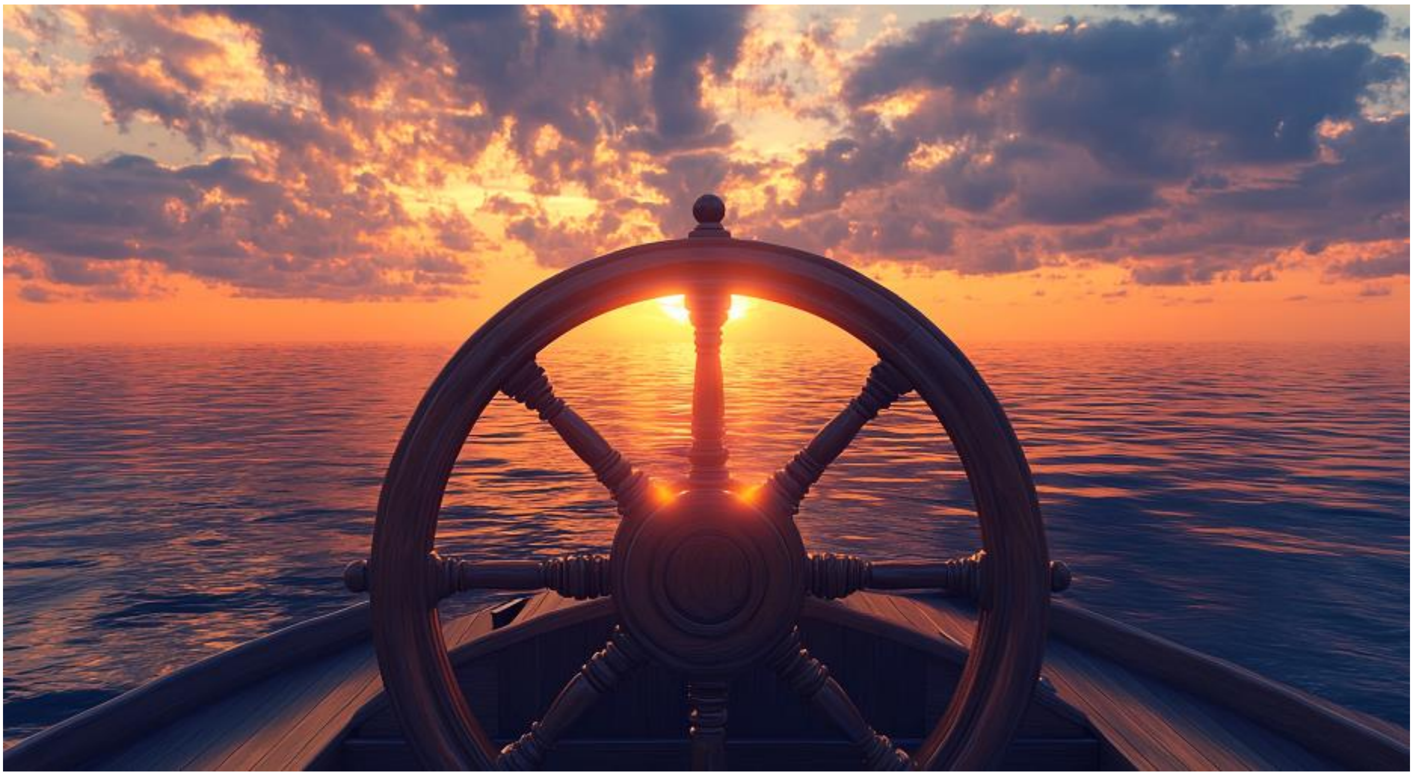
浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

2025 年 6 月 12 日



2025 年中期市场展望：于变局中开新局

美国关税政策的走势依然是影响下半年经济形势的关键因素。我们预计下半年特朗普政府大概率将继续暂缓个性化“对等关税”的实施。在此基本假设下，我们维持中国经济全年 4.5%的经济增速预测。关税影响接下来或逐渐拉高美国通胀率、但并不至于引发经济衰退，美联储或最快在 9 月开始降息。

投资策略方面，展望下半年，我们预计中美市场走势将继续分化，且呈区间波动的态势。中国市场：优化杠铃策略+关注企业出海+把握区间波动机会。美股市场：估值扩张空间或有限，杠铃策略同样有效，AI 仍是投资主线。

行业方面，**消费行业**：基于持续弱复苏的消费趋势判断，我们认为“新消费”企业有望在今年下半年继续跑赢整体消费板块，而基本面较强的传统消费企业在较低的估值水平以及短期数据的催化下有望表现出较大的股价弹性。**互联网行业**：下半年投资机会主要来自 AI 行情下的估值修复；外部地缘环境仍是市场情绪的主要扰动因素。口红效应带动情绪经济，泛娱乐或跑赢大电商。**科技行业**：展望 2025 年下半年，国补带来的增量效应或在下半年逐步缓和，AI 大模型行业将保持快速增长，智能辅助驾驶渗透率加速上升。而美关税不确定性影响或将减弱。**医药行业**：随着年内多款国产创新药有望实现出海授权、国家政策对于发展创新药的明确支持、数个国产重磅创新药物年内获批、创新药销售收入的高速增长以及更多生物科技企业迎来商业化盈利，我们对 2025 年下半年医药板块整体持乐观态度，尽管预计涨幅或较上半年温和。我们首选推荐创新药板块。**新能源汽车行业**：中国新能源乘用车全年销量将同比增长 24%，对应渗透率 53.3%，增长强劲。今年智能辅助驾驶快速向大众市场渗透，带动激光雷达、智驾芯片、智驾 Tier 1 等环节受益。

变局之下，唯一不变的就是改变。新趋势带来新机遇，让我们识变、应变、驭变，于变局中开新局。

林闻嘉（首席消费分析师 | 研究部主管）
richard_lin@spdbi.com | (852) 2808 6433

金晓雯 PhD, CFA（首席宏观分析师）
xiaowen_jin@spdbi.com | (852) 2808 6437

赖烨烨（首席策略分析师）
melody_lai@spdbi.com | (852) 2808 6441

赵丹（首席互联网分析师）
dan_zhao@spdbi.com | (852) 2808 6436

沈岱（首席科技分析师）
tony_shen@spdbi.com | (852) 2808 6435

阳景（首席医药分析师）
jing_yang@spdbi.com | (852) 2808 6434

胡泽宇 CFA（医药分析师）
ryan_hu@spdbi.com | (852) 2808 6446

桑若楠 CFA（消费分析师）
serena_sang@spdbi.com | (852) 2808 6439

杨子超 CFA（互联网分析师）
charles_yang@spdbi.com | (852) 2808 6409

黄佳琦（科技分析师）
sia_huang@spdbi.com | (852) 2808 0355

马智焱（科技分析师）
ivy_ma@spdbi.com | (852) 2809 0300

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

2025 年中期市场展望：于变局中开新局 3

2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素 4

2025 年中期市场策略展望：唯一不变的就是改变 51

消费行业 2025 年中期展望：新常态下的新趋势带来新的机遇 101

互联网行业 2025 年中期展望：“脱实向虚”——口红效应带动情绪经济，泛娱乐跑赢大电商 .. 151

科技行业 2025 年中期展望：AI、国补、智驾推动科技行业增长 183

医药行业 2025 年中期展望：创新引领新篇章 234

新能源汽车行业 2025 年中期展望：渗透率保持快速上扬，智能辅助驾驶劲草逢春 289

2025 年中期市场展望：于变局中开新局

- **宏观经济：**美国关税政策的走势依然是影响下半年经济形势的关键因素。我们预计特朗普政府大概率在下半年将继续暂缓个性化“对等关税”的实施。在此基本假设下，我们维持中国经济全年 4.5%的经济增速预测，并期待下半年适度的政策刺激。关税影响接下来或逐渐拉高美国通胀率，但不至于引发经济衰退，美联储或最快在 9 月开始降息。

- **投资策略：**展望下半年，在研判市场走势与进行资产布局时，我们需从双重维度切入：一方面，明晰短期潜在的变化因素，并对其进行动态追踪；另一方面，精准把握中长期不变的发展趋势，择机在低位进行布局。投资策略上，可优化红利+科技的杠铃策略，关注出海概念股，并战术性进行“低买高卖”把握市场区间波动的机会。

- **消费行业：**我们预计 2025 年下半年的消费环境依然将面临较大不确定性，预计传统消费的终端需求恢复尚待时日。但经过一年的供给侧改革，各个行业的渠道库存有望重回健康可控的水平，供需关系逐渐回到平衡状态，利好行业竞争格局的改善。展望下半年，我们认为“新消费”企业将继续通过迎合新消费趋势来维持高速增长，股价表现有望继续跑赢整体消费板块。另外，基本面较强的传统消费企业在较低的估值水平以及短期数据的催化下有望表现出较大的股价弹性。

- **互联网行业：**整体来看，2025 年下半年投资机会主要来自 AI 行情下的估值修复，回购以及分红提升安全边际；外部地缘环境仍是市场情绪的主要扰动因素。在细分赛道和标的选择方面，我们重点从四大维度来考量，包括 AI 受益程度、地缘政治影响、竞争格局变化以及宏观经济相关性等，口红效应带动情绪经济，泛娱乐或跑赢大电商。

- **科技行业：**展望 2025 年下半年，上半年科技行业的三条投资主线，有望在今年下半年延续，即国补、AI 和智驾。国补带来的增量效应或在下半年逐步缓和，而 AI 大模型行业将保持快速增长，持续带来 AI 算力芯片和功率半导体等增量需求。智能辅助驾驶渗透率将加速上升，为消费电子供应链提供新的增量。此外，美关税不确定性的影响有望在下半年得到更好的消化。

- **医药行业：**随着年内多款国产创新药有望实现出海授权、国家政策对于发展创新药的明确支持（包括鼓励丙类目录）、数个国产重磅创新药物年内获批、创新药销售收入高速增长以及更多生物科技企业迎来商业化盈利，我们认为 2025 年下半年医药行业基本面有望进一步提升，板块情绪保持积极，我们对 2025 年下半年医药板块整体持乐观态度，尽管预计涨幅或较上半年温和。我们首选推荐创新药板块。

- **新能源汽车行业：**我们预计中国新能源乘用车全年销量将达 1,525 万辆，同比增长 24%，对应渗透率 53.3%，增长强劲。多家新势力车企的销量规模放大，盈亏平衡能见度提升。今年新能源车的智能辅助驾驶快速向大众市场渗透，带动智能辅助驾驶的多个产业链环节受益，如激光雷达、智驾芯片、智驾 Tier 1 等，而车载激光雷达将向中低端加速渗透，并在中高端车型“全系标配”。

- **投资风险：**宏观经济不及预期，地缘政治紧张局势升级，行业竞争加剧。

林闻嘉
首席消费分析师 | 研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

金晓雯 PhD，CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

赖烨烨
首席策略分析师
melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 6441

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

沈岱
首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

阳景
首席医药分析师
jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA
医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

桑若楠 CFA
消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

杨子超 CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

黄佳琦
科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

马智焱
科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

2025 年 6 月 12 日

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素

金晓雯，PhD，CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2025 年 5 月 24 日

自美国总统特朗普开启第二任期以来，其远超预期的关税政策已成为今年全球经济和金融市场的焦点。今年以来，中美两国的经济表现均好于预期，不过数据部分受到出于对特朗普关税政策的担忧而前置经济活动的影响。然而，市场似乎对接下来关税对经济活动的影响以及后续关税政策走向更为关心。我们预计特朗普政府大概率在今年下半年将继续暂缓个性化“对等关税”的实施。这是我们对中美经济预测的基本假设，其发生概率为 60%，另有各 20%的概率是关税战会再次升级或降级。

中国：以促内需抵挡关税不确定性；我们维持全年 4.5%的经济增速预测。尽管目前经济表现尚可，中国经济内部核心问题如房地产下行周期和持续低迷的通胀等仍然存在，美国加征关税的影响预计将逐渐反映在出口数据上。我们预计政策刺激短期内或逐渐转入观望模式，更看重已宣布政策的落实。后续的经济刺激或视乎中美贸易谈判进展以及现有政策成效而定，推出时点或至少延后至今年三季度。我们预计政府或将再推出 0.5-1.0 万亿元的额外财政刺激支持，并降准 50 个基点和降息 10-20 个基点。我们维持 4.5%的 2025 年经济增速预测不变，不过由于通胀预测的下调，名义 GDP 增速预测下调至 4.0%。从结构上看，下半年内需将继续改善，净出口对经济的贡献或减弱。接下来人民币兑美元汇率预计或在 7.1-7.4 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。

美国：关税影响逐渐反映在经济数据上，或触发 9 月降息。我们预计美国就业数据将率先体现关税影响，而关税对通胀数据的影响或要等到 7 月至 8 月才会开始有更明显体现。为此，我们将核心 PCE 通胀率的预测从去年 11 月 2025 年展望报告中做出的 2.4%上调至 3.0%，同时将经济增速预测从 1.5%下调至 1.3%。基于当前经济数据韧性、我们对关税政策的基本判断、以及美联储的屡次鸽派表态，我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月，并略微下调降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息。在金融市场方面，我们认为下半年美元指数仍有小幅贬值的空间，年底美元指数点位或在 98。与此同时，我们再次上调 10 年期美国国债收益率的年底点位到 4.2%。下半年仍需警惕后续关税战进展和特朗普减税法案的审批进程对汇率和利率市场的影响。

风险提示：下行风险：90 天关税暂缓期结束后美国选择全面实施个性化对等关税政策；**中国，**政策推出和成效不及预期、房地产行业企稳时点延后、通胀恢复慢于预期；**美国，**降息过慢引起经济衰退；**上行风险：**通过贸易谈判，美国进一步下调对包括中国在内的其他国家关税税率。

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素

一、核心观点

今年以来，中美两国的经济表现均好于预期。美国经济继续体现其在相对高利率环境下的韧性：一季度 GDP 数据显示个人消费和私人投资仍然强劲，尽管整体读数因为进口抢跑而转负。通胀率如我们预期般温和下降，就业市场表现仍较为稳健。中国一季度经济增速维持在5.4%的相对高水平上，并好于市场预期。月度数据反映内需有所改善，尽管改善程度仍不及供给端。不过当前中美经济数据在一定程度上均受到出于对特朗普关税政策的担忧而前置经济活动的影响：美国方面似乎前置了消费、生产和设备投资，中国方面则前置了生产和出口。

相比经济数据，市场似乎对特朗普远超预期的加征关税、关税对经济活动的影响、以及后续关税政策走势更为关心。在4月2日，特朗普政府公布的远超预期的“对等关税”政策，引发了全球金融市场剧震，并直接导致了中美关税战的全面爆发。美国对中国进口商品加征关税曾一度高达 145%，基本阻隔了中国向美国出口商品。美国加权平均关税税率亦一度上升超过 20 个百分点到 26%。尽管在中美于日内瓦达成共识、暂时关税“休战”后，美国加权平均关税税率下滑至 17%，该水平依然比特朗普今年上任前高出约 12 个百分点。从目前特朗普政府的态度来看，我们认为美国大概率会在 90 天关税暂缓期结束后再度延长暂缓期（包括对中国）。“对等关税”税率在今年下半年或仍维持在现有水平，尽管对特定行业仍有特别加征行业关税的可能性。这是我们对下半年中美经济预测的基本假设，可能性在 60%。

考虑到以往特朗普政策的多变性，我们也不能完全排除和除中国外其他国家 90 天暂缓期结束后（暂缓期结束于 7 月 8 日），特朗普政府宣布立即落实个性化关税政策的可能性。美国也可能会在和中国关税“休战”的 90 天暂缓期结束后（8 月中上旬），恢复征收 24%的个性化“对等关税”（悲观情景）。在乐观情景下，如果谈判较为顺利，那么部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，甚至以芬太尼为由针对中国的20%加征关税亦可能被取消。我们认为乐观情景和悲观情景的可能性各占 20%。

我们预计关税对经济活动的影响或在下半年的中美经济数据上得到更明显体现。从中国来看，鉴于在中美暂时“休战”后，特朗普二次上任后仍已经加征约 30%的中国进口商品关税，加征关税的影响或在出口抢跑作用散去后开始体现到中国的出口数据上。我们预计净出口对全年 GDP 的贡献或从一季度的+2.1 个百分点下滑至全年的-0.2 个百分点。中美日内瓦经贸会谈联合声明降低了中国政府近期显著加码政策刺激的

可能性，中国或将重点放在现已公布政策的加快落实上。不过最快在三季度起，我们认为政府或将再推出 0.5-1 万亿元的额外财政刺激支持，并降准 50 个基点和降息 10-20 个基点。政策刺激将有助于内需的进一步改善。整体而言，在美国对华关税维持在现有水平的基本假设下，我们维持 4.5%的 2025 年全年经济增速预测。不过我们下调对 CPI 和 PPI 的预测，下半年的通胀改善幅度或仍相当有限。

从**美国**来看，我们预计就业数据将率先体现关税影响（最快从 5 月起），而关税对通胀数据的影响或要等到 7 月至 8 月才会开始有更明显体现。根据我们和耶鲁大学预算实验室的测算，当前的加征关税政策或拉高美国通胀率 0.6-1.3 个百分点，拖累 GDP 0.7 个百分点。为此，我们将核心 PCE 通胀率的预测从去年 11 月 2025 年展望报告中做出的 2.4%上调至 3.0%，同时将经济增速预测从 1.5%下调至 1.3%。基于中美互降关税在短期有效降低了美国的加权平均关税税率，暂时缓解了关税对通胀和经济增长的负面影响，我们将美国经济陷入衰退的概率从中美爆发全面关税战时的 40%下调至 25%。考虑到当前经济数据韧性和美联储的屡次鸽派表态，我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月（此前为 7 月），并略微下调降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息（此前为 2-3 次）。根据美国最近公布的减税和削减开支法案文本，明年美国或不会有显著的财政刺激，2026 年的财政赤字率有可能和今年大致持平。然而，风险偏向于最终版本相对应的财政赤字会高于现有法案版本。

然而，如果下半年关税战再次升级，那么在悲观情景下，美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境，2025 年全年经济增速或在 0%附近，届时美联储将不得不加大降息的幅度。同时，中国经济增速亦会在 2025 年放缓至 4%左右。如果关税冲突接下来进一步降级，那么在乐观情景下，我们认为美国经济仍能实现我们去年 11 月预测的 1.5%的增速，美联储今年或至多降息一次。同时，今年中国的经济增速或可达到 4.7%，接近年初《政府工作报告》制定的 5%左右的经济增速目标。

二、中国——以促内需抵挡关税不确定性

尽管中国4月部分内需数据受关税战影响出现超预期下滑，今年以来的经济表现仍好于预期。一季度实际经济同比增长5.4%（与上年四季度持平），好于市场预期（图表 ）。从分行业和支出法（图表 2）细分数据来看，强劲的制造业GDP增速和进出口表现是主要推动力，这其中有因美国关税担忧而前置生产和出口的影响。从月度数据来看，虽然4月消费品零售和固定资产投资数据超预期下滑，但是这部分受到了4月中美关税战全面爆发的信心影响（图表 3）。不过随着中美双方5月在日内瓦达成90天暂停加征部分关税并互降关税的协议，我们相信短期内美国加征关税对消费和投资的信心打击将有所缓解。得益于稳健的经济表现，以及关税战对美国本身资金市场的冲击，本次关税战对中国资本市场的影响迄今为止远小于2018-2019年的首次关税战（图表 5）。

尽管如此，我们认为下半年经济运行仍将面临几大挑战。从内部来看，首先，房地产下行周期仍在继续。去年9月起的政策支持有效地促进了去年四季度和今年一季度房产销售的改善，房价亦有边际改善。然而4月房产销售和房价均边际走弱，这令人担忧此前政策成效是否已经开始淡出，居民购房信心或又开始下降。**其次，通胀低迷仍在继续。**自今年2月起，CPI通胀率已经连续三个月维持在负数。GDP平减指数连续8个季度读数为负。**最后，消费复苏的可持续性仍待巩固。**虽然消费数据今年以来改善明显，但是这其中消费品“以旧换新”政策对相关消费的促进作用功不可没。尽管我们相信该政策将继续发力，但是3月时高达30%左右的通讯器材、家电和家具销售增速或难以持续——4月，通讯器材消费增速已经下滑，或影响整体消费表现。

从外部来看，尽管中美关税战暂时“休战”90天，后续不确定性仍高。从目前的情况来看，我们认为在90天关税暂缓期结束后再次延长暂缓期的可能性相对较大。这是我们建立下半年经济预测的基本假设。然而，考虑到特朗普政策的多变性，我们也不能排除若此后贸易冲突再次升级，美方会恢复征收暂缓的24%个性化“对等关税”的可能性。而在乐观情景下，如果双方谈判进展顺利，那么美国以芬太尼为由在今年2-3月对华加征的20%关税亦有取消的可能性（图表 6）。不管在何种情况下，我们认为像一季度的出口抢跑使得净出口对一季度GDP经济增速贡献高达2.1个百分点的盛况或难以重现。

基于全球宏观环境的高不确定性，在关税战暂时“休战”的背景下，增量政策刺激或将至少挪后至三季度。在**财政政策**上，短期内，重点或放在已制定刺激政策的加快落实上，尤其是地方政府专项债和特别国债的加快发行和使用。在**促消费**方面，潜在的全国性生育补贴政策的发布仍值得期待，尽管中美关税战暂时“休战”降低了出台该政策的迫切性。促服务消费的重点或放在落实新设立再贷款的投放上，我们此前所设想的、直接向服务消费进行消费补贴的政策可能还需要耐心等待。虽然近

期甚少提及消费品“以旧换新”政策，不过我们认为只要有需要，该项目的资金规模仍有扩张空间。在**稳投资**方面，我们相信“两重”“两新”依然是重点所在。中期来看，后续的增量财政刺激取决于中美贸易谈判进展以及现有政策成效。在基本假设/悲观情景/乐观情景下，我们预测政府或最快在三季度额外推出 0.5-1.0 万亿元（相当于 0.35%-0.7% GDP）的财政资金支持/1.0%-1.5% GDP 的财政资金支持/无额外支持。

在**货币政策**上，我们认为短期内政府或更重视已经宣布的各项再贷款额度的使用上、观察 5 月 7 日发布的一系列政策的成效和中美贸易谈判进展。央行短期内或不会再次采用降准降息这种全面性的货币工具，不过使用结构性工具进行定向调节的可能性仍存。中期来看，由于信贷需求依然疲软，我们认为下半年央行仍有望降准降息。在基本假设/悲观情景下，我们预计下半年央行会降准 50 个基点，并降息 10-20 个基点/20-30 个基点。在乐观情景下，我们认为央行或不会再降准，并将降息幅度控制在 10 个基点。

在**房地产政策**上，供需两端仍需协同发力。**需求端**，我们预测的降低住房公积金贷款利率已成功兑现。接下来如果房产销售动能仍未有明显好转，那么政府还可以考虑提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。**供给端**，短期来看，与房地产发展新模式相适配的系列融资制度的发布值得重点期待。该制度或对去年年底已经预告的专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等重点工作将做更为系统性的部署。中期来看，如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存。

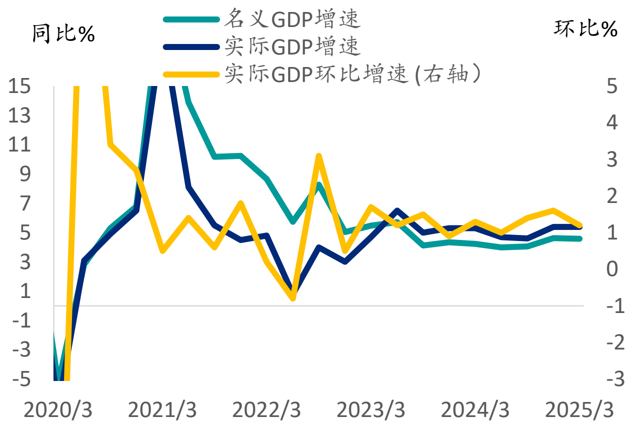
在关税战维持现状的基本假设下，我们维持去年 11 月作出的 4.5%的全年经济增速预测不变。我们预计下半年内需仍将在政策支持下继续改善。社会消费品零售总额增速或从今年前四个月的 4.7%略微加快至 2025 年全年 4.8%。固定资产投资增速或从今年前四个月的 4.0%改善至年底的 4.4%。不过基于我们对房产销售最快在今年年底企稳的基本假设，今年年底房地产投资增速或仅能小幅回升至-8.5%（1-4 月：-10.3%）。在出口抢跑效应逐渐淡去、此前加征关税影响逐渐显现的背景下，我们预计外需对经济的贡献或显著减弱，净出口对 GDP 贡献或从一季度的+2.1 个百分点下滑至全年-0.2 个百分点（图表 7）。

分季度来看，在 90 天关税“休战”期内，抢出口效应仍将有助于维持净出口对 GDP 的正贡献。我们预计今年二季度的经济同比增速或小幅下滑至 4.8%，仍继续维持在 5.0%附近的较高水平上。此前加征关税的影响在下半年逐渐显现，经济增速或下滑至 4.0%上下（图表 4）。

今年以来，通胀的复苏步伐不进反退，呈现出进一步放缓的趋势。我们下调全年 CPI 和 PPI 预测至 0.2%和-1.8%，这将导致今年名义 GDP 增速较去年略微下滑 0.2 个百分点到 4.0%。今年接下来的时间人民币兑美元汇率预计或在 7.1-7.4 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。

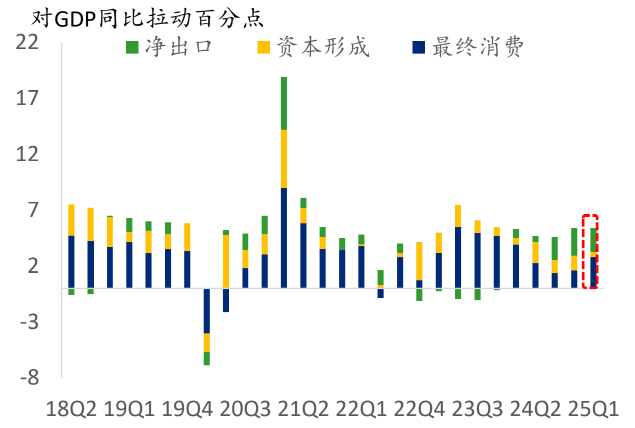
以上经济预测是基于中美关税维持在现有水平的基础上的。如果关税冲突升级，那么我们认为今年的经济增速将低于我们的基本假设，下降到 4.0%。相反，如果关税冲突继续降级，那么我们预计今年经济增速或可达 4.7%（图表 6）。

图表 1：中国——名义和实际同比经济增速一季度均与去年四季度持平，但实际环比经济增速下滑



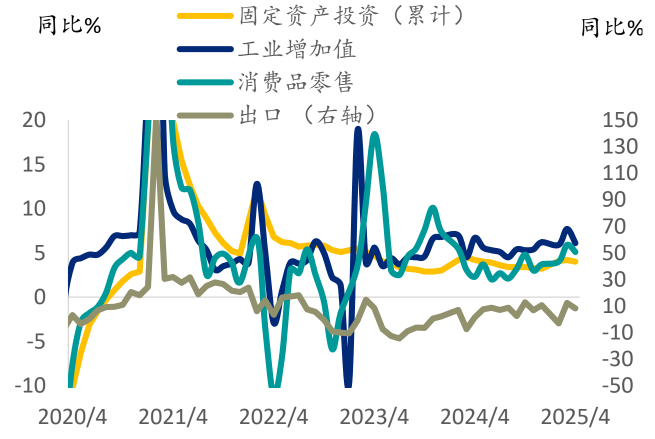
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 2：中国——净出口对一季度 GDP 经济增速贡献高达 2.1 个百分点



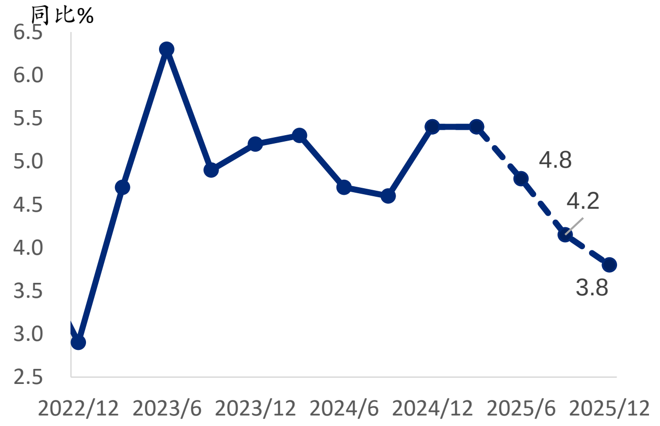
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 3：中国——4 月实体经济数据喜忧参半



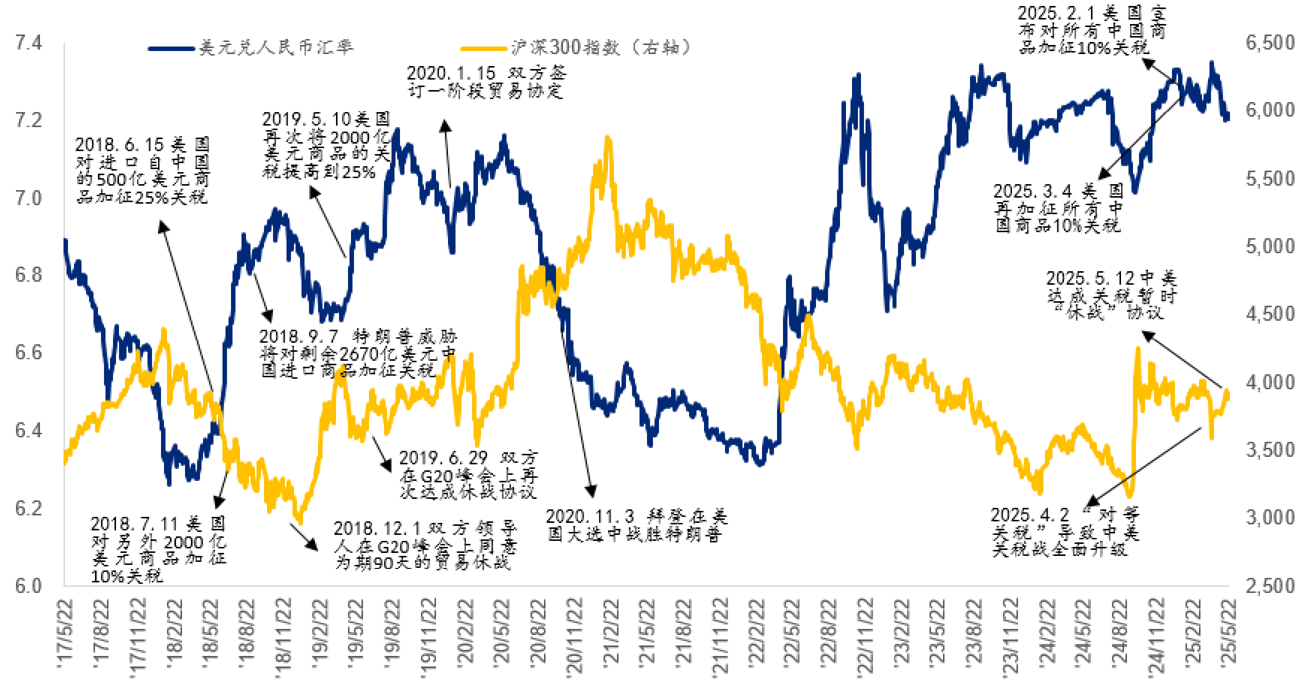
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 4：中国——季度实际 GDP 增速预测



资料来源：同花顺、浦银国际预测

图表 5：中国——人民币汇率和沪深 300 指数在关税战期间的表现



2018.6.15 美国对进口自中国的500亿美元商品加征25%关税

2018.7.11 美国对另外2000亿美元商品加征10%关税

2018.9.7 特朗普威胁将对剩余2670亿美元中国进口商品加征关税

2018.12.1 双方领导人在G20峰会上同意为期90天的贸易休战

2019.5.10美国再次将2000亿美元商品的关税提高到25%

2019.6.29 双方在G20峰会上再次达成休战协议

2020.1.15 双方签订一阶段贸易协定

2020.11.3 拜登在美国大选中战胜特朗普

2025.2.1 美国宣布对所有中国商品加征10%关税

2025.3.4 美国再加征所有中国商品10%关税

2025.4.2 “对等关税”导致中美关税战全面升级

2025.5.12 中美达成关税暂时“休战”协议

资料来源：PIIE、浦银国际

图表 6：中国——在不同关税假设下我们的经济增速和政策支持预测

关税假设	具体内容	概率	2025 年 GDP 预测	后续货币政策	额外财政资金支持
基本假设：维持现状	当前以芬太尼为由对华加征的 20%和“对等关税”10%关税维持到年底	60%	4.5%	50 个基点降准，10-20 个基点降息	0.5-1.0 万亿元(相当于 0.35%-0.7% GDP)额外资金支持
悲观情景：冲突升级	24%暂缓对等关税在 90 天暂缓期后仍需加征	20%	4.0%	50 个基点降准，20-30 个基点降息	1.0%-1.5% GDP 额外资金支持
乐观情景：冲突降级	以芬太尼为由加征的 20%关税被取消，仅保留 10%“对等关税”	20%	4.7%	10 个基点降息	无

资料来源：浦银国际估算

图表 7：中国——宏观经济关键数据及预测（2020-2025E）

指标名称	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
实际 GDP 增速	同比%	2.2	8.4	3.0	5.2	5.0	4.5
最终消费贡献	百分点	-0.2	4.9	1.2	4.3	2.2	**2.8**
资本形成贡献	百分点	1.8	1.7	1.4	1.5	1.3	**1.9**
净出口贡献	百分点	0.6	1.9	0.4	-0.6	1.5	-0.2
名义 GDP 增速	同比%	2.7	13.4	4.8	4.6	4.2	**4.0**
固定资产投资增速	同比%	2.9	4.9	5.1	3.0	3.2	4.4
房地产	同比%	7.0	4.4	-10.0	-9.6	-10.6	**-8.5**
基础建设（不包括电力）	同比%	0.9	0.4	9.4	5.9	4.4	**6.2**
制造业	同比%	-2.2	13.5	9.1	6.5	9.2	**8.2**
社会消费品零售增速	同比%	-3.9	12.5	-0.2	7.2	3.5	**4.8**
出口增速	同比%	3.6	29.6	5.6	-4.7	5.9	**0.0**
进口增速	同比%	-0.6	30.1	0.7	-5.5	1.1	**-1.0**
贸易差额	亿美元	5240	6704	8379	8221	9914	**10177**
经常账户顺差	占 GDP%	1.7	1.8	2.3	1.4	2.2	**2.0**
GDP 平减指数	同比%，平均	0.5	4.6	1.8	-0.6	-0.7	**-0.5**
CPI	同比%，平均	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	**0.2**
PPI	同比%，平均	-1.8	8.1	4.1	-3.0	-2.2	**-1.8**
赤字率	占 GDP%	-3.7	-3.1	-2.8	-3.8	-3.0	-4.0
政策利率（7 天逆回购）	%，年末	2.2	2.2	2.0	1.8	1.5	1.2-1.3
10 年期国债收益率	%，年末	3.2	2.8	2.9	2.6	1.7	1.6

注：粗体代表该预测较去年 11 月的 2025 年展望报告时有修改，E=浦银国际预测

资料来源：同花顺、浦银国际

1. 下半年中美贸易关系将如何演变？

4 月 2 日特朗普宣布“对等关税”后，中美关税战全面爆发。特朗普一开始将中国商品的“对等关税”定在 34%，而后在中国发起反制措施之后，两国关税战迅速升级。在博弈的过程中，在特朗普二次上任以来，美国对中国商品的加征关税幅度一度达到 145%之高。中国亦一度对美国商品加征 125%的关税。在高额的对华关税或基本阻隔中国商品直接出口至美国的情况下，我们估计关税战对中国 GDP 的年均影响或在 1.5~2.0 个百分点之间。

中美双方超预期在 5 月 12 日宣布互降关税，并同意开启贸易协商。双方互相取消了高达 91%的“报复性关税”，并同意互相暂缓 24%的个性化“对等关税”的执行 90 天，仅保留了 4 月 2 日宣布的 10%“对等关税”的执行。也就是说，在 90 天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度从原先的 145%降低至 30%。中国亦将对美国商品加征关税的幅度从 125%降低到了 10%（图表 8）。此前我们曾预判，由于超过 100%的关税税率确实太高，或不需要等到双方完全达成贸易协议就可以部分下降。然而，双方在关税战之后首次会面就如此大幅下调关税税率确实超过了我们和市场的预期。根据 PIIE 的测算，在互降关税之后，中国对美国进口商品的加权平均关税从此前的 147.6%下降至 32.6%，而美国对中国进口商品的加权平均关税税率从 126.5%下降至 51.1%（特朗普上任前为：19.3%，图表 9）。

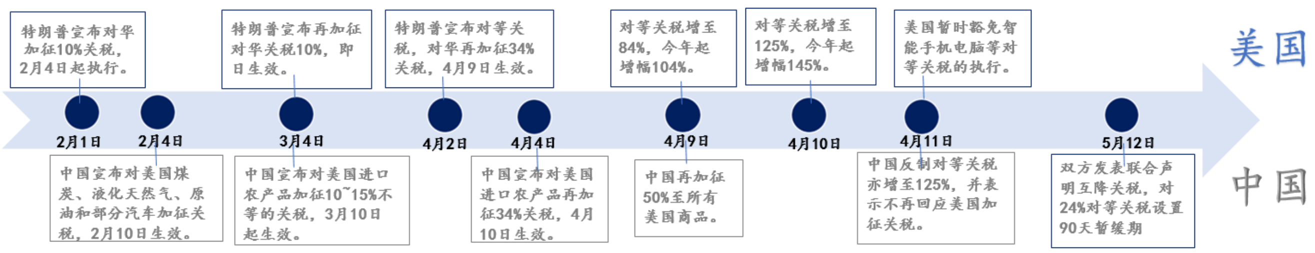
展望下半年，中美贸易关系仍具备相当不确定性。从特朗普第一任期内的关税战经验来看，从 2018 年 6 月关税战正式爆发到 2020 年 1 月签订一阶段贸易协议，历时长达一年半的时间。虽然此次关税战和贸易协商的进展均快于上次，但是基于中美在根本性问题上的分歧，双方恐较难在 90 天内就达成全面协议。特朗普近期的态度软化或表明在 90 天暂缓期结束后大概率会再次延长暂缓期。我们认为下半年美国对华加征关税幅度维持在当前 30%水平的可能性在 60%，这也是此篇下半年展望报告的基本假设。

但是基于特朗普政策的高度不确定性，我们也不能排除美国会在 90 天暂缓期结束后，恢复征收 24%个性化“对等关税”的可能性。早在 2018 年 12 月 1 日，中美双方就在 G20 峰会达成过 90 天“休战”协议，然而在 90 天期限到期后不到 3 个月的时间里（2019 年 5 月 5 日），美国宣布再加征约 2000 亿美元中国商品 25%关税，导致关税战再度升级。虽然特朗普在今年 5 月 12 日双方宣布“休战”后表示对华关税不会回到 145%的水平，他无意伤害中国，而是希望中国向美开放，但是我们也不能排除若此后贸易冲突再次升级，美方恢复征收剩下的 24%的个性化“对等关税”的可能性。此外，美国商务部已经在 4 月 14 日宣布启动对芯片和药品进口调查。在调查完成后，这两个行业的进口关税有可能上升。

在关税问题上也不仅仅有下行风险，亦有出现更乐观情况的可能性：如果双方谈判进展顺利，那么以芬太尼为由在今年 2-3 月对华加征的 20%关税亦有取消的可能性。我们认为贸易冲突升级和再次降级的可能性或各占 20%（图表 11）。

在谈判方面，类似一阶段贸易协议那样的扩大美国对中国商品进口的具体协议或还是协议的一部分内容。随着特朗普在 2020 年底的美国大选中败北，该协议最终不了了之。在 2020-2021 年期间，中国仅完成约 58%的商品和服务购买（图表 10）。按照特朗普希望中国对美开放的呼吁，美方要求可能还包括放宽中国对美国企业的市场准入。而对中国经济的一些结构性问题，例如强制性技术转让、产业政策、汇率制度、人才政策等，双方的分歧或较难调和。

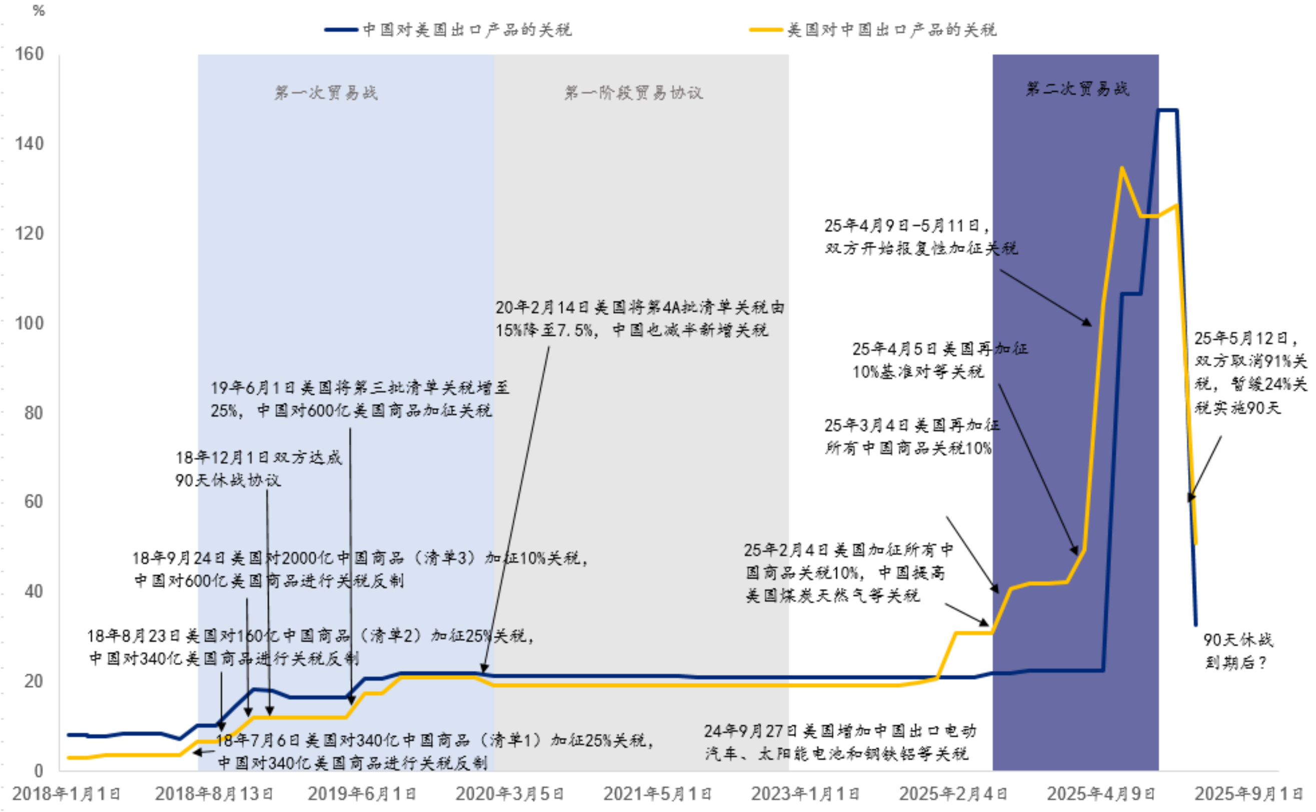
图表 8：中美关税战 2.0 时间线


美国
中国
特朗普宣布对华加征10%关税，2月4日起执行。
2月1日
2月4日
中国宣布对美国煤炭、液化天然气、原油和部分汽车加征关税，2月10日生效。
特朗普宣布再加征对华关税10%，即日生效。
3月4日
中国宣布对美国进口农产品加征10~15%不等的关税，3月10日起生效。
特朗普宣布对等关税，对华再加征34%关税，4月9日生效。
4月2日
4月4日
中国宣布对美国进口农产品再加征34%关税，4月10日生效。
对等关税增至84%，今年起增幅104%。
4月9日
中国再加征50%至所有美国商品。
对等关税增至125%，今年起增幅145%。
4月10日
美国暂时豁免智能手机电脑等对等关税的执行。
4月11日
中国反制对等关税亦增至125%，并表示不再回应美国加征关税。
5月12日
双方发表联合声明互降关税，对24%对等关税设置90天暂缓期

注：数据截至 2025 年 5 月 12 日

资料来源：美国白宫、中国商务部、新闻整理、浦银国际

图表 9：中美贸易战进程和关税税率变化图



18年7月6日美国对340亿中国商品（清单1）加征25%关税，中国对340亿美国商品进行关税反制

18年8月23日美国对160亿中国商品（清单2）加征25%关税，中国对340亿美国商品进行关税反制

18年9月24日美国对2000亿中国商品（清单3）加征10%关税，中国对600亿美国商品进行关税反制

18年12月1日双方达成90天休战协议

19年6月1日美国将第三批清单关税增至25%，中国对600亿美国商品加征关税

20年2月14日美国将第4A批清单关税由15%降至7.5%，中国也减半新增关税

24年9月27日美国增加中国出口电动汽车、太阳能电池和钢铁铝等关税

25年2月4日美国加征所有中国商品关税10%，中国提高美国煤炭天然气等关税

25年3月4日美国再加征所有中国商品关税10%

25年4月5日美国再加征10%基准对等关税

25年4月9日-5月11日，双方开始报复性加征关税

25年5月12日，双方取消91%关税，暂缓24%关税实施90天

90天休战到期后？

资料来源：PIIE、浦银国际

图表 10：中国——一阶段贸易协定实现情况一览

	总目标 （十亿美元）	两年实际购买 （十亿美元）	目标完成率 （%）
商品和服务总购买	**502.4**	**290.8**	**58**
商品总购买	380.5	235.3	62
-农产品购买	80.1	61.4	77
-制造品购买	234.4	142.8	61
-能源产品购买	66.0	31.1	47

资料来源：PIIE、浦银国际

图表 11：中国——今年接下来中美贸易关系的情景分析

关税假设	具体内容	概率
基本假设：维持现状	当前以芬太尼为由对华加征的20%和“对等关税”10%关税维持到年底	60%
悲观情景：冲突升级	24%暂缓对等关税在90天暂缓期后仍需加征	20%
乐观情景：冲突降级	以芬太尼为由加征的20%关税被取消，仅保留10%“对等关税”	20%

资料来源：浦银国际估计

2. 下半年经济三架马车的前景如何？

1）全年固定资产投资增速预测不变，但下调房地产投资增速预测

投资增速或小幅加快。固定资产投资累计同比增速从2024年的3.2%显著加快至今年1-4月的4.0%。这主要得益于基建投资增速加快，房地投资跌幅亦小幅收窄，而制造业投资增速在高基数情况下小幅下滑（图表12）。基于自去年11月到目前为止的形势变化，我们对制造业和基建投资增速的改善较去年年底更有信心，然而对房地产投资的改善则变得略为悲观。加总来看，我们维持今年全年的固定资产投资增速预测不变，在4.4%（2024：3.2%）。不过由于通胀率的下调，我们上调实际投资对2025年GDP的贡献0.1个百分点，至1.9个百分点。细分来看：

- **制造业投资（↑）**——今年以来，制造业投资增速维持在9.0%左右的高水平上，政策支持发挥了关建作用。在1月5日，国家发改委和财政部就发布了《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》，宣布加大重点领域设备更新项目支持力度、加力实施设备更新贷款贴息、提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准等政策。5月7日，央行宣布增加科技创新和技术改造再贷款额度3000亿元。接下来，我们相信制造业投资将继续得到政策支持。然而，关税战的不确定性仍可能影响制造业企业的投资信心，尤其是出口型企业。综合以上因素，我们上调2025年年底的制造业投资增速预测到8.2%（去年11月预测为7%）。

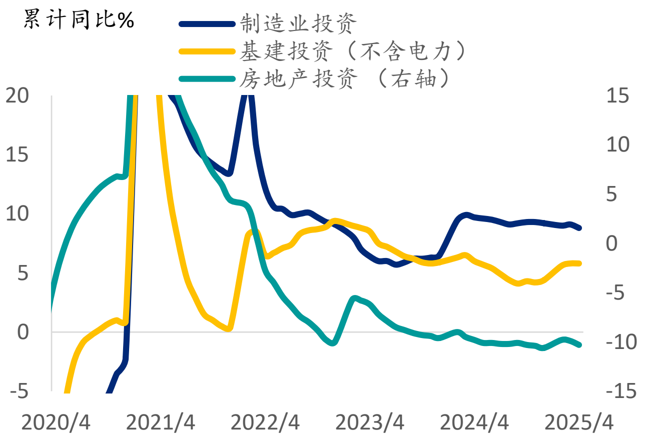
- **基建投资（↑）**——在政府积极推动“两新”“两重”项目之下，基建投资增速今年前四个月比去年12月底显著加快1.4个百分点到5.8%。4月政治局会议要求加快地方政府专项债和特别国债的发行和使用。截止到4月底，地方政府专项债已经发行1.2万亿元，与往年相比，节奏并不算慢（图表 13）。特别国债自3月起开始发行，3-4月已发行1510亿元。接下来还剩3.2万亿元地方政府专项债和1.15万亿元特别国债（总共4.4万亿元）或被加快发行和使用，以响应政府呼吁（图表 18），继续推动基建投资增速的改善。然而，城投债的净融资额持续低迷（图表 14），或对基建项目的资金支持产生一些影响。综合考虑，我们上调年底基建投资增速至6.2%（去年11月预测为5.0%）。

- **房地产投资（↓）**——在去年9月政府宣布一揽子支持政策，包括下调二套房首付比例和下调存量房贷利率约50个基点之后，我们看到作为房地产复苏的先行指标的房产销售和房价在去年四季度和今年一季度均发生积极变化：房产销售同比跌幅收窄，甚至在零星月份恢复同比正增长，70城房价同比跌幅亦由跌转增（图表 19）。然而情况从最新发布的4月数据又有了一些微妙变化：房屋价格和销售的复苏动能似乎有所减退（图表 15、图表 16、图表 17）。除了

此前政策成效的减退之外，中美关税战的全面爆发也可能影响了居民购房情绪。虽然央行在 5 月 7 日宣布下调个人住房公积金贷款利率、中美关税战也出现了转机，但是尚不明确这些积极变化是否足够继续推动房地产行业向好。我们将房产销售稳企的时间点（以房产销售额同比增速稳定转正为准）延后至今年年底（去年 11 月预测为今年年中）。

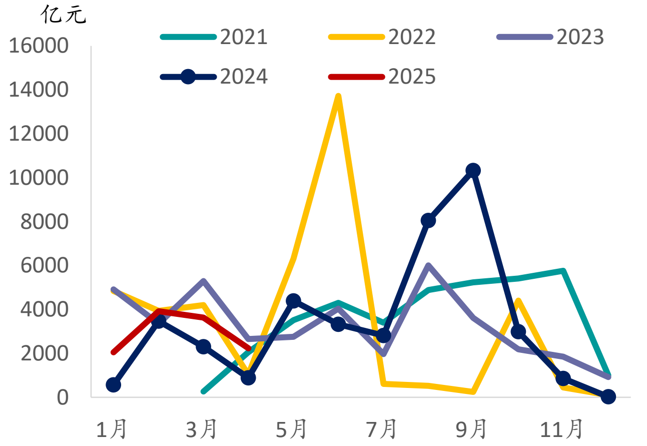
由于房地产投资的改善一般要滞后于房产销售改善约半年，我们尚未看见房地产投资跌幅随着此前房产销售的改善而有所收窄。不过我们相信此后投资跌幅会逐渐反映此前政策成效。然而，考虑到房产销售的复苏或仍有波折，我们下调今年年底房地产投资同比跌幅的预测至-8.5%（此前预测为-5.0%）。

图表 12：中国——今年以来，基建投资增速加快，房地投资跌幅小幅收窄，而制造业投资增速在高基数情况下滑落



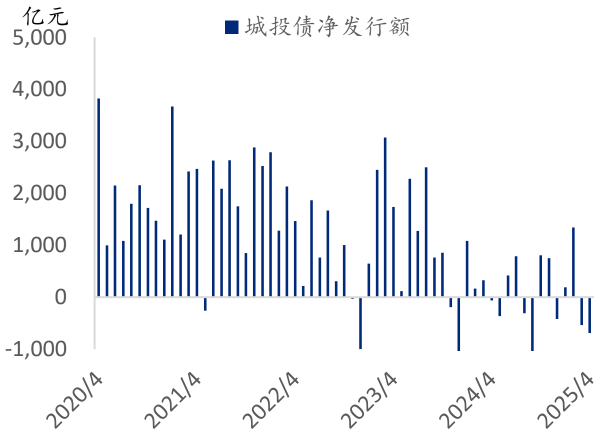
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13：中国——截至 4 月底，地方政府专项债已经发行 1.2 万亿元，与往年相比，节奏并不算慢



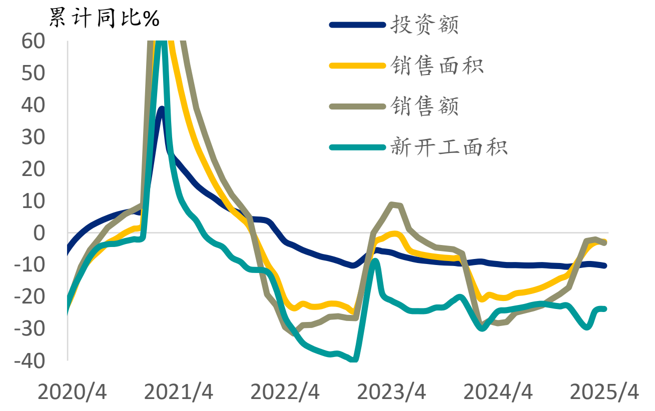
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 14：中国——城投债的净融资额持续低迷



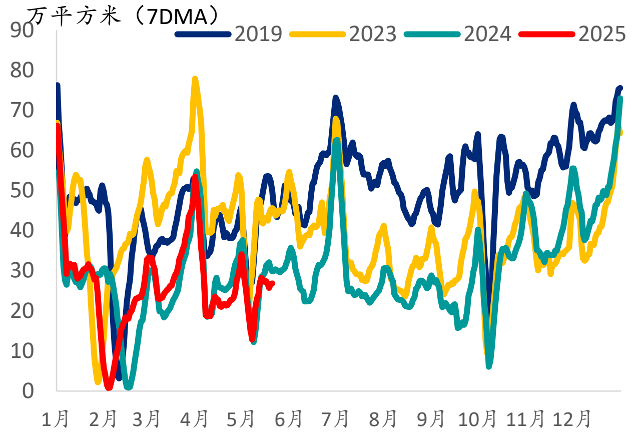
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 15：中国——房地产销售略有改善，尚未传导至投资



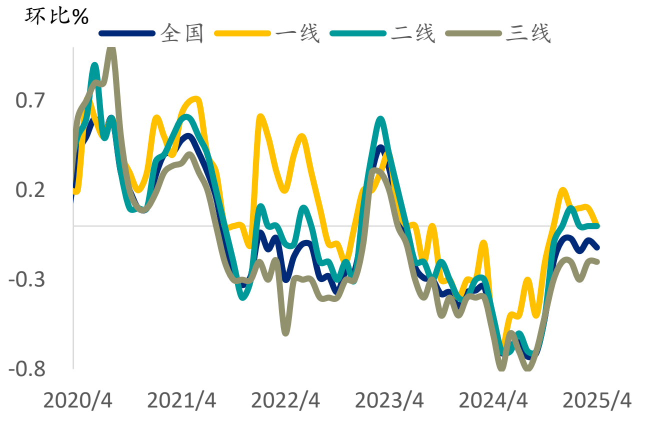
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 16: 中国——30 大中城市商品房销售从 4 月起复苏动能似乎减弱



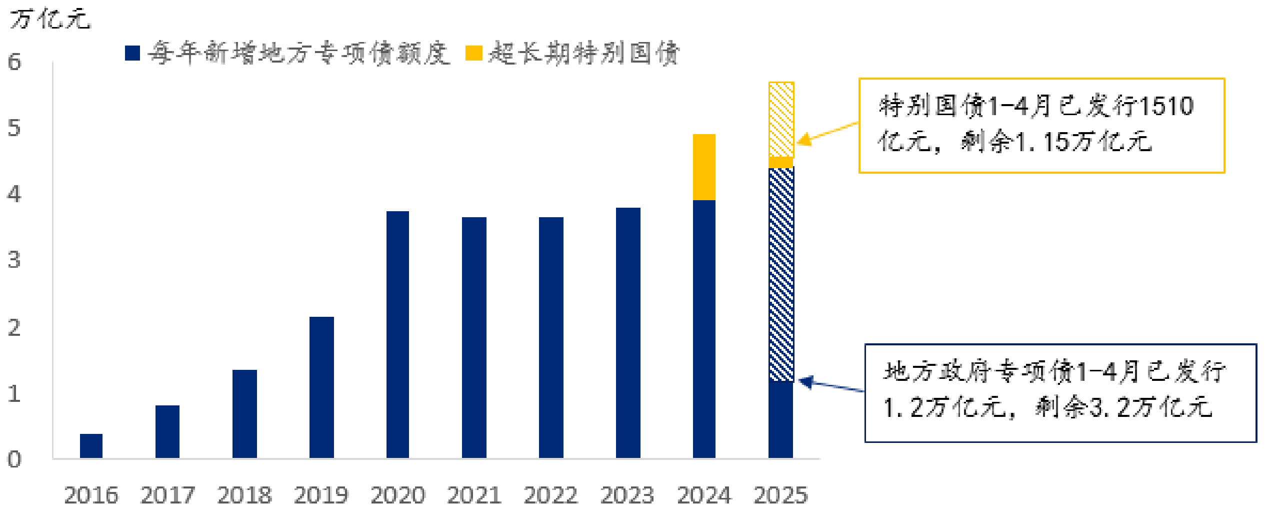
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 17: 中国——70 大中城市新建商品房价格环比跌幅自去年 9 月起收窄，但今年 4 月略微扩大



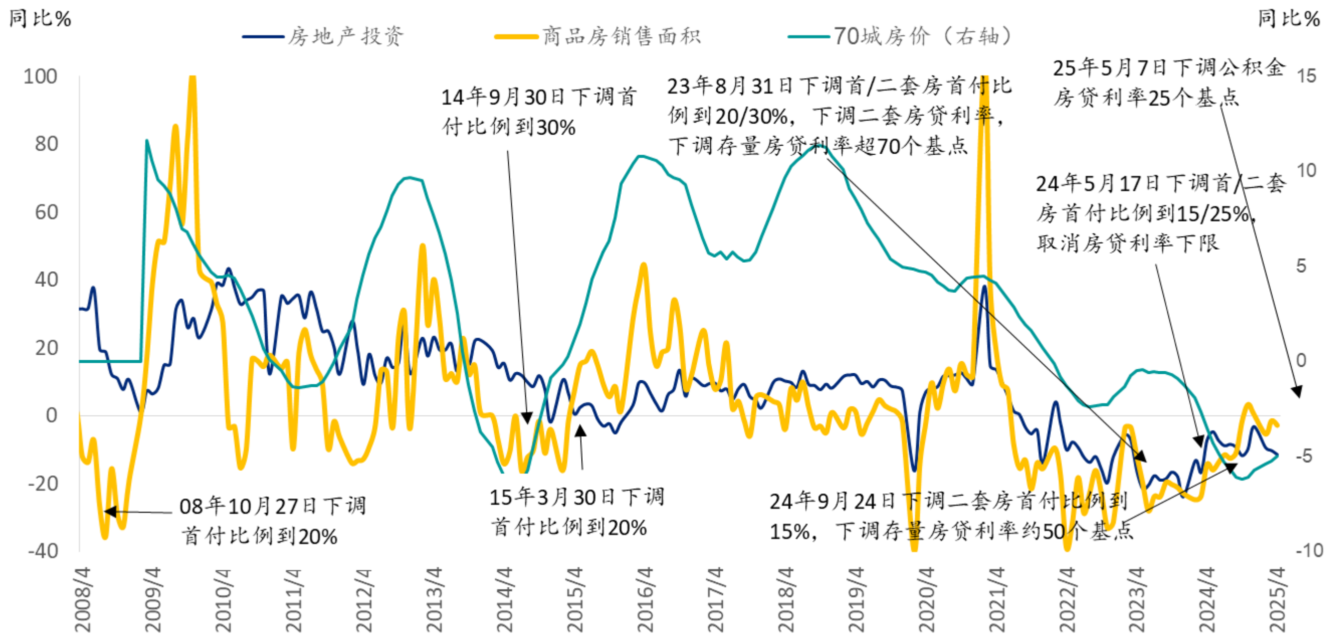
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 18: 中国——今年 5-12 月还剩余 3.2 万亿元地方政府专项债和 1.15 万亿元特别国债额度，或在政府呼吁下加快发行和使用



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 19：中国——在去年 9 月政策的鼓励下，去年四季度和今年一季度房产销售和房价改善明显，但复苏动能从 4 月起似乎有所减退

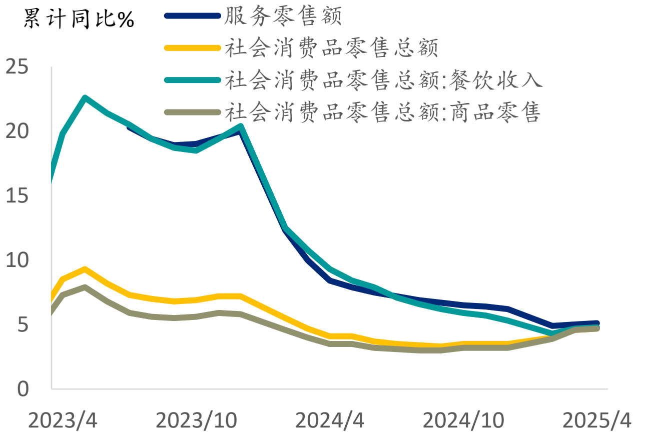


资料来源：同花顺、浦银国际

2）消费或仅边际改善

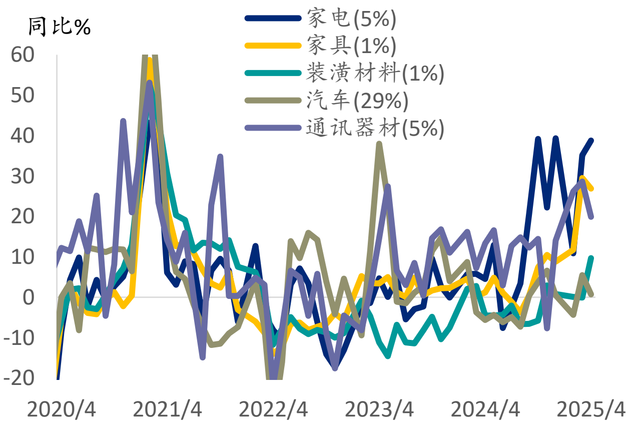
今年以来，除 4 月外、社会消费品零售数据屡超市场预期。1-4 月整体零售累计同比增速升至 4.7%（2024 年为 3.5%）。从结构上看，服务消费（包括餐饮零售）的整体增速依然高于商品消费（图表 20）。不过，在消费品“以旧换新”政策的鼓励下，家电、家具以及通讯器材的销售有了显著改善，汽车销售亦有边际改善，推动商品消费同比累计增速今年以来逐月上升（图表 21）。

图表 20：中国——今年以来消费品零售增速上升，商品零售增速逐月加快



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 21：中国——消费品“以旧换新”政策对相关产品销售提振作用显著



注：（）内为该分类在 2024 年全年社会消费品零售总额中的销售占比

资料来源：同花顺、浦银国际

往前看，我们预计消费品零售增速接下来或仅小幅改善。一方面，政府新设立的5000亿元服务消费和养老服务再贷款或有助于服务消费的改善。中美关税战暂时“休战”也有助于居民消费信心的改善。另一方面，虽然我们相信消费品“以旧换新”政策将继续支持消费，但是今年前四个月通讯器材、家电和家具销售超过20%的累计同比增速或难以长时间维持，接下来或有小幅下滑的风险。综合上述考虑，我们预计2025年的消费品零售总额累计同比增速将从目前的4.7%小幅上升至年底的4.8%，略低于我们去年11月的预测（5.0%）。最终消费对今年GDP的贡献或下降0.1个百分点，至2.8个百分点。

3）出口增速或开始逐渐下滑，净出口对GDP贡献料逐渐转负

今年前四个月出口表现远好于预期。前四个月累计出口增速（按美元计）达6.4%，高于2024年全年的5.9%。去年同期的低基数以及出于关税战担忧的出口抢跑均起到了一定帮助。其中，出口数量大增，出口单价反而同比下跌（图表23）。

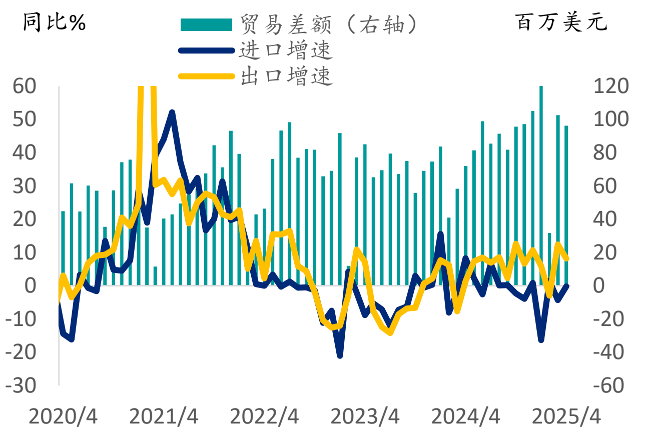
分产品来看，今年1-4月机电产品和高新科技产品出口表现继续改善，尤其是蓄电池出口增速大幅加快（2025年1-4月：22.1%，2024年-5.8%），劳动密集型累计出口增速转负（图表24）。

分国家和地区来看，今年1到4月对东盟、印度、中国台湾的累计出口增速均超过10%，其中或有一部分是因为关税原因的绕道出口。而此前使用较多但受美国监察升级影响的墨西哥累计出口增速下滑到0.8%。一定程度上由于关税拖累，对美直接出口累计增速转负到-2.5%（2024年为4.9%）。此外，中国对日本和欧盟两个传统贸易伙伴的出口增速有所改善（图表25）。

从单月数据来看，在中美关税战全面爆发的4月，中国的出口增速仅小幅下滑至8.1%，仍维持在较高水平上。虽然中国对美出口同比跌21%之多，但是被对东盟（20.8%）、印度（21.7%）和中国台湾（15.5%）出口的大幅改善抵消（图表26）。

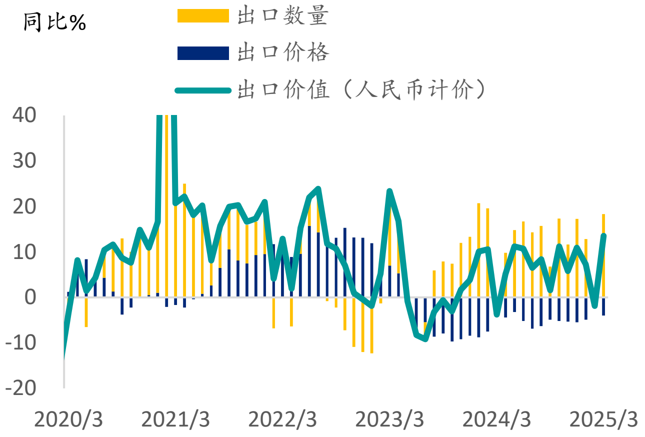
展望下半年，我们预计出口增速或逐渐放缓。鉴于中美双方商定的90天关税“休战”协议和对暂缓期后关税再加征的担忧，我们认为近3个月内出口抢跑现象会继续提振中国出口数据。然而，在3个月后，我们认为外需的减弱和高基数效应等因素将开始拖累出口表现。即便在我们的基本假设下，美方对华加征关税维持现状，而不会进一步加征关税，30%的关税加征亦会对中国的出口需求产生显著影响（图表27），尽管不似145%关税情况下的完全阻隔对美出口。另外，美国自今年起的加权平均关税税率已经上升约12%，亦将影响全球经济增速，从而影响中国整体的外需情况。因此，我们预计中国出口增速将从今年前四个月的6.4%放缓至后八个月的-3.2%，全年出口增速或在0%（去年11月预测：1%）。

图表 22：中国——今年前四个月出口表现远好于预期



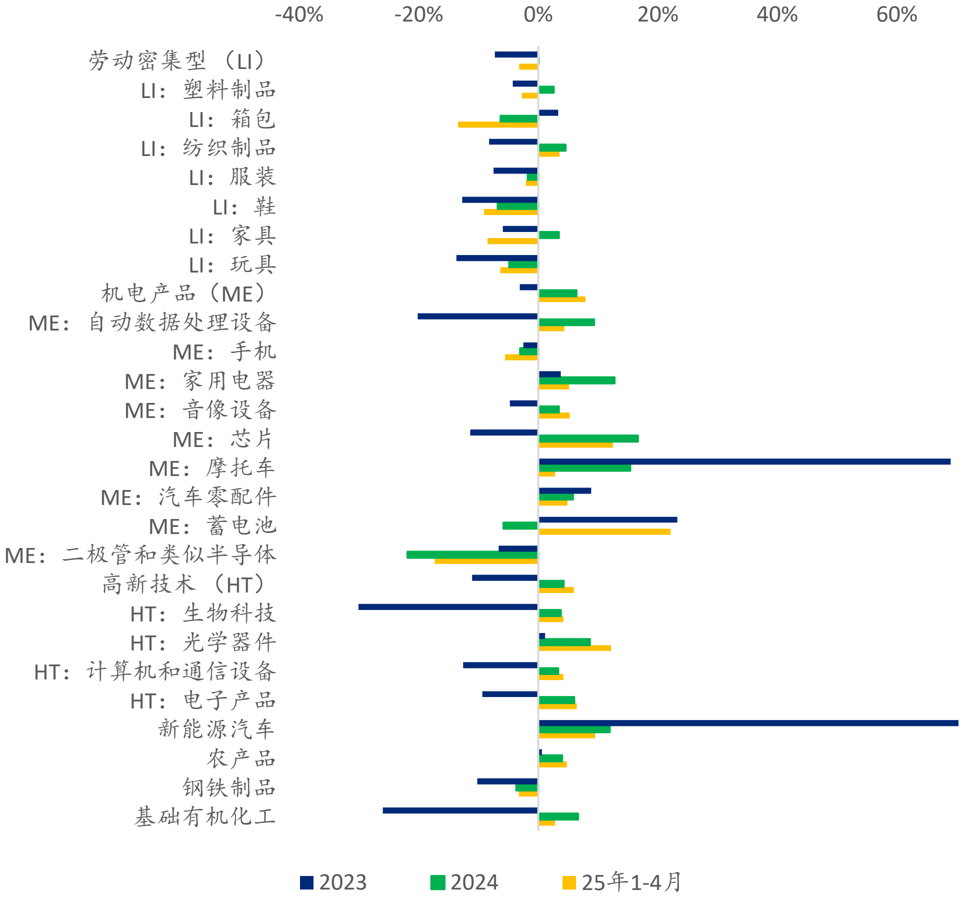
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 23：中国——出口数量大增，出口单价反而同比下跌



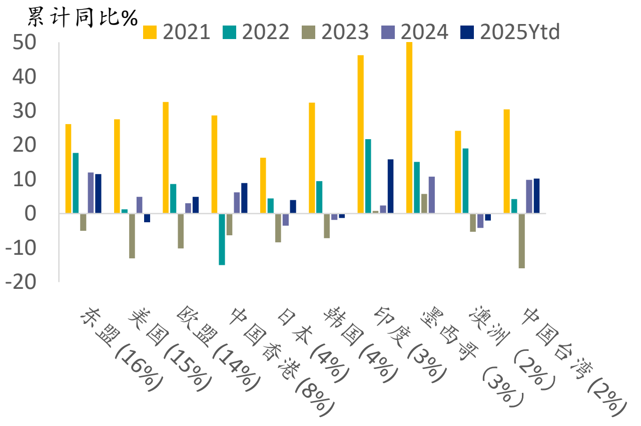
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 24：中国——分产品出口累计增速



资料来源：CEIC、浦银国际

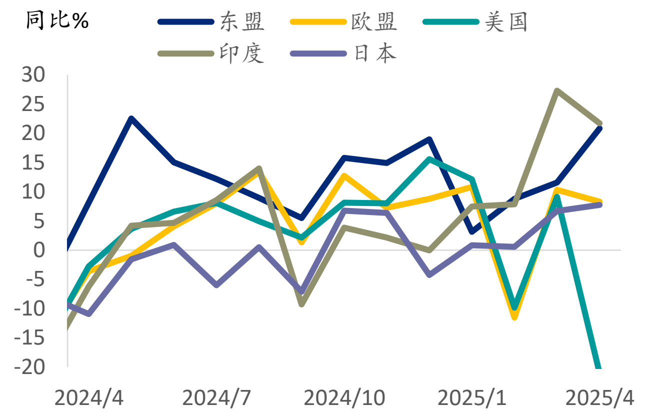
图表 25：中国——对美直接出口下降，对日本和欧盟出口表现有所改善



注：括号内数字为 2024 年占中国总出口的份额。

资料来源：同花顺、浦银国际

图表 26：中国——关税战开始后，对美出口大减，但对东盟、印度、日本等出口改善显著



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 27：中国——美国对从中国进口商品加征关税的影响研究：从 2018-2019 年经验来看，该线性计算高估了加征关税的影响

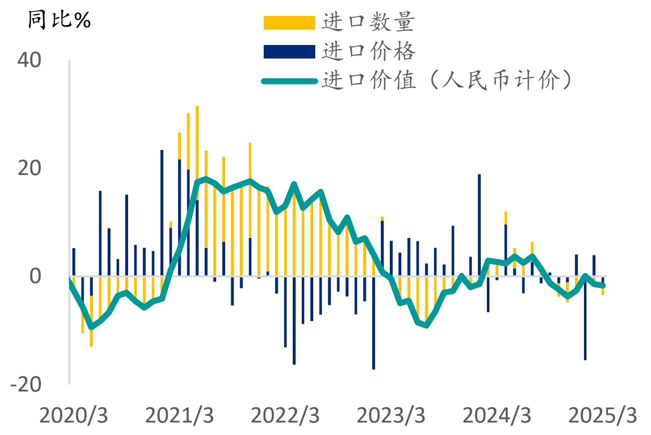
	来源	公式	2018-2019年贸易战后平均关税从3.8%提高到19.3%	2025年2月-3月初，对所有出口美国商品加征20%关税	2025年5月12日宣布将仅执行10%的个性化对等关税
美国对中国进口商品关税增幅	政策	a	15.5%	20.0%	10.0%
关税到价格的传导	Feenstra(1989)	b	0.6	0.6	0.6
美国进口商品的价格增幅	计算得出	c=a*b	9%	12%	6%
美国从中国进口商品总额（亿美元）	中国统计局2020，2023	d	4518	5003	5003
美国进口价格弹性	Kee et al(2008)	e	-3.39	-3.39	-3.39
美国从中国进口商品预计减少（亿美元）	计算得出	f=c*d*e	-1424	-2035	-1018
中美贸易顺差（亿美元）	中国海关2020,2023	g	3169	3361	3361
中国总出口（亿美元）	中国海关2020,2023	h	25900	33790	33790
中国GDP（亿美元）	中国统计局2020,2023	i	148626	176620	176620
对中美贸易顺差的影响	计算得出	k=f/g	-44.9%	-60.5%	-30.3%
对中国出口的影响	计算得出	l=f/h	-5.5%	-6.0%	-3.0%
对中国GDP的影响	计算得出	m=f/i	-1.0%	-1.2%	-0.6%

资料来源：同花顺、CEIC、浦银国际估算

我们预计下半年进口增速或有所改善。今年以来进口表现远不及出口：进口增速从 2024 年的 1.1%转负至今年 1-4 月的 5.2%。部分受油价下滑影响，进口价格下降明显，进口数量亦有小幅下滑（图表 28）。按产品大类看，机电产品和高新技术进口仍较为稳健。可能受低迷房地产行业影响，大宗商品进口今年累计同比大减 12%之多（图表 29）。农产品累计进口增速亦下滑至-16.1%，其中因为关税战大幅减少对美大豆采购或是主要推动力之一。

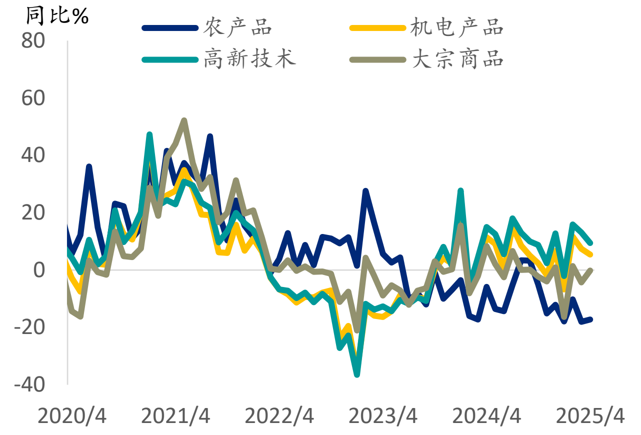
往前看，在出口抢跑现象散去之后，机电和高新技术产品进口或因为中间品进口的下降而放缓。我们预计基建增速将小幅加快，房地产投资跌幅将略微改善，二者或有利于大宗商品出口的改善，尽管其效应或被预计的大宗商品价格的下跌所部分抵消（图表 30）。不过，在中美贸易关系缓解的前提下，中国农产品进口或有所改善。综合以上，我们下调 2025 年全年的进口增速预测到-1.0%（去年 11 月：2.0%）。这就意味着进口增速将从 1-4 月的-5.2%回升至 5-12 月的 1.1%。

图表 28：中国——今年以来进口价格下降明显，进口数量亦有小幅下滑



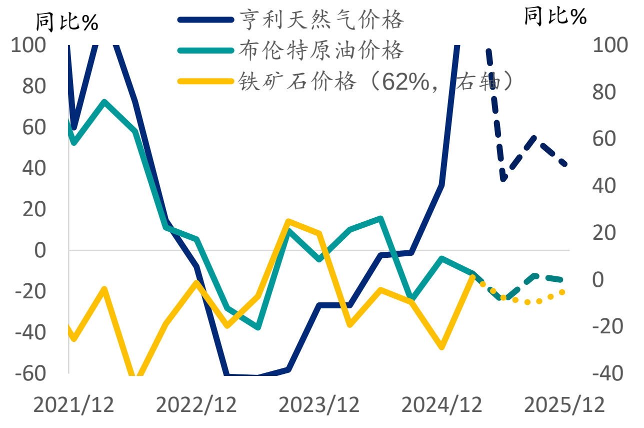
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 29：中国——机电产品和高新技术进口仍较为稳健，大宗商品和和农产品进口大减



资料来源：CEIC、浦银国际

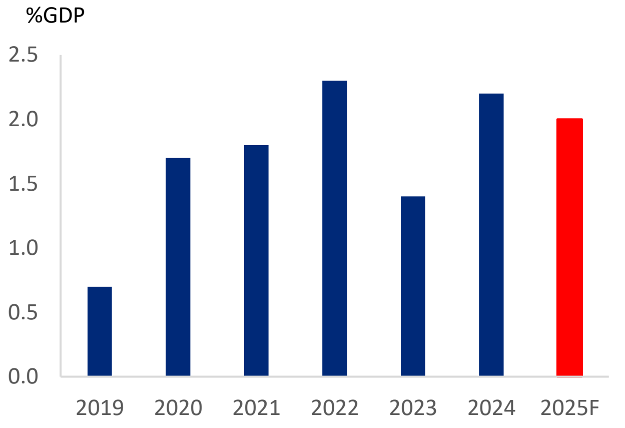
图表 30：中国——预计的大宗商品价格变化或不利于该项目进口



注：预测来自彭博社预测均值

资料来源：Bloomberg、同花顺、浦银国际

图表 31：中国——我们预计今年的经常项目顺差占 GDP 比重为 2.0%



资料来源：CEIC、浦银国际预测

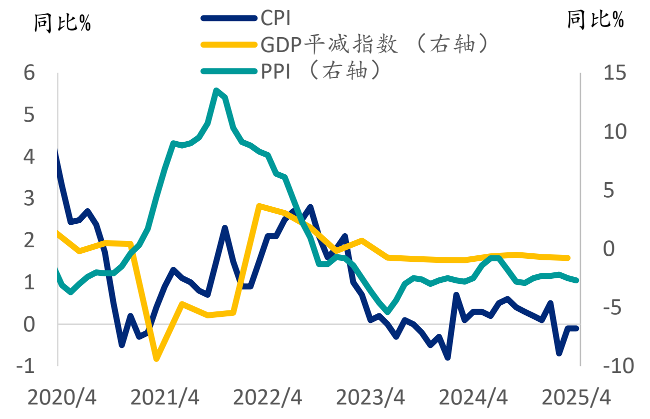
我们预计经常项目顺差占 GDP 比重今年仅小幅下降至 2%。由于一季度出口表现远好于进口，一季度的经常项目顺差占 GDP 比重高达 3.7%，净出口对一季度 GDP 的贡献高达 2.1 个百分点。据我们对进出口增速的预测更新，2025 年贸易顺差预计较去年略微增加 263 亿美元至 10177 亿美元。然而服务和收入贸易逆差今年预计也有所上升。加总来看，我们估计经常项目顺差占 GDP 比重会从 2024 年的 2.2%降到 2025 年的 2.0%（图表 31）。我们维持净出口对全年 GDP 的拖累在 0.2 个百分点的基本预测。

3. 下半年通胀预计仅小幅回升

PPI 通胀率下半年或继续为负。PPI 通胀率在今年 1-4 月仍徘徊在-2.2%~-2.7%之间的低位，较去年四季度改善甚微（图表 32）。从外因来看，和 PPI 相关性较强的全球原油价格同比跌幅扩大（图表 33）。而和美国的关税战亦影响了和出口相关性较高商品的价格。尤其是在中美关税战全面爆发的 4 月，PPI 同比通胀率再跌 0.2 个百分点到-2.7%的半年内低位。从内因来看，今年前四个月虽然经济整体表现尚可，但是更偏向于消费驱动的内需复苏对工业需求的支持作用较为有限。工业产出的复苏远强于需求的情况并未得到明显改善。

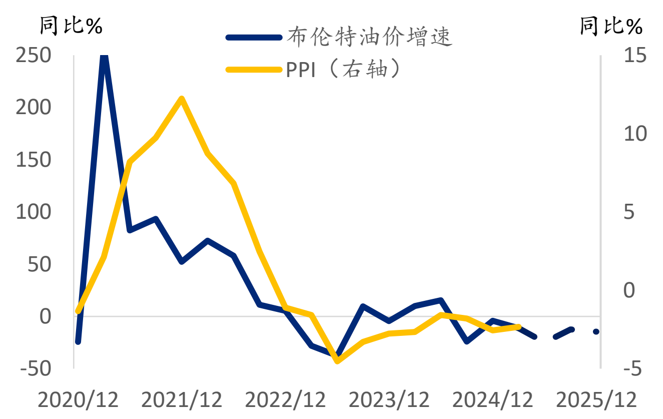
往前看，更偏向于消费驱动的内需复苏或对工业需求的支持作用较小，我们下调了 2025 年年底房地产投资同比增速的预测（从原先的-5%下调至-8.5%）。中美互降关税有助于外需的改善，然而该变化对工业价格的提振作用或被预期的油价继续下跌给部分抵消。我们预计 PPI 通胀率或均从前四个月的-2.4%温和回升至 5-12 月的-1.5%。2025 年全年 PPI 通胀率预计在-1.8%（2024 年：-2.2%）。

图表 32：中国——通胀在今年前四个月持续低迷



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 33：中国——今年一季度原油价格的大幅下跌也是拖累 PPI 走低的原因之一



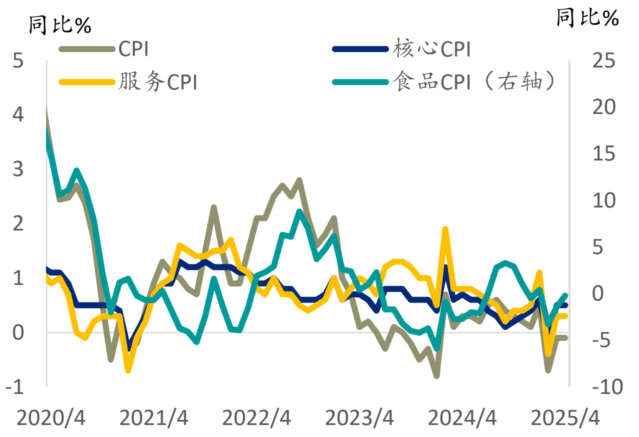
注：2025 年二到四季度油价预测来自彭博社预测均值

资料来源：Bloomberg、CEIC、浦银国际

CPI 通胀率预计仅缓慢回升。CPI 通胀率在今年前四个月非但没有回升，反而再次跌入了负区间（图表 34）。分类来看，食品、交通和通信价格是 CPI 主要拖累因素（图表 35）。首先，猪肉 CPI 从去年 9 月起已经开始下滑，仅维持了 11 个月的猪价上行周期低于此前历史规律，导致食品价格不及预期（图表 36）。其次，消费品“以旧换新”继续拖累交通工具价格，再加上油价下跌影响燃料 CPI，交通和通信 CPI 今年以来亦逐月转弱（图表 37）。最后，服务 CPI 今年表现亦弱于去年同期（图表 34）。

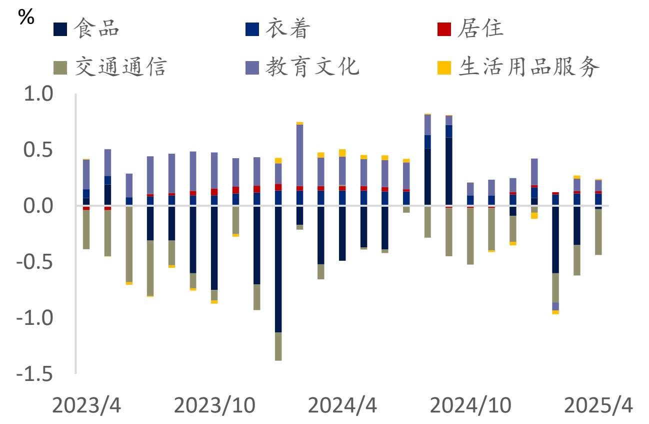
往前看，我们相信中美贸易关系的缓和以及国内的政策支持有助于居民恢复消费信心，改善通胀。然而，猪价下行周期仍会在今年下半年至少大部分时间持续。交通和通信价格亦难有显著改善。因此我们将 2025 年 CPI 通胀率预测从去年年底的 0.8%下调至 0.2%，预计 CPI 通胀率从今年前四个月的-0.1%回升至 5-12 月的 0.4%。

图表 34：中国—— CPI 通胀率在今年前四个月非但没有回升，反而再次跌入了负区间



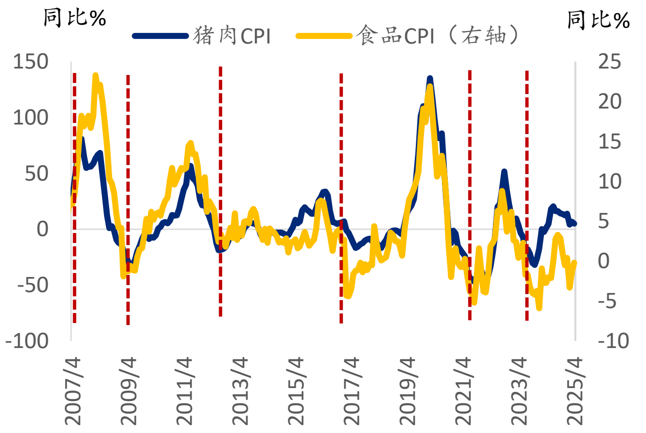
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 35：中国——食品、交通通信价格对 CPI 拖累作用是主要推动力



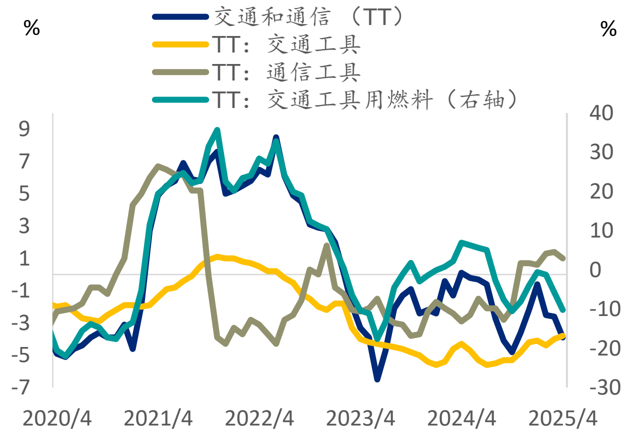
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 36：中国——猪肉 CPI 从去年 9 月起下滑，仅维持了 11 个月的猪价上行周期低于历史规律



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 37：中国——交通工具和燃料 CPI 的下跌拖累了整体交通和通信 CPI 的表现



资料来源：同花顺、浦银国际

4. 政策刺激或至少延后至三季度

在关税暂时“休战”的背景下，政策刺激短期内或转换至“边走边看”模式。政府或并不着急进一步加码政策刺激，短期更看重已宣布政策的落实。后续的经济刺激或视乎中美贸易谈判进展以及现有政策成效，时点或至少延后至三季度。

1）财政政策

财政政策继续以促消费和稳投资为两大抓手。短期内，财政政策重点或放在已制定刺激政策的加快落实上，尤其是地方政府专项债和特别国债的加快发行和使用上。**在具体的资金使用上，**政治局会议将促消费重点放在提高中低收入群体收入，大力发展服务消费上。在**增收减负**方面，我们认为潜在的全国性生育补贴政策的发布仍值得期待，尽管中美关税战暂时“休战”降低了出台该政策的迫切性。在**发展服务消费**方面，政治局会议预告的设立服务消费与养老再贷款已经在 5 月 7 日的国新办发布会上兑现。初始额度为人民币 5000 亿元。接下来促服务消费的重点或放在落实该资金的投放上，我们此前所设想的、直接向服务消费进行消费补贴的政策可能还需要耐心等待。虽然近期政府在谈论政策刺激的时候甚少提及此前对消费促进作用较大的**消费品“以旧换新”政策**，不过我们认为只要有需要，该项目的资金规模仍有扩张空间，使用领域亦可扩展，例如扩大至服务消费（餐饮、旅游等）和快消品消费、以及增加单品补贴金额。在**稳投资**方面，我们相信“两重”“两新”依然是重点所在。此外，如果促消费类政策成效不及预期，那么政府或适当放宽使用地方政府专项债投资基建项目和购买存量房和土地的条件。

中期来看，后续的增量财政刺激取决于中美贸易谈判进展以及现有政策成效。在今年 4 月中美关税战全面爆发的情况下，我们曾预测政府最快或在 7 月的半年度政治局会议上拿出在财政刺激方面额外拿出 1.0%~1.5% GDP 的资金支持，以抵消关税战对经济的负面影响。然而，在中美贸易关系在 5 月意外好转之后，我们认为若美国对华关税维持在目前水平上，政府或不会拿出如此大规模增量资金支持。视乎经济运行情况，政府或最快在三季度推出 0.5-1.0 万亿元（相当于 0.35%-0.7%GDP）的额外财政刺激支持，用于促消费和稳地产等领域。而在悲观情况下，我们认为政府或仍会在三季度额外拿出 1.0%-1.5% GDP 的资金支持。如果中美关税冲突进一步降级，以芬太尼为由加征的 20%关税亦被取消，那么我们认为政府今年接下来或不会再推出额外财政资金支持。

2）货币政策

“适度宽松”的货币政策或变得更加数据依赖。尽管社会融资规模存量同比增速今年以来一路加速，这主要是因为政府债券发行力度加大，人民币贷款存量同比增速一路下滑（图表 38）。从新增贷款来看，今年前四个月发行人民币贷款 10.1 亿元，略逊于去年同期的 10.2 万亿元。从更反映实际需求的中长期贷款来看，今年和去年前四个月的差距则更大，尤其是企业新增中长期贷款比去年同期减少了 7800 亿元（图表 39）。换句话说，虽然今年一季度经济开局良好，但是不管是居民还是企业的信贷需求均仍较弱。

我们此前呼吁的二季度 50 个基点降准和 10-20 个基点降息已经在 5 月 7 日国新办发布会上兑现，最终降准 50 个基点（图表 40）和降低 7 天逆回购利率 10 个基点（图表 41）。除此之外，同场发布会对再贷款这一定向工具也做出了精密部署：央行宣布下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。除了新设立服务消费与养老再贷款之外，央行亦增加科技创新和技术改造以及支农支小再贷款额度各 3,000 亿元。

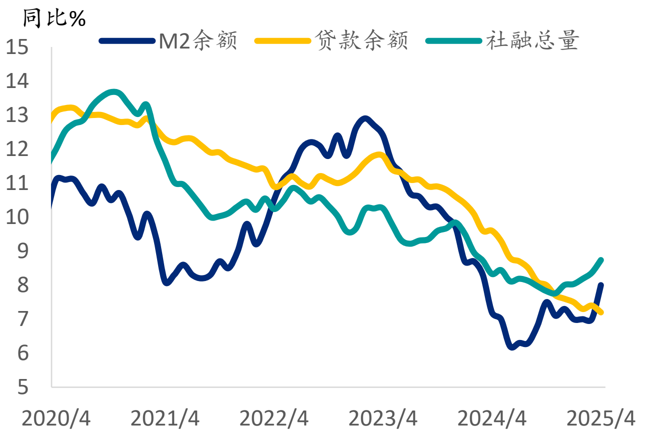
在中美关税战暂时“休战”的背景下，我们认为短期内政府或更重视已经宣布的各项再贷款额度的使用上、观察 5 月 7 日发布的一系列政策的成效和中美贸易谈判进展。短期内，央行或不会再次采用降准降息这样全面性的货币工具，不过使用结构性工具进行定向调节的可能性仍存，尤其是已经预告多时的收购存量土地再贷款。

中期来看，我们认为下半年央行仍有望降准降息。即便美国对华关税维持在现有水平，在中美贸易谈判仍在进行中的背景下，信贷需求或仍偏疲软，需要政策支持。因此，在我们关税税率维持现状的基本假设下，我们调整降息预测，从此前全面关税战时做出的还有 20-30 个基点降息，调整回去年 11 月做出的预测——即下半年还有 10-20 个基点的降息。另外，我们预计下半年或还有一次 50 个基点的降准。在再贷款和降准降息政策的支持下，我们预计贷款增速或由跌转升。

如果关税冲突升级，那么我们此前全面关税战时 20-30 个基点降息、50 个基点降准的预测仍有效。

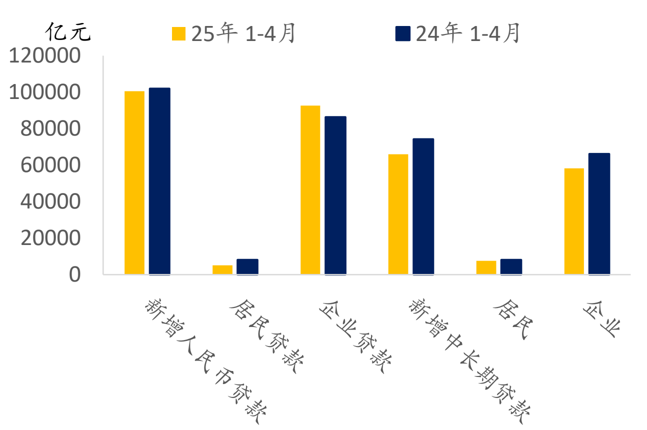
如果关税冲突降级，那么我们认为央行或不会再降准，并会将降息幅度控制在 10 个基点。

图表 38：中国——虽然社融增速加快，但是贷款增速继续下滑



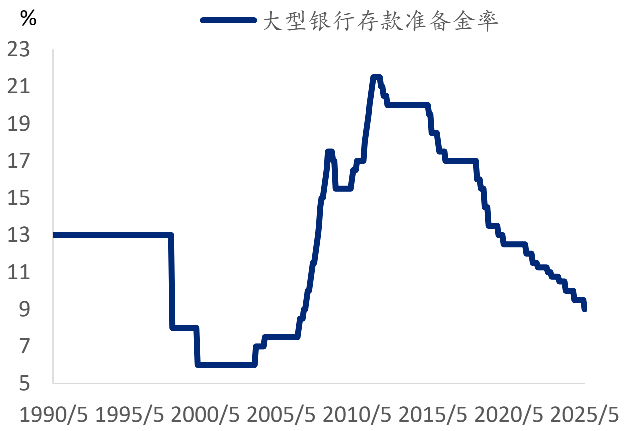
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 39：中国——企业新增中长期贷款比去年同期减少了 7800 亿元



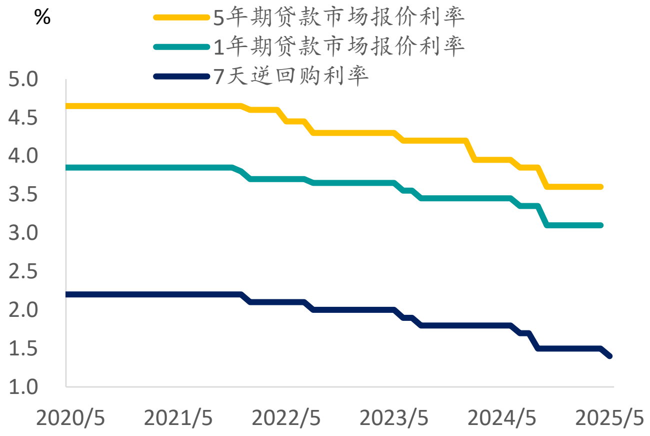
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 40：中国——央行 5 月宣布降准 50 个基点，符合我们预期



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 41：中国——央行 5 月宣布降低 7 天逆回购利率 10 个基点



资料来源：同花顺、浦银国际

3）稳外贸政策

出口支持政策或采取“边走边看”模式，根据中美谈判进程和企业需要加码。在 4 月关税战全面爆发之后，中国政府仅在 4 月底的政治局会议上提到对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。而在 5 月 7 日一揽子金融支持政策的发布会上，金融监管总局局长李云泽提到针对小微企业、民营企业融资难题，总局已牵头建立了专门的融资协调工作机制。接下来，融资协调工作机制将扩展至全部外贸企业，推动银行加快落实各项稳外贸政策，确保应贷尽贷、应续尽续。对受关税影响较大、经营暂时困难的市场主体，将采取“一企一策”提供精准服务。根据这些政策进展，我们认为稳外贸政策将采取“边走边看”模式。参考上一轮关税战的经验来看（图表 42），政府或对受关税战影响比较大的出口企业（主要是中小型企业）推出定向的信贷支持，帮助出口型企业转型或调整供应链；降低其利息、税收等方面的经营成本等。

图表 42：中国——政府在 2018-2019 年和当前关税战推出的应对政策措施一览

日期	部门	具体内容
2018 年 9 月 28 日	国务院	国务院常务会议进一步降低机电设备、纺织品、建筑装饰材料等 1585 种产品进口关税，自 2018 年 11 月 1 日起实施。关税从 2017 年的 9.8%下调至 7.5%，2018 年的关税调整可为企业和消费者节省人民币 600 亿元。
2018 年 10 月 7 日	财政部	财政部研究未来更大规模的减税和更积极的财政政策，以稳定增长。税费减免总额预计超过人民币 1.3 万亿元，而全国人大期间确定的目标是人民币 1.1 万亿元。此外，财政部还将支持重大项目建设，并通过提高个人所得税扣除来刺激消费。
2018 年 10 月 7 日	央行	下调部分银行存款准备金率 100 个基点，除了其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF 贷款外，将额外释放流动性 7500 亿元支持实体经济。
2018 年 10 月 8 日	国务院	2018 年 11 月 1 日起，国务院再次提高出口退税率，原 15%出口和部分 13%出口退税率提高至 16%；出口退税率为 9%的，税率提高到 10%，有的甚至达到 13%；出口退税率为 5%的，税率提高到 6%，有的甚至达到 10%。该措施不适用于高耗能、高污染、产能过剩相关出口。同时，7 档返利下调至 5 档。
2018 年 10 月 22 日	央行	公布两项新举措支持民营企业融资：1）宣布新增 1500 亿元再贷款和再贴现贷款额度，用以支持银行向中小企业和民营企业发放贷款；2) 设立民营企业债券融资支持工具。
2018 年 11 月 8 日	银保监会	银保监会主席郭树清要求银行对民企的新增贷款在整体企业贷款中的比例在大银行必须达到 1/3，对中小银行必须达到 2/3。对整体银行系统来说，争取在 3 年的时间内将民企企业贷款在总体企业贷款中的比重提升到 50%以上，此前大约在 40%。
2018 年 11 月 9 日	国务院	国务院常务会议要求 2018 年四季度中小企业贷款利率降低 1 个百分点，并要求国有企业和政府按时偿还对民营企业的应收账款。
2019 年 1 月 2 日	央行	宣布扩大普惠金融定向降准范围：对授信额度在 1000 万元以下的中小企业贷款实行定向降准，此前标准为 500 万元。
2019 年 1 月 9 日	国务院	国务院常务会议公布减轻中小企业税负的新举措，预计每年减轻 2000 亿元税负。
2019 年 1 月	央行	央行分两次降低存款准备金率，分别在 15 日和 25 日降低 50 个基点，排除了偿还到期的 MLF 贷款之外，约释放 8000 亿元永久性流动性。
2019 年 2 月 14 日	国务院	发布《关于加快民营企业 IPO 和股权再融资的新指导意见》，我们预计民企进入资本市场的融资渠道将有所拓宽。
2019 年 5 月 6 日	央行	宣布在 5 月 15 日对农村中小银行下调存款准备金率最多 3.5 个百分点到 8%，注入 2800 亿元永久性流动性。
2019 年 9 月 6 日	央行	宣布在 9 月 16 日下调整体存款准备金率 50 个基点。为了进一步扩大对小微企业和民企的贷款支持，城市商业银行的存款准备金率分两次在 10 月 15 日和 11 月 15 日下调，共下调 100 个基点。两项降准操作总共释放 9000 亿元流动性。
2025 年 4 月 25 日	**政治局**	**政治局会议提出对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。**
2025 年 5 月 7 日	**国新办**	**除了降准降息，新增再贷款之外，国新办发布会提出将融资协调工作机制扩展至全部外贸企业，推动银行加快落实各项稳外贸政策，“确保应贷尽贷、应续尽续”。“对受关税影响较大、经营暂时困难的市场主体，‘一企一策’提供精准服务。”**

资料来源：新闻报道、浦银国际

4）房地产政策

房地产政策仍将从供需两端协同发力。从需求端来看，在4月房地产销售动能转弱的时候，我们就预计政府或将降低住房公积金贷款利率。这一判断在5月7日成功兑现。接下来如果房产销售动能仍未有明显好转，那么政府还可以考虑提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。

从供给端来说，在5月7日的国新办发布会上，国家金融监督管理总局局长李云泽提出将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，以助力持续巩固房地产市场的稳定态势。这或意味着对去年年底已经预告的专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和100万套货币化安置城中村和危旧房改造等重点工作将有更为系统性的部署，进一步解决房地产企业的资金流难题。与房地产发展新模式相适配的系列融资制度的发布值得重点期待。中期来看，如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存（图表 43）。

图表 43：中国——我们预测的今年房地产相关增量政策措施预测汇总

方向	内容	2024 年	短期政策预期	2025 年全年政策预期
供给	专项债收地收储	预告	今年至少 8000 亿元资金用于收地收储	
	收地专项再贷款	预告将设立	初始规模预计在 3000 亿元	
	白名单项目信贷规模	年底翻倍到 4 万亿元	进一步扩大	
	保障性住房再贷款	3000 亿元	/	若必要，可再加码且降低借贷利率
	货币化安置城中村改造	已宣布 100 万套	落实 100 万套	若必要，可扩容到 220 万套 35 城上限
需求	下调房贷利率	取消房贷利率下限，下调存量房贷利率和个人住房公积金贷款利率	降低住房公积金贷款利率（已经兑现）	
	下调首付比例	两次下调	/	/
	其他		契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠	

资料来源：新闻整理、浦银国际预测

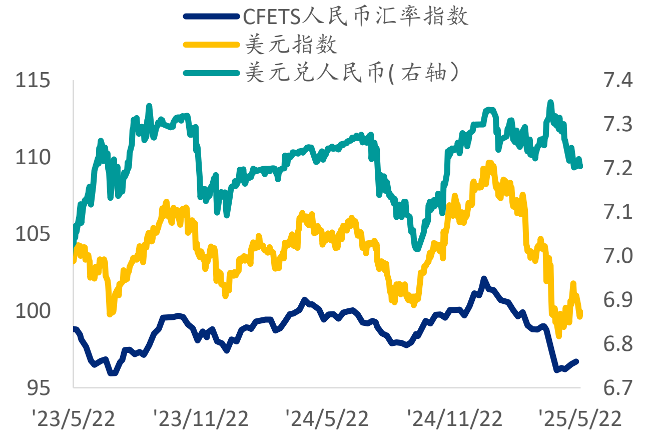
5. 汇率展望

今年以来人民币兑美元汇率大多在 7.2-7.3 的区间内小幅波动。从今年年初起，人民币兑美元汇率随着美元指数的缓慢贬值而略有升值。虽然特朗普从 2 月起就开始对自中国进口商品加征关税，但是 2-3 月加征幅度市场已经有预期，并未造成人民币贬值。4 月关税战爆发人民币亦未明显贬值则得益于关税对美国本土资本市场的巨大冲击。不过在 4 月起美元指数大幅贬值的情况下，人民币并未明显升值，而是维持稳定。因此，人民币对一篮子货币的 CFETS 指数有所下跌（图表 44）。这可能有两方面原因：一方面，中国并没有像其他国家一样被豁免了“对等关税”，而是和美国全面爆发关税战。关税战对投资中国的信心也造成一定影响；另一方面，央行也并不希望人民币快速升值，让出口雪上加霜。

情况在 5 月上中旬中美贸易关系缓和后发生了变化：自 5 月初双方将展开关税战后首次贸易会谈的消息传出之后，人民币兑美元汇率就开始升值，并在 5 月 12 日宣布关税战暂时“休战”之后逼近 7.2 的关口，同期 CFETS 指数也略微回升。

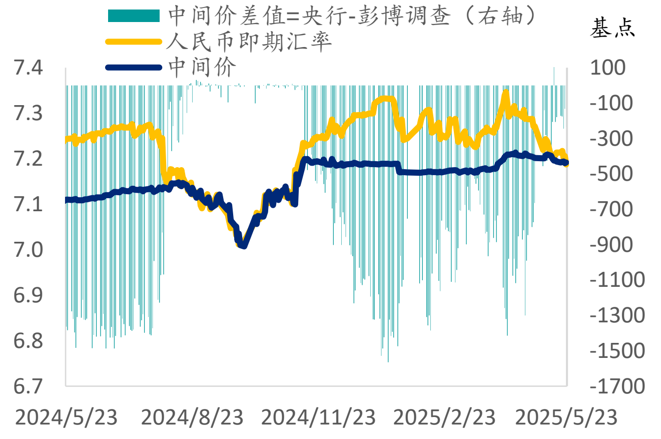
往前看，我们并不认为人民币会显著升值。一方面，即便美国对中国进口商品关税维持在现有水平上，特朗普二次上任以来对中国进口商品的关税加征幅度仍高达 30%左右，央行或并仍不希望人民币升值，损害出口。从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行在人民币兑美元汇率回到 7.3 以内明显减小干预（图表 45）。另一方面，如果经济走势和我们预期的一致，潜在的经济增速的逐渐放缓和出口增速的下滑也将影响人民币预期（图表 46）。不过，我们预期中美利差的小幅收窄或有助于债券资金的流入，利好人民币（图表 47）：根据我们对中美 10 年期国债收益率的预测，年底两者差距或将收窄至 2.6%（5 月 22 日为 2.8%）。我们预计接下来人民币兑美元汇率或在 7.1-7.4 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。

