案可能将财政推向更加失衡的境地

特朗普政府主推的《One Big Beautiful Bill Act》（“美丽大法案”）是一项集减税、削减社会福利、加强边境安全等多项政策于一体的综合性立法。白宫声称该法案将通过经济增长和支出削减实现 1.6 万亿美元的赤字缩减，但负责任联邦预算委员会（CRFB）及其他独立机构普遍认为，该法案实际上将大幅推高赤字和债务水平。

根据 CRFB 测算，该法案将使美国在未来 10 年内增加约 3.3 万亿美元债务。具体而言，法案的税收减免总额高达 4.9 万亿美元，而社会福利削减和其他支出调整仅能弥补部分赤字缺口。更为严峻的是，如果所有临时性税收减免条款最终延长，CRFB 估算赤字增幅可能高达 5.3 万亿美元。从时间分布看，该法案呈现出“财政新借款前置、支出节省后置”的特征：预计 2.2 万亿美元赤字将在

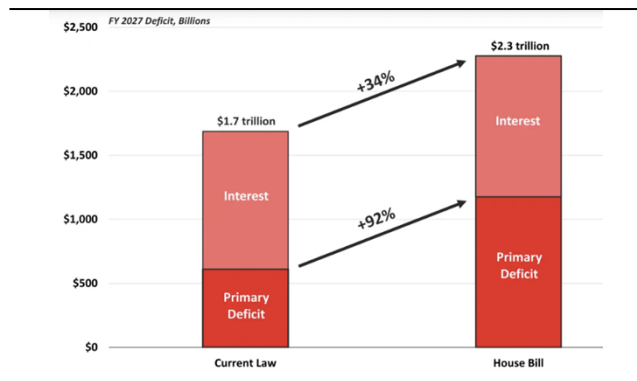
全球宏观

前 5 年产生，而大部分节省效应（约 1.2 万亿美元）将在 10 年的后半段体现，这将导致短期赤字上升较快。

若法案按现有版本通过，将极大冲击美国财政可持续性。大规模减税与有限支出削减的组合将导致联邦财政赤字和债务持续快速上升，进一步压缩财政政策空间，限制政府未来通过财政手段刺激经济的能力，并推高利息支出负担，形成债务—利息的恶性循环。

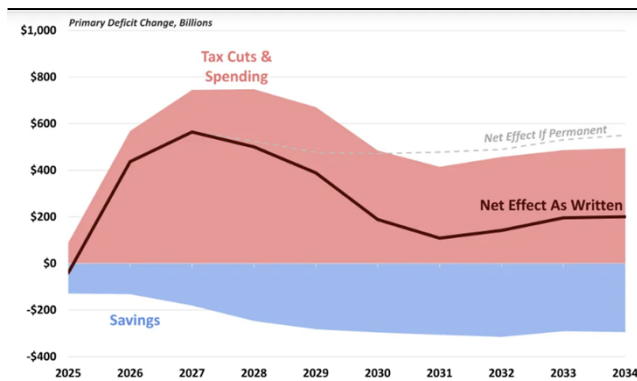
若法案未能通过，虽然能够避免大规模减税和社会福利削减，有助于遏制联邦债务扩张，但 2017 年《减税与就业法案》（TCJA）中的个人和企业所得税减免条款将在 2025 年底到期。据相关机构估算，平均美国家庭将面临约 22% 的税负增加，约 4000 万家庭的儿童税收减免将减半，2600 万小企业的最高税率将升至 43.4%，从而可能推升美国经济衰退风险。

图表 12: CRFB 测算法案将使 2027 财年赤字（政策全面生效第一年赤字）增加近 6000 亿美元



资料来源: CRFB, 交银国际

图表 13: 法案关于支出和减税的部分前置，而支出节省抵消效应后置，短期赤字可能快速上升



资料来源: CRFB, 交银国际

特朗普变革压力源于美国经济长期积累的结构性失衡

过去二十余年，美国形成了特定的危机应对模式：每当经济面临衰退风险，政府和美联储便迅速采取大规模刺激措施。这种模式虽然短期有效，但带来了债务攀升、资产泡沫化和经济对低利率依赖加深的长期后果。从 2001 年互联网泡沫后的低利率推动房地产泡沫，到 2008 年后量化宽松推高资产价格，再到 2020 年疫情刺激导致通胀飙升，形成了当前的高利率环境。也体现了金融不稳定假说下的关键悖论，即每次危机的政策应对虽然成功稳定了短期经济，却同时加剧了长期的系统性风险。

重大政策转变往往发生在旧模式不可持续的临界点。1979-82 年的沃尔克紧缩政策就是一个典型例子：在持续十余年的高通胀后，时任美联储主席保罗·沃尔克实施了激进的紧缩货币政策，尽管导致严重衰退，但最终成功控制了通胀并为随后近二十年的经济繁荣奠定了基础。当前美国经济面临的核心挑战是如何在不引发严重衰退的前提下，实现从依赖低利率和高赤字的增长模式向更可持续的财政和货币路径的转变。这一转变的必要性不仅源于财政算术—债务利息支出增长速度超过收入增长将最终导致财政不可持续，也源于更广泛的经济结构考量：过度依赖政府支出和货币刺激的增长模式最终会损害经济自身。

全球宏观

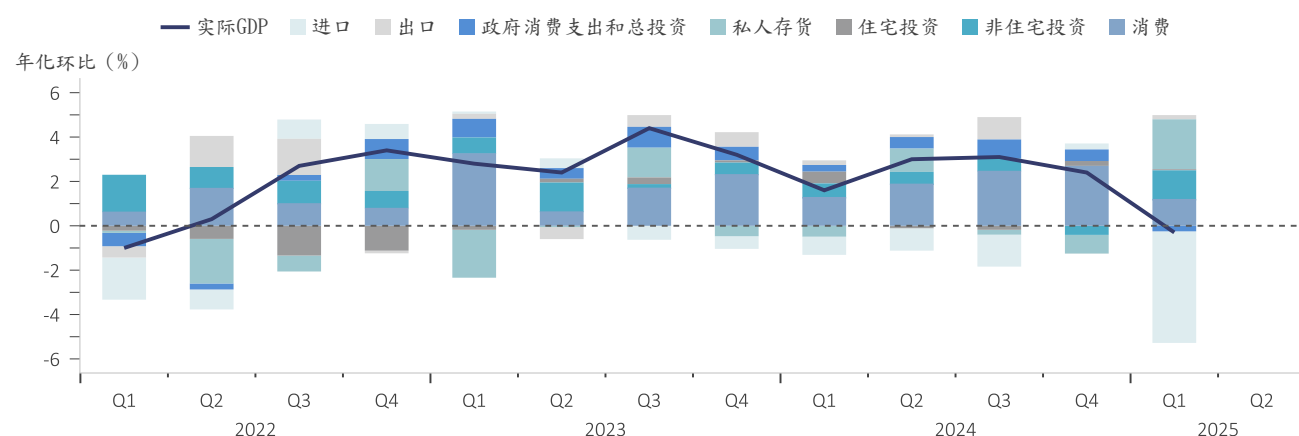
历史经验表明，美国政府在面对经济现实与政策理想冲突时通常会务实调整。里根政府在1981年大规模减税后，面对扩大的赤字不得不在1982和1984年通过税收增收措施；克林顿政府也在1993年放弃竞选承诺转而实施财政整顿。对特朗普政府而言，财政现实构成核心困境：既要控制支出维护财政纪律，又要避免过快削减引发市场调整威胁经济增长。这种两难可能迫使政府采取更为渐进和选择性的财政调整策略，但即使渐进式调整也将改变过去高度依赖政府支出的经济和市场环境。

经济增长：继续放缓但未至于崩塌

⊕ 基于预期的短期行为不必然反映基本面的实质恶化

美国1季度GDP增速环比转负主要在于净出口贡献大幅降低——特朗普关税政策不确定性的影响下，美国进口活动出现了一轮“抢跑式”增长，导致短期内进口数据大幅攀升，从而拖累了GDP增速。但这种基于预期的行为扰动了短期经济数据，并不必然反映经济基本面的实质性恶化。

图表 14: 美国 1Q25 GDP 年化季环比转负主要受“抢进口”拖累



资料来源: Macrobond, 交银国际

关税放缓后，美国衰退风险已明显转弱

随着年中关税风险放缓，以及相关硬指标仍坚挺，美国年内出现衰退风险的概率仍较低。如果直接从美国国家经济研究局（NBER）所监测的六项关键指标，包括就业、个人收入、消费支出、工业生产等被广泛视为衰退“晴雨表”的硬指标，目前均未跌入负值区域，甚至与衰退阈值仍有相当距离。纵观过去几轮衰退周期，NBER 指标在经济转向前通常会出现明显的预警信号。当前这些指标的韧性表明，尽管经济增长可能放缓，但距离典型的衰退状态仍有一段距离。

图表 15: 美国 NBER 观察的 6 项衰退观察指标显示，经济尚未有衰退迹象

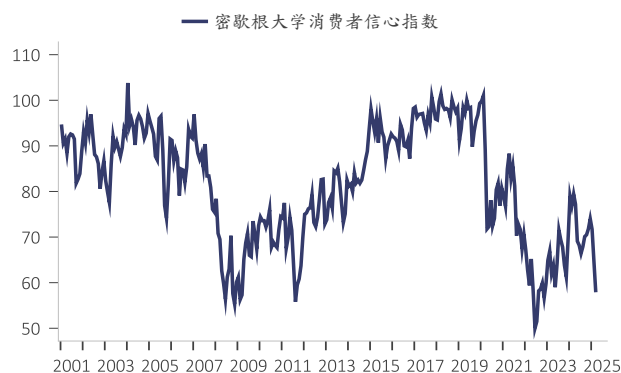

资料来源: Macrobond, 交银国际

软、硬指标数据呈现分化态势

尽管硬指标数据仍相对稳健，但一些软指标数据则出现了较明显的回落。如密歇根大学的消费者信心指数和未来通胀预期数据都出现了大幅变动，并指向“滞胀”情景，而消费者信心的弱化很可能会对未来消费支出产生抑制作用。软、硬指标间的分化现象并不罕见，特别是在经济转型期或市场动荡期，消费者情绪往往比企业活动更容易受到短期因素，例如能源价格波动、地缘政治不确定性等影响。关键在于后续关税风险能否持续降低乃至消除，否则仍会出现硬指标向软指标收敛，而非相反。

图表 16: 美国调查数据显示通胀预期大幅上行...


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 17: ...而消费者信心指数回落


资料来源: Macrobond, 交银国际

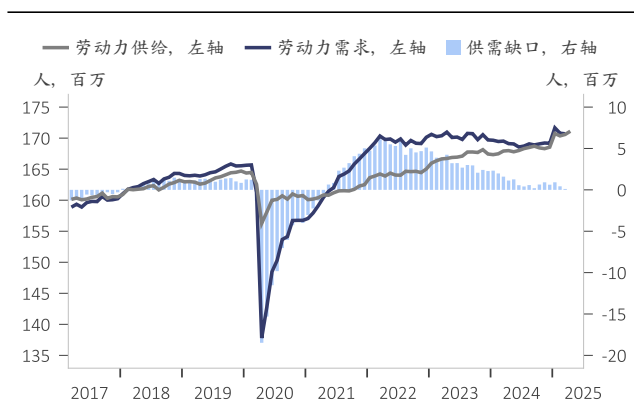
全球宏观

就业市场维持韧性，但深入观察微观指标已显现结构性转弱

美国就业市场延续放缓态势，但仍保持着一定程度的韧性。当前美国就业市场供需大致平衡，从近两月的非农就业报告来看，新增就业较为平稳，且失业率维持在低位，尚未反映出关税的影响。尽管政府裁员导致近期就业市场出现了一定程度的动荡，私营部门就业增长虽然放缓但仍保持正向扩张，特别是在医疗保健、专业服务等领域。同时，作为就业市场是否陷入实质性困境的最佳先行指标——初请失业金人数仍维持在相对稳定的水平。截至最新一周数据，初请失业金人数保持在 20 万左右的历史低位区间，未见明显上升趋势。

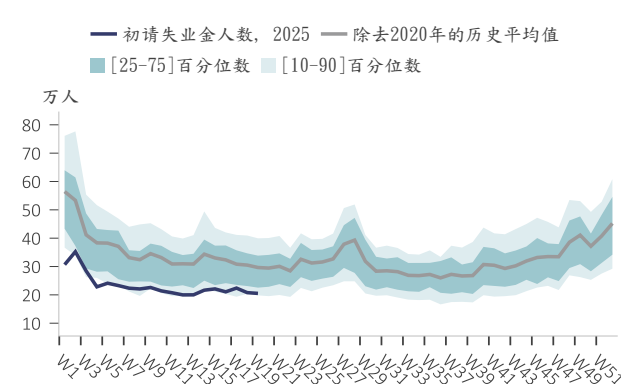
尽管总体就业数据和初请失业金指标仍显示出一定韧性，但深入一些劳动力市场微观指标，如跳槽工资增速和主动离职率，可以观察到当前就业市场确实已明显转弱。美国劳动力市场的主动离职率已降至 2% 附近，较疫情后高点的 3% 左右明显回落。更为值得关注的是跳槽工资溢价的变化，跳槽员工通常能够获得显著高于留任员工的工资增长，而这一溢价曾在 2020 年劳动力短缺时期达到历史高点。然而，当前跳槽员工的工资增速甚至已低于不换工作的员工，一定程度上反映了当前企业对未来经济前景的谨慎态度，招聘意愿明显减弱，不再愿意提供高溢价来吸引人才。

图表 18: 美国就业市场供需大致平衡

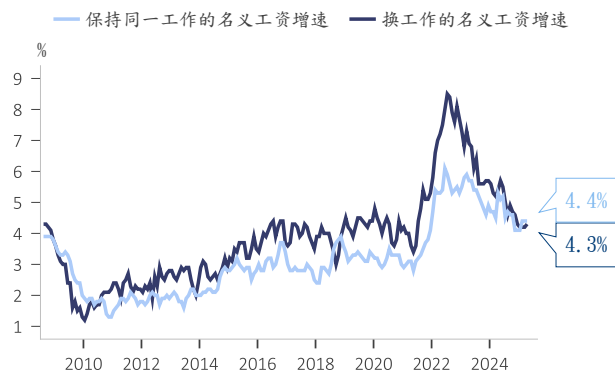


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 19: 美国初请失业金人数仍维持在历史低位水平，未见明显上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: 美国员工跳槽工资增速已低于不换工作


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 21: 美国员工主动离职率大幅降低


资料来源: Macrobond, 交银国际

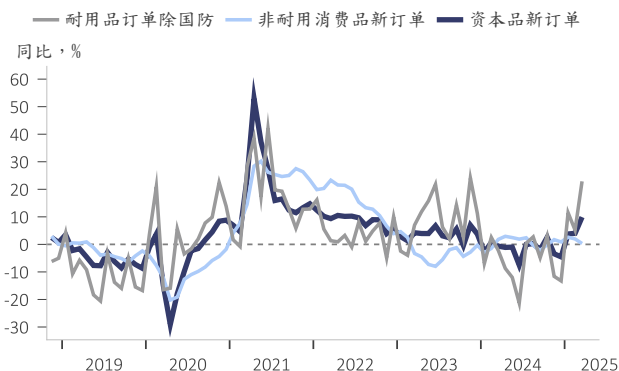
企业资本支出计划回落，但实际资本支出仍维持扩张态势

美国企业资本支出作为另一项美国经济增长的关键驱动力，其走向也往往能够反映对经济前景的预期和信心。在 2024 年美国大选前后，市场曾普遍预期“特朗普 2.0”将带来大规模减税和监管放松，并曾在短期内推动制造业资本支出计划明显上行。然而，随着政策细节的不确定性增加，特别是关税政策、财政政策走向以及可能的监管变化等方面缺乏明确路径，资本支出意愿已经出现了一定程度的降温。根据最新美国费城制造业调查显示，资本支出计划指数已由前期高点波动较大，亦能显现出政策不确定性影响下，企业对后续资本开支的态度趋于谨慎。

而从另一项关键观测指标——非国防资本品订单来看，情况则相对乐观。资本品新订单数据近期仍保持温和增长，尚未出现明显下滑。同时，耐用品订单总体表现也相对稳健，可能反映尽管企业对大规模扩张持谨慎态度，但对维持和更新现有生产能力的必要投资仍在继续，特别是在设备更新和技术升级领域。

图表 22: 政策不确定下资本支出扩张预期反复


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 23: 美国耐用品、资本品订单尚在回升


资料来源: Macrobond, 交银国际

全球宏观

就业市场和企业资本支出或有隐忧

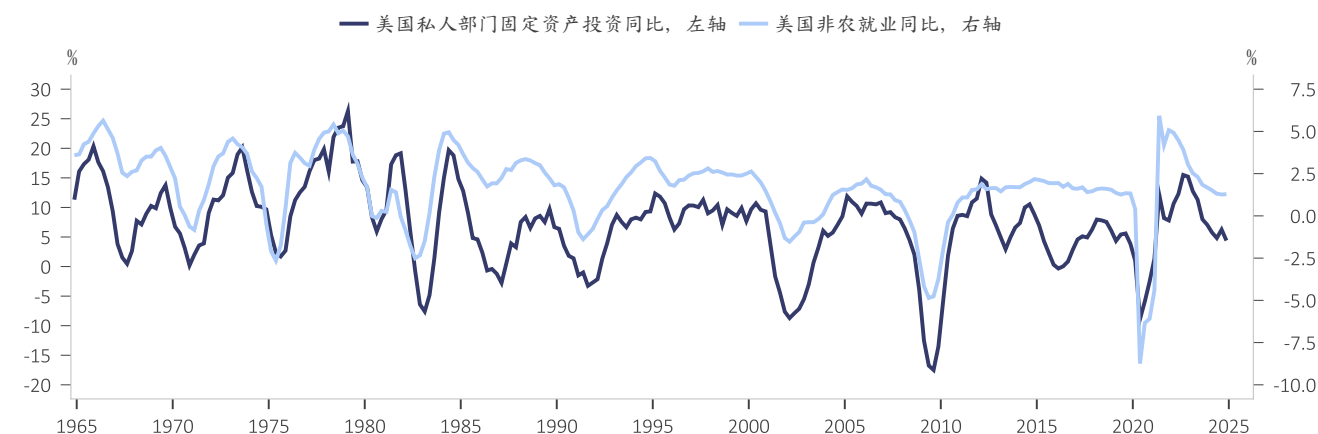
综合以上分析来看，美国经济当前比较脆弱的两个领域是就业市场和企业资本支出：

美国就业市场已结构性转弱。主动离职率下降至2%附近，跳槽工资溢价消失，都表明劳动力市场正经历实质性降温。就业市场的进一步转弱无疑将对家庭收入和消费信心形成直接冲击。考虑到消费支出占美国GDP近70%，就业市场的显著恶化可能引发消费支出的快速收缩，从而触发更广泛领域的经济收缩。

企业资本支出整体动能正在面临减弱风险。资本支出的减弱不仅直接影响当期GDP增长，更重要的是会削弱经济的长期增长潜力和生产率提升。特别是在当前高利率环境下，政策不确定性的延续可能进一步推迟企业的资本支出计划，从而对经济增长形成拖累。企业对大型扩张性投资的谨慎态度还可能进一步强化，形成“投资-就业-消费”的负向循环。且企业资本支出往往具有明显的“羊群效应”——一旦领先企业开始大规模削减投资，整个行业往往会迅速跟进，从而加速经济下行。

不仅如此，就业和资本支出之间还存在紧密的互动关系。就业市场的转弱会降低企业对未来需求的信心，进而抑制资本支出意愿；而资本支出的减少则会进一步限制就业创造，形成自我强化的负向循环，一旦这种互动机制启动，经济下行往往会加速并扩散至更多领域。

图表 24: 美国私人部门固定资产投资同比与美国非农就业同比走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

积极因素可能提供部分缓冲，“软着陆”的窗口正在收窄。相比于历史上的典型衰退，当前经济的一些积极因素可能提供部分缓冲：劳动力市场结构性短缺仍存，可能减缓裁员速度；企业资产负债表总体健康，现金储备充足；以及家庭杠杆率相对适中，降低了系统性金融风险的可能性。然而，以上缓冲因素并不足以完全消除风险。美国经济实现“软着陆”的窗口正在收窄。下半年，非农新增就业、初请失业金数据将是需要密切监测的核心指标。

降息空间：三重风险下，操作路径狭窄

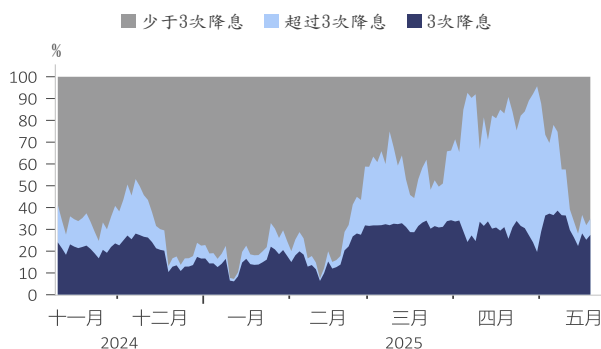
特朗普政府关税带来的“三重风险”——通胀上升、失业上升、增长放缓使得货币政策操作空间变得极其狭窄。关税不确定性产生的通胀上行风险限制了货币政策大幅转向空间，而就业市场和资本支出的脆弱性又要求政策保持足够灵活性以应对潜在风险，两难处境使得任何时机或力度的误判都可能放大经济波动。

经济数据分化加剧判断难度。美国1季度GDP出现近三年来首次收缩，主要源于企业为规避关税而“抢进口”所导致的暂时扭曲。同时，近期非农就业数据强于预期，失业率维持在4.2%低位，表明劳动力市场仍稳健，尚未反映出关税带来的影响。通胀方面，尽管CPI、PCE数据尚未反映上行趋势，但诸如消费通胀预期、制造业及服务物价指数等“软指标”已经显著升高，指向未来上行风险。特朗普政府4月初宣布的大规模“对等关税”虽已暂停90天，但前景不明，且已对企业和消费者信心产生不利影响，进而对经济前景构成挑战。且在关税预期作用下，企业抢进口、抢投资，居民抢消费，可能部分已提前透支需求，使得经济增长前置，2季度可能增速较好，而3、4季度下行压力大。

等待的成本可能是最低的。与2019年不同，尽管关税政策的不确定使得当前经济前景相当脆弱，但彼时美联储可以提前降息以应对贸易不确定性带来的增长放缓风险，而现在面临的是通胀上行与经济增长放缓的双重风险，因而前置降息风险较大、成本可能较高。同时，“继续等待”并维护美元信用的当下具有合理性。美联储当前面临的挑战不仅是经济前景难以判断，而“独立性”近期也不断受到威胁，加剧美元信用的困境。此前特朗普已多次呼吁美联储降息，并表示要解雇美联储主席鲍威尔。在大规模关税及“海湖庄园协议”叙事的潜在威胁下，美元信用已遭一定破坏，而美联储选择继续等待，也有其维护独立性、避免信用进一步受损，从而维护金融市场稳定的潜在诉求。

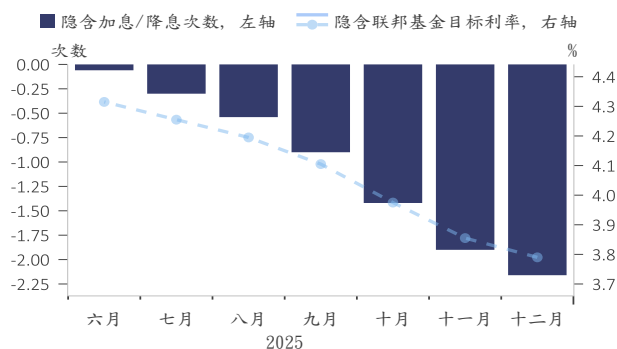
基准情形下，美元信用风险，尤其是美债市场的走势已成为特朗普政府“软肋”，后续关税力度仍有较大概率放缓，若关税冲击对通胀、就业影响有限，则全年降息仍有可能在1-2次，而首次降息可能将推迟到4季度；一方面，关税影响可能逐渐在未来两月体现，比如价格压力的传导，以及港口、运输等行业就业冲击。另一方面，“对等关税”暂停90天可能要到7月份，在此之前关税形势仍不明朗，截至目前尚未出现任何达成关税协议的范例。

图表 25: 累计降息概率的变化



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: 市场预期 9 月将再度降息



资料来源: Macrobond, 交银国际

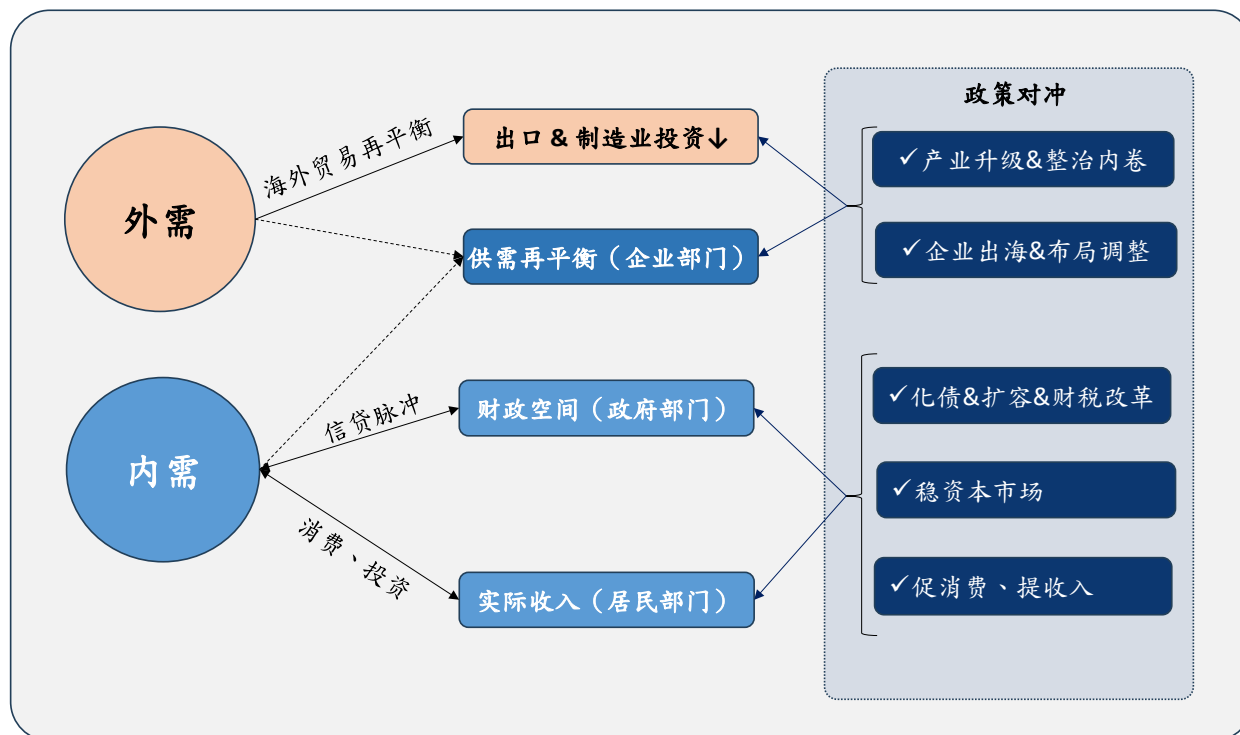
中国经济：外需与内需的再平衡

外部环境变化加速再平衡需求

全球经贸格局显著变化是推动中国加速内外需再平衡的重要外部因素。特朗普2.0提出的“对等关税”政策，预计外需不确定性加大。面对全面性关税的潜在不确定性，依赖出口这一关键经济支柱的风险敞口增大。同时，特朗普政府本轮贸易政策不仅局限于关税层面，还延伸至技术限制、供应链重构等多个维度，这使得我国加快构建以内循环为主体的发展格局重要性提升。因此，中国内外需再平衡既是应对外部环境变化的战略选择，也是推动经济高质量发展的内在要求。

推动内外需再平衡是实施我国发展战略的要求。总书记指出“扩大内需既关系经济稳定，也关系经济安全，不是权宜之计，而是战略之举”，“构建新发展格局，首先要将国内大循环搞好，这是治本之策”。这一战略定位不仅关乎当前经济发展，更是未来长远发展的关键。中国拥有完整的产业体系，以及全球最大规模的中等收入群体，都为扩大内需提供了强大基础。然而，目前中国经济的消费贡献率仅在50%-55%之间，低于一些主要经济体70%-80%左右的水平，内需扩张仍有较大空间。

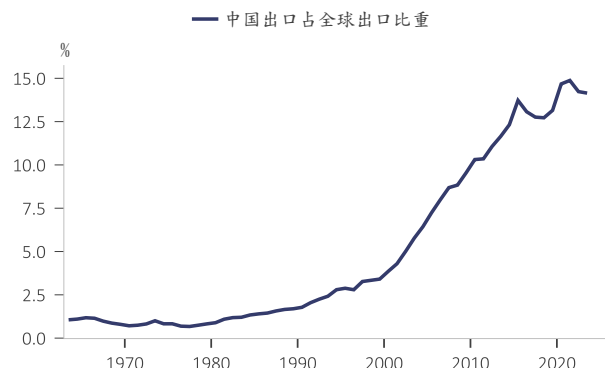
图表 27: 中国外需、内需再平衡



资料来源: Macrobond, 交银国际

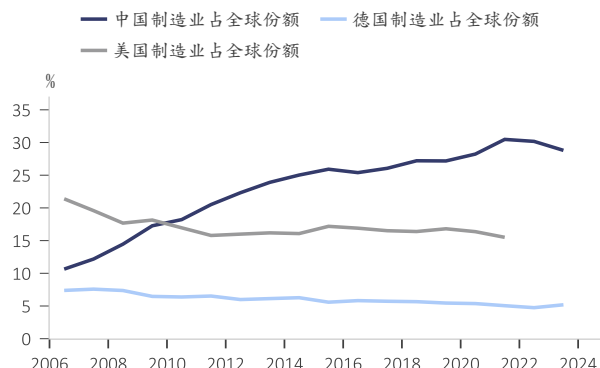
全球宏观

图表 28: 当前中国出口占全球出口比重超过 14%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 29: 当前中国制造业占全球份额近三成



资料来源: Macrobond, 交银国际; 美国 2024 年数据暂无

图表 30: 中国社零同比增速慢于出口同比



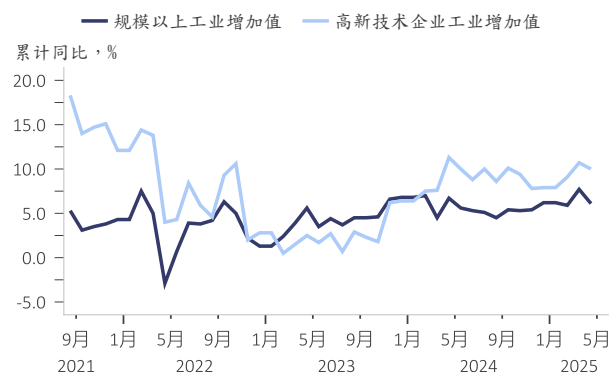
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 31: 居民消费占 GDP 比例仍有较大提高空间



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 32: 工业生产持续偏强



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 33: 产能利用率下降



资料来源: Macrobond, 交银国际

全球宏观

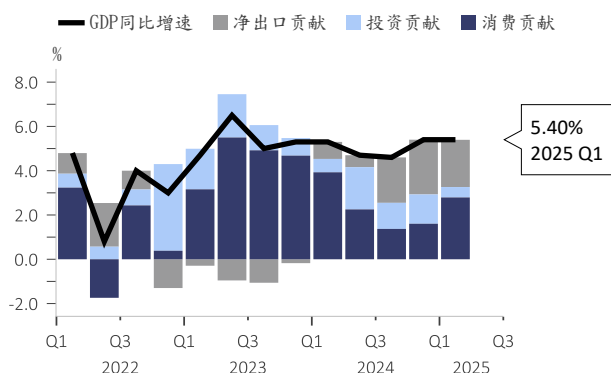
㊟ 扩大内需也是应对外部不确定性的关键支撑

强劲的内需能为经济增长提供稳定动力。内需的扩大不仅能够降低对外部需求的依赖，也能为企业创造更大的发展空间，进而带动就业增长和居民收入提升，形成良性循环。特别是在当前全球贸易保护主义抬头的背景下，内需对冲外需波动的作用更显重要。

良好的内需前景有助于增强外资对我国市场的信心。随着我国消费市场规模持续扩大、消费结构不断升级，这种市场潜力将成为吸引外资的重要因素。即便在外部环境趋紧的情况下，庞大的内需市场仍能为外资提供稳定的收益预期，有助于稳定外资流入。

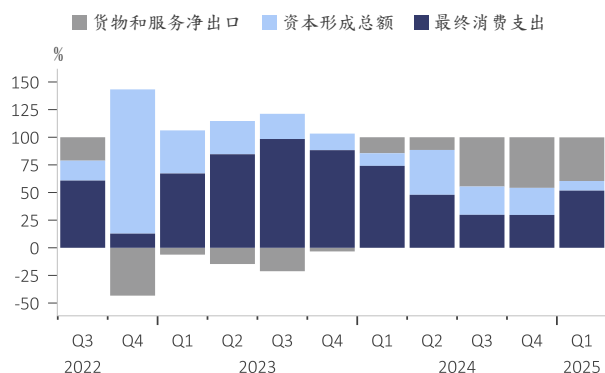
内需的稳定增长能够为汇率提供根本支撑。内需带动的经济增长能够提升人民币资产的吸引力；同时，内需主导的增长模式可以降低经济对外部冲击的敏感度，有助于维持汇率预期的稳定性。

图表 34: 中国 1Q25 GDP 同比增长 5.4%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 35: ...净出口贡献占比近 40%



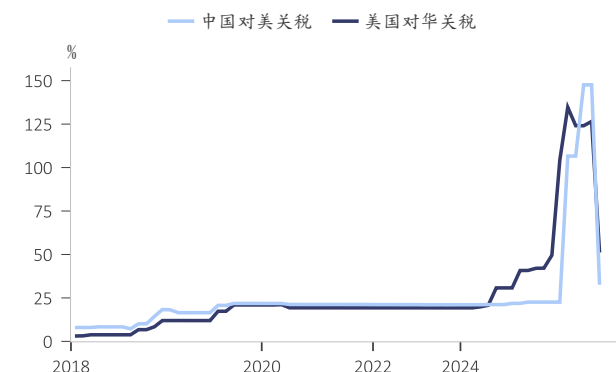
资料来源: Macrobond, 交银国际

外需放缓，但仍有韧性

相比此前 4 月“对等关税”推出后的紧张时期，当前的关税形势已有一定程度的改善，中美双方在部分领域实现了关税减免，贸易环境的不确定性有所降低。5 月 12 号，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，美方暂停对华 24%的“对等关税” 90 天，并取消 4 月 8 号之后实施的所有关税措施，但保留 10%的“基准对等关税”，以及此前因“芬太尼”加征的 20%关税。中方则取消对美对等反制后的所有关税，同样保留 10%关税。简言之，美方对华关税水平将由此前最高的 145%降至 30%，而中方对美关税则从 125%降至 10%。

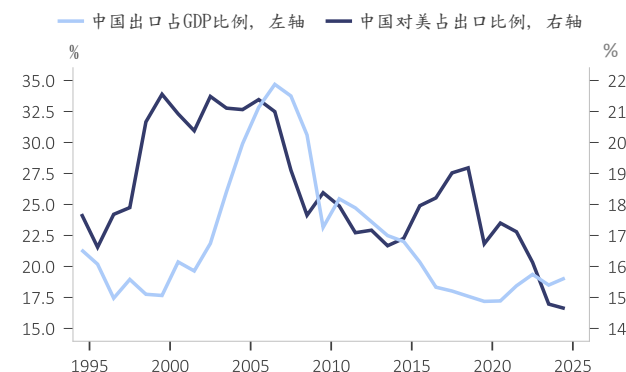
尽管关税形势出现了积极变化，但外需面临的挑战仍不容忽视。当前关税水平相较于特朗普 2.0 任期前仍然显著偏高。美国当前对中国的有效税率在 30-40% 左右，对中国出口企业的成本和竞争力构成了持续压力。同时，关税政策的复杂性和选择性也增加了企业经营的不确定性。其次，后续谈判的结果仍存在变数，特别是如本文提及的，美国贸易、财政再平衡的诉求是系统性的，是长期失衡的结果，很难轻易改变，加之谈判涉及在贸易、技术、安全等多个领域，存在政策反复的可能性，而谈判过程的复杂性意味着关税问题的最终落地仍需时间。

图表 36: 中美最新关税水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 37: 中国对美出口占比及出口占 GDP 比例



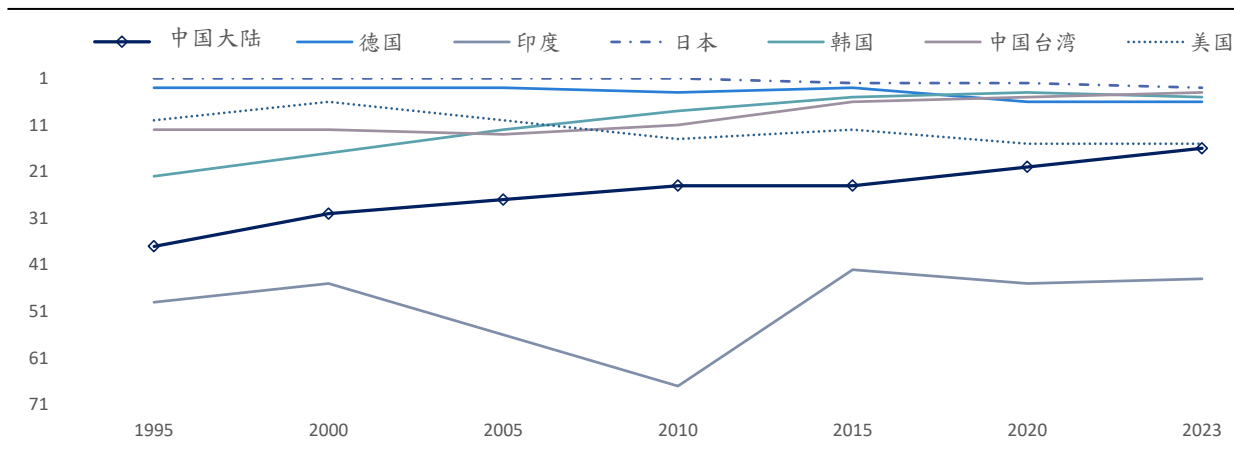
资料来源: Macrobond, 交银国际

尽管面临复杂的外部环境，中国外需展现出了超出市场预期的韧性。而这种韧性并非偶然，得益于多年来的战略布局和结构调整。2018年以来，政策层面的系统性布局为应对此次大规模的关税冲击提供了重要支撑。这种布局体现在多个维度：

④ 产业结构优化升级，出口韧性显著增强

中国制造业整体竞争力显著提升，高新技术产业在出口中的占比持续上升。根据哈佛大学 Growth Lab 的经济复杂度指数，中国出口产品的技术复杂度排名正在快速攀升，2023 年在全球所有经济体中排名第 16 位，仅次于美国的第 15 位，反映出中国出口结构正在向技术密集型转变，而产品附加值和竞争力不断增强。企业通过持续优化产品结构，从传统的代工模式向自主品牌、高附加值产品转变，提升了在全球价值链中的地位，在新能源汽车、光伏、锂电池等领域形成了明显的技术优势和成本优势，成为新的出口增长点。

图表 38: 中国大陆出口产品技术复杂度排名正在不断上升



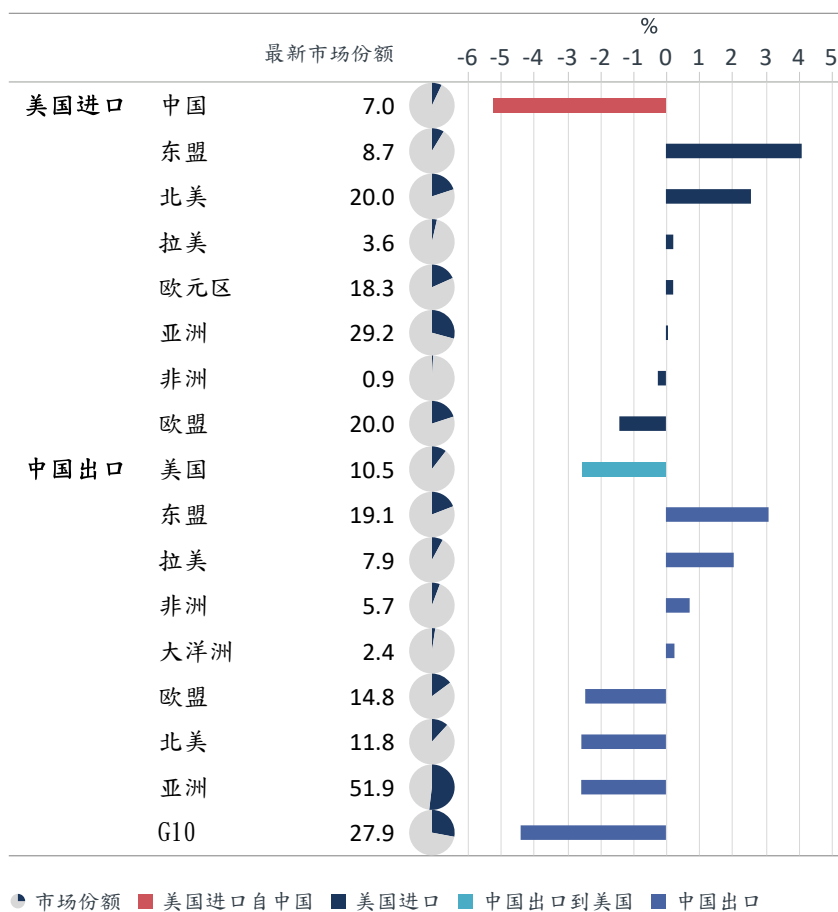
资料来源: Growth Lab at Harvard University, 交银国际

完整的产业体系，注重供应链安全建设

完整的产业链优势为应对外部不确定性提供了强有力支撑。中国注重加强供应链韧性建设，从原材料到终端产品，中国在多个关键环节都具备了自主可控的能力，这在全球供应链频繁受到冲击的背景下显得尤为重要。

⊕ 区域布局多元化

自 2018 年以来，中国对美国出口依存度已逐步降低，同时大幅提升与东盟、“一带一路”沿线国家等区域的经贸联系。东盟已连续多年成为中国第一大贸易伙伴，双边贸易额在 2024 年继续保持两位数增长。多元化布局也有效分散了单一市场风险，为外贸稳定发展提供了重要保障。

图表 39: 美国进口及中国出口:自 2018 年市场份额的变化情况


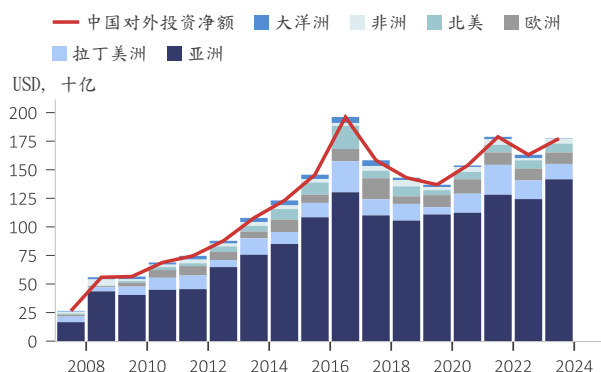
资料来源: Macrobond, 交银国际

全球宏观

④ 企业作为外贸的主体，通过出海、转口贸易等多种方式主动应对外部挑战，显著提升了风险应对能力。

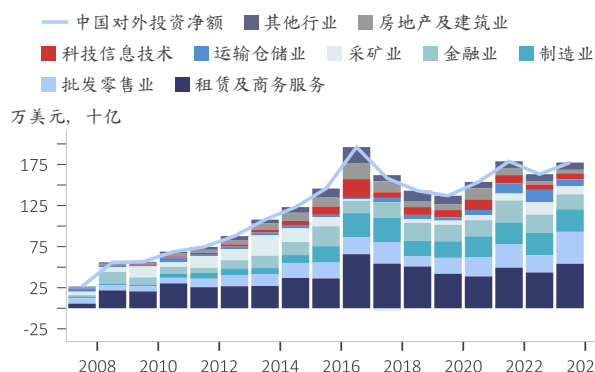
2018 年以来，许多企业通过在海外设立生产基地、研发中心等方式，实现了全球化布局的优化。同时，企业多年来的海外布局和转口贸易安排，在当前环境下展现出了重要的战略价值。通过在第三国设立生产基地或贸易中转站，不仅能够有效缓解贸易不确定性，还能更好地融入区域产业链。

图表 40: 中国对外投资净额在 2018 年后上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 41: 中国对外批发零售和制造业投资增加



资料来源: Macrobond, 交银国际

扩大内需，增强我国国内大循环的主体地位

近期政策层面的积极信号为内需扩张提供了有力支撑。从财政政策看，4 月中央政治局会议继续释放积极信号，强调“更加积极有为的财政政策”。货币政策方面，央行已全面降准降息，并创新推出多项结构性货币政策工具，为消费和投资提供流动性支持。消费政策工具箱也在不断丰富，从大规模“以旧换新”，到服务消费升级支持，多层次、全方位的消费促进政策正在形成合力。

④ 货币空间：短期宽松必要性降低，后续降息窗口将相机抉择

人民银行一揽子金融增量措施包括三大类合计十项措施，涵盖：1) 数量型政策，包括降准等措施，提供中长期流动性。2) 价格型政策，包括下调政策利率、结构性货币政策利率、公积金贷款利率。3) 结构型政策，完善现有结构性货币政策工具，增设新型政策工具，支持科创、服务消费、普惠金融等领域。（详见报告：《[一揽子金融政策简评：三大金融部门联手稳预期、提信心](#)》）

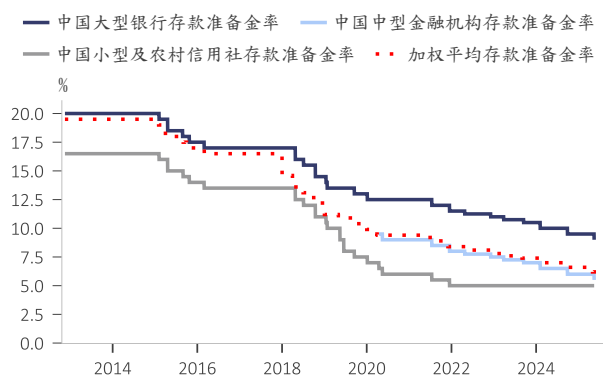
全面降准、降息后，短期宽松必要性降低，后续降息窗口可能要等待 3 季度末，视中美关税谈判、海外降息情况而相机抉择。降准 0.5 个百分点释放长期流动性约 1 万亿元人民币，可以帮助金融机构置换较高利率的 MLF 存量资金，从而有效降低资金成本，提升信贷投放能力。政策利率下调 0.1 个百分点至 1.4% 的幅度虽然温和，但在当前美联储降息前景不明的背景下，体现了央行平衡流动性、汇率、资本、净息差等多层面的政策考量。同时，近期美元走弱，人民币汇率回升也为央行降息提供了政策窗口。随着中美关税不确定性的放缓，短

全球宏观

期宽松必要性有所降低。后续降息空间可能要随着中美关税谈判进展，以及海外重启降息而再度打开，而降准时间窗口则一般视市场的资金缺口而定。

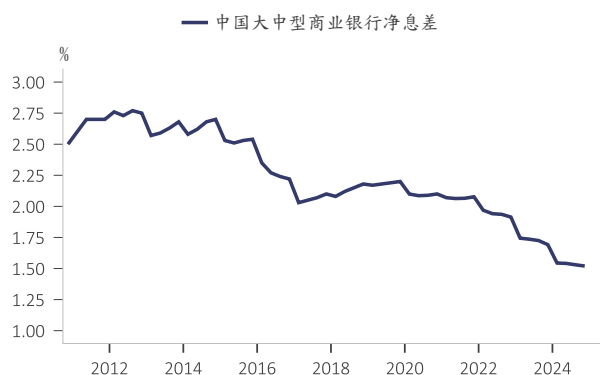
在货币传导有效性有所降低的背景下，央行后续会更加强调货币的适配性和精准性，结构性工具有望持续发力。一揽子金融增量政策中，中国央行全面下调各类专项结构性工具利率 0.25 个百分点，包括支农支小再贷款利率从 1.75% 降至 1.5%，抵押补充贷款（PSL）利率从 2.25% 降至 2%。同时下调个人住房公积金利率，5 年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%。以上措施直接降低了三农、小微企业和居民购房的融资成本，体现了政策对重点领域的精准支持。此外，创设 5000 亿元人民币“服务消费与养老再贷款”和科技创新债券风险分担工具，进一步强化了结构性政策工具对消费和科技创新的定向支持。预计政策效果还将进一步传导至实体经济，带动社会综合融资成本稳中有降。

图表 42: 中国存款准备金率走势



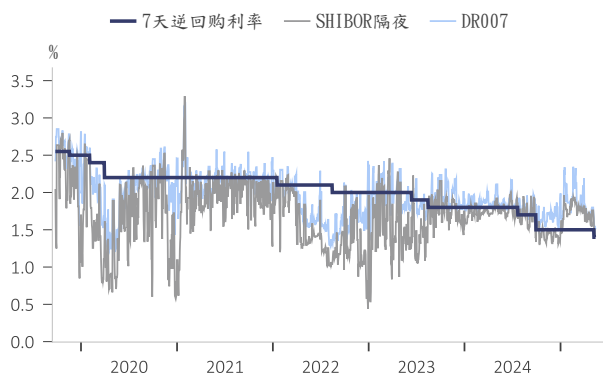
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 43: 中国大中型商业银行净息差趋稳



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 44: 政策利率下调降低融资成本



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 45: 中国实际利率平稳回落



资料来源: Macrobond, 交银国际

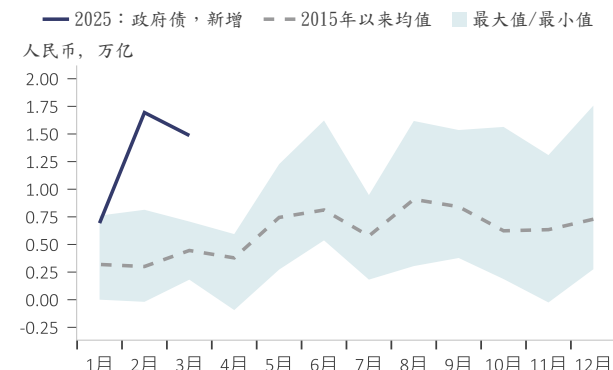
全球宏观

图表 46: 金融同业成本有望随着降息而回落



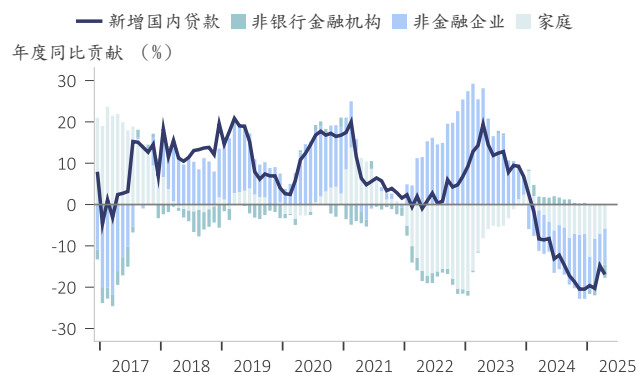
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 47: 政府债发行提速亦需要流动性支持



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 48: 新增贷款已筑底反弹



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 49: 信贷脉冲有反弹趋势



资料来源: Macrobond, 交银国际

财政空间：持续加力，空间充足支撑经济稳增长

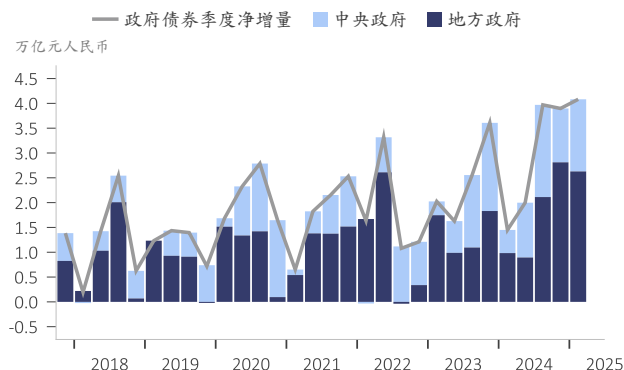
中央释放出财政政策将更加积极有为的明确信号，凸显了财政政策前置发力的紧迫性和必要性。2025 年以来，政府债券发行节奏已显著提速，1 季度地方政府专项债发行规模创下新高，达 2.4 万亿元人民币（包括化债资金的 1.4 万亿元人民币），同比增长超 80%，充分体现了“早发行、早使用”的政策导向。

从全年两会制定的增量财政政策来看（详见此前报告《[财政加力、科技引领—2025 年政府工作报告解读](#)》），2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元，较上年增加 2.9 万亿元，显示出财政政策扩张力度的显著增强。2025 年中国财政空间明显扩大，财政赤字率提升至约 4%，政府债务发行规模创历史新高，财政支出力度加大，重点支持经济稳定增长和结构调整。后续财政部门专项债发行节奏有望进一步加快，并尽快落实超长期特别国债的发行计划，确保资金迅速转化为实物工作量，形成有效投资拉动，对冲外部不确定性。



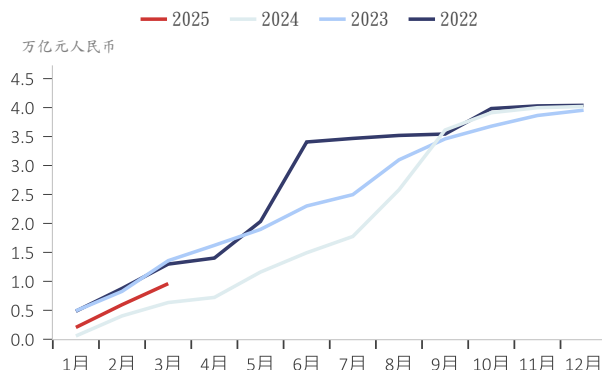
财政加力、科技引领—
2025 年政府工作报告解读

图表 50: 1 季度政府债发行提速



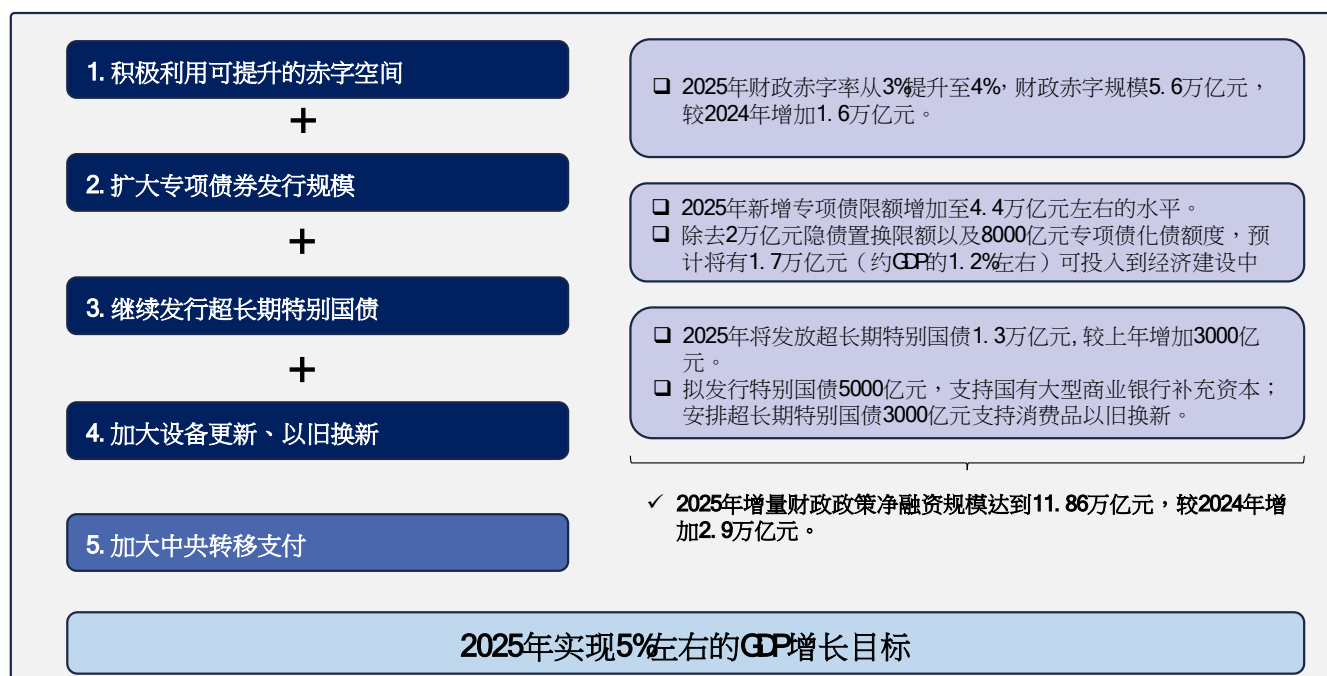
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 51: 2025 年政府专项债发行节奏



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 52: 2025 年“两会”增量财政政策

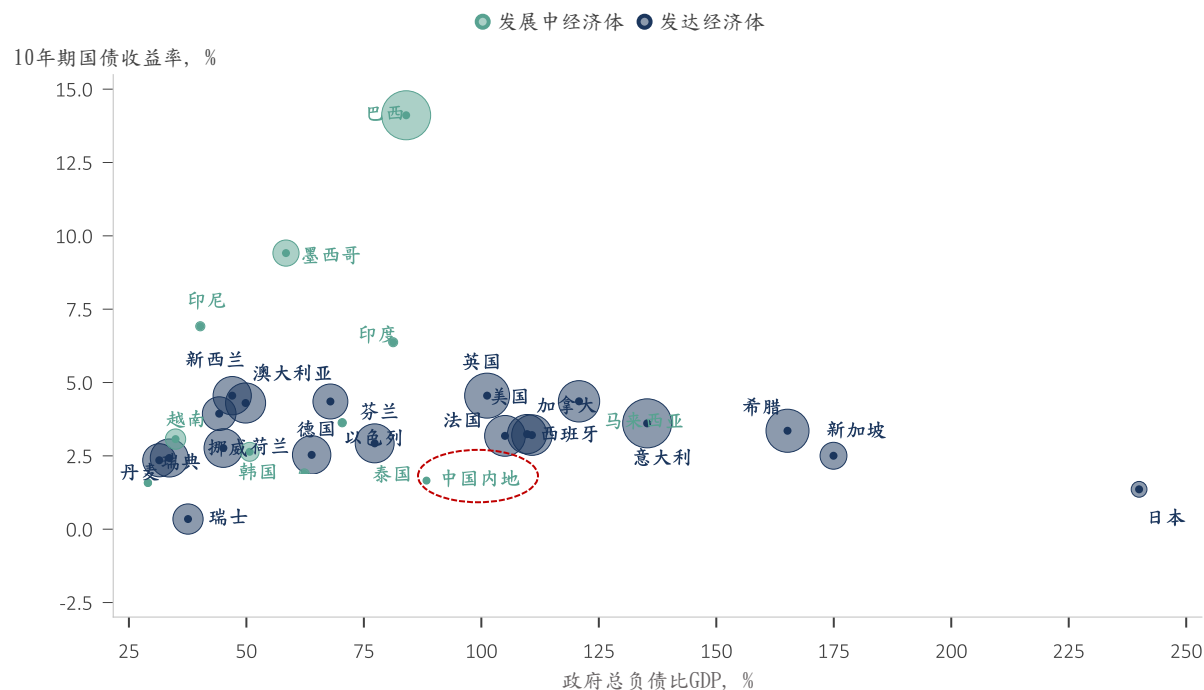


资料来源: 全国两会, 交银国际

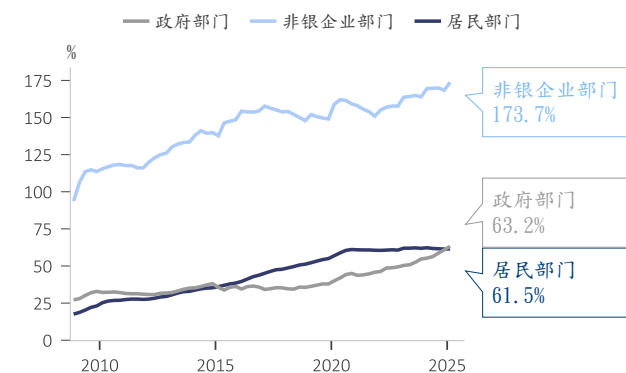
如有必要，下半年仍具备进一步增发特别国债空间，对冲外部不确定性。我国具备较大举债空间和赤字提升空间，为进一步扩大财政政策提供了坚实基础。从国际比较来看，中国政府负债率显著低于主要发达经济体和新兴市场经济体，财政总体保持健康和可持续状态。同时，中国 10 年期国债目前的实际利率水平明显低于中国经济的实际 GDP 增长率，意味着政府举债具有良好的可持续性。在这种有利条件下，如有必要，4 季度仍有空间进一步提升赤字率和增加超长期特别国债的发行等方式，为经济稳定增长提供更强有力的财政支撑。

全球宏观

图表 53: 中国政府负债率低于主要经济体，且国债收益率处于较低水平



图表 54: 政府部门仍有加杠杆空间



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 55: 中国国债收益率低于实际 GDP 增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

全球宏观

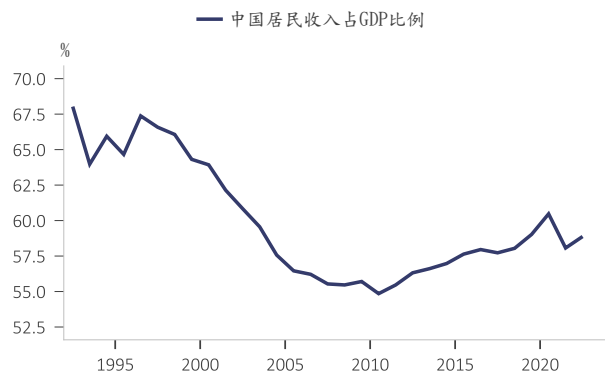
扩大内需战略深入推进，消费潜力多维度释放

扩大国内需求的关键在于提升居民消费能力，而收入分配的优化调整将成为重要抓手。预计未来扩内需政策将更加注重提高中低收入群体收入水平，通过提高最低工资标准、扩大社保覆盖面、增加转移支付等多种方式，切实增强这一群体的消费能力。由于中低收入群体边际消费倾向较高，其收入的增加将对整体消费产生显著的乘数效应，为消费增长提供更加坚实的基础支撑。

“以旧换新”政策有望持续发力显效。在“以旧换新”补贴政策取得显著效果的基础上，未来这一政策工具将进一步提质扩面，补贴范围有望从目前的家电、汽车等传统耐用消费品逐步扩展至教育、医疗、文化等服务消费领域，形成更加全面的消费促进政策体系。

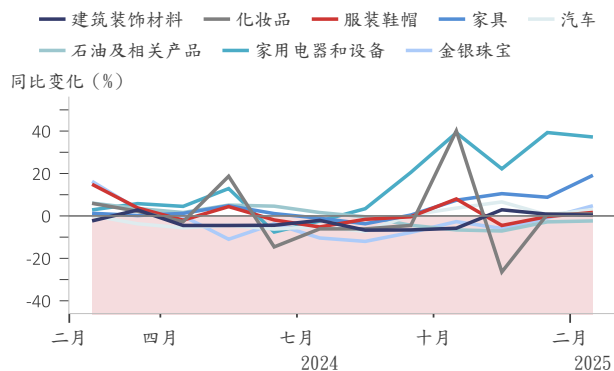
服务消费成为新的增长引擎。随着居民消费结构的持续升级，服务消费正成为拉动内需的重要新动能。政策层面有望加快清理消费领域的限制性措施，为民间资本进入服务消费领域创造更加宽松的环境。同时，通过设立“服务消费与养老再贷款”等定向金融支持工具，将进一步释放医疗健康、文旅、养老等领域的消费潜力，还将带动相关行业的就业增长，形成消费与就业的良性循环。

图表 56: 居民收入占 GDP 比例仍有提高空间



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 57: “以旧换新”延续发力显效



资料来源: Macrobond, 交银国际

④ “投资于人”战略深化

面对复杂多变的外部环境，就业稳定成为民生保障的重中之重。政策将更加注重精准施策，特别是针对受外部冲击较大的外向型企业和出口导向型制造业，通过提高失业保险基金稳岗返还比例、加大稳岗补贴力度等方式，有效减轻企业负担，稳定就业岗位。同时，将进一步优化就业服务体系，加强对劳动密集型产业等重点领域的支持，确保就业大局保持稳定，为经济社会发展提供坚实的就业基础。

构建更加完善的社会保障体系是实现长期民生保障的关键所在。未来将着力健全分层分类的社会救助体系，建立多层次、全覆盖的社会保障网络。不仅能够有效兜牢民生底线，更重要的是能够增强居民消费信心，释放更大的消费潜力。随着人口老龄化进程加速和经济结构调整的深入推进，社会保障制度建设

全球宏观

将更加注重统筹城乡发展，缩小群体间保障差异，特别是加强对低收入群体、灵活就业人员、农民等重点人群的精准保障。

民生保障的根本目标是实现“投资于人”的发展理念。通过加快推进养老、医疗、教育等民生领域的制度建设，不断提升人力资本质量。2025年政府工作报告提出“投资于人”，不仅体现在当前的民生改善上，更着眼于长远的经济社会发展潜力释放。通过完善的社会保障体系，能够有效降低居民的预防性储蓄动机，提升消费倾向，形成民生改善与经济增长的良性互动。同时，高质量的民生保障还能够为劳动力流动、创新创业提供更好的制度环境，为经济高质量发展注入持续动力。

⊕ 房地产市场稳定态势持续巩固

房地产市场的稳定发展对于促进消费信心恢复具有关键作用。通过持续巩固房地产市场稳定态势，不仅能够稳定居民对未来房价走势的预期，还能够减少居民因房价波动而产生的财富效应冲击，从而释放更多资金用于其他消费领域。而稳定的房地产市场环境将为扩大内需战略的深入实施创造更加有利的条件，推动消费结构升级和消费潜力的持续释放。

供需两端协同发力的策略有望持续。1) 在需求端通过因城施策的方式，有序调减限购、限贷等限制性措施，精准释放被抑制的刚性和改善性住房需求。同时，将加力推进城中村改造工程，不仅能够改善居民居住条件，还将有效激活存量住房市场，为房地产市场注入新的活力。2) 在供给端，将更加注重合理控制新增供应规模，通过科学调节土地供应节奏，避免市场出现供应过剩的风险，确保房地产市场供需关系保持在合理区间。

存量房产盘活机制不断完善。针对部分地区存量商品房现状，政策将加大对地方政府收储存量商品房的支持力度，通过专项债券等资金渠道为此类项目提供更充足的资金保障。此举不仅能够有效化解房地产市场的库存压力，还能够为保障性住房建设提供更多房源，实现存量资产的有效利用。同时，通过政府收储机制的完善，将进一步稳定市场预期，为整体经济稳定发展提供有力支撑。

图表 58: 全国商品房待售面积



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 59: 房地产去化周期



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 60: 70 城一手房环比转正城市数量占比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 61: 70 城二手房环比转正城市数量占比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

科技创新驱动经济增长，构建应对外部环境新优势

面对复杂多变的外部环境和潜在的贸易不确定性，科技创新已成为推动经济高质量发展和**增强经济韧性的关键力量**。传统的要素驱动和投资驱动模式在外部冲击面前显得相对脆弱，而科技创新能够从根本上提升产业竞争力和附加值水平。高技术、高附加值产业凭借其技术壁垒和独特的市场竞争优势，能够有效降低对外部市场的依赖度，减少关税等贸易保护主义措施的冲击。同时，科技创新还能够通过提升全要素生产率、优化资源配置、创造新的增长点，为经济发展注入新的动能，实现从数量增长向质量提升的根本性转变。

④ 为充分发挥科技创新的引领作用，政策层面正在构建产业政策与金融支持相互配合的协同机制

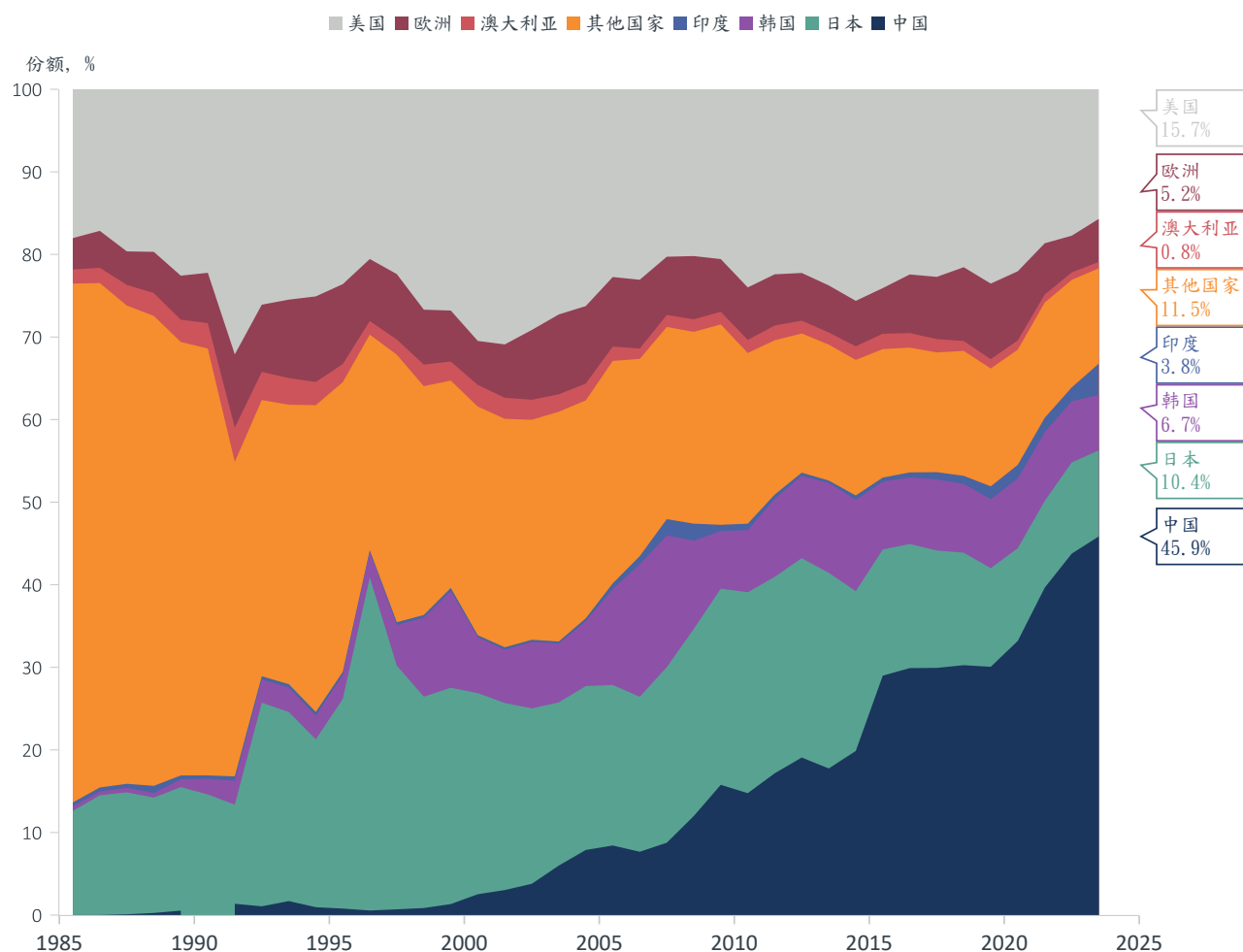
在产业政策方面：我国政府明确提出“推进关键技术攻关”，通过重点突破“卡脖子”技术难题，提升产业链供应链自主可控水平。同时，继续深化“人工智能+”行动，推动人工智能技术在制造业、服务业等传统领域的深度融合，形成新的产业增长点。

在金融支持方面：人民银行创设“科技创新债券风险分担工具”，通过共同担保等增信措施为科技企业提供低成本、长期限融资支持；国家金融监督管理总局推出多项试点措施，包括修订并购贷款管理办法、扩展金融资产投资公司设立主体、发展科技保险等，全面提升银行保险机构对科技创新的支持力度；证监会则通过深化科创板、创业板改革，大力发展科技创新债券和权益基金，为科技企业提供更加便利的直接融资渠道。

全球宏观

通过科技创新驱动和全方位金融支持的有机结合，将有效构建起应对外部冲击的经济发展新格局。科技创新将显著提升我国产业在全球价值链中的地位，通过掌握核心技术和关键环节，增强产业的自主性和控制力，减少对外部技术和市场的依赖。同时，人工智能等新兴技术的广泛应用将大幅提升生产效率，降低生产成本，增强企业的市场竞争力和盈利能力。多层次金融支持体系的建立将有效解决科技企业融资难、融资贵问题，为科技创新提供充足的资金保障。一系列举措将推动经济实现更高质量、更有效率、更可持续的发展，形成以科技创新为核心驱动力的现代化经济体系，在复杂多变的国际环境中保持战略定力和发展韧性。

图表 62: 全球各地区专利授权情况：近年来中国专利授权占比显著提升



资料来源: Macrobond, 交银国际。

大类资产：美元和非美的再平衡

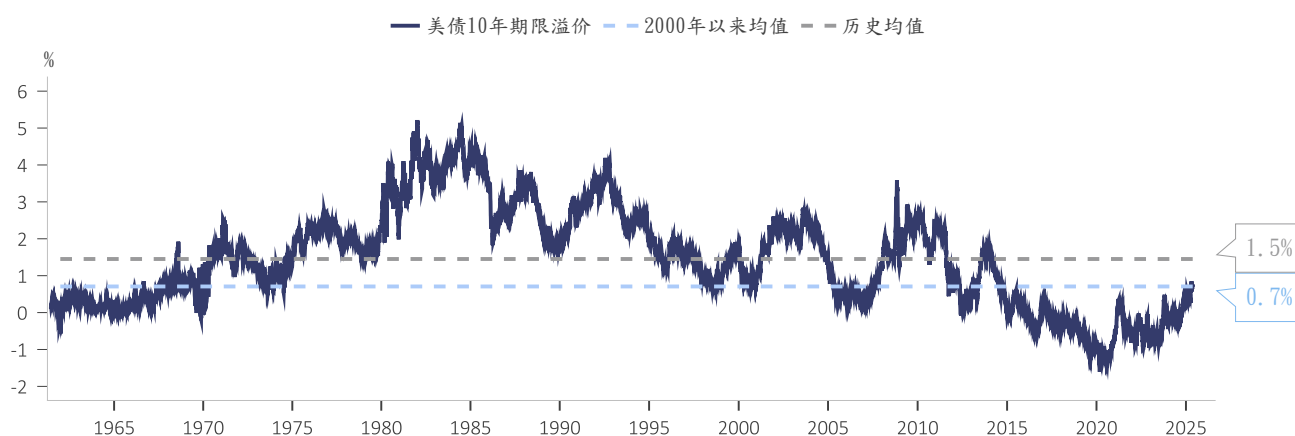
全球经济和金融周期的异步性正在加剧市场波动，导致市场必须重新审视过去被视为相对稳健的交易策略。日元套息交易的多次反转，以及全球多地区“本币负债、美元资产”配置模式的风险暴露，不仅是技术层面的调整，也深层次地反映了全球金融体系底层逻辑的重要变化。

2025年上半年，美国资产市场经历了多次宽幅波动，反映了美国当前政策不确定性和美国经济财政长期结构性失衡共同作用下的市场反应。因此，美元信用受损不必然是短期政策波动的结果，也可能是长期积累的结构性问题在当前政策环境下的集中体现。美国财政赤字的持续扩大、债务负担的不断加重以及政策连续性的缺失，都在系统性地冲击着美元作为全球储备货币的根基。

作为全球大类资产定价之锚的美债10年期收益率，其期限溢价自2020年以来呈现明显的趋势性上升态势。期限溢价本质上反映的是市场对未来确定性的评估，而自1980年以来期限溢价的持续下降趋势，正是全球化进程和美元资产确定性不断增强的直观体现。如今期限溢价重回上行轨道，标志着过去四十年趋势或出现重要逆转迹象。

而美元信用受损最直观的表现，就是美债利率中枢的系统性上移，背后反映了市场要求更高风险溢价的合理诉求。新的定价逻辑下，美股、美债等长期处于全球投资组合超配状态的资产可能面临显著的资金分流压力。而欧股、日股等发达股市，以及中国等新兴市场股市都有望在这轮全球资产再平衡中获得更多资金青睐。

图表 63: 美国期限溢价上行趋势可能才刚刚开始



资料来源: Macrobond, 交银国际

全球宏观

港股：追求不确定性环境下的确定性，“低波+科技”配置价值凸显

① 两大确定性：低波动+科技主题

全球波动性系统性抬升的形势下，中国权益资产有望保持较低的波动。在全球资本重新配置美元资产与非美元资产的大背景下，中国政策预期的相对稳定性显得尤为珍贵。我国宏观政策的连续性和可预期性为市场提供了重要的信心锚定，政策托底效应对股市的支撑作用日益显著。相较于其他新兴市场 and 发达市场的高波动性，港股有望成为全球股市中为数不多的低波动市场，在充满不确定性的国际环境中显得弥足珍贵。对于风险偏好相对保守的投资者而言，港股无疑是确定性环境下相对确定性的选择，既能够享受中国经济增长红利，又能够有效避免过度的市场波动风险。

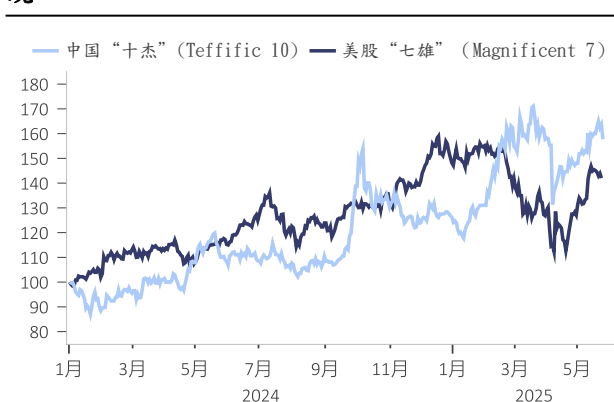
结构上来看，港股周期属性渐弱，科技属性渐浓。作为美股之外科技含量最高的权益市场，港股科技股在当前美股科技板块出现较大波动的背景下，展现出独特的配置价值。随着市场结构的持续优化，港股已涌现出一批以 AI、硬科技为代表的高质量科技企业，这些标的不仅相对于我国 A 股市场具有一定的稀缺性，在全球范围内也展现出独特的投资价值。结构性改善将显著提升港股对国际资本的吸引力，特别是对于寻求科技主题投资机会的全球投资者而言，港股提供了难得的优质选择。随着中国内地资金南下配置需求增强和海外资金对中国科技股认知深化，港股有望迎来内外资金的共同青睐，形成资金流入的良性循环。

图表 64: 美股与港股走势



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 65: 港股美股龙头股自 2024 年初以来累计表现



资料来源: FactSet, 交银国际; 2024 年 1 月=100

图表 66: 中美龙头科技股对比

China's Terrific 10	代码	所属行业	P/E NTM	P/E LTM	P/S NTM	2025EPS增速	2026EPS增速	PEG NTM	过去12个季度平均ROE	过去12个季度平均净利润率
腾讯控股	700-HK	信息科技	17.0X	18.9X	5.7X	11.1%	12.0%	1.8	22%	27.1%
阿里巴巴	9988-HK	可选消费	12.2X	13.1X	1.9X	6.3%	12.7%	3.4	8%	8.4%
小米集团	1810-HK	信息科技	29.7X	42.3X	2.3X	53.7%	31.6%	1.3	8%	4.5%
比亚迪	1211-HK	可选消费	19.4X	25.1X	1.1X	36.0%	22.1%	1.9	19%	4.6%
美团	3690-HK	可选消费	13.7X	16.0X	1.7X	13.6%	25.1%	0.8	5%	4.6%
网易	9999-HK	信息科技	14.2X	15.9X	4.8X	18.0%	4.6%	2.4	23%	26.5%
京东	9618-HK	可选消费	7.4X	7.8X	0.3X	0.3%	11.3%	1.7	9%	2.4%
百度	9888-HK	可选消费	8.5X	8.3X	1.5X	-10.0%	10.8%	2.9	5%	13.5%
吉利	175-HK	可选消费	10.8X	11.0X	0.5X	-12.1%	25.7%	0.7	24%	7.2%
中芯国际	981-HK	信息科技	49.4X	72.0X	5.6X	63.2%	29.5%	1.5	6%	13.6%
Avg.			18.2X	23.0X	2.5X	18.0%	18.5%	1.8	13%	11.2%

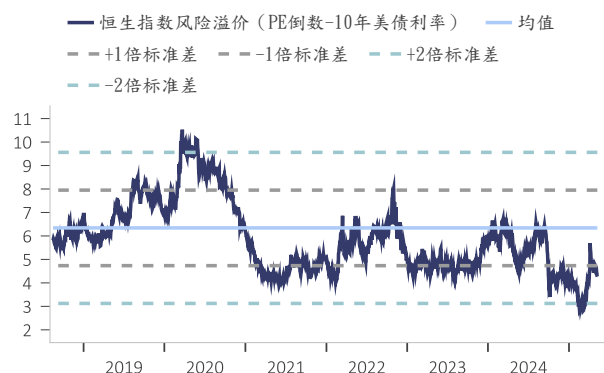
US Magnificent 7	代码	所属行业	P/E NTM	P/E LTM	P/S NTM	2025 EPS增速	2026 EPS增速	PEG NTM	过去12个季度平均ROE	过去12个季度平均净利润率
苹果	AAPL-US	信息科技	25.7X	27.8X	6.9X	6.4%	8.7%	3.2	154%	24.9%
微软	MSFT-US	信息科技	30.1X	34.1X	10.7X	13.4%	13.1%	4.0	39%	35.1%
英伟达	NVDA-US	信息科技	27.5X	38.4X	14.9X	46.3%	28.3%	2.0	67%	39.1%
谷歌	GOOGL-US	通讯服务	17.2X	19.5X	5.1X	19.0%	6.2%	1.9	28%	25.7%
亚马逊	AMZN-US	可选消费	30.4X	34.7X	3.0X	11.9%	17.2%	3.2	15%	5.1%
Meta	META-US	通讯服务	23.5X	25.6X	8.0X	7.1%	10.7%	2.1	28%	29.5%
特斯拉	TSLA-US	可选消费	143.2X	150.0X	10.2X	-18.7%	50.9%	13.9	25%	11.9%
Avg.			42.5X	47.2X	4.3X	12.2%	19.3%	4.3	40%	24.5%

资料来源: FactSet, 交银国际

④ 风险溢价有望继续下行为港股市场带来正面催化

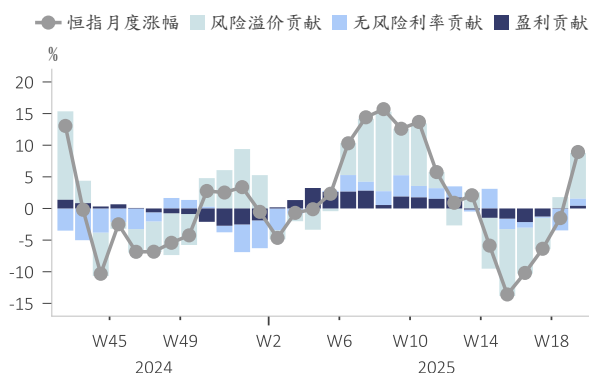
尽管美国对华 30% 的关税水平仍然较高，特别是本轮关税加征前，美国对华平均有效税率已达 12% 左右，以及还有 24% 悬而未决的暂停 90 天的关税部分，但考虑到本次联合声明为中美双方本年度的首次谈判，所取得的成效仍然超出预期，仍可以期待后续中美双方关税谈判朝着建设性方向进展。短期来看，中美经贸高层会谈取得实质性进展显著降低全球范围内的贸易和衰退风险，全球风险情绪有望短期内维持平稳，从而为港股市场带来正面催化。

图表 67: 恒指风险溢价近期已明显回落



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 68: ...近期上涨主要来自于风险溢价贡献



资料来源: FactSet, 交银国际

全球宏观

基本面预期回归中性偏积极

中国出口展现的韧性，以及中美5月经贸会谈所取得的成果也有助于降低外需的不确定性，利好基本面的修复和巩固。而内需层面，近期政策信号积极。四月政治局会议释放积极信号，随后金融监管部门迅速落地一系列支持政策，包括央行全面降准降息的组合拳，释放了明确的流动性宽松信号。叠加短期仍有汇金版“平准基金”托底支持，将显著提振市场信心。

内需政策对冲，后续政策效应有望不断释放。面对外部环境的不确定性，我国政府正积极推进内需对冲政策组合，形成多层次、全方位的政策体系。消费端，“以旧换新”持续推进；投资端，政府债发行提速，有望尽快形成实物工作量。内外形势的积极变化，也有望改善此前市场对关税影响的预期，基本面预期回归中性偏积极。2季度经济有望稳中有进，利好企业盈利预期的持续改善。

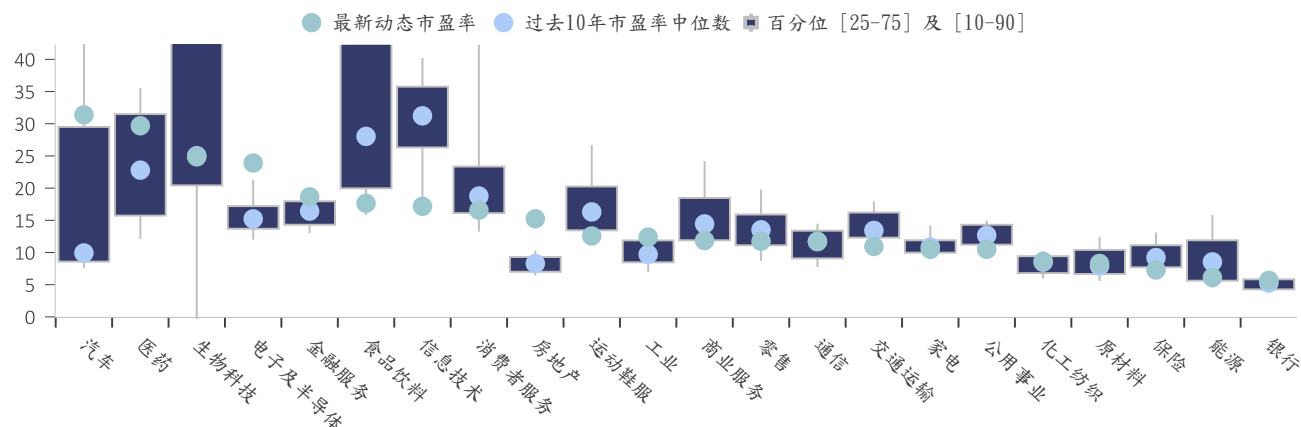
图表 69: 港股盈利上调宽度（盈利上调减去下调占总股数的比例）



资料来源: FactSet, 交银国际

行业推荐上，建议仍聚焦三条主线

- * **继续看好科技创新主线**，包括科技硬件（半导体、新能源汽车产业链等）、互联网科技（人工智能、云计算等领域），有望受益于政策支持 and 需求增长双重驱动。
- * **高股息主线**。在外部不确定性仍相对较高，以及流动性宽松和低利率环境下，高股息资产吸引力将继续提升，关注银行、公用事业和电信运营商板块。
- * **政策红利主线**。降准、降息环境下，券商、保险等金融服务机构将直接受益于市场活跃度提升和风险偏好回升，以及有望受益于消费支持政策持续落地的港股优质消费龙头。

图表 70: 港股二级行业最新估值情况


资料来源: FactSet, 交银国际。数据截至至 2025 年 5 月 28 日

美股：波动中寻求平衡，估值回调压力犹存

从“例外论”到“卖出美国”的市场转向。2025 年初至今，美股经历了从“美国例外论”向“卖出美国”的叙事转变，并伴随着显著的市场波动和明显的行业轮动。市场叙事的两极化反转，也反映了全球投资者对美国政策环境、经济前景以及全球竞争力的重估。在经历了前期的大幅调整后，美股正处于重新寻找均衡点的关键阶段。

政策不确定性仍将主导美股短期走势。展望 2025 年下半年，美股可能继续维持高波动的运行格局，主要受制于两大不确定性因素：1) 宏观经济能见度偏低，关税政策对实体经济的具体影响仍需通过后续经济数据来验证，数据的滞后性也使得市场难以形成明确的方向性预期；2) 政策层面的高度不确定性，“对等关税”政策暂停 90 天后的最终走向仍待观察，市场对贸易政策的最终形态尚未明晰。

然而，积极因素也在逐步显现。关税形势显现阶段性缓和迹象，特朗普政策重心可能实现“由外向内”的战略切换。政策焦点的转移也有望为美股提供新的支撑因素。减税等偏财政支持的政策导向可能带来新的增长叙事。

估值回调压力仍需消化。过去两年美股估值的持续走高与美国国内低信用利差环境高度一致，而这种估值扩张在很大程度上依赖于宽松的金融条件。当前政策不确定性仍处高位，预示着信用利差和美国市场波动率可能继续上升，从而对估值形成直接压制。

同时，市场对关税政策可能引发的滞胀担忧正在加深。通胀压力与经济增长放缓的同时出现，将对企业盈利能力和估值水平构成双重挑战。在滞胀预期的作用下，美股估值仍有进一步回落的空间。

高波动的市场环境中，建议配置风格仍偏向防守和稳健，大市值、权重价值股抗波动能力突出，仍是高波动环境下的稀缺标的。行业层面，医疗保健、公用事业、能源及必需消费品等防御板块有望在波动市场中表现相对出色，且通常

全球宏观

具有稳定的现金流、较低的周期性和强大的定价能力，能够在滞胀环境中提供更好的下行保护。

图表 71: 美国个人投资者对美股的情绪仍处在相对较低的位置



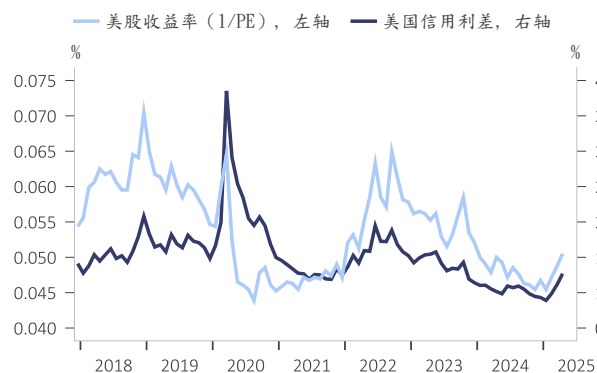
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 73: 美国经济政策不确定指数将会推高波动率...