图表 44：中国——美元兑人民币汇率在中美会谈后升至 7.2 附近



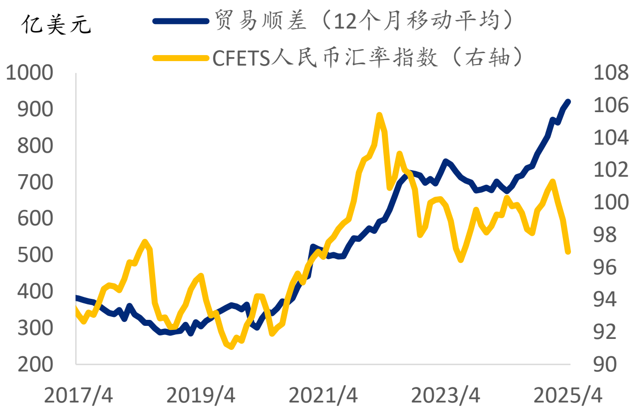
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 45：中国——央行在人民币兑美元汇率回到 7.3 以内明显减小干预



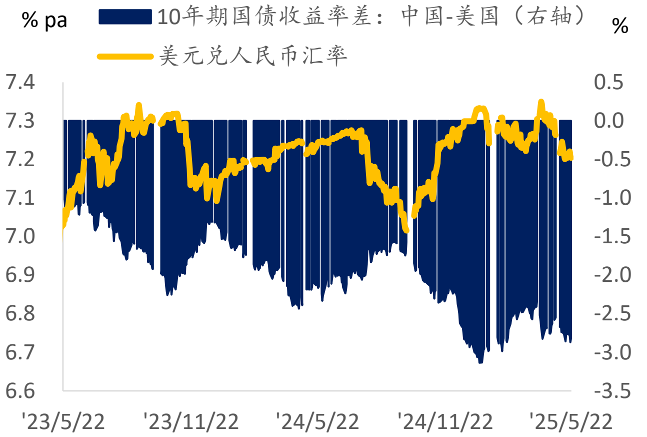
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46：中国——潜在的贸易顺差下行或将不利于人民币汇率



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 47：中国——但或被潜在中美利差收窄和债券资金流入上升而部分抵消



资料来源：同花顺、浦银国际

6. 有什么经济事件需要重点关注？

即将于 7 月底召开的季度政治局经济工作会议值得关注。显著的政策转向在历年的半年度政治局经济工作会议中较为常见。虽然我们认为政策走向亦会充分考虑中美贸易谈判情况，但是 7 月政治局会议依然会对下半年政策定调提供更明确线索。此外，10 月和 12 月的季度政治局经济工作会议也值得重点关注，尤其需关注 10 月会议是否会推出增量政策支持。

90 天个性化关税暂缓期结束后美国关税政策变动需要密切关注。在 4 月 9 日和 5 月 12 日，美国对中国和其他国家分别设置了 90 天个性化关税暂缓期。暂缓期将于 7 月 8 日（其他国家）和 8 月中上旬（中国）结束。暂缓期结束后特朗普的关税政策变化值得重点关注，尤其是在预计大部分国家尚未和美国达成贸易协议的情况下，个性化“对等关税”是会继续暂缓还是立即实施需要留意。

期待 12 月的中央经济会议定调明年经济工作重心。对于明年的政策方向，将在 12 月份举行的中央经济工作会议或给出更明确方向。然而，该会议仅会提供方向指引，具体的经济目标（GDP 增速、CPI 和城镇调查失业率目标、赤字率、地方政府专项债和特别国债额度等）还需要在明年 3 月的两会揭晓。

7. 风险提示

- **中国房地产行业迟迟没有企稳。**我们的基本假设是房地产行业将在今年年底企稳。然而房地产下行周期已经延续了近四年，期间在政策支持下也有起伏。如果房地产复苏动能下半年再次走弱，那么房地产投资和消费品零售增速或不及我们的预测，影响经济增速。

- **政策推出及成效不及预期。**我们的基本假设是即便中美关税税率维持现有水平，政府也会最快在三季度拿出额外 0.5-1.0 万亿元财政资金支持，另外货币政策上还有一次 50 个基点的降准和 10-20 个基点的降息。然而如果最终政策推出不及我们的预期，经济复苏的轨迹可能会受到一定影响。此外，即使政策如预期般推出，政策成效也还需观察。

- **通胀恢复慢于预期。**GDP 平减指数的负读数已经持续 8 个季度，创造了千禧年以来的延续时间记录。我们估计 CPI 和 PPI 通胀率今年下半年均会小幅改善。然而，如果 PPI 通胀率继续下滑，CPI 的负读数继续，那么或将会对后续经济活动造成负面影响。

- **中美关税战再次升级。**我们的基本预测是基于中美关税在今年接下来时间维持现状。然而考虑到特朗普政策的多变性，以及中美在根本性问题上的分歧，中美关税战可能再次升级。目前被暂缓的 24%个性化“对等关税”可能被再次实施，甚至还会有其他额外加征关税的可能性。在这种情况下，即便财政刺激在现有基础上加码，或较难完全抵消加征关税的影响，经济增速或低于我们的基本预测。相反，若双方关税冲突进一步降级，我们的经济增速也会有上行可能。

三、美国——关税或左右经济前景

今年以来，美国经济继续体现了相当的韧性。不过，细节反映了在关税担忧下一些经济行为的扭曲变化：企业纷纷选择了提前囤货，导致净出口对美国一季度 GDP 的拖累作用高达 4.8 个百分点。关税担忧同时还促成了商品消费、工业生产以及设备投资的前置发力。一季度-0.3%的环比经济增速并不意味着美国经济已经进入衰退。在关税政策尚未影响物价的情况下，核心通胀继续沿着我们预计的温和下行路径在发展。劳动力市场表现亦仍较为稳健。可以说，如果没有特朗普二次上任后各项加征关税政策，美国经济大概率可以实现我们此前预计的软着陆。

然而往前看，关税政策的前景仍是影响美国经济的最关键因素。就目前的谈判进展来看，我们认为在 90 天内或仅有少数国家可以和美国达成贸易协议。不过从目前特朗普政府的态度来看，即便 90 天不够用他也大概率会再度延长暂缓期。中美之间的暂时关税“休战”也可能会继续延长。然而对特定行业，例如药品和半导体，还是有特别加征行业关税的可能性。这是我们对下半年中美经济预测的基本假设，可能性在 60%。不过考虑到以往特朗普政策的多变性，我们也不能完全排除 90 天暂缓期结束后特朗普政府宣布对未达成贸易协议国家（包括中国）立即落实个性化“对等关税”政策的可能性。在乐观情景下，如果谈判较为顺利，那么部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，甚至以芬太尼为由对华加征的 20%关税亦可能被取消。我们认为乐观和悲观情景的可能性或各在 20%。

在现有大部分关税税率在今年接下来时间维持的基本假设下，我们将 2025 年全年核心 PCE 通胀率的预测上调至 3.0%（去年 11 月预测为：2.4%）。我们同时下调经济增速预测到 1.3%（去年 11 月：1.5%），上调失业率预测到 4.4%（去年 11 月：4.3%）。基于中美互降关税有效降低了美国的加权平均关税税率，缓解了关税对通胀和经济增长的负面影响，我们将美国经济陷入衰退的概率从中美爆发全面关税战时的 40%下调至 25%。尽管如此，特朗普二次上任后加征的约 12%关税对美国经济和通胀的影响仍不算小。在美联储反复强调的观望态度下，我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月（此前为 7 月），并略微下调降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息（此前为 2-3 次）。在关税的不确定性暂时缓解之后，潜在的财政预案的审批进程或影响市场对美元和美国国债收益率的信心。考虑到市场或继续抛售美元资产、加征关税对下半年经济数据的负面影响、以及我们的降息预测，我们认为美元指数在今年接下来的时间或仍将有贬值空间，年底或小幅贬值到 98。基于我们对降息和通胀预测的调整、关税对美债的信心损害以及财政赤字的上行风险，我们再次上调 10 年期美国国债收益率的年底点位，到 4.2%（今年 1 月底时预测为 4.1%）。

潜在关税政策变动将影响我们对美国经济和降息的判断。在**悲观情况**下，美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境，我们预测美国 2025 年全年经济增速或在 0%附近，核心 PCE 通胀率高达 3.8%。美联储不得不在降通胀和稳增长的天平中倾向于稳增长，加大降息力度到 75-100 个基点降息。在**乐观情况**下，如果关税谈判进一步取得良好进展，那么关税对通胀和经济增长的影响将会再次缩小，美联储今年或至多降息一次（图表 48）。

图表 48：美国——在不同关税假设下我们的通胀、经济增速和降息预测

关税假设	具体内容	概率	核心 PCE 预测	实际 GDP 预测	降息次数预测
基本假设	个性化”对等关税“在 90 天暂缓期结束后继续延长暂缓（包括中国），个别行业被加征行业关税	60%	3.0	1.3	2 次 25 个基点
悲观情况：冲突升级	未达成贸易协议的国家的个性化“对等关税”在暂缓期结束后仍被加征（包括中国），行业关税亦有加征	20%	3.8	0.0	75-100 个基点
乐观情况：冲突降级	部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，以芬太尼为由对华加征的 20%关税被取消	20%	2.6	1.5	最多 1 次

资料来源：浦银国际估算

1. 特朗普的关税政策将走向何方？

特朗普二次上任后的关税政策给全球市场和经济带来巨大冲击。对全球经济而言，今年上半年最大的话题无疑是特朗普二次上任后一系列加征关税行动。继 2-3 月连续两次对中国加征 10%关税之后，4 月 2 日，特朗普宣布了新的“对等关税”政策，其中设立 10%的最低基准关税符合市场预期，而对贸易逆差最大国家实施个性化更高的“对等关税”则远超预期，引发了包括美国本土在内的全球金融市场剧震。其中，中国被加征 34%关税，美国传统贸易盟友日本和欧盟分别被加征 24%和 20%关税，亚洲其他国家的加征幅度亦不小。不过，在特朗普上任后迅速于 2 月宣布将向中国、墨西哥和加拿大三国加征关税的时候，我们就提出不可忽视特朗普通过关税手段扭转美国贸易逆差和增加关税方面财政收入的意图。

在 4 月 2 日特朗普推出“对等关税”政策的时候，我们就提出个性化部分的“对等关税”过高，可能会被暂缓或者降低，但 10%的最低基准关税将被执行。不出我们所料，在 4 月 9 日原定个性化“对等关税”的生效日当天，特朗普宣布暂缓除中国之外其他国家个性化“对等关税”的执行。4 月 11 日白宫进一步更新了豁免清单，将 3C 产品排除在“对等关税”政策之外，中国也在豁免之列。3C 类出口占到中国对美国 2024 年总出口 20%左右。然而，豁免或并不能持续：美国商务部已经在 4 月 14 日宣布启动对芯片和药品进口调查。针对这两个行业的评论期已在 5 月 7 日结束，美国商务部将撰写调查并向特朗普汇报，并提出行动建议（如加征行业关税）。

不过，从 4 月 22 日起，中美的关税战开始峰回路转。特朗普在会见了沃尔玛等公司掌门人之后态度软化，表示对中国的高额关税或下降，具体取决于双方协商情况。据报道，与会企业家们称进口关税可能扰乱供应链并抬高商品价格。有关几周后商铺货架可能空空如也的警告似乎触动了特朗普。5 月 12 日，中美双方发布联合声明，同意开启贸易协商。美国取消了 4 月 8 日以后对中国商品加征的“报复性关税”。而对于 34%针对中国的个性化“对等关税”，美国保留了 10%的加征关税的执行，但是暂缓 90 天剩余 24%加征关税的执行。那就是说，在 90 天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度降低至 30%。虽然我们之前也认为 145%的关税税率实在太高，或可在协商过程中就开始降关税，然而在双方官员初次接触时就降低关税，降幅还如此之大，还是超过了我们和市场的预期（图表 49）。

图表 49：美国——特朗普二次上任后在关税方面的新举措

时间	事件
2 月 1 日	宣布加征墨西哥和加拿大商品 25%关税，延迟 1 个月执行。加征中国商品 10%关税，2 月 4 日执行。
2 月 10 日	宣布对钢铝加征 25%关税，延期 1 个月执行。
2 月 13 日	特朗普表示已决定征收“对等关税”（即让美国与贸易伙伴同一商品彼此征收的关税税率相等），或在 4 月 1 日贸易调查完成后公布细节。
3 月 4 日	正式开始加征墨西哥和加拿大商品 25%关税，再加征中国商品 10%关税。
3 月 5 日	加墨两国符合 USMCA 的汽车及零部件出口可以在 4 月 2 日之前被排除在加征关税范围之外。
3 月 6 日	关税豁免进一步扩大到加墨所有在 USMCA 协议内商品。
3 月 26 日	特朗普 3 月 26 日在白宫签署公告，宣布对进口汽车加征 25%关税，与 4 月 2 日生效。25%的关税将适用于进口乘用车和轻型卡车，以及关键汽车零部件，并将在必要时扩展至其他零部件。
4 月 2 日	**特朗普宣布了新的“对等关税”政策，设立最低基准关税 10%，4 月 5 日生效；并对贸易逆差最大国家实施的个性化更高的“对等关税”，4 月 9 日生效。**
4 月 9 日	特朗普宣布暂缓除中国外个性化“对等关税”的实施 90 天，对中国的“对等关税”加至 84%。而后又数次加征，基本阻隔从中国进口。
4 月 11 日	美国白宫更新其豁免清单，将智能手机、电脑和其他电子设备暂时排除在“对等关税”政策之外。
4 月 14 日	美国商务部宣布启动对芯片和药品进口调查。
4 月 22-25 日	特朗普表示对中国的高额关税或在未来几周内下降，具体取决于双方未来协商情况。在 4 月 25 日，特朗普又表示不会降低对中国的关税，除非北京方面提供实质性回报。
5 月 7 日	中国外交部宣布国务院副总理何立峰将在 5 月 9 日-12 日访问瑞士期间与美国财政部部长贝森特就中美经贸举行会谈。
5 月 8 日	美国和英国达成初步贸易协议。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步，换取美方降低对英国汽车出口的关税。英国出口到美国汽车关税从 27.5%降为 10%，钢铁和铝关税从 25%降到零。
5 月 12 日	中美发表联合声明，双方同意暂时降低部分关税：在 90 天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度从 145%降低至 30%。中国亦暂时将对美国商品的关税从 125%下调至 10%。

资料来源：新闻整理、浦银国际

在双边谈判方面，据报道目前只仅有英国和美国达成了贸易协定。而英国是少数美国贸易伙伴中对美国存在贸易逆差、而不是顺差的国家，因此不难理解双方谈判较为容易推进。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步，换取美方降低对英国汽车出口的关税。值得注意的是，作为后续贸易协议的第一份样本，美国仍保留了大多数英国进口商品 10%的最低基准关税。

此外，谈判进展较快的还包括对美国经济依赖度较高的国家和地区。在“对等关税”政策刚宣布的时候，出口依赖比较高的越南等国和中国台湾地区不仅愿意将美国进口商品关税降到零，中国台湾地区还提出愿意去美国增加投资，越南也提出愿意增加对美飞机的购买以减少贸易顺差。截至 5 月 23 日，越南和美国已经进行了两轮谈判。

对其他国家和地区而言，90 天暂缓期结束后前景仍具高度不确定性。除了中美之外另外两大经济体——日本和欧盟对“对等关税”的态度已发生微妙转变：在“对等关税”政策刚宣布的时候，日本和欧盟的态度均较为卑微：欧盟提出了和美国双方互认零关税的提议，日本首相表示同意继续就关税谈判。然而，面对这些丰厚的条件，特朗普政府表示现

有提议仍不够。事情在中美关税战全面爆发、以及关税导致美股急剧下跌之后，发生了微妙的变化。德国财长表示如果美国不积极推动协议，欧盟将实施反制。有媒体在5月6日报道，若谈判失败，欧盟将对1,000亿欧元美国商品加征关税。日本首相在英美协议公布后重申零关税，并表示没必要急于与美国达成协议，计划延迟至7月达成协议。

此外，韩国的态度亦有改变：美国财政部长贝森特在4月25日表示，美韩两国可能最早于4月28日到5月4日当周就贸易达成“谅解协议”，但这一说法遭到了韩方反驳，韩方重申不会急于推进谈判。

另外一个态度发生急转弯的国家是印度。在中美达成暂时关税休战协议之后，印度与5月13日突然向WTO提交正式申诉，计划对部分美国商品加征关税，以回应美国对印度钢铝产品征收的长期关税措施。这是印度首次提出反击特朗普第二任期关税的措施。此前，市场普遍预计印度将是较快能和美国达成贸易协议的国家。不过在5月20日，彭博社又报道印度打算在7月前和美国达成三阶段的贸易协议（图表 50）。

图表 50：美国——关于“对等关税”的双边谈判进展一览

国家	最新进展
已达成初步协议	
英国	与美国在5月8日宣布达成初步贸易协议。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步，换取美方降低对英国汽车出口的关税。英国出口到美国汽车关税从27.5%降为10%，钢铁和铝关税从25%降到零。
接近达成初步协议	
越南	4月下旬，美国贸易代表Greer同意与越南贸易代表开展“互惠且平衡的贸易”。 5月7日，越南和美国进行了首次谈判。5月20-22日，双方进行了第二次贸易谈判。
态度发生微妙转变，不着急于尽快达成贸易协议	
欧盟	欧盟经济专员Valdis Dombrovskis表示，他与美国财长斯科特·贝森特进行了会谈，“欧盟愿意达成双方都能接受的解决方案”。德国财长Kukies：美国与欧盟双方都有意愿谈判贸易协议。零关税将是最有效的结果。如果美方不（积极推动）达成协议，欧盟将实施反制。有媒体在5月6日报道，若谈判失败，欧盟将对1000亿欧元美国商品加征关税。
日本	日美之间已经进行两轮关税谈判。然而，日本首相石破茂表示不会一味让步美国，并在英美协议公布后重申零关税，并表示没必要急于与美国达成协议，计划延迟至7月达成协议。
韩国	美国财政部长贝森特在4月25日表示，两国可能最早于下周（4月28日到5月4日）就贸易达成“谅解协议”。但这一说法遭到了韩方反驳，韩方重申不会急于推进谈判。
印度	此前在4月，美国副总统万斯已经宣布印度同意谈判“路线图”。5月9日消息称印度提出削减2/3的关税战，以换取特朗普“当前和潜在”的关税上调豁免。然而在5月13日，印度突然向WTO提交正式申诉，计划对部分美国商品加征关税，以回应美国对印度钢铝产品征收的长期关税措施。不过在5月20日，彭博社又报道印度打算在7月前和美国达成三阶段的贸易协议。
在“对等关税”后直接爆发关税战	
中国	4月下旬，特朗普政府放风对华高关税可能会降低，具体取决于双方谈判情况。华尔街日报称，对中国商品的关税可能最终下调至50%至65%。双方在瑞士完成关税战后初次接触后，5月12日宣布“对等关税”以来的加征关税幅度将暂时（90天）下调至10%。双方承诺建立机制，继续就经贸关系进行协商。

资料来源：新闻整理、浦银国际

我们认为在 90 天内或仅有少数国家可以和美国达成贸易协议。中国在“对等关税”问题上的强硬态度以及和美国达成暂时“休战”也给了其他国家谈判的底气。从目前特朗普政府的态度来看，即便 90 天不够用他也大概率会再度延长暂缓期。中美之间的暂时关税“休战”也可能会继续延迟。然而对特定行业，例如药品和半导体，还是有特别加征行业关税的可能性。这是我们对下半年中美经济预测的基本假设，可能性在 60%（图表 51）。

不过考虑到以往特朗普政策的多变性，我们也不能完全排除 90 天暂缓期结束后（暂缓期结束于 7 月 8 日）特朗普政府宣布立即落实个性化关税政策的可能性。美国也可能会在和中国“休战”的 90 天暂缓期结束后（8 月中上旬），恢复征收 24%的个性化“对等关税”。

不过在乐观情景下，如果谈判较为顺利，那么部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，甚至以芬太尼为由对华加征的 20%关税亦可能被取消。我们认为乐观和悲观情况的可能性各在 20%（图表 51）。

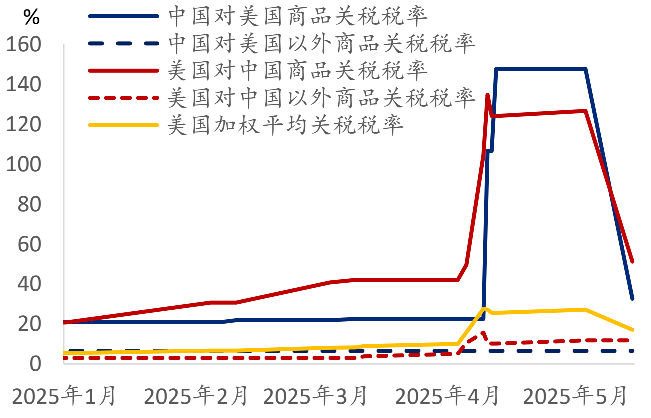
中期来看，我们认为特朗普发起关税战的最终目的或是迫使制造业回流美国。即便关税短时间内可能出于市场和企业家的压力被暂缓执行或缩减，中期来看有反复可能。特朗普及其关税政策在其任期内可能“不定时”对世界经济和金融市场造成冲击。不管个性化“对等关税”政策最终是否会兑现，全球贸易格局已经发生了根本性的改变。

图表 51：美国——我们对接下来美国关税政策的情景假设

关税假设	具体内容
基本假设	个性化”对等关税“在90天暂缓期结束后继续延长暂缓（包括中国），个别行业被加征行业关税
悲观情况：冲突升级	未达成贸易协议的国家的个性化“对等关税”在暂缓期结束后仍被加征（包括中国），行业关税亦有加征
乐观情况：冲突降级	部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，以芬太尼为由对华加征的20%关税被取消

资料来源：浦银国际估算

图表 52：美国——即便和中国暂时就关税“休战”，特朗普二次上任以来的关税政策或已经拉高美国加权平均关税税率约 12 个百分点到 17%



资料来源：PIIE、浦银国际估算

2. “对等关税”对美国本身经济有何影响？

即便中美暂时达成关税“休战”，“对等关税”或仍显著拉高美国通胀率。在中美日内瓦经贸会谈之前，我们按照 PIIE 数据估算，特朗普上任以来的关税政策已经拉高美国加权平均关税税率超过 20 个百分点到 26%左右（图表 52）。这在美国历史上是史无前例的。而中美日内瓦经贸会谈联合声明将美国加权平均关税税率拉低至 17%。据我们估算，当前情况下，特朗普二次上任以来加征的关税或提高美国通胀率 0.6-1.3 个百分点（中美会谈前为 1.1-2.2 个百分点，假设关税对美国消费者的传导系数在 50%-100%）。

在悲观情况下，如果暂缓期后特朗普依然选择全面兑现包括中国在内的个性化“对等关税”政策、并且现有的对 3C 产品的“对等关税”豁免政策不再适用，那么关税对美国通胀率的整体影响或进一步上升到 1.4-2.9 个百分点。

在乐观情况下，如果以芬太尼为由对中国加征的 20%关税也得以取消，部分国家因为达成贸易协议亦关税小幅下调，3C 产品继续豁免对等关税，那么关税对美国通胀率的影响或缩小至 0.4-0.8 个百分点（图表 53）。

除了拉高通胀，“对等关税”或也会拉低经济增长，严重情况下甚至导致经济衰退。拉高关税可能影响企业投资和居民消费信心，亦会直接打击进出口。根据耶鲁大学预算试验室的推算，在 4 月 15 日的关税情景下（对应美国加权平均对等关税约 25.5%）将拉低美国 GDP 1.1 个百分点；5 月 12 日和中国的暂时“休战”协议，若能长期维持，或将减少 40%的经济冲击，让特朗普二次上任以来关税政策对美国 GDP 的负面影响减小到 0.7 个百分点。

尽管硬数据尚未体现关税影响，我们注意到软数据已经显著反映对关税问题的担忧。不过当前数据尚未反映中美暂时关税“休战”的影响：在通胀方面，未来一年通胀预期指标，不论是密歇根大学、大型企业联合会还是纽约联储的调查，均从今年 2 月起显著走高，密歇根大学的指标拉升程度最快（图表 54）。PMI 中不论是制造业还是服务业的价格指数同期也显著走高（图表 55）。在实体经济方面，制造业 PMI 从 2 月起一路下行，非制造业 PMI 虽然有波动但是整体趋势亦是往下的（图表 56）。纽约联储预测的经济衰退概率从今年 5 月起大幅上升（图表 57）。

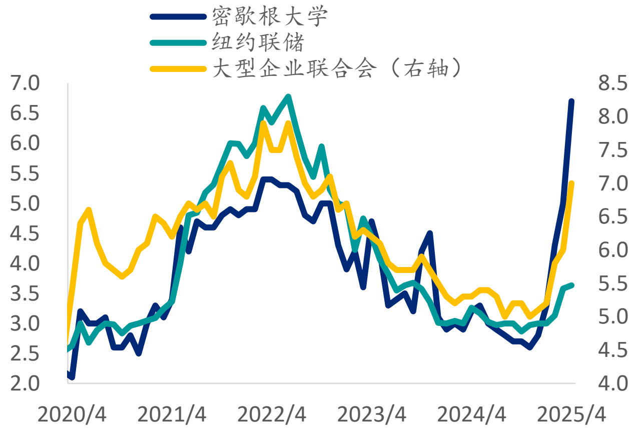
图表 53：美国——特朗普第二任期以来关税政策对美国整体关税水平和潜在通胀影响：现行政策或拉高 CPI 0.6-1.3 个百分点，较此前影响明显下降

事件	对中国商品关税税率(%)	对中国以外商品关税税率	加权平均关税税率	平均关税增幅（百分点）	对通胀率影响（百分点）	
					50%	100%
特朗普上任前	20.8	3.0	5.4			
2 月加征 10%中国商品关税后	30.8	3.0	6.7	1.3	0.1	0.1
3 月再加征 10%中国商品关税后	40.8	3.0	8.1	2.7	0.1	0.3
3 月钢铝 25%关税生效后	42.1	3.8	8.9	3.5	0.2	0.4
4 月初 25%汽车关税生效后	42.1	5.2	10.1	4.7	0.3	0.5
4 月初 10%最低基准关税生效	49.5	10.5	15.7	10.4	0.6	1.1
4 月 11 日-5 月 13 日：对华加征 145%关税，其他国家 10%最低基准关税线，3C 产品豁免对等关税	124.1	10.3	25.5	20.1	1.1	2.2
当前情况：对华关税加征幅度降低到 30%	**51.1**	**11.7**	**17.0**	**11.6**	**0.6**	**1.3**
悲观情况：4 月初个性化“对等关税”（包括中国）全面生效，3C 产品豁免结束	134.7	15.7	31.6	26.3	1.4	2.9
乐观情况：对华关税税率再降 20%，部分国家因为达成贸易协议亦关税小幅下调，3C 产品继续豁免对等关税	31.1	9.5	12.4	7.0	0.4	0.8

资料来源：PIIE、浦银国际估算

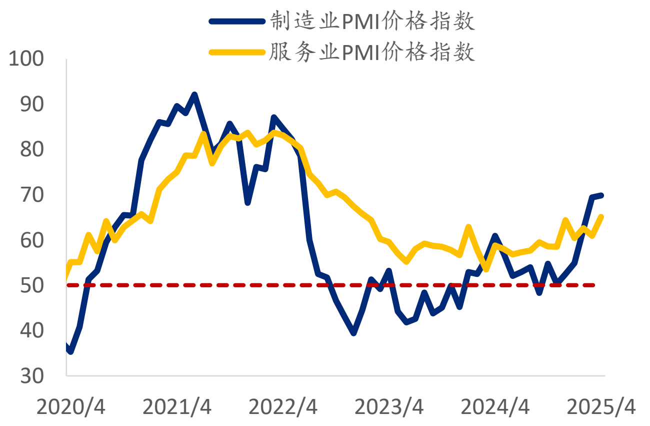
注：对中国商品和其他国家商品平均关税数据来自 PIIE，考虑了一些关税豁免项目，悲观和乐观情况是我们的估算。我们用去年中国出口占美国总进口比重计算了加权平均关税税率。然后我们假设美国商品 11%来自进口，关税 50%或 100%传导至美国消费者来计算通胀影响。

图表 54：美国——未来一年通胀预期指标均从今年 2 月起显著走高



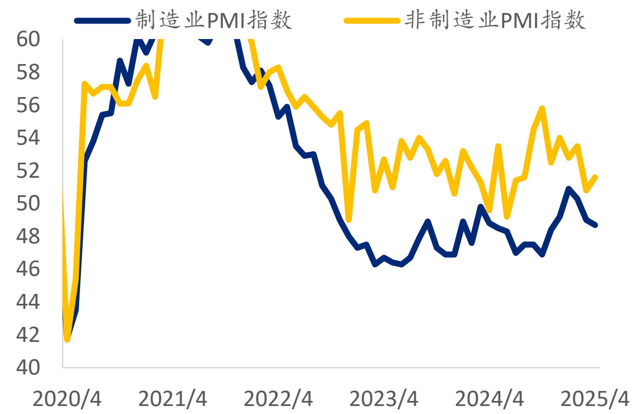
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 55：美国——PMI 中不论是制造业还是服务业的价格指数同期也显著走高



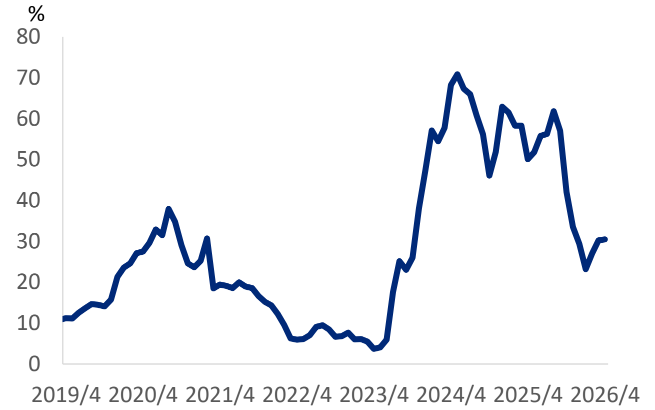
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 56：美国——制造业 PMI 从 2 月起一路下行，非制造业 PMI 虽有波动但整体趋势亦往下



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 57：美国——纽约联储预测的经济衰退概率从今年 5 月起大幅上升



资料来源：CEIC、浦银国际

3. 加征关税对美国经济的影响将如何演变？

虽然当前硬数据几乎均未反映关税对经济的负面影响，但是我们相信影响在下半年将会逐渐体现：

1）通货膨胀

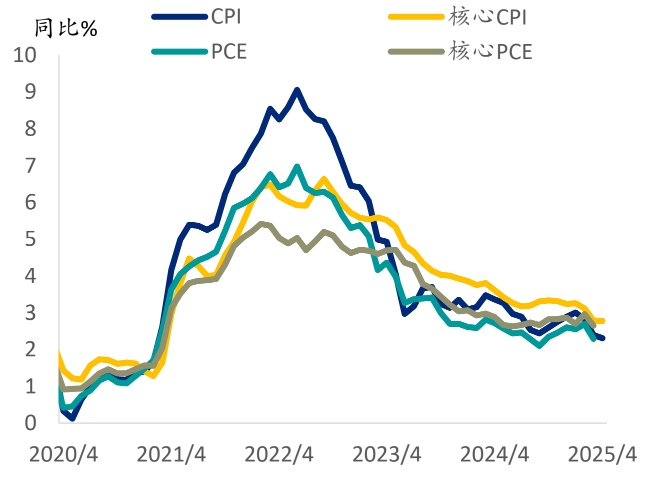
尚未体现关税影响的核心通胀数据依然沿着我们此前预计的温和下行路线在发展。从今年 2 月起，核心 CPI 通胀率已经连续三个月低于市场预期。虽然 4 月核心 CPI 通胀率反弹，但是这主要是因为波动项的季节性变化（机票、酒店等），且上行幅度小于预期（图表 60）。曾经推动通胀粘性的两大因素——劳动力成本和住房相关 CPI 或将不阻碍通胀下行：首先，随着劳动力成本的下行，排除住房外的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）自 2 月以来一直维持在低位。其次，曾造成住房 CPI 高粘性、美联储较为关心的业主等价租金的环比通胀率中枢也从此前的 0.4%上方下移到了 0.3%上下。从房价和租金的关系来看，该项目今年接下来至少不会再上升，大概率会继续下行。可以说，如果没有特朗普二次上任后的屡次加征关税，那么美国核心通胀率很可能会沿着我们此前预期的温和下行方向继续前进。

关税对通胀的传导效应和后续关税政策变动仍是影响通胀前景的关键因素。虽然通胀趋势向好，但是自特朗普 2 月上任以来的加征关税的影响在目前数据中尚不明显。一般而言，加征关税或将拉升核心商品 CPI，而今年迄今为止核心商品 CPI 维持在低位。尤其是在 4 月 2 日生效的显著的 25%进口汽车关税后，4 月新车 CPI 环比通胀率反而小幅下滑（图表 59）。关税对通胀的影响或要等到 7 月至 8 月才会开始有更明显体现。

在基准假设（关税基本维持现状）下，我们上调全年核心 PCE 同比通胀率预测到 3.0%（去年 11 月预测：2.4%，2024 年：2.8%）。我们预计今年二季度核心 PCE 或小幅下滑，然后在下半年关税影响逐渐体现后再次升高。

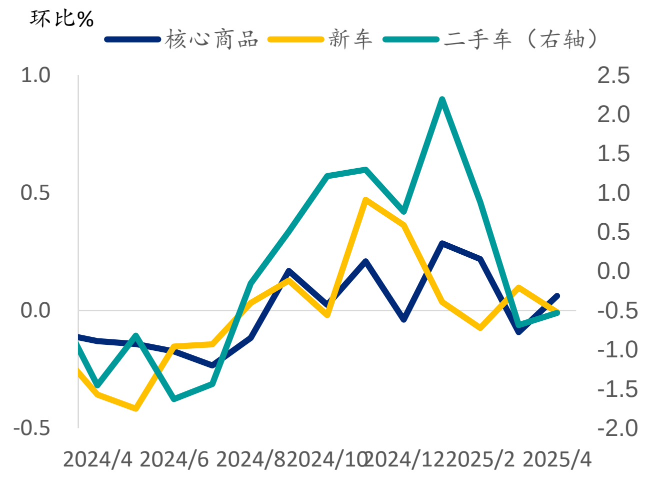
如果关税战再次升级，继续升高的关税税率或将今年的核心 PCE 通胀率抬高至 3.8%的高位。如果贸易冲击进一步降级，那么我们预计核心 PCE 通胀率或大致维持在当前水平上，全年在 2.6%（图表 48）。

图表 58：美国——今年 CPI 和核心 CPI 同比通胀率继续下行，但核心 PCE 同比通胀率仍有波动



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 59：美国——关税影响尚未在核心商品通胀率中体现，尤其是加征的汽车关税尚未传导至新车价格



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 60：美国——CPI 各分项环比增速和环比贡献

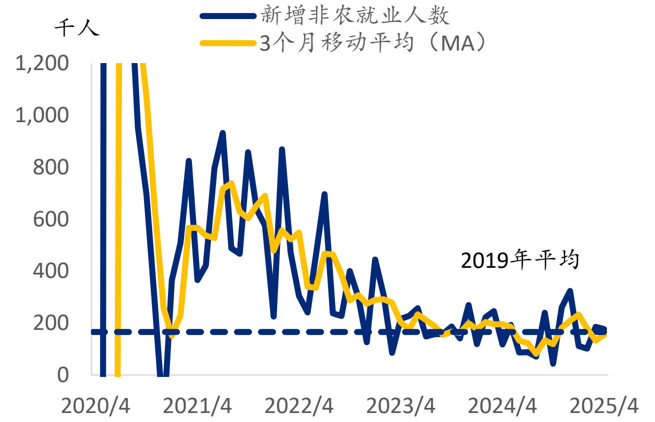
	环比（%）				权重（%）	环比贡献（%）
	25 年 4 月	25 年 3 月	25 年 2 月	25 年 1 月	25 年 4 月	25 年 4 月
CPI	0.22	-0.05	0.22	0.47	100.0	0.22
食品	-0.08	0.44	0.16	0.36	13.6	-0.01
能源	0.67	-2.39	0.20	1.08	6.4	0.04
核心 CPI	**0.24**	**0.06**	**0.23**	**0.45**	80.0	0.19
- 商品	**0.06**	**-0.09**	**0.22**	**0.28**	19.3	0.01
家用家具和供给	0.22	0.02	0.19	-0.18	3.5	0.01
服装	-0.20	0.37	0.60	-1.38	2.5	-0.01
运输	-0.18	-0.18	0.22	0.80	7.2	-0.01
医疗护理	0.42	-1.13	0.12	1.17	1.5	0.01
娱乐商品	0.41	-0.32	-0.69	0.32	2.0	0.01
教育和通讯商品	0.30	0.45	-0.15	0.07	0.7	0.00
酒精饮料	0.01	0.22	0.49	0.32	0.8	0.00
其它	0.33	0.26	0.84	0.22	1.3	0.00
- 服务	**0.29**	**0.11**	**0.25**	**0.51**	60.6	0.18
住房	**0.33**	**0.22**	**0.28**	**0.37**	35.4	0.12
主要居所租金	0.34	0.33	0.28	0.35	7.5	0.03
外宿	-0.10	-3.54	0.18	1.43	1.4	0.00
业主等价租金	**0.36**	**0.40**	**0.28**	**0.31**	26.2	0.09
核心服务扣除住房	**0.23**	**-0.06**	**0.21**	**0.71**	25.2	0.06
医疗护理	0.51	0.51	0.31	0.02	6.7	0.03
运输	0.14	-1.41	-0.81	1.84	6.3	0.01
娱乐	-0.29	0.05	0.81	1.37	3.3	-0.01
教育和通讯商品	-0.20	0.24	0.31	0.34	4.9	-0.01
其它个人服务	0.33	2.64	1.26	-1.17	1.0	0.00

资料来源：CEIC、浦银国际

2）就业市场

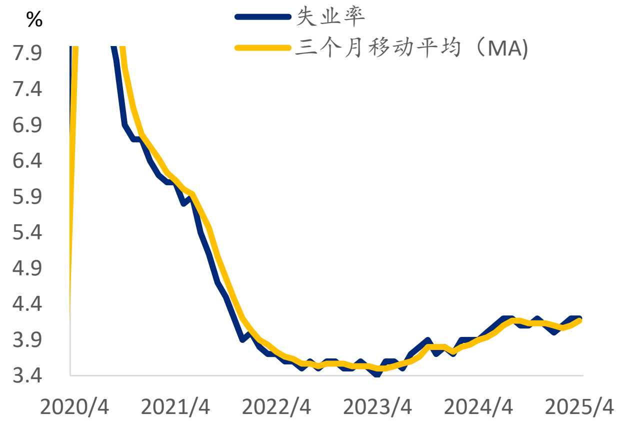
到 4 月为止的非农就业数据亦尚未体现关税影响，但影响或最快从 5 月数据中有所体现。4 月新增非农就业人数虽然回落至 17.7 万人（3 月为 18.5 万人），但是仍远好于预期（13.8 万人，图表 61）。与此同时，4 月失业率基本维持在 4.2%左右（图表 62）。从今年 1-4 月看，失业率基本和去年四季度持平，新增非农就业人数和平均时薪同比增速也仅略有下滑。此外，滞后发布的一季度雇佣成本指数同比增速亦仅略微下滑（图表 63）。尽管 4 月非农就业数据尚未体现关税影响，周度的失业金领取人数数据从 4 月下旬显著上升。尽管 5 月初又有所下降，该数据依然略高于四月中上旬水平（图表 64）。我们认为关税对就业市场的影响最快可能从 5 月数据（6 月初发布）开始显现，尤其是运输和仓储业可能受到的影响更为显著。再加上日渐显现的政府裁员计划的影响，我们依然认为美国劳动力市场将逐渐恶化，成为美联储再次降息的主要触发因素。我们略微上调 2025 年全年失业率预测至 4.4%（此前为 4.3%，2024 年：4.1%）。

图表 61：美国——4 月新增非农就业人数小幅回落但好于市场预期，1-4 月数据较去年四季度略有下滑



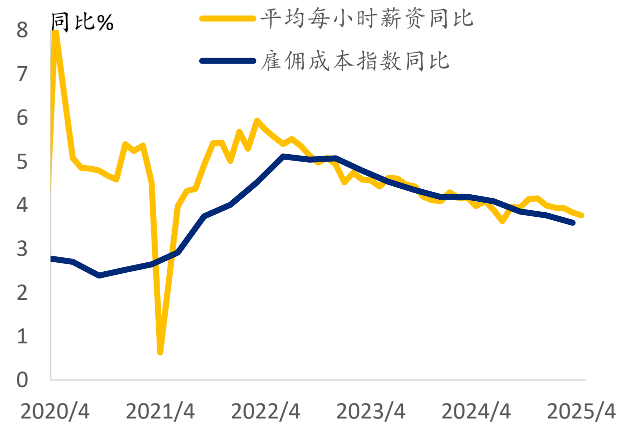
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 62：美国——今年以来失业率基本和去年四季度持平



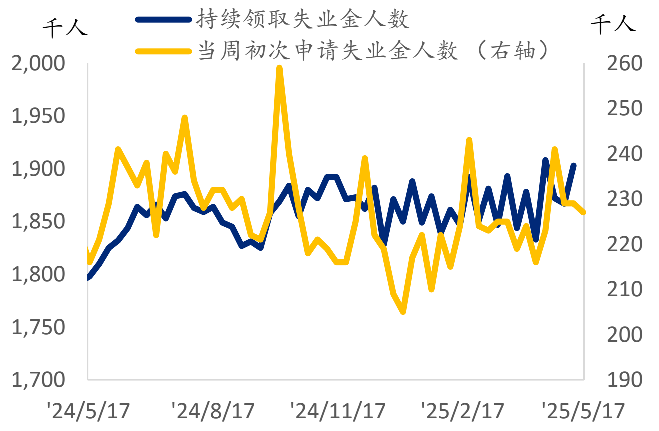
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 63：美国——今年 1-4 月时薪和一季度雇佣成本指数同比增速仅小幅下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 64：美国——周度的申请失业金人数在 4 月下旬突然上升，但 5 月初又有所下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

3）实体经济

除了尚未体现加征关税的负面影响之外，对关税的担忧反而导致了各项经济活动的前置发力。虽然一季度美国 GDP 环比增速转负，但这主要是因为关税担忧前置进口（商品和服务净出口对 GDP 的拖累作用高达 4.8 个百分点），投资和消费仍强。关税担忧同样导致了设备投资的前置，设备投资 GDP 环比增速从四季度的-8.7%迅速升到 22.5%，助力私人投资贡献 GDP 高达 3.6 个百分点。个人消费支出 GDP 增速一季度有所回落，不过依然颇具韧性（图表 65）。

图表 65：美国——GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重	季调环比增速				对GDP拉动作用			
		25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2
整体	**100.0**	**-0.3**	**2.4**	**3.1**	**3.0**	**-0.3**	**2.4**	**3.1**	**3.0**
个人消费支出	**69.5**	**1.8**	**4.0**	**3.7**	**2.8**	**1.2**	**2.7**	**2.5**	**1.9**
商品	23.7	0.5	6.2	5.6	3.0	0.1	1.3	1.2	0.6
耐用品	8.9	-3.4	12.4	7.6	5.5	-0.3	0.9	0.5	0.4
非耐用品	14.8	2.7	3.1	4.6	1.7	0.4	0.4	0.6	0.2
服务	45.9	2.4	3.0	2.8	2.7	1.1	1.4	1.3	1.3
私人投资总额	**19.3**	**21.9**	**-5.6**	**0.8**	**8.3**	**3.6**	**-1.0**	**0.2**	**1.5**
固定资产投资	18.5	7.8	-1.1	2.1	2.3	1.3	-0.2	0.4	0.4
建筑	2.9	0.4	2.9	-5.0	0.2	0.0	0.1	-0.2	0.0
设备	5.9	22.5	-8.7	10.8	9.8	1.1	-0.5	0.5	0.5
知识产权	6.5	4.1	-0.5	3.1	0.7	0.2	0.0	0.2	0.0
住宅	3.4	1.3	5.5	-4.3	-2.8	0.1	0.2	-0.2	-0.1
私人存货变化	0.6	NA	NA	NA	NA	2.3	-0.8	-0.2	1.1
商品和服务净出口	**-5.8**	NA	NA	NA	NA	**-4.8**	**0.3**	**-0.4**	**-0.9**
政府消费支出和投资总额	**2.8**	**-1.4**	**3.1**	**5.1**	**3.1**	**-0.3**	**0.5**	**0.9**	**0.5**

资料来源：CEIC、浦银国际

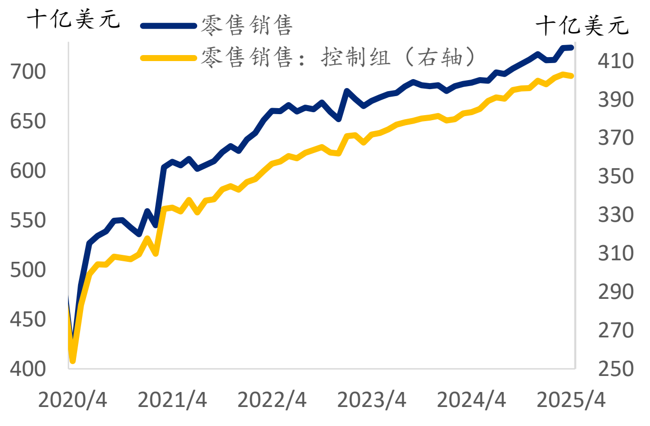
月度数据方面，继 2-3 月实体经济数据体现经济韧性之后，4 月数据略有下滑。不过我们认为这更多体现的是月度数据的季节性波动，尚未体现显著太多关税的负面影响，更尚不足以印证硬数据已经发生实质性变化，开始走弱。

在消费方面，继 3 月零售销售额环比增速显著加快之后，4 月增速下滑至 0.1%（3 月：1.7%，图表 66），仍维持正增长且略高于市场预期。不过排除了波动项的控制组零售销售额环比增速从 3 月的 0.5%转负到-0.2%。餐饮业表现仍不俗。往前看，考虑到 2-4 月消费数据多少受关税担忧而前置消费的影响，此后前置消费的回撤效应或逐渐影响后续零售数据，预计的经济逐渐走弱和就业市场恶化也将影响居民消费信心。

在制造业方面，虽然工业生产环比增速如市场预期般由负转零，但是制造业工业生产的环比增速在连续两个月为正后在 4 月转负至-0.4%（图表 67）。其中，汽车生产环比增速的大幅放缓或是制造业工业生产减速的主要推动力。不过我们也并不认为这完全是因为加征关税后导致的生产下滑，此前 2-3 月的前置生产的回撤效应也发挥了一定作用。即便特朗普不进一步加征个性化“对等关税”，现有的 10%的最低基准关税接下来也将开始逐渐影响工业生产。

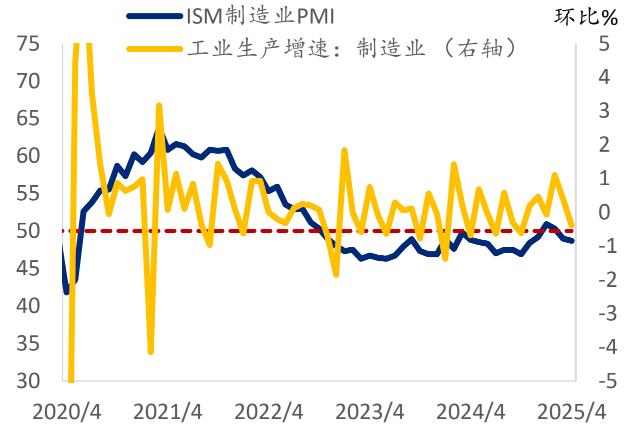
在房地产业方面，今年以来相关数据一直在摇摆不定（图表 68、图表 69）。在美联储今年以来一直暂停降息的情况下，房贷利率在今年前 4 个月平均为 6.79%，高于去年全年平均 6.71%。高房贷利率、对关税和经济衰退的担忧影响了居民的购房决定，阻碍了房产销售的恢复，从而导致房地产投资（新屋开工和营建许可）在低位摆动。在降息预计继续延后，关税风险尚存的情况下，我们相信房地产行业的动能在今年接下来的大部分时间里或将难以恢复。

图表 66：美国——2-3 月零售数据表现强劲，4 月环比增速下滑但仍维持正增速



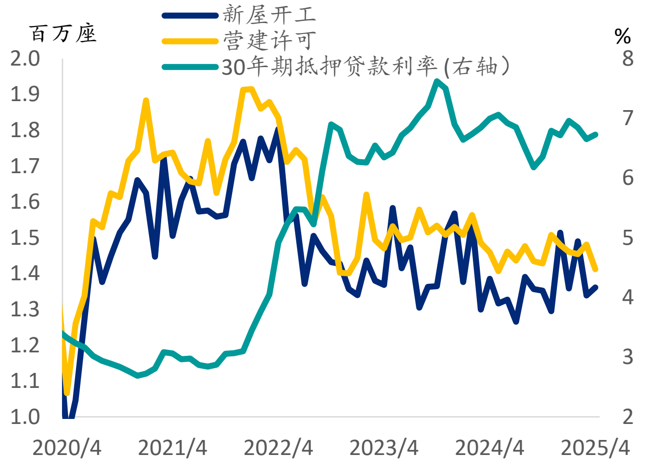
资料来源：同花顺、Bloomberg、浦银国际

图表 67：美国——制造业工业生产环比增速在 2-3 月持续为正，但 4 月转负



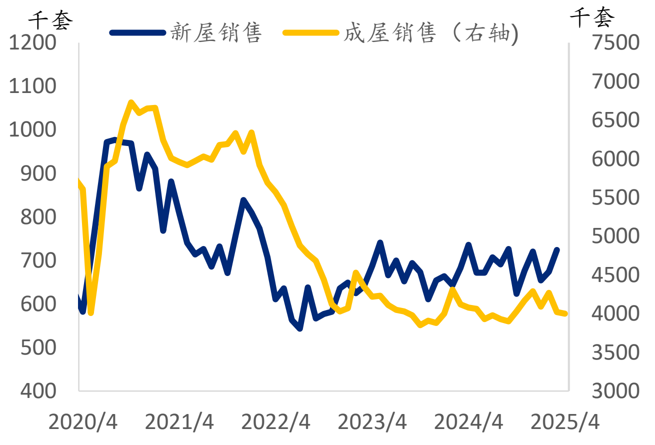
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 68：美国——房地产投资（新屋开工和营建许可）今年以来在低位摆动



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 69：美国——高房贷利率和对关税的担忧影响了居民的购房决定和房产销售的恢复



资料来源：CEIC、浦银国际

然而我们预计伴随着前置性经济活动的淡出、劳动力市场开始恶化，实体经济数据或从 5-6 月起亦会开始反映加征关税的负面影响。在特朗普在关税 90 天暂缓期结束后有可能再次暂缓实施未达成贸易协议国家（包括中国在内）个性化“对等关税”的基本假设下，我们将美国经济的衰退概率从此前和中国陷入关税战时的 40%下调至 25%，并将美国 2025 年的经济增速预测从去年年底做出的 1.5%略微下调至 1.3%。自 4 月 2 日以来特朗普的一系列政策行动均可以视为他考虑到关税政策的金融市场和企业冲击后的妥协。然而在关税前景尚未完全明朗的情况下，对关税政策不确定性的担忧或仍将影响美国企业投资和居民消费的信心。如果在极端情况下，个性化“对等关税”全面实施，那么美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境，2025 年全年经济增速或在 0%附近。如果关税冲突接下来进一步降级，在乐观情况下，我们认为美国经济仍能实现我们去年 11 月做出的 1.5%的增速预测（图表 48）。

4. 美联储何时会再次降息？

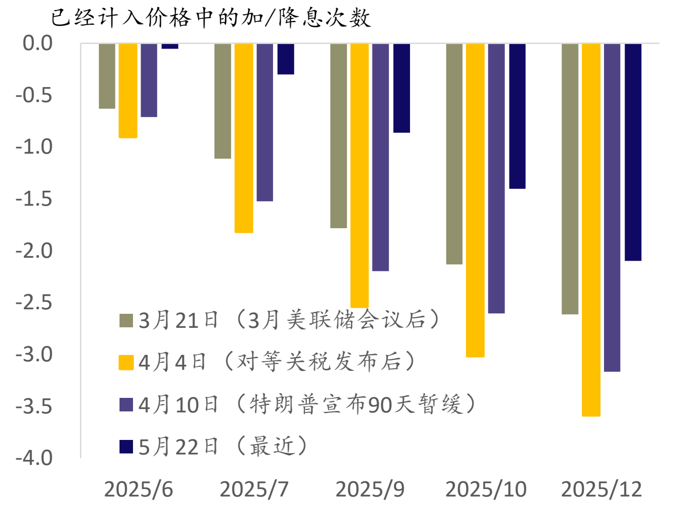
我们将再次降息的时点预测延后到最快 9 月（此前为 7 月）。4 月通胀数据表明剔除关税因素，通胀的基本面依然是温和向下的。而中美出乎市场意料的谈判声明亦缓解了未来通胀因为关税影响走高的压力。不过降关税不仅降低了美国经济陷入滞涨的可能性，也降低了经济衰退的可能性，对降息的影响或较为中性。从美联储来看，近期官员的表态凸显美联储鸽派立场、此前 5 月议息会议上鲍威尔也一再强调保持耐心、并体现了美联储的观望态度。我们认为除非劳动力数据继续恶化，否则美联储不会在关税对通胀影响尚不明朗的情况下贸然降息。因此，我们将再次降息的时点再次延后至最快 9 月。

全年来看，我们略微下调美联储降息次数预测至 2 次 25 个基点的降息（此前为 2-3 次）。6 月美联储会议即将发布的季度经济指标预测更新或为今年下半年的降息提供更多线索：我们目前认为美联储可能会维持 3 月时的两次降息预测不变，但也不能排除美联储将降息预测降至一次的可能性（图表 71）。

然而，如果在极端情况下、更高的个性化“对等关税”在 90 天暂缓期结束后全面兑现，那么我们认为美联储政策的天平可能会偏向稳增长，而且降息的幅度或将高于我们的基本预测，至 75-100 个基点降息。在某些会议上可能降息 50 个基点。

相反地，如果特朗普继续修正其“对等关税”政策，下调美国对其他国家的关税水平，那么美联储降息的次数也可能会低于我们目前的预测（图表 48）。

图表 70：美国——市场计入的美联储降息次数曾在对等关税政策出台后大增，在中美达成关税“休战”后显著下降



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 71：美国——3 月 FOMC 更新经济指标预测：6 月或为今年下半年的降息提供更多线索更新

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	3 月	1.7	1.8	1.8	1.8
	12 月	2.1	2.0	1.9	1.8
失业率	3 月	4.4	4.3	4.3	4.2
	12 月	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE 同比增速	3 月	2.7	2.2	2.0	2.0
	12 月	2.5	2.1	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	3 月	2.8	2.2	2.0	
	12 月	2.5	2.2	2.0	
联邦基金利率	**3 月**	**3.9**	**3.4**	**3.1**	**3.0**
	12 月	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源：美联储、浦银国际

5. 汇率和利率展望

1）汇率展望

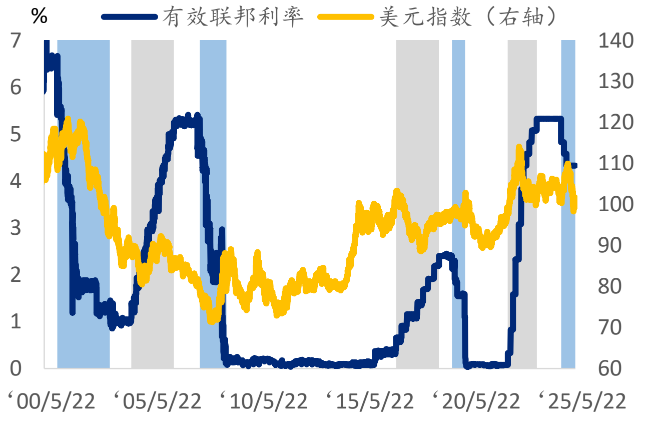
在关税的不确定性暂时缓解之后，潜在的财政预案的审批进程或影响市场对美元和美国国债收益率的信心。在五月中，众议院共和党领导人公布了新的减税和削减开支法案文本。这项一揽子计划将延长 2017 年减税政策、大幅增加边境安全开支、削减多项社会福利计划、限制气候变化投资，并引入多项创新性税收抵免等。特朗普表示希望在 7 月 4 日前签署成法，不过目前共和党内部对细节仍有分歧，尤其是计划在未来四年逐步提高州和地方税收（SALT）扣除上限或成为主要障碍。联合税收委员会（JCT）估算当前版本将在十年时间内增加 3.8 万亿美元的财政赤字，低于今年早些时候国会批准的 4.5 万亿美元预算蓝图。考虑到现行加征关税对关税相关税收的补充，在现有预案下，明年美国或不会有显著的财政刺激，2026 年的财政赤字率有可能和今年大致持平。然而，财政法案接下来仍有诸多变数，尤其是对极具争议的医疗和食品补助的削减是否会最终实现尚无定论。风险偏向于最终版本相对应的财政赤字会高于现有版本。

我们认为下半年美元指数仍有小幅贬值的空间。美元指数在今年开年以来一路下跌，在 4 月 2 日特朗普宣布远超市场预期的“对等关税”政策之后，美元指数的下跌速度进一步加快，一度跌落至 100 以内（2024 年底读数为 108.5，图表 72）。自“对等关税”政策公布以来，美元指数迄今下跌 3.7%。其中欧元受益最多，升值 3.8%，日元亦对美元升值 3.1%（图表 73）。

在加征关税后，美元指数并未如我们此前预期般在短期内升值，是因为特朗普的“对等关税”政策过于激进，市场对美国经济衰退的担忧远远超过了其他国家被加征关税后影响出口的担忧。即便在 4 月 9 日特朗普如我们预料的那般暂缓 90 天执行除中国外其他国家个性化“对等关税”，5 月 12 日中美达成共识互降关税之后，美元指数并未显著回升，仍徘徊在 100 附近。究其原因，关税政策的高度不确定性已经导致了金融市场对特朗普政府的信任危机，而暂缓个性化“对等关税”的实施并不足以让人重拾信心，关税政策接下来的不确定性仍大。

我们认为市场上抛售美元资产的行动或将继续。叠加对财政赤字率上行的担忧、关税影响或逐渐体现在经济数据上，以及我们预计今年还有两次 25 个基点的降息等因素，我们认为美元指数在今年接下来的时间或仍将有贬值空间，年底或小幅贬值到 98。

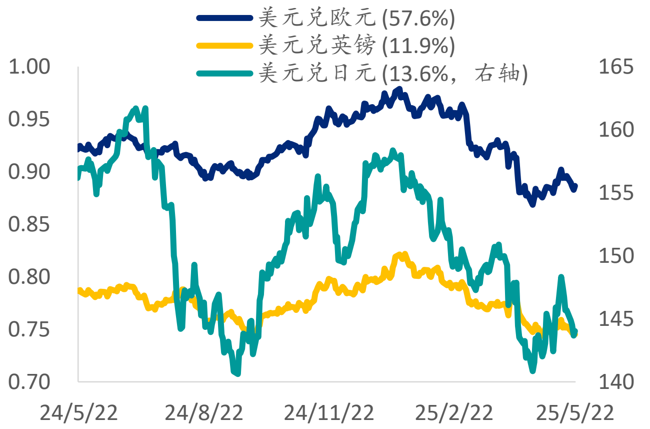
图表 72：美国——美元指数在今年开年以来一路下跌，在“对等关税”政策公布后下跌速度加快



注：天蓝色阴影代表降息周期，灰色阴影代表升息周期

资料来源：CEIC、浦银国际

图表 73：美国——“对等关税”政策公布后，欧元兑美元汇率升值最多，日元次之



注：括号内数字是各对手货币在美元指数里的权重。

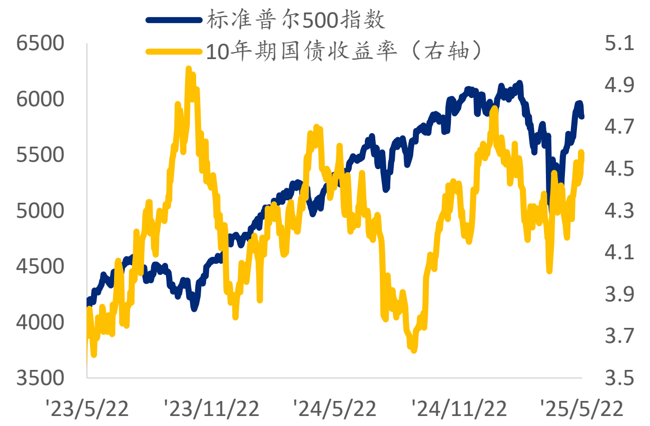
资料来源：CEIC、浦银国际

2）利率展望

特朗普的"对等关税"政策在 4 月导致了美债收益率的飙升。美国 10 年期国债收益率在今年伊始逐步走低。然而，在特朗普公布出乎意料的"对等关税"政策之后，10 年期国债收益率一度飙升到了 4.5%，标普 500 指数也在一周内暴跌 12%。随着特朗普一步步对自己的关税政策作出暂时妥协以谋求市场稳定之后，我们看到标普 500 指数现在已经基本升回到冲击前水平。然而债市投资者似乎没有像股市投资者一样对美国市场重燃信心：在穆迪最近下调美国主权信用评级之后，30 年美债收益率再破 5%，10 年期美债收益率亦再次向 4.5%靠近（图表 74）。究其原因，债券投资者相比股市投资者更为保守，"对等关税"政策撼动了美债无风险避险资产的地位，其地位或难以在短时间内得以修补。

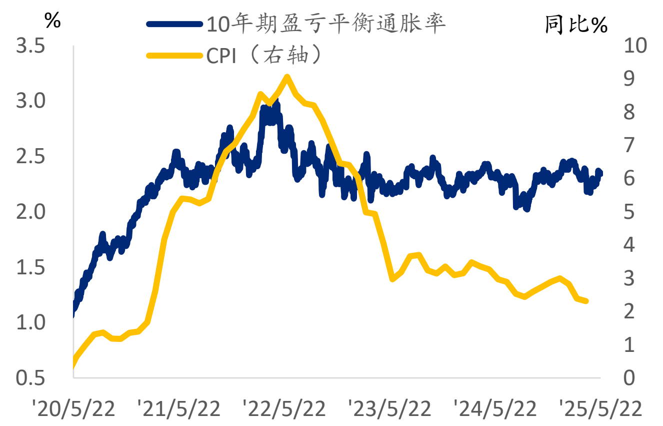
我们再次上调 10 年期美国国债收益率的 2025 年年底点位到 4.2%（1 月底预测为 4.1%）。虽然我们认为接下来美债收益率会逐渐走低，尤其在降息再次重启后，但是考虑到我们下调全年降息次数和上调核心通胀率预测（图表 75）、关税导致的美债信心损害以及财政赤字的上行风险，我们现在认为 10 年期美债收益率年底或仅回落到 4.2%。

图表 74：美国——对等关税的推出造成股债双杀，目前股市已恢复，但债市仍弱



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 75：美国——潜在通胀的上升或影响美债收益率的走低



资料来源：CEIC、浦银国际

四、附录

图表 76：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

资料来源：浦银国际

2025 年中期市场策略展望：唯一不变的就是改变

赖烨烨
首席策略分析师
Melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 6441

2025 年 5 月 28 日

展望今年下半年，在研判市场走势与进行资产布局时，我们需从双重维度切入：一方面，明晰短期潜在的变化因素，并对其进行动态追踪；另一方面，精准把握中长期不变的发展趋势，择机在低位进行布局。投资策略上，可优化红利+科技的杠铃策略，关注出海概念股，并战术性进行“低买高卖”把握市场区间波动的机会。

变化的是什么？ 1）美国关税政策，以及各国应对措施充满变数。从当前形势分析，关税既是谈判的手段（为主），也是目的（为辅）。只要特朗普仍执政，市场对其政策“朝令夕改”的担忧便难以消散，美国与其他国家在关税及非关税领域的谈判短期内亦难以达成一劳永逸的解决方案，全球经济风险或持续处于可控但未完全消除的状态。后续关税谈判仍将面临多重博弈的挑战。**2）中美本国重大政策“边走边看”的可能性较大。**美联储的降息路径仍不明确，企业减税和放松监管政策年内能否落地存疑。外部环境不确定性对中国经济的冲击程度有待评估，接下来增量政策出台动向仍是市场关注焦点。**3）谁是 AI 发展的赢家尚未可知，中美在 AI 发展中形成了差异化的路径。**美国有先发优势，走的是“堆算力”路线，中国则是“以算法换算力”突围。

不变的是什么？把握结构性趋势是穿越周期的关键，结构性机会往往伴随 10-15 年的产业周期，提前布局核心赛道有望获取超额回报。我们认为，以下三大趋势有望带来新的投资机遇：1）科技自主化与全球产业链重构。2）人工智能的技术迭代和分化。3）全球去美元化和构建多元化结算体系成为趋势。

如何在变与不变中掘金？下半年，预计中美市场走势将继续分化，或呈区间波动的态势。**中国市场：**我们更看好港股，因其基本面稳健（受关税冲击较小）、流动性持续改善（外资+南向资金共同净流入），以及估值提升空间较大（AI 龙头+新消费公司市值占比上升）。行业配置上，可选消费和医疗健康行业预期业绩增长弹性较大，有望获得资金青睐。市场风格上，大盘成长股有望跑赢。**美国市场：**尽管政策风险和经济风险在近期有所缓和，但仍较年初更高。下半年，虽然有减税和放松企业监管等政策值得期待，但在当前美股偏高的估值下，我们认为美国股市年内的上行空间有限。行业配置上，看好防御性较强公用事业和受益于 AI 发展的信息技术行业。

中美市场主题投资策略：中国市场投资策略上可优化杠铃策略（16 个优质高息股+30 个港股 AI 概念股+25 个 A 股算力产业链个股）、关注产业链重构下中企出海的机会（25 个出海概念股）、并战术性进行“低买高卖”把握市场区间波动的机会。杠铃策略在美股投资上同样有效，红利端选取兼具防御性和高股息的公用事业板块，科技端保持对 AI 的配置（24 个 AI 产业链上的美股），有助于投资组合获得额外的收益。

投资风险：地缘政治紧张局势升级，AI 的发展超预期，流动性趋紧等。

扫码关注浦银国际研究

2025 年中期市场策略展望：唯一不变的就是改变

一、市场回顾与展望：在变与不变中掘金

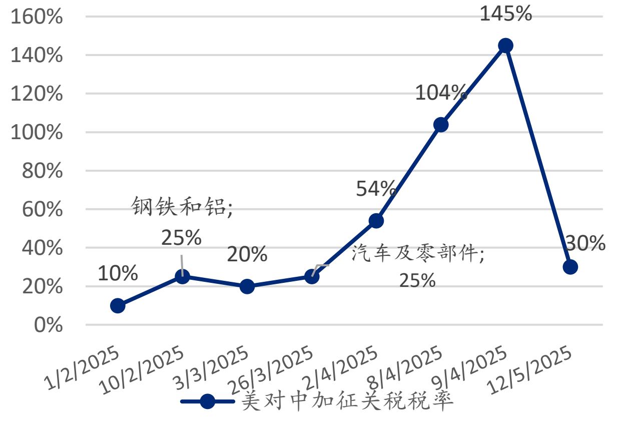
回顾 2025 年上半年，全球资本市场在特朗普政策的频繁变调中剧烈波动。在此变局中，两类投资者表现尤为亮眼：一类是具备敏锐市场触觉，能快速调整仓位并在波动中精准执行“低买高卖”策略的投资者；另一类则是遵循中长期发展逻辑，提前完成战略布局且不为短期市场扰动所动的投资者。展望下半年，在研判市场走势与进行资产布局时，我们需从双重维度切入：一方面，明晰短期潜在的变化因素，并对其进行动态追踪；另一方面，精准把握中长期不变的发展趋势，择机在低位进行布局。

1. 变化的是什么？动态博弈中的风险

1）美国关税政策以及各国应对措施充满变数

在特朗普重新执政的短短 100 多天里，其团队试图通过关税政策（“开源”）与裁减政府机构政策（“节流”）同时进行，来解决美国政府债务问题。4 月 2 日，特朗普以远超市场预期的强硬姿态推出“对等关税”政策，各国迅速应对，中国等部分国家出台反制措施。4 月 9 日，其突然转向对中国以外的其他国家暂缓实施该政策 90 天，仅保留 10%的基础关税。紧接着在一个多月后的 5 月 12 日，其大幅降低对中国的关税税率（从 145%将至 30%），并达成 90 天的暂停协议。这一戏剧性转折，暴露出超高关税对美国企业经营成本与民众生活负担造成的实质性冲击已超出特朗普政府的承受阈值。

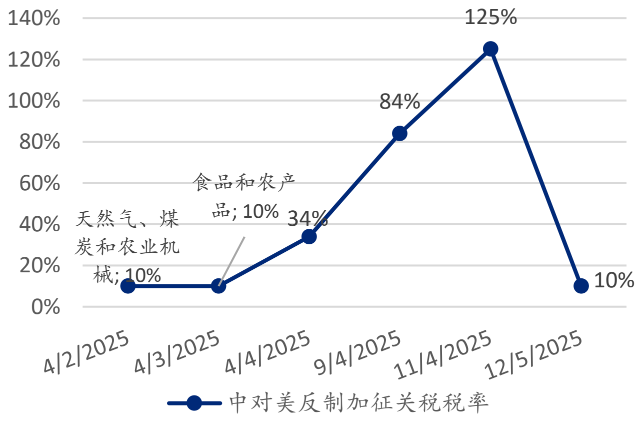
图表 1：美国对中国加征关税税率



注：未标注的关税税率针对所有商品。

资料来源：白宫、浦银国际

图表 2：中国对美国反制加征关税税率

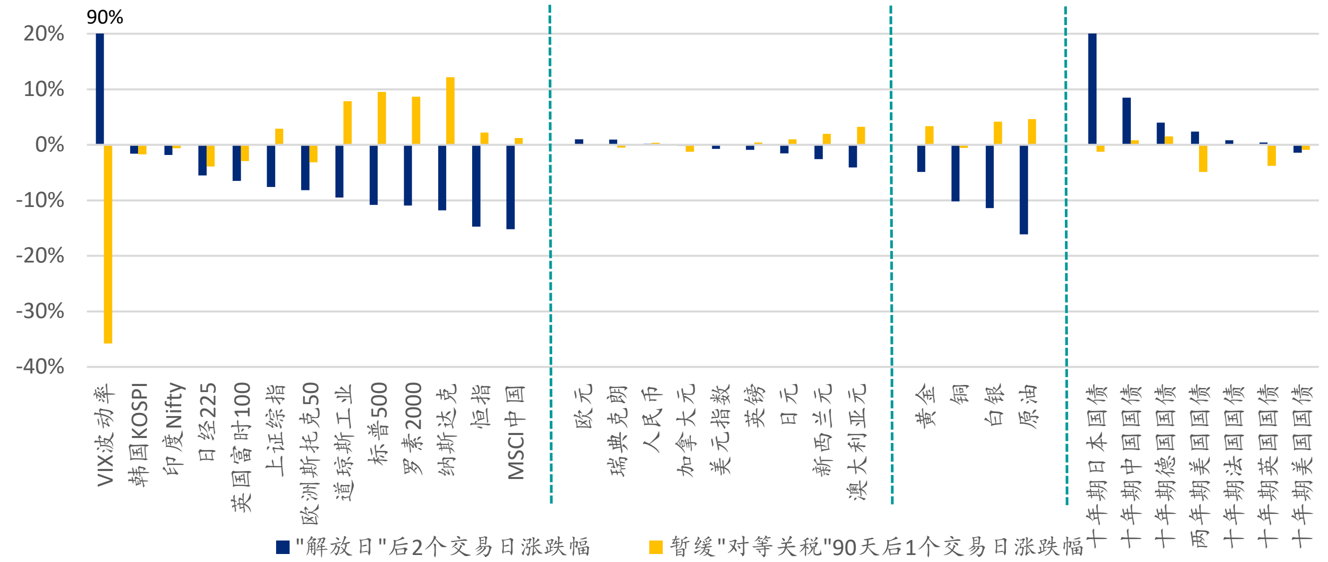


注：未标注的关税税率针对所有商品。

资料来源：中华人民共和国财政部、浦银国际

特朗普关税政策的剧烈反复，直接引发全球市场连锁震荡。“解放日”后，各国迅速应对，中国、欧盟等部分国家/地区启动反制措施，全球供应链的突然断裂不仅推升美国经济衰退风险，更致使美国国际信誉严重受损。过去两年以来的“美国例外论”受到了动摇，一度造成股市、债市、汇市“三杀”的恐慌性局面。直到“对等关税”暂缓实施后，美国经济衰退预期才重新降温，全球股市亦随之迎来快速反弹（图表 3）。

图表 3：年初至今，特朗普政府重大关税政策牵动着全球资产的价格走势



注：“解放日”指的是 4 月 2 日，暂缓“对等关税”90 天后 1 个交易日指的是 4 月 9 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

从当前形势分析，关税既是谈判的手段（为主），也是目的（为辅）。只要特朗普仍执政，市场对其政策“朝令夕改”的担忧便难以消散，美国与其他国家在关税及非关税领域的谈判短期内亦难以达成一劳永逸的解决方案，全球经济风险或持续处于可控但未完全消除的状态。

后续关税谈判仍将面临多重博弈挑战。尽管 5 月中美日内瓦经贸会谈显著降低了双方关税水平，但中美联合公告尚未触及导致贸易摩擦的深层分歧，尤其在技术竞争、市场准入、国家补贴等结构性议题，这意味着后续谈判仍将面临多重博弈挑战。

根据美国财长贝森特的表述，高额“对等关税”税率可视为政策上限，而全球普遍加征的 10%基础关税或构成税率下限，但针对中国的关税下限或达 30%（10% 基础关税 +20% 芬太尼关税）。然而，由于区间的上限和下限相差非常大，实际关税税率取决于谈判的进程，而关税税率的变化将直接左右美国经济陷入衰退的概率，加上各国基于自身利益会出台应对与反制措施，如果正常的国际贸易秩序被打破，将影响全球产业链和供应链的稳定，进而引发全球资本市场的波动。

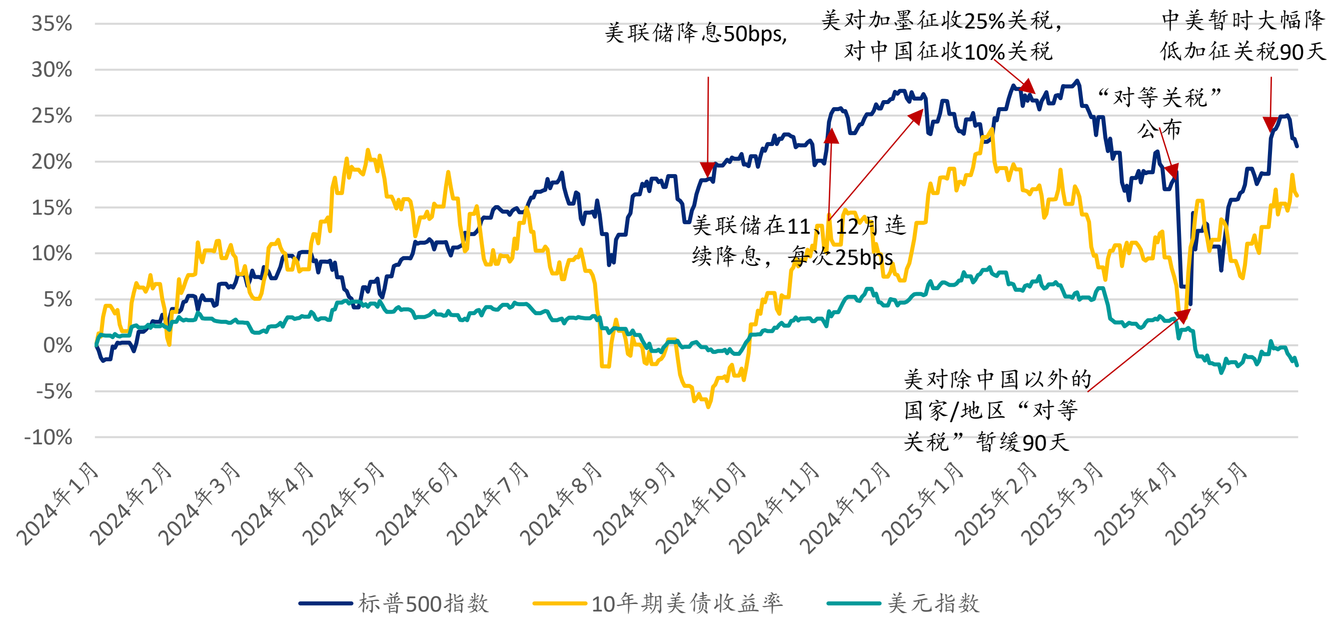
2）对于中美双方，本国重大政策“边走边看”的可能性较大

对于美国，资本市场的走势与本国政策密切相关。从 2024 年四季度开始，美股、美元和美债的走势明显受到利率政策、关税政策等重大政策的影响（图表 4）。从特朗普重新执政以来公布的政策上看，其经济领域的核心主张可概括为以下几个部分：遏制通胀水平，推动传统能源产业发展以强化能源主导地位，削减非核心政府开支以严控联邦财政支出，以关税政策为工具重构全球贸易秩序，强化边境管控与移民资格审核来收紧移民政策，减少政府对企业的过度干预来推进实质性去监管，并通过军事部署、外交政策调整等方式在国际上彰显战略威慑力。

然而，美联储的降息路径仍不明确。虽然 5 月美联储维持基准利率在 4.25%至 4.5%之间，试图在“抗通胀”和“保增长”间艰难平衡。6 月美联储会议即将发布的季度经济指标预测更新或为今年下半年的降息提供更多线索。目前，市场普遍预计美联储将于下半年重启降息，年内降息 1-2 次。然而，如果在极端情况下、更高的个性化“对等关税”在 90 天暂缓期结束后全面兑现，那么美联储政策的天平可能会偏向稳增长。美联储或将在高通胀情况下毅然继续降息，而且降息的幅度或将高于市场当前的预测。

另外，**美国企业减税和放松监管政策能否在年内落地也存疑，但两项政策均较利好美股走势。**无论是企业减税还是去监管相关的政策，均需要国会的参与，流程复杂，推进速度较慢。这些政策对美股市场较为利好，因为减税将增加企业利润，放松监管则有利于企业开展业务和创新，提升企业的长期发展潜力，两者均会利好美股的走势。

图表 4：美国资产走势受政策变动的影响较大



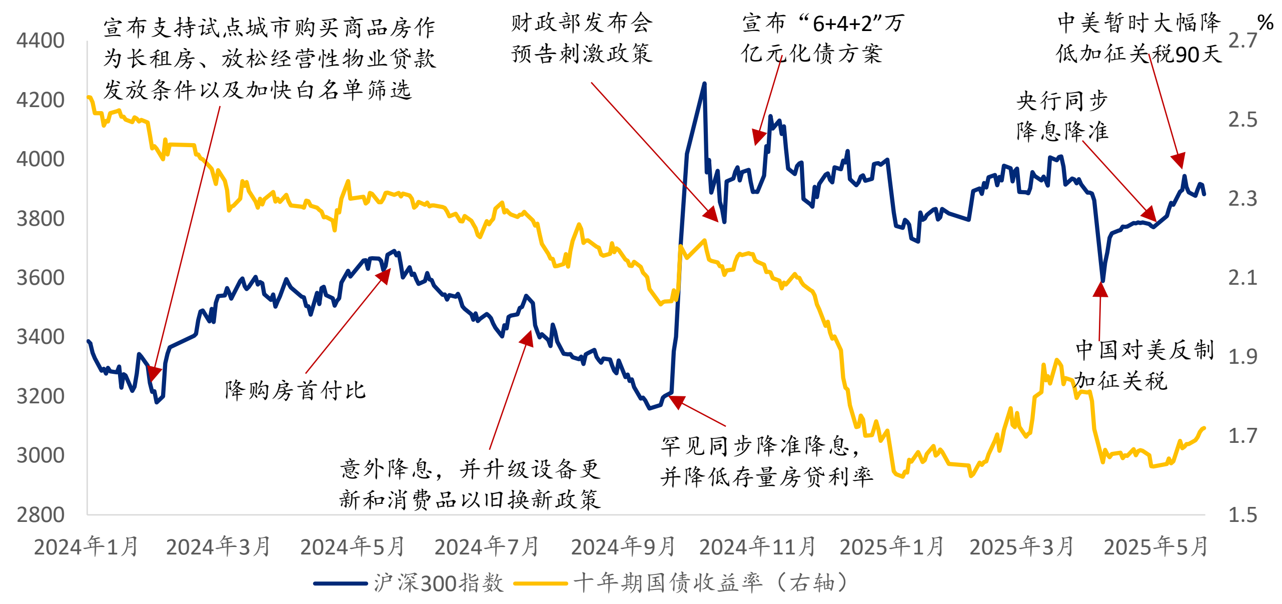
注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

对于中国，政策仍是资本市场重要的驱动因素之一（图表 5）。目前，虽然关税政策有所缓和，但仍位于偏高水平，对外需有较大冲击，且关税谈判充满较大不确定性，对宏观经济的压力并未消除。5 月，中国央行降息降准如期落地，货币政策短期进入观察期。当前，**外部环境不确定性对经济的冲击有多大仍难以确定。**如果在关税的冲击下经济明显承压，政策的应对或会更积极，如果关税风险较为可控，政策的节奏可能偏向稳健。今年下半年，我们预计央行仍有一定的降息降准空间，同时中国有丰富政策储备和充分政策空间，可有效应对外部环境的不确定性。如果下半年政策刺激继续加码，尤其是在刺激消费和稳地产等方面，或有助于扩大内需，促进经济复苏。

接下去有什么增量政策出台仍是市场关注焦点。我们预计，财政政策或是下半年的市场关注重点之一，主要发力方向或为：**（1）扩大赤字与债务规模**，通过逆周期调节释放财政空间，直接拉动基建投资和消费需求，缓解地方债务压力；**（2）优化支出结构**，资金支持产业升级和技术创新相关领域培育新质生产力，同时支持“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）和“两新”（大规模设备更新和消费品以旧换新）项目，提升经济长期增长潜力。**（3）化解地方债务风险**，通过债务置换和专项债扩容缓解地方财政压力，降低系统性风险，增强市场对经济平稳运行的信心。

图表 5：中国市场的变动主要受内外部政策影响



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

3）AI 技术仍处于 0 到 1 的发展阶段，谁是最后赢家尚未可知

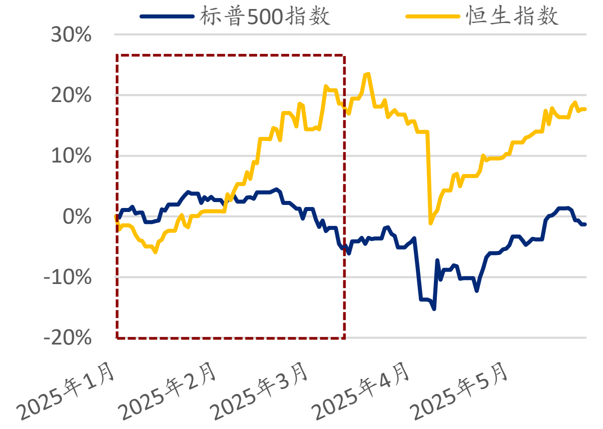
一季度，由于中国 AI 技术取得突破，中美股市呈现“东升西降”的态势。中国大语言模型 DeepSeek 取得的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事，刺激中国主要股指大幅上涨，同时 4Q24 业绩中 AI 对美股大科技公司的贡献未能满足市场的高预期，使得美股股指明显回调。全球 AI 投资叙事的改变使得中美股市呈现“东升西降”的态势（图表 6）。

中美在 AI 发展中形成了差异化的路径。目前，AI 技术仍处于 0 到 1 的发展阶段。随着基础设施逐步成熟，AI 的投资已经入第二阶段，市场关注重点转向如何将算力转化成具体应用，但应用落地和变现的路径仍不明朗，谁是最终的赢家尚未可知。从行业发展来说，AI 技术的发展核心取决于三方面要素：算法、算力和数据。当其中有一方面被限制时（如算力），创业者们将会在另外两方面寻求突破。

中国企业“以算法换算力”突围。因为美国限制高端芯片出口，短期中国公司没法像美国公司那样“堆算力”，只能在现有条件下靠优化算法降低模型训练成本（比如 DeepSeek），通过国产芯片自主可控（比如华为、寒武纪等），去适配实际场景来提升效率，加速 AI 商业化落地。近年来，中国更加重视知识产权，AI 相关专利申请占比已明显超过美国（图表 7）。根据世界知识产权组织（WIPO），在 2024 年 4.5 万条生成式 AI 专利中，中国占比为 61.5%，位列全球第一。中国还拥有庞大的市场和人口基数，最丰富的数据场景和动态数据流，在隐私监管上相对宽松，为 AI 算法训练提供了强大的数据支持。

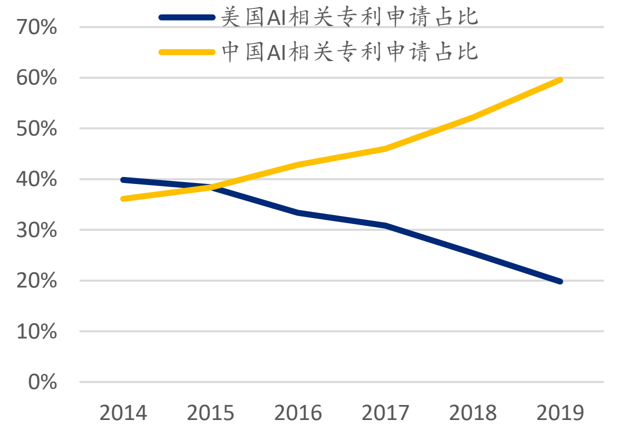
美国企业走的是“堆算力”路线。美国在芯片技术和算力生态上占据绝对优势，比如英伟达和 AMD 提供全球领先的 AI 芯片，并构建了像 CUDA 平台这样的成熟软件生态。同时，美国在基础算法研究和前沿模型研发上保持领先，通过大量算力投入推动生成式 AI 的突破。从数据上看，美国在 AI 技术发展的起步较早，有先发优势，数据基础设施完善，微软、亚马逊、谷歌等大科技企业拥有了大量的数据积累，但受制于严格隐私法规，数据使用受限。

图表 6：1 季度中美股市呈“东升西降”的态势



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：中国在 AI 相关专利申请占比上已超过美国



资料来源：CSET、浦银国际

2. 不变的是什么？结构性趋势的延续

1）科技自主化与全球产业链重构

全球去风险化和本地化制造成为趋势。产业链从全球化转向区域化，美欧推动“近岸外包”与数字主权，中国加速“中国+1”产能分散。美国制造业回流受制于劳动力短缺与环保成本，中国则需突破技术生态短板。中国以先进封装技术突破性能瓶颈，但在光刻机、EDA 工具等核心技术领域仍被“卡脖子”。

美国持续构建高端技术壁垒。美国通过政策补贴推动本土芯片制造，同时通过在先进技术领域制裁打压他国，来构建高端技术壁垒。美国通过《芯片与科学法案》，发放 520 亿美元补贴来推动半导体制造业回流，目标在 2030 年将本地生产的半导体占比提高到 20%。同时，该法案限制这些企业十年内不得在中国扩建先进产能，技术封锁限制 EUV 光刻机等关键设备出口，压制中国半导体技术进步，但长期来看将面临反噬风险。

中国加速自主化攻坚与产业链韧性建设。中国则以国产替代和全产业链整合应对挑战，聚焦在半导体、人工智能以及生物科技等前沿领域的技术自主化，并积极区域化布局（如“一带一路”）降低对单一国家的依赖。政府对半导体产业的扶持力度较大，通过产业政策、税收优惠以及人才培养等方面，支持推进本土半导体制造和配套产业链的规模化和高端化。在美国对 AI 和半导体技术管制趋严的背景下，今年中国初创企业仍然取得 AI 大模型的重大进展。在这个背景下，中国的国产化在多个链条环节有望加速，包括芯片端、算法端和应用端。这有利于中国 AI 在算力受限下实现技术追赶。

2）人工智能的技术迭代和分化。

AI 的投资机会随着行业发展趋势持续演变。回顾近几年 AI 的发展，我们发现其技术迭代与资本市场的走势息息相关。在 AI 投资的第一阶段，基础层的投资机会最受市场关注，包括芯片、服务器等。AI 技术的应用主要集中在科技行业公司本身，市场关注重点在于计算能力的提升。代表公司是芯片制造商英伟达、AMD，和服务器提供商超微电脑。随着基础设施逐步成熟，目前 AI 的投资已经进入第二阶段，市场关注重点或转向如何将算力转化成具体应用，主要集中在技术层和局部企业用户端应用层，代表公司为大模型开发公司微软、谷歌和 Meta，以及云计算公司 Snowflake、Palantir 等。虽然像 Snowflake 和 Palantir 等软件公司已经能够为其他企业提供优化运营和生产效率的方案，但仍处于起步阶段。值得注意的是，由于过去两年股价涨幅较大，人工智能的基础层和技术层代表公司短期可能因为估值偏高而上涨空间受限，选股需结合具体企业的实际盈利增长情况。

中国 AI 发展有望“弯道超车”。年初中国大语言模型 DeepSeek 带来了 AI 大语言模型路径的变化，即不再单纯靠“堆算力”，而是靠优化算法来实现更好的效果，打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事。DeepSeek 的出现将加快 AI 的发展进程。更多高效、便宜的 AI 模型有望出现，不仅有助于 AI 应用的广泛普及，还将催生更多的商业模式。在 AI 技术应用发展上，中国在人才积累、数据获取、政策支持、商业化落地等多个方面更有优势，这些优势有助于中国在 AI 发展中处于全球的领先地位。

政策利好赋能人工智能加速发展。今年政府工作报告中指出：“持续推进‘人工智能+’行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”。我们预计，在政策大力扶持及全方位的资源投入下，人工智能产业链上中下游的细分板块有望受益。例如：AI 芯片、算力产业链、云服务商、软件服务、5G 通信、机器人、智能驾驶等领域。

3）全球去美元化和构建多元化结算体系成为趋势

各国积极应对单一货币依赖的风险。近年来，美国频繁将美元作为政治博弈工具，从冻结俄罗斯外汇储备到切断伊朗的 SWIFT 交易通道，让许多国家意识到过度依赖美元可能让本国经济发展受到约束。各国开始寻求多元化结算方式，比如俄罗斯转向卢布结算能源贸易、印度与沙特尝试用本币交易石油、欧盟为规避美元制裁搭建 INSTEX 系统等。不可忽视的是，美国长期超发货币叠加债务危机，动摇了美元信用根基。目前，美国联邦政府的债务总额已经超过 36 万亿美元，且在 2025 年 6 月将有 6.5 万亿美元的国债到期。

技术革新和区域合作为降低美元依赖提供了突破口。人民币国际化进程加速推进，中国与东盟、沙特等经济体签署了本币结算协议。2024 年末，人民币跨境支付系统（CIPS）已覆盖 185 个国家和地区，累计处理支付金额达 175 万亿元。值得注意的是，区块链技术正在改写金融规则，多国央行研发的数字货币实现了点对点结算，数字人民币稳步扩大试点。

全球经济发展与货币格局的结构性矛盾是变革的核心原因。新兴经济体贡献了全球 42%的 GDP，却在美元主导的体系里缺乏话语权。2022 年，国际货币基金组织（IMF）将人民币在特别提款权（SDR）的权重上调至 12.28%。未来全球货币格局将多轨并行，美元仍是国际支付重要选项，但人民币国际化未来将实现与欧元、英镑、日元相当的地位，与中国在世界经济中的比重相当。

3. 变局下如何进行策略布局？

我们预计下半年中美市场走势将继续分化，且呈区间波动的态势。

1）中国市场：优化杠铃策略+关注企业出海+把握区间波动机会

我们预期港股的弹性更大。我们认为，港股基本面稳健（受关税冲击较小）、流动性持续改善（外资+南向资金共同净流入），以及估值提升空间较大（AI龙头+新消费公司市值占比上升）。下半年，我们预计恒生指数的点位将在19000-25000区间波动，对应2025年预期市盈率为8.6倍至11.4倍。然而，**A股相比海外中国股票在市场动荡中韧性较强**，因其受全球经济周期和地缘政治风险的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，受政策利好更直接。

从盈利端看，关税战延续或增加企业盈利下调风险。虽然对美出口在中国GDP中占比较小，但是中国通过转口贸易的部分出口最终目的地仍是美国，大多是以东南亚等国家的出口占比来计算。关税提升的影响将在下半年逐步显现在企业盈利端上，我们预期短期企业盈利或继续面临下调风险。然而，由于出口型企业在港股上市的数量较少，他们来自美国的收入在港股所有上市公司的总收入占比也极低，所以关税政策对港股基本面的实际影响有限。如果政策支持在下半年继续发力，有望部分抵消企业盈利下调的压力。

从估值端看，港股在全球市场中仍是价值洼地。截至5月23日，恒生指数和前瞻市盈率为10.3倍，位于其过去五年均值附近，而恒生科技指数市盈率为16.2倍，低于其过去5年均值负0.9个标准差，处于偏低水平。反观全球其他主要股票市场指数，标普500指数和纳斯达克指数的前瞻市盈率为21.2倍和26.5倍，MSCI新兴市场指数的前瞻市盈率为12.3倍。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于AH溢价在中期收窄。此外，港股ROE有望持续改善，有助于港股估值提升。

行业配置上，我们看好预期业绩增长弹性较大的可选消费和医疗健康行业，认为其有望获得资金青睐。**市场风格或呈快速轮动的态势，**大盘成长股有望跑赢。

投资主题可关注：1）红利价值股+科技成长股的杠铃策略依然有效，但需对杠铃结构进行迭代升级，优化选股，并动态调整权重；**2）关注出海概念股。**在全球贸易战的背景下，中国企业正加快全球产业链布局，产品附加值不断提升，销售市场更加分散化。可关注提前进行全球化布局，已进行产能或产业链出海，并拥有较强品牌力的公司。**3）战术性进行“低买高卖”，把握市场区间波动的机会。**

2）美股市场：估值扩张空间或有限，杠铃策略同样有效

政策风险方面，站在当前时点，政策风险仍高于年初。年初市场普遍认为关税只是特朗普谈判的筹码，未必落地，但现在 10%的基础关税已实施，后续如果谈判遇阻，可能会加征更高的关税。另一方面，现在的情况对比 4 月 7 日美股创年内新低的时候却又有明显的好转，政策风险也比当时低了不少。

市场最担心的并不是负面消息，而是不确定性。不确定性越高，市场就很难获得上涨的动能。正如 4 月份关税政策后的市场下跌，市场怕的并不是关税政策，而是关税政策衍生不确定性，市场尤其担心特朗普政府在关税政策上没有底线，没有框架。但在美国暂缓加征“对等关税”后，我们认为，特朗普团队在出台政策上还是有底线的，这里的底线可能是国债收益率、民意支持度或者是经济数据等。因为底线的存在，市场此前预估的最坏情况得到了避免，这将降低政策层面的风险。

经济风险上，关税政策对美国经济造成的实质性伤害将逐步显现。我们观察到，消费者信心已经受到冲击，对于关税可能带来的通胀导致居民部门抢在关税政策生效前大量囤货，这会致使部分消费需求被前置，影响到未来的零售增速。同时，企业的信心也被朝令夕改的政策所牵制。在政策清晰度不高的情况下，一季度已经有企业因此而缩减资本开支或冻结招聘。此外，有部分企业因为关税政策的不明朗而取消了财务指引，这也提升了投资股市的难度。目前，美联储仍在衡量经济下行和通胀抬升的风险，短期可能维持观望的态度，这将导致高息环境持续更久，增加美国经济的下行压力。

美股市场或呈现区间波动的态势。虽然下半年美国有减税和放松企业监管等政策值得期待，但在当前美股偏高的估值下，我们认为美国股市年内的上行空间有限。下半年，我们预计标普 500 指数的点位将在 5000-6100 区间波动，对应 2025 年前瞻市盈率为 19.0 倍至 23.2 倍。

行业配置上，我们看好防御性较强的公用事业，在动态博弈的宏观环境下，如何防范和对冲市场波动成为下半年美股投资的关键。公用事业板块能同时应对市场上的冲击，基本不受关税政策的影响、具有刚性需求、与科技股相关性偏低，在市场波动中显现出较强的防御能力。在面临政策与经济双重风险下，投资者可战术性部分配置公用事业板块，用确定性对抗不确定性。

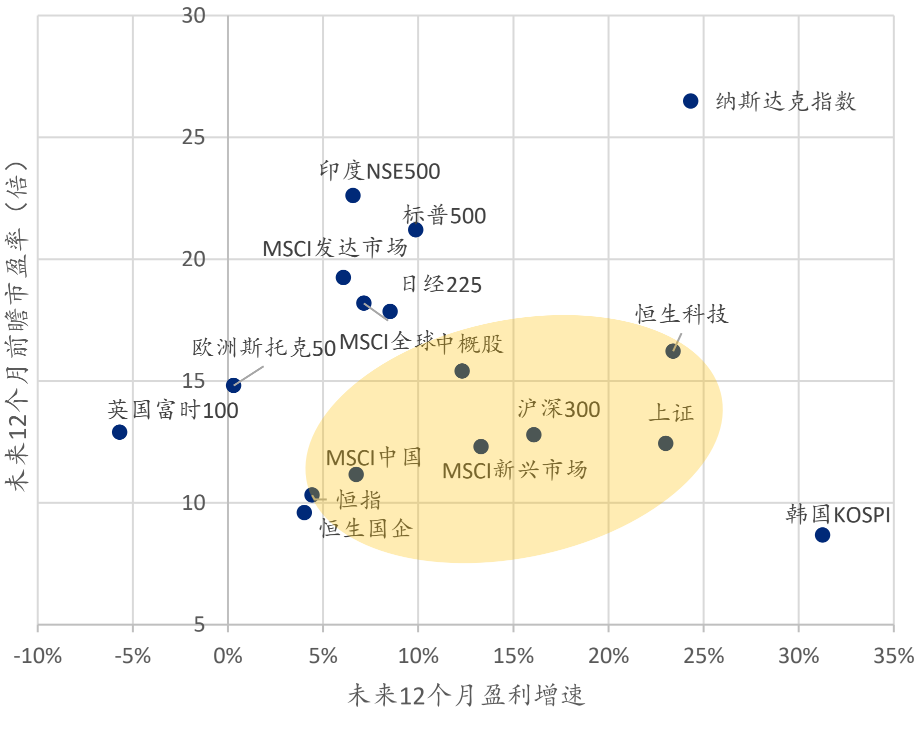
中长期来看，我们持续看好信息科技板块。信息科技板块是人工智能发展的主要受益者。由于 AI 技术和资源壁垒较高，那些在 AI 领域投入大量的资源、具有强大的技术实力和市场份额的科技公司，在未来可能会继续受到市场的认可和投资者的青睐，他们的估值水平有望继续得到支撑。

二、盈利增长面临全球经济增速下行挑战

1. 全球主要股市盈利增长对比

关税战延续或增加企业盈利下调风险。目前，已经实施的关税政策将降低全球贸易出口，增加全球经济下行的压力。全球主要市场中，美股科技股未来12个月预期盈利增速较领先。根据彭博，MSCI 全球指数未来 12 个月预期盈利增速为 7.1%。全球主要股票市场中，盈利增速较强劲的股指来自美国、韩国和中国。其中，韩国 KOSPI 指数预计同比增长 31%，科技成长属性较强的美股纳斯达克指数预计同比增长 24%。中国市场方面，上证综指和恒生科技指数盈利增速也较为强劲，预期同比分别增长 22.8%和 23.0%，但恒指盈利预期增速偏低。然而，日经指数预期盈利增速仅为 8.5%。欧洲市场未来12个月的预期盈利增速也较为落后，欧洲斯托克 50 指数预期盈利增速预计同比增长 0.3%，英国富时 100 指数预计同比下跌 5.7%（图表 8）。

图表 8：全球主要市场盈利增速与估值



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

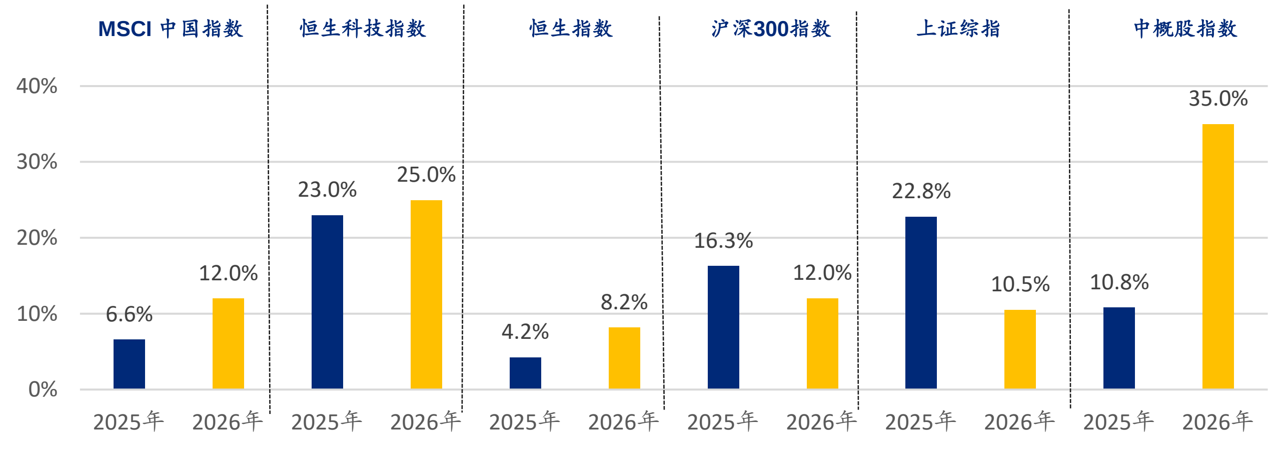
资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 中国股票市场

从今年盈利增速上看，恒生科技指数和上证综指增速领先。根据彭博，卖方分析师预计 MSCI 中国指数 2025 年/2026 年的预期盈利增速为 6.6%/12.0%。恒生指数 2025/2026 年的预期盈利增速为 4.2%/8.2%。上证综合指数增速为 22.8%/10.5%。追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数增速为 10.8%/35.0%。值得注意的是，恒生科技指数 2025 年/2026 年预期盈利增速较为强劲，分别为 23.0%/25.0%（图表 9）。

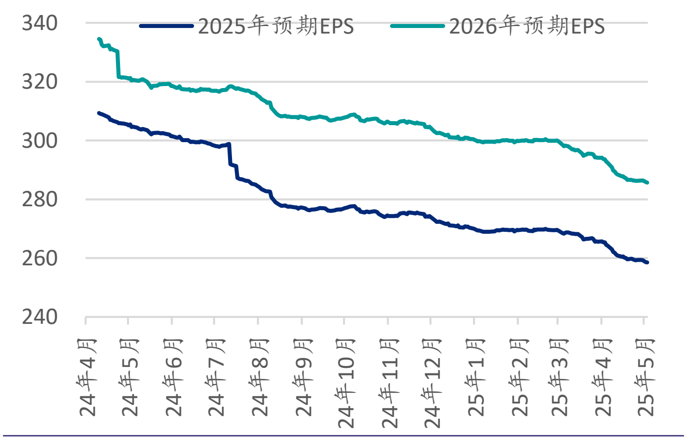
关税战延续或增加企业盈利下调风险。虽然对美出口在中国 GDP 中占比较小，但是中国通过转口贸易的部分出口最终目的地仍是美国，大多是以东南亚等国家的出口占比来计算。关税提升的影响将在下半年逐步显现在企业盈利端上，我们预期 A 股公司盈利下调的趋势难以在短期扭转（图表 10），但港股公司受关税的直接影响偏低，盈利预期下调的压力较小（图表 11）。此外，若政策支持在下半年继续发力，有望部分抵消企业盈利下调的压力。

图表 9：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：今年恒生科指和上证综指的增速较为领先



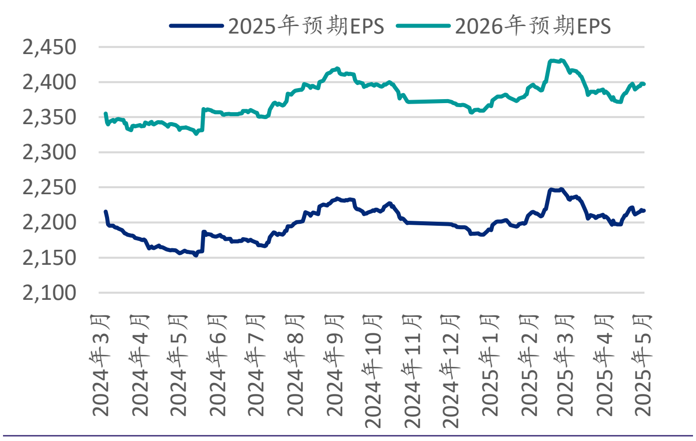
注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10：上证综合指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：下调趋势尚未扭转



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

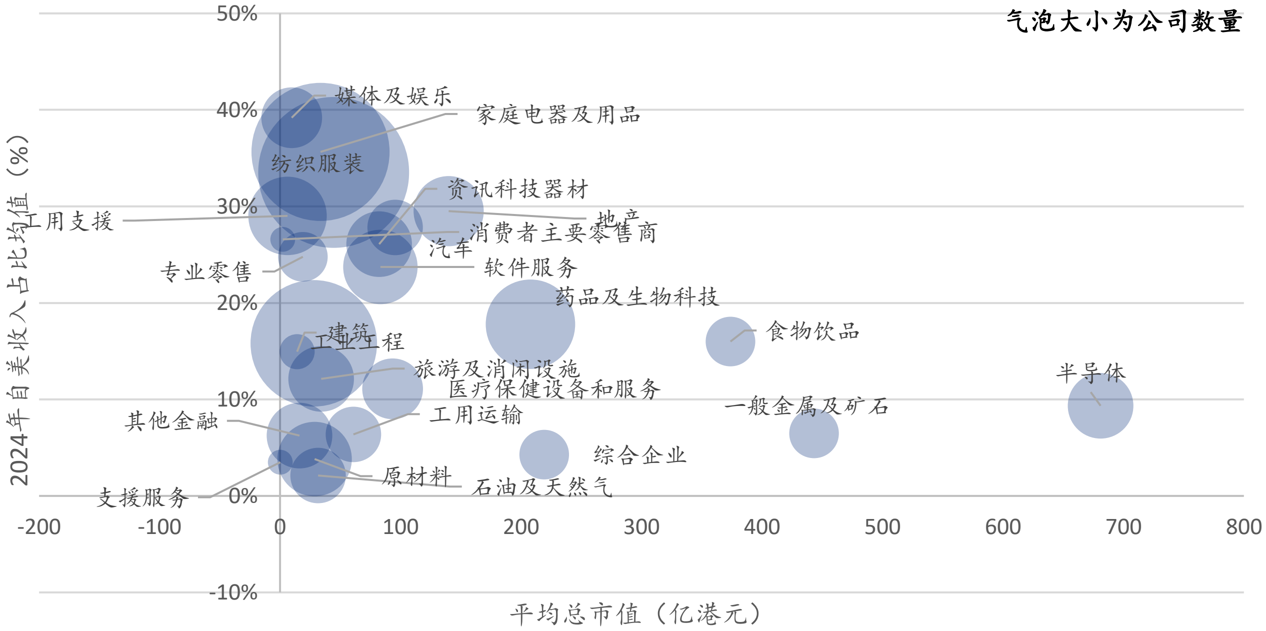
图表 11：恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：近期被小幅上调



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

关税对市场情绪的影响或较基本面更大。我们对 225 家披露有来自美国收入的港股上市公司进行分析，发现在 2024 年他们来自美国的收入在港股所有上市公司的总收入占比仅为 0.6%。从行业上看，美国收入占比最高的前三大行业为媒体娱乐、家庭电器、纺织服装，占比分别为 39.2%、35.6%、33.5%。披露有美国收入数量最多的行业为纺织服饰、家庭电器和工业工程。从平均市值上看，这些公司的市值大多低于 200 亿港元，属于中型公司，而市值最大的是半导体行业（图表 12）。虽然 A 股上市公司的风险敞口较港股略大，但其对美国直接出口收入在营业收入中的占比已明显下降，其中，超过 90%的公司对美出口收入占比不足 10%。虽然美国对华加征关税对港股情绪面会产生一定的影响，但对实际基本面的影响十分有限。

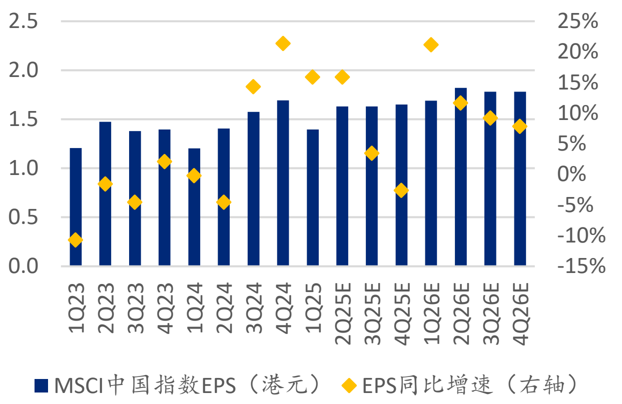
图表 12：来自美国收入占比较高的行业为家庭电器、媒体娱乐、地产、纺织服饰等（2024 年）



注：数据基于在 2024 年财报中有披露来自美国收入的 225 家港股上市公司。行业分类为恒生行业分类。 资料来源：Bloomberg、浦银国际

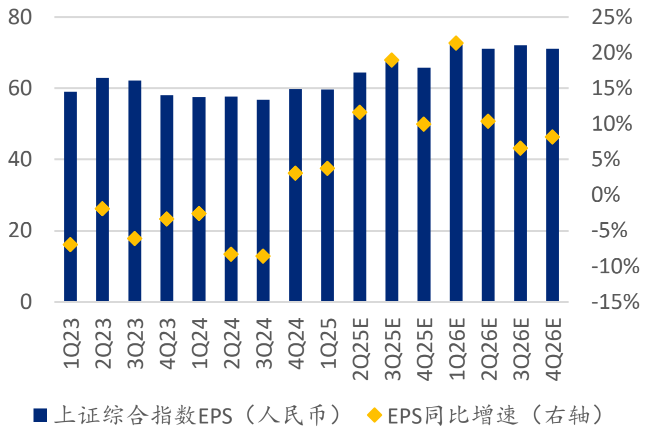
一季度企业盈利出现恢复性增长，较去年同期明显改善。MSCI 中国指数 1Q25 每股盈利为 1.39 港元，同比增长 15.9%（图表 13）。上证综合指数 1Q25 每股盈利为人民币 59.62 元，同比增长 3.8%（图表 14）。恒生综合指数 1Q25 每股盈利为 65.69 港元，同比增长 14.9%（图表 15）。追踪中概股的纳斯达克金龙指数 1Q25 每股盈利为 93.44 美元，同比增长 43.4%（图表 16）。根据彭博的一致预期，预计未来三个季度企业盈利增长较去年同期持续改善。MSCI 中国指数中，一季度盈利增速改善最显著的板块为医疗健康和材料，根据彭博预期，医疗健康、材料和信息技术板块未来三个季度的盈利增速较为领先（图表 17）。

图表 13：MSCI 中国指数季度盈利增速



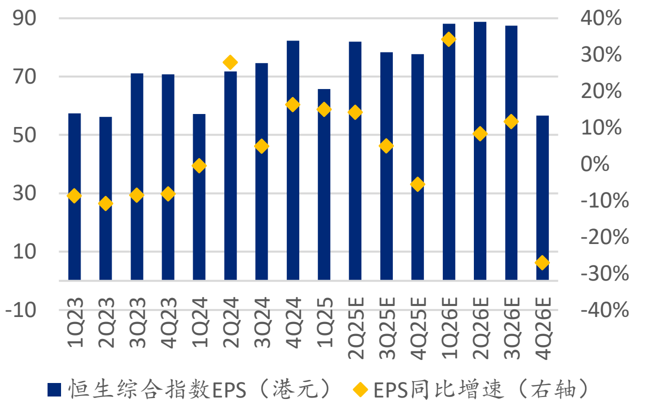
注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：上证综合指数季度盈利增速



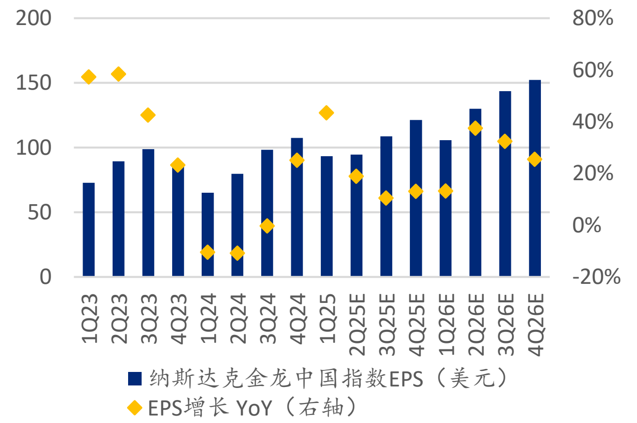
注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 15：恒生综合指数季度盈利增速



注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 16：纳斯达克金龙中概股指数季度盈利增速



注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 17：MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增速

MSCI 中国行业	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
日常消费	-7%	-13%	19%	14%	**-10%**	78%	-24%	-29%	-34%	-39%	-44%	-49%
可选消费	26%	24%	30%	20%	**22%**	55%	6%	27%	47%	67%	87%	108%
能源	40%	-16%	-2%	-19%	**3%**	-26%	-20%	-13%	-7%	0%	7%	13%
金融	-12%	-10%	0%	41%	**10%**	0%	3%	-21%	-45%	-69%	-93%	-117%
医疗健康	-12%	-21%	29%	30%	**307%**	188%	4%	8%	12%	17%	21%	25%
工业	14%	-16%	6%	13%	**7%**	27%	-9%	-19%	-29%	-39%	-50%	-60%
信息技术	-42%	-32%	-35%	-14%	**13%**	24%	80%	39%	-2%	-43%	-85%	-126%
材料	-10%	-23%	16%	4%	**45%**	92%	37%	51%	65%	79%	92%	106%
电信服务	60%	40%	32%	17%	**13%**	16%	11%	7%	4%	0%	-4%	-8%
公共事业	79%	-3%	-8%	-7%	**-14%**	137%	-7%	-15%	-24%	-32%	-41%	-49%
房地产	-47%	-48%	254%	228%	**-164%**	-23%	-22%	-7%	8%	23%	37%	52%

注：2Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。资料来源： Bloomberg、浦银国际

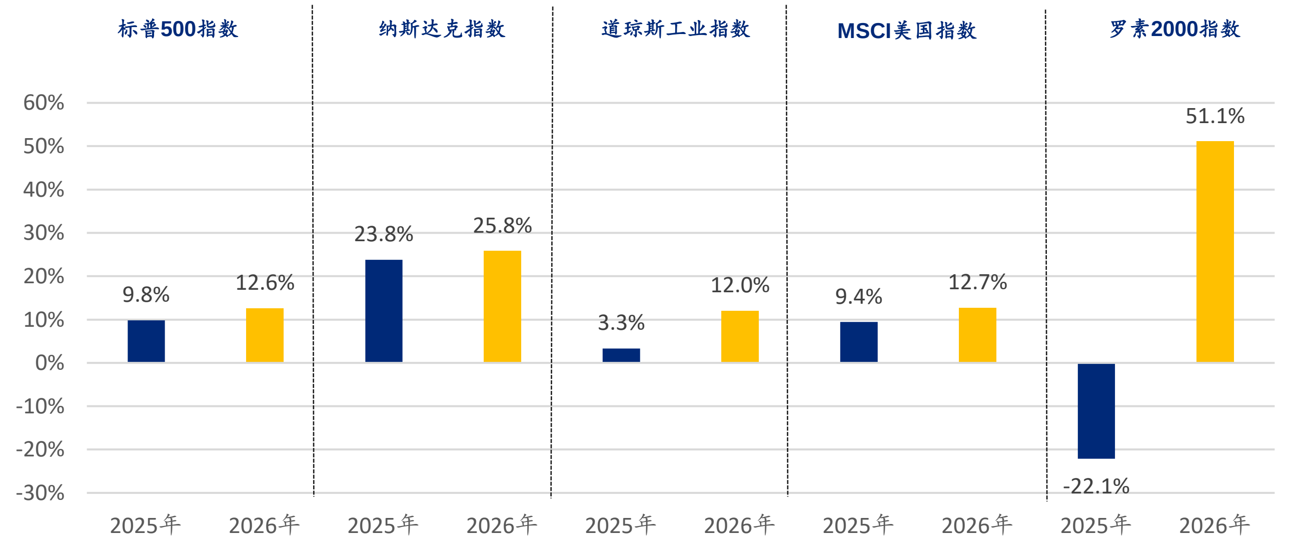
3. 美国股票市场

关税税率提升将增加美国企业盈利预期进一步下调的压力。关税战将带动物价上升，抑制居民消费和企业投资，推升通胀预期，使得美国经济面临的下行的风险要高于上行的风险，进而触发美国企业盈利预期的进一步下调。但是，企业减税和放松监管政策如果在年内落地，将有望进一步提升美国本土的投资和创新，推升企业盈利。因此我们需要紧密追踪特朗普政府政策的变动，以及时调整对企业的盈利预期。

从今明两年盈利增速上看，科技股仍较领先。根据彭博一致预期，标普 500 指数 2025/26 年预期盈利增速在 9.8%/12.6%。道琼斯工业指数 2025/26 年预期盈利增速在 3.3%/12.0%。科技股盈利增速最为强劲，纳斯达克指数 2025/26 年预期盈利增速在 23.8%/25.8%。追踪小盘股的罗素 2000 指数 2025/26 年预期盈利增速在-22.1%/+51.1%（图表 18）。

年初至今主要美股指数盈利预期均呈下调趋势，扭转了去年上调的趋势。截至 5 月 23 日，标普 500 指数 2025 年每股盈利预期较年初下调了 4.4%（图表 19），纳斯达克指数 2025 年每股盈利预期较年初下调了 5.5%，部分下调压力被七大科技公司较为强劲的盈利增长所抵消（图表 20）。道琼斯工业指数 2025 年每股盈利预期较年初下调 5.2%（图表 21）。然而，追踪小盘股的罗素 2000 指数的每股盈利预期下调趋势加剧，年初至今下调了 14.4%（图表 22）。

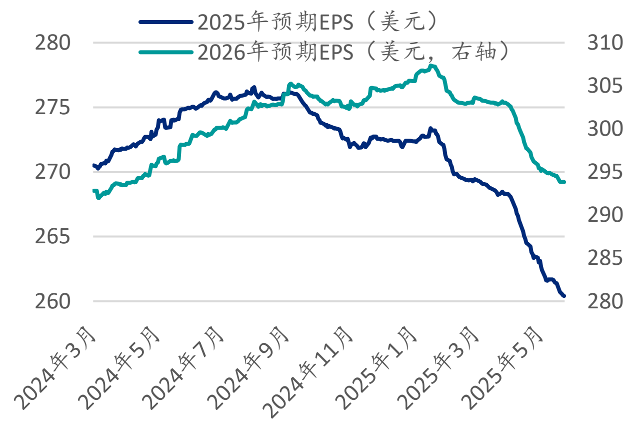
图表 18：美股主要指数 2025/26 年预期盈利增速分化明显



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

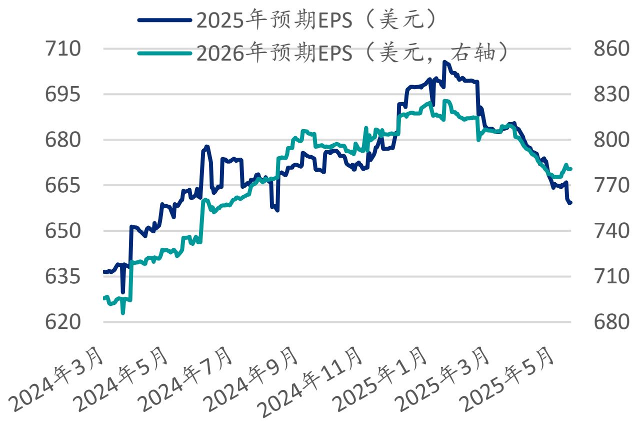
图表 19：标普 500 指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

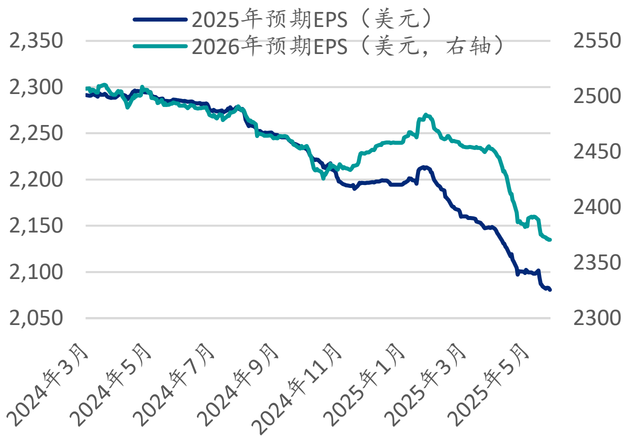
图表 20：纳斯达克指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

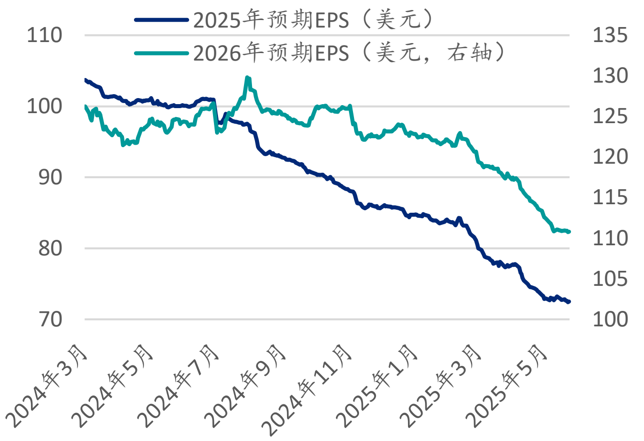
图表 21：道琼斯工业指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22：罗素 2000 指数 EPS 增长一致预期



注：数据截至 2024 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

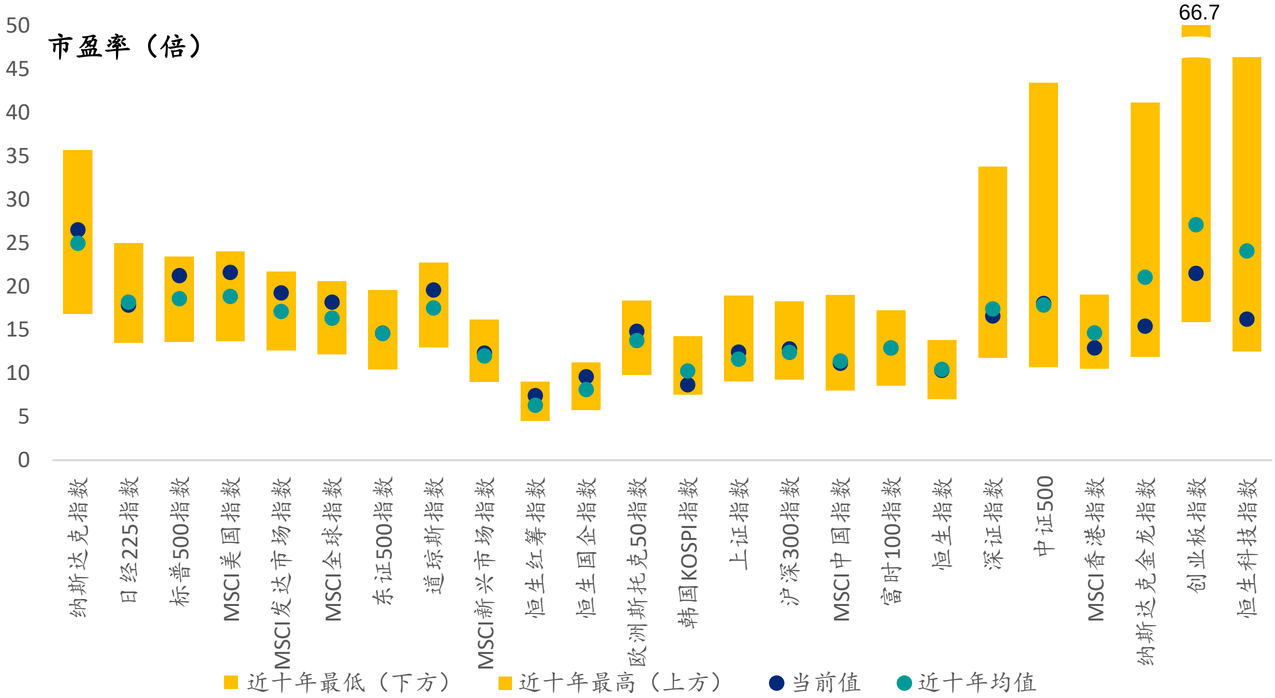
三、中美资产价值重估叙事仍在继续

1. 全球主要股指估值对比

全球利率下行、AI 技术进展驱动股市价值重估。由于全球经济增速持续下行，主要经济体已进入降息周期。美联储开启降息后，有助于提升全球权益资产的估值。2023 年以来，以 AI 驱动的大科技板块带动美股的估值不断创历史新高。然而，今年年初中国 AI 技术的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事，由于中美 AI 行业估值差距较大，中国 AI 行业受到价值重估。同时，那些低估值、低拥挤度、情绪改善市场的估值得到明显修复，比如欧洲市场。

在全球主要股市中，美股、欧股等发达市场估值偏高，而港股估值偏低。截至 5 月 23 日，MSCI 全球指数前瞻市盈率为 18.2 倍，高于其过去十年的均值（16.3 倍）。全球主要股票市场中，美股和欧股估值偏高，纳斯达克指数和欧洲斯托克 50 指数的前瞻市盈率分别为 26.5 倍/14.8 倍，高于它们过去十年均值（24.9 倍/13.8 倍）。中国市场中，MSCI 中国指数的前瞻市盈率为 11.2 倍，低于其过去十年均值 11.4 倍；恒生科技指数的前瞻市盈率为 16.2 倍，低于其过去十年均值 24.1 倍（图表 23）。

图表 23：全球主要股票指数估值水平



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

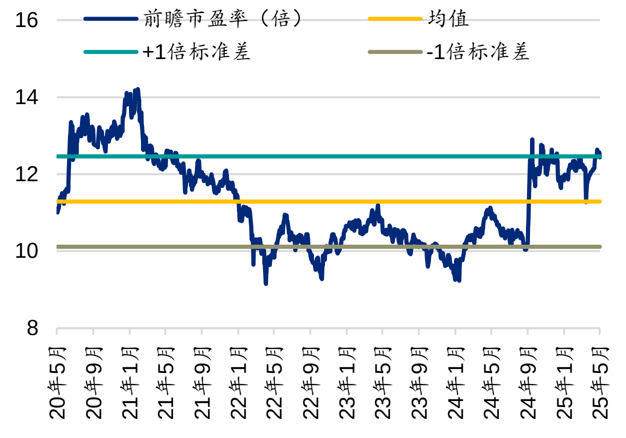
资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 中国股票市场

港股的估值水平相对更吸引。截至5月23日，MSCI中国指数前瞻市盈率为11.2倍，位于其过去五年正0.2倍标准差附近，恒生指数和恒生科技指数的前瞻市盈率分别10.3倍和16.2倍，分别位于它们过去五年负0.2倍和负0.9倍标准差附近。上证综指前瞻市盈率在12.4倍，略高于其过去五年正1倍标准差（图表24-26）。我们观察到，港股公司回购水平仍维持较高水平，这有利于提升每股盈利和ROE等财务指标，ROE持续改善有望抬升港股的估值。

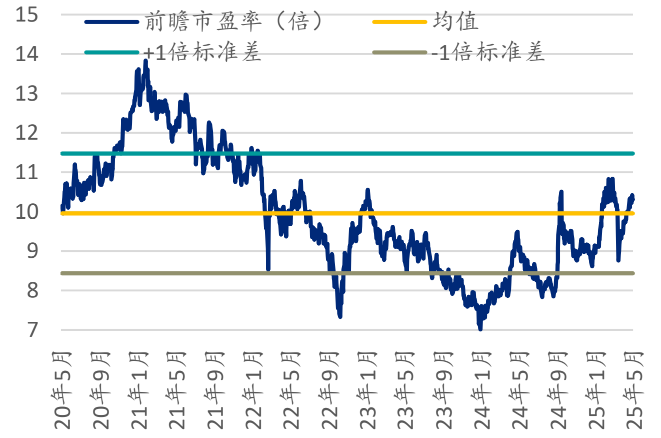
AH溢价中期或将进一步收窄。年初至今，AH溢价持续收窄，一度收窄至29%，明显低于其过去十年均值33%。目前AH溢价为32%，港股相对A股仍有折扣，反映港股依然具备配置价值（图表27）。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于AH溢价在中期收窄。从全年的维度上看，美联储将在年内进一步降息，中美利差缩窄有利于港股估值的修复。如果接下来中美关系缓和，海外不确定性逐步降低，AH溢价有望进一步收窄。

图表 24：上证综指前瞻市盈率



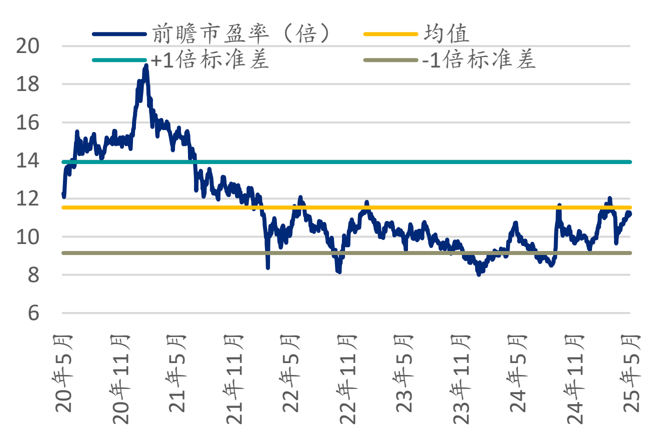
注：数据截至2025年5月23日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：恒生指数前瞻市盈率



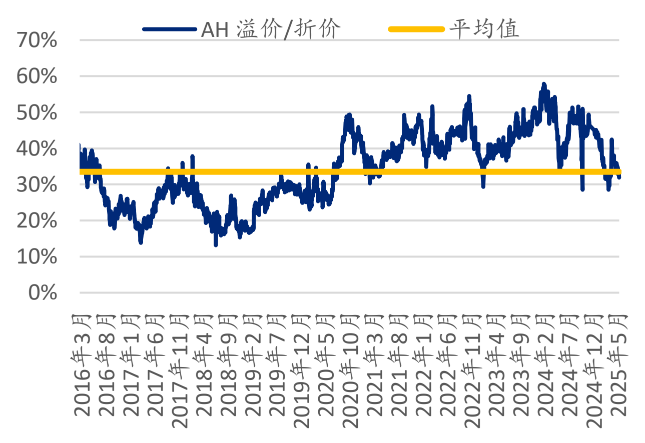
注：数据截至2025年5月23日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 26：MSCI中国指数前瞻市盈率



注：数据截至2025年5月23日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：年初至今AH溢价持续收窄，目前位于32%



注：数据截至2025年5月23日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

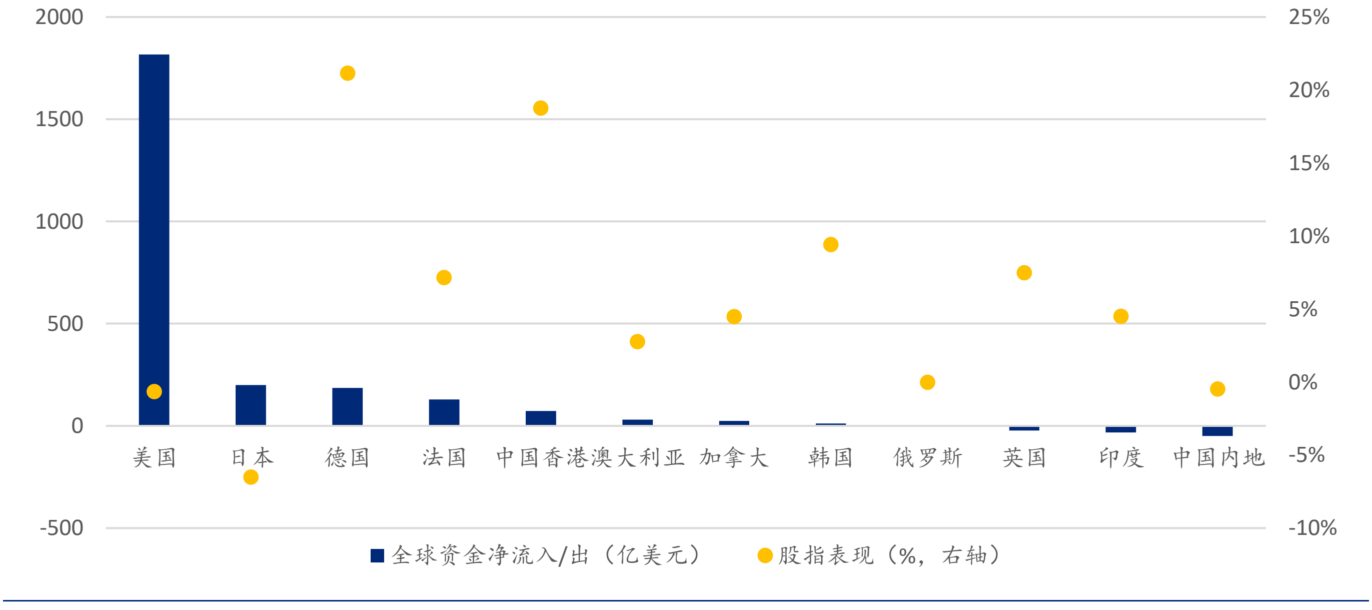
四、全球资金流向呈现再平衡趋势

1. 全球主要市场资金流概览

“美国例外论”叙事已改变，全球资金呈现再平衡趋势。在去年年底，大多数市场参与者的共识是美股会继续跑赢全球其他市场，大型科技企业依然领涨，因此不少机构都超配了美股，尤其是 AI 相关的大科技股，资金对于其他市场的布局相对偏低。而在今年年初，中国 AI 技术的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事，部分资金开始把仓位从前期拥挤度较高的市场调整至拥挤度较低、情绪改善的市场，比如欧洲和中国香港市场受到资金青睐。4 月 2 日，“对等关税”公布后，全球贸易摩擦升温，引发了市场对美国经济衰退的强烈担忧，驱动资金再平衡加快。受益于全球资金再平衡带来的增量资金，欧洲和港股市场表现较佳。然而，虽然美股仍最受资金青睐，但表现较弱。截至 5 月 21 日，今年德国股市上涨 21%，港股上涨 19%，美股下跌 0.6%（图表 32）。

年初至今，美国、日本、欧洲股市吸金能力最强。截至 5 月 21 日，年初至今美股录得全球资金（包含本土+海外资金）净流入 1817 亿美元，日本股市净流入 200 亿美元。欧洲主要市场中，德国股市录得净流入 185 亿美元，法国股市录得净流入 129 亿美元。全球资金对中国市场的配置出现分化，中国香港市场录得净流入 73 亿美元，但中国内地市场录得净流出 50 亿美元。此外，印度股市录得净流出 32 亿美元，英国股市净流出 23 亿美元（图表 33）。

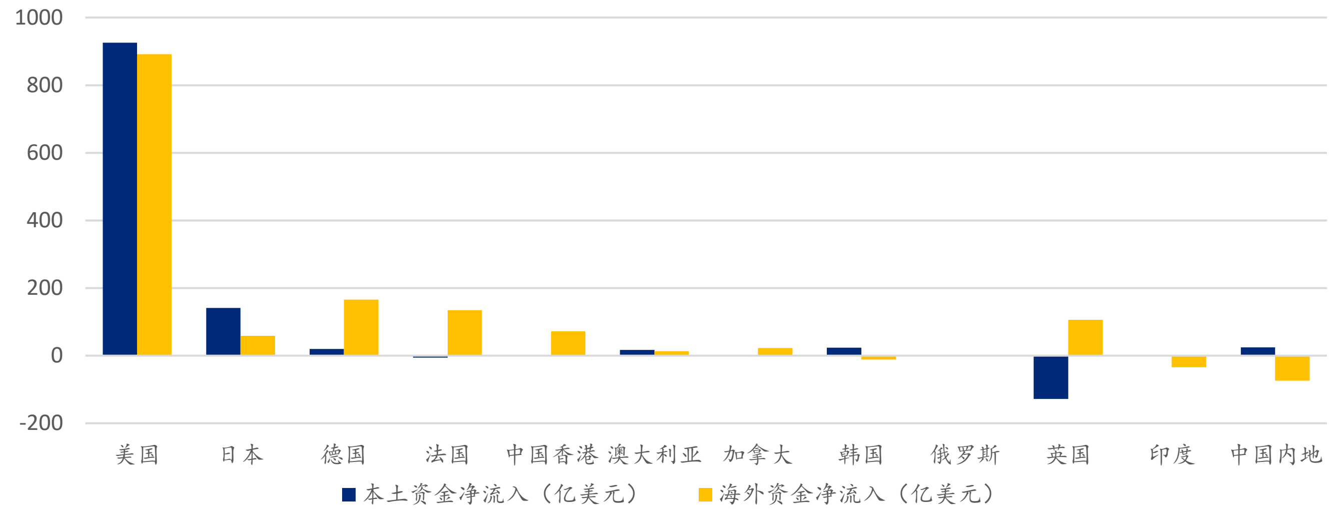
图表 32：全球主要市场资金流向：截至 5 月 21 日，今年美股、日股和欧股市场较受资金青睐



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

图表 33：全球资金再平衡，美国仍获本土资金和海外资金的大幅加仓

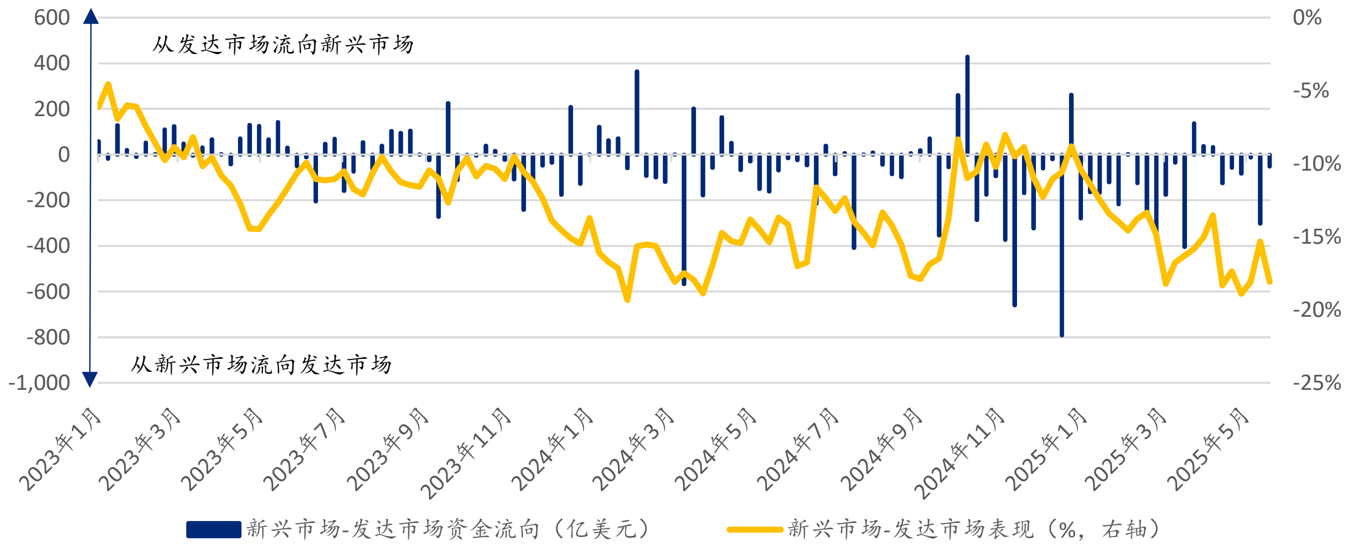


注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

下半年全球资金或仍青睐发达市场，新兴市场的吸引力上升。截至 5 月 21 日，今年发达市场录得净流入 2818 亿美元（去年同期净流出 1199 亿美元），新兴市场录得净流入 65 亿美元（去年同期净流入 578 亿美元）。期间，发达市场（+14%）股价跑赢新兴市场（+8%）（图表 34）。展望下半年，在全球贸易摩擦、地缘政治风险仍存的背景下，或会降低全球资金对风险资产的偏好。如果美国政策和经济风险相对可控，“美国例外论”受到市场认可，以美国为首的发达市场将会吸引资金净流入。然而，在全球市场波动成为常态的背景下，资金对于分散配置的需求上升，且新兴市场货币还受益于美元走弱，对全球资金的吸引力有望增加。

图表 34：资金更青睐发达市场，驱动其股价跑赢新兴市场



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

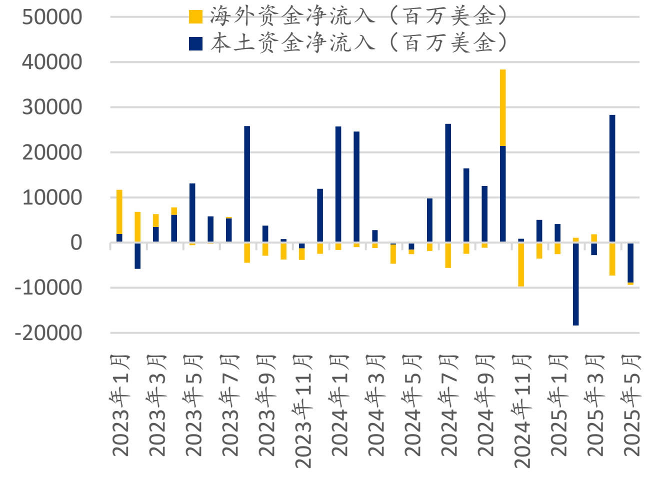
资料来源：EPFR、浦银国际

2. 中国股票市场

国内资金呈现“逆向投资”的特征。根据 EPFR，截至 5 月 21 日，今年共有 24 亿美元的国内资金净流入中国市场，较去年同期净流入 507 亿美元大幅收窄。我们观察到今年国内资金呈现明显的“逆向投资”特征，预计主要由“国家队”及养老基金、社保基金等长期资金入场驱动。**在市场下跌时的集中增持：**4 月，美国对华关税政策持续升级，市场恐慌情绪快速上升，导致中国资本市场出现大幅波动，外资净流出中国市场，而国内资金净流入 282.9 亿美元，创下过去 5 年来最大月度净流入。4 月 7 日，上证指数下跌 7.3%，当日汇金公司、中国诚通、中国国新等“国家队”迅速宣布大规模增持 A 股 ETF，市场信心明显提振，推动 A 股企稳。截至 4 月底，上证指数较低点反弹约 12%。**在市场狂热时有序减持：**2-3 月，科技板块因 AI 概念炒作出现非理性上涨，部分个股市盈率远超历史均值。期间，尽管国内资金累计录得净流出 210.9 亿美元，但并未对 A 股市场造成波动，上证指数上涨了 3%（图表 35）。

外资净流入未能形成趋势，但对中国资产的兴趣明显提升。根据 EPFR，截至 5 月 21 日，年初至今有 74.3 亿美元资金净流出中国市场，较去年同期净流出 81.2 亿美元略有放缓，其中主动基金净流出 78.2 亿美元（去年同期：净流出 96.0 亿美元），被动基金净流入 3.9 亿美元（去年同期：净流入 14.8 亿美元）（图表 36）。我们观察到今年外资对中国资产配置的兴趣进一步上升。由于中国在 AI 技术的突破驱动中国股市价值重估，外资在 2-3 月持续净流入中国市场。然而，4 月全球贸易摩擦升温，资金避险意愿上升，外资重新录得净流出。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，若接下来市场情绪重新高涨，**外资仍有较大的回流空间。**

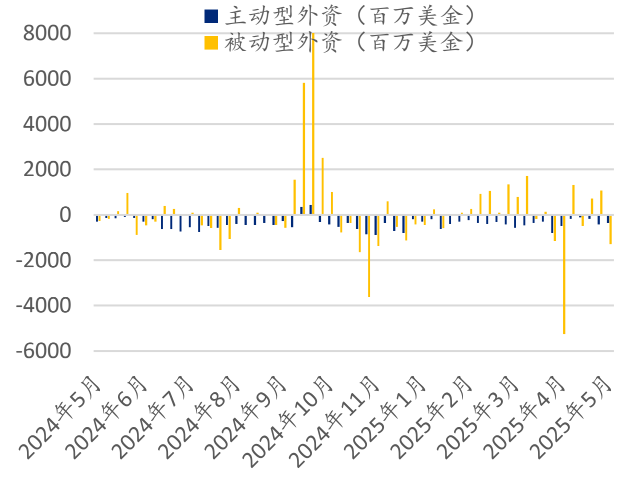
图表 35：年初至今，本土资金呈现“逆向投资”特征，但海外资金未能形成趋势性回流



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 36：其中，被动型外资积极交易中国市场，但主动型外资仍维持净流出态势

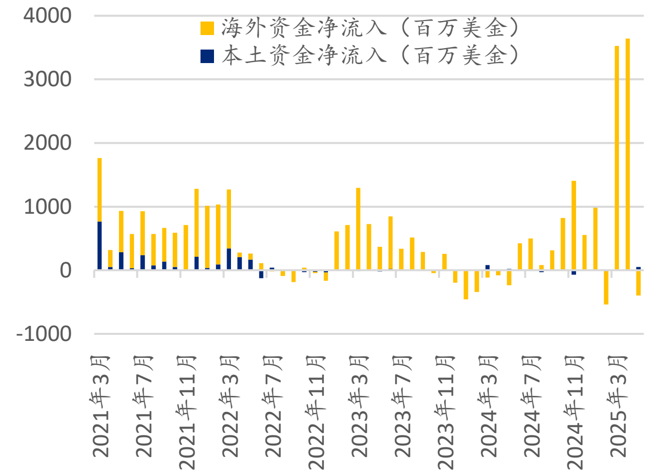


注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

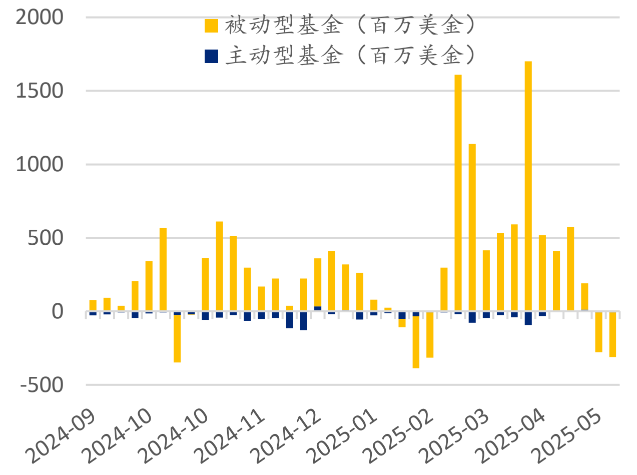
外资大幅加仓港股，由被动型基金驱动。根据 EPFR，截至 5 月 21 日，年初至今有 72.2 亿美元海外资金净流入港股（去年同期录得净流出 12.5 亿美元），其中主动基金净流出 5.4 亿美元（去年同期：净流出 9.6 亿美元），被动基金大幅净流入 77.6 亿美元（去年同期：净流出 2.9 亿美元），显示对冲型和交易型基金或在持续积极地交易港股（图表 37）。我们观察到，虽然外资曾短暂流出港股市场，但未改变外资回流趋势（图表 38）。

图表 37：年初至今，外资大幅加仓港股……



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。资料来源：EPFR、浦银国际

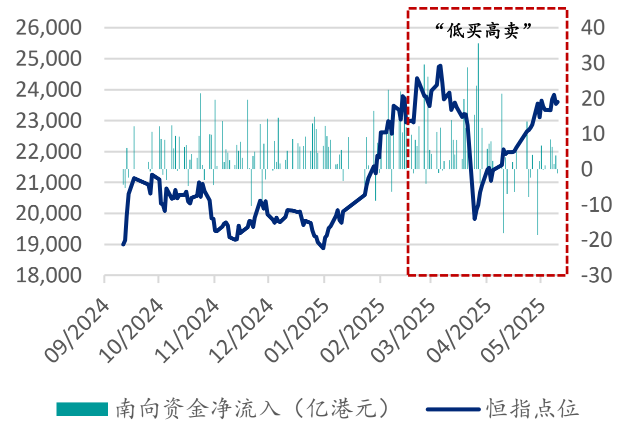
图表 38：……主要由被动型外资驱动



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。资料来源：EPFR、浦银国际

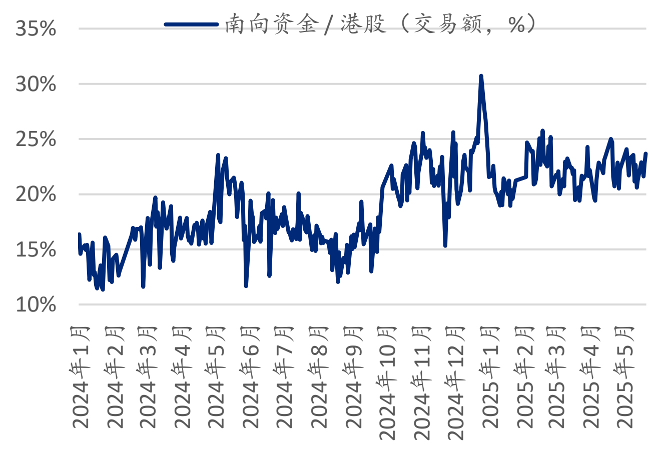
南向资金有望保持净流入势头。截至 5 月 23 日，年初至今南向资金累计共录得净流入 6229 亿港元，接近去年同期的 3 倍（去年同期净流入 2156 亿港元）（图表 39）。我们观察到，**3 月以来南向资金呈现“低买高卖”**的态势，不排除部分源于“国家队”入场平稳市场。年初至今，南向资金的日均成交额在港股日均总成交额的占比为 22%，较去年同期的 16%明显抬升（图表 40）。**内地投资者在港股的参与度有望持续提升**，有助于推动香港市场的成交额和换手率的上升，预计下半年南向资金保持净流入趋势不变，在港股成交额的占比有望提升至 25%以上，内地投资者在港股的定价权将进一步提升。

图表 39：年初至今，南向资金净流入十分强劲……



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：港交所、Bloomberg、浦银国际

图表 40：……在港股成交量占比有望持续提升



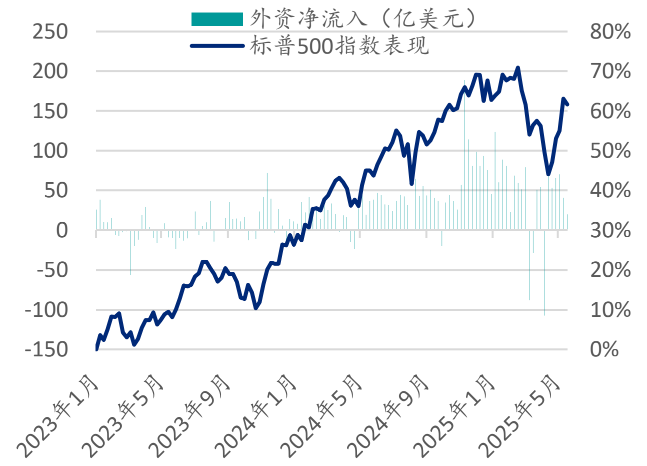
注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：港交所、Bloomberg、浦银国际

3. 美国股票市场

年初至今，虽然“美国例外论”受到动摇，美股仍较受资金青睐。上半年，在中国 AI 技术突破、美国朝令夕改的贸易政策让其在全球体系中的角色遭到根本性的挑战，使得“美国例外论”受到动摇，部分资金开始考虑降低在美股的仓位。今年 3-4 月，无论是是主动型外资和被动型外资均曾一度转为净流出。然而，超出市场预期的是，今年美国经济在相对高利率环境下继续保持韧性，使得资金并未大幅减仓，反而保持净流入美股。一季度 GDP 数据显示个人消费和私人投资仍然强劲，尽管环比读数因为进口抢跑而转负。而且通胀率温和下降，就业市场表现仍较为稳健。截至 5 月 21 日，美股市场共录得净流入 1817 亿美元。其中，美国本土资金净流入 925 亿美元，外资净流入 892 亿美元。外资中主动型基金净流入 50 亿美元，被动型基金净流入 842 亿美元（图表 41-42）。

下半年，在全球资金再平衡趋势下，美股或有一定的净流出压力。目前，全球资金在美股的仓位仍较集中，对于其他市场的配置偏低。我们预计关税对美国经济基本面的负面影响将陆续体现，就业数据将率先体现关税影响，而关税对通胀数据的影响或在三季度开始有更明显体现，下半年美国经济的下行风险加大或推升美元指数的贬值压力。与此前不同，当投资者避险意愿上升，美元资产往往成为当之无愧的“避风港”，但由于“美国例外论”的叙事有所消退，美元资产的避险功能下降，进而加深全球资金再平衡的趋势，在这种情形下，投资者有望加大对于其他非美国市场的仓位，届时美股也将面临一定的外资净流出压力。

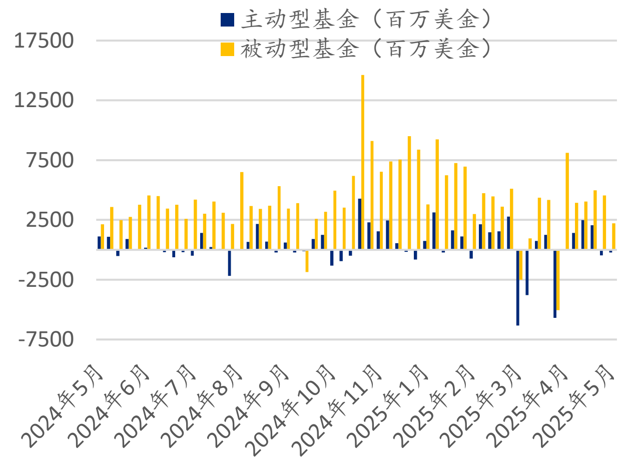
图表 41：“美国例外论”被瓦解，但外资仍净流入美股……



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、EPFR、浦银国际

图表 42：年初至今，主动型外资和被动型外资均曾一度转为净流出美股市场



注：数据截至 2025 年 5 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、EPFR、浦银国际

五、行业配置、轮动与风格切换

1. 中国股票市场

MSCI 中国指数行业配置：下半年我们较看好可选消费和医疗健康行业。

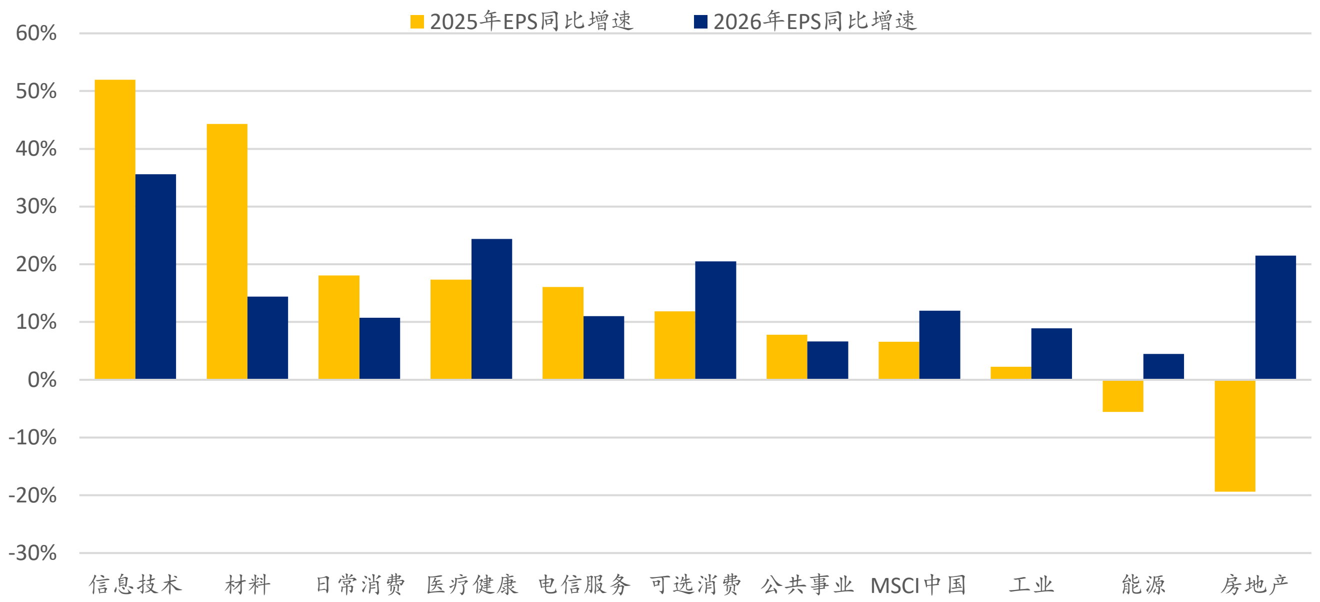
可选消费：后续更强的刺激政策有望驱动旅游和餐饮（包括奶茶、咖啡）等细分行业的持续复苏。同时，消费者对悦己消费与情绪消费的旺盛需求有望继续拉动潮玩、运动健康、医美、宠物和黄金珠宝等行业的持续增长。尽管可选消费的股价和估值在 1H25 已有大幅提升，但基于未来较高的收入与利润增长空间，可选消费的股价表现在 2H25 依然有望好于其他行业。我们看好品牌力强、基本面稳健、且在国内外有完善供应链布局的可选消费企业。

医疗健康：我们持续看好创新药、创新高值耗材及医疗设备细分板块。在国家对于发展创新药政策支持的大背景下，随着创新药加速入院放量、包括 GLP-1 在内的重磅国产创新药物的上市销售、下半年国家医保谈判对于创新药的鼓励、商业保险的逐步发展（包括丙类药品目录的出台）、以及创新药板块对于中美地缘政治摩擦的基本免疫特性、潜在多款中国创新药存在出海希望。虽然高值耗材板块 1H25 已录得一定涨幅，但我们认为部分业绩高增长的优质标的估值水平仍有提升空间，而设备类企业下半年开始业绩将受到设备更新政策落地的实质性拉动。

中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。中国的经济结构正在从传统制造业和房地产等领域向高科技、高附加值领域转型升级。我们观察到 A 股较具成长性的行业主要集中在供给侧，围绕制造业升级、国产替代、新能源、新旧动能切换等主题，而港股和中概股较具成长性的行业主要集中在需求侧，围绕人工智能、新兴消费、服务消费和消费升级等主题。我们预期高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等行业有望成为中国未来经济增长的驱动力，这些领域有望崛起新的龙头企业，带来新的投资机遇。这些都是值得投资者中长期布局的优势领域，未来有望涌现更多新的细分赛道和龙头公司。

从盈利端来看，信息技术和材料 2025 年预期盈利增速最快，但房地产和能源的增速较为落后。信息技术、房地产和医疗健康 2026 年预期盈利增速最快。年初至今，MSCI 中国指数中材料、电信服务和医疗健康板块上调幅度较大，但房地产和公用事业板块下调幅度较大（图表 43-44）。**从估值端来看，**除信息技术、能源、工业、金融和房地产外，其他板块的前瞻市盈率皆低于其过去 5 年的均值，尤其消费和医疗健康板块，预计这些板块估值扩张的空间较大。**从 ROE 上看，**必选消费和电信服务板块的 ROE 均高于 15%。**从股利收益率上看，**能源和金融板块较高，均高于 5%（图表 45-46）。

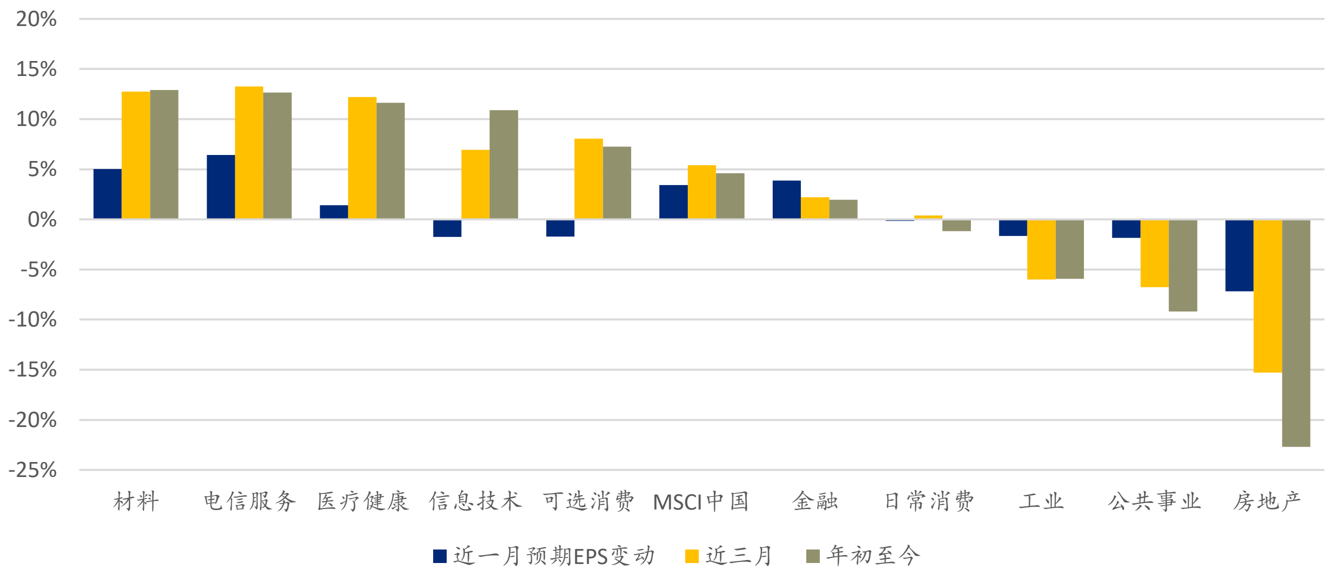
图表 43：MSCI 中国各板块：医疗健康和信息技术板块 2025/2026 年 EPS 增速均较为领先



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 44：盈利增速预期调整：年初至今，材料、电信服务和医疗健康板块上调幅度明显，房地产和公用事业板块下调幅度较大



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

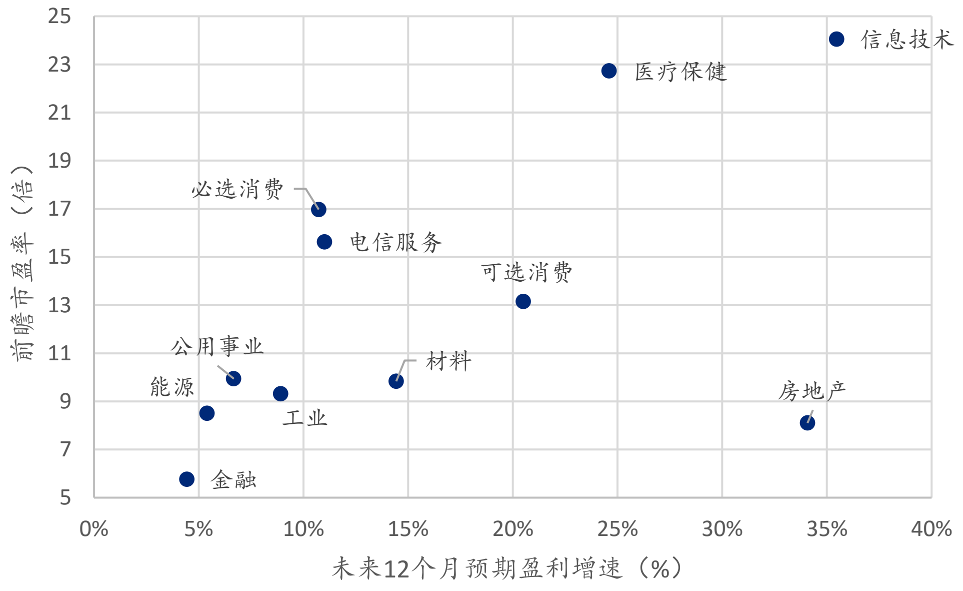
图表 45：MSCI 中国指数各板块估值

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息科技	材料	电信服务	公用事业	房地产	MSCI 中国
前瞻市盈率												
当前	17.6	14.2	8.7	5.8	25.1	9.6	27.3	10.4	16.4	10.1	12.9	11.7
过去五年	24.8	27.7	7.8	5.1	43.5	9.2	23.4	10.6	22.2	10.3	8.0	12.9
过去十年	24.3	24.3	12.8	5.9	33.0	9.4	26.1	11.0	19.3	11.1	7.6	12.7
前瞻市净率												
当前	3.1	2.3	0.8	0.6	2.4	0.9	3.2	1.2	3.1	1.0	0.7	1.4
过去五年	4.5	3.0	0.7	0.6	3.5	1.0	2.8	1.4	2.3	1.1	0.7	1.4
过去十年	3.9	2.9	0.8	0.7	3.3	1.0	3.8	1.2	1.9	1.3	0.9	1.5
2024-2027 年 EPS 年复合增长率	***16.2%***	***22.1%***	***3.2%***	***4.2%***	***12.4%***	***6.9%***	***38.5%***	***14.1%***	***15.6%***	***9.4%***	***32.2%***	***12.0%***
ROE	***17.2%***	***14.1%***	***9.4%***	***10.3%***	***9.1%***	***9.5%***	***11.2%***	***12.2%***	***16.4%***	***10.0%***	***5.6%***	***11.6%***
股利收益率	***3.4%***	***1.2%***	***6.5%***	***5.3%***	***1.2%***	***3.7%***	***1.0%***	***3.6%***	***1.0%***	***4.8%***	***3.3%***	***2.3%***

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46：MSCI 中国指数行业中，可选消费和材料板块性价比较高



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

量化解构与预测 MSCI 中国指数子行业下半年表现

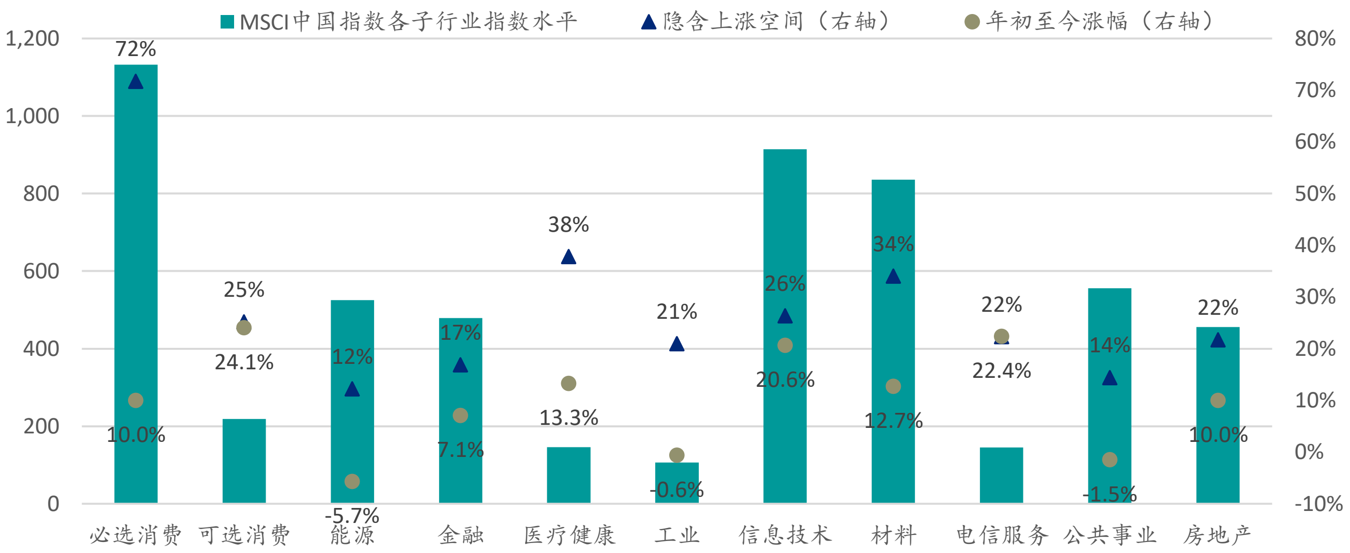
我们在下面的计分卡中提供了 MSCI 中国指数的行业视图，主要是根据一组客观标准分配板块得分。这并不是纯粹的量化模型，而是一种工具，可以帮助我们系统地评估预计将在未来几个季度推动相对表现的因素。从得分上看，消费（必选消费和可选消费）、医疗健康和材料板块得分较高（图表 47）。此外，我们还对 MSCI 中国指数子行业年内的潜在上涨空间进行测算，发现必选消费、医疗健康和材料板块依然有较大的潜在涨幅（图表 48）。

图表 47：MSCI 中国指数各行业记分卡

	前瞻市盈率	前瞻每股盈利增速	股息率	前瞻资产收益率	前瞻自由现金流回报率	30 天波动率	分数
	<5 年平均-0.5*5 年标准差	>MSCI 中国指数	>5 年平均	>5%	>4%	<20%	
必选消费	√		√	√	√	√	5
可选消费	√	√	√	√	√		5
能源					√	√	2
金融						√	1
医疗健康	√	√	√	√			4
工业			√		√	√	3
科技		√					1
材料		√	√		√	√	4
电信服务	√			√	√		3
公用事业		√			√		2
房地产		√			√		2
MSCI 中国					=		3

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 48：MSCI 中国指数各行业年内潜在上涨空间测算



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

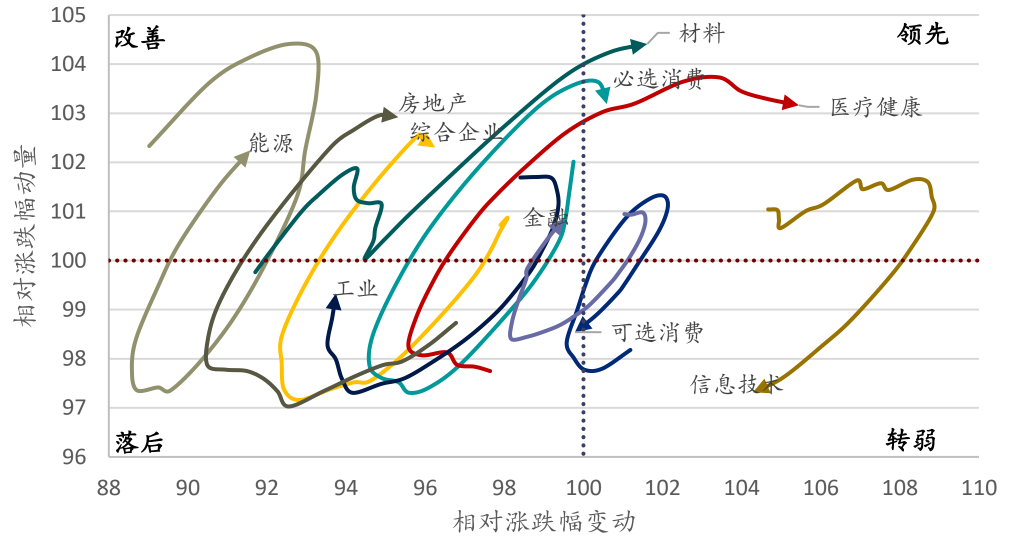
图表 49：浦银国际行业分析师 2025 年下半年行业观点

板块	观点
可选消费	• **可选消费品：**后续更强的刺激政策有望驱动旅游和餐饮（包括奶茶、咖啡）等可选消费子行业的持续复苏。同时，消费者对悦己消费与情绪消费的旺盛需求有望继续拉动潮玩、运动健康、医美、宠物和黄金珠宝等行业的持续增长。尽管可选消费的股价和估值在 1H25 已有大幅提升，但基于未来较高的收入与利润增长空间，可选消费的股价表现在 2H25 依然有望好于其他行业。我们看好品牌力强、基本面稳健、且在国内外有完善供应链布局的可选消费企业。 • **新能源车：**下半年，中国新能源乘用车行业销量有望保持高速成长，全年销量有望达 1500 万辆以上。在年初“两新”等政策带动下，多家新势力车企在销量成长规模放大的过程中实现毛利率的改善，带动车企端盈亏平衡能见度大幅提升。同时，车企在海外多个地区的稳步拓展，进一步加深中国车企的全球布局。新能源车行业长期可持续发展度较高。进一步看，在比亚迪带动下，今年下半年，新能源车行业智能辅助驾驶快速向 10 万-20 万元价格带车型渗透。智能辅助驾驶的多个产业链环节有望受益。我们预计激光雷达、智驾芯片、智驾 Tier 1 都将从中受益。其中，今年下半年车载激光雷达将凭借性价比产品持续向中低端加速渗透，叠加部分车企中高端车型迈向“全系标配”，带动行业主要玩家利润改善。
医疗健康	• 今年上半年医药板块跑赢指数主要由于创新药行业持续发展（甚至头部企业逐步迈入收获期）、中国创新药在全球管线极具吸引力及性价比使得多个出海重磅交易的达成，以及创新药对中美地缘政治及“关税”战基本免疫的特性，叠加行业较低的估值（截至 2025 年 5 月 23 日，MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 23x，较过去 5 年均值低 0.9 个标准差），吸引更多资金流入医药板块，推动板块股价上涨。 • 展望下半年，在国家对于发展创新药政策支持的大背景下，随着创新药加速入院放量、包括 GLP-1 在内的重磅国产创新药物的上市销售、下半年国家医保谈判对于创新药的鼓励、商业保险的逐步发展（包括丙类药品目录的出台）、以及创新药板块对于中美地缘政治摩擦的基本免疫特性、潜在多款中国创新药存在出海希望，我们重申对创新药板块的持续看好观点。此外，我们维持年初时的观点，继续看好创新高值耗材及医疗设备两个细分器械板块，虽然高值耗材板块 1H25 已录得一定涨幅，但我们认为部分业绩高增长的优质标的估值水平仍有提升空间，而设备类企业下半年开始业绩将受到设备更新政策落地的实质性拉动。另外，我们对 CXO 板块整体持中性态度，主要由于中美地缘政治关系的长期不确定性、短中期海外融资恢复及海外药企外包需求景气度仍有待观察。
必选消费	• 我们认为政策支持对必选消费的帮助相对有限。受宏观经济影响，消费者对传统必选消费品的性价比关注度持续提升，导致部分必选消费品子行业的客单价承压，竞争加剧。我们认为主要必选消费赛道的渠道库存已基本回到正常水平，2025 年的行业收入有望与终端销售同步增长。 • 必选消费整体估值相对较低、股息率相对较高，所以股价下行空间有限。一旦出现需求的回暖，必选消费股价弹性会比较大。
信息科技 （包括硬件+软件）	• **互联网行业：**中国互联网行业投资机会主要来自于 AI 行情下的估值修复，分红、回购进一步提升安全边际。综合考虑 AI 受益程度，地缘政治影响，竞争格局变化以及宏观经济相关性等因素，大文娱或跑赢大电商。 • **硬件及半导体：**今年上半年，科技行业一共产生三条投资主线和两个风险。三条投资主线分别为 DeepSeek 带动的 AI 大模型机遇、中国国补带动智能手机等消费电子需求增量、智能辅助驾驶快速向中低端渗透。两个风险来自于美关税政策带来的供应链成本和终端需求的不确定性。我们预期这些投资主线以及宏观风险仍将下半年延续。其中，国补带来的增量效应或在下半年逐步缓和，而 AI 大模型行业增量以及智能辅助驾驶则有望在下半年和中长期带来更加显著的行业增量。因此，我们预期下半年全球智能手机出货量将保持个位数增长。全球半导体基本面周期或将触顶及下行，但估值已经较基本面提前反映。在 AI 大模型的驱动下，芯片端算力将保持较高需求，包括云侧和端侧。

资料来源：浦银国际预测

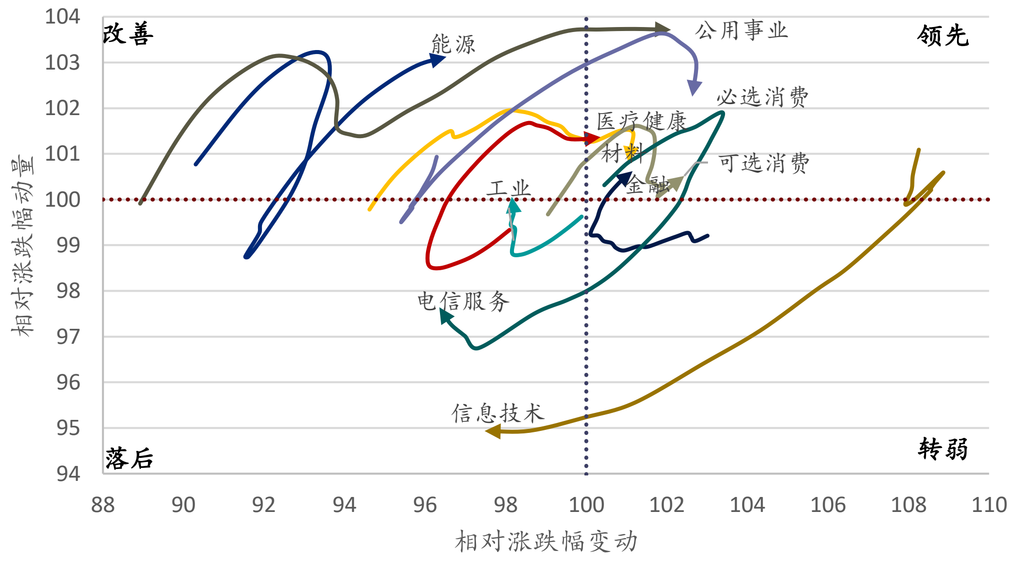
今年行业轮动较快，大部分行业处于领先和改善区间。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来直观地显示板块轮动，X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum），界定出四象限，即领先、转弱、落后和改善。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一般按照顺时针方向移动。我们选取了过去 20 周的数据，来观察行业轮动趋势。恒生综合指数中，大部分板块处于改善区间，材料、必选消费和医疗健康的动能较为强势，可选消费、信息技术的动能正在转弱，工业则较为落后（图表 50）。沪深 300 指数中，大部分板块处于领先区间，包括消费、医疗健康、材料和金融等，能源、工业动能正在改善，电信服务和信息技术较为落后（图表 51）。

图表 50：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

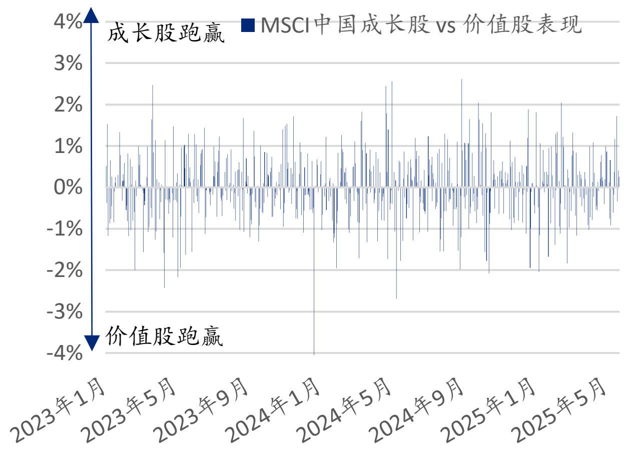
图表 51：沪深 300 指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

大盘成长风格或继续占优，但需留意市场风格切换。由于海外不确定性仍存，投资者风险偏好将会降低，短期资金或较青睐防御性更强的大盘股。而成长股受益于 AI 的发展，也将受到资金的持续关注。后续如果有更多的增量措施出台，政策逐步反映在基本面上，使得国内经济进入复苏通道，业绩增长领先的成长股和业绩弹性较高的小盘股有望得到重估。此外，小盘股的营业收入主要来自于国内，业绩受到海外风险的影响相对较小。而且如果市场出现短期反弹，市场乐观情绪高涨，小盘股和成长股反弹的幅度往往较大盘股和价值股更大。

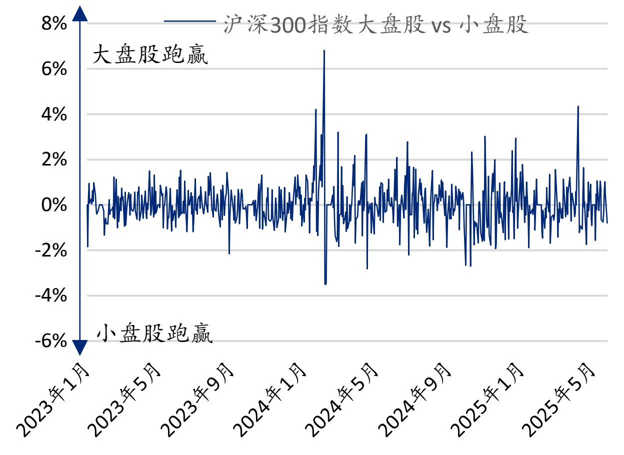
图表 52：年初至今，成长股跑赢价值股……



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53：……大盘股跑赢小盘股



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 美国股票市场

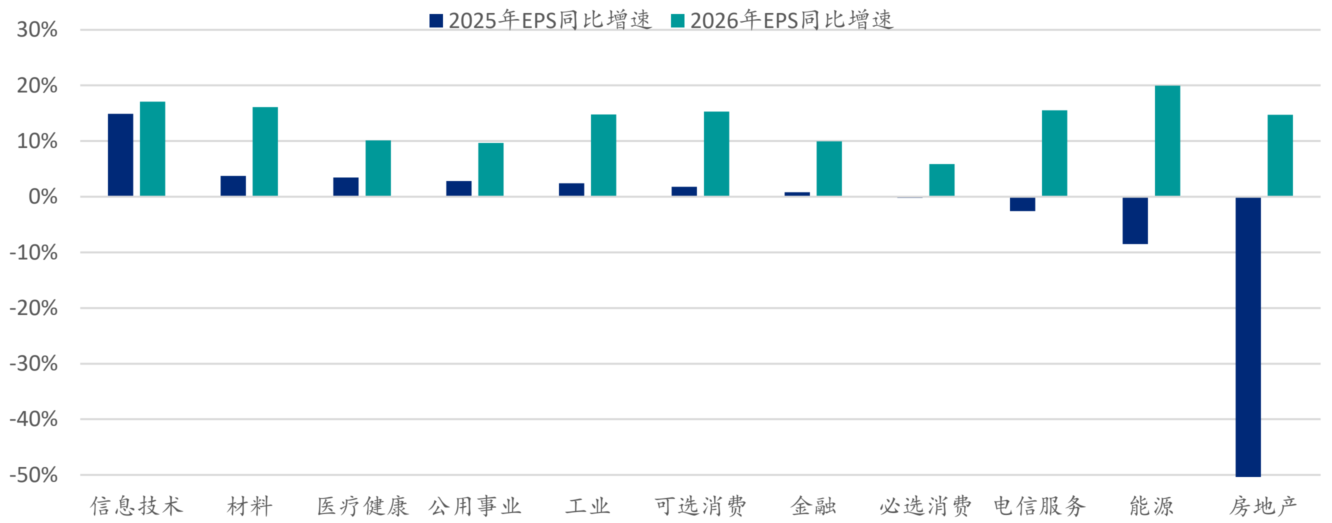
标普 500 指数行业配置：下半年我们较看好信息科技和公用事业行业。

公用事业具有较强的防御性。在动态博弈的宏观环境下，如何防范和对冲市场波动成为下半年美股投资的关键。公用事业板块能同时应对市场上的冲击，基本不受关税政策的影响、具有刚性需求、与科技股相关性偏低，在市场波动中显现出较强的防御能力。在面临政策与经济双重风险下，投资者可战术性部分配置公用事业板块，用确定性对抗不确定性。

中长期来看，我们持续看好信息科技板块。信息科技板块是人工智能发展的主要受益者。由于 AI 技术和资源壁垒较高，那些在 AI 领域投入大量的资源、具有强大的技术实力和市场份额的科技公司，在未来可能会继续受到市场的认可和投资者的青睐。这就意味着美国科技龙头公司在 AI 方面的布局和技术优势有望继续支撑它们的估值水平。

今明两年信息技术板块预期盈利增长较强劲。从盈利端来看，信息技术、电信服务、材料和医疗健康板块2025年预期盈利增速较强劲，但房地产、能源预期盈利增速较为落后。2026年，能源和信息技术预期盈利增速领先，必选消费预期盈利增速较弱（图表 54）。年初至今，各板块盈利预期变动不一，其中信息技术和电信服务上调幅度较大，但能源和可选消费下调幅度较大（图表 55）。

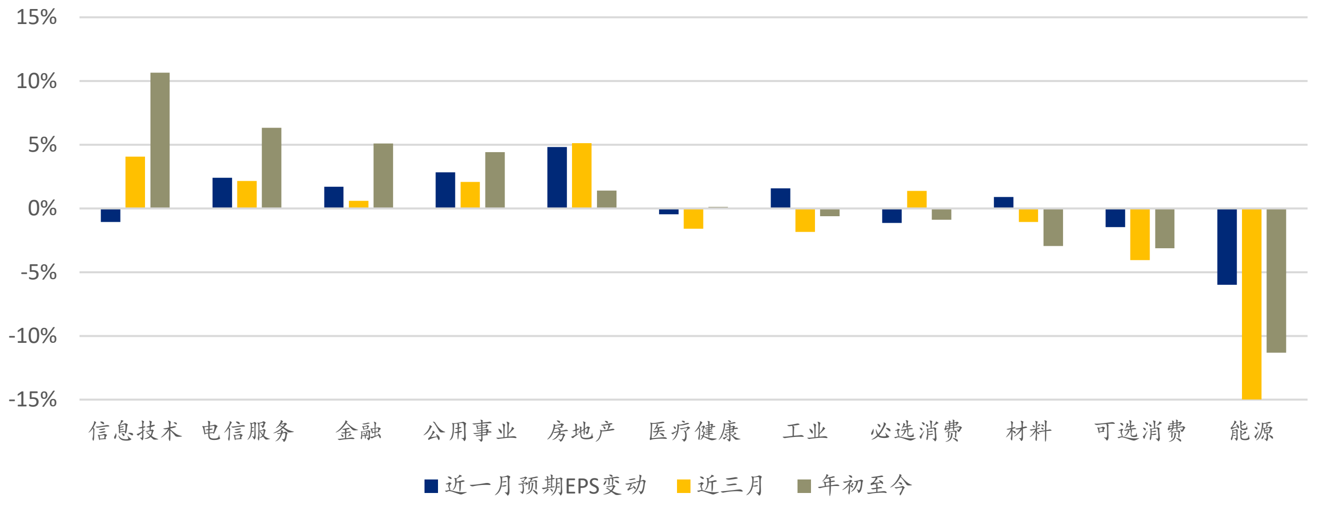
图表 54：信息技术、材料和医疗健康板块2025年预期盈利增速领先，能源和信息技术板块2026年预期盈利增速领先



注：数据截至2025年5月23日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 55：年初至今，信息技术和电信服务预期EPS上调较多，但能源和可选消费下调幅度较大



注：数据截至2025年5月23日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

综合来看，可选消费、医疗健康行业性价比较高。从估值来看，多个标普500指数行业前瞻市盈率回归至他们过去5年均值以下，比如消费、能源、医疗健康、房地产等，预计有一定的估值扩张空间。从每股盈利2024-2027年复合增长率上看，医疗健康、材料、信息技术和电信服务较为领先，但金融、公用事业和能源较为落后。从ROE来看，大部分行业的ROE都在10%以上，其中消费和信息技术行业的ROE超25%，但房地产的ROE偏低。ROE越高，表明公司的经营情况良好，盈利能力更好，股票长期收益率越高。从股利收益率来看，房地产、能源和公用事业较高，达到3%及以上（图表 56）。

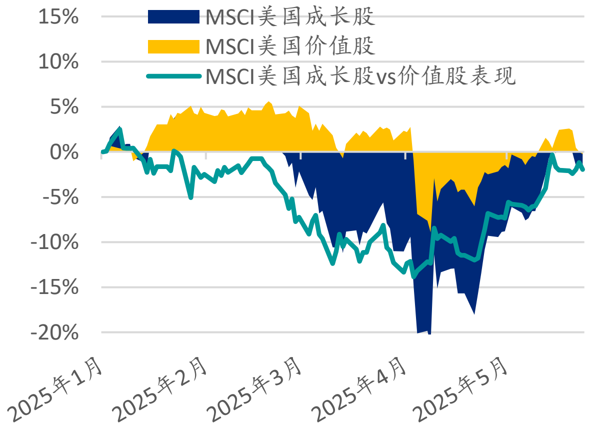
图表 56：标普500指数各板块估值及其他关键指标

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息技术	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率 (x)											
当前	22.7	27.3	15.7	17.4	16.5	24.9	28.6	21.7	21.4	18.4	38.8
过去五年均值	21.2	31.5	46.4	15.0	18.3	24.9	30.0	19.4	18.3	18.9	41.9
过去十年均值	20.6	26.4	46.9	14.4	17.5	21.3	24.8	18.7	16.9	18.3	39.9
前瞻市净率 (x)											
当前	6.5	7.9	1.9	2.2	4.2	6.1	10.0	2.7	6.5	2.1	2.9
过去五年均值	6.2	8.8	1.9	1.7	4.6	5.3	9.9	2.8	5.6	2.0	3.2
过去十年均值	5.7	7.3	1.8	1.5	4.2	4.7	7.6	2.9	4.8	1.9	2.8
2024-2027年EPS复合增长率	***13.6%***	***13.6%***	***10.5%***	***5.9%***	***22.2%***	***11.1%***	***21.5%***	***22.2%***	***20.3%***	***10.5%***	***19.0%***
ROE	***26.5%***	***26.4%***	***11.5%***	***12.2%***	***20.2%***	***23.4%***	***31.2%***	***10.9%***	***23.9%***	***11.5%***	***7.6%***
股利收益率	***2.6%***	***0.7%***	***3.6%***	***1.8%***	***2.0%***	***1.5%***	***0.7%***	***2.0%***	***1.8%***	***3.0%***	***3.8%***

注：数据截至2025年5月23日，市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。资料来源：Bloomberg、浦银国际

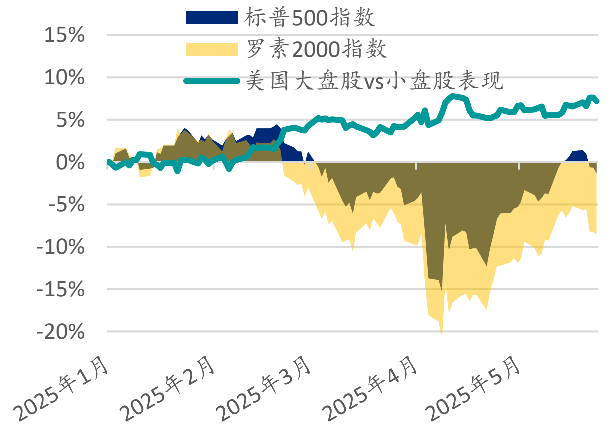
大盘成长股或更受青睐。大型科技股作为行业龙头，通常市值较高，具有成长性，并在技术创新和数字化转型方面较为领先，它们通过整合AI技术可以为企业提供许多降本增效的产品和服务，在经济增长乏力时仍然具有较高的需求。大型科技公司受经济周期影响相对较少，所以成长风格或更占优。然而，如果美国经济增长强劲，中小盘风格或更占优（图表 57-58）。

图表 57：年初至今美国价值股跑赢了成长股……



注：数据截至2025年5月23日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 58：……美国大盘股跑赢小盘股



注：数据截至2025年5月23日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

六、变局之下的主题投资策略

1. 投资主题一：中美市场均可采用杠铃策略

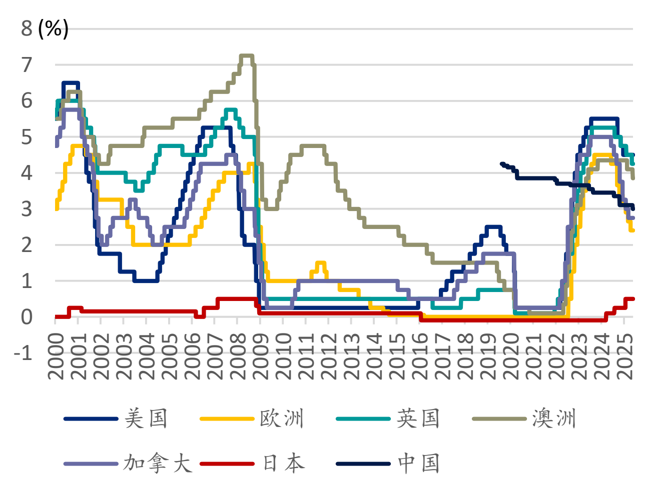
1）中国股票市场

虽然海内外不确定较多，但可以确定的是我们正处于以 AI 驱动的科技革命发展期，利率下行趋势保持不变，我们认为红利价值股+科技成长股的杠铃策略依然有效，它不但能获得历史性科技变革带来的超额收益，还能提供稳定的现金流、抵御市场波动。下半年，我们需要对杠铃结构进行迭代升级，优化选股，并动态调整权重。红利端：聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的行业，适当规避周期性行业。科技端：精选具备护城河的 AI 龙头公司，同时关注 AI 产业链中技术层和应用层的机会。

红利端：聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的非周期性行业

由于全球经济增速持续下行，主要经济体已进入降息周期，美联储有望在今年下半年重启降息，这有望拓宽各国货币政策操作的空间。目前，与全球主要经济体相比，中国的利率处于较低水平（图表 59）。我们预计，为推动经济回升向好，适度宽松的货币政策或将继续，中国央行在降低政策利率的同时调低存款利率的降息方式使得央行仍有小幅降息空间（图表 60）。我们认为，在利率下行的趋势下，资金或倾向流入风险资产，有望进一步利好优质高息股的表现。此外，从历史表现看，优质的高息股在波动市场中通常回撤较小，呈现出较好的防御性。

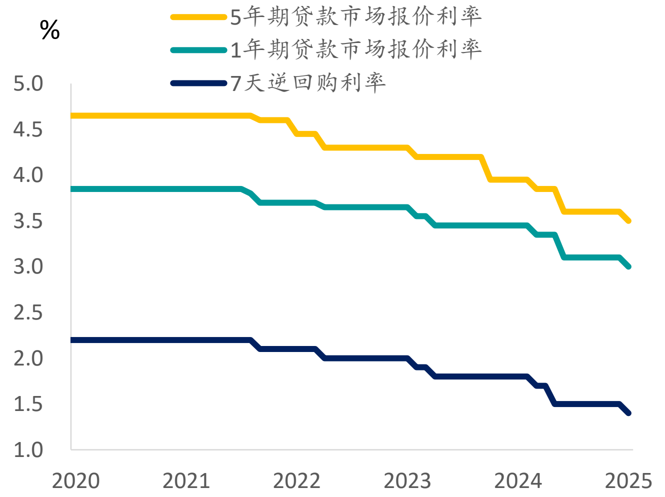
图表 59：全球多国央行进入降息通道（除日本外）



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 60：中国的利率水平呈下行趋势



注：数据截至 2025 年 5 月 23 日

资料来源：iFinD、浦银国际

目前，港股高息股估值已从去年高位回落，市场对于交易过于拥挤的担忧有所减轻，若市场短期有波动，可能会提供更好的入场机会。选股方面，我们需迭代升级，精选基本面稳健、流动性较好，估值合理的央国企高息股，并适当规避周期性行业，如能源、建材等。下面，我们精选出 16 个港股优质高息股供投资者参考（图表 61）。

图表 61：16 个优质港股央国企高息股

股票代码	公司名称	行业	总市值（亿港元）	成交额（亿港元）	股息率（%）	ROE（%）	市盈率（倍）
1898.HK	中煤能源	能源	1,176	1.7	10%	12%	6.5
0939.HK	建设银行	银行	17,551	25.7	9%	10%	5.1
0868.HK	信义玻璃	汽车与汽车零部件	332	1.2	9%	10%	9.3
0598.HK	中国外运	运输	269	0.4	9%	10%	6.8
0883.HK	中国海洋石油	能源	8,498	17.8	8%	20%	6.0
0857.HK	中国石油股份	能源	11,896	9.4	8%	11%	6.8
1088.HK	中国神华	能源	6,636	8.0	7%	15%	10.6
3877.HK	中国船舶租赁	金融服务	112	0.1	7%	16%	5.3
1378.HK	中国宏桥	原材料	1,332	6.0	6%	22%	5.6
2318.HK	中国平安	保险	8,322	25.6	6%	14%	6.7
1919.HK	中远海控	运输	2,308	4.6	6%	23%	4.0
0941.HK	中国移动	电信业务	19,040	21.2	6%	10%	12.9
0038.HK	第一拖拉机股份	资本品	72	0.5	5%	13%	8.1
3311.HK	中国建筑国际	资本品	577	0.7	5%	15%	6.6
2388.HK	中银香港	银行	3,531	5.4	5%	12%	9.2
1811.HK	中广核新能源	公用事业	103	0.2	5%	16%	5.3

注：数据截至 2025 年 5 月 26 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

科技端：精选具备护城河的 AI 龙头公司

在标的选择上，对于投资者而言，在快速变化的行业环境中，选择具备确定性护城河的公司就显得极其重要。**我们梳理出 6 个具有中长期配置价值的港股 AI 行业龙头公司**。而更多高效、便宜的 AI 模型有望出现，这不仅有助于 AI 应用的广泛普及，还将催生更多的商业模式。AI 产业链中技术层及应用层的机会也值得关注。**我们梳理出 24 个**短期有望受到资金青睐的 **AI 技术和应用相关的港股公司**，供投资者参考（图表 62）。

图表 62：港股 AI 概念公司梳理

公司名称	股票代码	恒生三级行业	市值（亿港元）	日均成交额（百万港元）	YTD 表现（%）
AI 行业龙头公司					
腾讯控股	0700.HK	数码解决方案服务	46,868	15,433	22%
阿里巴巴	9988.HK	线上零售商	22,314	15,608	42%
中芯国际	0981.HK	半导体	4,350	5,939	33%
快手	1024.HK	互动媒体及服务	2,081	3,030	17%
百度集团	9888.HK	互动媒体及服务	2,252	1,175	-1%
金山云	3896.HK	互联网服务及基础设施	277	891	13%
AI 技术和应用相关公司					
小米集团	1810.HK	电讯设备	13,311	16,409	49%
美团	3690.HK	线上零售商	7,906	7,661	-15%
比亚迪	1211.HK	汽车	12,747	5,826	59%
网易	9999.HK	游戏软件	5,997	1,128	37%
京东集团	9618.HK	线上零售商	4,131	2,585	-5%
携程集团	9961.HK	旅游及观光	3,340	1,710	-10%
理想汽车	2015.HK	汽车	2,353	2,155	17%
小鹏汽车	9868.HK	汽车	1,434	2,494	62%
腾讯音乐	1698.HK	影视娱乐	2,153	39	57%
联想集团	0992.HK	电脑及周边器材	1,152	1,079	-8%
地平线机器人	9660.HK	数码解决方案服务	939	827	98%
京东健康	6618.HK	药品分销	1,309	615	46%
阿里健康	0241.HK	药品分销	708	657	33%
蔚来	9866.HK	汽车	651	321	-16%
哔哩哔哩	9626.HK	互动媒体及服务	633	885	4%
商汤	0020.HK	数码解决方案服务	518	717	-6%
金山软件	3888.HK	应用软件	534	430	13%
金蝶国际	0268.HK	应用软件	433	737	43%
万国数据	9698.HK	互联网服务及基础设施	425	288	20%
同程旅行	0780.HK	旅游及观光	499	359	18%
阅文集团	0772.HK	出版	282	192	9%
第四范式	6682.HK	数码解决方案服务	226	282	-10%
黑芝麻智能	2533.HK	数码解决方案服务	112	327	-38%
创新奇智	2121.HK	数码解决方案服务	30	25	-10%

注：数据截至 2025 年 5 月 26 日。YTD 表现为 2025 年 1 月 1 日至 5 月 26 日。成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：iFinD、浦银国际

美国对中国的先进技术的限制将加速中国国产化。尽管在美对 AI 和半导体技术管制趋严的背景下，中国初创企业仍然取得 AI 大模型的重大进展。在这个背景下，中国的国产化在多个链条环节有望加速，包括芯片端、算法端和应用端。这有利于中国 AI 国产化供应链的成长。我们预计 2025 年或开启中国 AI 基建超级周期，有望增加算力产业链上游的需求，比如服务器与硬件供应商、数据中心（IDC）服务供应商、云计算与软件服务商、网络设备与解决方案提供商（含交换机、路由器、光模块、光纤连接器）、芯片与半导体相关的企业、AI 与大数据相关公司、能源与制冷相关企业等。因此，**A 股算力产业链上的细分板块和个股也值得关注。**我们梳理出 25 个 AI 算力产业链上的 A 股公司供投资者参考（图表 63）。

图表 63：中国算力产业链上的 A 股公司梳理

公司名称	股票代码	算力产业链细分行业	市值（亿元）	日均成交额（亿元）	YTD 表现（%）
宁德时代	300750.SZ	能源与制冷	11,667	60.6	-4%
海光信息	688041.SH	芯片与半导体	3,164	29.0	-9%
寒武纪	688256.SH	芯片与半导体	2,718	42.9	-1%
科大讯飞	002230.SZ	AI 与大数据	1,066	15.3	-5%
中科曙光	603019.SH	服务器与硬件	906	20.7	-14%
澜起科技	688008.SH	芯片与半导体	868	20.3	12%
宝信软件	600845.SH	数据中心（IDC）服务	741	5.5	-12%
浪潮信息	000977.SZ	服务器与硬件	737	26.5	-4%
华勤技术	603296.SH	服务器与硬件	695	9.2	-4%
紫光股份	000938.SZ	服务器与硬件	694	16.8	-13%
用友网络	600588.SH	云计算与软件	451	11.7	23%
锐捷网络	301165.SZ	网络设备与解决方案	380	5.1	-7%
纳思达	002180.SZ	芯片与半导体	317	4.6	-21%
东华软件	002065.SZ	云计算与软件	299	19.4	29%
英维克	002837.SZ	能源与制冷	240	9.0	-20%
广联达	002410.SZ	云计算与软件	230	5.6	18%
科华数据	002335.SZ	数据中心（IDC）服务	201	17.5	35%
数据港	603881.SH	数据中心（IDC）服务	178	19.4	32%
汉得信息	300170.SZ	云计算与软件	175	20.8	43%
拓尔思	300229.SZ	AI 与大数据	156	8.6	-15%
每日互动	300766.SZ	AI 与大数据	144	26.0	151%
星网锐捷	002396.SZ	网络设备与解决方案	114	2.7	2%
东方国信	300166.SZ	AI 与大数据	109	6.0	2%
申菱环境	301018.SZ	能源与制冷	94	3.6	-8%
亿田智能	300911.SZ	数据中心（IDC）服务	69	2.4	89%

注：数据截至 2025 年 5 月 26 日。YTD 表现为 2025 年 1 月 1 日至 5 月 26 日。计价货币为人民币。

资料来源：iFinD、浦银国际

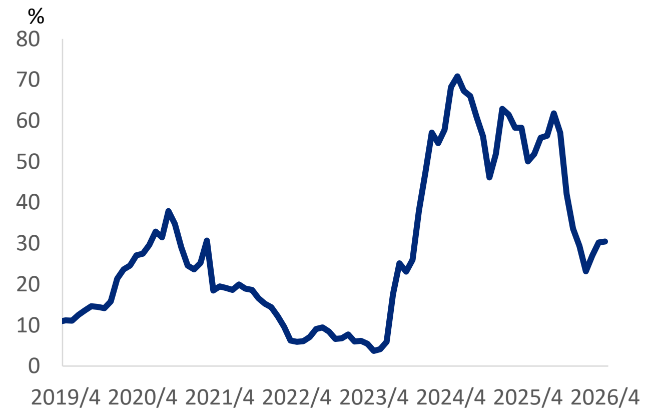
2）美国股票市场

红利端选取兼具防御性和高红利的板块和个股：在动态博弈的宏观环境下，如何防范和对冲市场波动成为下半年美股投资的关键。公用事业板块能同时应对市场上的冲击，基本不受关税政策的影响、具有刚性需求、与科技股相关性偏低，在市场波动中显现出较强的防御能力。在面临政策与经济双重风险下，投资者可战术性部分配置公用事业板块，用确定性对抗不确定性。

最佳防御性标的需能同时应对美股市场正面临的三重冲击。第一，关税政策对全球供应链上的企业造成的冲击已从成本端向利润端传导，基本面直接受关税冲击的行业和个股需要规避。第二、经济衰退的预期快速从 5 月起大幅升温（图表 64），波动率指数（VIX）年初至今一度攀升至 52.3，创下新冠疫情后最高水平（图表 65），导致资金倾向于撤离与经济周期相关性较大的板块和个股。第三，资金对科技股的持仓集中度过高，放大了尾部风险。当市场情绪恐慌时，部分高估值的大型科技股抛售压力加剧。

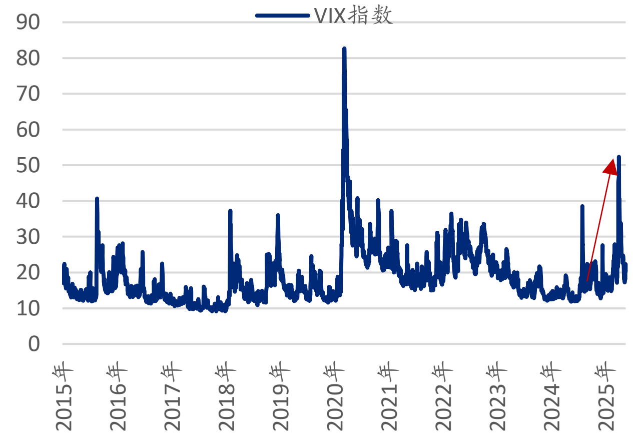
综上所述，选择的防御性标的需要具备三个特性，分别是 1）受特朗普核心政策的影响偏低，2）与经济周期的相关性较低和 3）受市场情绪的影响偏弱，才能帮助投资者获取稳定收益、抗风险、以及应对可能的市场波动。

图表 64：纽约联储预测的美国经济衰退概率从今年 5 月起大幅上升



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 65：波动率指数（VIX）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

当下，并非所有传统防御板块都具有较强的防御性。美股传统的防御板块有四个，分别是医疗健康、必选消费、能源和公用事业。**医疗健康板块受药价管控的不确定性压制。**5 月 12 日，特朗普政府发布行政令，大幅压低美国药品价格，降幅预计在 50%至 90%。**必选消费直接受关税战拖累**。目前，美国对所有国家加征 10%关税，对中国加征 30%关税，这对全球供应链造成严重破坏，导致美国消费品价格攀升。**能源板块则与原油价格强相关**，但原油价格正受到短期全球经济增速放缓的冲击。因此，这三个板块都存在明显短板。

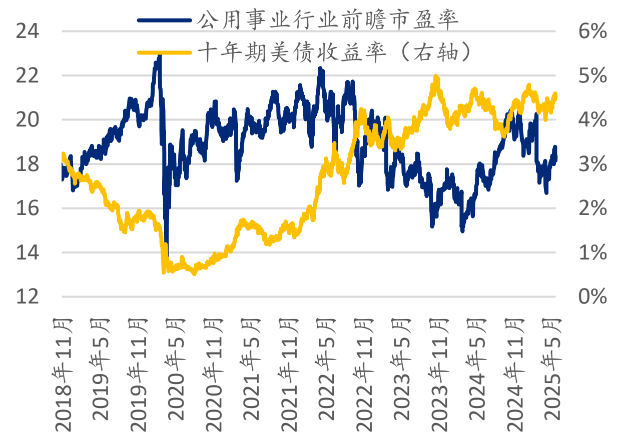
公用事业业绩增长逻辑稳固，具有“类基建”属性。公用事业板块成分股以电力股为主。短期来看，其本土化运营模式（发电、输电、储电全链条在美国境内）也能有效规避关税风险。而且美国家庭用电需求波动率常年低于 2%，政府还允许电费的定价随成本动态调整（过去五年电价年均上涨 2.1%）。这种商业模式使得它在 2008 年金融危机中保持盈利正增长，即便在 2020 年疫情冲击下，公用事业的营收也仅微降 0.3%，显著优于标普 500 指数 11%的跌幅，且其盈利水平保持平稳。

作为高股息资产，它还受益于利率下行周期。在利率下行的趋势下，资金或倾向流入风险资产，有望进一步利好优质高息股的表现。2018 年至今，公用事业板块的市盈率与 10 年期美债收益率呈现较强的负相关关系，相关系数为-0.48（图表 66）。下半年，如果美联储重启降息，将有助于释放公用事业的估值扩张空间。

公用事业在大盘剧烈震荡时有极强的防御能力。从历史表现看，公用事业板块在波动市场中通常回撤较小，呈现出较好的防御性，能为投资者提供相对稳定的现金流回报，从而减轻市场波动对投资组合的影响。在“解放日”后一个交易日，标普 500 指数暴跌 5%，公用事业仅下跌 0.6%。而在宣布暂缓“对等关税”90 天后第一个交易日，公用事业反弹了 3.9%（图表 67）。

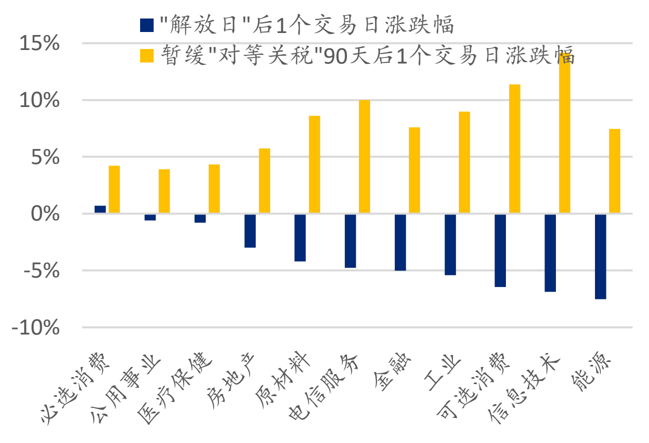
中长期来看，AI 数据中心有望成为公用事业板块业绩增长的驱动力。数据中心作为 AI 算力的物理载体，正成为电力需求增长的核心引擎，有望驱动电力需求以指数级速度增长。一个典型的以 AI 为中心的数据中心一年消耗的电力相当于 10 万户家庭的一年用电量。2024 年，美国电网战略咨询公司预计，在 AI、加密货币等推动下，美国电力需求预计将在未来 10 年增长 15%。

图表 66：公用事业行业市盈率与 10 年期美债收益率呈负相关关系



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：公用事业在市场大幅波动时有较强的防御能力



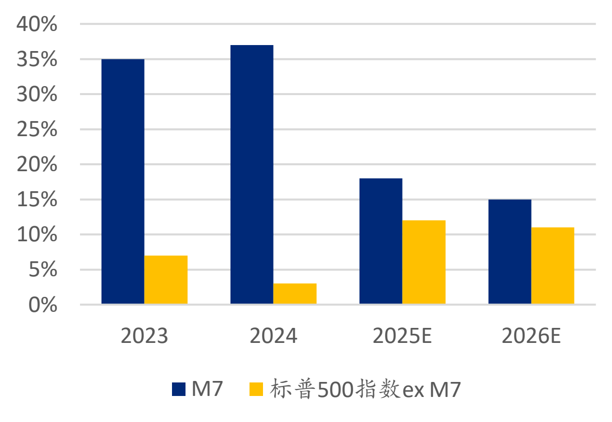
注：“解放日”指的是 4 月 2 日，暂缓“对等关税”90 天后 1 个交易日指的是 4 月 9 日。 资料来源：Bloomberg、浦银国际

科技端：中长期保持对 AI 行业的配置。虽然美国国内经济面临诸多的不确定因素，但我们认为 AI 的发展是不可逆的，AI 能够跨越周期。不管贸易争端和美联储的货币政策如何变化，在我们看来 AI 的发展都不会止步不前。AI 会持续推动未来几年美股的企业盈利，无论是降本增效，还是通过 AI Agent 等新的形式帮助企业找到新的爆发性增长点。因此，我们认为在中长期保持对 AI 的配置，有助于投资组合获得额外的收益。

细分领域上，我们维持年度策略中同时看好 AI 基础层和应用层公司的观点。基础层的公司不仅能提供短期的确定性，还能受益于中长期 AI 技术的提升。在基础层的投资标的中，美股的大科技企业能够同时兼顾盈利增速和业绩确定性。过去 2 年，这些大科技企业在 AI 领域中投入巨大，在技术储备和赛道布局上都占据了有利的位置，驱动自身盈利增速强劲增长。根据彭博一致性预期，七大科技企业 2025/2026 年的盈利增速较标普指数剩余的 493 家企业更强劲，分别高 6 个百分点和 4 个百分点（图表 68）。综合来看，作为美股中难得的同时拥有增长和确定性、又在 AI 领域占据最有利位置的公司，大型科技企业依然有望在下半年获得较好的相对收益。

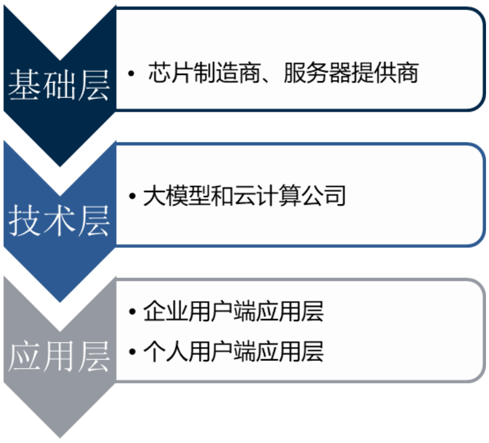
而在应用层方面，上半年我们已经看到越来越多的企业在推动 AI 从被动工具向主动的代理模式（AI Agent）转变，从年初的 Manus 到近期谷歌、微软在开发者大会上高调宣布布局 Agent 生态。在这一趋势下，会有越来越多应用层的企业迎来爆发的机会。上半年，有不少美股的应用层企业（如 Palantir 和 Snowflake 等）业绩增长明显。而越来越多的资金也正涌向 AI 应用层，比如上半年谷歌就斥巨资 320 亿美元收购了网络安全公司 Wiz，希望在 AI 时代下提升云端服务的安全性。我们预计，在 AI 的高速发展下，会有更多细分赛道的优秀公司脱颖而出。下面，我们梳理出 24 家美股人工智能产业链上的公司供大家参考，涵盖了基础层、技术层和应用层（图表 70）。

图表 68：七大科技巨头的盈利增速仍高于标普 500 指数剩余 493 个企业



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 69：AI 细分领域拆分



资料来源：浦银国际

图表 70：美股 AI 产业链公司梳理

股票代码	公司名称	细分领域	市值（亿美元）	成交额（亿美元）	前瞻市盈率（倍）	涨跌幅（年初至今）
基础层						
NVDA.US	英伟达	芯片	32,018	323.9	30.2	-2%
AMD.US	AMD	芯片	1,789	41.1	26.8	-9%
SMCI.US	超微电脑	服务器	239	24.4	16.1	32%
技术层						
MSFT.US	微软	大模型	33,460	97.9	31.0	7%
GOOG.US	谷歌	大模型	20,510	64.3	17.6	-11%
META.US	Meta	大模型	15,766	104.4	23.5	7%
AMZN.US	亚马逊	云计算	21,338	98.9	27.3	-8%
应用层						
SNOW.US	Snowflake	大数据	667	9.6	167.8	30%
PLTR.US	Palantir	大数据	2,910	103.8	198.9	63%
MDB.US	MongoDB	大数据	152	4.8	68.7	-20%
CRM.US	Salesforce	CRM	2,621	19.0	24.5	-18%
U.US	Unity	游戏	86	2.2	27.3	-8%
INTU.US	Intuit	金融	2,009	11.6	32.0	15%
ADBE.US	Adobe	数字设计	1,738	14.8	19.5	-8%
DUOL.US	Duolingo	教育	236	3.7	152.7	60%
PATH.US	Uipath	RPA	66	1.4	22.9	-3%
CRWD.US	Crowdstrike	网络安全	1,135	16.3	131.7	33%
ZM.US	Zoom	办公平台	240	2.0	14.3	-3%
APP.US	Applovin	广告	1,199	27.8	39.3	9%
NOW.US	Servicenow	企业运营	2,079	17.0	58.2	-5%
ESTC.US	Elastic	搜索	96	1.6	48.1	-7%
NET.US	Cloudflare	网络	548	4.8	184.4	47%
DDOG.US	Datodog	云监控	395	5.3	63.9	-20%
SHOP.US	Shopify	电商	1,354	13.0	68.6	-5%

注：数据截至 2025 年 5 月 23 日，成交额为近 3 个月日均成交额。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2. 投资主题二：关税战下企业“出海”的应变之策