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 72: 美股高估值对应不断下降和走低的信用利差水平

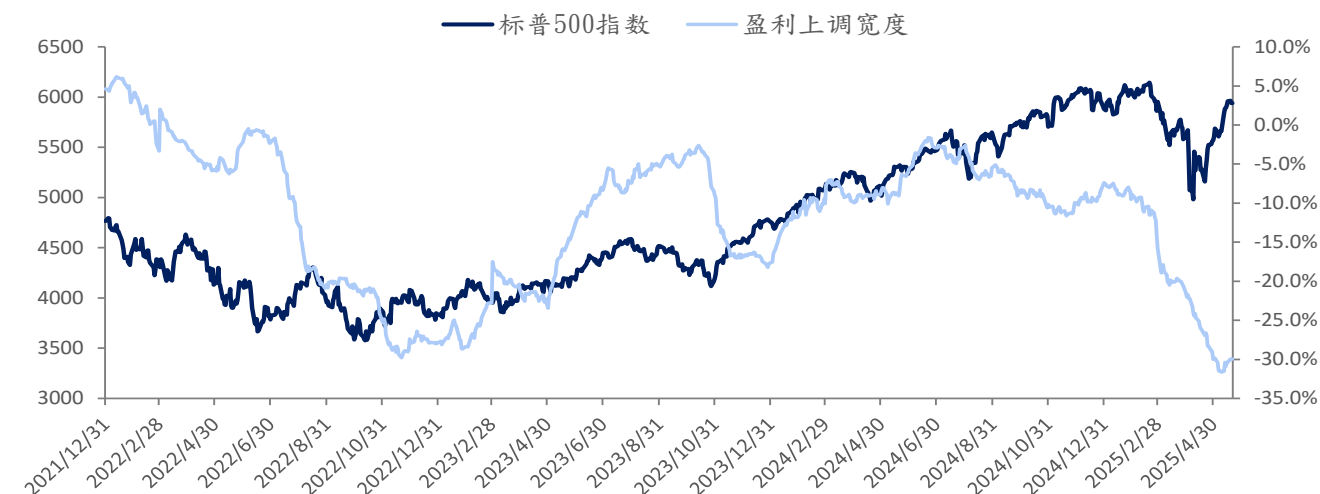


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 74: ...以及信用利差水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 75: 美股盈利上调宽度似有触底迹象


资料来源: FactSet, 交银国际

美债利率：年底前 4.0-5.0% 宽幅震荡，中枢易升难降

美债 10 年期收益率短期仍有继续上探前高的风险，主要来自供给端的结构性压力。预计 3 季度新的 40 万亿美元债务上限达成后，美国财政部为补充国库一般账户（TGA）余额，将造成一定的集中发债的供给冲击。同时，特朗普减税增支法案的政策预期正在发酵，市场对中长期财政可持续性的担忧可能引发情绪波动，并推动期限溢价显著上行。政策不确定性与供给压力的叠加效应可能成为短期美债收益率上行的重要推力。

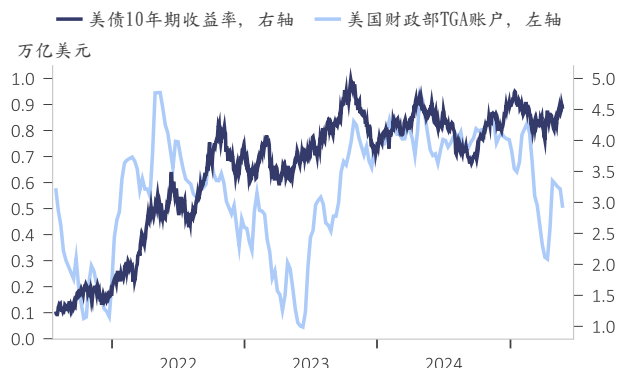
同时，从需求层面来看，美元信用受损的情况下，美债需求可能会面临较大不确定性，加之关税政策仍不明朗，海外抛售美元资产的压力仍不可忽视。一方面，美国贸易逆差短期难以通过关税等形式收窄，为此财政仍需发债融资，而供需失衡格局可能迫使投资者要求更高的风险溢价，从而推升利率中枢；与此同时，美国失去最高信用评级可能触发部分国家养老金和主权基金削减美债配置，在极端情形下甚至可能需要美联储重启扩表操作来应对流动性风险。

但由于近期利率已升至 4.5% 的关口，高利率对经济的抑制作用也会逐渐体现。在 4.5% 以上区间，美债配置的风险收益比将明显改善，吸引更多资金流入，从而对利率进一步上行形成有效制约。

中期视角下，特朗普政府减税增支法案可能进一步冲击财政状况，在供需持续失衡的格局下，利率中枢呈现易升难降的特征。而特朗普 2.0 版本的减税法案的具体落地情况将成为影响利率走势的关键变量。综合考虑供给压力、需求不确定性以及高利率的自我约束效应，预计美债 10 年期利率在 2025 年底前将维持在 4.0-5.0% 的宽幅震荡区间，中枢水平较当前有进一步上移的可能。

图表 76: 美国债务上限预计将提高至 40 万亿美元


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 77: 财政部补充 TGA 账户带来供给压力


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 78: 美债 10 年期利率与降息预期变动


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 79: 美债波动率指数


资料来源: Macrobond, 交银国际

外汇：美元向下，非美向上

“卖出美国”叙事持续发酵，美元信用面临挑战。在特朗普政策不确定性下，市场对美国政策连续性和可预测性的担忧愈发明显。在美元信用受损状态背景下，美元较难摆脱当前的疲弱势头，市场情绪的转变正在重塑全球资本对美元资产的风险认知。

政策不确定性与滞胀担忧对美元构成双重下行压力。短期内，政策不确定性和滞胀担忧将继续对美元表现形成显著压制。特别是当美国经济的“硬数据”指标开始持续显示增长放缓迹象时，美元下行压力将进一步放大。同时，全球资金再平衡趋势下，部分资金开始有序流出美国市场，寻求更具确定性和稳定性的投资目的地。

对冲需求推动汇率重新定价。传统的“本币负债、美元资产”配置模式正面临美元信用受损冲击，出于风险对冲的需求，越来越多的机构和投资者可能采取

全球宏观

远期购入本币、卖出美元的对冲操作，将进一步推动美元走弱，同时为非美货币提供上行动力。

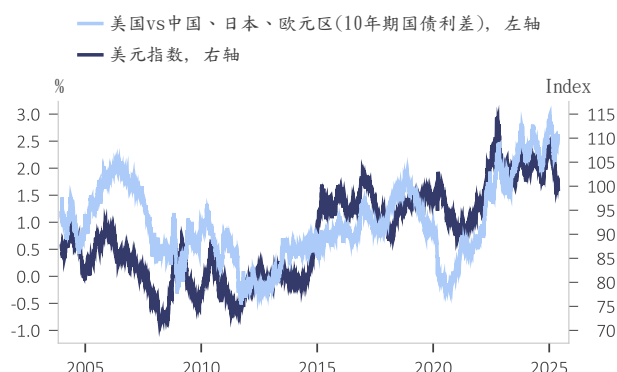
尽管面临诸多挑战，美国经济基本面仍展现出一定韧性，短期内出现意外大幅放缓的可能性相对较低。美国相对有利的利率环境在一定程度上为美元提供了支撑，从而预计将限制美元的过度下跌。然而，在政策不确定性和信用担忧的主导下，以上支撑作用可能相对有限，难以完全抵消市场情绪和资金流向变化带来的负面影响。因此，美元在短期内仍将面临持续的下行压力，而非美货币则有望在这一轮全球资金重新配置中获得更多青睐。

图表 80: 美元指数 2025 年初以来走势，以及受其他货币走势的推动



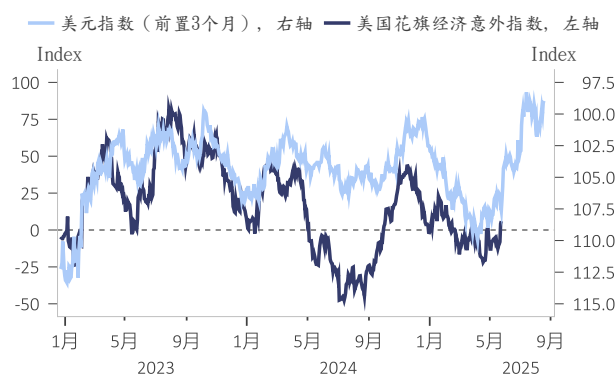
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 81: 美元指数与美国和中、日、欧平均 10 年期国债利差走势



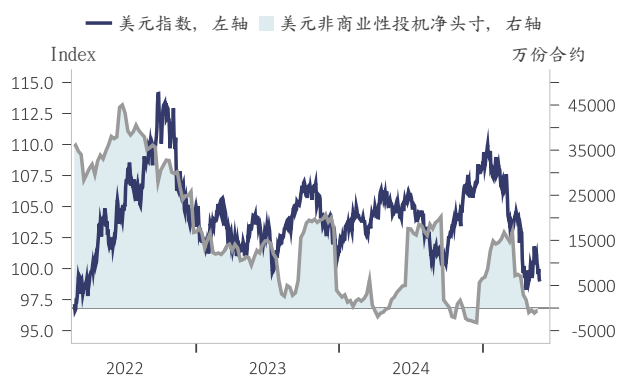
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 82: 美元指数与美国经济意外指数



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 83: 美元指数与 CFTC 非商业性净头寸



资料来源: Macrobond, 交银国际

金融行业

2025 下半年展望：把握高股息主线，守正出奇

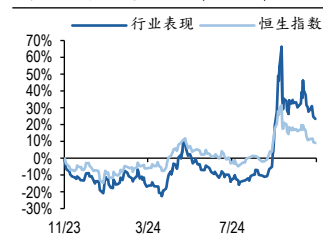
④ 我们预计高股息策略的支撑因素进一步强化，建议把握高股息主线。我们认为支撑高股息策略的核心因素仍然成立。特朗普政府的关税政策及其高不确定性加剧了经济和资本市场波动，使高股息资产的吸引力进一步凸显。从盈利预期来看，我们预计 2025 年证券行业（同比+20%）>银行业（保持平稳）>保险行业（高基数上有小幅下降压力）。从估值水平来看，证券板块估值处于偏低水平，预计在盈利较好增速的支撑下，具备估值修复空间；保险板块兼具防御性与弹性；银行板块仍具低估值、高股息属性。展望 2025 年下半年，我们建议把握高股息主线，优先考虑高股息属性，同时适当配置非银板块中估值偏低，兼具弹性的稳健型标的，守正出奇。

④ 保险行业：资产、负债表现分化，兼备防御性与弹性。资产端，我们预计 2025 年债券市场利率将呈震荡走势，金融资产分类差异，及负债端采用不同评估利率，将使得寿险公司盈利和净资产呈分化走势；负债端，对于银保渠道的发展战略差异带来新业务价值增速表现的差异。总体上，我们预计保险公司盈利在 2024 年较高基数上面临一定增长压力，负债端新业务价值受益于价值率提升有望保持增长势头。我们认为保险板块在当前估值水平上兼具防御性与弹性，推荐平安（2318 HK/买入）、太保（2601 HK/买入）和中国财险（2328 HK/买入）。

④ 银行业：拨备对盈利的贡献呈分化态势，高股息策略驱动因素进一步强化。从上市银行盈利增速来看，目前仍处于低位。2025 年 1 季度上市银行盈利再度出现负增长，我们预计 2025 年息差仍面临一定压力，但降幅有望较 2024 年有所收窄。我们预计对于不良净生成率高于信用成本，且拨备覆盖率偏低的银行，通过压降拨备来释放盈利的空间已较为有限，拨备对于盈利的贡献将进一步呈现分化态势。我们认为目前支撑高股息策略的因素进一步强化。我们建议继续关注拨备仍有释放空间的标的，继续关注国有行和招行（3968 HK/未评级）。

④ 证券行业：预计 2025 年盈利趋势向好，估值处于偏低水平。我们预计人民银行降息降准将为股票市场提供宽松的流动性环境，支持性政策有利于改善经济基本面和市场资金面，证监会完善监管框架，有利于推动业务合规发展。我们预计股票市场有望延续企稳回升势头，带动证券行业各项业务呈向好趋势。我们预计 2025 年证券行业净利润同比增长 20%，达到约 2000 亿元人民币，平均 ROE 为 6.2%。从估值来看，我们认为证券板块估值处于偏低水平，仍具估值修复的空间。我们推荐业务结构较为均衡的头部券商，维持中信证券（6030 HK）和华泰证券（6886 HK）的买入评级。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8393 5331

投资要点

我们认为当前支撑高股息策略的因素进一步强化

我们认为，2022 年以来，支撑股票市场高股息策略主要有三个核心因素：1) 美联储的高利率水平，对股票市场流动性和投资者风险偏好形成压制；2) 我国低利率环境和股票市场波动下，投资者追求稳健的投资标的；3) 新会计准则实施后，保险公司通过加大高股息资产配置，以在低息环境下提升收益率，计入 FVOCI，稳定盈利表现，并实现资产端与负债端相匹配。

我们认为，支撑高股息策略的核心因素仍然成立，而特朗普政府的关税政策和政策的高不确定性加剧了经济和资本市场的波动性，使得高股息策略的支撑因素进一步强化，建议继续把握高股息主线。

盈利与估值

从盈利预期来看，我们预计 2025 年证券行业（同比+20%）>银行业（保持平稳）>保险行业（高基数上有小幅下降压力）。

从估值水平来看，证券板块估值处于偏低水平，在盈利较好增速的支撑之下，具备估值修复空间；保险板块兼具防御性与弹性；银行板块仍具低估值、高股息属性。

我们建议把握高股息主线，优先考虑高股息属性，同时适当配置非银板块中估值偏低，兼具弹性的稳健型标的，守正出奇。

个股建议

个股层面，保险板块我们推荐平安（2318 HK/买入）和太保（2601 HK/买入）；证券板块我们推荐中信（6030 HK/买入）和华泰（6886 HK/买入）；银行板块建议关注国有行和招行（3968 HK/未评级）。

催化因素

- ⊕ 稳经济稳市场的政策进一步发力，提振内需，推动经济和股票市场呈现回升趋势；
- ⊕ 美联储降息进度好于预期，改善股票市场流动性，提升投资者风险偏好。

风险提示

- ⊖ 美国经济增长韧性和通胀黏性超预期，美联储降息进度放缓，对于市场流动性和风险偏好形成压制；
- ⊖ 特朗普政府政策不明朗，外需不确定性提升，并带来股票市场波动。

保险行业：资产、负债表现分化，兼具防御性与弹性

2024 年寿险行业资产端、负债端均表现强劲；进入 2025 年，上市寿险公司在资产端和负债端的表现均有所分化。我们预计 2025 年债券市场利率将呈现震荡走势，同时，金融资产分类的差异，以及负债端采用不同评估利率，将使得寿险公司盈利和净资产呈现分化走势；在负债端，对于银保渠道的发展战略差异，预计将带来新业务价值增速表现的差异。总体而言，我们预计保险公司盈利在 2024 年较高基数上面临增长压力，负债端新业务价值受益于价值率提升有望保持增长势头。

我们认为保险板块在当前估值水平上兼具防御性与弹性，推荐平安（2318 HK/买入）、太保（2601 HK/买入）和中国财险（2328 HK/买入）。

1、盈利和净资产表现呈分化态势

从盈利表现来看，2024 年受“924”新政一揽子金融支持政策出台的影响，股票市场呈现上涨态势，推动保险公司股票投资收益显著增长和盈利提升，上市寿险公司盈利均实现双位数以上增长，国寿和新华在 2023 年的低基数上同比大幅增长。

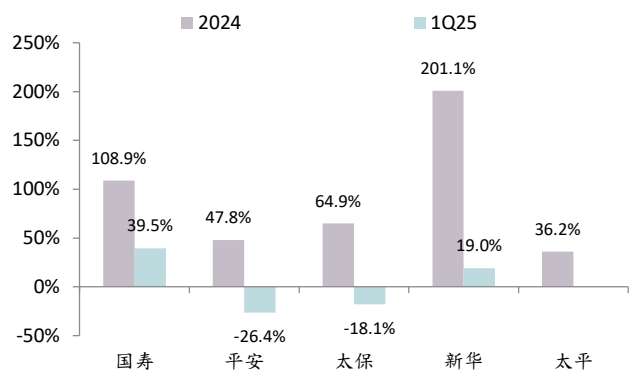
2025 年 1 季度，A 股市场表现较为平稳，而债券市场利率呈上升势头，使得 FVTPL 计价的债券投资公允价值出现负向变动。上市保险公司投资收益、盈利和净资产呈现分化的走势。

具体而言，平安受到债券利率上行，平安好医生并表一次性因素影响，1 季度盈利同比下降 26%；太保受到债券利率上行影响，盈利同比下降 18%；新华由于摊余成本计价的投资资产占比较高，投资收益同比保持正增长，带动盈利同比增长 19%；国寿则受到利率上行和保险服务费用同比显著下降影响，盈利同比增长 39.5%。

净资产表现方面，在 2024 年、2025 年 1 季度均呈现分化态势，主要受到金融资产分类、利率变动、及负债端评估采用市场利率还是平滑利率的影响。国寿和平安2024 年和 2025 年 1 季度归母净资产均保持正增长；太保2024 年净资产同比显著增长 16.8%，但 2025 年 1 季度由于利率上行，债券投资公允价值负向变动，净资产较年初下降 9.5%；新华由于摊余成本计价资产占比高于同业，资产和负债的表现并不同步，2024 年和 2025 年 1 季度净资产均出现下降；而太平2024 年归母净资产较年初下降 8.0%，主要受到利率下行的影响。

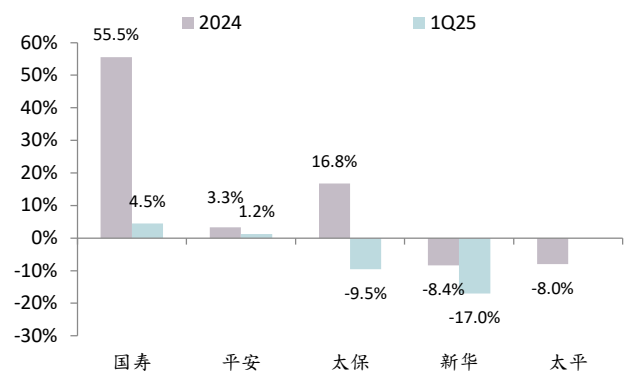
展望 2025 年，我们预计由于 2024 年受益于股票市场的强劲表现，盈利大幅增长将形成较高可比基数，2025 年面临一定增长压力。

图表 84: 归母净利润同比增速



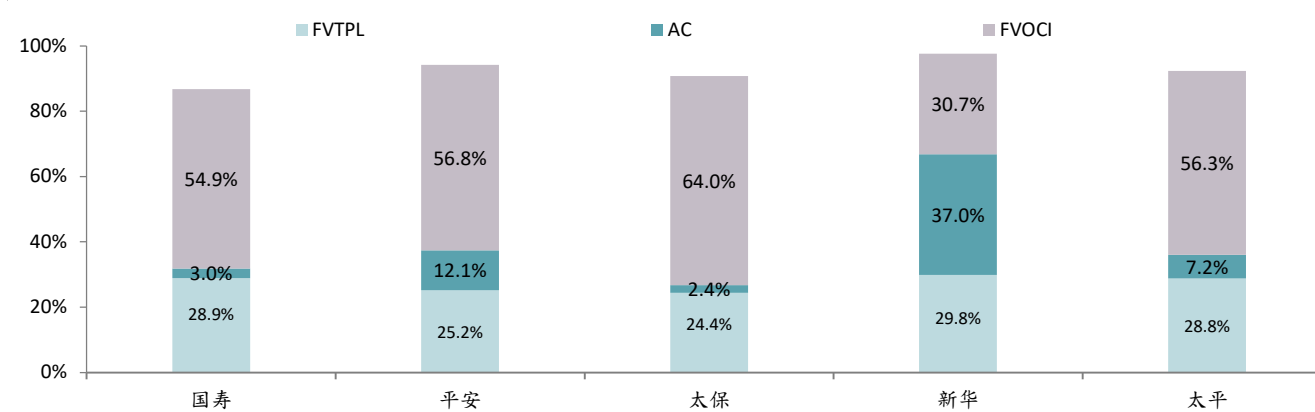
资料来源：公司资料，交银国际，太平无 1Q25 数据

图表 85: 归母净资产较年初增速



资料来源：公司资料，交银国际，太平无 1Q25 数据

图表 86: 上市寿险公司投资资产结构 (2024)



资料来源：万得，交银国际

2、受价值率提升影响，新业务价值保持增长态势

2024 年上市寿险公司新单保费普遍同比下降，但新业务价值实现较高增速，新业务价值增长主要来自价值率提升。银保渠道由于推行报行合一，对于新业务价值增长贡献显著，上市寿险公司银保渠道的占比呈现分化态势。2025 年 1 季度，可比口径新业务价值仍保持增长态势，但新单保费表现有所分化。新华新单保费显著增长，新业务价值增速低于新单保费增速，预计价值率同比下降，其他四家新单保费增速低于新业务价值率增速，预计价值率同比提升。

考虑到利率下行趋势，保险公司在 2023、2024 年均调整了内含价值精算假设。上市寿险公司 2023 年普遍将投资回报率从 5% 下调至 4.5%，风险贴现率从 11% 降至 9%；2024 年进一步将投资收益率假设下调 50 个基点至 4%，风险贴现率下调 50 个基点至 8.5%。

2024 年和 2025 年 1 季度，新业务价值率提升主要受三方面因素影响：1) 预定利率下调，2023 年 8 月传统险预定利率从 3.5% 降至 3.0%，2024 年 9 月开始进一步降至 2.5%，从 2024 年 10 月开始分红型/万能型保险产品预定利率上限/最低保证利率上限分别降为 2.0%/1.5%；2) 2023 年 8 月以来，银保渠道推行报行合一，手续费率显著下降；3) 险企自身优化业务结构，拉长缴费期限等。平安可比口径下季度新业务价值率保持提升态势。

预计预定利率仍有下调的空间，进一步降低保险公司负债端成本。2024 年 8 月，金融监管总局印发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。2025 年 1 月 10 日，金融监管总局向各人身险公司下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》。根据《通知》，保险业协会根据 5 年期以上 LPR、5 年期定期存款利率、10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，每季度发布预定利率研究值。当保险公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续两个季度比预定利率研究值高 25 个基点及以上时，要及时下调新产品预定利率最高值。

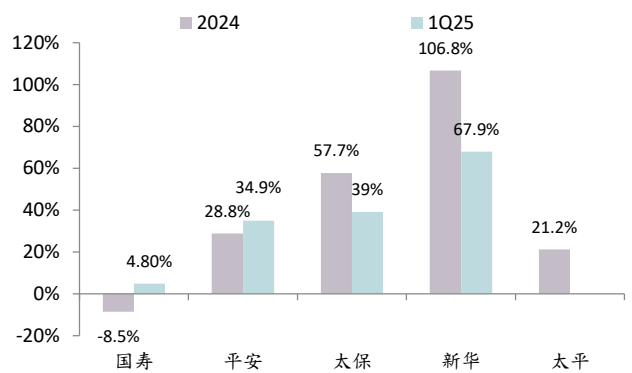
目前，普通型人身保险产品预定利率上限为 2.5%，鉴于 2025 年 4 月保险业协会公布的预定利率研究值为 2.13%，两者之间的差距已超过 25 个基点，预示着未来普通型人身保险产品预定利率仍有下调空间。

预定利率的下调态势推动保险公司加大向分红型产品的转型。分红险是 2025 年的销售重点，对于消费者来说，分红型产品在较低的保证利率水平上能够提供一定的向上弹性，对于寿险公司来说，分红型产品能够降低负债成本，缓解利差损风险，但是从市场的接受程度和渠道培训上预计仍需要时间。

我们预计 2025 年新业务价值仍有望保持增长态势，主要来自价值率的提升。

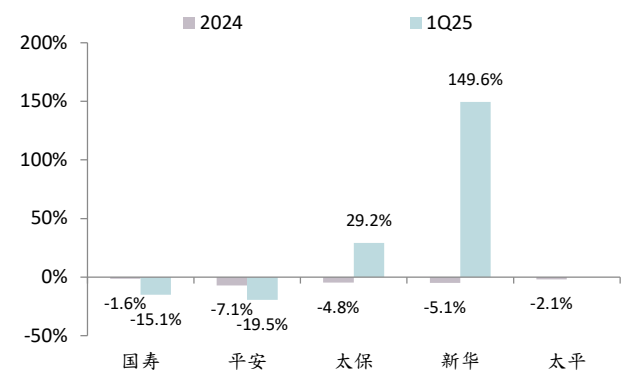
金融行业

图表 87: 新业务价值增速



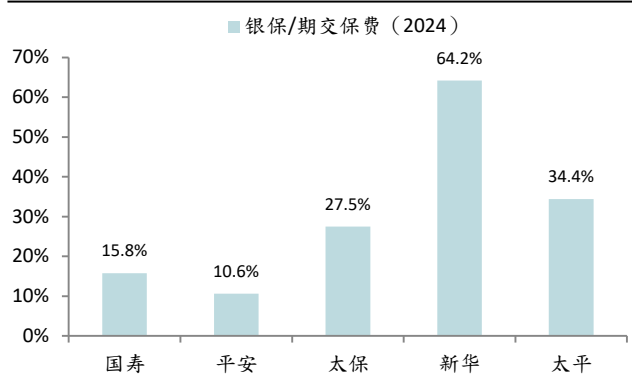
资料来源：各公司资料，交银国际，新华1Q25增速为不同口径

图表 88: 新单保费同比增速



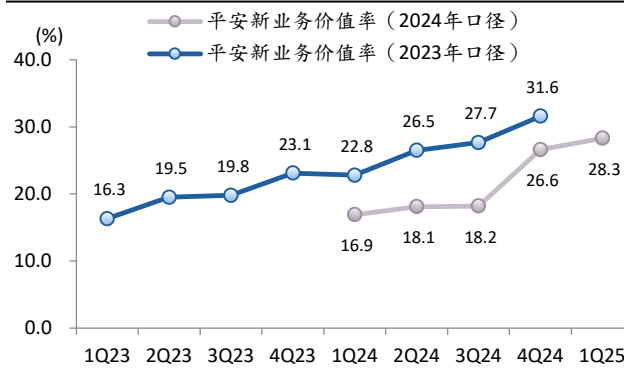
资料来源：各公司资料，交银国际

图表 89: 银保渠道占期交保费比重



资料来源：各公司资料，交银国际

图表 90: 平安新业务价值率



资料来源：各公司资料，交银国际

3、目前估值水平上保险板块兼具防御性和弹性

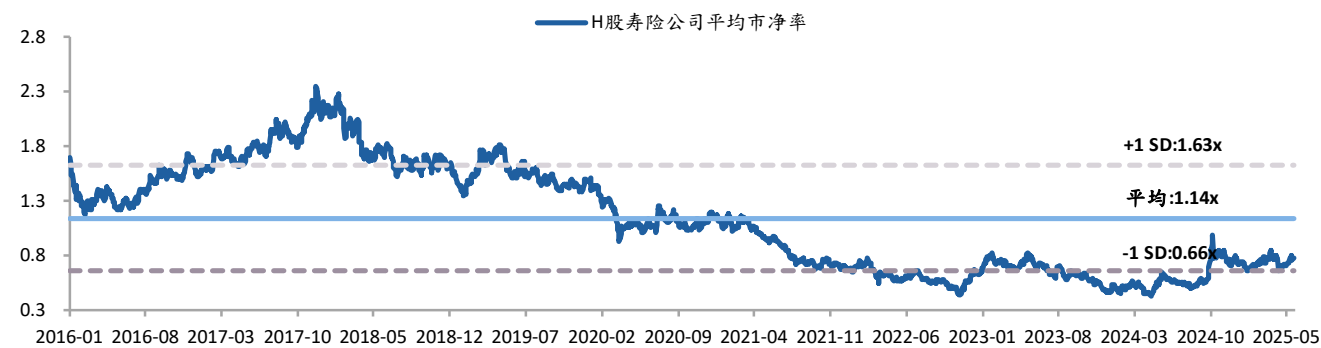
从防御性的角度来看，目前保险板块估值处于偏低水平。我们预计上市寿险公司 2025 年平均 ROE 普遍超过 10%，但目前板块估值仍显著低于历史平均水平；当前 H 股股价对应股息率普遍高于 4%。

从弹性角度来看，稳增长、稳定资本市场的政策后续仍存空间，股票市场预计将呈现企稳回升态势，寿险公司资产端对于股票市场表现仍具较高弹性。

我们认为寿险板块兼具防御性和弹性，推荐平安（2318 HK/买入）和太保（2601 HK/买入）。主要基于：1）交易性金融资产占比低于同业，盈利表现更为稳健；2）分红基于营运利润，有望保持平稳增长；3）股息率目前仍处在较高水平。

我们同时也看好中国财险（2328 HK/买入），基于：1）公司在财险行业保持稳固龙头地位，市场份额领先；2）投资收益表现稳健；3）股息率仍具吸引力。

图表 91: H 股上市寿险公司平均市净率仍显著低于 2016 年以来的平均水平



资料来源: 万得, 交银国际, 截至 2025 年 5 月 25 日

图表 92: 主要指标预测

	国寿	平安	太保	新华	太平
新业务价值增速 (%)					
2023	11.9	7.8	19.1	24.8	0.7
2024	-8.5	28.8	20.9	106.8	21.2
2025E	-9.3	3.2	9.9	36.3	1.6
2026E	4.7	5.1	4.9	3.8	2.7
盈利增速 (%)					
2023	-23.2	-22.8	-27.1	-59.5	44.1
2024	108.9	47.8	64.9	201.1	36.2
2025E	-4.6	-4.7	-7.4	-10.4	4.2
2026E	4.6	3.9	5.8	5.8	7.3
ROAE (%)					
2023	14.8	9.7	12.2	8.6	6.9
2024	25.5	13.9	16.6	26.1	9.3
2025E	18.8	12.5	13.6	25.7	9.9
2026E	17.7	12.1	13.0	27.7	10.1

资料来源: 交银国际预测

图表 93: 上市保险公司估值表 (交银国际预测)

	代码	评级	目标价 (港元)	收盘价 (港元)	— 盈利增速 —		— 市净率 (倍) —		— P/EV (倍) —		股息率 2025E
					2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E	
国寿	2628 HK	买入	19.0	15.8	108.9%	-4.6%	0.81	0.72	0.33	0.30	4.6%
平安	2318 HK	买入	60.0	45.9	47.8%	-4.7%	0.84	0.78	0.55	0.53	6.2%
太保	2601 HK	买入	32.0	24.6	64.9%	-7.4%	0.76	0.68	0.42	0.39	4.9%
新华	1336 HK	买入	36.0	31.9	201.1%	-10.4%	0.96	1.06	0.37	0.36	7.7%
太平	966 HK	买入	15.0	12.0	36.2%	4.2%	0.49	0.48	0.21	0.25	3.3%
寿险平均							0.77	0.74	0.37	0.36	
众安	6060 HK	买入	16.0	12.4	105.3%	23.2%	0.81	0.78	-	-	0.0%
中国财险	2328 HK	买入	17.0	15.0	30.9%	8.7%	1.20	1.10	-	-	4.1%
友邦	1299 HK	买入	84.0	64.9	81.6%	4.0%	2.21	1.93	1.33	1.31	2.8%

资料来源: 万得, 交银国际预测, 截至 2025 年 5 月 25 日

银行业：拨备贡献盈利呈现分化态势，高股息策略驱动因素进一步强化

从上市银行盈利增速来看，目前仍处于低位。2025 年 1 季度上市银行盈利再度出现负增长，同比下降 1.2%，主要由于息差下行、投资收益负向变动及拨备释放贡献收窄。从盈利驱动因素来看，2021-2024 年，拨备释放对于盈利增长的贡献显著，但贡献幅度呈收窄趋势，2025 年 1 季度，拨备的贡献进一步趋弱。

我们预计 2025 年息差仍面临下行压力，但降幅有望较 2024 年有所收窄。我们预计对于不良净生成率高于信用成本，且拨备覆盖率偏低的银行，通过拨备压降释放盈利的空间已经较为有限，拨备对于盈利的贡献将进一步呈现分化态势。

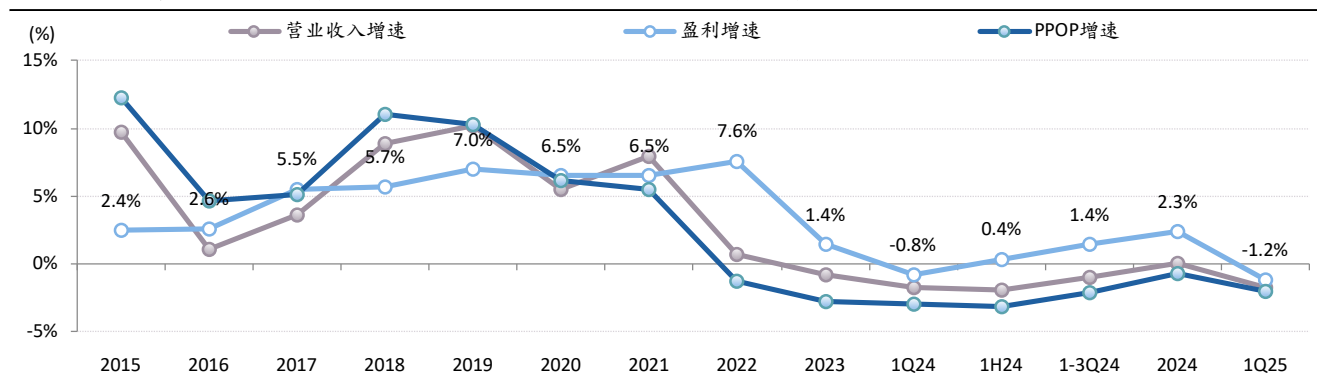
2022-2024 年，A 股银行业指数连续三年跑赢沪深 300 指数。我们认为目前支撑高股息策略的因素进一步强化。我们建议继续关注拨备仍有释放空间的标的：**1) 拨备覆盖率仍较高；2) 信用成本高于不良净生成率。**建议继续关注国有行和招行（3968 HK/未评级）。

1、上市银行盈利仍处于低位

从上市银行的营收和盈利表现来看，2022 年以来，上市银行营收增速高于拨备前营运利润（PPOP）增速，表明业务管理费是负向的盈利贡献；净利润增速高于 PPOP 增速，表明拨备是正向的盈利贡献。

从上市银行的盈利增速趋势来看，2023 年盈利增速受息差下行影响显著回落，2024 年盈利增速呈回升态势，主要受息差降幅收窄、债券投资收益和拨备释放的贡献；2025 年 1 季度上市银行盈利再度出现负增长，同比下降 1.2%，主要由于息差下行、投资收益负向变动以及拨备释放贡献收窄。

图表 94: 上市银行盈利增速 2024 年企稳回升，但 2025 年 1 季度再度回落



资料来源: 万得, 交银国际

2、盈利驱动因素分解

从上市银行的盈利增长驱动因素分解来看，2021年以来，息差下行成为拖累盈利增长的最大因素；盈利增长的正向贡献主要来自规模增长，以及拨备释放。2023、2024年受银保渠道报行合一、资本市场表现相对低迷的影响，净手续费收入对于盈利增长形成拖累，2025年1季度净手续费收入有所企稳；投资收益受益于债券市场利率下行对于2023、2024年盈利贡献较为明显，但2025年1季度由于债券利率出现上行，对盈利形成拖累。

2021-2024年拨备释放对于盈利增长贡献显著，但贡献幅度呈收窄趋势，2025年1季度拨备的贡献进一步趋弱。

图表 95: 上市银行盈利增速分解

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25
资产增速	13.3%	13.8%	6.7%	6.5%	9.0%	10.3%	7.9%	11.4%	11.3%	7.5%	7.5%
息差变动的贡献	-6.3%	-8.7%	-1.5%	1.6%	-0.6%	2.0%	-2.9%	-8.4%	-4.2%	-9.6%	-9.2%
净手续费收入贡献	2.8%	1.7%	0.1%	0.3%	1.2%	-2.5%	0.9%	-0.4%	-1.1%	-1.3%	-0.1%
投资收益贡献	0.9%	1.6%	-1.6%	4.5%	1.0%	-0.6%	2.1%	-1.6%	2.5%	2.4%	-2.1%
其他收入贡献	0.6%	1.5%	1.4%	-1.9%	2.0%	-0.1%	1.1%	0.5%	-2.8%	0.5%	1.7%
业务管理费贡献	2.6%	3.5%	1.6%	2.2%	0.1%	0.7%	-2.5%	-2.0%	0.7%	-0.8%	-0.3%
拨备贡献	-10.5%	-4.3%	-1.9%	-7.3%	-2.9%	-6.6%	-6.8%	-6.2%	-3.4%	-2.6%	0.2%
所得税贡献	0.8%	3.1%	1.8%	1.7%	0.0%	1.1%	0.1%	2.4%	1.2%	0.5%	0.8%
净利润增速	2.6%	3.4%	5.1%	5.5%	7.4%	0.6%	12.4%	7.2%	1.8%	2.4%	-1.1%

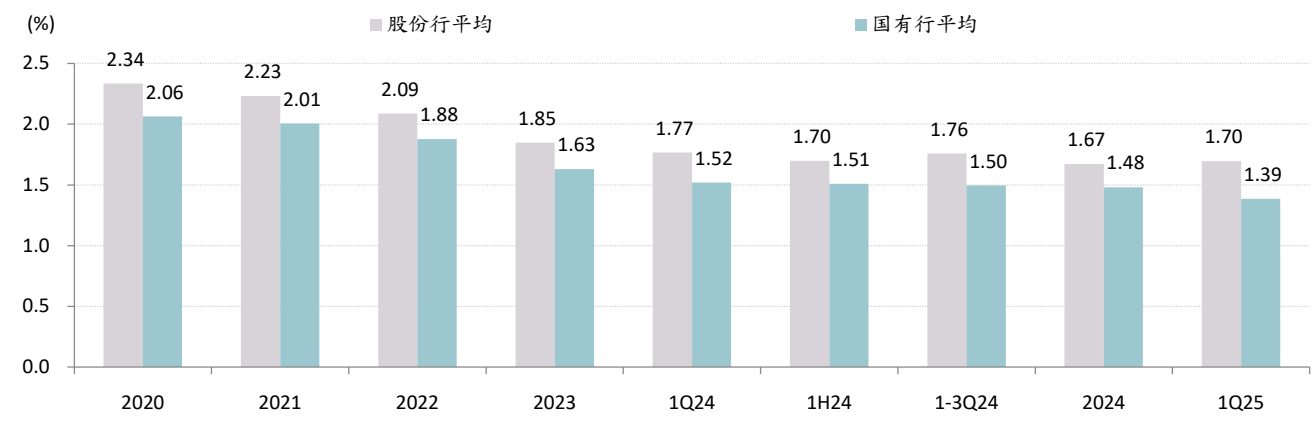
资料来源: 公司资料, 交银国际

3、2025年息差仍面临下行压力，但降幅有望较2024年有所收窄

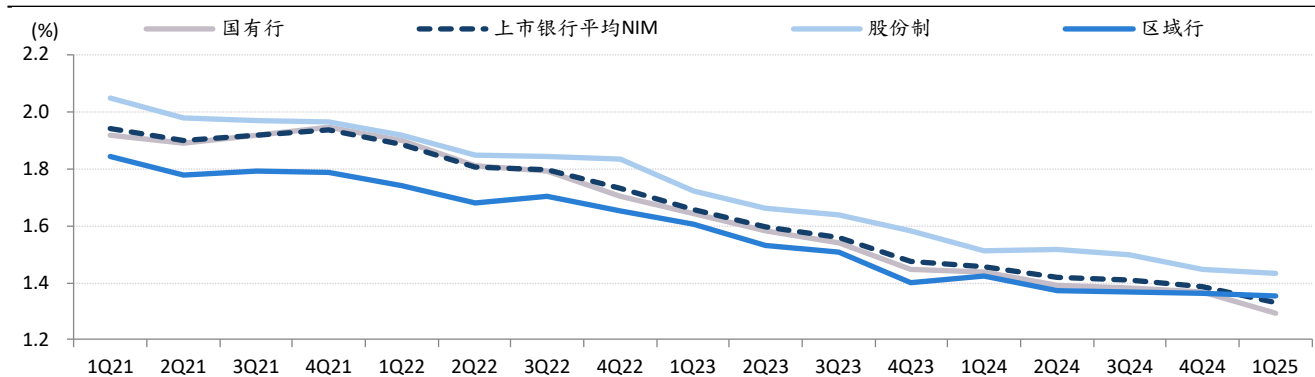
从上市银行盈利驱动因素分解来看，2021年以来，息差显著下行，形成盈利增长最大的拖累因素。

2021-2023年净息差降幅逐年扩大，从上市国有行的股份行的平均变动幅度来看，2021、2022和2023年同比分别下降8、14和24个基点，2024年同比下降16个基点，虽然同比有所收窄，但降幅仍然较大；2025年1季度较2024年全年水平继续下行，降幅为5个基点，同比下降10个基点。

从我们测算的季度息差（净利息收入/期初期末平均总资产）表现来看，呈现持续下行态势。2025年1季度上市银行测算净息差为1.33%，环比下降5个基点；其中主要由于国有行环比下降7个基点，股份行和区域行有所企稳。

图表 96: 上市国有行和股份行平均净息差（日均余额）


资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 97: 上市银行单季测算净息差


资料来源: 公司资料, 交银国际测算

不对称降息缓解息差压力。2024年, 人民银行宣布淡化MLF利率的政策性利率地位, 并将7天逆回购操作利率确认为政策利率。新的利率传导机制为: 央行调整7天逆回购操作利率, 通过市场化利率传导机制影响LPR, 再通过利率自律机制引导商业银行调整存款利率。5月7日, 央行宣布下调政策利率0.1个百分点, 将公开市场7天逆回购操作利率从1.5%下调至1.4%。5月20日, 1年期LPR和5年期以上LPR分别下调10个基点, 调整后分别为3.0%和3.5%。同日, 国有六大行宣布集体下调人民币存款利率, 活期存款利率下调5个基点至0.05%, 3个月至2年期定期存款利率下调15个基点, 3年期和5年期定期存款利率下调25个基点。负债端存款利率调整幅度大于LPR下调幅度, 不对称降息有利于缓解息差压力。

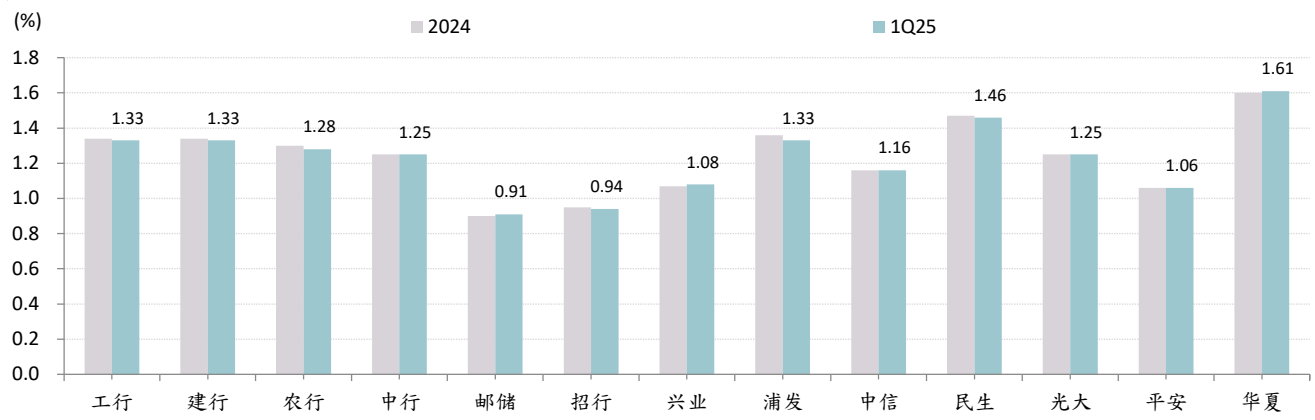
金融行业

我们预计后续政策利率仍有下降空间，但降息同时存款利率也将相应调整，降息总体对于银行息差影响较为有限。从资产端来看，重定价、贷款需求偏弱、化债对资产端收益率产生负面影响；负债端，存款定期化趋势延续，造成负债成本的刚性。相比 2024 年下调存量房贷利率对于息差的额外负面影响，我们预计 2025 年息差同比降幅在 10-15 个基点之间，有望较 2024 年略有收窄。

4、资产质量压力主要来自零售贷款

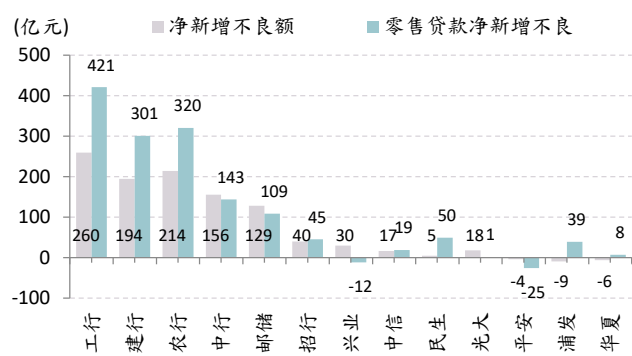
从不良率来看，上市银行不良率 2022 年以来呈现稳中有降态势，2025 年 1 季度上市银行不良率普遍微降或持平。从结构上来看，2024 年新增不良主要来自零售贷款，零售贷款不良率呈普遍上升态势；从零售贷款内部来看，按揭贷款不良率上升幅度较为显著，个人消费贷款、个人经营性贷款和信用卡贷款不良额均有增长。

图表 98: 上市银行不良率保持平稳



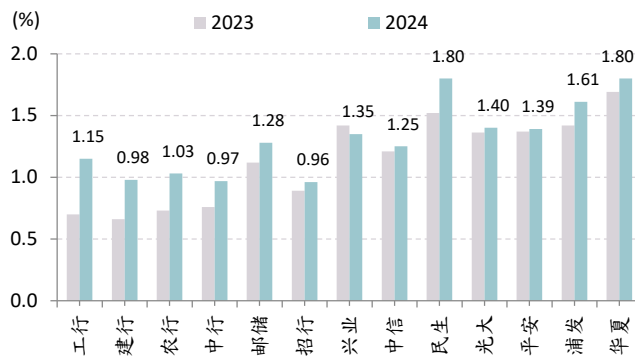
资料来源: 万得, 交银国际

图表 99: 2024 年新增不良主要来自零售贷款



资料来源: 各公司资料, 交银国际

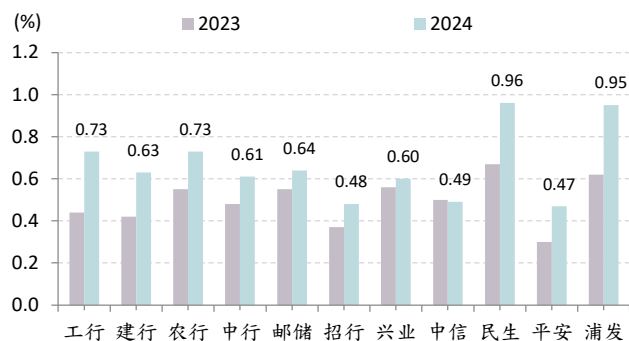
图表 100: 零售贷款不良率同比普遍上升



资料来源: 各公司资料, 交银国际

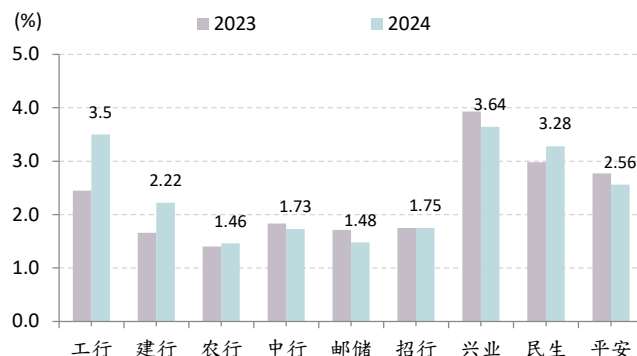
金融行业

图表 101:按揭贷款不良率显著上升



资料来源：各公司资料，交银国际

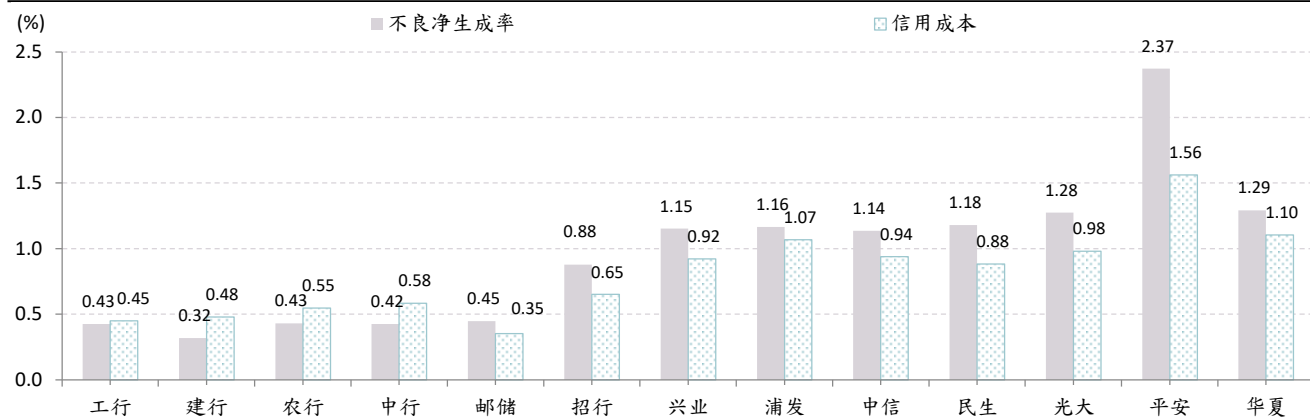
图表 102:信用卡贷款不良率也有所上升



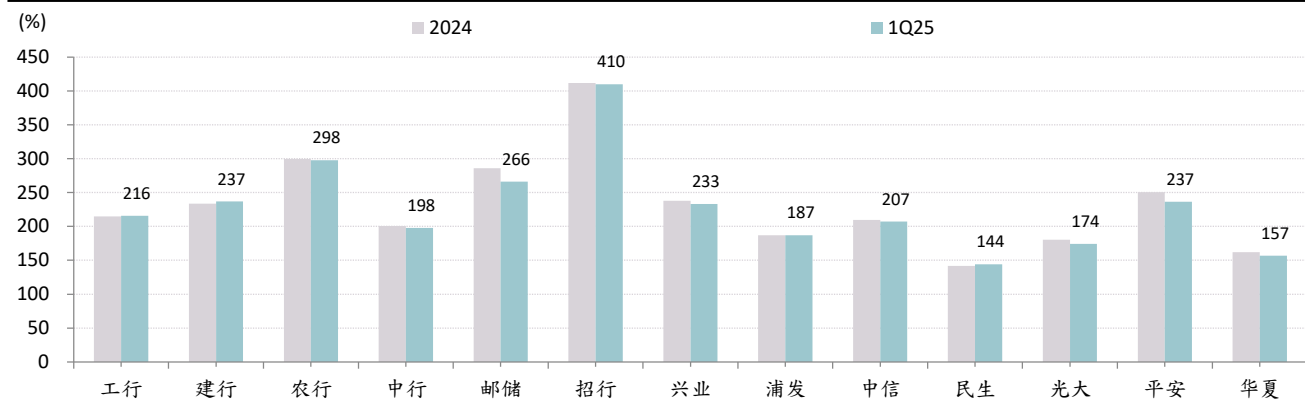
资料来源：各公司资料，交银国际

从不良净生成率来看，2022-2024 年总体呈下行趋势，但是 2024 年下半年环比上半年，部分零售银行业务占比高的银行出现上升势头。从拨备来看，信用成本呈现下行趋势，对于盈利增长形成正向贡献。从不良净生成率与信用成本的比较来看，2024 年国有行的信用成本仍高于不良净生成率，股份行的信用成本低于不良净生成率。从拨备覆盖率来看，招行保持显著高于同业的水平，国有行仍普遍保持在 200% 以上的较高水平，部分股份行已经低于 180%。

图表 103: 国有行信用成本仍高于不良净生成率（2024）



资料来源：各公司资料，交银国际

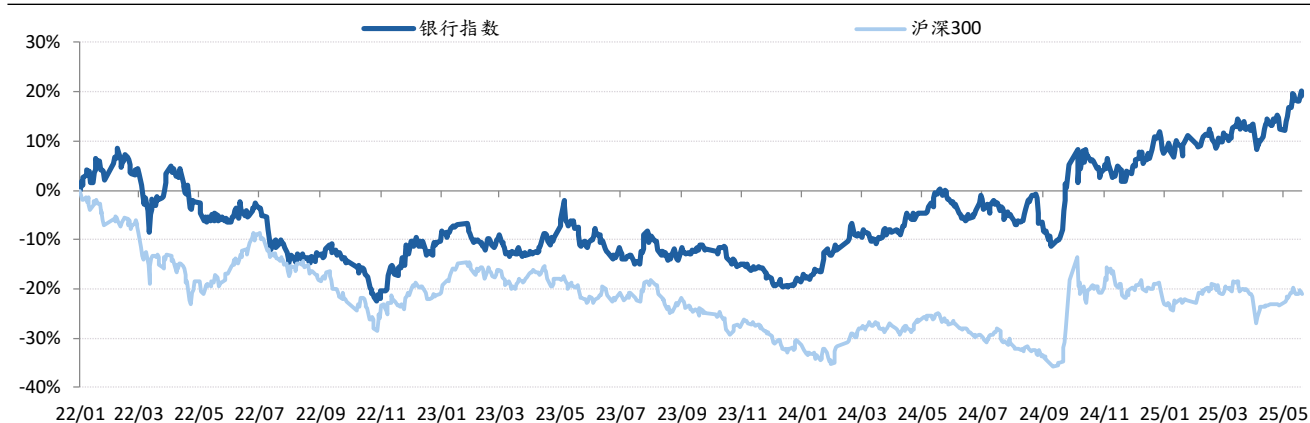
图表 104: 上市银行拨备覆盖率，招行高于同业，国有行相对高于股份行


资料来源: 万得, 交银国际

我们预计对于不良净生成率高于信用成本，且拨备覆盖率偏低的银行，通过拨备压降释放盈利的空间已经较为有限，拨备对于盈利的贡献将进一步呈现分化态势。我们相对偏好不良净生成率低于信用成本，拨备覆盖率较高的银行，主要为国有行和招行。

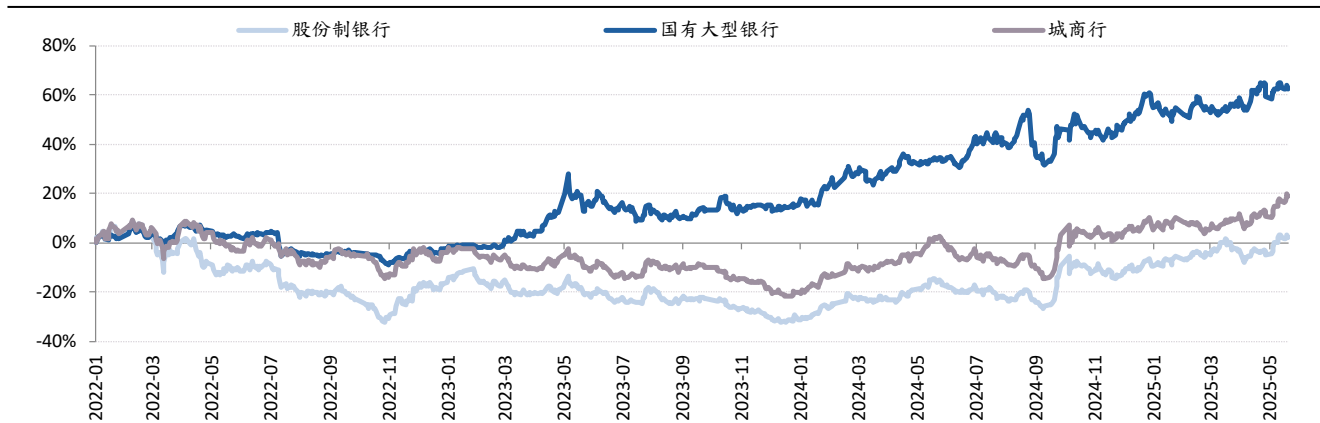
5、把握高股息主线，建议继续关注国有行和招行（3968 HK/未评级）

2022-2024 年，A 股银行业指数连续三年跑赢沪深 300 指数，截至 2025 年 5 月 25 日，银行业指数上涨近 8%，再度跑赢沪深 300 指数。银行板块内部，国有行股价表现显著好于城商行和股份行，主要由于国有行总体盈利表现更为稳定，而城商行和股份行内部呈现显著分化。

图表 105: 2022 年以来银行业指数显著跑赢沪深 300 指数


资料来源: 万得, 交银国际, 数据截至2025年5月25日

图表 106: 银行板块内部，国有行股价表现好于城商行和股份行



资料来源: 万得, 交银国际, 数据截至 2025 年 5 月 25 日。

我们认为当前支撑高股息策略的因素进一步强化。我们认为 2022 年以来，支撑股票市场高股息策略主要有三个核心因素。1) 美联储的高利率水平，对于股票市场流动性和投资者风险偏好形成压制；2) 国内低利率环境和股票市场波动下，投资者追求稳健的投资标的；3) 新会计准则实施后，保险公司通过加大高股息资产配置，以在低息环境下提升收益率，计入 FVOCI，稳定盈利表现，并实现资产端与负债端相匹配。我们认为支撑高股息策略的核心因素仍然成立，并且特朗普政府的关税政策和政策的不明朗加剧了经济和资本市场的波动性，进一步驱动避险资金转向高股息资产；人民银行的非对称降息也缓解了市场对于未来降息给银行带来息差压力的担忧。

我们预计 2025 年上市银行整体盈利表现有望保持稳定，但银行之间的分化态势将有所强化。预计 2025 年拨备释放能力继续为影响盈利增速的关键因素，但上市银行通过拨备释放提振盈利的空间将呈分化态势。

我们建议继续关注拨备仍有释放空间的标的：1) 拨备覆盖率仍较高；2) 信用成本高于不良净生成率。建议继续关注国有行和招行（3968 HK/未评级）。

图表 107: H 股上市银行估值表（万得一致预期）

代码	公司	收盘价 (港元)	总市值 (亿元人民币)	—EPS (人民币)—		——盈利增速——			—市盈率(倍)—		—市净率(倍)—		ROE	股息率
				2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2025E
1398 HK	工行	5.69	23,625	1.0	1.1	0.5%	-0.4%	2.7%	5.1	5.0	0.48	0.44	9.25	5.9%
939 HK	建行	7.03	16,397	1.3	1.4	0.9%	0.5%	3.0%	4.8	4.6	0.48	0.44	10.04	6.3%
1288 HK	农行	5.07	19,118	0.8	0.9	4.7%	1.7%	3.8%	5.7	5.5	0.59	0.54	9.78	5.3%
3988 HK	中行	4.68	15,335	0.8	0.8	2.6%	0.1%	3.7%	5.3	5.1	0.49	0.46	8.83	5.6%
1658 HK	邮储	5.11	5,183	0.9	0.9	0.2%	0.1%	2.9%	5.4	5.2	0.52	0.49	9.01	5.6%
3968 HK	招行	49.70	11,183	5.9	6.2	1.2%	0.6%	3.9%	7.7	7.4	1.00	0.91	12.55	4.4%
998 HK	中信	6.75	4,102	1.2	1.3	2.3%	-1.5%	3.3%	5.0	4.8	0.47	0.44	8.94	5.7%
1988 HK	民生	3.91	1,774	0.7	0.7	-9.8%	-3.9%	2.2%	5.1	5.0	0.28	0.27	5.13	5.1%
6818 HK	光大	3.68	2,285	0.7	0.7	2.2%	-2.5%	2.6%	4.9	4.8	0.39	0.37	7.39	5.5%
2016 HK	浙商	2.84	829	0.6	0.6	0.9%	1.0%	4.3%	4.7	4.5	0.39	0.36	7.99	6.0%

资料来源: 万得一预期, 交银国际, 截至2025年5月25日

证券行业：预计 2025 年盈利趋势向好，估值处于偏低水平

2024 年和 2025 年 1 季度，上市券商盈利呈现较好增长势头，增长主要来自自营投资收益和经纪业务。我们预计人民银行降息降准将为股票市场提供宽松的流动性环境，支持性政策有利于改善经济基本面和市场资金面，证监会完善监管框架，有利于推动业务合规发展。我们预计股票市场有望延续企稳回升势头，带动证券行业各项业务呈现向好趋势。

我们预计 2025 年 A 股日均成交金额为 1.3 万亿元人民币，证券行业净利润同比增长 20%，达到约 2000 亿元，平均 ROE 为 6.2%，同比提升 0.7 个百分点。

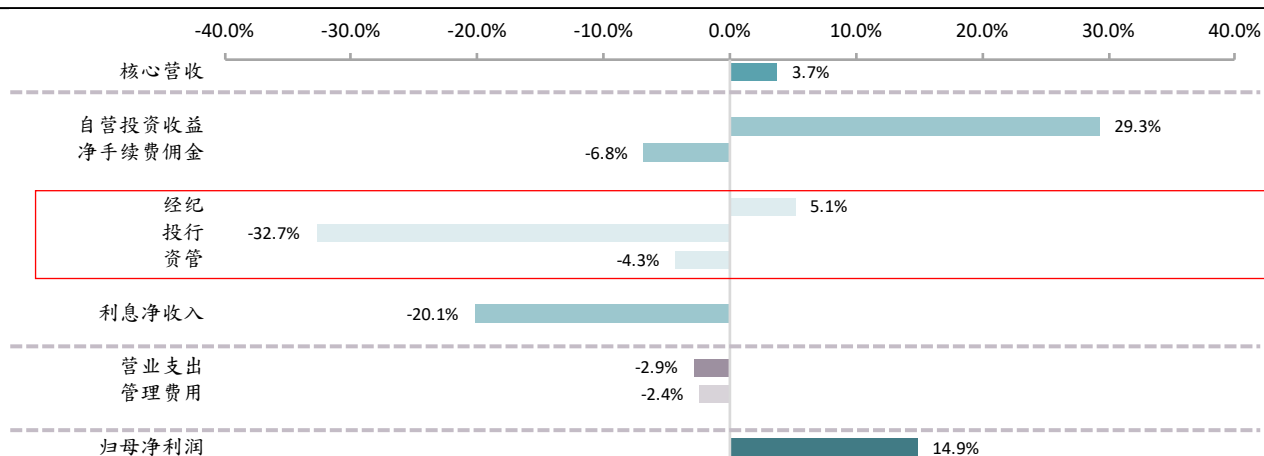
从估值来看，我们认为证券板块估值处于偏低水平，仍具估值修复的空间。我们推荐业务结构较为均衡的头部券商，维持中信证券（6030 HK）和华泰证券（6886 HK）买入评级。

1、2024 年和 2025 年 1 季度上市券商盈利表现回顾

2024 年，42 家 A 股上市券商归母净利润同比增长 14.9%，增长主要来自自营投资收益。其中上市券商前三季度盈利同比下降 6%，4 季度受“924”新政影响，股票市场显著提振，盈利同比增长近 1.4 倍，带动 2024 年全年盈利同比增长 14.9%。

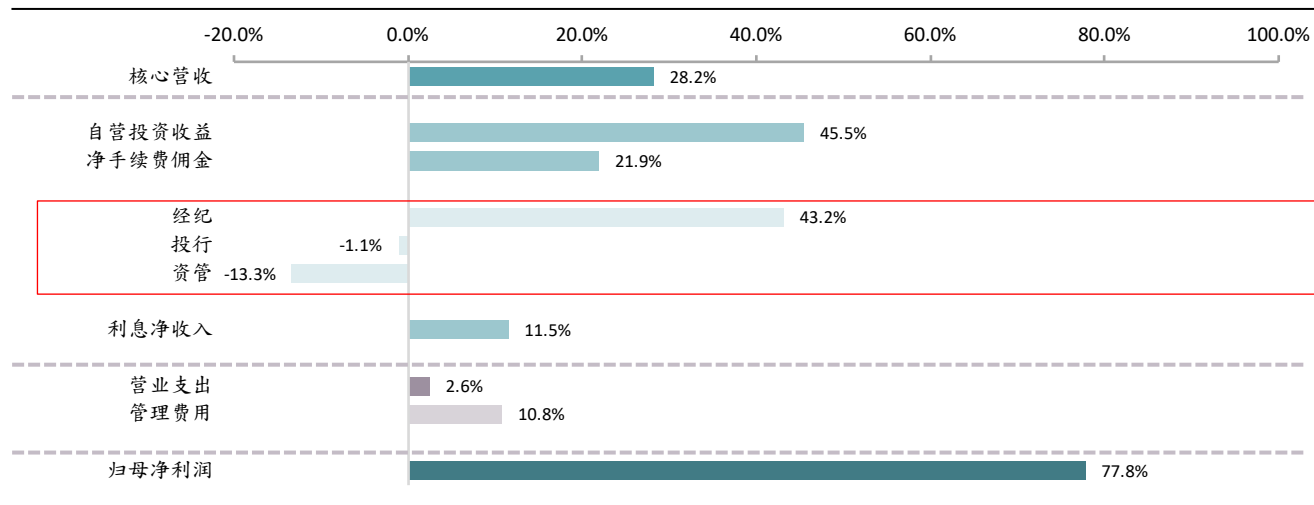
2025 年 1 季度，42 家 A 股上市券商归母净利润合计为 522 亿元人民币，同比增长 77.8%，盈利增长主要来自自营投资收益和经纪业务。

图表 108: 2024 年 42 家上市券商营收和盈利增速



资料来源: 万得，交银国际

图表 109: 2025 年 1 季度上市券商营收和盈利增速



资料来源: 万得, 交银国际

2、政策支持下，证券行业各项业务呈现向好势头

宏观政策为股票市场企稳回升提供持续支持。5月7日，人民银行宣布降准降息，市场流动性有望保持宽松状态，利好股票市场表现；对于“924”新政推出的两项结构性货币政策工具，央行进一步优化，将5000亿元人民币证券基金保险互换便利和3000亿元人民币股票回购增持再贷款的额度合并使用，总额度达8000亿元人民币，有利于更好地发挥稳定资本市场的作用。

证监会积极推动长期投资发展，对各项业务的监管框架进一步完善。5月7日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，推动行业从“重规模”向“重回报”转变，形成投资者与基金公司的利益协同，有利于推动长期投资的发展；5月16日，中国证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》，“并购六条”各项措施将全面落地，进一步释放并购重组市场活力，为综合实力强大的头部券商带来更多业务机遇。

根据证监会5月9日发布的2025年度立法工作计划，力争年内出台的重点项目”有5个，其中包括制定《证券投资基金投资咨询业务管理办法》《衍生品交易监督管理办法》。我们预计后续对于买方投顾、衍生品业务将有更明确的监管框架，有利于相关业务的合规发展。

我们预计在存量和增量政策支持之下，股票市场有望呈现企稳回升势头，带动证券行业各项业务的发展势头向好。

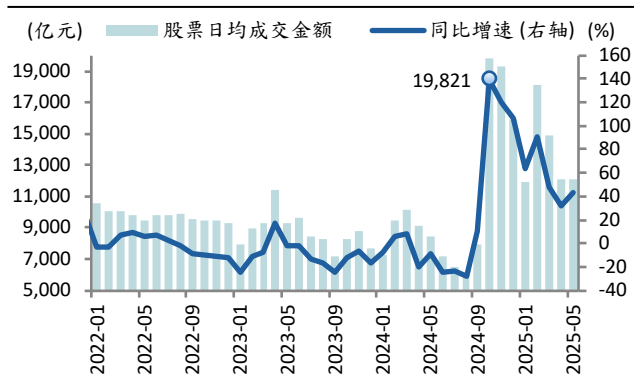
从日均成交金额来看：2024年1-3季度日均成交金额为7931亿元人民币，同比下降11.3%，受益于“924”新政，4季度日均成交金额达到1.8万亿元，同比增长1.2倍，拉动2024年全年日均成交金额达到1.05万亿元，同比增长20%。我们预计2025年日均成交金额有望达到1.3万亿元，同比增长23.5%，全年呈现增速前高后低走势。

金融行业

两融中的融资余额方面：自 2024 年 10 月开始显著提升，2024 年年末达到 1.85 万亿元人民币；2025 年 1 季末，受益于 Deepseek 等因素推动，进一步达到 1.9 万亿元，但 4 月以来市场受到特朗普政府关税政策的影响，环比回落至 1.8 万亿元以下。我们预计 2025 年有望较 2024 年末有小幅增长。两融成交金额占日均成交金额的比重在 2024 年 10 月、11 月均达到 10%，为 2016 年以来的较高水平，但 2025 年 2 月以来有所回落，目前为 9% 左右，仍高于“924”新政之前的水平。

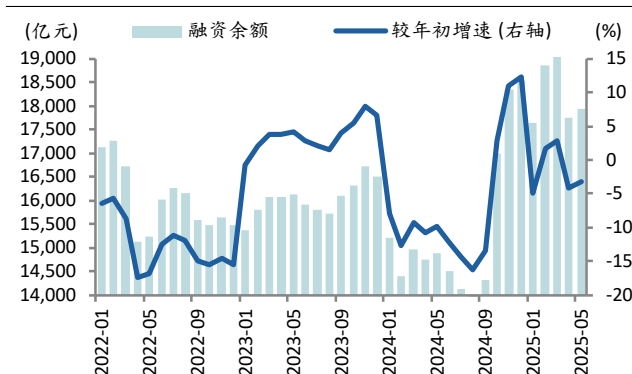
从投行业务来看：A 股 IPO 和股权融资呈现低位回升态势，港股 IPO 呈现强劲回升势头。2025 年 1-5 月，A 股 IPO 同比增长 1.5%，股权融资金额同比增长 50%；2025 年 1-4 月，港股 IPO 则达到 213 亿港元，同比增长 1.7 倍；股权融资金额达到 1710 亿港元，同比增长 4.9 倍。2024 年证券行业投行业务收入同比下降 35%，我们预计 2025 年在低位上有望企稳回升。

图表 110: A 股股票日均成交金额及增速



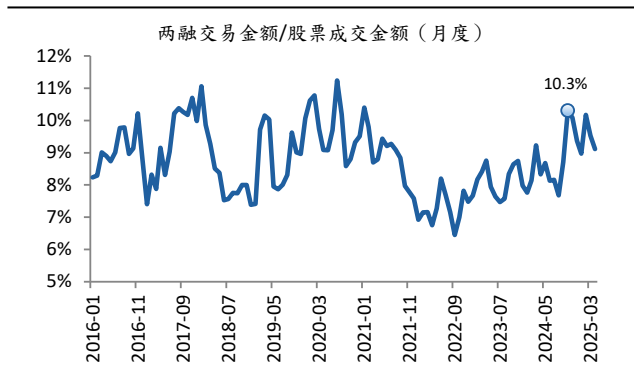
资料来源：万得，交银国际

图表 111: A 股融资余额及增速



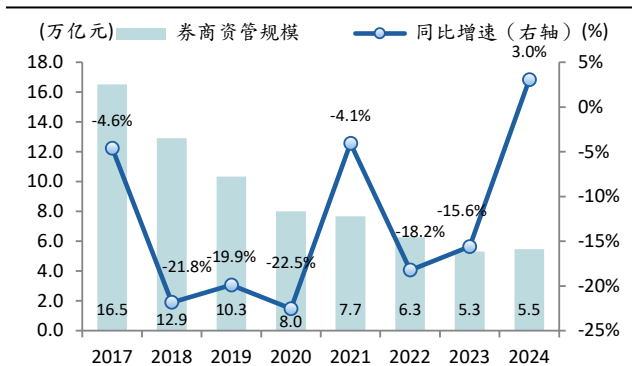
资料来源：万得，交银国际

图表 112: 两融交易占比



资料来源：万得，交银国际

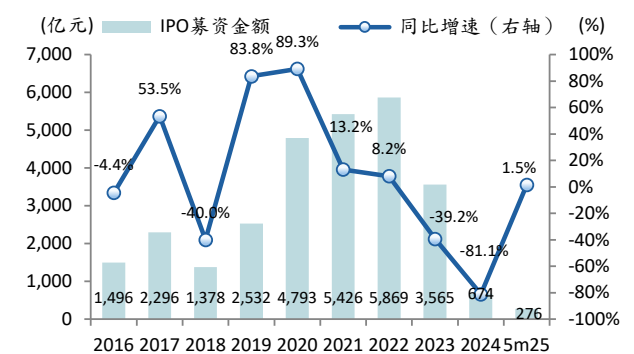
图表 113: 券商私募资管 AUM 企稳



资料来源：万得，交银国际

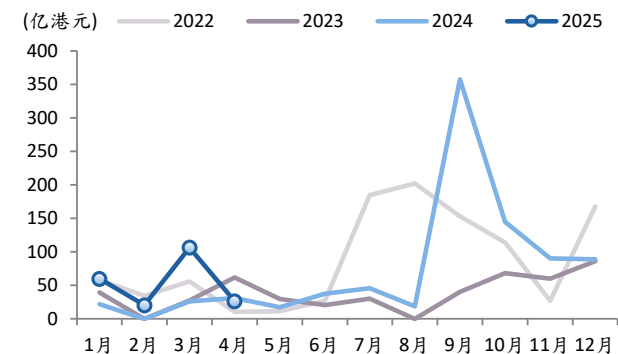
金融行业

图表 114: A 股 IPO 呈低位回升态势



资料来源：万得，交银国际

图表 115: 港股 IPO 自 2024 年 9 月显著回暖



资料来源：万得，交银国际

3、预计 2025 年证券行业盈利仍将保持较高增速

2024 年证券行业（证券业协会母公司口径）盈利同比增长 21%，平均 ROE 回升至 5.5%，同比提升 0.7 个百分点，盈利增长主要来自自营投资收益和经纪业务的贡献。

我们预计 2025 年证券行业盈利有望延续回升势头：**1）**日均成交金额在低基数上延续回升势头，推动经纪业务回升；**2）**自营投资收益仍具提升空间；**3）**净利息收入随着两融需求回暖而有望恢复同比正增长；**4）**投行业务受益于 A 股 IPO 低位企稳回升，以及中国香港市场 IPO 业务的强劲增长势头。

我们预计 2025 年证券行业盈利同比增长 20%，达到约 2000 亿元，平均 ROE 为 6.2%，同比提升 0.7 个百分点。

图表 116: 证券行业主要业务指标及假设

(亿元人民币)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
经纪业务							
股票日均成交金额	5,222	8,511	10,616	9,277	8,769	10,528	13,000
同比增速	40.7%	63.0%	24.7%	-12.6%	-5.5%	20.1%	23.5%
股基日均成交金额	5,599	9,076	11,370	10,234	9,917	12,102	14,885
同比增速	35.3%	62.1%	25.3%	-10.0%	-3.1%	22.0%	23.0%
							242
股基成交金额	1,366,233	2,204,491	2,762,968	2,476,710	2,399,928	2,928,653	3,602,243
平均佣金率	2.88%	2.63%	2.42%	2.29%	2.05%	1.97%	1.94%
投行业务							
IPO 募资额	2,532	4,793	5,426	5,870	3,565	674	707
同比增速	83.8%	89.3%	13.2%	8.2%	-39.3%	-81.1%	5.0%
股权融资额	15,426	16,778	18,182	16,867	11,344	2,905	4,067
同比增速	27.4%	8.8%	8.4%	-7.2%	-32.7%	-74.4%	40.0%
资管业务							
资管 AUM	108,310	85,531	82,352	68,740	59,251	54,657	57,390
同比增速	-18.9%	-21.0%	-3.7%	-16.5%	-13.8%	3.0%	5.0%
投资业务							
沪深 300 指数 (点)	4,097	5,211	4,940	3,872	3,431	3,935	
变动	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%	14.7%	
中债综合指数 (点)	201	207	218	225	236	254	
变动	4.6%	3.0%	5.1%	3.3%	4.8%	7.6%	
资本中介							
两融余额	10,192	16,190	18,322	15,404	16,509	18,541	19,200
同比增速	34.9%	58.8%	13.2%	-15.9%	7.2%	12.3%	3.6%

资料来源: 万得, 交银国际预测

图表 117: 证券行业主要财务指标预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
主要指标							
营业收入 (亿元人民币)	3,605	4,485	5,024	3,950	4,059	4,512	5,282
同比增速	35.4%	24.4%	12.0%	-21.4%	2.8%	11.2%	17.1%
净利润 (亿元人民币)	1,231	1,575	1,911	1,423	1,378	1,673	2,007
同比增速	84.8%	28.0%	21.3%	-25.5%	-3.1%	21.3%	20.0%
净利润率	34.1%	35.1%	38.0%	36.0%	34.0%	37.1%	38.0%
净资产 (亿元人民币)	20,200	23,100	25,700	27,900	29,500	31,300	33,408
平均 ROE	6.3%	7.3%	7.8%	5.3%	4.8%	5.5%	6.2%
收入增速							
代理买卖证券收入	788	1,161	1,338	1,135	984	1,151	1,398
同比增速		47.4%	15.3%	-15.2%	-13.3%	17.0%	21.4%
投资银行	483	672	700	659	543	350	368
同比增速		39.3%	4.1%	-5.8%	-17.6%	-35.5%	5.0%
资产管理	275	300	318	271	225	239	247
同比增速		8.9%	6.1%	-14.8%	-17.0%	6.5%	3.1%
净利息收入	464	589	662	633	532	501	546
同比增速		26.9%	12.6%	-4.4%	-16.1%	-5.7%	9.0%
投资收益 (含公允价值变动)	1,222	1,263	1,377	608	1,217	1,751	2,153
同比增速		3.4%	9.0%	-55.8%	100.1%	43.8%	23.0%
收入结构							
证券经纪	23.1%	28.7%	30.4%	32.6%	27.5%	28.4%	29.2%
其中：代理买卖证券收入	21.8%	25.9%	26.6%	28.7%	24.3%	25.5%	26.5%
投资银行	13.4%	15.0%	13.9%	16.7%	13.4%	7.8%	7.0%
资产管理	7.6%	6.7%	6.3%	6.9%	5.5%	5.3%	4.7%
资本中介	12.9%	13.1%	13.2%	16.0%	13.1%	11.1%	10.3%
证券投资	33.9%	28.2%	27.4%	15.4%	30.0%	38.8%	40.8%
小计	90.8%	91.7%	91.3%	87.5%	89.4%	91.4%	91.9%

资料来源: 证券业协会, 万得, 交银国际预测

金融行业

4、证券行业估值目前处于偏低水平

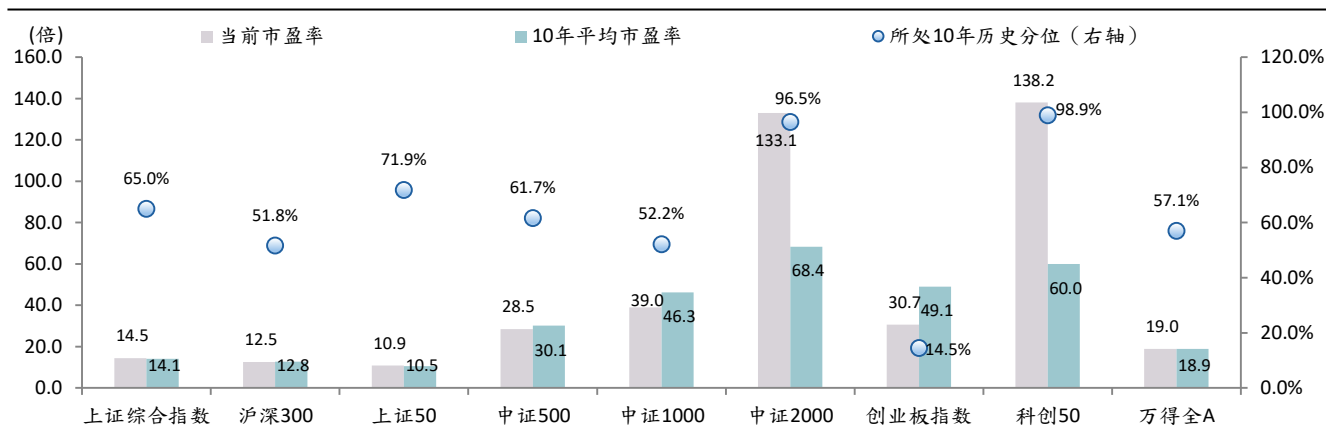
目前沪深300指数市盈率为14倍，A股主要市场指数整体估值水平接近过去10年平均水平；从历史分位数来看，除创业板指数仍处于过去10年15%历史分位数左右，其他均已经超过50%。

目前A股上市券商市净率为1.24倍左右，处于过去10年21%历史分位数，较接近过去10年负1倍标准差水平。考虑到市场整体估值处于过去10年的平均水平，我们预计当前证券板块估值处于偏低水平。

我们使用证券行业平均ROE与A股证券行业指数市净率进行测算，如果2025年证券行业平均ROE可以达到6-6.5%，对应合理市净率在1.48-1.58倍左右。我们认为A股证券行业估值目前处于偏低水平。

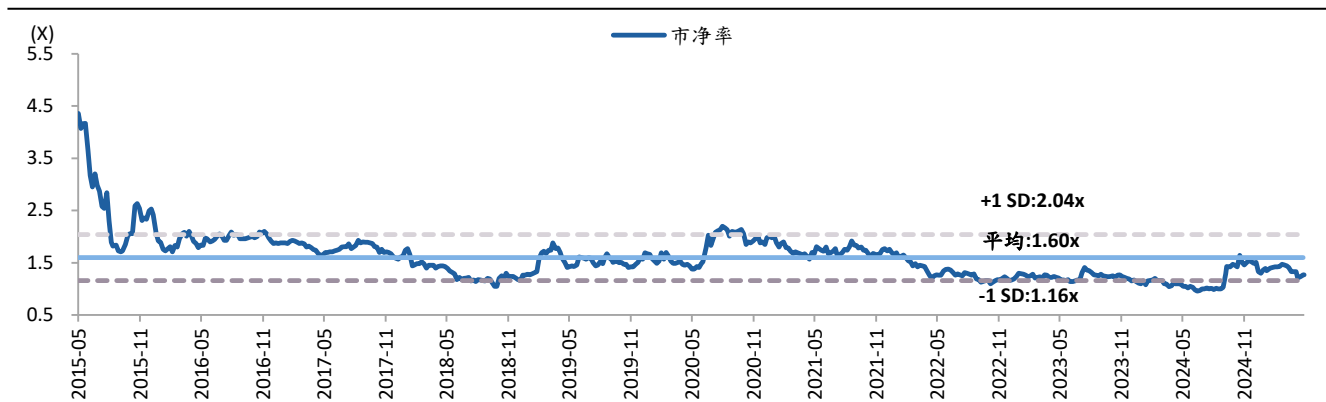
目前H股券商平均市净率为0.63倍，我们使用H股券商平均ROE与H股券商平均市净率进行测算，根据万得一致预期，如果2025年H股券商平均ROE达到6-6.5%，则对应合理市净率为0.72-0.75倍左右，估值仍存上升空间。

图表 118: 目前市场整体达到过去10年平均市盈率水平



资料来源: 万得, 交银国际, 截至2025年5月25日

图表 119: A股上市券商市净率处于过去10年21%历史分位数



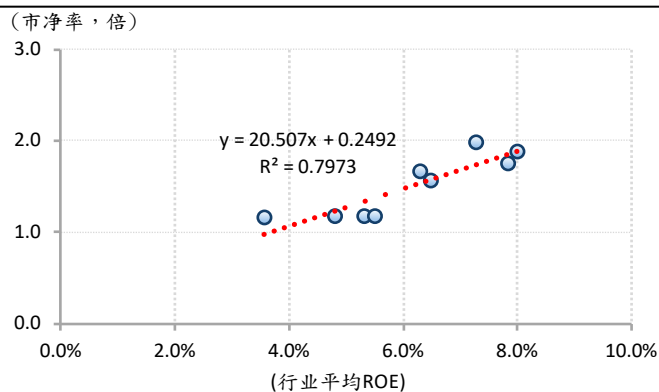
资料来源: 万得, 交银国际, 截至2025年5月25日

图表 120: H 股上市券商平均市净率低于 2016 年以来的平均水平



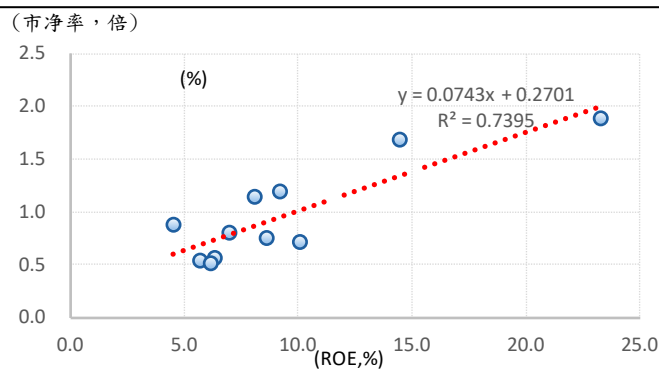
资料来源: 万得, 交银国际, 截至2025年5月25日

图表 121: A 股上市券商市净率 vs. ROE (2016-2024)



资料来源: 万得, 交银国际

图表 122: H 股上市券商平均市净率 vs. ROE (2014-2024)



资料来源: 万得, 交银国际

金融行业

5、推荐业务结构均衡的头部券商

我们预计在稳经济稳市场的政策支持之下，股票市场有望呈现企稳回升态势；预计2025年证券行业净利润保持较高增速；当前证券板块估值处于偏低水平，仍具估值修复空间。

维持行业领先评级，推荐业务结构较为均衡的头部券商，维持中信证券（6030 HK）和华泰证券（6886 HK）的买入评级。

图表 123：交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	14.84	17.5	17.90%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	9.15	12	31.10%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	13.44	17	26.50%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	19.84	25	26.00%	2024 年 10 月 30 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	19.76	16	-19.00%	2025 年 03 月 21 日	内地互联网财险公司
1336 HK	新华保险	买入	33.1	36	8.80%	2025 年 03 月 28 日	内地寿险公司
966 HK	中国太平保险	买入	12.24	15	22.50%	2024 年 11 月 23 日	内地寿险公司
2628 HK	中国人寿	买入	16.08	19	18.20%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	24.85	32	28.80%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	46.45	60	29.20%	2024 年 10 月 22 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	15.56	17	9.30%	2025 年 03 月 28 日	内地财险公司
FINV US	信也科技	买入	8.41	13	54.60%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
LX US	乐信集团	买入	7.09	11.8	66.40%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
QFIN US	奇富科技	买入	40.94	58	41.70%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	67	84	25.40%	2024 年 05 月 27 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	103.73	135	30.10%	2025 年 03 月 14 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 3 日

房地产行业

行业评级
同步

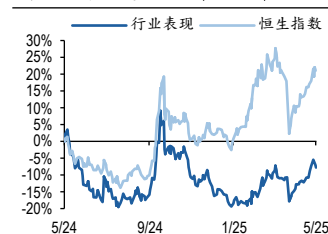
2025 下半年展望：内房止跌回稳，香港反弹可期

① **中国内地房地产：**我们认为当前中国内地房地产行业渐渐出现“止跌回稳”的信号。根据国家统计局数据，2025 年前四个月全国新建商品房销售额为 27,035 亿元（人民币，下同），同比降 3.2%，降幅已明显收窄。另外，中指院数据显示 2025 年 1 季度中国 300 城住宅用地出让金同比增长 26.5%，一、二线城市平均溢价率较高。市场展望：虽然仍存在局部供需不平衡，但 2025 年的住宅市场有望更加稳定。我们预期 2025 年一手房地产市场销售额为 8 万亿 - 8.5 万亿元。政策展望方面，我们相信 2025 年下半年政策主要方向包括：1) 延续收储政策；2) 盘活存量土储；3) 现房销售的支持；4) 住房金融政策进一步微调以及 5) 发展住房租赁市场。投资建议：我们对中国内地房地产的偏好排序为：估值不高的国企/国企背景开发商 > 拥有一/二线城市土地储备的民企龙头 > 其他民企开发商。

② **中国香港房地产：**虽然宏观不确定性在 2025 年仍将影响香港房地产市场的前景，但我们认为一些更关键因素正在出现转机，有望帮助香港房地产市场稳定，尤其是住宅市场，包括香港人口反弹和近期利率的大幅度下降，而 HIBOR 下跌也有助恢复市场对房地产的信心，我们预计 2025 年下半年、2026 年及 2027 年住宅价格增长分别为 3%、5% 及 5%。在本地以及旅客的消费习惯改变后，零售市场仍然面对一定挑战，但北上出行消费趋势渐趋稳定，部分缓解本地零售商的压力，整体租金压力较为温和。同时，我们对办公楼板块仍保持谨慎，虽然空置率有所下降，但仍将居于高位，而 2025-26 年也有不少大型项目落成，限制了办公楼市场的反弹空间。

③ **投资建议：**降息的时间和幅度有一定不确定性，但仍是未来 12-18 个月一个正面的潜在催化剂，而 HIBOR 的下降也会对本地的收租股以及房地产信托带来利润及估值端的提升，同时房地产信托短期内可能加入港股通是另一个行业重估的催化剂。我们对中国香港房地产行业偏好如下：零售房地产投资信托 > 低负债住宅开发商 > 零售业主 > 拥有大量办公楼业务的房地产投资信托基金/业主/开发商；我们选择领展（823 HK/买入）作为对中国香港房地产的首选。

行业与大盘一年趋势图



资料来源：FactSet

谢骐聪, CFA, FRM
philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
新鸿基地产	16 HK	买入	96.10	81.00	8.243	7.697	9.8	10.5	0.39	0.39	6.1
华润置地	1109 HK	买入	31.68	25.30	3.895	3.565	6.0	6.5	0.63	0.61	6.2
领展房托	823 HK	买入	47.70	39.85	2.471	2.631	16.1	15.1	0.54	0.57	6.9
碧桂园服务	6098 HK	买入	8.36	6.79	1.171	0.903	5.3	6.9	0.58	0.57	4.7
越秀地产	123 HK	买入	6.60	4.60	0.959	0.813	4.4	5.2	0.28	0.30	8.2
中海物业	2669 HK	买入	6.30	5.27	0.408	0.460	11.9	10.6	3.87	3.12	2.9
新世界发展	17 HK	买入	6.94	4.73	1.041	0.547	4.5	8.7	0.06	0.07	49.7
置富产业信托	778 HK	买入	5.86	4.53	0.405	0.363	11.2	12.5	0.32	0.33	8.9
越秀服务	6626 HK	买入	4.30	2.89	0.320	0.232	8.3	11.5	1.18	1.16	6.0
雅生活服务	3319 HK	买入	3.20	2.87	1.093	0.718	2.4	3.7	0.29	0.31	3.2
雅居乐集团	3383 HK	买入	1.16	0.45	-0.928	-0.965	NA	NA	0.03	0.04	0.0
恒基地产	12 HK	中性	23.02	23.95	2.005	2.019	11.9	11.9	0.36	0.36	7.5
时代邻里	9928 HK	中性	0.60	0.54	0.158	0.183	3.1	2.7	0.36	0.32	4.8
平均							7.9	8.8	0.68	0.63	8.9

资料来源：FactSet，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

中国内地房地产：市场初步止跌回稳

市场现“止跌回稳”的信号

自 2024 年国新办公布多项楼市新政以促进房地产市场止跌回稳，各地政府迅速作出响应，国家层面楼市支持政策纷纷落地，包括降低存量房贷利率和首付比例、加大保障性住房再贷款资金支持、支持收购房企存量土地，取消限购政策、调整税收等，过去十多年管理需求端的行政手段基本上已全面取消。我们认为当前国家房地产行业渐渐出现“止跌回稳”的信号。

根据国家统计局数据，2025 年前四个月，全国新建商品房销售额为 27,035 亿元，下降 3.2%；其中住宅销售额下降 1.9%。从新建商品房的销售区域市场来看，2025 年前四个月，东部地区占比最高，新建商品房销售面积和销售额分别占全国的 43.7% 和 59.6%，中部地区销售面积和销售额分别占比 26.3% 和 18.4%；而西部地区销售面积占比 26.6%，销售额占比 19.5%；东北地区销售面积占比只有 3.4%，销售额占比 2.5%。东部地区仍然是房地产市场的主力区域，但中西部地区市场份额有所提升，市场区域分化特征明显。从库存情况来看，4 月末商品房待售面积 78,142 万平方米，比 3 月末减少 522 万平方米。其中，住宅待售面积减少 455 万平方米。据中指研究院数据，库存压力主要集中在三四线城市，部分城市去库存周期超过 30 个月。

另外，从全国范围来看，中指研究院数据显示 2025 年 1 季度中国 300 城住宅用地成交规划建筑面积同比下降约 5%，但出让金同比增长 26.5%，一、二线城市平均溢价率较高。住宅用地成交楼面均价为每平方米 5,039 元，同比增长 32.6%。1 季度，杭州、上海住宅用地平均溢价率分别达 43.3%、29.0%，成都平均溢价率超 20%，北京、杭州、成都等地成交楼面价创新高。

市场展望

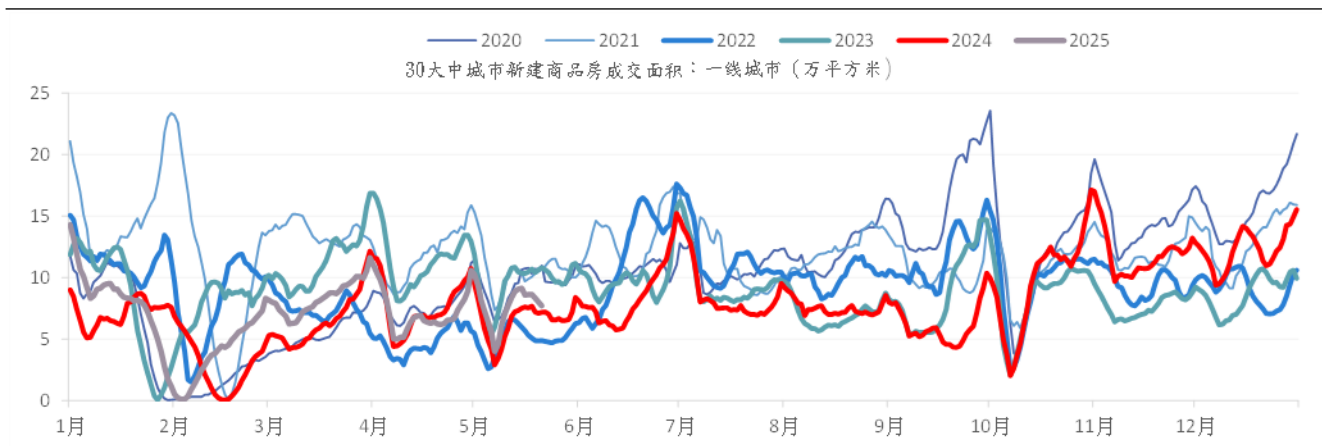
尽管市场仍存在局部供需不平衡、库存以及购房者信心等问题，但 2025 年的住宅市场有望更加稳定。同时我们相信在政府持续提供的政策支持下，市场将以渐进的方式复苏，并与经济基本面的改善紧密相关。开发商将主要聚焦于一线城市，这些城市具备财富积累优势、长期经济前景向好、需求量大、有望获得进一步政策支持，从而形成更有利条件。部分开发商可能会选择性地探索经营状况较好的二线城市，以开发住宅项目。

总的来看，我们预期 2025 年中国房地产市场（包括一手房和二手房交易）的总销售额预计约为 17 万亿元，大致与 2024 年持平。其中，一手房市场预计销售额约为 8 万亿 - 8.5 万亿元，相比 2024 年的 9.7 万亿元有所下滑。二手房市场预计将在 17 万亿元的市场中占据更大份额。