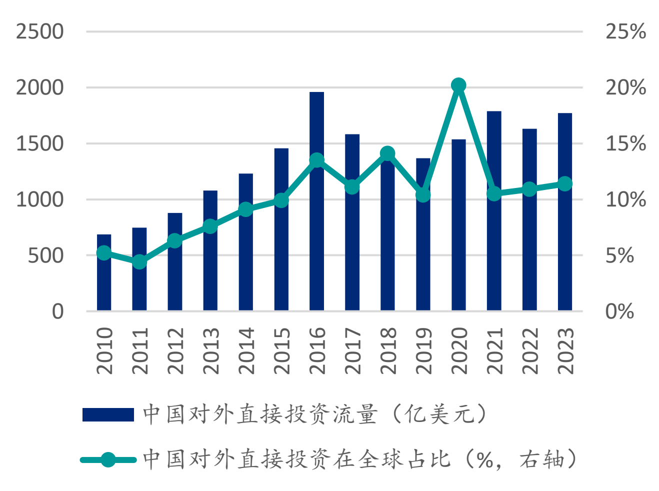
在中美贸易战的背景下，中国产品出海将面临一些挑战。然而，与 2018 年不同，目前中国企业加快全球产业链布局，产品附加值不断提升，销售市场更加分散化，因此我们预计本轮贸易冲突对中国出口的实际影响或低于 2018 年，中期来看中国在全球价值链中的地位与作用或较难被削弱。

1）供应链全球化——提升抗风险能力

产业链出海进行全球化布局。2018 年以来，为规避关税的影响，中资跨国企业积极地对产业链进行了全球化布局，把生产线转移至其他国家，由中国进口原材料或中间品，再将加工后产品出口至美国，而墨西哥、东南亚国家或成为了主要的中转国家。近年来，中资跨国企业出海的模式也从产品输出转变为产业链和产能输出，例如“新三样”新能源汽车、锂电池、光伏产品通过绿地投资方式加速出海。

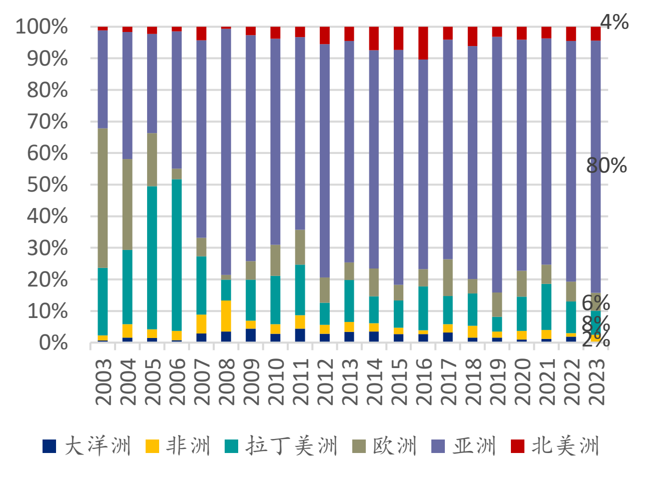
2023 年中国对外投资全球居前，对亚洲和非洲投资快速增长。2023 年，中国对外直接投资净额为 1772.9 亿美元，同比增长 8.7%，占全球份额的 11.4%，连续 12 年位列全球对外直接投资净额前三（图表 71）。从地域上看，中国对亚洲和非洲投资快速增长，2023 年流向亚洲的投资 1416 亿美元，同比增长 13.9%，占对外直接投资总额的 79.9%，主要流向中国香港以及东盟 10 国。然而，中国对大洋洲和拉丁美洲投资降幅较大，2023 年流向拉丁美洲的投资 134.8 亿美元，同比下降 17.6%，流向大洋洲的投资 5.1 亿美元，同比下降 83.4%。2023 年，中国企业对共建“一带一路”国家直接投资 407.1 亿美元，同比增长 31.5%，占对外直接投资总额的 23%（图表 72）。

图表 71：2023 年中国对外直接投资净额同比增长 8.7%，占全球份额上升 0.5 个百分点



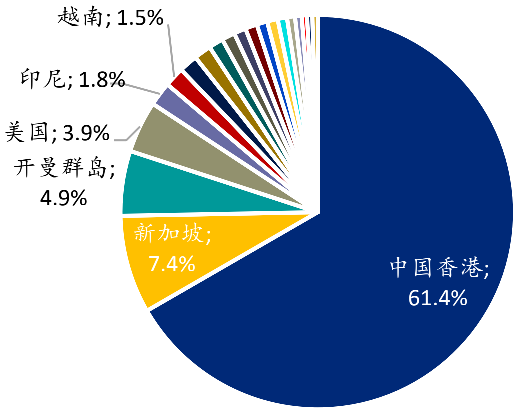
资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

图表 72：2023 年，中国对亚洲和非洲投资快速增长，对大洋洲和拉丁美洲投资降幅较大



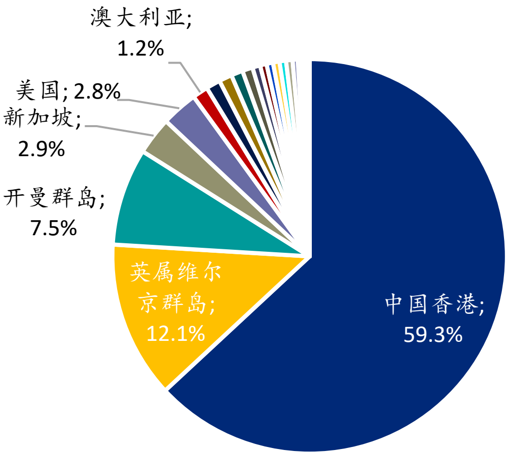
资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

图表 73：2023 年中国对外直接投资净额国家/地区分布情况



资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

图表 74：2023 年末，中国对外直接投资存量国家/地区分布情况

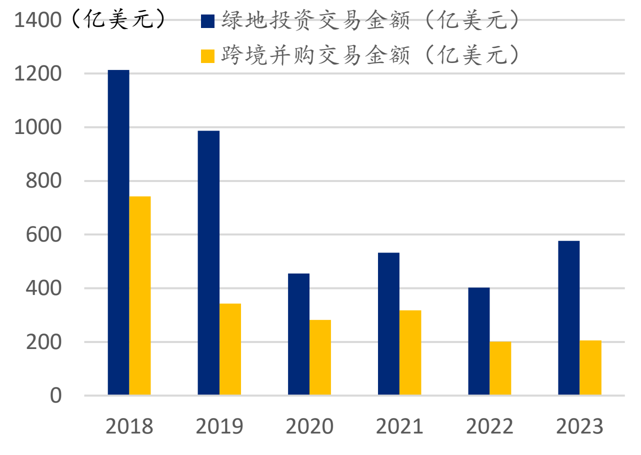


资料来源：商务部、国家统计局、国家外汇管理局、浦银国际

绿地投资已取代投资并购成为中国企业对外投资的重要形式。近年来，全球经济增速下行、地缘政治冲突加剧，保护主义、单边主义上升，全球跨国并购交易规模跌至过去十年来最低点。2023 年，中国企业对外投资并购交易总额为 205.7 亿美元，同比增长 2.5%，仍处于历史较低水平。2018 年以来，受到中美贸易摩擦和新冠疫情的冲击，加上国内要素成本上升、产业结构调整等因素，使得制造业外移的趋势越来越明显。最先行动的是跨国企业，采取“中国+N”的策略来进行全球化产业链布局，将部分在中国的生产线迁移到其他国家和地区。中资企业则通过绿地投资进行全球化布局。2023 年，中国绿地投资总额为 576.6 亿美元，同比增长 43.4%，绿地投资成为对外投资重要形式（图表 75）。

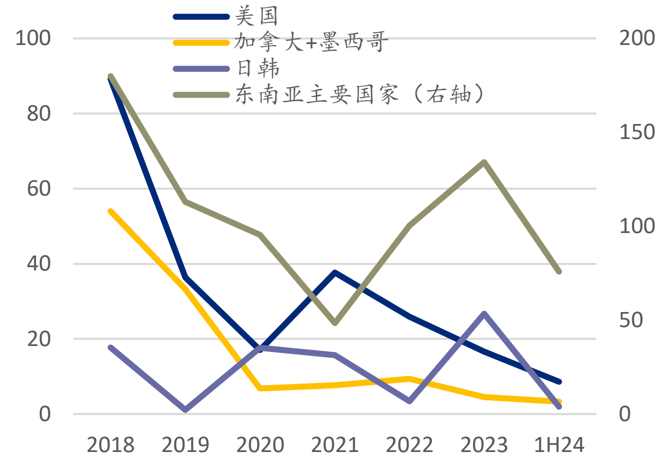
东南亚成为中国主要绿地投资目的地。东南亚国家与中国地理上相邻，人口红利丰厚，具有生产成本优势，不但能为劳动密集型产业提供充足的劳动力，还能提供广阔的销售市场。具体来看，中国向印尼、越南等国转移的产业类型以纺织服装、鞋帽皮革等劳动密集型制造业为主，向马来西亚等国转移以光学仪器、机电设备等资本和技术密集型制造业为主。从行业上看，中国绿地投资规模最大的行业为交运，细分行业包括车辆、航空、船舶、铁道、电车道机车及有关运输设备，属于制造业领域。北美是中国重要的贸易伙伴，墨西哥占据连接北美和拉美的战略地位，具有显著的供应链和运输成本优势，加上其制造业基础良好，劳动力资源丰富，吸引了不少中资企业选择去设厂（图表 76-78）。

图表 75：绿地投资成为中国对外投资的重要形式



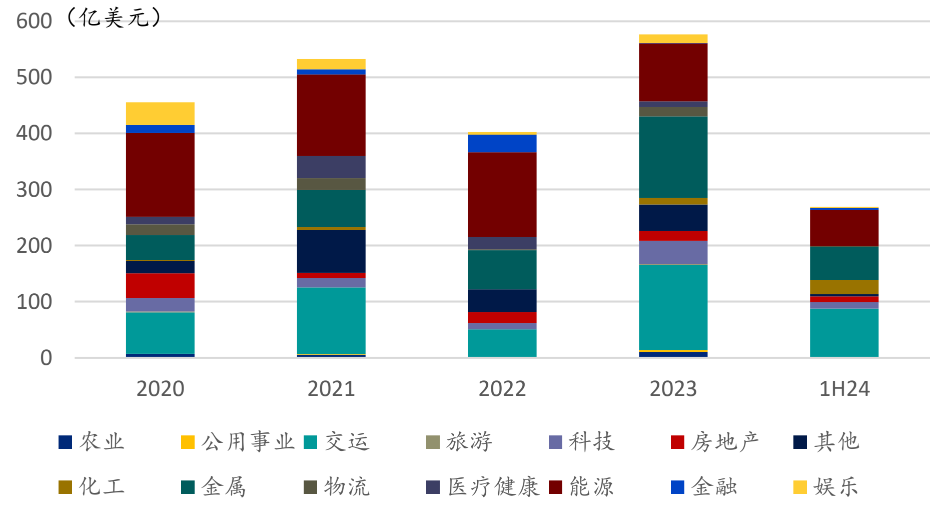
资料来源：美国企业研究院（AEI）、浦银国际

图表 76：东南亚为中国主要绿地投资目的地



资料来源：AEI、浦银国际

图表 77：交运、金属和能源行业在中国绿地投资上规模居前



资料来源：AEI、浦银国际

图表 78：中国制造业绿地投资重点领域

行业	绿地投资目的地	重点领域及原因
汽车制造	匈牙利、德国等	重点投资新能源汽车领域，通过加强汽车产业本地化生产，有效规避贸易壁垒和反倾销调查、缩短供应链并实现成本的最优化
金属制品	印尼、玻利维亚、几内亚、南非等	重点投资铜、镍矿等领域
原材料	马来西亚、印尼、越南、埃及等	重点投资造纸和纸制品、纺织服装、鞋帽服饰、建筑材料等领域
家电及消费电子	墨西哥、巴西、中东	拉美和中东市场消费群体规模较大，是家电和消费电子产品主要出口地区
医疗制造	新加坡、科特迪瓦、智利等	新加坡是东南亚区域内生物医疗制造和研发的重要中心，同时中国药企也在非洲和南美建立药品生产设施帮助提高当地医疗卫生水平

资料来源：AEI、浦银国际整理

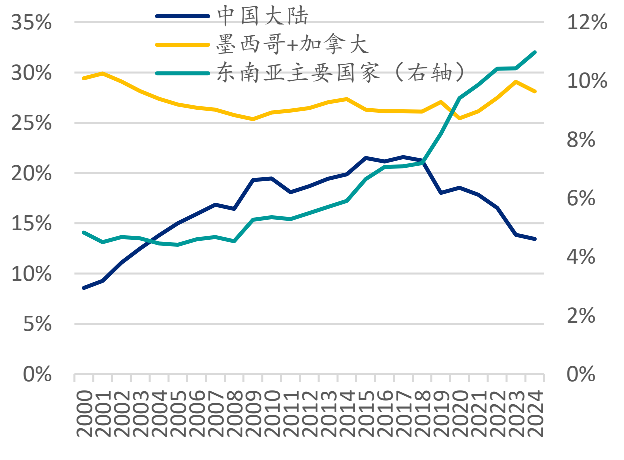
2）销售市场分散化——布局关税风险较低市场

中国的外贸格局已发生结构性演变。2018 年以后，中国在美国进口占比明显下降，而东南亚等新兴市场的占比持续提升。根据海关总署，按美元计价，2024 年东盟已成为中国最大的贸易伙伴，出口占比为 16.4%，同比增长 12.0%，明显高于整体同比增速 5.9%；美国从中国第一贸易伙伴退居为第二出口占比下降至 14.7%；欧盟为中国第三大贸易伙伴，占比为 14.4%，但增速有所放缓。整体来看，东盟等新兴市场关税风险偏低，在中国贸易结构中的战略地位持续得到强化：一方面，中国通过开拓新兴市场，有效缓解了传统发达市场需求萎缩带来的冲击；另一方面，新兴市场为中国外贸提供了新的增长曲线，优化并增强了中国对外贸易的抗风险能力和可持续发展动力。

“中国商品”从输出全球变为扎根全球。近年来，不少中国企业选择把海外作为主战场，实施全球本土化战略。在海外布局的中国企业深入了解当地市场需求、消费习惯、政策法规，使产品和服务更贴合当地，提高市场竞争力，能有效对冲因关税增加带来的价格影响。例如 SHEIN（时尚服饰）、Anker（消费电子）等跨境电商平台。同时，中国企业对外输出不再局限于高性价比产品，而拓展到中国文化等多元化领域，使企业在关税战中有更多回旋余地。比如 TikTok（短视频社交媒体）、泡泡玛特（潮玩）、《黑神话：悟空》（线上游戏）等通过输出 IP 影响力的方式出海。

销售市场分散化能更快适应不同市场政策变化。中国企业可根据各市场关税政策、贸易规则等调整销售策略、供应链布局和产品定价。如部分企业面对美国关税上调，将部分订单和产能转移到对美关税较低的地区，或调整出口目的地。而集中于单一市场的企业，在政策突变时调整空间小、难度大。总的来说，中国企业通过销售市场分散化、全球本土化战略以及多元化业务输出，能有效抵御关税战风险，在复杂多变的国际贸易环境中提升生存和发展能力。

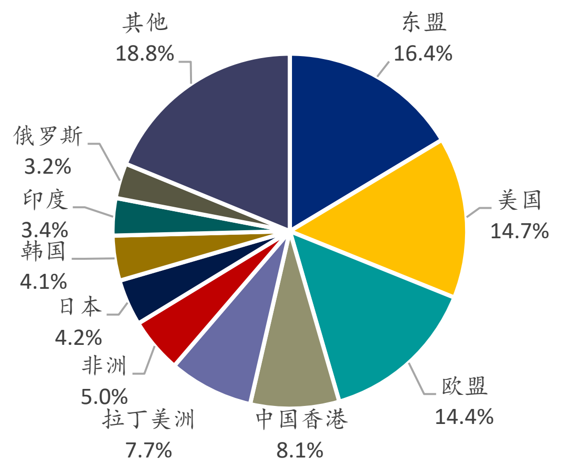
图表 79：2018 年后中国在美国进口占比明显下降，而东南亚主要国家占比持续上升



注：东南亚主要国家包括越南、印度尼西亚、泰国、新加坡和印度。

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 80：2024 年中国主要出口国家/地区占比：东盟成为第一大贸易伙伴



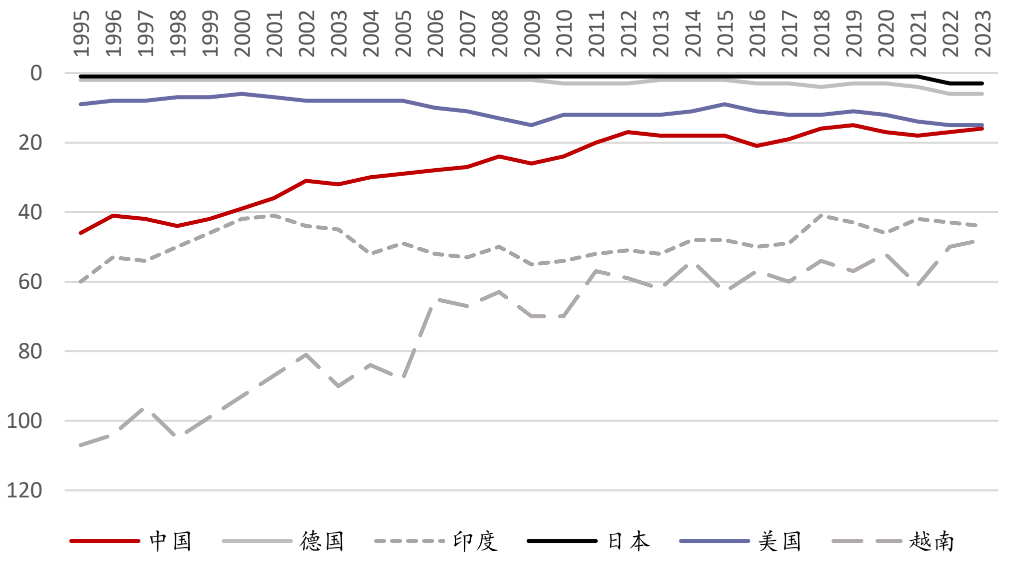
资料来源：中国海关总署、浦银国际

3）产品竞争力高端化——以技术创新为核心驱动力

过去 20 年“中国制造”持续往高附加值产业链攀升。自 2001 年加入 WTO 以来，中国的国际贸易规模飞速增长，占全球贸易规模比重从 18%增长至 2024 年 25%。虽然早期“中国制造”的产品凭借人工成本低、大规模的生产优势快速销往全球，但在全球价值链中处于下游位置。过去 20 年，随着中国技术水平和效率的提升、高素质人才的积累，加工贸易产品结构不断优化，中国高附加值制造业出口专业化率持续提升，低附加值行业出口专业化率稳定保持在较高水平，“中国制造”的特征蜕变为“高性价比”。根据哈佛大学增长实验室发布的经济复杂性指数（ECI）——其用来衡量一个国家出口商品的多样性、技术复杂程度及出口量——2023 年中国出口复杂程度在全球排名第 16 位，较 2000 年的第 42 位大幅上升，而美国排名第 15 位，中美之间的差距在过去十年中缩小了一半以上（图表 81）。

中国在全球价值链中的地位难在中期被削弱。如果关税战升级，无论对美国还是中国经济增长的负面影响均较大，而对美国的影响可能比中国更大。从理性的角度去分析，美国只有采取分批、选择性加征关税的路径，才有望降低对美国经济造成的部分负面影响。短期来看，我们预计本轮贸易冲突对中国出口的实际影响或较 2018 年边际递减，中期来看中国在全球价值链中的地位与作用或较难被削弱。

图表 81：在全球产业链和价值链上，中国技术复杂性与多样性排名不断上升



资料来源：Growth Lab at Harvard University、浦银国际

我们与行业分析师自下而上地从浦银国际研究覆盖的行业中**筛选出25个值得关注的出海概念股，**它们中有的受益于中国品牌产品出海，有的受益于产能或产业链出海，其海外收入有望持续提升，成为全球化布局的公司。

图表 82：25个值得关注的出海概念股

公司名称	股票代码	市值（亿元）	成交额（亿元）	2025E 营收增速	2026E 营收增速	市盈率(倍)
消费						
泡泡玛特	9992.HK	3,108	20.5	17%	73%	33.9
名创优品	9896.HK	445	4.0	37%	1%	14.1
特海国际	9658.HK	101	0.2	77%	12%	23.2
互联网						
拼多多	PDD.US	13,269	11.1	0%	19%	8.2
大健云仓	GCT. US	42	0.2	21%	1%	5.7
昆仑万维	300418.SZ	500	12.1	86%	12%	N/A
心动	2400.HK	191	1.3	33%	6%	16.3
IGG	0799.HK	42	0.1	57%	2%	5.8
赤子城	9911.HK	132	0.9	0%	29%	10.3
雅乐科技	YALA.N	88	0.1	0%	6%	8.2
YY	JOYY. US	177	0.3	85%	-6%	8.3
汇量科技	1860.HK	103	4.5	66%	40%	29.1
网龙	0777.HK	51	0.2	50%	-12%	7.0
科技						
小米集团	1810.HK	13,233	163.2	45%	32%	24.1
传音控股	688036.SH	917	5.8	36%	12%	12.0
时代电气	3898.HK	591	1.3	5%	15%	9.1
扬杰科技	300373.SZ	280	5.9	23%	17%	17.5
新能源汽车						
比亚迪	1211.HK	12,499	58.0	27%	27%	17.1
小鹏汽车	9868.HK	1,446	24.8	0%	103%	54.2
零跑汽车	9863.HK	765	7.6	1%	91%	29.9
医疗健康						
恒瑞医药	600276.SH	3,870	24.4	3%	10%	42.9
百济神州	6160.HK	2,360	9.8	55%	865%	24.2
康方生物	9926.HK	745	11.7	65%	67%	74.1
科伦博泰	6990.HK	822	2.0	100%	0%	N/A
和黄医药	0013.HK	184	1.8	42%	11%	20.9

注：数据截至2025年5月26日，市值为近3个月日均平均市值，成交额为近3个月日均平均成交额，计价货币为港币。

资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

七、浦银国际重点关注股票组合更新

组合表现回顾与更新。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨 34%，跑赢 MSCI 中国、恒生科技和中概股指数。其中，泡泡玛特、科伦博泰和零跑汽车的表现相对较好，但京东和美团表现相对较弱。**本次组合加入阿里巴巴、舜宇光学和爱康医疗，**主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价；**移出京东、美团、巨子生物和科伦博泰，**因它们短期内缺乏新的催化剂，但不改变我们长期看好的观点。目前，**重点关注新经济股票组合包含腾讯、台积电、华虹半导体、瑞幸咖啡、亚朵等 11 只股票**（图表 83-84）。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。**同时，结合行业分析师自下而上的分析，**我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1）具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2）政策支持和宽松的受益者；3）在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 83：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	股票代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值（亿港元）	成交额（百万港元）	自上次更新表现
维持								
腾讯控股	0700.HK	通讯业务	512.00	700.00	37%	47,053	15,306	32%
台积电	2330.TT	信息技术	965.00	1,046.60	8%	65,391	10,374	-14%
泡泡玛特	9992.HK	可选消费	233.20	293.90	26%	3,132	2,077	152%
百济神州	6160.HK	医疗保健	146.00	194.00	33%	2,049	976	13%
零跑汽车	9863.HK	可选消费	56.90	74.60	31%	761	764	67%
瑞幸咖啡	LKNCY.US	可选消费	32.75	43.20	32%	683	671	23%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	31.05	39.00	26%	536	1,349	29%
亚朵	ATAT.US	可选消费	31.02	41.10	32%	336	311	17%
移出								
京东	9618.HK	可选消费	128.30	173.00	35%	40,896	2,582	-19%
美团	3690.HK	可选消费	132.10	159.00	20%	8,071	7,730	-17%
巨子生物	2367.HK	医疗保健	69.60	82.20	18%	745	519	27%
科伦博泰	6990.HK	医疗保健	317.60	295.00	-7%	722	200	100%
平均表现								**34%**
市值加权表现								**2%**
新增								
阿里巴巴	9988.HK	可选消费	118.00	147.00	25%	22,524	15,454	N/A
舜宇光学	2382.HK	信息技术	60.95	88.90	46%	667	1091	N/A
爱康医疗	1789.HK	医疗保健	5.77	8.00	39%	65	39	N/A
基准指数								
MSCI 中国指数	MXCN.US		74.00					15%
恒生科技指数	HSTECH.HK		5,182.60					10%
中概股指数	HXC.US		7,175.45					6%

注：收盘价截至 2025 年 5 月 27 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

图表 84：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
阿里巴巴（9988.HK）	- Take rate 逐步提升或带动核心客户管理收入回暖。 - 降低直营业务占比，收入结构优化带动毛利率改善。 - 深度布局“AI+云”，云业务或迎上行周期，推动估值修复。
台积电（2330.TT）	- 公司一二季度基本面表现超出我们预期。 - 在美关税背景下，公司预期 2025 年收入将增长约 25%，保持不变。 - AI 算力需求增长强劲，中长期增长空间确定性高。
泡泡玛特（9992.HK）	- 泡泡玛特是中国消费板块为数不多出海逻辑已跑通的企业，海外扩张空间巨大。 - 作为潮玩龙头，其在中国的业务具有较强的抗周期能力，有望持续录得逆势增长。 - 基于公司不断提升的 IP 运营能力以及海外扩张能力，我们坚信其长期的增长具有很强的确定性与可持续性。
腾讯控股（0700.HK）	- 游戏业务回暖，微信生态变现潜力巨大。 - 收入结构优化，带动毛利率改善。 - 生态日趋完善，AI 持续赋能，助力降本增效。
亚朵（ATAT.US）	- 门店快速扩张，公司 2025 年达成 2000 家好店的目标的确定性较强。 - 随着疫后出行带来的高基数的影响退散，预计 2025 年，公司 RevPAR 水平有望企稳回升。 - 零售业务收入 1Q25 超预期增长，预计 2025 年仍将保持高速增长，为公司住宿业务带来补充增长。
华虹半导体（1347.HK）	- 公司第二个 12 寸厂产能释放带来收入稳步增长。 - 公司在消费、工业汽车、通信等板块保持恢复和增长趋势。 - 市净率估值具备吸引力。
瑞幸咖啡（LKNCY.US）	- 瑞幸凭借强大的产品创新力及优秀的营销能力已逐步占领消费者心智，并形成较强的护城河，从而有能力抵御竞争对手低价策略对杯量以及利润率带来的冲击。 - 展望 2025 年，我们相信瑞幸将继续通过门店网络扩张、单店杯量提升、运营效率优化来实现收入与利润的高速增长。我们预测瑞幸 2025 年的同店趋势相较 2024 年有望得到大幅改善。
零跑汽车（9863.HK）	- 2025 年一季度毛利率超市场预期。 - 2025 年销量目标为 50 万-60 万辆，B 系列以及海外将贡献增量。 - 公司毛利率预计在 2025 年持续改善，目标毛利率为 10%-12%。
百济神州（6160.HK）	- 近期重点关注 6 月底将公布的 CDK4 抑制剂 POC 数据读出。 - 2H25 有望迎来 Sonrotoclax 全球 2 期 MCL 数据读出及多项早期资产 POC 数据读出，包括泛 KRAS 抑制剂、B7H4 ADC、EGFR CDAC、CDK2 抑制剂、B7H3 ADC、CEA ADC、FGFR2b ADC、IRAK4 CDAC 和 PRMT5 抑制剂。
爱康医疗（1789.HK）	- 集采风险基本出清，国内收入增长能见度提升：关节类产品作为公司最核心的业务线，集采风险基本出清，叠加翻修产品及 iCOS 产品 2H24 起在反腐常态化下逐步实现复苏增长，公司 2025 年国内收入增长能见度较高。 - 海外收入增长稳健：预期海外收入占公司收入比例五年内有望提升至 30%（vs 2024 年：21%）。
舜宇光学（2382.HK）	- 充分享受中国和海外新能源车以及辅助驾驶渗透率大幅提升，推动车载业务加速成长。 - 手机业务毛利率持续改善。 - 在关税波动下，估值具备较高吸引力。

资料来源：浦银国际

八、投资风险

1. 地缘政治紧张局势升级

当前地缘政治与经贸格局充满变数。俄乌冲突带来的挑战仍存，影响能源供应稳定。巴以冲突可能面临进一步升级，中东多地局势紧张，红海危机可能会持续发酵，扰乱全球航运运输通道，导致大宗商品价格波动，将给市场增加更多的不确定性，推升投资者的避险情绪。而且，特朗普再次上台后，其关税政策“朝令夕改”，全球贸易规则面临重塑，企业生产布局、成本核算难度增加。一旦地缘政治风险升级，可能使得全球产业链和供应链面临艰巨的挑战，给全球经济带来严重的冲击，也可能对企业盈利的影响较大，或将给股市、债市和汇市等金融市场带来下行风险。

2. AI 人工智能的发展超预期

人工智能可能是未来十年最值得关注的投资方向之一，就像十年之前的“互联网+”一样，AI+会逐步渗透或颠覆绝大部分行业。AI 技术的迭代呈现迅速的趋势，从 2022 年底发布的聊天机器人 ChatGPT、到去年的文生视频模型 Sora 和人机交互模型 GPT4o，再到今年 DeepSeek R1 大模型推理能力的进步，推动了以 Manus 为代表的 AI Agent 的发展。我们可以体会到当前这一波 AI 技术的发展势头更为迅猛，迭代速度达到了前所未有的三个月至半年为一个周期。目前，市场普遍预期 AI 应用层可能在未来 2-3 年出现爆发。然而 AI 技术的发展可能并不是可预测的线性增长，而是指数级增长，应用层的促进可能比想象中更快，或将给市场带来上行风险。

3. 流动性环境趋紧

从流动性环境看，如果全球利率中枢维持高位，可能会导致货币环境整体偏紧，偏紧的金融环境将继续对居民消费、投融资和经济增长带来较大影响，或将给市场带来下行风险。对美国而言，高利率意味着借款成本增加，可能会抑制消费者的购买力和信贷需求。同时，高利率会增加融资成本，可能会限制企业的扩张计划或新项目的实施，进而可能对经济增长产生负面影响。对中国而言，如果特朗普像上一次执政期间那样对中国进行金融制裁，通过限制美国投资者在大陆和香港的投资活动，或会引发外资大量流出香港市场，可能会冲击其金融市场稳定性，影响股市、债市及相关金融衍生品市场的交易活跃度。

浦银国际研究
主题研究 | 消费行业

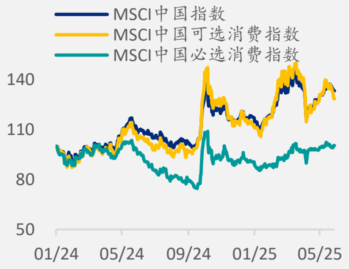
消费行业 2025 年中期展望：新常态下的新趋势带来新的机遇

林闻嘉
首席消费分析师 | 研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠，CFA
消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2025 年 6 月 3 日

行业指数表现



注：数据截至 2025 年 5 月 29 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

- **1H25 回顾：消费环境整体有所回暖，新消费异军突起：**尽管外部环境充满挑战，但在政策刺激下，2025 年上半年整体消费环境边际有所改善，主要体现在消费者信心有所恢复、消费品零售总额增速环比提升。尽管大部分传统消费赛道的终端需求依然偏弱，但以泡泡玛特、老铺黄金和蜜雪冰城为代表的新消费或新零售企业异军突起，不仅业绩高速增长，股价也突飞猛进，成为 1H25 消费市场最大的亮点。
- **2H25 展望：新趋势带来新机遇：**2H25 的宏观大环境依然将面临较大的不确定性，因此终端需求的恢复能见度依然不高。但各个消费子行业经过一年的供给侧改革，行业供需关系有望重回平衡，利好行业竞争格局的改善。我们认为中国新的消费环境已经催生出新的消费趋势，从而为中国消费企业带来新的发展机遇。我们认为，相较传统必选消费，可选消费企业有更多机会来适应新的消费趋势，从而带来新的增长机遇。因此，我们短期更看好可选消费的股价表现，尤其是那些积极迎合以下消费趋势的新零售消费公司。
- **（一）低线市场成为兵家必争之地：**根据我们的调研，低线城市及农村的消费者短期消费信心恢复较为显著。同时，低线市场消费者的品牌意识和对品质的诉求仍在持续提升，对传统消费产品仍有消费升级的空间。我们认为积极迎合低线市场的消费趋势将为消费企业带来更大的扩张空间。（代表企业：蜜雪冰城、瑞幸咖啡）。
- **（二）传统消费赛道持续聚焦性价比：**较弱的经济大环境导致消费者更理性的消费意识，消费者中长期将持续聚焦大众消费品的性价比。对传统消费企业来说，想要扩大市场份额，就要不断提升产品的质价比，以较低的价格向消费者提供更大的产品价值。（代表企业：蜜雪冰城、瑞幸咖啡）。
- **（三）悦己消费与情绪消费需求旺盛：**在物质生活丰富的当下，人们的消费重点从基本的生理需求转向更高层次的心理需求（包括社会需求和自我实现）。这就要求消费品企业能够通过产品设计、品牌文化、品牌营销等方面与消费者产生更多的情感共鸣，从而为消费者带去更大的情绪价值。（代表企业：泡泡玛特、老铺黄金）。
- **（四）行业去库存有望进入尾声：**在经历了痛苦的清库存以后，大部分消费品企业的库存已经回到相对健康的水平。我们预测各个消费子行业 2H25 的库存压力将边际缓解，整体的促销环境一定程度上将得到改善。我们认为主要消费品企业在市场需求显著恢复之前都会采取较为谨慎的发货策略，加大对渠道库存的管理。（代表企业：蒙牛、李宁）。
- **（五）关税战无法阻止中国消费企业出海的脚步：**尽管中美贸易战短期会带来较大的不确定性，但中国消费企业出海寻求新的增长曲线从长期来看是大势所趋。我们认为成熟的海外供应链是消费品企业出海的基础，而有竞争力的产品和强大的品牌知名度是决定出海成败的关键。（代表企业：泡泡玛特、蜜雪冰城、瑞幸咖啡）。
- **投资风险：**消费复苏节奏持续放缓，消费者信心下行，高成长性企业估值继续下探。

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

消费行业 2025 年中期展望：新常态下的新趋势带来新的机遇

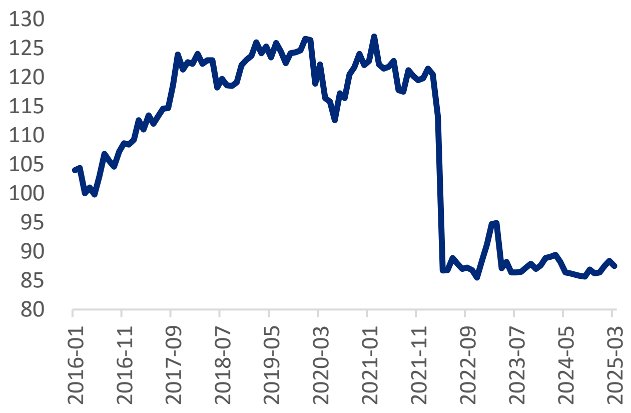
2025 年上半年回顾：消费环境整体有所回暖，新消费异军突起

2025 年初至今（截至 5 月 29 日），动荡的国际形势和多变的外部环境给国内的经济形势带来一定的不确定性。特朗普政府点燃中美贸易战，令中国外贸行业和制造业承压，也间接影响了整体的就业环境。

尽管如此，我们欣慰地看到，中国消费者信心指数并没有因为经济大环境承压而有所恶化，反而在 2025 年至今有小幅的反弹。我们认为这在很大程度上是由于中国在中美贸易战中沉稳的表现为普通消费者带来了较大的信心，同时也归功于国家出台的一系列促消费、扩内需的政策。另外，城镇居民的人均可支配收入同比增速相较 2024 年也有所回升。

基于以上，2025 年 1-4 月的社会消费品零售总额的增速相较 2024 年下半年有所改善。具体来看，2025 年 3-4 月的社会消费品零售总额增速达到 5%以上，在 1-2 月的基础上继续加速。

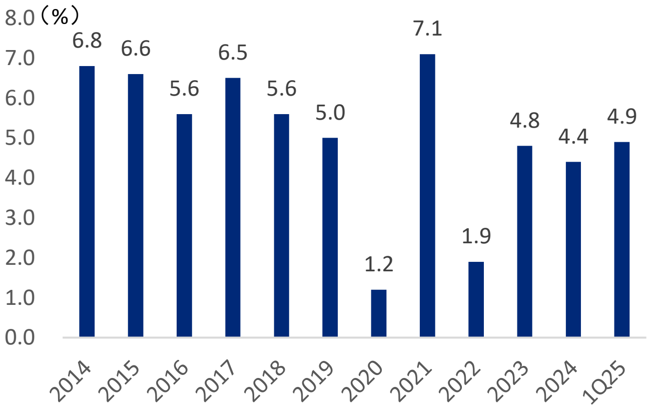
图表 1：中国消费者信心指数



注：截至 2025 年 3 月

资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

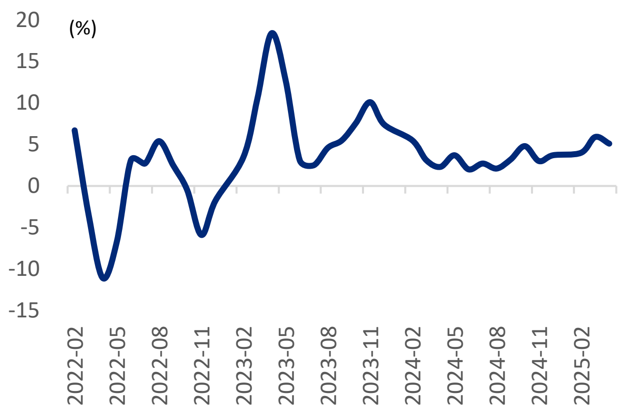
图表 2：城镇居民人均可支配收入同比增长



注：截至 2025 年一季度

资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

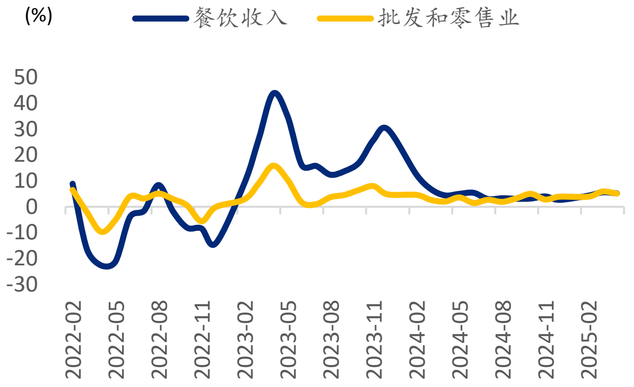
图表 3：中国总体社会消费品零售总额增速，2022 年至今



注：截至 2025 年 4 月数据

资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 4：中国总体社会消费品零售餐饮及商品增速增速，2022 年至今



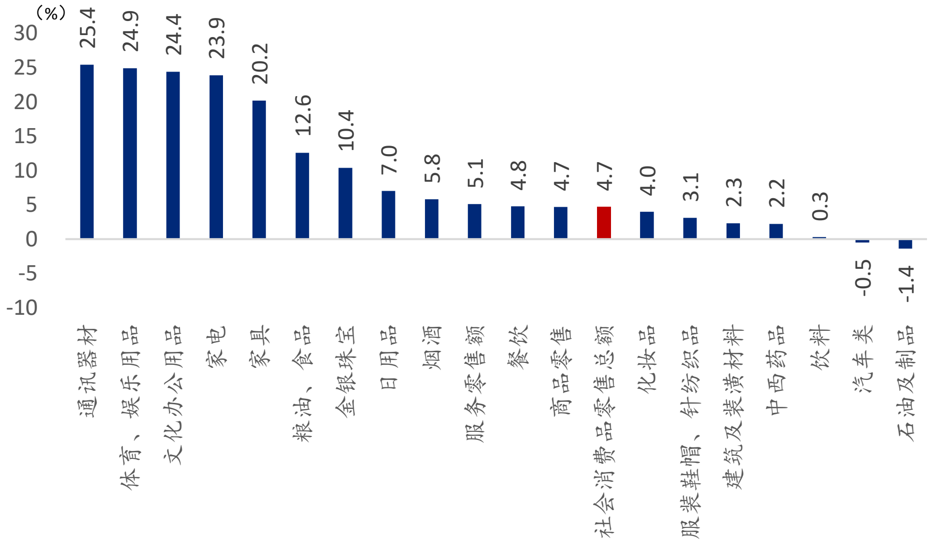
注：截至 2025 年 4 月

资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

分消费板块来看，受益于以旧换新政策的不断扩容，通讯器材、文化办公用品、家电、家具都录得远高于均值的增速。体育、娱乐用品的高增长可能是受益于当前文体旅深度融合以及全民健身意识的提升。

除此之外，粮油食品和金银珠宝的增速较高，而其他传统消费品类的增速都维持在中单位数。金银珠宝增速较高主要是金价上涨所驱动的。

图表 5：2025 年 1-4 月社会零售总额分品类同比增长

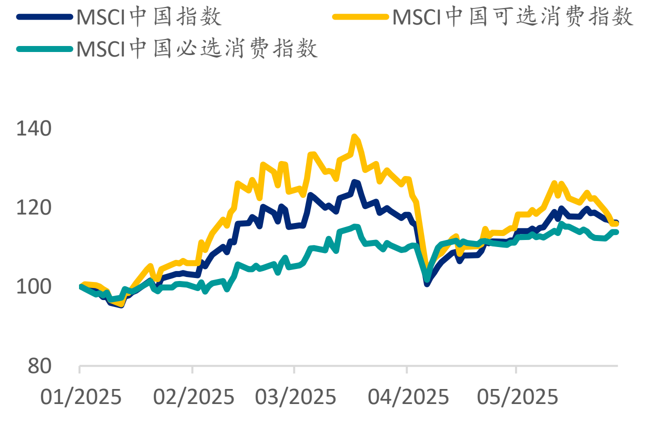


资料来源：同花顺、国家统计局、浦银国际

另外，2025 年以来中国消费行业继续表现出较大的分化。一方面，大部分的传统消费赛道的终端需求依然较弱，比如乳制品、啤酒、运动服饰等。较弱的终端需求通常会导致较高的渠道库存水平，而企业不得不加大促销力度来降低库存水平。这也是为什么我们观察到不少传统消费子行业整体的促销力度较大，竞争较为激烈。

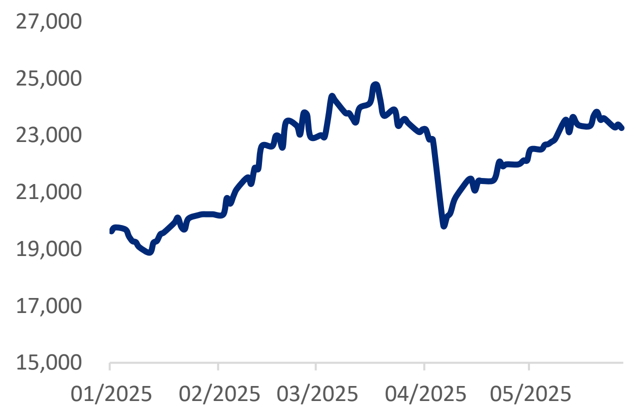
另一方面，以泡泡玛特、老铺黄金以及蜜雪冰城为代表的新零售企业在 2025 年至今录得较高的收入与利润增长。相较传统消费企业，年初以来新零售企业的股价突飞猛进，帮助整体可选消费指数表现好于必选消费。

图表 6: MSCI 中国指数、MSCI 中国可选消费和必选消费指数变化



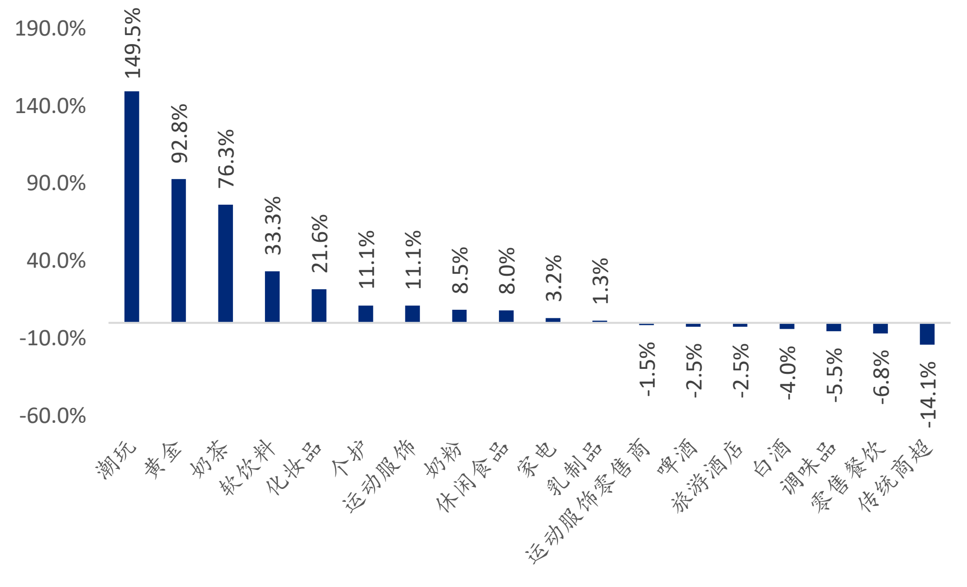
注：数据截至 2025 年 5 月 29 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: 恒生指数走势



注：数据截至 2025 年 5 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8: 中国消费子板块股价自 2025 年年初至今表现



注：截至 2025 年 5 月 29 日收盘价。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：中国 2021 年以来推出的促进消费和房地产政策

日期	标题	发布机构	概述
2021 年 3 月 13 日	“十四五规划”	中共中央、国务院	依托强大国内市场，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，促进国民经济良性循环。深入实施扩大内需战略，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键性作用，建设消费和投资需求旺盛的强大国内市场。
2021 年 7 月 19 日	开展国际消费中心城市培育建设	商务部	经国务院批准，在上海市、北京市、广州市、天津市、重庆市率先开展国际消费中心城市培育建设。
2022 年 4 月 25 日	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	国务院	聚焦促消费提出五方面 20 条政策举措，涵盖：1. 应对疫情影响，促进消费有序恢复发展；2. 全面创新提质，着力稳住消费基本盘；3. 完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力； 4. 持续深化改革，全力营造安全放心诚信消费环境； 5. 强化保障措施，进一步夯实消费高质量发展基础。
2022 年 7 月 5 日	关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知	商务部等十七部门	文件聚焦支持新能源汽车购买使用、加快活跃二手车市场等 6 个方面，提出要破除新能源汽车市场地方保护，降低新能源车使用成本，支持二手车流通规模化发展等政策措施。
2022 年 6 月 30 日	数字化助力消费品工业“三品”行动方案（2022—2025 年）	工信部等五部门	提出数字化助力增品种、提品质、创品牌三个方面 10 项任务，并以专栏的形式设置创新能力提升、数字化设计能力提升、数字化绿色化协同能力提升、质量管控能力提升、智慧供应链管理能力提升、品牌培育能力提升六大工程。
2022 年 7 月 28 日	关于促进绿色智能家电消费的若干措施	商务部等十三部门	将在全国开展家电以旧换新活动，推进绿色智能家电下乡，鼓励基本装修交房和家电租赁，实施家电售后服务提升行动，加强废旧家电回收利用
2022 年 12 月 14 日	扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）	中共中央、国务院	对全面促进消费，加快消费提质升级作出了重要部署，提出顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。
2023 年 6 月 8 日	商务部办公厅关于组织开展汽车促消费活动的通知	商务部	商务部将组织开展汽车促消费活动：1.“百城联动”汽车节，内容包括建立“百城联动”重点活动清单、聚焦全链条促进汽车消费、强化购车优惠政策支持；2.“千县万镇”新能源汽车消费季，内容包括举办消费季系列活动、推动适销对路车型下乡、推动售后服务网络下沉、推动完善农村充电基础设施。
2023 年 6 月 9 日	关于做好 2023 年促进绿色智能家电消费工作的通知	商务部等四部门	统筹线上线下消费渠道，组织举办家电节、购物街、网购节等活动， 营造绿色智能家电消费浓厚氛围
2023 年 6 月 21 日	关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告	财政部、税务总局、工业和信息化部	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。
2023 年 7 月 18 日	关于促进家居消费若干措施的通知	商务部等十三部门	涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，针对大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境 4 个方面提出 11 条措施。对旧屋改造和家居消费和企业的金融支持是两大亮点。
2024 年 3 月 13 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》公布	国务院	提出一系列设备更新和废旧家电和汽车以旧换新的硬性指标，据我们估算每年可以拉动固定资产投资和消费品零售各 1 个百分点。
2024 年 4 月 12 日	《推动消费品已旧换新行动方案》公布	商务部等 14 部门	以提高技术、能耗、排放等标准为牵引、以政策为激励，以畅通循环为驱动、在充分尊重消费者意愿的基础之上，逐步建立“去旧更容易、换新更愿意”的有效机制，鼓励更换使用智能型、绿色型、低碳型消费品。
2024 年 4 月 26 日	《汽车以旧换新补贴实施细则》发布	商务部等 7 部门	补贴幅度和中央政府补贴比例均高于此前市场预期。对报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车并购买符合条件的新能源乘用车的，补贴 1 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 7000 元。
2024 年 7 月 25 日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》发布	发改委、财政部	1.设备更新支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域。 2.对按照《汽车以旧换新补贴实施细则》要求，报废旧车并购买新车的个人消费者，补贴标准由购买新能源乘用车补 1 万元、购买燃油乘用车补 7000 元，分别提高至 2 万元和 1.5 万元。 3.对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5%的补贴。 4.统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会提出三举措稳定房地产市场	国务院	1.引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，平均降幅 50 个基点，每年减少约 1500 亿元家庭利息支出。 2.统一首套房和二套房的房贷最低首付比例的操作将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25%下调至 15%。 3.5 月央行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由 60%提高至 100%； 4.提出将支持收购房企存量土地，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地； 5. 经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项房地产金融政策文件的期限将延迟到 2026 年底
2024 年 9 月 26 日	《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》	农业农村部等 7 部门	对稳定肉牛奶牛生产作出部署，帮助养殖场户渡过难关。《通知》明确有效降低养殖场户饲草成本、强化信贷保险政策支持、促进牛肉牛奶消费等政策措施。

2024 年 9 月 26 日	新闻通气会	上海市政府新闻办	投入市级财政资金 5 亿元，面向餐饮、住宿、电影、体育等 4 个领域发放消费券
2024 年 9 月 27 日	《关于优化调整南沙区房地产政策的通知》	广州市南沙区住房和城乡建设局	全面放开广州南沙区内住房限购
2024 年 9 月 29 日	7 条楼市新政	上海市住房和城乡建设管理委员会	1.调整住房限购政策：非本市户籍及单身人士购买外环外住房所需缴纳社保和个人所得税年限调整至 1 年；持《居住证》且积分达标、在本市缴纳社保或所得税满 3 年的非本市户籍居民，在购买住房套数方面享受沪籍待遇；在自贸港临港新片区实施差异化的购房政策，对于在新片区工作的群体，可在新片区增购 1 套住房； 2. 优化住房信贷政策：3. 调整住房税收政策：调整增值税征免年限，将个人对外销售住房增值税征免年限由 5 年调整为 2 年；按照国家部署，及时取消普通住房标准和非普通住房标准，减少住房交易成本。
2024 年 9 月 29 日	《关于调整房地产市场平稳健康发展措施的通知》	广州市人民政府办公厅	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策，本市户籍、非沪及居民家庭和单身人士在全是范围内购买住房的，不再审核购房资格，不再限制购房套数。
2024 年 9 月 29 日	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	深圳市租房和建设局	首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付调整为不低于 20%；购房居民家庭及成年单身人士名下已有住房无按揭抵押登记或只有一套按揭抵押登记，新购买的住房，在办理个人住房贷款业务时可使用第二套住房贷款政策。 有两个及以上未成年子女的居民家庭，购买第二套住房的，在办理个人住房贷款业务时可适用首套住房贷款政策。 将个人住房转让增值税征免年限由 5 年调整到 2 年。取消商品住房和商务公寓转让限制。
2024 年 9 月 30 日	《关于进一步优化我市房地产政策相关事项的通知》	厦门市促进房地产市场平稳健发展领导小组办公室	全面取消住房限售；优化个人住房贷款政策：第二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为 15%；优化住房套数设定：住房套数按拟购住房所在区辖区范围认定。
2024 年 9 月 30 日	《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》	北京市	1. 落实国家关于降低存量房贷利率政策； 2. 居民首套商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%；第二套商品住房最低首付款比例调整为不低于 20%； 3. 非本市户籍居民家庭购买五环内商品住房的，缴纳社保或个人所得税的年限，调整为满 3 年及以上；购买五环外的商品住房的年限调整为 2 年以上；符合本市经济涉水发展需要的高层次和继续紧缺人才购买本市商品住房的，缴纳年限调整为 1 年； 4. 通州区商品住房按全市统一政策执行； 5. 本市户籍成年单身人士与未成年子女共同生活的，按本市户籍居民家庭执行住房限购政策； 6. 对二孩以上本市户籍居民家庭购买商品住房，申请公积金个人住房贷款的，可贷款额度上浮 40 万元。 7.取消普通住房和非普通住房标准
2024 年 9 月 30 日	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的十条措施》	湖南省株洲市人民政府办公室	农村户口居民进城购房，根据本人意愿，可在办理户口迁移后，按相关政策办理子女入学政策
2024 年 10 月 12 日	《国务院新闻办新闻发布会》	财政部	允许专项债券用于土地储备，使用专项资金回收存量土地或新增储备。支持收购存量商品房，2 项支持措施：1）用好专项债券收购存量商品房，2）继续用好保障性安居工程补助资金（以前以新建为主，现以消化存量房为主）。基石优化完善相关税收政策，目前正在抓紧研究明确和取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税政策。
2024 年 11 月 9 日	《全国人大常委会办公厅新闻发布会》	财政部	为了缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模和债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化债风险。
2024 年 11 月 9 日	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部	加大住房交易环节的契税优惠力度，将享受 1%契税优惠税率的住房面积标准由 90 平方米提高到 140 平方米。对于购买首套房的家庭，购房面积在 90—140 平方米的，契税从 1.5%降至 1%；对于购买二套房的家庭，购房面积不超过 140 平方米的，契税统一降至 1%；140 平方米以上的，从 3%降至 2%。
2025 年 1 月 5 日	《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》	国家发展改革委 财政部	通知提出：1）享受以旧换新补贴的家电产品，由去年的 8 类增加到 12 类（新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲），单件最高仍为享受销售价格 20%的补贴。考虑到居民家庭实际需求，将每位消费者购买空调产品最多补贴 1 件增加到 3 件。2）将以旧换新政策延伸至手机、平板电脑和智能手表等三类数码产品，按产品销售价格的 15%给予补贴，每件补贴不超过 500 元。3）扩大汽车报废更新支持范围并完善汽车置换更新补贴标准。
2025 年 3 月 5 日	2025 年政府工作报告	中共中央	将 2025 年消费品“以旧换新”的资金支持额度从去年的 1500 亿元翻倍到 3000 亿元。
2025 年 5 月 7 日	《国务院新闻办新闻发布会》	中国人民银行、国家金融监督管理总局	央行将降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。5 年期以上首套房利率从 2.85%降至 2.6%，其他期限利率同步调整。潘行长介绍该举措或每年节省居民公积金贷款利息支出超过 200 亿元。国家金融监督管理总局提出将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，以助力持续巩固房地产市场的稳定态势。

资料来源：政府部门网站、浦银国际整理

2025 年中期展望：新趋势带来新机遇

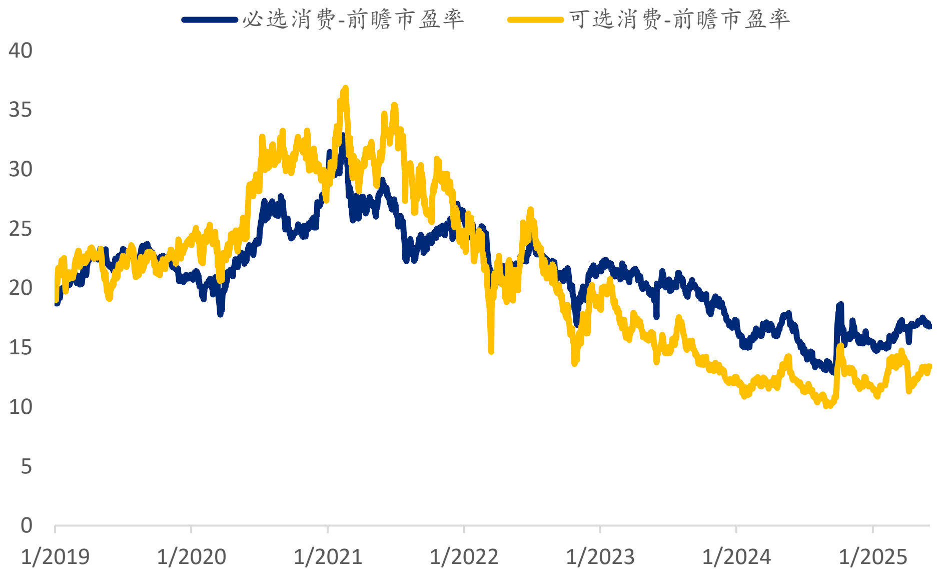
展望 2025 年下半年，宏观大环境依然将面临较大的不确定性。我们预计国家将在下半年推出力度更大的货币政策和财政政策来刺激经济活力和改善就业环境，从而提升消费者的安全感和对未来的信心。同时，我们预计政府将持续出台有效的促消费扩内需的政策，提升消费者的消费意愿。

经过过去一年积极的供给侧改革，我们认为各个消费子行业的供需关系有望在下半年重回平衡点。与此同时，各个消费子行业在努力地清理渠道库存后，其库存水平也在逐步降低。因此，我们预计消费行业整体的竞争格局在 2025 年下半年将有所改善。

尽管传统消费品的市场需求尚待恢复，但我们在过去一年里观察到，以泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪冰城以及瑞幸咖啡为代表的新零售企业的收入经历了高速的增长。这很大程度上归功于这些新零售企业顺应了当下的消费趋势，迎合了消费者不同的消费心理需求，包括但不限于（1）低线市场的消费升级，（2）越来越注重质价比，以及（3）对悦己体验和情绪价值的聚焦。

我们认为中国消费已经进入新的常态，而新的消费环境催生新的消费趋势，从而为中国消费企业带来新的发展机遇。只有那些能够快速和积极地调整运营策略来适应新的消费趋势的消费品企业，才能够继续取得收入和市场份额的扩张。

图表 10：必选消费与可选消费的前瞻市盈率对比



注：截至 2025 年 5 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

尽管必选消费的整体估值低于可选消费，但必选消费在当下的消费环境下较难对产品和市场策略做出调整来适应新的消费趋势，且必选消费更容易受到渠道库存等因素的影响。相较必选消费，可选消费品牌在产品定位以及消费体验等方面的调整空间更大，可操作性更强。

可选消费：后续更强的刺激政策有望驱动旅游和餐饮（包括奶茶、咖啡）等可选子行业的持续复苏。同时，消费者对悦己消费与情绪消费的旺盛需求有望继续拉动潮玩、运动健康、医美、宠物和黄金珠宝等行业的持续增长。尽管可选消费的股价和估值在 1H25 已有大幅提升，但基于未来较高的收入与利润增长空间，可选消费的股价表现在 2H25 依然有望好于其他行业。我们看好品牌力强、基本面稳健、且在国内外有完善供应链布局的可选消费企业。

必选消费：我们认为政策支持对必选消费的帮助相对有限。另外，受宏观经济影响，消费者对传统必选消费品的性价比关注度持续提升，导致部分必选消费品子行业的客单价承压，竞争加剧。我们认为主要必选消费赛道的渠道库存已基本回到正常水平，2025 年的行业收入有望与终端销售同步增长。同时，必选消费整体估值相对较低、股息率相对较高，所以股价下行空间有限。一旦出现需求的回暖，必选消费股价弹性会比较大。

目前，**泡泡玛特（9992.HK）**、**瑞幸咖啡（LKNCY.US）**、**老铺黄金（6181.HK）**、**亚朵集团（ATAT.US）**是我们 2025 年下半年在消费行业的**首选**。

图表 11：消费子行业 2025 年中期展望及建议关注标的

细分板块	2025 年中期展望	建议关注
运动服饰行业	进入 2025 年下半年，我们认为运动服饰行业的渠道库存将基本回到相对正常的水平，各个品牌的促销力度有望环比减小。另外，我们预计主要品牌将在下半年纷纷推出新产品，因此新产品的销售占比有望提升。因此，我们判断 2025 年下半年的行业零售折扣有望同比保持稳定或小幅改善。我们长期看好那些致力于强化品牌力、优化产品品质、聚焦产品创新且重视渠道库存管理的国内龙头运动服饰企业。	安踏（2020.HK）、滔搏（6110.HK）、宝胜（3813.HK）的“买入”评级，以及李宁（2331.HK）的“持有”评级。
啤酒行业	啤酒行业短期销售单价承压，主要是由于消费力下降很大程度上打击了现饮渠道的客流和销量，导致行业整体的渠道结构发生变化。我们认为，中国啤酒行业长期的高端化趋势与中国消费者的消费力以及消费意愿成正相关。展望 2025 年下半年，我们认为原材料价格的压力依然不大，甚至对主要玩家的毛利率有正向的贡献。另外，啤酒企业将积极开拓大麦的采购来源，同时继续通过优化自身的生产效率来降低生产成本。	华润啤酒（291.HK）、重庆啤酒（600132.CH）、青岛啤酒 H 股（168.HK）“买入”评级，百威亚太（1876.HK）、青岛啤酒 A 股（600600.CH）“持有”评级
液态奶行业	展望 2025 年下半年，我们预计：（1）在乳企更谨慎的发货策略下，渠道库存有望维持健康水平。（2）中国乳制品行业需求可能在奶价见底后表现出弱复苏的态势，行业规模有望实现低速增长。（3）行业整体销售价格有望在促销力度减小的情况下维持稳定。白奶产品结构有望持续升级，但行业整体高端化空间不大。（4）产品结构继续向白奶倾斜，白奶增速有望继续好于酸奶与乳饮料。我们依然认为，蒙牛的经营效率相较伊利有更大的改善空间，因此经营利润率未来提升的空间也略大于主要竞争对手。	蒙牛（2319.HK）的“买入”评级，维持伊利（600887.CH）“持有”评级。
奶粉行业	我们认为中国人口出生率持续下降的大趋势短期难以逆转，并且可能令中国整体婴配粉行业的终端需求维持疲弱状态。长期来看，中国婴配粉行业已进入存量市场竞争，行业整体的规模难有大幅的扩张。然而，中国婴配粉行业的集中度相较发达市场依然偏低，且行业集中度过去十年里在持续的提升。中长期来看，我们认为中国婴配粉行业的市场集中度有望持续提升，头部企业有望通过较强的品牌力与营销能力继续抢占市场份额，从而取得高于行业的增长	飞鹤（6186.HK）“买入”评级，澳优（1717.HK）、伊利（600887.CH）“持有”评级。
化妆品行业	2025 年下半年的中国化妆品行业进入增长轨道的确定性增强。同时，行业和消费者更加关注产品背后的科技和研发壁垒，并且纷纷大促中减少了促销比例，转向盈利导向。	维持巨子生物（2367.HK）、珀莱雅（603605.CH）、“买入”评级，以及贝泰妮（300957.CH）、华熙生物（688363.CH）“持有”评级。
餐饮行业	我们观察到餐饮行业的消费趋势环比有所好转，客流与翻台率边际改善。展望 2025 年，在我国持续促消费、扩内需的大方向下，餐饮行业的整体表现有望继续触底反弹。同时，我们也看好中国餐饮品牌出海的趋势。	维持海底捞（6862.HK）、瑞幸咖啡（LKNCY.US）*、百胜中国（YUMC.US/9987.HK）“买入”评级以及九毛九（9922.HK）、特海国际（9658.HK/HDL.US）“持有”评级。
酒店旅游行业	我们预计 2025 年下半年国内旅游市场出行人次仍有可观的增长空间。而 2025 年下半年国内旅游市场主要是由以下因素驱动：（1）庞大的低线市场渗透空间；（2）银发经济带动量价同增；（3）Z 世代成为消费出行主力军；（4）出境、入境游趋势恢复。我们认为尽管旅游人群的出行意愿仍较强，但旅游群体的结构性改变的趋势中增量以年轻和较低消费力的消费者为主，将抵消银发族所带动的消费力的提升。	酒店行业中，维持亚朵集团（ATAT.US）*和华住（1179.HK/HTHT.US）“买入”评级，首旅酒店（600258.CH）和锦江酒店（600754.CH）“持有”评级。 OTA 行业中，维持携程集团（9961.HK/TCOM.US）以及同程旅行（780.HK）“买入”评级。

注：*为行业首推；

资料来源：浦银国际

（一）低线市场成为兵家必争之地

根据麦肯锡调查，消费者信心基本保持稳定，有四分之三的受访者对中国经济保持乐观情绪。值得注意的是，不同区域消费者的信心恢复程度差异明显：

（1） 相较城镇居民，农村居民的信心有较为显著的改善。
（2） 三线城市的消费者是所有消费者中最为乐观的。
（3） 年龄较长且较为富裕的城镇消费者的消费信心下降较为明显。
（4） 生活在一二线城市、工资较低的千禧一代是最为悲观的一群人，主要是由于较高的工作不确定性、不断上升的居住成本以及房价的下降。

总体来看，低线城市以及农村的消费者的信心恢复较为显著，主要是由于政府推出的一系列政策有效地刺激了低线城市以及农村消费者的消费信心。相较而言，高线市场的消费者本身较为富裕，对政策刺激较不敏感，但高线城市消费者的就业压力更大、房价下跌导致资产缩水更严重、关税战的潜在影响也更大。

与此同时，不少消费赛道在高线城市的渗透率已接近饱和，市场继续扩容的空间已经不大。随着越来越多玩家的涌入，高层级市场的竞争变得异常激烈。然而，低线市场的渗透率却远低于高线市场，仍有许多消费者未被成功触达。

以现饮咖啡为例，中国一二线城市消费者消费现饮咖啡的频次已接近日韩和西方国家，现饮咖啡在高线城市的竞争已趋于白热化，但中国整体现饮咖啡的渗透率却远低于高线城市。

疫情以后，随着消费力的下降以及竞争的日益激烈，各玩家在高线城市的增长空间受到较大的阻力。然而，尽管低线城市的消费力同样受到经济下行的影响，但相对高层级市场，低线城市消费者的品牌意识和对产品品质的诉求仍在提高的过程中，对高性价比产品的消费意愿仍有上升空间。

基于以上考虑，向下沉市场渗透、抢占低线市场消费者的心智成为了许多消费品企业这几年的重要战略目标。未来2-3年，我们持续看好那些积极开拓新产品，调整运营模式，从而努力迎合低线市场消费趋势的消费企业。

图表 12：嗨捞火锅门店

嗨捞火锅
真材实料真火锅

资料来源：大众点评、浦银国际

图表 13：必胜客 WOW

必胜客
WOW
PIZZA LOVERS

资料来源：大众点评、浦银国际

图表 14：瑞幸门店

luckin coffee
luckin coffee

资料来源：瑞幸官网、浦银国际

图表 15：肯德基小店模式

资料来源：搜狐、浦银国际

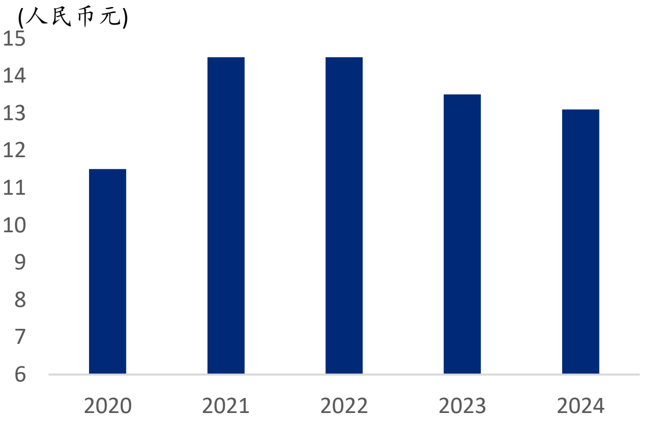
（二）传统消费赛道持续聚焦性价比

在传统消费品领域，消费力不足导致消费者对高端价格带产品的消费意愿减弱，对性价比的关注度不断增加。换言之，消费者对于传统消费品的价格变得更为敏感，更倾向于购买高性价比的产品。

面对消费降级的大趋势，用价格来换取销量或客流是许多消费品企业做出的选择。

从去年开始，许多消费品企业主动加大了促销力度，希望以此来驱动销量的增长以及保持市场份额的稳定。比如在现饮咖啡行业，库迪目前依然维持其全场 9.9 元的促销活动，而瑞幸也表示短期内不会减小促销力度，希望以更高的性价比来满足消费者的需求。除此以外，我们观察到乳制品与运动服饰等品类的终端零售折扣都有不同程度的加大。

图表 16：瑞幸直营门店的平均单杯价格



资料来源：公司资料、浦银国际估算

图表 17：古茗和蜜雪冰城的柠檬水产品

资料来源：小红书、浦银国际整理

另外，许多消费品企业也将更多资源用于高性价比产品的开发。以百胜中国为例，肯德基过去两年里策略性地推出了不少低价格带的产品（比如售价 19.9 元的饼汉堡 OK 三件套以及 9.9 元的经典美式热狗两件套），从而加大了产品覆盖的价格带范围，成功吸引了更多消费者的关注。必胜客更是推出了副品牌必胜客 WOW，希望在以更低的产品价格来满足消费者对性价比的追求的同时，优化供应链与门店的服务流程，来实现门店的盈利。在公司持续性下调客单价的情况下，肯德基与必胜客的同店客流持续录得正增长，抵消了客单价的下降，令同店销售额基本维持在较为稳定的水平。

在较弱的消费环境下，肯德基与必胜客更低的客单价也为其日后在低线市场的门店扩张打开了空间。

图表 18：肯德基与必胜客的同店销售、同店客流以及客单价同比变化，1Q23-1Q25

	肯德基								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
同店销售变化	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	0%	-1%	0%
同店客流变化	6%	21%	9%	16%	4%	4%	1%	3%	4%
客单价变化	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%	-3%	-4%	-4%

	必胜客								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
同店销售变化	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	2%	-2%	0%
同店客流变化	13%	27%	12%	15%	8%	2%	4%	9%	17%
客单价变化	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%	-9%	-10%	-14%

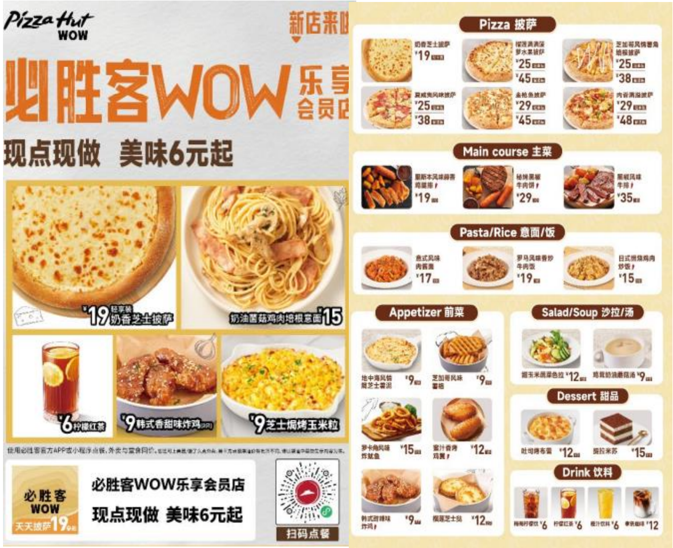
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 19：肯德基饼汉堡 OK 三件套

¥19.9
蒸烤饼皮
香软升级
藤椒风味鸡排饼汉堡
+薯条(中)+可乐(中)
小食可换
百事可乐

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 20：必胜客 WOW 菜单


Pizza Hut
WOW
新店来啦
必胜客WOW乐享会员店
现点现做 美味6元起
¥19 奶香芝士披萨
奶油蘑菇鸡肉培根意面 ¥15
¥6 柠檬红茶
¥9 韩式香甜味炸鸡
¥9 芝士焗烤玉米粒
必胜客 WOW
现点现做 美味6元起
扫码点餐
Pizza 披萨
Main course 主菜
Pasta/Rice 意面/饭
Appetizer 前菜
Salad/Soup 沙拉/汤
Dessert 甜品
Drink 饮料

资料来源：公司资料、浦银国际

（三）悦己消费与情绪消费需求旺盛

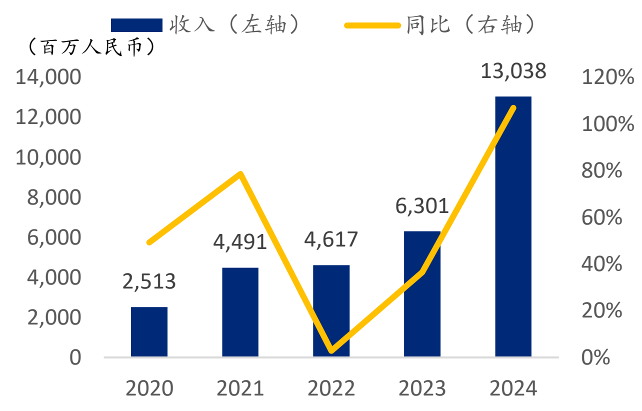
在物质生活丰富的当下，人们的关注重点从基本的生活需求转向高层次的心理需求（包括社会需求和自我实现）。这也解释了为什么消费者对于传统消费品（比如食品饮料、酒类、餐饮、运动服饰等）的消费需求有所降低，但对于那些能够带来较高情绪价值的悦己消费品（比如旅游、护肤品、潮玩等）的消费热情和消费欲望越来越强。

这就要求消费品企业能够通过产品设计、品牌文化、品牌营销等方面与消费者产生更多的情感共鸣，从而为消费者带去更大的情绪价值。

1. 潮玩高速增长

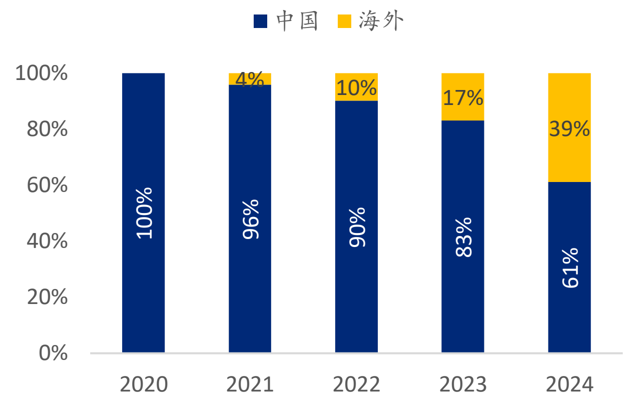
随着泡泡玛特过去几年的高速增长以及旗下 IP 的热度在全球范围持续高涨，整个中国潮玩行业都受到市场的高度青睐与追捧。

图表 21：泡泡玛特收入增长



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 22：泡泡玛特中国与海外收入分布



资料来源：公司数据，浦银国际

潮玩的全称是“潮流玩具”，而潮流玩具的英文是“art toy”。在我们看来，潮玩就是融合了艺术和潮流元素的玩具，必须以潮流文化为核心，由设计师和艺术家精心设计制作，注入丰富文化内涵和时尚创意的玩具。

泡泡玛特完美地契合了潮玩的定义，可以说是潮玩的典型代表。泡泡玛特的每个自有 IP 产品都是由艺术家精心设计，具有较高的艺术鉴赏性。因此，除了普通玩具的娱乐功能以外，泡泡玛特的产品对消费者来说还具有一定的收藏价值，能为消费者提供较高的情感体验。

图表 23：泡泡玛特 Molly 广告

POP
NOODLES
MOLLY
CHICKEN

资料来源：Shopee，浦银国际

图表 24：泡泡玛特 Labubu 3.0

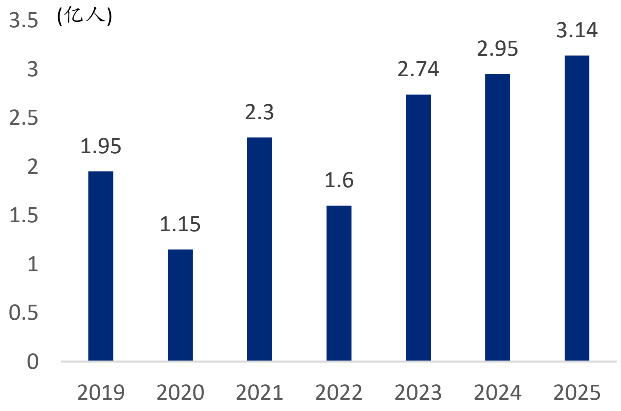
资料来源：南华早报，浦银国际

我们认为潮玩行业的市场需求相较传统消费行业在一定程度上对经济周期具有更大的防御性，因为许多消费者在经济不确定性中倾向于通过潮玩产品来寻求精神寄托和情绪的释放。因此，在经济大环境持续表现出较高不确定性的情况下，潮玩行业的市场需求和收入增速将持续强于整体消费行业。

2. 旅游补充能量

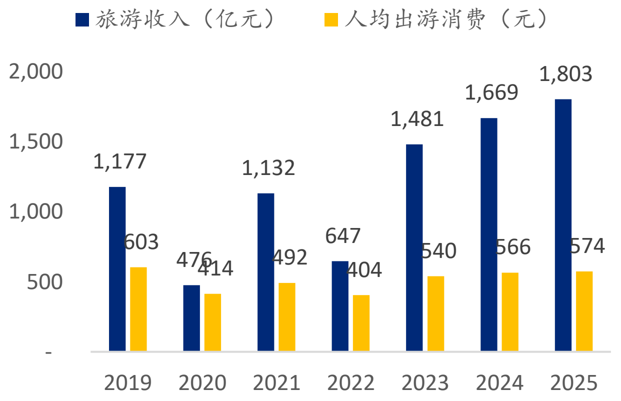
刚刚过去的“五一”长假的出行旅游带动各地的消费市场持续增长。根据文化和旅游部数据中心测算，“五一”期间全国国内出游人数达 3.14 亿人次，同比增长 6.4%，国内游客出游总花费同比增长 8%。

图表 25：“五一”期间国内旅游人数



资料来源：文旅部，浦银国际

图表 26：“五一”国内旅游收入及人均出游消费



资料来源：文旅部，浦银国际

同时随着年轻消费群体进入旅行大军，假期出行也出现新模式，包含“文化活动+旅行”、深度游、特种兵旅行等等。

消费者更愿意为体验、情绪价值买单。随着经济的持续发展，年轻一代的消费行为常常受到情绪主导。根据深蓝智库的调研，超 9 成的年轻消费者会为了一张演唱会、比赛等门票而奔赴一座城。在观看演唱会或比赛之余，年轻群体常选择参观当地的景区。又或者根据假期的长短，深入体验一座城市的烟火气，或者利用快节奏的打卡满足自身对于旅游的不同需求。

整体来看，当下的旅游消费呈现体验化、悦己化的特点。消费者需要有温度、有参与感的旅游体验，例如古城中的古装旅拍以及景区沉浸式体验，都给予游客更高的情绪链接。

图表 27：洛阳汉服旅拍

资料来源：河南省文旅厅，浦银国际

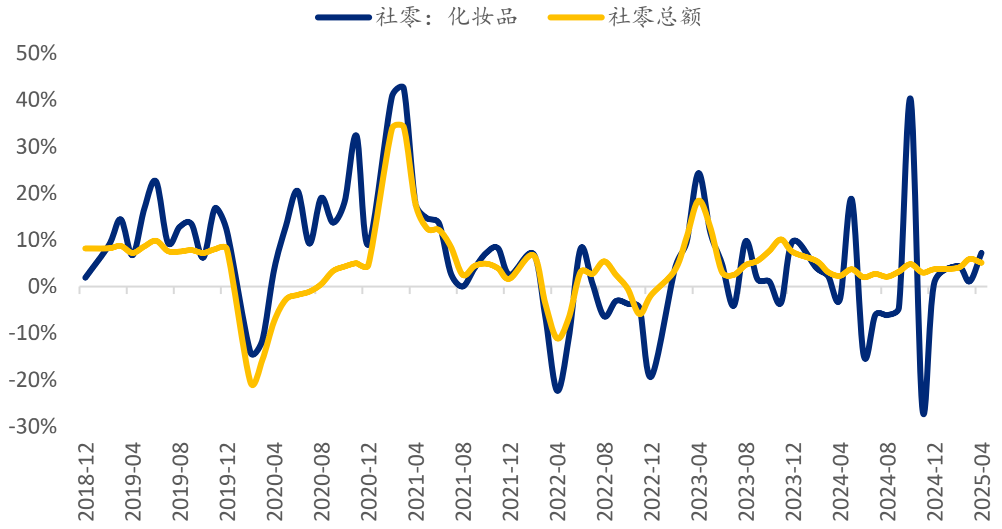
图表 28：山东临沂景区沉浸式抗战演出

资料来源：湖北日报，浦银国际

3. 护肤行业逐步回暖

消费者对于美的追求和不断增强的护肤意识，促进着中国化妆品行业行业的增长。根据国家统计局数据，化妆品商品销售额在 2025 年 1-4 月同比增长 4%，低于整体社零增幅（4.7%）。但进入 4 月，我们惊喜地看到化妆品在销售淡季同比增长 7.2%（超社零 5.1%的增幅），回暖信号逐步显现。

图表 29：社零及化妆品社零当月同比增长趋势



资料来源：公司数据、浦银国际

在对自身形象、皮肤健康的追求下，消费者通过对外形的雕琢，对自我更多的关注来达到自我奖励、解压的效果。而随着悦己消费的延伸，悦己主义消费品也从美妆和服饰搭配，延展至护肤产品、面膜等品类中，带动悦己消费规模的进一步增长。

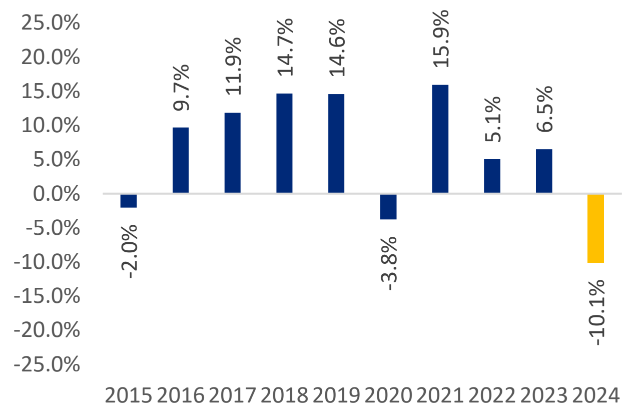
但我们必须指出的是，消费者对于悦己主义消费日趋理智。尽管过去几年中，国产护肤品品牌受益于消费降级以及国产替代的逻辑，但国际品牌重视消费者，仍拥有较强的消费者认可。我们认为这主要是由于：（1）国产品牌通过市场营销和促销建立品牌力，但同样策略的玩家众多，市场竞争加剧；（2）化妆品行业的降级和升级并存：消费者对于产品的性价比追求更甚，低价替代并不是长期竞争的道路，产品力是实力的体现。

（四）行业去库存有望进入尾声

当终端需求下降的时候，库存增加就会变成所有消费品公司不得不面对的棘手问题。我们看到不少消费板块的渠道库存自从2024年开始承受了较大的压力，不少企业短期有较大的清理库存的需求。

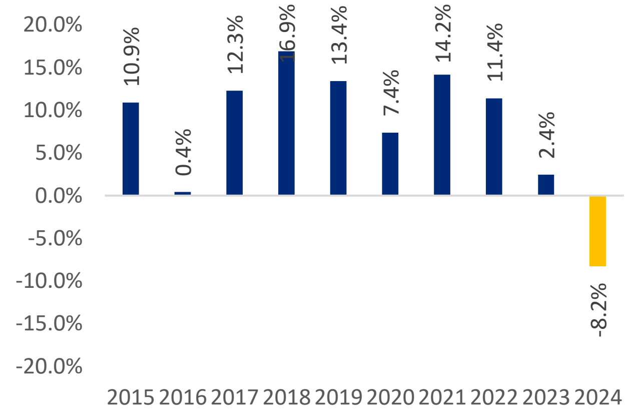
例如乳制品行业，由于2024年春节旺季期间的终端动销相较往年大幅放缓，导致乳制品行业一季度的渠道库存高企。为了保证渠道里产品的新鲜度，伊利与蒙牛等大型乳企不得不从2024年一季度末开始减少向渠道的发货来清理渠道库存。这也给伊利、蒙牛2024年上半年的收入带来较大的负面影响。

图表 30：蒙牛 2015-2024 收入同比增速



资料来源：公司数据、浦银国际

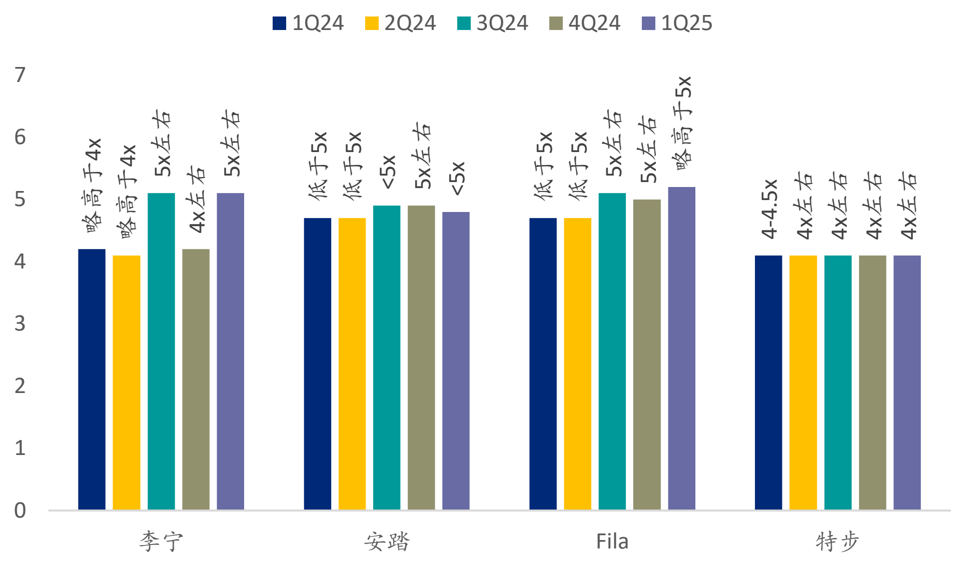
图表 31：伊利 2015-2024 收入同比增速



资料来源：公司数据、浦银国际

除了乳制品以外，运动服饰行业在2024年也承受了较高的库存压力。由于消费力下降令国际品牌的终端需求相较国产品牌更为疲弱，所以国际品牌零售商短期的库存压力比国产品牌更大。另外，中国啤酒企业在2H24与1H25也通过减少对渠道的发货，积极地清理渠道库存。

图表 32：各品牌渠道库销比



资料来源：公司资料、浦银国际

根据我们的调研，消费行业大规模清库存有望在今年 618 后基本告一段落。尽管部分消费品牌可能仍然面对较高的库存水平，但大部分消费品企业的库存水平已基本回到相对正常的水平。我们预测，进入到 2025 年下半年，各个消费赛道的库存压力环比有较大的缓解。

我们认为，在经历了痛苦的去库存后，大部分消费品企业在市场需求显著恢复之前都会采取较为谨慎的发货策略，并更加聚焦渠道库存的健康以及产品新鲜度的管理。健康的库存水平有望使消费品终端的零售折扣有所改善，行业竞争环境将在一定程度上得到改善。

（五）关税战无法阻止中国消费企业出海的脚步

在国内消费力尚待恢复、竞争环境内卷、部分区域市场需求趋于饱和的大环境下，向海外市场去寻求更广阔的发展前景成为众多中国消费品企业当前重要的发展策略之一。

然而，特朗普 2.0 下多变的关税政策无疑将给中国出口的前景蒙上一层阴影。虽然近期的中美日内瓦经贸会谈后，中美贸易战有所缓和（美国将对华关税从峰值的 145%降至 40%，而中国将对美加征关税从峰值 125%降至 10%），并在 5 月 12 日起的 90 天内暂缓实施加征关税措施，但中美贸易未来的发展路径依然存在着较大的不确定性。

尽管如此，中美贸易战并未阻断中国企业的出海之路，中国消费企业出海的热情反而愈发高涨。近两年绝大部分港股新上市的消费企业以及近期已经递交上市申请的消费企业都在招股说明书中将拓展海外业务（比如建立海外销售网络或供应链）作为重要的募资目的之一。

图表 33：消费企业招股书中的海外业务拓展计划

企业名称	海外业务拓展计划
沪上阿姨	**海外开店计划：**以审慎的态度进行全球扩张，充分考虑消费群体、当地文化、商业资源整合能力、法律法规环境等因素，并在东南亚的马来西亚及菲律宾、北美等地开设海外门店。 **优化会员管理制度以及扩张会员群体：**鉴于本公司于往绩记录期间注册会员群体的快速增长及中国现制茶饮行业的潜力，以及公司未来的海外扩张计划，计划持续优化及提升统一会员管理的能力，使其能够容纳十亿级的注册会员。
古茗	将考虑搭建供应链基础设施及扩展我们的平台，为海外门店网络提供支持。
蜜雪冰城	**公司将搭建国际供应链平台以支持海外业务的扩张。**公司计划在东南亚建立一个多功能供应链中心。蜜雪冰城是东南亚市场最大的现制茶饮品牌，并且持续致力于培育该市场，搭建具备生产能力的当地供应链中心对支持公司不断增长的当地业务具有重要意义。例如，当地生产设施可以利用东南亚现有的原材料（如热带水果）采购能力进行成本管理，并且与从中国生产基地运输相比能够更有效地实现食材对东南亚门店网络的触达。新的供应链中心预计将位于可以为公司运营表现强劲的国家提供有效支持的地点，同时考虑成本和劳动力供给等其他因素。该中心的能力和功能包括(i)针对例如水果产品和小料等食材的本地生产能力，并侧重使用当地采购的原材料，(ii)研发中心，(iii)数字化供应链运营，及(iv)培训设施。该中心将提升本地生产能力和成本效率，使公司能够顺应海外消费者需求和市场趋势，并有效支持公司的全球化战略。

布鲁可	公司计划扩大研发团队，增添产品设计人才（例如具有玩具或相关产品结构设计经验或熟悉各种设计软件的人才），及产品开发人才（例如具有IP玩具开发经验的人才），以及兼具产品研发和海外市场经验的国际化人才，以更好地支持海外业务的扩张。 销售与营销活动：公司计划在美国、欧洲国家以及新加坡、马来西亚及泰国等东南亚国家建立及增强海外业务。计划开展更多内容驱动的互联网营销活动，以更高效的触达和维系广大的全球消费者、粉丝和BFC群体，从而建立深入人心的品牌形象并占据消费者心智。此外，公司也将持续扩大国内外经销及直销渠道，对销售网络进行投资。公司也计划于不久将来在选定的主要城市开设数家旗舰店。特别是，公司计划于2025年在选定的一线城市开设一家旗舰店，并于2026年开设二至四家旗舰店。该等门店可作为实体接触点，让客户亲身体验我们的产品并提供实时反应及意见。此外，旗舰店创造了一个与忠实客户建立更牢固关系的空间，培养更深的小区意识。公司也计划招募和留存在销售及营销尤其是线下渠道和海外市场扩张方面拥有丰富经验的人员，以支持进一步高效拓展在中国（特别是下沉市场）的线下网点和海外销售网点的数量及覆盖区域，实现多元、好而不贵、体验极佳的产品在全球市场的销量增长。
美的集团	公司将结合自主资本开支、合资企业投资和收购等方式，在大型家电市场或欧洲、拉美、非洲、印度及东南亚等极具增长潜力的市场扩大产能，提升海外生产规模及质量，以满足当地客户对于我们智能家居业务和商业及工业解决方案的需求。公司预期拓展海外产能：随着生产产品的产能扩大，公司也会扩建零部件制造中心、原材料采购中心等，从而提高海外市场的本地化供应比例，进而提升供应链的稳定性和效率。 公司预期在未来一至五年将用于完善全球分销渠道和销售网络，以及提高自有品牌的海外销售：预期将用于在海外市场建立及增强我们的品牌及产品组合：扩大及升级全球销售网络。
老铺黄金	公司计划在中国内地以外地区开设约五家新门店，包括香港、澳门及新加坡，并逐步扩大于东京等亚洲市场其他城市的足迹，提高我们品牌的海外知名度。公司计划循序渐进地进行国际化进程，寻找认可中国传统文化并与中国一线城市消费模式相近的客户群体。 公司计划：在中国内地境外，(i)于2024年开设一家新门店；及(ii)于2025年开设四家新门店。每家新开设门店的预期建筑面积约为80平方米。
海天味业	公司计划在东南亚及欧洲等地区拓展海外经销渠道，并向该等地区的经销商提供更优质的产品及支持，以提高市场渗透率和客户参与度。通过设立本土化供应链，我们预期可提高我们的营运效率及对当地市场需求的响应速度，从而增强我们在海外市场的竞争力。包含扩展及升级全球销售网络，以加强我们的品牌及市场影响力、在海外市场打造品牌形象。
三只松鼠	在中国境外，我们计划在越南设立一个工厂，通过采购原材料和参与国际合作来利用我们的规模经济和成本优势。
霸王茶姬	公司致力于将CHAGEE打造成全球优质现制茶饮料品牌，将利用在东南亚取得的初步成功，在选定的海外市场寻求扩张机会。

资料来源：各公司招股书、浦银国际

我们认为，中国消费企业寻求向海外市场拓展在未来10年里都是大势所趋。同时，对于中国消费企业而言，只要战略清晰、战术得当，依然可以避开特朗普关税政策的影响，实现在海外市场的扩张。

1. 海外产能与供应链建设是出海的基础

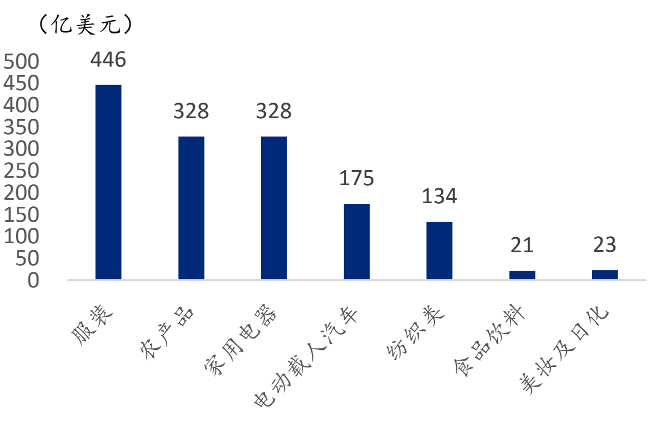
特朗普2.0的关税政策具有极大的不确定性，与美国之间存在贸易顺差的国家都有可能成为贸易战的袭击对象。虽然贸易战形势短期有所缓和，但后续战火重燃的可能性依然较大。

中国出口型（尤其是以美国为主要出口市场的）消费企业如果想要抵御贸易战带来的影响，首先需要在海外市场建立相对分散的产能以及供应链，从而分散贸易战带来的风险。比如说，部分消费品企业已经将供应链拓展至东南亚以外地区，包括墨西哥、印度等国家。

中国目前出海的终端消费品牌主要集中在食品饮料、服装饰品、美妆日化、电子产品及家电、新能源汽车及两轮车、生活方式与娱乐等六大类。其中，家电及新能源汽车是近年来出海势头最猛的两大品类。2024年1-10月，中国主要商品出口品类中，新能源汽车以及家电的出口额分别同比增长 17%和14%。

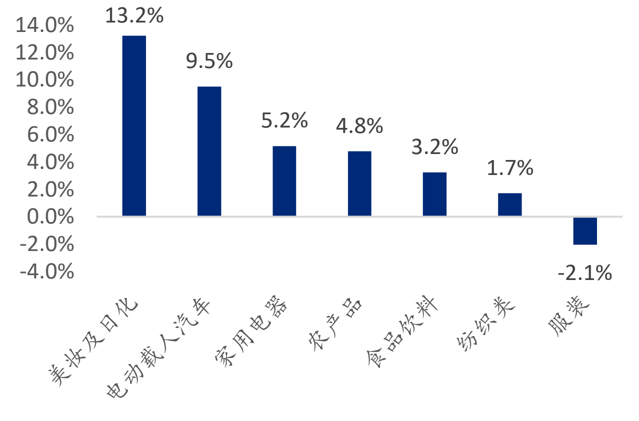
然而，电子产品、家电、新能源汽车等行业基本上都属于“中国制造”，也就是说这些行业的产能基本上都在国内，生产加工过程都在国内完成，而在海外并不具备成熟且完善的产能与供应链。因此，特朗普的关税政策对这些行业的出口可能会带来较大的负面影响。

图表 34：中国主要消费品品类2025年1-4月出口额



资料来源：同花顺、海关总署、浦银国际

图表 35：中国主要商品品类2025年1-4月出口额同比增长



资料来源：同花顺、海关总署、浦银国际

相反，对于大部分纺织品及服装生产加工企业来说，它们在海外（主要是东南亚）已经有相当完善的产能布局。拿申洲国际举例，其东南亚的产能（包括越南、柬埔寨、印尼的工厂）已经占到其总产能的60%左右。

另外，泡泡玛特在越南的合作工厂在2024年已经能满足其海外市场10%的订单需求，且这一比例在2025年将持续提升。而北美市场在2024占泡泡玛特整体海外收入的14.3%。目前泡泡玛特已经将大部分美国的订单转去越南工厂生产。同时，泡泡玛特也在寻求向其他国家或地区拓展其海外的产能与供应链，从而进一步分散贸易战可能带来的风险。

2. 品牌力和产品力是中国零售品牌出海的关键

如果中国消费品牌短期无法通过海外供应链的布局来规避关税的影响，那就不得不应对关税可能带来的影响。

大部分中国出口型消费品企业主要是以价格优势来抢占海外市场，在产品上并没有太大的优势。这类企业一旦选择涨价，就可能快速失去市场竞争力。因此，这类企业通常不得不自己消化关税带来的额外成本，导致海外业务的盈利水平大幅下降。

相反的，有些消费品企业具有较强的品牌力，产品在设计或功能性方面显著领先于同业竞品且具有较大的不可复制性，或是产品定位上与同类产品具有较大差异化。这些消费品企业的产品本身具有较高的产品溢价，能够通过涨价的方式将关税成本转嫁给终端的消费者。

拿泡泡玛特举例，凭借强大的IP运营和营销能力，泡泡玛特部分IP在全球范围具有非常大的影响力，并有能力收取较高的产品溢价。泡泡玛特旗下的知名IP Labubu已经在全球范围积累了强大的人气，受到众多年轻消费者的喜爱。这也解释了为什么泡泡玛特在美国涨价后，其1Q25在美国依然能录得接近900%的收入增长。

我们认为中美贸易战给中国消费企业出海提出更高的转型要求。展望未来，我们认为海外的供应链布局是中国品牌出海的基础，而更强的品牌知名度和更具竞争力的产品才是中国零售品牌出海的成败关键。

3. 东南亚才是中国零售品牌与餐饮企业出海的首选

由于美国是全世界最大的消费市场，所以美国自然成为很多“中国制造”企业出海的首选目的地之一。

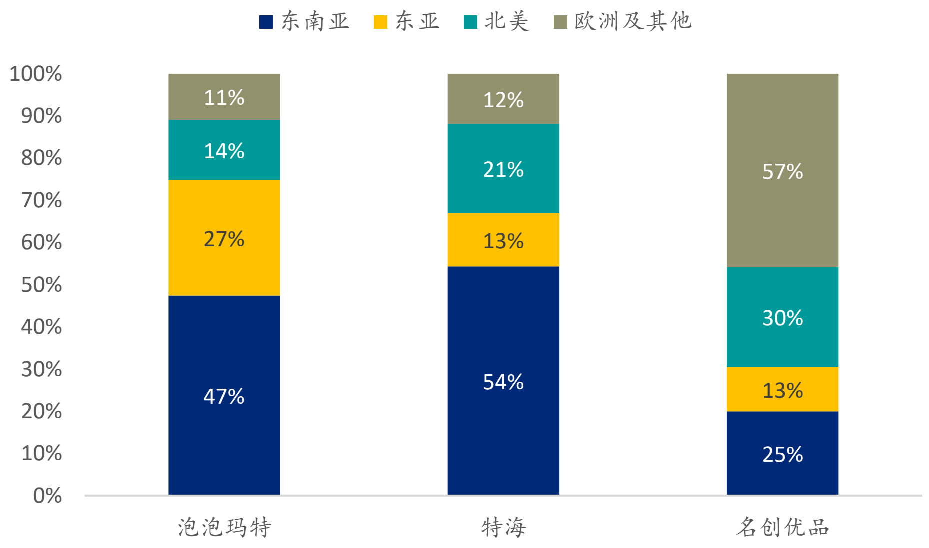
然而，对于中国零售品牌与餐饮企业而言，欧美市场通常不是它们出海的第一选择，主要原因包括：

- 欧美消费者对中国零售与餐饮品牌的认同度不高；
- 欧美消费者与中国消费者在产品偏好和消费体验上可能存在较大的差异，需要更强的本土化策略；
- 零售与餐饮出海除了渠道以外还涉及到终端门店的布局，而欧美较高的人工以及租金费用都可能使企业望而却步。

就我们的观察，中国零售品牌与餐饮企业出海的第一站，通常会选择距离更近的东南亚以及日韩。这样选择最根本的原因还是我们与东南亚以及日韩消费者在文化以及消费习惯上更相近一些。

与“中国制造”较长的发展历史不同，中国零售与餐饮品牌以自营的形式积极主动寻求出海只是近几年才开始的。因此，在它们的海外业务中，欧美市场占其海外收入的比例相对有限。因此，我们认为特朗普 2.0 之后针对中国的关税政策对中国零售与餐饮品牌出海的影响也相对有限。

图表 36：泡泡玛特、特海、名创优品等企业海外收入按地区分布，2024



资料来源：公司数据、浦银国际估算

图表 37：消费行业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值（百万美元）	PE (x)			EPS growth (%)			EV/EBITDA (%)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
运动服饰												
2020.HK Equity	安踏体育	99.6	35,659	18.1	16.1	14.4	-11.1	12.8	11.5	10.8	9.8	8.8
2331.HK Equity	李宁	15.5	5,110	13.3	11.8	10.7	-10.7	12.1	10.7	6.0	5.5	5.0
2313.HK Equity	申洲国际	59.3	11,359	11.9	10.7	10.7	5.6	11.2	13.0	7.6	6.9	6.1
6110.HK Equity	滔搏	2.9	2,286	13.4	9.9	9.0	-17.7	35.8	9.2	5.8	5.2	4.7
1368.HK Equity	特步国际	6.2	2,208	10.7	9.7	8.9	7.4	10.6	9.0	6.6	6.1	5.6
3813.HK Equity	宝胜国际	0.5	340	4.5	4.1	3.6	2.4	11.3	13.0	1.2	1.2	1.1
1361.HK Equity	３６１度	4.5	1,173	6.3	5.5	4.9	13.8	13.0	12.0	2.8	2.5	2.4
平均值				**15.7**	**13.9**	**12.7**				**9.2**	**8.3**	**7.5**
啤酒												
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	14,255	17.5	16.1	14.8	2.6	8.3	9.2	6.1	5.7	5.4
291.HK Equity	华润啤酒	25.8	10,675	13.8	12.6	11.5	14.1	10.0	9.0	8.0	7.4	6.9
600600.CH Equity	青岛啤酒	75.2	12,074	21.3	19.8	18.5	9.9	7.4	7.0	9.7	9.0	8.5
168.HK Equity	青岛啤酒	55.7	12,074	14.4	13.3	12.3	9.3	8.2	7.9	9.8	9.1	8.5
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.7	3,950	21.7	20.4	19.7	16.1	6.3	3.9	7.3	6.9	6.5
000729.CH Equity	燕京啤酒	14.1	5,539	28.6	23.9	20.6	32.0	20.0	15.8	13.8	12.0	10.5
平均值				**18.3**	**16.7**	**15.3**				**8.8**	**8.1**	**7.5**
白酒												
600519.CH Equity	贵州茅台	1,540.0	269,229	20.3	18.6	17.1	9.5	9.5	8.5	14.4	13.2	12.1
000858.CH Equity	五粮液	127.3	68,778	14.7	13.8	12.8	5.2	7.0	7.5	8.1	7.6	7.1
600809.CH Equity	山西汾酒	187.8	31,882	16.6	14.8	13.6	11.1	11.6	9.1	11.9	10.6	9.7
000568.CH Equity	泸州老窖	119.1	24,396	12.4	11.6	10.7	2.7	7.2	7.8	7.8	7.3	6.7
002304.CH Equity	洋河股份	66.0	13,843	14.9	14.3	15.2	-0.5	4.6	-6.0	8.0	7.5	7.8
000596.CH Equity	古井贡酒	154.1	10,600	12.8	11.4	10.1	12.6	12.1	12.9	6.6	5.9	5.1
000799.CH Equity	酒鬼酒	42.7	1,930	101.5	61.8	55.6	978.1	64.3	11.2	66.8	39.9	35.2
603369.CH Equity	今世缘	44.5	7,728	14.8	13.5	12.1	9.0	9.7	11.3	9.3	8.3	7.5
000860.CH Equity	顺鑫农业	6.5	2,818	12.8	11.3	9.5	N/A	14.2	18.6	6.3	5.5	4.4
平均值				**18.6**	**16.9**	**15.6**				**12.6**	**11.4**	**10.5**
奶粉												
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.1	7,066	12.7	11.8	11.2	12.6	7.7	5.5	7.1	6.7	6.4
1112.HK Equity	H&H国际控股	12.8	1,054	13.3	10.3	8.7	3.6	30.0	18.5	7.7	7.0	6.7
1717.HK Equity	澳优	2.0	445	10.5	9.1	8.0	28.2	15.9	13.2	5.7	5.3	5.0
平均值				**12.7**	**11.5**	**10.7**				**7.1**	**6.6**	**6.3**
乳制品												
600887.CH Equity	伊利股份	30.4	26,770	17.2	15.7	15.0	32.6	9.9	4.5	12.6	11.7	11.1
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.9	8,940	12.3	10.8	9.8	4,766.7	13.5	10.3	7.8	7.2	6.8
600597.CH Equity	光明乳业	8.7	1,661	19.3	18.1	17.0	-13.5	6.7	6.3	7.9	7.4	7.1
600882.CH Equity	妙可蓝多	28.8	2,055	66.2	47.4	34.4	92.5	39.8	37.8	25.6	21.5	17.4
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	1,090	24.4	9.7	7.5	122.7	151.2	30.1	6.9	6.3	6.0
9858.HK Equity	优然牧业	2.5	1,261	21.3	8.5	6.5	163.3	150.0	31.6	7.7	6.8	6.2
平均值				**19.0**	**15.9**	**14.5**				**11.8**	**10.8**	**10.0**
软饮料												
9633.HK Equity	农夫山泉	39.5	56,656	28.6	25.4	22.7	15.0	12.7	11.9	19.2	17.2	15.5
322.HK Equity	康师傅控股	13.6	9,747	15.9	14.6	13.4	11.9	8.9	9.0	7.6	7.2	6.8
220.HK Equity	统一企业中国	10.4	5,707	18.5	16.9	15.4	17.7	9.5	9.6	9.6	8.9	8.3
平均值				**26.1**	**23.3**	**20.9**				**16.9**	**15.2**	**13.8**
肉制品												
000895.CH Equity	双汇发展	24.4	11,741	16.3	15.5	14.9	4.2	5.1	3.6	10.3	9.9	9.6
288.HK Equity	万洲国际	7.1	11,651	8.1	8.0	7.9	-9.2	0.9	0.9	4.7	4.5	4.6
平均值				**12.2**	**11.8**	**11.4**				**7.5**	**7.2**	**7.1**
调味品												
603288.CH Equity	海天味业	44.6	34,538	35.0	31.3	28.8	11.6	11.6	8.8	25.1	22.6	20.7
300999.CH Equity	金龙鱼	30.6	23,096	44.4	33.9	30.7	48.9	31.1	10.5	22.0	18.1	15.6
1579.HK Equity	颐海国际	13.8	1,830	14.7	13.3	12.1	11.2	10.9	10.1	8.2	7.5	6.9
600872.CH Equity	中炬高新	19.0	2,071	16.7	15.0	13.2	-2.1	11.5	13.1	10.2	9.3	8.6
002507.CH Equity	涪陵榨菜	13.6	2,182	18.0	16.9	16.1	9.6	6.6	4.6	8.8	8.3	8.1
600305.CH Equity	恒顺醋业	8.1	1,249	48.0	42.9	35.8	40.0	11.9	19.7	23.3	20.5	18.8
603027.CH Equity	千禾味业	11.9	1,708	21.6	19.1	17.0	9.5	13.5	12.0	13.9	12.8	11.6
平均值				**36.5**	**30.6**	**27.9**				**22.3**	**19.5**	**17.5**

（接下页…）

（接上页…）

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 （百万美元）	PE (x)			EPS growth (%)			EV/EBITDA (%)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
休闲食品												
151.HK Equity	中国旺旺	5.2	7,828	13.2	12.7	11.8	4.9	4.1	7.3	35.4	70.4	7.7
603517.CH Equity	绝味食品	16.8	1,413	20.8	18.3	17.3	119.7	13.9	5.5	8.7	8.1	8.8
002557.CH Equity	洽洽食品	23.3	1,642	14.3	11.7	12.2	-3.6	21.9	-3.8	9.3	7.6	7.2
1458.HK Equity	周黑鸭	2.6	724	35.1	29.5	25.7	72.5	18.8	14.6	8.9	8.2	7.7
603719.CH Equity	良品铺子	13.4	747	66.7	30.0	35.7	265.0	122.2	-15.9	80.1	43.9	33.2
平均值				**18.7**	**15.2**	**14.8**				**30.0**	**49.7**	**9.3**
新零售												
9992.HK Equity	泡泡玛特	225.0	38,537	44.2	31.9	25.3	77.5	38.3	26.0	29.5	21.7	17.7
MNSO.US Equity	名创优品	17.5	5,481	13.8	10.9	9.1	5.3	26.3	19.3	8.0	6.6	5.6
6683.HK Equity	巨星传奇	5.1	560	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6181.HK Equity	老铺黄金	900.0	19,820	36.3	25.8	19.9	133.8	40.8	29.7	27.4	19.7	15.2
平均值				**40.4**	**29.3**	**23.3**				**26.9**	**19.8**	**16.2**
传统商超零售												
601933.CH Equity	永辉超市	5.1	6,391	N/A	75.2	46.8	87.5	430.0	60.6	32.8	21.4	18.5
6808.HK Equity	高鑫零售	2.3	2,774	32.1	22.1	17.2	296.4	45.6	28.3	3.5	3.4	3.1
平均值				**32.1**	**59.1**	**37.8**				**24.0**	**15.9**	**13.8**
零售餐饮												
YUMC.US Equity	百胜中国	44.8	16,696	17.7	15.6	13.9	8.8	12.8	12.2	8.7	8.1	7.5
9987.HK Equity	百胜中国	348.0	16,551	17.4	15.4	13.7	8.8	12.8	12.2	8.6	8.0	7.4
6862.HK Equity	海底捞	15.3	10,877	14.4	13.2	12.1	9.4	9.7	8.6	7.8	7.4	7.0
9658.HK Equity	特海国际	15.6	1,297	30.0	23.7	19.6	70.0	26.5	20.9	8.7	7.5	7.2
HDL.US Equity	特海国际	19.9	1,291	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
9922.HK Equity	九毛九	2.5	442	18.3	12.4	9.8	49.5	48.4	26.0	4.7	4.0	3.5
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	270	N/A	375.9	14.5	83.8	103.4	2,500.0	9.3	6.6	3.6
520.HK Equity	呷哺呷哺	0.7	90	N/A	N/A	24.4	51.4	42.2	122.2	2.4	2.3	1.7
9869.HK Equity	海伦司	1.6	265	5.6	9.2	8.6	229.7	-38.9	6.3	3.7	20.3	N/A
603345.CH Equity	安井食品	83.3	3,401	15.0	13.7	14.0	9.8	9.6	-2.3	7.2	6.5	7.0
001215.CH Equity	千味央厨	28.3	383	24.4	21.4	23.3	32.3	13.8	-7.9	9.2	8.3	9.1
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	32.4	9,165	150.7	117.8	41.9	-85.0	28.0	181.0	11.2	9.2	7.7
SBUX.US Equity	星巴克	84.1	95,514	34.3	28.0	23.3	-25.9	22.5	19.9	18.8	16.2	14.2
THCH.US Equity	Tim Horton 中国	2.8	89	N/A	N/A	N/A	N/A	24.8	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				**35.6**	**29.8**	**21.3**				**14.9**	**13.0**	**11.5**
旅游酒店												
600754.CH Equity	锦江酒店	23.3	3,187	21.4	17.8	16.6	25.2	20.0	7.3	10.5	9.2	9.1
600258.CH Equity	首旅酒店	14.8	2,305	18.4	16.2	14.0	10.0	13.6	16.0	9.6	8.9	8.0
ATAT.US Equity	亚朵生活	31.9	4,407	23.7	18.6	17.4	208.8	27.2	6.9	12.2	9.9	8.2
1179.HK Equity	华住集团	28.2	11,039	18.7	16.1	14.6	N/A	15.7	10.3	10.1	9.1	8.4
HTHT.US Equity	华住集团	35.9	11,031	18.7	16.2	14.7	18.2	15.8	10.3	10.1	9.1	8.4
45.HK Equity	大酒店	5.4	1,150	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
69.HK Equity	香格里拉（亚洲）	4.5	2,035	12.3	10.6	9.1	2.2	15.2	17.0	14.6	13.9	12.9
平均值				**19.2**	**16.3**	**14.8**				**10.7**	**9.5**	**8.7**
家电												
000333.CH Equity	美的集团	79.0	83,938	14.0	12.8	11.8	4.1	9.1	8.9	11.2	10.3	9.4
000651.CH Equity	格力电器	46.1	35,906	7.6	7.2	6.9	5.1	4.9	5.2	5.3	5.1	4.9
6690.HK Equity	海尔智家	23.5	31,235	9.4	8.6	7.8	9.7	10.0	9.2	7.7	7.1	6.6
600690.CH Equity	海尔智家	25.4	31,235	11.2	10.2	9.2	10.9	10.5	9.8	7.6	7.0	6.5
921.HK Equity	海信家电	26.8	5,226	8.7	7.7	6.9	11.7	12.2	11.4	5.4	4.9	4.4
平均值				**11.4**	**10.5**	**9.6**				**8.7**	**8.1**	**7.5**
化妆品												
YSG.US Equity	逸仙控股有限公司	5.4	567	28.6	10.7	7.8	208.3	168.5	36.9	18.0	8.4	N/A
600315.CH Equity	上海家化	23.9	2,231	45.8	35.5	21.8	141.9	29.0	62.6	26.1	21.8	19.4
603605.CH Equity	珀莱雅	90.5	4,991	19.2	16.4	14.5	17.9	17.2	12.8	13.3	11.7	10.4
688363.CH Equity	华熙生物	50.6	3,392	47.5	36.4	29.2	194.7	30.6	24.5	25.1	21.0	16.7
300957.CH Equity	贝泰妮	45.0	2,655	25.4	21.3	19.2	44.8	19.6	10.4	16.6	14.2	12.9
2367.HK Equity	巨子生物	68.1	9,294	25.9	20.9	17.2	16.6	24.0	21.6	20.7	16.6	13.6
2145.HK Equity	上美股份	66.9	1,816	15.2	11.7	9.5	88.6	30.0	23.2	11.8	9.4	7.7
平均值				**29.5**	**23.4**	**18.8**				**19.8**	**16.2**	**13.9**
个人以及家庭护理												
1044.HK Equity	恒安国际	21.9	3,238	9.9	9.3	9.0	-1.8	5.7	4.3	5.6	5.4	5.1
002511.CH Equity	中顺洁柔	7.3	1,308	34.0	28.1	27.3	253.3	21.2	2.7	14.2	12.6	10.2
平均值				**16.8**	**14.7**	**14.2**				**8.1**	**7.4**	**6.5**

注：截至 2025 年 5 月 29 日收盘价

资料来源：Bloomberg，浦银国际

重点消费行业 2025 年中期展望

运动服饰行业：需求弱复苏，消费分级明显

我们认为中国运动服饰行业在 2025 年上半年继续呈现出弱复苏的态势，整体基本延续了 2024 年的趋势，包括：

（1） 线下客流依然承压，促销力度较大；
（2） 线上流水增长在抖音等新兴渠道的驱动下优于线下的表现；
（3） 需求疲弱导致行业整体的库存水平依然较高，折扣水平依然较深；
（4） 基于消费者更理性的消费心理，具有更高性价比的国产品牌整体表现优于国际品牌。

图表 38：主要运动服饰品牌 1Q23-1Q25 零售流水表现

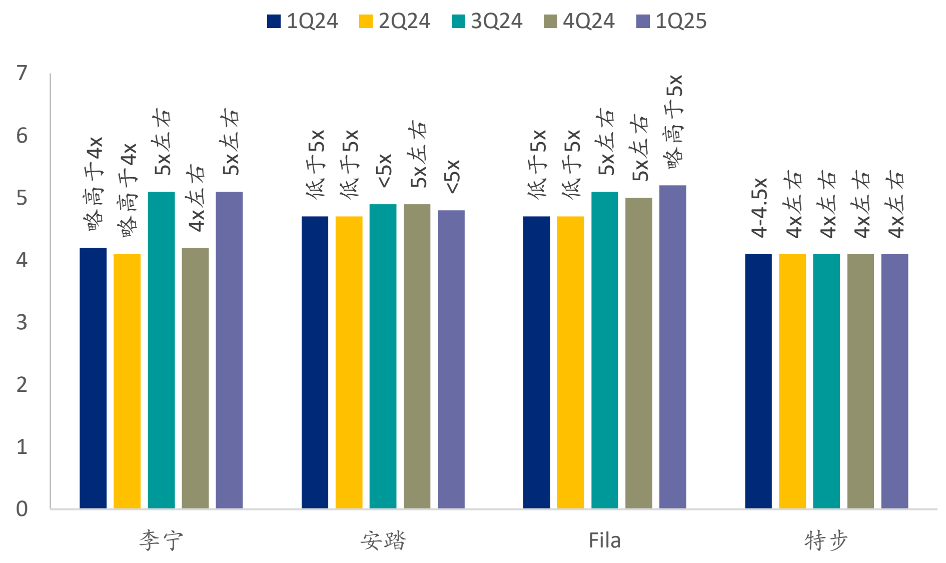
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
李宁	▲增长 中单位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 中单位数	▲增长 10-20%低段	▲增长 低单位数	▼下降 低单位数	▼下降 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数
安踏品牌	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▼下降 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数
安踏：Fila	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▼下降 10-20%低段	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 低单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数
特步	▲增长 约 20%	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%高段	▲增长 高于 30%	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 10%	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数
361 度	▲增长 10-20%低段	▲增长 10-20%低段	▲增长 15%	▲增长 >20%	▲增长 10-20%高段	▲增长 约 10%	▲增长 约 10%	▲增长 约 10%	▲增长 10%-15%

资料来源：公司数据、浦银国际

分阶段来看，运动服饰行业今年 1-2 月在春节长假的刺激下录得较好的收入增长，但春节长假以后销售趋势明显减弱。进入 4 月后，在较弱的消费情绪以及不利的天气影响下，国际品牌的流水录得同比下滑，国产品牌的流水增速也有所放缓。更多消费者倾向于集中在假期或大促时段进行消费也是导致 4 月消费疲弱的原因之一。在长假促销以及 618 大促提前开始的帮助下，我们预计 5 月运动服饰行业整体的流水表现将出现较大的恢复。

进入2025年下半年，我们认为运动服饰行业的渠道库存将基本回到相对正常的水平，各个品牌的促销力度有望环比减小。另外，我们预计主要品牌将在下半年纷纷推出新产品，因此新产品的销售占比有望提升。因此，我们判断2025年下半年的行业零售折扣有望同比保持稳定或小幅改善。

图表 39：各品牌渠道库销比



资料来源：公司资料、浦银国际

新的消费环境也催生出新的消费趋势，比如：

（1） 消费场景更加全域化和多样化；
（2） 消费者更加注重消费体验和情绪价值；
（3） 消费需求两极化明显。

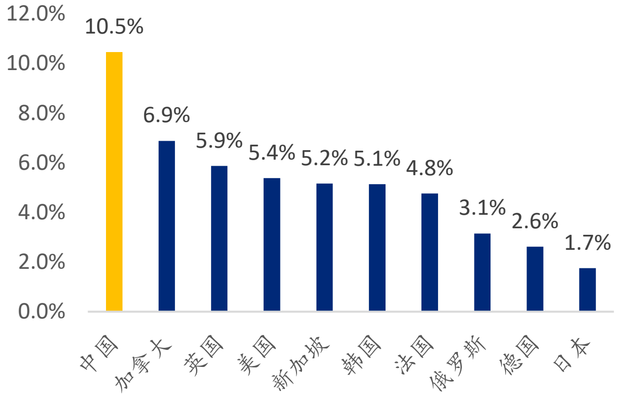
尤其值得注意的是，虽然整体来看市场需求依然较为乏力，但对于一些强调产品功能性的垂类细分赛道（比如户外、瑜伽、专业跑步、网球、高尔夫等），消费者的需求依然在持续高端化。

拿户外赛道举例，安踏收购的Amer Sports旗下的高端户外品牌始祖鸟和萨洛蒙过去几年在中国录得极高的销售增长，而安踏自己的高端户外品牌Kolon也录得较高的流水增长。

看到这一趋势后，不少运动服饰玩家开始布局高端小众垂类运动鞋服赛道。继牵手加拿大专业跑鞋品牌 Norda 之后，中国最大的运动服饰零售商滔搏也在近期与挪威顶级户外品牌 Norrøna 以及英国顶尖跑步品牌 Soar 达成合作，成为它们在中国市场的独家营运合作伙伴。

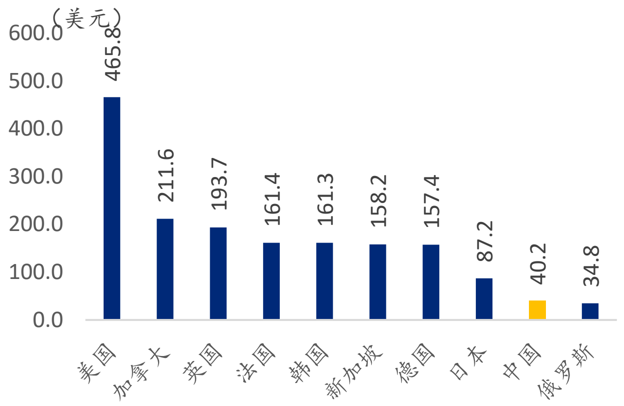
长期来看，中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比仍处于比较低的水平。这也表明中国消费者对运动服饰的需求未来还有较大的上升空间。

图表 40：各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2024 复合增长率



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 41：不同国家或地区运动服饰人均消费对比，2024



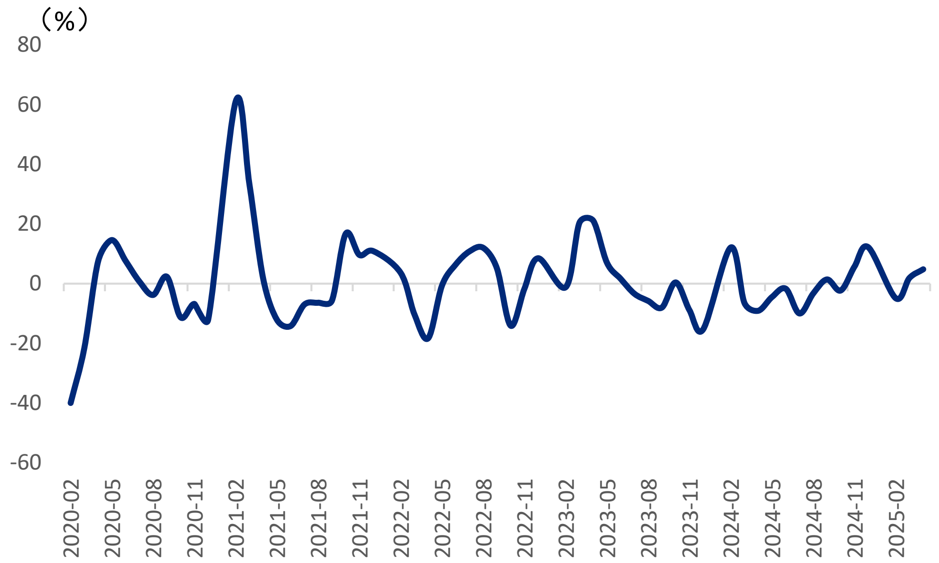
资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们长期看好那些致力于强化品牌力、优化产品品质、聚焦产品创新且重视渠道库存管理的国内龙头运动服饰企业。我们维持**安踏（2020.HK）**、**滔搏（6110.HK）**、**宝胜（3813.HK）**的**“买入”**评级，以及**李宁（2331.HK）**的**“持有”**评级。

啤酒行业：短期高端化受阻，长期消费场景多样化

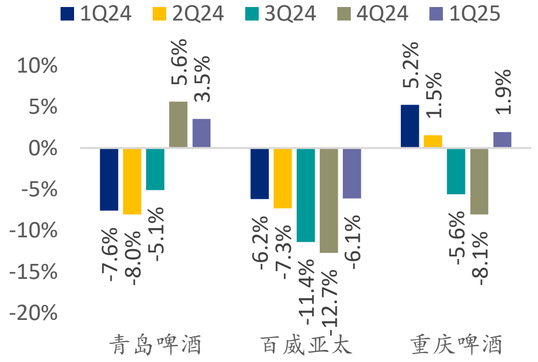
2025 年以来，中国啤酒行业的销量同比有小幅的反弹。除百威亚太由于清库存导致销量大跌，其他玩家1Q25的销量基本录得同比正增长。然而，主要啤酒玩家的单吨价格短期依然承压，并在1Q25录得不同程度的同比下滑。

图表 42：啤酒行业产量同比增长



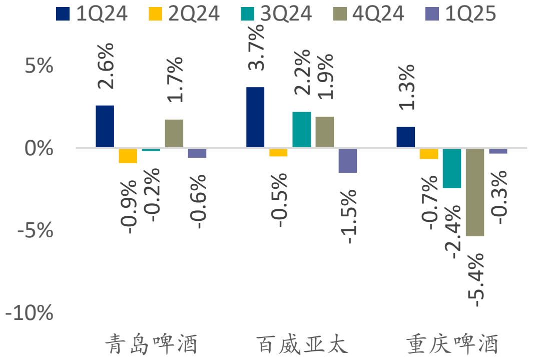
资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 43：各啤酒玩家销量表现



资料来源：公司数据、浦银国际

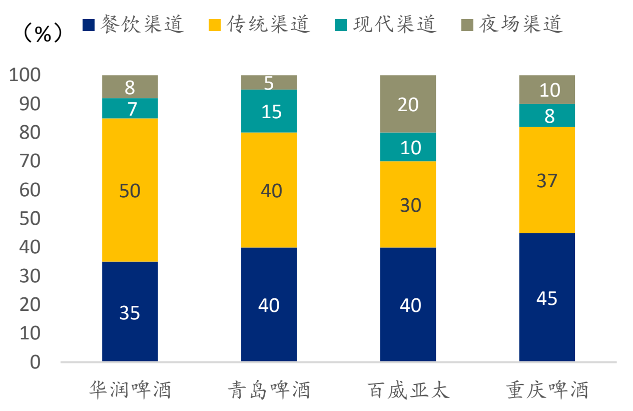
图表 44：各啤酒玩家吨价表现



资料来源：公司数据、浦银国际

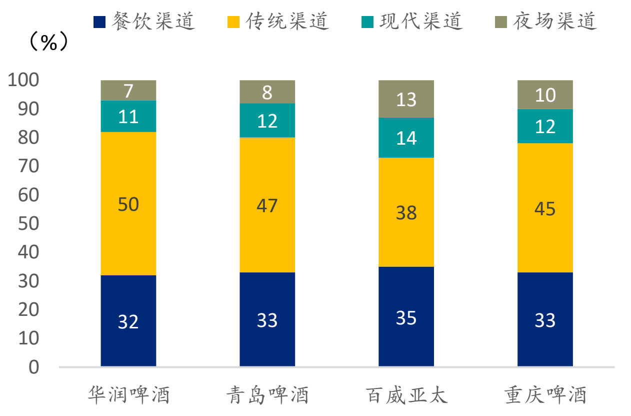
我们认为，啤酒行业短期销售单价承压，主要是由于消费力下降很大程度上打击了现饮渠道的客流和销量，导致行业整体的渠道结构发生变化。餐饮以及夜场渠道客流下滑给高端及超高端产品的销售带来较大负面影响，导致中国啤酒行业产品结构升级短期面对较大的挑战。

图表 45：主要啤酒玩家各渠道的销量占比（疫情前）



资料来源：公司数据、浦银国际估算

图表 46：主要啤酒玩家各渠道的销量占比（疫情后）



资料来源：公司数据、浦银国际估算

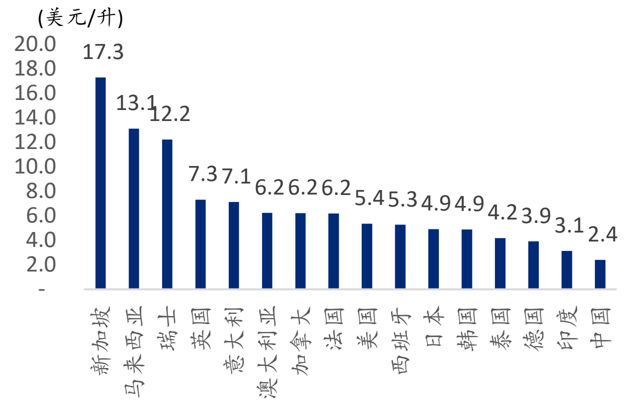
在消费力不足，现饮渠道面临挑战的情况下，主要啤酒企业开始积极调整策略来迎合当下的消费趋势，包括：

（1） 聚焦非现饮渠道的产品结构升级，将更多的高端以及超高端产品引入家庭消费场景；
（2） 聚焦次高端产品开发和营销，来迎合大众消费者从主流产品向次高端产品升级的消费需求；
（3） 继续通过小瓶化以及提升产品罐化率来实现产品结构优化。

我们认为，中国啤酒行业长期的高端化趋势与中国消费者的消费力以及消费意愿成正相关。总体来看，中国啤酒行业当前的平均销售价格相较发达市场依然处于较低的水平。尤其在中国较大的城市，啤酒依然有非常大的高端化空间。

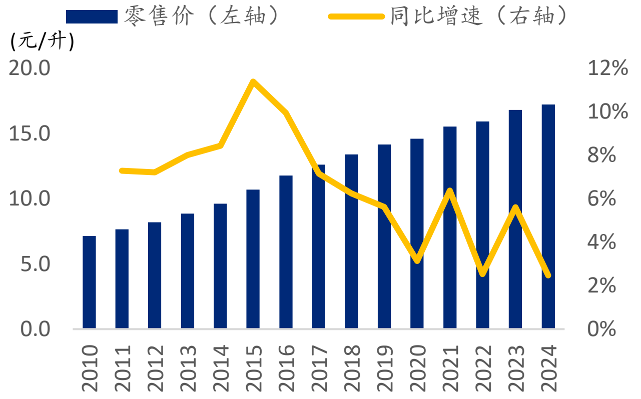
中长期来看，消费场景多元化与消费需求细分化将会是中国啤酒行业面临的重要趋势。这一方面需要啤酒企业本身拥有丰富品牌组合和产品矩阵来覆盖不同的价格带，另外也需要啤酒品牌具有较强的产品创新能力，开发出不同类型（比如低度酒、零度酒、低热量啤酒）、不同口味（比如果味啤酒）、不同包装的产品来满足不同人群在不同消费场景下的需求。

图表 47：各国啤酒零售价格比较，2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

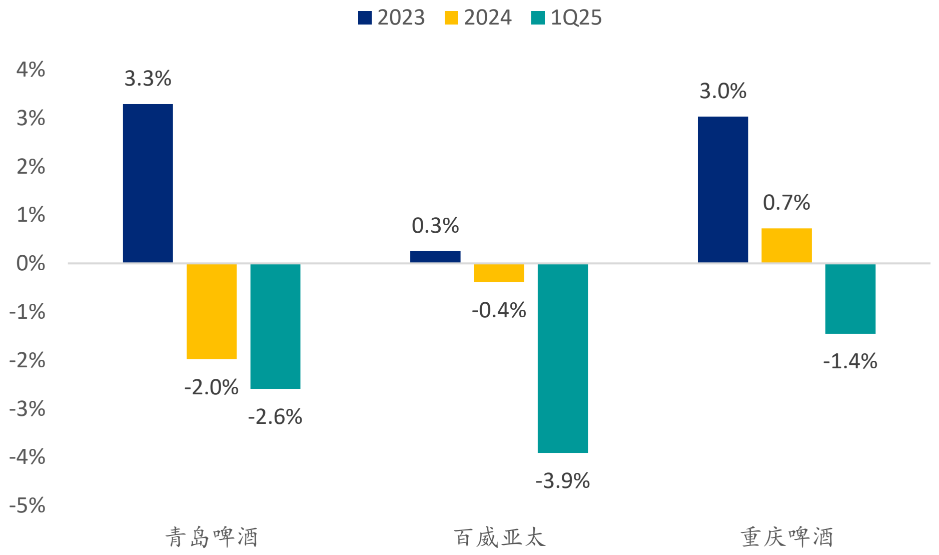
图表 48：中国啤酒单吨零售价以及同比增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

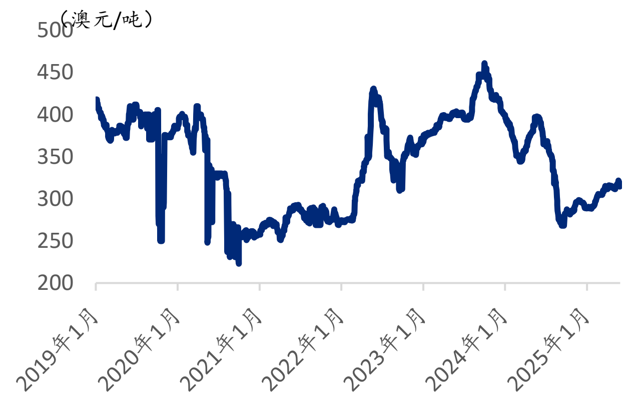
从成本端来看，各啤酒玩家1Q25的单吨成本基本同比稳中有降。展望2025年下半年，我们认为原材料价格的压力依然不大，甚至对主要玩家的毛利率有正向的贡献。另外，啤酒企业将积极开拓大麦的采购来源，同时继续通过优化自身的生产效率来降低生产成本。

图表 49：各啤酒玩家单吨成本同比变化，2023-1Q25



资料来源：公司数据、浦银国际

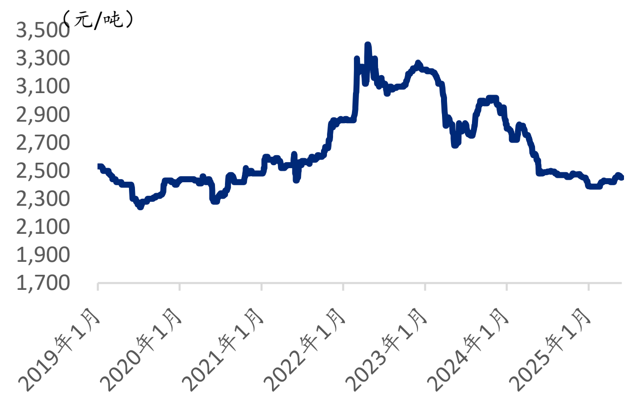
图表 50：澳洲大麦价格走势



注：截至 2025 年 5 月 29 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

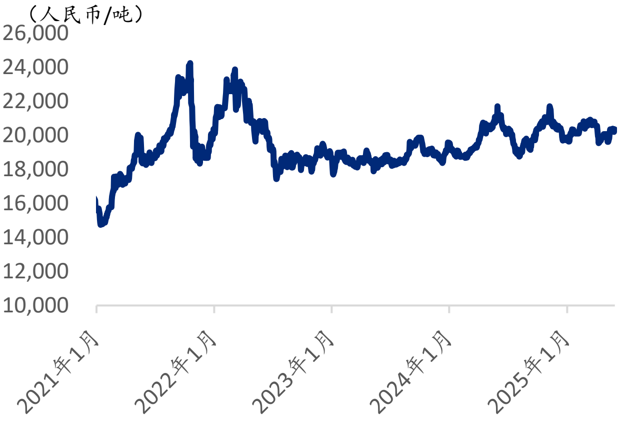
图表 51：中国小麦价格走势



注：截至 2025 年 5 月 29 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

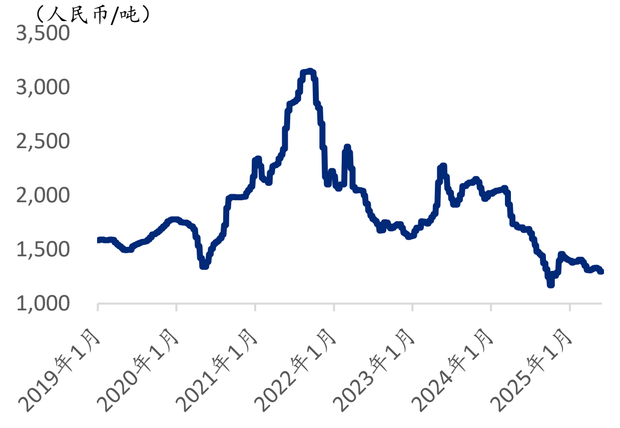
图表 52：中国长江铝价格走势



注：截至 2025 年 5 月 29 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53：中国玻璃价格指数



注：截至 2025 年 5 月 29 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

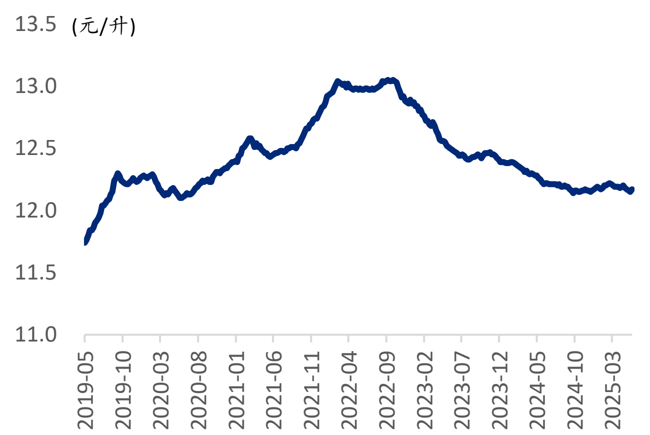
我们维持华润啤酒（291.HK）、重庆啤酒（600132.CH）、青岛啤酒 H 股（168.HK）“买入”评级，青岛啤酒 A 股（600600.CH）和百威亚太（1876.HK）“持有”评级。

液态奶行业：上游正积极去产能，有望达到供需平衡

疫情期间，在媒体的宣传下，消费者提升免疫力的诉求大幅推动了牛奶的销量，短期内透支了市场对乳制品的需求。然而，随着疫情结束，消费者对牛奶的需求降温，再叠加消费力的下降，中国乳制品行业的终端需求从 2024 年开始面临较大的挑战。

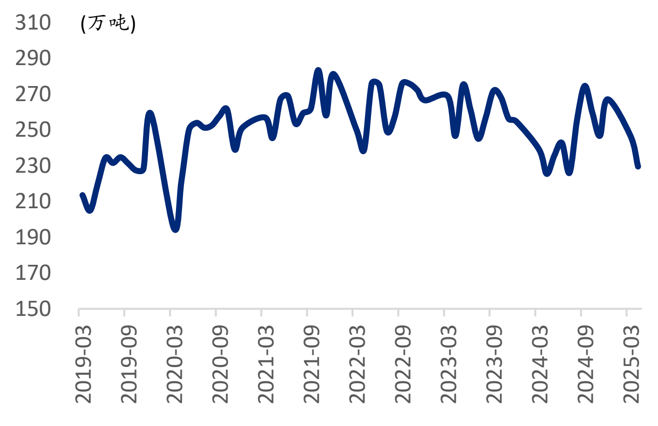
回看 2025 年上半年，液态奶整体市场需求依然较弱。根据我们的调研，两大乳制品企业伊利与蒙牛的终端液态奶动销依然录得同比下滑。具体来看，蒙牛 1Q25 终端销售同比下滑幅度大于伊利。

图表 54：中国牛奶零售价



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 55：中国乳制品当月产量

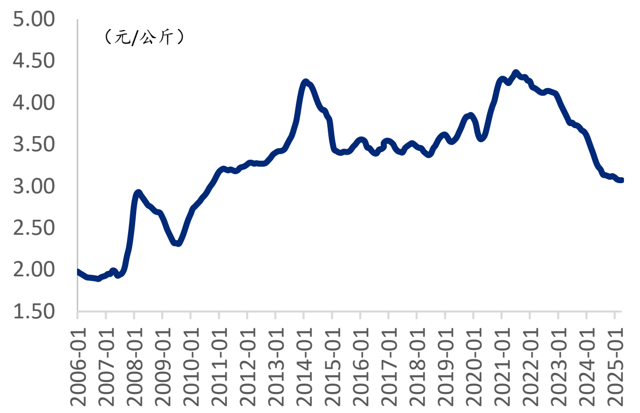


资料来源：Bloomberg、浦银国际

尽管需求端尚待恢复，但经过 2024 年痛苦的清库存以后，液态奶行业整体的渠道库存已回到相对正常的水平。与此同时，上游牧场从 2024 年年中就已经开始积极的进行淘牛，减少上游供给端的原奶供应。这使得 2025 年上半年的原奶价格跌幅收窄并逐渐趋于稳定，液态奶行业整体的供需关系逐渐回到相对平衡的状态。

基于当前的发展，市场普遍预期原奶价格将在 2025 年下半年（我们预计接近年终）企稳反弹。随着原奶价格的触底反弹，小型玩家的利润率水平将被挤占，促销空间将有所减小，这将有利于行业竞争格局的改善，同时利好伊利与蒙牛等大型乳企重夺市场份额。原奶价格回升也将降低伊利、蒙牛等大型乳企喷粉的规模，降低库存减值的风险。

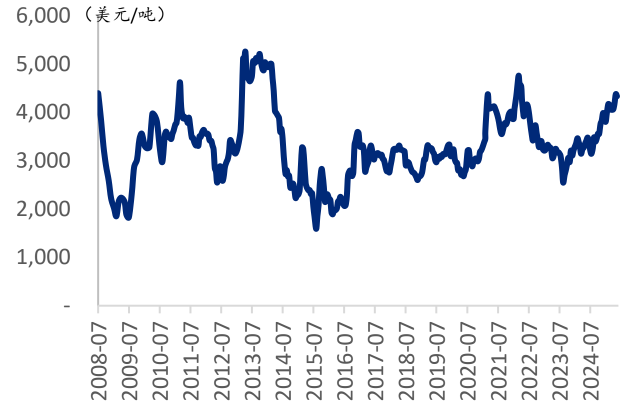
图表 56：中国原奶价格走势



注：截至 2025 年 5 月

资料来源：Wind、农业农村部、浦银国际

图表 57：新西兰恒天然全脂大包粉价格走势



注：截至 2025 年 5 月

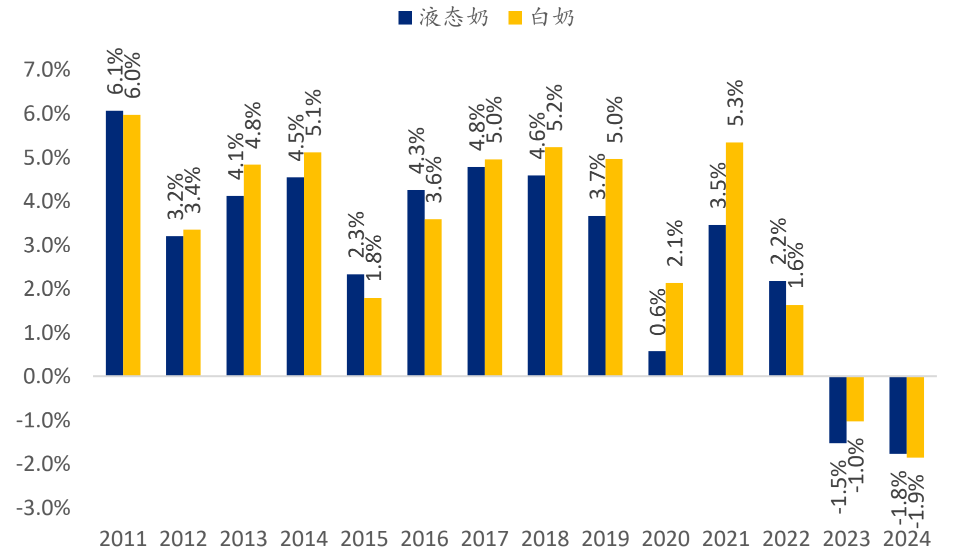
资料来源：Fonterra、浦银国际

根据我们的观察，液态奶行业正面临以下消费趋势变化：

（1） 随着消费者健康意识的提升，白奶的刚需属性逐渐体现。因此，白奶的收入表现相较其他品类更稳健，也更具有韧性。相较而言，常温酸的整体销售趋势依然较为疲弱。

（2） 消费者对液态奶的消费分级趋势愈加明显。高端产品（包括蒙牛的特仑苏和伊利的金典）的销售表现依然好于行业整体，且价盘稳定。但大众价位产品的促销力度依然较大。

图表 58：中国液态奶以及白奶的零售价格同比变化，2011-2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

展望未来，我们预计：

（1） 在乳企更谨慎的发货策略下，渠道库存有望维持健康水平。

（2） 中国乳制品行业需求可能在奶价见底后表现出弱复苏的态势，行业规模有望实现低速增长。

（3） 行业整体销售价格有望在促销力度减小的情况下维持稳定。白奶产品结构有望持续升级，但行业整体高端化空间不大。

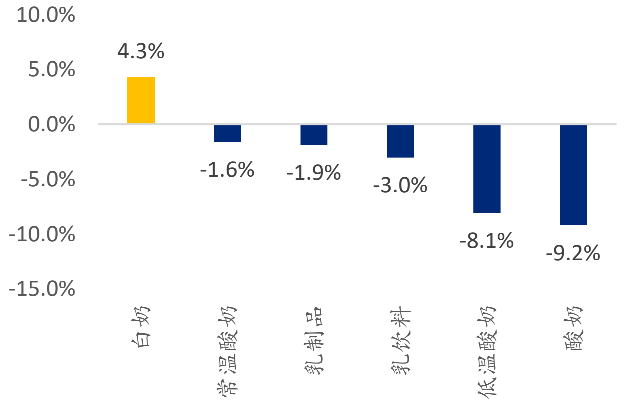
（4） 产品结构继续向白奶倾斜，白奶增速有望继续好于酸奶与乳饮料。

当前，中国市场白奶销量的占比相比其他国家依然处于较低的水平。随着消费需求继续向白奶倾斜，白奶销量占比有望进一步提升，而乳饮料的占比则可能逐渐降低。

展望未来，液态奶的刚需属性将持续释放，白奶的人均饮用量将继续上升。同时，酸奶与乳饮料的增速取决于公司对产品创意以及产品功能性的开发与投入。**我们预计未来两三年乳制品企业的行业增速将维持在低单位数的水平，但大型乳企有望凭借较强的品牌力、产品研发能力、市场营销能力以及渠道力继续扩大市场份额，从而录得高于行业的收入增长。**

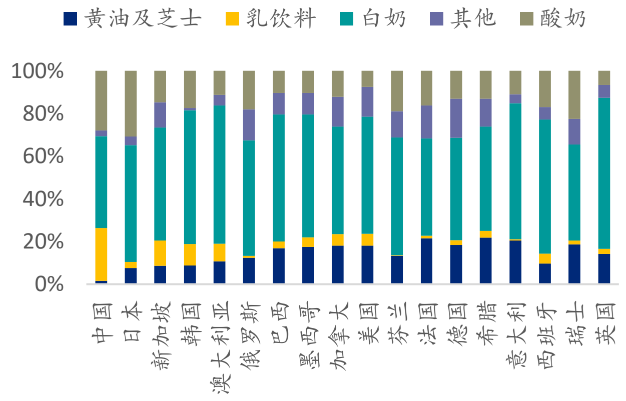
在整体乳制品行业从“高速增长”进入“稳健增长”的新常态后，我们认为龙头乳制品企业（包括蒙牛和伊利）将更加聚焦运营效率的提升，致力于通过降本增效来持续提升自己的经营利润率。我们依然认为，蒙牛的经营效率相较伊利有更大的改善空间，因此经营利润率未来提升的空间也略大于主要竞争对手。

图表 59：中国乳制品行业主要品类的 2019-2024 销售额复合增长率



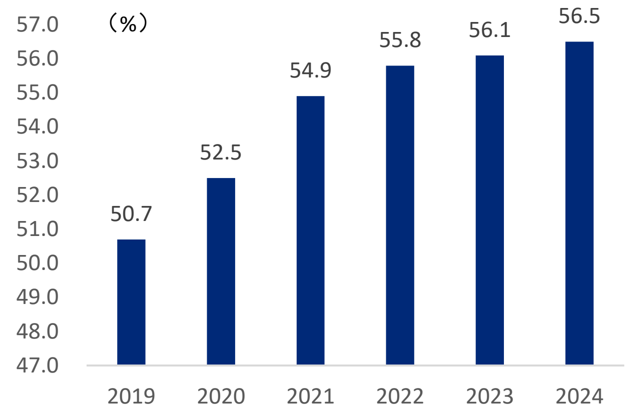
资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 60：各国人均奶类产品销量比较，2024



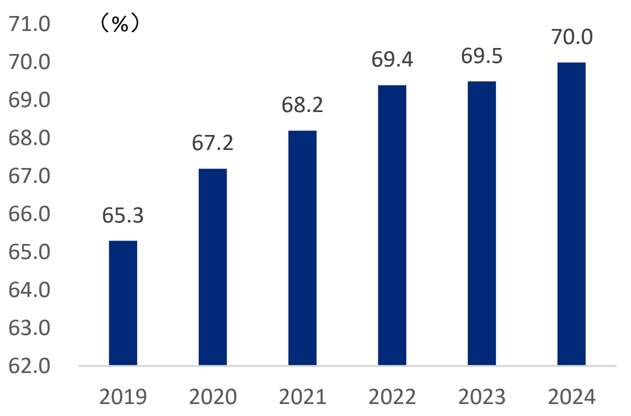
资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 61：乳制品行业前两名市场集中度，2019-2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 62：中国白奶前两名市场集中度，2019-2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

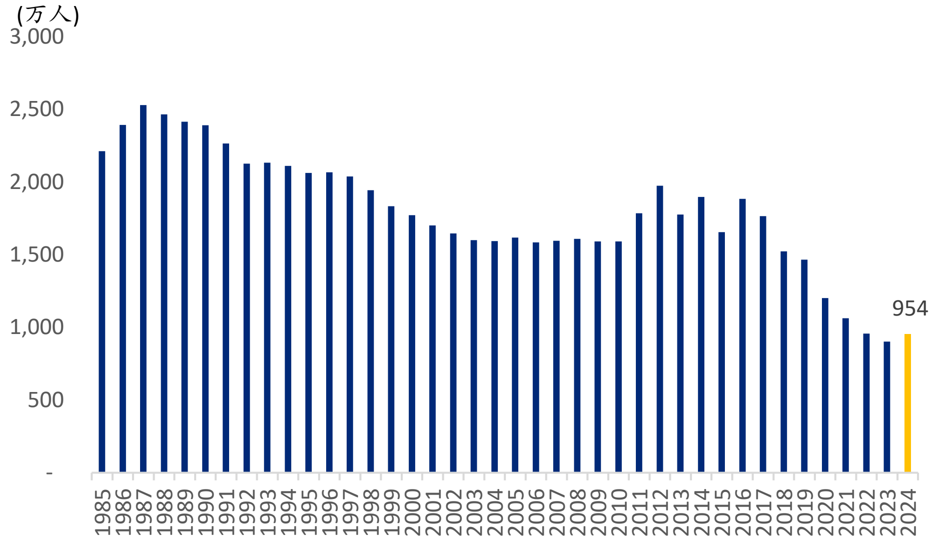
乳制品行业中，我们维持蒙牛（2319.HK）的“买入”评级，同时维持伊利（600887.CH）“持有”评级。

奶粉行业：结构性挑战持续，行业集中度将持续提升

2024年全国新生人口数为954万，较2023年新增52万，出生率小幅回升至6.77‰，主要是由于龙年的生育偏好较强。然而，考虑到2024年全国结婚登记对数才610.6万对（相较2023年的768万对下降了20.5%），我们预计2025年的出生人口数不太乐观。除非政府推出更行之有效的政策来鼓励生育，否则2025年出生率继续下降可能是大势所趋。行业目前预计2025年的全国新生人口数或跌至900万以下，同比显著下降。这也就意味着婴配粉行业2025年的市场需求很可能将进一步收缩。

我们认为，当下的中国年轻人对生育下一代的观念已经发生质的转变。很多年轻人已经不再将生孩子当做结婚后的必选项，而是会基于自身意愿、经济条件、生活环境等具体情况来决定。在当前经济承压、房价下行、财富缩水、社会竞争加剧的大环境下，更多的年轻人在结婚后选择等待和观望。

图表 63：中国出生人口



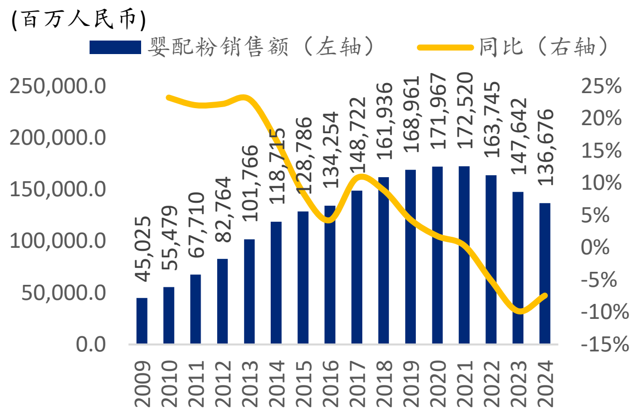
资料来源：同花顺、国家统计局、浦银国际

展望未来，我们认为中国人口出生率持续下降的大趋势短期难以逆转，并且可能令中国整体婴配粉行业的终端需求维持疲弱状态。长期来看，中国婴配粉行业已进入存量市场竞争，行业整体的规模难有大幅的扩张。

然而，中国婴配粉行业的集中度相较发达市场依然偏低，且行业集中度过去十年里在持续的提升。中长期来看，我们认为中国婴配粉行业的市场集中度有望持续提升，头部企业有望通过较强的品牌力与营销能力继续抢占市场份额，从而取得高于行业的增长。

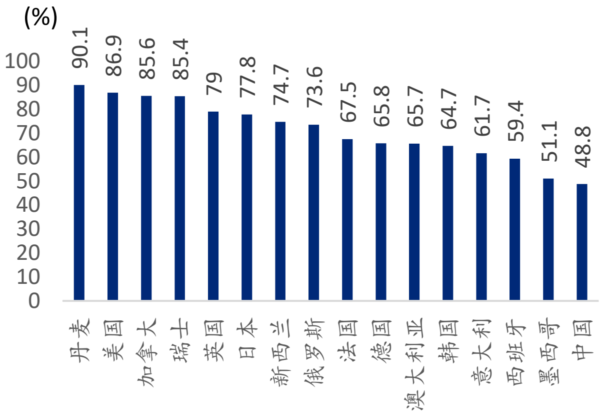
另外，随着消费者对国产品牌的信任度不断增强，国产婴配粉品牌（包括飞鹤和伊利）的市场地位和市场份额有望继续提升。这也符合国产替代的大趋势。

图表 64：中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 65：不同国家奶粉行业集中度（前三名）比较，2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

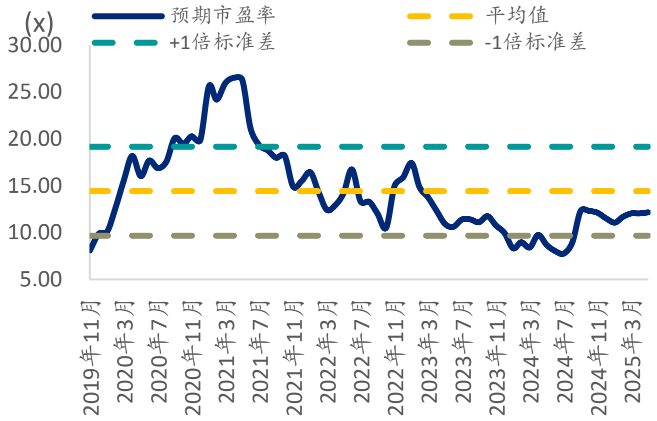
更重要的是，婴配粉配方注册制对行业的影响已经基本过去，中国婴配粉行业整体的渠道库存已经恢复到相对健康的水平。我们相信，行业发展到当前阶段，大部分头部奶粉企业已达成共识，不会盲目追求收入的增长，而是保持渠道库存水平的健康，同时加强对终端价盘的管控，减小终端促销，提高终端价盘，在保障经销商利润的同时，逐渐恢复品牌该有的价值。

基于以上，我们认为中国婴配粉行业整体已经进入良性竞争状态。在较低的渠道库存水平下，终端需求会更快传导至企业的发货端。同时，经销商更好的盈利能力也能促使质量更高、品牌力更强的产品脱颖而出。

作为中国婴配粉行业的龙头企业，飞鹤过去几年里持续聚焦渠道库存健康度的管理，并相继推出数字化门店、电子围栏以及分货制等管理措施，来加强对渠道库存以及终端价盘的管控。2024 年至今，飞鹤主要的产品（包括星飞帆卓睿以及经典星飞帆产品）的渠道库存大概维持在一个月左右。

与此同时，公司在消费力疲弱的情况下依然积极通过强大的营销能力推进产品组合的结构升级。在婴配粉行业整体销量都面临结构性挑战的情况下，飞鹤正通过产品力和品牌力的恢复来提升市场份额。我们预计飞鹤 2025 年有望持续通过提升市场份额录得同比个位数收入增长。

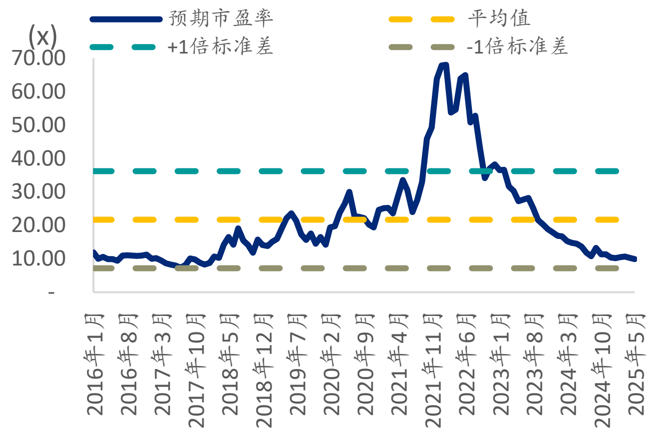
图表 66：飞鹤历史市盈率估值



注：截至 2025 年 5 月末

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：澳优历史市盈率估值



注：截至 2025 年 5 月末

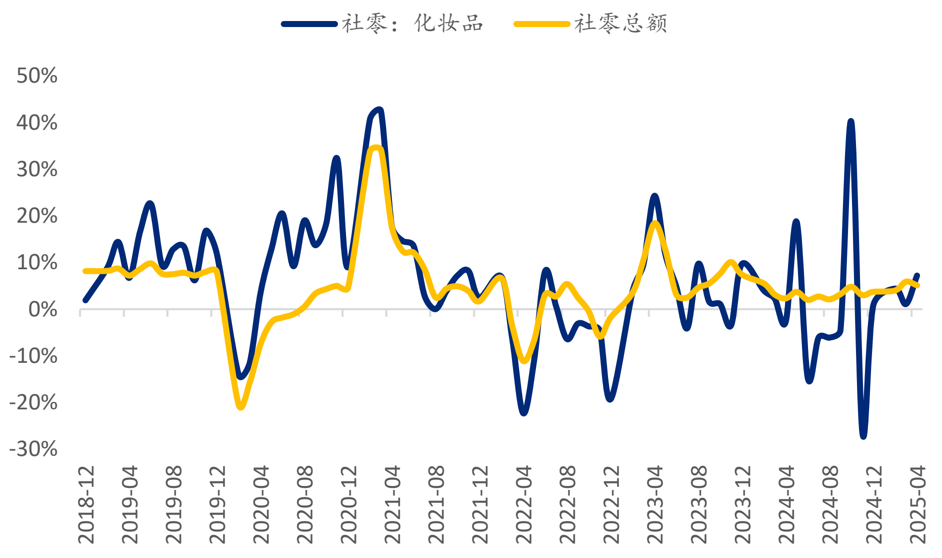
资料来源：Bloomberg、浦银国际

维持**飞鹤（6186.HK）“买入”评级，**飞鹤是我们在奶粉行业的首选。维持澳优（1717.HK）、伊利（600887.CH）“持有”评级。

化妆品行业：从研发和核心成分出发，盈利重要性提升

进入2025年，化妆品零售额触底回升，整体呈现改善趋势。2025年1-4月累计化妆品零售额同比增长4%。

图表 68：中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比



注：数据截至2025年4月
资料来源：Wind、浦银国际

在我们关注国产品牌的品牌力和销售的增长的同时，国际护肤品在中国市场的经营逐步承压。以欧莱雅为例，公司在2024年中国区销售额录得10年内的首个负增长（同比下降个位数）。

国际品牌在中国区的增长乏力主要是由于：（1）高端美妆走低，国际美妆崛起；（2）线下渠道和旅游渠道的销售面临压力。

尽管国际品牌在中国区域的销售承压，但进入2025年，各集团仍对中国市场抱有较大的期望，并未收缩对于中国市场的投入。从2025年“三八节”销售数据来看，国际品牌在2025年大促期间适当减少促销活动，转而注重高质量增长以及整体的盈利能力。2025年的“618”抢先购期间（2025年5月16日-5月26日），国际品牌在天猫美妆榜单前十中占有9席。

图表 69：天猫 2024-2025 年大促美妆排名

排名	2024 年			2025 年	
	三八节	618	双 11	三八节	618
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	兰蔻
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	欧莱雅
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	玉兰油	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	修丽可
6	修丽可	修丽可	赫莲娜	海蓝之谜	海蓝之谜
7	娇韵诗	赫莲娜	修丽可	肌肤之钥	SKII
8	薇诺娜	SKII	SKII	可复美	赫莲娜
9	肌肤之钥	玉兰油	薇诺娜	圣罗兰	肌肤之钥
10	海蓝之谜	薇诺娜	玉兰油	娇韵诗	娇韵诗
11	资生堂	肌肤之钥	肌肤之钥	玉兰油	圣罗兰
12	圣罗兰	可复美	娇兰	资生堂	可复美
13	可复美	娇韵诗	可复美	赫莲娜	玉兰油
14	赫莲娜	资生堂	娇韵诗	薇诺娜	薇诺娜
15	理肤泉	娇兰	圣罗兰	SKII	资生堂
16	自然堂	科颜氏	科颜氏	毛戈平	科颜氏
17	娇兰	理肤泉	资生堂	科颜氏	毛戈平
18	SKII	自然堂	理肤泉	理肤泉	娇兰
19	科颜氏	圣罗兰	自然堂	彩棠	理肤泉
20	HBN	HBN	伊丽莎白雅顿	娇兰	彩棠

注：黄色标记为国产品牌。2025 年 618 数据为抢先购全周期榜单。

资料来源：天猫大美妆微信公众号、浦银国际整理

国产护肤品方面，尽管过往国产护肤品行业受益于国产替代等消费趋势，但国产品牌之间的竞争日益激烈，尤其是新兴品牌在近年来的快速增长，抢占消费者心智。

我们认为 2025 年下半年的中国化妆品行业进入增长轨道的确定性增强。从行业趋势来看，我们认为以下趋势仍将延续：

（1） 国产品牌积极加强研发

随着消费者对于功效护肤的持续追求，中国化妆品企业也在通过产学研推动国产产品背后的科技力以及研发壁垒。

在研发能力加强的背景之下，国产化妆品企业得以在与国际品牌的竞争中增强产品的壁垒，获得消费者的青睐，补齐国产品牌的产品力的短板。这其中包含了如巨子生物、锦波生物等原料生产企业，更多的是如丸美、韩束等加大研发投入的企业。

（2） 放弃低价竞争，注重盈利能力

进入 2024 年下半年，电商平台纷纷主动放弃了利用低价策略来进行竞争，这一策略也传导至化妆品品牌。在低价竞争下，化妆品白牌通过降低产品质量等方式以低价获取流量和销售，迫使部分品牌也纷纷以满赠、折扣等方式加入这一价格战中，但长期来看这并不可持续。

因此，2025 年以来不论是国际品牌亦或是部分龙头国产品牌也在大促中减少了促销比例，转向盈利导向。因此，我们更希望化妆品行业通过良性的竞争方式，实现健康发展。

综上所述，我们建议投资者关注拥有较强研发能力、线上运营能力的龙头化妆品企业。

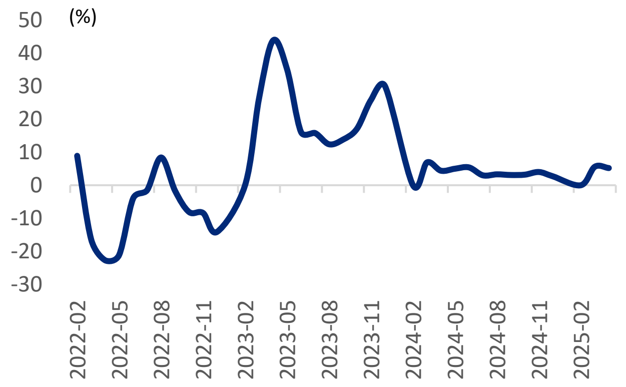
我们维持巨子生物（2367.HK）、珀莱雅（603605.CH）、上美股份（2145.HK）“买入”评级，以及贝泰妮（300957.CH）、华熙生物（688363.CH）“持有”评级。

餐饮行业：弱复苏下，餐饮品牌盈利能力恐持续分化

进入 2025 年后，中国餐饮行业整体呈弱复苏趋势。尤其在进入 3 月以后，增长趋势进一步改善。另外，长假对线下餐饮行业的客流有较大的促进作用。

然而，中国餐饮行业的竞争依然较为激烈，行业内卷严重。在这样的竞争环境下，餐饮玩家的表现进一步出现分化。就上市餐饮企业1Q25的数据来看，除了海底捞以外，大部分品牌依然录得同店销售额的下降，且部分品牌降幅较大。

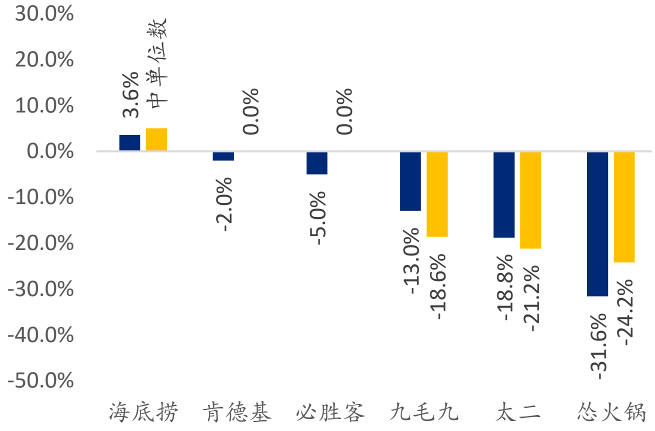
图表 70：中国餐饮行业收入同比变化



注：截至 2025 年 4 月

资料来源：Wind、国家统计局、浦银国际

图表 71：中国主要餐饮品牌 2024 与 1Q25 同店销售同比表现



资料来源：公司资料、浦银国际

我们认为，符合以下条件的餐饮玩家有更大的可能性保持客流增长，从而抢占市场份额：

（1） 较强的品牌力以及持续的产品创新

尽管中国餐饮行业新玩家层出不穷，但像海底捞、肯德基这样具有较强品牌力的老牌餐饮品牌依然能够维持稳定的线下客流和翻台率，未被不断涌现的新餐饮品牌抢了市场份额。

这主要归功于它们在常年的运营过程中，通过稳定的产品质量、不断创新的菜品或极致的服务，已成功占领消费者的心智，从而形成稳定的品牌护城河。

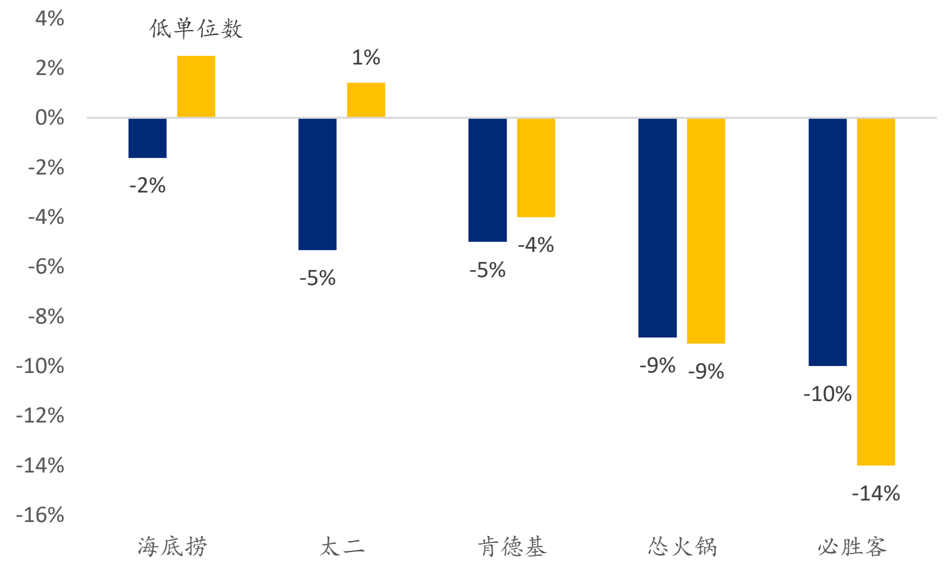
尽管海底捞与肯德基已进入品牌成熟期，但在较弱的终端市场需求以及激烈的行业竞争中，这些品牌的同店销售与翻台率反而会比相对较新的餐饮品牌有更加稳健的表现。

（2） 灵活的运营策略迎合消费者对性价比的追求

在消费者越来越关注性价比的消费趋势下，为了维持客流量的稳定，不少餐饮玩家策略性地下调产品组合的平均客单价水平，主动迎合消费者对性价比关注度的提升。更低的客单价同时也有助于餐饮玩家向下沉市场拓展。

举例来看，必胜客和怂火锅在 1Q25 的客单价继 2024 年大幅下调后继续录得同比较大幅度的下滑，且下滑幅度在 2Q25 进一步加大。这主要是由于百胜与九毛九正积极向低线市场扩张。我们担心百胜中国和九毛九在 2025 主动下调客单价可能为门店带来运营负杠杆，使整体餐厅利润率承受较大下行压力。

图表 72：中国主要餐饮品牌客单价的同比变化，2024 与 1Q25



资料来源：公司数据、浦银国际

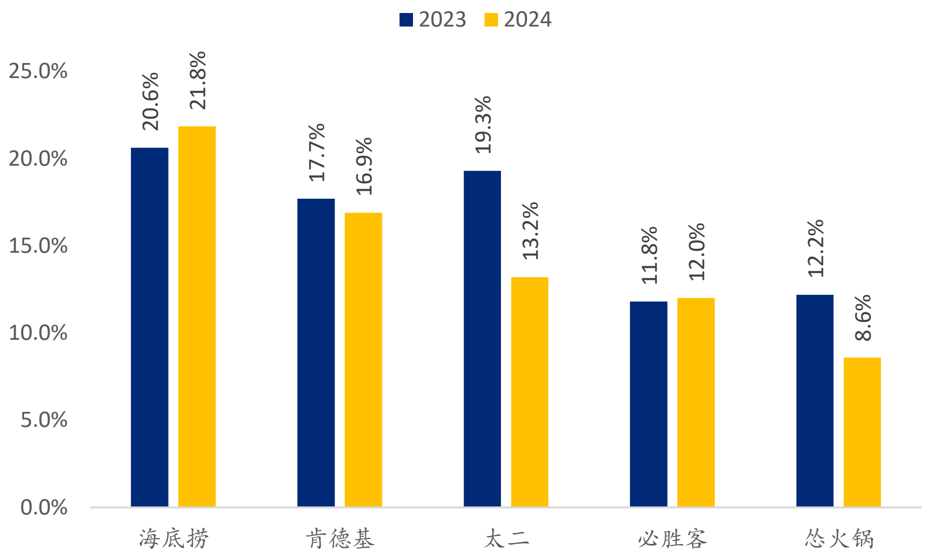
（3） 高效的门店运营和供应链体系

中国餐饮企业大部分还是以直营为主，这就意味着餐饮企业具有较高的运营杠杆。一旦收入端出现下滑，在负杠杆的影响下，利润率将承受巨大压力。

在终端需求疲弱、同店销售承压的情况下，餐饮企业更需要致力于提升门店以及供应链的运营效率，积极通过降本增效来抵消经营负杠杆对盈利能力的影响。

比如在门店端，餐饮企业可以通过数字化和自动化工具来优化员工的排班计划，在降低员工成本的同时改善员工的满意度。同时，公司应该积极与所在的商场协商采取可变租金，从而降低门店的经营杠杆。

图表 73：中国主要餐饮品牌餐厅利润率，2023-2024



资料来源：公司数据、浦银国际

展望 2025 下半年，在我国持续促消费、扩内需的大方向下，餐饮行业的整体需求有望继续维持稳定的恢复，终端销售额预计保持同比低至中个位数的增长。

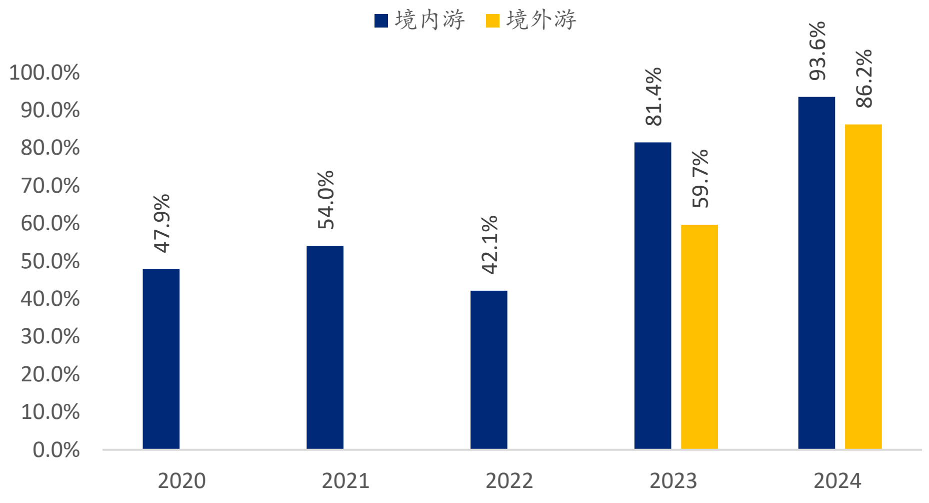
在中国餐饮行业中，百胜中国是我们 2025 年下半年餐饮行业的首选。百胜中国之所以能够在复杂多变的消费环境下不断取得业务突破，保持稳健的业绩表现，很大程度上归功于其强大的管理能力以及灵活的市场应变能力，使其能够快速且有效地调整运营策略（比如降低必胜客客单价、扩大肯德基价格范围）来迎合新的消费趋势，同时不断通过产品创新以及运营效率的提升来确保盈利能力的稳步提升。

维持海底捞（6862.HK）、百胜中国（YUMC.US/9987.HK）“买入”评级以及九毛九（9922.HK）、特海国际（9658.HK/HDL.US）“持有”评级。

酒店旅游行业：旅游市场火热，运营指标有望企稳回升

回顾2024年，中国旅游业经历了疫情后出行需求的持续增长以及市场供应的快速恢复，整体欣欣向荣。由于我国旅游市场快速复苏，国内2024年旅游市场出游人次已恢复至2019年的93.6%。2025年一季度国内出游人数达到17.94亿，同比增长26.4%。从2025年“五一”假期出行数据来看，国内出游达到3.14亿人次，同比增长6.4%，国内游客总花费达到1802.69亿元，同比增长8%。2025年，旅游市场在规模上仍有增长空间，而且本轮旅游市场的增长在量价的驱动作用具有差异性。我们预计2025年下半年国内旅游市场出行人次仍有可观的增长空间。

图表 74：中国境内、境外旅游人次对比2019年情况

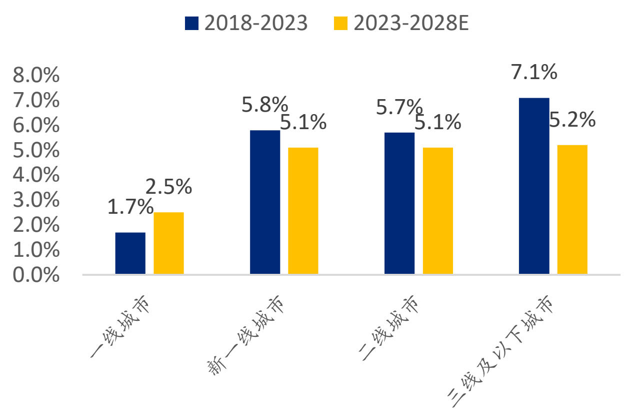


资料来源：同花顺、浦银国际

而2025年下半年国内旅游市场主要是由以下因素驱动：

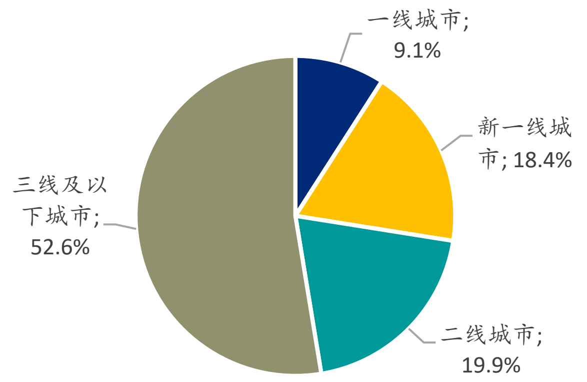
（1） **庞大的低线市场渗透空间：**中国下沉市场人口规模约占全国人口的7成，下沉市场的人均消费支出增长超过高线城市。同时，下沉市场移动互联网渗透率持续加深。下沉市场成为旅游市场增长的重要驱动力。随着下沉市场居民消费水平提升，越来越多的低线城市居民开启旅行之路，为旅游市场以及OTA平台提供了新的消费以及用户增量。

图表 75：中国居民人均消费支出 CAGR 增长



E=灼识咨询预测；资料来源：灼识咨询、浦银国际

图表 76：中国移动互联网用户城市线级占比分布，2024



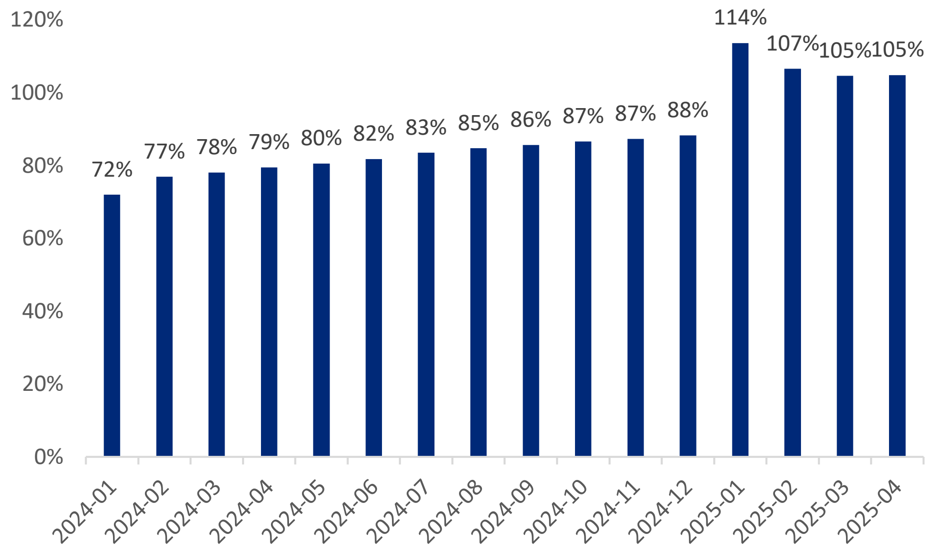
资料来源：QuestMobile、浦银国际

（2） **银发经济带动量价同增：**“有钱有闲”的银发一族成为了旅游市场的强力新增人口。根据携程数据，截至 2024 年底，50 岁以上退休族旅行订单同比增长 34%，成为出行旅游的重要新增量。我们认为，随着越来越多的消费者步入退休生活，银发一族的出行需求将会持续增长。银发一族的高质量消费需求将带动旅游市场规模进一步扩大。

（3） **Z 世代成为消费出行的主力军：**Z 世代对出游热情高涨，同时为了获得等价丰富的旅游体验，目的地更多的旅游打卡以及特种兵式旅游最能体现 Z 世代的旅行风格。Z 世代拉动了消费者出游量的增长。

（4） **出境、入境游趋势恢复：**在国家出台双向免签政策和国际航班恢复的促进下，我们认为 2025 年出入境人数将持续增长，带动旅游人次的增长。截至 2025 年 4 月，我国累计国际航班的客运量已达到 2019 年同期的 105%，远超 2024 年水平。

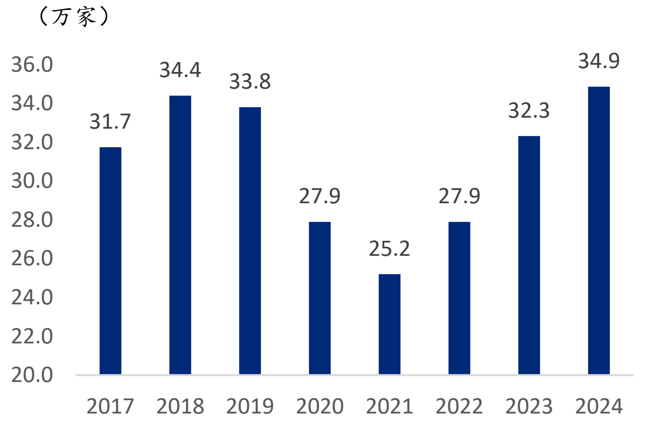
图表 77：累计国际航班客运量对比 2019 年同期水平



资料来源：中国民用航空局、浦银国际

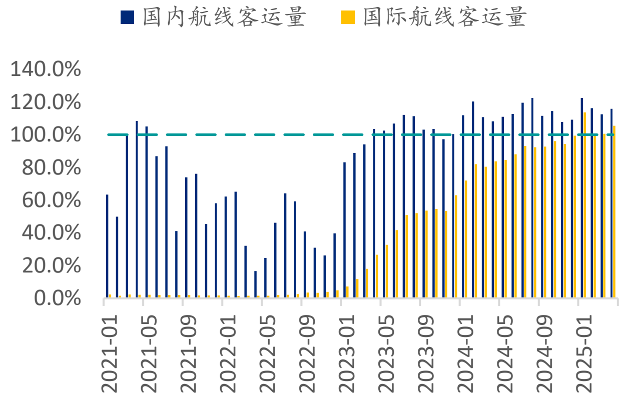
从客单价角度来看，由于酒店和航班供应量在疫情后的快速扩张，促使供应端快速增长，令酒店单价以及机票价格在 2024 年相较 2023 年大幅回落。但考虑到旅游行业的供需关系逐渐趋于平衡，我们预计单价下降的趋势将在 2025 年逐渐放缓，并且进入较为稳定水平。

图表 78：中国酒店设施数量



资料来源：中国饭店协会、浦银国际

图表 79：国内和国际航线客运量对比 2019 年水平



资料来源：中国民用航空局、浦银国际

同时，出行人群的结构性变化带动整体人均旅游消费的改善。其中，银发族相对拥有更强的消费力，并愿意为服务支付更高的价格；但年轻群体以及低线城市消费者则由于经济实力的限制，一定程度上拉低旅游人均消费。

整体来看，我们认为尽管旅游人群的出行意愿仍较强，但旅游群体的结构性改变的趋势中增量以年轻和较低消费力的消费者为主，将抵消银发族所带动的消费力的提升。

按细分行业来看，酒店行业的门店规模扩张以及等级提升带来的结构优化和市场整合的必然趋势。在这一趋势下，酒店集团的中端酒店占比也将逐渐提升，带动平均每日房价和酒店集团整体收入的提升。

在酒店行业中，我们首推亚朵集团（ATAT.US），同时维持华住集团（1179.HK/HTHT.US）“买入”评级，首旅酒店（600258.CH）和锦江酒店（600754.CH）“持有”评级。

OTA 行业则更多是以旅游业务的延伸拓展为主，例如推出“旅行+”的服务、海外出游业务以及度假定制服务等，来为消费者提供更多的消费场景，满足更多的延伸消费需求。

在 OTA 行业中，我们维持携程集团（9961.HK/TCOM.US）以及同程旅行（780.HK）“买入”评级。

浦银国际消费行业覆盖公司

图表 80：SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价（LC）	评级	目标价（LC）	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.5	持有	17.66	2025 年 3 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	99.6	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.89	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	44.8	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	348.0	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.3	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.6	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.9	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.5	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡★	32.4	买入	43.2	2025 年 5 月 2 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.8	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.7	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	55.7	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	75.2	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	30.4	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.9	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.1	买入	6.65	2025 年 4 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	28.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特★	225.0	买入	293.9	2025 年 5 月 28 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金★	900.0	买入	857.0	2025 年 5 月 12 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	90.5	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	68.1	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	66.9	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.6	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.0	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团★	31.9	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.2	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	35.9	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.3	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.8	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	510.5	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	64.6	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	22.9	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：截至 2025 年 5 月 29 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际研究
主题研究 | 互联网行业

互联网行业 2025 年中期展望："脱实向虚"——口红效应带动情绪经济，泛娱乐或跑赢大电商

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超，CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 6 月 9 日

- **互联网行业上半年回顾：**年初至今（2025 年 6 月 4 日），中证海外中国互联网指数 YTD 收益为 15%，呈"N"形上行趋势。从细分赛道来看，在线音乐涨幅领先。影响行业股价表现的主要因素包括：1）在 DeepSeek 推动下，中国资产，尤其是 AI 相关资产，迎来价值重估；2）互联网板块估值极具性价比，叠加回购、分红等提升股东回报；3）中国政府出台刺激经济政策，提振经济复苏预期，市场情绪回暖；4）地缘政治风险带来扰动，尤其是特朗普政府的关税影响。

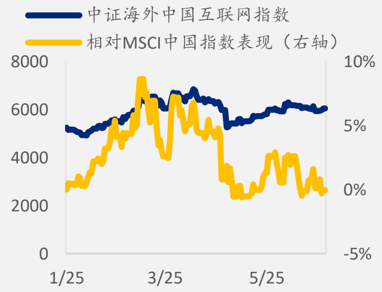
- **互联网行业下半年趋势展望：**整体来看，中国互联网行业 2025 年下半年投资机会主要来自 AI 行情下的估值修复，回购以及分红提升安全边际；外部地缘环境仍是市场情绪的主要扰动因素。在细分赛道和标的选择方面，我们重点从四大维度来考量，包括 AI 受益程度、地缘政治影响、竞争格局变化以及宏观经济相关性等，泛娱乐或跑赢大电商：1）AI 在泛娱乐场景或率先落地；2）关税政策对于泛娱乐产业影响相对有限；3）大电商行业竞争加剧且国补红利或有所减弱；4）泛娱乐受益于口红效应下的情绪消费。估值方面，中国互联网行业 2025E 市盈率（14x）显著低于美国互联网（27x），差距有所缩小，但仍存在明显折价。

- **互联网行业下半年细分行业展望：**细分板块来看：1）**游戏：**热门游戏长线运营成为短期增长的核心动力，行业储备值得期待；2）**在线音乐：**竞争格局保持稳定，量价齐升推动增长；3）**电商：**竞争加剧，本地生活硝烟再起，对短期利润率带来波动；4）**云服务：**大模型推动需求持续提升，AI agent 重塑 SaaS；5）**海外：**AI 应用或维持高景气度，关注广告、游戏等场景落地。

- 个股方面，**腾讯、阿里巴巴为我们行业首选：**腾讯，游戏业务回暖，微信生态加速变现；阿里巴巴，take rate 带动电商业务复苏，"AI+云"战略推动估值修复。此外，建议关注快手、网易和腾讯音乐等。

- **投资风险：**宏观经济复苏进度，地缘政治风险，细分行业监管风险。

年初至今指数表现



注：截至 2025 年 6 月 4 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

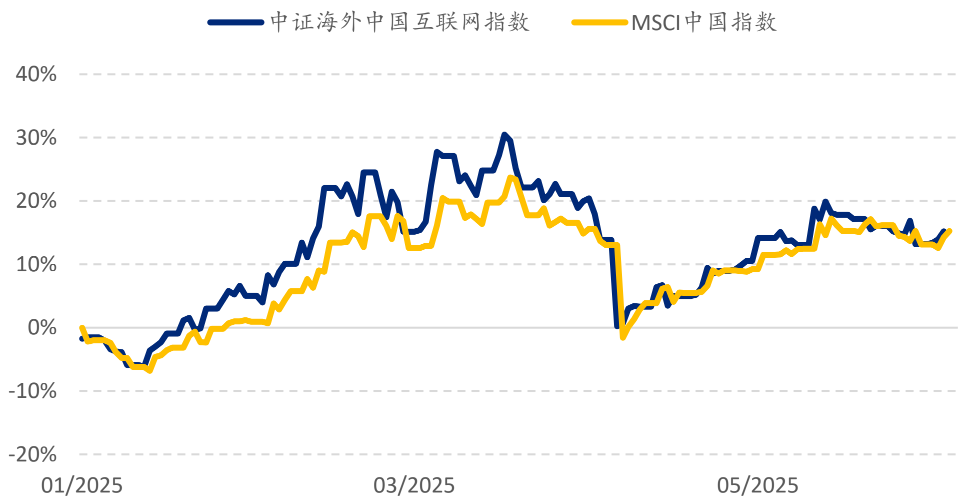
互联网行业 2025 年中期展望：“脱实向虚”——口红效应带动情绪经济，泛娱乐或跑赢大电商

互联网行业上半年回顾：“N”形上行

年初至今（2025 年 6 月 4 日），中证海外中国互联网指数（+15%），同 MSCI 中国指数涨幅基本一致（+15%）。影响互联网行业股价表现的主要因素包括：

1）在 DeepSeek 推动下，中国资产，尤其是 AI 相关资产，迎来价值重估；
2）互联网板块估值极具性价比，叠加回购、分红等提升股东回报；
3）中国政府出台刺激经济政策，提振经济复苏预期，市场情绪回暖；
4）地缘政治风险带来扰动，尤其是特朗普政府的关税影响。

图表 1：中国互联网板块 2025 年至今录得正增长

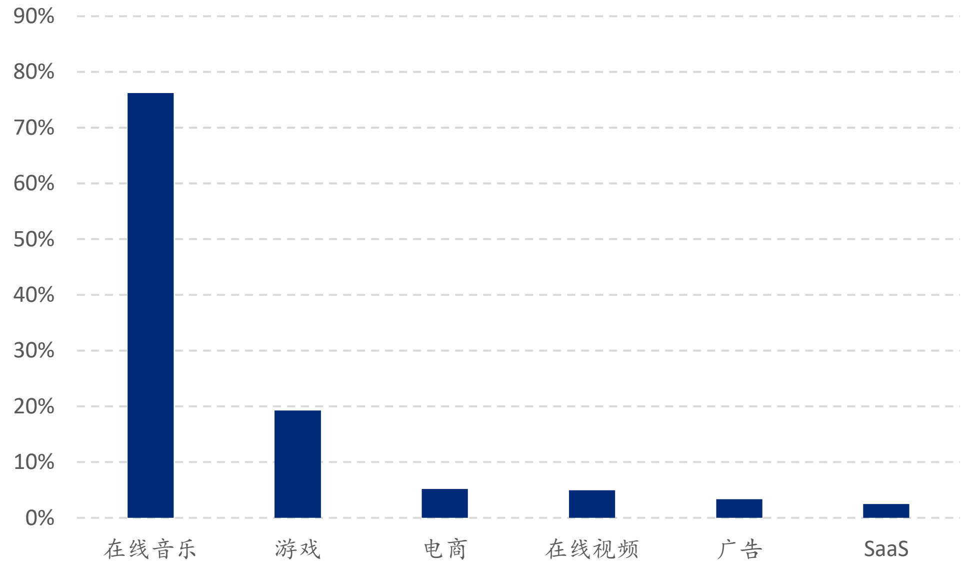


注：截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

在线音乐板块领跑大盘。在线音乐板块相对于大盘和行业取得超额收益（YTD+76%），主要由于竞争格局相对稳定，量价齐升，其中腾讯音乐和网易云音乐涨幅分别为 56%和 96%。此外，阿里巴巴在龙头股中表现出色，涨幅为 41%，主要受益于 AI 行情推动，腾讯（+23%）也取得不错表现。

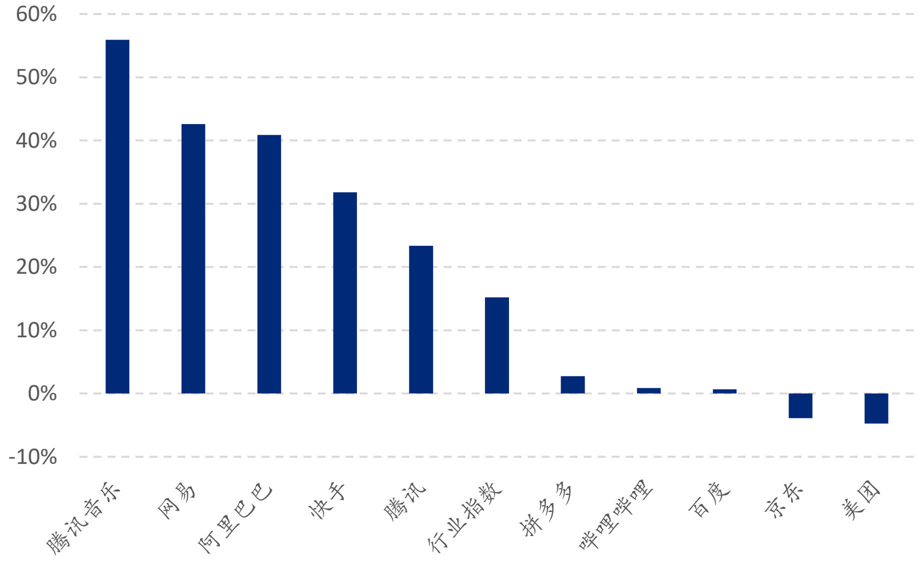
图表 2：2025 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注：截至 2025 年 6 月 4 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：主要互联网公司 YTD 股价表现

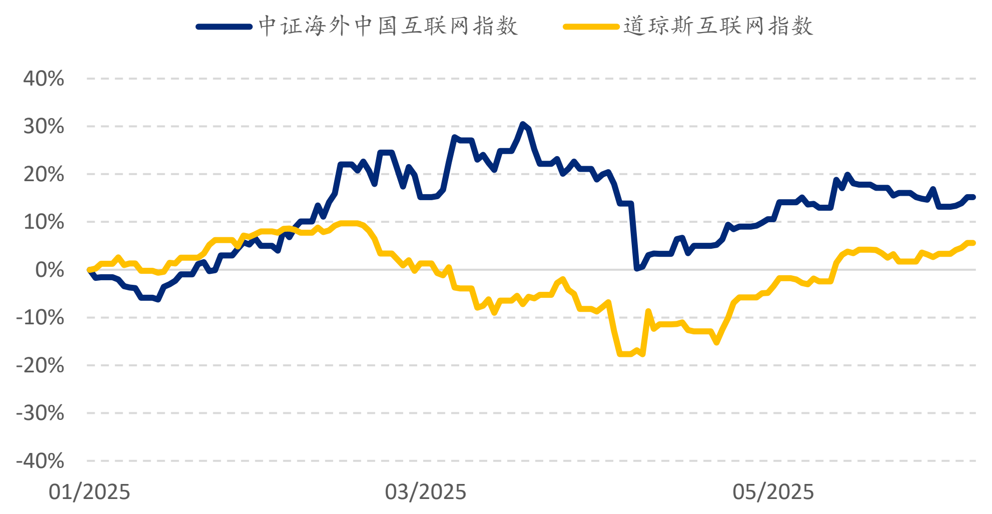


注：行业指数为中证中国海外互联网指数，股价截至 2025 年 6 月 4 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

中美互联网股价复盘：年初至今（截至 6 月 4 日），中美互联网指数涨幅分别为 15%和 6%，中国互联网行业相对跑赢，主要得益于 DeepSeek 带动中国资产价值重估。拉长时间维度来看，我们仍处在 AI 大周期中，以 2023 年初（ChatGPT 诞生之初）为起点，在过去两年半年的时间里，美股互联网指数（道琼斯）上涨 110%，中国互联网指数（中证）上涨 20%。

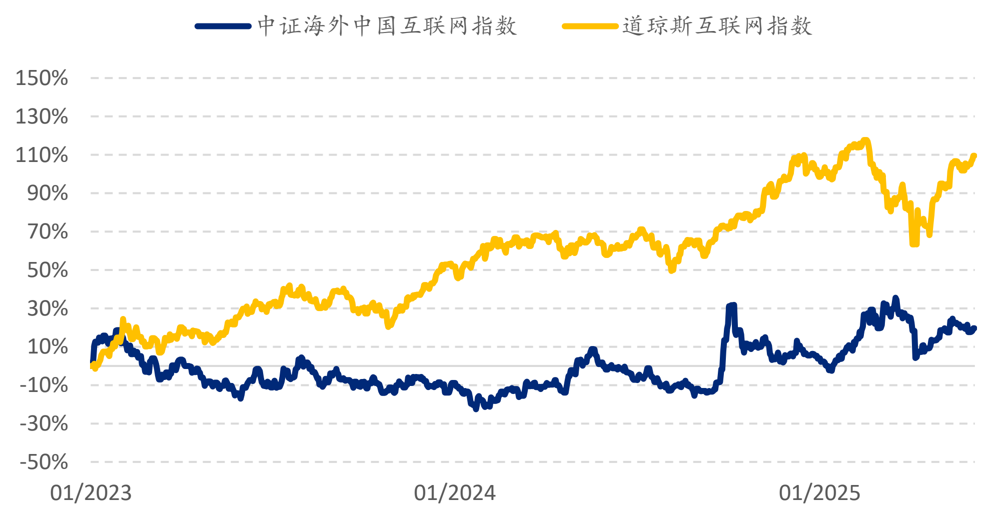
图表 4：YTD 中美互联网股价走势



注：截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

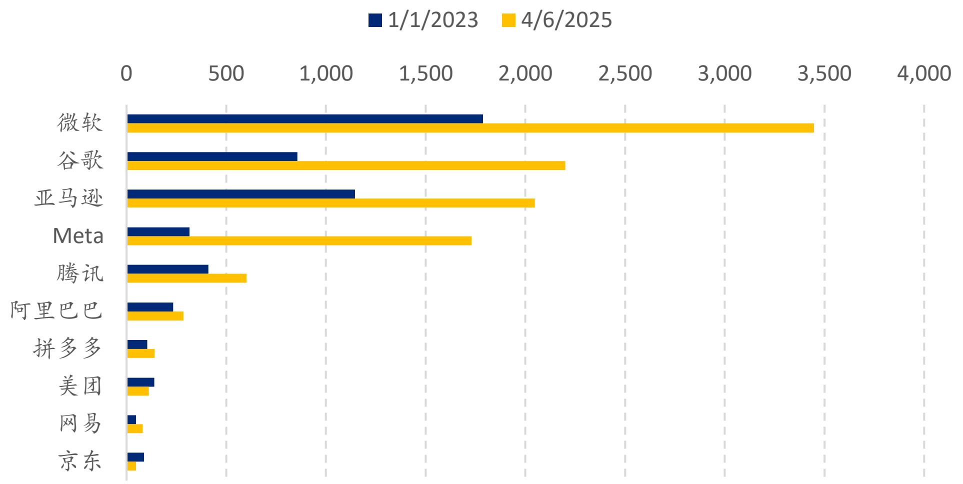
图表 5：近年中美互联网股价走势



注：截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：中美互联网龙头市值变化（十亿美元）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：互联网公司分板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币）	YTD 股价变动	P/E （x） 2025E	 2026E	 2027E	P/S （x） 2025E	 2026E	 2027E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	601,416	512.0	23.1	17.3	15.4	13.8	5.9	5.4	5.0
NTES US Equity	网易	游戏	80,555	127.2	42.6	15.3	14.5	13.3	5.0	4.7	4.4
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	9,909	9.6	85.8	17.4	14.0	12.7	2.4	2.1	2.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	4,605	15.0	(4.4)	11.5	10.3	9.7	1.8	1.6	1.6
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,954	14.6	41.7	38.7	21.3	16.8	4.0	3.2	2.8
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,774	276.6	26.4	19.2	17.4	15.8	4.8	4.5	4.2
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	4,332	16.1	26.7	19.1	17.0	15.8	9.2	8.3	7.7
2400 HK Equity	心动公司	游戏	2,475	37.0	57.1	18.5	16.6	15.1	3.3	3.1	2.9
799 HK Equity	IGG	游戏	530	3.5	(11.9)	7.0	5.7	4.9	0.7	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	676	9.9	(2.3)	10.4	7.2	5.6	0.9	0.9	0.8
平均					**19.3**	**17.4**	**13.9**	**12.3**	**3.8**	**3.4**	**3.2**
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	285,008	119.5	40.9	12.3	10.8	9.2	2.0	1.8	1.7
JD US Equity	京东	电商	48,438	33.3	(3.9)	7.8	6.9	6.3	0.3	0.3	0.2
PDD US Equity	拼多多	电商	141,468	99.7	2.7	11.0	8.4	7.1	2.3	2.0	1.8
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,404	14.4	6.8	6.1	5.8	5.6	0.5	0.5	0.5
3690 HK Equity	美团	电商	112,826	140.7	(4.5)	19.6	15.0	12.0	2.1	1.8	1.6
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,270	18.3	(6.7)	20.5	15.2	14.4	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	165	7.6	0.9	11.7	6.8	4.7	0.1	0.1	0.1
平均					**5.2**	**12.7**	**9.8**	**8.5**	**1.1**	**1.0**	**0.9**
BIDU US Equity	百度	广告	29,762	84.9	0.7	8.9	6.6	5.7	1.6	1.5	1.4
WB US Equity	微博	广告	2,318	9.5	(0.8)	5.4	5.2	4.6	1.3	1.3	1.2
ZH US Equity	知乎	广告	344	3.9	10.2	N/A	30.3	19.0	0.8	0.8	0.8
平均					**3.3**	**7.1**	**14.0**	**9.8**	**1.2**	**1.2**	**1.2**
1024 HK Equity	快手	在线视频	29,725	51.9	31.4	10.6	9.0	7.9	1.5	1.4	1.3
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	7,806	18.3	0.9	25.7	18.1	13.8	1.8	1.7	1.6
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	1,599	1.7	(17.4)	17.7	8.1	5.5	0.4	0.4	0.4
平均					**5.0**	**18.0**	**11.8**	**9.1**	**1.2**	**1.1**	**1.1**
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	27,416	17.7	55.9	21.3	18.6	16.0	6.3	5.7	5.2
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	6,205	222.0	96.5	25.1	21.7	19.6	5.5	5.0	4.7
平均					**76.2**	**23.2**	**20.1**	**17.8**	**5.9**	**5.4**	**4.9**

（……接下页）

（……接上页）

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E （x）			P/S （x）		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	18,790	291.7	1.8	69.8	57.2	47.3	22.1	18.3	15.2
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	6,480	13.6	26.9	N/A	200.3	63.6	4.6	4.1	3.8
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,324	14.5	22.9	45.7	33.4	27.1	3.7	3.5	3.3
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	5,808	12.3	50.5	301.4	113.0	61.5	5.9	5.1	4.4
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	10,533	51.4	(0.9)	26.7	21.4	17.8	0.5	0.4	0.4
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,907	32.2	(1.6)	20.5	17.0	14.2	3.7	3.2	2.9
909 HK Equity	明源云	SaaS	677	2.7	8.2	N/A	2,517.2	139.8	3.4	3.4	3.3
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,758	4.9	(1.7)	15.9	12.9	10.9	0.7	0.6	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	3,157	11.5	9.4	N/A	N/A	306.5	2.4	2.1	1.8
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	816	1.7	(45.9)	N/A	N/A	46.3	3.5	3.1	2.8
9959 HK Equity	联易融	SaaS	533	1.7	7.0	N/A	N/A	30.5	3.2	2.7	2.3
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	373	0.1	(28.0)	27.5	11.8	10.3	1.8	1.8	1.6
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	1,566	5.8	22.8	170.6	147.2	64.7	1.2	1.0	0.9
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	1,208	5.9	(27.8)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	488	8.1	(6.7)	12.0	9.5	7.3	1.1	0.9	0.8
平均					**2.5**	**76.7**	**285.5**	**60.6**	**4.1**	**3.6**	**3.2**
MSFT US Equity	Microsoft	美股	3,447,734	463.9	10.1	32.7	28.7	24.0	11.6	10.3	8.9
AMZN US Equity	Amazon	美股	2,200,027	207.2	(5.5)	30.2	25.9	21.5	3.2	2.9	2.6
GOOG US Equity	Alphabet	美股	2,047,175	169.4	(11.1)	17.2	16.1	14.1	6.2	5.6	5.0
META US Equity	Meta	美股	1,729,731	688.0	17.5	26.1	23.1	20.5	9.3	8.2	7.3
CRM US Equity	Salesforce	美股	251,591	263.2	(21.3)	23.5	21.1	18.6	6.2	5.7	5.2
NOW US Equity	ServiceNow	美股	209,637	1,012.7	(4.5)	61.1	51.0	42.4	16.1	13.5	11.4
SNOW US Equity	Snowflake	美股	69,944	209.6	35.7	190.9	137.6	117.2	15.7	12.8	10.8
PLTR US Equity	Palantir	美股	306,812	130.0	71.9	222.6	176.4	132.7	78.8	61.2	46.4
PATH US Equity	UiPath	美股	6,982	13.1	2.7	23.3	20.8	18.8	4.5	4.2	3.8
U US Equity	Unity	美股	10,833	26.1	16.0	37.6	33.9	27.5	6.1	5.6	5.0
CRWD US Equity	CrowdStrike	美股	114,794	460.6	34.6	131.0	101.0	76.2	24.4	20.0	16.5
DUOL US Equity	Duolingo	美股	23,581	518.8	60.0	177.0	109.0	79.6	23.7	18.6	15.0
MDB US Equity	MongoDB	美股	16,321	199.7	(14.2)	60.8	57.4	45.0	7.2	6.2	5.3
ADBE US Equity	Adobe	美股	176,408	413.9	(6.9)	20.1	17.9	16.2	7.5	6.8	6.2
SE US Equity	Sea	美股	99,554	168.2	58.5	43.7	30.2	24.1	4.7	3.9	3.4
APP US Equity	AppLovin	美股	140,945	416.5	28.6	51.2	35.3	29.4	24.9	20.7	16.4
SPOT US Equity	Spotify	美股	143,761	701.1	56.7	71.3	49.0	39.6	7.1	6.1	5.4
INOD US Equity	Innodata	美股	1,428	45.0	13.8	64.8	44.3	34.6	5.9	4.8	4.6
平均					**19.0**	**71.4**	**54.4**	**43.5**	**14.6**	**12.1**	**10.0**

注：E=Bloomberg 一致预测，股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

互联网行业下半年整体趋势展望：泛娱乐跑赢大电商

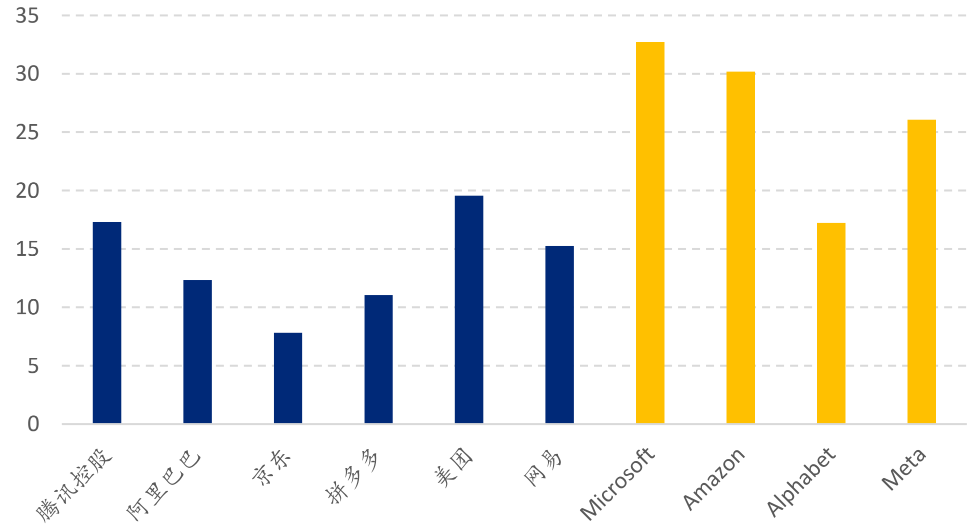
互联网行业下半年展望：整体来看，中国互联网行业 2025 年下半年投资机会主要来自 AI 行情下的估值修复，回购及分红提升安全边际；外部地缘环境仍是市场情绪的主要扰动因素。在细分赛道和标的选择方面，我们重点从**四大维度**来考量，**包括：**

1）AI 受益程度；
2）地缘政治影响；
3）竞争格局变化；
4）宏观经济相关性。

综合考量，我们认为，泛娱乐或跑赢大电商。

中美互联网从估值（2025E 市盈率）来看，中国互联网行业（14x）显著低于美国互联网（27x），差距有所缩小，但仍存在明显折价。

图表 8：中美互联网龙头市盈率比较（2025E）



E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2025 年下半年互联网行业细分板块配置策略

细分板块来看：
1）游戏：长线运营成为短期增长的核心动力；
2）在线音乐：竞争格局稳定，量价齐升；
3）电商：竞争加剧，本地生活硝烟再起，对短期利润率带来波动；
4）云服务：大模型推动需求上升，AI Agent 重塑 SaaS；
5）海外：AI 应用维持高景气度，关注广告、游戏、教育。

图表 9：浦银国际 2025 年下半年互联网行业子板块配置策略

板块	2025 年下半年投资策略	主要风险	建议关注
大电商	政策红利下，消费复苏或带动电商大盘业绩改善。	1. 消费大盘复苏不及预期； 2. 直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘。	阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK)
游戏	热门游戏长线运营成为短期增长的核心动力，行业储备值得期待，看好拥有丰富产品组合及强研运能力的公司。	1. 游戏新品表现不及预期； 2. 短视频继续抢占用户游戏时长。	腾讯 (700.HK) 网易 (NTES.US/9999.HK)
在线音乐	竞争格局相对稳定，付费率和 ARPPU 提升推动行业增长。	1. 用户增长缓慢； 2. 版权版税风险。	腾讯音乐 (TME.US/1698.HK) 网易云音乐 (9899.HK)
SaaS	大模型推动需求上升，AI Agent 重塑 SaaS。特朗普 2.0 或加速国产替代趋势，信创产业或迎估值修复。	1. 企业缩减 IT 采购预算； 2. 收入增长放缓，导致利润率改善不及预期。	金山软件 (3888.HK)
海外	AI 应用维持高景气度，关注广告、游戏、教育。	1. AI 落地不及预期； 2. 美联储降息不及预期。	Meta (META.US)

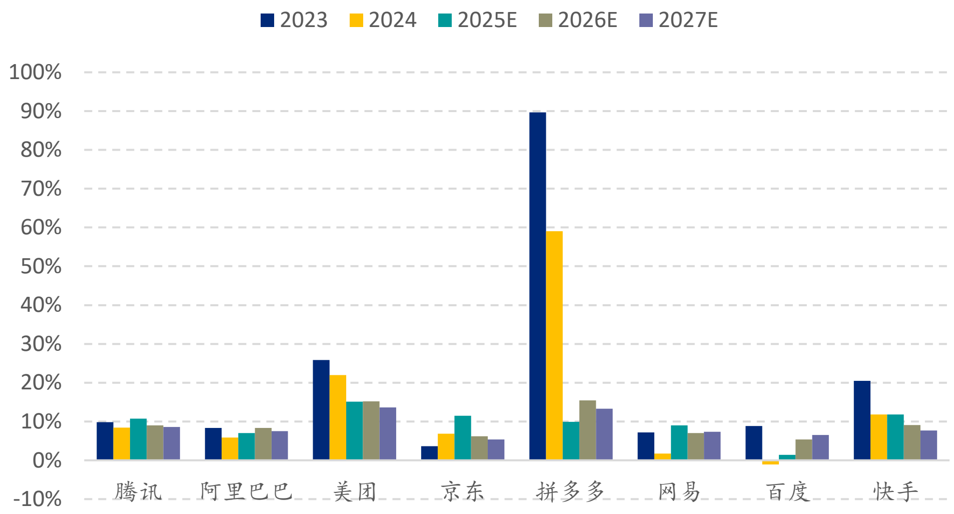
资料来源：浦银国际

个股方面，腾讯、阿里巴巴为我们行业首选：腾讯，游戏业务回暖，微信生态或加速变现；阿里巴巴，take rate 带动电商业务复苏，“AI+云”战略推动估值修复。此外，我们建议关注快手、网易和腾讯音乐等。

中国互联网的结构性机会

中国主要互联网公司 2025E 平均预期收入增速 10%。随着流量红利减弱，中国互联网行业增速逐步放缓：美团 2025 年预期收入同比增长 15%，相对领先；其他互联网巨头的预期收入增速普遍在 10%上下水平。由于部分行业竞争加剧，个别公司 2025 年利润率较去年或有所下滑。

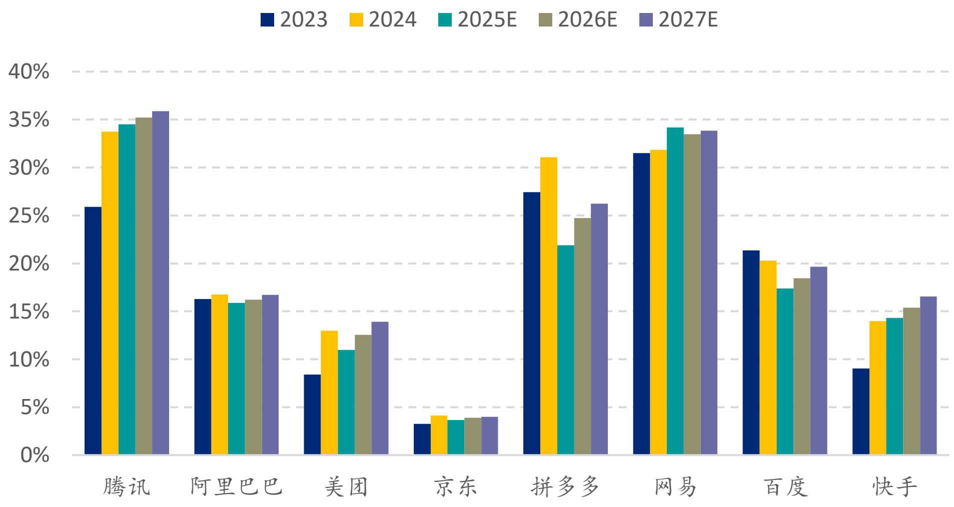
图表 10：互联网公司收入增速及市场预期



注：E 为 Bloomberg 一致预测值，阿里巴巴为 FY23-FY28E 数据

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：互联网公司利润率及市场预期



注：E 为 Bloomberg 一致预测值，阿里巴巴为 FY23-FY28E 数据

资料来源：Bloomberg、浦银国际

泛娱乐或跑赢大电商

在细分赛道和标的选择方面，我们重点从四大维度来考量：

一、AI 受益程度：泛娱乐想象空间广阔

泛娱乐产业在 AI 赋能下，从内容创作到传播等全流程或将被重塑，形成全新的娱乐体验和商业模式，想象空间极为广阔。大电商领域运用 AI 主要聚焦于提升运营效率和用户体验，如商品推荐、客服环节以及物流配送等。电商行业 AI 应用多围绕现有业务流程优化，新的商业模式和业务形态创新相对较少。虽然也有虚拟主播、虚拟试衣等，但整体而言，相比泛娱乐，大电商在 AI 应用的深度和广度上稍显逊色。