房地产行业

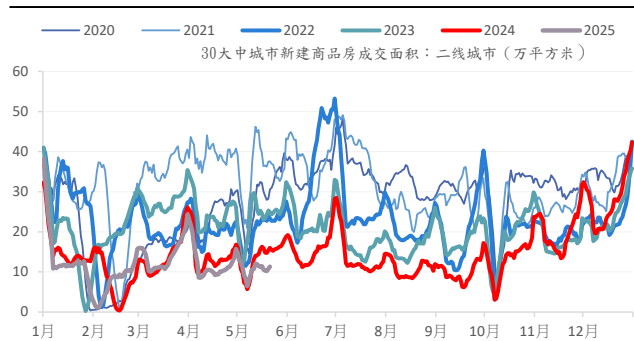
一线城市是未来数年的焦点。我们看到一线城市的成交量在过去数月保持相对稳定。2025 年前五个月，一线城市的一手市场成交面积比 2024 年略高，基本恢复到过去 5 年同期平均约 84% 的水平，而二/三线城市则只有约 54%/54%。我们认为，2025 年将延续渐进复苏态势，但我们相信在较高的需求以及较好的经济活动支持下，高线城市成交量复苏势头相对较好。

图表 124：30 大主要城市 - 一线城市成交量 2020-25 年水平



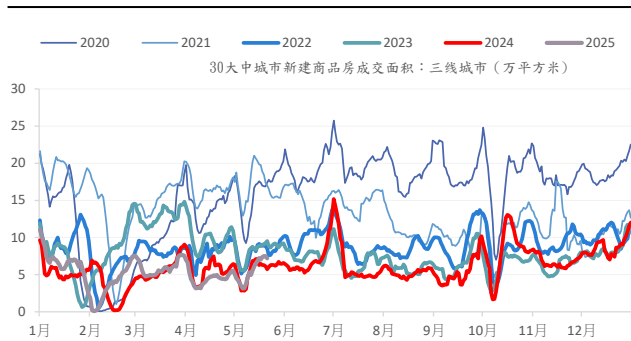
资料来源：万得，交银国际

图表 125：30 大主要城市 - 二线城市成交量约为过去五年平均的 54%



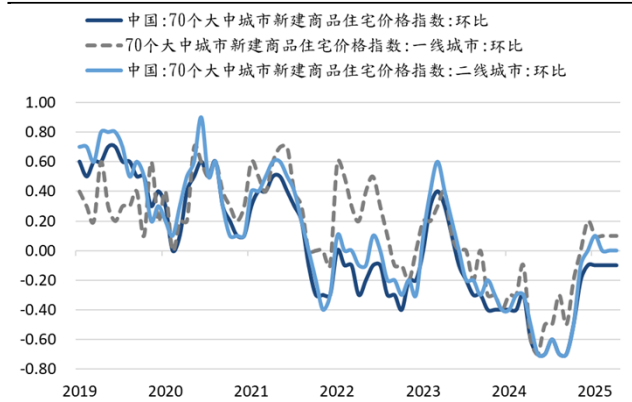
资料来源：万得，交银国际

图表 126：30 大主要城市 - 三线城市成交量约为过去五年平均的 54%



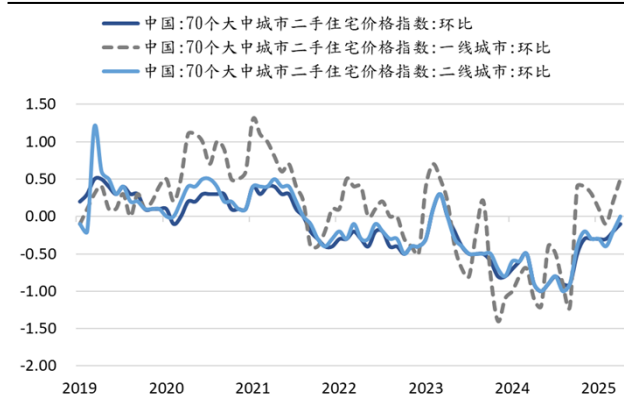
资料来源：万得，交银国际

图表 127：70 大中城市新建商品住宅价格指数



资料来源：万得，交银国际

图表 128：70 大中城市二手商品住宅价格指数



资料来源：万得，交银国际

政策落地促进市场回稳，房企则温和复苏，国企、地方龙头处于领先地位，未来弹性更大。

随着政策落地，房企销售数据在 2025 年有所改善。根据克而瑞的初步数据，受清明假期成交转淡影响，2025 年 4 月全口径销售总额由 3 月 3,445 亿元环比下降 10.4% 至 3,089 亿元。2025 年 4 月销售总面积约为 1,473 万平方米，环比下降 10.2%。2025 年前四个月合同销售总额同比下跌 7.8% 至 10,935 亿元（2024 年前四个月：11,866 亿元），跌幅明显收窄。

我们跟踪的 22 家主要上市开发商 4 月销售额环比下降 19.5%，主要由于销售面积减少（环比-16.7%），同时销售均价也有小幅下行（环比-2.2%）。22 家开发商前四个月销售额与去年同期相比多数仍保持下跌趋势，民企仍然下行。在 4 月销售额排名前十开发商中，国企数量为 9 家，民企为 1 家。在前 50 的房企中，2025 年前四个月国企合同销售额市占率略减至 73.1%（前三个月：73.3%）。

我们看见市场回稳，预计销售势头如果可以延续，会对部分房企财务提供有力支持。我们认为未来 3-6 个月需要重点关注回暖可持续性，如果销售势头持续回稳，我们相信会有更多的房企从财务上及基本面上“止跌回稳”，进而提振购房者以及融资端的信心，进一步有利市场修复。

从土地资源和布局来说，我们认为一线城市的需求相对更加平稳，土储以一线及强二线/特大城市为主的开发商在未来两三年的销售更有保证。我们继续预计国企开发商表现较好，因国企开发商可凭借其更优质的土储布局，较新的土储年龄及较高的市场认可度，提振其销售和保持相对稳定的利润。

图表 129：2025 年 4 月主要开发商的合同销售额

公司名称	股票代码	——合同销售额(十亿人民币)——			——销售面积(千平方米)——			——销售均价(每平方米人民币)——		
		2025 年 4 月	环比 (%)	同比 (%)	2025 年 4 月	环比 (%)	同比 (%)	2025 年 4 月	环比 (%)	同比 (%)
保利发展	600048 CH	24.6	-15%	-26%	1,402	-1%	-24%	17,553	-14%	-2%
华润置地	1109 HK	17.3	-34%	-19%	406	-64%	-53%	42,611	87%	73%
绿城中国	3900 HK	11.5	-47%	-25%	358	-34%	-40%	32,011	-20%	24%
中海地产	688 HK	20.1	-5%	-8%	850	-19%	9%	23,647	17%	-16%
越秀地产	123 HK	10.3	-43%	24%	206	-47%	7%	50,049	7%	16%
招商蛇口	001979 CH	14.7	-6%	-21%	520	-19%	-21%	28,288	16%	0%
万科地产	2202 HK	11.5	-13%	-42%	802	-12%	-41%	14,352	-1%	-3%
建发房产	1908 HK	14.6	51%	53%	546	67%	24%	26,813	-9%	24%
中国金茂	817 HK	7.0	-2%	8%	326	16%	-1%	21,503	-16%	9%
龙湖集团	960 HK	5.4	-22%	-38%	367	-16%	-37%	14,687	-7%	-2%
保利置业	119 HK	3.8	-35%	-33%	150	-35%	-21%	25,333	-1%	-15%
碧桂园	2007 HK	3.7	-4%	-24%	461	-4%	-24%	8,069	0%	0%
美的置业	3990 HK	2.1	-42%	-35%	187	-42%	-30%	11,230	0%	-6%
旭辉集团	884 HK	1.7	-14%	-56%	241	81%	15%	7,137	-53%	-62%
新城控股	1030 HK	1.9	-6%	-50%	262	15%	-50%	7,176	-18%	0%
融创中国	1918 HK	1.1	-34%	-92%	125	16%	-87%	8,480	-43%	-37%
雅居乐	3383 HK	1.2	-21%	-29%	110	-4%	-23%	11,273	-17%	-8%
中骏集团	1966 HK	0.7	-25%	-20%	64	-26%	-26%	10,781	2%	8%
宝龙地产	1238 HK	0.6	-20%	-50%	51	-12%	-41%	10,980	-9%	-16%
禹洲集团	1628 HK	0.5	-7%	-32%	30	-3%	-29%	17,333	-4%	-4%
建业集团	832 HK	0.5	0%	2%	94	2%	0%	5,745	-2%	2%
平均			-19.5%	-23.4%		-16.7%	-30.0%		-2.0%	1.8%

资料来源：克而瑞，交银国际

图表 130：主要开发商 2025 年前四个月合同销售额

公司名称	股票代码	——合同销售额(十亿人民币)——			——销售面积(千平方米)——			——销售均价(每平方米人民币)——		
		2025 年 首四月	2024 年 首四月	同比 (%)	2025 年 首四月	2024 年 首四月	同比 (%)	2025 年 首四月	2024 年 首四月	同比 (%)
保利发展	600048 CH	87.6	96.0	-9%	4,282	5,592	-23%	20,460	17,167	19%
华润置地	1109 HK	68.5	72.0	-5%	2,648	3,097	-14%	25,869	23,248	11%
中海地产	688 HK	66.5	82.0	-19%	3,143	3,905	-20%	21,164	20,999	1%
绿城中国	3900 HK	47.7	52.5	-9%	1,399	1,613	-13%	34,110	32,548	5%
招商蛇口	001979 CH	49.8	58.8	-15%	2,130	2,510	-15%	23,371	23,426	0%
万科地产	2202 HK	45.9	78.0	-41%	3,275	5,260	-38%	14,021	14,825	-5%
越秀地产	123 HK	41.1	30.0	37%	1,043	974	7%	39,425	30,801	28%
建发房产	1908 HK	42.8	41.1	4%	1,619	1,893	-14%	26,455	21,690	22%
中国金茂	817 HK	25.3	24.1	5%	1,174	1,284	-9%	21,559	18,769	15%
龙湖集团	960 HK	22.1	32.4	-32%	1,550	2,265	-32%	14,271	14,318	0%
保利置业	119 HK	18.0	16.5	9%	660	531	24%	27,273	31,073	-12%
融创中国	1918 HK	11.1	22.5	-51%	431	1,931	-78%	25,754	11,652	121%
碧桂园	2007 HK	13.2	22.6	-42%	1,634	2,795	-42%	8,072	8,075	0%
美的置业	3990 HK	10.5	13.6	-23%	935	1,133	-17%	11,230	11,995	-6%
旭辉集团	884 HK	7.2	14.0	-49%	701	1,057	-34%	10,200	13,283	-23%
新城控股	1030 HK	6.9	15.7	-56%	847	2,103	-60%	8,099	7,447	9%
雅居乐	3383 HK	4.8	5.3	-11%	368	455	-19%	12,962	11,736	10%
中骏集团	1966 HK	3.0	3.5	-15%	295	393	-25%	10,203	9,008	13%
宝龙地产	1238 HK	2.6	5.0	-49%	219	495	-56%	11,689	10,061	16%
建业集团	832 HK	2.5	2.9	-14%	420	445	-6%	5,952	6,539	-9%
禹洲集团	1628 HK	2.1	2.5	-18%	126	149	-15%	16,508	17,047	-3%
平均				-16%			-27%			15%

资料来源：克而瑞，交银国际

2025 年中国房地产市场投资与市场新趋势

- 1. 延续收储政策：**国务院总理李强 4 月在北京调研时强调，收购存量商品房用作保障性住房，是促进房地产市场止跌回稳、保障和改善民生的重要抓手。要落实好各项相关政策，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施。我们预计一线城市和主要二线城市的市政府将建立新平台，或让当地已有房地产/建筑业务的国有企业，购买商品住宅单位作为社会住房。
- 2. 盘活存量土储：**我们认为过去几个月宣布的新政策重点之一是控制未来的供给。我们预计新政策将向地方政府提供更多资金，以收回开发商不再适合住宅或商业开发的闲置土地储备。同时，我们预计地方政府可以将这些地块重新划分为其他用途，以支持其他新兴及新质生产力的行业发展，例如科技、低空经济及医疗保健行业等。
- 3. 更多的现房销售：**2025 年以来，住建部加速推进商品房销售制度改革，推动现房销售试点。这一政策旨在解决期房销售模式下购房者面临的一系列风险，如楼盘烂尾、货不对板等问题，保障购房者的合法权益，稳定房地产市场预期。如河南省信阳市或将成为中国内地首个全面落实现房制的城市，提出政策生效后，中心城区新出让土地开发的商品房一律实行现房。

现房销售要求房企具备更强的资金实力和项目管理能力，以确保房屋建设完成后才能推向市场销售。这一趋势将提高市场竞争门槛，加速行业优胜劣汰。资金实力雄厚、开发经验丰富的大型房企可能在市场竞争中更具优势，而一些小型房企可能面临更大的生存压力。

从长期来看，现房销售政策有利于稳定房地产市场价格，减少市场波动。购房者在购买现房时，能够更加直观地了解房屋的实际情况，减少了信息不对称，有助于提高市场交易的透明度和公信力。同时，这也会推动房企提升房屋质量，购房者购买现房也更加安全可靠，能有效避免期房可能存在的风险。

- 4. 住房金融政策进一步微调：**个人住房首付比例和房贷利率已处于历史最低水平，2025 年下半年虽进一步下行空间有限，但住房主管部门将视房地产销售市场回暖的延续性灵活调整个人住房金融政策。除北上深外，绝大部分城市已取消限制性购房政策，未来进一步取消限购政策的空间相对有限。

对于购房者而言，较低的首付比例和房贷利率降低了购房成本，提高了购房的可负担性，使更多人有机会进入房地产市场。这有助于释放刚性和改善性住房需求，稳定房地产市场的销售规模。从市场整体来看，住房金融政策的调整对房地产市场的供需平衡和价格走势有着重要影响，政策的适度宽松可以有效提振市场信心，促进房地产市场的平稳健康发展。同时，房贷负担的降低也有助增加居民的消费力，从而对实体经济带来一定的支持。

- 5. 住房租赁市场发展：**我们相信政策支持力度会持续加大，以支持住房租赁市场的发展，包括提供财政补贴、税收优惠、金融支持等，鼓励企业参与住房租赁市场的建设和运营，如对符合条件的租赁住房项目给予建设补贴

房地产行业

和运营补贴、对租赁企业提供税收减免和低息贷款等优惠政策。同时，降低利率以及运营成本可有助推动机构化长租公寓市场发展，提高租赁住房的品质和服务水平，以更市场化的方式鼓励房地产开发企业、中介机构等多元化主体参与租赁住房的建设和运营，从中长期增加租赁住房的有效供应。

住房租赁市场的发展将为居民提供更多的住房选择，满足不同人群的居住需求，特别是对于那些暂时无法购买住房的人群来说，提供了稳定的居住保障。同时，租赁市场的发展也有助于缓解购房压力，稳定房地产市场价格。

6. **行业竞争与发展模式：**企业竞争格局变化：2025 年前 4 个月 TOP100 房企销售额占比从 2023/24 年 31.9%/31.2% 提升至 35.8%。另外，TOP50 房企中，央企国企市场份额提升至 73.1%，行业集中度进一步提高。百强房企中多已实施“轻重并举”战略，我们相信代建、长租公寓、物业管理等轻资产业务营收占比将进一步提升，房企多元化转型趋势明显。

* **房地产新模式构建：**房地产行业正从过去单纯追求规模扩张，转向更加注重住房品质和居住体验的提升，明确行业转向“好房子”竞争，推动产品全面升级。未来住房将更加注重安全、舒适、绿色和智能化，住建部也在积极推动相关标准的制定和完善，引导房地产企业打造更符合时代需求的住宅产品。

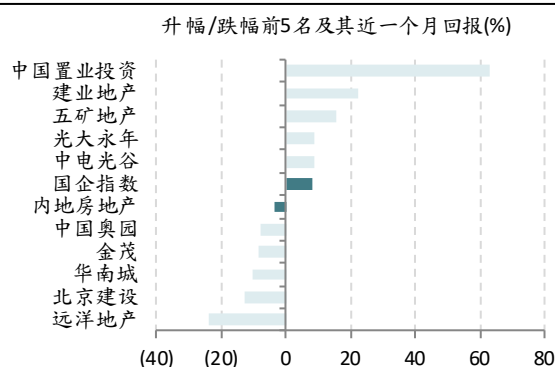
* **产品与服务升级，住宅品质提升：**2025 年 5 月 1 日起实施的《住宅项目规范》新规，对住宅的层高、电梯、隔音等提出新要求，如新建住宅层高不低于 3 米，较原先标准提升了 20 厘米，既能改善空间高度，也给室内天然采光和自然通风。4 层及以上住宅必须配电梯，12 层以上需设两台（其中一台可容纳担架），分户楼板隔声性能提升 11% 等，全面提升居住品质。

* **存量房改造与更新：**中国内地 2000 年前老旧小区改造收官，城中村改造新增 100 万套，城市更新成为重要引擎。我们认为对受城市更新项目影响的居民进行货币化补偿可以直接产生更多的购房需求。此外，通过重建一些生活和居住环境质量不达标旧村，也可以改善公众的整体生活质量和社区环境。存量住房的盘活与更新改造不仅能改善居民居住条件，还能带动万亿级建材、家居消费，提升城市整体形象和功能品质。

房地产行业

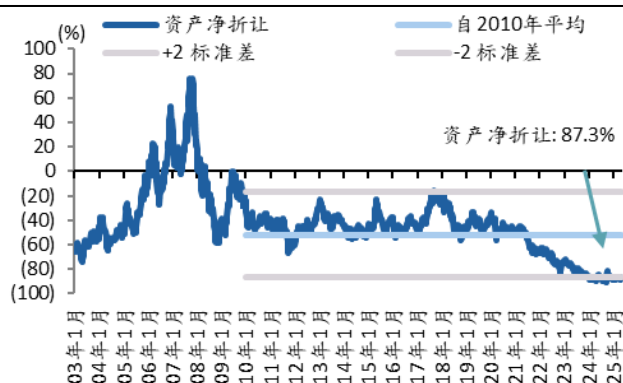
投资建议：在资本市场方面，我们相信近年房地产价格的调整对房企开发业务利润的影响率仍然会维持一段时间，但部份头部企业近年仍能维持相当的销售规模以补充新土地资源（土地成本较低）以及投资物业组合比较成熟（租金比例较高），可部份抵销市场波动的影响。我们预计未来的机会主要来自两个方面：1）国有企业或国有企业大股东的开发商将更受购房者的偏好，获得更好的销售业绩；2）少部份拥有更高土地储备质量的民企领头羊将会获得重估，并赶上市场复苏期间的购买力。我们仍然维持对中国内地房地产的偏好排序为：估值不高的国企/国企背景开发商>拥有较多一线城市土地储备以及成熟投资物业组合的民企龙头>其他民企开发商。

图表 131：内地房地产行业前 5 大涨跌股（过去一个月总回报）



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2025 年 5 月 23 日

图表 132：行业资产净值折让



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2025 年 5 月 23 日

中国香港房地产：房贷利率下行-“房贷比租化算”

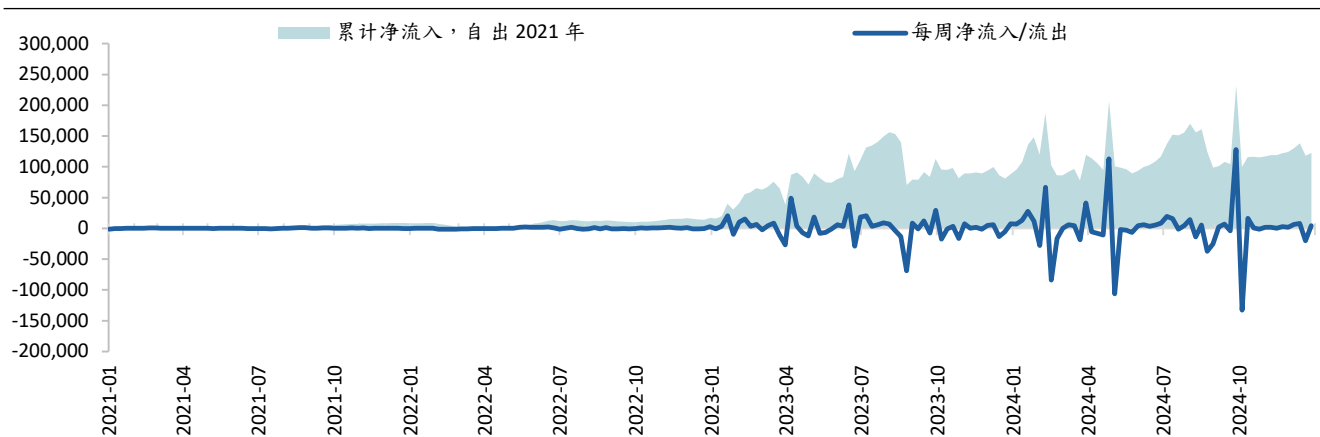
降息迎来拐点，恢复可期

虽然宏观不确定性因素在 2025 年仍将影响香港房地产市场的前景，如 1) 部份行业受多年的高利率环境以及全球经济增长放缓影响；2) 外部以及贸易不确定性；及 3) 消费习惯以及供需关系的改变。然而，我们也认为一些更关键因素正在出现转机，有望帮助香港房地产市场稳定，尤其是住宅市场，包括香港人口反弹和近期利率的大幅度下降。在本地以及旅客的消费习惯改变后，零售市场仍然面对一定挑战，但北上出行消费趋势渐趋稳定，部分缓解一些本地零售商的压力，使整体租金或只面对温和压力。同时，我们对办公楼板块仍保持谨慎，虽然空置率有所下降，但仍将居于高位，而 2025-26 年也有不少大型项目落成，限制了办公楼市场的反弹空间。

住宅：预计租金全年上涨 3%，中小户型价格有望下半年反弹 3-5%

我们继续看到住宅价格和租赁市场的分化趋势从 2023 年开始延续至今。根据差饷物业估价署统计数据，整体市场房价指数在 2023 年/2024 年/2025 年 1 季分别回落了 7.0%/7.1%/1.7%（2025 年 3 月：284.2，历史峰值 2021 年 9 月：398.1，回落 28.6%）。另一方面，整体市场房屋租金指数已升至 193.3，2025 年 1 季度环比上升 0.4%（2023 年/2024 年分别同比上升 6.0%/3.5%），而与 2019 年的历史峰值相比，租金指数仅从 2019 年 8 月的 200.1 下跌 3.4%。我们认为，无论是香港居民回流，还是政府推出的人才引进计划，人口的涌入都将带来住房需求的增量，并推动短期租金增长。

我们认为 2025 年租金水平将普遍上涨约 2-3%，鉴于新来港人口的偏好，靠近主要中央商务区和重点大学地区将表现更为出色，预期这些地区全年租金同比上升 5%+。

图表 133：自 2021 年至今从内地累计净流入约 11 万人口


资料来源：中国香港入境事务处，交银国际

自 2025 年 5 月，1 个月期香港银行同业拆息（“HIBOR”）出现了显著下跌，从 4 月 30 日的 3.95% 降至 5 月 27 日的 0.60%，创下近三年新低。这一变化主要由香港金融管理局的货币政策干预驱动，为维持港元与美元的联系汇率制度，香港金管局在 5 月以来动用了约 1,294 亿港元购入 167 亿美元，显著增加银行体系的总结余和流动性。

1 个月期 HIBOR 在 5 月已累积下跌约 335 个基点，降至 0.6% 以下。较低的 HIBOR 水平降低了开发商的借贷成本，也为住宅物业价格上涨提供了有利条件。虽然我们认为是现时银行体系结余及流动性的上升不太可能长期支撑着 HIBOR 与美债收益率显著的利差，但我们相信 HIBOR 在 6 月季节性因素退散过后，仍然会维持在比上半年约 4% 更低的水平。而从短中期来看，HIBOR 的下跌可直接降低购房者的按揭利率，减轻了供款压力，使购房成本得到有效控制。对于首次购房者而言，这提供了进入房地产市场的良好契机；对于改善型购房者，利率下调也为他们提供了置换更大、更优质房产的动力，推动了二手房市场的流通与升级。

对投资吸引力增强：稳定的租金回报和潜在的房产增值空间，在低利率环境下更具投资价值。随着购房成本的降低，投资者可以以更低的资金成本持有房产，通过租金收益和房产升值获取更高的投资回报率。存款利率的下降也可能吸引更多本地以收租为目标的长线投资者将目光重新投向香港房地产市场。

我们相信 HIBOR 的下跌有助于恢复市场对房地产的信心，购房者和投资者对市场的乐观情绪会有所增强，有利于推动房地产市场的稳定和复苏。不过，虽然借款成本下降、内地人才涌入及强劲租金虽能助楼市企稳，但供应过剩将抑制房价大幅上涨。我们预计未来三年香港的楼价将出现稳健增长，2025 下半年、2026 年及 2027 年住宅价格增长分别为 3%、5% 及 5%。

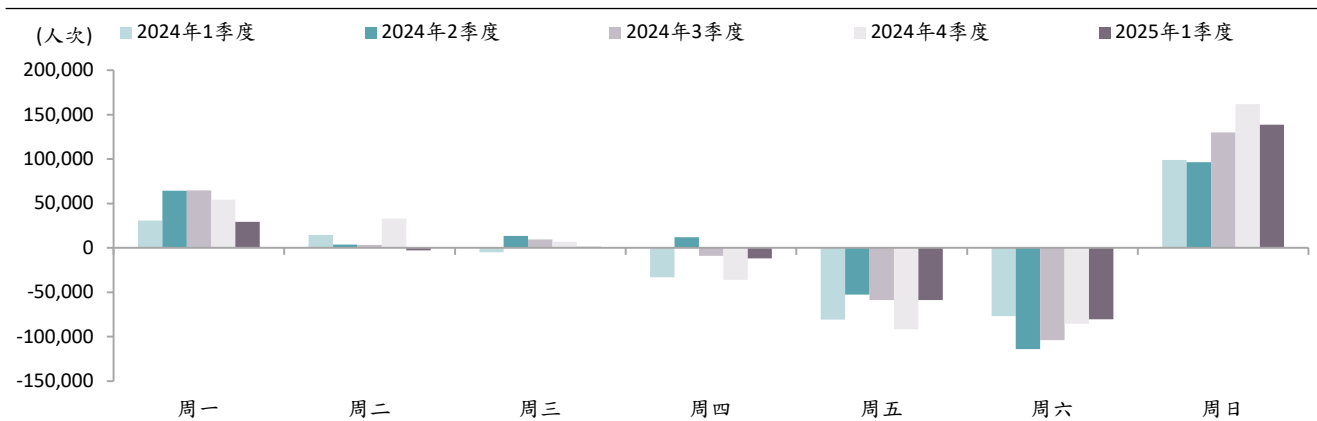
零售：料电商包邮影响更多行业，北上出行放缓减低部份影响

电商影响增加：随着更多的电商网购平台开始提供免费跨境包邮服务，本地居民购物习惯加速“由实转虚”，实体零售特别是日常用品、百货公司以及必需品的销售业绩受到一定的冲击。根据政府统计处的统计数据，2025年前三个月全香港的零售销售货值录得6.9%同比下降至948.4亿港元，当中大部份货品种类均录得低至高位数的同比跌幅，而“新鲜食品”（电商较难取代）以及“酒精饮料和烟草”（受进出口管制）则仍然录得同比增长。

香港大学经管学院在早于2023年的报告显示（当时电商平台还没有提供免费跨境包邮服务），已经有约71%的受访者每月至少在跨境电商平台购物一次，当中约三分之一受访者每次消费200–399港元，而时尚产品、家具、家居用品、食品杂货、电子设备及产品为主要购买货品。我们相信在多个购物平台提供免费跨境包邮服务后，更多的本地中低价格的购物需求会转移到在线平台。

北上消费趋缓：自2023年下半年开始，受跨境交通便利以及价格等因素影响，我们看到周末北上消费成风，导致近期零售额数据较弱。然而，我们看到近几个月周末出行净流出量略有下降。根据每日出入境边境管制统计数据，2024年周四到周六净出境人数（出境减入境人数）约为17.2万人次，2025年1季度则略降至约15.1万人次，我们预计北上消费情况渐趋稳定，并将部分缓解香港零售市场的业务压力。

图表 134：2024 年及 2025 年 1 季度平均每天口岸净出入境人数



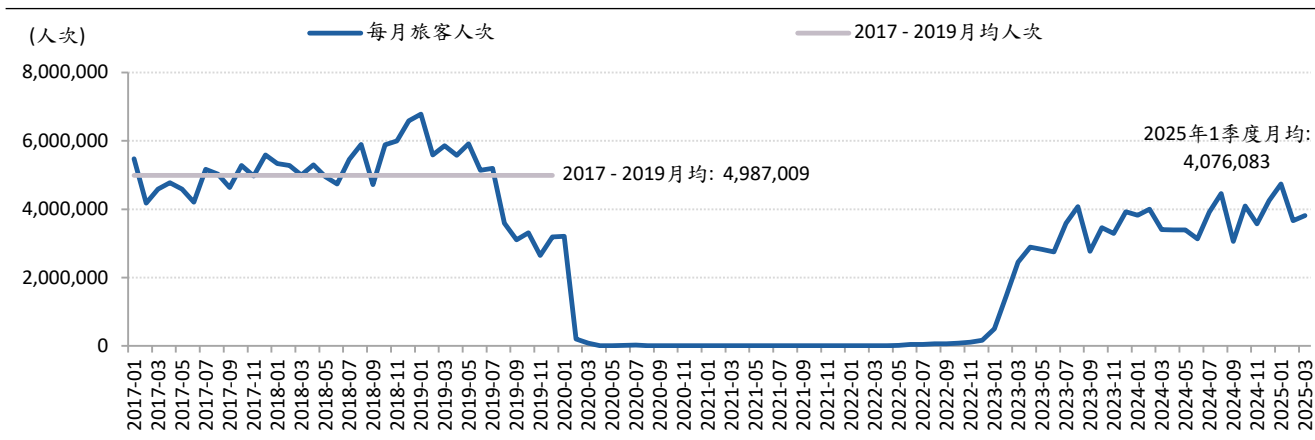
资料来源：中国香港入境事务处，交银国际

房地产行业

2025 年 1 季度入境游客量持续增长，为 5 年多新高

另外，随着政府不断举办更多活动以吸引游客，我们看到访港游客人数持续温和上升。2025 年 1 季度的游客人数同比增长 8.9% 至 1,223 万人次，为 2019 年 2 季度以来新高，月均旅客入境人数为 408 万人次，约为 2017-19 年月均游客人数的 82%。以 2024 年前三季度计，入境旅客总数为 3,259 万人次，同比增长 39.7%。

图表 135：2025 年 1 季度月均旅客入境人次恢复到 2017-19 年的 82% 水平



资料来源：中国香港入境事务处，交银国际

预计整体零售租金将温和回升

我们看见北上出行消费趋势渐趋稳定，这会部分缓解一些本地零售商的压力，但消费者更加注重消费品质和体验，对产品和服务的要求更高，对价格、品质和购物体验都有更高要求。我们相信在本地以及旅客的消费习惯改变后，零售市场仍然面对一定挑战，使整体租金面对温和的压力。

虽然游客的消费习惯以及平均消费水平有所改变，但我们认为游客数量的增加，加上北上消费趋势的放缓，仍会使餐饮和杂货等行业受益，因这些行业更加依赖消费者的客流量。因此，我们预计 2025 年高端购物中心和核心购物区仍可大致基本保持稳定，但在面对电商的挑战下，部份非旅游以及核心零售区面对的压力可能相对会较明显。

房地产行业

图表 136：2025 年前三个月数据显示，新鲜食品以及电商难以取代的行业表现领先

零售店类型	——2025 年 3 月——		——2025 年前三个月——	
	零售销售货值 (百万港元)	同比 (%)	零售销售货值 (百万港元)	同比 (%)
合计	30,071	(3.5)	94,835	(6.5)
食品、酒精饮料和烟草（超市除外）	2,788	+7.8	10,087	+2.5
-鱼、牲畜和家禽，新鲜或冷冻	783	+6.1	2,900	+4.1
-新鲜的水果和蔬菜	287	+11.2	810	+8.9
-面包、糕点、糖果和饼干	503	(12.1)	1,931	(15.8)
-其他未在别处分类的食品	691	+5.6	2,898	+2.7
-酒精饮料和烟草	524	+44.3	1,548	29.9
超市	4,173	+5.2	12,485	(1.4)
燃料	735	(3.9)	2,136	(6.9)
服装、鞋类及相关产品	3,301	(10.4)	11,663	(7.5)
-穿着服饰	2,866	(10.8)	10,104	(7.0)
-鞋类、相关产品及其他服装配件	435	(7.7)	1,559	(11.0)
耐用消费品	3,962	(17.8)	11,435	(19.7)
-车辆及其零部件	1,069	(46.4)	2,451	(48.5)
-家具和固定装置	411	(17.3)	1,166	(22.9)
-其他未分类的电气产品和其他耐用消费品	2,482	+6.7	7,818	(1.8)
百货商店	2,267	(5.0)	7,046	(8.4)
珠宝首饰、钟表和贵重礼品	4,063	(3.9)	12,694	(12.3)
其他消费品	8,783	+0.6	27,290	(1.2)
-书籍、报纸、文具及礼品	421	(0.9)	1,373	(8.0)
-中药和草药	433	(1.0)	1,179	(6.3)
-眼镜店	221	(2.7)	608	(5.9)
-药品和化妆品	3,041	+1.2	9,623	+0.8
-其他未在别处分类的消费品	4,667	+0.6	14,506	(1.2)

资料来源：中国香港政府统计署，交银国际

办公楼市场仍充满挑战，但料最差情况已过

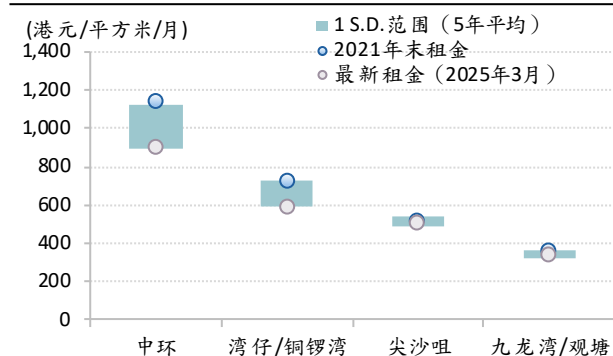
办公楼市场在未来 2-3 年内仍将面临挑战

我们注意到空置率仍然处于历史高位，但近月已开始缓慢下跌。据戴德梁行统计数据，办公楼市场自 2023 年 4 季度开始已连续六个季度录得正吸纳，同时业主正在放缓办公楼开发项目，放缓出租的步伐，我们相信这有助降低未来两年落成量较高的影响。在空置率仍然偏高的情况下，我们相信办公楼市场仍是充满挑战。我们继续看到大多数业主的甲级办公楼市场租值与过去的租金水平存在较大差距，续租时会带来下行压力。我们预计，在租金预期发生变化或经济前景显著改善之前，主要中央商务区的甲级办公楼租金将在 2025 年同比下降约 3-5%，主要是由于办公楼区的空置率仍将保持高位。

空置率较历史高位开始下降

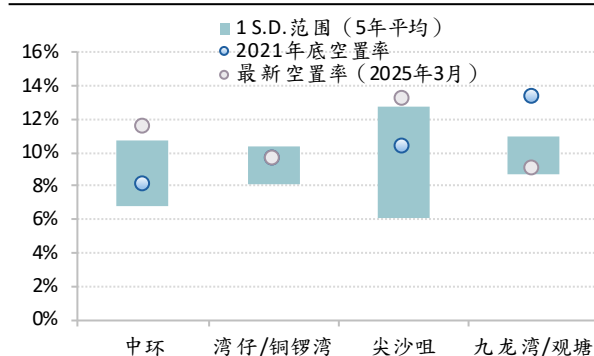
根据仲量联行的研究，2024 上半年甲级办公楼区的整体空置率一直上升，但到了 3 季度开始下跌，大部份办公楼片区的空置率已经稳定下来。截至 2025 年 3 月，中环、湾仔/铜锣湾、港岛东区、尖沙咀和九龙东区的空置率分别为 11.5%、9.6%、13.2%、9.0% 和 18.8%，较近两年高位的 12.1%、10.4%、13.8%、11.2% 和 20.2% 稍有改善，同时带动整体空置率从 2024 年 7 月高位的 13.7% 回落至 2025 年 3 月的 13.5%。

图表 137：核心区甲级办公楼租金



资料来源：中国香港差餉物业估价署，交银国际

图表 138：核心区甲级办公楼空置率



资料来源：仲量联行，交银国际

房地产行业

新项目租赁进度分化，连续六个季度录得正吸纳，料空置率维持稳定

就过去 12 个月的新落成量而言，大部分甲级办公楼位于中环，而 2025-26 年仍有大量项目落成。根据我们从各房地产中介渠道查询，我们注意到租赁进程分化，部份具特色或以合理的租金水平的项目能改善出租率，如：恒基兆业的出租率已超过 80%，长江中心二期的出租率仍维持在较低水平。而根据 Cushman & Wakefield 的估计，2024 全年，各主要办公区的甲级办公楼市场净吸纳量约为 109.8 万平方英尺，并自 2023 年 4 季度开始已连续六个季度录得正吸纳。

图表 139：香港甲级办公楼市场自 2023 年 4 季度连续六个季度录得正净吸纳量

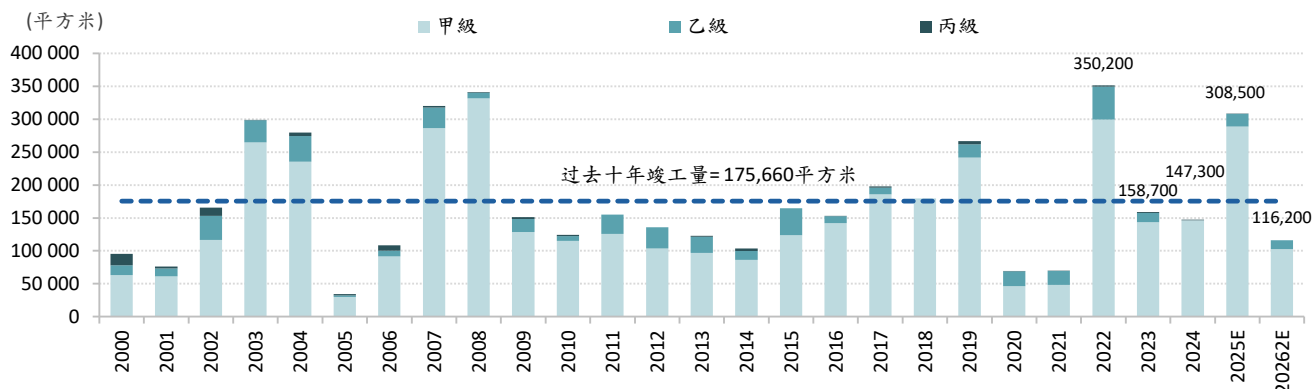
细分市场 (平方英尺)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
中环	(427,700)	(507,600)	10,400	(224,400)	(330,500)	(49,700)	130,800	28,000	29,300	103,700
湾仔/铜锣湾	(187,100)	(429,500)	(261,700)	181,300	(59,800)	47,000	94,100	26,200	28,900	32,500
香港东	195,700	(279,400)	(241,500)	105,400	(118,400)	(20,500)	18,400	(19,000)	(58,200)	(6,400)
香港南	11,100	(82,400)	(20,800)	46,900	(17,300)	13,400	(61,400)	15,700	36,300	(11,200)
尖沙咀	149,300	(532,200)	(152,500)	37,400	(259,400)	41,800	24,300	86,300	39,800	61,100
东九龙	645,700	(334,000)	(59,300)	1,500	216,800	289,700	173,600	136,300	42,700	(120,000)
西九龙	3,500	(130,000)	146,800	102,400	309,800	(57,400)	9,300	50,600	1,420	83,700
总计	390,500	(2,295,100)	(578,600)	250,500	(258,800)	264,200	389,100	324,100	120,200	143,700

资料来源：戴德梁行 2024 年 3 季度市场报告，交银国际

供应高峰预计在 2025 下半年或 2026 上半年，2026 年后供应下降或会迎来转机

根据差饷物业估价署的数据，2024 年办公室的整体落成量下降至 14.73 万平方米，但同时预测 2025 全年落成量会大幅上升至 30.85 万平方米，我们相信主要因新鸿基地产的大型高铁西九龙站项目（XRL 项目）的落成时间或在 2025 下半年或最迟 2026 上半年，预计该项目将提供总建筑面积为 260 万平方英尺的办公室和另外 60 万平方英尺的零售空间。我们看见连续的正吸纳有助缓解对租金的下行压力，但大量供应仍会压制租金上行的可能。同时高铁项目的高建筑规格和较低的租金水平可以轻松吸引一些中环主力租户将其总部搬迁并整合到新项目中，并给中环中央商务区带来进一步的出租率和租金压力。

另外，根据差饷物业估价署预测，在 2026 年的办公室的整体落成量会下降至只有 11.62 万平方米，为近十年来（除了 2020-22 年外）最低的落成量水平。我们相信随着资本与股票市场边际性的改善，部份行业结构性调整完成后也会带来新增的需求，会有助整体的租金止跌回升。

图表 140：2000 年以来办公楼竣工面积（平方米）


资料来源：中国香港差饷物业估价处，交银国际

预计 2025 年中央商务区租金将下降约 3-5%。从短期而言，主要中央商务区的空置率仍在历史高位，且未来部份新竣工项目租赁进度缓慢，我们预计 2025 年中央商务区甲级办公楼整体租金在 2025 全年下跌幅度约为 3-5%。同时，我们预计其他区域的空间率在新供应量减少的情况下，下行的情况会有所好转，但在商业和宏观环境明朗化之前，企业将继续对办公空间扩张采取观望态度，不会出现明显的反弹，而在落成量见顶过后，预计整体租金会在 2026 年止跌。

投资建议

我们对中国香港房地产行业保持审慎乐观的看法，并认为在不确定因素下，不同子版块会呈现分化表现，但我们相信在住宅价格经过数年的调整过后，已有更多的正面因素出现，我们认为住宅和零售租金和价格会保持相对稳定，而办公楼前景仍然有待复苏，待明年供应高峰过后或有更好的表现。虽然，降息的时间和幅度仍然有一定的不确定性，但我们仍相信这在未来 12-18 个月是一个正面的潜在催化剂，而 HIBOR 的下降也会对本地的收租股以及房地产信托带来利润及估值端的提升。同时，我们相信房地产信托短期内加入港股通会是另一个行业重估的催化剂。我们对中国香港房地产行业偏好如下：零售房地产投资信托基金>低负债住宅开发商>零售业主>拥有大量办公楼业务的房地产投资信托基金/业主/开发商；我们选择领展（823 HK/买入）作为我们中国香港房地产的首选。

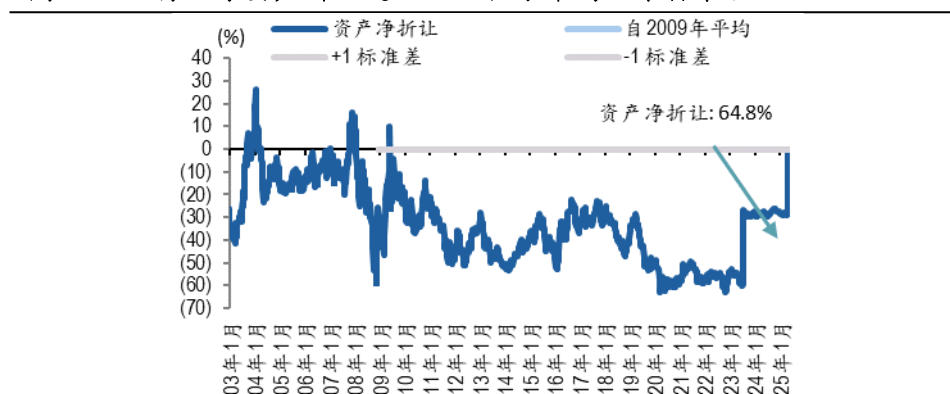
选股建议：领展（823 HK/买入）

领展房地产信托基金目前是亚洲最大的房地产信托基金（按市值计算），其收益率与长期美国国债收益率之间的差距通常较小。由于近期单位价格调整，该公司目前在 2025 年 5 月的预测派息收益率约为 6.6%，与最新 10 年期美国国债收益率之间的差距大于 210 个基点，高于领展房地产信托基金上市以来的平均收益率差。近期利率下行，也有助于公司进一步降低利息支出以提升派息。另外，我们相信房地产信托可能会在今年进入港股通名单，我们相信可为进一步提升领展估值。

房地产行业

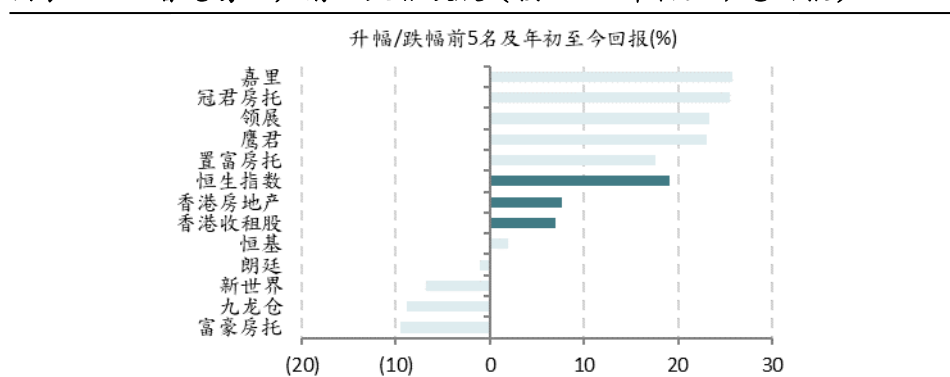
主要风险：1) 利率轨迹和变化幅度超出预期；2) 股市和宏观环境不确定性；以及 3) 游客量和消费市场复苏慢于预期。

图表 141：行业净资产折让近 64%，低于平均一个标准差



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2025 年 5 月 23 日

图表 142：香港房地产前 5 大涨跌股（按 2025 年初至今总回报）



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2025 年 5 月 23 日

房地产行业

图表 143：交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
17 HK	新世界发展	买入	4.73	6.94	46.6%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.56	5.86	28.5%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	84.90	96.10	13.2%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	41.45	47.70	15.1%	2024 年 05 月 29 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	24.85	23.02	-7.4%	2025 年 04 月 03 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	25.30	31.68	25.2%	2025 年 03 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.27	6.60	54.6%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.41	1.16	186.4%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.25	8.36	33.8%	2025 年 05 月 02 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	2.86	4.30	50.5%	2025 年 03 月 21 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.19	6.30	21.4%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.78	3.20	15.1%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.49	0.60	22.4%	2023 年 11 月 30 日	物业服务
17 HK	新世界发展	买入	4.73	6.94	46.6%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.56	5.86	28.5%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	84.90	96.10	13.2%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 3 日

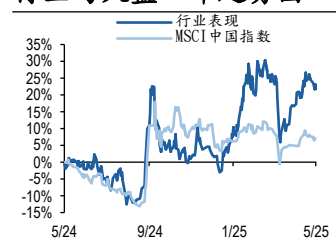
互联网及教育行业

2025 下半年展望：在不确定性中寻找扭转机会

展望 2H25，我们仍认为，政策对消费及服务消费等内需拉动持续，互联网行业投资机会还将视乎各子行业核心业务运营情况、行业竞争和 AI 发展进程。看好业绩确定性强、估值合理有上调空间以及业务、技术壁垒强的公司，同时我们认为可关注不确定性下的低估值优质公司或有扭转机会。

- ④ **外卖竞争到何时？美团外卖是否仍有护城河？**预计 2025 年外卖规模市占仍维持美团：饿了么 6:3。考虑补贴投入对利润影响，我们认为短期看 618 后投入策略调整，中期看投入对 2025 年各平台利润影响幅度，年内仍有变数。市场已充分考虑美团外卖投入预期，但京东或有进一步下调风险。考虑最差情况，京东/美团股价下行幅度仅在 7-20%，可关注扭转机会。
- ④ **国补对电商下半年的利好是否可持续？**国补对京东的增益效果于 3 季度仍将持续，家电品类于 4 季度将受高基数影响，市场预期已充分考虑，而 2 季度收入增长或仍有上调空间。淘天市占企稳，预计 GMV 增速与统计局实物电商行业增速同步，2H25 CMR 或仍保持较快增长，较目前预测有上调空间。电商行业看好阿里，关注京东在外卖 UE 企稳后的反转机会。
- ④ **OTA 下半年业绩是否继续稳健？**预计 OTA 平台收入增速仍维持 15-20% 区间，其中主要由酒店带动收入增长，ADR 下半年趋稳对收入有益，行业竞争环境有序，补贴率均较为谨慎，变现率或维持高位。首推携程，市场消化海外投入影响，业绩下调风险有限，Trip.com 对估值贡献或加大。
- ④ **游戏行业：腾讯/网易收入增长如何拆解？**腾讯战略聚焦头部精品游戏，持续丰富长青游戏产品线，新老游均有望成为长青游戏的蓄水池，关注《三角洲行动》增量释放及《无畏契约：源能行动》排期。网易端游增长强劲，新游具备长期运营潜力，手游拐点可期，预计下半年手游收入恢复增长。腾讯/网易游戏存在周期错位，但与估值呈正相关。对比市场预期腾讯/网易游戏收入 15%/13% 增速及 16.8 倍/15.4 倍市盈率，腾讯游戏增长确定性强，网易估值下行空间小，关注下半年及 2026 年新游表现。
- ④ **文娱行业看好哪些子行业？为何音乐行业持续有估值溢价？**商业化增长性：短视频>音乐>音频>阅读>长视频>直播。近期音乐标的股价持续提升，考虑当前市盈率已处较高水位，未来股价催化将主要来自基本面改善超预期，基于基准/最好情况，腾讯音乐/网易云音乐股价上涨空间分别为 8%-21%/12%-38%。快手下半年广告恢复 15%+ 增长，可灵商业化加速，或对股价有正向催化；欢聚维持高股东回报+低估值，核心业务 4 季度边际改善；哔哩哔哩广告稳健，下半年游戏有高基数影响，关注新游版号进展。
- ④ **AI 发展进程如何？**DeepSeek 技术突破拉动 AI 应用加速落地及算力高需求，云收入增长加快，AI 应用成本下降，在游戏、广告业务中产生实质价值。短期看好云服务提供商，中长期建议关注 AI+ 应用落地机会。
- ④ **教培公司是否已调整完？**好未来估值已接近历史低位，新东方远低于历史平均。对比业务结构及收入增速，好未来/高途高增速确定性强，市场对好未来学习机硬件销售预期差异较大，或持续影响股价。市场对新东方出国相关业务增速已下调至中低个位数，作为领先公司仍有机会通过其他课程产品稳定收入规模。建议关注好未来、高途，以及新东方业绩扭转机会。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

互联网及教育行业

估值概要

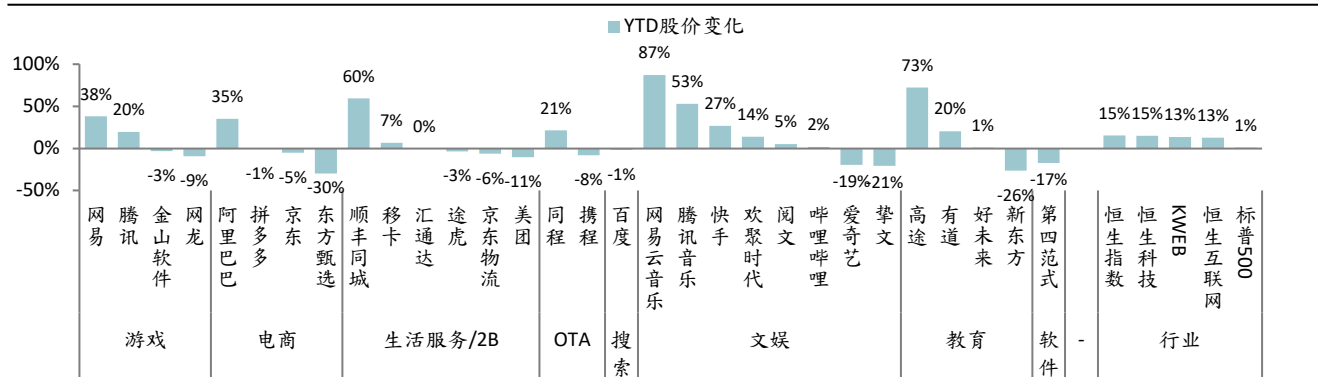
公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	—每股盈利—		—市盈率—		—市销率—		股息率
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
腾讯控股	700 HK	买入	604.0	498.4	27.2	29.2	16.8	15.7	5.8	5.5	1.0
阿里巴巴	BABA US	买入	165.0	114.8	69.6	81.5	11.9	10.1	1.9	1.7	NA
拼多多	PDD US	买入	135.0	96.4	70.3	102.2	9.9	6.8	2.2	1.8	NA
美团	3690 HK	买入	165.0	135.7	7.6	9.7	16.4	12.8	2.0	1.7	NA
网易	NTES US	买入	143.0	123.2	57.6	60.0	15.4	14.8	4.9	4.4	1.8
京东	JD US	买入	50.0	32.9	31.1	36.4	7.6	6.5	0.3	0.2	3.4
携程	9961 HK	买入	591.0	496.4	25.5	30.0	17.8	15.2	4.8	4.3	0.5
百度	BIDU US	买入	99.0	83.1	56.2	66.0	10.6	9.1	1.5	1.5	NA
快手	1024 HK	买入	64.0	52.5	4.7	5.6	10.3	8.6	1.5	1.3	NA
腾讯音乐	TME US	买入	19.0	17.4	5.4	6.2	23.3	20.3	6.2	5.7	1.1
京东物流	2618 HK	买入	18.5	12.0	1.3	1.4	8.4	7.9	0.4	0.3	NA
哔哩哔哩	BILI US	买入	26.0	18.5	5.5	7.9	24.3	16.9	1.9	1.8	NA
新东方	9901 HK	买入	46.0	36.1	0.3	0.4	13.5	11.4	1.4	1.2	NA
同程	780 HK	买入	25.5	22.1	1.5	1.7	13.7	12.1	2.4	2.2	0.9
好未来	TAL US	买入	13.3	10.1	0.5	0.7	20.1	14.1	2.1	1.8	NA
网易云音乐	9899 HK	买入	240.0	213.8	9.1	10.3	21.7	19.0	5.3	4.9	NA
金山软件	3888 HK	买入	46.0	32.6	2.0	2.2	14.8	13.6	3.7	3.4	0.5
第四范式	6682 HK	买入	64.0	42.3	0.0	0.5	NA	76.7	2.9	2.3	NA
欢聚时代	JOYY US	买入	60.0	47.7	5.0	5.7	9.5	8.3	1.2	1.1	1.1
途虎	9690 HK	买入	21.0	17.4	1.0	1.4	16.6	11.1	0.8	0.7	NA
顺丰同城	9699 HK	买入	13.5	14.8	0.3	0.5	46.5	28.7	0.6	0.5	NA
爱奇艺	IQ US	买入	2.1	1.6	1.1	1.9	10.3	6.3	0.4	0.4	NA
汇通达	9878 HK	买入	21.0	19.0	0.9	1.1	20.1	16.2	0.2	0.1	NA
有道	DAO US	买入	12.0	8.9	1.4	2.7	46.8	24.1	1.3	1.1	NA
高途	GOTU US	买入	4.8	3.8	(0.5)	0.8	NA	35.7	1.2	0.9	NA
阅文集团	772 HK	中性	28.0	26.5	1.4	1.6	17.1	15.7	3.1	2.9	NA
东方甄选	1797 HK	中性	15.6	12.6	0.5	0.6	25.2	19.6	2.3	2.0	NA
挚文集团	MOMO US	中性	7.2	6.1	7.2	7.6	6.1	5.8	0.7	0.7	4.5
移卡	9923 HK	中性	9.6	13.1	0.4	0.5	31.4	22.7	1.6	1.5	NA
网龙网络	777 HK	中性	10.2	9.3	1.0	1.3	8.4	6.4	0.9	0.8	10.2
达达	DADA US	中性	1.4	2.0	(1.7)	(1.0)	NA	NA	0.4	0.3	NA
平均							17.7	16.4	2.1	1.9	2.5

资料来源：彭博，交银国际预测 *每股盈利基于 Non-GAAP 基础，截至 2025 年 6 月 2 日

2025 下半年投资逻辑

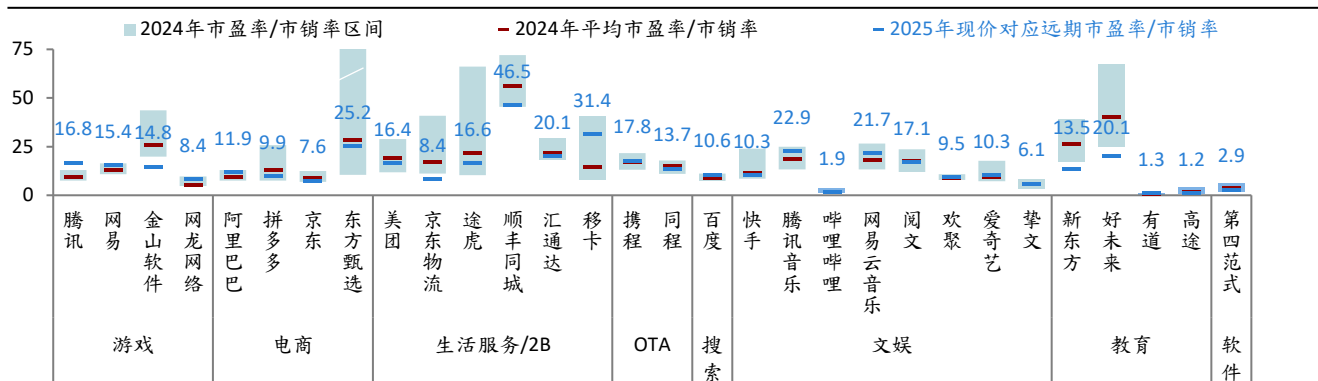
2025 年上半年股价表现受核心业务、AI 及竞争影响大。年初至今，互联网及软件行业股价表现震荡向上，各子行业代表公司股价涨跌互现。对于股价上涨公司，主要受：1) 核心业务稳定，变现及盈利能力优化触底回升，如网易、腾讯，阿里巴巴、网易云音乐、腾讯音乐、高途、有道；2) 年初 DeepSeek 推动算力成本大幅优化，AI 普惠带来 AI 云及应用的长期增长预期，拉动估值提升，如阿里、腾讯、金山、百度云；3) 政策利好，国补、促消费等政策推动本地生活，OTA 及电商行业交易规模稳健增长；4) 行业竞争激烈带来的产业链利好，外卖、即时零售对即时配送供给需求提升，如顺丰同城。对于股价下跌的公司，主要受：1) 竞争加剧导致利润增长的不确定性，如京东、美团；2) 核心业务增长承压，如百度、爱奇艺、新东方。

图表 144: 覆盖公司股价和行业指数 YTD 表现



资料来源：万得，交银国际，截至 2025 年 6 月 2 日

图表 145: 覆盖公司远期市盈率相较 2024 年，业绩增长预期确定性是估值好于 2024 年的重要因素，如腾讯、网易、阿里巴巴、腾讯音乐、网易云音乐



资料来源：彭博，交银国际预测

*哔哩哔哩/高途/有道/第四范式为市销率，其余公司为市盈率；蓝色数字标签为 2025 年现价对应远期市盈率/市销率；截至 2025 年 6 月 2 日

互联网及教育行业

2025 年下半年子板块投资逻辑及个股观点

图表 146: 2025 年下半年子板块投资逻辑及个股观点概览

子行业	投资逻辑/关注重点	BOCOMI 观点	个股观点及推荐
本地生活	外卖竞争格局、行业壁垒	✓ 餐饮外卖市场规模或近 2 万亿元，规模市占仍维持美团：饿了么 6:3	✓ 市场预期已充分考虑美团 2 季度补贴投入。2025 年美团核心商业利润仍有稳定可能
	补贴投入对平台企业利润的影响	✓ 考虑补贴投入对利润的影响，我们认为短期看 618 之后投入策略的调整，中期看投入对 2025 年各平台整体利润的影响幅度，年内仍有变数	✓ 京东 2 季度利润承压，或有进一步下调风险 ✓ 按最差情况，估算美团/京东最低每股价值较现价降幅约 20%/7% ✓ 阿里加大淘宝闪购投入，2025 年补贴或约 100 亿元，但对利润影响较小
电商	国补下半年高基数，增长是否可持续	✓ 国补对京东的增益效果于 3 季度仍将持续，家电品类于 4 季度受到高基数影响，但手机、数码品类增长仍将持续	✓ 首推阿里，市占稳定、货币化率提升利好持续
	货币化率提升是否可持续		✓ 当前市场预期已经反映京东下半年高基数对带电品类收入增速的影响，而 2 季度收入增长或仍有上调空间
OTA	出境业务增长	✓ 休闲旅游需求依然坚挺，促进服务消费发展政策落地对行业增长有进一步增益	✓ 首推携程，1) 业绩下调风险有限，2) Trip.com 对股价潜在贡献
	境内酒店间夜及 ADR 变动	✓ 行业竞争格局良好，补贴谨慎，变现率维持高位	
	竞争格局是否持续稳定	✓ 业绩稳定增长，短期投入后核心业务仍有运营杠杆效应释放	
游戏	长青/旗舰游戏表现	✓ 腾讯战略聚焦头部精品游戏，持续丰富长青游戏产品线，长青游戏亮眼表现及新游增量将缓和手游下半年高基数影响	✓ 腾讯/网易游戏存在周期错位，但与估值呈正相关。对比市场预期腾讯/网易游戏收入 15%/13% 增速及 16.8 倍/15.4 倍市盈率，腾讯或好于网易
	新游上线计划	✓ 网易端游增长强劲，新游具备长期运营潜力，手游拐点可期，预计下半年手游收入恢复增长	✓ 腾讯游戏增长确定性高，网易估值下行空间小，关注下半年及 2026 年新游表现
文娱	核心业务增长可持续性	✓ 商业化增长性：短视频>音乐>音频>阅读>长视频>直播	✓ 网易云音乐/腾讯音乐增长确定性高，未来几个季度股价催化将主要来自利润超预期增长
	是否有第二增长曲线	✓ 音乐行业受外部环境影响较小，且竞争格局稳定，内容消费分散，付费率仍有提升空间	✓ 快手下半年广告恢复 15%+ 增长，可灵商业化加速，2025 年收入仍有超预期可能，或对股价有正向催化
	利润率优化空间		✓ 欢聚集团维持高股东回报+低估值（市值显著低于净现金），核心直播业务或于 4 季度边际改善
AI	相关公司云业务收入增速	✓ DeepSeek 技术突破拉动 AI 应用加速及算力需求高速增长，阿里云、腾讯云、百度云需求高增持续	✓ 短期看好云服务提供商，中长期建议关注 AI+ 应用落地机会。
	资本开支；AI 应用变现进展	✓ 互联网公司均加码资本开支投入以满足强劲的市场需求和技术的快速迭代。阿里未来 3 年投入超 3800 亿元，腾讯年投入接近千亿，百度聚焦多模态模型研发和自动驾驶长期发展，关注单车成本下降及规模化运营提升对盈利能力的改善	✓ 看好阿里云、百度云服务增长机会，同时看好腾讯或仍有望受益于流量和运营能力优势，成为 AI 应用最快落地的平台之一。
教育	海外不确定性	✓ 受海外不确定性因素影响，出国留学咨询、考培相关行业需求均受到不同程度的负面影响，出国留学市场或继续向头部集中。	✓ 建议关注好未来、高途，以及新东方业绩扭转机会。
	学习机销量增速		
	K12 教培需求是否稳定	✓ 学习机销量增速稳健，硬件站位为未来 AI+ 应用落地奠定基础。	
	股价是否调整结束	✓ K12 教培业务仍稳，大学生考培需求持续	

资料来源：交银国际

互联网及教育行业

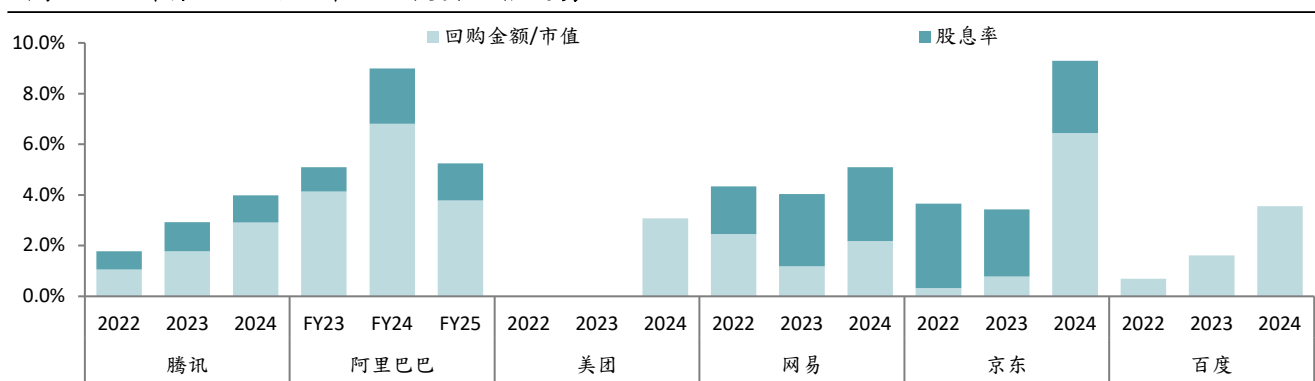
2025 年下半年看好阿里、腾讯；美团/京东下探空间小

2025 年下半年，我们仍然认为，政策对消费及服务消费等内需拉动持续，互联网、教育及软件行业投资还将受到各子行业核心业务运营情况、行业竞争和 AI 发展进程的影响。根据我们目前对各公司基本面预期及估值水平对比，我们仍看好业绩确定性强、估值合理有上调空间以及业务、技术壁垒强的公司。看好阿里巴巴、腾讯。同时，我们认为可关注不确定性下的低估值优质公司或有扭转机会，如美团/京东考虑利润下调最差情况及最低估值水平，股价下行空间较现价（136/129 港元，截至 2025 年 6 月 2 日）分别有 20%/7%。考虑股东回报，头部公司股东回报率仍是逐年提升趋势，1 季度京东、百度回购力度加大，中小文娱类公司股东回报仍领先。

④ 投资回报

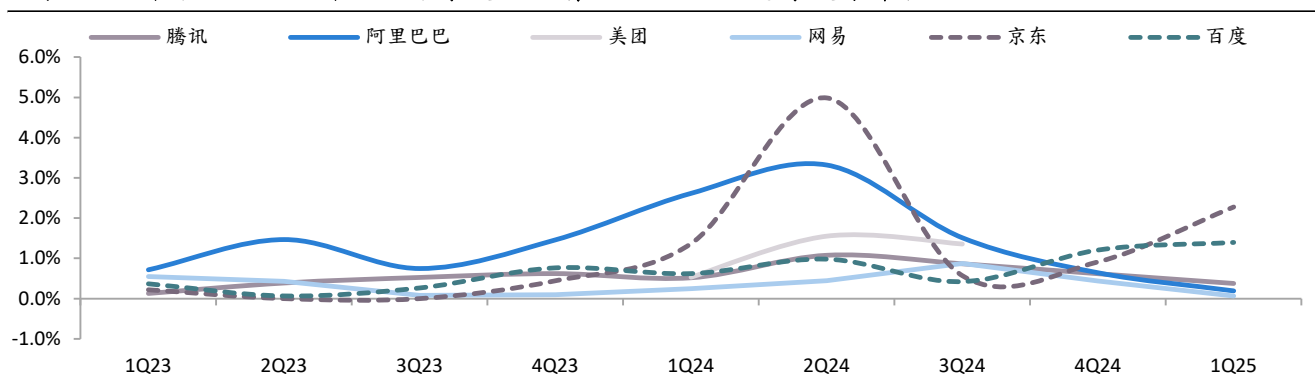
头部公司股东回报率仍是逐年提升趋势，1 季度京东、百度回购力度加大，中小文娱类公司股东回报仍领先。

图表 147: 部分互联网头部企业投资回报趋势



资料来源：万得，交银国际 *腾讯不包括实物派息

图表 148: 部分互联网头部企业分季度回购情况：回购金额/季度末市值



资料来源：万得，交银国际

互联网及教育行业

图表 149: 覆盖公司回购计划及进展

公司	市值	最新回购 计划额度	剩余回购 额度	回购周期 截至	剩余额度 /市值	剩余额度 /现金	2025 年 YTD 回 购金额/市值	股息率 TTM
——百万美元——								
腾讯	583,879	10,256	7,304	2025.12	1.3%	15.2%	0.5%	0.9%
阿里巴巴	273,793	65,000	20,100	2027.03	7.3%	33.7%	0.2%	0.8%
网易	78,010	5,000	3,100	2026.01	4.0%	15.5%	0.1%	2.7%
京东	47,755	5,000	3,500	2027.08	7.3%	12.3%	3.1%	2.4%
携程	41,360	400	316	NA	0.8%	2.9%	0.2%	0.5%
百度	29,121	5,000	2,900	2025.12	10.0%	14.7%	1.5%	0.0%
快手	28,694	2,051	1,391	2027.06	4.8%	41.2%	0.6%	0.0%
腾讯音乐	26,889	1,000	936	2027.03	3.5%	25.1%	0.2%	1.2%
新东方	7,515	700	157	2025.05	2.1%	3.7%	2.0%	1.3%
哔哩哔哩	7,887	200	184	2026.11	2.3%	7.6%	0.0%	0.0%
金山软件	5,811	NA	NA	NA	NA	NA	0.0%	0.4%
好未来	6,121	1,000	491	2026.04	8.0%	13.6%	0.0%	0.0%
阅文	3,453	154	146	2025.12	4.2%	24.1%	0.2%	0.0%
第四范式	2,657	38	34	NA	1.3%	17.4%	0.1%	0.0%
欢聚	2,466	300	278	2027.12	11.3%	12.8%	0.0%	0.0%
途虎	1,818	128	102	NA	5.6%	16.5%	0.0%	0.0%
有道	1,065	40	6	2025.11	0.6%	10.6%	0.0%	0.0%
挚文	982	486	222	2027.03	22.6%	14.9%	0.0%	5.1%
高途	944	180	116	2025.11	12.3%	34.0%	2.0%	0.0%
网龙	628	NA	NA	NA	NA	NA	0.0%	8.9%

资料来源：公司资料，彭博，东方财富网，交银国际

*截至最新公司公布数据，现金为各公司最新财报公布现金与现金等价物+短期投资+受限资金数据，市值截至 2025 年 6 月 2 日

互联网及教育行业

⊕ 港股通/国际机构持仓情况

港股通对我们覆盖的公司持股比例持续提升，截至6月2日，阿里巴巴港股通持股增至8.6%，对比腾讯（11.3%）/美团（13.2%），或仍将稳步提升。年初至今，港股通投资人对软件/科技相关新入通公司增持较多，看好AI软件应用的落地，同时，网易云音乐也受益于音乐行业利好，上半年持股提升至10.1%，对比阅文（16.3%）/哔哩哔哩（17.9%）亦可能持续增持。国际机构对哔哩哔哩、金山软件、顺丰同城等持股增加，体现了对业绩稳健、竞争环境下受益等利好因素。

图表 150: 覆盖公司港股通/国际机构 YTD 持股变化情况

公司	股票代码	子行业	———港股通持股占比 (%)———			———国际机构持股占比 (%)———		
			2024-12-31	2025-6-2	变化 (ppts)	2024-12-31	2025-6-2	变化 (ppts)
腾讯控股	0700 HK	游戏	10.1	11.3	+1.2	59.6	59.4	-0.2
阿里巴巴	9988 HK	电商	4.7	8.6	+3.9	58.8	58.1	-0.7
美团	3690 HK	生活服务	10.5	13.2	+2.7	70.6	67.0	-3.7
网易	9999 HK	游戏				56.3	56.1	-0.2
京东集团	9618 HK	电商				75.7	74.0	-1.7
携程集团	9961 HK	旅游/OTA				84.5	80.5	-4.0
快手	1024 HK	文娱	11.6	15.4	+3.8	60.1	58.2	-1.9
百度集团	9888 HK	广告				81.1	79.2	-1.9
腾讯音乐	1698 HK	文娱				36.4	36.4	-0.1
京东物流	2618 HK	生活服务	2.5	3.3	+0.8	19.2	17.9	-1.3
哔哩哔哩	9626 HK	文娱	16.8	17.9	+1.2	32.0	37.4	+5.4
新东方	9901 HK	教育				90.3	88.8	-1.5
同程旅行	0780 HK	旅游/OTA	13.5	14.4	+1.0	56.9	56.4	-0.6
网易云音乐	9899 HK	文娱	5.2	10.1	+5.0	27.4	25.5	-1.9
金山软件	3888 HK	软件/IT	13.8	13.3	-0.5	76.9	78.2	+1.3
阅文集团	0772 HK	文娱	14.6	16.3	+1.7	23.5	21.1	-2.4
途虎	9690 HK	生活服务	8.3	9.5	+1.2	55.3	52.2	-3.1
顺丰同城	9699 HK	生活服务	0.6	2.9	+2.3	3.6	4.3	+0.7
东方甄选	1797 HK	电商	29.1	27.1	-2.0	14.0	14.9	+0.9
汇通达网络	9878 HK	生活服务	4.7	8.1	+3.4	2.4	0.8	-1.6
移卡	9923 HK	生活服务	3.8	9.5	+5.8	42.2	36.3	-5.9
网龙	0777 HK	游戏	10.5	12.1	+1.6	79.1	77.9	-1.3

资料来源：万得，交银国际

互联网及教育行业

图表 151: 互联网及教育行业 YTD 港股通持股变化情况

十大增持股					十大减持股				
公司	股票代码	子行业	港股通持股占比 (%)	vs. 2024 年 12 月 31 日 6 月 2 日 变化 (ppt)	公司	股票代码	子行业	—港股通持股占比 (%)—	vs. 2024 年 12 月 31 日 6 月 2 日 变化 (ppt)
黑芝麻智能	2533 HK	软件/IT	24.3	+24.1	马可数字科技	1942 HK	软件/IT	53.6	-15.9
迈富时	2556 HK	软件/IT	16.1	+15.0	微盟集团	2013 HK	广告	28.0	-9.5
汇量科技	1860 HK	广告	25.2	+12.6	创梦天地	1119 HK	游戏	18.2	-9.1
知行科技	1274 HK	软件/IT	17.1	+10.7	创新奇智	2121 HK	软件/IT	16.3	-7.0
亚信科技	1675 HK	软件/IT	13.8	+9.3	宇华教育	6169 HK	教育	12.7	-6.6
宜搜科技	2550 HK	软件/IT	39.9	+6.7	飞天云动	6610 HK	广告	13.7	-4.3
阜博集团	3738 HK	软件/IT	33.6	+5.9	美图公司	1357 HK	软件/IT	30.6	-3.4
移卡	9923 HK	生活服务	9.5	+5.8	星空华文	6698 HK	文娱	9.7	-3.4
第四范式	6682 HK	软件/IT	26.8	+5.6	中手游	0302 HK	游戏	7.5	-3.1
网易云音乐	9899 HK	文娱	10.1	+5.0	同道猎聘	6100 HK	生活服务	2.7	-2.8

资料来源：万得，交银国际

图表 152: 互联网及教育行业 YTD 国际机构持股变化情况

十大增持股					十大减持股				
公司	股票代码	子行业	国际机构持股占比 (%)	vs. 2024 年 12 月 31 日 6 月 2 日 变化 (ppt)	公司	股票代码	子行业	—国际机构持股占比 (%)—	vs. 2024 年 12 月 31 日 6 月 2 日 变化 (ppt)
黑芝麻智能	2533 HK	软件/IT	14.5	+14.4	天鸽互动	1980 HK	文娱	33.9	-33.3
北森控股	9669 HK	软件/IT	36.3	+12.4	映宇宙	3700 HK	文娱	22.1	-13.2
美图公司	1357 HK	软件/IT	49.5	+10.5	金山云	3896 HK	软件/IT	10.0	-10.3
趣致集团	0917 HK	软件/IT	21.1	+6.3	亚信科技	1675 HK	软件/IT	31.4	-8.6
哔哩哔哩	9626 HK	文娱	37.4	+5.4	移卡	9923 HK	生活服务	36.3	-5.9
汇量科技	1860 HK	广告	16.7	+4.3	思派健康	0314 HK	软件/IT	54.1	-4.2
快狗打车	2246 HK	生活服务	20.6	+4.0	携程集团	9961 HK	旅游/OTA	80.5	-4.0
创新奇智	2121 HK	软件/IT	16.1	+3.6	有赞	8083 HK	软件/IT	20.6	-4.0
马可数字科技	1942 HK	软件/IT	12.0	+3.6	神州控股	0861 HK	软件/IT	10.6	-3.8
创梦天地	1119 HK	游戏	27.3	+3.3	美团	3690 HK	生活服务	67.0	-3.7

资料来源：万得，交银国际

互联网及教育行业

图表 153: 覆盖公司估值表

公司名称	股票代码	报表货币	收盘价	市值 (百万美元)	——市盈率——		——市销率——		PEG	——收入——		增速 (%)	——净利润——		增速 (%)
					2025E	2026E	2025E	2026E		2025E	2025E		2026E		
							(倍)						(百万报表货币)		
游戏															
腾讯控股	700 HK	CNY	498.4	583,879	16.8	15.7	5.8	5.5	1.4	723,532	766,385	9.6	250,235	263,936	12.4
网易	NTES US	CNY	123.2	78,010	15.4	14.8	4.9	4.4	1.5	114,279	126,613	8.5	36,899	38,393	10.1
金山软件	3888 HK	CNY	32.6	5,811	14.8	13.6	3.7	3.4	NA	11,184	12,189	8.4	2,724	2,957	-5.9
网龙网络	777 HK	CNY	9.3	628	8.4	6.4	0.9	0.8	NA	5,241	5,485	-13.3	530	701	-26.1
平均					13.9	12.6	3.8	3.5	1.4						
电商															
阿里巴巴	BABA US	CNY	114.8	273,793	11.9	10.1	1.9	1.7	3.3	1,048,162	1,147,634	5.2	163,794	186,222	3.6
拼多多	PDD US	CNY	96.4	136,911	9.9	6.8	2.2	1.8	NA	449,833	556,012	14.2	104,826	154,445	-14.3
京东	JD US	CNY	32.9	47,755	7.6	6.5	0.3	0.2	NA	1,313,160	1,417,324	13.3	46,208	52,734	-3.4
东方甄选	1797 HK	CNY	12.6	1,683	25.2	19.6	2.3	2.0	0.2	5,310	5,958	12.7	501	645	134.8
平均					13.6	10.8	1.7	1.4	1.7						
生活服务															
美团	3690 HK	CNY	135.7	105,691	16.4	12.8	2.0	1.7	2.2	388,895	436,083	15.2	47,005	60,350	7.4
京东物流	2618 HK	CNY	12.0	10,170	8.4	7.9	0.4	0.3	1.5	202,203	217,107	10.6	8,350	8,978	5.5
途虎	9690 HK	CNY	17.4	1,818	16.6	11.1	0.8	0.7	0.7	16,741	18,791	13.4	777	1,156	24.4
顺丰同城	9699 HK	CNY	14.8	1,727	46.5	28.7	0.6	0.5	0.5	19,350	23,490	22.9	269	437	84.6
汇通达	9878 HK	CNY	19.0	1,363	20.1	16.2	0.2	0.1	0.3	64,790	67,830	7.9	481	599	78.2
移卡	9923 HK	CNY	13.1	772	31.4	22.7	1.6	1.5	0.4	3,421	3,738	10.8	154	213	87.0
达达	DADA US	CNY	2.0	516	NA	NA	0.4	0.3	NA	10,227	11,510	6.3	(434)	(245)	-38.6
平均					23.2	16.6	0.8	0.8	0.9						
OTA															
携程	9961 HK	CNY	496.4	41,360	17.8	15.2	4.8	4.3	NA	61,694	69,889	15.6	17,927	21,053	-0.6
同程	780 HK	CNY	22.1	6,575	13.7	12.1	2.4	2.2	0.6	19,424	21,677	12.0	3,381	3,847	21.4
平均					15.8	13.6	3.6	3.2	0.6						
搜索及广告															
百度	BIDU US	CNY	83.1	29,121	10.6	9.1	1.5	1.5	NA	135,508	142,792	1.8	19,461	22,804	-27.9
平均					10.6	9.1	1.5	1.5	NA						
文娱内容															
快手	1024 HK	CNY	52.5	28,694	10.3	8.6	1.5	1.3	0.7	142,337	155,564	12.2	20,338	24,169	14.8
腾讯音乐	TME US	CNY	17.4	26,889	23.3	20.3	6.2	5.7	1.4	31,177	34,222	9.8	8,932	10,243	16.4
哔哩哔哩	BILI US	CNY	18.5	7,887	24.3	16.9	1.9	1.8	NA	30,321	32,245	13.0	2,316	3,298	NA
网易云音乐	9899 HK	CNY	213.8	5,914	21.7	19.0	5.3	4.9	1.6	7,970	8,675	0.2	1,934	2,203	13.8
阅文	772 HK	CNY	26.5	3,453	17.1	15.7	3.1	2.9	0.7	8,100	8,655	-0.3	1,422	1,537	24.5
欢聚集团	JOYY US	USD	47.7	2,466	9.5	8.3	1.2	1.1	NA	2,122	2,244	-5.2	267	292	-10.4
爱奇艺	IQ US	CNY	1.6	1,560	10.3	6.3	0.4	0.4	NA	29,053	30,138	-0.6	1,100	1,798	-27.3
挚文集团	MOMO US	CNY	6.1	982	6.1	5.8	0.7	0.7	13.2	10,015	10,194	-5.2	1,239	1,354	0.5
平均					15.3	12.6	2.5	2.3	3.5						
教育															
新东方	9901 HK	USD	36.1	7,515	13.5	11.4	1.4	1.2	0.6	5,562	6,300	14.2	553	654	21.0
好未来	TAL US	USD	10.1	6,121	20.1	14.1	2.1	1.8	0.2	2,917	3,418	29.6	307	436	105.3
有道	DAO US	CNY	8.9	1,065	46.8	24.1	1.3	1.1	0.8	5,883	6,712	4.6	163	315	55.5
高途	GOTU US	CNY	3.8	944	NA	35.7	1.2	0.9	NA	5,881	7,358	29.2	(138)	194	-86.1
平均					26.8	21.3	1.5	1.3	0.6						
软件															
第四范式	6682 HK	CNY	42.3	2,657	NA	76.7	2.9	2.3	NA	6,567	8,161	24.8	13	260	NA
平均					NA	76.7	2.9	2.3	NA						

资料来源：彭博，交银国际预测 *阿里/好未来/新东方/东方甄选为 FY26/27 数据，截至 2025 年 6 月 2 日

互联网及教育行业

我们对市场关注核心话题的回答

④ 外卖竞争到何时？美团外卖否仍有护城河？

京东或获得一定市占，但仍应关注 618 之后策略。按单量口径，我们预计美团/饿了么/京东外卖市占率或在 2025 年达到 55%/30%/12%，相比 2024 年的 60%/33%/0%，京东外卖实现较大单量份额。但按 GMV 口径，由于单均价格差异，我们预计规模市占仍维持美团：饿了么 6:3。考虑补贴投入对利润的影响，我们认为短期看 618 之后投入策略的调整，中期看投入对 2025 年各平台整体利润的影响幅度，年内仍有变数。

补贴投入对外卖平台短期影响较大。我们估算外卖投入造成京东 2 季度利润承压，或有进一步下调风险。而对于美团，市场预期已充分考虑 2 季度补贴投入，预计核心商业利润同比降幅在 15-20% 之间。2 季度是外卖需求旺季且骑手成本低，3/4 季度补贴或有所降温，2025 年美团核心商业利润仍有稳定可能。阿里加大淘宝闪购投入，2025 年补贴或约 100 亿元（人民币，下同），但对利润影响较小。

稳态期假设下，中长期，我们认为，外卖市场新进入者市占率或在 10% 左右。电商及外卖平台流量粘性和商户粘性同样重要，骑手供给是保障单量稳步提升及较优用户体验的重要因素，同时仍需关注在业务扩张初期，补贴力度、商户免佣策略等因素，配送成本或导致外卖业务亏损加速扩大。京东外卖在进入市场初期，通过补贴加速流量获取，后续商家运营及变现产品拓展仍是关注点。

④ 国补对电商下半年的利好是否可持续？

预计电商行业 2025 年下半年主要关注：1) 国补效应满 1 周年后，是否持续推动业务增长。2) 平台货币化率及利润率趋势。我们认为国补对京东的增益效果于 3 季度仍将持续，家电品类于 4 季度受到高基数影响，但手机、数码品类增长仍将持续，当前市场预期已经反映下半年高基数对带电品类收入增速的影响，而 2 季度收入增长或仍有上调空间。淘天市占企稳，我们预计 GMV 增速与统计局披露实物电商行业增速同步，6 月季度 CMR 保持双位数增长，考虑 2024 年下半年淘宝技术服务费的收取为逐步推开，以及全站推商家渗透率的逐步提升（截止 3 月季度末为 20%），预计 CMR 在 2025 年下半年仍有望保持较快增长，较目前预测有上调空间。

电商行业首推阿里巴巴：目前，覆盖电商公司的现价对应 2025 日历年市盈率分别为阿里 11.1 倍/京东 7.8 倍/拼多多 9.0 倍/快手 10.2 倍。电商平台我们首推阿里。阿里受益于市占持稳、货币化率提升，CMR 下半年增速仍有上调空间，淘天 EBITA 利润体量奠定了其对即时零售的投入预算应更为充足，预计 EBITA 仍有望保持稳定增长。京东 2 季度利润或有下调风险，但股价下行风险有限，关注外卖 UE 企稳后股价反弹机会。

④ OTA 下半年业绩是否继续稳健？

我们预计 OTA 平台 2025 年下半年收入增速仍维持在 15-20% 的区间，其中主要由酒店带动收入增长。酒店收入增长主要来自间夜量增长驱动，预计下半年主要平台间夜量增长区间在 10%-15%，ADR 下半年趋稳对收入有益，行业竞争环境有序，补贴率均较为谨慎，变现率或维持高位。预计内地 OTA 业务运营利润

互联网及教育行业

率仍将显现运营杠杆效应，携程受国际业务投入拖累短期利润率提升，但已反映在当前预期中。

OTA 行业投资亮点包括：1) 休闲旅游需求依然坚挺，促进服务消费发展政策落地对行业增长有进一步增益；2) 行业竞争格局良好，补贴谨慎，变现率维持高位；3) 业绩稳定增长，短期投入后核心业务仍有运营杠杆效应释放。

OTA 行业我们首推携程：1) 市场消化海外投入对运营利润率短期影响、出境业务可比基数完全恢复导致增速放缓的预期，业绩下调风险有限，2) Trip.com 收入体量于 2026 年将突破 100 亿元人民币，收入占比接近 20%，核心市场保持盈利，对公司估值贡献对应股价可达到 38-76 港元。

⊕ 游戏行业：腾讯/网易收入增长如何拆解？

腾讯战略聚焦头部精品游戏，持续丰富长青游戏产品线，我们认为新游及老游均有望成为长青游戏的蓄水池。假设 2025 年《MDNF》、《三角洲行动》纳入长青游戏，计算腾讯 2025 年长青游戏流水合计约为 1630 亿元，同比增 14%，对应摊销收入较 2024 年增 20%，占腾讯游戏收入/总收入比例约 74%/22%，分别提升 7、2 个百分点。长青游戏亮眼表现及新游增量将缓和手游下半年高基数影响，关注《最终幻想 14：水晶世界》6 月上线后表现及《无畏契约：源能行动》排期。预计端游收入同比增 10%，关注《无畏契约》及《三角洲行动》的增量释放。

我们预计 2025 年网易端游收入同比增 41%，主要来自《漫威争锋》、《永劫无间》、《燕云十六声》、《七日世界》及暴雪代理游戏的推动。旗舰端游《梦幻西游》调整期后恢复平稳，《永劫无间》建立庞大全球玩家基础通过内容更新于 1 季度创历史新高，《漫威争锋》将加快赛季更新周期并建立赛事生态提升游戏数据稳定性，《燕云十六声》吸引 3000 万玩家，具备长期运营潜力，《七日世界》手游上线后带动端游用户及付费增长。手游拐点可期，旗舰手游保持韧性，《第五人格》七周年庆典推动全球注册玩家突破 4 亿及流水新高，高基数影响逐渐淡化，《漫威秘法狂潮》（定档 6 月 25 日）及《命运：崛起》上线，推动手游收入下半年恢复增长。

腾讯/网易游戏存在周期错位，但与估值呈正相关。对比市场预期腾讯/网易游戏收入 15%/13% 增速及 16.8 倍/15.4 倍市盈率，腾讯游戏表现确定性强，网易估值下行空间小，关注下半年及 2026 年新游表现。

⊕ 文娱行业看好哪些子行业？为什么音乐行业持续有估值溢价？

商业化增长性：短视频>音乐>音频>阅读>长视频>直播。

音乐 vs. 长视频：音乐付费增长确定性更强，基于潜在利润上调，股价仍有一定上涨空间。音乐公司收入、股价走势持续好于长视频，主要因音乐行业外部环境影响较小、竞争更为缓和、内容消费分散且付费率对比长视频仍有提升空间。内容付费公司股价催化剂主要包括会员收入增长确定性增强、会员环比净增超预期、ARPPU 提升可持续、利润增速加速等。

近期音乐标的市盈率提升带动股价持续提升，考虑当前市盈率已处于较高水位，我们认为未来几个季度腾讯音乐股价催化将主要来自社交影响缓和以及利

互联网及教育行业

润率加速改善带来的利润超预期增长，而网易云主要来自会员净增超预期以及毛利率改善超预期拉动利润加速增长。基于 20 倍/两公司现价对应市盈率以及基于潜在净利润上调，我们认为腾讯音乐/网易云音乐股价上涨空间分别为 8%-21%/12%-38%。

⊕ AI 发展进程如何？

DeepSeek 技术突破拉动 AI 应用加速及算力需求高增长。阿里云 3 月季度收入同比增 18%，由公共云/AI 相关产品带动，EBITA 率环比下降因 AI 技术和产品相关投入；估算腾讯云 1 季度收入同比增 18%，持续拓展 AI+云场景应用，AI 赋能对广告和游戏业务已产生实质贡献；百度云 1 季度 42% 的收入同比增速大幅超过市场预期，经营利润率 10%+，各行业 AI 云需求高增。资本开支方面，互联网公司均加码投入以满足强劲的市场需求和技术的快速迭代，1 季度，阿里/腾讯/百度资本开支同比增 121%/91%/248%。

AI 应用成本下降，以及与应用结合加速落地。AI+游戏有助于延长游戏生命周期，保持市场竞争力。AI 提升广告提升投放精准度和转化率，带动营销收入增长。智能驾驶加速全球化扩张和商业化推进，Robotaxi 单车成本下降加速业务规模化运营能力和盈利路径。

投资建议：短期看好云服务提供商，中长期建议关注 AI+应用落地机会。AI 技术加速推进了大模型向应用型产品迭代的进程，B 端、C 端对 AI 产品需求进一步提升。AI 应用的探索也同样受益于算力成本的大幅下降，已开启大范围测试、推广及商业化，AI Agent 或成为 AI 企业重点布局方向。看好阿里云、百度云服务增长机会，同时看好腾讯或仍有可能受益于流量和运营能力优势，成为 AI 应用最快落地的平台之一。

⊕ 教培公司是否已调整完？

教培公司股价较高点跌幅 30-50%，在经历股价下跌之后，好未来估值已接近历史低位，新东方估值远低于历史平均。我们认为，未来教培行业股价表现将主要取决于其业绩预期的确定性。受海外不确定性因素影响，出国留学咨询、考培相关行业需求均受到不同程度的负向影响，出国留学市场或继续向头部集中。学习机销量增速稳健，硬件站位为未来 AI+应用落地奠定基础。K12 教培业务仍稳定，大学生考培需求持续。

对比各公司业务结构及收入增速，好未来及高途高增速确定性强，但好未来在学习机硬件销售上，市场预期差异较大，或持续影响股价波动。市场对新东方出国相关业务增速已下调至中低更位数，作为领先留学、语言培训公司，仍有机会通过其他课程产品稳定收入规模。建议关注好未来、高途，以及新东方业绩扭转机会。

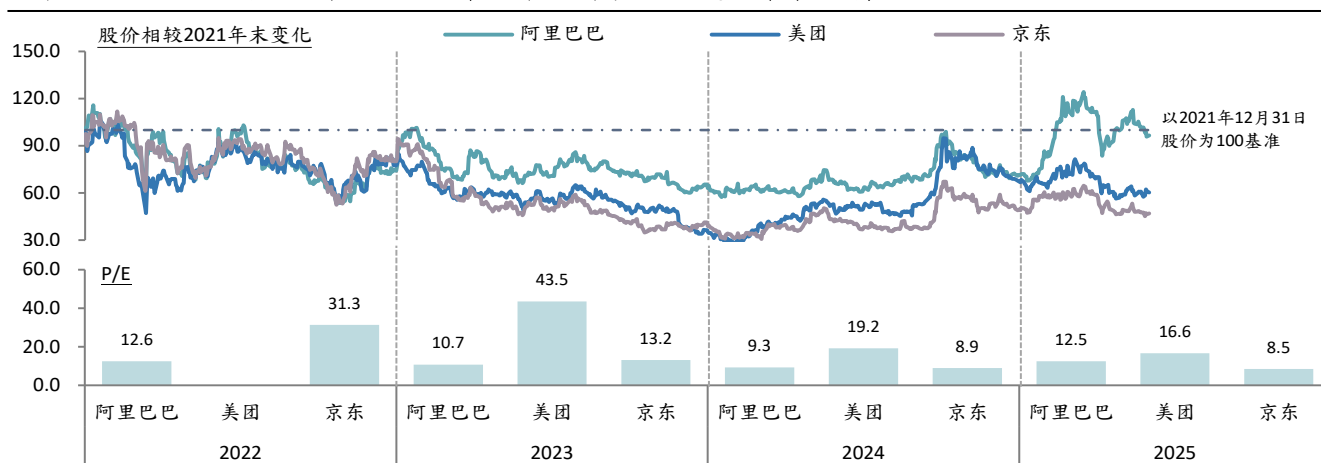
即时零售行业竞争和护城河

年初至今即时零售行业单量增幅大，股价受投入影响承压

截至6月2日，受外卖行业竞争影响，美团/京东股价自4月以来跌幅13%/20%，阿里巴巴5月宣布加大即时零售投入，对淘天利润预期仍有不确定性，因此股价也自5月跌幅4%。截至最新股价对应2025年市盈率，美团/京东分别降至16.4倍/7.6倍，处于历史较低水平，对应2025年美团/京东调整后净利润增速7%/-3%。

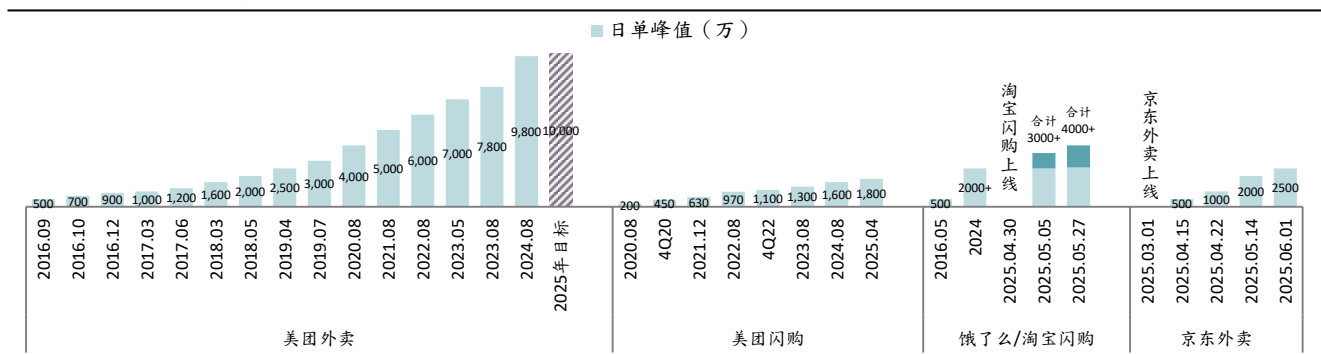
股价下跌主要体现在市场对各公司未来在以下方面的不确定性的关注：1）京东补贴投入估算或超100亿元，对比京东2024年约500亿元利润以及年初市场预期2025年约600亿元利润（已下调至500亿元），对利润增长影响大，或有持续下调风险；2）美团宣布加大补贴迎战以保持市占率，2025年利润增长表现同样有不确定性；3）加大补贴短期对日单量拉动迅速，京东外卖峰值已达2500万单，淘宝闪购补贴后新增单量亦接近2000万单，对比美团外卖日均约6000万单/峰值9800万单。

图表 154: 阿里、美团和京东 2022 年以来股价表现和 P/E (x) 趋势



资料来源：彭博，万得，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日

图表 155: 外卖日单峰值概览



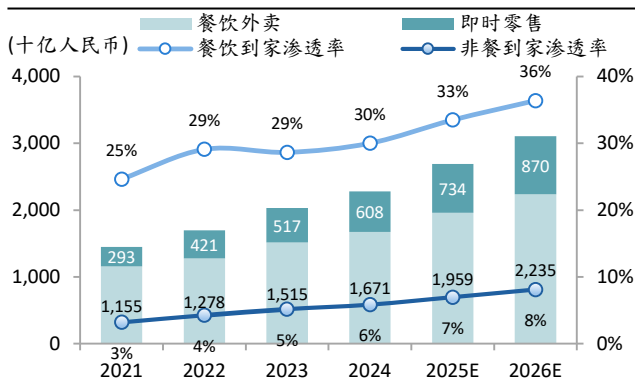
资料来源：公司资料，公开资料，交银国际

互联网及教育行业

餐饮外卖市场规模或近 2 万亿元，规模市占仍维持美团：饿了么 6:3

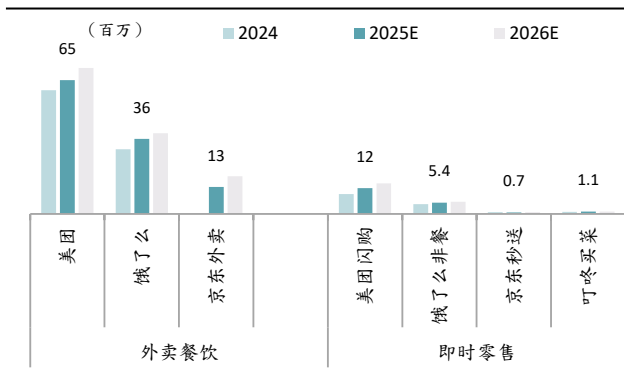
按 GMV 口径，美团外卖仍维持 60%+ 市占，京东 5%，按单量口径京东市占或超 10%。按京东外卖基准假设估算，餐饮外卖市场规模将在 2025-2026 年分别接近 2 万亿元/2.15 万亿元。按单量口径，我们预计美团/饿了么/京东外卖市占率或在 2025 年达到 55%/30%/12%，相比 2024 年的 60%+/33%+/0%，京东外卖实现较大单量份额。但按 GMV 口径，由于单均价格差异，我们预计美团外卖仍维持 60%+ 市场份额，饿了么维持 30%+，京东外卖或可获得约 5% 市占率。

图表 156: 外卖市场行业规模及渗透率



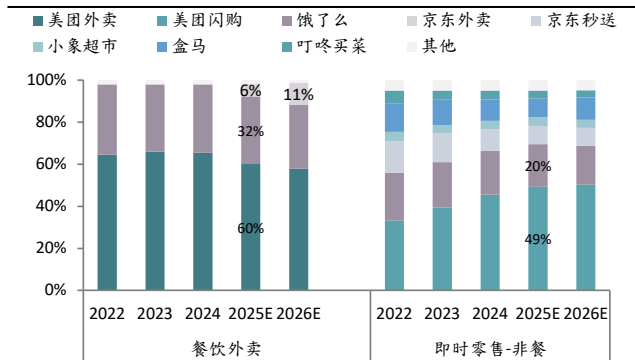
资料来源：统计局，公司资料，交银国际预测

图表 157: 外卖日均单量对比



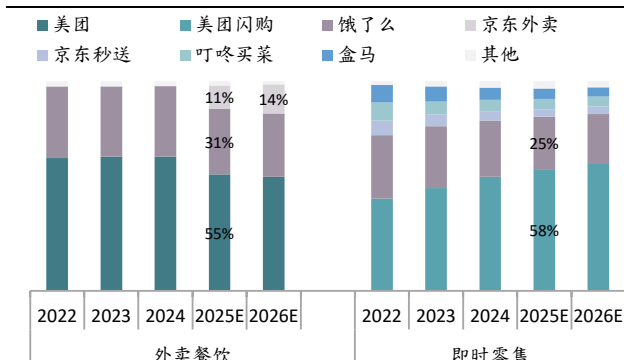
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 158: GMV 市占—美团：饿了么 60:30



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 159: 日单市占—美团：饿了么 55:30



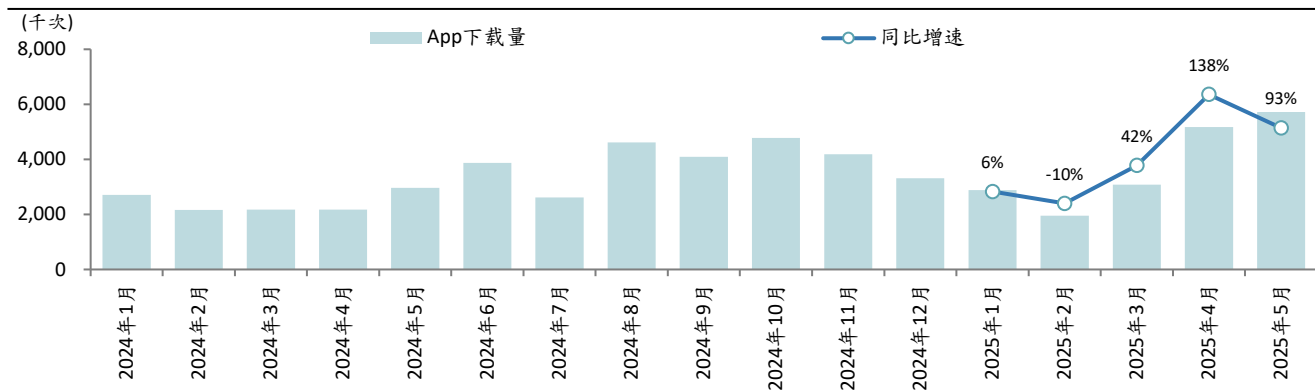
资料来源：公司资料，交银国际预测

2Q25 及 2025 年投入对各公司的影响敏感性分析

④ 京东外卖单量估算：2025-26 年日单约 1300 万/1800 万

京东外卖投入对京东 APP 流量有较大促进作用。根据七麦数据，2024 年 7 月-11 月，京东 APP 下载量提升，我们认为主要受到京东获客拉新策略及国补的拉动，2025 年 3 月京东宣布上线京东外卖，并激进投入补贴，京东 APP 下载量继续提升。

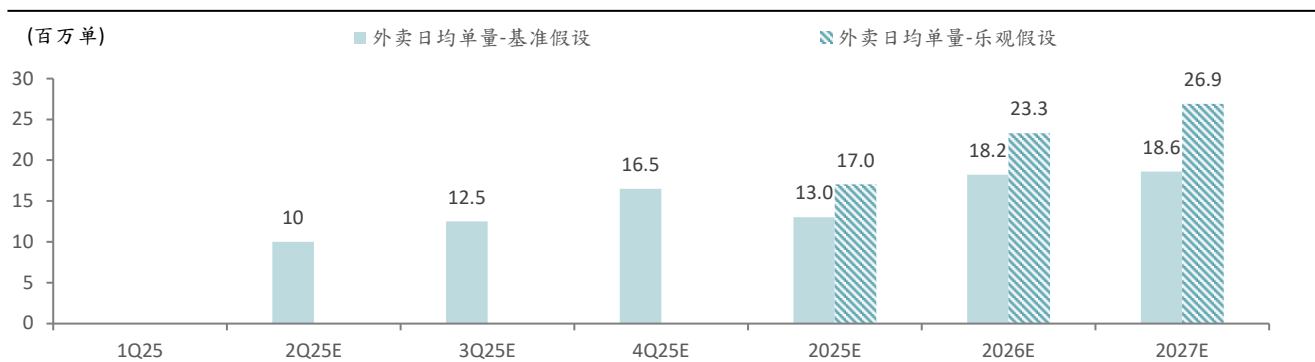
图表 160: 七麦京东 APP 下载量趋势



资料来源：七麦数据，交银国际

估算 2025-26 年京东外卖日均单量或约 1300 万/1820 万。我们按京东 MAU 增量作为假设基数，考虑其 MAU 对外卖单量贡献比例，估算 2025 年平均约 1300 万日单，2026-2027 年或达到平均 1800-1900 万日单量。对比美团外卖，过去 3 年，日单/美团 MAU 比例稳定在 10% 左右，我们认为这或是成熟平台月活用户对日单贡献的稳态比例，我们考虑最好情况，2027 年如果京东外卖达到这一水平的一半（5%），日均单量或可达 2700 万。

图表 161: 京东外卖单量估算：2025/26/27 年日单 1300 万/1820 万/1860 万，最好情况可能达到 2700 万



资料来源：艾瑞，Quest Mobile，公司资料，交银国际预测

⊕ 京东 2 季度利润承压，或有进一步下调风险

当前外卖业务动态调整阶段，我们认为外卖对公司零售业务提供交叉销售机会为主要价值，618 后电商旺季销售结束后，平台承担外卖补贴规模或有所回撤，以提升基础设施及运营能力优化为主要战略目标，叠加天气原因对骑手成本的不利因素，3-4 季度的投入策略或产生变数。

1 季度业绩后，VA 一致市场预期下调 2 季度/全年利润至 109 亿元/462 亿元，扣除零售利润上调的部分，当前 VA 对外卖 2 季度/全年亏损预期为 33 亿元/83 亿元。按照单均 3-10 元业务亏损区间估算，若达到当前市场一致预期，需在 2

互联网及教育行业

季度通过提升零售盈利弥补约 18 亿-58 亿元外卖亏损预期差，相当于零售利润率同比提升幅度达到 0.4-2.4 个百分点。

我们估算 2 季度外卖亏损约 67 亿元人民币，预计全年亏损 150 亿元，按照 2 季度/2025 年 1000 万/1300 万日单量，对应基准假设情况下单均亏损金额为 7.5 元/4.4 元，按上述估算逻辑，需要零售业务运营利润率同比提升 1.6 个百分点，对比零售业务历史提升区间，我们认为公司 2 季度利润承压，虽有国补利好零售业务利润增益，但公司整体利润或有进一步下调风险。

图表 162: 外卖 UE 对京东整体利润影响推算：2 季度利润承压，或有进一步下调风险

(人民币百万元)	业绩前市场一致预期		业绩后一致预期		2 季度单均亏损，元						
	2Q25	2025	2Q25	2025	3	VA 预期 3.7	5.7	6.6	基准假设 7.5	8.4	10
京东外卖											
外卖亏损			-3,342	-8,312	-2,730	-3,342	-5,187	-6,006	-6,787	-7,644	-9,100
京东整体净利润	13,442	50,921	10,797	45,791	11,409	10,797	8,952	8,133	7,352	6,495	5,039
同比	-7%	6%	-25%	-4%	-21%	-25%	-38%	-44%	-49%	-55%	-65%
京东零售 OP	12,058	47,625	12,755	50,807		12,755	14,600*	15,419*	16,199*	17,057*	18,513*
京东零售 OPM	4.1%	4.2%	4.4%	4.5%		4.4%	5.0%	5.3%	5.5%	5.8%	6.3%
同比提升	0.2ppts	0.2ppts	0.4ppts	0.5ppts		0.4ppts	1.1ppts	1.3ppts	1.6ppts	1.9ppts	2.4ppts

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测*为维持当前市场对京东整体净利润的预期，需上调京东零售 OP 所达到的规模以弥补外卖额外亏损预期差

⊕ 市场已充分考虑美团核心本地商业利润短期承压，预计 2025 年持平

市场预期已充分考虑 2 季度补贴投入，预计核心商业利润同比降幅在 15%-20% 之间。考虑美团外卖迎战，按补贴翻倍、重点城市或地区加大补贴，预计 2 季度美团核心商业利润同比下降 15%（VA 预期同比下降 18%）。我们按一线城市（18-20%）、新一线城市（20-25%）单量占比，估计约 40%-45% 的单量是竞争核心区域，市场预期或已充分考虑相关补贴投入。

对于外卖行业，2 季度为年中旺季，用户需求高、骑手成本低，而 3 季度暑期高温补贴，4 季度天气转凉外卖需求或有下降，因此我们认为 3-4 季度补贴战或有所降温，考虑竞对也将在持续补贴与利润、用户活跃度及留存之间寻找平衡，我们预计 2025 年美团核心商业利润仍有稳定可能，即维持 2024 年约 520 亿元利润水平，估算 2-4 季度额外补贴投入约 80 亿元。

互联网及教育行业

图表 163: 补贴对美团核心运营利润影响推算：20%-100%单量补贴翻倍，对应利润同比下降 8%-36%

(百万元)	—1Q25 业绩后—		—市场预期—		单量补贴翻倍比例						
	2Q25	2025	2Q25	2025	20%	基准假设 36%	45%	VA 预期 54%	70%	80%	100%
总单量 (百万)	6,829	28,175	6,938	28,560							
日单量 (百万)	75	77	77	78	15	27	34	42	53	60	75
即时配送 OP	8,439	34,306	7,118	29,529	9,453	8,439	7,855	7,118	6,256	5,617	4,338
UE (元)	1.2	1.2	1.0	1.0	1.38	1.24	1.15	1.04	0.92	0.82	0.64
CLC OP	12,998	56,007	12,560	52,150	14,013	12,998	12,414	12,560	11,698	11,058	9,780
同比	-15%	7%	-18%	-1%	-8%	-15%	-19%	-18%	-23%	-27%	-36%

资料来源：公司数据，Visible Alpha，交银国际预测

☉ 阿里加大淘宝闪购投入，2025 年补贴或约 100 亿元

淘宝于 4 月 30 日宣布加大即时零售（淘宝闪购）业务投入，根据公司公布数据，淘宝闪购 5 月 5 日即已突破 1000 万单，与饿了么日单合计超过 3000 万单，5 月 27 日宣布日单超过 4000 万单，其中 75% 为非饮品订单。受益于饿了么平台 10 年的基建及商家、骑手运营能力的积累，我们认为淘宝闪购业务补贴及推进进程或更快。

淘宝 APP MAU 已超 9 亿，相比于竞对的补贴获客为主要目的之一，我们认为淘宝加大闪购补贴意在用高频的外卖品类提升淘宝用户粘性，从而提升全平台全品类转化率。我们对目前用户转化效果持关注态度，但按目前淘宝闪购日单情况，我们估算淘天补贴金额在 2025 年 2-4 季度合计或投入约 100 亿元。

图表 164: 淘宝闪购：估算 2025/26/27 年日单 1000 万/1300 万/1400 万，对淘天利润影响或 5%

淘宝闪购 (百万元)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2025E	2026E	2027E
外卖日单量(百万)	12	13	15	12	10	13	14
配送成本	3,195	3,549	4,140	3,312	10,884	14,235	15,330
补贴成本	4,725	2,958	2,760	1,104	10,443	4,745	2,555
配送成本或已考虑在本地生活							
补贴成本占淘天利润比	9%	6%	4%	3%	5%	2%	1%
对阿里巴巴整体利润影响	9%	6%	4%	2%	5%	2%	1%

资料来源：公司资料，交银国际预测

互联网及教育行业

中长期市场格局判断，外卖行业的护城河

④ 稳态期假设下，外卖市场新进入者市占率或在 10%左右

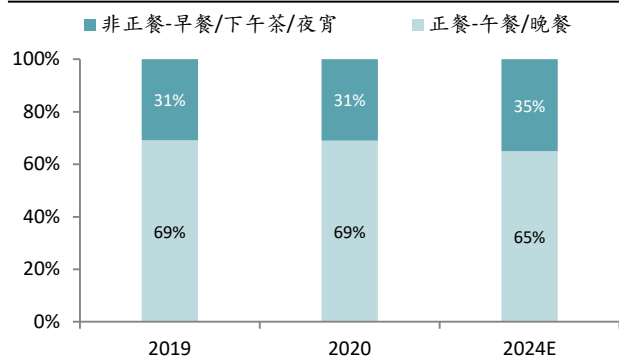
我们用城市级别、外卖品类角度推算京东外卖稳态期单量表现，参考美团外卖一线/新一线城市占比（40%-45%），正餐/非正餐比例 65%/35%的单量分布，假设京东外卖稳态期品类分布应逐渐趋近于美团外卖，估算在补贴或单均价格基本一致的前提下，京东外卖常态化日单量或在 1200 万-1500 万区间，占当前行业整体 10%-12%单量或 7%-11%交易规模。

图表 165: 美团城市层级，一线/新一线占比超 45%



资料来源：公司资料，交银国际估测 *2019 年

图表 166: 美团外卖品类，正餐比例仍约三分之二



资料来源：公司资料，交银国际估测

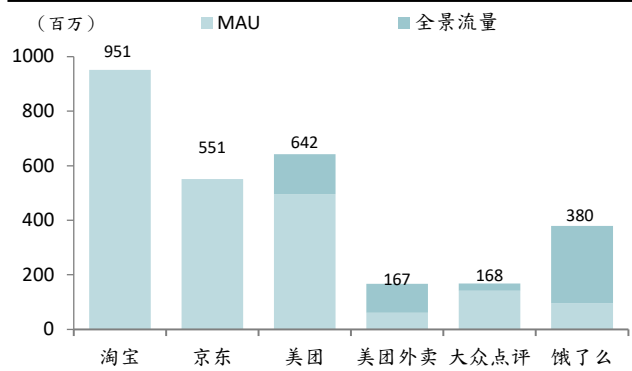
④ 电商及外卖平台流量粘性和商户粘性同样重要

流量粘性：对于电商平台，2025 年 3 月淘宝、京东 APP MAU 分别为 9.5 亿/5.5 亿，京东在用户活跃度及粘性上，仍有提升空间，而外卖作为相对高频高粘性的消费品类，有利于帮助京东提升用户数量（估算 2025 年度净增活跃用户数或达 7000 万），同时激活老用户的活跃度；而淘宝用户数向上空间较小，已打通饿了么商家运营能力及骑手配送能力，其在外卖相关品类的投入相对简单直接，通过补贴提升用户粘性及活跃度。

商户粘性：回顾此前抖音团购激进推广时期，以连锁标品商家、饮品爆款为主要品类快速获取用户，按我国餐饮门店数量接近 900 万家，餐饮门店比例连锁占比 23%（连锁经营协会数据），在长尾商家（单一餐饮门店）的布局及渗透或是长期外卖行业新进入者需要重点布局的方向，也是决定其稳态期单量及 GMV 的重要因素。

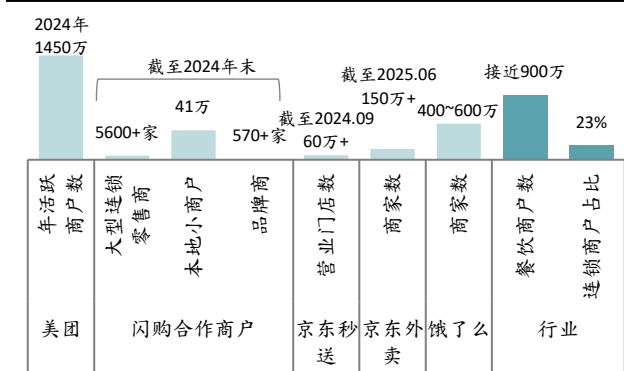
互联网及教育行业

图表 167: 电商、外卖相关平台流量对比



资料来源: QuestMobile, 交银国际 *2025 年 3 月

图表 168: 商家数量对比



资料来源: 公司资料, CCFA, 交银国际预测 *饿了么商家数为估算值, 行业数据来自《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》

④ 骑手供给是保障单量稳步提升及较优用户体验的重要因素

骑手配送成本是外卖业务重要支出成本之一, 同时因骑手群体以众包、兼职为主, 日均活跃骑手便成为支持平台单量履约完成率的重要指标。我们按 2024 年数据估算, 饿了么/美团/达达/顺丰同城的日均活跃骑手比例分别为 13%/19%/8%/13%, 推算 2025 年新进玩家完成目前基准预测单量将需要招募骑手约 100 万人。淘宝闪购与饿了么蜂鸟打通, 骑手供给问题小; 而京东外卖后续提升全职骑手比例或加速扩大骑手数量是履约完成的关键。

同时仍需关注在业务扩张初期, 补贴力度、商户免佣策略等因素, 配送成本或导致外卖业务亏损加速扩大。

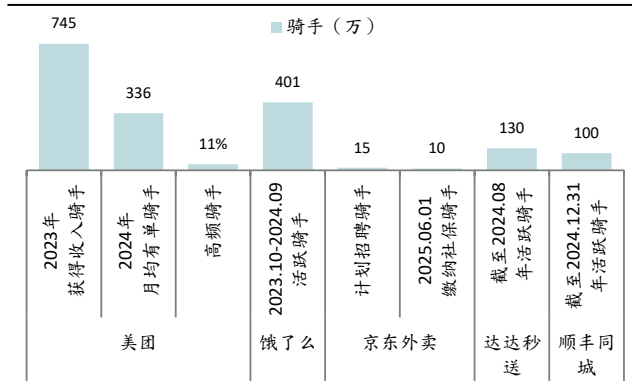
图表 169: 骑手各平台总量估算: 新进玩家全职/众包骑手总人数或需达到 100 万 (2025 年)

	2024 年订单量 (百万单)	2024 年配送单 (百万单)	日均骑手 (百万)	日均骑手单量 (单)	年骑手数量 (百万)	日均骑手 活跃率	2024 年骑手成本 (百万元)	单均配送成本 (元)
饿了么	13,172	5,861	0.54	30	4.0	13%	41,457	7.1
美团	25,420	15,377	1.40	30	7.45	19%	103,804	6.8
达达	753	753	0.10	20	1.3	8%	5,760	7.7
顺丰同城	967	967	0.13	20	1.0	13%	7,092	8.5
						13%		
	2025 年订单量 (百万单)	2025 年配送单 (百万单)	日均骑手 (百万)	日均骑手单量 (单)	年骑手数量 (百万)	日均骑手 活跃率	2025 年骑手成本 (百万元)	单均配送成本 (元)
淘宝闪购	3,628	1,814	0.14	35	0.9	15%	12,335	6.8
京东外卖	3,578	2,862	0.22	35	1.5	15%	27,786	9.7

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

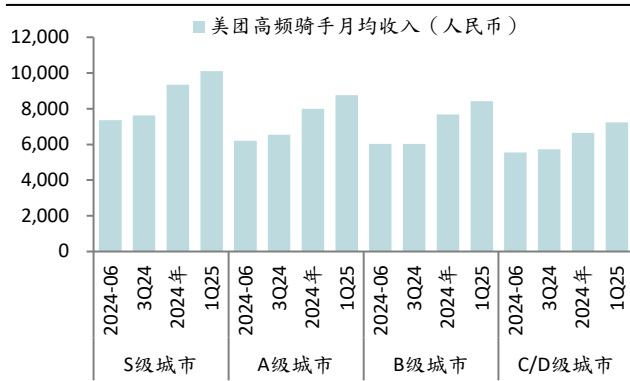
互联网及教育行业

图表 170: 平台骑手数量对比



资料来源：公司资料，公开资料，交银国际

图表 171: 美团骑手月均收入持续增长



资料来源：公司资料，交银国际

④ 目前成熟平台 GMV 盈利水平：美团不到 3%，饿了么约 1%

对比各主要平台变现能力，美团、饿了么平台变现产品覆盖全面，变现率在 8%-15% 之间，配送及补贴成本占比 GMV 比例基本稳定。京东外卖在进入市场初期，通过补贴加速流量获取，后续商家运营及变现产品的拓展仍是关注点。

图表 172: 对比各外卖平台核心财务数据占 GMV 比例：京东亏损率仍较高

	——美团外卖——		——美团闪购——		——饿了么——		京东外卖
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2025
收入	15%	15%	9%	10%	9%	9%	2.5%
配送成本	-9%	-9%	-4%	-4%	-6%	-6%	-10%
补贴 (非冲减)	-1%	-1%	-3%	-3%	-1%	-1%	-6.3%
OP	2.7%	2.8%	0.3%	0.3%	1.1%	0.9%	-13.8%

资料来源：公司资料，交银国际预测

④ 京东、美团估值判断

根据以上外卖运营数据及补贴投入、骑手成本分析，我们认为新进玩家在进入市场后，在激进补贴之外，仍需时间优化骑手端、商户端以及平台端运营能力。我们认为市场对美团 2025 年受到外卖补贴的影响预期已经有了较为充分的考虑，预计全年核心商业利润持平，公司整体净利润约 400 亿元，较年初预期下调约 100 亿元（约 20%）。

根据我们目前的估算，京东外卖若做到 2025 年日均 1200 万单，全年外卖业务亏损或达到 158 亿元，VA 一致预期已较年初下调约 50 亿元（10%），虽有零售国补增利，但京东整体利润或较当前 VA 市场预期有进一步下调的风险。我们按最差情况，估算美团、京东最低每股价值为 108/120 港元，较现价降幅约 20%/7%。

互联网及教育行业

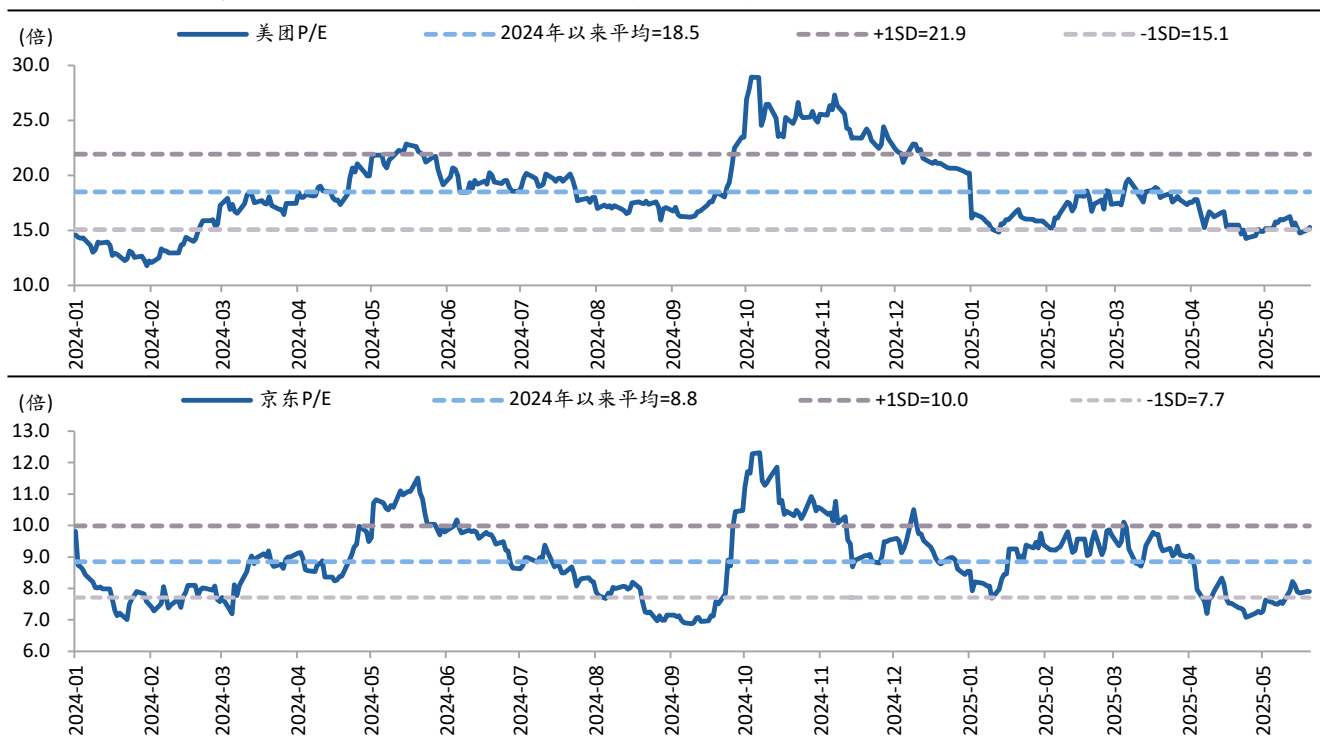
我们认为新进玩家对于整个行业的冲击或也将受到集团盈利能力的影响以及整体补贴节奏的调整影响，建议关注 618 活动后，电商平台进入淡季、外卖业务进入暑期成本提升季节，各平台对补贴投放战略或有调整可能。而阿里巴巴估值支撑主要在于电商及云业务，约百亿的淘宝闪购投入对淘天及公司整体利润影响有限。

图表 173: 美团/京东估值估算及最低价格估算

2025				2025							
百万元人民币		交银国际		VA		百万元人民币		交银国际		VA	
美团				京东							
核心商业收入		283,394		281,037		京东零售收入		1,123,980		1,128,047	
增速		13%		12%		增速		10.6%		11.0%	
核心商业运营利润		56,007		52,150		京东零售利润		49,490		50,807	
增速		7%		-1%		增速		20%		24%	
新业务收入		105,502		105,166		集团净利润		42,090*		45,791	
新业务运营利润		33,285		-10,289		增速		-12%		-4%	
集团净利润		47,005		41,157							
增速		7%		-6%							
2025 年 PE		20x		15x		15x		2025 年 PE		13x	
目标估值 (百万港元)		1,018,449		763,836		668,797		357,475		357,475	
目标价 (港元)		165		123		108		195		120	
对比现价				-12%		-20%		52%		-7%	
								2%			

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测 *按图 19 所示基准假设下净利润假设

图表 174: 2024 年以来美团/京东估值已接近历史较低水平



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日

电商下半年国补利好是否可持续

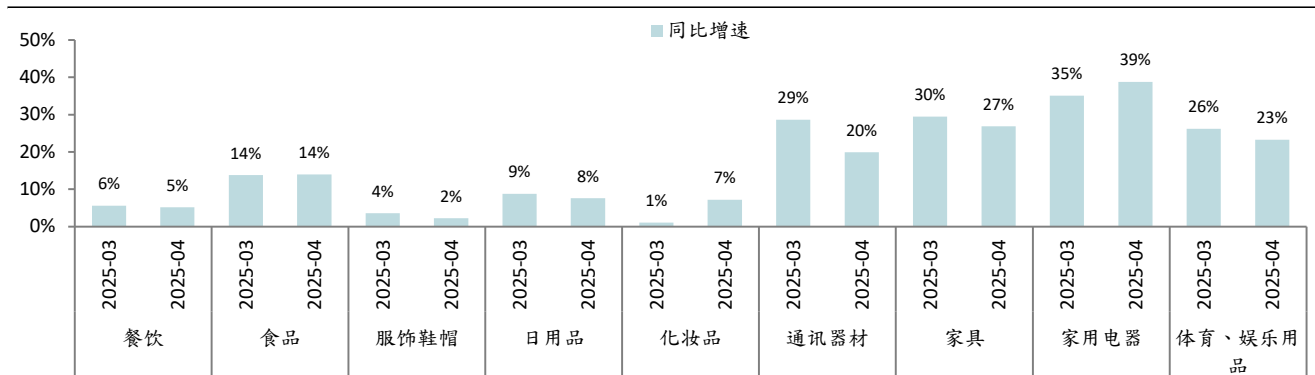
家电品类 4 季度或面临高基数，但手机、数码国补支撑增长

商务部数据显示，2024 年我国家电以旧换新政策支持拉动销售量/销售额 6200 万台/2700 亿元，2025 年国补以旧换新进一步扩充范围，从 2024 年的 8 大品类增加到 12 个品类，财政部预下达 2025 年 810 亿元人民币以旧换新资金。商务部家电以旧换新信息系统数据显示，今年 1-4 月，超过 3400 万名消费者参与家电以旧换新，累计购买超 5100 万台，带动销售额达到 1745 亿元。2024 年家电以旧换新政策实施以来，已累计带动家电销售量达到 1.13 亿台，相比全国家电保有量超过 30 亿台的体量，仍有提升空间。

社零数据显示，1-2 月受 2024 年 12 月需求前置影响，家电品类增速放缓，截止 2025 年 4 月，家装季开启后家电需求逐月恢复，较 3 月进一步加速。预计 2025 年 2 季度，在促销前置的带动下，家电仍将保持较快增速。下半年在高基数影响下，家电品类或逐渐趋于稳定，但国补对手机及电脑的拉动仍将持续。

商务部数据显示，1-4 月手机等数码产品补贴突破 5000 万件，截止 5 月 22 日，4884 万名消费者购买超过 5248 万台手机等数码产品，带动销售额达 1432.6 亿元。

图表 175：2025 年 4 月分品类：通讯器材仍保持较快增长，家装季开启后家电需求逐月恢复，较 3 月进一步加速，家具也呈持续恢复趋势



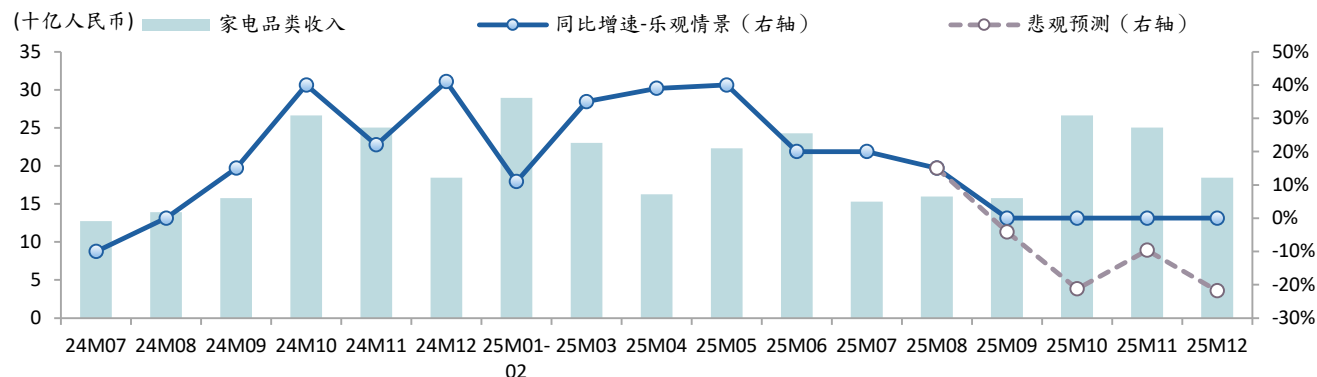
资料来源：万得，交银国际

当前市场预期已反映京东带电收入下半年增速放缓的预期

受益于家电补贴政策，京东带电品类收入由 2024 年下半年起加速增长，并已连续 2 个季度保持双位数增长。我们根据社零及第三方数据估算，预计国补效应持续释放，预计 2 季度家电品类仍将保持快速增长，3 季度增速亦较为平稳，家电高基数影响或在 4 季度业绩体现，家电品类按乐观/悲观情景估算，4 季度同比增速分别持平/下降 15-20%。综合手机、电脑品类增速回暖的趋势，我们判断乐观/悲观预测下，2 季度及 3 季度京东带电品类收入增长仍有上调空间，4 季度带电品类收入或呈持平的趋势，与当前预期一致。

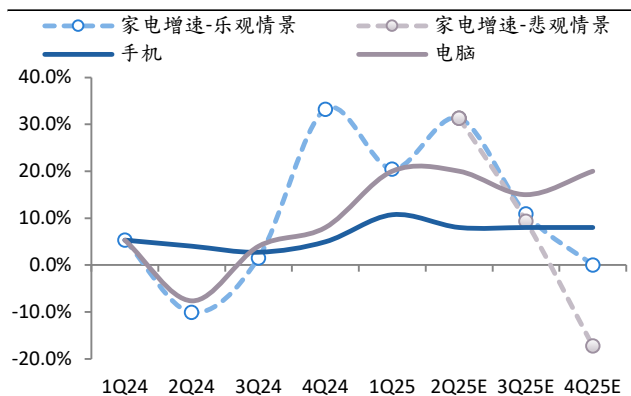
互联网及教育行业

图表 176: 京东家电品类增速情景假设: 预计 9-12 月, 按乐观/悲观情景估算增速持平/下降 15-20%



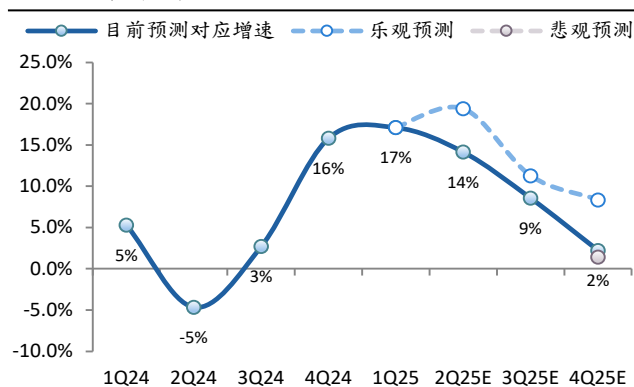
资料来源: 公司资料, 奥维云网, 交银国际预测

图表 177: 京东带电品类收入乐观/悲观情境下增速预期



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 178: 当前 VA 市场一致预期已反映京东带电品类下半年增速放缓的预期



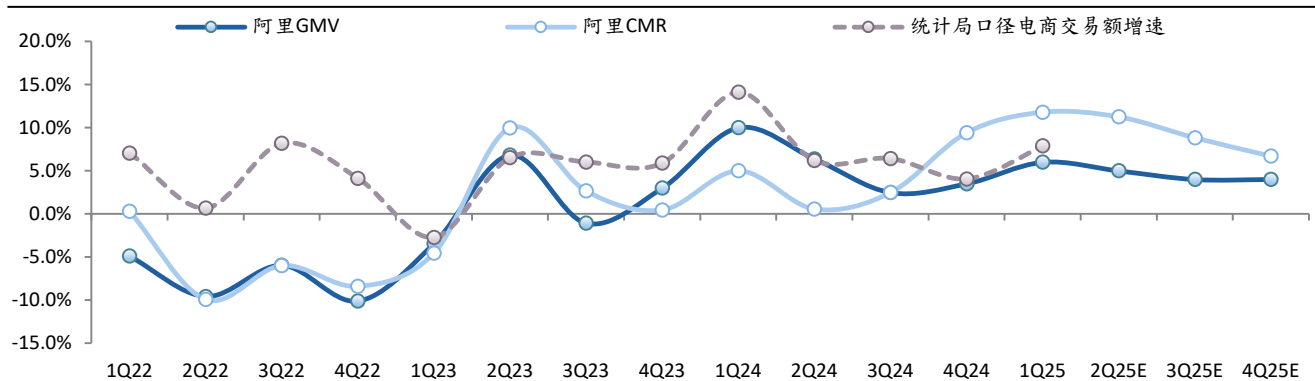
资料来源: 公司资料, visible alpha, 交银国际预测

互联网及教育行业

淘天市占企稳，CMR 下半年仍有上调空间

淘天连续 2 个季度 CMR 加速增长，证明电商平台变现率持续提升的趋势，预计 GMV 增速与统计局披露实物电商行业增速同步，6 月季度 CMR 保持双位数增长，考虑 2024 年下半年淘宝技术服务费的收取为逐步推开，以及全站推商家渗透率的逐步提升（截止 3 月季度末为 20%），预计 CMR 在 2025 年下半年仍有望保持较快增长，较目前预测有上调空间。

图表 179: 预计淘天交易规模市占率企稳，变现率提升持续推动 CMR 增长，预计下半年仍有上调空间



资料来源：统计局，公司资料，交银国际预测

电商行业首推阿里巴巴

预计电商行业 2025 年下半年主要关注：1) 国补效应满 1 周年后是否持续推动业务增长。2) 平台货币化率及利润率趋势。

我们认为国补对京东的增益效果于 3 季度仍将持续，家电品类于 4 季度受到高基数影响，但手机、数码品类增长仍将持续，当前市场预期已经反映下半年高基数对带品收入增速的影响，而 2 季度收入增长或仍有上调空间。国补效应利好京东零售利润率提升，以支撑外卖业务投入，外卖虽在中长期对公司零售业务带来交叉销售的机会，但短期投入或导致 2 季度利润及 2025 年利润仍有下调风险。

阿里受益于市占持稳、货币化率提升，CMR 下半年增速仍有上调空间，淘天 EBITA 利润体量奠定了其对即时零售的投入预算应更为充足，预计 EBITA 仍有望保持稳定增长。

现价对应 2025 日历年市盈率：阿里 11.1 倍/京东 7.8 倍/拼多多 9.0 倍/快手 10.2 倍。电商平台我们首推阿里，考虑电商、云业务分布估值，现价下行空间有限，后续电商、云业务增速持续看到加速增长预计将带动公司股价上涨；京东现价对应估值处于历史低位，关注外卖 UE 企稳后估值反转机会。

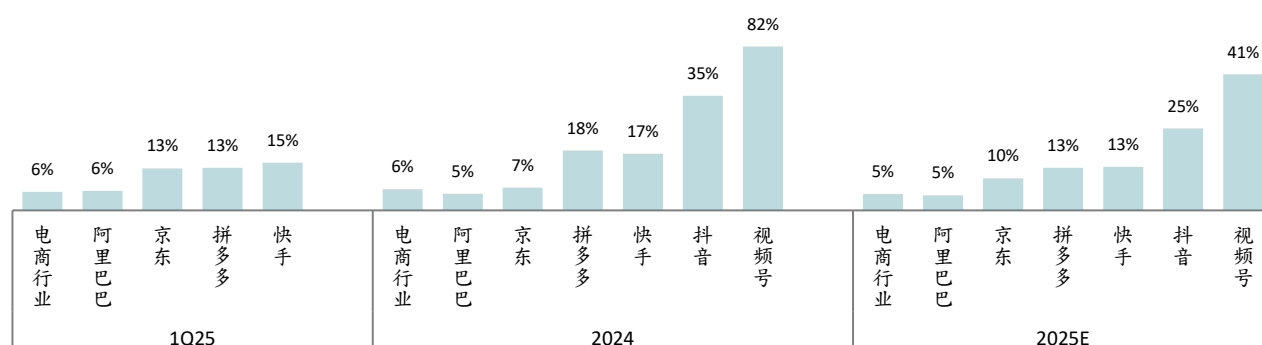
互联网及教育行业

图表 180：阿里巴巴估值情景分析：股价下行空间有限

	CASE 1	CASE 2	CASE 3	CASE 4	CASE 5
淘天					
CY2025 市盈率（倍）	8	10	10	10	13
目标价（港元）	73	91	91	91	118
阿里云					
CY2025 市销率（倍）	3	3	5	10	10
目标价（港元）	22	22	37	75	75
阿里巴巴-目标价（港元）	95	113	128	165	192
饿了么+海外电商等其他业务价值/股（港元）	22				
阿里巴巴集团目标价区间（港元）	117	135	150	187	215

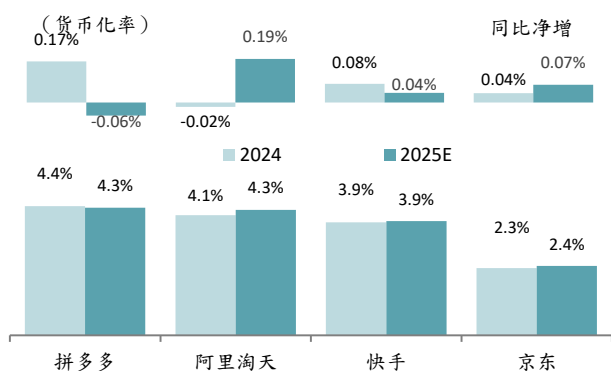
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 181：我们预计 2025 年电商大盘 GMV 同比增速 5%



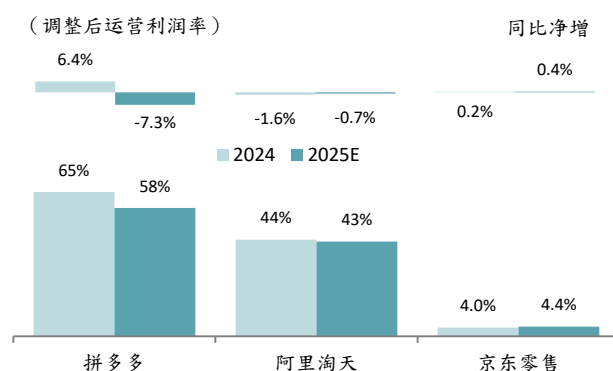
资料来源：公司资料，统计局，交银国际预测 *微信视频号为下单口径

图表 182: 预计 2025 年电商平台货币化率变动：阿里>京东零售>快手>拼多多



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 183: 预计 2025 年电商平台运营利润率变动：京东零售>阿里>拼多多



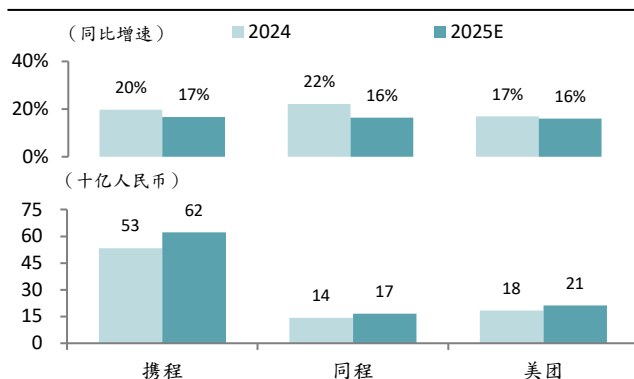
资料来源：公司资料，交银国际预测

OTA 业绩稳健

OTA 平台收入维持在 15-20% 增速区间，酒店带动收入增长，运营利润率趋势分化

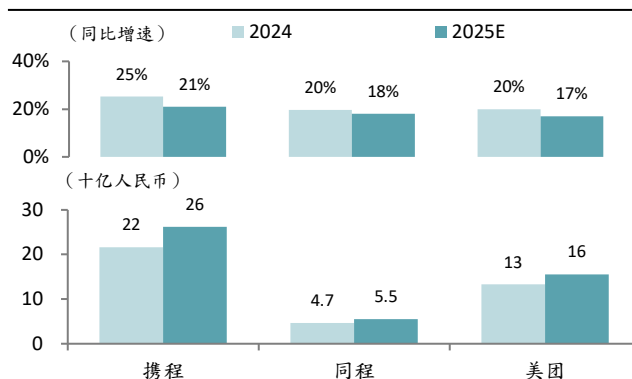
我们预计 OTA 平台 2025 年下半年收入增速仍维持在 15-20% 的区间，其中主要由酒店带动收入增长。酒店收入增长主要来自间夜量增长驱动，预计下半年主要平台间夜量增长区间在 10%-15%，ADR 下半年趋稳对收入有益，行业竞争环境有序，补贴率均较为谨慎，变现率或维持高位。预计内地 OTA 业务运营利润率仍将显现运营杠杆效应，携程受国际业务投入拖累利润率提升。

图表 184: OTA 平台收入及增速



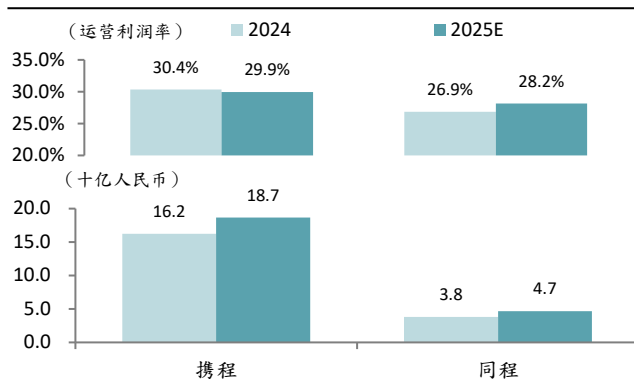
资料来源：公司资料，交银国际预测 *同程为核心 OTA 收入，美团收入包括酒旅、民宿+交通

图表 185: OTA 平台酒店收入及增速



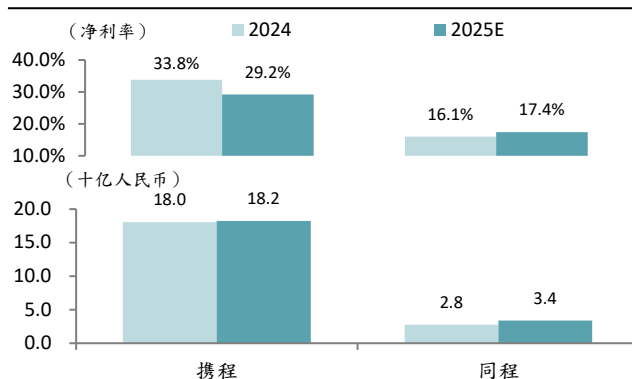
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 186: OTA 平台运营利润及利润率



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 187: OTA 平台净利润及利润率



资料来源：公司资料，交银国际预测

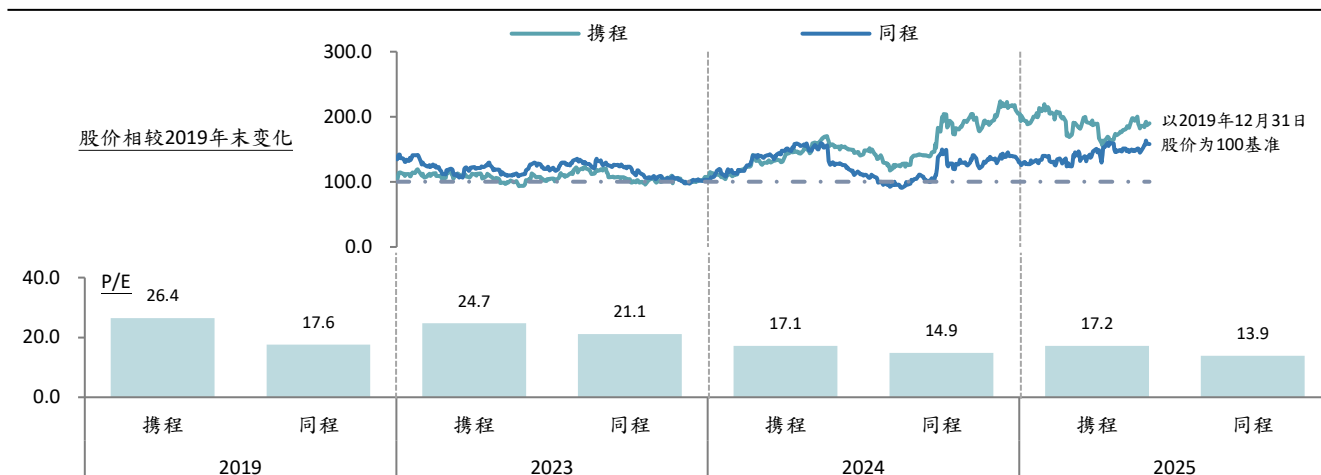
互联网及教育行业

OTA 首选携程: 携程收入稳健增长，利润率短期因国际业务投入下降

OTA 行业投资亮点包括：1) 休闲旅游需求依然坚挺，促进服务消费发展政策落地对行业增长有进一步增益；2) 行业竞争格局良好，补贴谨慎，变现率维持高位；3) 业绩稳定增长，短期投入后核心业务仍有运营杠杆效应释放。

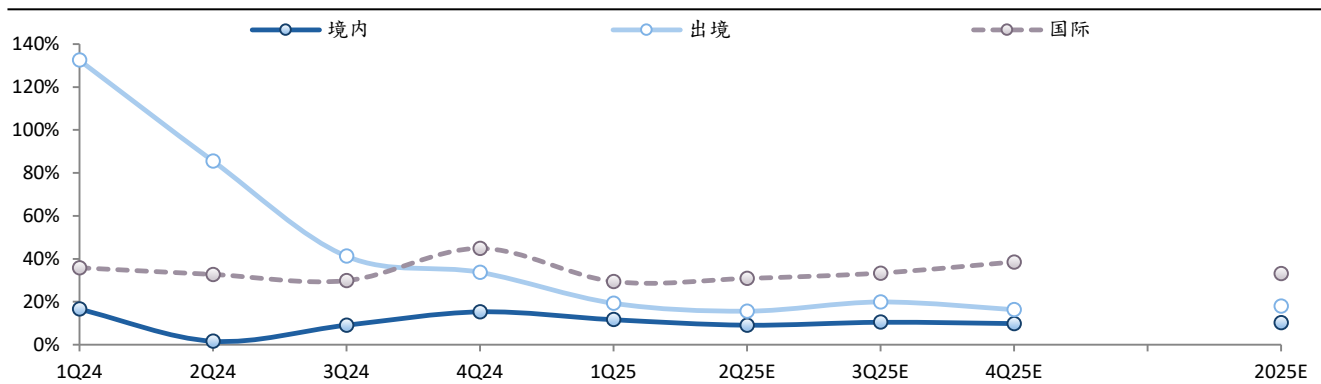
现价对应 2025 年携程、同程市盈率分别为 17.2 倍、13.9 倍，与 2024 年平均估值水平处于同一区间。OTA 行业我们首推携程：1) 市场消化海外投入对运营利润率短期影响、出境业务可比基数完全恢复导致增速放缓的预期，业绩下调风险有限，2) Trip.com 收入体量于 2026 年将突破 100 亿元人民币，收入占比接近 20%，核心市场保持盈利，对公司估值贡献对应股价可达到 38-76 港元。

图表 188: OTA 平台对比 2019 年股价表现及 P/E 趋势



资料来源：彭博，万得，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日

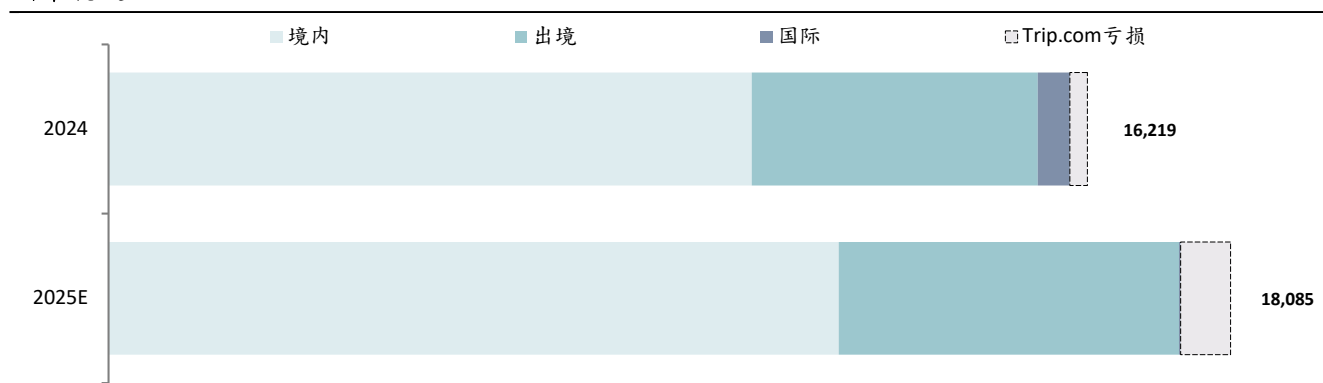
图表 189: 携程境内/出境/国际业务收入增速稳健



资料来源：公司资料，交银国际预测

互联网及教育行业

图表 190: 携程 2025 年运营利润率因 Trip.com 亏损加大及收入占比提升而下降，境内、出境业务利润率稳定

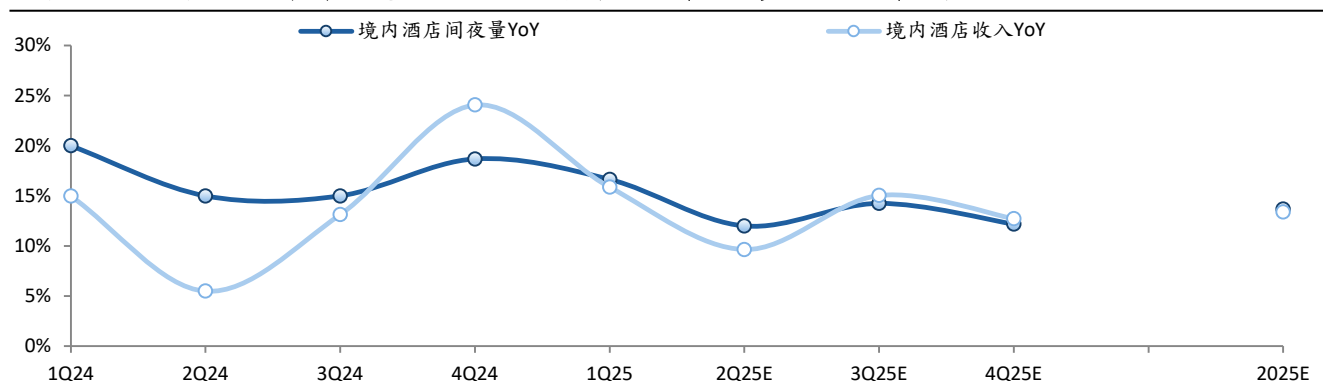


资料来源：公司资料，交银国际预测

⊕ 携程境内业务主要受酒店价格及机票单票收入下降影响，业务量增速较稳

境内酒店：我们预计 2025 年下半年境内酒店收入增长主要受到间夜量增长推动，预计携程境内酒店间夜量增速在 10-15% 区间，酒店行业 ADR 仍呈现中高个位数下降趋势，携程受益于平台用户运营如酒店套餐打包策略，ADR 下降幅度低于行业，五一数据显示行业价格跌幅缩窄，下半年趋势或较为稳定，叠加行业竞争格局稳定对变现率有益，预计下半年酒店收入与间夜量增速较为同步。

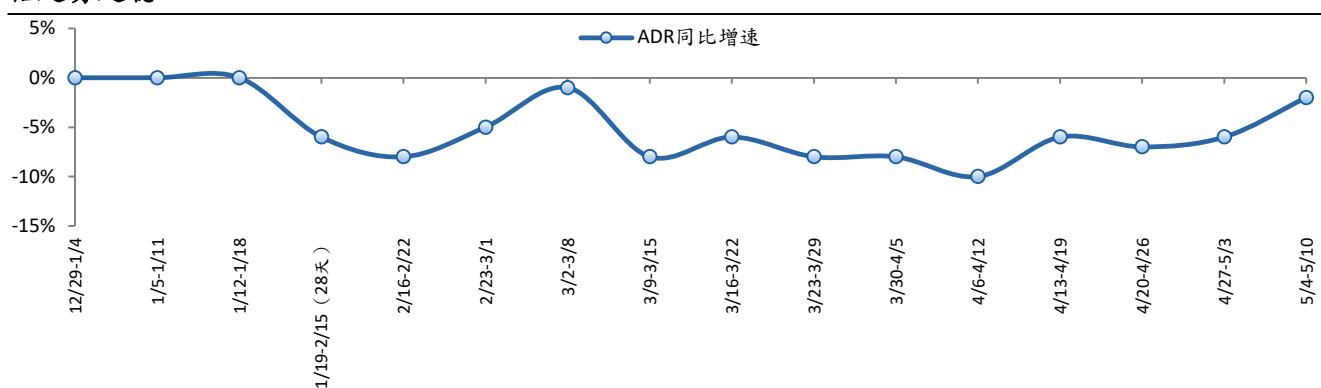
图表 191: 预计 2025 年携程境内酒店收入与间夜量增长同步，同比增速在 10-15%



资料来源：公司资料，交银国际预测

互联网及教育行业

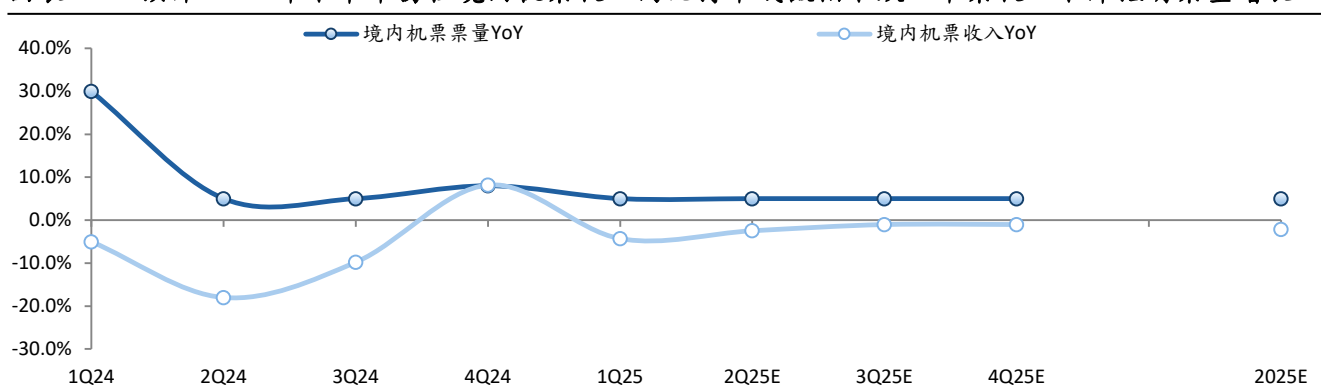
图表 192: 2025 年 1 季度境内酒店行业 ADR 同比中高个位数下跌，五一假期跌幅缩窄，预计下半年价格趋势趋稳



资料来源：STR，交银国际

境内机票：预计 2025 年下半年携程境内机票收入微幅下降或持平，其中票量同步行业保持中低个位数增长，但机票价格下降导致单票收入阶梯下降，该业务对利润影响较小。

图表 193: 预计 2025 年下半年携程境内机票收入同比持平或微幅下跌，单票收入下降抵消票量增长



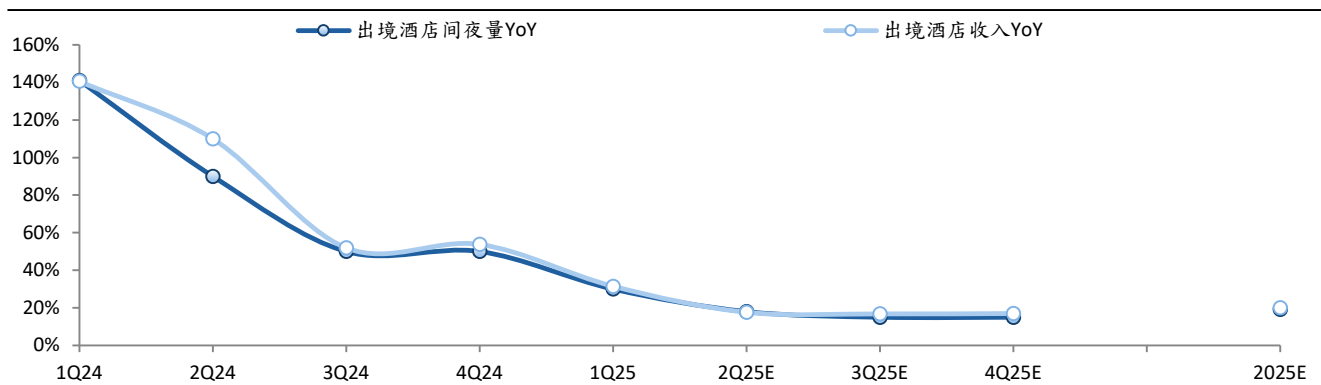
资料来源：公司资料，交银国际预测

互联网及教育行业

- ④ 携程出境业务主要因业务量可比基数完全恢复的影响增速趋于稳定，机票价格同比影响下半年减弱

出境酒店：预计 2025 年下半年出境酒店收入增速区间在 15%-20%，境外酒店 ADR 较为稳定，酒店收入同步间夜量增长。截止 2025 年上半年酒店间夜量恢复程度约为 2019 年的 120%，考虑出境酒店间夜量自 2024 年年中已完全恢复至 2019 年水平，预计下半年间夜量增速将趋于平稳。

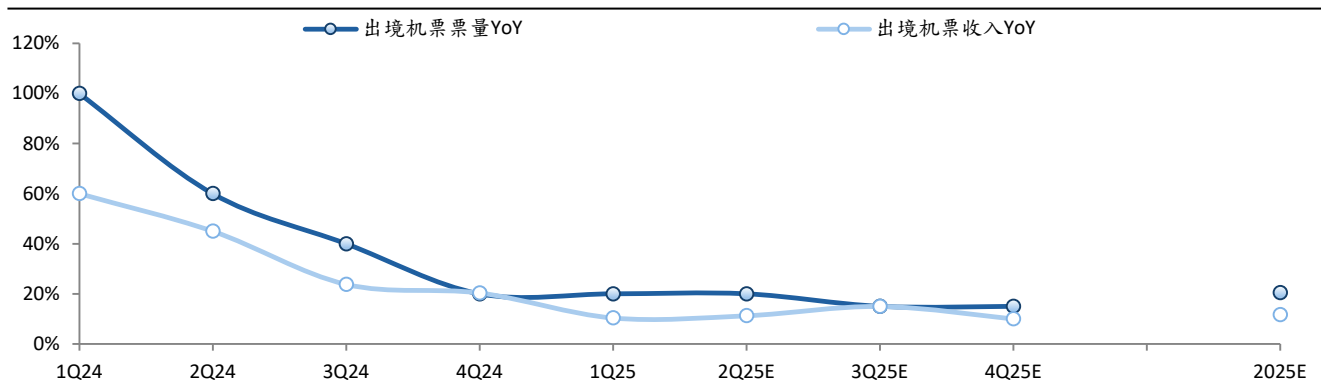
图表 194: 预计 2025 年下半年携程出境酒店间夜量及收入在可比基数完全恢复的因素下，增长趋于稳定



资料来源：公司资料，交银国际预测

出境机票：携程出境机票收入增长受票量及机票价格的影响，其中票量趋势与出境酒店趋势一致，因可比基数实现完全恢复，增速将趋于稳定，预计票量增幅在 20% 左右。截止 2025 年 2 季度，出境机票价格相比 2019 年同期有中度增长，而 2024 年同期机票价格较 2019 年仍有 15% 的增长，预计 2025 年下半年出境机票价格同比降幅收窄，考虑价格同比下降的因素，出境机票收入同比增速在 10%-15% 的区间。

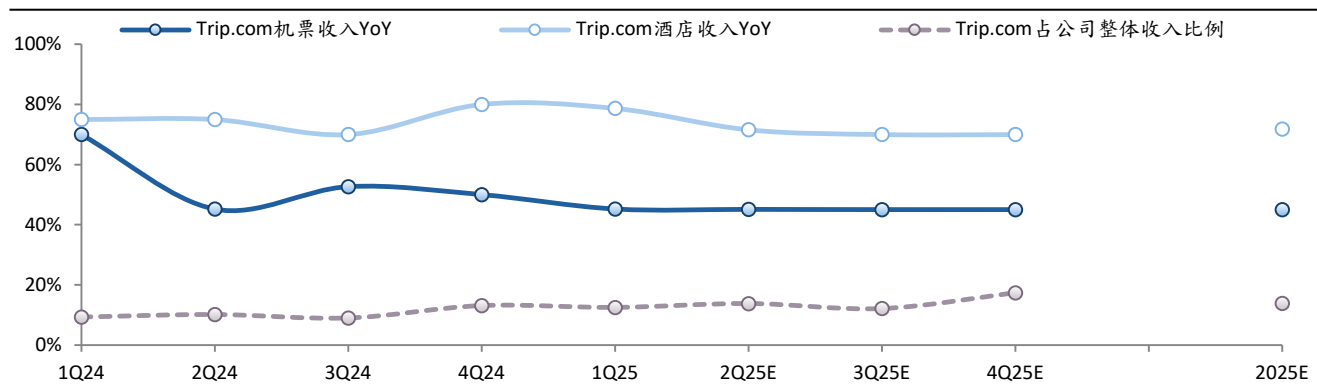
图表 195: 预计 2025 年下半年携程出境机票增速受价格同比下跌影响因素减弱



资料来源：公司资料，交银国际预测

⊕ Trip.com 酒店收入保持高速增长，机票向酒店业务交叉销售

图表 196: 预计 Trip.com 酒店收入保持高速增长，机票收入因补贴增速低于票量收入，且以交叉销售向酒店导流



资料来源：公司资料，交银国际预测

游戏：腾讯/网易游戏收入拆解

腾讯：战略聚焦长青游戏运营，端游稳健，手游下半年高基数影响缓和

① 腾讯战略聚焦头部精品游戏，持续丰富长青游戏产品线，我们认为新游及老游均有望成为长青游戏的蓄水池

一方面，公司针对有潜力的老游戏给予资源倾斜，强化深度运营，如 Supercell 旗下《荒野乱斗》，2024 年通过商业化模式重构及玩法创新带动贡献显著流水增量（+4 倍）。另一方面，发力重点新游的长线运营，如 2024 年上线新游中，手游《地下城与勇士：起源》（《MDNF》）、《三角洲行动》流水强劲，5 月流水分别约 9/4 亿元，均已符合长青游戏标准，预计 2025 年腾讯长青游戏数量将增至 15 个（预计《三角洲行动》2026 年加入）。

图表 197: 腾讯长青游戏：是拉动游戏收入增长主要动力之一

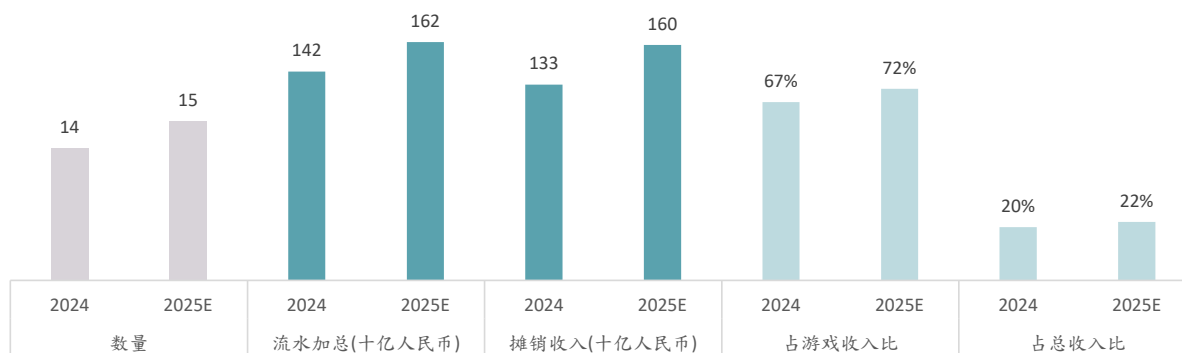
序号	游戏	上线时间	游戏类型	研发	2024年流水 (十亿人民币)	2025年流水 (十亿人民币)	2025年流水变动 (十亿人民币)
本土手游					0 10 20 30 40	0 10 20 30 40	-8 -6 -4 -2 0 2 4
1	王者荣耀	4Q15	MOBA	天美			
2	和平精英	2Q19	射击	光子			
3	地下城与勇士：起源	2Q24	格斗	Neople			
4	穿越火线：枪战王者	4Q15	射击	天美/Smile Gate授权			
5	金铲铲之战	3Q21	策略塔防	光子-天玑智趣			
6	英雄联盟	4Q21	MOBA	Riot Game			
本土端游							
7	穿越火线	3Q08	射击	Smile Gate			
8	地下城与勇士	2Q08	2D横版格斗	Nexon			
9	英雄联盟	3Q11	MOBA	Riot Game			
10	无畏契约	3Q23	射击	Riot Game			
海外手游							
11	PUBG M	2Q18	射击	光子/Bluehole			
12	荒野乱斗	4Q18	MOBA	Supercell			
13	部落冲突	3Q12	策略	Supercell			
海外端游							
14	英雄联盟	4Q09	MOBA	Riot Game			
15	无畏契约	2Q20	射击	Riot Game			
潜在长青游戏							
1	三角洲行动	3Q24	射击	天美			
2	使命召唤(海外手游)	4Q19	射击	天美/动视暴雪授权			
3	火影忍者(本土手游)	4Q18	RPG	魔方/万代南梦宫授权			
4	胜利女神：NIKKE(海外手游)	4Q22	RPG	Shift Up			

资料来源：公司资料，QuestMobile，艾瑞，activeplayer.io，udonis，交银国际预测

假设《MDNF》/《三角洲行动》分别于 2025 年/2026 年纳入长青游戏，计算腾讯 2025 年长青游戏流水合计约为 1620 亿元，同比增 14%，对应摊销收入约 1600 亿元，较 2024 年增 20%，占腾讯游戏收入/总收入比例约 72%/22%，分别提升 5、2 个百分点。

互联网及教育行业

图表 198: 腾讯长青游戏对公司收入贡献分拆



资料来源：公司资料，Sensor Tower，交银国际预测

新游储备丰富。腾讯待上线新游超 25 款，其中多款具备成为长青游戏潜质。建议关注定档 6 月的《最终幻想 14：水晶世界》，端游收入持续增长的《无畏契约：源能行动》手游，《王者荣耀》IP 开放世界手游《王者荣耀：世界》、以及基于热门 IP 改编的《怪物猎人：旅人》、《异人之下》等。

图表 199：腾讯游戏储备丰富

游戏名称	品类	游戏平台	上线地区	获得版号时间	测试阶段/(预计)上线时间
王者万象棋	SLG/自走棋	手游	中国大陆	2023 年 2 月	NA
舞力全开：派对	体感、舞蹈	手游	中国大陆	2023 年 6 月	开启测试报名
三国志异闻录	回合制 RPG	手游	中国大陆	2023 年 10 月	2024 年 8 月开启预约
失控进化	硬核生存对抗	手+端	中国大陆	2023 年 10 月	2025 年 4 月开启预约
全境封锁：曙光	开放世界/射击	手游	中国大陆	2023 年 11 月	NA
饥困荒野	沙盒/生存	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2023 年 10 月计费删档测试
刺客信条：侠隐	开放世界/动作	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2023 年 7 月海外服测试
逆战：未来	射击	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2025 年 3 月非付费删档测试
荒野起源	RPG/生存	手+端	全球	2024 年 2 月	2025/4/22 二测
无畏契约：源能行动	射击	手游	中国大陆	2024 年 6 月	2025 年 6 月新一轮测试
洛克王国：世界	开放世界/收集	手+端	中国大陆	2024 年 6 月	2025 年 4 月等等鸭测试
最终幻想 14：水晶世界	MMORPG	手游	中国大陆	2024 年 8 月	2025 年 6 月公测
异人之下	3D 动作	手+端	中国大陆	2024 年 8 月	2025/9/20 公测*
龙石战争	SLG	手游	中国大陆	2024 年 10 月	2025 年 6 月测试
天堂 2：盟约	MMO	手+端	中国大陆	2024 年 10 月	2025 年 6 月开启测试招募
怪物猎人：旅人	动作	手+端	中国大陆	2024 年 12 月	NA
王者荣耀：世界	开放世界	手+端	中国大陆	2025 年 1 月	2025 年 4 月开启预约
星痕共鸣	二次元/MMO	手+端	中国大陆	2025 年 1 月	2025/8/21 公测*
雪中悍刀行	MMORPG	手+端	中国大陆	2025 年 4 月	2022 年首测
流放之路：降临	暗黑动作	PC	中国大陆	2025 年 4 月	2025 年内开启先锋测试
The Finals	射击	PC/主机	中国大陆	NA	2H25 上线
Exoborne	射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年发售
Last Sentinel	开放世界/动作	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA
Dune：Awakening	开放世界/生存	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年 6 月上线
Den of Wolves	多人射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA

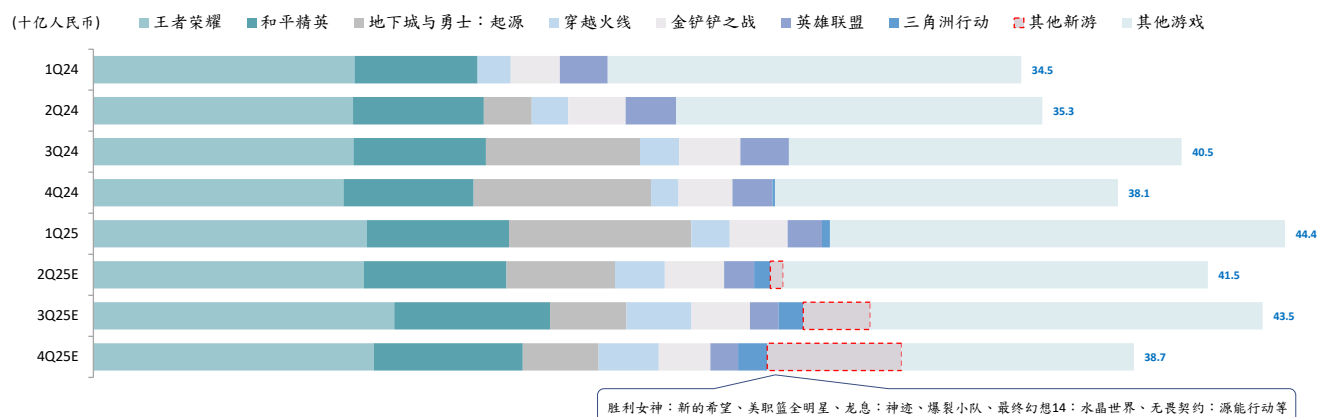
资料来源：公司资料，Sensor Tower、TapTap、微博、微信、游戏陀螺等公开资料，交银国际，蓝色为近期待上线手游，带*标志上线时间为苹果应用商店显示

互联网及教育行业

⊕ 长青游戏亮眼表现及新游增量将缓和手游下半年高基数影响

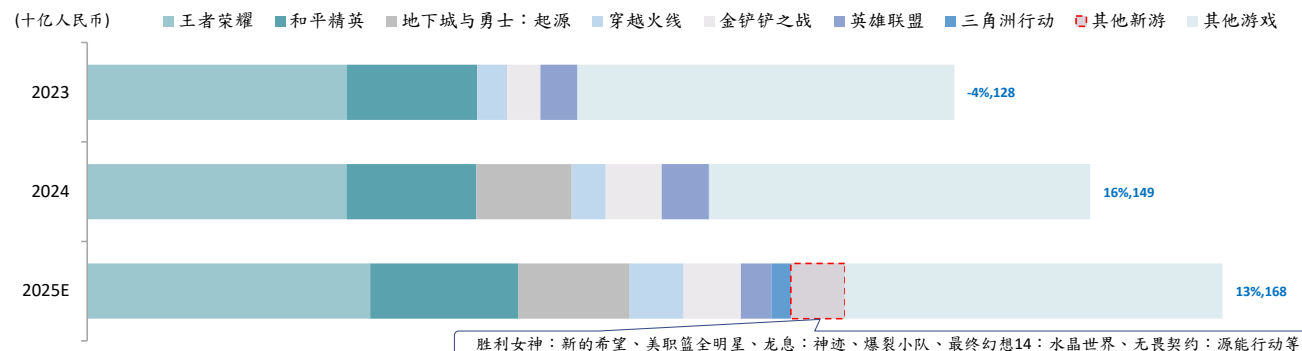
本土手游：受《地下城与勇士：起源》高基数影响，预计 2025 年下半年本土手游收入同比增速放缓至个位数增长。《胜利女神：新的希望》5 月 22 日公测，首月流水 1.5-2 亿元，低于此前预期，但《王者荣耀》/《和平精英》等旗舰手游通过内容运营及 IP 联动延续亮眼表现，叠加新游贡献，高基数影响有望缓和。关注《最终幻想 14：水晶世界》6 月上线后表现及《无畏契约：源能行动》排期。

图表 200: 预计下半年腾讯本土手游收入受《地下城与勇士：起源》高基数影响同比增速放缓至个位数增长



资料来源：Sensor Tower，交银国际预测 *摊销收入口径

图表 201: 预计 2025 年腾讯本土手游收入同比增 13%

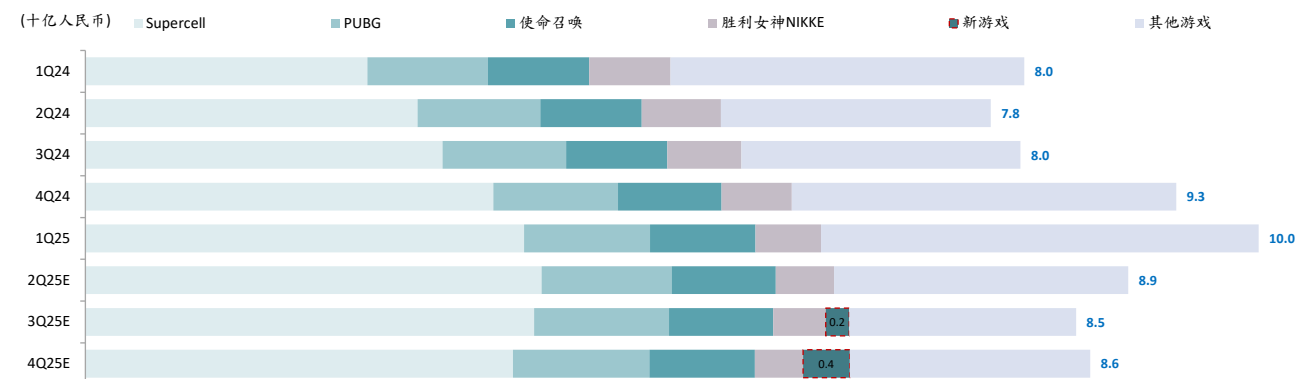


资料来源：Sensor Tower，交银国际预测 *摊销收入口径

互联网及教育行业

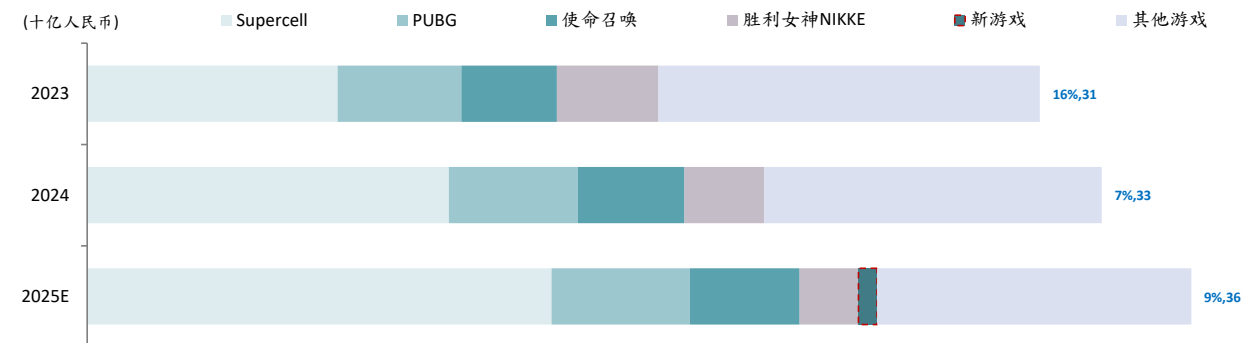
海外手游：预计下半年海外手游收入同比增速放缓，《荒野乱斗》5月流水环比止跌，高基数影响或将有所缓和，关注《三角洲行动》等新游流水释放。

图表 202: 预计下半年腾讯海外手游收入受《荒野乱斗》高基数影响增速放缓



资料来源：Sensor Tower，交银国际预测 *摊销收入口径

图表 203: 预计 2025 年腾讯海外手游收入同比增 9%



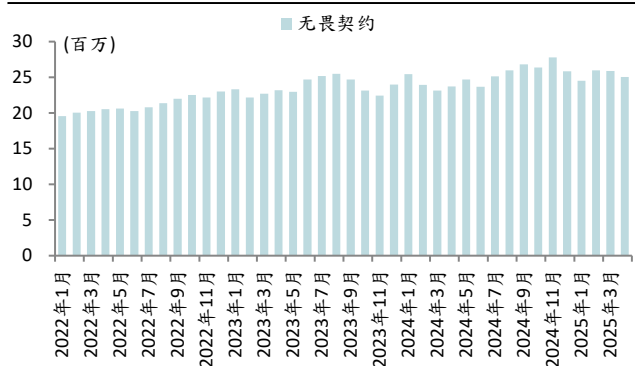
资料来源：Sensor Tower，交银国际预测 *摊销收入口径

④ 《无畏契约》/《三角洲行动》拉动端游稳健增长

我们预计 2025 年腾讯本土/海外端游收入同比均增 10%+，持续受益于《无畏契约》及《三角洲行动》的增量释放。2025 年 4 月网吧热力榜中，前 4 款均为腾讯旗下端游，其中《无畏契约》、《三角洲行动》热度稳居第 2、3 名，仅次于《英雄联盟》。根据 SteamChart，《三角洲行动》5 月 STEAM 最高同时在线人数超 15 万，创新高。考虑射击类游戏持续的赛季更新及电竞赛事热度反哺，预计收入仍有增长潜力。

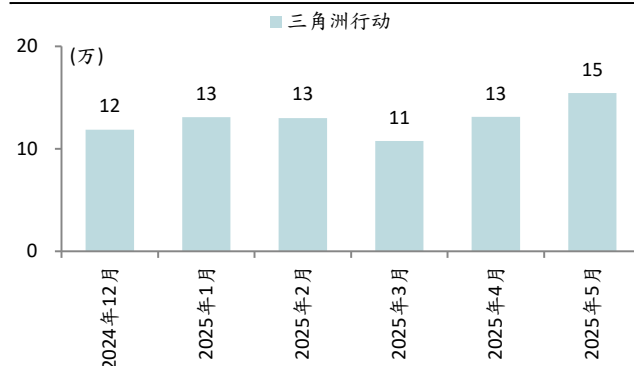
互联网及教育行业

图表 204:《无畏契约》月活玩家维持稳中有升趋势



资料来源: SteamChart, 交银国际

图表 205:《三角洲行动》STEAM 最高同时在线人数创新高



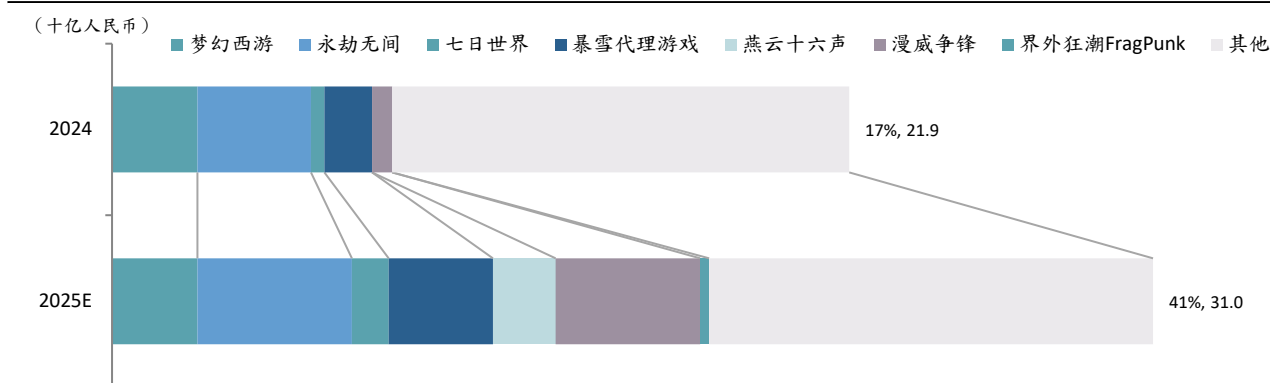
资料来源: ActivePlayer.com, 交银国际

网易：端游增长强劲，手游拐点可期

④ 端游

我们预计 2025 年网易端游收入同比增 41%，主要来自《漫威争锋》、《永劫无间》、《燕云十六声》、《七日世界》及暴雪代理游戏的推动。旗舰端游《梦幻西游》调整期后恢复平稳，《漫威争锋》将加快赛季更新周期并建立赛事生态提升游戏数据稳定性，《永劫无间》于 1 季度创历史新高，《七日世界》手游 4 月上线后带动端游玩家/付费提升 90%/50%，《燕云十六声》吸引 3000 万玩家，具备长期运营潜力。

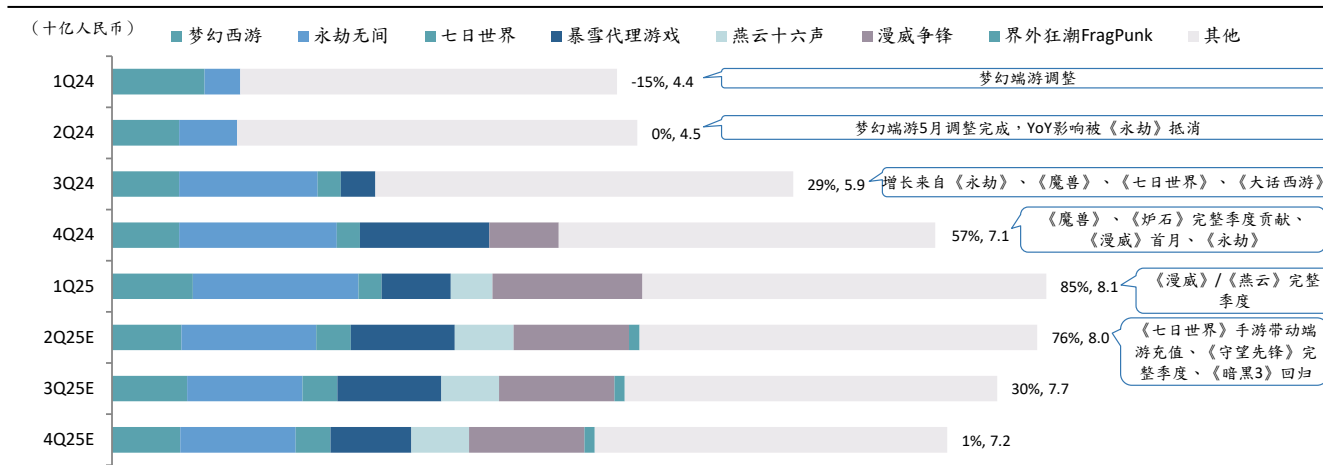
图表 206: 预计网易 2025 年端游收入同比增 41%



资料来源: 公司资料, Sensor Tower, 七麦数据, 交银国际预测

互联网及教育行业

图表 207: 网易 2025 年端游季度收入拆分

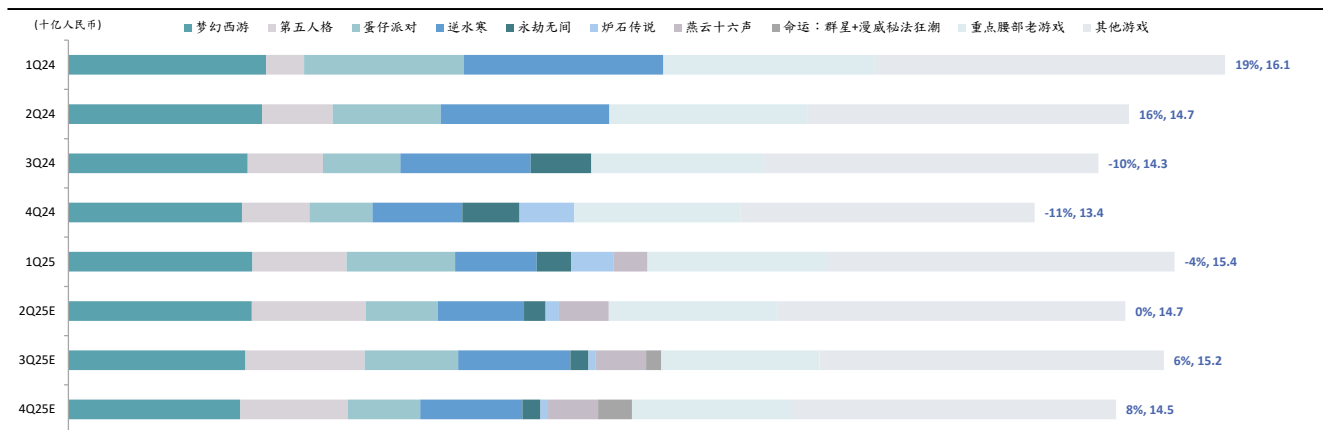


资料来源：公司资料，SteamCharts.com，交银国际预测

④ 手游

2025 年新游储备重点关注：《漫威秘法狂潮》及《命运：崛起》。2025 年网易游戏 520 发布会公布 40 多款游戏的新动态，包括 9 款新游，其中 7 款为自研，涉及三国、太空、漫威/命运 IP、海洋冒险、派对生活模拟等题材，以及 RPG、SLG、FPS 等多种玩法。新游矩阵延续网易风格化路线，并体现全球化定位、多端布局、多品类探索的策略，尤其对竞技游戏品类的差异化拓展。