二、地缘政治影响：大电商面临更大不确定性

大电商企业，尤其是开展跨境业务的巨头，受地缘政治影响显著，而当下特朗普政府的关税政策仍有很大不确定性。电商依赖全球采购和物流配送，更容易因此受到冲击。泛娱乐产业具有文化传播属性，虽然在海外市场拓展时也可能面临文化差异、政策审查等问题，但相对电商而言，文娱内容消费并非刚性物质需求，较少涉及核心产业利益冲突，受到冲击相对较小。

三、竞争格局变化：泛娱乐竞争格局相对稳定

泛娱乐行业目前竞争格局相对稳定，无论是游戏还是在线音乐等细分赛道。且头部厂商通过多年运营基本形成差异化竞争优势。电商行业竞争加剧，传统电商平台，如阿里巴巴、京东、拼多多等头部电商平台由于流量红利见顶，增速放缓。新兴电商模式如社交电商、直播电商不断涌现，不断抢占市场份额。电商平台之间竞争策略逐渐趋同，同质化程度更高。所以相比泛娱乐，大电商竞争更加激烈。

四、宏观经济相关性：泛娱乐具备“口红效应”

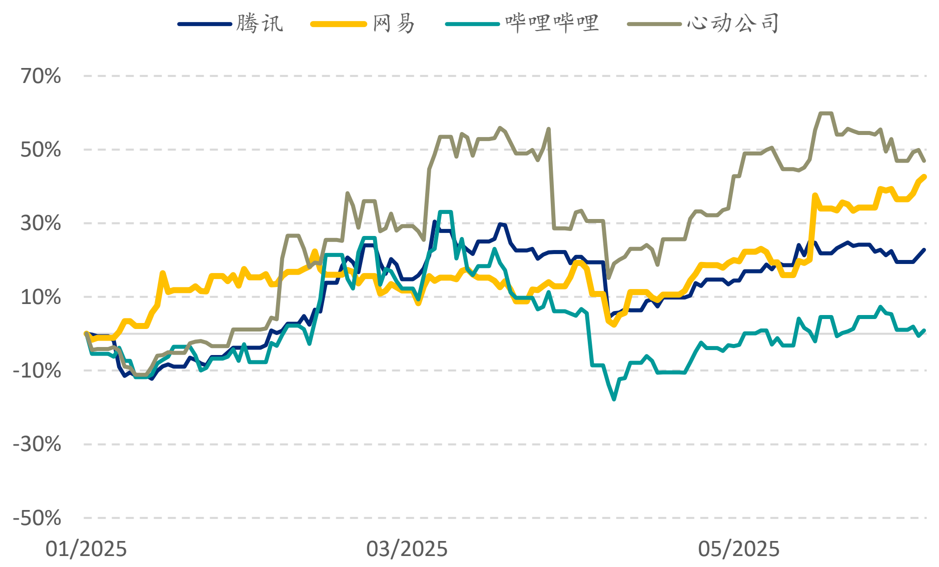
外部宏观环境不确定性增加时，泛娱乐产业往往呈现“口红效应”，大型消费支出相对谨慎，但仍需要情感慰藉和娱乐放松。大电商的商品销售需求与宏观经济形势关联紧密，影响更为直接，需求波动幅度大于泛娱乐产业。泛娱乐产品如游戏、音乐等，价格相对较低，能满足消费者精神需求。

互联网行业 2025 年下半年细分行业展望

• 游戏：长线运营重要性提升

2025 年下半年展望：头部产品的长期运营变得愈发重要，已成为短期行业增长的核心动力。年初以来，游戏版号的发放数量持续上升，进口版号的常态化发布为行业注入了新活力。大型游戏公司拥有丰富的游戏储备，多款核心产品令人期待。鉴于玩家对内容和玩法的需求不断提升，我们依然看好拥有丰富游戏产品组合且具备强大研发创新能力的头部公司，建议关注腾讯（700.HK）、网易（9999.HK/NTES.US）等；同时建议关注次新游对业绩的推动机会，如哔哩哔哩（BILI.US/9626.HK）、心动（2400.HK）等。

图表 12：游戏公司年初至今股价表现

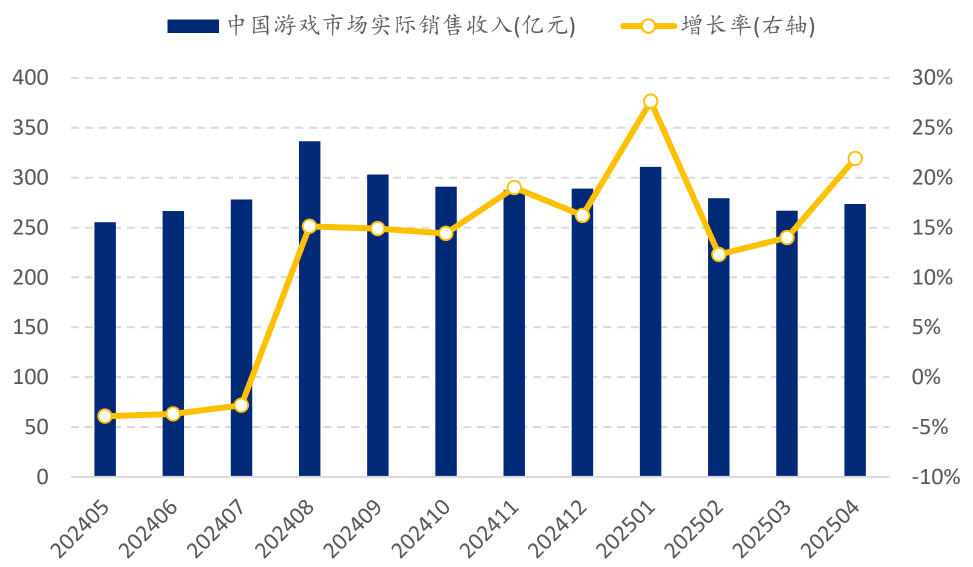


注：截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

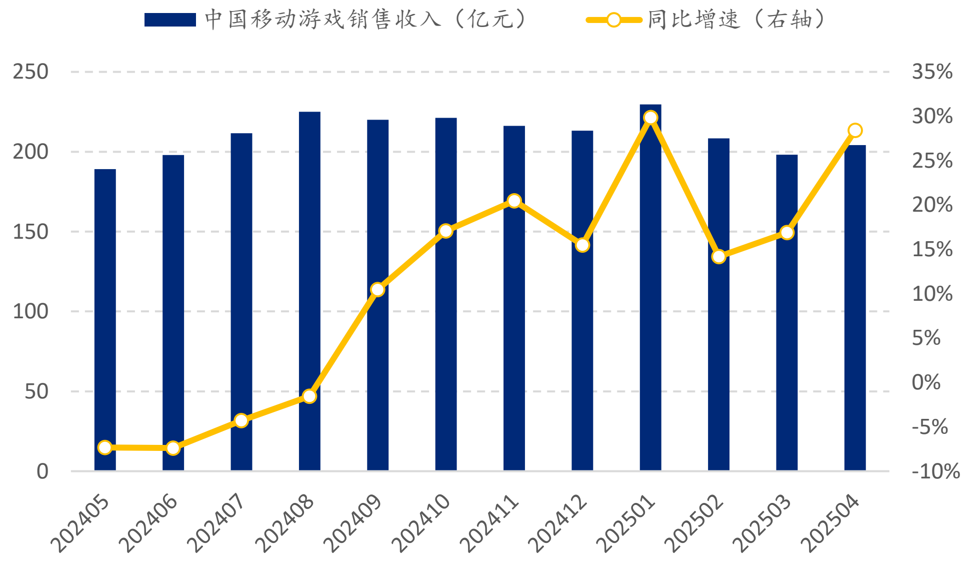
行业实现强劲增长。2025 年 1-4 月中国游戏行业销售收入为 1,131 亿元，同比增长 19%，手游端游均取得不错表现。同期移动游戏市场收入同比增长 22%，占总市场收入的 74%，主要是部分头部游戏长线运营取得同比增长以及《地下城与勇士：起源》等次新游贡献。端游方面，同期市场规模同比增长 6%，《三角洲行动》、《燕云十六声》、暴雪游戏回归等带来增量。

图表 13：中国游戏市场实际销售收入



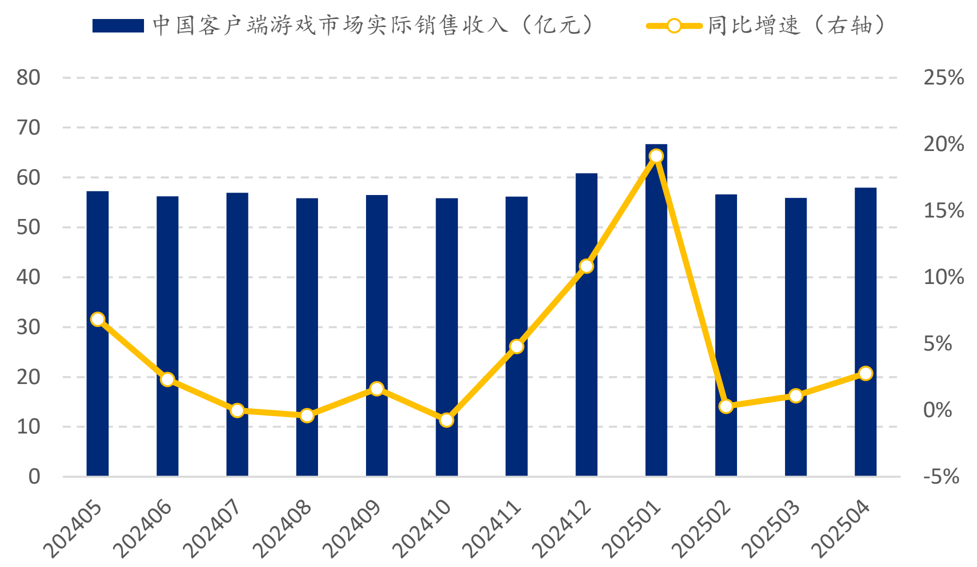
资料来源：伽马数据、浦银国际

图表 14：中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

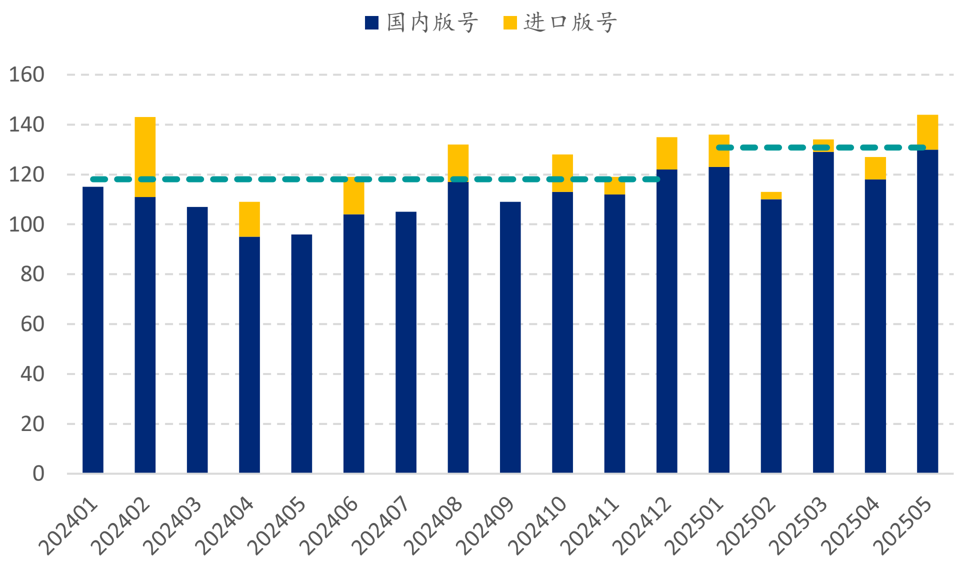
图表 15：中国客户端游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

游戏版号稳定发放。2025 年前五个月，累计发放 654 款游戏版号，版号发放数量同比增长 15%，其中 610 款国内游戏版号，44 款进口游戏版号，平均每月获批 131 款，版号数量进一步提升。进口版号连续 8 个月发放，呈现常态化，海外热门游戏的引入为行业带来增量。

图表 16：中国游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

爆款新游稀缺，热门游戏长线运营成核心增长动力。从今年前五个月来看，中国游戏市场的热门新游相对较少，相比于去年《地下城与勇士：起源》《绝区零》《永劫无间手游》《三角洲行动》《黑神话：悟空》等大作，今年前五个月仅有《燕云十六声》《胜利女神：新的希望》等少数热门产品上线。因此，现有头部产品的长线运营能力重要性提升。根据腾讯和网易 2025 年一季度财报，《王者荣耀》《穿越火线手游》等长青游戏一季度流水创历史新高，《和平精英》《第五人格》《大话西游 2》等也保持了增长势头，成为公司重要的增长驱动力。从游戏储备来看，大厂仍有较为丰富的产品管线，《王者荣耀世界》《无畏契约》《无限大》等核心产品值得期待。

图表 17：腾讯、网易主要新游及未来储备

公司	上线新游	类型	主要储备	类型
腾讯	三角洲行动	射击	王者荣耀世界	开放世界
	胜利女神：新的希望	二次元射击	逆战：未来	射击
	暗区突围：无限	战术射击	异人之下	格斗竞技
			无畏契约：源能行动	英雄射击
			洛克王国：世界	养成
			荒野起源	开放世界生存
			地下城与勇士：卡赞	硬核 RPG
			流放之路：降临	MMOARPG
网易	燕云十六声	武侠开放世界	漫威秘法狂潮	卡牌
	漫威争锋	英雄射击	命运：群星	射击
	界外狂潮	英雄射击	万民长歌：三国	策略
	守望先锋：归来	英雄射击	遗忘之海	航海 RPG
	七日世界	开放世界	unVEIL the world	RPG
			灵兽大冒险	抓宠回合制
			星绘友晴天	生活模拟
			头号追击	MOBA 吃鸡
			无限大	开放世界

资料来源：浦银国际整理

图表 18：游戏公司表现及估值

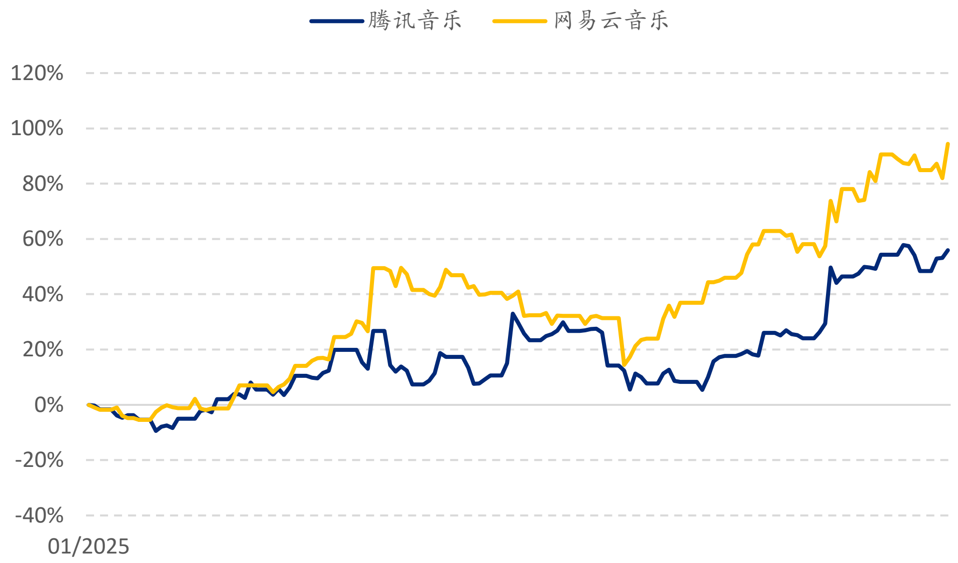
股票代码	公司	行业	市值	股价	YTD		P/E	（x）		P/S	（x）
			(百万美元)	(交易货币)	股价变动	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	601,416	512.0	23.1	17.3	15.4	13.8	5.9	5.4	5.0
NTES US Equity	网易	游戏	80,555	127.2	42.6	15.3	14.5	13.3	5.0	4.7	4.4
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	9,909	9.6	85.8	17.4	14.0	12.7	2.4	2.1	2.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	4,605	15.0	(4.4)	11.5	10.3	9.7	1.8	1.6	1.6
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,954	14.6	41.7	38.7	21.3	16.8	4.0	3.2	2.8
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,774	276.6	26.4	19.2	17.4	15.8	4.8	4.5	4.2
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	4,332	16.1	26.7	19.1	17.0	15.8	9.2	8.3	7.7
2400 HK Equity	心动公司	游戏	2,475	37.0	57.1	18.5	16.6	15.1	3.3	3.1	2.9
799 HK Equity	IGG	游戏	530	3.5	(11.9)	7.0	5.7	4.9	0.7	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	676	9.9	(2.3)	10.4	7.2	5.6	0.9	0.9	0.8
平均					**19.3**	**17.4**	**13.9**	**12.3**	**3.8**	**3.4**	**3.2**

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 在线音乐：量价齐升推动增长

2025 年下半年展望：行业付费用户稳健增长，付费率持续提升；ARPPU 呈现上升趋势，折扣收缩及更高层级定价成为驱动力；商业变现多元化发展，激励广告增长迅速。作为相对抗周期的行业，在线音乐的商业模式具有较强稳定性，价格相对可负担且具备较强用户粘性，我们认为量价齐升将推动行业长期增长，建议关注腾讯音乐（TME.US/1698.HK）和网易云音乐（9899.HK）。

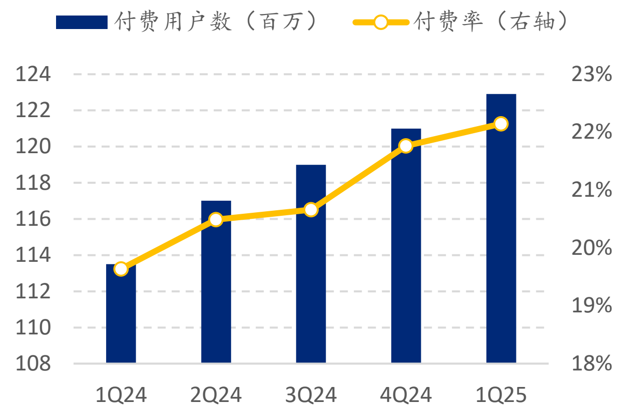
图表 19：在线音乐公司年初至今股价表现



注：截至 2025 年 6 月 4 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

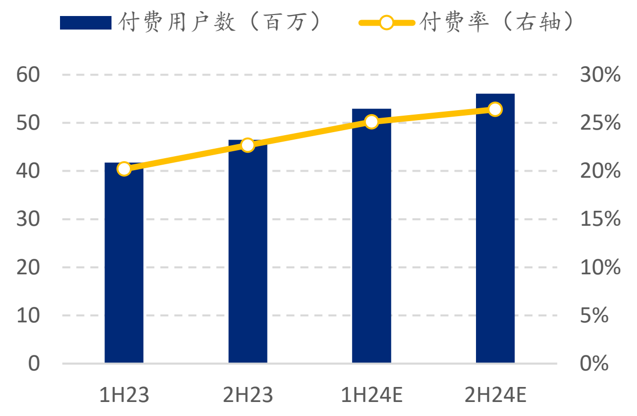
订阅用户数稳健增长。行业头部参与者的付费用户过去实现了持续增长，付费率稳步提升。对比其他娱乐模式来看，音乐主要是“听”，使用场景并不与视频、社交、阅读等需要“看”的娱乐形式直接竞争，可以覆盖到通勤、运动、车载等广泛场景中。音乐会员定价可负担，且内容可重复消费，我们认为音乐是具有性价比的娱乐方式。目前中国头部玩家付费率在 20%以上水平，对比欧美成熟市场超过 50%的付费率，我们认为随着用户付费习惯的提升，行业未来付费率仍有很大提升空间。

图表 20：腾讯音乐月均付费用户数及付费率



资料来源：公司资料、浦银国际

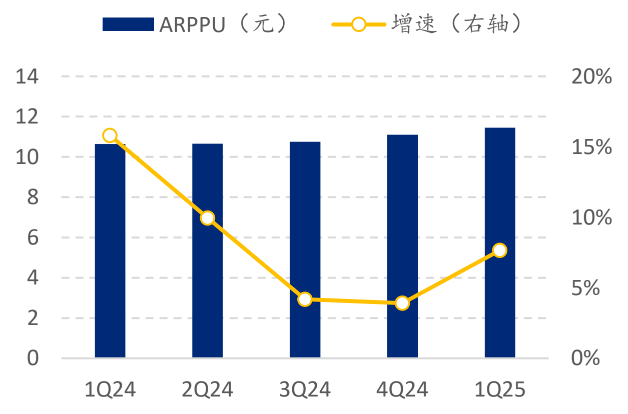
图表 21：网易云音乐月均付费用户数及付费率



资料来源：公司资料、浦银国际预测

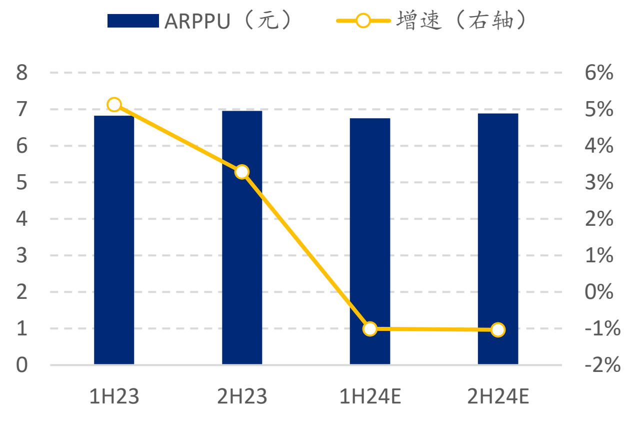
ARPPU 呈现上升趋势。作为行业龙头，腾讯音乐持续收缩订阅会员的折扣，推动 ARPPU 实现逐步提升，1Q25 已达到 11.4 元。此外，公司推出了更高订阅层级的 SVIP，目前订阅用户规模超过 1,000 万，渗透率和 ARPPU 均呈现强劲的增长势头，公司也在持续丰富会员权益以提高会员转化。我们预计网易云音乐当前 ARPPU 在 7 元左右。目前中国在线音乐行业 ARRPU 与标准定价（18 元）仍有较大差距，预计在腾讯音乐的带动下，未来 ARPPU 仍有持续提升空间，成为短中期的重要增长驱动。

图表 22：腾讯音乐订阅 ARPPU



资料来源：公司资料、浦银国际

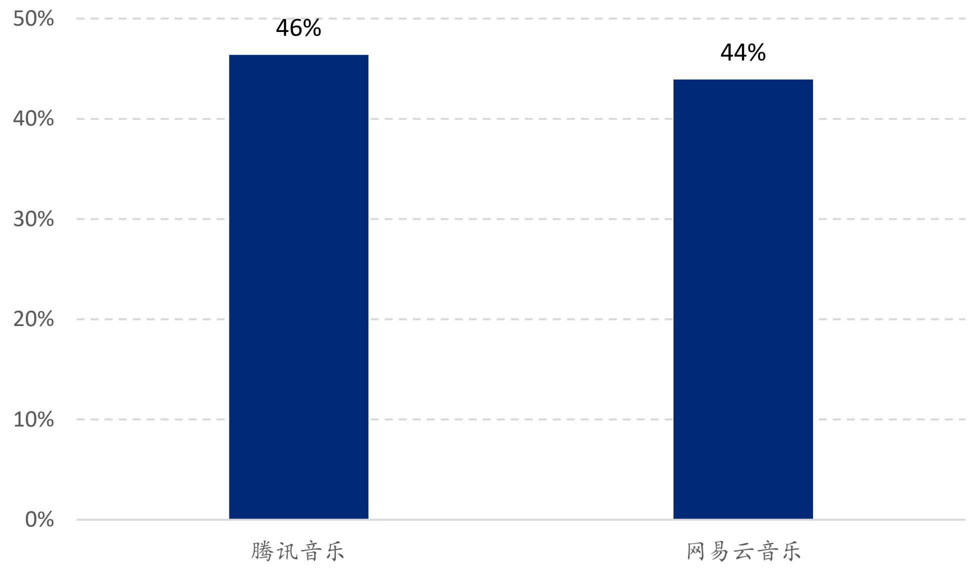
图表 23：网易云音乐订阅 ARPPU



资料来源：公司资料、浦银国际预测

商业变现多元化发展。除了音乐订阅以外，流媒体平台也在不断开拓新的商业模式，如广告、播客、有声书、直播、K 歌、粉丝经济等业务，持续寻求新的增长贡献来源。其中，激励广告是增长较快的变现方式之一，使得用户能够通过观看广告以换取听歌等权益。当前仍有 70%以上的非订阅用户，激励广告也能够实现对庞大未付费用户群的变现。

图表 24：腾讯音乐、网易云音乐非订阅收入占比（2024 年）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 25：在线音乐公司表现及估值

股票代码	公司	行业	市值（百万美元）	股价（交易货币）	YTD 股价变动	P/E （x）			P/S （x）		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	27,416	17.7	55.9	21.3	18.6	16.0	6.3	5.7	5.2
9899 HK Equity	网易云音乐	在线音乐	6,205	222.0	96.5	25.1	21.7	19.6	5.5	5.0	4.7
平均					76.2	23.2	20.1	17.8	5.9	5.4	4.9

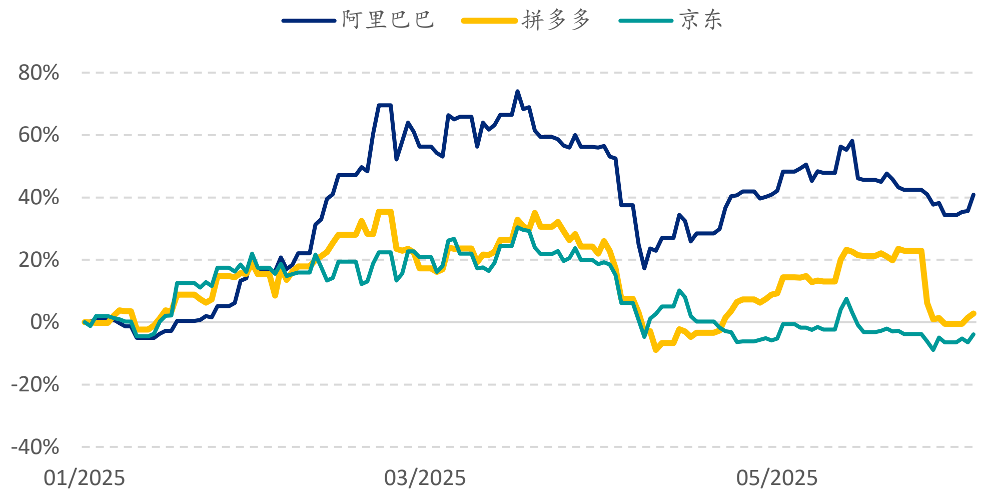
注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 电商：国补升级刺激消费，即时零售竞争格局重塑

2025 年下半年展望：行业竞争依然激烈，价格仍然是核心竞争手段；国补预计仍将是今年的重要驱动力，但考虑到基数影响，红利或有所减弱；直播电商进一步抢占市场份额，但增速有所放缓；中美关税风险为跨境电商带来不确定性，或造成短期阵痛，跨境电商也在加速全球化布局，降低单一市场风险；外卖大战重塑竞争格局，短期投入加大或影响利润率表现。考虑到国补受益以及受关税影响较小，建议关注阿里巴巴（BABA.US/9988.HK）、京东（JD.US/9618.HK）。

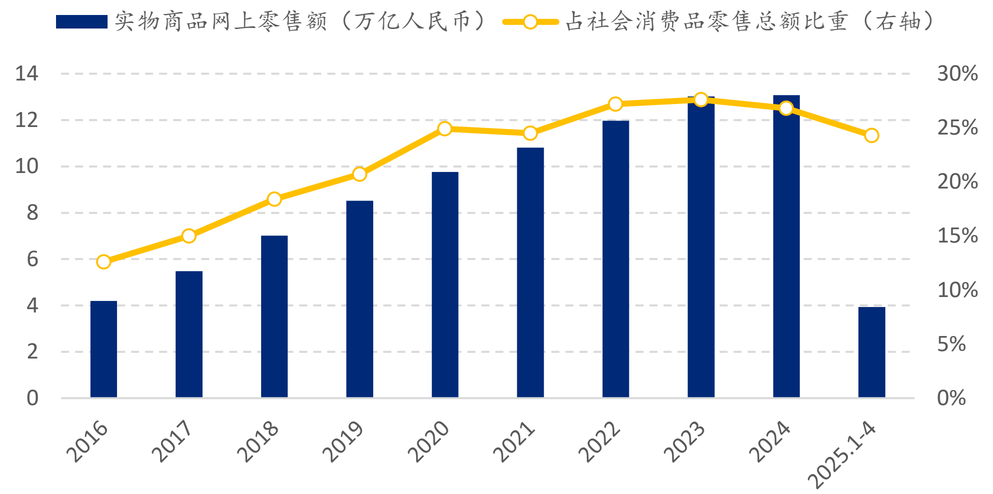
图表 26：电商公司年初至今股价表现



注：截至 2025 年 6 月 4 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

2025 年 1-4 月社会消费品零售总额同比增长 4.7%。其中，全国实物商品网上零售额同比增长 5.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%；在实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品分别增长 14.6%/0.5%/5.5%。

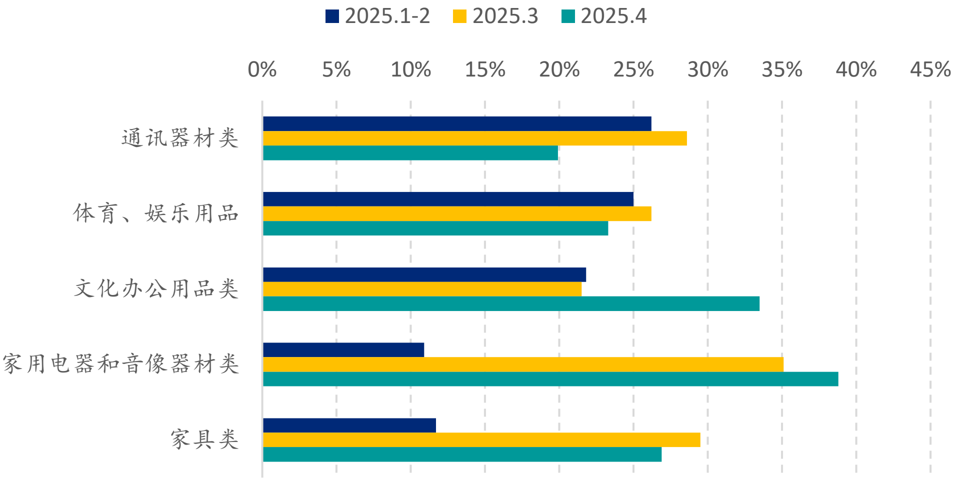
图表 27：实物商品网上零售额



资料来源：Bloomberg，国家统计局，浦银国际

国补升级持续刺激数码家电需求增长。2024 年 9 月以来，全国各地家电以旧换新补贴陆续推出，刺激家电消费增长。根据国家发改委统计数据，2024 年发改委牵头安排 1,500 亿元支持消费品以旧换新，带动汽车、家电、家装等销售额超过 1.3 万亿元。而 2025 年 1 月，消费以旧换新政策范围进一步扩大至家装消费品、手机等数码产品。2025 年 3 月，政府工作报告明确，安排 3,000 亿元支持消费品以旧换新。根据国家统计局数据，2025 年前四个月，通讯器材类、体育娱乐用品类、文化办公用品类、家用电器和音像器材类、家具类是增速最快的前五大品类，前四个月累计同比增长均超过 20%，补贴政策取得了显著成效。我们认为国补政策仍将成为全年消费重要的增长驱动力。

图表 28：实物商品网上零售额



资料来源：Bloomberg、国家统计局、浦银国际

行业竞争依然激烈。各大电商平台为了争夺市场份额，纷纷采取多种策略来吸引消费者。在当前的市场环境中，价格仍然是电商平台的核心竞争手段。为了保持竞争优势，平台通过国家补贴和平台自身的补贴相结合，降低商品价格，吸引更多的用户进行购买。此外，电商平台也在不断升级增值服务，如价格保护和免运费等，以提升产品的综合竞争力。

关税反复冲击跨境电商，风险仍未消退。中美关税对各家电商平台影响不一，阿里巴巴国际电商业务地域分布较为分散，且对集团贡献占比也相对较小；而拼多多所受影响较大，美国是 Temu 的核心市场之一，美国取消小额免税后，商品价格优势或下降，并推高运营成本。国内跨境电商也在持续调整市场策略，加速全球化布局，降低单一市场集中风险。由于美国加征关税及取消跨境小额包裹免税在二季度生效，我们预计短期内海外业务或面临更加严峻的挑战，仍存在很大不确定性。

外卖大战重塑即时零售竞争格局。2025 年 2 月，京东正式进入外卖市场，发展迅速，6 月 1 日，京东外卖日订单量已突破 2,500 万单，品质餐饮门店入驻超过 150 万，骑手规模超过 10 万，成为外卖市场的重要新晋玩家。4 月末，饿了么也宣布将投入超百亿补贴，同时淘宝 APP 首页新增“闪购”入口，为饿了么带来新流量。作为外卖行业龙头，美团也表示将加大外卖补贴，以应对愈加激烈的行业竞争。针对行业竞争加剧，国家市场监管总局也在近期针对当前外卖行业竞争中存在的突出问题，约谈三家主要外卖平台企业，进一步规范行业发展和有序竞争。我们认为，行业外卖补贴策略或将有所调整，短期补贴力度或有所降温，但目前竞争的持续时间尚不明朗，预计仍将对行业利润率造成负面影响。

图表 29：电商公司表现及估值

股票代码	公司	行业	市值（百万美元）	股价（交易货币）	YTD 股价变动	P/E （x）			P/S （x）		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	285,008	119.5	40.9	12.3	10.8	9.2	2.0	1.8	1.7
JD US Equity	京东	电商	48,438	33.3	(3.9)	7.8	6.9	6.3	0.3	0.3	0.2
PDD US Equity	拼多多	电商	141,468	99.7	2.7	11.0	8.4	7.1	2.3	2.0	1.8
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,404	14.4	6.8	6.1	5.8	5.6	0.5	0.5	0.5
3690 HK Equity	美团	电商	112,826	140.7	(4.5)	19.6	15.0	12.0	2.1	1.8	1.6
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,270	18.3	(6.7)	20.5	15.2	14.4	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	165	7.6	0.9	11.7	6.8	4.7	0.1	0.1	0.1
平均					**5.2**	**12.7**	**9.8**	**8.5**	**1.1**	**1.0**	**0.9**

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日

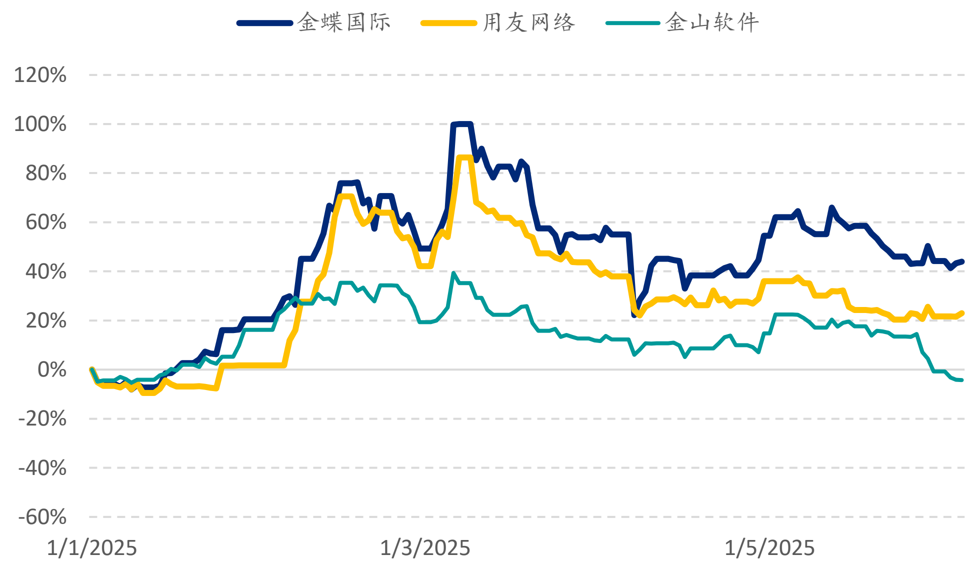
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 云计算：大模型推动需求上升，AI Agent 重塑 SaaS

2025 年下半年展望：AI 的爆发使各行业对算力、数据存储和处理等云服务需求大增。云计算作为重要的基础设施，其服务提供商，有望享受 AI 带来的增长红利。特朗普 2.0 或加速软件行业的国产替代进程，“信创”或迎估值修复。

2025 年中国正式开启 AI 基建超级周期。根据中国信通院数据，中国云计算市场保持高活力，预计 2023-2027E 年均增速达到 37%，大幅高于全球增速。我们预测腾讯 2025 年资本开支或达人民币 900+亿元，阿里 1500+亿元，字节跳动 1500+亿元，都主要围绕 AI 基础设施建设。中国互联网巨头的整体资本支出（主要为算力需求）或接近翻倍，有望推动上游算力产业链的爆发。

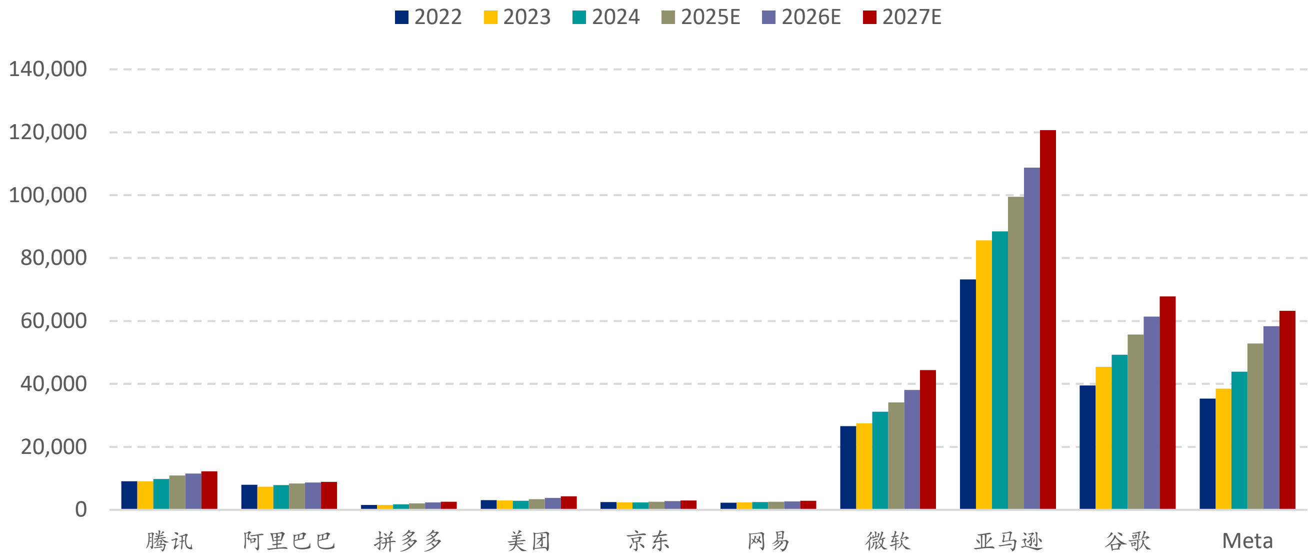
图表 30：SaaS 公司股价表现



注：截至 2025 年 6 月 4 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

中美互联网的云业务发展日趋分化。除芯片等基础层外，云计算是目前明显受益于大模型的业务。美国互联网公司的 AI 相关的收入主要集中在云业务，云计算也成为增速最快的细分赛道之一。而国内的互联网巨头的云业务爆发会有一定时滞：一方面，在国内竞争格局方面，中国运营商的云业务强势崛起，市场份额不断扩大；另一方面，在 ToB 企业服务方面，中美仍存在很大差距，SaaS 生态系统在中国并不像美国市场那么活跃。

图表 31：中美互联网龙头 Capex 对比（百万美元）



E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

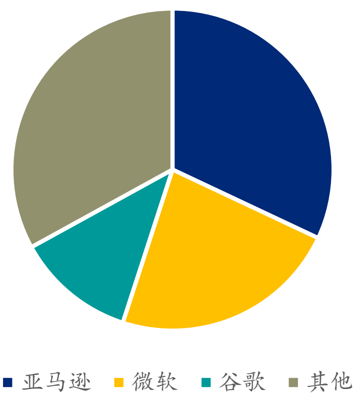
中美云厂商利润率差异明显。在美国云服务商中，亚马逊 AWS 和微软 Azure 利润率长期维持在 30%以上，而国内云服务商目前则刚实现盈亏平衡，中美云厂商的利润率差异主要由于：

1) 以 AWS 为代表的美国云厂商起步较早，占据先发优势，使得 AWS 能够建立庞大的基础设施，后期实现规模经济，单位成本会显著下降。

2) 产品构成差异：云计算服务可以简单分为公有云、混合云，私有云三大类。我国目前私有云占比仍达 43%；而美国以公有云为主，占比接近 70%。公有云可以通过标准化更好地实现规模效益。

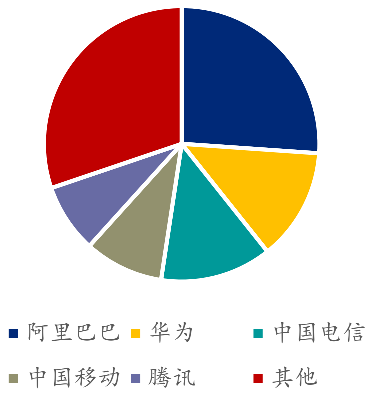
3) 成本结构差异：IDC 是云业务的主要成本之一，包括带宽以及机架成本，国内云厂商需要缴纳巨额带宽使用费给运营商，而海外云厂商可以自建网络，降低成本。

图表 32：全球云计算市场份额（2024）



资料来源：Canalys、浦银国际

图表 33：中国公有云 IaaS 市场份额（2H24）



资料来源：IDC、浦银国际

AI Agent 重塑 SaaS 行业。在 MCP 统一协议框架下，SaaS 服务作为生态组成部分，既可以服务终端用户，又能被其他 Agent 调用。MCP 核心价值在于标准化交互规则，有助于大幅降低开发成本，开发者只需要让模型和工具分别遵循相应的协议标准，就可以实现即插即用。

特朗普 2.0 将加速软件行业国产替代趋势，信创产业或迎修复。特朗普 2.0 或加剧地缘政治风险，增加不确定性。信息技术的自主可控对保障国家信息安全和网络安全至关重要。近些年，国家不断发布相关政策，为信创行业提供支持和便利。“十四五”规划中明确指出到 2025 年行政办公及电子政务系统要全部完成国产化替代。2022 年 9 月底国资委下发 79 号文，全面指导并要求国央企落实信息化系统的信创国产化改造，要求央企、国企、地方国企全面落实信创国产化。总体目标是在重点推进央、国企 2027 年底实现 100% 信创替代。随着政府对数字经济和基础设施建设的重视，信创产品的市场需求有望进一步扩大。

图表 34：云服务板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值（百万美元）	股价（交易货币）	YTD 股价变动	P/E（x）			P/S（x）		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	18,790	291.7	1.8	69.8	57.2	47.3	22.1	18.3	15.2
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	6,480	13.6	26.9	N/A	200.3	63.6	4.6	4.1	3.8
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,324	14.5	22.9	45.7	33.4	27.1	3.7	3.5	3.3
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	5,808	12.3	50.5	301.4	113.0	61.5	5.9	5.1	4.4
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	10,533	51.4	(0.9)	26.7	21.4	17.8	0.5	0.4	0.4
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,907	32.2	(1.6)	20.5	17.0	14.2	3.7	3.2	2.9
909 HK Equity	明源云	SaaS	677	2.7	8.2	N/A	2,517.2	139.8	3.4	3.4	3.3
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,758	4.9	(1.7)	15.9	12.9	10.9	0.7	0.6	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	3,157	11.5	9.4	N/A	N/A	306.5	2.4	2.1	1.8
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	816	1.7	(45.9)	N/A	N/A	46.3	3.5	3.1	2.8
9959 HK Equity	联易融	SaaS	533	1.7	7.0	N/A	N/A	30.5	3.2	2.7	2.3
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	373	0.1	(28.0)	27.5	11.8	10.3	1.8	1.8	1.6
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	1,566	5.8	22.8	170.6	147.2	64.7	1.2	1.0	0.9
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	1,208	5.9	(27.8)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	488	8.1	(6.7)	12.0	9.5	7.3	1.1	0.9	0.8
平均					2.5	76.7	285.5	60.6	4.1	3.6	3.2

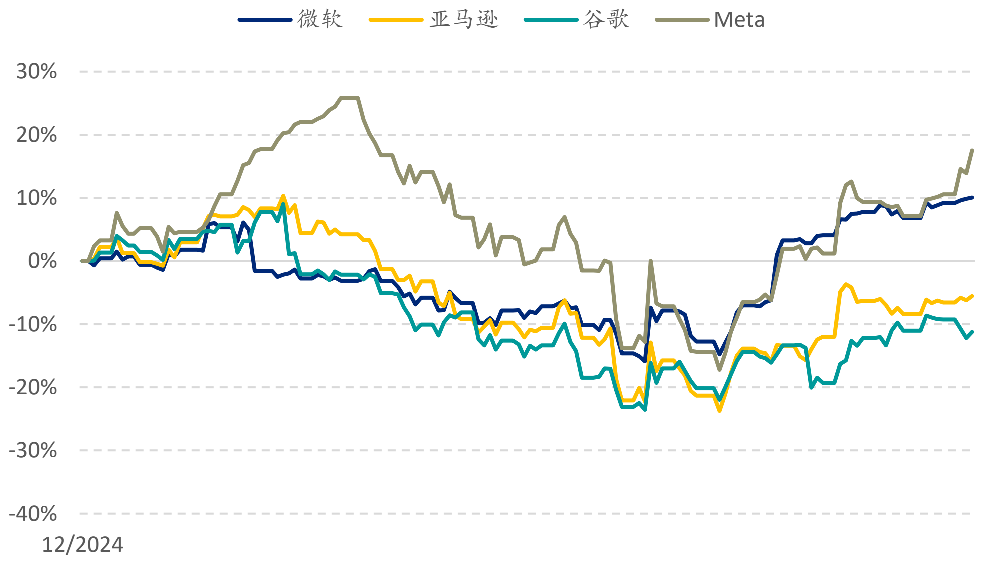
注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 海外：AI 应用维持高景气度，关注广告、游戏、教育

2025 年下半年展望：AI 仍然是下半年最值得关注的投资方向之一，全球 AI 应用或迎来爆发，市场资金对 AI 产业的挖掘也逐渐向应用软件类倾斜，AI 对于业绩赋能在加速兑现，重点关注广告、办公、教育等行业落地情况。

图表 35：美国互联网龙头年初至今股价表现



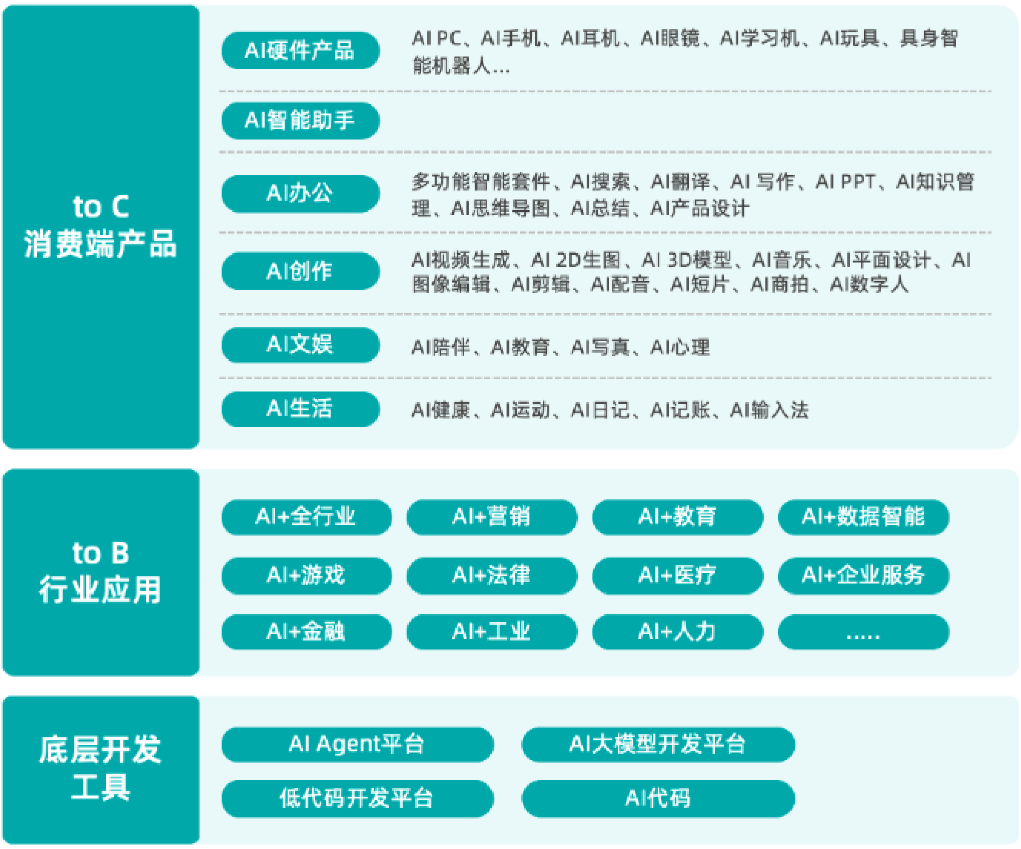
注：数据截至 2025 年 6 月 4 日　资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 36：中美互联网 AI 投资布局

公司	AI 领域产品及布局
微软	Azure AI、Copilot、Bing，投资 OpenAI
谷歌	Gemini 大模型、DeepMind、TensorFlow，投资 Anthropic、Runway
亚马逊	Olympus 大模型，投资 Anthropic 少数股权
Meta	Llama 大模型、XR
阿里巴巴	通义大模型、云计算、达摩院，投资智谱 AI、百川智能、零一万物、MiniMax 等
腾讯	混元大模型、优图，投资百川智能、MiniMax、智谱 AI、月之暗面等
百度	文心大模型、文心智能体、飞桨、自动驾驶，投资生数科技、智元机器人等
字节跳动	豆包大模型

资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 37：AI 应用全景图



to C 消费端产品

AI硬件产品	AI PC、AI手机、AI耳机、AI眼镜、AI学习机、AI玩具、具身智能机器人…
AI智能助手	
AI办公	多功能智能套件、AI搜索、AI翻译、AI 写作、AI PPT、AI知识管理、AI思维导图、AI总结、AI产品设计
AI创作	AI视频生成、AI 2D生图、AI 3D模型、AI音乐、AI平面设计、AI图像编辑、AI剪辑、AI配音、AI短片、AI商拍、AI数字人
AI文娱	AI陪伴、AI教育、AI写真、AI心理
AI生活	AI健康、AI运动、AI日记、AI记账、AI输入法

to B 行业应用

AI+全行业	AI+营销	AI+教育	AI+数据智能
AI+游戏	AI+法律	AI+医疗	AI+企业服务
AI+金融	AI+工业	AI+人力	.....

底层开发工具

AI Agent平台	AI大模型开发平台
低代码开发平台	AI代码

资料来源：量子位、浦银国际

AI 助力游戏业务降本增效，提升用户体验

1. 游戏开发与创作

——智能角色场景设计与生成：利用 AI 技术生成游戏角色的三维模型、外观特征和动作表情。通过深度学习算法，分析大量的游戏角色设计数据，学习不同风格和类型的角色特点，从而快速生成符合设计要求的新角色。

——游戏剧情生成与优化：借助 AI 技术生成游戏剧情的框架和线索，根据玩家的行为和选择，动态生成剧情分支和结局。同时，AI 技术还可以对游戏剧情进行优化，根据反馈和数据分析，调整剧情的难度和节奏。

2. 游戏开发辅助工具

——游戏开发引擎优化：AI 技术可以对游戏开发引擎进行优化，提高引擎的性能和效率。

——游戏开发工具自动化：利用 AI 技术实现游戏开发工具的自动化，例如代码生成、测试等。通过对游戏开发资源的分析和学习，AI 系统可以自动对资源进行分类和标签化管理，提高资源的检索效率和利用效率。

3. 游戏运营与推广

——游戏玩家行为分析：利用 AI 技术对游戏玩家的行为数据进行分析，了解玩家的游戏习惯、兴趣爱好和需求，通过对玩家的行为数据进行挖掘和分析，AI 系统可以及时调整游戏的内容和运营策略，提高玩家的满意度。

——游戏推荐系统：借助 AI 技术建立游戏推荐系统，根据玩家的历史游戏记录和行为数据，为玩家推荐适合的游戏。通过对玩家的游戏偏好和兴趣爱好的分析，AI 系统可以为玩家提供个性化的游戏推荐。

4. 游戏体验提升

——游戏智能辅助系统：在一些游戏中，AI 技术可以作为智能辅助系统，为玩家提供游戏指导和帮助。例如，在角色扮演游戏中，AI 系统可以为玩家提供角色属性加点建议、技能升级路线规划等。

——游戏自适应难度调整：根据玩家的游戏表现和能力水平，AI 技术可以动态调整游戏的难度级别。

——游戏虚拟现实体验增强：利用 AI 技术增强游戏的虚拟现实体验，例如通过动作捕捉技术和虚拟现实头盔，实现玩家与游戏世界的实时互动。

广告或成为 AI 最先落地的应用场景

AI 应用显著增加了用户使用时间，有助于广告点击率和转化率的提高。AI 引擎在内容推荐和广告定位方面的应用，直接推动了业务增长。

1. 创意制作方面

——提供创意灵感：AI 可快速挖掘海量消费者数据，分析消费者喜好、需求和行为模式，为广告创意提供丰富灵感来源。比如通过分析社交媒体数据等，了解不同消费群体特点，助力创意人员把握方向。

——实现内容快速生成：能根据预设主题和目标受众，自动生成文字、图像甚至视频内容。如运用自然语言处理技术生成有吸引力的广告语，通过深度学习算法生成产品图片、特效场景等。

——支持个性化定制：根据每个消费者的独特特征和偏好，量身定制广告内容，提高广告的点击率和转化率。例如为运动爱好者生成运动主题广告，推荐相关产品。

2. 精准投放方面

——精准定位受众：AI 可以深度分析用户的行为数据、兴趣爱好、地理位置等多维度信息，精准圈定目标受众，让广告能展示给最有可能感兴趣的用户。

——实时调整策略：依据实时数据反馈，动态调整广告投放策略，如出价、关键词选择、受众定位等，确保广告投放效果最佳，提升投资回报率。

3. 效果评估方面

——进行效果预测：借助 AI 的数据分析和建模能力，对广告的点击率、转化率等指标进行预测，帮助广告主提前了解广告效果，合理安排预算和资源。实现深度分析：能够对广告投放后的效果进行更全面、深入的分析，不仅能统计曝光量、点击量等常规数据，还能分析用户的情感倾向、行为变化等，为后续优化提供更详细依据。

4. 运营效率方面

——自动化任务流程：可以自动化完成广告投放中的一些繁琐任务，如广告素材的审核、投放计划的设置与调整等，节省人力和时间成本，提高运营效率。

——优化资源分配：通过对数据的分析和预测，AI 能帮助广告主更合理地分配广告资源，确定在不同平台、不同时间段的投放比例，提高效率。

除了“七巨头”中的微软，谷歌，亚马逊以及 Meta 四家超大盘股外，我们进一步梳理以下 AI 应用类标的：

- Adobe（YTD-6.6%）：旗舰产品包括 Photoshop、Acrobat PDF 等，公司为行业龙头。产品标准化高。创意设计或是最先受益于 AI 推动的行业。

- AppLovin（YTD+27.9%）：行业领先的移动营销和货币化平台，拥有 AppDiscovery、MAX、Adjust 等核心产品，在移动游戏领域占据领先优势。

- CrowdStrike（YTD+35.3%）：全球终端网络安全龙头，通过自动检测和预防来阻止威胁，端点保护约占其当前一千亿美元 TAM 的 20%。公司处于 AI+安全领域前沿，推出 Charlotte AI，持续赋能。

- Duolingo（YTD+61.3%）：全球用户最多的语言学习平台，将游戏元素融入免费内容，通过广告、付费订阅和考试认证变现。公司在 AI 教育商业试水，已上线付费产品 Duolingo Max。

- Palantir（YTD+58.6%）：大数据分析公司，与美国政府密切合作，政府国防业务壁垒高，加速拓展商业业务。四大产品包括：Gotham（政府）、Foundry（商业）、Apollo 和人工智能 AIP。

- Salesforce（YTD-20.0%）：全球第一大 CRM 厂商，业务从 CRM 售中管理，延伸至售前营销、售后客服等。公司持续发力 AI，推出 AI 工具 Einstein Copilot，并扩大 AI 风险投资基金规模。

- ServiceNow（YTD+59.6%）：公司为企业 IT 自动化操作提供云计算服务，包括 ITSM 和 ITOM，已覆盖 85%的财富 500 强企业。公司持续通过并购 AI 企业，提升技术储备，上线 Now Intelligence 等产品。

- Snowflake（YTD-4.0%）：全球最大的云数据仓库解决方案提供商，提供存储和管理结构化和非结构化数据服务。数据仓库是数据分析重要基础设施，AI 发展有望带动产品需求提升。

- UiPath（YTD+4.3%）：全球领先的 RPA（机器人流程自动化）企业，通过 AI 将重复业务流程实现自动化，在大模型 AI 加持之下，或迎来加速发展。

- Unity（YTD+10.3%）： 公司提供世界领先的实时 3D 开发工具，全球前 1000 手游中约 70%使用 Unity 制作。AIGC 将使游戏“更快、更好、更便宜”。公司业务不断拓展，覆盖电影、汽车、航空等领域。

图表 38：美股公司表现及估值

股票代码	公司	市值（百万美元）	股价（交易货币）	YTD 股价变动	P/E （x）			P/S （x）		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
MSFT US Equity	Microsoft	3,447,734	463.9	10.1	32.7	28.7	24.0	11.6	10.3	8.9
AMZN US Equity	Amazon	2,200,027	207.2	(5.5)	30.2	25.9	21.5	3.2	2.9	2.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,047,175	169.4	(11.1)	17.2	16.1	14.1	6.2	5.6	5.0
META US Equity	Meta	1,729,731	688.0	17.5	26.1	23.1	20.5	9.3	8.2	7.3
CRM US Equity	Salesforce	251,591	263.2	(21.3)	23.5	21.1	18.6	6.2	5.7	5.2
NOW US Equity	ServiceNow	209,637	1,012.7	(4.5)	61.1	51.0	42.4	16.1	13.5	11.4
SNOW US Equity	Snowflake	69,944	209.6	35.7	190.9	137.6	117.2	15.7	12.8	10.8
PLTR US Equity	Palantir	306,812	130.0	71.9	222.6	176.4	132.7	78.8	61.2	46.4
PATH US Equity	UiPath	6,982	13.1	2.7	23.3	20.8	18.8	4.5	4.2	3.8
U US Equity	Unity	10,833	26.1	16.0	37.6	33.9	27.5	6.1	5.6	5.0
CRWD US Equity	CrowdStrike	114,794	460.6	34.6	131.0	101.0	76.2	24.4	20.0	16.5
DUOL US Equity	Duolingo	23,581	518.8	60.0	177.0	109.0	79.6	23.7	18.6	15.0
MDB US Equity	MongoDB	16,321	199.7	(14.2)	60.8	57.4	45.0	7.2	6.2	5.3
ADBE US Equity	Adobe	176,408	413.9	(6.9)	20.1	17.9	16.2	7.5	6.8	6.2
SE US Equity	Sea	99,554	168.2	58.5	43.7	30.2	24.1	4.7	3.9	3.4
APP US Equity	AppLovin	140,945	416.5	28.6	51.2	35.3	29.4	24.9	20.7	16.4
SPOT US Equity	Spotify	143,761	701.1	56.7	71.3	49.0	39.6	7.1	6.1	5.4
INOD US Equity	Innodata	1,428	45.0	13.8	64.8	44.3	34.6	5.9	4.8	4.6
平均				19.0	71.4	54.4	43.5	14.6	12.1	10.0

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际互联网行业覆盖公司

图表 39：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价（交易货币）	评级	目标价（交易货币）	评级/目标价/预测发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	118.30	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	119.96	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	130.60	买入	173.00	15/5/2025	电商
JD US Equity	京东	33.09	买入	44.00	15/5/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	99.33	持有	100.00	28/5/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.47	持有	14.00	21/5/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	515.00	买入	700.00	15/5/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	128.63	买入	135.00	16/5/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	201.20	买入	210.00	16/5/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	145.70	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	18.48	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.00	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	40.00	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.60	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.96	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	6.66	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	144.40	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	54.50	买入	70.00	26/3/2025	短视频
SE US Equity	Sea	170.40	买入	170.00	14/5/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	24.79	买入	27.00	8/5/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	467.68	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	414.14	买入	450.00	8/5/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	207.91	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	168.21	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	169.81	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	684.62	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	522.99	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	712.82	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	17.78	买入	18.00	14/5/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	69.75	买入	70.00	14/5/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	226.00	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	45.64	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：收盘价截至 2025 年 6 月 5 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

科技行业 2025 年中期展望：AI、国补、智驾推动科技行业增长

- **展望 2025 年下半年，DeepSeek、国补、智能辅助驾驶将持续推动科技行业成长，美关税不确定性将得以消化：**2025 年上半年的这三条投资主线以及一个不确定因素有望在 2025 年下半年延续。其中，DeepSeek 持续推动 AI 算力芯片行业需求成长。中国的智能手机等数码产品国补刺激作用减弱，而高端智能手机占比提升会延续。智能辅助驾驶渗透率有望在下半年加速上扬。最后，美关税不确定性将被市场更好消化。

- **DeepSeek 持续推动 AI 大模型行业发展，带动产业需求成长：**今年年初 DeepSeek 的出现给 AI 大模型行业带来了变革，推动其性能的提升以及使用成本的下降，尤其是算力成本。我们预期 DeepSeek 带来的性能成本优化、AI 算力增长的趋势有望在今年下半年延续。在美国市场充分消化此前认为 DeepSeek 会带来 AI 算力需求下降的认知偏差后，行业看到有 3 个 scaling law 带动的 AI 算力芯片的需求。同时，AI 大模型向手机等端侧落地过程中，为消费电子行业注入增量和确定性。

- **虽然国补刺激的智能手机等消费电子需求或将减弱，但是智能手机高端成长趋势有望延续：**中国在年初发布“两新”政策，其中智能手机等数码产品受益明显，例如小米。整体来看，一季度中国区智能手机出货量略微低于年初时的预期，但是出货结构有明显改善，高端出货量增长显著。展望今年下半年，国补带来的刺激作用可能会减弱，而高端智能手机的需求动能有望保持。这其中有市场份额成长空间的消费电子产业链更加有投资机会。

- **智能辅助驾驶渗透率加速上扬，带动汽车电子业务高速成长：**今年 2 月，比亚迪发布高阶智能辅助驾驶，显著推动自身乃至新能源车行业智能辅助驾驶渗透率提升。根据 NE 时代，2025 年 3 月中国乘用车 NOA 的搭载率达到 18.9%，同比和环比均有显著大幅提升。展望下半年，我们预计随着新车型的陆续上市，智能辅助驾驶渗透率有望持续加速上扬。这将带动消费电子供应链中的汽车电子业务高速成长。

- **美关税政策不确定性导致的市场波动或将减弱：**特朗普政府的关税政策确实给消费电子供应链带来基本面的不确定性，但随着估值的下挫，以及美政府政策落地时可能缓和，我们认为短期内消费电子基本面剧烈变动可能性较小。而且外部关税摩擦的不确定性凸显国产替代机会，有望带动中国半导体，尤其是晶圆代工，在地化需求持续提升。

- **投资风险：**全球，包括中国和美国，经济增长面临压力，服务器、智能手机、新能源车等需求不及预期；半导体行业下行，或细分行业上行动能不足；生成式 AI 需求爆发持续性弱于预期，AI 算力芯片迭代不及预期；美国关税压力超预期导致需求及利润受损；行业竞争加剧；投入或费用过大，拖累利润表现。

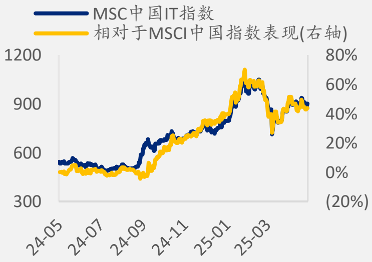
沈岱
首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

马智焱
科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

黄佳琦
科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2025 年 6 月 5 日

MSCI 中国 IT 指数表现



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

科技行业 2025 年中期展望：AI、国补、智驾推动科技行业增长

在 2025 年上半年，科技行业呈现三条投资主线，分别为 DeepSeek、国补和智能辅助驾驶，以及一项重要不确定性因素，即美关税政策给科技行业带来的风险。

第一，今年年初 DeepSeek 的出现，给 AI 大模型行业带来了变革，再次推动了 AI 行业的投资热情。这种热情主要集中体现在推动 AI 大模型性能的提升以及使用成本的下降，尤其是算力成本。这导致美股 AI 算力芯片股价承压，而大中华区的 AI 标的则估值上行。

我们预期 DeepSeek 带来的性能成本优化、模型和应用需求提升推动 AI 算力增长的趋势有望在今年下半年延续。在美国市场充分消化此前认为 DeepSeek 会带来 AI 算力需求下降的认知偏差后，行业看到有 3 个 scaling law 带动的 AI 算力芯片的需求。因此，美股 AI 算力芯片，例如台积电、英伟达，将有成长空间。同时，AI 大模型向手机等端侧落地的过程有望对智能手机及消费电子行业需求构成支撑，为消费电子行业注入增量和确定性。小米、舜宇光学、蓝思科技等受益于端侧 AI 为智能手机行业带来的增量机会。

第二，中国在年初发布“两新”政策，其中智能手机等数码产品将会受益，消费电子供应链直接受益。从目前的情况来看，国补确实带动部分品牌智能手机需求，例如小米。整体来看，一季度中国区智能手机出货量略微低于年初时的预期，但是出货结构有明显改善。

展望今年下半年，国补带来的刺激作用可能会减弱，而高端智能手机的需求动能有望保持。这其中有份额成长空间的消费电子产业链更加有投资机会，包括小米、舜宇光学等。

第三，比亚迪发布高阶智能辅助驾驶，显著推动自身乃至新能源车行业智能辅助驾驶渗透率提升。**展望 2025 年下半年，我们预计随着新车型的陆续上市，智能辅助驾驶渗透率有望持续加速上扬。**这将带动消费电子供应链中的汽车电子业务高速增长。其中，比亚迪电子、舜宇光学等的业绩增长能见度都比较高。

最后，特朗普政府的关税政策确实给消费电子供应链带来基本面的不确定性。但是，随着估值的下挫，以及美关税政策落地时可能缓和，我们认为短期内的消费电子基本面剧烈变动的可能性较小，小米、舜宇等受到美关税影响较小。而且，外部关税摩擦的不确定性凸显国产替代机会，有望带动半导体在地化需求持续提升，华虹、中芯等公司有望受益。

AI 大模型行业：技术创新推动行业高速增长，下游需求爆发

DeepSeek 催化，AI 大模型性能提升，成本下行

在今年 1 月 20 日，深度求索（DeepSeek）正式发布 DeepSeek R1 模型。其在较短时间内获得巨大流量和关注（图表 ），再次引燃 AI 大模型行业的市场关注。**自 2022 年年底 ChatGPT 3.5 发布以来，DeepSeek 可能是对 AI 大模型行业最重要的推动力量之一。**

首先，DeepSeek 的通用模型 V3 和推理模型 R1 均具备比肩头部 AI 大模型的性能。根据 DeepSeek，其 V3 在数学、编程等能力测试上超过 GPT-4o 的能力（图表 4），在多语言多任务、研究生能力测试、软件等能力方面也与头部模型能力接近，好于优秀的其他开源模型。今年年初以来，其大幅吸引流量的 DeepSeek-R1 的模型能力与 V3 比较类似，在数学、编程的能力超过 OpenAI-o1，而其余能力也接近最强模型的能力，优于中部排名的模型能力。

其次，DeepSeek 的成本也大幅低于其性能可比的 AI 大模型。OpenAI、字节、阿里等 AI 大模型这两年的价格符合这一基本趋势（图表 5）。DeepSeek 的出现大大加速了行业成本下行的速度。例如，DeepSeek-R1 的 API 定价，每百万 token 的输出价格为 2.19 美元，比起 OpenAI o1 的 60 美元低了 90%以上，比 OpenAI o3-mini 性价比模型的价格的 4.40 美元也便宜了一半。

所以，我们看到 DeepSeek 通过其自身的技术路径可以实现更低的使用成本，低于 OpenAI、谷歌、Meta 等海外竞争模型。新的技术路径在实现单位算力使用量/价格下降的同时，也带动真正的需求端，尤其是企业需求端的成本下降，从而大幅促进 AI 大模型需求的扩张。因此，在较短的时间，较多厂商就将 DeepSeek 引入到自己的平台中，包括云服务平台、搜索、手机、汽车等行业（图表 2）。甚至于，腾讯等通用 AI 大模型厂商也将 DeepSeek 作为选项之一接入到自身平台中（图表 3）。

性能飞速提升以及成本大幅下降，这符合新兴技术行业发展初期的特性。**从下半年展望来看，AI 大模型行业仍然会见到通用 AI 大模型或底层 AI 大模型不断涌现，在性能和成本两个维度在持续推动行业进步。**例如，今年 3 月发布的 Grok-3.0 则在部分指标的表现上优于面世不久的 DeepSeek V3。近期，小米推出的自研推理大模型 MiMo-VL 在多个能力维度也有较好体现。

从更长期的维度看，AI 大模型行业将带动科技产业发展。AI 大模型的算力、模型、下游应用都将迎来更加蓬勃的发展。

图表 1：DeepSeek 爆火时间线梳理（2025 年）

日期	时间节点	内容进展
1 月 11 日	“正式发布”	DeepSeek 正式发布官方 APP，并上线 iOS 与安卓应用市场
1 月 20 日	“同步开源”	DeepSeek 正式发布 DeepSeek-R1，同步开源模型权重；R1 是更成熟、更实用的版本，R1-Zero 是一个探索性的“纯强化学习”模型
1 月 26 日	“登顶时刻”	DeepSeek 应用登陆全球 140 个市场，同时登顶 App Store 和谷歌 Play Store 全球下载榜首，成为首个实现中美双榜首的中国 AI 应用
1 月 28 日	“华府震惊”	美国总统特朗普表示，DeepSeek 崛起应当为美企敲响警钟，同时也可能传递一种积极信号
1 月 30 日	“微软接入”	微软将 DeepSeek-R1 整合至其云平台，并很快在 Copolit+电脑上运行
1 月 31 日	“巨擘认可”	英伟达和亚马逊等宣布将 DeepSeek-R1 整合至其云平台。同日，美国国会办公室警告不要使用 DeepSeek
2 月 1 日	“牵手华为”	华为云和硅基流动联合发布了基于昇腾云服务的 DeepSeek-R1 和 DeepSeek-V3 推理服务
2 月 2 日	“腾讯力挺”	腾讯支持 DeepSeek-R1 大模型一键部署
2 月 4 日	“阿里支持”	阿里云和字节跳动火山引擎宣布支持 DeepSeek 模型的部署
2 月 5 日	“连结超算”	京东云上线 DeepSeek-R1 和 DeepSeek-V3，国家超算互联网平台上线 DeepSeek-R1 国内部分头部云服务供应商已正式支持 DeepSeek

资料来源：大公报、公开信息整理、浦银国际

图表 2：各大应用接 DeepSeek 模型

类型	接入厂商
云服务	阿里云、腾讯云、腾讯元宝、华为云、百度云等
搜索	百度、微信、抖音、知乎等
手机	华为、荣耀、OPPO、vivo、魅族、努比亚等
汽车	比亚迪、上汽智己、广汽集团、宝马等

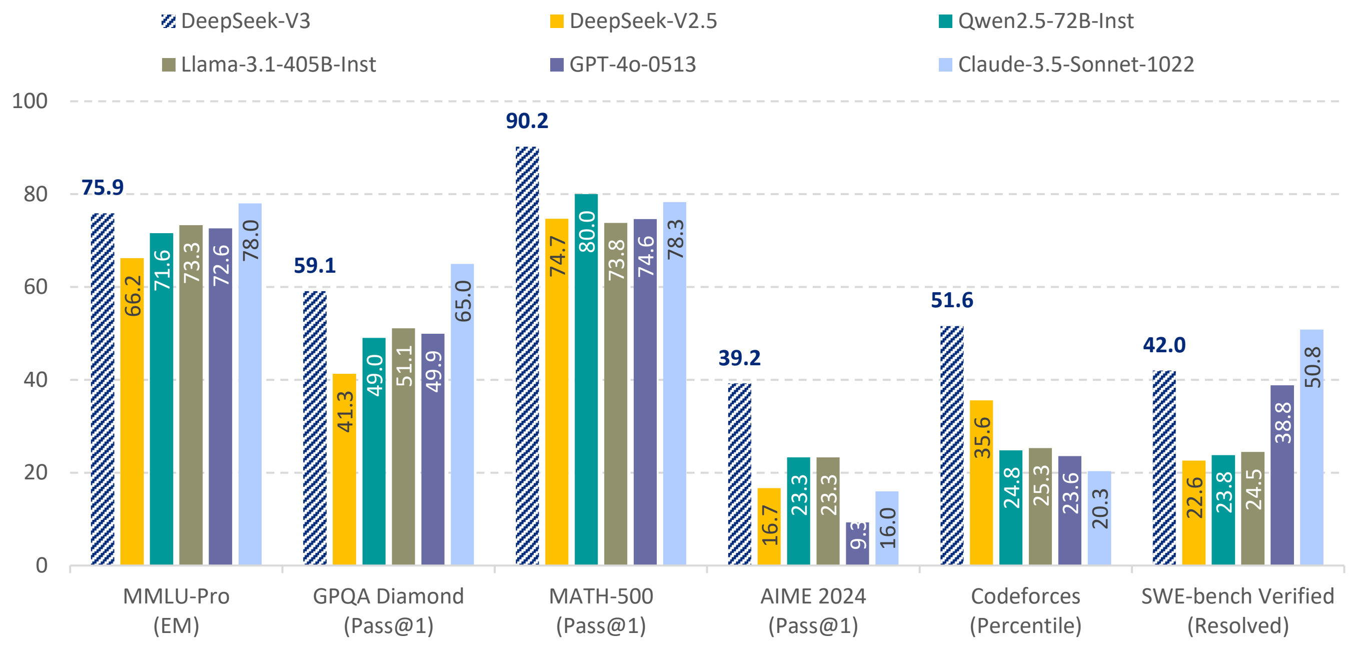
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 3：多家厂商快速接入 DeepSeek 模型

合作公司	接入时间	合作内容
腾讯	2025 年 2 月	腾讯 AI 助手元宝、微信搜一搜、腾讯云等十余款腾讯系产品相继接入 Deepseek
百度	2025 年 2 月	百度搜索和文心一言等平台接入 DeepSeek 深度搜索功能
华为	2025 年 2 月	华为鸿蒙系统小艺助手、DevEco Studio 开发工具、华为云接入 Deepseek
OPPO	2025 年 2 月	OPPO 小布语音助手接入 DeepSeek，支持语音提问、将生成结果导出为本地文件等功能
宝马	2025 年 4 月	宝马中国宣布将 BMW 智能助手接入 DeepSeek，车主可通过 OTA 升级获得该新功能

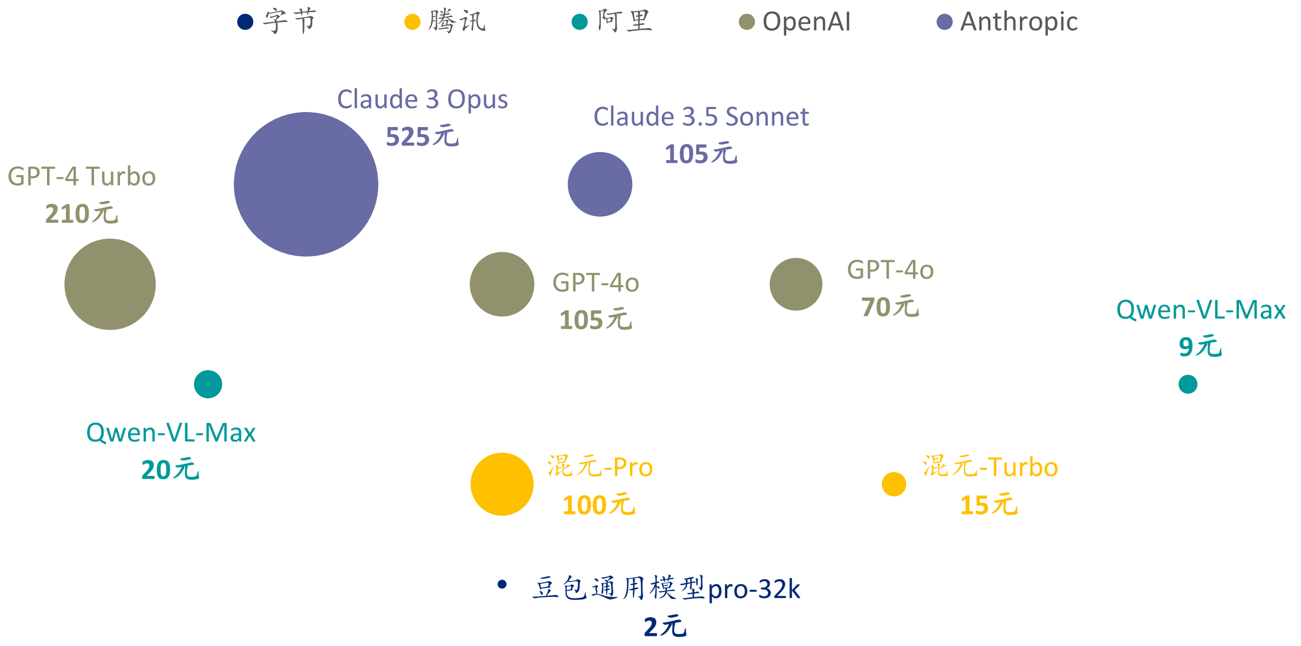
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 4：DeepSeek-V3 与不同模型性能对比



资料来源：《DeepSeek-V3 Technical Report》、浦银国际

图表 5：AI 大模型降本趋势明确



注：气泡大小代表成本；

资料来源：中国工业互联网研究院、浦银国际

云服务厂商保持资本支出，AI 数据中心需求持续增长

美国四家头部云服务厂商仍然保持较高的资本开支增速。在今年一季度，这四家厂商合计资本开支同比增长达 62%（图表 8），与去年四季度的高位类似。这是继 2023 年二季度以来连续 5-6 个季度保持资本开支上行的状态。

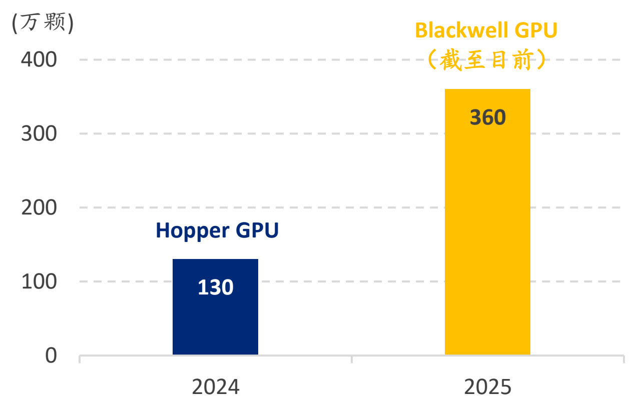
根据 TrendForce，2025 年 AI 服务器出货量渗透率将达到 15%，渗透率依然跟着头部云服务厂商资本开支上行而增加。而且，去年四季度 DeepSeek 推出其 V3 大模型之后，虽然推动了 AI 大模型训练成本下行，尤其是算力成本的下行，但是也让行业中的 AI 大模型厂商看到了更高投入产出比的加速提升模型性能的方式。这又再次推动行业对于算力芯片的需求。

根据英伟达的分享，当前行业中的有三种扩张法则（scaling law），分别为预训练扩展（Pre-training Scaling）、后训练扩展（Post-training Scaling）、推理扩展（Test-time Scaling）。这是在此前 AI 大模型厂商快速推升参数级以提升模型性能的方式基础之上，新的推动模型能力提升的方式。

因此，我们预期海外和国内的通用 AI 大模型厂商对于 AI 算力基建仍有较高的需求。AI 算力芯片有着与 AI 大模型类似的升级路线类似，即性能表现螺旋上升，而其成本大幅下降。这一点在英伟达从 Hopper 升级到 Blackwell 平台的时候表现较为明显。

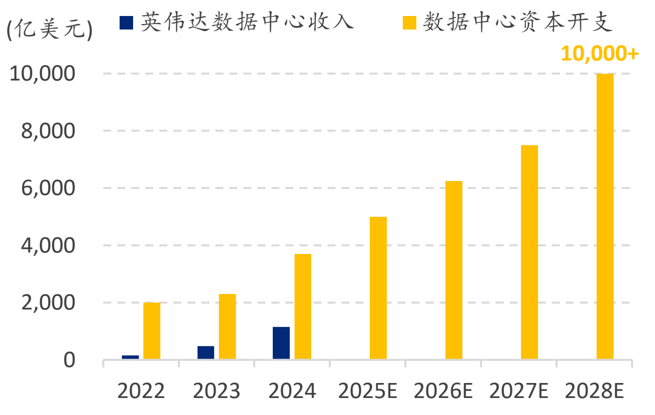
综上，AI 大模型行业仍然处于行业发展的初期阶段。国内和海外对于 AI 基建需求仍然较为旺盛。英伟达预期到 2028 年数据中心资本开支将到万亿美元规模（图表 7），当前阶段仍然处于算力需求爆发的拐点处。

图表 6：美国前四大云服务提供商对英伟达新一代 Blackwell 平台的 GPU 芯片销量需求大幅增长



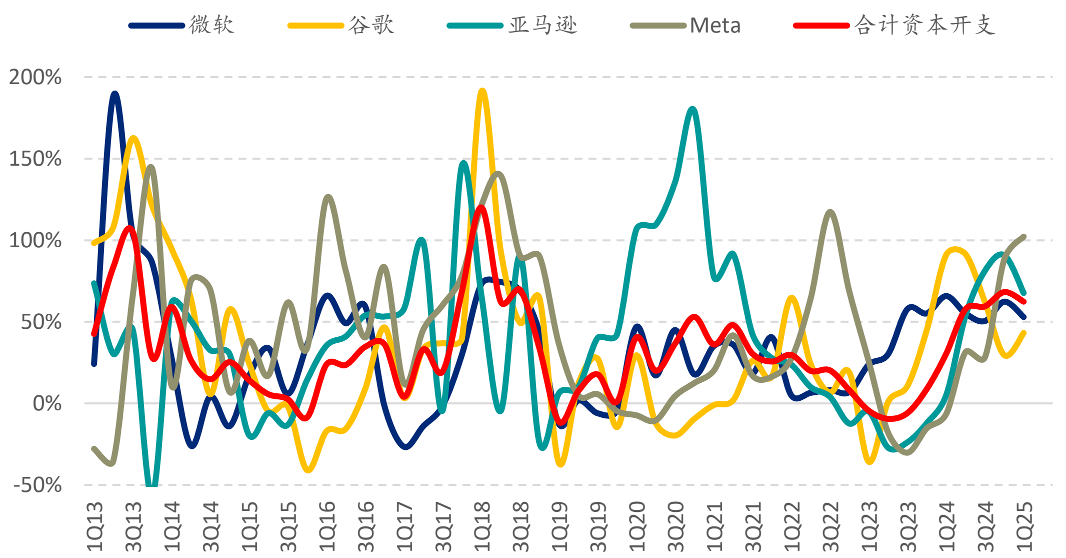
注：Blackwell 平台一颗芯片有两颗 GPU；资料来源：英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

图表 7：英伟达数据中心收入 vs 数据中心资本开支：算力需求处于爆发点



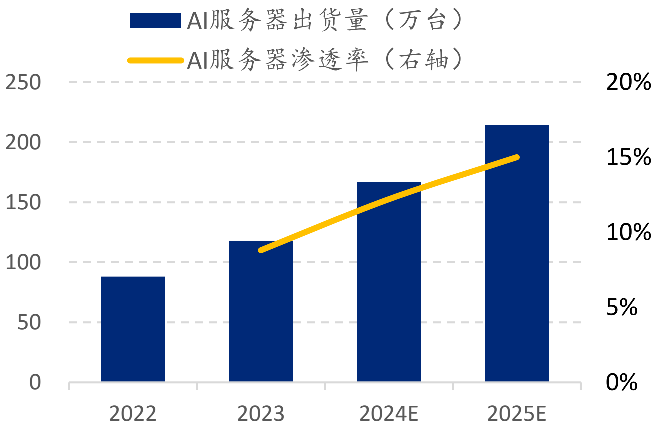
注：E=Dell’Oro 预测；资料来源：英伟达 2025 年 GTC、Dell’Oro、浦银国际

图表 8：美国四家头部云服务厂商资本开支：同比增速维持上行高位



资料来源：Bloomberg、浦银国际

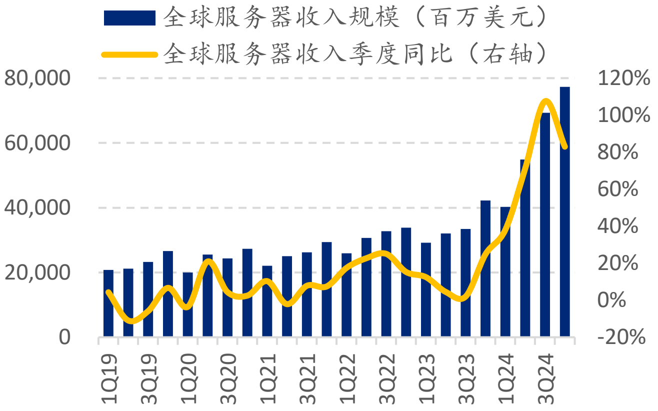
图表 9：AI 服务器出货量渗透率



注：E=TrendForce 预测

资料来源：TrendForce、浦银国际

图表 10：全球服务器收入



资料来源：IDC、浦银国际

图表 11：各大海外 AI 厂商看好 AI 长期投资

厂商	关于 AI 的表述
苹果	苹果在 CY1Q25 业绩会表示已经在 iOS18.4 中将 Apple Intelligence 拓展至法语、德语、意大利语、葡萄牙语、西班牙语、韩语、简体中文等多种语言，欧盟及中国香港用户可以启用 Apple Intelligence 功能，但是中国大陆用户仍然尚未开启。
高通	在 2025 年 3 月世界移动通信大会，公司发布 AI Powered X85 5G 调制解调器，并宣布收购 Edge Impulse，其到端边缘 AI 平台有超过 170,000 名开发人员使用。高通在 CY1Q25 业绩会上表示端侧 AI 小模型性能快速提升，并适配于高通骁龙平台。公司计划将 AI 能力带到汽车、XR 等多种端侧设备。2025 年 5 月，公司表示计划进军 AI 数据中心 CPU，可连接英伟达 GPU 和软件。
台积电	公司在 1Q25 业绩会中表示，预计 AI 需求将会持续稳健增长，未来 5 年的 AI 加速卡收入复合增速达到 45%；预计 2025 年来自 AI 加速卡的营收将会较 2024 年翻倍达到 30%。
英伟达	来自长思考模型的推理需求正在快速增长，Blackwell 的推理 token 生产速度最高可达 H100 的 25x。英伟达的客户正在加速投资于 AI 基础设施以解锁更强大的 AI 能力。
AMD	AMD 1Q25 数据中心收入同比增长强双位数，公司表示 AI 基建将会持续，预期其数据中心 AI 业务将在未来几年实现显著增长。
英特尔	由于数据中心建设节奏提前，1Q25 数据中心及 AI（DCAI）业务增长超预期，预计 2Q25 将会自然回落。由于 AI PC 1Q25 业绩低于预期，公司预计 AI PC 今年的增速将略低于预期，但看好 AI PC 的长期需求并持续投资。公司为 AI 工作负载需求重新优化产品组合。

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 12：主流 AI 算力训练用芯片性能比较

公司名称	英伟达			AMD		
产品型号	A100 PCIe|SXM	H100 PCIe|SXM	B100	MI250X	MI300X	MI325X
芯片类型	GPU	GPU	GPU	GPU	GPU	GPU
发布时间	2020.6	2022.9	2024.4	2021.11	2023.6	2024.10
工艺制程	TSMC 7nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 6nm	TSMC 5nm	TSMC 3nm
峰值算力	FP16: 312|624 FP32: 19.5 FP64: 19.5	FP8: 3026|3958 FP16: 1513|1979 FP32: 51|67 FP64: 51|67 4	FP8: 7000 FP16: 3500 FP32: 1800 FP64: 30	FP16: 312 FP32: 47.9 FP64: 47.9	FP8: 2615 FP16: 1307 FP32(Matrix): 653.7	FP8: 20.8PF FP16:10.4PF
内存容量（GB）	80 (HBM2e)	188 (HBM3)	192 (HBM3e)	128 (HBM2e)	192 (HBM3)	256 (HBM3)
内存带宽	1935|2039 GB/s	2|3.35TB/s	8TB/s	3.3TB/s	5.2TB/s	6TB/s
典型应用场景	AI 训练	AI 训练	AI 训练	AI 训练	AI 训练	AI 训练

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 13：拜登政府 2025 年 1 月《人工智能扩散出口管制框架》

类别	定位	国家及地区	具体条例
第一类	盟友，可以不受限制地获取美国先进计算芯片	法国、德国、意大利、西班牙、瑞典、爱尔兰、丹麦、芬兰、挪威、荷兰、比利时、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、韩国、中国台湾等 18 个国家和地区	1.不限制先进计算芯片获得数量；2.总部设在这些地区的公司可以申请美国政府的 UVEU（Universal Validated End User）许可，向全世界除第三类的国家数据中心供应芯片。同时需要满足（1）不可以向第一类以外的任何单一国家部署超过 7%的先进计算芯片；(2)该 UVEU 购买的 75%的先进计算芯片需要部署在美国及其他第一类盟友处；（3）如果该 UVEU 总部位于美国，需要将 50%的先进计算芯片部署在美国本土
第二类	除第一类和第三类的国家和地区，面临以国为单位的总算力限制	除第一类和第三类的国家和地区	2025-2027 年期间：1.每个第二类国家或地区最多可以获得 7.9 亿 TPP（Total Processing Performance）总计算能力，约合 5 万块先进 GPU，如果政府和美国政府签订国际生态共建条例，上限可以增加到 10 万块先进 GPU；2.如果申请到 NVEU（National Validated End User）资质，可以最多购买 32 万块先进 GPU
第三类	武器禁运国家，全面禁止先进计算芯片出口	中国大陆、俄罗斯、朝鲜、伊朗等国家和地区	全面禁止获得美国先进计算芯片及闭源 AI 模型

资料来源：BIS、公开资料整理、浦银国际

图表 14：美国 2025 年 1 月 AI 算力芯片出口限制豁免情况

豁免情况	具体条例
小批量订单	集群能力低于 1,700 个先进 GPU 的订单，特别是面向大学和研究机构的明显无害订单，不计入国家或地区芯片供应上限。但第三类的国家及地区不在豁免范围内。
供应链	供应链获得 ACM 牌照后，可以无需授权的生产、运输及储存先进计算芯片。第三类的国家及地区不在授权范围内。

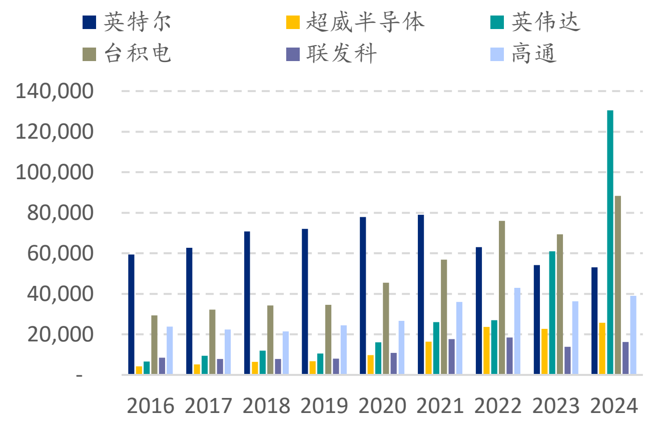
资料来源：BIS、公开资料整理、浦银国际

根据 TrendForce，2025 年 AI 服务器出货量渗透率将达到 15%，渗透率依然跟着头部云服务厂商资本开支上行而增加（图表 9）。而且，IDC 的数据显示去年四季度，全球服务器行业收入保持在 83%的较高增速上。虽然往后，服务器行业整体收入同比增速面临高基数带来的下行，但是，AI 服务器的规模增速仍将高于服务器行业整体。**这将带动 AI 算力需求的持续高增长。**

从今年上半年美国科技龙头的业绩会和新闻表述中可以看到，海外龙头对于 AI 行业投入依然比较坚定，对于 AI 行业未来展望仍然比较乐观（图表 11）。例如，英伟达预计推理需求快速增长，AMD 预期 AI 基建持续强劲，台积电则预计其 AI 相关业务今年将翻倍。同时，这些头部 AI 算力芯片公司数据中心相关业绩保持增长动能（图表 20）。

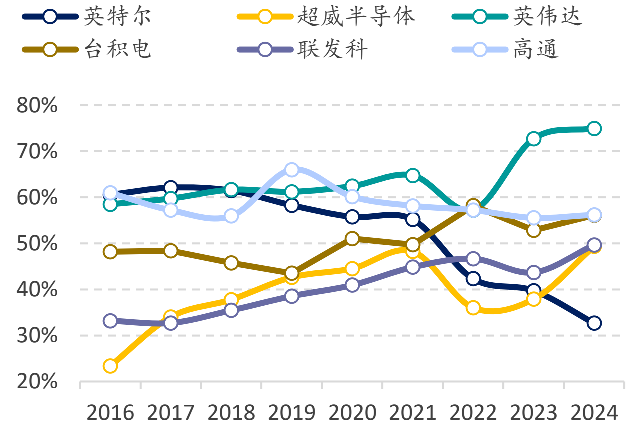
另外，从美国对中国限制高端 AI 算力出口（图表 13）这个角度看，中短期内，美头部 AI 算力芯片厂商有较大机会维持技术领先优势。这为美国厂商在其本土以及中国以外的地区保持技术和份额领先奠定基础。

图表 15：头部 AI 算力芯片公司年度营收对比（百万美元）



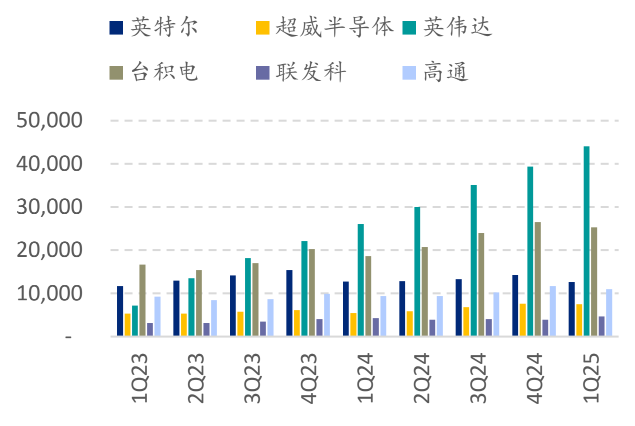
资料来源： iFinD、浦银国际

图表 16：头部 AI 算力芯片公司年度毛利率对比



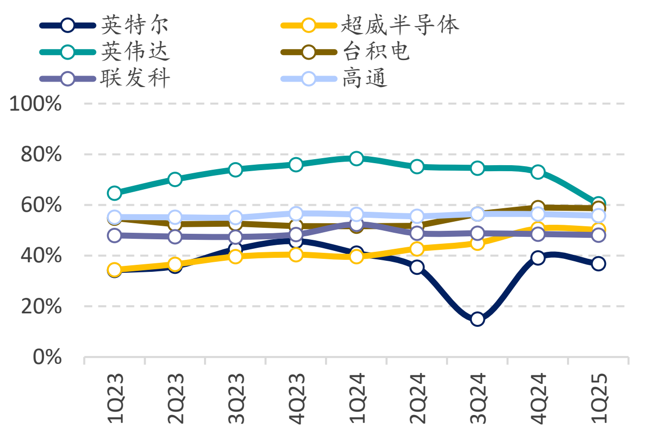
资料来源： iFinD、浦银国际

图表 17：头部 AI 算力芯片公司季度营收对比（百万美元）



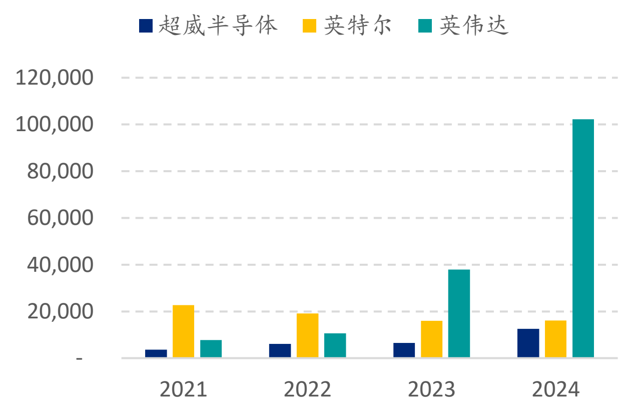
资料来源： iFinD、浦银国际

图表 18：头部 AI 算力芯片公司季度毛利率对比



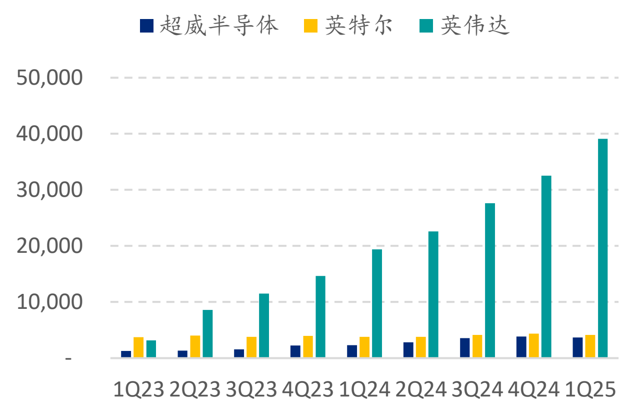
资料来源： iFinD、浦银国际

图表 19：头部 AI 算力芯片公司数据中心年度收入对比（百万美元）



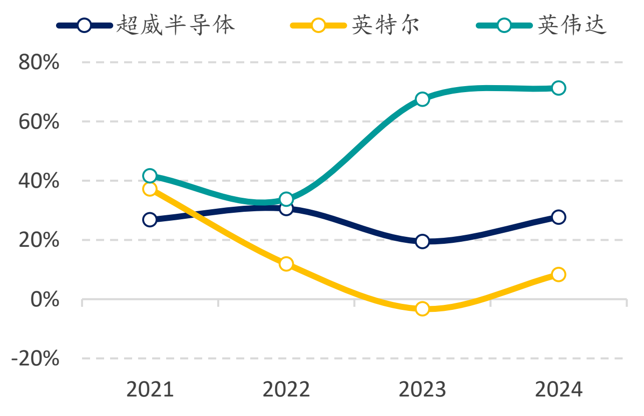
资料来源： iFinD、浦银国际

图表 20：头部 AI 算力芯片公司数据中心季度收入对比（百万美元）



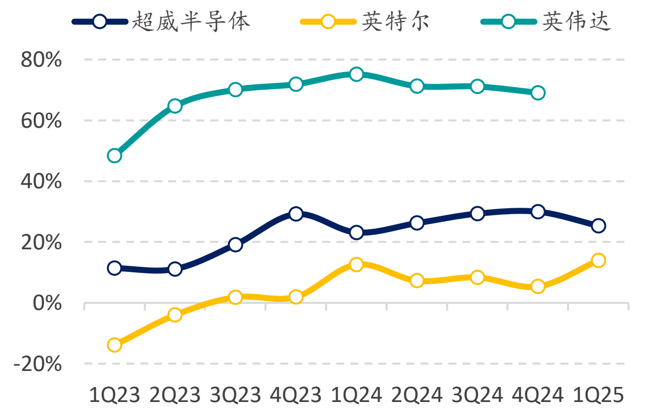
资料来源： iFinD、浦银国际

图表 21：头部 AI 算力芯片公司数据中心年度营业利润率



资料来源： iFinD、浦银国际

图表 22：头部 AI 算力芯片公司数据中心季度营业利润率



资料来源： iFinD、浦银国际

全球 AI 算力芯片行业具备较大成长空间

AI 算力芯片行业处于发展的初期阶段，具备较大的成长空间。

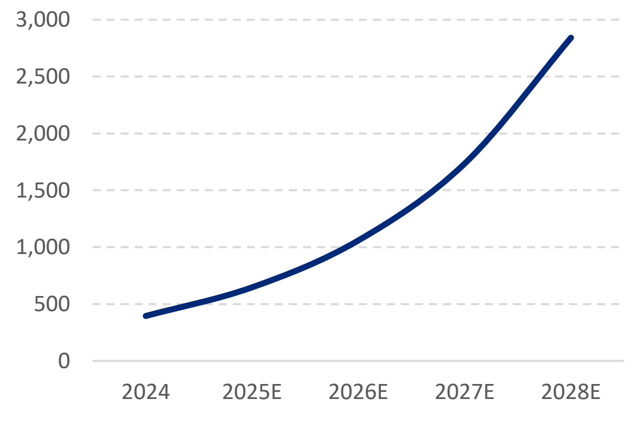
一方面，从供应端来看，AI 大模型厂商持续大力推动 AI 大模型技术的成长。这里既包括国内外 OpenAI、谷歌、DeepSeek、阿里等 AI 通用模型厂商，也包括英伟达、AMD 等 AI 算力芯片厂商（图表 12）。例如，从单个 Pre-training Scaling 的算力需求，增加到 Pre-training、Post-training、Test-time 三个 scaling low 的需求（图表 24），AI 算力芯片的成长空间依然巨大。

另一方面，从需求端来看，由于 AI 大模型的开源趋势以及成本的快速下行，企业级的需求也有望快速放量。AI 行业正在从供应端驱动逐步向需求端驱动过渡。零售业、制造业、医疗业等对于 AI 大模型带来的生产力或效率提升有较大的需求。

根据 IDC 预测，全球生成式 AI 市场规模将从 2024 年的 395 亿美元增长到 2028 年的 2,842 亿美元，2024 年至 2028 年复合增长率为 64%，预计 2025 年将会增长到 647 亿美元。

海外 AI 芯片龙头今年的估值经历了年初的下行之后，目前已经进入恢复阶段。年初下行主要来自市场对于 DeepSeek 冲击行业导致的 AI 算力芯片需求的下降以及部分来自美关税政策的波动。我们预期随着行业对于这些风险的消化，AI 算力芯片行业将跟随 AI 大模型行业持续的成长而重回增长。例如，英伟达估值从年初的 31.4x 下行到 4 月低点的 19.7x，并再次回升到当前的 29.2x（图表 26）。同时，今年以来 Open AI 等初创企业仍然获得市场认可的估值，显示出 AI 行业仍然具备较高的投资价值（图表 25）。

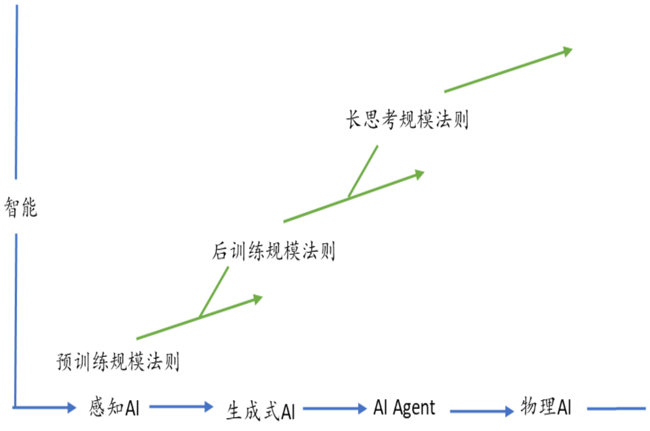
图表 23：全球生成式 AI 市场空间及预测（亿美元）



注：E=IDC 预测

资料来源：IDC、浦银国际

图表 24：从生成式 AI 到物理 AI 的发展拉动算力需求提升



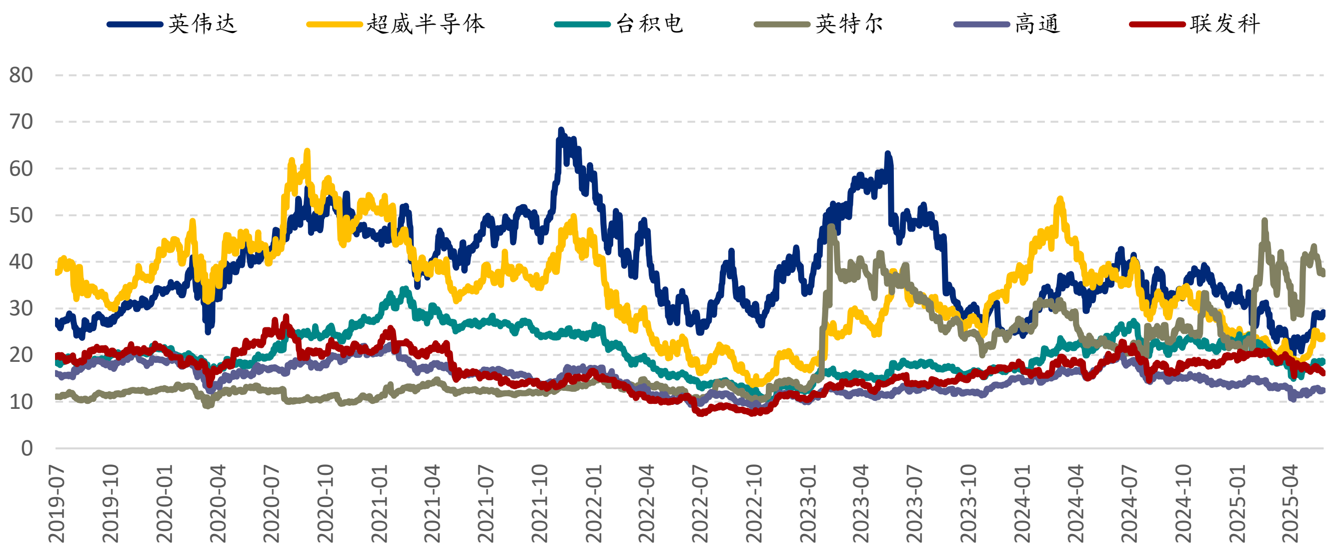
资料来源：英伟达 2025GTC、浦银国际

图表 25：海内外头部初创 AI 企业融资情况

时间	公司	募资	估值
2025 年 4 月	SSI	完成 20 亿美元融资，Greenoaks 领投，谷歌母公司及英伟达均有参与	320 亿美元
2025 年 4 月	OpenAI	宣布从软银及其他投资者筹得 400 亿美元融资	3,000 亿美元
2025 年 3 月	Anthropic	完成 35 亿美元的 E 轮融资	615 亿美元
2024 年 9 月	SSI	由 Open AI 的前首席科学家创立，红杉领投完成 10 亿美元的融资	40 亿美元
2024 年 9 月	OpenAI	计划向投资者筹集 65 亿美元	1,570 亿美元
2024 年 5 月	智谱 AI	智谱 AI 获 Prosperity7 Ventures 4 亿元美元 C 轮投资	200 亿人民币
2024 年 5 月	Scale AI	AI 数据标注公司 Scale AI 完成 10 亿美元的募资	138 亿美元
2024 年 5 月	xAI	马斯克为 xAI 投入 60 亿美元的融资	180 亿美元
2024 年 5 月	Kimi 月之暗面	截至 5 月，于阿里巴巴 2024 财年合计获得阿里巴巴投入 8 亿美元	25 亿美元
2024 年 4 月	Anthropic	亚马逊宣布完成了对 Anthropic（Claude）总计 40 亿美元的融资。2023 年 9 月亚马逊提供了一笔 12.5 亿美元的投资，之后又追加了 27.5 亿美元	184 亿美元
2023 年 11 月	零一万物	完成 10 亿美元的新一轮融资，由阿里云领投	NA
2023 年 10 月	Anthropic	谷歌领投了 Anthropic 的 5 亿美元融资，此后又追加了 20 亿美元的投资	NA
2023 年 4 月	OpenAI	微软领投了约 100 亿美元，多家 PE 投资超 3 亿美元	800 亿美元