图表 208: 预计网易 2025 年下半年手游收入恢复同比增长

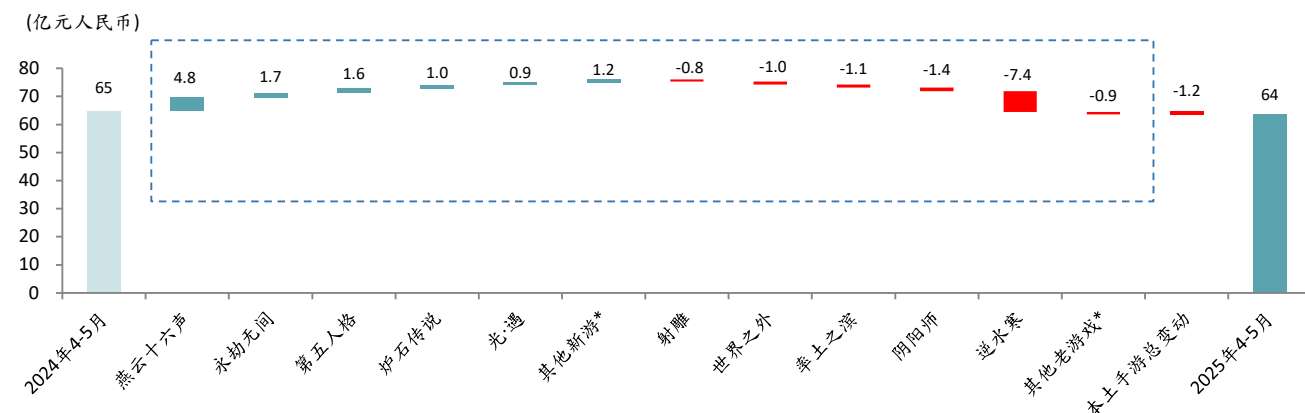


资料来源：伽马数据，Sensor Tower，交银国际预测

*重点腰部老游戏：率土+荒野海外+阴阳师+世界之外+明日之后+巅峰极速+大话西游+实况足球+光遇

互联网及教育行业

图表 209：2025 年 4-5 月，网易本土手游流水同比-2%



资料来源：Sensor Tower，七麦，交银国际预测(按 iOS 比例估算总流水) *其他新游包括：《萤火突击》等，其他老游戏主要包括《阴阳师》等

图表 210：2025 年网易游戏 520 发布会 9 款新品发布细节

	游戏类型	平台	自研/发行	上线进度
万民长歌：三国	《率土之滨》团队开发单机历史战争策略	PC/主机	自研	6 月 10 日开启 Steam 新品节试玩
命运：群星	科幻射击 RPG	手游	自研	开启预约
漫威秘法狂潮	放置卡牌 RPG	手游	自研	海外定档 6 月 25 日
unVEIL the world	策略卡牌	手游	联合开发	开启漫画企划
头号追击	MOBA+英雄射击+吃鸡	PC	发行	6 月 6 日至 6 月 30 日将开启国服付费删档测试
无主星洲	太空飞船夺宝 FPS	PC	发行	预计 2025 年夏日上线，将于 6 月参与 Steam 夏日新品节进行全球最后一次不限号开放性测试
灵兽大冒险	竖版回合制 MMO	手游	自研	开启预约
Planet Party Time	网易雷火研发，派对游戏	PC	自研	开启 Steam 全球测试；国服将在 2025 年内测试
遗忘之海	网易 Joker 工作室研发，海洋冒险 RPG	PC/主机	自研	开启国服预约

资料来源：公司资料，交银国际

互联网及教育行业

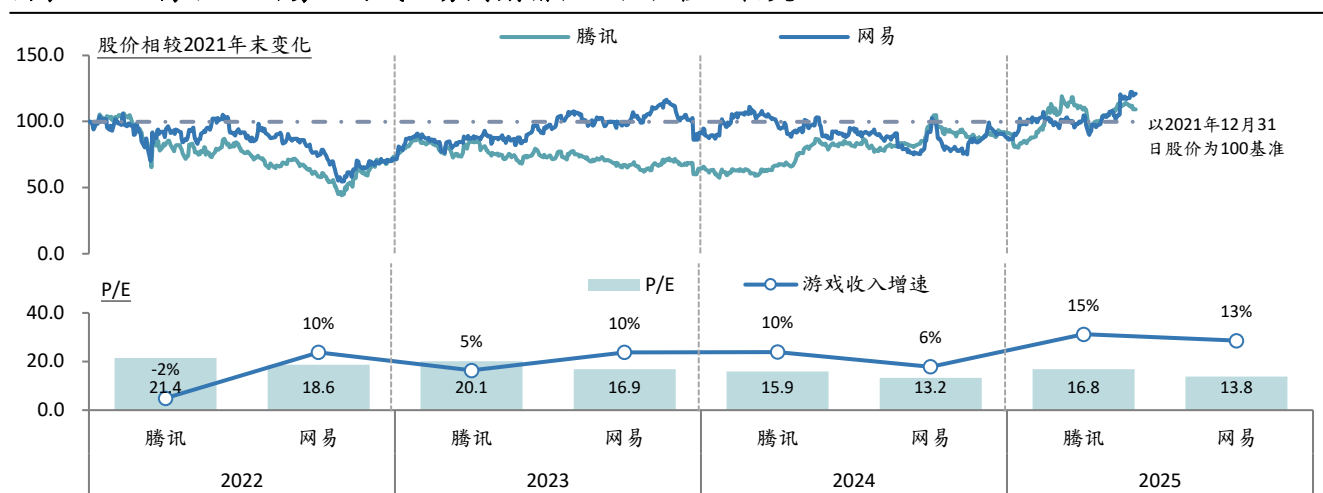
腾讯 vs 网易估值对比

对比估值，腾讯、网易游戏存在周期错位，其估值水平也有一定错位差异，游戏收入增速预期高时，估值相对较高，估值与收入增速表现呈正相关性。

目前，腾讯/网易现价对应2025年市盈率分别为16.8倍/15.4倍，考虑腾讯2025年游戏收入增长确定性强，长青游戏持续贡献稳定收入，新游戏如《三角洲行动》日活、流水均已达到长青游戏行列，或在2026年正式加入。

网易 YTD 平均估值已在过去3年平均估值最低水平，下调空间小，现价对应估值已有回升，进一步上涨或仍需看到2025年下半年及2026年新游预期显著上调。

图表 211：腾讯 vs 网易：游戏业务周期错位，但估值正相关



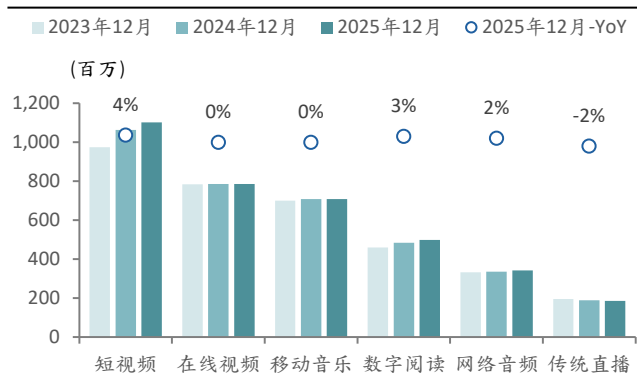
资料来源：彭博，万得，Visible Alpha，交银国际 *截至2025年6月2日

文娱：音乐子行业估值溢价持续性

文娱行业商业化增长性：短视频>音乐>音频>阅读>长视频>直播

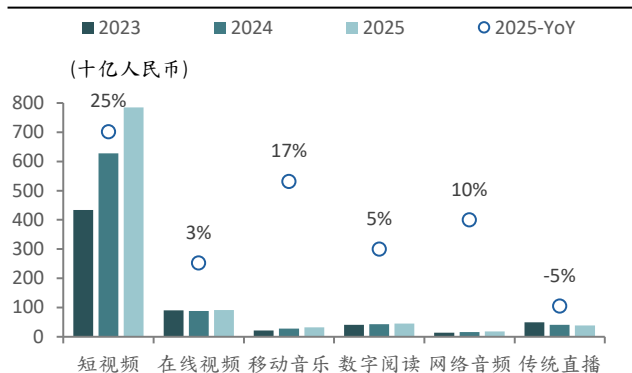
- ⊕ **短视频** MAU 增长放缓，但仍领先其他行业，虹吸效应持续。短视频的相关衍生独立 APP 如短剧等崛起，与主站相辅相成，互相导流，增加内容供给，并通过广告反哺主站直播带货等业务。
- ⊕ **声音行业**，受短视频影响低于其他文娱子行业，主要考虑其解放双眼的差异化陪伴式使用场景，较难被其他需沉浸观看的文娱内容替代；另外车载、音箱等物联网硬件发展带来用户增量，弥补部分手机端用户流失。声音行业中，我国**在线音乐**用户应相对稳定在 7 亿，核心音乐付费受量价提升驱动维持稳健增长。**音频行业**用户规模约 3.4 亿，网民渗透 30%，对比美国播客 64% 渗透率，且考虑老龄化及内容品类多样化发展，长期应仍有增长潜力，短期受泛娱乐内容白热化竞争影响，用户增长应较为缓慢，市场规模随商业化逐步推进应维持健康增长。
- ⊕ **在线阅读**受益于免费阅读崛起维持 MAU 正向增长，同时短剧快速发展亦反哺免费阅读，拉动广告收入增长。
- ⊕ **传统直播**平台受短视频竞争影响最大，主播、用户仍在流失，各平台探索业务多元化转型弥补直播收入下降。如虎牙、斗鱼发力游戏分发、道具销售、游戏会员和广告业务，2025 年 1 季度，虎牙/斗鱼非直播收入占比分别提升至 25%/23%。
- ⊕ **长视频**行业受短剧等内容抢夺用户时长，但优质精品化内容的刚性需求不变，我们认为 DAU 随内容排期波动，但 MAU 长期应相对稳定。从变现角度看，单平台付费用户面临增长瓶颈，各平台通过丰富平台上短剧内容供给、探索多样化变现方式寻求收入增长。

图表 212: 文娱子行业 MAU 趋势：短视频仍引领增长，在线视频和音乐或相对持稳



资料来源: QuestMobile, CNNIC, 交银国际预测

图表 213: 文娱子行业 2025 年增速：短视频及音乐领先



资料来源: 公司资料, QuestMobile, 极光数据, 财联社, 36 氪, 艾瑞, 交银国际预测

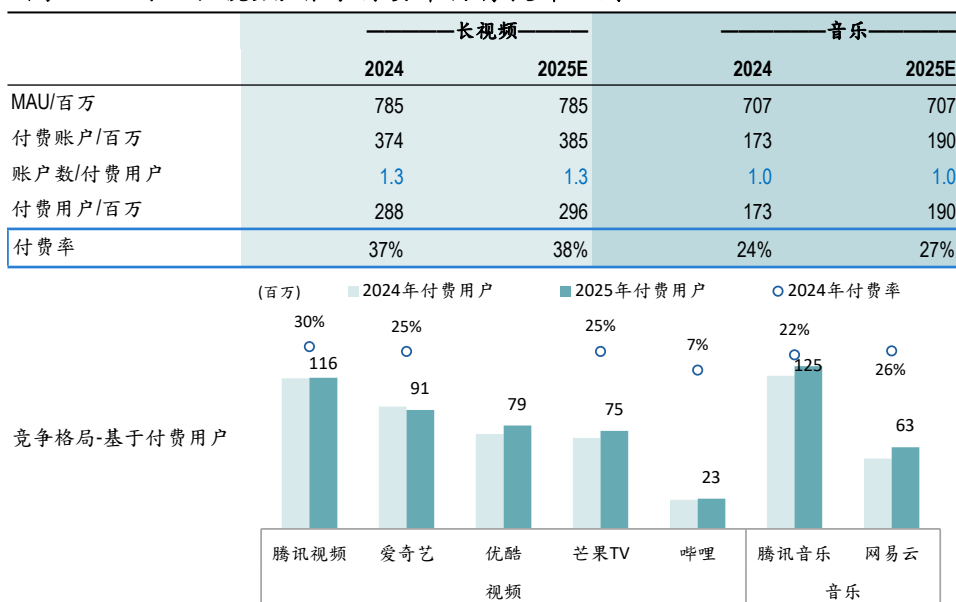
互联网及教育行业

音乐 vs. 长视频：音乐付费增长确定性更强，基于潜在利润上调，股价仍有一定上涨空间

音乐公司收入、股价走势持续好于长视频，主要因：

- ① 音乐行业外部环境冲击较小，长视频则受免费短剧崛起冲击，用户时长、播放量、付费意愿均有所下降；
- ② 长视频市场参与者多，竞争更激烈。音乐行业竞争更为缓和，只有腾讯音乐和网易云音乐两家主要玩家，市场格局较为稳定，单一平台有更高的付费提升潜力，如腾讯音乐月付费用户已接近长视频单平台最高值 1.3 亿，且仍在继续增长；
- ③ 音乐内容消费分散，对单一内容依赖度低，而长视频平台受新剧播放表现影响显著；
- ④ 如下图所示，音乐行业对比长视频付费率仍有提升空间，长视频付费率约 37-38%，若音乐行业达到同等付费率，对应仍有超 7,000 万会员净增。

图表 214:对比长视频, 音乐付费率仍有提升空间



资料来源: QuestMobile, 公司资料, 交银国际预测

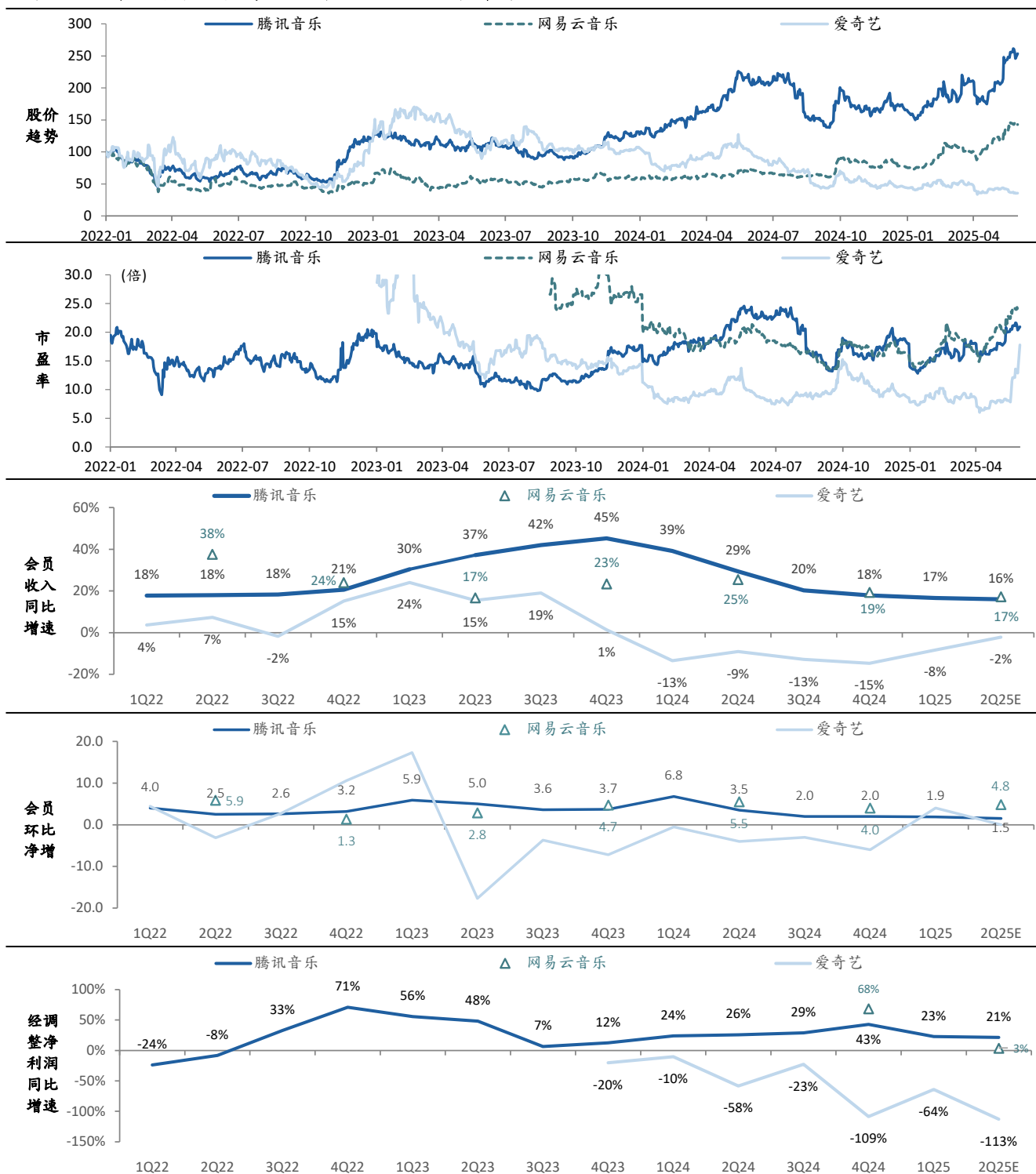
内容付费公司股价催化剂主要包括：会员收入增长确定性增强、会员环比净增超预期、ARPPU 提升可持续、利润增速加速等。近期音乐标的市盈率提升带动股价持续提升，主要反映音乐行业量价提升的增长逻辑得到验证，以及偏抗周期的文娱行业中，音乐领先的业绩稳定性及持续性。截至 2025 年 6 月 2 日，腾讯音乐/网易云音乐现价对应市盈率分别达 21/24 倍，高于 2024 年以来平均市盈率 18/18 倍。

互联网及教育行业

考虑当前市盈率已处于较高水位，我们认为未来几个季度腾讯音乐股价催化将主要来自社交影响缓和以及利润率加速改善带来的利润超预期增长，而网易云主要来自会员净增超预期以及毛利率改善超预期拉动利润加速增长。基于 20 倍/两公司现价对应市盈率以及基于潜在净利润上调，我们认为腾讯音乐/网易云音乐股价上涨空间分别为 8-21%/12%-38%。

互联网及教育行业

图表 215: 腾讯音乐、爱奇艺股价变动驱动因素拆解



资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

互联网及教育行业

图表 216: 腾讯音乐月 ARPPU 长期提升至 15 元人民币可见性强

SVIP 月 ARPPU 20 元 (人民币)		SVIP 占比			
		10%	15%	20%	25%
普通	10.5	11.5	11.9	12.4	12.9
会员	12.0	12.8	13.2	13.6	14.0
ARPPU (元)	13.5	14.2	14.5	14.8	15.1
	15.0	15.5	15.8	16.0	16.3
SVIP 月 ARPPU 25 元		SVIP 占比			
		10%	15%	20%	25%
普通	10.5	12.0	12.7	13.4	14.1
会员	12.0	13.3	14.0	14.6	15.3
ARPPU	13.5	14.7	15.2	15.8	16.4
(元)	15.0	16.0	16.5	17.0	17.5

资料来源：公司资料，QuestMobile，交银国际

图表 217: 网易云音乐月 ARPPU 短期受学生会会员占比提升影响

在线音乐月 ARPPU (人民币)		88VIP 占比				
		30%	30%	30%	30%	30%
		学生会会员占比				
		8%	11%	14%	17%	20%
普通	8.8	6.8	6.7	6.6	6.5	6.6
会员	9.0	6.9	6.8	6.7	6.6	6.7
ARPPU	9.5	7.2	7.1	6.9	6.8	7.0
(元)	10.0	7.5	7.4	7.2	7.1	7.3
	11.0	8.1	7.9	7.7	7.6	7.8
	12.0	8.7	8.5	8.3	8.1	8.3

资料来源：公司资料，交银国际，基于 88VIP/学生会会员月 ARPPU 3.5/5 元计算

图表 218: 腾讯音乐、云音乐主要运营/财务指标对比

百万元人民币	腾讯音乐			云音乐			腾讯音乐 / 网易云
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E
财务数据							
收入	28,401	31,177	34,222	7,950	7,970	8,675	3.9x
YoY	2%	10%	10%	1%	0%	9%	
收入/MAU	52	59	65	38	37	39	
毛利率	42%	45%	47%	34%	37%	39%	
在线音乐	42%	45%	48%	33%	37%	40%	
社交娱乐	43%	44%	45%	35%	38%	39%	
运营费用率	14%	13%	13%	17%	17%	16%	
经调整运营利润	8,030	9,835	11,855	1,309	1,607	2,021	6.1x
YoY	46%	22%	21%	216%	23%	26%	
经调整运营利润率	28%	32%	35%	16%	20%	23%	
经调整净利润	7,671	8,932	10,243	1,700	1,934	2,203	4.6x
YoY	30%	16%	15%	108%	14%	14%	
经调整净利率	27%	29%	30%	21%	24%	25%	
在线音乐							
收入	21,742	25,417	28,950	5,355	6,180	6,902	4.1x
YoY	25%	17%	14%	23%	15%	12%	
MAU, 百万	542	531	528	210	216	221	
MPU, 百万	118	125	131	54	63	70	2.0x
YoY	17%	6%	4%	22%	16%	12%	
付费率 (/ 音乐 MAU)	22%	24%	25%	26%	29%	32%	
月 ARPPU, 元	10.8	11.8	13.0	6.9	6.9	6.9	1.7x
YoY	8%	10%	10%	0%	0%	1%	
社交娱乐							
收入	6,659	5,761	5,272	2,596	1,790	1,773	3.2x
YoY	-36%	-13%	-8%	-26%	-31%	-1%	

资料来源：公司资料，Visible Alpha，彭博，交银国际预测

互联网及教育行业

图表 219: 腾讯音乐股价上涨空间

百万人民币	—基准场景—		—乐观场景—	
	2025E	2026E	2025E	2026E
收入	31,177	34,222	31,177	34,222
净利润	8,932	10,609	9,353	10,951
净利率	29%	30%	30%	32%
2025-26 年平均净利润		9,587		10,152
市盈率		20.0		21.6
估值, 百万美元		28,851		32,676
目标价, 美元		18.8		21.0
上涨空间		8%		21%

资料来源：公司资料，QuestMobile，交银国际，估值计算中包含基于 30% 折价的净现金价值

图表 220: 网易云音乐股价上涨空间

百万人民币	—基准场景—		—乐观场景—	
	2025E	2026E	2025E	2026E
收入	7,970	8,675	7,970	8,675
净利润	1,934	2,203	2,014	2,290
净利率	24%	25%	25%	26%
2025-26 年平均净利润		2,069		2,152
市盈率		20.0		24.0
估值, 百万美元		51,293		63,046
目标价, 美元		240		295
上涨空间		12%		38%

资料来源：公司资料，QuestMobile，交银国际，估值计算中包含基于 30% 折价的净现金价值

文娱行业选股：关注快手/网易云音乐核心业务稳健增长，欢聚低估机会

下半年，文娱公司中，我们建议关注快手/欢聚/网易云音乐：

- ⊖ **快手**电商稳健，行业竞争影响未见进一步加剧，广告业务下半年收入增速有望回到 15%+，商城商业化基建完善将贡献新的广告位，拉动内循环广告加速增长，外循环持续受益于内容消费及本地生活等高增长。尽管短期利润率优化被电商/本地生活补贴及 AI 投入抵消，但为长期增长奠定基础。可灵 AI 维持业内领先的视频生成能力及商业化规模，有望成为第二增长曲线，预计 2025 年全年收入超 1 亿美元，并有进一步超预期潜力。基于 2025 年 13-15 倍核心业务市盈率，以及可灵 10-15 倍市销率，对应目标价 67-78 倍，较现价有 28-49% 上涨空间。
- ⊖ **欢聚集团**维持估值吸引。公司维持稳定股东回馈（3 年 6 亿美元分红+3 亿美元回购，年均股东回报占市值比 13%）。截至 1 季度末，公司净现金 34 亿美元，约为目前市值的 150%。业务方面，4 季度核心海外直播业务有望企稳回升迎来拐点，恢复同比正增长，公司直播业务调整基本完成，广告业务逐步释放增量，贡献第二增长曲线。
- ⊖ **哔哩哔哩**广告有望维持 15-20% 同比增长，游戏下半年管线主要包括《三谋》暑期小游戏及年末海外版，其他游戏有待版号发放，确定性较低，预计下半年游戏将有高基数影响。
- ⊖ **爱奇艺**仍面临来自其他长视频平台以及短剧平台的用户时长抢夺，内容表现存不确定性。另外短剧内容及营销投入加大，会部分拖累 2025 年利润预期，利润有进一步下调可能。

互联网及教育行业

图表 221: 2025 年覆盖文娱公司收入增速：哔哩哔哩/快手/腾讯音乐/网易云音乐核心业务增长稳健

公司	年份	总收入增速及各业务线收入增速							利润增速及利润率	
		总收入	广告	内容付费	直播/VAS	电商	游戏	其他	经调整运营 利润增速	经调整运营 利润率
快手	2024	12%	20%		-5%	23%			76%	14%
	2025E	12%	14%		6%	20%			25%	15%
腾讯音乐	2024	2%	25%	26%	-36%				46%	28%
	2025E	10%	21%	16%	-13%				22%	32%
哔哩哔哩	2024	19%	28%	5%	14%		40%	-7%		0%
	2025E	13%	17%	6%	12%		19%	-6%		7%
网易云音乐	2024	1%	13%	22%	-26%			55%	216%	16%
	2025E	0%	10%	16%	-31%			13%	23%	20%
阅文集团	2024	16%		2%				34%	-6%	12%
	2025E	0%		2%				-2%	36%	16%
爱奇艺	2024	-8%	-8%	-13%				8%	-35%	8%
	2025E	-1%	-3%	0%				1%	-34%	5%
欢聚集团	2024	-1%			-10%				4%	6%
	2025E	-5%			-10%				3%	7%
掌文集团	2024	-13%			-13%				-35%	16%
	2025E	-1%			-1%				-12%	14%

资料来源：公司资料，交银国际预测，公司按市值排序

图表 222: 文娱公司股份及市盈率趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测 *截至2025年6月2日

AI：DeepSeek 技术突破拉动 AI 应用加速及算力需求高增长

随着年初 DeepSeek 技术的突破，AI 相关需求增长持续强劲。阿里云 3 月季度收入同比增 18%，由公共云/AI 相关产品（连续 7 个季度收入三位数增长）带动，EBITA 率环比下降因 AI 技术和产品相关投入；估算腾讯云 1 季度收入同比增 18%，持续拓展 AI+云场景应用，AI 赋能对广告和游戏业务已产生实质贡献；百度云 1 季度 42% 的收入同比增速大幅超过市场预期，经营利润率 10%+，各行业 AI 云需求高增。

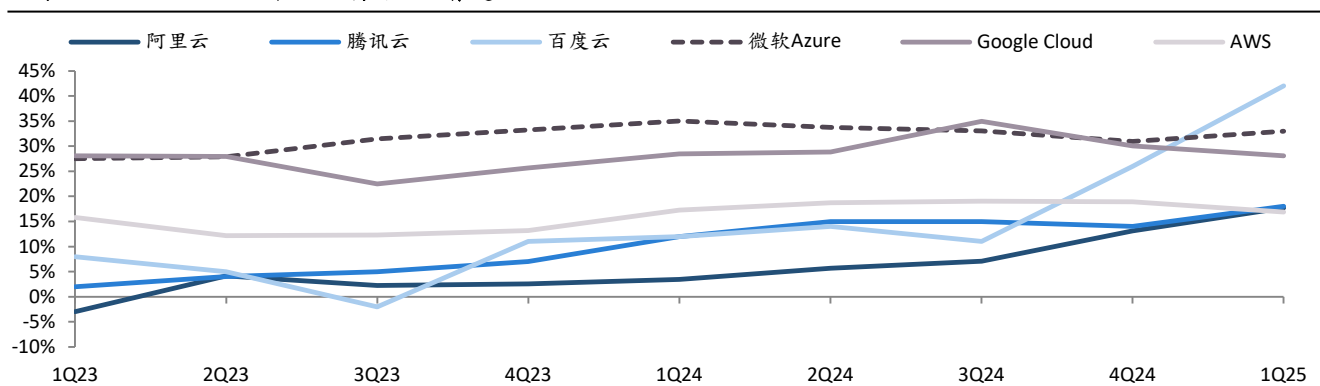
资本开支方面，互联网公司均加码投入以满足强劲的市场需求和技术的快速迭代。1 季度，阿里资本开支同比增 121%，管理层指引未来三年投入超 3800 亿元，布局芯片研发和算力基建；腾讯投入同比增 91%，预计年投入接近千亿，占收入 11-14%，算力储备充足，优先支持高 ROI 场景如游戏、广告等；百度考虑其他资产投入，合计增 248%，聚焦多模态模型研发与自动驾驶长期发展。

图表 223: 互联网公司资本开支计划

(百万人民币)	—2024 年/FY25*—		—1Q25—			资本开支计划
	资本开支	同比	资本开支	同比	环比	
腾讯	76,760	221%	27,476	91%	-25%	按收入 11-14%估算接近千亿元/年，算力储备足够，H20 限制无影响 管理层指引未来三年投入 3800 亿元
阿里巴巴*	85,972	168%	24,612	121%	-23%	
百度*	25,343	91%	12,293	248%	16%	
(百万美元)						
Google	52,535	63%	17,197	43%	20%	750 亿美元（2025 年）
Amazon	82,999	57%	25,019	68%	-10%	突破 1000 亿美元（2025 年）
Meta	39,225	111%	13,692	104%	-8%	640-720 亿美元（2025 年）
微软*	86,904*	56%*	21,400	53%	-5%	4QFY25 预计环比增加，FY26 将继续增长，但增速低于 FY25

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际 *季度数据阿里巴巴为 4QFY25，微软为 3QFY25；微软 FY25 数据为 VA 预测，百度为经调整资本开支

图表 224: 互联网公司云业务收入增速



资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际

互联网及教育行业

图表 225: AI+应用加速落地

AI+	应用	产品及相关运营和收入数据
Chatbox	文档交互、图像生成、可视化分析、代码开发等	百度文心一言 2024 年 11 月累计用户超 4.3 亿，腾讯元宝 3 月 MAU 达 4100 万（QM），字节豆包 2024 年底累计用户超 1.6 亿
AI+办公	表格数据分析、会议纪要自动化、多语言协作等	百度文库 AI 功能 1 季度 MAU 达 9700 万，付费用户数 4000 万+ WPS AI 2024 年 MAU 达到 1968 万，个人用户云端文档数量突破 2600 亿份，WPS 365 打通文档、协作和 AI 三大能力，收入同比增 149% 腾讯会议 AI 功能 MAU 达 1500 万，收入同比增 40%+，企业微信收入翻倍（2024 年 4 季度）
AI+教育	助教、解答、陪练等	学而思学习机依托自研九章与 DeepSeek 双模型，升级智能学习系统，推出“小思 AI 1 对 1”功能支持多模态交互和主动引导式学习。2025 财年内容解决方案（含学习机等智能硬件）收入同比增 50% 高途“明星+AI”英文课程创新产品快速实现盈利，1 季度大学生收入和收款货高双位数增长 有道升级基于 AI 订阅服务的应用，包括有道词典/有道翻译/小 P 老师/Hi Echo 等，拉动 2024 年 AI 订阅服务销售额超 2 亿元，同比增 130%+
AI+游戏	制作、陪玩等	腾讯 5 月发布混元游戏视觉生成平台，作为首个工业级 AIGC 游戏内容生产引擎，大幅优化游戏制作流程和效率
AI+娱乐	内容创意设计制作等，流量分发等	快手可灵 1 季度收入达 1.5 亿元，P 端付费订阅会员贡献近 70%，推理层面边际利润打正 美图得益于 AI 技术高度融入，2024 年以付费订阅为主的影像与设计产品业务收入同比增 57%，AI 功能包括黏土滤镜/脑洞特效/AI 换装等加持产品，拉动付费订阅用户数达 1261 万，同比增 38%，渗透率 4.7%
AI+营销广告	内容创意、投放提效等	腾讯 1 季度业绩会披露 AI 加持下，部分广告库存 CTR 提升至 3%，对比历史数据横幅广告 0.1%、信息流广告 1.0% 阿里电商全站推广通过 AIGB-R1 生成式出价模型进一步提升 ROI 达标率
AI+金融	数字人，智能营销，核保、理赔、投顾等	
AI+政务	对内办公提效、对外服务提效	
AI+制造	物流环节提效、制造图纸解析等	
AI+医疗	问诊、影像、研发等	

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际

AI+游戏：有助于延长游戏生命周期，保持市场竞争力

制作端，AIGC 技术在文本内容生成、图像/视频渲染等方面提升游戏内场景搭建、角色建模和内容制作的工作效率，机器学习帮助优化 NPC 行为和动态剧情走向。

玩家端，AI 技术加持下的虚拟陪玩角色为玩家提供个性化的对话陪伴，进一步加强游戏的社交属性，游戏对战中的智能匹配系统则能通过玩家画像实现动态难度调整，提升游戏体验。

腾讯发布“混元游戏”AI 平台，包含游戏场景定制图像生成和视频生成，帮助开发者提升游戏资产生成与制作效率；游戏产品与 AI 大模型融合，如 2 月《和平精英》接入 DeepSeek 大模型，推出 AI 助手/队友功能，在交互层面带来新的玩法体验，进一步提升玩家参与度。

互联网及教育行业

AI+广告：提升投放精准度和转化率，带动营销收入增长

腾讯升级广告平台，进一步融合 LLM 和 AIGC 能力，包括优化图片广告生成和视频广告剪辑功能，推出数字人解决方案赋能直播带货场景，以及强化商品与用户喜好的匹配理解，实现精准推荐。AI 技术的融合提升广告制作效率、投放精准度和转化率，带动 1 季度腾讯广告收入同比增 20%。

阿里依托自研 LMA 大模型，更为精准地理解用户行为和潜在需求，为商家提供全链路经营提效，从经营诊断、人群圈定到竞争监控、全触点布局、素材生成和投放调优。发布 AIGB-R1 生成式出价模型，在投放中实时调优，提供更具确定性的结果，全站推广将通过该模型进一步提升 ROI 达标率。全站推广渗透率持续提升，拉动 3 月季度淘天 CMR 收入增速超预期，管理层维持 1 年内渗透率提升至 30% 预期不变。

百度加速 AI 搜索改造进程，多模态内容包括视频、笔记、图文、智能体等带来用户留存和使用时长等指标提升。相较于此前在 AI 内容占比、收入增速及利润率的平衡策略，受成本优化推动，即便短期内对广告收入造成压力，百度将继续快速推进 AI 搜索内容覆盖至 50%+。

智能驾驶：加速全球化扩张和商业化推进

百度萝卜快跑 Robotaxi 1 季度单量 140 万+，同比增 75%，截至 2025 年 5 月，累计完成单量 1100 万+，反应规模化运营趋势。3 月拓展国际业务至迪拜和阿布扎比，目前覆盖全球 15 个城市，全无人运营车辆超 1000 辆（对比 Waymo 1500 辆）。预计随着在武汉得以验证的商业模式复制推广及单车成本大幅下降，车队规模/单量将加速提升，推动业务规模化运营能力，盈利模式也将更为清晰。

投资建议：短期看好云服务提供商，中长期建议关注 AI+应用落地机会

AI 技术加速推进了大模型向应用型产品迭代的进程，B 端、C 端对 AI 产品需求进一步提升。在多样 AI 应用全面发展之前，AI 算力的需求最快爆发，年初以来，算力一体机、算力租赁等业务增速加速，受 DeepSeek 利好拉动，云算力需求 3 月开始持续提升，预计 2025 年未来几个季度各云服务厂商收入增长仍然稳健，其中，预计阿里云收入增速逐季提升，阿里云/百度云收入增速较年初预期提升 8/13 个百分点，预计阿里、百度 2025 日历年收入增速分别 20%/27%，对比年初预期的 12%/14%。

AI 应用的探索也同样受益于算力成本的大幅下降，已开启大范围测试、推广及商业化，AI Agent 或成为 AI 企业重点布局方向。Chatbox 产品形态目前流量最大，但仍可能是 AI 应用探索的初级阶段，在商业化和应用体验上仍需迭代，AI 与传统行业结合实现降本增效，也是各 AI 厂商、传统企业 AI 投入的重要目标之一。

互联网及教育行业

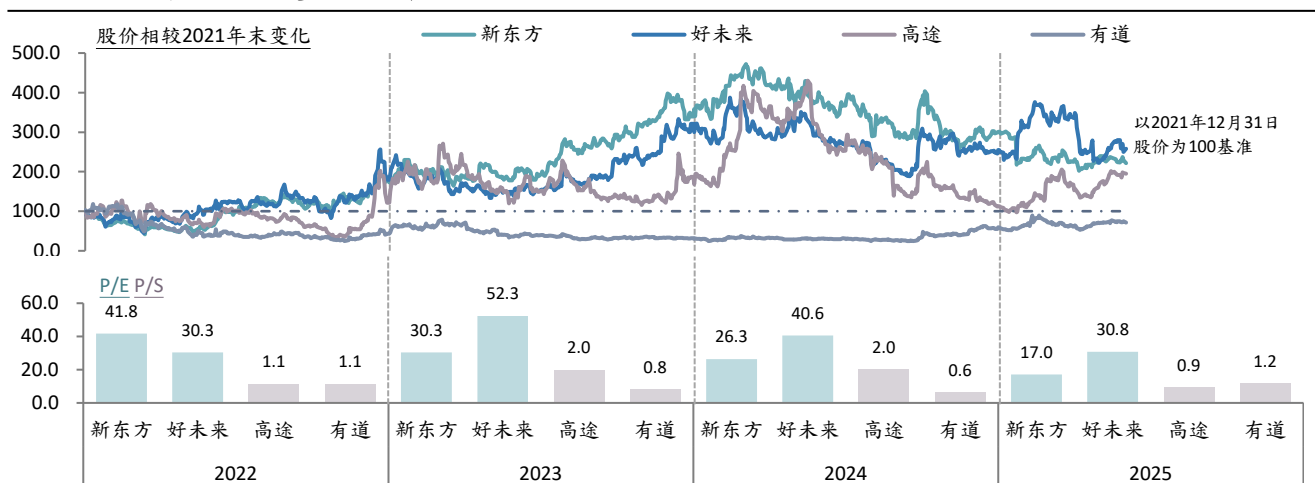
我们短期看好云服务提供商的规模增长，同时建议关注 AI+应用落地场景和变现机会。虽然此前市场认为 BAT 大厂资本开支规模增长不及预期，但从 C 端规模化角度，各领先互联网公司在 AI 算力、应用等方面均有较好布局。我们认为 AI 广告及流量分发、AI 游戏及 AI 教育或可能是最快实现大规模商用落地的场景，自动驾驶及 Robotaxi 方面，或需关注区域性政策的支持力度，长期仍有较大发展空间。看好阿里云、百度云服务增长机会，同时看好腾讯或仍有可能受益于流量和运营能力优势，成为 AI 应用最快落地的平台之一。同时，受益于传统企业 AI 及算力布局需求的提升，以及在算力布局基础上对企业实际提效的需求，看好第四范式等优质软件厂商。

教培公司股价是否已调整充分？

教培公司股价较高点跌幅 30-50%。截至 6 月 2 日，我们覆盖的教培公司，新东方/好未来/高途/有道股价表现各异，但新东方/好未来/高途较 2024 年高点均有一定跌幅，分别为-53%/-34%/-55%，有道受到扭亏为盈利好拉动股价较 2022 年以来低点涨幅 194%。教培公司股价下跌的主要原因包括：1) 素养业务及其他传统教育服务在恢复常态化，2024 年下半年开始竞争有所加剧；2) 部分业务收入规模创历史新高后，增速较此前高增长阶段有所放缓；3) 受到业内头部公司业绩不确定性影响，如留学相关需求有所减少，收入预期连续多个季度下调；4) 业务达到相对成熟阶段，加上新业务相关投入，利润率持续释放空间开始有所收窄；5) 硬件学习机利润率偏低，销量高增对短期综合利润率有负面因素，同时学习机市场竞争激烈，销量或有不及预期可能性。

在经历股价下跌之后，新东方/好未来现价对应 2026 财年市盈率分别为 13.5 倍/20.1 倍，好未来估值已接近历史低位，新东方估值远低于历史平均。高途、有道估值接近 2022 年平均水平，我们认为，未来教培行业股价表现将主要取决于其业绩预期的确定性。

图表 226: 新东方、好未来、高途和有道 2022 年以来股价表现和 P/E 趋势，股价较 2024 年高点下跌，估值基本触达历史较低水平

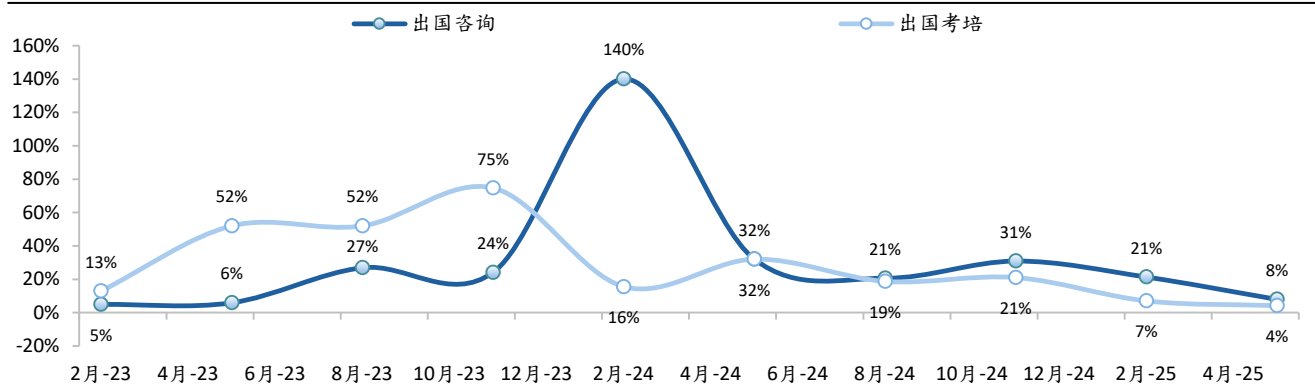


资料来源：彭博，万得，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日

出国留学市场或继续向头部集中

受海外不确定性因素影响，出国留学咨询、考培相关行业需求均受到不同程度的负向影响。以新东方收入表现为例，留学+考培相关业务自 2024 年下半年开始收入增速持续放缓，收入增长预期已降至同比持平到微增。我们认为出国留学相关需求或仍有波动，而考培相关产品及课程的调整或可弥补部分收入，市场仍会继续向头部集中。

图表 227: 新东方出国留学咨询及考培相关业务增速放缓



资料来源：公司资料，交银国际预测

中国内地 K12 及大学生教培需求仍持续提升

⊕ 学习机销量增速稳健，硬件站位为未来 AI+应用落地奠定基础

2025 年 1 季度，受益于国补政策、开学季以及部分品牌发布新品，主流品牌销量合计超过 90 万台，同比增 65%，其中从主流销量来看，学而思、作业帮销量较 2024 年保持高增状态，作业帮受到新品及高性价比爆款产品布局拉动，销量大增。

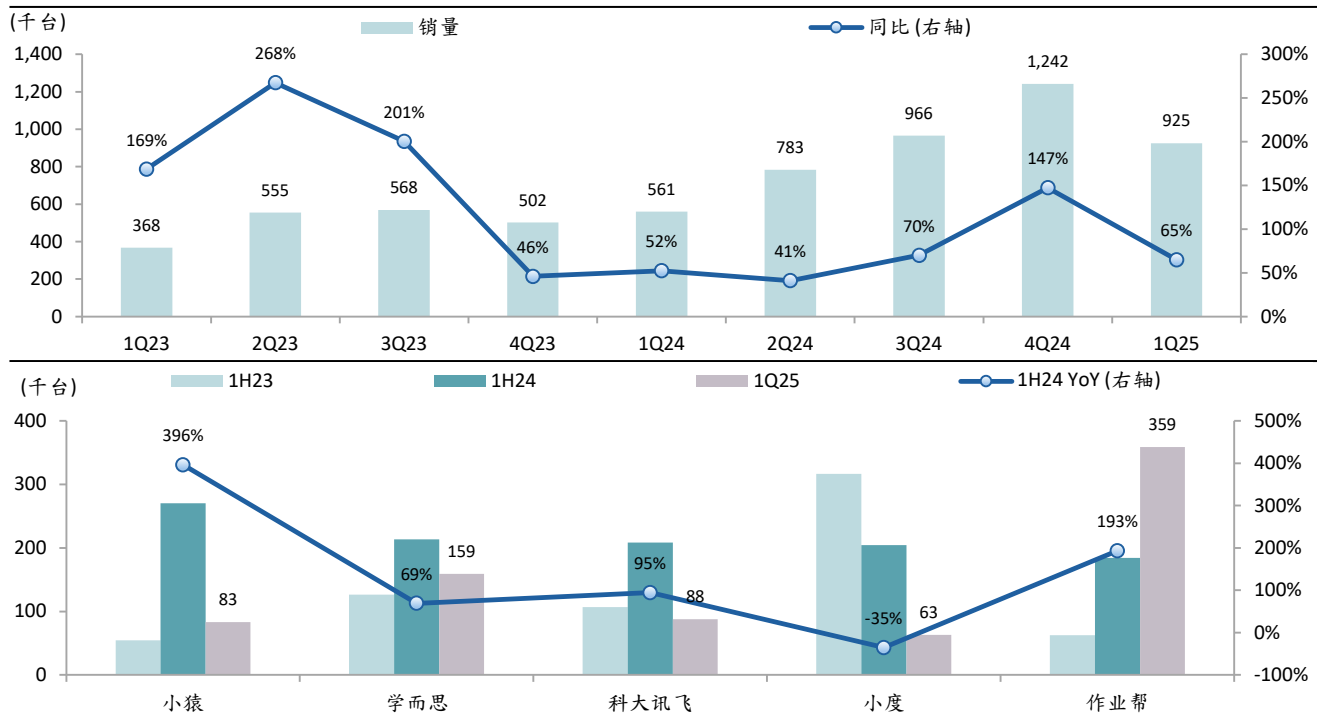
按我们 2025 年展望报告中观点，我们认为智能学习机市场未来趋势仍然将围绕智能、内容两大热点，同时考虑性价比优势，将继续拉动行业出货量增长。但也由于竞争激烈，各品牌商家仍需不断挖掘用户需求持续更新功能及内容，以推动销量。

根据奥维睿沃数据，2025 年 1-3 月，学而思学习机出货量 15.9 万台，出货量稳定在每季度 10 万台+，下半年或仍有教培品牌推出学习机产品，持续推新及投流等投入或仍对公司利润率有负面影响。

我们认为，虽短期有负向影响，但随着年初以来 DeepSeek 的爆发带来了算力成本及推理成本的持续优化，AI+教育仍是最优 AI 应用落地场景，硬件布局及站位将有先发优势，也是学习机厂商加强布局的重要原因之一。

互联网及教育行业

图表 228: 学习平板线上销量增速：2025 年 1 季度同比增 65%，作业帮、学而思同比仍高增

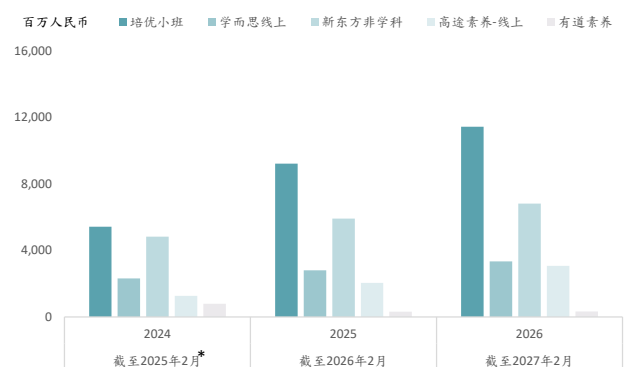


资料来源：奥维睿沃，交银国际

④ K12 教培业务仍稳定

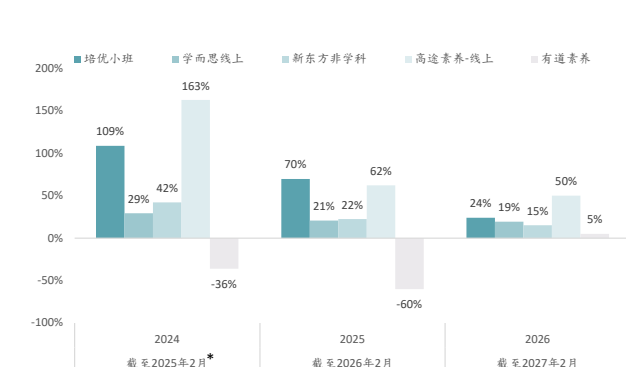
我们对比非学科素养业务各公司表现来看，学而思、新东方线下小班规模仍领先，学而思及高途线上业务规模相当，但高途增速远高于学而思。新东方高中收入规模领先，增速基本与行业平均水平一致。

图表 229: 素养业务收入规模对比，学而思领先



资料来源：公司资料，交银国际预测 *为方便对比，统一新东方/好未来财年

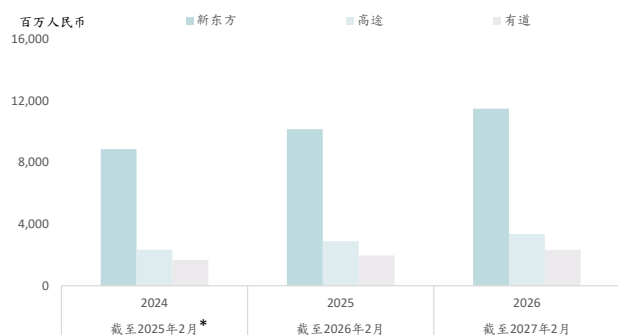
图表 230: 素养业务收入增速，学而思/高途最快



资料来源：公司资料，交银国际预测 *为方便对比，统一新东方/好未来财年

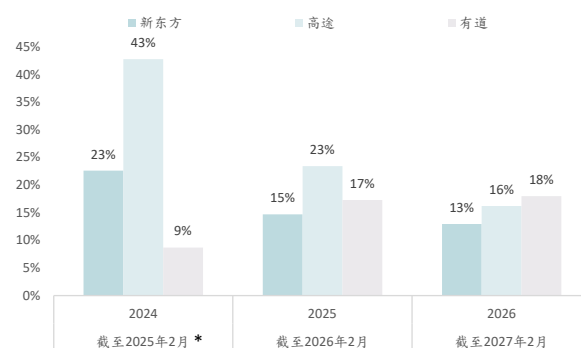
互联网及教育行业

图表 231: 高中业务收入规模对比，新东方领先



资料来源：公司资料，交银国际预测 *为方便对比，统一新东方/好未来财年

图表 232: 高中业务收入增速对比，基本一致

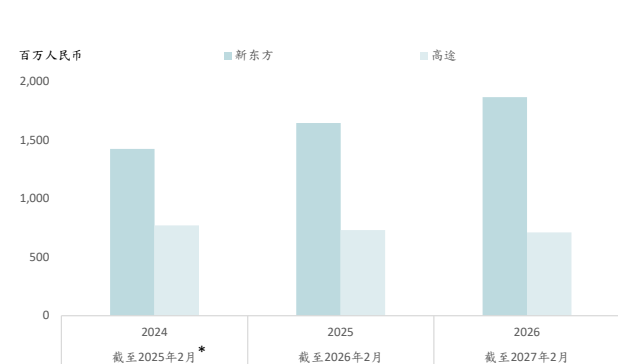


资料来源：公司资料，交银国际预测 *为方便对比，统一新东方/好未来财年

大学生考培需求持续

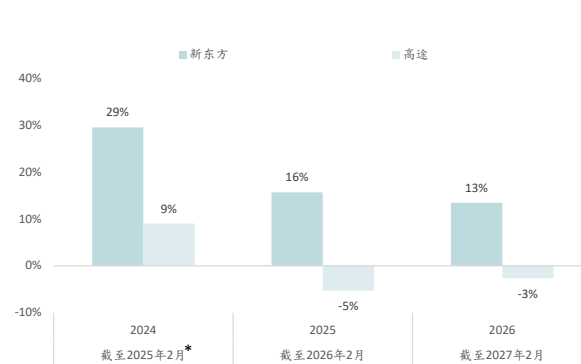
大学生、成人相关教培需求主要集中在英语四六级、考研等课程为主，新东方仍受品牌拉动，领先行业，高途产品结构调整，成人相关证书考试需求下降拖累收入规模，但大学生相关课程增速仍然高增。

图表 233: 大学生/成人业务收入规模对比



资料来源：公司资料，交银国际预测 *为方便对比，统一新东方/好未来财年

图表 234: 大学生/成人业务收入增速对比



资料来源：公司资料，交银国际预测 *为方便对比，统一新东方/好未来财年

互联网及教育行业

估值对比：建议关注好未来、高途及新东方扭转机会

对比各公司业务结构及收入增速，好未来及高途高增速确定性强，但好未来在学习机硬件销售上，市场预期差异较大，或持续影响股价波动。市场对新东方未来三年收入增速下调幅度较去年同期分别为 12%/17%/19%，出国相关业务增速已下调至中低更位数，作为领先留学、语言培训公司，仍有机会通过其他课程产品稳定收入规模。建议关注好未来、高途，以及新东方业绩扭转机会。好未来教育服务增长稳健，硬件销量是影响利润率表现核心因素，高途维持高增且亏损持续收窄，新东方受出国影响基本调整完毕，估值回调至低位，有道需关注教育服务增长目标。

图表 235:新东方 K12 增速稳健，海外放缓；好未来素养维持高增

百万美元 收入分布	新东方									好未来								
	FY2025 (截至 2025 年 2 月)			FY2026E (截至 2026 年 2 月)			FY2027E (截至 2027 年 2 月)			FY2025 (截至 2025 年 2 月)			FY2026E (截至 2026 年 2 月)			FY2027E (截至 2027 年 2 月)		
	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速
素质素养	671	14%	40%	810	15%	21%	933	15%	15%	753	33%	106%	1,262	43%	68%	1,567	46%	24%
素养-线上										321	14%	28%	383	13%	19%	458	13%	19%
高中	1,232	26%	21%	1,394	26%	13%	1,575	26%	13%	318	14%	16%	360	12%	13%	409	12%	13%
学习机	463	10%	61%	668	12%	44%	840	14%	26%									
海外留学	1,192	25%	22%	1,229	23%	3%	1,286	21%	5%	96	4%	30%	119	4%	24%	149	4%	25%
成人/大学生	198	4%	28%	225	4%	14%	256	4%	13%									
智能硬件										434	19%	89%	432	15%	-1%	446	13%	3%
图书/内容	160	3%	-3%	153	3%	-5%	160	3%	5%	228	10%	12%	263	9%	15%	290	8%	10%
东方甄选	665	14%	-20%	703	13%	6%	791	13%	12%									
文旅	142	3%	485%	167	3%	18%	201	3%	20%									
其他业务	71	1%	-31%	35	1%	-51%	40	1%	14%	99	4%	10%	99	3%	0%	100	3%	1%
总收入	4,794	100%	19%	5,385	100%	12%	6,081	100%	13%	2,250	100%	51%	2,917	100%	30%	3,418	100%	17%
教育服务	4,128	86%	29%	4,681	87%	13%	5,290	87%	13%	1,816	81%	44%	2,486	85%	37%	2,972	87%	20%
K12	2,366	49%	33%	2,872	53%	21%	3,348	55%	17%	1,393	62%	56%	2,005	69%	44%	2,433	71%	21%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 236: 高途素养增速超高中；有道 K12 相关收入增长取决于获客成本

百万元人民币 收入分布	高途									有道								
	2024			2025E			2026E			2024			2025E			2026E		
	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速
素养-线上	1,260	28%	62%	2,044	35%	50%	3,068	42%	50%	786	14%	-36%	315	5%	-60%	330	5%	5%
高中	2,345	51%	23%	2,894	49%	16%	3,364	46%	16%	1,681	30%	9%	1,972	34%	17%	2,327	35%	18%
成人/大学生	771	17%	-5%	731	12%	-3%	712	10%	-3%	151	3%	-59%	76	1%	-50%	68	1%	-10%
智能硬件										904	16%	-1%	961	16%	6%	1,009	15%	5%
图书/内容	177	4%	11%	197	3%	9%	214	3%	9%									
广告										1,975	35%	48%	2,330	40%	18%	2,680	40%	15%
总收入	4,554	100%	29%	5,881	100%	25%	7,358	100%	25%	5,626	100%	4%	5,883	100%	5%	6,712	100%	14%
教育服务	4,376	96%	30%	5,669	96%	26%	7,143	97%	26%	2,619	47%	-17%	2,362	40%	-10%	2,726	41%	15%
K12	3,605	79%	37%	4,938	84%	30%	6,432	87%	30%	2,468	44%	-11%	2,287	39%	-7%	2,657	40%	16%

资料来源：公司资料，交银国际预测

互联网及教育行业

图表 237: 教培公司目标价估算逻辑

(百万财报货币)	收入			—FY26/CY25 增速—		运营利润			—FY26/CY25—		目标价
公司名称	FY25	FY26E	FY27E	BOCOMI	市场预期	FY25	FY26E	FY27E	市场预期	估值方法	当地货币
新东方											US\$60
新东方	4,871	5,562	6,300	14%	12%	517	662	772	621		HK\$46
教育服务	3,907	4,466	5,080	14%	14%	771	831	976		15x FY26E PE	
东方甄选	624	727	816	17%		4	70	94			
文旅	142	168	202	19%		-23	-10	-3			
好未来	2,250	2,917	3,418	30%	31%	62	217	358	153		US\$13.3
K12	1,393	2,005	2,433	44%	31%	308	464	578		20x FY26E PE	
智能硬件	434	432	446			(81)	(71)	(31)		0.5x FY26E PS	
	CY24	CY25E	CY26E			CY24	CY25E	CY26E			
高途	4,554	5,881	7,358	29%	30%	-1,129	-295	94	-333		US\$4.8
教学服务	4,376	5,669	7,143	30%	20%	23	693	948		15x 2025E PE	
有道	5,626	5,883	6,712	5%	5%	171	253	436	284		US\$12
高中	1,681	1,972	2,327	17%		147	220	349		20x 2025E PE	
硬件	904	961	1,009	6%		-45	29	50		1x 2025E PS	
广告	1,975	2,330	2,680	18%		257	303	348		20x 2025E PE	

资料来源：彭博，交银国际预测 *截至 2025 年 6 月 2 日

图表 238: 教育公司估值概览

公司名称	股票代码	市值	股价	——调整后净利润——			—净利润增速—		——PE——			PEG
				2024/ FY25	2025E/ FY26E	2026E/ FY27E	2025E/ FY26E	2026E/ FY27E	2024/ FY25	2025E/ FY26E	2026E/ FY27E	
		百万美元	交易货币	——百万财报货币——					——倍——			
新东方	EDU US	7,463	45.6	439	542	654	23%	21%	16.4	13.4	11.3	0.6
新东方	9901 HK	7,515	36.1	439	542	654	23%	21%	16.6	13.5	11.4	0.6
好未来	TAL US	6,121	10.1	307	436	512	42%	18%	20.1	14.1	12.0	0.3
有道	DAO US	1,065	8.9	163	315	431	93%	37%	46.8	24.1	17.6	0.3
学大教育	000526 CH	856	50.6	257	320	385	24%	20%	23.7	19.0	15.7	0.8
高途	GOTU US	944	3.8	(996)	(138)	194	NA	NA	NA	35.7	23.4	NA
昂立教育	600661 CH	394	9.9	167	225	(22)	35%	NA	17.7	13.2	NA	0.4
卓越教育	3978 HK	556	5.2	327	401	470	23%	17%	12.0	9.7	8.3	0.4
思考乐教育	1769 HK	284	3.9	226	304	398	34%	31%	9.1	6.6	5.0	0.2
平均									20.3	16.6	13.1	0.4

资料来源：彭博，交银国际预测 *截至 2025 年 6 月 2 日

互联网及教育行业

图表 239: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	83.75	99.00	18.2%	2025 年 05 月 22 日	广告
9899 HK	网易云音乐	买入	207.80	240.00	15.5%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	17.38	19.00	9.3%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.67	2.10	25.7%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	51.20	64.00	25.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	47.03	60.00	27.6%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.00	26.00	44.4%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.14	7.20	17.3%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.30	28.00	2.6%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	98.33	135.00	37.3%	2025 年 05 月 28 日	电商
JD US	京东	买入	32.41	50.00	54.3%	2025 年 05 月 14 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	114.97	165.00	43.5%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.82	15.60	21.7%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.82	4.80	25.7%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.90	46.00	28.1%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.94	12.00	34.2%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.31	13.30	29.0%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.25	46.00	42.6%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	126.06	143.00	13.4%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	505.00	604.00	19.6%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.82	10.20	3.9%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	136.60	165.00	20.8%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.38	21.00	14.3%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.12	18.50	52.6%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	15.00	13.50	-10.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.02	1.40	-30.7%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	19.00	21.00	10.5%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	12.32	9.60	-22.1%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	505.50	591.00	16.9%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.95	25.50	16.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	41.50	64.00	54.2%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 6 月 3 日

科技行业

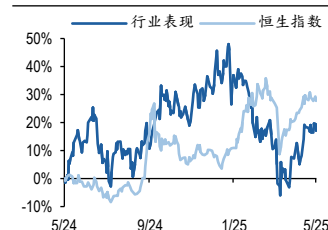
2025 下半年展望：返本还原——AI 和国产替代仍是投资主线

④ **人工智能建设和变现或将仍为 2H25 投资主线：**我们认为，业界对人工智能基础设施的投入意愿受政策不确定性影响有限。我们统计主要 CSP 资本开支在 2024 年增长 66% 的基础上，2025 年或继续增长 34%。海外 CSP 资本开支进一步上升，并超市场此前预期。除 CSP 外，主权国家基金投资或成 AI 投资的另一重要来源。中国内地 CSP 受 DeepSeek 崛起等利好因素影响，2025 年资本开支增速或超过海外同行，市场预期达 45%，或在 2026 年继续保持高位。我们认为中国内地芯片公司在算力芯片等关键市场实现国产替代的进程或加速。变现方面，海外 CSP（META、谷歌和 AWS）云业务收入增速重新加速，1Q25 总计同比增 20%。据 Visible Alpha 一致预期，海外云业务增速或在 2025/2026 年继续保持 20% 以上。而中国内地主要 CSP 云收入平均增速亦在 1Q25 达到 21%。

④ **终端需求发生轮动，数据中心服务器需求继续强劲：**全球范围内，1H25 我们看到面向不同终端的下游硬件平均库存总体略微上升。其中，我们认为，服务器相关的包括上下游设备制造和相关芯片 2H25 或继续保持强劲。消费电子，包括智能手机和个人电脑的终端需求恢复速度或在 2H25 放缓，我们对 2H25 智能手机的出货量保持谨慎。汽车和工业终端需求已现积极复苏现象，部分汽车和工业企业的电子产品去库存周期或近尾声，供需关系开始趋于平衡，我们看好国产替代的机会。

④ **投资建议：抓住确定性——AI 和国产替代双主线。**1H25，全球市场科技股波动性增大。展望 2H25，我们建议投资者聚焦不确定环境下的确定性，即人工智能技术和市场的发展及半导体产业链国产替代的持续深化。我们认为半导体设计公司或仍是人工智能基础设施建设的最大受益者。建议关注韦尔股份（603501 CH/买入）、英伟达（NVDA US/买入）、超微半导体（AMD US/买入）。我们将海外和 A/H 股半导体制造板块观点从超配调整至**标配**，认为部分公司估值或以充分反映基本面动态。我们将海外半导体设备板块观点从低配调至**标配**，主因全球晶圆厂资本开支或继续保持相对高位。下半年，我们对智能手机及其产业链需求保持相对谨慎，但继续看好数据中心和服务器终端需求。海外和 A/H 大型综合类软件服务板块方面，我们将观点从**标配**调至**超配**，主要考虑到人工智能带来潜在运营效率上升和额外变现机会。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA
Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫
Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	----每股盈利----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
					(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	
英伟达	NVDA US	买入	175.00	135.13	2.938	4.478	46.0	30.2	42.25	25.30	0.0%
台积电	TSM US	买入	225.00	193.32	60.764	69.591	95.3	83.3	26.83	21.21	NA
超微半导体	AMD US	买入	142.00	110.73	3.876	5.306	28.6	20.9	2.79	2.44	NA
小米集团	1810 HK	买入	62.00	50.95	1.874	2.139	24.9	21.9	4.32	3.67	NA
韦尔股份	603501 CH	买入	180.00	124.60	3.980	5.251	31.3	23.7	5.16	4.27	NA
华虹半导体	1347 HK	买入	37.00	31.60	0.015	0.031	275.3	128.3	1.10	1.08	NA
中芯国际	981 HK	中性	45.00	40.55	0.857	1.162	6.0	4.4	1.85	1.66	NA
卓胜微	300782 CH	中性	72.00	70.46	0.609	1.506	115.8	46.8	3.57	3.31	NA
平均							77.9	44.9	10.98	7.87	0.0%

资料来源: FactSet、交银国际预测 数据截至 2025 年 6 月 2 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

人工智能及其变现或仍是 2H25 主题

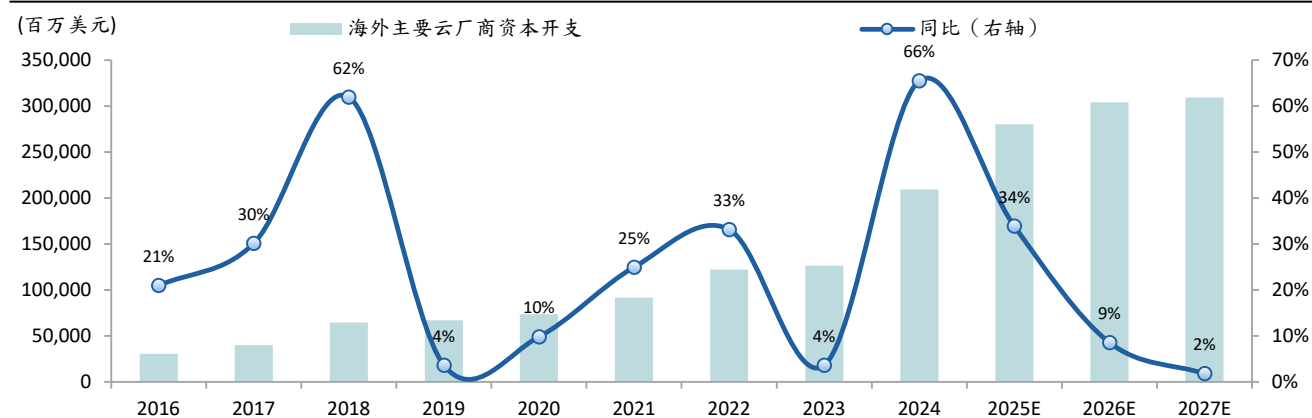
虽然关税不确定因素在 1H25 给科技公司股价表现带来一定波动，并可能继续在下半年对股价产生短期影响，但我们认为，投资者或应在 2H25 继续聚焦人工智能基础设施建设和应用变现主线。虽然不排除短期市场情绪变化造成人工智能相关股票出现一定程度的波动，但我们认为，市场或有望重新聚焦相关基本面因素，包括大模型技术发展、硬件和半导体效率和能力的改进，以及应用长期持续稳定的变现能力等。

我们观察到，业界对人工智能基础设施的投入意愿受政策不确定性影响相对有限。海外云服务厂商 CSP 投资进一步上升，且超出市场在 4Q24 和 1Q25 之后的预期。综合来看，在 2024 年增长 66% 的基础上，市场预计 2025 年海外 CSP 资本开支或继续增长 34%。中国内地方面，受 DeepSeek 崛起等利好因素的影响，主要 CSP 的 2025 年资本开支增速或超过海外同行，达到 45%，且 2026 年或继续保持高位。

不确定因素影响相对有限，海外人工智能基础设施热情不减

据 Visible Alpha 数据，2025 年海外主要云服务厂商 CSP，包括 META（META US/未评级）、谷歌（GOOG US/未评级）、微软（MSFT US/未评级）、亚马逊（AMZN US/未评级，只统计 AWS）、甲骨文（ORCL US/未评级）的资本开支总额或达到 2802 亿美元，相较 2024 年上涨 34%。考虑到甲骨文在星球之门 Star Gate 中的作用和与 OpenAI 等关键人工智能服务提供商之间的关系，我们此次统计引入甲骨文作为海外 CSP 资本支出跟踪观察的对象之一。若剔除甲骨文，2025 年四家 CSP 的资本开支总额或达到 2615 亿美元，高于我们 2025 全年展望（2251 亿美元）和 1Q25 “对等关税” 政策发布前更新（2594 亿美元）的预测。虽然存在宏观不确定因素，我们认为，作为 AI 投资主力的 CSP 对于人工智能基础设施建设的热情并未降低。

图表 240: 主要海外云服务厂商资本开支预测



资料来源: 彭博, Visible Alpha, 交银国际 E=彭博/Visible Alpha 一致预测, 主要海外云厂商选取 META、谷歌、微软、亚马逊 AWS、甲骨文

图表 241: 主要海外云服务厂商资本开支预测

资本开支 (百万美元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
META	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	66,570	71,758	75,100
谷歌	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	74,884	77,692	81,009
微软	9,114	8,696	14,223	13,546	17,592	23,216	24,768	35,202	55,552	70,774	78,879	87,808
Oracle	1,604	2,037	1,468	1,591	1,833	3,118	6,678	6,935	10,745	18,788	20,984	23,008
AWS	5,193	9,190	9,783	13,058	16,530	22,047	27,755	24,843	53,267	49,230	54,878	42,625
总计	30,614	39,840	64,528	66,845	73,399	91,711	122,117	126,497	209,355	280,246	304,192	309,549
同比												
META	78%	50%	107%	9%	0%	23%	68%	(13%)	37%	79%	8%	5%
谷歌	3%	29%	91%	(6%)	(5%)	11%	28%	2%	63%	43%	4%	4%
微软	39%	(5%)	64%	(5%)	30%	32%	7%	42%	58%	27%	11%	11%
Oracle	(0%)	27%	(28%)	8%	15%	70%	114%	4%	55%	75%	12%	10%
AWS	11%	77%	6%	33%	27%	33%	26%	(10%)	114%	(8%)	11%	(22%)
总计	21%	30%	62%	4%	10%	25%	33%	4%	66%	34%	9%	2%

资料来源: 彭博, Visible Alpha, 交银国际 E=彭博/Visible Alpha 一致预测, 主要海外云厂商选取 META、谷歌、微软、亚马逊 AWS、Oracle

具体而言, 从不同 CSP 管理层对资本开支的描述看, 管理层表示资本开支较之前全年计划不变或继续调高, 各 CSP 管理层均强调 AI 基础设施建设的重要性和紧迫性, 并认为 AI 是当前的最优先投资方向。例如:

- ☉ **谷歌**在 1Q25 业绩会上重申 2025 年 750 亿美元的投资计划, “关于今年及整体的投资, 如果宏观经济出现任何变化, 正如我所说, 我们今年仍计划投资约 750 亿美元的资本支出。”并指出会通过提高效率的方法, 确保资金的使用效力: “我们正在努力尝试抵消一些不利因素, 同时, 在 750 亿美元的资本支出投资中, 我们正在研究如何确保每一美元都得到有效利用。”
- ☉ **META** 较年初进一步调高了资本开支计划, 管理层在 1 季度业绩后表示: “我们预计, 2025 年全年资本支出 (包括融资租赁本金支付) 将在 640 亿美元至 720 亿美元之间, 高于我们之前预测的 600 亿美元至 650 亿美元。此次更新的展望反映了为支持我们的人工智能工作而增加的数据中心投资, 以及基础设施硬件预期成本的增长。2025 年, 我们大部分的资本支出将继续用于我们的核心业务。”

我们认为, 政策的不确定非但没有减缓 META 投资人工智能的脚步, 公司反而继续上调投入。考虑到历史上 META 在资本开支上的做法, 我们不排除公司或在下半年继续上调资本开支的可能, 而现在市场一致预计的 666 亿美元资本开支或依然相对保守。

- ☉ **微软**也表示资本开支的确定性强: “我们预计 FY4Q25 (CY2Q25) 资本支出将环比增长。CY2H25 资本支出总额与我们 1 月份的下半年指引相比保持不变。”微软同时表示 FY26 (CY3Q25-CY2Q26) 的资本开始会继续增长, 虽然增速会比之前财年放缓。“我们之前对 2026 财年资本支出的预测保持不变。我们预计资本支出将增长。其增速将低于 2025 财年, 且短期资产组合将更多, 这些资产与收入的直接关联性高于长期资产。”

科技行业

我们认为，尽管市场上存在着关于微软终止了一些海外的数据中心项目的讨论，但被终止的项目基本都与 OpenAI 有关。而 OpenAI 在数据中心项目上则寻求包括甲骨文在内的更多元的合作伙伴，这也是我们调整海外 CSP 资本支出统计方法的原因之一。从这个角度看，数据中心和人工智能基础总体投入数量或未有太大改变。

- ④ **甲骨文** FY25（截至 2025 年 5 月）的资本支出同比有加速上涨，管理层指引资本开支增速或根据订单变化而适当调整。“我预计 2025 财年的资本开支将比去年增加一倍多，达到约 160 亿美元。我们将一如既往地谨慎调整资本开支，并根据预订趋势进行合理的调整。”

考虑到公司与行业龙头的合作关系和未来或参与重点项目的可能性，我们认为甲骨文资本开支或在 2025 下半年和之后保持相对高速增长。

- ④ **亚马逊**全年的资本开支目标是 1000 亿美元，其中市场预计 AWS 占据近一半的资本开支。我们观察到，1 季度资本开支符合全年 1000 亿美元的投入节奏，且管理层同时提到之后会有更多通用 GPU 和公司定制开发的 ASIC Trainium 投入使用。“...我们的现金资本支出，第一季度为 243 亿美元。这笔支出的大部分用于支持日益增长的技术基础设施需求。这主要与 AWS 相关，因为我们投资于支持对 AI 服务的需求，并越来越多地投资于 Trainium 等定制芯片，以及支持我们北美和国际业务的技术基础设施。“这里 Trainium 是 AWS 与 亚马逊科技联合开发的 ASIC 训练用芯片。“...我们还有更多 Trainium2 实例，下一代英伟达实例也将在未来几个月内发布。我预计供应链的其他环节也会有点拥堵，比如主板和其他一些组件。”

除了 CSP 以外，主权国家投资或成为 AI 投资的另一个重要来源。以海湾国家为例，沙特政府通过其主权基金成立 AI 初创公司 HUMAIN，以执行其在 2024 年底公布的计划为 1000 亿美元的 AI 国家主权项目。2025 年 5 月，仅芯片一项，HUMAIN 就与英伟达、AMD 和高通等公司达成超过 100 亿美元的采购协议。相似地，阿联酋政府及其主权基金则宣布至少投资 400 亿美元的 AI 基础设施建设。而卡塔尔国家主权基金亦表示会加大对人工智能基础设施的投资力度。我们预计仅海湾三国的主权基金在 AI 基础设施上的投资在未来 5 年或达 1500 亿美元。我们认为，主权国家投资 AI 或多采用通用算力芯片 GPU 而非 ASIC 为主。而英伟达预测主权基金的芯片采购长期或占其营收的高个位数。

内地人工智能基础设施需求在 DeepSeek 崛起后进一步上升

内地 CSP 资本开支方面，我们统计 2024 年全年 BAT1（百度、阿里巴巴和腾讯）资本开支同比增长 173%，达到历史最高的 1608 亿元人民币。而 Visible Alpha 一致预计 2025 年 BAT 资本开支或继续同比上升 45%，达到 2222 亿元，增速超过海外主要 CSP 的资本开支增速。尽管不能完全排除中国内地公司或于 4Q24 开始提前预备关键 GPU 等人工智能芯片的可能，但我们认为，驱动内地 CSP 大幅增加资本开支的主要因素是 DeepSeek 崛起之后用户对于国产大模型的热情

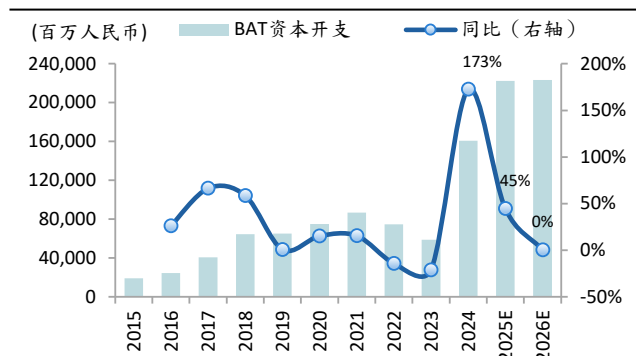
¹ 百度（BIDU US/买入）、阿里巴巴（BABA US/9988 HK/买入）、腾讯（700 HK/买入）为交银国际互联网行业覆盖公司。

科技行业

加速上升。我们同时认为各大 CSP 通过接入 DeepSeek 或自研大模型对算力及云计算资源的需求抑或在 2025-2026 年持续保持高位。

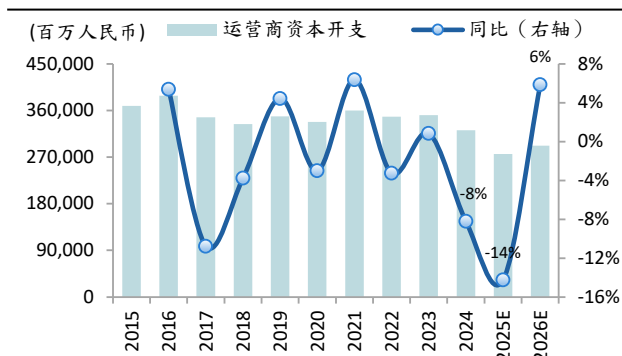
具体从各个公司资本开支情况看，腾讯 2024 年资本开支达 768 亿元人民币，同比增长 221%，创历史新高，管理层指引 2025 年资本开支占收入的比例为“低双位数百分比”，我们认为腾讯 2025 年资本开支或有望超过 900 亿元人民币水平。阿里巴巴云业务或是公司今明两年增长的主要驱动力之一，管理层预计未来三年年化资本开支或超 800 亿元人民币，三年资本开支相当于之前 10 年的资本开支总和。Visible Alpha 一致预期 CY25 公司资本开支或超过 1200 亿元人民币。我们认为，内地 CSP 资本开支数额或按季出现一定波动，但从中长期看公司对于云业务的投入或是此项业务收入长期稳定增长的重要支撑。

图表 242：2025 年 BAT 资本开支或继续增加



资料来源: 彭博, 交银国际 E=彭博一致预测

图表 243：中国内地三大电信运营商资本开支



资料来源: 彭博, 交银国际 E=彭博一致预测

从中国内地三大电信运营商的资本支出情况看，其资本开支在 2024 年同比下降 8% 的基础上，或在 2025 年继续下降 14% 达到 2761 亿元。我们认为电信运营商依然是为央企建设云服务的主力，而电信运营商资本开支的持续下滑或是因为其传统移动网络的投入或进一步减少。以资本开支最大的中国移动为例，公司 2025 年计划资本开支 1512 亿元，同比下降 128 亿元。其中以 5G 为主导的通信基础设施投入 716 亿元，同比下降 156 亿元，而算力能力基础设施同比稳中有升。管理层提到资本开支主要用于连接基础设施优化，算力基础设施升级，面向长远的基础设施布局以及支撑 CHBN 科技创新。

加速芯片产业链或持续受益

对于海外市场，我们预测 2025 年至少有一半以上的资本支出或将应用在对于加速芯片的采购。我们继续看好产业链上的龙头公司英伟达 (NVDA US/买入)，AMD (AMD US/买入) 和台积电 (TSM US/买入)。我们建议有较高风险偏好的投资者关注 AMD，而风险偏好较低的投资者或选择关注英伟达和台积电：

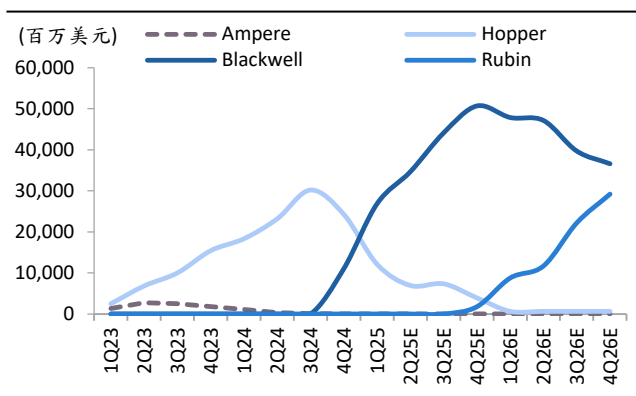
- ④ 对于**英伟达**，我们认为 Blackwell 或已经在 FY1Q26 (CY1Q25) 成为公司 GPU 的主要产品类型，管理层预计其收入占比近 70%，我们预测或对应超 268 亿美元收入。Blackwell 收入爬坡从 FY4Q25 的 110 亿美元到 FY1Q26 的超过 268 亿美元快于我们之前的预期。管理层指引目前公司正以每周 1000

科技行业

个 NVL72 机柜（基于 GB200 芯片）的速率出货。我们认为 CY2H25 即将上市的 Blackwell Ultra 对机柜设计进行了技术改进，并装配了改进版的 GB300 芯片，在提高性能的同时，更好解决了发热和系统不稳定等技术问题。我们认为，包括微软和 META 在内的客户对于 Blackwell Ultra 有更高的部署热情，预测 FY3Q26/4Q26（CY3Q25/4Q25）Blackwell 出货分别增加到 1.75 万/2.07 万个 NVL72 机柜，我们同时预测 Blackwell 对于英伟达数据中心收入占比年底达到 90%。我们认为 Blackwell 新产品在系统集成技术上取得进展，产品上量令人鼓舞。同时，DeepSeek 且迭代推理需求旺盛或市场对于 GPU 芯片需求保持延续性。我们认为，英伟达仍然是投资者参与本轮生成式人工智能革命最直接、确定性最高的标的。

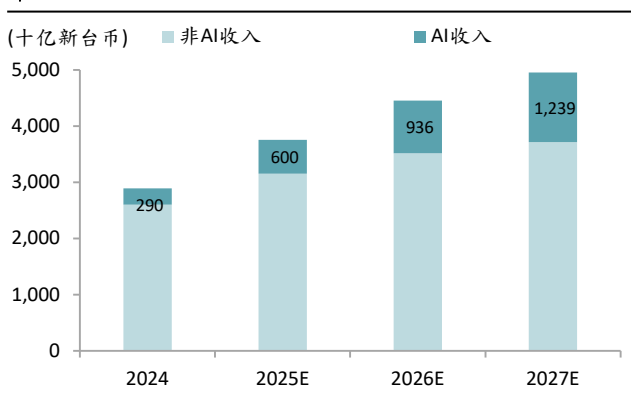
- ⊕ 对于 **台积电**，我们认为公司作为不同加速芯片解决方案的唯一代工厂或将始终受益于 CSP 资本开支的增加。我们认为，使用 GAAFET 架构的 2 纳米工艺产品或在 2H25 上市，并在 3Q25/4Q25 分别贡献 7%/10% 的公司收入。我们认为，2 纳米制程工艺包括之后的 1.6 纳米制程工艺将帮助数据中心提高耗能效率。我们目前预测 2 纳米价格为每片（12 英寸）3.3 万美元，并有进一步上升的可能。我们认为台积电对于英伟达、AMD、博通等客户的议价能力在提高，而现用户加速芯片所用的 3/4 纳米晶圆价格不会因为 2 纳米产品上市而降价。我们预测台积电 2025E CoWoS 产能或在 2024 年 3.8 万片每月的基础上增加一倍达到 8 万片每月，并在 2026E 达到 12 万片每月。我们认为先进封装 CoWoS 的产能依然是制约加速器生产厂商的瓶颈。我们认为，英伟达会获取台积电大多数的 CoWoS 产能。综合看，我们预测 2025 年台积电 AI 的收入（包括集成电路制造和封装）或相对 2024 年至少翻番达到 6000 亿新台币。我们认为台积电是人工智能主题在晶圆代工行业内最大的受益者。

图表 244：4Q25 Blackwell 占数据中心收入或超 9 成



资料来源：英伟达公司资料，交银国际预测

图表 245：台积电 AI 收入 2025 年或到 6000 亿新台币



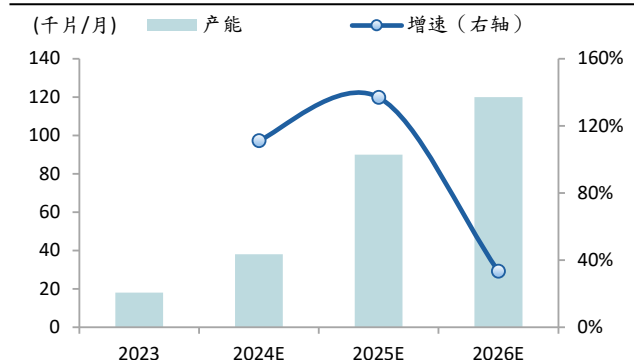
资料来源：台积电公司资料，交银国际预测

- ⊕ 对于 **AMD**，我们发现股价表现在最近 4 个季度一直落后同行。我们认为这或许与之前投资者对于公司期望过高，而在 2H24 之后又更青睐体量更大的对手有关。我们认为公司不再公布 GPU 销售额之后投资者的期望得到较好的管理。同时我们看到公司在技术能力上出现积极变化，包括收购 ZT 系统之后加强系统集成和通信能力，ROCm 开源软件能力提高且符合开源的

科技行业

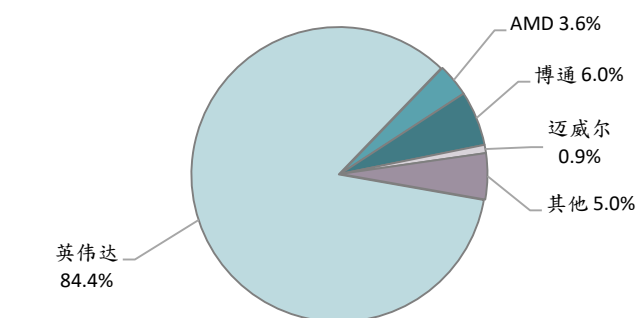
技术发展方向等。采用 CDNA 架构的 MI350 新产品或在 2H25 上市或将成为驱动 2H25 数据中心业务增长的主要动力。我们预测公司 GPU 收入在扣除中国市场定制产品 MI308 近 8 亿美元的影响后 2025 年或达到 79 亿美元。我们认为公司目前近 20 倍的 2026 年 PE 有吸引力。考虑到近 24 个月来股价的表现，我们认为 AMD 的波动性或大于英伟达和台积电。

图表 246：全球 CoWoS 年 2025 底产能同比翻番



资料来源: 交银国际预测

图表 247：全球加速芯片市场份额图（2025）



资料来源: 交银国际预测

对于内地的加速芯片市场，我们认为根据英伟达（NVDA US/买入）披露，受美国政府出口限制影响，其计划出口重点市场的特定加速器芯片或无法按计划交付客户，拟计提 45 亿美元的库存减值。我们预测这或对应英伟达 2025 年 105-150 亿美元的收入。类似地，AMD（AMD US/买入）因部分 MI308 芯片无法交付，计提 8 亿美元库存减值，对应 2025 年 15 亿美元的收入。我们认为，这或在 2025 年为国产替代加速芯片带来近 120-165 亿美元（约合 850-1172 亿元人民币）额外的市场机会。我们认为国产加速芯片的能否顺利完成国产替代的关键在于：1）先进制程工艺、产能和良率是否可以满足下游需求；2）硬件配置是否具备一定通用性，即是否可以适配不同国产大模型的算法设置和参数需求。我们对此持乐观态度。随着中国内地对于人工智能基础设施的投资增加和国产加速芯片的持续技术迭代，我们认为 2026 年之后，内地加速器生产厂商的市场机会或进一步扩大。

对于英伟达和 AMD 来说的中国业务来说，资产减值影响或在 2Q25-3Q25 释放，但之后两家或将把所分配到的产能用于生产毛利率更高的新产品上，对于其之后毛利率水平或有帮助。

云服务变现或是今后一段时间的关注焦点

我们认为，包括 AI Agent 在内的 AI 提质增效工具的开发和变现或是 CSP 对于生成式人工智能变现的中长期目标。从短期看，生成式人工智能或帮助 CSP 提升云服务的变现能力，我们发现，海外和中国内地云服务厂商云业务都有再次加速增长的趋势。

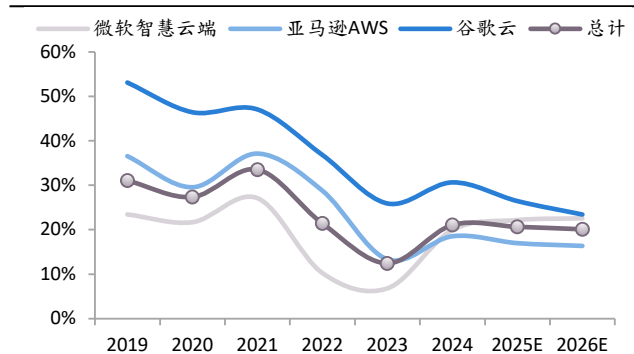
海外主要 CSP（微软，亚马逊 AWS 和谷歌云）增速在 2019 年和 2021 年达到 30% 左右的近期高点之后，在 2022 年随着用户习惯的变化增速下降，直到 2Q23/3Q23 之后随着 ChatGPT 的兴起再次加速，在 2024 年再次录得 21% 的增

科技行业

速，并在 1Q25 继续保持 20% 的同比增速。根据 Visible Alpha 一致预测，三家 CSP 云业务增速或在 2025/2026 年继续保持 20% 以上。

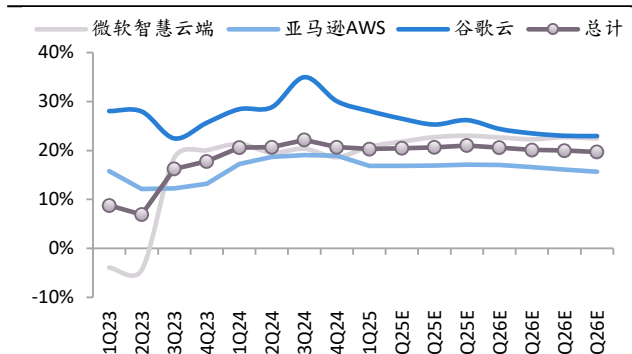
我们认为，从中长期看，人工智能应用或帮助云服务商获得新的云服务需求，但增速或在短期出现一定波动。以微软为例，公司云业务（Intelligence Cloud）曾在 CY2H23 到 CY1H24 加速上升，市场也一度将微软云或将继续保持其在人工智能领域相对领先的地位。但微软云服务业务却在 CY2H24 增速放缓，不及市场预期。我们理解这或许由于综合因素影响所致：1）新技术和产能在迭代过程中未能最快满足客户需要；和 2）微软和 OpenAI 在合作上出现变数等。但我们发现 CY1Q25（FY3Q25）微软云服务的增速或重回 1H24 的水平，同比增长 21%，而其核心的 Azure 同比增速亦达到 35%，超过市场预期和管理层指引的 31.5% 的中位数，扭转了增速下滑的趋势。

图表 248：海外主要云厂商年度云业务收入增速



资料来源: Visible Alpha, 交银国际 E=VA 一致预测

图表 249：海外主要云厂商季度云业务收入增速

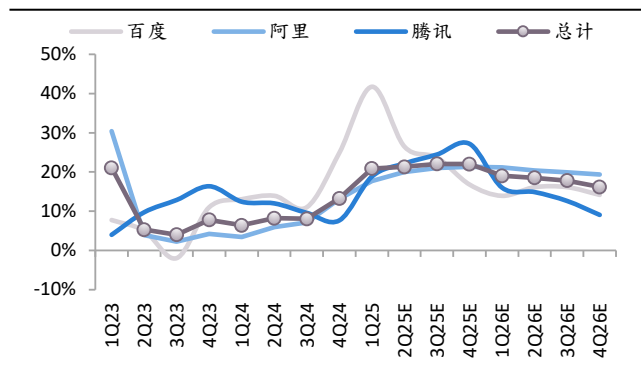


资料来源: Visible Alpha, 交银国际 E=VA 一致预测

我们认为，同样的增速短期波动或出现在谷歌和 AWS 等海外和内地的云服务商上。我们认为硬件产能不足，类似 DeepSeek 突破等事件或都在短期内使得云业务增速出现扰动，但云业务中期积极增长的趋势或不会轻易改变。

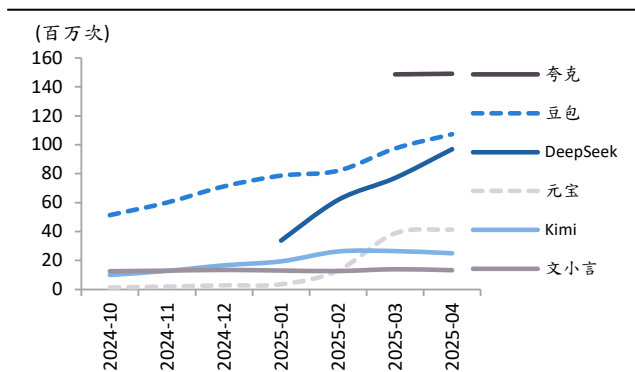
科技行业

图表 250：中国内地主要云厂商季度云业务收入增速



资料来源: VA, 交银国际 E=VA 一致预测

图表 251：中国内地主流 AI 应用月度访问量



资料来源: AI 产品榜, 交银国际

同样的云业务加速增长也出现在内地的云服务厂商。内地 CSP 加速增长发生在 2H24 之后，并在 DeepSeek 发布后的 1Q25 进一步加速，其中百度云服务更是在 1Q25 录得 42% 的增速。我们认为对于内地云服务商来说，相对稳定的增速或许还需时间观察，但内地 CSP 将技术在应用上快速迭代的高效执行力无疑将带动人工智能技术快速赋能垂直行业。这点无疑可以在 DeepSeek 出现之后内地包括豆包，元宝，Kimi 等大模型快速上升的访问量上得到验证。我们估测，2025 年 4 月，AI 产品榜公布的主流 AI 应用月度总访问量即超过 4.3 亿次，且访问量或会随着硬件供应和模型的进一步成熟继续上升。

虽然对于海外和内地云厂商长期稳定的增速的具体数值，仍有待进一步观察，但我们认为，2025 年以及之后一段时间同比 20% 以上的增速预测和硬件作为增速瓶颈的事实，足以使得云服务商在 2026 年继续加大对硬件和芯片的投入。而投资者对于芯片需求增长突然失速的忧虑，2026 年之前发生的概率较小。鉴于此，我们认为，在不确定环境中，人工智能基础设施建设或是科技投资的确定性之一。

2H25 硬件需求：服务器继续强势，工业和汽车出现积极变化

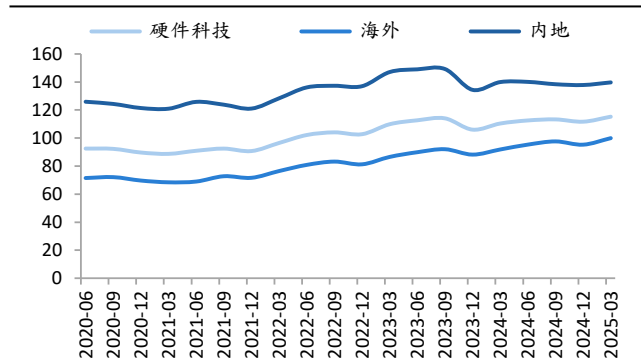
观察不同终端市场的库存情况，结合包括上游半导体设计和制造公司的反馈，我们认为，2H25 终端应用需求情况较之前 12 个月或正经历以下变化：

- ④ 与人工智能相关的数据中心和服务器需求保持强劲，这不仅体现在与模型推理和训练相关的计算，存储和通信方面，也同时体现在上下游设备制造和辅助的数据中心电源管理系统等涉及数据中心的全产业链上。国产替代标的或从中获益；
- ④ 消费电子，包括智能手机和个人电脑等终端需求恢复速度或正在放缓。受到不确定因素影响，我们对 2H25 智能手机的需求保持谨慎；
- ④ 汽车和工业终端需求开始出现积极复苏现象，部分汽车和工业企业对于电子产品的去库存周期或接近尾声，经历至少两年的供大于求的供需关系开始走向平衡，我们看好其中国产替代的机会。

硬件公司库存略有上升，但细分行业出现分化

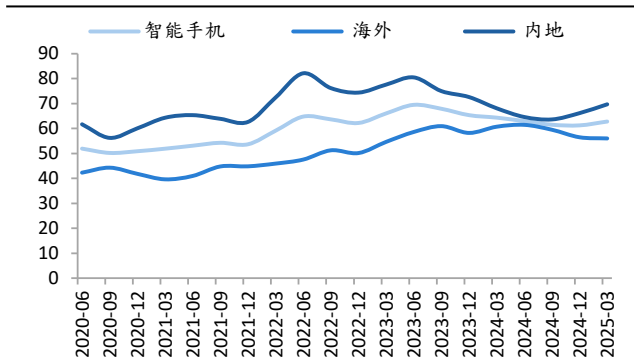
具体看，我们统计超过 50 家不同下游硬件公司的库存天数情况，这些硬件公司面对包括智能手机、服务器和 PC、消费电子和游戏，通信设备以及汽车和工业等终端应用领域。我们的统计基于公司 1Q25 财报之后的最新数据。总体看，不同终端应用平均库存水平在 1Q25 之后达到 115 天，较 3Q24 和 4Q24 之后分别上升 2 和 3 天，其中海外企业 1Q25 之后库存上升尤为明显，较 2024 年底的 95 天上升 5 天，达到 100 天。我们认为，这或许是由于硬件企业为应对贸易不确定性影响而提前储备库存。

图表 252：科技硬件公司库存略有上升



资料来源：彭博，交银国际

图表 253：智能手机公司库存天数出现分化



资料来源：彭博，交银国际

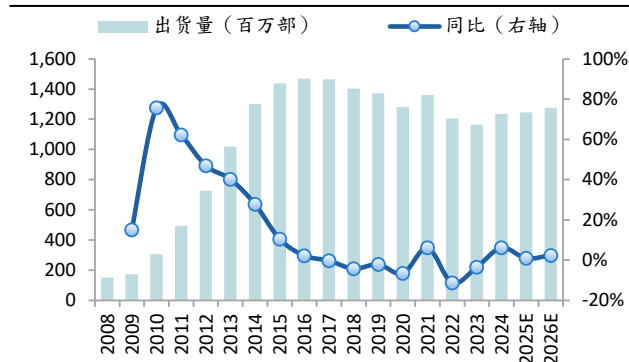
科技行业

分类别来看：

④ 智能手机

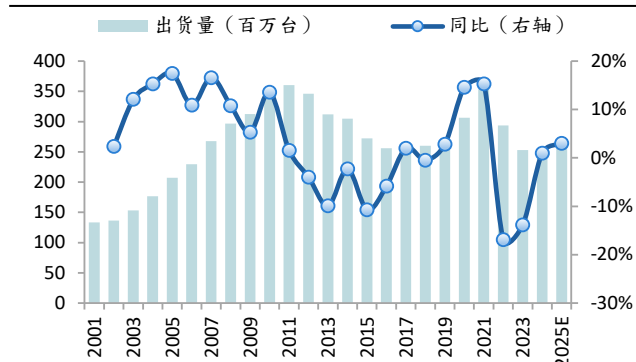
智能手机公司库存基本稳定，1Q25 的库存水平相对之前基本保持不变，中国内地库存最近六个月有所上升，海外库存则有所下降。我们对于 2H25 智能手机的终端需求保持相对谨慎。首先，海外特别是美国方面，特朗普政府拟对苹果和三星等智能手机品牌在美国境外生产的智能手机加征 25% 的进口关税。我们认为，苹果等公司短期内将大部分产能转移到美国境内的概率极低，如果政策最终落地，则关税影响或将大部分由消费者承担，这将严重影响智能手机的销量。虽然关税政策依然存在变数，但即便美国联邦政府不对智能手机征收关税，“对等关税”政策公布之后消费者对于经济不确定性的担心抑或影响到手机等选择性消费品的出货量。中国内地方面，对于消费刺激政策对消费带电子需求的具体影响，仍有待观察。我们认为，DeepSeek 的兴起或帮助人工智能大模型在端侧更快落地，但这或是一个相对长期的过程。综上，我们预测 2025 年全球手机出货量或达到 12.5 亿台，同比增长小于 1%，较之前 IDC 和市场预测的 3% 的增速更为保守。

图表 254：全球智能手机出货量 25 年或增长<1%



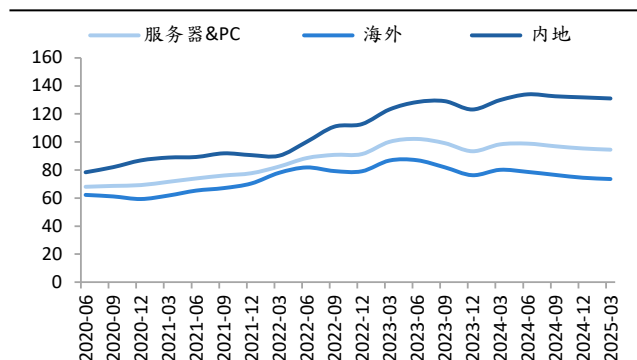
资料来源: IDC, 交银国际预测

图表 255：全球个人电脑出货量 25 年或增长 3%



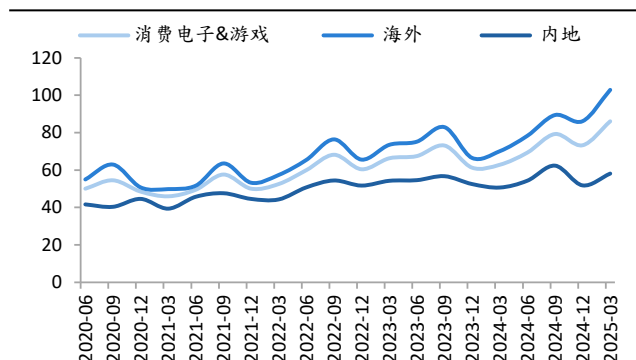
资料来源: IDC, 交银国际预测

图表 256：服务器和 PC 公司库存天数略微下降



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 257：消费电子/游戏公司库存天数上升明显



资料来源: 彭博, 交银国际

科技行业

④ 服务器

我们认为服务器需求或继续受益于人工智能数据中心建设，在 2H25 保持旺盛。从库存水平看，服务器和人工电脑供应商库存水平自 4Q23 以来稳中有降。无论是内地还是海外库存水平在 4Q24 和 1Q25 都环比有 1-2 天的下降。

我们认为服务器和个人电脑的总体供需大致平衡，供给略小于需求。我们发现，由于不少服务器产业链公司同时生产个人电脑产品。而个人电脑或被视为与智能手机同样受关税影响最大的产品种类之一，故这些公司股价表现近期出现较大幅度的波动。但我们认为，服务器受关税影响较小，一方面，美国本土有一定服务器生产能力；另一方面，有一大部分来自墨西哥的服务器进口或享受免税待遇；此外，数据中心的选址具有一定灵活性，或可避免将产品物理运入美国境内，这和智能手机等有本质区别。因此，我们认为，数据中心需求在 2025 年继续保持强劲。

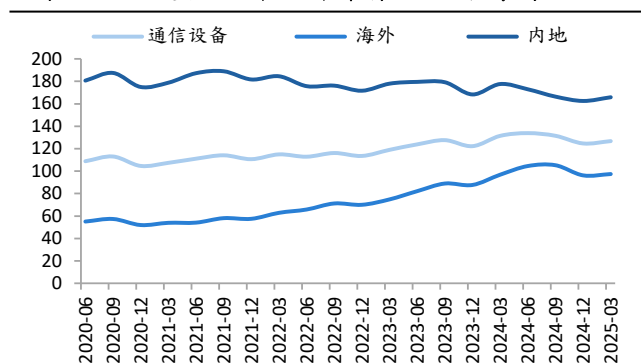
④ 个人电脑

我们认为个人电脑需求增长或介于服务器和智能手机之间。如上所述，宏观形势的不确定或使得个人电脑作为可选消费品的需求下降，但 Window11 升级带来的换机需求和相对较旺盛的周期需求或对冲部分负面影响。我们预测 2025 全年个人电脑出货 2.63 亿台，同比增长 3%。

④ 消费电子和游戏

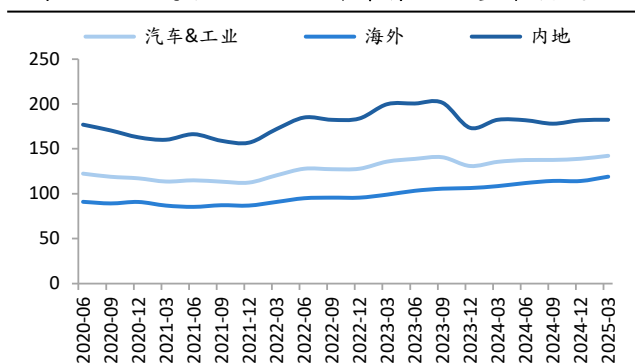
消费电子和游戏方面，我们发现海外此类硬件公司（其中包括 AO 史密斯、索尼、惠而浦、LG、任天堂等）1Q25 库存明显上升。剔除季节性影响，我们认为这与这类企业提前积极备货有关。我们对总体消费电子和游戏类的 2H25 的看法与智能手机类似，即便没有关税的直接影响，政策的不确定抑或影响到消费者购买可选型商品的意愿。我们同时认为，游戏市场或在 2025 年中迎来任天堂发布 Switch2 等新的产品周期，这或部分对冲宏观不确定对产业链的冲击，我们认为投资者或应关注新的游戏硬件周期中终端消费者的换机意愿。

图表 258：通信设备公司库存天数保持高位



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 259：汽车&工业公司库存天数基本稳定



资料来源: 彭博, 交银国际

科技行业

关于通信设备，我们发现总体行业企业库存仍然处于高位，扣除季节因素 4Q24 库存天数同比上升 3 天，而 1Q25 却同比下降 4 天。我们认为，通信设备公司的复苏迹象仍不明显。内地运营商积极参加人工智能基础设施建设而对传统的通信设备的投入依然不足。根据部分上游半导体企业（AMD、博通（AVGO US/未评级））的财报数据看，下游对于传统蜂窝移动通信系统投入保持相对克制。但我们同时认为，相对于 24 个月之前，以部分中国内地通信设备商为代表公司正在寻找包括人工智能数据中心等在内的“第二发展曲线”。同时，包括 6G、WiFi-7 等在内的新型通信制式也正在形成。我们看到这些新通信制式出现积极的技术发展，但新型通信制式能够带来的需求增长和时间节点仍有待进一步观察。

⊕ 汽车和工业

我们认为，汽车和工业的终端需求，特别是内地的需求或已出现拐点。从 1H22 以来，我们看到全球汽车和工业总体的库存天数一直上行，对于包括功率器件等上游电子和半导体产品也一直处于去库存的周期过程中。期间，中国内地产商库存虽然在 2H23 出现一定库存下降，但由于终端需求不足，1H24 之后中国内地汽车和工业厂商回到上行通道。我们看到，4Q24 和 1Q25 中国内地的库存情况基本保持稳定。我们认为，这主要由于一方面工业企业投资企稳，另一方面受辅助驾驶等对于电子器件需求较大终端需求的恢复，2H25 之后汽车和工业的需求有望积极向好。事实上，包括在近期华虹半导体（1347 HK/买入）和中芯国际（981 HK/中性）等中国内地代工厂的业绩都显示汽车和工业品的需求开始回升。

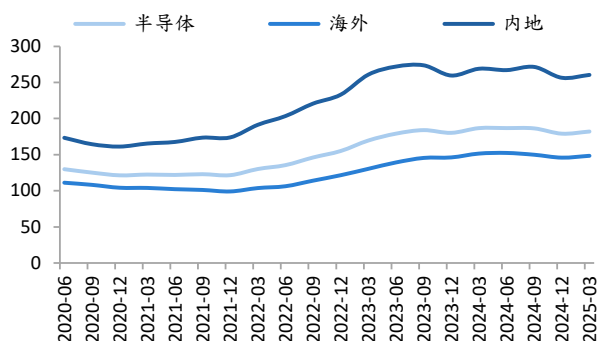
韦尔股份（603501 CH/买入）预测今年其汽车应用的收入或超过智能手机。我们看好韦尔股份 2H25 在汽车 CIS 上的市场前景。我们认为公司 2H24 前后研发完成车载 CIS 新产品，而这些新产品或在 2Q25 之后陆续进入国产新能源车辅助驾驶的供应链。根据管理层透露，公司已与绝大多数的国内新能源车厂商达成了合作协议。我们预测公司车载 CIS 收入或从 2024 年的 54.9 亿元人民币增长到 2025 的 111 亿元人民币，而 CIS 业务或在 2025 年全年达到 252 亿元的收入。考虑到公司在半导体设计领域国产替代的龙头地位，我们也将韦尔股份列为 2025 年 6 月的金股（目标价人民币 180 元，对应 39 倍 2025/26 年平均 EPS 4.62 元）。

科技行业

半导体公司库存总体平稳，先进制程或进入新产品周期

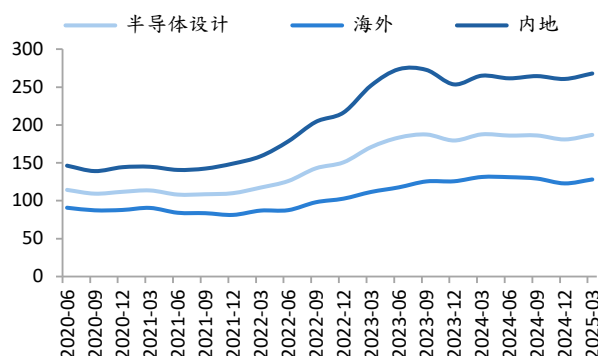
总体看，上游半导体公司的库存水平基本稳定，相较6个月前有一定的改善，但总体仍然处于相对较高的水平。中国内地半导体公司4Q24和1Q25库存天数分别为257天和261天，环比分别下降15天和上升4天。我们尚未见到库存水平出现明显的上行或下行趋势。同样的情况也发生在海外半导体公司，4Q24和1Q25库存天数分别为146和148天，环比分别下降4天和上升2天。

图表 260：半导体公司库存天数半年来震荡



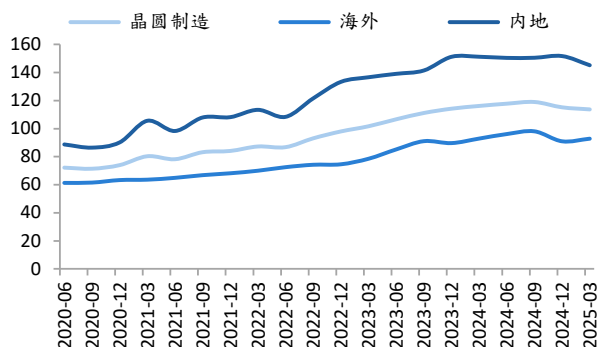
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 261：设计公司库存天数基本稳定



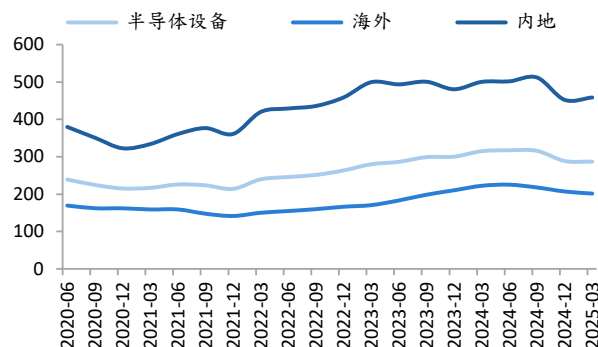
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 262：晶圆制造公司库存（天数）



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 263：半导体设备公司库存（天数）



资料来源: 彭博, 交银国际

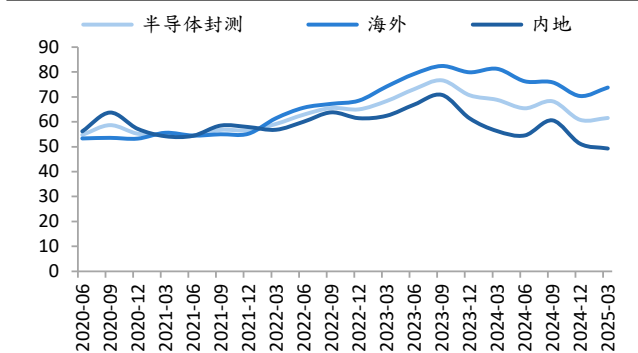
具体到不同子行业：

- ⑨ **半导体设计公司**库存天数环比略有上升，这与下游硬件公司库存天数略微上升的趋势一致，总体看，由于设计公司涉及不同下游应用行业，在总体终端需求平稳上升的条件下，设计公司库存总体稳定。
- ⑨ **代工厂/晶圆制造**方面，我们发现内地代工厂的库存水平在1Q25环比下降7天，我们认为，代工厂2H25收入变化尚存在不确定，年初下游客户为抢交付进度而下的急单能否在下半年持续，或要在2025年8月之后才能有更好的能见度。我们同时认为，先进制程或在2H25进入2纳米制程新产品周期，而台积电2纳米产能上线进度或与3纳米初期产能上线进度类似。

科技行业

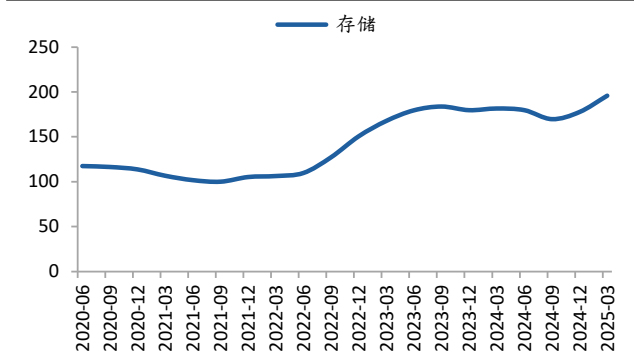
- ④ 从半导体设备公司的库存情况来看，海外半导体设备商（包括泛林（LRCX US/未评级）、应用材料（AMAT US/未评级）、东京电子（8035 JT/未评级）和 ASML（ASML US/未评级）等）的库存水平在 1Q25 环比均有下降，我们认为这或许是设备商为新的工艺节点所作的准备。而中国内地半导体设备公司库存则在 4Q24 环比用明显下降之后在 1Q25 保持相对稳定。我们继续看好半导体设备国产化的进程。另外，半导体封测总体库存或已接近 2021 年半导体产品需求激增之前的水平。

图表 264：半导体封测公司库存（天数）



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 265：存储芯片公司库存（天数）



资料来源: 彭博, 交银国际

- ④ 最后，我们统计的存储器公司总体库存水平在 1Q25 环比有所上升。我们认为这或主要是行业跟随者西部数据（WDC US/未评级）的库存出现波动所致。从价格情况看，包括 DRAM 和 NAND 的总体存储器价格在 1Q25 触底反弹，并在 2025 年 4 月之后持续上涨。我们认为受到人工智能高需求影响，存储市场的本轮的上行周期或长于之前的周期。

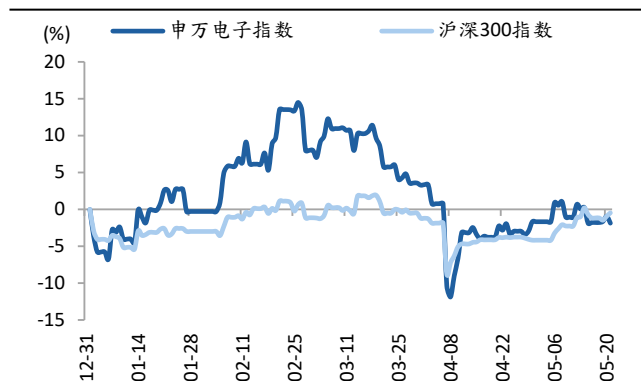
股价表现和板块配置观点

上半年市场表现

总结 2025 年上半年的市场表现，**A/H 股方面**，科技总体呈现“先扬后抑”的行情，且股价波动性或显著高于大盘。另外，不同子板块之间出现一定分化。截至 2025 年 5 月 21 日：1) **A 股申万电子指数**在年初受益于 DeepSeek 对于中国内地科技行业情绪的正面影响，在 3 月之前大幅跑赢大盘，而因为成分股中涉及手机和个人电脑等出口导向产业链公司，4 月之后股价出现显著回调，半年总体表现与大盘基本持平。2) **A 股申万通信指数**走势与电子指数相类似，但由于成分股中包含部分光模块等对于英伟达和海外数据中心有较大敞口的股票，申万通信指数中部分成分股股价受到英伟达股价波动影响较大，2 月之后表现不及申万电子指数，年初至今跑输沪深 300 指数。3) **申万计算机指数**跑赢沪深 300 指数，我们认为这主要是 DeepSeek 发布之后市场认为国产软件或在企业降本增效上发挥主要作用，使得软件类股票在 2 月之后受到市场关注。而对于软件服务受到贸易不确定因素或小于存在物理交易的硬件设备。故软件股票在 2025 年上半年跑赢硬件。

港股方面，上半年科技股表现亮眼，恒生科技指数跑赢恒生指数，其中 1 月 DeepSeek 发布之后恒生科技成分股包括小米（1810 HK/买入）、中芯国际、华虹半导体等在内地产品牌股价快速上涨。我们认为这或因港股集中了大多数受益于人工智能股票，海内外投资者重新审视中国科技股票估值，同时叠加政策配合，港股流动性较去年明显改善。后股价随部分受不确定因素影响回调，但总体科技股在上半年继续跑赢大盘。

图表 266：2025 年 YTD 申万电子指数表现



资料来源：万得，交银国际 指数表现以 2024 年底为基准；截至日期：2025 年 5 月 21 日

图表 267：2025 年 YTD 申万通信指数表



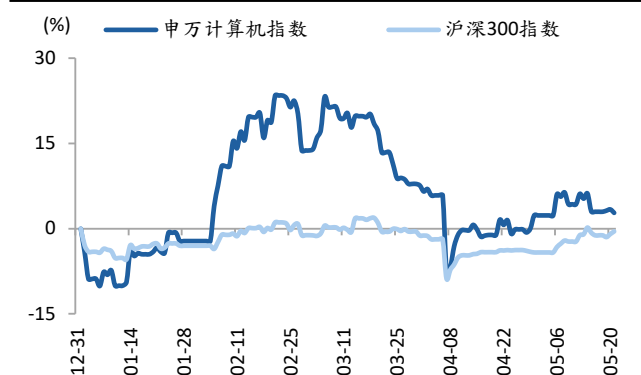
资料来源：万得，交银国际 指数表现以 2024 年底为基准；截至日期：2025 年 5 月 21 日

海外市场方面，科技股走势较 2023/2024 年出现较大反转，之前科技股和包括 Mag 7 在内的大市值 AI 股票 2025 年未能跑赢大盘。具体看，纳斯达克 100 指数跑输标准普尔 500 指数。年初由于 DeepSeek 对于 AI 投资逻辑叙事的改变，对于科技类股票股价影响较大。4 月之后，受到贸易不确定因素影响，投资者担心海外宏观形势变化和科技产业链受到冲击，纳斯达克 100 指数较大盘进一步走弱，纳斯达克 100 指数曾一度跌入熊市。之后由于不确定因素出现反转，科技股跌幅收窄。我们同时发现，如果剔除 Mag 7，纳斯达克 100 指数远跑赢

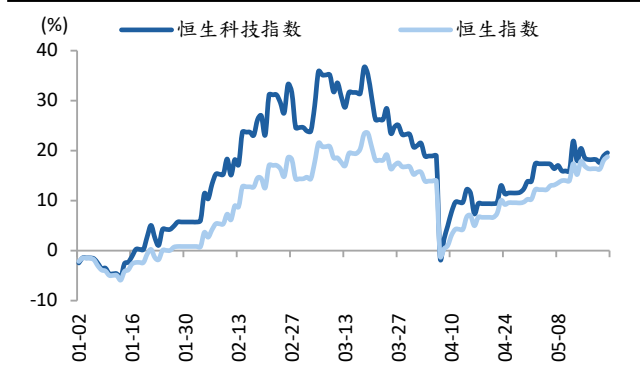
科技行业

于标普 500，这或意味着在之前 24 个月 Mag 7 贡献大部分科技股股价增长的情况也出现反转，投资者开始更分散的配置股票，这符合我们年初的预期。而之前 24 个月股价表现出色的英伟达，在 2025 年股价也与大盘保持基本一致。

图表 268：2025 年 YTD 申万计算机指数表现

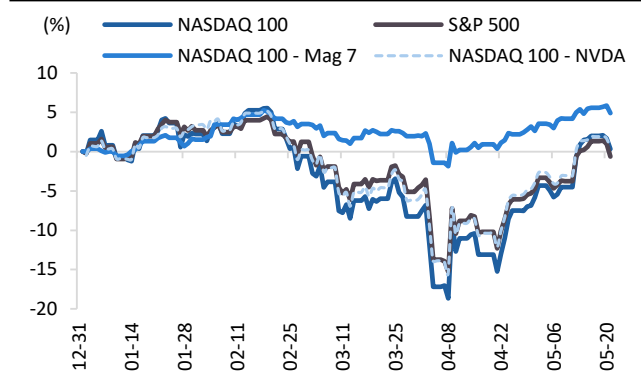


图表 269：2025 年 YTD 恒生科技指数表现

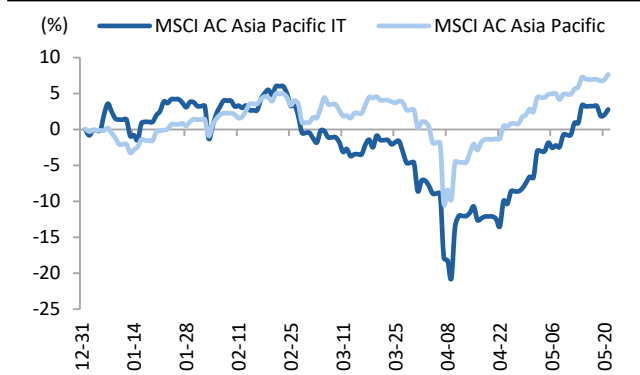


亚太地区，我们发现 MSCI 亚太科技类股票上半年总体跑输 MSCI 亚太指数，特别是 2 月以后，关键科技股台积电，三星电子（005930 KS/未评级）和 SK 海力士（000660 KS/未评级）一方面受到 AI 叙事的改变，继而受到贸易不确定性影响，总体表现不如大盘，另一方面，存储器价格曾一度疲软，使得部分亚太产业链公司股价承压。而存储器价格在 3 月左右之后触底反弹，使得与存储相关的科技股股价稳步上升。4 月后，MSCI 亚太科技股票与 MSCI 亚太间的背离程度收窄。

图表 270：2025 年 YTD 美股科技指数表现



图表 271：2025 年 YTD 亚太科技指数表现



科技行业

各子板块投资未来展望

总体看，随着消费电子产品需求不确定因素的不断上升，我们认为投资者应该聚焦于术驱动的长期科技发展方向。展望 2H25，我们建议投资者一方面抓住人工智能和国产自主替代两条投资主线，同时配合不确定因素对市场股价的短期变化，因势利导，择机择时平衡配置科技类股票。对于消费电子，我们建议投资者根据政策和市场情况做战术性配置。具体看，科技行业各主要子板块下半年展望如下：

半导体

考虑到半导体设计公司依然是人工智能基础设施建设的最大受益者。我们继续保持对 A/H 股和海外半导体设计公司**超配**的看法。随着海外和内地 CSP 继续大规模投资人工智能基础设施，我们认为包括计算、通信和存储在内的人工智能芯片或将持续受益，而类似之前的股价回调或是买入机会。我们下调海外和 A/H 股半导体制造从超配到**标配**，虽然晶圆代工或受益于人工智能基础设施建设带来的需求上升，但是我们同时看到部分公司资本开支依然处于高位，折旧压力增大。在智能手机和消费电子产品需求仍有不确定性的背景下，我们认为部分公司估值或以充分反映基本面动态关系。相应地，我们上调海外半导体设备从低配到**标配**，主要考虑到全球晶圆厂资本开支或继续保持相对高位，且之后对先进制程逻辑芯片和高带宽存储芯片的需求或使得晶圆厂进一步推进技术升级。我们继续看好内地半导体设备公司，半导体制造行业持续高资本投入或利好内地半导体设备公司，我们维持**超配**的看法。我们保持存储芯片的**超配**的看法，一方面考虑到 HBM 需求依然旺盛，同时我们观察到传统 NAND 和 DRAM 价格在 1Q25 之后触底反弹，存储器价格总体表现出很强的韧性。对于半导体架构公司，我们看到新签约客户数量对 ARM 等公司的股价有较大影响，在对新签约客户没有足够能见度见的情况下，我们维持**标配**看法。

硬件及硬件设备

我们将 A/H 股智能手机及其产业链看法从超配调整到**标配**，主要考虑到终端需求或不及之前预期，且补库存周期或已进入尾声。我们看到贸易不确定因素或直接影响智能手机及其产业链的总体收入和利润水平，而在美国本土兴建智能手机产业链的周期或会非常漫长。我们继续看好数据中心和服务器的终端需求，并且认为 DeepSeek 崛起之后或加速全球各地主权基金投资层面和公司层面对于人工智能基础设施的建设，且相对于智能手机，数据中心需求有战略性，受到关税政策的影响也相对有限。我们对个人电脑的需求相对谨慎，但我们认为需求韧性应该强于智能手机。考虑到相关产业链公司一般同时具备设计制造个人电脑的服务的能力，我们建议投资者选择在服务器领域增长较快、市场竞争力强的公司。我们同时维持 A/H 股 PCB 板块的**超配**的看法，主要也是受益于服务器等关键终端需求的上升。我们认为与辅助驾驶相关的功率电子的需求或在上升，但考虑到新能源等行业尚未达到供需平衡，我们保持对于功率电子**标配**的看法。我们保持对于其他板块**标配**的看法。

科技行业

软件及服务

我们将对海外和 A/H 板块大型综合类软件服务子板块的看法从标配上调到**超配**，主要考虑到人工智能或带来的运营效率上升和额外变现机会。同时，我们认为软件企业的商业模式中或很少存在实物交换，受关税等不确定因素较小，在不确定条件下或更受到科技投资者青睐。我们同时将海外数据库板块看法从标配上调到**超配**，我们认为部分行业公司或正在向提供算力云服务的方向转型，这些积极的变化或帮助行业公司进一步改善基本面以及帮助公司提高现有估值水平。我们维持其他子板块看法不变。总体看，我们认为软件行业在过去两年跑输硬件和半导体，但随着 DeepSeek 降低大模型进入门槛，同时人工智能基础建设的继续推进，投资或开始更多布局软件等 AI 应用领域。

图表 272: 2H25 半导体板块配置策略/关注公司

子板块	市场	2H25 子板块配置观点	2H25 展望	——建议关注公司——		2025 年初至今涨跌幅	平均涨跌幅
半导体设计/IDM	欧美和亚太其他	超配	对云服务器等相对高景气的行业的敞口相对较大。下游云服务上对于人工智能基础设施建设的高投入至少会继续延续到 2H25。	英伟达 高通 博通 AMD 迈威尔 英特尔 联发科	NVDA US QCOM US AVGO US AMD US MRVL US INTC US 2454 TT	(2%) (2%) (1%) (7%) (46%) 3% (5%)	(8%)
	A&H 股	超配	包括加速器芯片在内的国产芯片替代加速，国产化打开中长期增量空间。	韦尔股份 卓胜微 海光信息 紫光国微 兆易创新 寒武纪	603501 CH 300782 CH 688041 CH 002049 CH 603986 CH 688256 CH	25% (20%) (7%) 0% 11% 1%	2%
半导体制造	欧美和亚太其他	标配(下调)	虽或受益于人工智能基础设施建设需求上升，但部分公司资本开支依然处于高位，折旧压力大。智能手机和消费电子产品需求仍有不确定性。	台积电 联华电子 格罗方德 世界先进	2330 TT UMC US GFS US 5347 TT	(8%) 24% (12%) (10%)	(1%)
	A&H 股			中芯国际 华虹	981 HK 1347 HK	34% 45%	39%
半导体设备	欧美和亚太其他	标配(上调)	全球晶圆厂资本开支或保持相对高位，且先进制程逻辑和高带宽存储芯需求或推进技术升级。	应用材料 泛林集团 科磊 阿斯麦 东京电子 ASMPT ASM 国际	AMAT US LRCX US KLAC US ASML US 8035 JT 522 HK ASM NA	(0%) 15% 24% 6% (4%) (28%) (14%)	(0%)
	A&H 股	超配	存在技术变革，新质生产力思想指导下内地半导体行业资本强度或将进一步增加。	中微公司 北方华创 盛美上海 拓荆科技	688012 CH 002371 CH 688082 CH 688072 CH	(7%) 9% 2% (2%)	1%
半导体封测	欧美和亚太其他	标配	抑或在 CoWoS 等先进封装充分在行业应用后有更好能见度，但内地封测公司或受益于半导体周期上行。	日月光	3711 TT	(11%)	(11%)
	A&H 股			长电 华天	600584 CH 002185 CH	(19%) (21%)	(20%)
半导体架构	欧美和亚太其他	标配	我们依然未对新签约用户有可信的能见度，股价波动较大。	ARM	ARM US	6%	6%
存储芯片	欧美和亚太其他	超配	一方面考虑到 HBM 需求依然旺盛，同时传统 NAND 和 DRAM 价格在 1Q25 之后触底反弹，存储器价格表现出很强的韧性。	三星电子	005930 KS	5%	10%
				SK 海力士 西部数据	000660 KS WDC US	15% 10%	

资料来源: 彭博, 交银国际 涨跌幅以截至 2025 年 5 月 21 日收盘价为基准

科技行业

图表 273: 2H25 硬件板块配置策略/关注公司

子板块	市场	2H25 子板块 配置观点	2H25 展望	建议关注公司		2025 年初 至今涨跌幅	平均涨跌幅
通信基础设施	欧美和亚太其他	标配 ●	内地和海外运营商资本支出或触底反弹，且市场或已充分估计到通信基础设施行业下行。	诺基亚	NOK US	21%	12%
	爱立信			ERIC US	10%		
	思科			CSCO US	7%		
	A&H 股			中兴通讯	763 HK	(7%)	(7%)
数据中心、 服务器和 PC	欧美和亚太其他	超配 ●	继续看好终端需求，DeepSeek 崛起或加速全球主权基金投资和层面人工智能基础设施建设。数据中心需求有战略性，受关税政策影响相对有限。	华硕	2357 TT	2%	1%
				鸿海科技	2354 TT	(19%)	
				广达	2382 TT	(5%)	
				纬创资通	3231 TT	9%	
				戴尔	DELL US	(3%)	
	A&H 股			超微电脑	SMCI US	37%	(8%)
				惠普	HPQ US	(12%)	
				海康威视	002415 CH	(7%)	
				大华股份	002236 CH	(2%)	
				工业富联	601138 CH	(12%)	
智能手机 及其产业链	欧美和亚太其他	标配 ●	端侧人工智能应用落地前景少有能见度头部品牌在新兴市场依然有竞争压力。	浪潮信息	000977 CH	(3%)	(8%)
				中科曙光	603019 CH	(13%)	
				中际旭创	300308 CH	(22%)	
	A&H 股	联想	992 HK	0%	(3%)		
		苹果	AAPL US	(19%)			
		三星电子	005930 KS	5%		(7%)	
		小米	1810 HK	58%		(3%)	
		立讯精密	002475 CH	(21%)			
		传音	688036 CH	(21%)			
		歌尔	002241 CH	(16%)			
蓝思	300433 CH	(2%)					
华勤	603296 CH	(2%)					
显示与屏幕	欧美和亚太其他	标配(下调) ●	终端需求或不及之前预期，且补库存周期或已进入尾声。	大族激光	002008 CH	(5%)	(9%)
				瑞声科技	2018 HK	3%	
				比亚迪电子	285 HK	(17%)	
				舜宇光学科技	2382 HK	(7%)	
				LG 显示	034220 KS	(9%)	
	A&H 股			三安光电	600703 CH	5%	(6%)
				京东方	000725 CH	(12%)	
				视源股份	002841 CH	(8%)	
				信维诺	002387 CH	(8%)	
				深天马	000050 CH	(7%)	
多种元器件	欧美和亚太其他	标配 ●	下游子行业需求分化，下游部分子行业库存较高，未见下游各行业全面复苏迹象。	LG 电子	066570 KS	(16%)	(4%)
				松下	6752 JT	(4%)	
				索尼	6758 JT	9%	
				村田制作所	6981 JT	(19%)	
				日本电产	6594 JT	(4%)	
	A&H 股			京瓷	6971 JT	11%	(11%)
				中航光电	002179 CH	3%	
				TCL 科技	000100 CH	(13%)	
				三环股份	300408 CH	(14%)	
				紫光股份	000938 CH	(13%)	
PCB 及 电路板衬底	欧美和亚太其他	标配 ●	人工智能基础设施的高需求或至少延续到 2025 全年。内地企业竞争力强于海外企业，国产替代趋势加速。	环旭电子	601231 CH	(16%)	(5%)
				顺络电子	002138 CH	(15%)	
				欣兴电子	3037 TT	(27%)	
	A&H 股	揖斐电		4062 JT	9%	(5%)	
		Shinko Electric		6967 JT	3%		
		生益科技		600183 CH	13%		
		沪电股份		002463 CH	(22%)		
功率电子	欧美和亚太其他	标配 ●	汽车/新能源和工业等功率电子出现触底反弹，需观察 2H25 之后需求是否可以持续。	深南电路	002916 CH	(11%)	(4%)
				东山精密	002384 CH	1%	
				英飞凌	IFX GY	10%	
				恩智浦	NXPI US	(1%)	
				意法	STM US	1%	
	A&H 股			三菱	8058 JT	13%	(4%)
				罗姆	6963 JT	(6%)	
				华润微	688396 CH	(1%)	
				闻泰科技	600745 CH	(11%)	
				士兰微	600460 CH	(6%)	

资料来源: 彭博, 交银国际 涨跌幅以截至 2025 年 5 月 21 日收盘价为基准

科技行业

图表 274: 软件板块配置策略/关注公司

子板块	市场	2H25 子板块 配置观点	2H25 展望	建议关注公司		2025 年初 至今涨跌幅	平均涨跌幅
大型综合类软件服务	欧美和亚太其他	超配 (上调) ●	人工智能或带来的运营效率上升和额外变现机会。软件企业的商业模式中或很少存在实物交换, 受关税等不确定因素较小, 在不确定条件下或更受到科技投资者青睐。	微软	MSFT US	7%	(2%)
				Snowflake	SNOW US	16%	
				Unity	U US	(7%)	
				Datadog	DDOG US	(20%)	
				Adobe	ADBE US	(7%)	
	A&H 股	超配 (上调) ●		金山办公	688111 CH	(1%)	(7%)
				科大讯飞	002230 CH	(3%)	
				昆仑万维	300418 CH	(19%)	
				中国软件	600536 CH	(5%)	
				宝信软件	600845 CH	(11%)	
CRM/SaaS	欧美和亚太其他	标配 ●	Salesforce	CRM US	(16%)	(4%)	
			Autodesk	ADSK US	(1%)		
			Intuit	INTU US	5%		
	A&H 股		用友	600588 CH	23%	5%	
			金蝶	268 HK	50%		
			广联达	002410 CH	20%		
			有赞	8083 HK	(26%)		
传统数据库	欧美和亚太其他	超配 (上调) ●	微盟	2013 HK	(43%)	8%	
			SAP	SAP US	21%		
			甲骨文	ORCL US	(6%)		
安全软件	欧美和亚太其他	标配 ●	Checkpoint	CHKP US	18%	13%	
			Fortinet	FTNT US	9%		
			CrowdStrike	CRWD US	27%		
			Palo Alto Networks	PANW US	(0%)		
	A&H 股		三六零	601360 CH	(1%)	17%	
			启明星辰	002439 CH	(3%)		
			深信服	300454 CH	61%		
通信软件	欧美和亚太其他	低配 ●	奇安信	688561 CH	13%	(14%)	
			Twilio	TWLO US	6%		
			Zoom	ZM US	1%		
			Five9	FIVN US	(37%)		
			RingCentral	RNG US	(25%)		

资料来源: 彭博, 交银国际 涨跌幅以截至 2025 年 5 月 21 日收盘价为基准

科技行业

图表 275: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	中性	40.50	45.00	11.1%	2025 年 05 月 09 日	晶圆代工
1810 HK	小米集团	买入	53.20	62.00	16.5%	2025 年 05 月 28 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	30.90	37.00	19.7%	2025 年 05 月 12 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	141.22	175.00	23.9%	2025 年 05 月 29 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	117.31	142.00	21.0%	2025 年 05 月 08 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	124.60	180.00	44.5%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	70.60	72.00	2.0%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计
TSM US	台积电	买入	197.61	225.00	13.9%	2025 年 05 月 12 日	晶圆代工

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 6 月 3 日

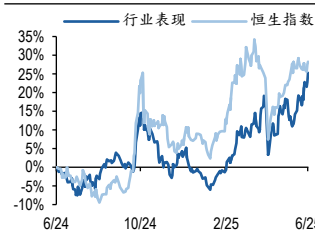
医药行业

行业评级
领先

2025 下半年展望：多重利好驱动板块趋势稳中向好，择时择优布局

- ④ **板块行情稳中向好，2H25 继续把握创新+高增长两条主线：**2025 年有望成为医药行业的关键转折之年：1) 政策面短期扰动基本出清，2H25 更多利好政策有望落地；2) 行业层面未来两年内盈利高速增长确定性强，同时短期盈利预测逐步上修；3) 创新药延续 4Q23-2024 年的出海热潮，同时在药物种类、交易模式等方面有诸多新趋势。对于 2H25 的板块表现和选股逻辑，我们判断：1) 短期内，宏观环境复苏+降息周期+政策利好有望驱动整体板块继续上行的 β 机会；2) 行业标的普涨后，后续 α 机会将来自当前仍被低估、长期增长空间清晰、催化剂丰富的个股。
- ④ **创新药一出海交易和业绩表现驱动价值回归：**我们预计头部生物科技企业将集中迎来盈亏平衡的关键转折点。建议择时布局短期催化剂丰富且长期成长空间清晰的标的，包括康方生物 (9926 HK)、荣昌生物 (9995 HK)、科伦博泰 (6990 HK)。
- ④ **处方药—关注短期业绩增速和长期创新增值空间：**港股龙头收入和净利润增速有望重回或稳定在双位数；同时，随着管线持续向后期推进，重磅数据读出和出海交易落地有望推动创新平台价值兑现和估值溢价。重点推荐先声药业 (2096 HK)。
- ④ **CXO—底部反转进行时：**行业景气度的复苏将转化为较快的业绩增速，1Q25 A 股龙头 CXO 业绩已强势开启反弹通道。我们推荐具潜力细分赛道龙头标的药明合联 (2268 HK) 和金斯瑞 (1548 HK)。
- ④ **民营医院—优选高质量民营医院标的：**我们推荐短期业绩增长确定性强、长期扩张路径清晰且专科天花板可观的固生堂 (2273 HK) 和海吉亚医疗 (6078 HK)，同时关注政策红利效应显著的锦欣生殖 (1951 HK)。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	----每股盈利----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
					(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	
阿斯利康	AZN US	买入	93.30	71.82	4.606	5.209	15.6	13.8	2.44	2.11	NA
百济神州	6160 HK	买入	208.80	155.90	0.043	0.540	457.1	36.8	7.03	5.21	NA
翰森制药	3692 HK	买入	24.60	27.30	0.700	0.840	35.7	29.8	4.52	3.93	NA
信达生物	1801 HK	买入	60.00	74.25	0.458	1.101	148.5	61.8	7.78	6.73	NA
中国生物制药	1177 HK	买入	4.80	4.62	0.158	0.187	26.8	22.6	2.40	2.24	NA
康方生物	9926 HK	买入	115.00	81.15	0.739	2.329	100.6	31.9	8.93	7.03	NA
科伦药业	002422 CH	买入	42.50	39.72	1.956	2.240	20.3	17.7	2.98	2.76	NA
科伦博泰生物	6990 HK	买入	400.00	359.00	-2.312	0.145	NA	2,266.4	25.04	23.09	NA
药明合联	2268 HK	买入	51.00	42.05	0.893	1.171	43.2	32.9	5.66	4.51	NA
传奇生物	LEGN US	买入	65.00	28.43	-0.437	0.290	NA	98.2	NA	NA	NA
和黄医药	13 HK	买入	44.00	23.70	0.529	0.174	5.7	17.4	NA	NA	NA
荣昌生物	9995 HK	买入	66.00	49.40	-1.509	-0.493	NA	NA	11.81	12.77	NA
先声药业	2096 HK	买入	14.30	12.50	0.500	0.636	22.9	18.0	3.42	2.88	NA
金斯瑞生物	1548 HK	买入	28.75	13.08	0.113	0.085	14.8	19.6	0.77	0.75	NA
通化东宝	600867 CH	买入	14.00	7.83	0.733	0.821	10.7	9.5	1.68	1.49	NA
云顶新耀	1952 HK	买入	65.00	47.90	-0.814	0.959	NA	45.8	3.65	3.31	NA
康诺亚	2162 HK	买入	57.00	44.85	-3.109	-2.820	NA	NA	7.16	14.04	NA
海吉亚医疗	6078 HK	买入	18.00	15.80	1.182	1.357	12.3	10.7	1.54	1.21	NA
固生堂	2273 HK	买入	42.00	37.00	1.754	2.259	19.3	15.0	2.85	2.35	NA
锦欣生殖	1951 HK	买入	3.75	2.91	0.154	0.190	17.4	14.0	0.70	0.68	2.6
德琪医药	6996 HK	买入	6.60	3.95	-0.425	-0.280	NA	NA	NA	NA	NA
恒瑞医药	600276 CH	中性	51.00	55.29	1.116	1.293	49.6	42.8	7.08	6.28	NA
药明生物	2269 HK	中性	25.00	25.20	1.178	1.535	19.6	15.0	1.80	1.61	NA
石药集团	1093 HK	中性	7.20	8.05	0.445	0.494	16.6	14.9	2.52	2.40	NA
康宁杰瑞制药	9966 HK	中性	5.00	8.33	-0.100	-0.042	NA	NA	2.90	2.94	NA
百时美施贵宝	BMJ US	沽出	33.10	48.09	4.045	3.983	11.9	12.1	3.07	2.74	NA
平均							55.2	129.4	5.12	4.92	2.6

资料来源: FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

1H25 复盘：政策优化与创新突破共振，开启估值修复与结构性增长新周期

股价表现：多年跌势终结，跑赢大盘

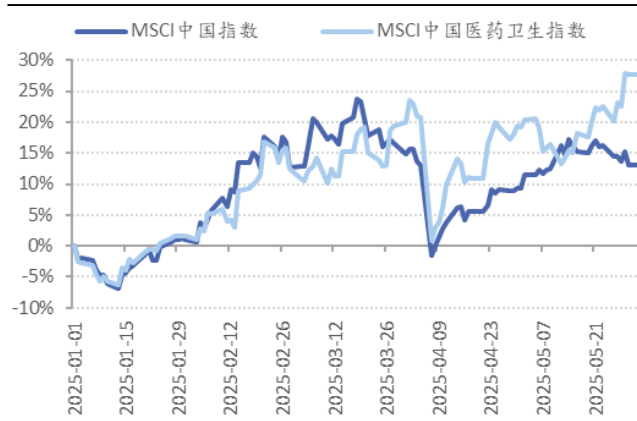
截至 2025 年 6 月 2 日收盘，MSCI 中国医药卫生指数年内上涨 27.6%，跑赢 MSCI 中国指数（年内上涨 13.1%）14.5 个百分点，结束了 2022 年以来的下行趋势、同时延续了 2024 年中以来的上行趋势。

我们认为主要的原因有：

- 1) **政策环境边际优化重构行业投资逻辑。**医保与商保结合，叠加丙类目录年内有望落地、进一步解决创新药的支付难题，为 CAR-T、ADC 等高价创新药打开支付天花板。药品集采进入常态化阶段，各大药企受到的影响日渐出清，叠加集采政策持续优化，为医院及药企提供更大自由度。政策风向转变促使行业投资情绪改善，投资逻辑开始从监管环境主导重新转向创新驱动估值溢价，带动估值倍数修复。
- 2) **催化剂集中落地，创新出海与业绩兑现共振。**多款自主/合作出海的创新药物（如百济神州泽布替尼、传奇生物 Carvykti®）上市后全球销售快速放量，印证了国产创新药出海的战略价值。多家头部药企进入“研发投入—临床突破—全球授权”的正循环，同时 NewCo 模式对传统 out-licensing 出海模式形成重要补充，为创新药资产更快出海提供新的可能性。2025 年截至 4 月末，中国药企已达成 55 项出海交易，披露总金额接近 2023 全年水平。**在产品销售放量与 BD 收入双重推动下，龙头生物科技公司有望在 2025-26 年集中迎来盈亏平衡的关键节点。**
- 3) **基本面预期改善：**进入 2025 年，MSCI 中国医药卫生指数的 2025 年 EPS 卖方一致预测呈现持续上修态势，同时龙头企业业绩增速快速复苏/保持高位（包括头部生物科技公司）。这体现市场对短期扰动出清后，医药板块盈利增长动能有望快速恢复。叠加利好政策+催化剂落地推动长期成长能见度提升和估值倍数扩张，医药板块迎来了戴维斯双击的重要反弹机会。
- 4) **地缘因素出清催生结构性机遇：**在最近的贸易不确定性中，美国对华原料药、仿制药及部分医疗设备实施临时豁免，使医药板块成为市场资金的“避风港”之一，一定程度上拉动了股价表现。长期来看，有望加快国产替代进程，驱动产业链向高附加值环节延申。

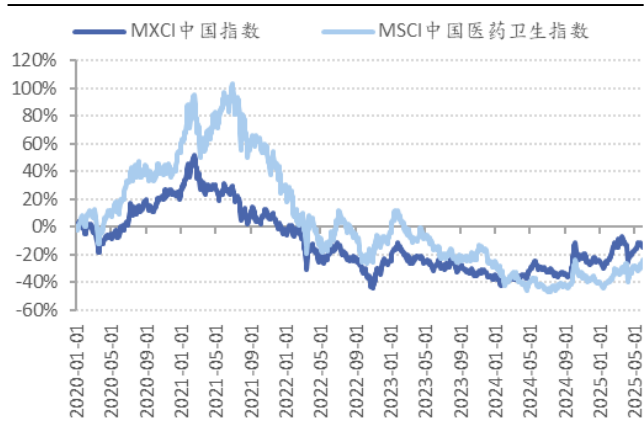
医药行业

图表 276：2025 年初至今 MSCI 中国和 MSCI 中国医药卫生指数涨跌幅



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日收盘

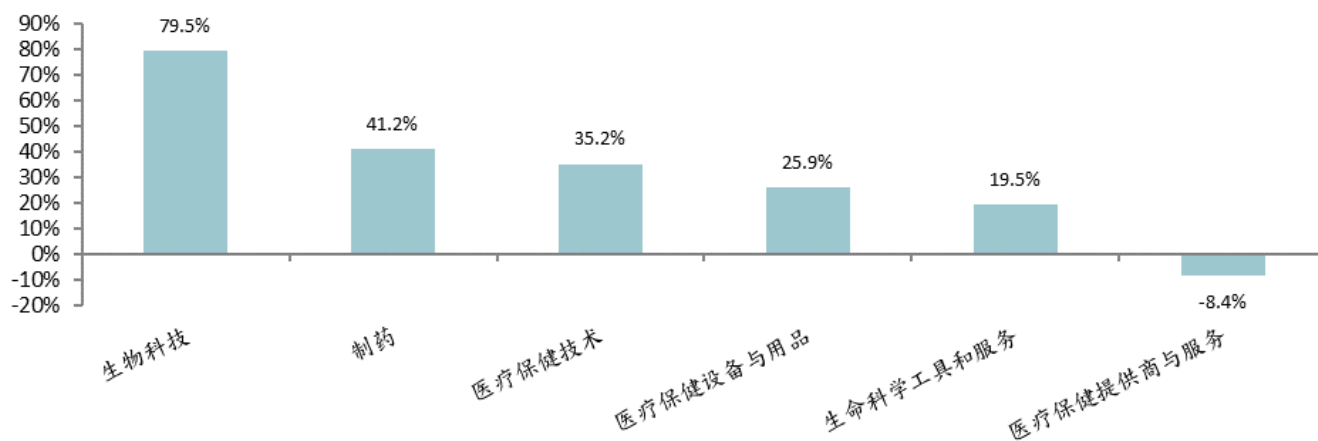
图表 277：2020 年至今 MSCI 中国和 MSCI 中国医药卫生指数涨跌幅



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日收盘

截至 2025 年 6 月 2 日，恒生指数年内上涨 15.4%，而恒生医疗保健指数上涨 33.8%，医药行业整体跑赢大市。在细分板块中，多数子板块呈现上行趋势。具体来看，生物科技（+79.5%）、制药（+41.2%）、医疗保健技术（+35.2%）、医疗保健设备与用品（+25.9%）和生命科学工具和服务（+19.5%）板块涨幅显著，仅有医疗保健提供商与服务（-8.4%）板块呈现下跌趋势。

图表 278：2025 年初至今恒生医药生物细分行业涨跌幅



资料来源：万得，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日收盘

医药行业

基本面：业绩加速分化，1Q25 CXO、创新药、医院板块业绩增长较快，仿制药、疫苗、器械/诊断、中药等板块有所下滑

A股1Q25医药板块整体业绩有所下行，但负面因素逐步出清。从A股医药板块各公司业绩情况看，2024/1Q25医药板块各公司营业总收入同比-1.0%/-4.3%，扣非归母净利润同比-9.1%/-18.2%，大部分子板块的业绩同比下滑，显示行业多数板块仍处于调整期。分板块来看，1Q25业绩表现较优的板块包括CXO、生物药、医院，营业总收入分别同比+11.7%/+7.7%/+4.2%，扣非归母净利润分别同比+19.3%/-7.4%/+24.8%。正如我们此前预测，CXO、医院板块在低基数+外部环境边际复苏的基础上逐步触底回升，创新药板块也在医保扩容、进院提速等利好政策的驱动下迎来较好复苏。表现较弱的板块包括仿制药、疫苗、器械/诊断、中药等，不确定性主要来自仿制药集采及价格管控、器械招采节奏变化、中药行业销售高基数等。

图表 279：医药板块业绩表现

板块名称	营业总收入同比增长率 (%)						扣非归母净利润同比增长率 (%)					
	2021	2022	2023	2024	1Q24	1Q25	2021	2022	2023	2024	1Q24	1Q25
医药生物	13.9	9.5	0.8	-1.0	0.7	-4.3	51.8	10.5	-26.3	-9.1	4.5	-18.2
化学制药	9.5	3.3	-0.1	4.1	4.1	-5.3	-2.0	13.4	-22.3	110.7	56.1	-32.6
原料药	15.2	7.0	-4.2	3.0	-0.4	-3.6	-7.4	13.6	-40.3	-8.0	-2.2	8.8
化学制剂	8.1	2.3	1.1	4.3	5.3	-5.7	0.7	13.3	-11.9	219.0	76.3	-39.0
中药	8.2	4.0	5.9	-5.0	-0.5	-8.2	247.0	39.1	23.6	-23.9	-6.7	-5.8
生物制品	41.9	7.1	13.0	-20.4	1.9	-24.5	547.4	-61.4	20.9	-39.3	-34.7	-42.9
血液制品	17.0	19.6	15.1	2.1	-5.2	0.2	1.6	28.4	4.0	27.0	0.3	-14.7
疫苗	54.2	8.9	6.9	-37.8	-11.1	-53.3	151.6	-27.1	-21.9	-70.0	-55.4	-91.0
生物药	38.4	1.7	21.8	1.4	23.2	7.7	61.7	NA	44.0	-13.9	58.8	-7.4
医药商业	11.5	8.5	7.8	0.9	1.3	-1.0	3.5	2.1	-2.3	-16.2	-1.7	-11.2
医药流通	11.3	6.5	7.4	0.4	0.1	-1.1	5.6	-7.6	-2.3	-9.7	-1.1	-14.0
线下药店	14.3	30.2	10.8	4.9	11.4	-0.2	-3.2	35.6	-2.4	-32.4	-3.3	-3.5
医疗器械	19.7	21.6	-26.9	1.4	-2.4	-4.0	15.2	18.6	-58.2	-7.1	-1.5	-14.6
医疗设备	14.0	13.6	8.8	-1.1	-1.7	-4.5	8.2	9.2	8.3	-18.6	-9.6	-13.3
医疗耗材	6.6	-15.4	-4.3	8.4	2.3	1.8	-11.6	-56.8	-28.0	26.0	16.3	-1.5
体外诊断	40.3	70.7	-67.1	-5.2	-11.4	-13.8	48.9	83.5	-89.6	-7.1	0.1	-35.0
医疗服务	31.4	32.9	-4.0	-3.8	-7.2	4.1	49.9	61.4	-15.2	-32.5	-32.4	16.6
诊断服务	31.1	38.2	-39.8	-10.5	-9.2	-20.1	46.1	18.0	-96.7	NA	-97.6	NA
CXO	39.8	60.0	-0.9	-4.6	-12.3	11.7	48.8	88.1	-13.2	-22.1	-33.3	19.3
医院	21.4	-2.5	27.2	0.5	2.1	4.2	80.7	-76.6	664.7	-29.7	-8.9	24.8
其他医疗服务	21.5	5.1	0.6	5.0	4.0	6.1	427.7	-10.7	-25.3	45.1	6.2	23.9

资料来源：万得，交银国际

医药行业

估值和机构持仓仍处于底部区间

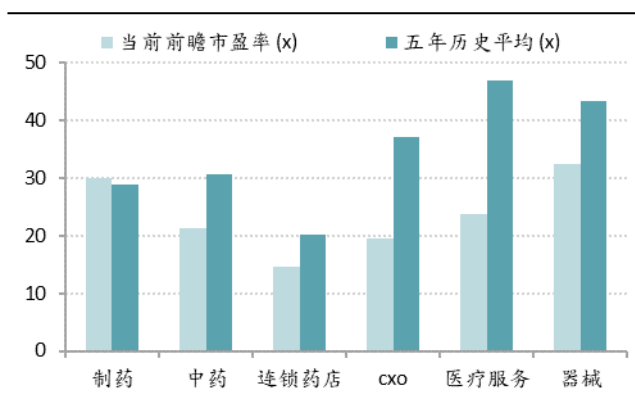
估值：截至 2025 年 6 月 2 日收盘，MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 21.8 倍，相比 2021 年中阶段性高点 65 倍降幅达 66%。尽管 2024 年中以来行业股价表现较好，但由于盈利预期整体上修，当前行业整体估值水平仍低于过去五年均值 0.9 个标准差。同时，除制药板块以外，所有子板块估值倍数均低于过去五年均值。

图表 280：MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率低于五年平均 1.1 个标准差



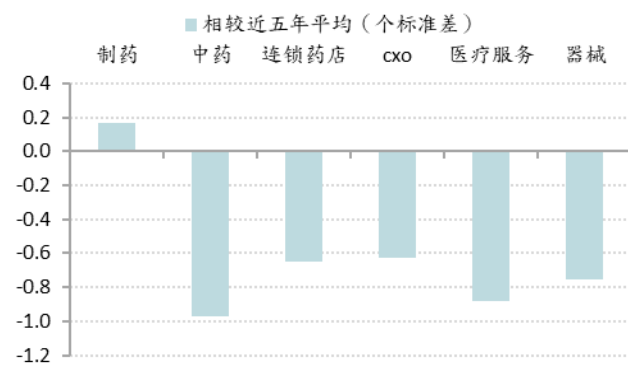
资料来源：万得，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日收盘

图表 281：医疗行业子板块前瞻市盈率



资料来源：万得，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日收盘

图表 282：医疗行业子板块前瞻市盈率较五年均值相距标准差



资料来源：万得，交银国际 *截至 2025 年 6 月 2 日收盘

资金面：1Q25 内资对 A 股医药板块的持仓略有增加，外资持仓则有所回调。公募基金对医药板块的持股比例在总流通市值中提高至 4.83%（对比 2024 年底 4.81%），外资（陆股通）持股比例则延续了 3Q24 以来的下行趋势，小幅下降至 2.5%（对比 3Q24 2.9%）。港股医药方面，内资在 1Q25 继续加仓港股医药板块，持股比例环比增加 0.6 个百分点至 21.4%。外资对于港股医药板块的配置比例也有所增加，环比增加 0.4 个百分点至 3.3%。

2H25 展望：多重利好驱动板块趋势稳中向好，择时择优布局

2025 年有望是医药行业的关键转折之年：1) 政策面上，短期扰动基本出清，全链条支持创新药+创新药支付改革深化的大背景下，2H25 更多利好政策有望落地、进一步催化行业投资情绪和基本面预期改善。2) 基本面上，行业层面盈利水平有望在未来两年内持续录得高增长，龙头企业增长重新加速/维持高增长能见度高；同时市场对于行业短期盈利预测逐步上修，催化股价提振。3) 创新药延续 4Q23-2024 年的出海热潮，同时在药物种类、交易模式等方面有诸多新趋势，给予中国药企更多灵活出海机会。4) 资金面上，内资持续通过港股通加仓港股医药，外资有增配趋势。考虑到板块投资性价比显著（估值仍显著低于历史平均值）、机构持仓处于低位、全链条支持创新药相关利好政策持续落地，行业情绪有望跟随大盘逐步恢复，我们认为：1) 短期内，宏观环境复苏+降息周期+政策利好有望驱动整体板块继续上行的 β 机会；2) 行业标的普涨后，后续 α 机会将来自**当前仍被低估、长期增长空间清晰、催化剂丰富的个股**，具体来看可归纳为两条主线：

- 1) **创新是行业长期发展的主题，关注差异化创新能力突出且兼顾产品出海潜力的企业。**创新药研发是国家重点发展的生物制造新质生产力的最重要体现之一，随着全链条支持创新药政策的发布，我们认为 2H25 及未来将看到更多利好政策持续落地，涵盖创新药研发、准入、保险覆盖、定价等各个方面，有临床价值和新技术创新的创新药企将持续得到重点支持。此外，考虑到早中期优质管线爆发式扩张、交易性价比依旧显著、数家 MNC 药企面临核心品种专利悬崖，海外授权/收并购的交易热情或将在 2H25 至 2026 年持续，同时重心将逐步聚焦差异化显著的新机制、新靶点和新型交易机制。2H25 继续重点关注催化剂丰富的（BD 出海交易落地、海外研发进展和数据读出、产品销售放量等）的创新药、创新器械等细分板块。
- 2) **短期扰动基本结束，把握估值倍数扩张+业绩预期上修的戴维斯双击机会，**包括：a) 随着创新产品持续放量驱动短期业绩高增长，我们认为 2025 年处方药子板块业绩增长有进一步提速或维持在双位数水平，而管线推进和 BD 交易将推动创新平台长期价值实现和估值倍数扩张；b) CXO 在经历了行业景气度下滑等扰动后，1Q25 业绩复苏趋势明显，并有望延续至 2H25。c) 随着 DRG/DIP 改革影响基本消化完毕、医保结算机制持续完善，民营医院有望在低基数基础上恢复较快增长。

我们对于所覆盖的细分板块的偏好排序如下：**创新药>处方药>CXO>民营医院**。

- ④ **创新药一出海交易和业绩表现驱动价值回归：**我们建议在选股时重点关注：
- 1) 更多跨境 BD/收并购落地、海外临床/监管进展；
 - 2) 全链条利好政策；
 - 3) 医保丙类目录+商保支持、创新药定价机制持续完善的趋势下，谈判新增纳入品种及后续销售放量。进入 2025-26 年，我们预计头部生物科技企业将集中迎来盈亏平衡的关键转折点，进一步增强市场对创新药企盈利能力的信心、推动创新药估值体系重塑。我们建议，择时布局短期催化剂丰富且长期成长空间清晰的标的，关注临床数据读出、出海交易落地、盈亏

医药行业

平衡等关键时间点。重点推荐**康方生物（9926 HK）**、**荣昌生物（9995 HK）**、**科伦博泰（6990 HK）**、**德琪医药（6996 HK）**等标的。

- ④ **处方药—关注短期业绩增速和长期创新增值空间：**集采和合规整治影响递减叠加新大单品上市放量，港股龙头收入和净利润增速有望重回或稳定在双位数；同时，随着管线持续向后期推进，重磅数据读出和出海交易落地有望推动创新平台价值兑现和估值溢价。重点推荐**先声药业（2096 HK）**。
- ④ **CXO—底部反转进行时：**随着地缘波动暂告一段落，市场开始重新将注意力转向行业基本面，2Q24 以来海外投融资持续回暖、订单复苏势头明显，CXO 行业景气度逐步触底回升。结合 2024 年 CXO 企业普遍业绩基数较低，进入 2025 年，行业景气度的复苏将转化为较快的业绩增速，1Q25 A 股龙头 CXO 业绩已强势开启反弹通道。我们推荐具潜力细分赛道龙头标的**药明合联（2268 HK）**和**金斯瑞（1548 HK）**。
- ④ **民营医院—变局中优选高质量民营医院标的：**2024 年板块受到医保控费大环境及部分地区医保坏账的影响，板块业绩增速受一定冲击。展望 2H25，随着 DRG/DIP 改革影响基本消化完毕、医保结算机制不断完善，我们认为地方医保基金的收支情况和民营医疗机构的坏账情况均有望显著改善。我们推荐短期业绩增长确定性强、长期扩张路径清晰且细分专科天花板可观的标的，如**固生堂（2273 HK）**和**海吉亚医疗（6078 HK）**，同时关注政策红利效应显著的**锦欣生殖（1951 HK）**。

政策面：鼓励创新、减轻支付压力大方向不变

1H25，国家针对创新药械、仿制药等相关政策层出不穷。整体来看，相关部门“腾笼换鸟”鼓励创新、减轻医保和患者支付压力、优化支付改革规则的大方向不变。

- 1) **医保基金整体运行稳健。**2024 全年医保基金结存率为 15%，虽期间存在月度结余波动，但波动模式和过往年度相似、属于正常波动，且全年仍实现正结余，总体水平与 2023 年基本持平。2025 年前三个月，医保基金当期结存率分别为 43%/35%/32%，累计结存规模持续稳步增长。
- 2) **医保支付端改革持续推进，丙类目录协同商保有望助力创新药支付环境优化。**进入 2025 年，DRG/DIP 2.0 版分组方案全面实施，配套的预付金制度成效显著，叠加即时结算改革已覆盖 24.67 万家定点医疗机构，医保资金结算提速将一定程度上缓解医疗机构资金压力。丙类目录有望在 2H25 落地，我们预计将与商保形成强协同，解决创新药支付难题。
- 3) **集采常态化，政策规则持续优化。**第十批药品组织药品集中带量采购结束，各地相继落实中选结果。集采在减轻群众用药负担的同时，使医保基金腾出空间，为支持创新药纳入医保提供条件。同时，国家支持政策陆续出台，集采政策有望进一步优化。集采政策优化方案第二稿相比于第一版，更强调实际可操作性和合理性，为医院和医药企业提供了更大的自由度。

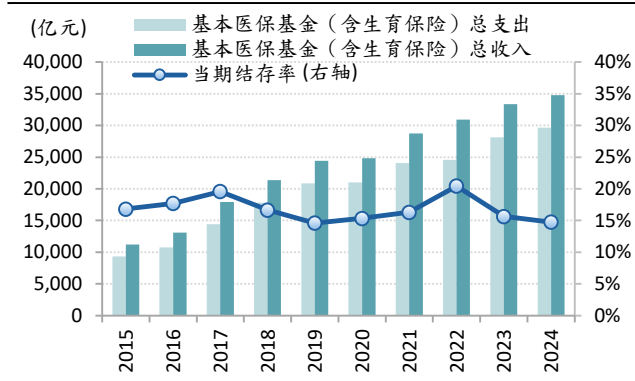
进入 2H25，我们认为随着丙类目录出台、医保支付改革深化、集采规则持续优化，利好政策的持续出台有望推动行业情绪和基本面预期稳步复苏。

医保基金运行整体健康良好，2H25 政策宽松空间可期

自 2018 年国家医保局成立以来，已连续七年开展医保药品目录动态调整，累计 861 种药品新增进入目录范围，其中 2024 年新增 117 种。2024 年基本医疗保险基金（含生育保险）总收入 34,810 亿元（人民币，下同），总支出 29,676 亿元，当期结存率为 15%，全年虽存在月度结余波动，仍实现正结余。2025 年前三个月，医保基金当期结存率分别为 43%/35%/32%，医保基金累计结存规模持续稳步增长。

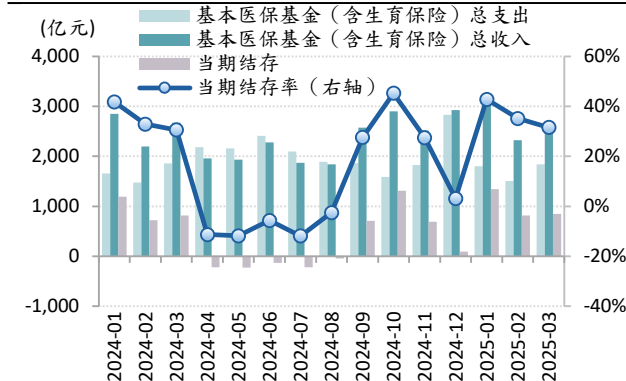
医药行业

图表 283：中国基本医疗保险基金（含生育保险）年度收支（2015-24 年）



资料来源：国家医保局，交银国际

图表 284：中国基本医疗保险基金（含生育保险）月度收支（2024 年 1 月-2025 年 3 月）



资料来源：国家医保局，交银国际

进入 2025 年，我国多层次医保体系建设加速推进，上海、广州、山东等多省市通过“双平台一通道”模式实现医保与商保数据可信共享。展望 2H25 及以后，我们认为财政和商业保险将持续协作，形成对于医保的双重支撑：地方财政通过结构性优化持续强化医保投入，同时商业保险通过丙类目录等衔接机制分担医保支付压力。随着参保质量提升和支付方式改革深化，医保基金收入有望维持稳健。医保结余的持续增长也将对创新药械支付提供更宽松的环境、减轻医疗机构的应收账款压力。

医保支付端政策展望：丙类目录+商保协同，医保结算机制不断完善，创新药定价/支付环境有望持续宽松

1H25，中国医保支付端改革在扩面、提质、增效方面，完成了一系列制度突破与技术升级，逐步构建起精细化、智能化、多元化的支付管理体系，推动医保支付从“被动控费”向“主动提质”转型。展望 2H25，预计随着丙类目录落地、商保协同深化等政策的持续推进，医保支付端压力有望进一步出清，资本市场对于医保政策的预期将逐渐变得更乐观。

DRG/DIP 2.0 版分组方案全面落地，支付方式迈向精细化治理。2024 年 7 月，国家医保局发布《按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费 2.0 版分组方案》，对于 DRG/DIP 1.0 版方案进行了进一步优化与升级。相较于 1.0 版本，新版方案更强调提质增效，通过人工智能算法优化病种分组，将 DRG 分组扩展至 634 个，DIP 核心病种精简至 9,250 组，集中度较 1.0 版提升 18%。截至 2025 年 3 月，全国已有 393 个统筹地区实现按病种付费全覆盖，病种覆盖率提升至 95%，医保基金覆盖率达 80%。配套实施的预付金制度的成效显著。1Q25 全国预付规模达到 723 亿元，相当于 2024 全年规模的 43%，有效缓解了医疗机构的现金流压力，驱动公立医院建立精细化成本管控体系。我们认为，新版方案将推动民营医疗资源加速向外科倾斜，同时特例单议机制全国推广利好创新药械放量，辅以科学分组与预付制优化医保资金效率及医院现金流。

医保基金即时结算加速推进，资金周转效率提升。2025 年 1 月 16 日，国家医保局发布《国家医疗保障局办公室关于推进基本医保基金即时结算改革的通

医药行业

知》。《通知》中提到此轮即时结算改革目标为：2025 年全国 80%左右统筹地区基本实现基本医保基金与定点医药机构即时结算，2026 年全国所有统筹地区实现基本医保基金与定点医药机构即时结算。截至 3 月底，全国 24 个省份实施即时结算，覆盖 24.67 万家定点医药机构，拨付金额达 1,657 亿元。安徽、广东等地率先试点“日拨付”模式，实现患者出院次日医保资金到账，大幅提升医院现金流管理能力。

图表285：《国家医疗保障局办公室关于推进基本医保基金即时结算改革的通知》主要内容

方向	具体内容
改革目标	以全国统一的医保信息平台为支撑，在做好医保基金预付的同时，充分考虑定点医药机构需求 and 能力， 2025 年全国 80%左右统筹地区基本实现即时结算，2026 年全国所有统筹地区实现即时结算。
合理安排时间 和工作步骤	（一）试点实施阶段（2025 年 1-5 月） - 国家医保局确定的试点省市启动实施即时结算，其他省份可自行选择试点。试点省市要细化工作方案，优化结算流程，完善功能模块，强化智能审核。主动与财政部门沟通协调，提前做好资金准备。指导定点医药机构对接信息系统，提高申报拨付效率。 - 国家医保局指导试点省市及时调整和完善试点方案，组织经验交流。针对地方反映的突出问题，及时研究推动解决。起草《基本医保基金即时结算经办规程》。
	（二）评估总结阶段（2025 年 6 月） 国家医保局组织试点省市交叉学习交流，指导地方加快工作进度，确保按时完成改革任务。召开即时结算试点工作会，组织先进省市交流经验，推广典型经验做法。出台《基本医保基金即时结算经办规程》。
选择适宜路径	（三）全面启动阶段（2025 年 7-12 月） - 全面启动医保基金即时结算工作，80%左右统筹地区基本实现即时结算。 - 国家医保局组织各地开展评估，调研地方即时结算工作情况，指导地方及时总结完善。
	（四）全面实现阶段（2026 年） - 巩固提升即时结算工作成果，2026 年底前全部实现即时结算。 - 国家医保局做好工作指导和调度，及时解决地方反映的问题，全面优化提升改革成效。
	优化传统结算方式，压缩月结算时长。最大限度压缩月结算周期，全面压缩医保基金结算清单上传质控、对账、申报、智能审核、请款、拨付等工作时间，审核后 5 个工作日内完成拨付。 推进逐笔申报拨付，提高拨付频次。将月批量申报拨付，提速至旬、周、日；鼓励逐笔申报、逐笔按比例拨付。在原有月结算、年度清算流程基础上，增加拨付次数。 按月预拨，逐笔入账记账。依据当年基金预算、往年月基金支出规模，按月提前拨付医保基金给定点医药机构。逐笔按病种付费入账、记账，同步审核、扣款，绩效考核与年度清算挂钩。

资料来源：国家医疗保障局，交银国际

丙类目录与商保协同，破解创新药支付难题。2025 年初至今，国家层面多次提及及从支付端支持创新药发展：

- 2025 年 1 月 9 日，国家医保局召开支持创新药发展企业座谈会。会议指出，为进一步加大对创新药的支持力度，下一步国家医保局将出台一系列更有力的政策举措。着力完善“1+3+N”多层次保障体系，拓宽创新药支付渠道；探索建立丙类药品目录，引导惠民型商业健康保险将创新药纳入保障责任；优化创新药首发价格管理和挂网采购流程，提高挂网效率；持续动态调整医保药品目录，及时纳入符合条件的创新药品，稳定企业预期；推动定点医疗机构和零售药店做好药品配备，鼓励创新药临床应用；利用药品集中采购平台的丰富经验，主动加强对外宣介，支持医药产业“出海”寻求更广阔市场。
- 2025 年 1 月 17 日，国家医保局举行新闻发布会，介绍 2025 年有关医保工作安排。国家医保局表示，2025 年内将发布第一版医保丙类目录丙类目录作为基本医保药品目录的有效补充，聚焦因超出“保基本”功能定位暂时

医药行业

无法纳入医保目录但创新程度很高、具有显著临床应用价值、患者获益显著的药品。国家医保局将采取多种激励措施，积极引导支持惠民型商业健康保险产品将丙类目录药品纳入产品责任保障范围。同时，也将打通丙类目录与基本医保目录间的通道，做好衔接。

- 3) 2025 年 2 月发布的《关于完善药品价格形成机制的意见（征求意见稿）》及《关于医保支持创新药高质量发展的若干措施（第二轮征求意见稿）》，涵盖创新药定价、市场准入、研发等多个领域，再次提及建立创新药多元支付体系、建立丙类医保目录等内容以应对创新药支付困难问题。

目前，山东、上海等地已开启试点“医保+商保”数据共享平台，通过区块链技术实现诊疗信息脱敏传输，患者无需垫付即可完成商保理赔，这种“一站式”支付体验为高价创新药的可及性开辟了新路径。

图表286：《关于完善药品价格形成机制的意见（征求意见稿）》核心措施

方向	具体内容
创新药产业投资基金	鼓励商业保险公司设立创新药投资基金，若涉创新药权益类投资达上季度末总资产的 5%，可享受税收优惠、大病保险承办等政策，并允许职工医保个人账户购买其覆盖的创新药保险产品，预计引入超 1.75 万亿元资金。
分层次定价与价格保护	- 高水平创新药上市初期可获较高回报并保持价格稳定（如 5 年），改良型药品需体现临床价值，仿制药参考同类定价。 - 企业根据真实世界临床数据可调整首发价格。
多元支付体系	- 建立商业健康保险药品目录（丙类目录），通过谈判确定创新药价格并动态调整，支持其协议价纳入医保目录。 - 鼓励事业单位使用财政资金购买补充医疗保险，拓宽创新药支付渠道。
市场公平竞争规范	- 同通用名药品需在省级平台公开挂网，消除“同药不同价”，严打围标串标。 - 通过价格风险提示、信用评价等手段打击虚高价格。

资料来源：《关于完善药品价格形成机制的意见（征求意见稿）》，交银国际

图表287：《关于医保支持创新药高质量发展的若干措施（第二轮征求意见稿）》核心措施

方向	具体内容
丙类目录与医保联动	设立丙类目录专用于高价创新药，由医保与商保协商定价，可协议价纳入医保目录。丙类目录药品进院时享受与医保甲乙类相同的政策待遇。
加速创新药准入与临床应用	- 创新药企业在新药申请（NDA）后可提前与医保部门沟通目录准入细节，缩短评审周期。 - 丙类目录药品需在目录公布 1 个月内完成医院药事会调整，不得以“药占比”等限制进院。
数据支持与真实世界研究	利用医保大数据分析疾病谱和临床需求，指导研发方向；对临床数据不足的创新药，通过真实世界研究（RWE）替代部分传统临床试验数据。
医保支付与结算优化	- 创新药医保支付标准综合临床价值、患者获益等因素制定，与市场价格形成“双轨制”。 2025 年基本实现医保基金与药企直接结算，创新药货款预付比例可达年度费用的 80%。

资料来源：《关于医保支持创新药高质量发展的若干措施（第二轮征求意见稿）》，交银国际

药品集采常态化，政策规则持续优化

第十批药品组织药品集中带量采购结束，各地相继落实中选结果。2024 年 12 月 30 日，国家组织药品联合采购办公室正式发布第十批国采中选结果。该批集采共有 439 家企业申报，涉及 778 个产品，平均每个品种有 12.5 家企业申报，为历次集采之最；最终 62 个品种采购成功，234 家企业的 385 个产品获得中选资格，平均每个药品有 6 家以上企业中标，促进中选产品供应更稳定多元，积极推动急抢救药、短缺药的保供稳价。2025 年以来，陕西、山东、湖南、青海等多地相继发布通知，正式落实执行第十批药品集采中选结果。

药品集采影响逐渐出清，持续利好创新药支付。自 2018 年以来，国家医保局在十批集采中已成功采购 435 种药品，其中仅第九批集采就可每年为患者节省药费约 182 亿元。在减轻群众在仿制药上的费用负担的同时，医保基金腾出费用空间为支持创新药纳入医保提供条件。根据医保局统计数据，连续 7 轮医保目录调整已累计谈判纳入 530 种新药，医保基金对谈判药品的累计支付超过了 3,500 亿元，惠及患者 8.3 亿人次。

图表 288：历届国家医保谈判情况整理

	第一批 (4+7 扩围)	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批	第八批	第九批	第十批
公布采购文件	2019.9	2019.12	2020.7	2021.1	2021.6	2021.11	2022.6	2023.3	2023.10	2024.11
公布中选结果	2019.9	2020.1	2020.8	2021.2	2021.6	2021.11	2022.7	2023.3	2023.11	2024.12
开始执行时间	2019.12-2020.1	2020.4	2020.11	2021.4-5	2021.9-10	2022.5	2022.11	2023.7	2024.3	2025.4
采购品种	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药，注射剂为主	胰岛素	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药	化学仿制药
计划采购品种数量	25	133	56	45	62	11	61	40	42	62
中标品种数量	25	32	55	45	61	11	60	39	41	62
平均降价幅度	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%	56%	58%	70%
各品种最多入围企业数量	3 家	6 家	8 家	10 家	10 家	7 家	10 家	10 家	10 家	10 家
不同中选企业数下的采购量（占首年约定采购量计算基数比例）	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70%	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80% 个别品种为 40-70%				根据医疗机构报量和实际竞标结果确定	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80% 个别品种为 40-70%或 30-50%			
采购周期	1-2 家：1-2 年 3 家：2-3 年	1 家：1 年 2-3 家：2 年 4 家及以上：3 年				2 年	1 家：1 年 2-3 家：2 年 4 家及以上：3 年	自执行之日起至 2025 年 12 月 31 日	自执行之日起至 2027 年 12 月 31 日	

资料来源：上海阳光采购网，交银国际

国家支持政策陆续出台，集采政策有望进一步优化。2025 年《政府工作报告》中首次明确提及要优化药品集采政策，后续多地医保局陆续开展优化医药集采工作研讨。2025 年 5 月，集采政策优化方案第二稿公布，相较于 3 月公布的第一稿，第二稿在部分细节和表述方式上进行了进一步优化，强调实际可操作性和合理性，整体为医院和医药企业提供了更大的自由度。

医药行业

图表289：集采政策优化方案第二稿关键条款变动

方向	第一稿	第二稿
集采药品范围调整	明确提出竞争不充分、市场规模小的品种不纳入	进一步明确国家医保谈判药品协议期内药品原则上不纳入。新增明确了生物药的首个同通用名药品上市后一定期限内不纳入
投标企业质量标准	要求保持质量一致	明确规定中选周期内不得擅自变更生产企业、生产工艺、原料药供应商等；变更需药监部门审批且同步通报医保部门，有违规变更将取消中选资格
优化报量与竞价规则	医疗机构报送采购需求量时，只能细化到具体药品品牌，且不超过2个品牌。	明确允许医疗机构报量时，可选择“具体品牌”或“按通用名报量”，并要求原则上报量不少于上年度实际采购量的80%
价差控制与低价保护	明确了1.8倍价差熔断规则，并设置绝对价格上限保护	未设具体熔断倍数，而强调“合理控制价差”，引入了更灵活的纠偏机制，特别是低于一定水平报价的企业可不受价差限制规则控制
医保支付标准变化	以“最高中选价1.5倍”明确医保支付上限，实施严格标准	删除并改为推动医保支付标准与集中采购价格协调机制，提高支付公平性和基金使用效率
基层医疗机构选择权	基层医疗机构的选择权有限，只针对排名靠前（需求量低）的机构	不再局限排名，整体给予基层更多选择自主权
防范供应垄断规则	企业获得全国医疗机构报量份额超过50%时，触发爆仓机制，减少采购量	直接限制任何企业的约定采购量不得超过全国报量的50%，更直接有效防垄断
违规行为处置	简单强调违规处置	明确涉及行贿、围标、质量风险、供应短缺，将严格取消中选资格，并纳入违规名单、信用评级惩戒
医保结算机制	提出推进医保与医药企业直接结算	明确推进医保与定点医疗机构即时结算，提高资金流动效率，明确赋能企业资金回流

资料来源：公开资料整理，交银国际

基本面：盈利预期进入上修通道，2025-26 年持续高增长可期

盈利预测上修，短中期高增长能见度强：进入 2025 年，MSCI 中国医药卫生指数的 2025 年 EPS 卖方一致预测呈现持续上修态势；截至 2025 年 5 月，该指数的卖方一致预测前瞻 EPS 增速（向前滚动 2 年/向前滚动 1 年）为 26%，仍处于较高水平；这体现市场对医药板块盈利增长信心逐步恢复，未来两年整体行业有望保持 20%以上的高增长。

图表 290：2020 年至今，MSCI 中国医药卫生指数 EPS 增速（向前滚动 2 年/向前滚动 1 年）



资料来源：彭博，交银国际

图表 291：2025 年初至今，MSCI 中国医药卫生指数 2025 年 EPS 卖方一致预测持续上修



资料来源：彭博，交银国际

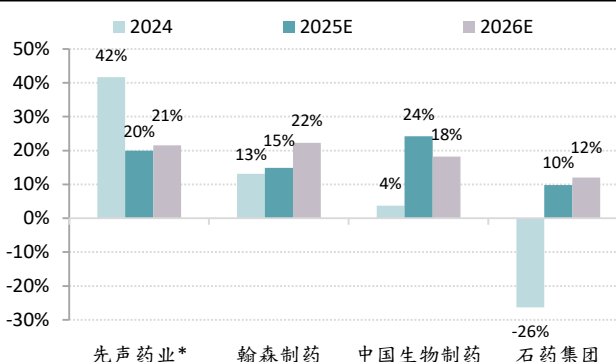
头部企业增长态势良好：我们预计未来整体医药板块基本面将持续复苏。根据我们的预测，所覆盖的 6 家头部生物科技公司预计将在未来两年内集中实现盈亏平衡，进一步增强市场对创新药企盈利能力的信心、推动创新药估值体系重塑。同时，我们覆盖的制药、CXO 及医院标的归母净利润亦将有望在 2025-26 年恢复/维持较快增长。

图表 292：交银国际覆盖的生物科技公司预计盈亏平衡时间

股票代码	公司名称	预计盈亏平衡时间
13 HK	和黄医药	2025
9926 HK	康方生物	2025
6160 HK	百济神州	2025
1801 HK	信达生物	2025
LEGN US	传奇生物	2026
1952 HK	云顶新耀	2026
6990 HK	科伦博泰	2027
9995 HK	荣昌生物	2027

资料来源：交银国际预测

图表 293：2024-26 年交银国际覆盖的制药公司归母净利润增速

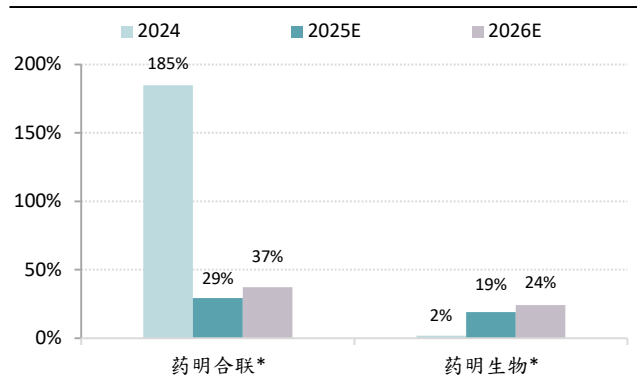


资料来源：交银国际预测 *使用经调整归母净利润增速

附注：翰森制药用于计算的归母净利润已剔除合作收入；中国生物制药用于计算的归母净利润来自公司持续经营业务

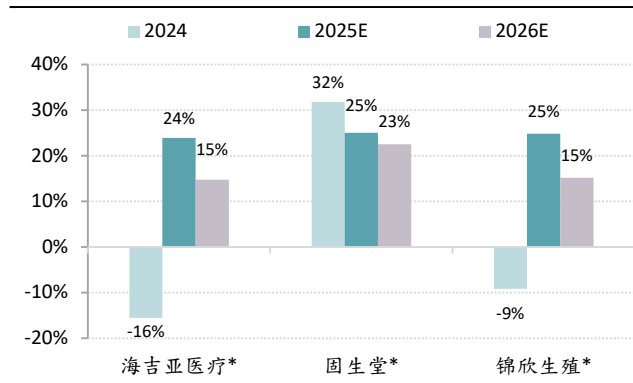
医药行业

图表 294：2024-26 年交银国际覆盖的 CXO 公司归母净利润增速



资料来源：交银国际预测 *使用经调整归母净利润增速

图表 295：2024-26 年交银国际覆盖的民营医院公司归母净利润增速



资料来源：交银国际预测 *使用经调整归母净利润增速

海外投融资环境持续向好，出海新趋势涌现

国际化一直是各大企业的战略方向。2023 年末至今，多款创新药赴美上市成功，且跨境 BD 交易活跃。同时，在传统 out-licensing 模式持续活跃的背景下，进一步衍生出了 NewCo 这一出海的新兴路径、并快速发扬光大。通过引入海外资本，既解决企业短期资金瓶颈，在 NewCo 实体中的持股也使创新药企有机会享受产品全球开发带来的资本增值，为中国创新药企构建了轻资产出海的新路径。