资料来源：公开资料整理、浦银国际

图表 26：主要 AI 算力芯片公司市盈率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

消费电子行业：国补刺激需求逐步放缓，智能辅助驾驶接棒走强

在消费电子行业中，今年有两条基本面增量的投资逻辑。一条来自于中国为刺激消费，在今年年初出台的数码产品补贴。另一条来自于比亚迪带动下新能源车行业智能辅助驾驶渗透率的提升。

首先，在今年 1 月初，国家发改委和财政部发布政策（图表 28），提振消费电子产品的终端需求。以旧换新政策延伸至手机、平板电脑和智能手表等数码产品。按照产品售价的 15%给与予补贴，每件补贴不超过 500 元，单件销售价格不超过 6,000 元（图表 27），这对智能手机及其供应链的需求形成支撑。同时，小米等国内手机品牌在向 IoT、家电等品类扩张时，也同样受益于以旧换新政策的支持。

其次，在今年 2 月上旬，比亚迪发布“天神之眼”系列高阶智驾以及 21 款首批搭载该配置的车型。以天神之眼 C 为例，这系列在传感器配备 12 颗摄像头、5 颗毫米波雷达、12 颗超声波雷达。因此，这带动智驾产业链的基本面上行，包括 Tier 1、智能座舱、智驾芯片、激光雷达、摄像头等。

展望 2025 年下半年，我们预期随着智驾渗透率提升，智能辅助驾驶渗透率提升带动消费电子需求增量的这条逻辑会被验证走强，而国补相对的基本面动能会随着高基数的影响而相对走弱。

图表 27：消费品以旧换新补贴政策扩围前后内容比较

项目	扩围后（2025 年 1 月）	扩围前（2024 年 8 月）
家电产品		
补贴范围	继续支持原有的 8 类家电产品以旧换新，同时新纳入**微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲**，补贴范围共涵盖 **12 类**家电产品	二级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 **8 类**家电产品
补贴标准	标准保持不变	按照产品最终销售价格计算，一级能效或水效的产品补贴 **20%**，二级则补贴 **15%**
补贴力度	新增**空调产品每位消费者最多可补贴 3 件**，其余力度不变。2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，**2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴**	每位消费者**每类产品可补贴 1 件**，每件补贴**不超过 2,000 元**
数码产品		
补贴范围	**手机、平板、智能手表手环**等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6,000 元）	未纳入补贴范围，鼓励各地根据产业和财政情况，延伸补贴品类范围
补贴标准	按产品销售价格的 **15%**给予补贴	/
补贴力度	每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件**不超过 500 元**	/

资料来源：政府网站、浦银国际整理

图表 28：2024 年以来国家推动消费品以旧换新，2025 年进一步扩围至“小家电”和手机等数码产品

提出时间	政策出处	文件名称	具体内容
2024-02-23	中央财经委员会	中央财经委员会第四次会议	鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，**鼓励家电等传统消费品以旧换新**。对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节，更多惠及消费者。
2024-03-07	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	开展家电产品以旧换新，**对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠**。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。
2024-03-27	商务部等 14 部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	对家电以旧换新工作做了细致的工作安排。统筹“2024 消费促进年”活动安排和消费品以旧换新工作，**开展“全国家电消费季”**。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。
2024-07-25	国家发改委 财政部	《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排 3,000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，**家电以旧换新与乘用车、自行车、公交车、农业机械等合计享有 1,500 亿元补贴规模。**
2024-08-24	商务部等 4 部门	《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》	对个人消费者购买二级及以上能效或水效标准的**冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机** 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 **15%**；对购买一级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品最终销售价格 5%的补贴。**每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2,000 元。**
2025-01-08	国家发改委 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》	扩围支持消费品以旧换新，将**微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲**等 4 类家电产品纳入补贴范围。 同时，实施手机等数码产品购新补贴，对个人消费者购买**手机、平板、智能手表手环**等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6,000 元），按产品销售价格的 15%给予补贴，**每件补贴不超过 500 元。**

资料来源：政府网站、浦银国际整理

智能手机：略微下调全球出货量预测，但高端需求有望保持更高增速

预计 2025 年全球智能手机出货量将同比增长 1.3%

根据 IDC，今年一季度全球智能手机出货量达 30.49 亿部，同比增长 1.5%。其中，中国和印度的出货量略微低于我们此前的预期。虽然中国有来自于智能手机的购新补贴政策支持，但是其带来的出货量增长，低于我们此前判断。中国一季度智能手机出货量为 7,160 万部，同比增长 3.3%。同时，印度等新兴市场表现也低于我们预期，IDC 统计一季度出货量 3,200 万部，同比下降 5.5%。

基于一季度的情况以及美关税政策可能的影响，我们略微下调 2025 年全球智能手机出货量预测至 12.5 亿部，同比增长 1.3%（图表 29）。**虽然我们调低了整体的出货量预期，但是安卓智能手机的出货结构在改善**（图表 35），**高端智能手机的出货量增速高于大盘均值**（图表 37）。这与我们在高通手机 SoC 看到的高端出货量情况类似。

从一季度的数据来看，小米的表现相对优异。小米今年一季度智能手机出货量为 4,180 万部，同比增长 2.5%；小米中国出货量为 1,330 万部，同比增长接近 40%，重回中国市场第一。这主要得益于中国智能手机的国补政策，带动小米高端手机出货量和总出货量增长较为明显。小米今年上半年发布了小米 15 Ultra（图表 38）以及搭载自研玄戒 O1 芯片的小米 15S Pro，为小米高端智能手机下半年的销量表现奠定基础。

另外，今年一季度，北美市场和其中苹果手机的出货量有明显的增长。这主要处于为应对特朗普政府潜在的美关税政策不确定做的提前出货。从中国地区来看，由于苹果高端机型价格在人民币 6,000 元以上，因此不享受国补。但是，受益于新款廉价机型 iPhone 16e（图表 39）的发布，苹果的终端销售保持稳定。而且，iPhone 16e 搭载 A18 芯片，支持 Apple Intelligence。

展望 2025 年下半年，我们预期今年三四季度全球智能手机出货量同比增速在 1%-2%之间，保持微弱增长。这主要考虑苹果及美国智能手机提前拉货效应导致下半年出货量放缓。同时，高端的智能手机出货量或将保持更高增长。

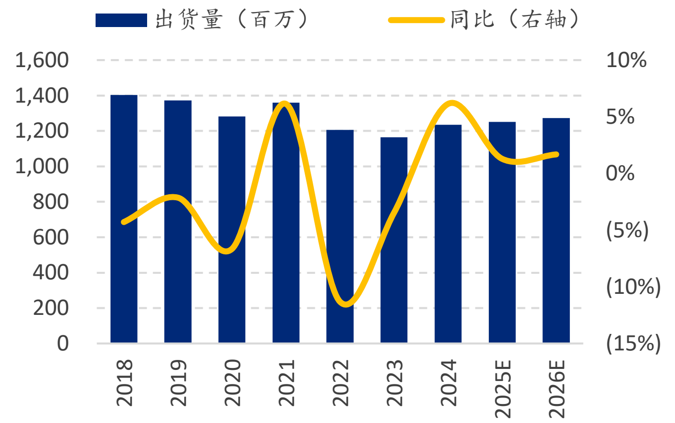
图表 29：全球智能手机出货：新预测 vs 前预测

出货量	2025E			2026E			2027E		
百万部	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
中国	295	302	(2%)	296	303	(2%)	280	286	(2%)
印度	152	158	(4%)	162	169	(4%)	174	181	(4%)
亚洲其他	179	180	(0%)	178	179	(0%)	177	178	(0%)
EMEA	355	355	(0%)	367	368	(0%)	364	364	(0%)
北美	136	140	(3%)	134	137	(2%)	131	134	(2%)
拉美	135	136	(1%)	135	136	(1%)	135	136	(1%)
总计	**1,252**	**1,271**	**(2%)**	**1,273**	**1,292**	**(1%)**	**1,260**	**1,279**	**(1%)**

E=浦银国际预测

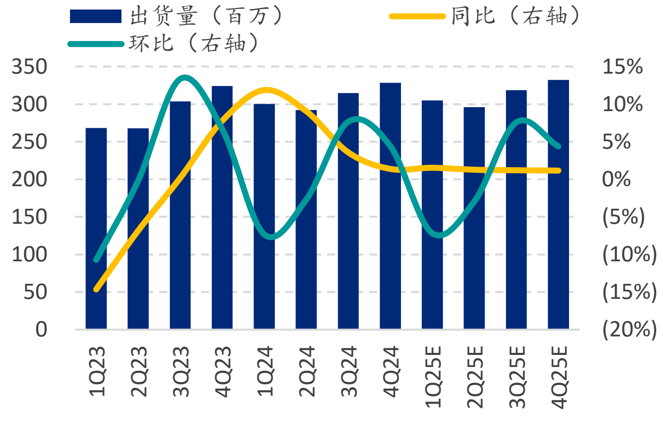
资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 30：全球智能手机出货量及预测（2018-2026E）



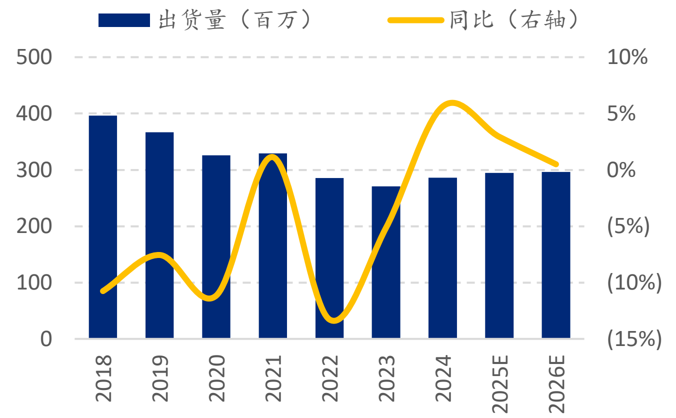
注：E=浦银国际预测；资料来源： Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 31：全球智能手机季度出货量及预测



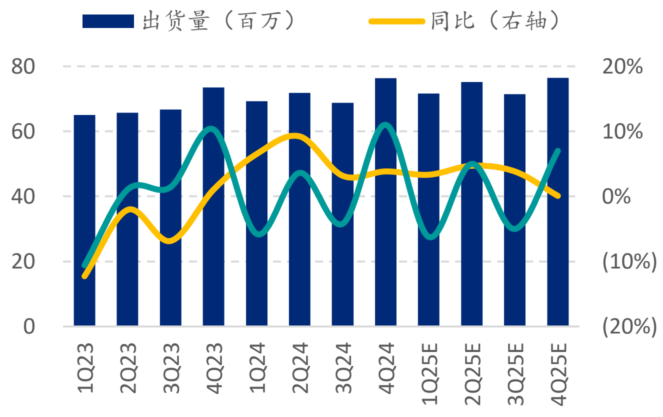
注：E=浦银国际预测；资料来源： Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 32：中国智能手机出货量及预测（2018-2026E）



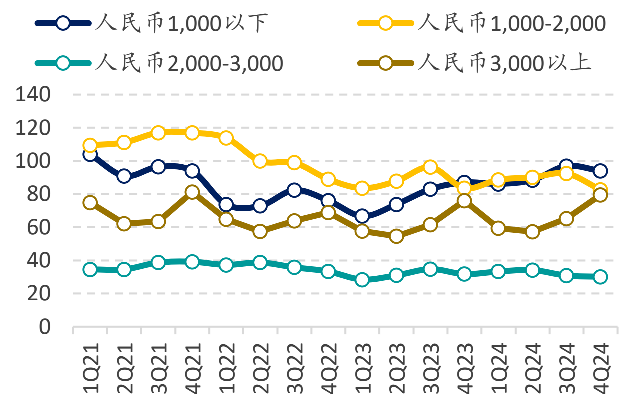
注：E=浦银国际预测；资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 33：中国智能手机出货量季度预测



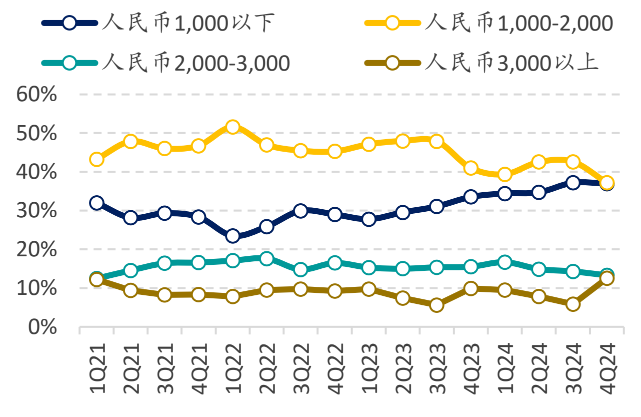
注：E=浦银国际预测；资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 34: 全球智能手机出货量出货量按价格带拆分（1Q21-4Q24）



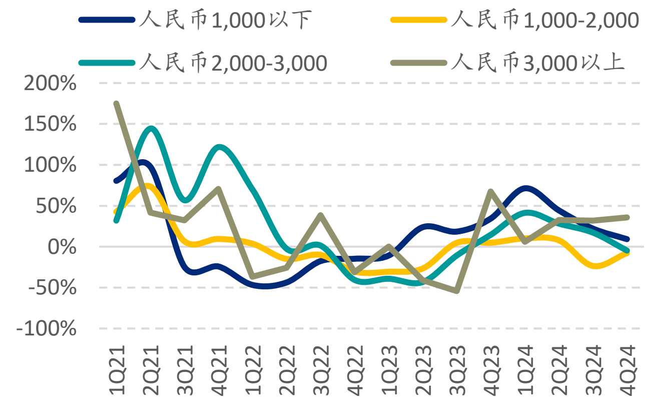
资料来源： Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 35： 小米、OPPO、vivo、荣耀智能手机出货量份额按价格带拆分（1Q21-4Q24）



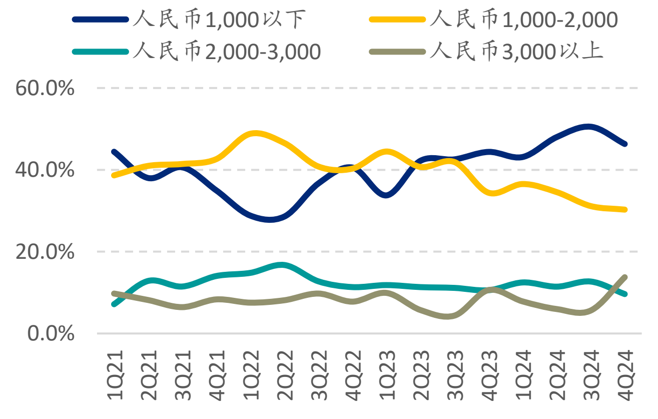
资料来源： Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 36: 全球智能手机出货量同比增速按价格带拆分（1Q21-4Q24）



资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 37： 全球智能手机出货量份额按价格带拆分（1Q21-4Q24）



资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 38：智能手机品牌旗舰机型配置比较

品牌	苹果	华为	荣耀	OPPO	小米	vivo
型号	**iPhone 16 Pro Max**	**Mate 70 Pro+**	**Magic7 Pro**	**OPPO Find X8 Pro**	**小米 15 Ultra**	**vivo X200 Ultra**
发布日期	9/2024	12/2024	10/2024	10/2024	2/2025	4/2025
售价（人民币）	9,999/11,999/13,999	8,499/9,499	5,699/6,199/6,699	5,299/5,699/5,999/6,499/6,799	6,499/6,999/7,799	6,499/6,999/7,999/9,699
存储	256GB/512GB/1TB	512GB/1TB	256GB/512GB/1TB	256GB/512GB/1TB	256GB/512GB/1TB	256GB/512GB/1TB
运行内存	8GB	16GB	12GB/16GB	12GB/16GB	12GB/16GB	12GB/16GB
处理器	A18 Pro	麒麟 9020	骁龙 8 至尊版	天玑 9400	骁龙 8 至尊版	骁龙 8 至尊版
主频	4.04GHz	2.5GHz	4.32GH	3.626GHz	4.32GH	4.32GH
制程	3nm	7nm	3nm	3nm	3nm	3nm
屏幕	OLED	OLED	OLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED
尺寸	6.9"	6.9"	6.8"	6.78"	6.73"	6.82"
分辨率	2622 x 1206	2832 x 1316	2800 x 1280	2780 x 1264	3200 x 1440	3168 x 1440
刷新率	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz
摄像头						
后置	三摄	四摄	三摄	四摄	四摄	三摄
像素	48MP, 48MP, 12MP	50MP, 40MP, 48MP, 1.5MP	50MP, 50MP, 200MP（潜望）	均为 50MP（双潜望）	50MP, 200MP, 50MP, 10MP	50MP, 200MP, 50M
光学变焦	5 倍（放大），2 倍（缩小）	4 倍	3 倍	6 倍	5 倍	3.7 倍
防抖	第二代传感器位移式	OIS 光学防抖	OIS 光学防抖	OIS 光学防抖	UIS 光学防抖	OIS 光学防抖
前置	12MP	13MP	50MP	32MP	32MP	50MP
电池容量	4,676mAh	5200mAh	5850mAh	5910mAh	6000mAh	6000mAh

资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际

图表 39：iPhone 16e 配置比较

	iPhone 16e	iPhone 16	iPhone SE（第三代）
发布日期	19/2/2025	10/9/2024	9/3/2022
开售日期	28/2/2025	20/9/2024	18/3/2022
售价（美元）	599/699/899	799/899/1,099	429/479/579
售价（人民币）	4,499/5,499/7,499	5,999/6,999/8,999	3,499/3,899/4,699
存储	128GB/256GB/512GB	128GB/256GB/512GB	64GB/128GB/256GB
运行内存	8GB	8GB	4GB
处理器	A18	A18	A15
主频	4.04GHz	4.04GHz	3.23GHz
制程	3nm	3nm	5nm
屏幕	OLED	OLED	OLED
尺寸	6.1"	6.1"	4.7"
分辨率	2532 x 1170	2556 x 1179	2532 x 1170
刷新率	60Hz	60Hz	60Hz
摄像头			
后置	单摄（二合一摄像头）	双摄	单摄
像素	48MP（12MP）	48MP, 12MP	12MP
光圈	f/1.6（f/1.6）	f/1.6, f/2.2	f/1.8
光学变焦	2 倍（放大）	2 倍（放大）， 2 倍（缩小）	1 倍
防抖	光学图像防抖	传感器位移式光学图像防抖	光学图像防抖
前置	12MP	12MP	7MP
电池容量	3,455mAh	3,561mAh	2,018mAh
视频播放（小时）	26	22	15
有线充电	20w	20w	20w
无线充电	7.5w	15w	7.5w
尺寸（mm）	146.7x71.5x7.8	147.6x71.6x7.8	138.4x67.3x7.3
重量	167g	170g	144g
颜色	黑色、白色	黑色、白色、粉色、深青色、群青色	黑色、白色、红色
通信技术	5G	5G	5G
5G 频段	Sub-6 GHz 4x4 MIMO	Sub-6 GHz 和毫米波 4x4 MIMO	Sub-6 GHz 2x2 MIMO
Wifi	Wifi 6	Wifi 7	Wifi 6
机型图			

资料来源：公司官网、geneonline、mrmad、浦银国际

AI 智能手机渗透率快速提升，改善行业结构

随着搭载高通骁龙 8 Elite 以及联发科天玑 9400 等旗舰 SoC 的机型上市，全球具备端侧 AI 能力的智能手机出货量预计也会大幅提升。根据 Counterpoint 的预测，2025 年 AI 智能手机的渗透率有望达到 29%（图表 40），较 2024 年显著提升。

同时，各家手机品牌开始落地端侧 AI 模型的功能，包括如文案生成、修图、实时翻译、语音助手等（图表 41）。一方面，随着旗舰 SoC 的 NPU 性能的提升，手机厂商有更多的算力来使用端侧 AI 大模型。例如，高通骁龙 8 Elite NPU 算力达 80 TOPS，而小米最近发布的玄戒 O1 的 NPU 也达到 44 TOPS（图表 42）。

同时，上文提到的 AI 大模型本身性能提升，包括蒸馏技术的大幅提升，从通用 AI 大模型蒸馏下来的端侧的本地化小模型性能表现也有长足提升。我们预期这这些通用 AI 大模型以及端侧 AI 大模型性能的提升，配合手机厂商对于用户体验/用户需求的理解，C 端消费者在端侧 AI 大模型的体验将显著提升。

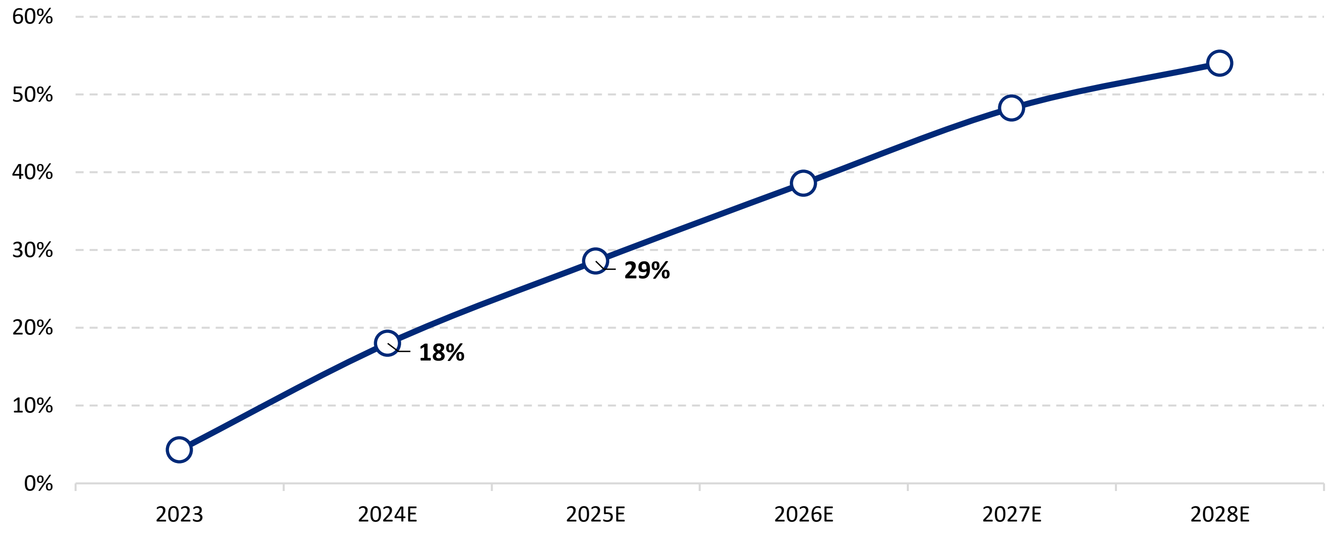
展望下半年，我们预期高通、联发科等厂商可能发布新一代旗舰 SoC，这将进一步提升端侧 AI 算力，助力手机厂商提升用户体验。而且，部分手机厂商推出自研端侧 AI 大模型，例如小米发布 MiMo 推理模型，其自身模型配合更大算力的 SoC 将大幅提升端侧 AI 大模型的体验。

在未来几年端侧 AI 大模型的性能预计将持续提升，对于用户体验的改善将更为显著。因此，全球智能手机的需求有新技术新体验带来的基本支撑，基本面下行风险比较小。

从更长的时间维度来看，具备端侧 AI 大模型能力的终端设备出货量大幅提升，将带动具备更高 AI 算力的芯片的出货量提升。无论是智能手机品牌、笔记本电脑品牌，还是新能源车企都在发布具备端侧 AI 能力的终端产品。生成式 AI 正在快速渗透到各种电子终端中。因此，AI 算力芯片在端侧的需求也在大幅增长。

从大方向来看，虽然智能手机行业已经是比较成熟的行业，整体行业出货量增速幅度并不是很大，但是智能手机依然是触达 C 端用户最广的电子产品。因此，类似 AI 大模型等前沿技术仍然会在智能手机端应用和落地，智能手机依然是前沿技术落地最重要的载体。从智能手机到智能座舱/智能驾驶，技术有明显的协同性和迁移性。

图表 40：AI 手机渗透率：预计 2024 年、2025 年大幅提升



注：E= Counterpoint 预测；资料来源：Counterpoint、浦银国际

图表 41：手机品牌端侧 AI 模型

手机品牌	端侧模型	端侧参数（亿）	自研/合作	端侧 AI 大模型功能
苹果	AFM	30	自研	Apple Intelligence 支持 AI 文字修改、信息摘要总结、照片 AI 修图、AI 场景识别等
三星	Gemini Nano	50/80	合作	Galaxy AI 支持 AI 文字输入、文案生成或总结，支持视觉、语音、文本、图片交互
谷歌	Gemini Nano	50/80	自研	Gemini 被集成至谷歌照片以及即时通讯应用等产品中；允许用户创建个性化 AI 助手
OPPO	AndesGPT	70	自研	AI 图片优化和消除、通话摘要、内容创作
vivo	BlueLM	30	自研	AI 修图，允许用户移动图片人物位置及焦点
小米	MiMo	70	自研	AI 影像处理美化、摄像头 AI 翻译、语音助手
华为	盘古	15	自研	AI 影像优化、AI 文本生成、语音助手
荣耀	魔法大模型	70	自研	AI 影像优化、AI 实时翻译、AI 智慧识图

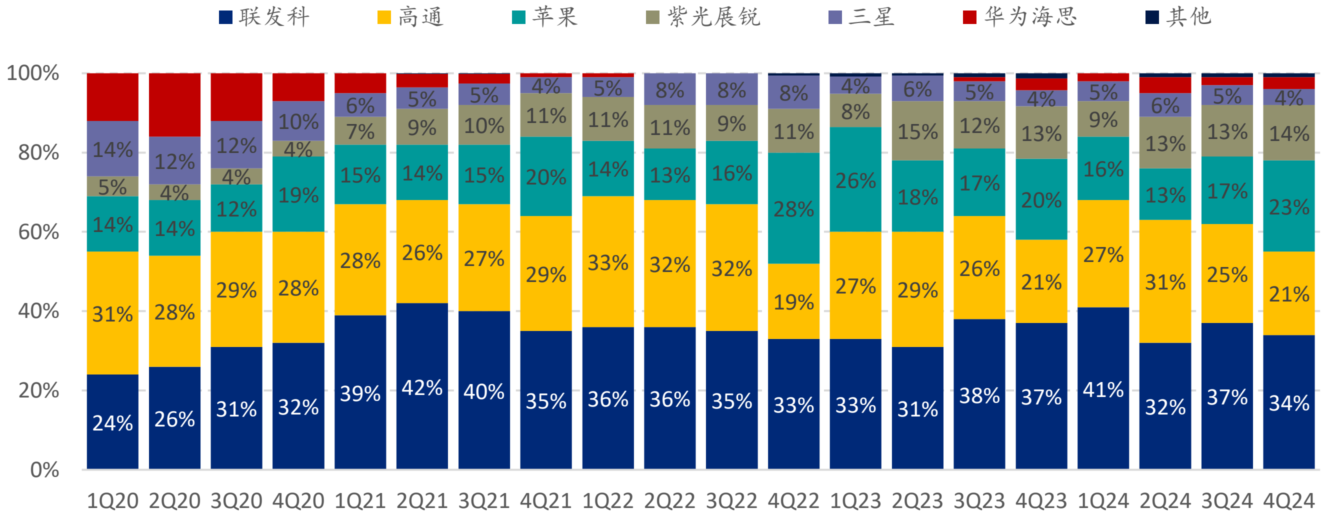
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 42：联发科、高通、苹果之旗舰 SoC 性能对比

	联发科天玑 9400	高通骁龙 8 Elite	苹果 A18 Pro	小米玄戒 O1
发布时间	2024 年 10 月	2024 年 10 月	2024 年 9 月	2025 年 5 月
制程 （nm）	3	3	3	3
代工	台积电	台积电	台积电	台积电
芯片面积（mm²）	150	150	109	109
晶体管数量（亿）	291	291	190	190
NPU 算力 （TOPS）	67	80	35	44
CPU L2 缓存（MB）	7	12	-	13
CPU 架构				
CPU 超大核	1 颗 3.62GHz	2 颗 4.32GHz	2 颗 4.04 GHz	2 颗 3.9GHz
CPU 大核	3 颗 3.3Ghz	-	-	4 颗 3.4GHz
CPU 能效核	4 颗 2.4Ghz	6 颗 3.52GHz	4 颗 2.42GHz	2 颗 1.9GHz 2 颗 1.8GHz
性能及跑分				
Greekbench6 CPU 单核跑分	2870	3217	3409	2709
Greekbench6 CPU 多核跑分	8980	10305	8492	8125
GPU 性能（帧）	132	129	72	110
功耗				
CPU 中频功耗（W）	4.8	4.6	-	4.4
CPU 高频功耗（W）	14.2	10.3		10.2
GPU 中频功耗（W）	4	3.8	-	5.1
GPU 高频功耗（W）	10.5	9.2	-	12.4
基带芯片	联发科 Helio M70 5G	高通骁龙 X80 5G	高通 SDX71M 5G	联发科 T800 5G
内置/外挂	内置	内置	外挂	外挂
制程 （nm）	3	3	4	4
下行（Gbps）	7.0	10.0	-	7.9
上行（Gbps）	3.2	3.5	-	2.5
GPS/北斗	三频 GPS+四频北斗 AI 优化能效	三频 GPS+三频北斗 AI 优化能效	-	双频 GPS+三频北斗

资料来源：小伊评科技、Greekbench、公开资料、浦银国际

图表 43：智能手机 SoC 出货量占比按品牌划分



资料来源：Counterpoint、浦银国际

消费电子产业链：美关税政策打压情绪，智驾需求提升基本面增长确定性

美关税政策短期压制市场情绪和公司估值，寻找中长期机会

包括智能手机在内的消费电子及供应链在今年上半年受到全球关税及关税变动预期的影响比较大。今年上半年，来自美国的主要限制和关税政策有三项。

第一，今年1月上旬，美国拜登政府公布了《人工智能扩散出口管制框架》，旨在通过限制高端算力芯片出口来限制海外实体获得最为先进的算力集群及AI计算模型。

第二，今年1月中旬，美国商务部再次发布新的出口管制条例，旨在维护其先进集成电路芯片（IC）的领导地位，保障国家安全，协助晶圆制造和封测（OSAT）两个行业的公司遵循相关管制条例。

第三，今年4月，美国特朗普政府宣布“对等关税”政策。美对所有国家设立10%的“最低基准关税”。对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。其中，从中国进口商品的关税税率将再上升34%，对越南、泰国、印尼、印度等国家亦分别加征46%、36%、32%、26%的关税。

其中，1月份关于AI算力和芯片限制的政策对于中国的影响相对较小。但是，这在一定程度影响了对中国有销售的头部AI算力芯片公司，包括英伟达和AMD。受此影响，AMD预计2025年销售额将减少约15亿美元，英伟达表示销售额将减少150亿美元（图表 45）。

特朗普政府4月的关税政策对中国消费电子供应链潜在的影响比较大。与AI数据中心这样的新兴技术产业不同，以苹果为典型的iPhone等消费电子产业链，已经深度参与到全球供应链体系中。但是，美政府在实施落地关税政策时，对相关产业链采取相对缓和的措施（图表 44）。

因此，未来美国关税政策依然具有不确定性。但是，我们预期该政策的落地影响会更加趋向于以较为缓和的方式释放。当前关税带来的基本面影响已经较为充分地反映到股价之中。

图表 44：中美贸易战及反制时间表

美国关税政策		中国关税反制	
时间	具体内容	时间	具体内容
2025年2月1日	美国总统特朗普签署行政命令，以“芬太尼“为理由对所有进口自中国的商品加征10%关税，并取消800美元以下包裹免税政策（T86），于2月4日生效。	2025年2月4日	中方反制，对美煤炭、液化天然气加征15%关税，原油、农机等加征10%。
2025年2月7日	由于海关系统过载，临时恢复T86政策		
2025年2月10日	美国宣布3月12日起对所有进口钢铁和铝产品全面征收25%关税		
2025年2月27日	美方以“芬太尼问题”为由，宣布将于3月4日对华关税从10%上调至20%	2025年3月3日	中方对美农产品加征10%-15%关税，并启动稀土出口管制。
2025年3月26日	宣布4月2日起对进口汽车增加25%关税，零部件关税延长至5月3号生效		
2025年4月2日	美方推出“基准关税+对等关税”，对全球所有贸易伙伴增收10%的基准关税，对中国加征34%的对等关税，对华税率升至54%。同时，正式宣布取消T86政策，5月2日生效，税率30%	2025年4月4日	中方宣布对美商品加征34%关税。
2025年4月8日	美方将对华关税上调至84%,叠加芬太尼关税合计关税104%。并将800美金以下的小包税率由30%提高到了90%。	2025年4月8日	中方反制至84%
2025年4月10日	特朗普进一步宣布对华关税加征至125%，叠加芬太尼关税合计关税145%。特朗普表示其他与美国进行关税谈判的国家将会暂停加征90天	2025年4月10日	中方反制至125%
2025年4月11日	手机、电脑、服务器及主板等电子产品被放入“对等关税”的豁免清单		
2025年5月12日	中美签署《联合声明》，美方将对华商品关税降至30%，其中包括以芬太尼为由对华加征20%的关税。中方将在初始90天内将对美商品关税从125%降至10%，保留对于芬太尼关税的反制		
2025年5月14日	T86政策调整生效，小额包裹税降至54%		

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 45：各大海外AI厂商认为关税带来的影响可控

	关税影响
苹果	公司预计CY2Q25受关税影响成本将增加9亿美金，CY1Q25没有看到关税带来的明显提前拉货。
高通	公司在1Q25业绩会中表示，从业务的直接影响看，由于全球供应链布局，未看到明显影响，对公司指引或预测没有产生差异。由于难以判断关税是否会导致需求破坏及程度，给出指引时基本假设情况不变。
台积电	公司在1Q25业绩会中表示没有明确影响。公司5nm和3nm产线满负荷运行，公司业绩继续高速增长。
英伟达	2025年4月，公司表示由于出口禁令，在CY1Q25计提了55亿美金的库存减值损失，并表示整体销售额将因此减少150亿美金。2025年5月，公司在CY1Q25业绩会中将计提金额减少至45亿美金，CY1Q25收入受禁令影响减少25亿美金，指引CY2Q25营收因此减少80亿美金。
AMD	公司在1Q25业绩会中表示，预计出口禁令导致2025年全年营收减少15亿美金，其中8亿美金营收减少体现在2Q25，剩余将主要体现在3Q25。
英特尔	1Q25营收受关税带来的提前拉货的正面影响，公司预计2Q25会略有压力环比下滑，客户端计算事业部（CCG）下滑幅度大于数据中心及AI（DCAI）。由于关税和贸易的不确定，公司调宽了2Q25的指引区间。

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 46：美国对中国半导体行业的制裁持续加码

时间	政策概况
2018-04	禁止中兴通讯在未来 7 年内向美国企业购买敏感商品
2018-07	美国与中兴通讯和解，但需要支付 14 亿美元罚金
2019-05	美国将华为及其 70 个分支机构纳入“实体清单”，美国产品及美国技术含量＞25%的外国产品受到限制
2019-06	华为被列为美国和其盟邦国家的安全威胁
2019-08	白宫宣布禁止美国政府部门购买华为的设备和服务
2019-10	28 家中国实体纳入出口管制清单
2020-05	美国商务部 BIS 发布公告对华为管制升级，限制其采购美国产品及采用美国技术（＞0%）的外国商品、代工服务
2020-08	增加 38 家华为附属公司进入实体清单
2020-12	美国商务部发布公告，将中芯国际及附属公司加入实体清单，采购含美技术设备需美国批准，14nm 及以下原则上不批准
2021-11	将多家中国半导体企业，如飞腾信息、申威、国科微、中科微、云芯微、新华三半导体等列入实体清单
2022-07	美国半导体设备企业（AMAT、LRCX 等）收到美商务部函件，要求向中国大陆禁售用于 14nm 及以下先进制程的设备
2022-08	美国芯片法案颁布，对在美国建厂给予补贴，获得补贴的企业禁止到中国大陆建设先进制程产线
2022-10	美国商务部 BIS 公布了《对向中国出口的先进计算和半导体制造物项实施新的出口管制》，美国对中国半导体产业制裁的再次升级。
2023-03	日本、荷兰同意美国针对中国的半导体制裁，并修改相关法规
2023-10	美国商务部 BIS 更新了芯片出口禁令新规，进一步限制中国购买高端计算芯片及先进半导体设备，并将 13 家中国 GPU 企业列入实体清单
2024-4	美国 4 月 4 日开始实施对华芯片出口管制的新规定，装载人工智能芯片的电脑出口也将受到限制
2024-5	英特尔和高通被停止了向华为供货的许可，这可能意味着华为将无法使用高通跟英特尔的芯片
2024-11	美国商务部给台积电发函，要求暂停中国大陆 AI 芯片企业的 7nm 及以下先进制程芯片的代工服务，重新审核认证客户身份（KYC）流程。三星也采取了类似的行动，向大陆客户发出了类似的通知。根据公开报道，目前最新的管控仅限于 AI/GPU 相关，手机、汽车等芯片不在管控范围内。
2024-12	美国商务部工业和安全局（BIS）发布了出口管制的“强化版”新规，进一步限制中国人工智能和先进半导体的发展。
2025-01	美国发布《人工智能扩散规则》，将中国纳入全面禁运国，禁止中国获得先进的 AI 芯片及模型。随后 BIS 修改《出口管理条例》，要求先进制程芯片需要在 BIS 批准的封测厂完成封测，并要求审核非白名单企业的订单。对中国 28nm 以上芯片加征 50%的关税
2025-03	召开对于中国 14nm 以上的反倾销听证会，希望进一步提高关税。
2025-05	美国 BIS 要求所有国家禁用华为昇腾 AI 芯片，随后要求美国 EDA 公司对华禁售。

资料来源：公开资料收集、浦银国际

智能辅助驾驶推动汽车电子业务在消费电子产业链占比提升

今年 2 月，比亚迪举办智能化战略发布会，发布天神之眼 C 高阶智能辅助驾驶以及 21 款首批搭载车型。比亚迪全系搭载高阶智能辅助驾驶。比亚迪自身智能辅助驾驶采用率的大幅提升，带动汽车行业同行在智能辅助驾驶上的快速跟进。

跟我们此前预期接近，这将显著推动 L2+智能辅助驾驶在 10 万元-20 万元的车型的渗透率大幅成长。根据 NE 时代，2025 年 3 月中国乘用车 NOA 的搭载率达到 18.9%（图表 49），同比和环比均有显著大幅提升，渗透率上行速度加快。

从细分价格段来看，10 万元以下以及 10 万元-20 万元这两个价格段的 L2++的智能辅助驾驶渗透率在今年一季度显著抬头。其中，10 万元以下价格段的渗透率在今年一季度实现 0 突破。

我们预计今年下半年中国新能源车的智能辅助驾驶的渗透率有望继续保持加速上扬，与此前新能源车渗透率表现类似。这将带动消费电子供应链的汽车电子业务在下半年保持大幅增长。

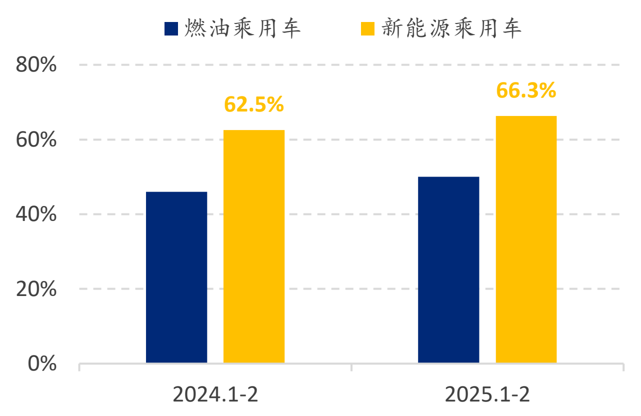
首先，智驾及智能座舱 Tier 1 将充分受益于比亚迪带动的智驾在大众市场的普及。根据我们调研，入门基础智驾域控价格低至 400-500 元，中高阶智驾域控价格在 1,000 元以上。多家车企也将采取与比亚迪类似动作，将智驾功能向 20 万元以下车型市场渗透。

比亚迪电子（285.HK）将充分受益于比亚迪智驾方案的大规模普及，增长显著。我们预期比亚迪电子今年汽车电子业务收入有望较 2024 年增加近百亿元的体量（图表 53）。

其次，智驾增量传感器零部件将迎来降本之后的大规模普及。比亚迪的天神之眼 C 搭载 12 颗摄像头，结合其自身新能源车体量，将给行业带来巨大增量。舜宇光学（2382.HK）、丘钛科技（1478.HK）、韦尔股份（603501.CH）会受益于比亚迪以及新能源车行业整体对于车载摄像头需求的增长。

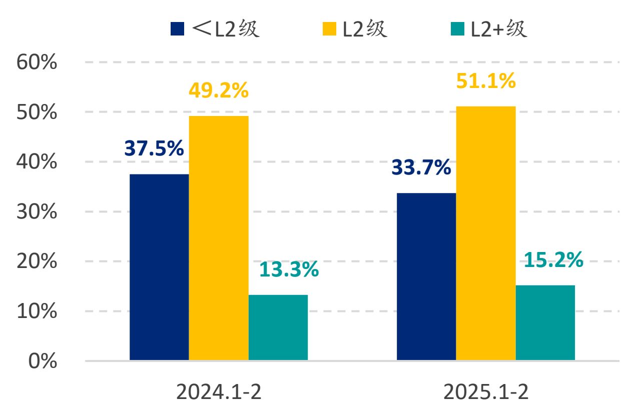
舜宇 4 月车载镜头出货量达到 1,157 万颗，同比增长 29%，环比增长 18%。今年舜宇车载镜头总出货量将有望增长 15%-20%，成长动能强劲。韦尔股份也表示今年车载业务有望大幅增长，其收入规模有望接近手机业务规模。

图表 47：中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化（按动力类型划分）



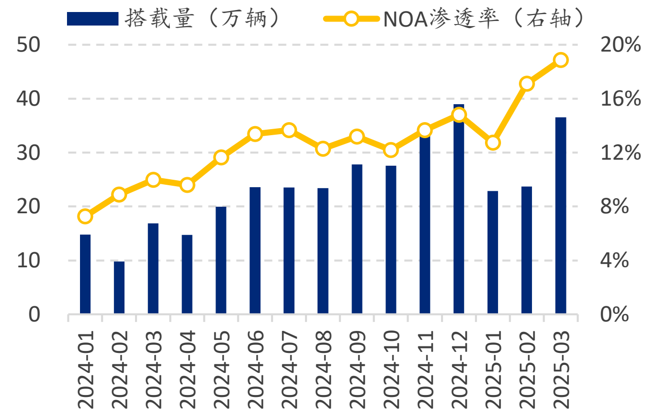
资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 48：中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况



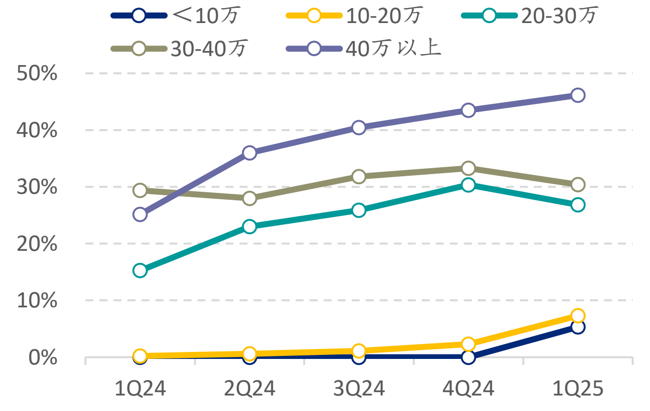
资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 49：中国乘用车市场 NOA 功能（高速 NOA +城市 NOA）搭载量及搭载率月度表现



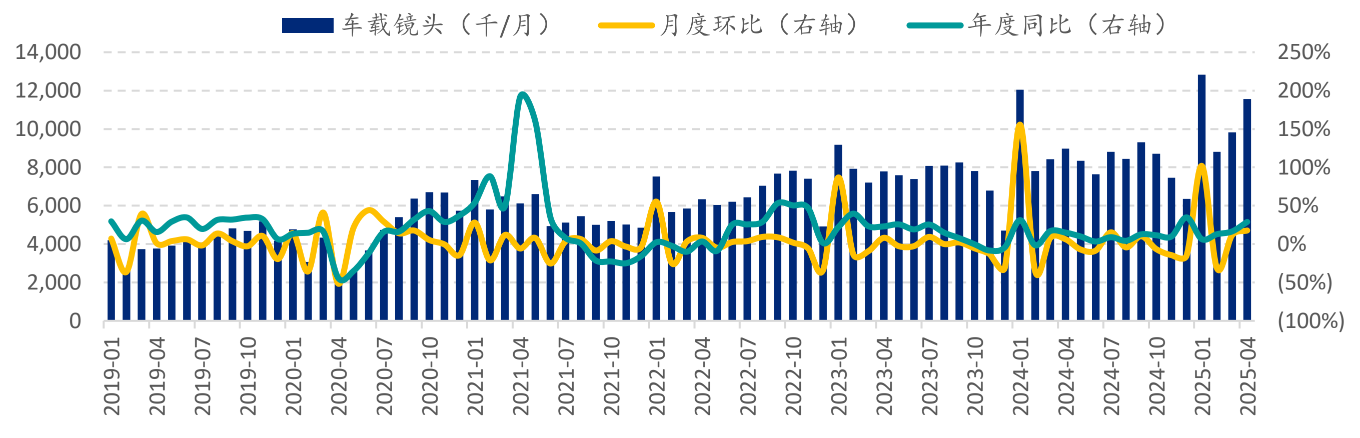
资料来源：NE 时代、乘联会、Wind、iFinD、浦银国际

图表 50：中国乘用车 L2++及以上级别智能辅助驾驶渗透率，10 万元以下价格段 1Q25 实现 0 突破



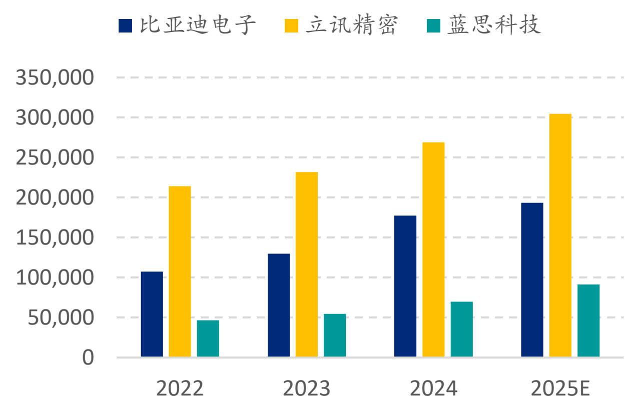
注：图中所列示计价货币均为人民币；L2++级及以上包含高速 NOA 及以上功能；
资料来源：NE 时代、浦银国际

图表 51：舜宇车载镜头出货量



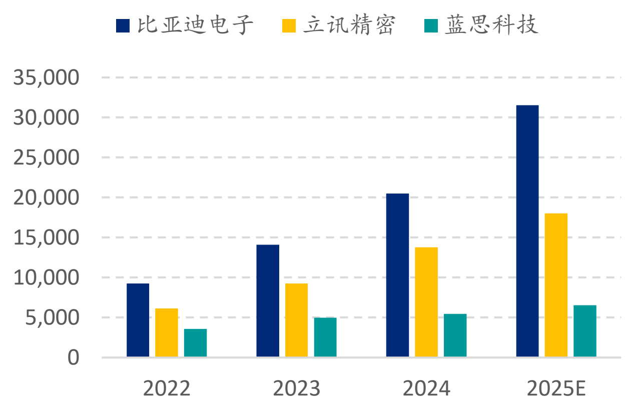
资料来源：公司公告，浦银国际

图表 52：比亚迪电子、立讯精密、蓝思科技营业收入（百万元）



E=浦银国际预测；资料来源：iFinD、浦银国际

图表 53：比亚迪电子、立讯精密、蓝思科技汽车电子业务收入（百万元）



E=浦银国际预测；资料来源：iFinD、浦银国际

图表 54：中国市场智能手机旗舰机型“超大杯”摄像头配置比较

	vivo X200 Ultra	小米 15 Ultra	华为 Mate 70 Pro	荣耀 Magic7 Pro
发布年份	**2025 年 4 月**	**2025 年 3 月**	**2024 年 11 月**	**2024 年 10 月**
后置摄像头				
摄像头数量	3	4	4	3
镜片数		8P		
像素	50MP, 50MP, 200MP	50MP, 50MP, 50MP,200M	50MP, 40MP, 48MP, 1.5MP	50MP, 50MP, 200M
主摄单像素尺寸	1.22µm	1.6µm	1.2µm	1.2µm
光圈	f/1.69 - f/2.27	f/1.63 - f/2.6	f/1.4 - f/4.0	f/1.4 - f/2.6
主摄 CMOS 类型	Sony LYT-818	Sony LYT-900	OV50H	OV50K
CMOS 供应商	索尼	索尼	豪威	豪威
主摄传感器尺寸	1/1.28"	1/0.98"	1/1.31"	1/1.31"
光学变焦	3.7x	4.3x	4x	3x
数字变焦	105x	200x	100x	100x
主摄防抖	OIS 光学防抖	UIS 光学防抖	OIS 光学防抖	OIS 光学防抖
前置摄像头				
摄像头数量	1	1	1	1
像素	50MP	32MP	13MP	50MP
光圈	f/2.0	f/2.0	f/2.4	f/2.0

资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际

中国半导体行业：AI 算力和国产替代

全球半导体行业或将在下半年进入下行周期

全球半导体行业有可能在 2025 年一季度到达本轮周期上行的顶部，今年下半年或将进入下行周期。

本轮半导体基本面的上行周期则是自 2023 年 4 月为起点，月度销售额同比下降 21%，持续上行到 2024 年 9 月当前高点，同比增长 44%，（图表 57）。在今年 3 月，全球半导体月度销售额同比增速为 34%，接近但低于去年的高点。展望今年下半年，我们预期全球半导体基本面有可能进入下行周期。

在 2024 年，全球半导体行业销售额同比增速持续上行，主要得益于生成式 AI 带来的 AI 算力需求持续大幅增长、存储等半导体需求大幅上扬以及智能手机和电脑等电子终端需求的复苏。

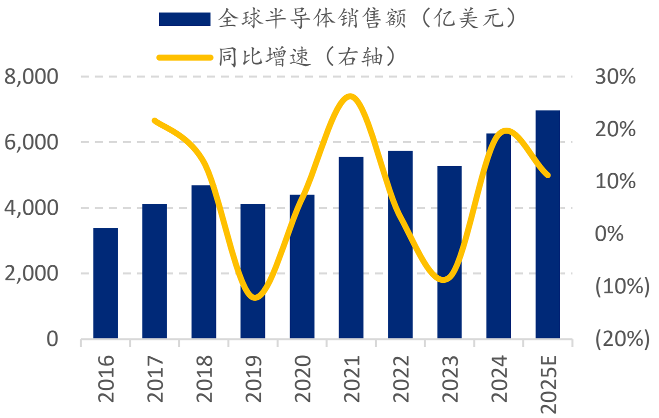
其一，进去 2025 年，全球存储行业的销售增速将从 2024 年的高点往下。这主要是因为半导体存储价格进入下行期。虽然有少量的存储价格略有上升，但是从整体来看，价格保持下行趋势。根据彭博一致预期，三星电子存储及半导体业务收入增速将从 2024 年的 67%下行到 2025 年的 9%（图表 56）。

其二，虽然 AI 大模型给半导体行业带来增量，但是 AI 半导体收入同比增速在今年一季度出现下滑。英伟达的数据中心收入就从 2024 年的三位数的增长，下降到今年一季度的 73%。

展望 2025 年，全球半导体行业规模相较于 2024 年依然将保持增长，而增速会较 2024 年低一些。根据 Gartner 的预测，今年全球半导体行业规模将同比增长 11%，虽然增速不及 2024 年的 19%，但是仍然保持较高增长动能。其中，AI 带来的增量依然巨大。

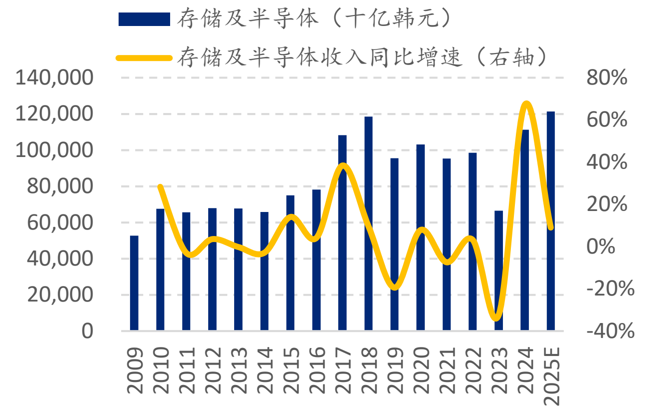
半导体行业的估值面周期，领先于基本面周期 6-12 个月。费城半导体指数市盈率在今年 1 月到达高点的 51.5x，从 2022 年 9 月至今年 1 月已经上行 28 个月，随后开启下行，且本轮下行速度较快。一方面是由于年初 DeepSeek 带来的 AI 算力芯片需求的冲击，另一方面来自于美特朗普政府关税政策的不确定性。因此，从估值周期下行趋势来看，半导体行业中短期下行的空间有限。

图表 55：全球半导体行业规模及预测：预计 2025 年增长 11%



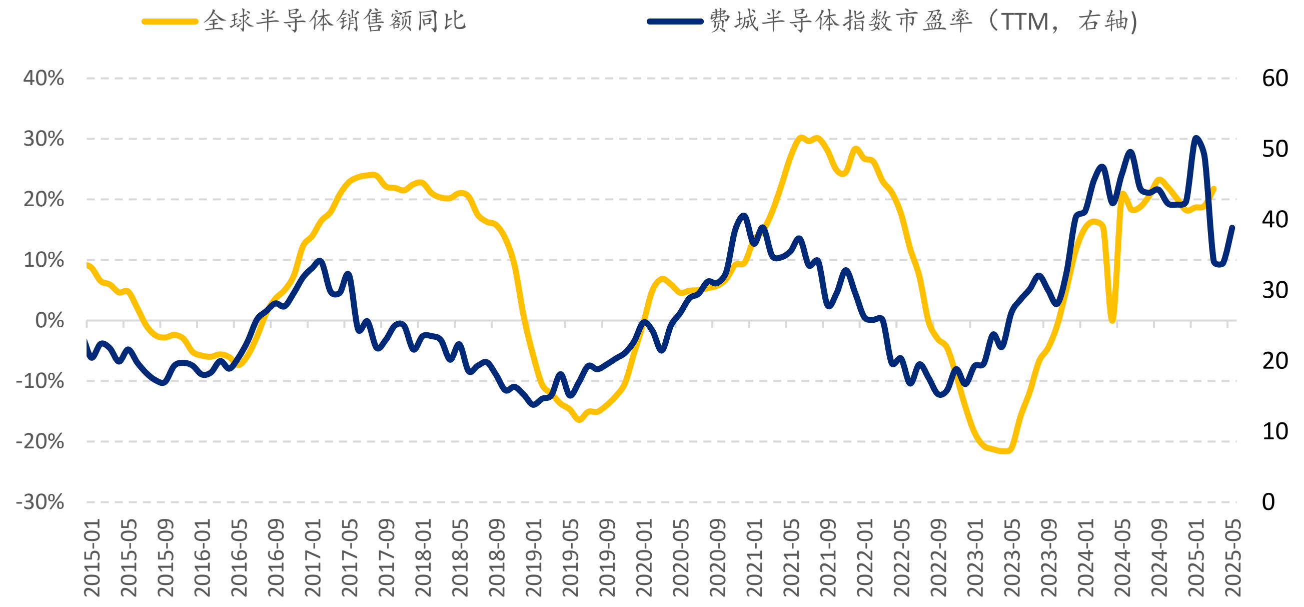
E= Gartner 预测；资料来源： Gartner、浦银国际

图表 56：三星电子存储及半导体收入与同比增速



E=Bloomberg 一致预测；资料来源：Bloomberg、浦银国际

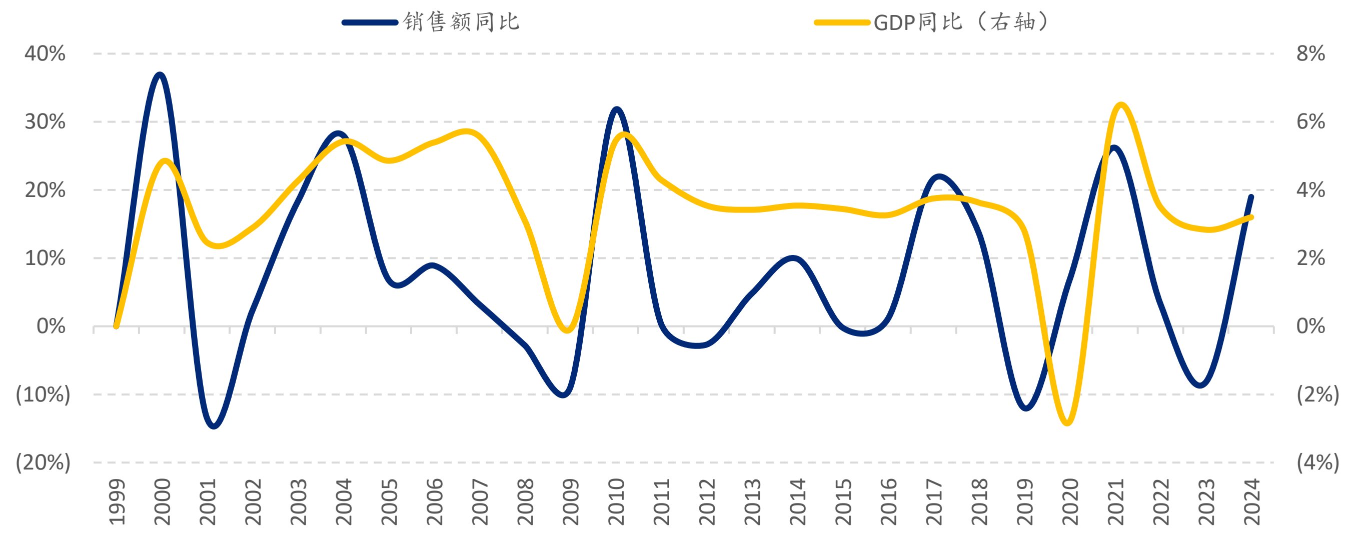
图表 57：全球半导体三个月移动平均值销售额同比增速与费城半导体指数市盈率



注：TTM = Trailing Twelve Months，过去 12 个月

资料来源：iFinD、美国半导体行业协会、费城证券交易所、浦银国际

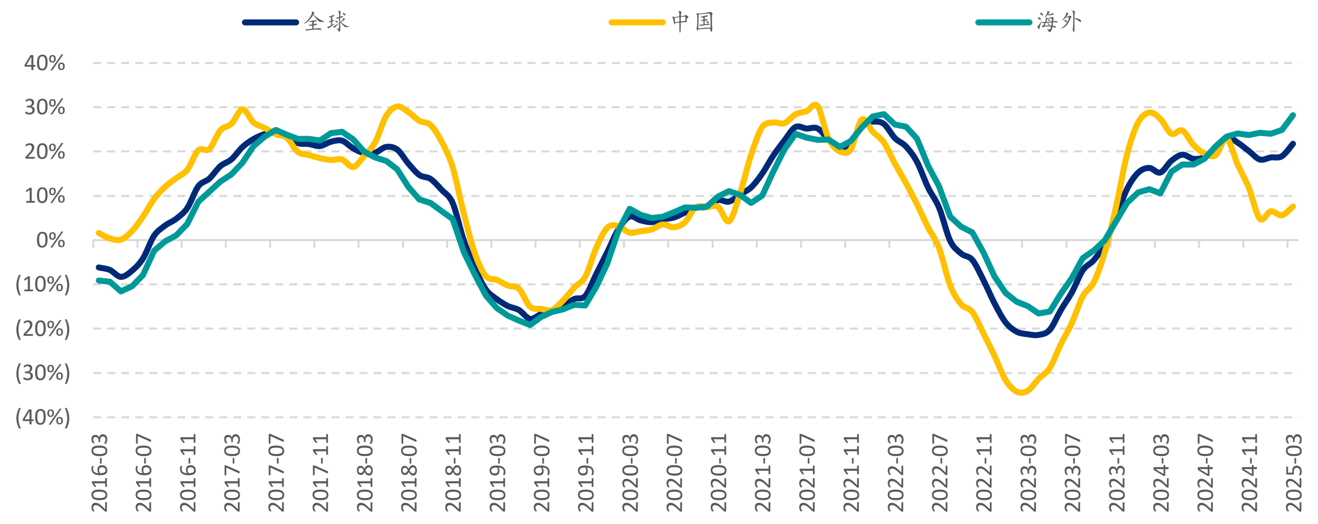
图表 58：全球半导体销售额同比增速 vs 全球 GDP 同比增速



注：E=全球半导体贸易组织（WSTS）预测

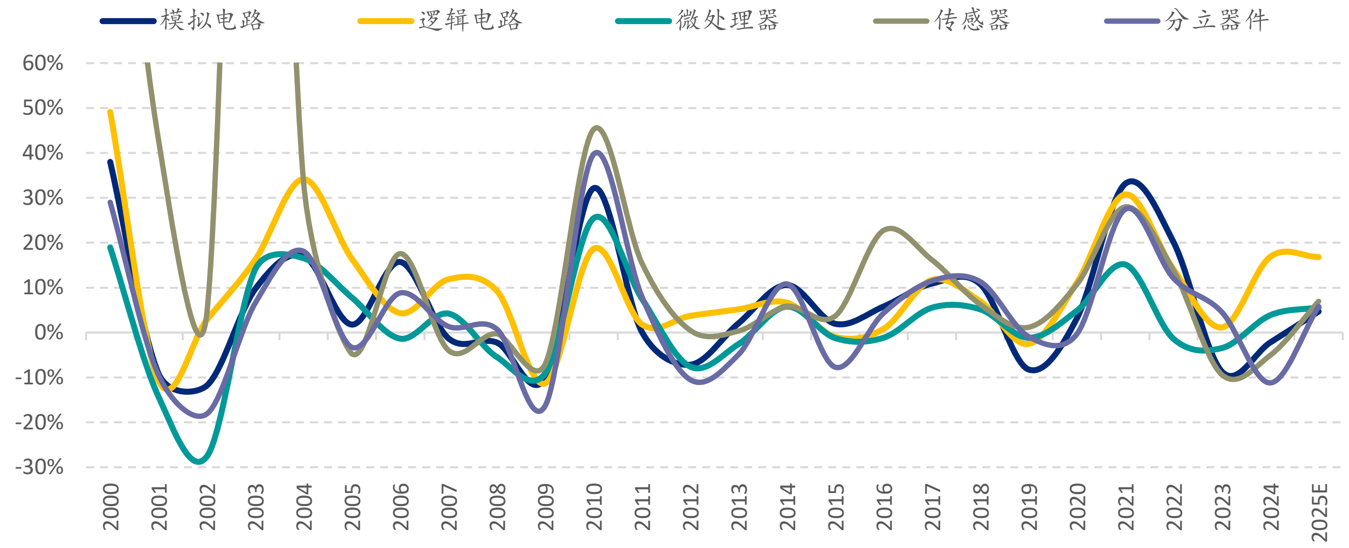
资料来源：iFinD、美国半导体行业协会、世界银行、全球半导体贸易组织、浦银国际

图表 59：半导体三个月移动平均值销售额同比增速：全球 vs 中国 vs 海外



资料来源：iFinD、美国半导体行业协会、浦银国际

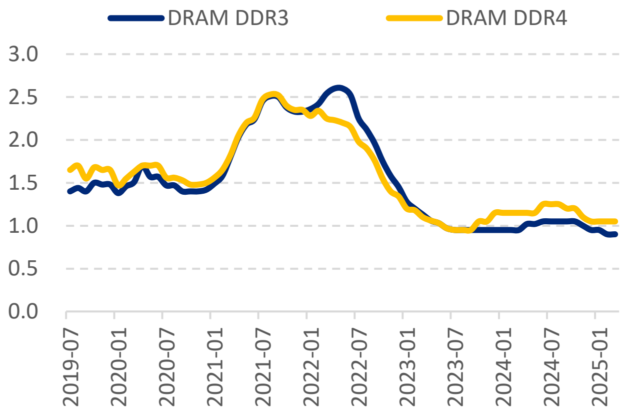
图表 60：全球半导体销售额同比增速



注：E=全球半导体贸易统计组织预测

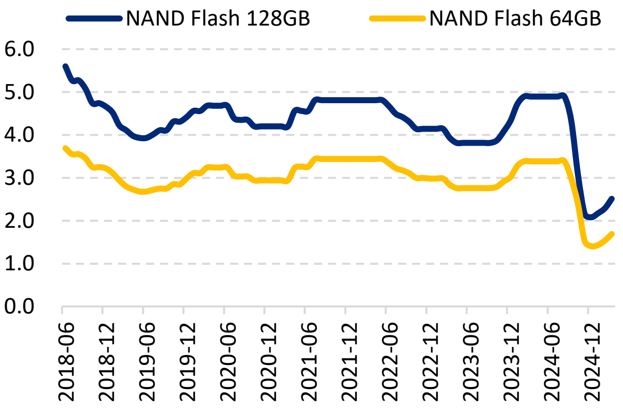
资料来源：iFinD、全球半导体贸易统计组织、浦银国际

图表 61：DRAM 价格周期（美元）



资料来源： iFinD、DRAMeXchange、浦银国际

图表 62：NAND 价格周期（美元）



资料来源： iFinD、DRAMeXchange、浦银国际

中国半导体晶圆代工：新增产能逐步满足国产替代需求

中国半导体晶圆代工行业今年上半年下行特征不明显，国产替代有望拉动下半年上行动能。

根据我们的统计，半导体晶圆代工行业（不含台积电）收入同比增速在 2023 年 4 月实现触底，同比下行 28.8%，并经历了较长时间的磨底，在触底之后的 7 个月仍然处于同比 20%以上的降幅。在 2023 年 11 月，半导体晶圆代工开始展现相对明确的基本面拐点上行走势，月度营收同比降幅开始收窄，并在 2024 年全年维持上行态势。2024 年中国台湾半导体晶圆代工（不含台积电）月度营收同比增速从年初的-10%上行至 10 月的+8%（图表 64），之后增速开始放缓。2025 年 1 月-3 月，中国台湾半导体晶圆代工（不含台积电）月度营收同比增速回落至 1%附近。2025 年 4 月，受特朗普关税政策带来的提前拉货影响，同比营收增速回升至 5%。

虽然中国台湾半导体晶圆代工厂商（不含台积电）周期上行趋势比较明显，趋势也与全球半导体的表现类似，但是同比正增长的幅度比较有限。中国台湾半导体晶圆代工厂商（不含台积电）上行动能比较偏弱。

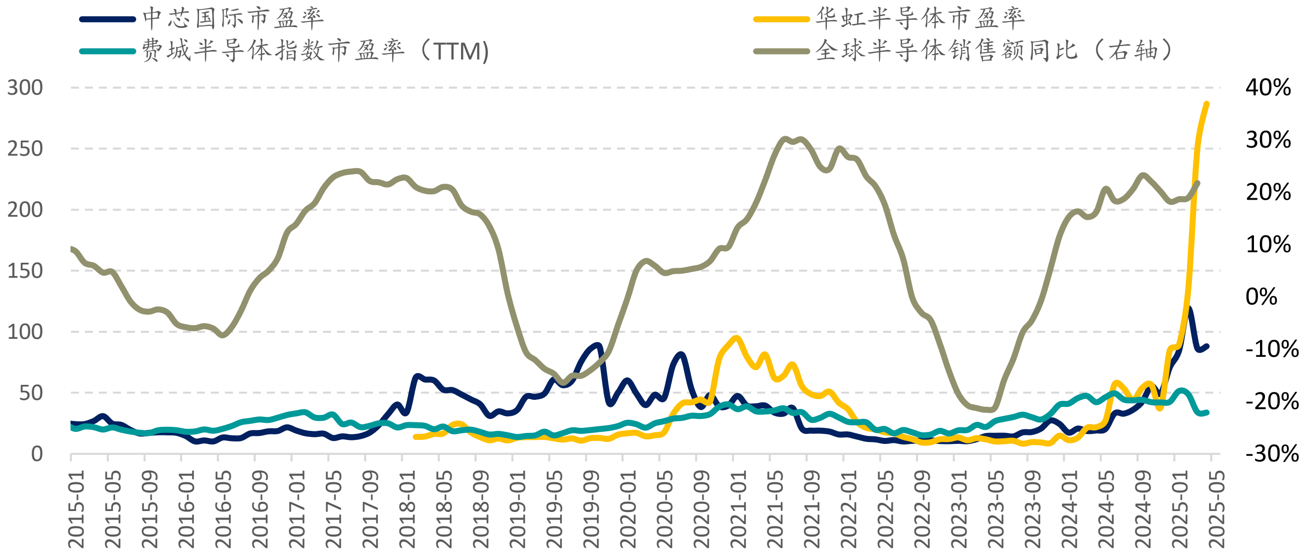
但是，台积电、中芯国际、华虹半导体等半导体晶圆代工厂在本轮上行周期的表现明显更加强劲。这其中的原因存在差异。

台积电是本轮半导体周期上行的最大受益者之一。因为本轮半导体周期上行的最大动能之一来自 AI 算力的需求，其中大部分的 AI 算力需求的新增增量，尤其是直接增量，都是由台积电所贡献。今年 4 月，台积电月度营同比增速为 48%，其上行趋势依然明显（图表 65）。

中芯国际和华虹半导体的收入增速的上行动能也优于中国台湾（不含台积电）的晶圆代工厂。这主要由于美制裁和限制下，中国半导体制造在地化需求大幅提升。因此，中芯和华虹的新增产能都有相对充裕的订单。同时，由于新增产能带来的折旧的影响，中芯和华虹的毛利率都处于相对偏低的位置。我们预期这个趋势将在今年下半年延续，即新增产能和订单推动收入增长，毛利率维持相对微小的提升。

从估值看，台积电的市盈率走势与费指市盈率大体一致，今年年初下行以来，近期有所反弹。目前市盈率为 19.1x（图表 76），略微高于均值，具备性价比。华虹港股的市净率为 1.09x，在 1.0x 市净率附近，估值具备吸引力。

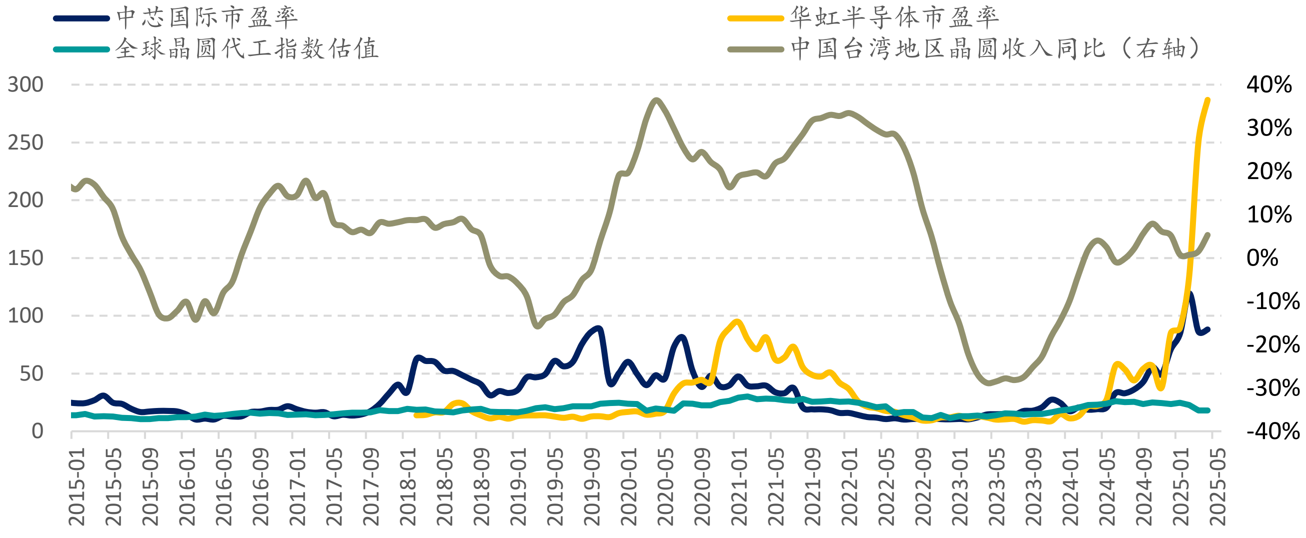
图表 63：中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比



注：全球半导体销售额以美元计，采用过去三个月滚动平均

资料来源：Bloomberg、iFinD、美国半导体协会、浦银国际

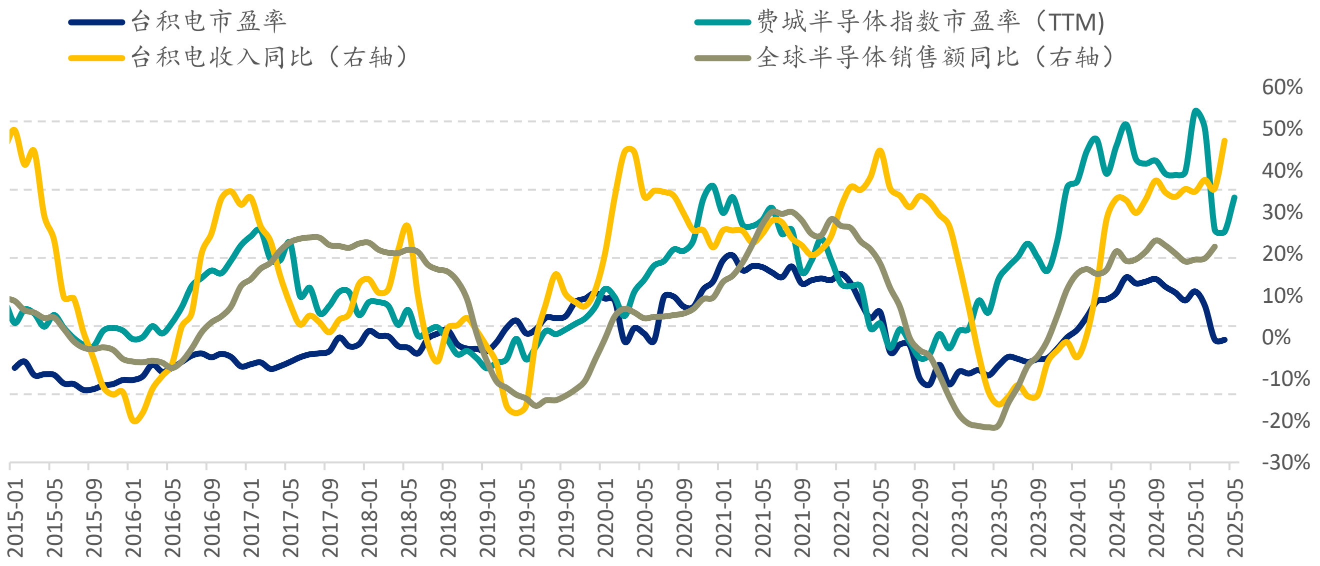
图表 64：中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 全球晶圆代工指数估值 vs 中国台湾地区晶圆代工收入（不含台积电）同比



注：全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔；中国台湾地区晶圆代工收入以美元计，采用三个月移动平均值

资料来源：Bloomberg、iFinD、美国半导体协会、浦银国际

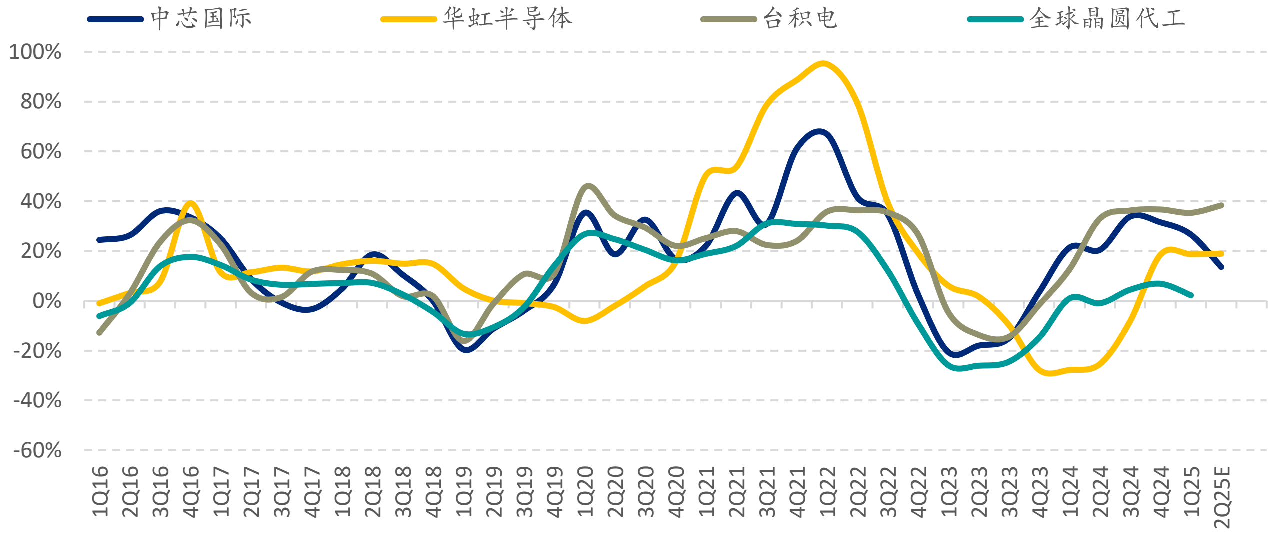
图表 65：台积电市盈率 vs 台积电月度营收同比 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比



注：台积电收入、全球半导体销售额采用过去三个月滚动平均；台积电及全球半导体收入均以美元计

资料来源：Bloomberg、iFinD、美国半导体协会、浦银国际

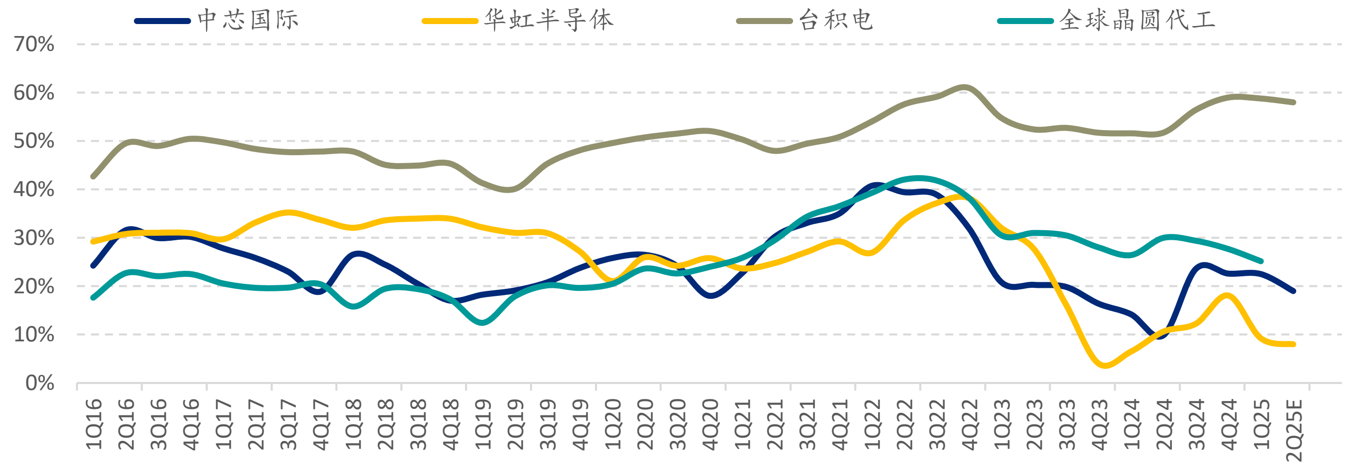
图表 66：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：营收同比增速



注：E=浦银国际预测，全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔。营收增速均以美元计

资料来源：公司公告、浦银国际

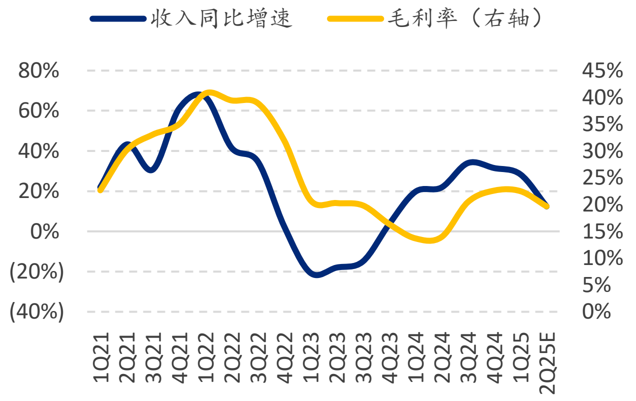
图表 67：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：毛利率走势



注：2Q25E=浦银国际预测；全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔

资料来源：公司公告、浦银国际

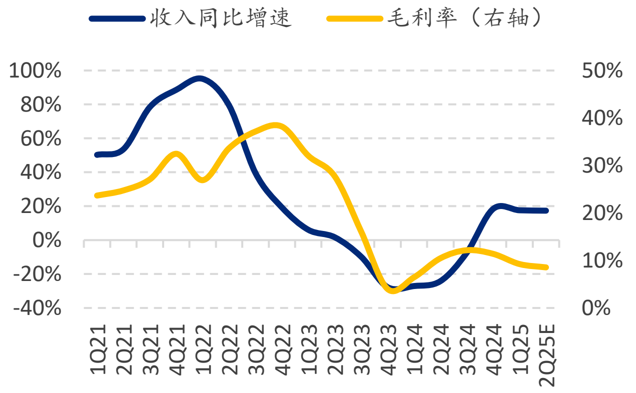
图表 68：中芯国际：收入同比增速及毛利率



注：E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

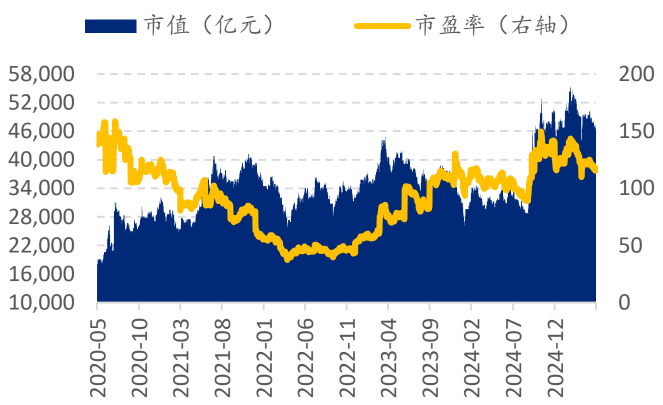
图表 69：华虹半导体：收入同比增速及毛利率



注：E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

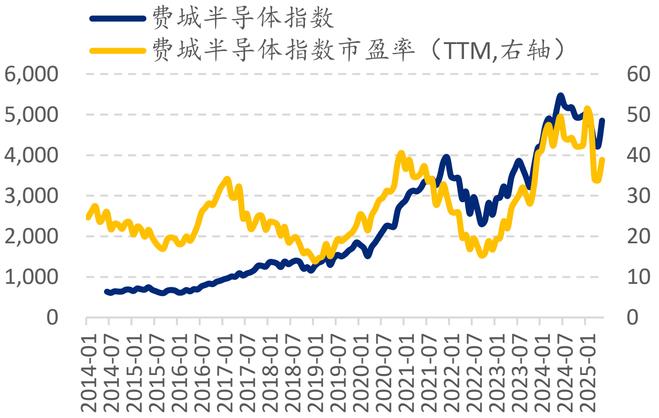
图表 70：A 股半导体指数市值及市盈率（x）



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；

资料来源：iFinD、浦银国际

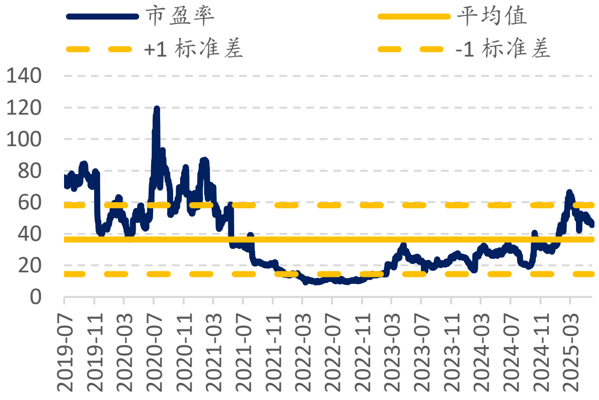
图表 71：费城半导体指数及市盈率（x）



注：截至 2025 年 5 月 29 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

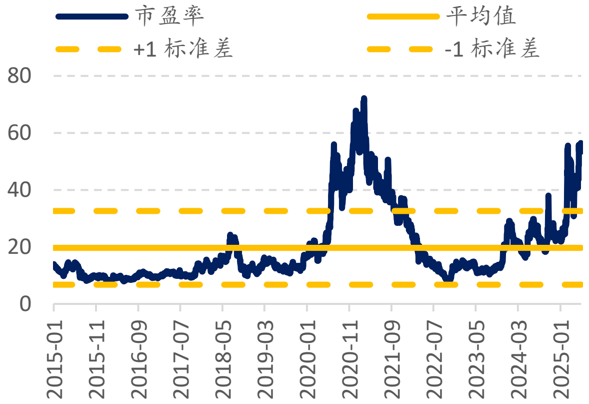
图表 72：中芯国际：港股市盈率（x）



注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

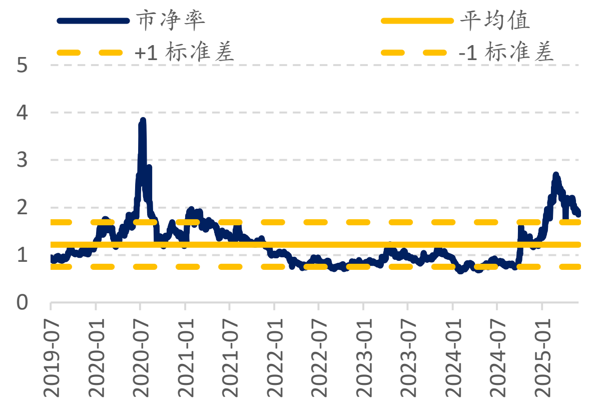
图表 73：华虹半导体：港股市盈率（x）



注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；

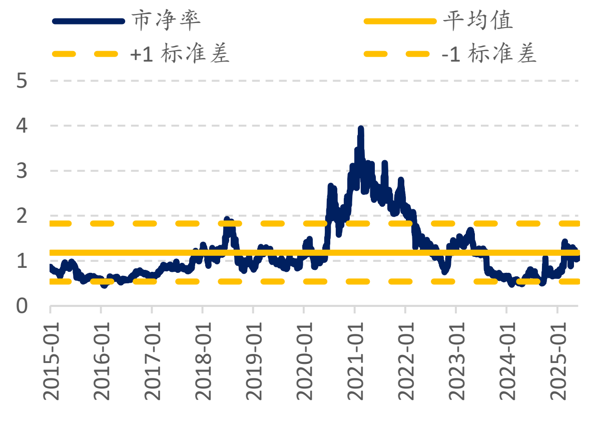
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 74：中芯国际：港股市净率（x）



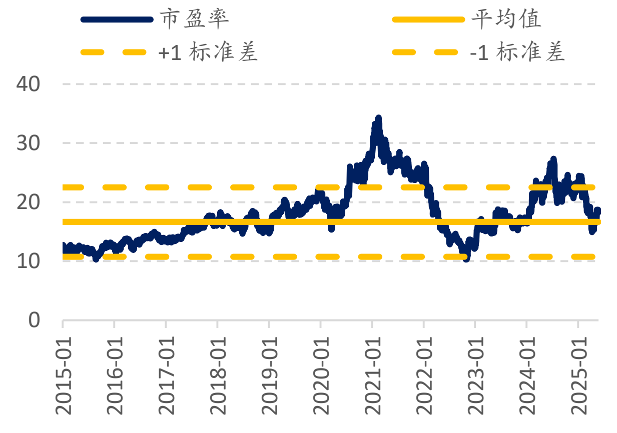
注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 75：华虹半导体：港股市净率（x）



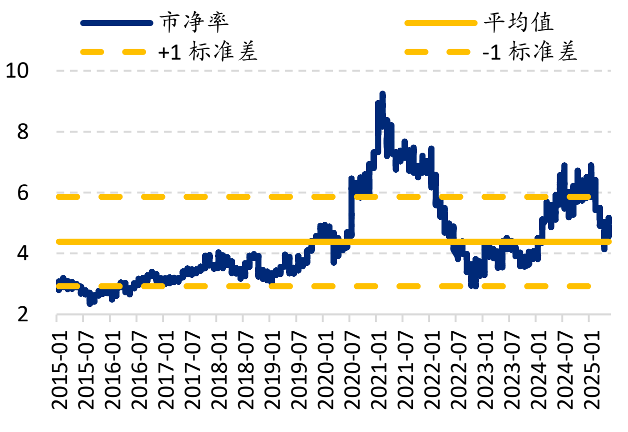
注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 76：台积电：美股市盈率（x）



注：数据截至 2025 年 5 月 29 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 77：台积电：美股市净率（x）



注：数据截至 2025 年 5 月 29 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

中国功率半导体：新能源车需求持续往上，AI 算力逐步贡献增量

2025 年中国功率半导体行业仍将缓慢复苏。

从收入增速看，中国功率半导体厂商今年一季度收入同比增长 21%，较 2022 年四季度低点的-14%增速上行明显（图表 78），与 2024 年三四季度的 20%和 24%大体在类似的较高的位置。其一，中国功率产能逐步开出和消化。其二，AI 服务器带来电源管理相关需求的增长。其三，中国新能源车、家电等的消费需求增加。

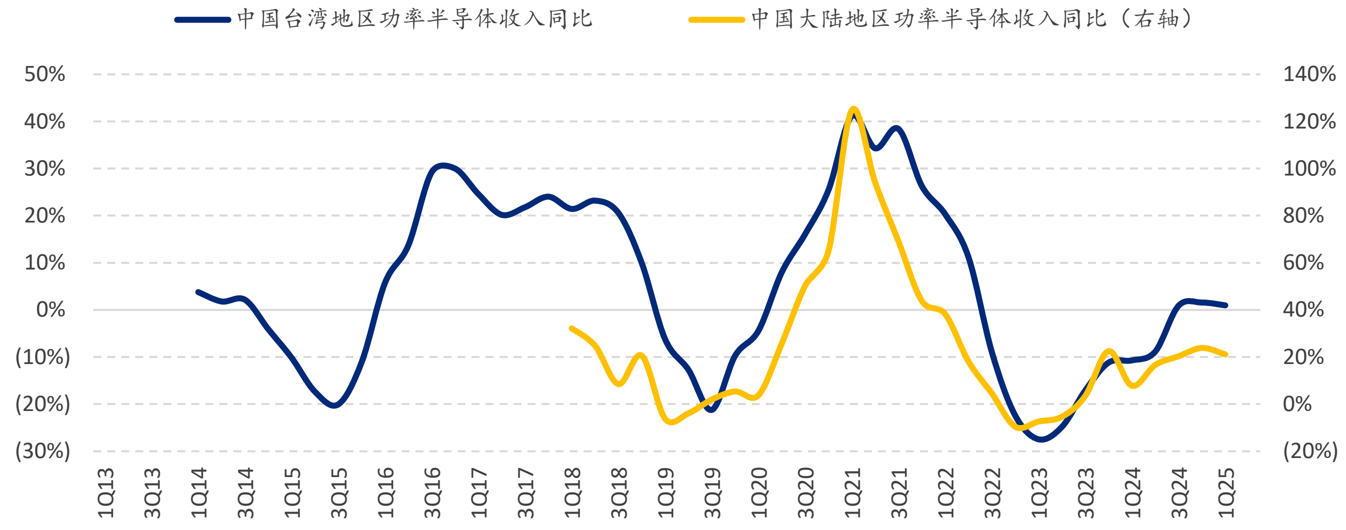
整体来看，中国功率半导体公司毛利率表现存在明显的分化。新洁能和扬杰科技的毛利率维持在 35%左右的高位，季度之间存在波动（图表 79）。斯达半导体从此前 35%-40%的高位下行至 30%左右，但是稳定在 30%的毛利率区间。士兰微经历了明显的底部上行的趋势，目前毛利率在 25%左右。华润微和宏微科技的毛利率正在处于上行改善通道中。

我们认为功率半导体行业利润在今年整体处于改善趋势中。首先，虽然供给端功率半导体行业的产能仍然较为充裕，但是产能已经开始消化。这是由消费需求上行以及 AI 服务器、新能源车等增量带来的。其次，在需求端，例如光伏、海外工业等库存都已经恢复到相对健康的位置，后续的需求增长有望有效转换为出货量的增长。

海外功率半导体头部厂商在本轮半导体周期下行中处于较为滞后的位置。根据我们的拟合，今年一季度海外功率半导体营收同比下滑 8%，虽然周期趋势保持上行，但仍然面临同比翻正的压力（图表 78）。

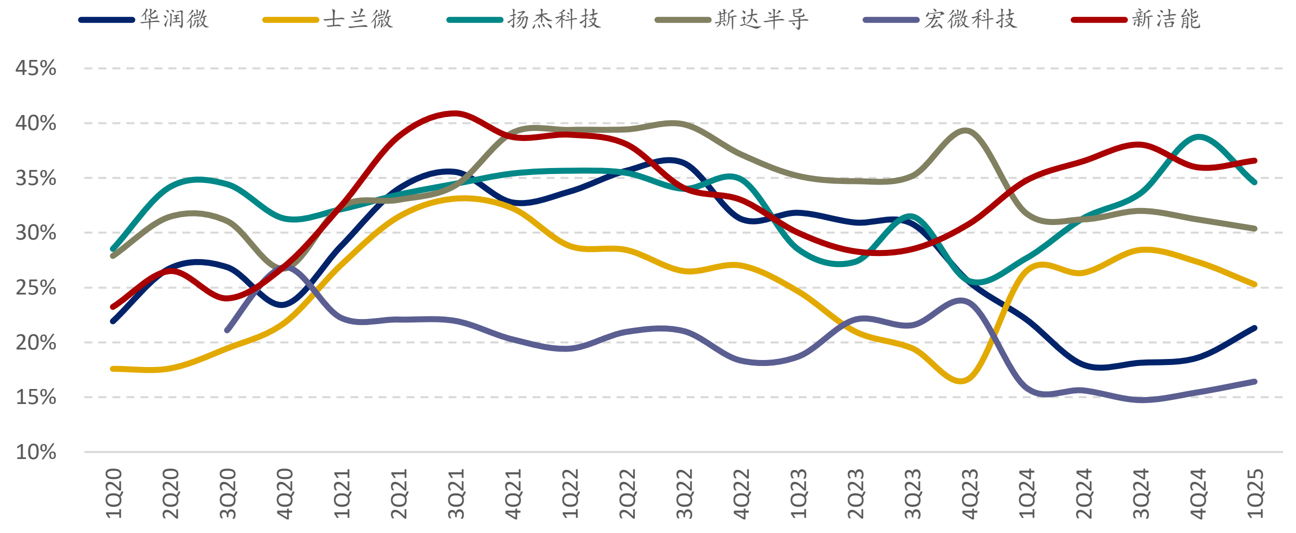
最后，从估值周期来看，我们拟合的中国功率半导体市盈率为 54.9x，相比于 2024 年均值的 49.0x，是上行的，与基本面的上行保持一致。我们拟合的海外功率半导体估值为 21.3x，较 2024 年均值 15.9x 上行明显，更加贴合半导体周期估值领先基本面的经验趋势。

图表 78：中国大陆功率半导体营收同比 vs 中国台湾地区功率半导体收入同比



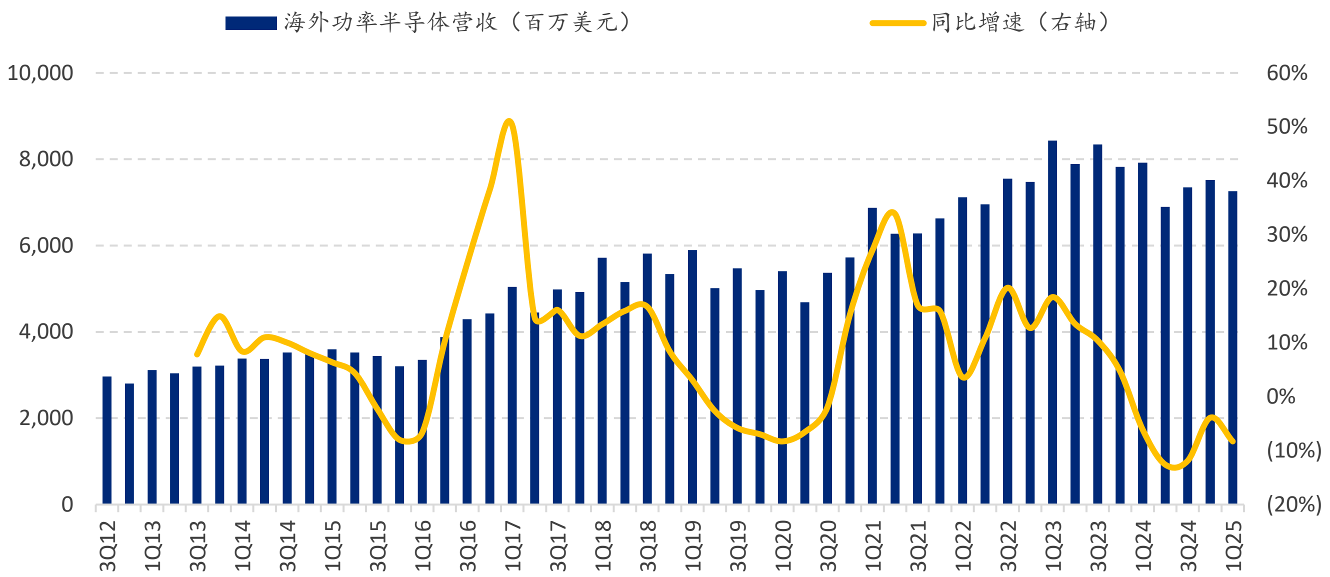
注：中国大陆功率半导体营收取自士兰微、扬杰科技、捷捷微电、台基股份总营收；中国台湾地区功率半导体营收取自顺德、德微、杰力、富鼎、大中、尼克森、丽正、汉磊、嘉晶总营收。营收均以美元计。数据截至 1Q25；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 79：中国大陆功率半导体毛利率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

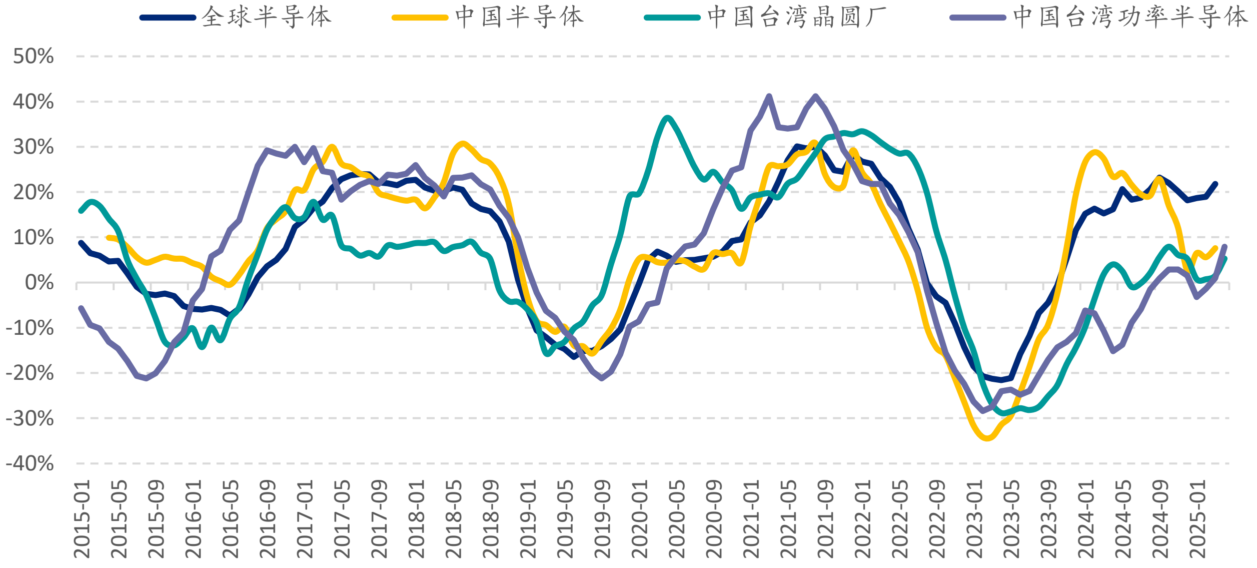
图表 80：海外功率半导体收入及同比



注：海外功率半导体营收取自英飞凌、安森美、意法半导体、三菱电机、富士电机、威士科技功率业务营收。数据截至 1Q25；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

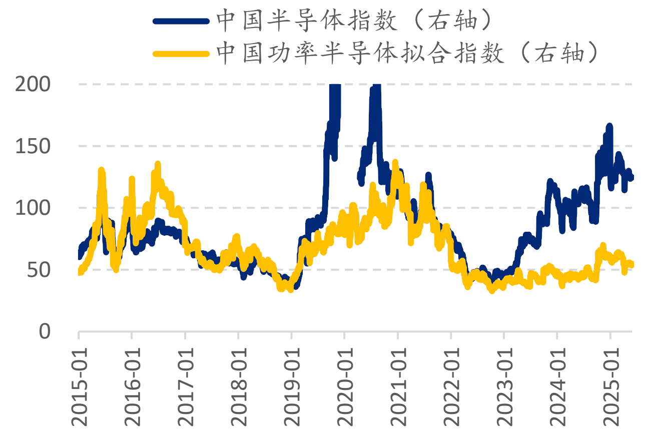
图表 81：半导体细分赛道月度营收增速同比



注：中国台湾晶圆厂包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆；中国台湾功率半导体取自顺德、德微、杰力、富鼎、大中、尼克森、丽正、汉磊、嘉晶；营收以美元计，采用三个月移动平均值

资料来源：iFinD、Bloomberg、公司财报、浦银国际

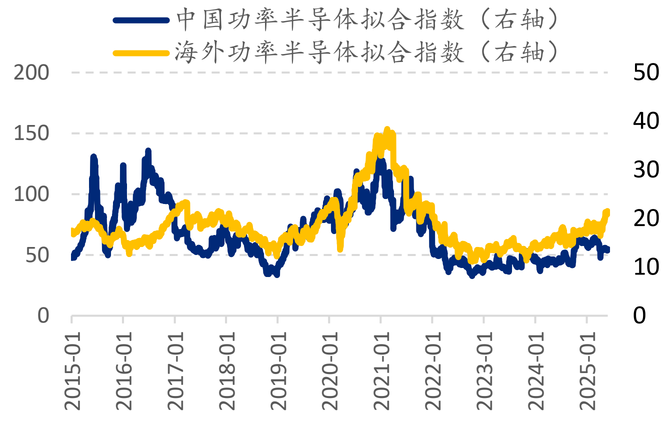
图表 82：中国功率半导体行业估值 vs 中国半导体行业估值



注：中国功率半导体行业估值由浦银国际拟合，数据截至 2025 年 5 月 29 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

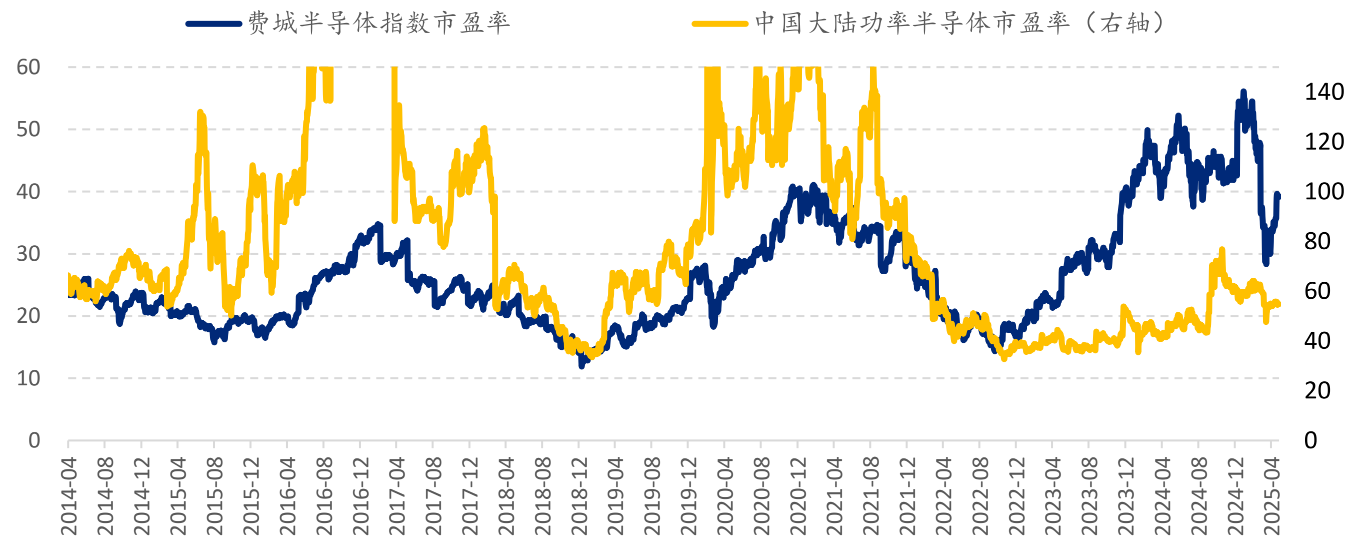
图表 83：中国功率半导体行业估值 vs 海外功率半导体行业估值



注：中国和海外功率半导体行业估值由浦银国际拟合，数据截至 2025 年 5 月 29 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 84：中国大陆功率半导体市盈率 vs 费城半导体市盈率



注：中国大陆功率半导体营收取自士兰微、扬杰科技、华微电子、捷捷微电、台基股份总营收；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2025 年下半年科技行业配置策略

从科技板块来看，在美关税政策带来的估值消化之后，我们对于 AI 算力芯片、消费电子保持比较乐观的态度。在中国半导体板块，我们认为在地化需求对晶圆代工的基本面增量会大于功率半导体。

首先，我们对 AI 算力芯片行业持乐观态度。这是本轮科技行业超级成长周期的基础。目前，行业仍然处于高速增长的初期阶段，基本面成长较为可观。在年初至今的估值消化后，我们建议投资人关注最为受益于生成式 AI 算力芯片的两大玩家台积电（2330.TT/TSM.US）和英伟达（NVDA.US）。台积电是我们在该行业的首选，因为其基本面受益于几乎所有公司 AI 算力芯片需求的增量，且估值更加具备性价比。

其次，在智能手机供应链中，我们认为部分行业头部玩家和受到美关税潜在不确定性的影响比较小的玩家的基本面的增长确定性更高。我们建议投资人优先关注小米集团（1810.HK）、舜宇光学（2382.HK），在其手机业务持续增长的同时，汽车业务有望大幅成长。同时，我们也建议投资人留意比亚迪电子（285.HK）、立讯精密（002475.CH）和蓝思科技（300433.CH）。这些优质头部玩家在今年下半年都有望受益于 AI 智能手机增长以及新能源汽车的高速成长。

最后，在半导体板块中，我们优先推荐半导体晶圆代工行业。主要原因在于中国晶圆代工行业显著受益于在地化需求，产能扩张有望带来收入端的成长。我们建议投资人关注华虹半导体（1347.HK/688347.CH）、中芯国际（981.HK/688981.CH）。