1H25，中国创新药出海延续了近年来的强势表现，交易数量和交易金额均创历史新高。根据公开数据显示，截至 2025 年 4 月末，已达成 55 项出海交易，披露总金额超过 410 亿美元，接近 2023 全年水平。结合 1H25 数据，我们观察到近期创新药出海呈现以下趋势：

- 1) **海外投融资边际向好，为跨境交易创造良好资金条件。**2024 年海外新药融资案例数和融资总金额分别达到 1,480 件和 508 亿美元，相较于 2023 年同期融资案例数减少了 17%，但总金额提高了 9%。2024 年海外单个项目投融资金额为 0.34 亿美元，同比提高 31%，结束了 2022-23 年的下行趋势。
- 2) **跨境 BD 交易活跃，NewCo 成为新路径选择。**2025 年前四个月已完成 12 项总规模在 10 亿美元以上的 BD 交易。2024 年起，NewCo 模式逐渐被越来越多的出海企业选择。1Q25，NewCo 交易金额占有出海交易总金额的比例提升至 4.6%。
- 3) **国产创新药海外获批，打开商业天花板。**2024 年以来，共有三款国产创新药获得 FDA 批准，包括百济神州的替雷利珠单抗、贝达药业/Xcovery 的盐酸恩沙替尼，以及康方生物于 2025 年 4 月获批的派安普利单抗。首批获 FDA 批准上市的国产创新药泽布替尼和西达基奥仑赛近年来在美国呈现快速放量态势，印证了国产创新药出海的战略价值。

展望 2H25，我们认为，考虑到更多早中期差异化优质资产集中登陆国际学术大会、交易性价比仍显著、数家 MNC 药企继续面临核心品种专利悬崖，叠加美国降息周期的开启和政策红利的释放，出海交易热情或将持续。

国产创新药海外获批，打开商业天花板

自主出海是各大药企创新药出海的模式之一。自 2019 年首个国产创新药泽布替尼胶囊获得 FDA 批准上市以来，截至目前，已有 8 款国产原研创新药成功通过 FDA 审批上市。其中，2024 年以来，共有三款国产创新药获得 FDA 批准，包括百济神州的替雷利珠单抗、贝达药业/Xcovery 的盐酸恩沙替尼，以及康方生物于 2025 年 4 月获批的派安普利单抗。

医药行业

图表 296：截至 2025 年 5 月获美国 FDA 批准上市的 8 款原研国产创新药

药物名称	研发企业	获批适应症	首次获批时间
派安普利单抗	康方生物	复发或转移性鼻咽癌一线联合化疗； 铂类化疗后进展的转移性鼻咽癌单药治疗	2025.4.25
盐酸恩沙替尼	贝达药/Xcovery	ALK 突变晚期非小细胞肺癌一线治疗	2024.12.19
替雷利珠单抗	百济神州	食管鳞状细胞癌一线联合化疗治疗； 胃/胃食管结合部腺癌一线联合化疗治疗； 食管鳞状细胞癌二线单药治疗	2024.3.14
呋喹替尼	和黄医药/武田制药	转移性结直肠癌三线治疗； 子宫内膜癌	2023.11.9
特瑞普利单抗	君实生物	复发或转移性鼻咽癌一线联合化疗； 含铂化疗后进展的复发性鼻咽癌单药治疗	2023.10.28
本维莫德乳膏	天济药业	成人斑块状银屑病局部治疗	2022.5.24
西达基奥仑赛	传奇生物/强生	复发或难治性多发性骨髓瘤（四线及二线治疗）	2022.2.28
泽布替尼胶囊	百济神州	套细胞淋巴瘤 慢性淋巴细胞白血病 小淋巴细胞淋巴瘤 华氏巨球蛋白血症 滤泡性淋巴瘤	2019.11.14

资料来源：公开信息整理，交银国际

伴随自主研发能力提升，中国创新药愈发受海外资本青睐

1H25，中国创新药 BD/NewCo 交易持续刷新记录，中国创新药资产在全球交易版图中的权重持续攀升。截至 2025 年 4 月底，已达成 55 项出海交易，其中有 12 项交易的总额超过 10 亿美元，披露交易总金额超过 350 亿美元。未来随着中国创新药创新质量的提升，我们预计将有更多候选分子受到海外资本青睐。

分析今年以来达成的大型出海案例、并与过去 1-2 年兴起的出海热潮对比，我们观察到以下新趋势：

- 1) **MNC 大药企面临专利悬崖，开启战略性补缺，中国资产逐渐成为主角。**
MNC 为应对 2025-30 年间的专利到期潮，在持续寻找高性价比的创新药资产。而中国创新药行业在多年快速技术迭代革新、资本市场估值低谷后，已成功积累了一大批性价比极高的候选药物资产，理所当然成为 MNC 竞相追逐的对象。2025 年前四个月，全球 MNC 共完成 38 笔资产交易，其中 8 笔交易来自中国制药企业，占比达到 21%。同时，合作模式正从简单的区域权益转让向管线共同开发、深度融合转变，交易架构的复杂度和灵活性也相应提升。
- 2) **ADC 赛道持续领跑，产品差异化要求提升。**根据 1Q25 数据显示，ADC 领域交易金额以 165.27 亿美元独占鳌头。主要得益于启德医药基于其 21 个靶点 ADC 的 130 亿美元战略合作。相比 4Q23-2024 年的第一波 ADC 出海高峰，海外药企开始聚焦 ADC 药物的差异化布局更为，因此更多新靶点（如 ROR1、CDH17）和新机制（多靶点 ADC）的 ADC 开始受到海外药企追捧。此外，随着同靶点竞争日益拥挤、新型疗法快速迭代，双抗/多抗、核酸药物、多肽等赛道为另一出海热点。

医药行业

- 3) **聚焦高潜力疾病领域。**过去几年，肿瘤领域依旧最受海外药企关注，2025年10亿美元以上的海外授权交易中，绝大部分围绕肿瘤创新药展开。但同时，自免与代谢疾病交易数量占比也逐渐攀升，从2023年的18%提升至2025年的32%，验证了中国在慢病治疗领域的原创实力。

在交易模式上，新兴的 NewCo 模式正在重构行业格局。1Q25，NewCo 交易金额占有出海交易总金额的比例提升至4.6%，较2024年同期提升约2.2个百分点。作为中国创新药企轻资产出海的典型代表，2H24至今，康诺亚已通过NewCo模式，先后完成4项出海交易：1) 将双抗 CM512、CM536 的大中华区外全球权益授权给 Belenos Biosciences，康诺亚全资附属公司一桥香港持股30.01%；2) 将 BCMA/CD3 双抗 CM336 在全球（不包括大中华区）的权益授权给葛兰素史克背景的 Platina Medicines，康诺亚将获得 PML 母公司 Ouro Medicines 少数股权；3) 将 CD38 单抗 CM313 在全球（不包括大中华区）的权益授权给贝恩资本参与的 Timberlyne Therapeutics，并获得 Timberlyne 公司25.79%的股权；4) 以及与 RTW 资本孵化的 Prolium Bioscience 合作开发 CD3/CD20 双抗 CM355，并获得 Prolium Biosciences 的一部分股权。四笔交易累计潜在总金额超16.98亿美元，在保留核心管线中国内地权益的同时，通过首付款+里程碑+股权绑定的组合模式，既获得即时现金流又深度嵌入全球研发链条，充分验证了中国创新药企轻资产出海的可行性。这种模式下，中国企业不仅获得了资金支持，更深度介入全球临床开发决策，为长期国际化奠定基础。

图表 297：2025 年前四个月 10 亿美元以上国产创新药跨境 license-out 交易

交易时间	合作项目	转让方	受让方	授权地区	总金额 (亿美元)	开发最高阶段
1月24日	GQ1017 (GQ1011) 等 21 个靶点 ADC	启德医药	Biohaven, AimedBio	全球	130	/
3月24日	Harbour Mice 全人源抗体技术平台	和铂医药	阿斯利康	全球	46.8	临床前
3月21日	Synove 原创技术平台 (大环肽)	元思生肽	阿斯利康	全球	34.75	临床前
1月10日	口服伊诺格鲁肽 (XW004)、 口服/皮下 Amylin	先为达生物	Verdiva Bio Limited	全球 (除大中华区和韩国)	24.7	NMPA II 期；临床前
3月24日	UBT251 (GLP-1/GIP/GCG 三靶点激动剂)	联邦制药	诺和诺德	全球 (除大中华区)	20	NMPA Ib 期
3月25日	HRS-5346 (Lp(a)抑制剂)	恒瑞医药	默沙东	全球 (除大中华区)	19.7	NMPA II 期
4月17日	HXN1002 (α 4 β 7/TL1A)、 HXN1003 (TL1A/IL-23)	华深智药	赛诺菲	全球	18.45	临床前
2月19日	SYS6005 (抗 ROR1 ADC)	石药集团	Radiance Biopharma	美国、欧盟、英国、瑞士、挪威、冰岛等	12.4	NMPA I 期
1月22日	MRG007 (CDH17 ADC)	乐普生物	ArriVent Biopharma	全球 (除大中华区)	12.07	临床前
1月8日	DB-1418/AVZ0-1418 (EGFR/HER3 双抗 ADC)	映恩生物	Avenzo Therapeutics	全球 (除大中华区)	12	临床前
1月2日	IBI3009 (抗 DLL3 ADC)	信达生物	罗氏	全球	10.8	NMPA I 期
1月13日	SIM0500 (GPRCSD-BCMA-CD3 三特异性抗体)	先声药业	艾伯维	大中华区	10.55	NMPA/FDA I 期

资料来源：公开信息整理，交银国际

医药行业

图表 298：2024 年至今国产创新药 NewCo 交易

交易时间	合作项目	转让方	受让方	授权地区	总金额 (亿美元)	开发最高阶段
2024.5	HRS-7535 (GLP-1 受体激动剂) HRS9531 (GLP-1/GIP 双靶点激动剂) HRS-4729 (肠促胰岛素)	恒瑞医药	Hercules	全球 (除大中华区)	60.35	临床前至 I 期
2024.7	CM512、CM536 (双抗)	康诺亚	Belenos Biosciences	全球 (除大中华区)	1.85	I 期；临床前
2024.8	GB261 (CD20x/CD3 双抗)	嘉和生物	TRC 2004	全球 (除大中华区)	4.43	II 期
2024.9	EMB-06 (BCMA/CD3 双抗)	岸迈生物	Vignette Bio	全球 (除大中华区)	5.75	临床前
2024.11	CM336 (BCMA/CD3 双抗)	康诺亚	Platina Medicines	全球 (除大中华区)	6.26	I/II 期
2024.11	LBL-051 (CD19/BCMA/CD3 三抗)	维立志博	Oblenio Bio	全球	5.79	临床前
2025.1	HBM9378 (TSLP 单抗)	和铂医药 科伦博泰	Windward Bio	全球 (除大中华区以及部分东南亚、西亚国家)	9.7	NMPA II 期
2025.1	CM355 (CD20x/CD3 双抗)	康诺亚 诺诚健华	Prolium Bioscience	全球非肿瘤领域、亚洲以外肿瘤领域	5.2	NMPA I/II 期
2025.1	CM313 (CD38 单抗)	康诺亚	Timberlyne Therapeutics	全球 (除大中华区)	3.7	临床前

资料来源：公开信息整理，交银国际

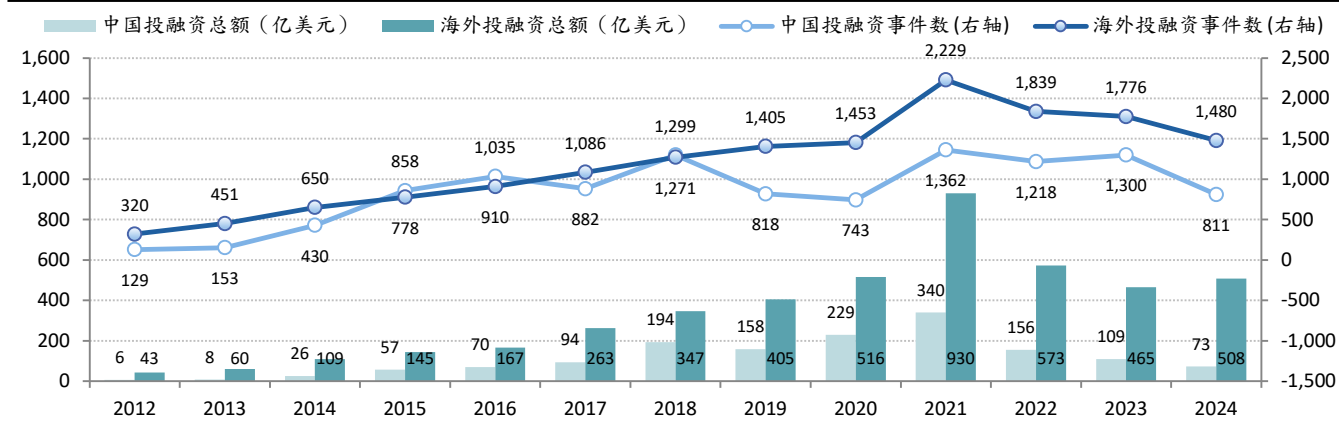
海外投融资边际向好

全球医疗健康领域投融资在经历 2021 年历史性高点（全年融资额超 3,000 亿美元）后，连续三年进入下行周期。展望 2H25，随着美国降息周期的开启，叠加创新药企现金流改善和政策红利释放，我们预计医疗健康行业有望进入“政策-产业-资本”三因素共振阶段，预计资金风险偏好和创新药资产的估值均有望提升。

海外：2024 年，海外医疗健康领域融资案例数和融资总金额分别是 1480 件/508 亿美元，相较于 2023 年同期，融资案例数减少了 17%，但总金额提高了 9%。2024 年海外单个项目投融资金额为 0.34 亿美元，同比提高 31%，结束了 2022-23 年的下行趋势。

中国：2024 年，中国新药融资案例数和融资总金额分别是 811 件/73 亿美元，相较于 2023 年同期，融资案例数下降了 38%，总金额下降了 33%。中国单个项目投融资金额由 2020 年高峰时期的 0.31 亿美元下降 71%至 0.09 亿美元。

图表 299：中国及海外创新药投融资规模



资料来源：动脉橙，交银国际

医药行业

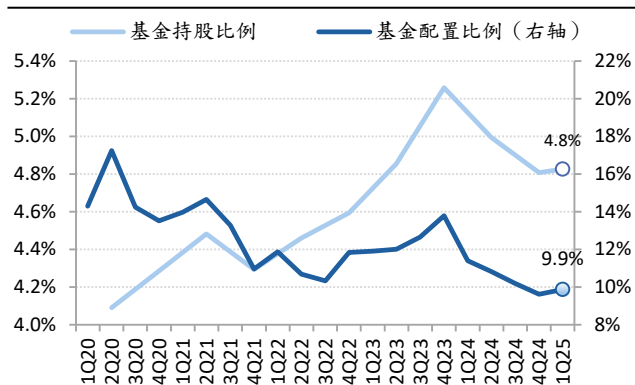
资金面：内资持续加仓医药板块

A股医药板块 — 内资对医药板块持仓略有增加，外资则延续回调态势。1Q25，公募基金对A股医药板块的持仓略有上升，在总流通市值中的持股比例提高至4.83%（对比2024年底4.81%）；外资（陆股通）持股比例则延续了3Q24以来的下行趋势，小幅下降至2.5%（对比3Q24 2.9%）。

港股医药板块 — 内资持续加仓，外资有所增配。1Q25 内资继续加仓港股医药板块，持股比例环比增加0.6个百分点至21.4%。外资对于港股医药板块的配置比例也有所增加，环比增加0.4个百分点至3.3%。

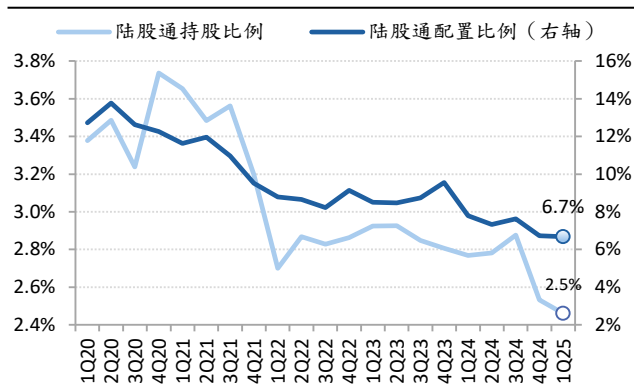
进入2H25，我们对于机构医药持仓有以下预期：当前A股医药板块机构持股比例和配置比例依旧低于历史水平，而对于港股医药内资持续加仓、外资仓位处于过去三年底部。考虑到板块估值仍低于历史均值，我们认为未来医药板块仍有较大机会吸引资金回流。

图表 300：公募基金医药行业持股及配置比例



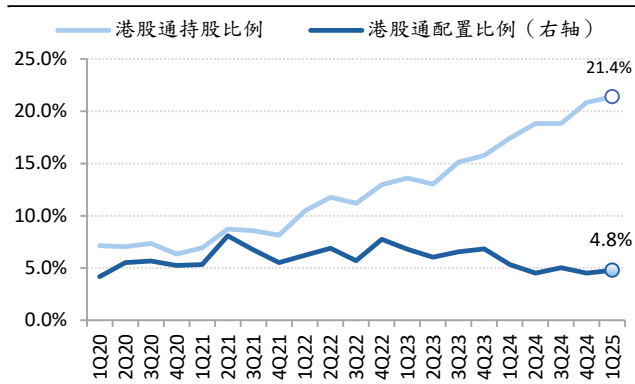
资料来源：万得，交银国际

图表 301：陆股通医药行业持股及配置比例



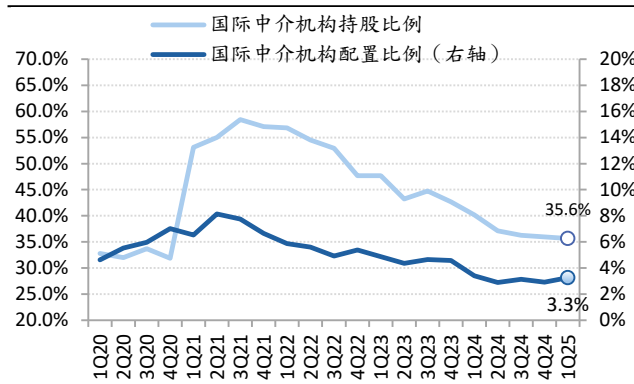
资料来源：万得，交银国际

图表 302：港股通医药行业持股及配置比例



资料来源：万得，交银国际

图表 303：国际中介机构医药行业持股及配置比例



资料来源：万得，交银国际

地缘扰动，机遇与挑战并存

贸易不确定性展望：影响暂时有限

中美多次调整关税政策。自 2025 年 4 月 2 日美国政府宣布对所有中国输美商品加征 34%“对等关税”后，双方最终在 2025 年 5 月 12 日日内瓦经贸会谈中达成《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。根据协议，美方取消 4 月 8-9 日行政令加征的 91%关税，保留 4 月 2 日行政令中的 10%基准税率，并暂停实施另外 24%关税 90 天；中方同步取消 91%反制关税，保留 10%基准税率并暂停另外 24%关税。

医药行业部分受扰，但整体影响有限。中美《联合声明》发布后，美国针对芬太尼相关的 20%附加关税仍保留，叠加 10%“对等关税”后，生物医药领域部分产品仍面临 30%的综合税率。截至目前，**美国对华原料药、仿制药及部分医疗设备实施临时豁免**，但不排除部分高技术壁垒的生物医药产品一定程度上受关税与技术管制带来的不确定性所影响。

我们认为，近期的贸易不确定性一定程度为中国医药行业创造了结构性机遇。在政策驱动和市场作用下，国产替代进程有望进一步加快。高端医疗器械和创新药在政策扶持下逐渐突破进口依赖，带量采购和医保谈判向本土产品倾斜，驱动产业链向高附加值环节延伸。

图表 304：中美《联合声明》发布后美国对华医药产品关税水平概览

产品类别	加征关税水平	产品及税则号示例	当前加征关税水平
植物提取物	受“芬太尼关税”影响。大部分产品受“对等关税”影响，部分产品也叠加“301 关税”影响，被加征关税水平为 20%、30%、37.5%、45%、55%等。（视具体产品税号而定）	芸香苷及其衍生物 (29381000)	20%
		橙油 (33011200)	37.5%
		其他植物着色料及制品 (32030080)	45%
		薄荷醇 (29061100)	55%
原料药	受“芬太尼关税”影响。大部分明确为原料药的产品不受“对等关税”和“301 关税”影响，被加征关税水平约为 20%。少量明确为原料药的产品或在其他工业生产、科学研究等领域也存在应用价值的产品和制药中间体未豁免“对等关税”，部分产品也叠加“301 关税”，被加征关税水平为 20%、30%、37.5%、55%等。（视具体产品税号而定）	阿莫西林及其盐 (29411010)	20%
		布洛芬 (29163915)	30%
		甘露醇 (29054300)	37.5%
		糖精及其盐 (29251100)	55%
药品制剂	受“芬太尼关税”影响。绝大部分药品制剂(含各类化药制剂、生物制品、中成药等)不受“对等关税”和“301 关税”影响，被加征关税水平为 20%。（仅四个税号未被豁免“对等关税”，被加征水平为 30%）。	人用疫苗 (30024100)	20%
		含维生素 B2 的已配定剂量药品 (30043200)	20%
		含胰岛素的未配定剂量药品 (30033100)	30%
		含去甲麻黄碱及其盐的已配定剂量药品 (30044300)	30%
医疗器械	受“芬太尼关税”影响。绝大部分医疗器械受“对等关税”影响，部分产品也叠加“301 关税”影响，被加征关税水平为 30%、55%、80%、130%等。（视具体产品税号而定）	牙科粘固剂及其他牙科填料 (30064000)	20%
		磁共振成像装置 (90181300)	55%
		医用外科用手套 (40151210)	80%
		注射器及其零件 (90183100)	130%

资料来源：中国医药保健品进出口商会，交银国际

美国药价改革展望：影响可控但有待观察，有望利好国产低价药品

特朗普签署一项行政命令，旨在通过最惠国（MFN）政策降低美国药品价格。当地时间5月12日，特朗普签署了《为美国患者提供“最惠国”处方药定价》（Delivering most-favored-nation prescription drug pricing to American patients）的行政命令。特朗普表示，美国将支付“全球最低药价”，终止中间商通过回扣和折扣牟利的行为，并表示药品价格应该至少下降59%，在某些情况下降价幅度应达到80%或90%。行政令主要内容包括：1）美国卫生与公众服务部部长应在本命令发布之日起30天内，将最惠国价格目标传达给药品制造商，并启动一轮价格谈判，以使美国患者的价格与可比发达国家的价格保持一致；2）如在180天内，最惠国价格未能实施，将通过联邦法规设定新的价格。如有需要，商务部长和其他相关机构的负责人应审查和考虑对可能助长全球价格歧视的药品或前体材料的出口采取一切必要行动，FDA应考虑审查并可能修改或撤销对药品的批准，以及那些可能不安全、无效或营销不当的药品；3）FDA扩大低价药品进口。

我们认为，此次美国降低药价行政令本质上是特朗普第一任期最惠国药价政策的延续，但在制度设计及落实层面仍存在不确定性：1）当前行政令仅划定改革框架，配套实施细则（如价格锚定标准、执行时间表及补偿机制）尚未明确；2）美国医疗体系内制药企业、保险机构与医疗机构等利益相关方的博弈加剧，政策推进或面临多重阻力。即使改革最终落地，我国具备成本优势的原料药、生物类似药及成熟制剂企业也有望通过差异化竞争策略进入美国仿制药供应链，形成结构性市场机遇。

医药行业

图表 305：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	49.40	66.00	33.6%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	359.00	400.00	11.4%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	28.43	65.00	128.6%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	81.15	115.00	41.7%	2025 年 04 月 23 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	47.90	65.00	35.7%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	44.85	57.00	27.1%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.95	6.60	67.1%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	155.90	208.80	33.9%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.70	44.00	85.6%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	74.25	60.00	-19.2%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.08	28.75	119.8%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	8.33	5.00	-39.9%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明联合	买入	42.05	51.00	21.3%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	25.20	25.00	-0.8%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.80	18.00	13.9%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	71.82	93.30	29.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	48.09	33.10	-31.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	12.50	14.30	14.4%	2025 年 06 月 04 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	27.30	24.60	-9.9%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	39.72	42.50	7.0%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	4.62	4.80	4.0%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.83	14.00	78.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.05	7.20	-10.5%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	55.29	51.00	-7.8%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.91	3.75	29.0%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	37.00	42.00	13.5%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 4 日

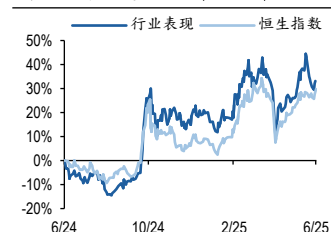
汽车行业

行业评级
领先

2025 下半年展望：混动加速新能源渗透，智驾与机器人产业化提速

- ④ **乘用车：预计新能源渗透率 55%，智驾加快渗透至 20 万元以下市场。**我们预计中国内地 2025 年乘用车零售/出口同比+2.9%/+10%。下半年多款增混车型上市，全年新能源中国内地渗透率有望达 55%。智驾方面，我们认为高速 NOA 搭载车型售价可能降至 20 万元（人民币，下同）以下。智驾软硬件国产化率稳步提升，其中 momenta 软件方面领先同行。下半年警惕车市竞争加剧。建议关注：比亚迪（1211 HK/买入）智驾+出口；小鹏汽车（9868 HK/XPEV US/买入）M03 MAX/G7/增程车型陆续上市。
- ④ **重卡：政策有望带动下下半年景气度回升，看好龙头市占率提升。**2025 年前四个月，我国重卡累计销量（含出口）为 35 万辆，同比基本持平，整体表现较为平淡。随着各地方政策落地，我们预计政策红利有望在 5 月之后陆续释放，预计全年中国重卡销量（含出口）有望达 95 万辆（同比+5%）。看好中国重汽市占率提升：产品力+成熟的海内外销售管道。
- ④ **两轮车：行业新规落地，智慧化成为竞争关键。**新国标落地+以旧换新政策延续，2025 年两轮车行业销售恢复良好，我们预计 2025 年中国两轮车销量有望达 5,600 万辆。新国标提高生产技术门槛，同时对智慧化提出新要求，我们看好行业龙头雅迪（1585 HK/买入）。
- ④ **电池：增程大电池成趋势，海外市场关注关税变化。**技术上固态电池仍是长期方向，但是今年以来电池企业明显发力商用车电池和增程大电池。海外市场方面，中美达成阶段性关税协议，但不确定性仍存，且韩企加码 LFP 电池，力争扩大其北美份额，建议关注技术和海外布局领先的宁德时代（300750 CH/买入）。
- ④ **机器人：产业化临近，关注核心零部件。**特斯拉、宇树、优必选等均公布了量产计划。中国内地企业凭借显著成本优势和技术积累，有望占据先机充分受益。建议关注国产化率低、价值量占比大的核心零部件：包括行星滚柱丝杠、六维力传感器、灵巧手、谐波减速器和空心杯电机等。

行业与大盘一年趋势图



陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
宁德时代	300750 CH	买入	314.11	251.50	14.358	15.517	17.5	16.2	3.74	3.16	NA
比亚迪股份	1211 HK	买入	503.25	412.00	23.284	27.386	16.2	13.8	3.54	2.78	0.1
吉利汽车	175 HK	买入	22.50	18.10	1.182	1.437	14.0	11.5	1.75	1.59	3.1
长城汽车	2333 HK	买入	17.36	12.52	1.692	1.916	6.8	6.0	1.05	0.89	4.5
潍柴动力	2338 HK	买入	20.50	15.22	1.677	1.855	8.3	7.5	1.60	1.46	6.9
小鹏汽车	9868 HK	买入	134.69	79.30	-0.324	0.795	NA	91.4	4.48	4.27	NA
蔚来汽车	9866 HK	买入	48.96	28.50	-7.459	-6.556	NA	NA	-28.00	-3.49	NA
亿纬锂能	300014 CH	买入	56.51	46.12	2.826	3.489	16.3	13.2	2.09	1.80	NA
中国重汽	3808 HK	买入	26.45	19.66	2.434	2.546	7.4	7.1	1.30	1.17	7.4
国轩高科	002074 CH	买入	29.07	24.99	0.659	0.919	37.9	27.2	1.74	1.70	NA
雅迪控股	1585 HK	买入	19.84	12.56	1.002	1.130	11.5	10.2	3.34	2.88	4.8
九号公司	689009 CH	买入	73.29	66.36	2.154	2.822	30.8	23.5	7.45	6.55	5.4
中创新航	3931 HK	买入	24.77	16.78	0.644	1.053	23.9	14.6	0.75	0.72	NA
瑞浦兰钧	666 HK	买入	14.25	11.08	-0.492	-0.312	NA	NA	2.50	2.74	NA
理想汽车	2015 HK	中性	103.67	116.80	4.295	5.440	24.9	19.7	2.64	2.32	NA
广汽集团	2238 HK	中性	3.34	2.73	0.449	0.430	5.6	5.8	0.21	0.20	6.1
绿源集团	2451 HK	中性	7.16	8.00	0.465	0.596	15.8	12.3	1.89	1.75	3.3
平均							16.9	18.7	0.71	1.91	4.6

资料来源: FactSet, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

投资概要

乘用车：智能驾驶国产化率提升，混动技术加速新能源渗透

预计 2025 全年乘用车销量同比增长 2.9%，下半年车市竞争可能加剧。2025 年前四个月乘用车累计零售 687.2 万辆，同比+7.9%；期内新能源车累计零售 332.4 万辆，+35.7%。在部分购车需求前置及高基数效应下，我们预计下半年增速会弱于上半年，预计 2025 全年销量 2,356 万辆，同比+2.9%。下半年多款混动车型发布，新能源表现有望好于行业整体，预计渗透率提升至 55%。但需谨慎价格战延续，5 月下旬比亚迪再次推出促销活动，我们预计此举会带动其它车企开启新一轮促销，2025 下半年的车市竞争或加剧。

预计 2025 年乘用车出口同比增长 10%，新能源表现优于整体出口。2025 年 1 季度中国乘用车出口 130 万辆，同比+15%（2024 年：24%），增速有所放缓，主要由于俄罗斯车市销量下滑以及中国品牌在俄罗斯份额下滑。随着中国新能源品牌海外的认可度持续提升，以及插混汽车出口强劲，我们预计 2025 年乘用车出口可实现 10% 的同比增速，其中新能源乘用车出口增速约为 23%。建议关注：比亚迪智驾+出口；小鹏汽车 M03 MAX /G7/增程车型陆续上市，带动销量、ASP 和毛利率提升。

智能驾驶加速渗透，智驾国产化率稳步提升。工信部在 2 季度加强智驾监管，推动技术及行业健康发展。我们预测到 2025 年，L3 辅助驾驶的渗透率有望达到 4.9%。高速 NOA 的搭载车型售价可能降至 20 万元（人民币，下同），甚至 15 万元以下，使得普通消费者也能享受到科技平权。同时，智驾软硬件国产化率正稳步提升。软件方面，Momenta 凭借其创新技术已成为中国智能驾驶领域的领头羊。截至 2025 年，其在城市 NOA 市场的份额超过 60%，位居行业首位；硬件方面，部分 SOC 芯片供应商也迎来国产替代机会，市占率稳步提升。

重卡：政策有望驱动复苏，龙头市占率进一步提升

2025 年以来中国内地重卡需求整体平淡，政策驱动复苏，预计下半年好于上半年。2025 年前四个月，我国重卡累计销量（含出口）为 35 万辆，同比基本持平。2025 年 1 季度我国天然气重卡销售 4.7 万辆，同比+4%（2024 年：17%），增速有所放缓，我们认为主要由于油气价差缩小。今年 3 月多部门联合发布以旧换新政策。随着各地方政策落地，我们预计政策红利有望在 5 月之后陆续释放，预计重卡行业下半年表现好于上半年，2025 年中国重卡销量（含出口）有望达 95 万辆（同比+5%），天然气重卡销量有望达 20 万辆（同比+10%）。

从竞争格局来看，重卡行业集中度进一步提升。2025 年前四个月 CR5 的市占率提升至 91%（2024 年为 88%）。其中，中国重汽/福田的市占率提升至 28%/12%（2024 年：27%/8%）；一汽解放/陕汽/东风的市占率均下降约 1 个百分点。我们看好中国重汽，预计 2025 年其仍有望凭借优秀的产品力和成熟的海内外销售渠道提升市占率，且估值具有吸引力。

汽车行业

两轮车：行业新规落地，智能化成为竞争关键

行业新规落地+以旧换新，预计 2025 年中国两轮车销量达 5,600 万辆。2024 年行业整体销量约为 5,000 万辆（2023 年：5,500 万辆）。2025 年以来，两轮车行业迎来多项政策利好：新国标落地+以旧换新政策的延续，部分两轮车企业销售恢复良好。新国标允许销售老国标车至 2025 年 11 月 30 日，新国标车销售有望在 4 季度后逐步起量，预计 2025 年中国两轮车销量有望达 5,600 万辆。

行业集中度有望提升，智能化成为竞争关键。2024 年电动两轮车行业竞争加剧，部分企业营收规模有所下降，但主打智能化的九号和小牛的收入逆势增长，智能化逐渐成为核心竞争优势之一。同时，新国标从生产端提高技术门槛，淘汰落后产能，促使市场份额向头部企业集中。2024 年由于处于新旧国标过渡期，老国标产品面临淘汰，导致期内出现低价清库存抢购现象，头部企业市场份额略有波动。但从上一轮政策周期看，电动两轮车头部企业更能抓住政策机遇。我们看好行业龙头雅迪，行业边际向上+高端产品占比提升。

电池：增程大电池成趋势，海外市场关注关税变化

关税仍存不确定性，同时韩企计划在美扩充产能，重点关注海外布局领先的企业。中美双方达成阶段性关税协议后，我们预计 5-6 月中国储能电池有望加速出口以利用窗口期，但后续仍存不确定性，建议持续关注关税变化。同时，韩企 LGES 和三星 SDI 均计划生产 LFP 电池，力争扩大其在北美的份额。我们看好宁德时代，技术引领行业，港股上市后有助于其加速全球化布局。

技术方面，电池企业加速布局增混和商用车电池，固态电池技术正逐步突破。2025 年开始，相关企业加速推进固态电池研发、上车和测试，部分企业已经在上游材料方面开始布局。中短期，随着下半年增程车型的上市以及新能源商用车渗透率提升，增混大电池和商用车电池成为今年电池企业加速布局的方向。

人形机器人：本体量产元年，关注零部件投资机会

政策和人工智能推动，人形机器人行业正加速向产业化临界点迈进。过去一年，中央层面发布了一系列文件以支持从事人形机器人和智能机器人应用的企业。地方政府积极响应中央政策，纷纷出台地方性的人形机器人产业发展规划。与此同时，人工智能的快速进步为人形机器人的研发注入了新的动力。行业正加速迈入产业化临界点，多家知名厂商计划在年内开始批量交付人形机器人。例如特斯拉计划试点生产 Optimus，目标数千台；Figure AI 预计 2025 年 3 季度生产 2 万台。宇树科技 2025 年计划交付超 500 台 H1 机器人（售价 65 万元），优必选计划于 2 季度启动 Walker S1 工业版规模化交付，目标超 500 台，2026 年计划产能提升至万台级。

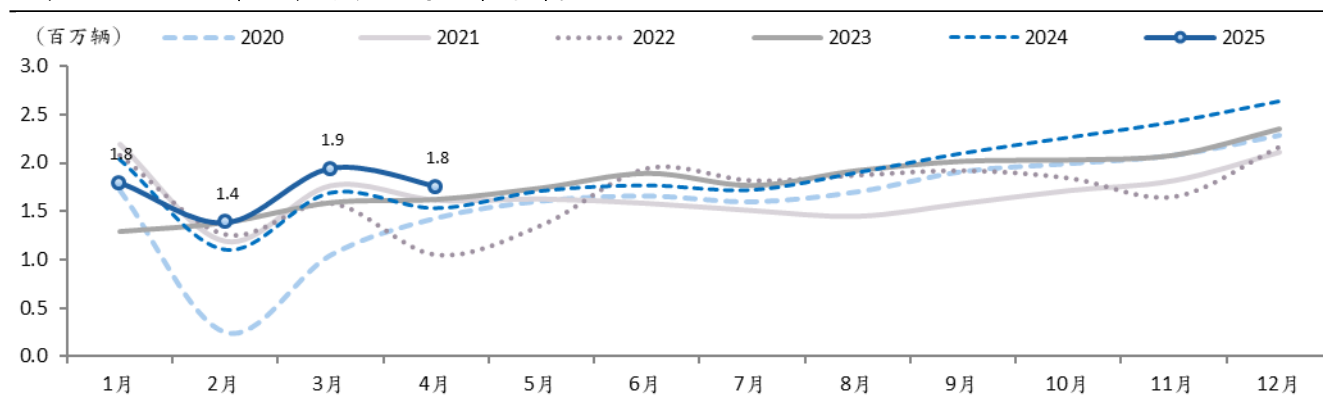
本土化率提升正加速，关注核心零部件国产替代的机会。此前，由于机器人本体制造环节技术路径未能达成共识，导致零部件量产进度较慢。人形机器人可被视为智能汽车的升级，参考新能源汽车/智能手机的发展，中国内地企业凭借显著成本优势和在工业机器人/汽车产业的技术积累，有望占据先机充分受益，并凭借规模效应使得零部件成本快速下降。综合考虑各零部件的价值量占比、技术难度以及国产化进度，我们认为，应该重点关注行星滚柱丝杠、六维力传感器、灵巧手、谐波减速器和空心杯电机。

乘用车：智能驾驶渗透率上扬，混动技术加速渗透

预计 2025 全年乘用车销量同比增长约 3%

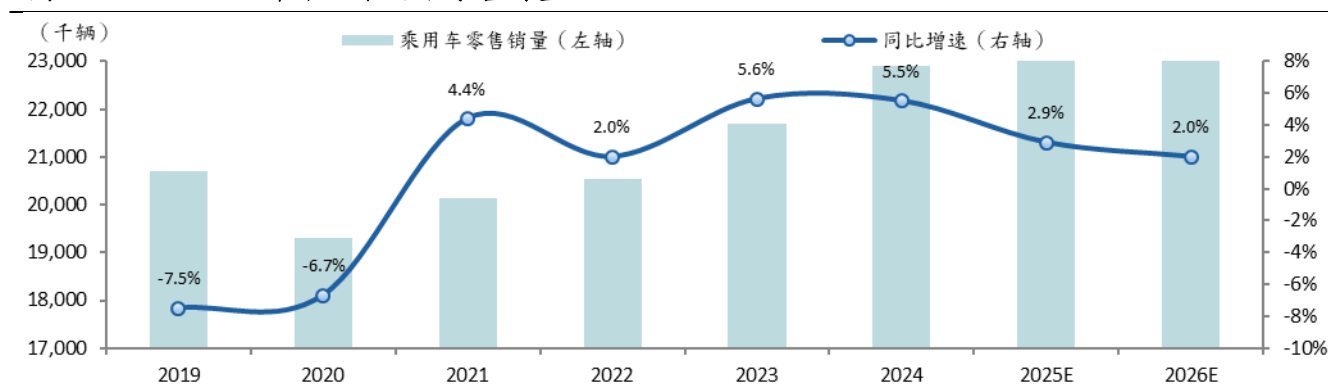
由于 2024 上半年在比亚迪推出秦 Plus 荣耀版打响价格战后，各车企纷纷降价迎战，导致 2024 上半年消费者观望情绪浓厚，低基数叠加以旧换新政策推动，以及车企的促销活动，2025 年前四个月中国乘用车累计零售 687.2 万辆，同比增长 7.9%。2024 年 9 月以来随着各地方以旧换新和购车补贴政策陆续出台、以及新车型开始密集上市，购车需求加速释放，我们认为以旧换新和购车补贴活动能够激发消费者的潜在需求，但更多的是满足消费者原本就存在的换新需求，在部分购车需求前置以及高基数效应下，我们预计下半年增速会弱于上半年，并预计 2025 全年销量 2,356 万辆，同比增长约 3%。

图表 306：2019 年以来的中国汽车月度销量



资料来源：乘联会，交银国际

图表 307：2019-25 年中国乘用车零售销量



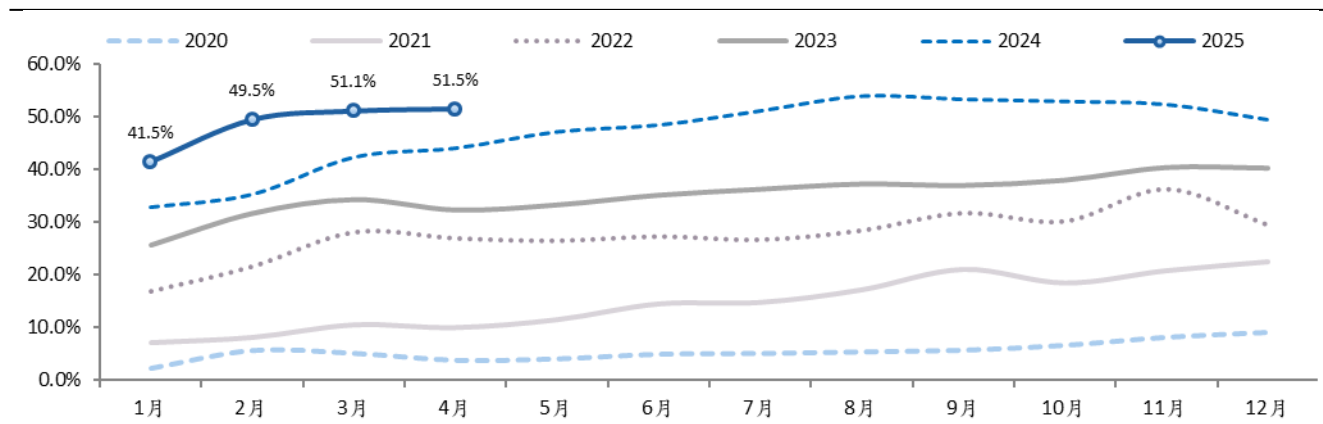
资料来源：乘联会，交银国际预测

汽车行业

新能源延续强增长，预计 2025 年渗透率 55%

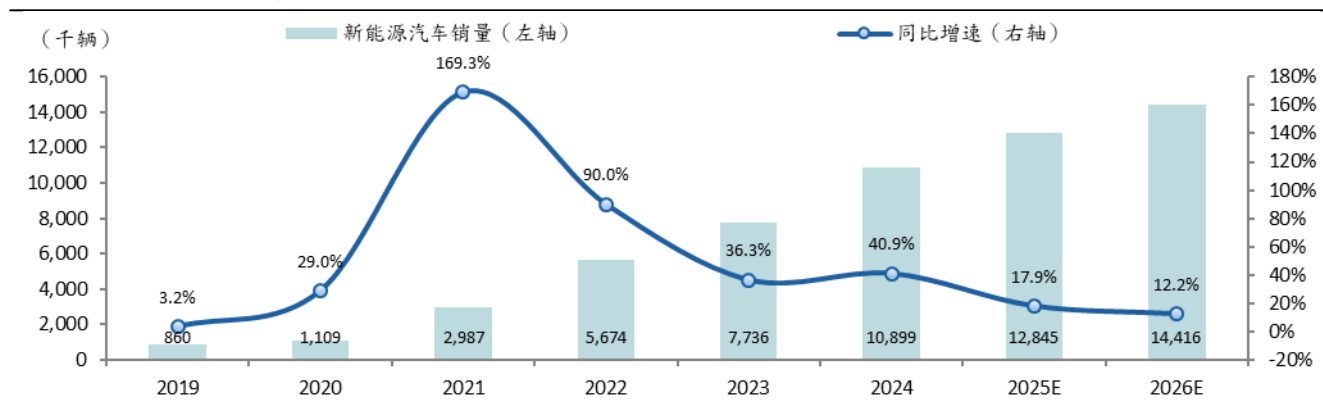
今年以来新能源车延续强增长的态势，表现好于车市整体。2025 年前四个月新能源车累计零售 332.4 万辆，同比+35.7%，渗透率达 48%。期内混合动力车销量 128 万辆，同比增长 25%，占新能源销量的 38%，维持在较高水平。各家车企加速布局混动车型，例如小鹏在 2024 年 11 月发布了混动技术，布局混动领域，预计 2025 年下半年会有增程车型发布；阿维塔自 2024 年 9 月以来已经上市了多款增程车型。混动车型由于成本低且能够缓解消费者里程焦虑，增速显著高于纯电，混动技术的提升有望推动插混车型的渗透率进一步提升。考虑到 2024 下半年在以旧换新带动下新能源车渗透率持续攀升，新能源车零售销量基数较高，我们预计 2025 年下半年新能源车零售也将稍弱于上半年，预计 2025 年全年新能源汽车销量 1,285 万辆，同比增 18%，渗透率在增程车型带动下有望提升至 55%。

图表 308：2019 年以来的中国新能源汽车零售渗透率



资料来源：乘联会，交银国际

图表 309：2019-25 年中国新能源汽车零售销量



资料来源：乘联会，交银国际预测

汽车行业

图表 310：近一年上市/发布的增程车型（部分）：增程大电池成为趋势

车企	车型	电池容量 (kWh)	CLTC 纯电续 航 (km)	综合续航 (km)	上市日期
阿维塔	阿维塔 07 增程版	39.05	230	1100	2024 年 9 月
	阿维塔 12 增程版	39.05	245	1155	2024 年 11 月
	阿维塔 06 增程版	31.7	230	1190	2025 年 4 月
	阿维塔 11 增程版	39.05	225	1065	2025 年 4 月
长安汽车	深蓝 S09	40.18	210/220	-	2025 年 5 月
	启源 C798 增程版	NA	NA	NA	NA
理想汽车	理想 L6	36.8	212	1390	2024 年 4 月
华为/赛力斯	问界 M8 增程版	37/53.4	201/310	1405/1526	2025 年 4 月
上汽集团	智己 LS6 增程版	52.1/65.9	NA	NA	NA
奇瑞汽车	奇瑞星纪元 ET 增程版	34.73/41.16	230/265	1580/1615	2025 年 4 月
广汽集团	广汽传祺 S7 增程版	21.3/36.3	115/180/205	905/1020/1150	2025 年 3 月
零跑汽车	零跑 A12 增程版	NA	NA	NA	NA

资料来源：各公司资料，交银国际

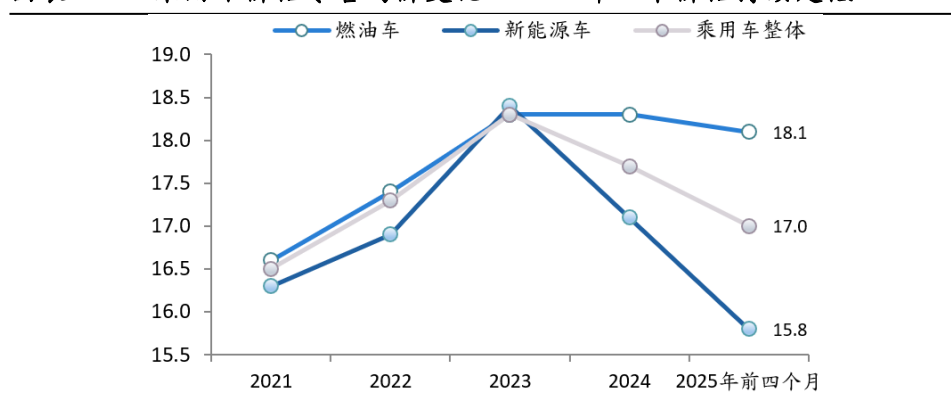
汽车行业

预计中低端市场份额进一步提升，警惕价格战延续

受到报废更新和以旧换新补贴政策促进，以及车企降价促销等推动，2024年以来中低端车型的销量提升，乘用车均价持续降低，新能源车价格下滑尤为明显。2025年前四个月，乘用车均价为17.0万元（2023年：18.3万元），其中新能源车均价为15.8万元（2023年：18.4万元），燃油车均价为18.1万元（2023年：18.3万元）。从价格带来看，今年以来中低端市场占比进一步提升，高端市场占比则相应下滑，这种现象在新能源车中较为显著。根据乘联会零售数据，2025年前四个月，整体市场15万元以下价格带的销量占比提升至53.1%（2024年：50.1%），新能源车在该价格带销量则提升至57.3%（2024年：51.8%）。30万元以上的高端市场整体占比下滑1.4个百分点至12.5%，新能源车则下滑2.8个百分点至9.0%。随着积极的降价促销、新车型投放和新玩家加入（如零跑B10/B01），15万元以下的占比预计提升。

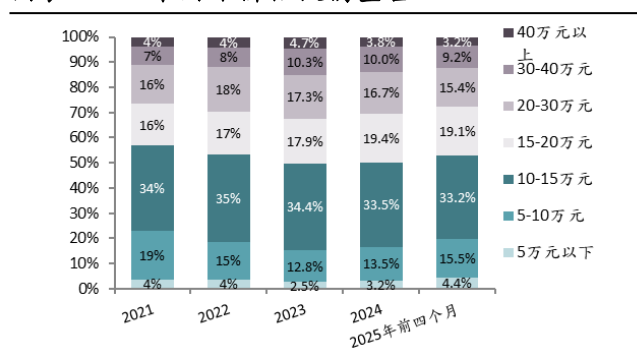
5月下旬比亚迪再次推出促销活动，涉及王朝网、海洋网共计22款智驾版车型。作为行业龙头，比亚迪的降价会带动其它车企开启新一轮促销，且车企为冲击全年销量目标也会积极应对，因此我们预计2025下半年的车市竞争加剧。

图表 311：乘用车价格零售均价变化：2024 年以来价格持续走低



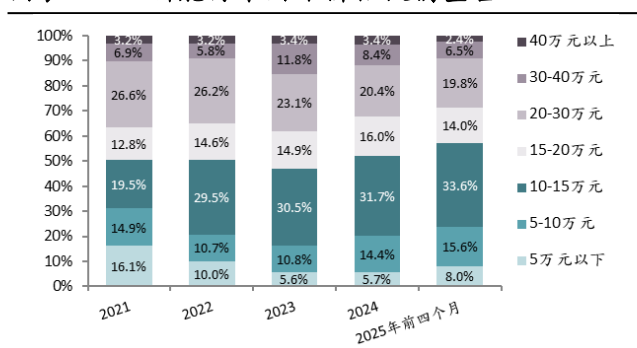
资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际

图表 312：乘用车价格段销量占比



资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际

图表 313：新能源乘用车价格段销量占比

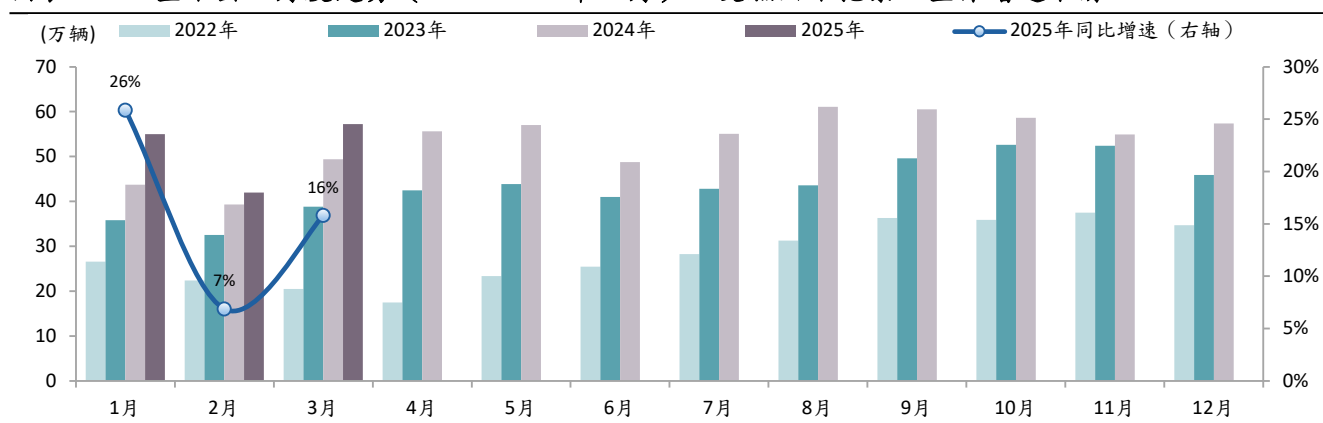


资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际

预计 2025 年乘用车出口同比增长 10%，新能源表现优于整体出口

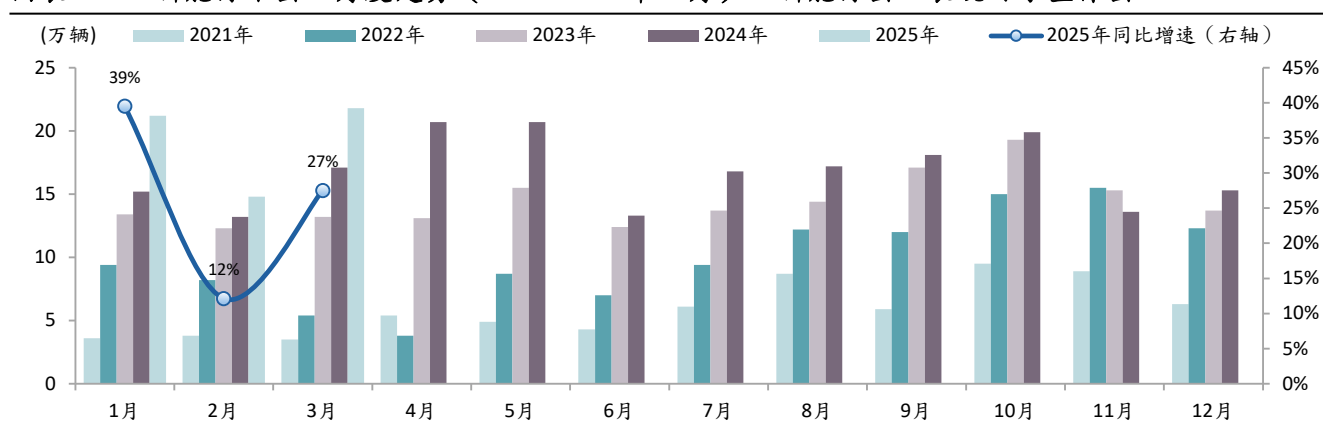
2025 年首三个月中国汽车出口 154 万辆，同比增 16%。其中，乘用车出口 130 万辆，占整车出口的 83%，同比增速下滑至 15%（2024 年：24%）。新能源乘用车占出口好于燃油车，2025 年首三个月新能源乘用车出口 55.4 万辆，同比增长 24%（2024 年：16%），占乘用车整体出口的 43%（2024 年：36%）。我们认为燃油车出口表现偏软主要由于俄罗斯车市销量下滑以及中国品牌在俄罗斯份额下滑，2025 年 1 季度俄罗斯车市销量 28.3 万辆，同比降 28%，中国自主品牌市场份额下滑至 55%（2024 年：58.3%）。随着中国新能源品牌海外的认可度持续提升，以及插混汽车出口强劲，我们预计新能源车出口仍将维持高速增长，预计 2025 年乘用车出口同比增长 10% 至 601 万辆，其中新能源乘用车出口增速约为 23%。

图表 314：整车出口月度走势（2022-2025 年 3 月）：受燃油车拖累，整体增速下滑



资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际

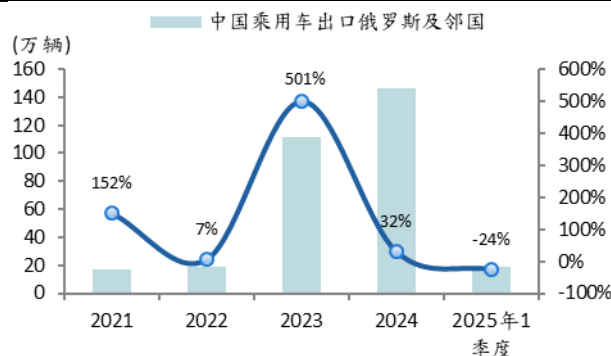
图表 315：新能源车出口月度走势（2022-2025 年 3 月）：新能源出口表现好于整体出口



资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际

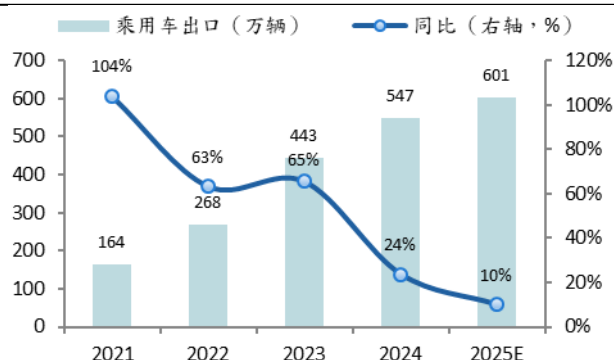
汽车行业

图表 316：中国出口俄罗斯及邻国走势：2025 年 1 季度同比下滑



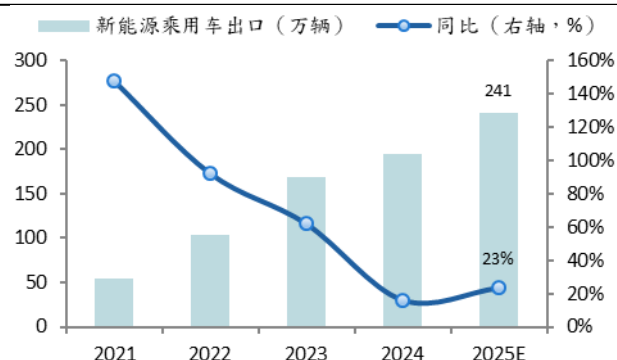
资料来源：崔东树公众号，中国汽车工业协会，全球汽车协会，交银国际

图表 317：中国乘用车出口预测



资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际预测

图表 318：中国新能源乘用车出口预测



资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际预测

建议关注：比亚迪（1211 HK）和小鹏汽车（9868 HK/XPEV US）

比亚迪（1211 HK/买入）智驾+出口。比亚迪在海外积极布局，在巴西、泰国、印度尼西亚、土耳其、乌兹别克斯坦和匈牙利等地建厂，以应对贸易不确定性，降低出口成本。出口业务有望成为其重要的利润增长点，并拉动单价和毛利率上升。在智驾领域，比亚迪全系车型搭载高阶智驾系统“天神之眼”，覆盖从 10 万元以下到 20 万元以上的车型，打破智驾技术的高价壁垒。比亚迪计划 2025 年实现 60% 以上产销车型搭载高速 NOA 及以上智驾技术，智驾平权有助于巩固公司在中国内地市场的销量。

小鹏汽车（9868 HK/XPEV US/买入）M03 MAX /G7/增程车型陆续上市，毛利率边际向上。5 月 28 日，MONA M03 MAX 上市，图灵 AI 辅助驾驶下探至 15 万元级别市场；根据公司的产品规划，小鹏 G7 将于 6 月发布，全新一代 P7 将于 3 季度上市，鲲鹏超级电动车型将于 4 季度逐步进入量产。我们预计随着新车/改款车上市，销量有望持续增长，同 3 季度开始交付新车型后，单价和毛利率均有望边际向上。

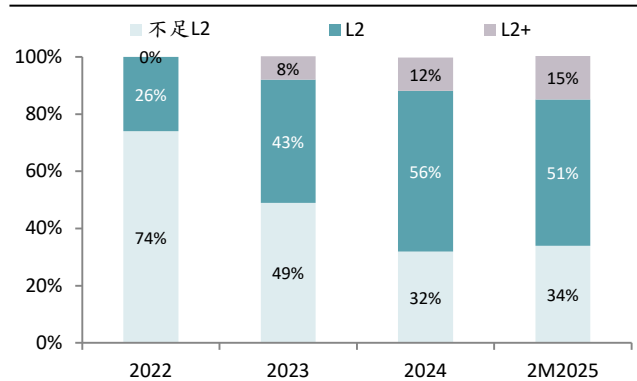
智能驾驶：城区 NOA 加速渗透，国产率稳步提升

2025 年智能驾驶渗透率上扬，企业竞速 L3 自动驾驶量产

根据乘联会数据显示，2025 年前两个月新能源乘用车 L2 级及以上辅助驾驶装车率已达 66.3%，特别是 16 万元以下市场，渗透率持续攀升。技术成熟与法规完善推动智能驾驶向低价市场快速渗透。其中 AEB（自动紧急制动）系统普及迅猛，乘用车整体装车率达到 56.5%，在 16-24 万元车型中占比高达 70.2%，新能源车更是突破 62.9%。全速域 ACC（自适应巡航）装车率稳步提升，乘用车整体与新能源车分别达到 53.5% 和 64.5%。高阶功能中，ALC（自动变道辅助）渗透率分化明显，新能源车达 20.3% 而整体市场仅 8.1%。APA（自动泊车）系统则在 24 万元以上车型中装车率显著高于低价市场，整体渗透率达 30.1%。

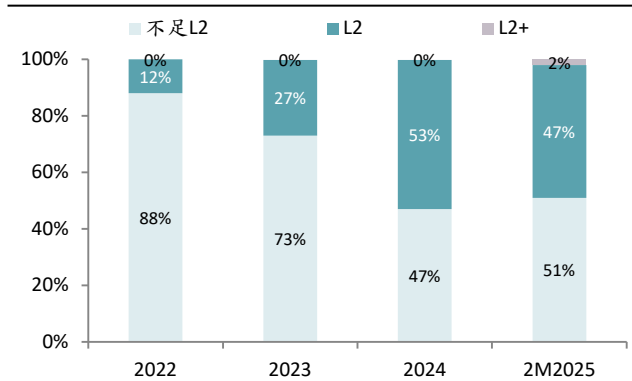
结合目前主流车企在智能驾驶的布局，比亚迪的“智驾平权”战略，吉利的多品牌协同及智驾方案升级，奇瑞的销量增长与技术下沉，以及长安的智能化战略引领与合作共享，均将加速辅助驾驶功能向不同级别车型、不同价格区间的渗透。我们预计到 2025 年底，整体新能源乘用车 L2 级及以上辅助驾驶功能装车率有望突破 75%，乘用车 L2 级及以上辅助驾驶功能装车率有望达到 60% 以上。

图表 319：新能源汽车智能驾驶搭载率



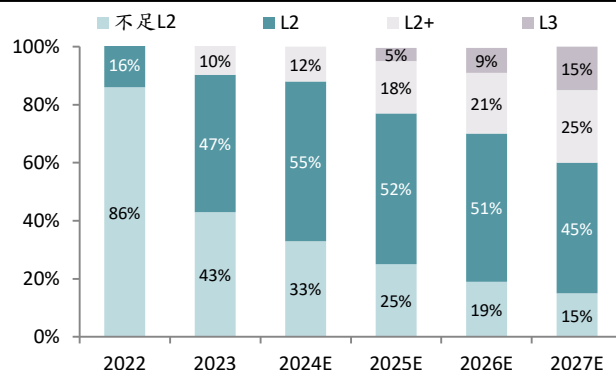
资料来源：乘联会，交银国际

图表 320：燃油车智能驾驶搭载率



资料来源：乘联会，交银国际

工信部在 2 季度加强智驾监管，推动技术及行业健康发展，我们预测对智驾的技术发展和推进的影响有限。2025 年中国内地车市迎来 L3 自动驾驶的量产热潮，广汽计划在 4 季度推出首款 L3 量产车型；极氪于 3 季度发布极氪 9X 光辉版，搭载千里浩瀚 H9 智驾方案，实现 L3 功能；比亚迪也在 3 季度在仰望 U9 上量产 L3 级城市领航系统，并计划将 L3 功能下探至 20-30 万元车型；小鹏计划年底实现 L3 在中国内地的量产落地；华为与江淮合作的尊界 S800 将在 3 季度首发，该车根据 L3 辅助驾驶架构打造；岚图也将在年内发布基于 L3 架构技术的产品“泰山”。此外，理想计划在 2025 年下半年实现 L3 有监督智能驾驶，支持 500 公里以上的连续自动驾驶。2026 年，奇瑞计划率先实现量产 L3 级自动驾驶车辆，并发布猎鹰智驾系统。对于 L3 辅助驾驶的渗透率，按现有市场产品能力判断，将在法规与标准出台后，快速覆盖 30 万元以上市场，以及少部分 25 万元新能源车型，我们预测到 2025 年，L3 辅助驾驶的渗透率有望达到 4.9%，2026 年 L3 辅助驾驶的渗透率达到 9%，而 2027 年将会达到 15% 的水平。

图表 321：L3 智能驾驶搭载率有望在 2025 年开始上车


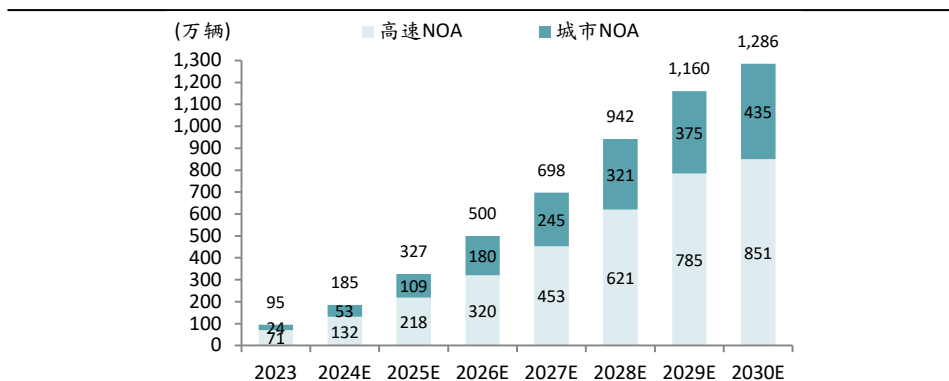
资料来源：乘联会，交银国际预测

城区 NOA 智驾将成各车企下一个焦点

中国内地在高速和城区 NOA（Navigate on Autopilot，领航辅助驾驶）领域的发展正处在快速推进阶段。随着智能驾驶技术的不断成熟以及消费者对自动驾驶功能接受度的提高，NOA 功能正在从最初的高速公路场景向更复杂的城市场景扩展。高速 NOA 已经相对成熟，并且在很多量产车型中得到了应用。据盖世汽车数据显示，2023 年，中国内地搭载 NOA 功能的车辆数量为 95 万辆，渗透率只有 4%，其中高速和城区 NOA 分别为 3% 和 1%。2024 年预测中国内地搭载 NOA 功能的车辆数量将会翻倍至 185 万辆，渗透率上升至 8%，其中高速和城区 NOA 分别为 6% 和 2%。到 2030 年，我们预测随着各家车企提升智驾能力，NOA 渗透率有望突破 50%。

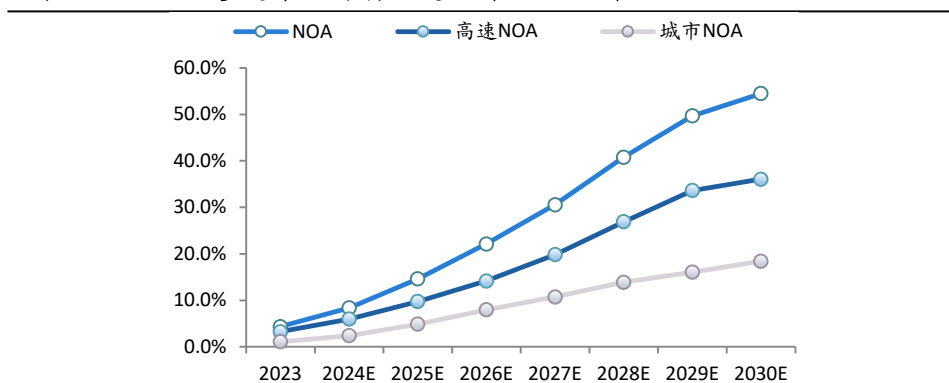
相对于高速 NOA，城市场景下的 NOA 面临着更为复杂的挑战，包括密集的交通流量、多变的道路条件以及行人和其他非机动车等不确定因素。尽管如此，今明两年，城市 NOA 也正迎来其发展的关键节点。多个品牌如小鹏、蔚来、理想等已经开始或计划推出无需高精地图的城市 NOA 方案，这些方案能够覆盖全国范围的应用。特别是在城市场景下，智能驾驶功能的应用将会更加广泛。

图表 322：高速 NOA 和城市 NOA 将会成为智驾下一个焦点



资料来源：盖世汽车，交银国际预测

图表 323：NOA 渗透率预计将快速上升，2030 年突破 50%



资料来源：盖世汽车，交银国际预测

未来的 NOA 技术将继续向着更加智能化的方向发展，BEV+Transformer 架构成为核心趋势之一，同时重感知、轻地图方案也越来越受到重视。这意味着车辆将更多依赖于实时数据处理来做出决策，而不是依赖于预先构建的地图信息。此外，算法优化、系统冗余设计及测试验证等方面的工作也将持续进行，以提升系统的安全性和可靠性。随着相关技术的成本逐渐下降，预计未来会有越来越多的中低端车型开始配备 NOA 功能，从而推动该技术的大规模普及。我们认为高速 NOA 的搭载车型售价可能降至 20 万元，甚至 15 万元以下，使得普通消费者也能享受到科技平权。

端到端架构与 VLA 模型引领智能驾驶技术革命

随着 AI 与智能驾驶深度融合，端到端架构与 VLA（视觉语言动作）模型正重塑智能驾驶技术路径。特斯拉 FSD V13、华为 ADS 4.0 等系统采用“感知-规划-控制”一体化模型，打破传统规则算法依赖，通过神经网络直接映像传感器数据与驾驶决策，降低延迟并提升复杂场景适应性。华为 ADS 4.0 通过时间同步技术实现城市无保护左转场景高成功率，展现拟人化驾驶能力。

VLA 模型成为技术升级核心，融合视觉、语言与动作，实现类人决策。元戎启行、理想汽车等通过多模态融合，使车辆理解车道规则、推理拥堵策略，甚至自主规划绕行路线，突破传统决策边界。传感器与算力升级同步支撑技术跃迁：激光雷达成本降至 1,500 元以下成 L3 标配，英伟达 Thor 芯片（2000 TOPS）与华为升腾系列提供高性能计算，配合车企自研芯片（如小鹏）降低成本，推动 L3 功能下沉至 20 万元级车型，加速智慧驾驶普及。

特斯拉凭借全球资料死循环构建护城河，中国车企以 VLA 模型与自研芯片突破本地化适配与成本瓶颈。当算力成本持续下降、模型效率提升，端到端与 VLA 模型协同将加速高级别智慧驾驶时代的到来。

图表 324：ADS 4.0：WEWA 架构，端到端时延降低 50%



数据源：华为，交银国际

智能驾驶双雄并起：中国内地芯片+Momenta 方案重构全球产业格局

在硬件领域，SOC 芯片的国产替代进程正在加速。在小算力芯片市场，国产方案的市场占有率不断提升。例如，黑芝麻的 A1000L 凭借在实现 L0-L2 级别辅助驾驶功能以及部分高速 NOA 功能上的卓越表现，赢得了众多汽车制造商的青睐。目前，国产替代的格局日益稳固。

在中大算力芯片市场，技术进步推动着国产芯片逐步迈向量产阶段。例如黑芝麻智能的 A1000 等国产中大算力芯片在不断崭露头角，凭借性能和成本上的优势，展现出广阔的国产替代空间。

在软件方面，Momenta 凭借其创新技术已成为中国内地智慧驾驶领域的领头羊。截至 2025 年，其在城市 NOA 市场的份额超过 60%，位居行业首位，并与全球近 70% 的头部汽车制造商建立了合作关系，合作伙伴包括上汽、比亚迪、

汽车行业

丰田等主要品牌，彰显了强大的市场掌控力。Momenta 首创的“飞轮”模式，通过量产智能驾驶与 Robotaxi 双线并行，构建了资料死循环。量产车型提供了海量真实数据，而 Robotaxi 则验证了极端场景下的能力，两者共享技术底座。其端到端大模型实现了感知与规划的深度整合，降低了延迟，能够高效应对复杂场景。无图化技术突破了高精地图的依赖，轻量化建图能力可适配全球道路，推动了智慧驾驶的普及。搭载 Momenta 方案的车型将拓展至东南亚、欧洲等市场，提升了国产智慧驾驶技术在国际上的声誉和影响力，为其他国产智能驾驶方案公司的技术出口提供了宝贵的借鉴和示范。

图表 325：国内外车载 SoC 芯片重点企业及产品布局

芯片厂商	产品名称	工艺制程	AI 算力 (TOPS)	量产落地情况
英伟达	Orin-X	7nm	254	搭载车型包括蔚来 ET5/ET7、理想 L7/L8/L9 Max 版、小鹏 G6/G9/X9/P7i、智己 LS7、小米 SU7 Pilot Max 版等。
	Thor	4nm	2000	主打舱驾一体，已经宣布规划搭载的车企包括极氪、小鹏、理想、比亚迪和广汽埃安等。
高通	SA8650P	5nm	50/100	高通 Ride 平台第二代芯片，目前，博世、大陆、Veoneer、法雷奥、德赛西威、均联智行等均正在基于此芯片进行设计与研发。
	SA8775P	4nm	-	高通 Ride Flex 平台的第一款产品，主打舱驾一体。
Mobileye	EyeQ Ultra	7nm	175	预计 2025 年实现量产交付。
安霸	CV3-685	5nm	750eTOPS	2023 年推出,主要针对 L3、L4 级乘用车自动驾驶以及 L4 级自动驾驶卡车。
	CV3-655	5nm	250eTOPS	2024 年 1 月推出，主要针对城市 NOA 场景。
	CV3-635	5nm	125eTOPS	2024 年 1 月推出，主要针对高速 NOA 场景。
华为	升腾 610	7nm	200	华为打造的基于单颗升腾 610 芯片的 MDC610 平台和 2 颗升腾 610 芯片的 MDC810 平台，搭载车型包括问界 M5/M7/M9、阿维塔 11/12、哪吒 S715 激光雷达版、广汽埃安 LX Plus、极狐阿尔法 S Hi 版、智界 S7 等。
黑芝麻	A2000	7nm	1000	预计 2025 年实现量产交付，已与东风、吉利等车企合作量产。

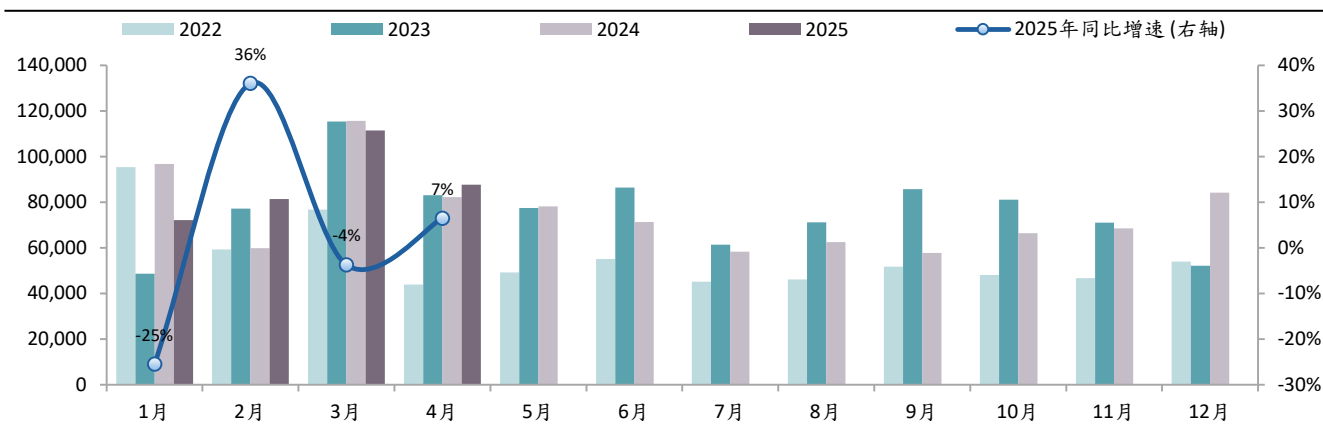
数据源：焉知，交银国际

重卡：政策有望驱动复苏，龙头市占率进一步提升

政策有望驱动行业销量复苏，2025 年重卡销量有望同比增 5%

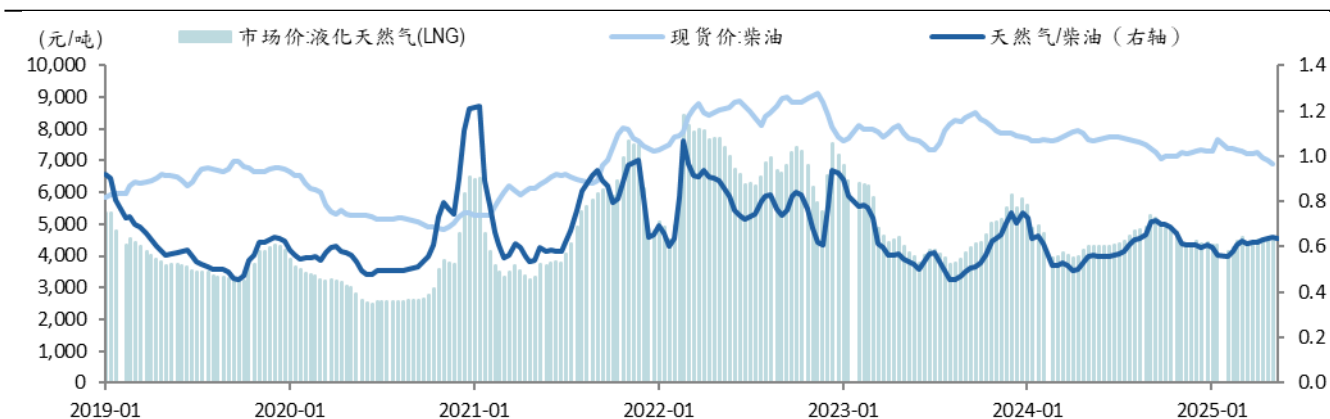
2025 年以来中国内地重卡需求整体平淡。2025 年前四个月，我国重卡累计销量（含出口）为 35 万辆，与去年同期基本持平。4 月是国四报废更新政策落地首月，但销量表现略低于预期，当月销量 8.8 万辆，环比回落 21.4%，我们认为主要由于短期关税扰动货运需求，一定程度上抑制了终端换车情绪。根据崔东树公众号和第一商用车资料，2024 年天然气重卡销量 18 万辆，同比+17%，天然气渗透率约 30%；2025 年 1 季度天然气重卡销售 4.7 万辆，同比+4%，增速有所放缓，我们认为主要由于油气价差缩小，期内天然气重卡渗透率约为 31%，和 2024 年基本持平。

图表 326：2022 年以来中国重卡月度销量（含出口，辆）：2025 年前四个月累计销量同比基本持平



数据源：中汽协，万得，交银国际

图表 327：天然气/柴油价差比有所收窄

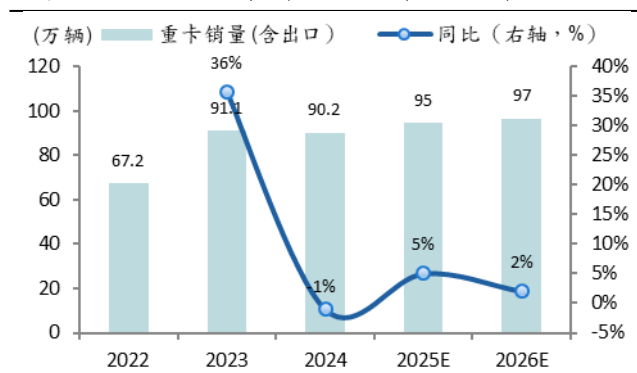


数据源：万得，交银国际 *数据更新至 2025 年 6 月 3 日

汽车行业

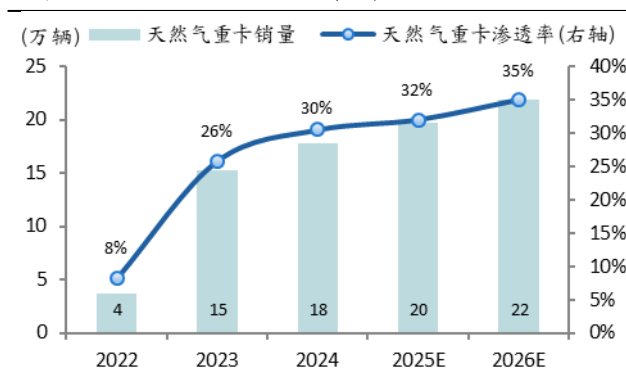
2025年3月18日，交通运输部、国家发改委、财政部联合发布《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》，老旧营运货车报废更新政策聚焦于淘汰国三、国四排放货车。新购补贴范围为新能源加国六，而2024年细则则要求是新能源加国六柴油，因此我们预期燃气车（其中包括天然气重卡）有可能首次纳入新购补贴范围。同时，2025年政策特别强调对新能源货车的定向补贴，如“仅新购新能源冷链配送货车”单独补贴3.5万元/辆，且报废旧车并购买新能源车可迭加更高补贴（如重型新能源车最高9.5万元/辆），若地方配套资金充足，实际补贴可能更高。目前新能源重卡价格依然较天然气和柴油重卡贵约10万元，补贴降低购车的首付和贷款压力，拉动新能源车的需求。随着各地方政策落地，以及关税缓解，我们预计政策红利有望在5月之后陆续释放，重卡行业下半年表现好于上半年，预计2025年中国重卡销量（含出口）有望达95万辆（同比+5%），天然气重卡渗透率销量有望达32%。

图表 328：中国重卡销量预测（含出口）



数据源：中汽协，万得，交银国际预测

图表 329：中国天然气重卡销量预测

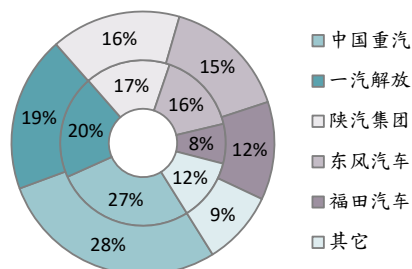


数据源：第一商用车网，交银国际预测

龙头市占率进一步提升，建议关注中国重汽

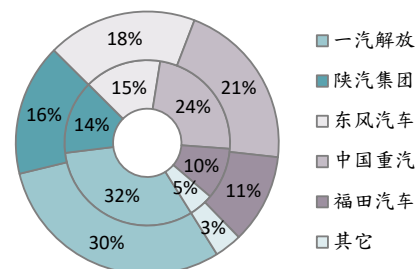
从竞争格局来看，重卡行业集中度进一步提升，2025年前四个月CR5的市占率提升至91%（2024年为88%）。其中，中国重汽/福田的市占率提升至28%/12%（2024年：27%/8%）；一汽解放/陕汽/东风的市占率均下降约1个百分点。天然气重卡的行业集中度也进一步提升，2025年首四个月CR3/CR5的市占率提升至65%/97%（2024年为61%/95%）。其中一汽解放/中国重汽的市占率下滑至30%/21%（2024年为32%/24%），陕汽/东风/福田市占率提升至16%/18%/11%（2024年为14%/15%/10%）。尽管中国重汽天然气重卡市占率有所波动，我们预计2025年其仍有望凭借优秀的产品力和成熟的海内外销售管道提升整体市占率。同时，随着旧营运货车报废政策加码，中国重汽也有望受惠于行业回暖。截至2025年6月3日收盘，中国重汽股价对应2025年股息率为7.3%，估值具有吸引力。

图表 330：中国重卡市场份额



数据源：中汽协，交银国际*内圈为 2024 年，外圈为 2025 年前四个月

图表 331：中国天然气重卡市场份额



数据源：第一商用车，交银国际*内圈为 2024 年，外圈为 2025 年前四个月

两轮车：行业新规落地，智慧化成为竞争关键

行业新规落地+ 以旧换新，预计 2025 年中国两轮车销量达 5,600 万辆

受南京大火事件影响，2024 年国家加大对电动两轮车行业的抽查力度，终端门店销售下滑，根据艾瑞咨询资料，2024 年行业整体销量约为 5,000 万辆（2023 年：5,500 万辆）。2025 年以来，两轮车行业迎来多项政策利好。2025 年 1 月 13 日，工业和信息化部等五部门公布了新修订的《电动自行车安全技术规范（GB17761—2024）》，新国标落地后两轮车行业景气度提升。2025 年 1 月 5 日，发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，明确对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度，以旧换新政策的延续带动终端消费。

汽车行业

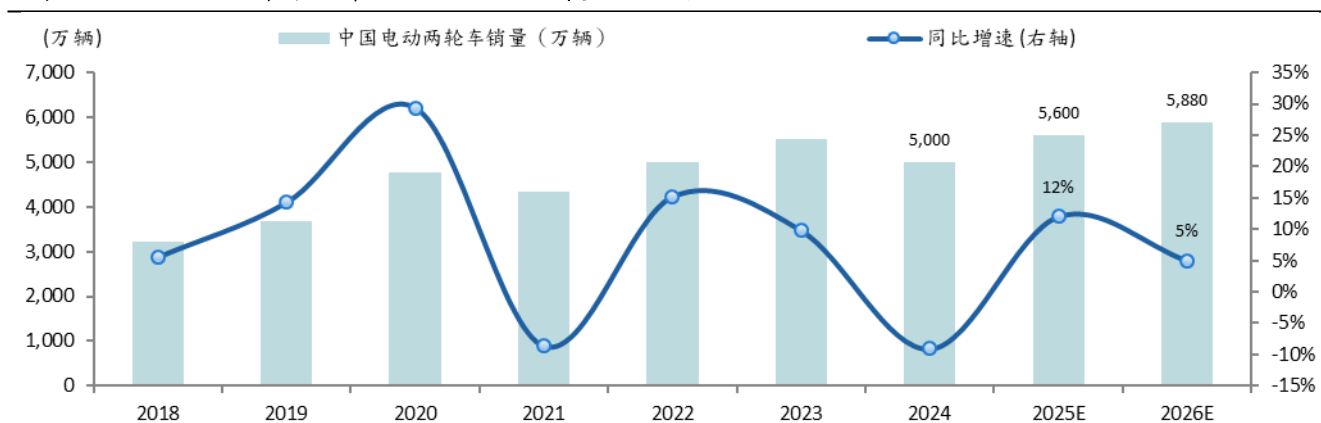
图表 332：电动两轮车相关政策梳理：2025 年 1 月两轮车新国标正式发布，同时以旧换新政策延续

时间	部门	政策标准名称	部分内容
2024.3	国务院	《电动自行车安全隐患全链条整治行动方案》	从标准、认证、监管、电池回收、技术升级、政策激励、硬件设施改善等多维度消除电动自行车安全隐患
2024.4	商务部等 14 部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	政策参考与迁移，参照汽车、家电推动电动自行车以旧换新工作
2024.4	工信部 国家标准委	《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》(GB 43854-2024)强制性国家标准	我国首个电动自行车锂电池强制性安全标准，要求电池单体通过针刺测试、电池组具备热扩散防护，采用阻燃材料、唯一编码和安全年限标识并配备实时监控系統。高镍三元电池将因难以通过测试逐步淘汰。
2024.4	工信部 市场监管总局 国家消防救援局	《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范管理办法》	提出“白名单”准入要求，严控供给端，焊接自动化率达到 70%以上;电动或气动配饰达到流水在线产品工艺设计总工位的 70%;必备检验检测设备原值不少于 100 万元;每年自主开发车型不少于 10 款;研发投入不少于上一年主营业务收入的 2%等。
2024.9	工业和信息化部等多部门	《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》	与现行标准相比，这次的“新国标”，做了一些方面的改进和提升。1) 提高防火阻燃性能，完善了电动自行车所用非金属材料的阻燃要求，限制塑料件使用比例。2) 防范非法改装行为，明确了电动自行车控制器、蓄电池、充电器应具有互认协同功能，从技术上增加篡改难度。3) 优化了电动机额定功率和最高转速的测试方法，最高设计车速不超过 25km/h，还增加了北斗定位、实时通信功能。4) 将使用铅蓄电池的整车重量限值由 55kg 放宽至 63kg，并且不再强制安装脚踏骑行装置。
2025.1	发改委 财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	明确对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度
2025.1	工业和信息化部等多部门	新修订的《电动自行车安全技术规范（GB17761—2024）》	相较征求意见稿，正式稿的主要变化在于：1) 北斗定位不再强制安装；2) 延长过渡期：生产端过渡期由 6 个月延长至 8 个月至 2025 年 8 月 31 日，并允许销售至 2025 年 11 月 30 日；

数据源：政府网站，艾瑞咨询，交银国际

随着行业新规落地以及以旧换新政策的延续，2025 年两轮车行业消费行情逐步恢复，2025 年 1 季度爱玛营业总收入同比+26%（2024 年：+3%），九号电动两轮车板块收入同比+141%（2024 年：+70%），小牛 E-scooters 板块收入同比+37%（2024 年：+21%）。新国标允许生产老国标车至 2025 年 8 月 31 日，允许销售老国标车至 2025 年 11 月 30 日。我们预计 2025 年电动自行车市场仍以销售老国标车为主，新国标车销售有望在今年 4 季度后逐步起量，预计 2025 年中国内地两轮车销量有望达 5,600 万辆。

图表 333：2018-26 年中国市场电动两轮车销量及预测



数据源：艾瑞咨询，营商电动车，中国自行车协会，交银国际预测

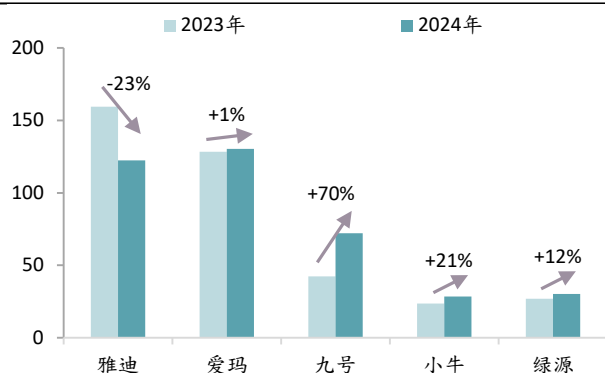
汽车行业

行业集中度有望提升，智能化成为竞争关键

尽管 2024 年电动两轮车行业竞争加剧，部分企业营收规模有所下降，但主打智慧化的九号公司和小牛的收入逆势增长，2024 年九号公司电动自行车板块收入同比+70%，小牛 E-scooters 板块收入同比+21%，智能化逐渐成为核心竞争优势之一。同时，新国标从生产端提高技术门槛，淘汰落后产能，促使市场份额向头部企业集中。2024 年由于处于新旧国标过渡期，老国标产品面临淘汰，导致期内出现低价清库存抢购现象，头部企业市场份额略有波动。但从上一轮政策周期看，电动两轮车头部企业更能抓住政策机遇，2019-23 年，雅迪电动两轮车销量从 609 万辆提升至 1,652 万辆，市占率从 2019 年 17% 提升至 2023 年 30%；爱玛电动两轮车销量从 549 万辆提升至 1,074 万辆，市占率从 2019 年 15% 提升至 2023 年 20%。CR2 市占率在 2019/20/21 年分别为 31%/39%/52%，并随后维持在 50% 附近。

我们看好行业龙头雅迪（1585 HK/买入），行业边际向上+高端产品占比提升。新国标落地和以旧换新推动下，行业进入新周期，我们预计公司作为行业龙头，技术、渠道、产品力加持下有望受益。同时，雅迪在战略上加强布局中高端产品，2025 年推出“摩登”和“飞跃”，和“冠能”组成三旗舰阵营，目标中高端产品占比达到 50% 以上。电池技术布局上，雅迪携手旗下华宇电池推出钠电产品，具备安全性和长使用寿命的优点，进一步强化了产品竞争力。出口方面，2024 年雅迪两轮车海外销售 21 万台，公司预计 2025-27 年出口约 40 万/80 万/160 万台，增速显著。我们预计雅迪作为行业龙头，其市占率有望进一步提升。

图表 334：部分两轮车企业两轮车业务收入变化：智能化领先的九号和小牛逆势增长



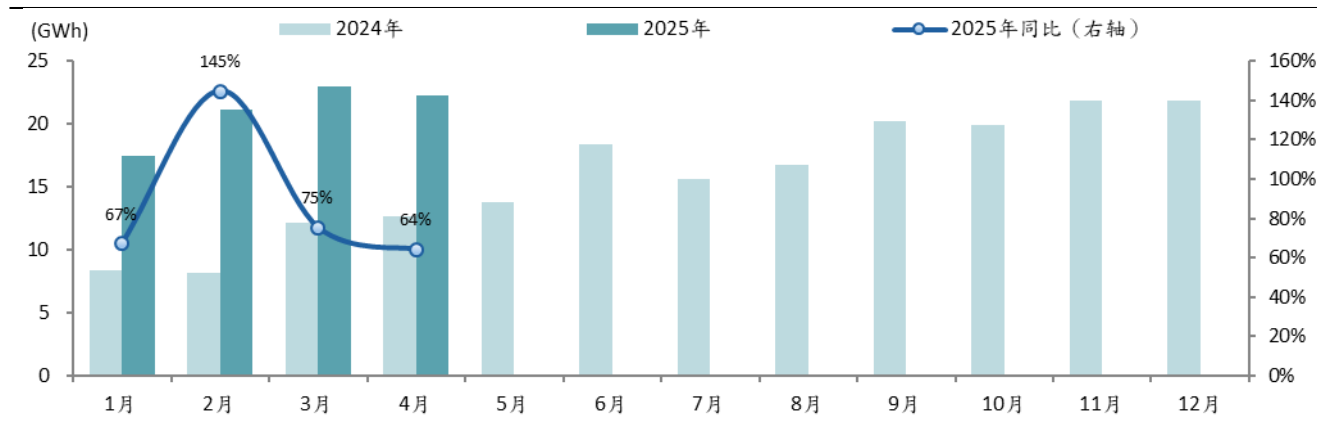
数据源：各公司数据，交银国际 * 小牛为 E-scooters 板块收入，其余为电动自动自行车板块收入

电池：增程大电池成趋势，海外市场关注关税变化

中国企业海外市占率进一步提升，下半年重点关注关税变化

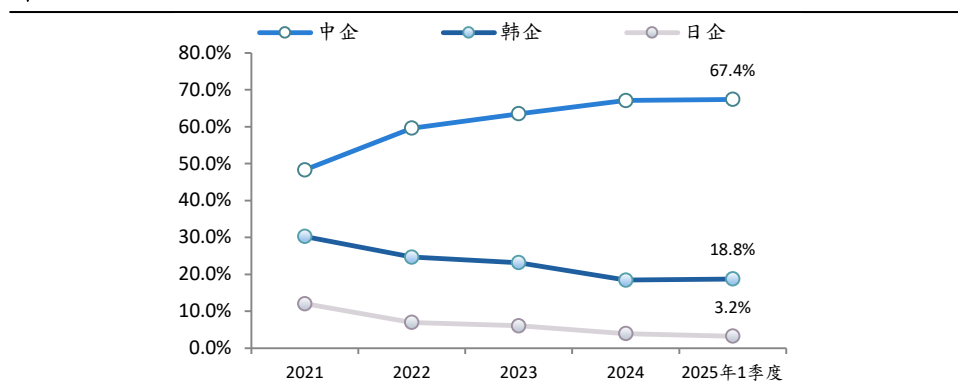
出口维持强劲增速，中企海外市场份额进一步提升。2025 年我国电池出口维持强劲增长，今年前四个月动力和其他电池出口达 83.9GWh，同比+83.2%（2024 年：+29.2%），合计出口占累计销量的 20.8%。其中，动力电池出口为 52.3GWh，占总出口量 62%，同比+28.9%；储能等其它电池出口量为 31.6GWh，占总出口量 38%，同比大幅增长。凭借着强劲的出口，中国企业全球市占率进一步提升，日韩企业则呈现下滑趋势。2025 年 1 季度，全球动力电池装机量 221.8GWh，其中中国企业合计占比 67.4%（2024 年：67.1%），韩企/日企则为 18.8%/3.2%；储能电池方面，2024 年全球储能电池出货量 301GWh，其中日/韩企业合计占 7%（2023 年：9%）。

图表 335：中国动力和其它电池当月出口量及增速：2025 年以来电池出口维持较高增速



数据源：动力电池联盟，交银国际

图表 336：全球动力电池市场份额变化：2025 年 1 季度中国企业份额提升至 67.4%



数据源：SNE Research，交银国际 *市场份额仅包括年度装机量前十企业

汽车行业

贸易不确定性仍存，同时韩企计划在美扩充产能。2025 年 5 月 12 日，中美双方就贸易达成协议，美方取消 4 月 8 日和 4 月 9 日对中国商品加征的共计 91% 的关税，修改 4 月 2 日 34% 的“对等关税”，其中 24% 的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10% 的关税。据海关总署资料，2024 年中国锂离子电池出口美国金额占锂离子电池出口总额 25%，其中以储能电池为主，因税率大幅下降，我们预计今年 5-6 月中国储能电池有望加速出口以利用窗口期。尽管短期中美双方阶段性达成协议，但后续仍存不确定性。同时，韩企 LGES 计划于 2025 年底开始在美国运营 LFP 生产线用于 ESS，力争从 2026 年起将北美市场份额提高到 30% 以上；三星 SDI 也计划从明年开始在韩国全面生产 LFP，并力争从 2027 年开始通过在美国本地生产扩大在北美 ESS 和 EV 市场的份额。

重点关注海外布局领先的电池企业。全球贸易不确定性对 2025 年储能电池出口带来扰动，2026 年之后韩企在美国本土产能的提升也将对中国企业带来一定不确定性。我们建议关注海外布局领先的企业：宁德时代在海外投建了 3 座生产基地，分别位于德国、匈牙利、西班牙，其中德国工厂已经投入运营，并已经开始盈利，匈牙利工厂一期预计于 2025 年投产，该工厂整体成本较德国工厂更低，预计投产后有助公司在欧洲实现本地化供应。亿纬锂能马来西亚一期消费电池工厂于 2025 年 1 季度投产，二期储能工厂按规划稳步推进，公司预计 2026 年初开始量产，支持海外全球交付。国轩高科越南工厂已顺利投产，摩洛哥基地（20GWh）和斯洛伐克基地（20GWh）预计分别于 2026 /27 年投产。宁德时代、亿纬锂能均已通过技术授权的模式与美国企业开展合作。

我们看好宁德时代（300750 CH/买入）：技术引领行业+全球化布局领先。公司深耕技术，“神行”、“天恒”、“天行”等电池产品的推出不断强化公司的竞争力；并于今年开始自建巧克力换电站以进一步拓展业务。公司近期于港股上市，可同时吸引中国内地及海外资本，支持海外产能扩张与技术研发，同时可借助欧洲本地化生产应对贸易不确定性，进一步巩固其全球龙头地位，我们看好公司长期发展。

图表 337：部分电池企业海外产能布局

公司	海外工厂	规划产能	进度
宁德时代	德国	14GWh	已投产
	匈牙利	100GWh	一期预计于 2025 年投产
	西班牙	50GWh	在建
亿纬锂能	马来西亚	年产 6.8 亿只圆柱电池	一期消费电池工厂于 2025 年 1 季度投产，二期储能工厂按规划稳步推进
国轩高科	越南	5GWh	已投产
	哥廷根	20GWh	已投产
	摩洛哥基地	20GWh	预计于 2026 年投产
	斯洛伐克基地	20GWh	预计于 2027 年投产
中创新航	葡萄牙	15GWh	预计于 2027 年实现交付

数据来源：各公司资料，交银国际

电池企业加速布局增混和商用车电池，固态电池技术正逐步突破

固态电池仍然是重点发展方向，技术突破与政策支持驱动其从实验室迈向规模化应用。2025 年 5 月，中国汽车工程学会正式发布《全固态电池判定方法》，该标准首次明确了“全固态电池”定义，要求离子传递完全通过固体电解质实现，与混合固液电解质电池形成严格技术分界，为全固态电池技术升级和产业化应用提供科学依据。通过团体标准先行先试也为后续全固态电池国家标准制定提供实践支撑。

2024 年多家车企和电池企业透露其量产能力和量产时间节点，2025 年开始，相关企业加速推进固态电池研发、上车和测试，例如宝马启动了搭载全固态电池的 i7 原型车道路测试，采用美国固态电池企业 Solid Power 研发的硫化物电解质棱柱电池；国轩高科表示金石全固态电池已开始装车路测。

在上游材料方面，恩捷股份宣布其 1,000 吨硫化物电解质中试线落地云南，为固态电池核心材料国产化提供支撑；此外，恩捷股份的控股子公司及关联公司与北京卫蓝新能源签订《采购框架协议》：2025-30 年，北京卫蓝新能源将向上海恩捷及其有控制权的关联公司预计下达半固态及全固态电池的电解质隔膜订单总计不少于 3 亿平方米。短期内半固态电池将在高端车型和储能领域率先落地，中长期全固态电池将定义下一代能源存储标准，并在低空经济、人形机器人等新兴领域开启万亿级市场。

图表 338：2025 年以来固态电池多维度迎来进展：上游材料、电池研发等

公司/学会	时间	进展
恩捷股份/卫蓝新能源	2025 年 1 月	双方签订《采购框架协议》：自 2025 年至 2030 年，北京卫蓝新能源将向上海恩捷及其有控制权的关联公司预计下达半固态及全固态电池的电解质隔膜订单总计不少于 3 亿平方米，预计下达全固态电池的电解质订单总计不少于 100 吨
恩捷股份	2025 年 2 月	宣布 1000 吨硫化物电解质中试线落地云南
长安汽车	2025 年 2 月	计划 2025 年底完成功能样车开发，2027 年实现全固态电池量产
弗迪电池	2025 年 2 月	已成功下线了一款容量为 60ah 的全固态电池中试产品，公司预计 2027 年启动批量示范装车应用，2030 年后实现大规模上车
国轩高科	2025 年 5 月	首条全固态实验线正式贯通，100%线体自主开发，设计产能达 0.2GWh，已开始装车路测
Solid Power	2025 年 5 月	宝马启动了搭载全固态电池的 i7 原型车道路测试
中国汽车工程学会	2025 年 5 月	发布《全固态电池判定方法》，首次明确了“全固态电池”定义

数据源：各公司数据，中国汽车工程学会，交银国际

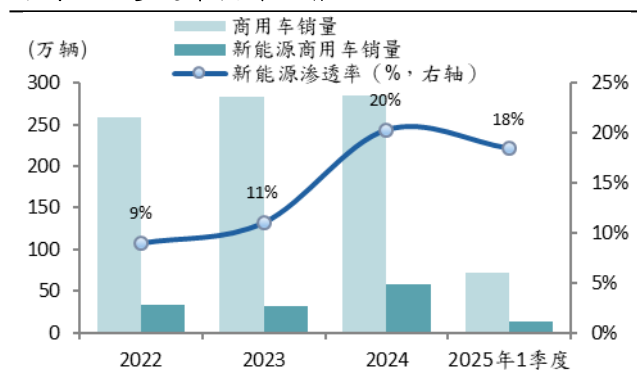
中短期，从各家电池企业产品发布来看，除了超充/快充技术，增混大电池和商用车电池成为今年电池企业加速布局的方向。

新能源商用车渗透率提升，电池企业商用车电池陆续发布。根据崔东树公众号数据，2019-21 年，新能源商用车的渗透率在 3%左右水平，2022 年达到 9%，2023 年达到 11%，2024 年达到 20%。2025 年前三个月新能源渗透率达到 20%（2024 年同期：13%），新能源商用车表现相对较强。基于新能源渗透率稳步提升，各家电池厂商正加速布局商用车电池。宁德时代于 2024 年 7 月便正式推出了“天行”品牌，同时发布“宁德时代天行轻型商用车（L）-超充版”和

汽车行业

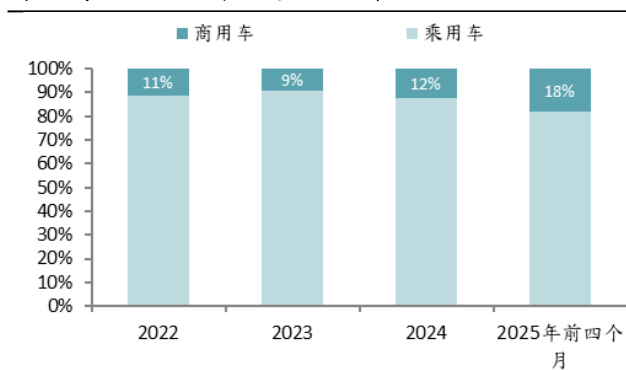
“宁德时代天行轻型商用车（L）-长续航版”两款产品。同年11月发布了重型商用车电池，包括重型商用车超充版和重型商用车长寿命版。除了宁德时代，亿纬锂能、弗迪电池、瑞浦兰钧、蜂巢能源等均在商用车领域加速布局，其中亿纬锂能于2025年5月推出8款“开源电池”新能源商用系列产品，巩固公司在该领域的地位，并计划2026年起逐步量产。

图表 339：中国商用车及新能源商用车销量：新能源商用车渗透率提升显著



数据来源：崔东树公众号，交银国际

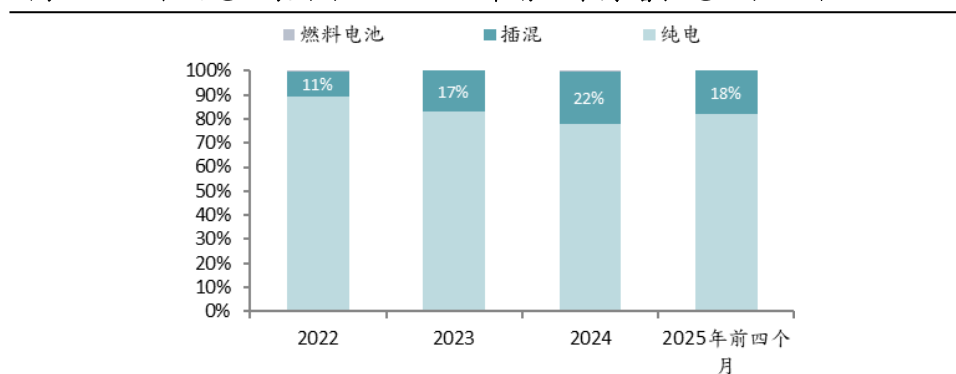
图表 340：中国电池装车量占比：2025 年前四个月，商用车电池装车量占比升至 18%



数据来源：动力电池联盟，交银国际

增混车型竞相发布，增混电池逐步走向大电池时代。随着消费者对纯电续航的需求日益增长，以及对燃油车和纯电动车型之间的选择的考虑，增混车型的大电池也逐渐成为用户的选择。增混车型大电池的出现，不仅提升了纯电续航里程，也改善了用户的用车体验，为市场带来了更多选择。2024年10月宁德时代发布了骁遥超级增混电池，纯电续航400公里以上，且兼具4C超充的增混电池。2024年以来，阿维塔、小鹏、极氪汽车、智己、埃安等纯电品牌都将增程车型提上了日程。阿维塔于2024年8月发布昆仑增程技术后，陆续上市了阿维塔 07/12/06/11 的增程车型，搭载宁德时代骁遥增混电池，电池容量可达39.05度；智己LS6增程版电池容量甚至达到了52.1度/65.9度。2024年插混电池装车量占比达到22%（2023年：18%），尽管2025年前四个月插混电池装车占比略有下滑，随着下半年更多增程车型上市以及插混电池容量提升，我们预计增程电池装车量占比有望回升。

图表 341：中国电池装车占比：2025 年前四个月增程电池占比为 18%



数据来源：动力电池联盟，交银国际

人形机器人：本体量产元年，关注零部件投资机会

政策和人工智能推动，人形机器人行业正加速向产业化临界点迈进

过去一年，中央层面发布了一系列文件以支持从事人形机器人和智能机器人应用的企业。2025 年，政府工作报告首次将“具身智慧”（Embodied Artificial Intelligence, EAI）纳入未来产业范畴，并强调大力发展智能机器人等智慧装备。地方政府积极响应中央政策，纷纷出台地方性的人形机器人产业发展规划。北京：发布《北京具身智慧科技创新与产业培育行动计划（2025-2027 年）》，明确加快危险、重复、繁重岗位作业的具身智能机器人替代。上海：正在联合组建百亿基金，帮助初创企业进入赛道。深圳：于 2025 年 3 月发布《深圳市具身智能机器人技术创新与产业发展行动计划（2025—2027 年）》，聚焦打造具身智能机器人全链条创新生态，提出以核心技术突破、产业链完善和场景规模化应用为路径，推动深圳成为全球领先的智能机器人产业高地。与此同时，人工智能的快速进步为人形机器人的研发注入了新的动力。当前，全球人形机器人产业仍处于技术突破与场景验证的初级阶段，尚未形成规模化商业应用格局。

我们认为，行业正加速迈入产业化临界点。2025 年被业界普遍誉为人形机器人的“量产元年”，多家知名厂商计划在年内开始批量交付人形机器人。特斯拉计划试点生产 Optimus，目标数千台；Figure AI 预计 3 季度生产 2 万台。宇树科技 2025 年计划交付超 500 台 H1 机器人（售价 65 万元），优必选计划于 2 季度启动 Walker S1 工业版规模化交付，目标超 500 台，2026 年计划产能提升至万台级，单价降至 50 万元以内。此外，Agility Robotics 将全面上市 Digit；1X Technologies 计划储备 1,000 台；华为试产“夸父”；魔法原子、中科惠灵、优理奇等企业也有量产计划。

图表 342：地方层面积极响应，各地陆续发布人形机器人相关支持政策

政策名称	发布机构	时间	核心内容
《深圳市关于支持智能机器人产业发展的若干措施》	深圳市工业和信息化局	2024 年	对机器人企业研发投入、首台(套)设备应用、出海拓展提供资金补贴，最高奖励 2,000 万元。
浙江省《智能机器人产业集群培育实施方案》	浙江省经信厅	2024 年 12 月	目标 2027 年集群规模突破 800 亿元，重点发展工业机器人、服务机器人及关键零部件。
上海市《人形机器人产业高质量发展行动计划》	上海市经信委	2025 年 1 月	聚焦人形机器人整机与核心零部件研发，建设长三角机器人协同创新中心，推动产学研合作。
北京市《机器人产业创新发展行动方案（2025-2027）》	北京市科委	2025 年 2 月	支持医疗、服务机器人场景示范，建设国家级机器人检验检测平台，强化知识产权保护。
《深圳市具身智能机器人技术创新与产业发展行动计划（2025-2027 年）》	深圳市科技创新局	2025 年 3 月	目标 2027 年关联产业规模超 1,000 亿元，培育百亿企业 10 家；重点突破仿生灵巧手、AI 芯片、多模态感知技术，打造公共服务平台矩阵，开放 50 个以上应用场景。

数据源：政府官网，交银国际

本土化率提升正加速，关注核心零部件国产替代的机会

此前，由于机器人本体制造环节技术路径未能达成共识，导致零部件量产进度较慢。在经历多年发展后，零部件技术路线逐渐收敛，核心零部件的标准化程度提升。例如，无框力矩电机、谐波减速器等关键部件的技术方案趋于统一，厂商可基于成熟方案快速推进生产。人形机器人可以被视为智慧汽车的升级，参考新能源汽车/智慧手机的发展，整装企业软件端倾向于自研自控，硬件端考虑性价比通常外购，中国内地企业凭借显著成本优势和在工业机器人/汽车产业的技术积累，有望占据先机充分受益，并凭借规模效应使得零部件成本快速下降。以谐波减速器为例，国产化后单价从 7,000 元降至约 2,000 元，降幅超 70%。综合考虑各零部件的价值量占比、技术难度以及国产化进度，我们认为，应该重点关注行星滚柱丝杠、六维力传感器、灵巧手、谐波减速器和空心杯电机。

图表 343：人形机器人核心零部件关注要素

核心零部件	价值量占比	技术壁垒	国产化程度	关键要素	主要厂家
行星滚柱丝杠	14%	高	约 15%	高精度、刚性、低摩擦、长寿命	海外： GSA、伊维莱、Rollvis、力士乐、CMC 中国： 南京工艺、博特精工、贝斯特、恒立液压、五洲新春、新剑传动、鼎智科技
六维力矩传感器	16%	高	约 30%	灵敏度、分辨率、实时回应、标定精度	海外： ATI 中国： 宇立仪器、蓝点触控、坤维科技、鑫精诚
灵巧手	21%	高	国内外都在起步阶段	柔性控制、抓取精度、传感器集成、回馈机制	海外： Shadow Robot、Barrett Hand、Schunk Hand 等 中国： 因时、思灵、优必选等
无框力矩电机	5%	中等	中低端国产化渗透率高	高扭矩密度、低惯量、散热及控制精度	海外： Maxon、Faulhaber、Portescap； 中国： 步科股份、昊志机电、雷赛智能等
谐波减速器	12%	中等	约 50%	零背隙、高刚性、高传动精度	海外： 哈默纳科、新宝； 中国： 绿的谐波、来福、同川、大族
空心杯电机	8%	中等	约 20%	高扭矩密度、低惯量、轻量化设计	海外： Faulhaber、Portescap、Allied Motion Technologies、Maxon Motor 及 Nidec Copal Corporation 中国： 鸣志电器、鼎智科技、兆威机电、步科股份等

数据源：MIR 睿工业，觅途咨询，交银国际

汽车行业

估值表

图表 344：估值表

公司	股票代码	货币单位	收盘价	市值 十亿美元	P/S			P/E			P/B			股息率			EV/EBITDA		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
					(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)
传统整车厂																			
吉利汽车	175 HK	HKD	17.74	22.8	0.5	0.4	0.4	11.4	9.2	7.5	1.6	1.4	1.2	2.8	3.4	4.1	5.3	3.8	2.7
比亚迪股份	1211 HK	HKD	400.60	152.4	1.1	0.9	0.8	19.9	16.4	13.8	4.5	3.7	3.1	1.4	1.7	2.0	7.4	5.9	4.5
长城汽车	2333 HK	HKD	12.40	23.2	0.7	0.6	0.6	7.6	6.6	6.0	1.1	1.0	0.9	3.8	4.1	4.6	7.0	6.2	5.3
福特汽车	F US	USD	9.98	39.7	0.2	0.2	0.2	9.6	7.5	6.7	0.9	0.8	0.8	6.7	6.0	6.3	3.1	2.7	2.3
通用汽车	GM US	USD	47.69	45.9	0.3	0.3	0.3	5.3	5.1	5.2	0.7	0.6	0.5	1.2	1.2	1.3	2.4	2.1	1.9
长安汽车	000625 CH	CNY	12.59	15.3	0.6	0.5	0.5	16.8	14.0	12.2	1.5	1.4	1.3	1.9	2.2	2.6	6.4	4.9	4.1
上汽集团	600104 CH	CNY	15.26	24.6	0.3	0.3	0.2	16.7	13.5	11.6	0.6	0.6	0.6	2.3	3.0	3.6	5.5	4.9	5.5
VOLKSWAGEN AG	VOW GR	EUR	93.90	53.5	0.1	0.1	0.1	4.9	3.7	3.1	0.3	0.2	0.2	6.1	7.6	9.2	0.8	0.8	0.7
本田技研工业株式会社	7267 JP	JPY	1423.50	52.7	0.4	0.3	0.3	7.6	6.3	6.3	0.4	0.4	0.4	5.2	5.6	5.8	7.7	7.2	7.7
丰田汽车株式会社	7203 JP	JPY	2675.00	296.1	0.9	0.8	0.8	9.9	9.0	8.8	0.9	0.9	0.9	3.6	3.8	4.0	11.3	10.5	10.3
新势力整车厂																			
特斯拉	TSLA US	USD	342.69	1,103.8	11.3	9.3	7.8	178.1	118.5	90.3	14.3	12.8	11.1	0.0	0.0	-	80.2	59.2	44.1
Rivian Automotive	RIVN US	USD	14.10	16.2	3.1	2.2	1.3	-	-	-	3.3	3.2	3.5	-	-	-	-	-	-
小鹏汽车	9868 HK	HKD	76.90	18.7	1.6	1.2	1.0	-	54.9	25.1	4.8	4.2	3.6	0.0	0.0	0.0	-	34.4	15.2
蔚来	9866 HK	HKD	27.50	7.9	0.6	0.5	0.4	-	-	-	9.8	-	-	0.0	0.0	0.0	-	-	-
理想汽车	2015 HK	HKD	116.40	31.8	1.4	1.1	0.9	21.7	15.5	12.5	3.8	3.2	2.8	0.0	0.1	0.1	11.5	6.5	4.0
零跑汽车	9863 HK	HKD	57.70	9.8	1.1	0.8	0.7	183.0	29.3	14.9	6.7	5.4	4.0	0.0	0.0	0.0	53.6	14.1	5.9
工程机械																			
中国重汽	3808 HK	HKD	20.05	7.1	0.5	0.4	0.4	7.4	6.6	6.0	1.1	1.0	0.9	7.3	8.5	9.2	4.1	2.5	2.3
三一重工	600031 CH	CNY	18.42	21.7	1.8	1.5	1.4	18.6	14.9	12.3	2.0	1.9	1.7	2.4	2.9	3.4	12.5	9.9	8.3
恒立液压	601100 CH	CNY	66.70	12.4	8.5	7.4	6.6	31.6	27.0	23.9	5.0	4.4	3.9	1.1	1.3	1.5	23.9	19.9	17.3
山推股份	000680 CH	CNY	8.91	1.9	0.9	0.8	0.7	10.2	8.6	7.3	2.0	1.7	1.4	2.3	2.6	3.1	6.4	5.5	4.6
柳工	000528 CH	CNY	9.84	2.8	0.6	0.5	0.4	9.7	7.3	5.9	1.0	0.9	0.8	3.6	4.7	5.6	6.9	5.2	4.2
潍柴动力	2338 HK	HKD	15.50	18.1	0.6	0.5	0.5	9.8	8.5	7.9	1.3	1.2	1.1	5.4	6.7	7.3	4.1	3.1	2.6
两轮车																			
小牛电动	NIU US	USD	3.47	0.3	0.4	0.3	0.2	16.2	11.7	8.3	1.9	1.6	-	0.5	0.8	1.7	-	-	-
绿源集团控股	2451 HK	HKD	8.01	0.4	0.5	0.4	0.4	17.1	13.7	11.8	1.9	1.7	1.6	3.1	4.0	4.6	9.7	9.6	7.0
雅迪控股	1585 HK	HKD	12.56	5.0	0.9	0.8	0.7	12.5	10.5	8.9	3.4	2.9	2.3	4.0	4.8	5.7	6.4	5.0	3.3
九号公司	689009 CH	CNY	66.60	6.6	2.5	2.0	1.6	27.8	21.0	15.8	6.5	2.7	4.3	2.3	3.1	3.8	18.1	12.9	9.1
爱玛科技	603529 CH	CNY	36.86	4.4	1.2	1.0	0.9	12.4	10.5	9.0	2.9	2.4	2.1	3.2	3.3	4.3	11.8	10.5	10.2
电池																			
宁德时代	300750 CH	CNY	251.15	159.9	2.6	2.2	1.9	17.0	14.0	11.8	3.7	3.2	2.7	2.4	3.0	3.6	9.6	7.6	6.1
国轩高科	002074 CH	CNY	24.56	6.2	1.0	0.8	0.7	31.1	22.1	16.6	1.6	1.5	1.4	0.9	1.2	1.5	13.9	11.6	10.2
欣旺达	300207 CH	CNY	18.42	4.7	0.5	0.4	0.4	15.3	12.5	10.5	1.3	1.2	1.1	1.4	1.8	3.3	9.7	8.2	6.2
中创新航	3931 HK	HKD	16.28	3.7	0.7	0.6	0.5	16.6	11.8	8.4	0.7	0.7	0.6	0.1	0.4	0.7	-	-	-
瑞浦兰钧	666 HK	HKD	11.16	3.2	1.1	0.9	0.7	-	-	-	0.6	0.6	0.6	-	-	-	30.9	19.8	15.0
亿纬锂能	300014 CH	CNY	45.01	12.8	1.4	1.2	1.0	17.3	13.1	10.7	2.2	1.9	1.7	1.3	1.8	2.2	12.3	9.4	7.5
机器人																			
优必选	9880 HK	HKD	81.80	4.6	16.3	10.2	6.0	-	-	-	21.9	23.0	27.4	0.0	0.0	0.0	-	-	-
小米集团	1810 HK	HKD	53.20	176.0	2.6	2.1	1.8	31.0	24.3	19.5	5.3	4.3	3.5	0.0	0.0	0.0	24.5	18.2	14.0
贝斯特	300580 CH	CNY	24.06	1.7	6.8	5.7	5.2	32.6	26.9	15.7	3.5	3.2	2.9	0.9	0.9	0.9	19.3	16.7	-
绿的谐波	688017 CH	CNY	117.48	3.0	43.9	32.8	24.6	196.8	134.6	110.8	6.8	6.6	5.4	0.2	0.3	0.4	135.2	97.4	70.5
禾赛科技	HSAI US	USD	18.65	2.5	5.4	3.9	2.8	66.8	30.1	18.4	4.1	3.6	3.0	0.0	0.0	0.0	41.1	18.5	11.4
速腾聚创	2498 HK	HKD	32.05	1.9	5.4	3.8	2.8	-	147.6	32.9	4.5	4.8	2.8	0.0	0.0	0.0	-	127.2	25.5

资料来源：彭博，交银国际 *数据截止 2025 年 6 月 3 日收盘

汽车行业

图表 345：交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3931 HK	中创新航	买入	16.78	24.77	47.6%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	251.50	314.11	24.9%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	46.12	56.51	22.5%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	24.99	29.07	16.3%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.08	14.25	28.6%	2025 年 03 月 27 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	66.36	73.29	10.4%	2025 年 04 月 30 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.56	19.84	57.9%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.00	7.16	-10.5%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	19.66	26.45	34.5%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.22	20.50	34.7%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	412.00	503.25	22.1%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	28.50	48.96	71.8%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	18.10	22.50	24.3%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	79.30	134.69	69.8%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.52	17.36	38.7%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	116.80	103.67	-11.2%	2025 年 05 月 30 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.73	3.34	22.3%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 5 日

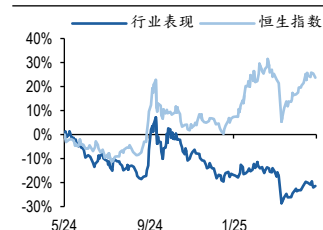
新能源行业

行业评级
领先

2025 下半年展望：不确定性下机遇仍存，把握分红的稳定性

- ④ **运营商：新政下挑战与机遇并存，分红水平较有确定性。**自 2025 年 136 号文出台，我们认为新能源运营商的中长期策略应有明显转变。因消纳水平及电价的不确定性，对运营商项目管理及开发的要求应有所提高。同时，我们预期 2025 年后，运营商的装机发展计划或将有较大差异化。目前我们认为股息率及盈利稳利性是投资者短期较关心的因素。
- ④ **光伏：产能出清仍需时间，股价下跌带来龙头布局机遇：**我们预计产能出清仍将主要通过市场化手段完成，因此价格或将在底部维持一段时间，2H25 光伏行业仍将亏损，但将加速产能出清，2026 年将会有较多产能被迫永久关停，行业有望出现实质性反转。光伏玻璃方面，我们预期价格强劲反弹后投产较多，但由于燃料价格下跌，目前盈利有明显好转。多晶硅板块方面，我们预期颗粒硅盈利优势凸显，并有望继续扩大。
- ④ **风电：新增装机量开始与新电价机制进行博弈。**我们预计风电 2025 年新增装机将同比增长 23%至 98GW。唯过去装机年度过后出现调整的可能性较高，同时亦取决于新政策后增量项目电价水平再作考虑，我们保守估计 2026 年内地风电新增装机量将同比小幅下跌 5%至 93GW。同时，整机商的风机销售毛利率水平仍取决于个别公司在海风/海外机组的发货进度。
- ④ **板块顺序：运营商>光伏玻璃>多晶硅>逆变器>电池片：**我们认为运营商平均有 40%/5%以上的分红比率/股息率，较具防守性，我们首选**中国电力（2380 HK/买入）**，预期 2Q25 火电点火价差环比提高，提升盈利稳定性，同时公司水电重组带来估值提升的机会。我们亦看好股息政策在子行业中最优的**京能清洁能源（579 HK/买入）**。**光伏玻璃**产能有望减少，行业恢复供需平衡的确定性更高，我们首选 1Q25 率先扭亏的**福莱特（6865 HK/买入）**。**多晶硅**板块中颗粒硅盈利优势凸显及 1Q25 EBITDA 率先转正的**协鑫科技（3800 HK/买入）**值得投资者优先关注。

行业与大盘一年趋势图



资料来源：FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
华润电力	836 HK	买入	23.06	20.40	2.639	2.936	7.7	6.9	0.99	0.91	5.2
阳光电源	300274 CH	买入	72.50	60.56	6.045	6.060	10.0	10.0	2.68	2.20	2.0
中国电力	2380 HK	买入	3.77	3.20	0.356	0.429	8.3	6.9	0.87	0.82	6.4
福莱特玻璃	6865 HK	买入	11.30	8.22	0.381	0.800	19.8	9.4	0.79	0.74	1.0
协鑫科技	3800 HK	买入	1.49	0.85	-0.056	0.079	NA	9.9	0.60	0.56	0.0
爱旭股份	600732 CH	买入	12.85	11.39	-0.376	0.919	NA	12.4	7.26	4.75	0.0
龙源电力	916 HK	买入	7.81	6.74	0.803	0.857	7.7	7.2	0.67	0.62	3.9
信义光能	968 HK	买入	4.28	2.38	0.243	0.366	9.0	6.0	0.66	0.62	5.3
钧达股份	002865 CH	买入	50.39	39.66	-0.502	4.927	NA	8.0	2.30	1.85	0.0
信义能源	3868 HK	买入	1.17	0.97	0.115	0.119	7.7	7.5	0.57	0.55	6.5
京能清洁能源	579 HK	买入	3.03	2.50	0.437	0.490	5.2	4.7	0.53	0.50	7.6
大唐新能源	1798 HK	买入	2.65	2.28	0.310	0.341	6.8	6.1	0.74	0.68	5.0
新特能源	1799 HK	买入	6.28	4.19	-0.422	0.806	NA	4.8	0.17	0.17	0.0
固德威	688390 CH	中性	43.30	38.86	0.702	1.883	55.4	20.6	3.27	2.90	0.4
凯盛新能	1108 HK	中性	3.47	3.64	-0.390	-0.068	NA	NA	0.57	0.58	0.0
平均							13.8	8.6	1.51	1.23	2.9

资料来源：FactSet，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

运营商－新政下挑战与机遇并存，分红水平较有确定性

风电及光伏项目将从增量走向质量提升

自 2025 年 136 号文（《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》）出台，我们认为新能源运营商的中长期策略应有明显转变。136 号文明确推动风电和光伏项目向市场化价格竞争转型，从以往对上网电价偏向保障性的政策，转变至以消纳及电价市场化为主体，推动新能源发电的“定价+竞价”机制。

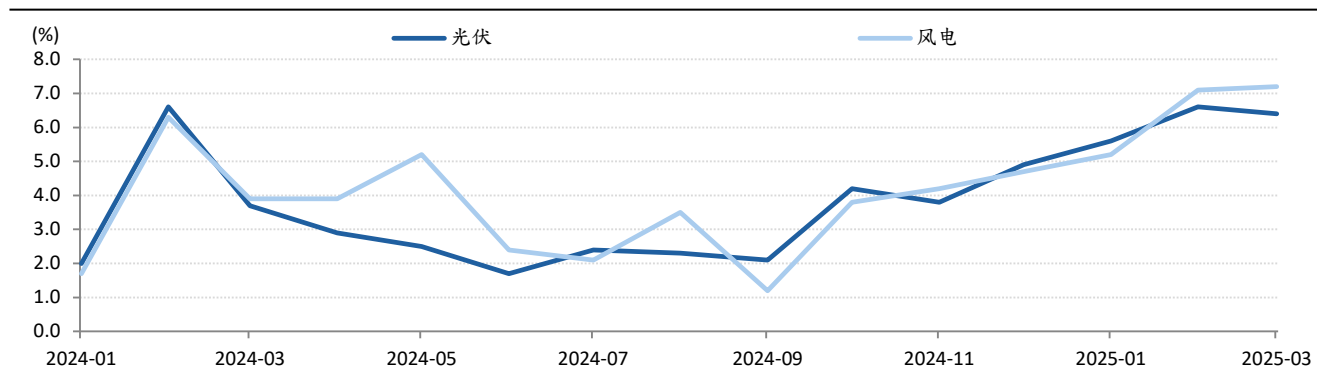
自今年 6 月开始新增风电和光伏项目将归类为增量项目，上网电价将以竞价模式订出，对新投产的风/光项目将有较过往严格的电价考核，运营商能否获取具优质风/光资源的项目将成为日后新增装机量的关键，迫使企业优化内部管理，并主动应对电力（量/价）的波动，企业需要依靠自营交易和参与市场竞争来争取收益。

存量项目方面，在市场化定价进一步扩大下，我们认为在短期内会压缩部分资源未如理想的项目收益，如在新机制下不能保有合理的项目回报，将面临出售项目的压力。这一变化有利于推动产业的整合，促使风电和光伏领域形成更高的集中度与规模效应。

我们认为具备较强技术实力、运营能力和规模优势的龙头企业，才能在转型过程中占据先机，进一步提升产业竞争力同时，亦对运营商降本增效方面的投入和改革力度起关键作用，长远来看亦有助于产业升级和稳定发展。

对于新能源面临的消纳问题，国家能源局去年 6 月发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，降低风/光项目利用率目标要求，能释放新能源装机空间，将保障新增装机持续增长。根据全国新能源消纳监测预警中心的数据，内地光伏及风电的限电率自 3Q24 约 2-3% 开始缓慢上升至 1Q25 的 6-7%，我们认为 4Q24 新增风/光项目集中并网是主要原因。我们预期仍有部份资源较优的项目，为纳入存量项目而赶在 6 月前并网，因此判断年内风/光项目的限电率较大机会维持在 6% 以上。

图表 346：中国内地风/光项目限电率自 3Q24 后缓慢上升



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，交银国际

新能源行业

预料投资者仍关注运营商的股息率变动及新政推出后的盈利稳定性

我们认为以下因素仍为对于运营商的主要关注点：

- ④ **股息率**：经过连续两年积极提高分红比率后，我们认为运营商在 2025/26 年度将较重视分红比率的维持，因为在 2025 年运营商的装机计划仍在较高水平，相信在 2026 年调整装机节奏后才较有可能再次提升分红比率，目前在我们覆盖范围内，京能清洁能源是唯一一家公司给出 2025-27 年分红比率按年提升的指引。即使如此，基于大盘波动仍受较多外部因素影响，我们认为覆盖范围内的运营商目前平均约 6% 的股息率仍有吸引力。
- ④ **盈利稳定性**：目前我们覆盖的运营商主要为 2024 年因风速同比下降而受影响的运营商，因为 2024 年前四个月利用率高基数的影响，我们覆盖的运营商风光项目在 1H25 发电同比增长未见明确。虽然如此，2H25 的项目利用率基数应与去年相若。其次，在 136 号文出台后，运营商对优质项目已加快安排在今年 6 月前完工，或推动 2H25 的发电量增厚，因此我们认为，运营商 2H25 发电量的同比增长或能抵销平均上网电价的波动，提高盈利稳定性。
- ④ **政策预期**：自 136 号文出台后，我们预期市场仍关注各省对存量项目机制电价的实施，同时关注增量项目竞价的结果，有助分析项目回报。至于对具补贴的新能源项目的核查结果及由中央政府一次性加快发放补贴，目前运营商管理层均表达较保守的态度，目前未明确是否在今年有新的进展。

图表 347：运营商板块分红及盈利增长分析

年结 12 月 31 日		——盈利同比 (%)——			——分红比率 (%)——			分红比率变化(ppts)		——股息率 (%)——	
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
运营商											
龙源	916 HK	2.0	5.2	6.7	30.0	30.0	30.0	0	0	3.9	4.2
大唐新能源	1798 HK	(1.8)	14.8	9.4	34	34	34	0	0	5.0	5.5
华润电力	836 HK	10.8	6.2	11.2	40.1	40	40	0	0	5.1	5.6
中国电力	2380 HK	31.4	25.9	20.5	75(*)	53	50	-18.0	-3.0	6.3	7.2
京能	579 HK	6.1	11.1	12.0	36.3	40.0	42.0	3.6	2.0	7.7	9.0
信义能源	3868 HK	-13.2	21.8	3.4	49	50	50	10	0.0	6.3	6.3
平均		5.9	14.2	10.5	37.9	41.2	41.0	-0.7	-0.2	3.9	4.2

资料来源：各公司资料，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 5 日收盘价 (*) 包括特别股息

新能源行业

2025 年后运营商的装机发展计划或将有较大差异化

以下我们梳理了覆盖范围内主要运营商的装机发展的差异及融资情况：

- ⊕ **中国电力—未来重点在水电资产重组：**未来 2-3 年持有的 A 股公司作为水电发展的平台，后续估计将有约 20GW 的资产注入机会。
- ⊕ **龙源电力—母公司资产注入+以大代小改造：**公司在 2024 年 10 月启动收购母公司约 2GW 的风光项目，短期内仍有另外 2GW 可注入。另外公司较同业积极推动以大代小的老风场技术改造。
- ⊕ **华润电力—分拆新能源业务，回 A 计划稳步推进：**公司在今年仍保持较同业积极的风/光新增装机目标，目前分拆新能源业务回 A 股上市已获接纳，将对公司在新能源业务的资本开支有所补充。
- ⊕ **大唐新能源—开始推动以大代小改造：**目前母公司并没有资产注入的计划，而外部并购则取决于项目估值。对于以大代小的进展，公司表示目前有两个项目获得批复，预期在改造后利用小时将有较大提升，全投资收益率在 9% 水平。
- ⊕ **京能清洁能源—自建项目稳步推进：**公司股权激励计划有 2026 年清洁能源总装机达 23GW 的目标，但我们估计仍需要配合外部并购才较有可能达标。总体上我们认为公司未来三年的风/光自建项目应在每年 3GW 或以上。

图表 348：主要运营商新增风光装机预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新装机 (GW)					
龙源	4.5	5.5	6.0	6.5	7.0
大唐新能源	1.2	3.4	3.0	3.5	4.0
华润电力	5.3	7.8	9.5	10.0	10.0
中国电力(*)	13.4	5.5	6.5	7.5	7.5
京能	0.8	2.6	3.7	3.7	3.0

资料来源：各公司资料，交银国际预测 *清洁能源在总装机的占比，计及收购

图表 349：运营商股本融资分析

年结 12 月 31 日	— 负债/总股本比率(%) —			收购资产可能性	融资意愿
	2025E	2026E	2027E		
龙源	157	151	144	推进收购母公司资产	较倾向 A 股增发
大唐新能源	178	183	187	没有明确意向	没有明确意向
华润电力	166	165	157	没有明确意向	分拆新能源业务回 A
中国电力	171	168	161	注入水电资产	目标整体回 A
京能	130	135	135	没有明确意向	没有明确意向

资料来源：各公司资料，交银国际预测

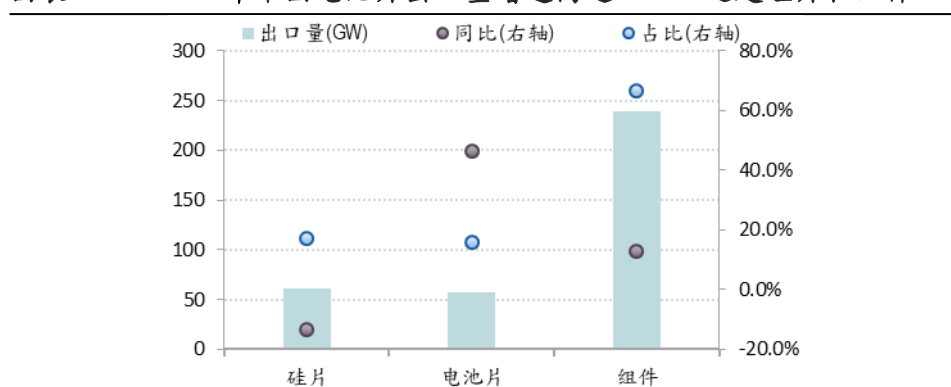
光伏：产能出清仍需时间，股价下跌带来龙头布局机遇

2024 年光伏需求保持快速增长，电池片出口量大增

据中国光伏行业协会统计，2024 年全球光伏新增装机约 530GW，同比增长 36%，其中中国新增 278GW，同比增长 28%，超市场预期，海外 252GW，同比增长 45%，主要市场中印度、美国、巴西、巴基斯坦等增速较快。

出口方面，2024 年中国光伏硅片/电池片/组件出口量为 60.9/57.5/238.8GW，同比-13%/+46%/+13%，电池片增速高于组件和硅片，在光伏主材出口量中的占比同比提升 4 个百分点至 16%，反映海外组件本土制造取得明显成效但电池片则仍高度依赖中国。

图表 350：2024 年中国电池片出口量增速高达 46%，远超硅片和组件



资料来源：中国光伏行业协会，交银国际

新政导致的抢装结束后需求或将短期承压

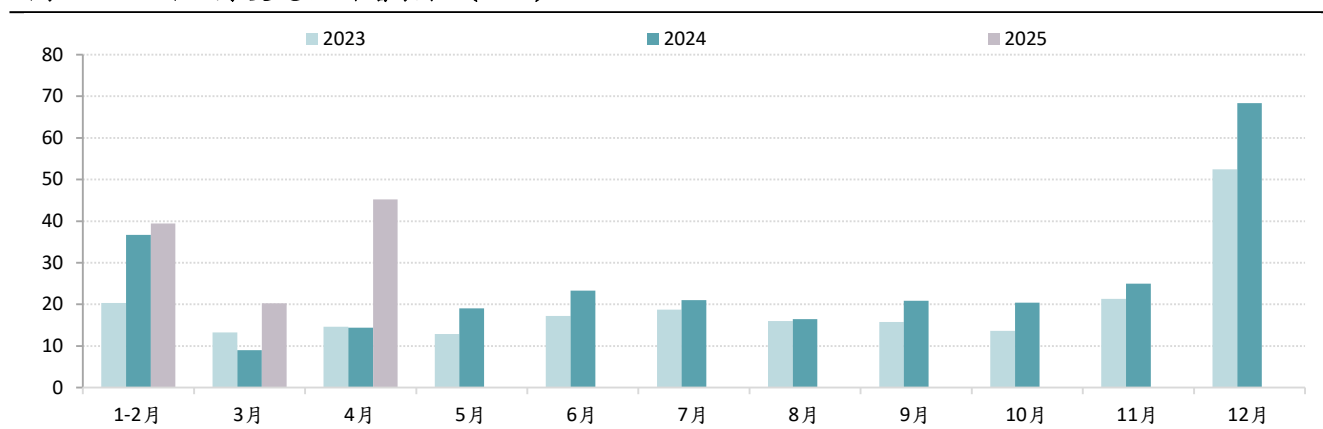
今年 1 月国家能源局修订印发《分布式光伏发电开发建设管理办法》，取消工商业分布式的全额上网模式。我们预计这将导致未来可开发的分布式项目规模减少。同时今年 2 月国家发改委与国家能源局联合发布 136 号文，6 月 1 日起投产的增量项目的机制电价由全省竞价形成。我们预计这将导致增量光伏项目上网电价下降和不确定性提高，降低光伏装机积极性。

受以上 2 项新政推动，光伏项目尤其是建设周期较短的分布式项目有较大动力在 5 月 1 日和 6 月 1 日的新老划断时点前抢装并网，推动短期需求大幅增长。2025 年前四个月中国内地新增光伏装机 104.9GW，同比大增 75%，其中 4 月高达 45.2GW，同比大增 215%，抢装力度较大。随着抢装结束，我们预计 6 月起需求将出现短暂调整，待各省机制电价细则公布后才将逐步恢复。

预计 2025 年全球需求同比增速放缓

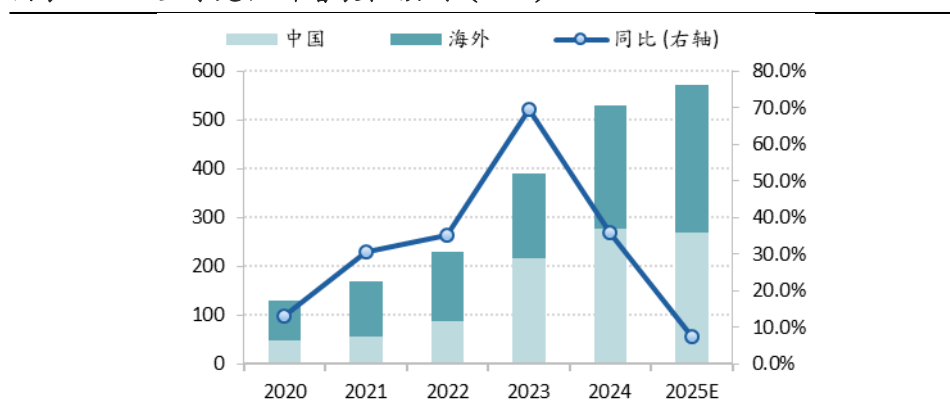
我们预计 2025 年中国内地新增光伏装机约 270GW，同比下降 3%，海外新增装机同比增长 19%至 300GW，其中印度、巴基斯坦、中东等新兴市场增长迅猛，预计 2025 年全球新增装机将同比增长 8%至 570GW，增速相比 2024 年的 36% 放缓。

图表 351：内地月度光伏新增装机（GW）



资料来源：国家能源局，交银国际

图表 352：全球光伏新增装机预测（GW）



资料来源：中国光伏行业协会，交银国际预测

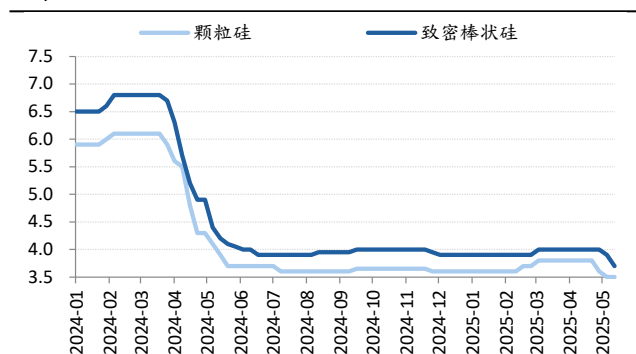
新能源行业

市场化出清下 2026 年行业有望实质性反转

随着行业亏损日益严重，2024 年 11 月工信部将光伏制造行业规范条件由 2021 年本更新至 2024 年本，提高产品技术要求，2025 年 2 月 10 日国常会研究化解重点产业结构性矛盾政策措施。我们预计进一步提高技术、能耗标准或将是未来较可能实施的政策。

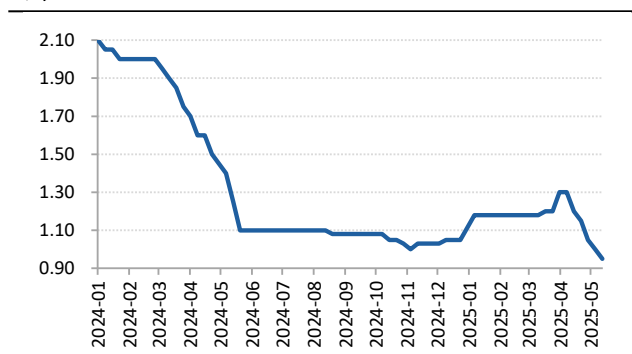
我们预计光伏行业的产能出清仍将主要通过市场化手段完成，因此需要价格在底部维持一段时间，2H25 光伏行业亏损仍将较为严重，但将加速产能出清，2026 年将会有较多产能被迫永久关停，行业有望出现实质性反转。

图表 353：中国内地多晶硅价格走势（万元/吨）



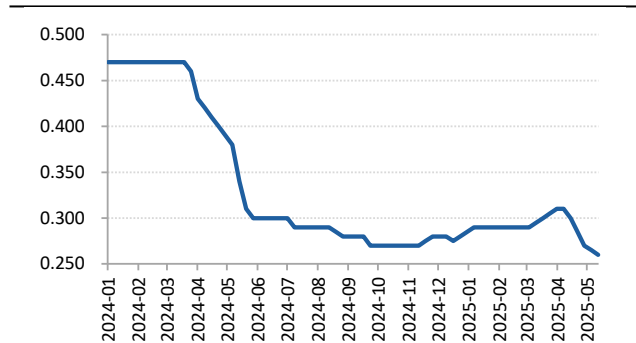
资料来源：Infolink，交银国际

图表 354：中国内地 N 型硅片价格走势（元/片）



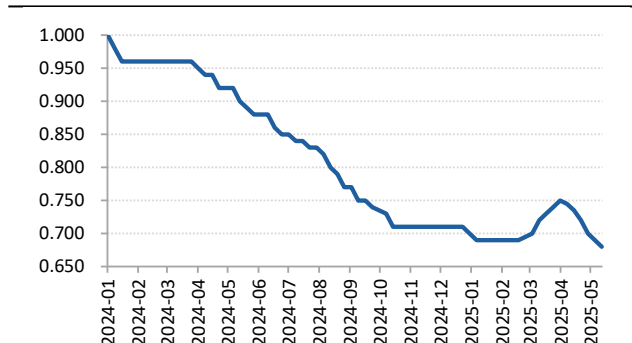
资料来源：Infolink，交银国际

图表 355：中国内地 TOPCon 电池片价格走势（元/W）



资料来源：Infolink，交银国际

图表 356：中国内地 TOPCon 组件价格走势（元/W）



资料来源：Infolink，交银国际

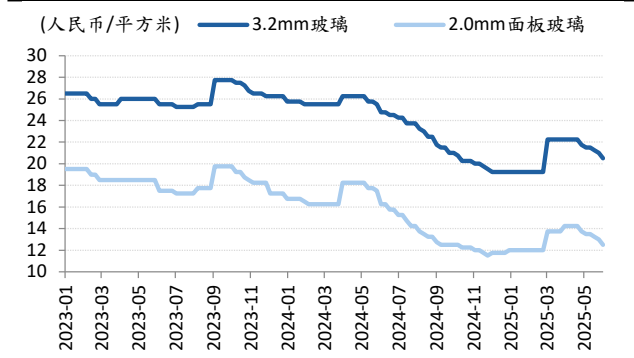
新能源行业

光伏玻璃：价格强劲反弹后投产较多，但补充产能置换手续有望导致未来供给明显减少

受行业冷修加速推动光伏玻璃中国内地名义在产产能由 2024 年 6 月底最高点 11.5 万吨降至今年 1 月末的 8.9 万吨，今年 3-4 月的抢装进一步扩大了供需差，行业库存天数由 11 月高峰的 39 天大幅下降至 4 月初的 26 天，推动 2.0 毫米光伏面板玻璃价格由今年 2 月的 12 元/平米强劲反弹至 4 月的 14 元/平米。利润率大幅回升推动 3 月以来行业点火 1.2 万吨，且均为二三线企业，预计在产产能目前增至 10 万吨。考虑新产能爬坡期，我们预计供给将从 6 月起明显增加。随着抢装接近尾声，行业库存从 4 月中旬开始由减转增，2.0 毫米玻璃价格目前已回落至 12.5 元/平米，我们预计玻璃价格或将回落直至供给再度收缩。但由于燃料价格下跌，目前盈利仍明显好于 3 月价格大涨前。

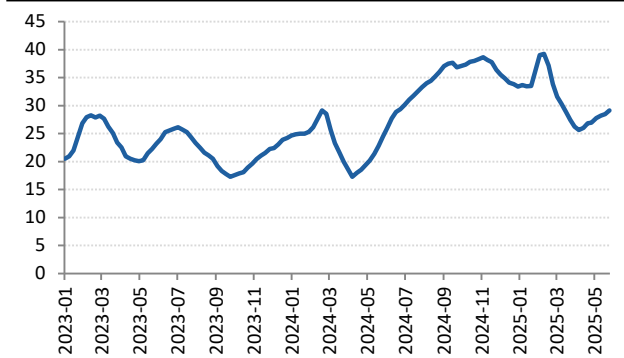
我们预计补充产能置换手续有望导致未来供给明显减少。目前政策要求，窑炉冷修前需补充产能置换手续，否则不能重新点火。根据各省工信厅公告，该类项目产能合计高达 3.8 万吨（占中国内地在产产能 38%），但目前可供置换的停产产能仅有约 2 万吨，因此我们预计将有 1-2 万吨在产产能在 2026 年及之后冷修后无法再复产，届时供给有望明显减少并实现供需平衡。

图表 357：中国内地光伏玻璃价格走势



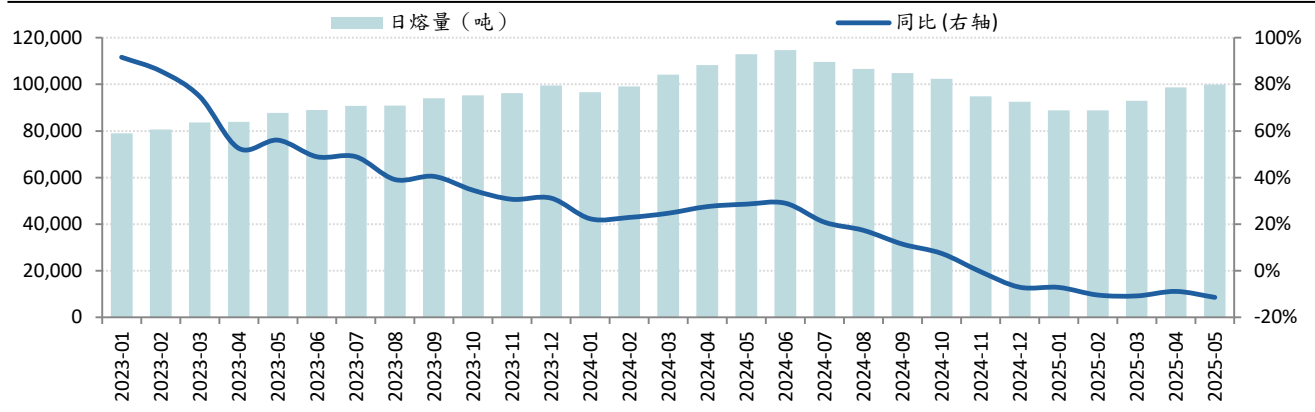
资料来源：卓创资讯，交银国际

图表 358：光伏玻璃行业库存天数



资料来源：卓创资讯，交银国际

图表 359：中国内地光伏玻璃日熔量变化



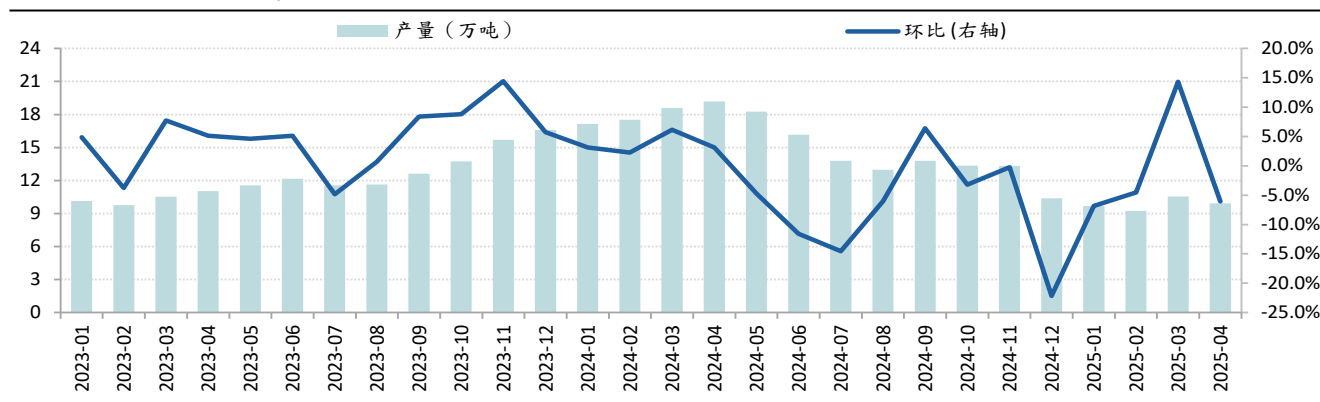
资料来源：卓创资讯，交银国际

新能源行业

多晶硅：颗粒硅盈利优势凸显并有望继续扩大

多晶硅 2024 年 5 月起持续减产，2025 年 2 月产量最低降至 9.2 万吨，相比最高点降幅 52%。由于库存较多，本轮抢装也仅推动多晶硅价格小幅反弹。随着抢装接近尾声，多晶硅价格 2025 年 5 月以来下跌，但由于成本下降，目前单吨生产现金亏损仍明显小于 2024 年低点。根据硅业分会信息，2025 年行业暂无新增复产计划，均为产能置换，甚至是以小产能替代大产能，供给将保持低位，有望推动多晶硅价格企稳。

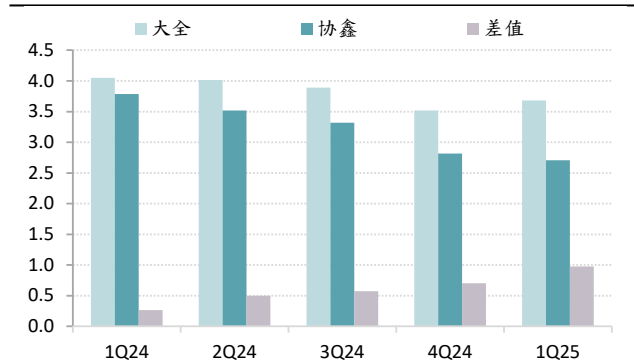
图表 360：中国内地多晶硅月产量



资料来源：硅业分会，交银国际

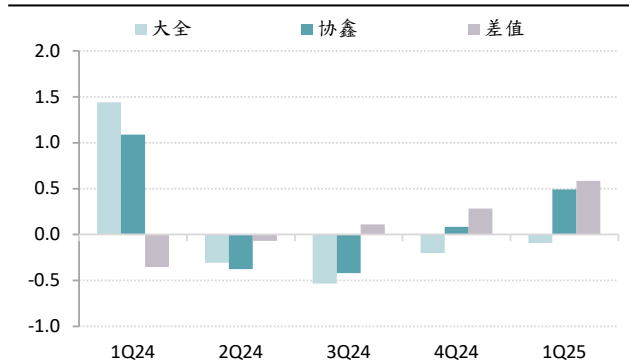
我们预计多晶硅价格仍将在底部维持较长时间以实现市场化出清。近一年来协鑫科技颗粒硅的盈利优势有望进一步扩大，1Q25 公司生产现金成本（含研发）同比下降 28% 至 2.71 万元/吨，持续保持行业最低。由于成本下降及售价回升，协鑫颗粒硅的单吨生产现金利润由 3Q24 低点的 -0.42 万元迅速回升至 1Q25 的 0.49 万元，在 1Q25 成为多晶硅行业首家 EBITDA 转正的企业（5.05 亿元）。在成本优势扩大和折价收窄下，公司单吨生产现金利润由 1Q24 比大全新能源低 0.35 万元转为 1Q25 比后者高 0.58 万元，盈利优势凸显。此外，协鑫多晶硅产能的折旧年限仅 9-10 年，明显短于其他棒状硅龙头公司的 12-15 年，会计上更加谨慎，实际盈利优势更大。

图表 361：协鑫和大全现金成本（万元/吨）



资料来源：各公司资料，交银国际

图表 362：协鑫/大全生产现金利润（万元/吨）



资料来源：各公司资料，交银国际

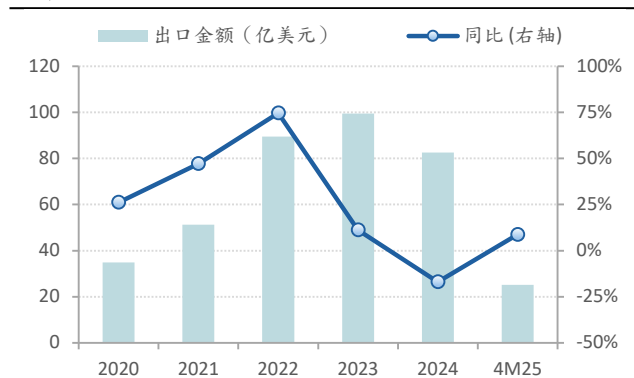
新能源行业

逆变器：对欧出口明显恢复，大储面临竞争和贸易不确定性

由于欧洲户储去库存，2024年逆变器出口金额出现近年来首次同比下降（-17%至82.6亿美元）。但随着库存见底，欧洲需求近期明显恢复，2025年4月对欧出口金额同比大增24%至3.7亿美元。在低基数下，2025年前四个月出口金额同比增长9%至25.1亿美元，单月同比增速已连续十个月为正。另一方面，需求快速增长的大储市场则面临竞争和贸易不确定性。阳光电源2024年储能系统毛利率高达36.7%，在高基数下同比仍提高4.1个百分点。在高利润率吸引下，近期宁德时代等电池厂商通过低价策略快速向下游扩展至公司所在的储能系统交流侧市场，公司在海外的最大竞争对手特斯拉的上海储能系统工厂（年产能40GWh）也已于2025年2月投产，我们预计将导致竞争加剧，公司目前的高毛利率或有所调整。

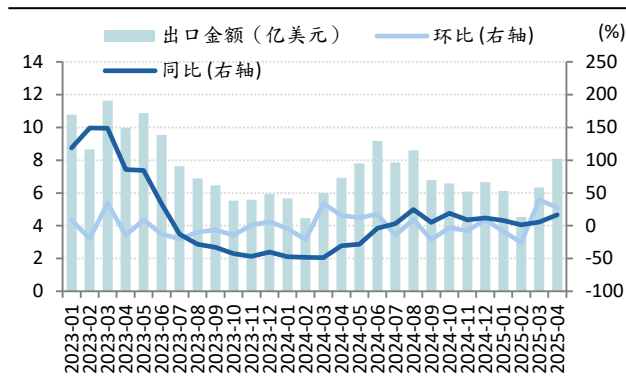
目前储能系统仍通过中国产能出口美国，被征收7.5%的301关税（2026年起将提升至25%），今年加征20%的芬太尼关税和34%的“对等关税”后，出口成本有所上升。但阳光电源的储能系统海外产能即将于今年底前投产，届时关税可大幅降低，我们认为整体影响可控。

图表 363：中国内地逆变器出口金额



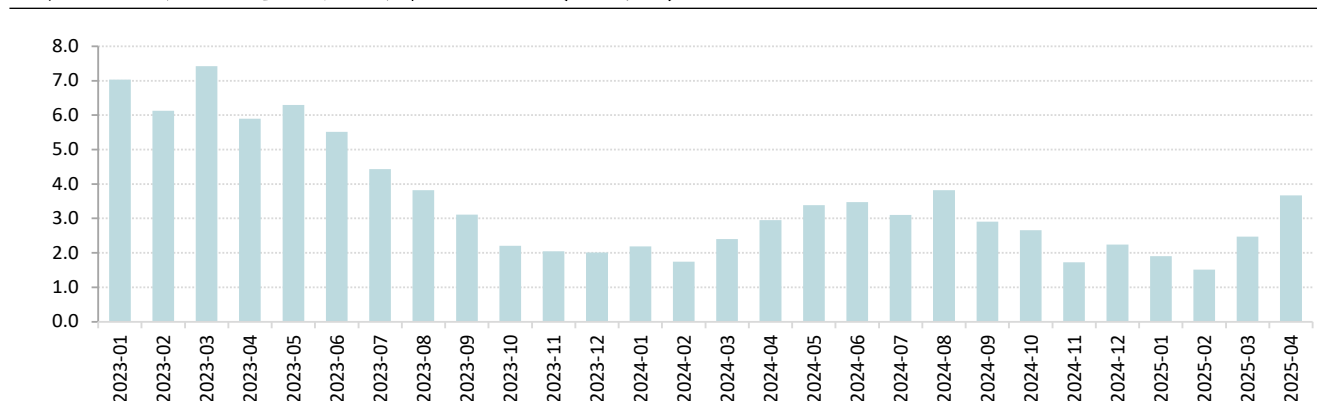
资料来源：海关总署，交银国际

图表 364：中国内地逆变器月出口金额



资料来源：海关总署，交银国际

图表 365：中国逆变器对欧洲月出口金额（亿美元）



资料来源：海关总署，交银国际

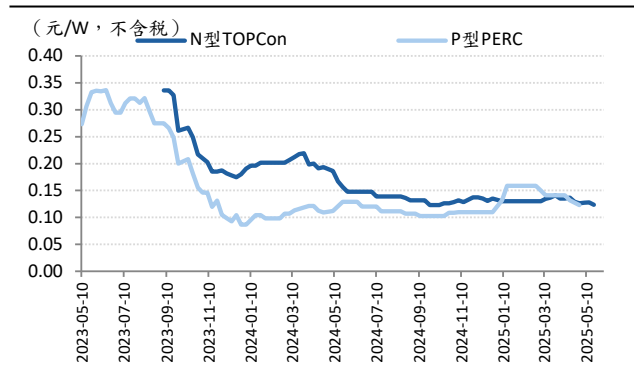
新能源行业

电池片：融资支持下产能出清拉长，关注中东建厂和 BC 技术

随着行业自律减产，TOPCon 电池片价格 2024 年 11 月以来由最低点 0.27 元/W 触底反弹，并在抢装推动下 2025 年 4 月初最高涨至 0.31 元/W，行业亏损大幅收窄。随着近期抢装接近尾声，电池片价格近期有所回落。

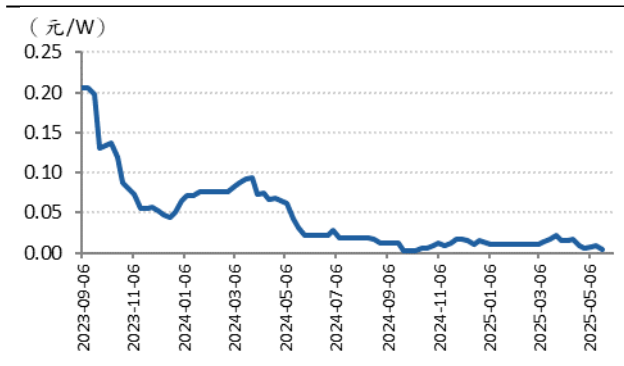
从电池片-硅片价差来看，2024 年 10 月至 2025 年 3 月持续回升，4 月以来有所回落，但由于上游硅片价格跌幅大于电池片，目前价差仍略高于 2024 年低点，且近期已基本企稳。我们测算目前 TOPCon 先进产能单 W 现金利润接近 0，毛利则为负。

图表 366：电池片-硅片价差



资料来源：Infolink，交银国际

图表 367：TOPCon 先进产能单 W 现金利润测算



资料来源：Infolink，交银国际

我们看到近期部分企业获得融资支持，例如 2024 年电池片出货排名第二的中润在终止 A 股 IPO 后今年 3 月港股递表，另一同样终止 A 股 IPO 的老牌龙头润阳获地方国资控股后进行债转股，出货排名第一的通威近期公告子公司将获金融资本增资不超过 100 亿元。在地方国资和资本市场融资支持下，我们预计产能出清时间或将拉长。

在市场竞争下，出口成为企业获取超额利润的重点。海外大部分地区售价比中国高出约 0.02 元/W，美国市场售价更高达 0.12 美元/W。

海外组件本土制造趋势下电池片出口量快速增长，2024 年大增 46%，1Q25 继续大增 51%。同时，钧达股份计划在中东建厂，建成后可专供出口美国，有望在几年内充分享受较低关税及美国市场的高额利润，成为重要业绩增长点。

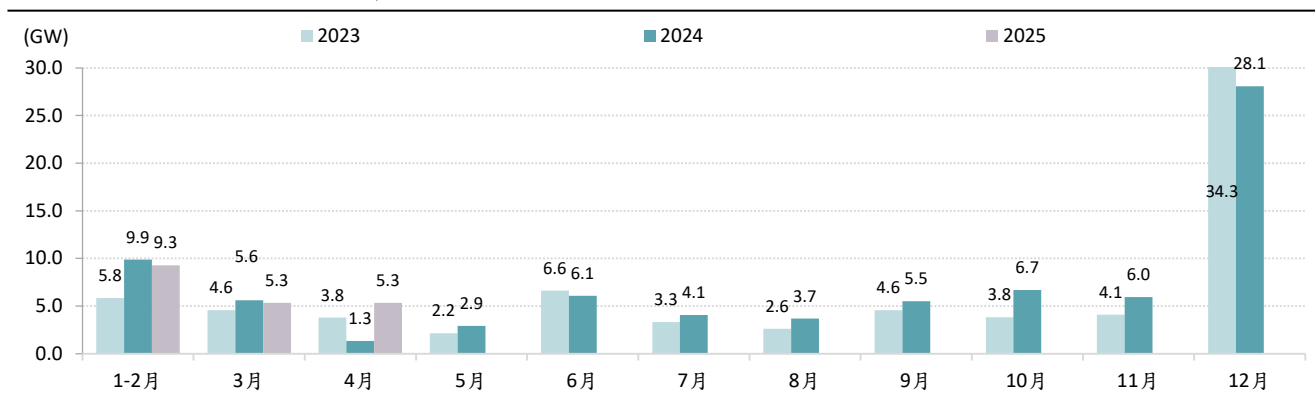
风电：新增装机量开始与新电价机制进行博弈

年中小抢装可见度高，2026 年新增装机可能同比小幅回落

2024 年，中国内地风电全年装机量接近 80GW，同比上升约 5%，其中海上风电约占 4.0GW。今年前四个月，中国内地风电新增装机同比上升 18.5% 至 20GW，我们认为在 6 月前因为 136 号文的项目分界线而出现小型抢装，同时，预计行业主要运营商仍维持原十四五装机计划，我们预计风电 2025 年新增装机将同比增长 23% 至 98GW。过去装机年度过后，新增装机量出现调整的可能性较高，同时运营商近期已按资源优良排序装机先后，明年的新增装机量亦取决于新政策后增量项目电价水平再作考虑，我们保守估计 2026 年中国内地风电新增装机量将同比小幅下跌 5% 至 93GW。

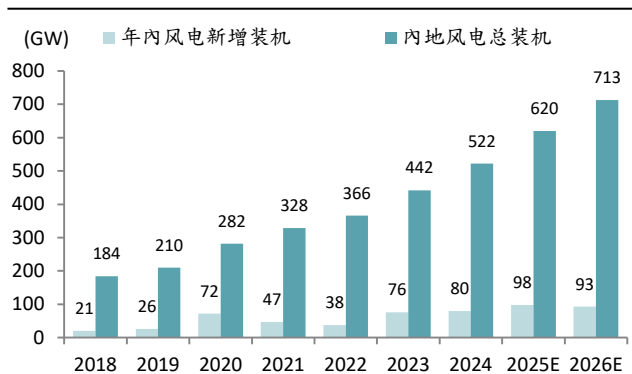
中国内地海上风电在 2023-24 年间仍因为地方政府及企业需要协调海上安全/航道，项目水深/离岸距离等因素，令前期工作需时延长。2024 全年中国内地海上风机招标量超过 10GW，预期 2025 年海上风电新增装机为 9GW，占全年总装机量 9-10%。目前对海风发展的不确定性为增量项目的电价水平，这将视乎海上风机降本的速度在竞价机制中的优势。

图表 368：中国内地风电今年可能出现小型抢装



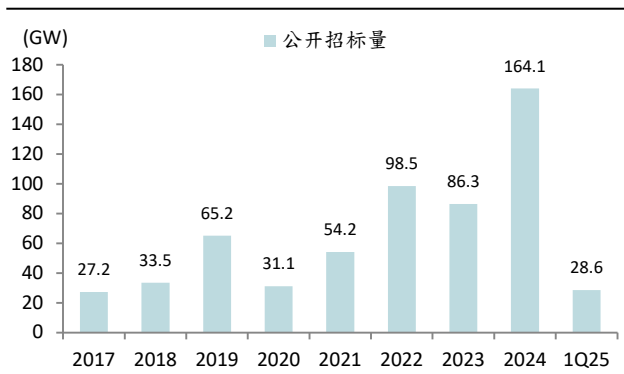
资料来源：国家能源局，交银国际预测

图表 369：中国内地风电装机今年继续突破新高



资料来源：国家能源局，交银国际预测

图表 370：中国内地风机招标量 2024 年创新高



资料来源：金风科技，交银国际

新能源行业

风机订单单 W 售价有小幅回升迹象，整机商毛利水平差异化仍高

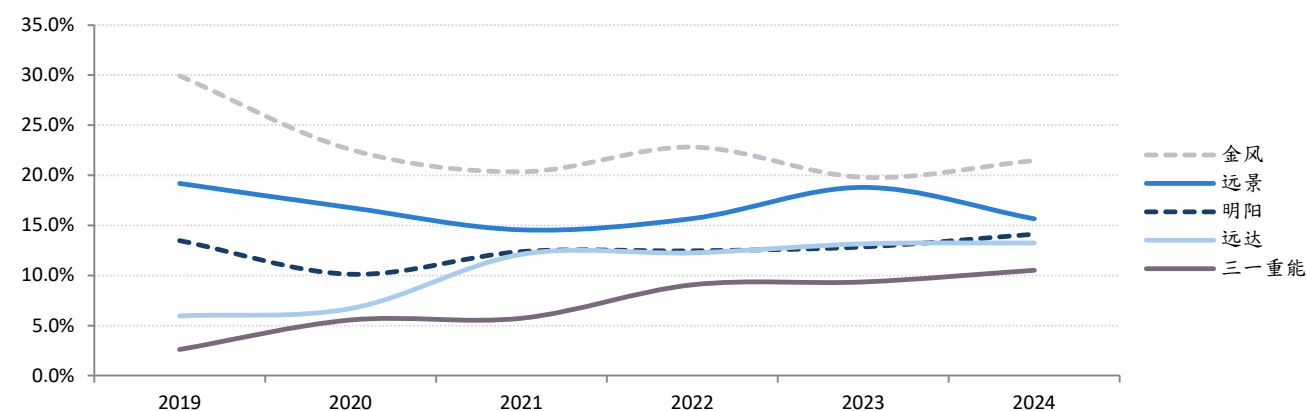
我们认为中国内地头部风机整机商的市场竞争格局变化较小，特别是前十名整机商已占近 99% 的市场份额，2024 年前五企业市占率同比进一步提升 1.6 个百分点至 73.9%。自 2024 年 10 月，中国内地十二家风电整机商签署了《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，并成立公约执行管理委员会和纪律监督委员会。从 4Q24 及 1Q25 的整体商毛利率分析，加上 2024-25 年订单及装机量维持增长趋势，我们认为自律公约的实效有望在未来 4 个季度持续，唯整机商的风机销售毛利率水平仍取决于个别公司在海风/海外机组的发货进度。

图表 371：2020-24 年内地整机商市占率及排名分析

年度销售 (GW)	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR (2020-24, %)
金风科技	12.28	11.38	11.36	15.67	18.67	11.0
远景科技	9.13	8.15	7.82	14.88	13.63	10.5
明阳智能	5.51	6.93	6.21	10.41	12.29	22.2
运达股份	3.65	6.77	6.10	10.18	11.51	33.3
三一重能	3.03	3.21	4.52	7.41	9.15	31.8
中车风电	3.49	3.29	3.74	5.56	8.66	29.3
中国海装	2.95	3.53	3.36	4.60	4.36	5.7
电气风电	4.61	5.55	3.25	4.07	3.50	(6.7)
东方电气	3.10	3.13	1.84	3.71	2.75	(1.7)
联合动力	2.01	1.26	0.92	1.75	1.28	(10.7)
其它	4.67	2.73	0.70	0.96	1.19	(29.0)
合计	54.43	55.93	49.82	79.20	86.99	12.4
CR5	64.6%	69.3%	72.3%	73.9%	75.0%	
CR10	91.4%	95.1%	98.6%	98.8%	98.6%	

资料来源：CWEA，交银国际，排名以 2024 年前 10 名为标准

图表 372：近年 CR5 整机商的市占率变化

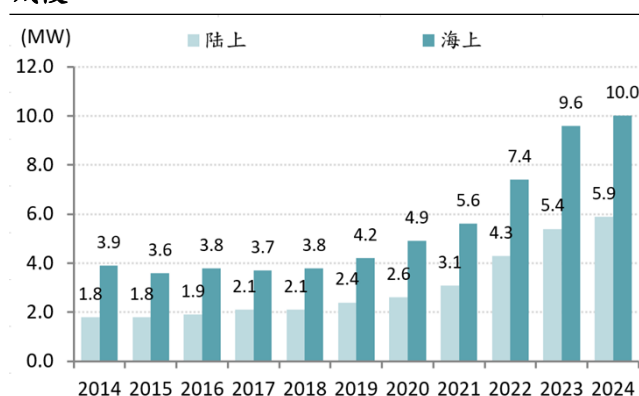


资料来源：CWEA，交银国际，排名以 2024 年前 5 名为标准

新能源行业

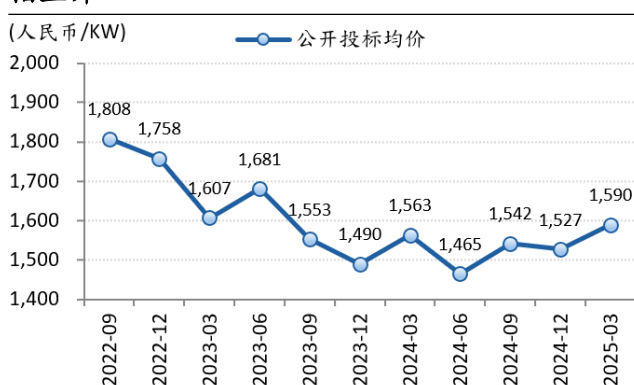
目前我们预期风机大型化的趋势在今年可能出现减慢迹象，目前中国内地陆上/海上风电平均单机容量仍往 6/10 MW 级以上方向提升。因目前限电率在近年高位，运营商除考虑增量项目的电价外，限电率（尤其是大型项目）会否因地区电网消纳程度高于全国平均水平，以上因素均有可能使运营商较审慎考虑采用更大的风机。虽然大型化可能减慢，但是自 3Q24 开始，中国内地风机招标单位价格维持在 1,500 元/KW 的水平后出现小幅上升，这应是中国内地整机商利润率进一步回升的积极信号。

图表 373：中国内地风电装机单机容量升幅开始减慢



资料来源：CWEA，交银国际

图表 374：中国内地风机招标价近 3 季稳定后小幅上升



资料来源：金风科技，交银国际

关注盈利改善及分红，运营商机较好防守性

光伏产业链估值已到近年最低水平，股价弹性巨大; 运营商高股息支撑估值

由于产能出清不及预期以及贸易不确定性、电价新政带来的需求侧扰动，今年以来光伏制造板块股价下跌近 20%，跑输大盘指数。但目前行业龙头的估值已跌至较低水平，其中港股光伏玻璃龙头信义光能/福莱特 2025 年市帐率仅为 0.7/0.8 倍，为历史最低水平，但我们预计其凭借较大的盈利优势 2025 年仍可保持盈利，当中福莱特在 1Q25 已扭亏，颗粒硅龙头协鑫科技 2025 年市帐率仅 0.6 倍，也为近 5 年来最低水平，近年来市占率不断提升，1Q25 EBITDA 已转正。

我们理解到光伏产业链子板块，如光伏玻璃及多晶硅在 1Q25 盈利水平有所改善，但投资者或对光伏产业链企业盈利复苏的持续性抱怀疑态度，加上贸易不确定性，目前我们认为整体估值提升仍需要较有力的催化剂出现。虽然如此，我们认为股价下跌或带来龙头布局良机，低估值下继续下跌的空间十分有限，一旦行业在政策或市场化推动下实现过剩产能出清，龙头盈利将恢复至合理水平，股价弹性巨大，龙头股价有望先于盈利反转。

运营商方面，2Q25 以来基于大盘仍受外部环境影响较为波动，投资者对高分红股票采更积极的配置，我们认为 3Q25 公布的中期业绩对运营商盈利稳定性的考虑较有可能影响运营商整体估值提升。

图表 375：交银国际覆盖多晶硅子板块预测市净率区间 (倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 5 日收盘

图表 376：交银国际覆盖光伏玻璃子板块预测市净率区间 (倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 5 日收盘

新能源行业

运营商高分红具较好防守性，光伏玻璃/多晶硅行业盈利复苏仍相对突出

我们目前对5个子板块的偏好顺序为运营商>光伏玻璃>多晶硅>逆变器>电池片：

- 1) **运营商**：我们认为运营商平均有 40%/5%以上的分红比率/股息率，较具防守性，我们认为对装机组多元化的公司更有优势，我们首选中国电力（2380 HK/买入），预期 2Q25 火电点火价差环比提高盈利稳定性，同时公司水电重组带来估值提升的机会。同时我们亦看好股息政策在子行业中最优的京能清洁能源（579 HK/买入）。
- 2) **光伏玻璃**：补充产能置换手续有望导致未来供给明显减少，行业恢复供需平衡的确定性更高，且龙头盈利优势大。我们首选毛利率最高且 1Q25 率先扭亏的福莱特（6865 HK/买入），同时看好因马来西亚“对等关税”较低而对美出货受影响较小的信义光能（968 HK/买入）。
- 3) **多晶硅**：近一年来协鑫科技（3800 HK/买入）颗粒硅盈利优势凸显，随着欧盟碳关税 2026 年落地，具有低碳优势的颗粒硅有望由相对棒状硅折价变为溢价，盈利优势将进一步扩大。公司 1Q25 EBITDA 率先转正，值得投资者优先关注。
- 4) **逆变器**：行业需求快速增长、高利润率的大储面临竞争和贸易不确定性，但阳光电源（300274 CH/买入）在股价大幅回调后估值已较充分反映目前不确定性。
- 5) **电池片**：在地方国资和资本市场融资支持下，产能出清时间拉长。海外组件本土制造趋势下电池片出口量快速增长，中东建厂有望享受美国市场高额利润，我们较好看行业内率先在中东建厂的 TOPCon 龙头钧达股份（002865 CH/买入）。

光伏行业 H 股相比 A 股折价较大，行业出现实质性反转后有望缩小

由于强周期和低门槛属性，除少数景气度较高时段外，港股光伏制造行业估值一直以来低于 A 股，目前福莱特/钧达股份这 2 家 A/H 同时上市的光伏制造龙头的 H 股相比 A 股分别折价 48%/42%，我们预计未来新赴港上市的 A 股公司的折价水平将与此接近。由于港股市场对短期亏损企业的估值更加保守，折价近期有所扩大，但我们预计待光伏行业出现实质性反转后有望缩小。

新能源行业

中国电力－装机组合增加盈利稳定性，高股息+水电重组仍具吸引力

我们认为以下 3 个原因支持公司作为 2H25 的行业首选：

- 1) **多元的装机组合增加盈利稳定性**：虽然公司风/光项目利用率及水电来水在 1H25 可能有不确定性，但 2Q25 动力煤价环比下行将有利火电板块提升点火价差，从而对公司整体盈利起稳定作用。
- 2) **水电资产重组推动估值提升**：公司已公布把水电资产注入母公司持有的远达环保（600292 CH/未评级）的计划，同时公司管理层展望十五五期间新增水电装机可达 20GW，我们预计将由母公司注入现有项目的方式进行，这将推动公司水电板块的估值提升。
- 3) **股息率具吸引力**：公司目前 50% 以上的 2025/26 年分红比率及 6% 以上的 2025 年股息率均高于同业。

图表 377：运营商板块分红及盈利增长分析

年结 12 月 31 日		——盈利同比 (%)——			——分红比率 (%)——			分红比率按年变化 (%)		——股息率 (%)——	
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
运营商											
龙源	916 HK	2.0	5.2	6.7	30.0	30.0	30.0	0	0	3.9	4.2
大唐新能源	1798 HK	(1.8)	14.8	9.4	34	34	34	0	0	5.0	5.5
华润电力	836 HK	10.8	6.2	11.2	40.1	40	40	0	0	5.1	5.6
中国电力	2380 HK	31.4	25.9	20.5	75(*)	53	50	-18.0	-3.0	6.3	7.2
京能	579 HK	6.1	11.1	12.0	36.3	40.0	42.0	3.6	2.0	7.7	9.0
信义能源	3868 HK	-13.2	21.8	3.4	49	50	50	10	0.0	6.3	6.3
平均		5.9	14.2	10.5	37.9	41.2	41.0	-0.7	-0.2	5.7	6.3

资料来源：各公司资料，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 5 日收盘 (*) 包括特别股息

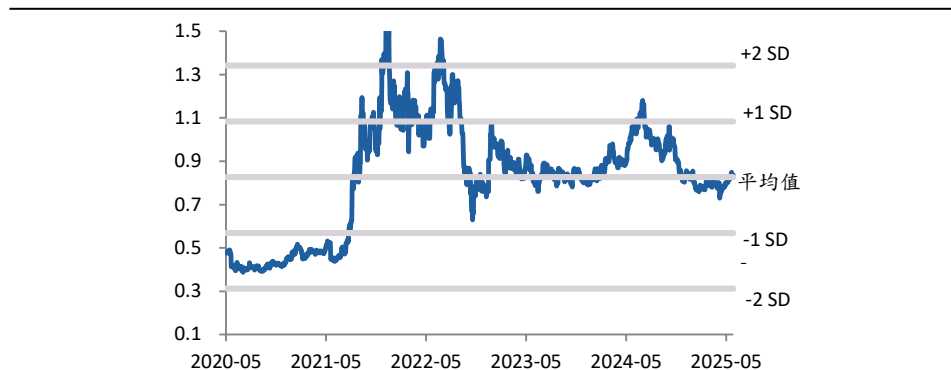
图表 378：中国电力分部加总估值法

年结 12 月 31 日	估值基准	估值 (人民币百万)	每股价值 (港元)
火电	0.7x 2025E 市净率	6,193	0.55
水电	1.9x 2025E 市净率	14,366	1.27
风电	8.5x 2025E 市盈率	23,029	2.03
光伏发电	8.5x 2025E 市盈率	12,013	1.06
储能业务	8.0x 2025E 市盈率	1,019	0.09
未分配	1.0x 2025E 市净率	(13,855)	(1.22)
加总		42,764	3.77

资料来源：交银国际预测

新能源行业

图表 379：中国电力市净率区间（倍）



图表 380：中国电力装机及发电量预测（按全资拥有或控股的发电厂）

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属装机容量 (MW)					
煤电	11,080	9,820	9,820	9,820	9,820
水电	5,951	6,001	6,001	6,001	6,001
风电	12,016	16,500	20,000	23,500	27,000
光伏发电	15,149	22,700	26,700	30,700	34,700
燃气发电	505	505	505	505	505
生物质发电	317	317	317	317	317
总计	45,019	55,843	63,343	70,843	78,343
售电量 (GWH)					
煤电	54,987	55,967	50,989	50,989	50,989
水电	11,711	18,471	18,603	19,204	19,204
风电	18,497	26,237	32,019	36,223	45,001
光伏发电	14,607	23,425	28,272	33,484	40,352
燃气发电	2,059	2,160	2,224	2,224	2,224
生物质发电	1,379	1,700	2,120	2,120	2,120
总计	103,240	127,959	134,228	144,244	159,890

资料来源：公司资料，交银国际预测

风险因素

光伏制造供给超预期，影响竞争格局：光伏制造各环节都有大量拟新增产能，这些产能若提前投产，将导致供给超预期。同时各环节都有新进入者，其中不乏财政资源较优的企业维持进取的销售策略，将影响竞争格局，原有龙头的市占率可能降低。

新增装机不及预期：消纳压力、项目收益率偏低等因素可能导致中国内地光伏及风电需求不及预期。特别在新政出台后，上网电价的市场化程度将大幅提高，短期的电价波动可能影响到运营商对后续新增项目推进的积极性。

风/光增量项目电价低于预期：在 136 号文出台后，今年 6 月开始并网的风/光项目需以竞价方式订出。因不同运营商考虑因素有差别，上网电价可能出现偏低情况，因而影响新增项目的回报率。

风机出口进度仍可能受制于海外国家的相关要求：目前以北半球市场为主的成熟市场，开始对有明显成本优势的中国企业的出口销售加征更严格的销售条件。如中国企业无法及时达到所有相关的要求（如 ESG 审查），出口销售的进度可能未及预期。

风/光大型项目限电率上升的风险：自 2Q24 国家容许资源较好的风/光项目限电率由 5% 上升至 10%，唯 2025 年全国风/光装机量仍保持高增，今年前三个月限电率已上升至 6% 以上的水平，我们不排除个别大型风/光项目超出上限的可能。

新能源行业

图表 381：交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
2380 HK	中国电力	买入	3.23	3.77	16.7%	2025 年 05 月 27 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.49	3.03	21.7%	2025 年 05 月 02 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.71	7.81	16.4%	2025 年 04 月 30 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.28	2.65	16.2%	2025 年 03 月 31 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	20.90	23.06	10.3%	2025 年 03 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	61.34	72.50	18.2%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	40.20	43.30	7.7%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	4.39	6.28	43.1%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	0.84	1.49	77.4%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	8.28	11.30	36.5%	2025 年 04 月 30 日	光伏制造（光伏玻璃）
968 HK	信义光能	买入	2.40	4.28	78.3%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	3.73	3.47	-7.0%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	37.90	50.39	33.0%	2025 年 05 月 06 日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	买入	10.95	12.85	17.4%	2025 年 04 月 30 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	买入	0.99	1.17	18.2%	2025 年 03 月 03 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 5 日收盘

披露事项及免责声明

交银国际

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

披露事項及免責聲明

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i) 發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii) 他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii) 對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i) 他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則之相關定義】並沒有於發表本報告之30個日曆日前交易或買賣本報告內涉及其所評論的任何公司的證券；ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擔任本報告內涉及其評論的任何公司的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該等公司的高級人員或其同級人員）；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擁有於本報告內涉及其評論的任何公司的證券之任何財務利益。根據證監會持牌人或註冊人操守準則第16.2段，“有聯繫者”指：i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；ii) 某信託的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信託的受益人或酌情對象；或iii) 慣于或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、漢有機控股有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建設發展集團股份有限公司、出門問問有限公司、趣致集團、宜搜科技控股有限公司、老鋪黃金股份有限公司、中贛通信(集團)控股有限公司、地平線、多點數智有限公司、草姬集團控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京賽目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山東快驢科技發展股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已發行股本逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示并保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i) 复制、复印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其从其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息，并可能受送達延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或視為集團的任何成員作出提議、建議或征求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾盡快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇

(852) 3768 2850

xuan.xiong

邓志恒

(852) 3768 2795

alvin.tang

邵将星

(852) 3768 2962

jensens.shaw

罗圆

(852) 3768 2783

Jackie.Luo

刘方舟

(852) 3768 2782

Noah.Liu

张家尔

(852) 3710 3206

William.Zhang