在晶圆代工行业中，我们优先推荐华虹半导体。我们认为华虹半导体的估值面具备吸引力，其市净率估值依然在 1.0x 附近。华虹的第二个 12 寸厂的产能释放有望带动今明两年收入上行。

在功率半导体行业中，我们比较推荐新洁能（605111.CH）。目前，新洁能的低压功率器件可以较好地享受新能源汽车行业高速增长红利，而且公司有望受益于 AI 服务带来的增量业务。同时建议关注扬杰科技（300373.CH），该标的也有望受益于海外功率半导体需求触底复苏。

图表 85：浦银国际 2025 年中期科技硬件行业配置策略总结

板块	2025 年中期投资策略	主要风险	建议关注
AI 算力芯片	1. AI 算力芯片行业处于发展初期阶段，行业规模高速成长。 2. 生成式 AI 快速向端侧渗透，有望带动端云协同的需求。 3. DeepSeek 推动 AI 大模型性能提升，成本下降，推动行业 3 个 scaling law 的需求成长。	AI 服务器、智能手机和新能源车等在下游终端的出货不及预期。 AI 大模型需求爆发持续性弱于预期。 AI 算力芯片迭代不及预期。	***台积电（2330.TT/TSM.US）** ***英伟达（NVDA.US）** 超威半导体（AMD.US）
智能手机供应链	1. 2025 年下半全球智能手机出货量保持小幅增长，AI 手机渗透率提升，带动换机需求和高端机增长。 2. 新能源车等业务扩张持续推动部分玩家的成长动能，带来优于智能手机行业厂商的汽车电子业务的增长。 3. 费用管控，提供公司利润空间。	全球智能手机需求边际复苏不如预期。 海外宏观经济下行拖累手机出货量和价格增长。 AI 智能手机渗透速度较慢，需要较弱。 行业竞争加剧，行业玩家利润改善慢于预期。	***小米集团（1810.HK）** ***舜宇光学（2382.HK）** ***蓝思科技（300433.CH）** 比亚迪电子（285.HK） 立讯精密（002475.CH）
半导体 - 晶圆代工	1. 中国半导体晶圆代工行业收入增速将维持，产能扩张带动出货量成长。 2. 晶圆代工的产能利用率和价格逐步缓和改善。 3. 中国晶圆代工厂商市净率估值具备吸引力。	智能手机等消费电子终端需求复苏受阻，弱于预期。 产能扩张较快，导致产能利用率和价格较低。 行业竞争加剧，拖累利润改善。	***华虹半导体（1347.HK/688347.CH）** 中芯国际（981.HK/688981.CH）
半导体 – 功率半导体	1. 消费、工业等需求恢复，推动行业上行。 2. AI 服务器以及新能源车带来行业增量。 3. 部分玩家利润率仍然处于相对较低的位置。	经济复苏不及预期，功率器件拉货动能持续不振。 功率半导体行业产能扩张，导致供过于求，功率器件价格持续下行，拖累公司毛利率。 高端功率器件成长速度慢于预期，新品小批量量产慢于预期。	***新洁能（605111.CH）** 扬杰科技（300373.CH）

注：*为细分板块首选

资料来源：浦银国际

图表 86：科技公司当前估值百分位

股票代码	公司	过去5年估值百分位	市盈率	2024年股价回报	2023年股价回报	2022年股价回报	2022年股价回报	2021年股价回报
1810 HK Equity	小米集团-W	85%	26.7	95%	43%	-42%	-43%	208%
688036 CH Equity	传音控股	12%	12.9	0%	81%	-48%	4%	237%
AAPL US Equity	苹果	42%	26.6	29%	49%	-26%	35%	82%
285 HK Equity	比亚迪电子	25%	11.2	16%	47%	-12%	-29%	172%
600745 CH Equity	闻泰科技	44%	17.1	-14%	-20%	-59%	31%	7%
002475 CH Equity	立讯精密	1%	11.9	21%	9%	-35%	-12%	100%
300433 CH Equity	蓝思科技	61%	17.6	73%	28%	-54%	-24%	124%
2018 HK Equity	瑞声科技	38%	15.2	68%	31%	-42%	-28%	-36%
2382 HK Equity	舜宇光学科技	5%	16.5	-8%	-23%	-62%	46%	27%
1478 HK Equity	丘钛科技	71%	11.8	42%	5%	-58%	-23%	3%
603501 CH Equity	韦尔股份	30%	30.0	-6%	39%	-66%	35%	61%
981 HK Equity	中芯国际	75%	45.7	60%	19%	-10%	-16%	85%
688981 CH Equity	中芯国际	72%	109.9	78%	29%	-22%	-8%	
1347 HK Equity	华虹半导体	95%	54.7	15%	-31%	-37%	-2%	148%
688347 CH Equity	华虹公司	NA	NA	9%				
2330 TT Equity	台积电	25%	15.3	81%	32%	-27%	16%	60%
TSM US Equity	台积电	40%	18.6	90%	40%	-38%	10%	88%
688396 CH Equity	华润微	81%	50.7	6%	-15%	-18%	3%	
600460 CH Equity	士兰微	62%	54.2	14%	-30%	-40%	117%	62%
300373 CH Equity	扬杰科技	35%	19.6	19%	-30%	-22%	51%	158%
688187 CH Equity	时代电气A	1%	13.4	32%	-33%	-33%		
3898 HK Equity	时代电气H	23%	9.5	47%	-42%	-14%	34%	20%
603290 CH Equity	斯达半导	29%	25.0	-50%	-45%	-14%	58%	
605111 CH Equity	新洁能	4%	20.9	-10%	-51%	-56%	-9%	
688711 CH Equity	宏微科技	39%	36.9	-58%	-55%	-25%		
NVDA US Equity	英伟达	15%	29.2	-73%	239%	-50%	-44%	122%
AMD US Equity	超威半导体	23%	23.9	-18%	128%	-55%	57%	100%
INTC US Equity	英特尔	92%	37.3	-60%	90%	-49%	3%	-17%
QCOM US Equity	高通	29%	12.5	6%	32%	-40%	20%	73%
2454 TT Equity	联发科	50%	16.1	39%	62%	-47%	59%	68%

注：数据截至 2025 年 5 月 30 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

科技硬件行业估值及回报

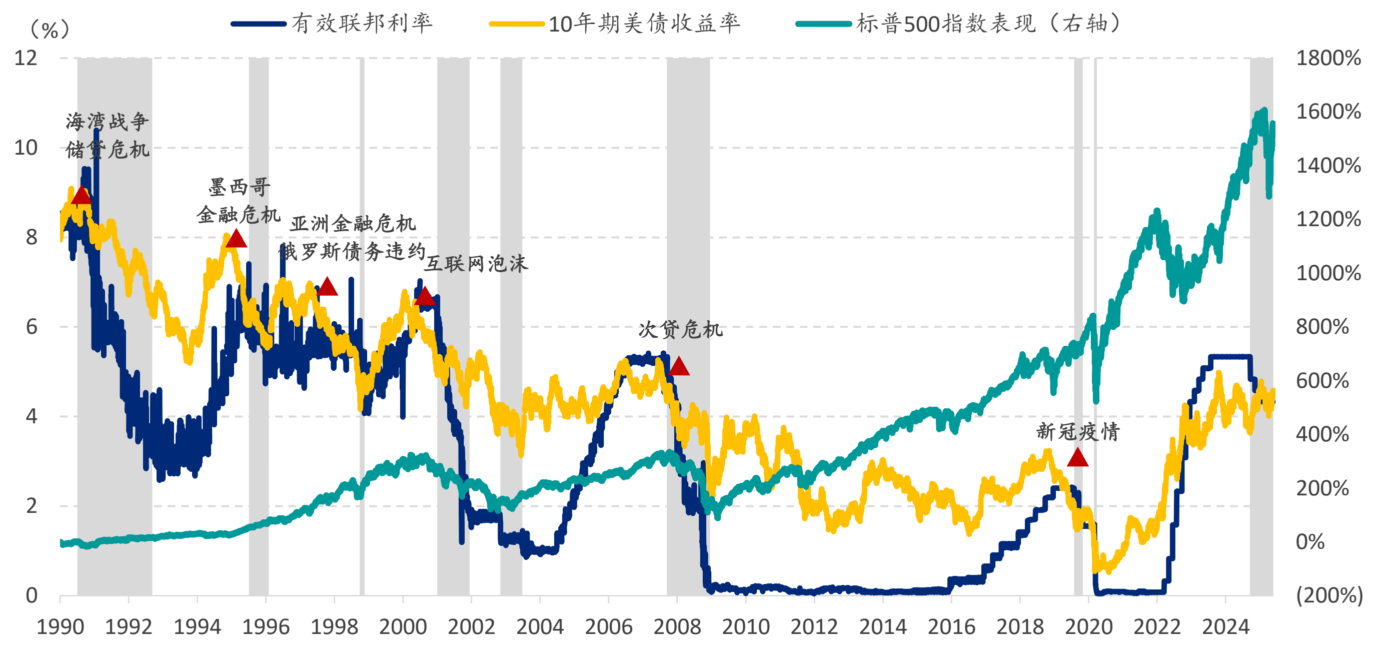
科技硬件行业指数及估值表现

回顾2025年上半年（截至5月30日），A股电子指数、恒生科技指数、MSCI中国IT指数经历了快速上行和快速下行两个阶段。从年初至3月，A股电子指数、恒生科技指数、MSCI中国IT指数分别上行了15%、37%、36%。但是，在4月2日，美国特朗普政府宣布关税政策之后，这三个指数，从4月2日到现在的指数回报分别为-6%、-5%、1%。

今年上半年，DeepSeek、国补、智驾等多个投资主线都带来科技行业基本面的增量。因此，基本面和估值面共振上行，市场情绪较好。然而，大超市场预期的美关税政策造成市场恐慌，科技行业指数下行明显。我们预期市场对于美关税政策的不确定性已有充分消化，在基本面持续兑现过程中，今年上半年三条投资主线有望继续推动行业上行。

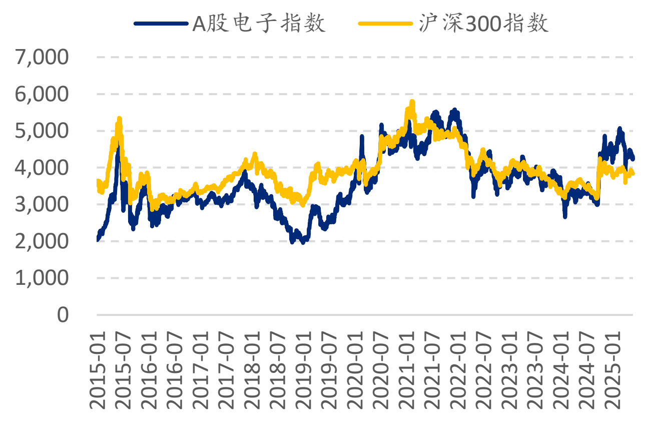
美股纳斯达克指数和美股Magnificent 7年初至今的股价回报分别为0%和-6%。一方面，年初美股AI芯片算力龙头受到DeepSeek带来的冲击，另一方面美国对于中国AI算力限制以及关税政策导致风险上升。

图表87：1990年至今，美联储共开启九轮降息周期，“降息预期”往往提前反映在资产价格上



资料来源：CEIC、Bloomberg、iFinD、浦银国际

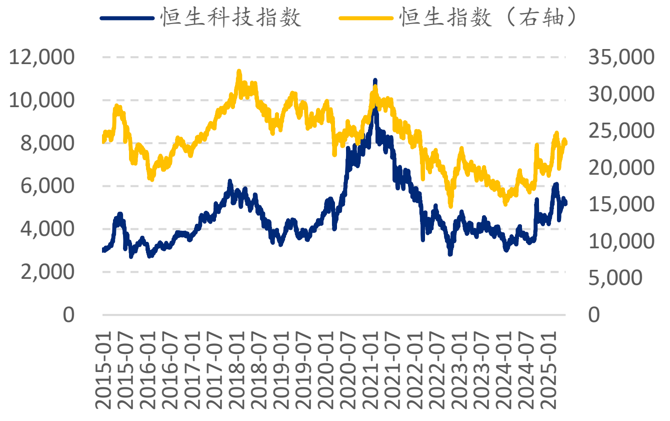
图表 88：A 股电子指数 vs 沪深 300



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价；

资料来源：iFinD、浦银国际

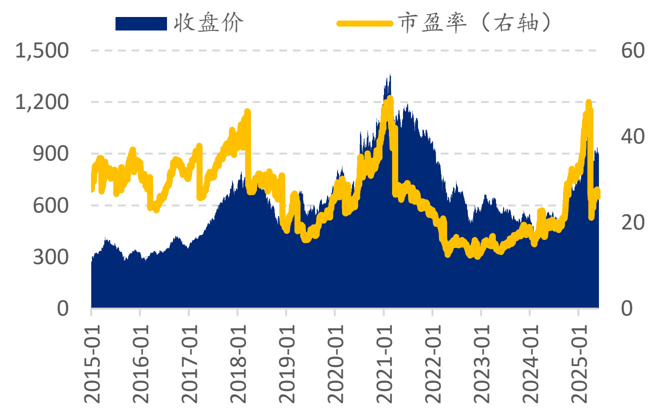
图表 89：恒生科技指数 vs 恒生指数



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价；

资料来源：iFinD、浦银国际

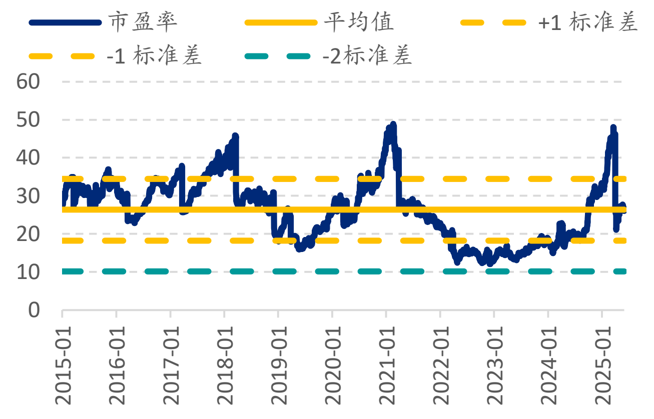
图表 90：MSCI 中国 IT 指数和市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价；市盈率取自未来 12 个月市盈率

资料来源：Bloomberg、浦银国际

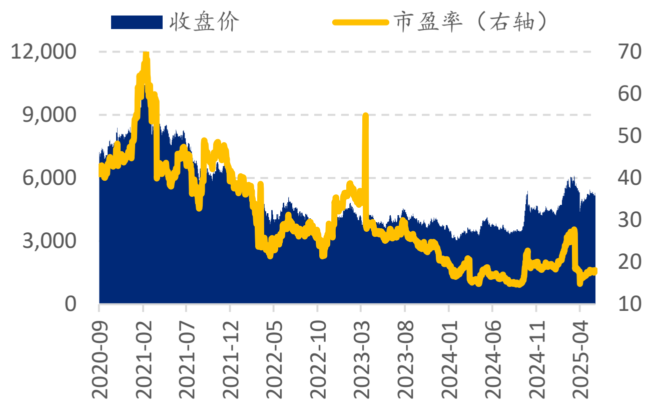
图表 91：MSCI 中国 IT 指数历史市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日至今；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

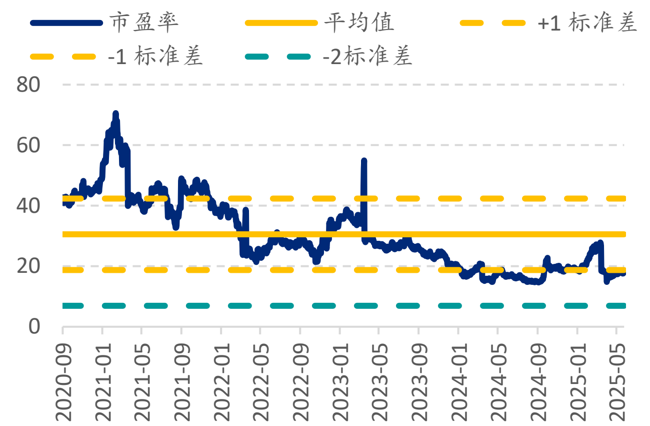
图表 92：恒生科技指数和市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自未来 12 个月市盈率；

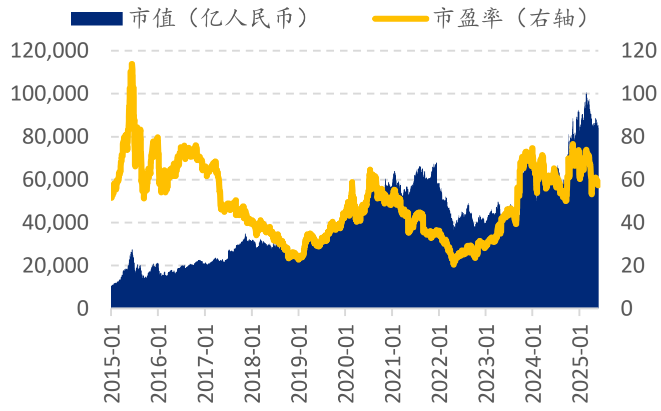
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 93：恒生科技指数市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自未来 12 个月市盈率，历史均值取自 2020 年 9 月 7 日至今；资料来源：Bloomberg、浦银国际

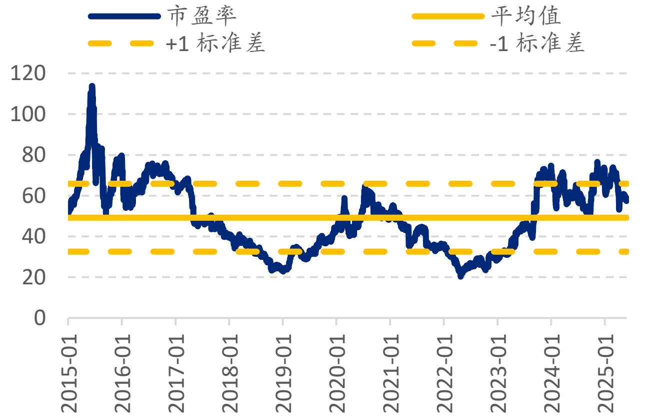
图表 94：A 股电子指数市值和市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；

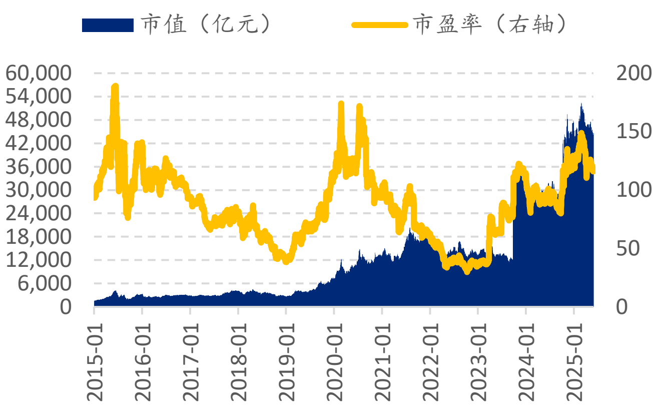
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 95：A 股电子指数市盈率



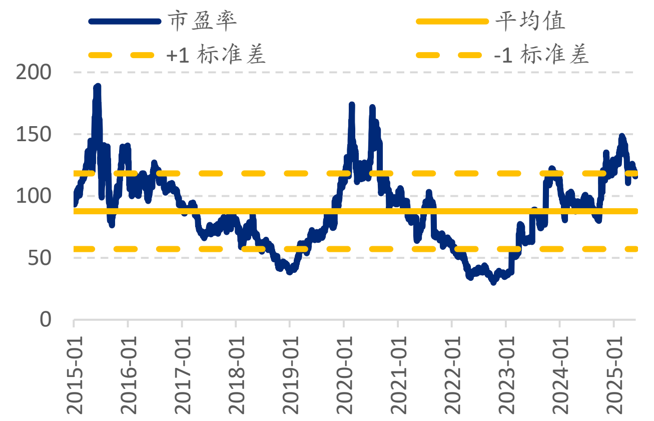
注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率，历史均值取自 2015 年 1 月 5 日至今；资料来源：iFinD、浦银国际

图表 96：A 股半导体指数市值和市盈率



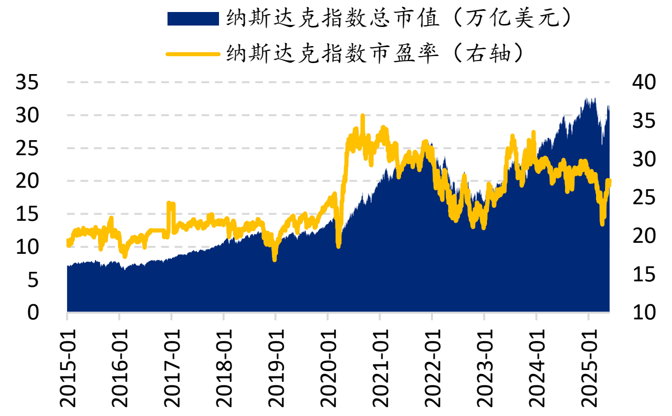
注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 97：A 股半导体指数市盈率



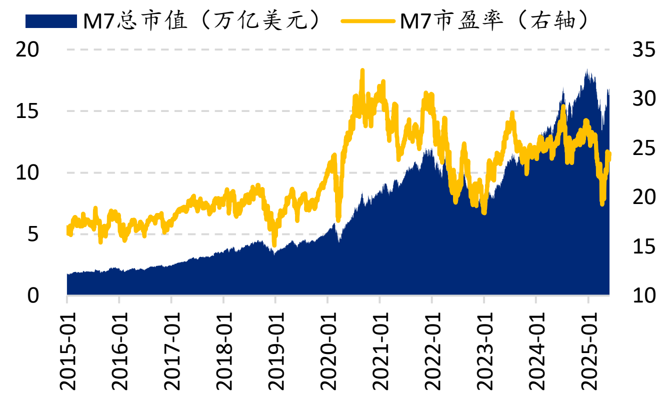
注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率，历史均值取自 2015 年 1 月 5 日至今；资料来源：iFinD、浦银国际

图表 98：纳斯达克总市值和市盈率



注：截至 2025 年 5 月 29 日收盘价，市盈率取自未来 12 个月市盈率；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 99：美股 M7 总市值和市盈率



注：数据截至 2025 年 5 月 29 日，市盈率取自未来 12 个月市盈率；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 100：科技可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值（美元百万）	股价（当地货币）	股价变动 年初至今（%）	EPS同比增长 2025E	EPS同比增长 2026E	P/E（市盈率） 2025E	P/E（市盈率） 2026E	P/B（市净率） 2025E	P/B（市净率） 2026E
半导体设计-海外										
QCOM US Equity	高通	162,877	148.3	(3%)	17%	2%	3.7	3.7	5.8	5.4
NVDA US Equity	英伟达	3,396,236	139.2	4%	134%	49%	26.2	17.0	37.4	22.7
2454 TT Equity	联发科	2,018,089	1,260.0	(11%)	11%	18%	3.3	2.8	4.8	4.3
AMD US Equity	超威半导体	183,267	113.0	(6%)	21%	45%	5.8	4.9	3.1	2.9
平均										
美国M7										
AAPL US Equity	苹果	2,986,418	200.0	(20%)	7%	7%	7.3	7.0	44.0	35.1
NVDA US Equity	英伟达	3,396,236	139.2	4%	134%	49%	26.2	17.0	37.4	22.7
META US Equity	Meta	1,621,867	645.1	10%	11%	13%	8.7	7.7	7.0	5.5
GOOGL US Equity	谷歌	2,091,997	171.9	(9%)	19%	7%	6.4	5.7	5.2	4.2
TSLA US Equity	特斯拉	1,154,487	358.4	(11%)	(20%)	50%	11.8	9.9	15.0	13.4
AMZN US Equity	亚马逊	2,183,784	205.7	(6%)	1%	17%	3.1	2.9	6.1	4.9
MSFT US Equity	微软	3,409,159	458.7	9%	13%	13%	12.2	10.8	9.9	7.9
平均										
晶圆代工										
INTC US Equity	英特尔	88,331	20.3	1%	NM	168%	1.7	1.7	0.8	0.8
688981 CH Equity	中芯国际	393,447	83.4	(12%)	0%	35%	125.7	93.2	4.3	4.1
981 HK Equity	中芯国际	429,334	41.4	30%	0%	32%	51.6	39.1	1.9	1.8
1347 HK Equity	华虹半导体	64,902	32.6	50%	0%	122%	82.0	36.9	1.1	1.1
2330 TT Equity	台积电	25,076,953	967.0	(10%)	32%	15%	6.8	5.9	4.6	3.7
TSM US Equity	台积电	1,022,528	197.2	(0%)	32%	15%	8.3	7.2	5.6	4.6
平均										
手机品牌										
AAPL US Equity	苹果	2,986,418	200.0	(20%)	7%	7%	7.3	7.0	44.0	35.1
1810 HK Equity	小米	1,341,480	51.7	50%	68%	28%	2.5	2.0	5.1	4.1
005930 KS Equity	三星	332,091,687	56,100.0	5%	(1%)	22%	1.0	1.0	0.9	0.8
688036 CH Equity	传音控股	84,614	74.2	(22%)	9%	17%	1.1	1.0	3.5	2.9
平均										
手机零部件										
002475 CH Equity	立讯精密	227,641	31.4	(23%)	24%	21%	0.7	0.6	2.6	2.1
300433 CH Equity	蓝思科技	104,588	21.0	(4%)	30%	25%	1.1	0.9	1.9	1.8
285 HK Equity	比亚迪电子	74,694	33.2	(21%)	13%	28%	0.3	0.3	1.7	1.5
002241 CH Equity	歌尔股份	75,277	21.6	(16%)	22%	19%	0.7	0.6	2.0	1.8
平均										
光学										
2382 HK Equity	舜宇光学科技	69,356	63.4	(8%)	31%	21%	1.4	1.3	2.2	2.0
1478 HK Equity	丘钛科技	8,398	7.1	9%	86%	21%	0.4	0.3	1.3	1.2
3008 TT Equity	大立光	308,979	2,315.0	(13%)	8%	3%	4.8	4.6	1.5	1.4
002036 CH Equity	联创电子	11,335	10.7	14%	103%	0%	0.9	0.8	4.1	3.7
平均										
半导体设计										
603501 CH Equity	韦尔股份	155,952	128.2	23%	0%	28%	33.4	26.2	5.3	4.4
603290 CH Equity	斯达半导	19,555	81.7	(9%)	0%	23%	27.4	22.3	2.6	2.4
605111 CH Equity	新洁能	12,842	30.9	(9%)	0%	19%	22.5	18.9	2.9	2.6
688711 CH Equity	宏微科技	3,566	16.8	(3%)	0%	103%	52.6	25.9	2.6	2.2
MBLY US Equity	Mobileye	13,301	16.4	(18%)	10%	46%	7.6	6.7	1.1	1.1
2533 HK Equity	黑芝麻智能	12,072	19.1	(34%)	NM	(38%)	12.5	7.6	8.9	15.5
9660 HK Equity	地平线	99,926	7.6	110%	(52%)	(59%)	24.1	14.6	8.0	8.4
平均										
功率半导体IDM-中国										
688396 CH Equity	华润微	63,589	47.9	2%	0%	26%	56.1	44.5	2.7	2.6
600460 CH Equity	士兰微	40,387	24.3	(7%)	0%	58%	67.1	42.6	2.7	2.6
300373 CH Equity	扬杰科技	26,477	48.7	12%	0%	22%	21.3	17.5	2.6	2.3
688187 CH Equity	时代电气A	54,002	44.3	(8%)	0%	14%	14.2	12.4	1.4	1.3
3898 HK Equity	时代电气H	58,928	33.8	3%	0%	12%	10.0	8.9	1.0	0.9
600745 CH Equity	闻泰科技	43,112	34.6	(11%)	0%	46%	20.4	14.0	1.1	1.0

注：E = Bloomberg 一致预测，A股、港股、美股、台股股价均截至2025年5月29日收盘；

资料来源：Bloomberg、公司公告、浦银国际

浦银国际研究

主题研究 | 医药行业

浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

医药行业 2025 年中期展望：创新引领新篇章

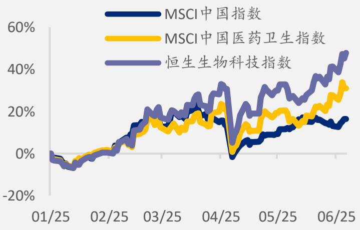
阳景
首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇，CFA
医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2025 年 6 月 12 日

- **1H25 回顾：**截至 2025 年 6 月 6 日，MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数今年以来分别上涨 31%/48%，大幅跑赢同期 MSCI 中国指数（上涨 16%）/恒生指数（上涨 19%）。按子板块来看，表现最好的是创新药板块，上涨 62%，尤其是港股创新药实现了 78%的涨幅，刷新自 2018 年以来半年涨幅记录；表现最差的板块为医药流通（下跌 8%）；其余板块表现居中。我们认为医药跑赢大盘的原因在于（1）创新药行业对“关税战”基本免疫；（2）基本面的持续提升，包括中国创新药企研发能力越来越受到海外多家公司认可使得“出海”授权交易迎来爆发期、更多研发管线药物在主要医学会议上读出多项积极数据、以及多家创新药企业逐步迈入收获期，首批生物科技公司已实现盈亏平衡；（3）过去三年板块下跌导致估值处于历史低位。上述三大原因吸引新的资金持续流入创新药板块，推动整体医药板块上涨。
- **2H25 展望：**随着年内多款国产创新药有望实现出海授权、国家政策对于发展创新药的明确支持（包括鼓励丙类目录）、数个国产重磅创新药物年内获批、创新药销售收入的高速增长以及更多生物科技企业迎来商业化盈利，我们认为 2H25 医药行业基本面有望进一步提升，板块情绪保持积极，**我们对 2H25 医药板块整体持乐观态度，尽管涨幅或较上半年温和，我们首选推荐创新药板块。**具体而言，我们对各子板块的看法如下：
  - **创新药：首选推荐，**重申看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重点研发管线数据读出、重磅 BD 潜力的生物科技企业或龙头创新药企，首选推荐**信达生物、百济神州。**信达生物作为中国头部生物科技企业，短期商业化及出海催化剂丰富，包括重磅 GLP-1 药物即将国内获批上市、IBI363 作为潜在 Best-in-class 药物短期出海潜力大；百济神州作为优秀的全球生物科技企业，年中及下半年催化剂密集，包括季度泽布替尼销售及公司盈利好于预期、重磅 CDK4 抑制剂 POC 数据读出（预计 6 月底）、以及积极的多款早期研发管线药物 POC 数据读出（预计 2H25）有望推动股价上涨。此外，我们建议关注**和黄医药、再鼎医药、亚盛医药、恒瑞、中生制药。**
  - **医疗器械：**继续看好创新高值耗材、医疗设备板块。其中高值耗材股价弹性更高，2H25 业绩增速有望在去年同期低基数的基础上实现复苏，医疗设备 2H25 年则有望充分享受设备更新政策落地带来的增量需求。建议关注**爱康医疗、归创通桥、迈瑞医疗。**
  - **CXO：**1Q25 各家 CXO 公司新签订单增速有所恢复，2025 年业绩确定性较高。但中美地缘政治摩擦预计将长期持续存在，以及今年多家跨国药企陆续宣布在美国投资建厂计划，或有可能影响中国 CXO 公司长期展望。整体来看，我们认为整体 CXO 板块或具备短期波段性机会。在我们覆盖的 CXO 公司中，重申看好高成长性的**药明合联**和受益于 GLP-1 药物增长的**药明康德**。
  - **医疗服务：**看好消费需求相对稳健的中医诊疗及眼科服务。
  - **医药流通&中药：**看好高股息率的国企改革龙头企业。
- **投资风险：**创新药支持政策落地不及预期，医疗设备更新进度不及预期、设备反腐影响持续、中美地缘政治紧张加剧、出海授权不及预期、美国降息节奏慢于预期。

年初至今行业指数表现



注：数据截至 2025 年 6 月 6 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

医药行业 2025 年中期展望：创新引领新篇章

核心观点

截至 2025 年 6 月 6 日，MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数今年以来分别上涨 31%/48%，大幅跑赢同期 MSCI 中国指数（上涨 16%）/恒生指数（上涨 19%）。分子板块来看，表现最好的板块为创新药，上涨 62%，尤其是港股创新药实现 78%的涨幅，刷新自 2018 年以来半年涨幅记录；表现最差的板块为医药流通（下跌 8%）；其余板块表现居中，包括互联网医疗（+35%）、传统制药（+21%）、CXO（+18%）、连锁药店（+15%）、医疗器械（+2%）、医疗服务（-1%）、中药（-4%）。我们认为医药跑赢大盘的原因在于（1）创新药行业对“关税战”基本免疫；（2）基本面的持续提升，包括中国创新药企研发能力越来越受到海外多家公司认可使得“出海”授权交易迎来爆发期、更多研发管线药物在主要医学会议上读出多项积极数据、以及多家创新药企业逐步迈入收获期，首批生物科技公司已实现盈亏平衡；（3）过去三年板块下跌导致估值处于历史低位。上述三大原因吸引新的资金持续流入创新药板块，推动整体医药板块上涨。

目前 MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 26x，较 2025 年初（21.7x）上升约 20%，相比 2021 年中阶段性高点低近三分之二，分别较 2022 年底、2023 年底估值低 19%、高 2%。目前估值水平较过去 5 年均值 34x 仍然低 0.7 个标准差。

展望 2H25，随着年内多款国产创新药有望实现出海授权、国家政策对于发展创新药的明确支持（包括鼓励丙类目录）、数个国产重磅创新药物年内获批、创新药销售收入的高速增长以及更多生物科技企业迎来商业化盈利，我们认为 2H25 医药行业基本面有望进一步提升，板块情绪有望保持积极，**我们对 2H25 医药板块整体持乐观态度，尽管涨幅或较上半年温和，我们首选推荐创新药板块。**具体来说，我们对各子板块的看法如下：

2025 年下半年医药子板块及个股布局策略：

- **创新药：首选推荐**，重申看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重点研发管线数据读出、重磅 BD 潜力的生物科技企业或龙头创新药企，**首选推荐信达生物、百济神州**。信达生物作为中国头部生物科技企业，短期商业化及出海催化剂丰富，包括重磅 GLP-1 药物即将国内获批上市、IBI363 作为潜在 Best-in-class 药物短期出海潜力大；百济神州作为优秀的全球生物科技企业，年中及下半年催化剂密集，包括季度泽布替尼销售及公司盈利好于预期、重磅 CDK4 抑制剂 POC 数据读出（预计 6 月底）、以及积极的多款早期研发管线药物 POC 数据读出（预计 2H25）有望推动股价上涨。此外，在我们覆盖范围内，我们**建议关注和黄医药、再鼎医药、亚盛医药、恒瑞、中生制药**。

- **医疗器械：** 我们对器械板块 2H25 的表现预期较 1H25 更乐观，但预期仍相对谨慎，预计医疗设备、高值耗材、低值耗材、IVD 四大子板块表现将分化。我们相对看好股价弹性更高且 2024 年业绩相对低基数的创新高值耗材，以及有望受益于设备更新政策落地的医疗设备细分赛道。**建议关注爱康医疗、归创通桥、迈瑞医疗。**

- **CXO：** 1Q25 各家 CXO 公司新签订单增速有所恢复，2025 年业绩确定性较高。但中美地缘政治摩擦预计将长期持续存在，以及今年多家跨国药企陆续宣布在美国投资建厂计划，或有可能影响中国 CXO 公司长期业绩。整体来看，我们认为整体 CXO 板块或具备短期波段性机会。在我们覆盖的 CXO 公司中，重申看好高成长性的**药明合联**和受益于 GLP-1 药物增长的**药明康德**。

- **医疗服务**：看好消费需求增长相对稳健的中医诊疗及眼科服务。

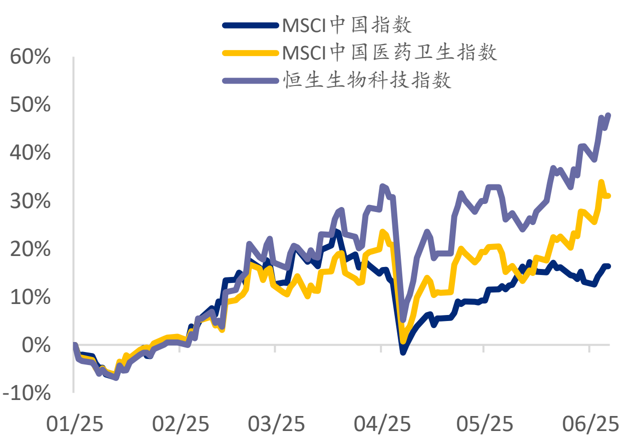
- **医药流通&中药**：随着国企改革持续深化，国企龙头有望持续提质增效，看好高股息率的龙头企业。

2025 年上半年回顾：投资情绪振奋，大幅跑赢大盘

截至 2025 年 6 月 6 日，MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数今年以来分别上涨 31%/48%，大幅跑赢同期 MSCI 中国指数（上涨 16%）/恒生指数（上涨 19%）。我们认为医药跑赢大盘的原因在于(1)中美地缘政治紧张局势下，创新药行业对“关税”政策基本免疫；(2）基本面的持续提升，包括中国创新药企研发能力越来越受到海外多家公司认可使得“出海”授权交易迎来爆发期、更多研发管线药物在主要医学会议上读出多项积极数据、以及多家创新药企业逐步迈入收获期，首批生物科技公司已实现盈亏平衡；(3）过去三年板块下跌导致估值处于历史低位。上述三大原因吸引新的资金持续流入创新药板块，推动整体医药板块上涨。

按子板块来看，今年以来（截至 6 月 6 日）表现最好的是创新药子板块，上涨 62%，尤其是港股创新药上涨 78%，刷新自 2018 年以来半年涨幅记录；表现最差的板块为医药流通，下跌 8%；其余板块表现居中，包括互联网医疗（+35%）、传统制药（+21%）、CXO（+18%）、连锁药店（+15%）、医疗器械（+2%）、医疗服务（-1%）、中药（-4%）。

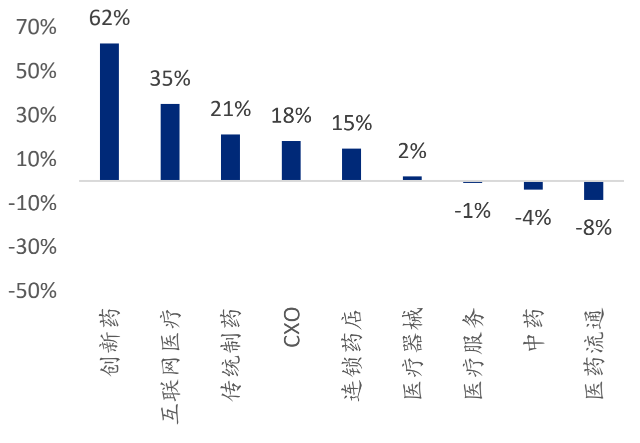
图表 1:MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 vs. 恒生生物科技指数



注：数据截至 2025 年 6 月 6 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

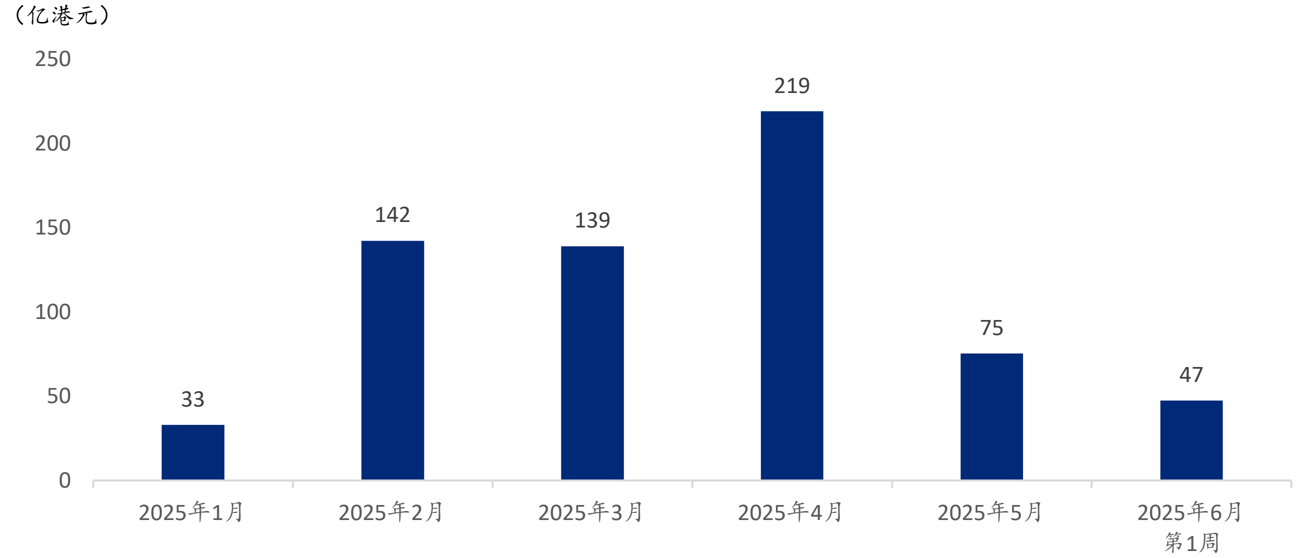
图表 2：医药子板块股价涨跌幅（2025YTD）



注：数据截至 2025 年 6 月 6 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考后文中各子板块估值表中个股，板块涨跌幅按个股涨跌幅市值加权平均计算

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：港股医药板块南向资金净流入

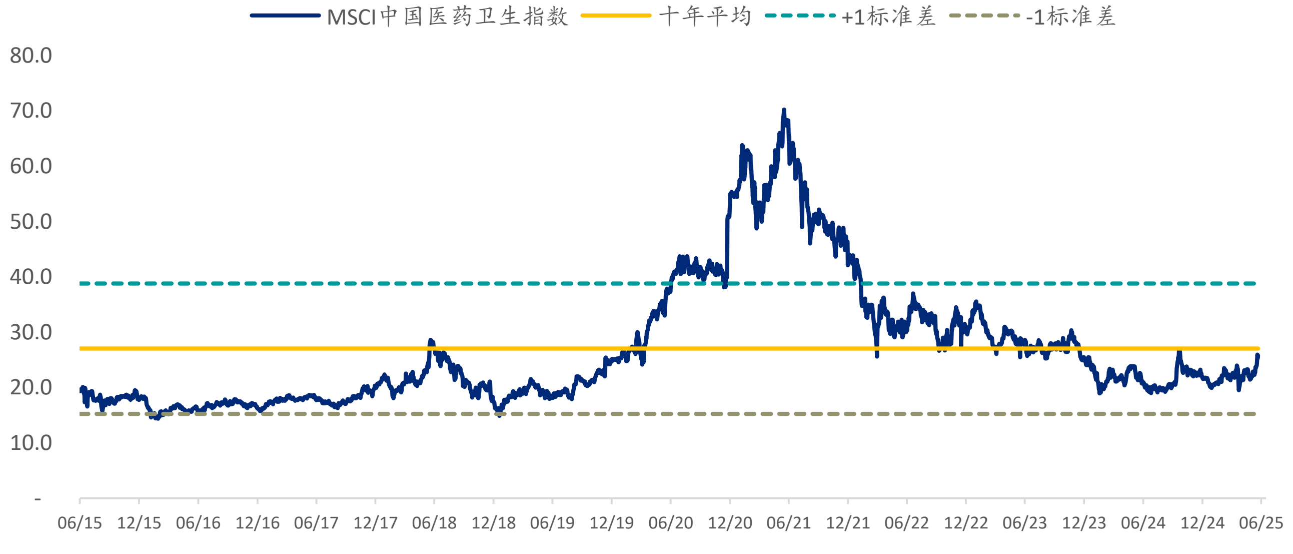


注：2025 年 6 月第 1 周数据截至 6 月 6 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

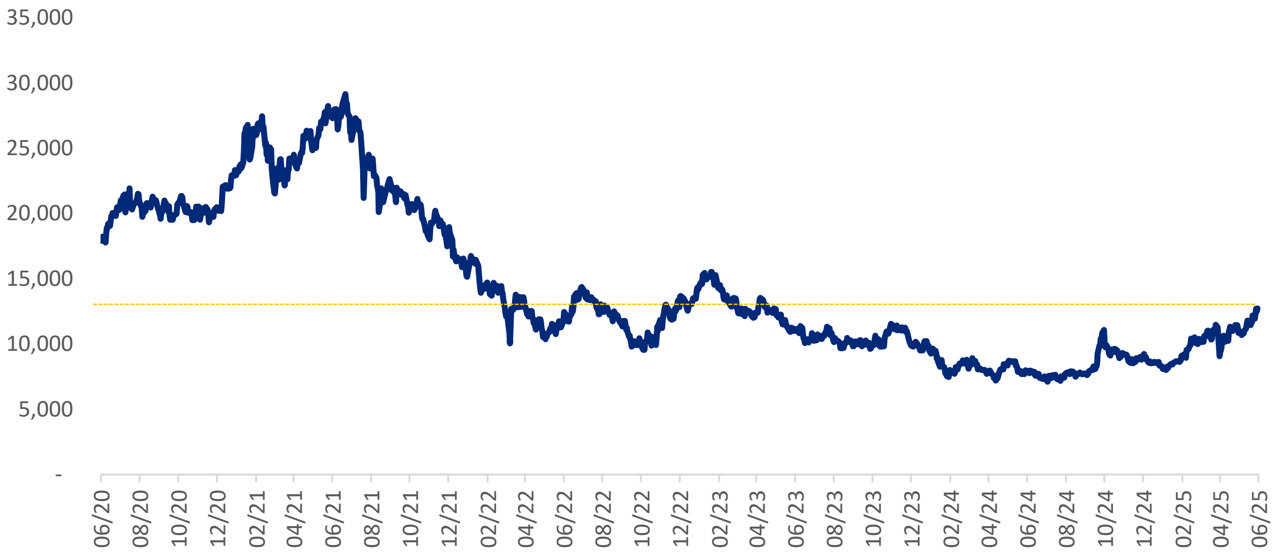
目前 MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 26x，较 2025 年初（21.7x）上升约 20%，相比 2021 年中阶段性高点低近三分之二，分别较 2022 年底、2023 年底估值低 19%、高 2%。目前估值水平较过去 5 年均值 34x 仍然低 0.7 个标准差，较过去 10 年均值 27x 低 0.1 个标准差。

图表 4：MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率（P/E）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

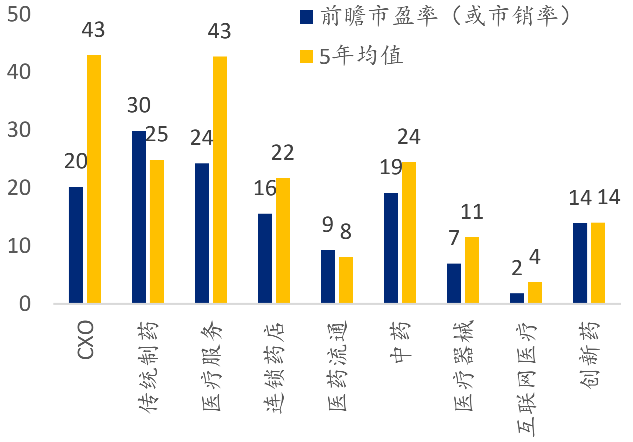
图表 5：2020-2025 恒生生物科技指数历史走势，目前价格与 2022 年部分时候水平较为接近



资料来源：Bloomberg、浦银国际

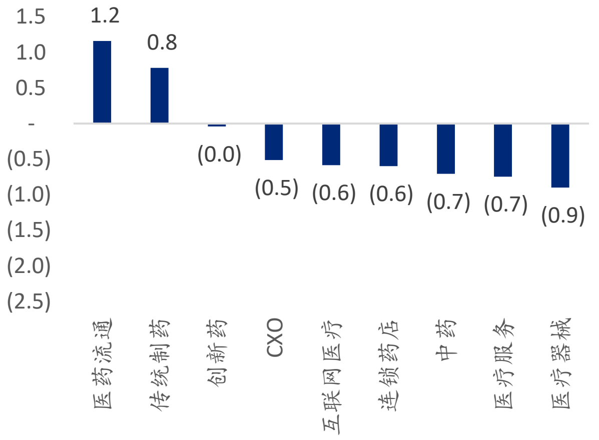
创新药估值水平已经接近过去 5 年均值，医药流通和传统制药高于过去 5 年均值，医疗器械板块估值最为承压。医药流通、传统制药估值水平分别高于过去 5 年均值 1.2、0.8 个标准差，创新药已经基本接近过去 5 年均值，其余板块则低于过去 5 年历史均值（CXO、互联网医疗、连锁药店、医疗器械、中药、医疗服务板块较 5 年历史均值低 0.5-0.9 个标准差）。

图表 6：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）



注：创新药、医疗器械和互联网医疗采用 PS，其余板块均为 PE；数据截至 2025 年 6 月 6 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）较 5 年均值相距标准差



注：创新药、医疗器械和互联网医疗采用 PS，其余板块均为 PE；数据截至 2025 年 6 月 6 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

2025 年下半年医药细分板块配置策略

受益于基本面的提升及积极的板块情绪，我们继续对 2H25 医药板块持乐观态度，但预计整体板块涨幅较上半年温和。随着年内多款国产创新药有望实现出海授权、国家政策对于发展创新药的明确支持（包括鼓励丙类目录）、数个国产重磅创新药物年内获批、创新药销售收入高速增长以及更多生物科技企业迎来商业化盈利，我们认为 2H25 医药行业基本面有望进一步提升，板块情绪有望保持积极，我们对 2H25 医药板块整体持乐观态度，尽管涨幅或较上半年温和，重申**首选创新药**的观点。

图表 8：浦银国际 2025 年下半年医药细分板块配置策略

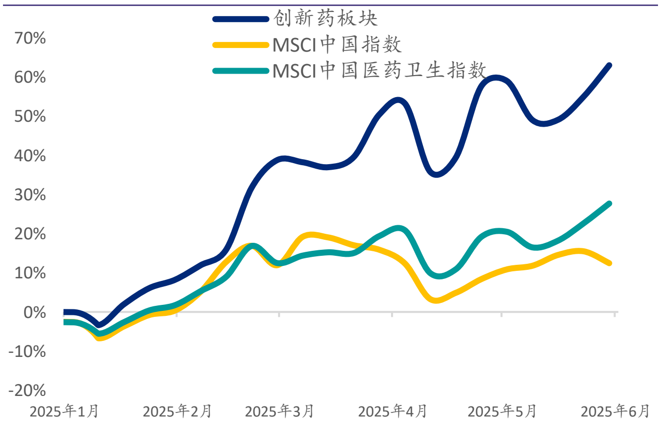
板块	2025 年下半年投资策略	主要风险	推荐/建议关注
创新药	看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重点研发管线数据读出、重磅 BD 潜力的生物科技企业或龙头创新药企。	1. 热门靶点药物竞争日趋激烈 2. 国内创新药准入落地情况或不及预期 3. 出海授权不及预期	**信达生物（1801.HK）-- 首选** **百济神州（ONC.US/6160.HK/688235.CH）-- 首选** 和黄医药（HCM.US/0013.HK） 再鼎医药（ZLAB.US/9688.HK） 亚盛医药（AAPG.US/6855.HK） 恒瑞（600276.CH/1276.HK） 中生制药（1177.HK）
医疗器械	看好股价弹性更高的创新高值耗材和有望受益于设备更新政策落地的医疗设备。	1. 获批创新器械数量日益增多，行业竞争白热化 2. 产品出海进度未如预期 3. 器械集采影响企业盈利能力	爱康医疗（1789.HK） 归创通桥（2190.HK） 迈瑞医疗（300760.CH）
CXO	2025 年业绩确定性较高，整体 CXO 板块或具备短期波段性机会。看好高成长性的 ADC 及 GLP-1 外包服务。	1. 中美地缘紧张进一步加剧 2. 海外融资恢复慢于预期 3. 跨国药企自建工厂规模及节奏超出预期 4. 行业竞争加剧	药明合联（2268.HK） 药明康德（603259.CH/2359.HK）
医疗服务	看好消费需求相对稳健的中医诊疗及眼科服务。	1. 消费意愿持续疲软 2. 消费政策刺激力度不及预期	建议关注： 固生堂（2273.HK，未覆盖） 爱尔眼科（300015.CH，未覆盖）
医药流通&中药	随着国企改革持续深化，国企龙头有望持续提质增效，看好高股息率的龙头企业。	1. 医药流通：行业竞争持续加剧；提质增效成效较预期小 2. 中药：集采风险；原材料价格快速上涨；后续扶持政策出台不及预期；公司治理改善低于预期	建议关注： 国药控股（1099.HK，未覆盖） 上海医药（2607.HK/601607.CH，未覆盖） 华润三九（000999.CH，未覆盖）

资料来源：浦银国际

创新药：重磅出海交易频发，积极数据读出点燃板块行情

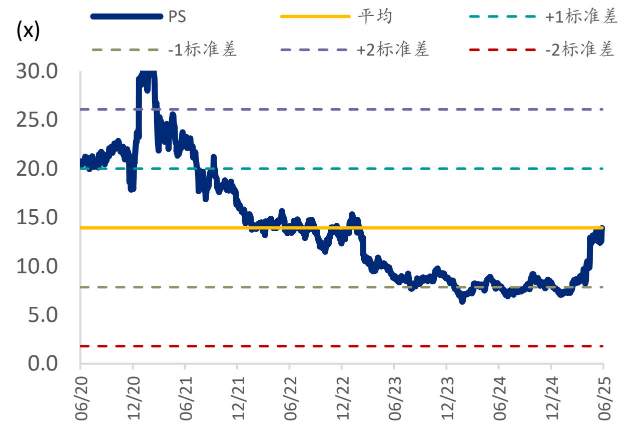
截至2025年6月6日，创新药板块涨幅62%，成为表现整体股票市场表现最好的板块之一，我们认为主要受益于（1）创新药行业对“关税战”基本免疫；（2）基本面的持续提升，包括中国创新药企研发能力越来越受到海外多家公司认可，使得“出海”授权交易迎来爆发期（在过去2年高基数的基础上加速增长，尤其是5月6月重磅PD-(L)1/VEGF双抗交易引燃市场热情），多款国产创新药于ASCO公布优秀数据，以及多家创新药企业逐步迈入收获期；（3）过去三年板块下跌导致估值处于历史低位。上述三大原因吸引新的资金持续流入创新药板块，推动整体创新药板块上涨。目前创新药板块P/S接近5年均值。

图表 9：创新药板块年初至今股价涨跌幅



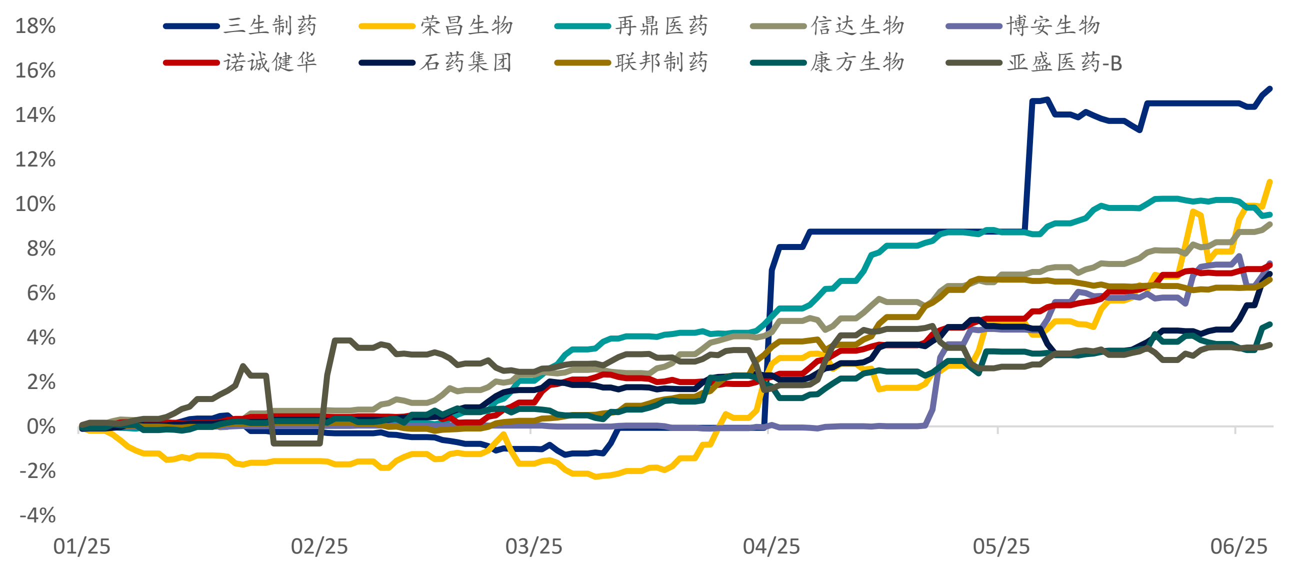
注：数据截至2025年6月6日；板块成分股含A股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：创新药板块 PS Band



注：数据截至2025年6月6日；板块成分股含A股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：南向资金持股比例增加最多的港股创新药前十



注：数据截至2025年6月6日。 资料来源：iFinD、浦银国际

展望 2H25，随着年内多款国产创新药有望实现出海授权、国家政策对于发展创新药的明确支持（包括鼓励丙类目录）、数个国产重磅创新药物年内获批、创新药销售收入的高速增长以及更多生物科技企业迎来商业化盈利，我们认为 2H25 医药行业基本面有望进一步提升，板块情绪保持积极，**重申我们对创新药板块首选推荐的观点，尽管我们预计 2H25 涨幅较 1H25 温和。**

重申看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重点研发管线数据读出、重磅 BD 潜力的生物科技企业或龙头创新药企，首选推荐**信达生物、百济神州**。信达生物作为中国头部生物科技企业，短期商业化及出海催化剂丰富，包括重磅 GLP-1 药物即将国内获批上市、IBI363 作为潜在 Best-in-class 药物短期出海潜力大；百济神州作为优秀的全球生物科技企业，年中及下半年催化剂密集，包括季度泽布替尼销售及公司盈利好于预期、重磅 CDK4 抑制剂 POC 数据读出（预计 6 月底）、以及积极的多款早期研发管线药物 POC 数据读出（预计 2H25）有望推动股价上涨。此外，在我们覆盖范围内，我们建议关注**和黄医药、再鼎医药、亚盛医药、恒瑞、中生制药。**

出海 BD 势头愈发强劲，更多国产创新药有望打开国际市场空间

国产创新药重磅 license-out 频出，越来越多国产创新药得到更多 MNC 认可。我们很欣喜地看到越来越多的国产创新药在近两三年成功实现出海，尤其是 2025 年以来在 2023-2024 年的高基数下，出海授权（或 license-out）进一步提速，越来越多的重磅交易陆续达成，交易总额持续创新高。一方面 license-out 的首付款、里程碑付款为创新药企分别提供了短期、长期研发资金支持，另一方面 license-out 金额不断创新高，也一定程度上反映了中国创新药全球竞争力的增强以及国际认可度的提升。

1Q25 license-out 金额接近 2023 年全年水平，超过 1H24 水平。根据医药魔方统计，1Q25 中国创新药 license-out 交易已有 41 起，总金额达 369.29 亿美元，仅 3 个月就接近 2023 年全年水平，并已超过 2024 年上半年的交易总额，包含恒瑞医药、信达生物、和铂医药等药企都纷纷宣布与海外药企达成授权合作。此外，医药魔方 NextPharma 数据显示，2025 年至今的中国药企对外授权合作交易首付款总金额达 23.29 亿美元，同比增长 329%。

尤为重要的是，今年 5 月份以来，关于 PD-(L)1/VEGF 双抗的重磅出海授权交易持续刷新历史记录，侧面证明中国创新药在全球市场竞争力正变得越来越强。5 月 20 日三生制药宣布与辉瑞达成许可协议，将自研的 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 海外权益授权予辉瑞，交易总金额达到 60.5 亿美元，包括 12.5 亿美元首付款和最高可达 48 亿美元的开发、监管批准和销售里程碑付款，刷新了中国创新药出海最高首付款纪录。紧随其后，在 6 月 2 日，BMS 宣布拟以高达 111 亿美元与 BioNTech 合作（首付款 15 亿美元，20 亿美元非或有性周年付款，高达 76 亿美元潜在里程碑付款），以获得该公司正在开发的 BNT327 (PD-L1/VEGF 双抗)，而这正是 2024 年 11 月 BioNtech 以 9.5 亿美元从普米斯生物收购的核心产品。

我们预计 2025 年出海授权交易总金额有望突破 600 亿美元。展望未来，尽管中美地缘政治摩擦（包括关税战）在中长期仍具有不确定性，我们认为创新药仍有望持续其“关税”免疫属性，在全球范围内成为各大跨国药企重要的管线补充来源，我们预测 2025 年出海授权交易总金额有望突破 600 亿美元，在 2024 年基础上再创新高。

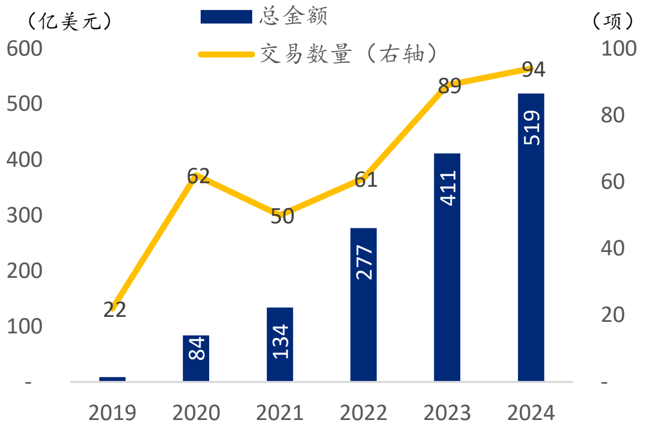
图表 12：2025 年初至今我国创新药跨境 license-out 重点交易

转让方	受让方	交易时间	药品	类型	交易金额（百万美元）	首付款（百万美元）	里程碑（百万美元）
启德医药	Biohaven & AimedBio	24/1/2025	GQ1011 及 ADC 平台（共计 21 个靶点 ADC 药物创新）	ADC	13000		
BioNTech	BMS	2/6/2026	BNT327（由普米斯开发，后被 BioNTech 收购）	PD-1/VEGF 双抗	11100	1500	7600
三生制药	辉瑞	20/5/2025	SSGJ-707	PD-1/VEGF 双抗	6050	1250	4800
和铂医药	阿斯利康	24/3/2025	Harbour Mice®抗体平台及两项临床前免疫学项目	-	4680	1750	4400
元思生肽	阿斯利康	21/3/2025	-	大环肽类药物	3475		
先为达	Verdiva Bio	9/1/2025	VRB-103，XW014	GLP-1	2470	70	2400
翰森	再生元	2/6/2026	HS-20094	GLP-1/GIP	2010	80	1930
联邦制药	诺和诺德	24/3/2025	UBT251	GLP-1/GIP/GCG 三重激动剂	2000	200	1800
恒瑞医药	默沙东	25/3/2025	HRS-5346	Lp(a)口服小分子抑制剂	1970	200	1770
石药集团	Radiance Biopharma	19/2/2025	SYS6005	ROR1 ADC	1240	27	1168
乐普生物	Arrivent Biopharma	22/1/2025	MRG007	CDH17 ADC	1207	47	1160
信达生物	罗氏	2/1/2025	IBI3009	DLL3 ADC	1080	80	1000
先声药业	艾伯维	13/1/2025	SIM0500	GPRC5D/BCMA/CD3 三抗	1055		
和铂医药	Windward Bio	10/1/2025	HBM9378	TSLP 单抗	970	500	470
荃信生物	Caldera	23/4/2025	QX030N	IL-17A 单抗	645	100	545
康诺亚	Prolium	20/1/2025	CM355	CD20xCD3 双抗	520.5	17.5	503
橙帆医药	Ollin Biosciences	18/4/2025	VBS-102	HER2 双抗	440		
康诺亚	Timberlyne	10/1/2025	CM313	CD38 单抗	367.5	30	337.5
复宏汉霖	山德士	29/4/2025	HLX13	CTLA-4 单抗	301	31	270
百奥泰	Intas Pharmaceuticals	10/2/2025	BAT2505	TNF-α 单抗	164.5	21	143.5
复宏汉霖	Dr.Reddy's	6/2/2025	HLX15	CD38 单抗	131.6	33	
贝海生物	Zydus	18/2/2025	BEIZRAY	化药		25	
恒瑞医药	Merck KGaA	7/4/2025	SHR7280	口服小分子非肽类 GnRH 拮抗剂		1.5*	

注：不包含未披露交易金额的 licensed out 项目；*此处恒瑞 SHR7280 首付款货币单位为欧元；资料来源：医药魔方、浦银国际

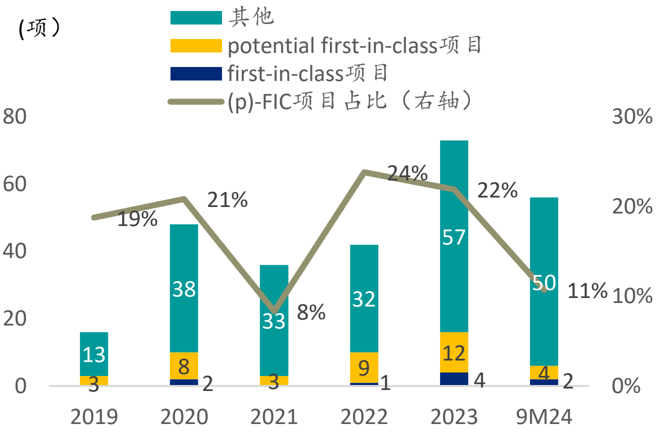
近年来中国创新药成功 License-out 交易较前些年显著加速，无论是交易数量，还是交易总金额均持续创历史新高。回顾过去，中国药企 License-out 交易数量自 2020 年开始明显增长，交易金额不断攀升，尤其是 2023 年、2024 年分别突破 400 亿美元、500 亿美元总交易金额大关。2024 年，国产创新药共计实现 94 笔 license-out 交易，披露交易总金额达到 519 亿美元（+26% YoY），其中首付款 41 亿美元。2023 年共计实现 89 笔 license-out 交易，披露交易总金额达到 411 亿美元（+48% YoY）。

图表 13：中国药品跨境 license-out 金额及项目数



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 14：中国跨境 license-out 项目中 first-in-class 项目占比



资料来源：医药魔方、浦银国际

不仅仅是总交易数和总交易金额的增长，更为重要的是，近年中国企业出海授权的重磅交易数量大幅增加。2024 年达成 22 笔，占全球范围内重磅交易（总交易金额≥10 亿美元的交易）的 32%，达到历史新高，表明中国企业的产品创新对于全球创新药的开发贡献越来越重要。此外，在 2015-2024 年，全球范围内 Top 10 license-out 交易由 Top MNC 主导，其中科伦博泰与 Merck & Co. 达成的多款 ADC 产品的交易突破 100 亿美元，百利天恒 BL-B01D1（EGFR/HER3 ADC）与 BMS 达成的 84 亿美元交易，成功跻身全球前 10 license-out 交易。

图表 15：近十年全球医药交易 Top 10（截至 2024 年底）

交易时间	转让方	受让方	总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)	交易项目
19/10/2023	Daiichi Sankyo	Merck & Co.	22,000	4,000	patritumab deruxtecan、ifinatamab deruxtecan、raludotatug deruxtecan
26/8/2019	Celgene	Amgen	13,400	/	阿普米司特 dovramilast
7/1/2024	Recursion Pharmaceuticals	Roche	12,150	150	利用 Recursion OS 平台开发至多 40 个项目
26/11/2024	Arrowhead Pharmaceuticals	Sarepta Therapeutics	11,375	500	13个RNAi产品
14/7/2019	Galapagos	Gilead Sciences	9,975	3,950	6个临床阶段产品，20余个临床前产品及药物发现平台
22/12/2022	科伦博泰	Merck & Co.	9,475	175	7 个临床前阶段 ADC 产品
27/7/2017	AstraZeneca	Merck & Co.	8,500	1,600	奥拉帕利、氢司美替尼
12/12/2023	百利天恒	Bristol-Myers Squibb	8,400	800	伦康依隆妥单抗
28/3/2019	Daiichi Sankyo	AstraZeneca	6,900	1,350	德曲妥珠单抗
29/3/2022	IGM Biosciences	Sanofi	6,265	150	利用IgM抗体技术平台开发针对三个肿瘤靶点和三个免疫学/炎症靶点的激动剂

资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 16：近十年中国 license-out 交易 Top 10（截至 2024 年底）

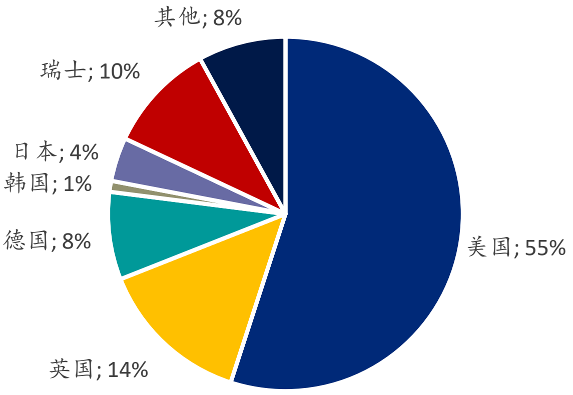
交易时间	转让方	受让方	总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)	交易项目	疾病领域
22/12/2022	科伦博泰	Merck & Co.	9,475	175	7 个 ADC 项目	肿瘤
12/12/2023	百利天恒	BMS	8,400	800	伦康依隆妥单抗	肿瘤
20/5/2025	三生制药	辉瑞	6,050	125	SSGJ-707	肿瘤
16/5/2024	恒瑞医药	Kailera	6,035	100	HRS-7535 HRS9531 HRS-4729	代谢
6/12/2022	康方生物	Summit	5,000	500	依沃西单抗	肿瘤
7/1/2024	舶望制药	Novartis	4,165	185	BW-05 BW-15 BW-02 BW-23	心脑血管
14/11/2024	礼新医药	Merck & Co.	3,288	588	LM-299	肿瘤
20/12/2021	百济神州	Novartis	2,895	300	欧司珀利单抗	肿瘤
9/8/2021	荣昌生物	Seagen	2,600	200	维迪西妥单抗	肿瘤
2/3/2022	天演药业	Sanofi	2,500	17.5	SAFEbody technology	-
11/1/2021	百济神州	Novartis	2,200	1,550	替雷利珠单抗	肿瘤

资料来源：医药魔方、浦银国际

从受让方国际及地区看，2015-2024 年十年间，中国出海 license-out 主要受让方为美国，在 2015-2024 年共达成 204 笔交易，占总交易数量的 49%，占总交易金额的 55%。

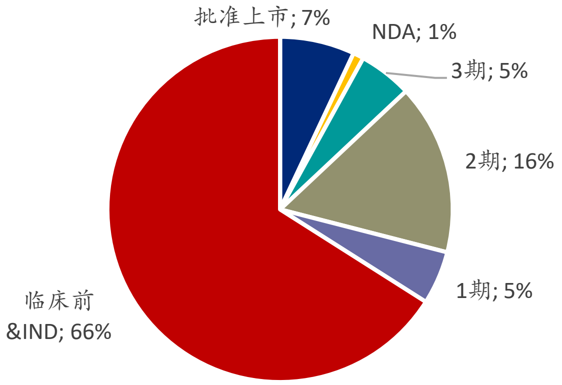
从研发阶段来说，2024 年 license-out 交易以临床前产品为主，临床前项目占到总 license-out 项目数的 66%，且从药物类型上看，license-out 项目主要集中在肿瘤领域。

图表 17：中国药品跨境 license-out 受让方地区分布（2015-2024；按交易金额计）



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 18：中国药品跨境 license-out 项目所处阶段（2024）



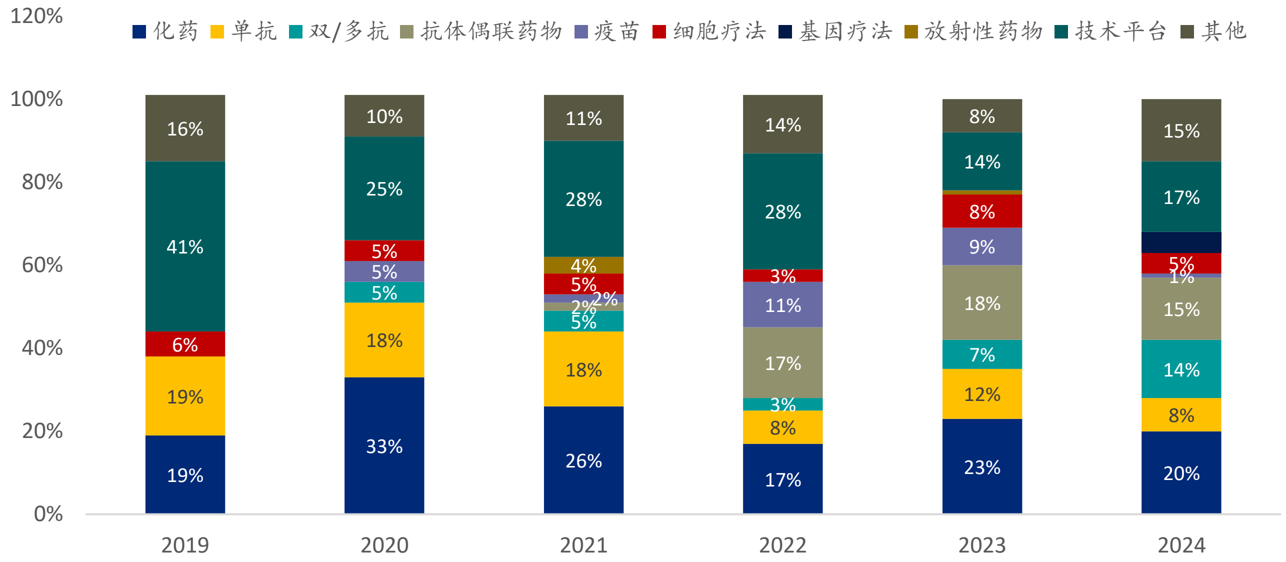
资料来源：医药魔方、浦银国际

从项目类型来看，近两年在中国 license-out 项目中，ADC 和双/多抗是两大重点分子类型方向。

- ADC 药物在 2023 年达到出海高峰，交易项目数达到 20 项，交易总金额达 206 亿美元（+36% YoY），2024 年延续出海热情，也达成 20 笔交易（占当年交易数 15%），交易总金额仍然超 100 亿美元。从 ADC 交易模式来看，既包括以启德医药、宜联生物为代表的技术平台授权，也包括以科伦博泰、翰森制药为代表的管线海外权益转让。ADC License-out 交易的爆发与国内企业的技术突破和差异化创新息息相关。中国企业在连接子、偶联技术和载荷技术上不断取得突破，提升了 ADC 的稳定性和疗效。双抗 ADC 和 ADC+PD1 的联合疗法也吸引了国际关注。其中，科伦博泰、映恩生物、百奥赛图三家企业成为出海数量的 Top3（截至 2024 年底）。

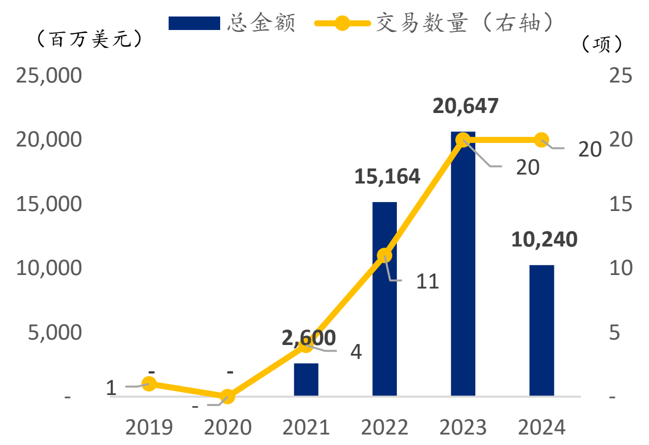
- 对于双/多抗来说，License-out 在 2023-2024 年重燃热情，迈入交易爆发期。在 2023 年双抗交易依旧集中在肿瘤领域，而进入 2024 年之后，双抗疗法转向自身免疫性疾病领域，并且 NewCo 这种新的交易模式受到热捧，因此在 2024 年，双抗 licensed out 项目 2024 年达到 14 项（占当年交易数 14%），交易总金额 64 亿美元（+32% YoY），达到历史高峰。

图表 19：中国药品跨境 license-out 项目类型



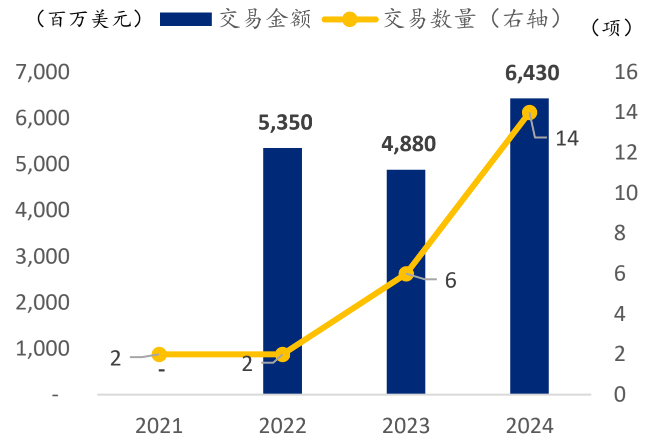
资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 20：中国 ADC 跨境 license-out 项目金额及数量



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 21：中国双/多抗跨境 license-out 项目金额及数量

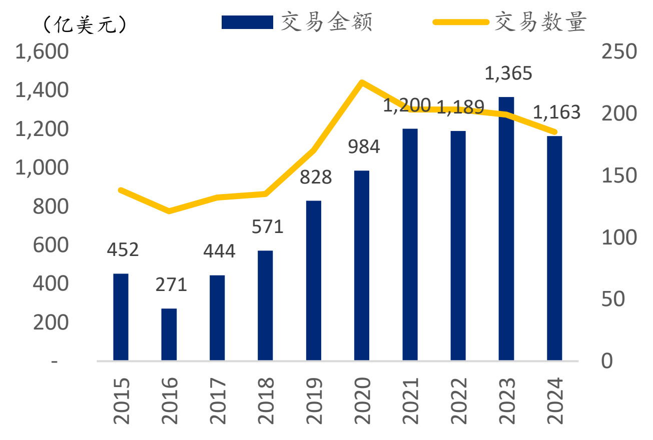


资料来源：医药魔方、浦银国际

中国出海资产已成为跨国药企重要的管线补充来源，目前已成为 Top MNC 第二大项目来源地。根据医药魔方记录，中国企业自 2023 年以后授权至 Top MNC 交易数量进入爆发期，2023-2024 年交易数量占比约为 32%，交易金额创新高，有 26 笔交易金额在 10 亿美元以上（截至 2024 年底）。

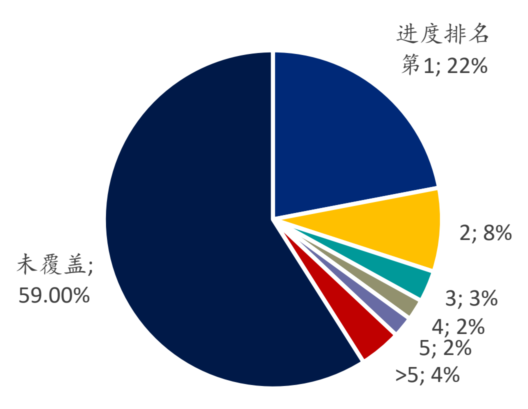
我们认为这不仅仅是由于中国创新药企创新能力逐渐提高，例如中国创新药研发数量位居全球第二（仅次于美国）、在 ADC、双抗等领域技术水平逐渐变得更加有国际竞争力，更是反映了 MNC 面临专利悬崖背景下亟需补充管线的应对之策（如默沙东 Keytruda 2028 年面临专利到期）。根据公开信息，未来几年将有近 200 种药物失去专利保护，包括至少 69 种年销售额超过 10 亿美元的重磅药物，累积损失销售额将超 3,000 亿美元。其中，涉及百亿级别药物共计包括辉瑞的阿哌沙班、默沙东的 K 药、BMS 的 O 药、强生的达雷妥尤单抗、赛诺菲的度普利尤单抗、诺和诺德的司美格鲁肽、艾伯维的利生奇珠单抗、礼来的替尔泊肽以及 Vertex 的 Trikafta。

图表 22：Top MNC 引进交易数量及金额



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 23：中国在研管线进度排名



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 24：2025-2032 年会面临专利悬崖的部分重磅药品

药品名	商品名	药企	2024 年销售额 (亿美元)
2025 年专利到期			
利伐沙班	Xarelto/拜瑞妥	拜耳	65
沙库巴曲缬沙坦钠	Entresto/诺欣妥	诺华	78.22
达格列净	Farxiga/安达唐	阿斯利康	77.17
地舒单抗	Prolia/普罗力	安进	43.74
2026 年专利到期			
阿哌沙班	Eliquis/艾乐妥	辉瑞	133.33
2027 年专利到期			
度拉糖肽	Trulicity/度易达	礼来	52.54
奥瑞珠单抗	Ocrevus	罗氏	74.46
恩扎卢胺	Xtandi/安可坦	安斯泰来	56.7
依鲁替尼	Imbruvica/亿珂	艾伯维/强生	63.85
2028 年专利到期			
帕博利珠单抗	Keytruda/可瑞达	默沙东	294.82
纳武利尤单抗	Opdivo/欧狄沃	BMS	101.29
九价 HPV 疫苗	Gardasil 9	默沙东	85.83
2029 年专利到期			
达雷妥尤单抗	DARZALEX FASPRO/兆珂速	强生	116.7
司库奇尤单抗	Cosentyx/可善挺	诺华	61.41
依那西普	Enbrel/恩利	安进	40.06
度普利尤单抗	Dupixent/达必妥	赛诺菲	141.48
2032 年专利到期			
司美格鲁肽	Ozempic/诺和泰	诺和诺德	167.4
奥希替尼	TAGRISSO/泰瑞沙	阿斯利康	65.8
维得利珠单抗	Entyvio/安吉优	武田	58.08

资料来源：药时代、浦银国际

展望未来，我们预计创新药 license-out 将在中美地缘政治摩擦下持续保持“免疫”，主要由于（1）license-out 仅为知识产权权益交易，而非商品货物交易，不属于关税加征范围，预计未来不会受到美国政府限制；（2）从全世界范围来看，中国对于创新靶点开发速度快、效率高、质地优秀、估值极具吸引力，对亟需补充管线的 MNC 来说兼具难得的“物美价廉”特性，是重要的研发管线补充来源。**2025 下半年我们预计优秀的中国创新药物有机会陆续完成出海，我们认为短期具备出海潜力的品种包括信达生物 IBI363 (PD-1/IL-2α-bias)、IBI343 (CLDN18.2 ADC)和 IBI389 (CLDN18.2/CD3)、再鼎 ZL-1310 (DLL3 ADC)、和黄索乐匹尼布 (Syk)、亚盛 APG-2575 (BCL2)、诺诚健华 ICP-332 (TYK2/JAK1) 和 ICP-448 (TYK2)、荣昌泰它西普 (BLys/April)、恒瑞包括 ADC 在内的多款药物，以及中国生物制药 TQC3721 (PDE3/4)、TQB2102 (HER2 双抗 ADC)、TQB3616 (CDK2/4/6)、TQA2225（FGF21 融合蛋白）、TQB6411（EGFR/cMet ADC）、TQB2922 (EGFR/cMet 双抗) 等。**

多款国产重磅创新药于2025 ASCO公布积极数据，进一步提升板块情绪

2025年美国临床肿瘤（ASCO）年会于5月底6月初举办，是全球规模最大、学术水平最高的肿瘤盛会。近年来随着国内企业创新能力的提升以及创新管线产品持续往后推进，中国创新药数据登上ASCO比例和数量持续提升。此次ASCO大会中国企业共有73项研究中选口头报告，其中11个以重磅研究（Late Breaking Abstract）形式公布。在众多摘要数据中，多家国内创新药企业展示了优异的临床数据。尤其在ADC、双抗和新一代小分子疗法等领域，中国企业在全球管线中举足轻重。

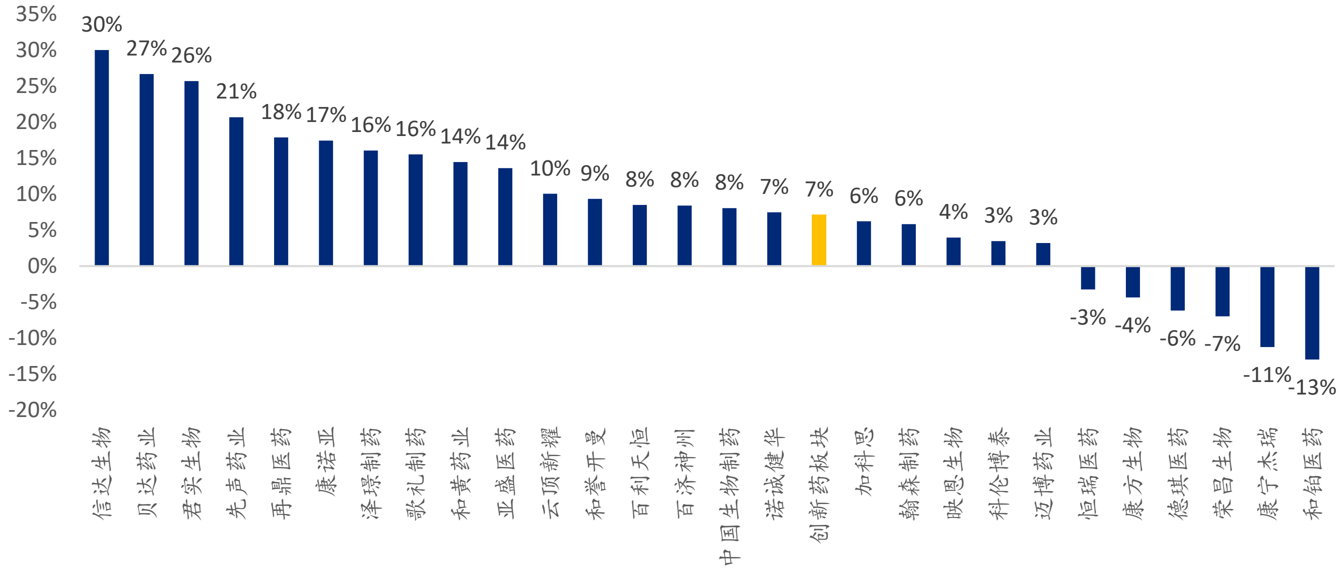
双抗：以IO靶点为基础的双抗有望作为下一代IO疗法治疗IO耐药患者、IO不耐受患者甚至过往IO无法发挥治疗效果的“冷”肿瘤，包括信达生物、泽璟制药、三生制药等多家企业发布重要双抗及多抗数据。在我们覆盖的股票中，我们认为**信达生物**IBI363披露的肺鳞癌、结直肠癌联用数据带来了正面惊喜（更大样本量下显示出更进一步的优秀疗效数据及稳定的安全性），进一步提升IBI363作为潜在同类最佳药物的可预见性（更多数据解读详情请见我们先前ASCO摘要解读、先前口头报告解读）。

ADC：多款潜在BIC公布更多数据，龙头企业逐步迈入收获期。在我们覆盖的股票中，**科伦博泰**SKB264披露的三期3L EGFRm NSCLC生存获益数据令人鼓舞，2期1L TNBC单用mPFS疗效亮眼，2期1L EGFRwt nsq-NSCLC与A167联用疗效数据好于PD-1/VEGF双抗（更多数据解读详情请见我们先前报告）；**再鼎医药**ZL-1310一期更新数据低剂量组疗效令人鼓舞，安全性潜在最佳（更多数据解读详情请见我们先前报告）；恒瑞医药发布多款ADC数据；百济神州、中国生物制药ADC管线迎来首次数据读出。

新一代小分子疗法：多家公司公布新一代小分子疗法，包括恒瑞CDK4/6抑制剂联合内分泌HR+/HER2-乳腺癌术后辅助治疗3期研究数据；中国生物制药安罗替尼发布诸多重磅数据；和黄医药赛沃替尼+奥希替尼在2L EGFRm且MET扩增晚期NSCLC患者中，PFS获益显著，且安全耐受性良好，有望成为该细分人群的潜在疗法；亚盛医药BCL2抑制剂在Venetoclax耐药人群显示出令人惊喜的疗效（更多数据解读详情请见我们先前报告）。

中国企业在ASCO的积极数据读出进一步振奋了创新药板块行情，个股层面信达领涨。伴随着2025 ASCO年会摘要的公布（5月22日美国东部时间）以及后续口头报告环节的进行与完成（5月30日至6月3日美国中部时间），我们梳理了自2025年5月22日至6月6日主要创新药的涨跌幅（考虑到口头汇报环节后数据解读仍需要一定时间），整体创新药板块上涨7%，个股层面，信达领涨30%（主要由于IBI363数据令人惊喜），此外在我们覆盖股票中，读出不错数据的再鼎、和黄、亚盛分别亦上涨18%、14%、14%。

图表 25：ASCO 期间创新药股价表现（2025 年 5 月 22 日-6 月 6 日）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

展望未来，随着越来越多国产创新药管线不断推进，全球各大重要医学会议数据读出将成为行业重要的大型催化剂，建议投资者可在正式会议前 2 个月左右布局具备关键数据读出的创新药企业。

图表 26：IBI363 (PD-1/IL-2α-bias) 临床数据

适应症 数据截止日期 临床阶段	IO 经治 NSCLC 2025 年 4 月 7 日 1 期		3L+MSS/pMMR CRC 2025 年 4 月 7 日 1 期		IO 经治黑色素瘤 2025 年 4 月 7 日 1 期&2 期
NCT 编号	NCT05460767		NCT05460767，NCT06717880		NCT05460767，NCT06081920
疗效					
N	136 (入组人数)		68	73	31
既往接受过的治疗患者比例	既往接受过≥2L 治疗: 72%		既往接受过≥3L 治疗：63.2%	既往接受过≥3L 治疗：54.8%	既往接受过≥2L 治疗：64.5%
队列	Sq-NSCLC 队列 (N=67)	EGFRwt Ad-NSCLC 队列 (N=55)	单用队列（N=68）	贝伐联用队列 (N=73)	1mg/kg Q2W 剂量队列（N=31）
ORR	● 3 mg/kg 剂量组（n=30）: 36.7% cORR, 其中 PD-L1 TPS<1% (n=13): 46.2% cORR ● 1/1.5 mg/kg 剂量组 (n=28)：25.9% cORR，其中 PD-L1 TPS<1% (n=10): 30% cORR	● 3 mg/kg 剂量组（n=25）: 24% cORR 其中吸烟者(n=15)33.3% cORR ● 0.6/1/1.5 mg/kg 剂量组（n=30）: 13.8% cORR, 其中吸烟者(n=17) 23.5% cORR	1mg/kg Q2W 剂量组(n=22): 13.6% cORR	15.1% cORR ● 无肝转移（n=32）: 31.3% cORR ● 3mg/kg Q3W 剂量组 (n=31): 19.4% cORR	23.3% cORR ● 肢端型： 20% cORR ● 黏膜型：23.3% cORR
DCR	● 3 mg/kg 剂量组（n=30）: 90% DCR, 其中 PD-L1 TPS<1% (n=13): 92.3% DCR ● 1/1.5 mg/kg 剂量组 (n=28)：66.7% DCR，其中 PD-L1 TPS<1% (n=10): 90% DCR	● 3 mg/kg 剂量组（n=25）: 76% DCR ● 0.6/1/1.5 mg/kg 剂量组（n=30）: 62.1% DCR		61.6% ● 无肝转移（n=32）: 81.3% DCR ● 3mg/kg Q3W 剂量组 (n=31): 71% DCR	76.7% DCR ● 肢端型： 85% DCR ● 黏膜型：60% DCR
mPFS (mo)	● 3 mg/kg 剂量组（n=30）: 9.3 ● 1/1.5 mg/kg 剂量组 (n=28)：5.5	● 3 mg/kg 剂量组（n=25）: 5.6 ● 0.6/1/1.5 mg/kg 剂量组（n=30）: 2.7 ● 吸烟者(n=32): 5.3 ● 非吸烟者（n=23）:3.0		4.7 ● 无肝转移（n=32）: 7.4 ● 3mg/kg Q3W 剂量组 (n=31) :5.6	5.7
mDOR (mo)			7.5		14
mOS (mo)	● 3 mg/kg 剂量组（n=30）: NC ● 1/1.5 mg/kg 剂量组 (n=28)：15.3	● 3 mg/kg 剂量组（n=25）: NC ● 0.6/1/1.5 mg/kg 剂量组（n=30）: 17.5 ● 吸烟者(n=32): 13.6 ● 非吸烟者（n=23）: NC	16.1 ● 肝转移（n=42）: 14.4 ● 无肝转移（n=26）: 17.0	未成熟	14.8
安全性					
N	136		68	73	31
AE 类型	TEAE		TRAE		TRAE
≥3 级 TRAE/TEAE	42.6%		27.9%	35.6%	29.0%
TRAE/TEAE 导致的停药	7%		-		3.2%
TRAE/TEAE 导致的死亡	TEAE 导致的死亡：2.9% （但仅有 0.7%与治疗相关）		-		

资料来源：ASCO、SITC、公司资料、浦银国际

图表 27：胰腺癌临床数据对比

药物	IBI343	IBI389	CT041	MRG004A
分子	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2/CD3 双抗	CLDN18.2 CART	TF ADC
公司	信达	信达	科济	乐普生物
适应症	PDAC	PDAC	≥2L PC	≥2L PC
靶点表达	剂量拓展：要求 CLDN18.2 IHC 强度≥2，肿瘤细胞中 CLDN18.2 IHC 表达占比≥40%	CLDN18.2 表达 ≥10% (免疫组化 2+/3+)		不适用，筛选标准为 TF 表达度
临床试验	临床 I 期	临床 I 期	2 个 I/Ib 期临床 (CT041-CG4006, CT041-ST-01)	临床 1 期
NCT 编号	NCT05458219	NCT05164458		NCT03941574
用药频率及剂量	1, 3, 4.5, 6, 8 或 10 mg/kg Q3W	5-600 µg/kg, Q3W 或 Q2W		0.3-2.6mg/kg Q3W
数据截止日期	2024 年 12 月 27 日	2024 年 3 月 11 日		2023 年 12 月 15 日
基线信息				
入组人数	83	120	24	19
此前接受系统治疗线数	≥2L 占比： CLDN18.2 表达≥60%：61.4% CLDN18.2 表达<60%：83.3%	2	≥2	3
疗效数据				
疗效数据样本人数	56	27	24	12
ORR	CLDN18.2+病人(N=44):cORR 22.7% CLDN18.2-病人(N=12):0%	29.6% (RP2D: 600µg/kg)	16.70%	33.30% (2mg/kg)
DCR	CLDN18.2+病人(N=44):81.8% CLDN18.2-病人(N=12):41.7%	70.40%	70.80%	83.30% (2mg/kg)
mPFS	CLDN18.2+病人(N=44):5.4m CLDN18.2-病人(N=12):1.4m		3.3	
mOS	CLDN18.2+病人(N=44):9.1m CLDN18.2-病人(N=12):6.2m		10	
mDOR	-		9.5	
安全性数据	TEAE	TRAE	TEAE	TRAE
安全性数据样本人数	83	120 (72 PDAC, 37 G/GEJC)	98	63 (19 PC)
≥3 级 TRAE/TEAE	50.6%	58.30%	99%	
≥3 级 TRAE/TEAE-贫血	15.7%			
≥3 级 TRAE/TEAE-恶心	-			
≥3 级 TRAE/TEAE-呕吐				
≥3 级 TRAE/TEAE-嗜中性白血球低下	9.6%			
≥3 级 TRAE/TEAE-细胞因子释放综合征	-	0.00%		
≥3 级 TRAE/TEAE-输注相关反应	-	0.80%		
严重 TRAE/TEAE	-	43.30%		7.9% (5/63)
TRAE/TEAE 导致的停药	7.2%	10%		
TRAE/TEAE 导致的死亡	0%	0.80%		

注：“CLDN18.2+”指肿瘤细胞中 CLDN18.2 IHC≥1 占比≥60%；“CLDN18.2-” 指肿瘤细胞中 CLDN18.2 IHC≥1 占比<60%。

资料来源：ASCO、公司资料、浦银国际

图表 28：治疗 2L+ EGFRm NSCLC 的药物临床数据对比

药物	Dato-DXd			SKB264		Amivantamab			依沃西单抗	BL-B01D1	HER3-DXd
类型	TROP2 ADC			TROP2 ADC		EGFR/MET 双抗			PD1/VEGF 双抗	EGFR/HER3双抗	HER3 ADC
公司	第一三共			科伦博泰		强生			康方生物	百利天恒	默克
适应症	2L+ NSCLC		2L+ EGFRm NSCLC	2L+ NSCLC	3L EGFRm NSCLC	2L+ EGFRm NSCLC			2L+ EGFRm+ NSCLC	2L+ NSCLC	2L+ NSCLC
临床阶段	国际2期	国际3期	国际2&3期	国内2期	国内2期	国际3期			国内3期	国内1期	国际3期
实验名称	TROPION-Lung05	TROPION-Lung01	TROPION-Lung05 & TROPION-Lung01 pooled analysis	/	OptiTROP-Lung03	MARIPOSA-2			HARMONi-A	/	HERTHENA-Lung02
NCT编号	NCT04484142	NCT04656652	NCT04484142 & NCT04656652	NCT04152499	NCT05631262	NCT04988295			NCT05184712	NCT05194982	NCT05338970
截止日期	2022.12.14	2024.03.01	/	2023.11.22	2024.12.31	2023.07.10			2023.03.10	2023.08.17	2024.05.31
治疗方案	DS-1062 6.0 mg/kg Q3W	Dato-1062 6 mg/kg Q3W vs. Docetaxel 75mg/m2 Q3W	Dato-1062 6 mg/kg Q3W	EGFR突变队列：SKB264 5mg/kg Q2W	SKB264 5mg/kg Q2W vs. docetaxel 75 mg/m2 Q2W	Amivantamab + Lazertinib + 化疗	Amivantamab + 化疗	化疗	依沃西+化疗 vs. 安慰剂+化疗	EGFR突变队列：BL-B01D1 (0.2-6mg/kg Q3W)	HER2-Dxd 5.6mg/kg Q3W
基线信息											
N	137	299 vs. 305	N=117 (TROPION-Lung05, n=78; TROPION-Lung01, n=39)	22	91 vs. 46	263	131	263	161 vs. 161	41	293 vs. 293
ECOG PS= 1 (%)	67.2%	70.2% vs. 69.2%	/	/	82.5%	65%	58%	62%	/	88%	/
之前治疗线数（中位数）	71.5% 此前接受过≥2L治疗	1	3	≥1		1	1	1	/	3	1
EGFR突变病人比例 (%)	56.90%	12.9%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100% vs. 100%	/	100%
经过第三代EGFR TKI病人比例 (%)					93.4%	99%	100%	100%	86.3% vs. 85.1%	90%	100%
疗效											
N	整体 N=137 EGFR 突变队列 n=78	299 vs. 305	117	22	91 vs. 46	263	131	263	161 vs. 161	40	283 vs. 283
ORR	整体：35.8% EGFR突变队列：43.6%	26.4% vs. 12.8%	43.0%	60.0%	45.1% vs. 15.6%	63.0%	64.0%	36.0%	50.6% vs. 35.4%	52.50%	35.2% vs. 25.3%
mPFS	整体：5.4 EGFR突变队列：5.8	4.4 vs. 3.7 (HR=0.75)	TROPION-Lung05 (n=78): 5.8 TROPION-Lung01 (n=39): 6.8	11.5	6.9 vs. 2.8(HR=0.30)	8.3 (HR=0.44)	6.3 (HR=0.48)	4.2	7.06 vs. 4.8 (HR=0.46)	/	5.8 vs. 5.4 (HR=0.77)
mOS	整体:13.6 EGFR突变队列：18.3	12.9 vs. 11.8 (HR=0.94)	TROPION-Lung05 (n=78): 18.3 TROPION-Lung01 (n=39): 15.6	22.7	NR vs. NR (HR=0.49)	HR=0.96	HR=0.77		/	/	NR VS. NR
mDOR	整体：7.0 EGFR突变队列：7.0	7.1 vs. 5.6	7.0	8.7		9.4	6.9	5.6	/	/	5.7 vs. 5.4
安全性											
N	137	297 vs. 290		43	91 vs. 46	263	130	243	161 vs. 161	195	586
不良反应指标类型	TRAE	TRAE		TRAE	TRAE	TEAE	TEAE	TEAE	TEAE	TRAE	TEAE
≥3级不良反应	28.40%	25.6% vs. 42.1%		69.8%	56% vs. 71.7%	92%	72%	48%	61.5% vs. 49.1%	71.00%	73.00%
严重不良反应	5.10%	11.1% vs. 12.8%				52%	32%	20%		36.00%	
不良反应导致的停药	0.70%	8.1% vs. 12.1%		0.0%		34%	18%	4%		2.00%	
不良反应导致的死亡	0.70%	1.0% vs. 0.7%		0.0%		5%	2%	1%		1.03%	
间质性肺炎不良反应	0.70%	8.8% vs. 4.1%		0.0%	0%	3%	2%	0%		0.51%	5.00%

注：AGA= Actionable genomic alterations； * 包含 Confirmed ORR 和 pending confirmation ORR；资料来源：WCLC、AACR、ESMO、ASCO、Lancet、浦银国际整理

图表 29：治疗 1L TNBC 的药物临床数据对比

药物	SKB264		K 药	Dato-DXd/DS-1062	DS-8201
类型	TROP2 ADC		PD-1	TROP2 ADC	HER2 ADC
公司	科伦博泰/默沙东		默沙东	第一三共	第一三共
适应症	1L TNBC	1L TNBC	1L TNBC	1L TNBC	1L TNBC
临床阶段	2 期	2 期	3 期	1b/2 期	1b/2 期
实验名称	/	OptiTROP-Breast05	KEYNOTE-355	BEGONIA	BEGONIA Arm 6
NCT 编号	CTR20221755	NCT06103864	NCT02819518	NCT03742102	NCT03742102
截止日期	2022.12.29	2024.11.18	2021.6.15	2023.2.2	2022.07.22
治疗方案	SKB264 5mg/kg IV + A167 900mg IV Q2W	SKB264 5 mg/kg Q2W	K 药 200mg Q3W + 化疗	Dato-DXd 6mg/kg IV + durvalumab 1120mg IV Q3W	DS-8201 5.4mg/kg IV + durvalumab 1120mg IV Q3W
基线信息					
N	8	41	566	62	58
试验地区	中国	国际	国际	国际	国际
亚洲人%	100%	/	/	/	27.60%
疗效					
N	7	41	566	62	58
ORR	85.70%	70.7% (PD-L1 CPS < 10: 71.9%)	CPS⩾10: 52.7% CPS≥1: 44.9%	79%	56.90%
mPFS		13.4 (PD-L1 CPS < 10: 13.1)	CPS≥10: 9.7 CPS≥1: 7.6	13.8	12.6
mOS			CPS≥10: 23.0 CPS≥1: 17.6	/	/
mDOR		12.2		15.5	
安全性					
N	8	41	562	62	58
不良反应统计口径	TRAE	TRAE	AE	AE	AE
≥3 级不良反应	37.50%	63.40%	68.10%	57%	43.10%
严重不良反应	0%	/	/	23%	20.70%
不良反应导致的停药	/	/	/	16%	17.20%
不良反应导致的死亡	0%	/	0.40%	0%	3.40%
间质性肺炎不良反应	0%	0%	/	5%	/

资料来源：ASCO、公司资料、浦银国际整理

图表 30：治疗 1L EGFRwt NSCLC 的药物临床数据对比

药物	SKB264			依沃西单抗				SSGJ-707			
类型	TROP2 ADC			PD-1/VEGF 双抗				PD-1/VEGF 双抗			
公司	科伦博泰			康方				三生			
适应症	1l EGFRwt NSCLC			1L EGFRwt NSCLC				1L EGFRwt NSCLC			
临床阶段	2期			国内2期			国内3期	国内2期			
实验名称	OptiTROP-Lung01			AK112-201			HARMONi-2	SSGJ-707-NSCLC-II-01			
NCT编号	NCT05351788			NCT04736823			NCT05499390	NCT06361927			
截止日期	2024.01.02		2024.12.30	2023.02.01			2023.08.26	2025.01.10			
治疗方案	SKB264 5 mg/kg Q3W + KL-A167 1200 mg Q3W (cohort 1A)	SKB264 5 mg/kg Q2W + KL-A167 900 mg Q2W (cohort 1B)	SKB264 5 mg/kg Q3W or Q2W + tagitanlimab 1200 mg Q3W or 900 mg Q2W (nsq-NSCLC cohort)	Ivonescimab + pemetrexed + carboplatin	Ivonescimab + pemetrexed + carboplatin (sq-NSCLC cohort)	Ivonescimab + pemetrexed + carboplatin **(nsq-NSCLC cohort)**	Ivonescimab vs. pembrolizumab	SSGJ-707 5mg/kg Q3W	SSGJ-707 10mg/kg Q3W	SSGJ-707 20mg/kg Q3W	SSGJ-707 30mg/kg Q3W
基线信息											
N	40	63	81	135	63	72	198 vs. 200	31	34	12	6
PD-1<1%	30%	33.30%	42.00%	46%	38%	53%	/	/			
PD-L1 1%-49%	32.50%	30.20%	24.70%	30%	38%	24%	58% vs. 58%	66.3%			
PD-L1≥50%	37.50%	36.50%	33.30%	22%	22%	21%	42% vs. 43%	33.7%			
疗效											
N	37	58		129	60	69	198 vs. 200	27	34	11	4
ORR	**49%**	**整体： 77.6%** **nsq-NSCLC (n=34): 72.7%** sq-NSCLC (n=29): 84%	**nsq-NSCLC ORR: 59.3%**	59%	67%	**52%**	整体: 50% vs. 39% (HR=0.51) **nsq-NSCLC (n=90 vs. 91) 47% vs. 45%** sq-NSCLC (n=115 vs. 115) 53% vs. 31%	**30%**	**整体： 61.8%** **nsq-NSCLC: 54.5% (12/22)** sq-NSCLC: 75% (9/12) PD-L1 TPS 1-49%: 57% (12/21) PD-L1 TPS ⩾50%: 69% (9/13)	**55%**	**25%**
mPFS	15.4	NR	15.0		11.00	12.30	整体: 11.1 vs. 5.8 (HR=0.51) **nsq-NSCLC (n=90vs.91) 9.7 vs. 5.8 (HR=0.5)** sq-NSCLC (n=115 vs. 115) 8.0 vs. 5.4 (HR=0.54)				
mOS					NR	NR	OS HR=0.777 (39%成熟度)				
mDOR			16.5		15.00	18.00	NR vs. NR				
安全性											
N	40	63	81	135	63	72	198 vs. 200	83			
不良反应统计口径	TRAE		TRAE	TRAE			TRAE	TRAE			
⩾3级不良反应				30%	41%	19%	22% vs. 19%	24.1%			
严重不良反应				20%	25%	15%	21% vs. 16%				
不良反应导致的停药	0%	1.60%	0%	7%	11%	3%	2% vs. 3%				
不良反应导致的死亡	0%	0%	0%	2%	0%	4%	1% vs. 1%				

资料来源：WCLC、ASCO、浦银国际整理

图表 31：治疗罕见 EGFR 突变 NSCLC 的药物临床数据对比

药企	科伦博泰	百利天恒
药物	SKB264	BL-B01D1
适应症	罕见 EGFR 突变晚期 NSCLC	EGFR ex20ins/非经典 EGFR 突变 NSCLC
数据截止日期	2024.12.01	2024.12.05
临床阶段	2 期	1 期
基线信息		
N	42	73
ECOG PS 1 患者占比	85.70%	-
之前治疗线数（中位数）	2	1
疗效		
N	42	12
ORR	整体: 35.7%	整体: 66.7% cORR
	Ex20ins: 36.8% (N=19)	Ex20ins: 85.7% cPR/cORR (N=7)
	其他罕见 EGFR 突变: 34.8% (N=23)	其他非经典 EGFR 突变: 40% cPR/cORR (N=5)
DCR	85.70%	100.00%
mPFS	整体: 9.5	NR
	罕见 non-ex20ins: 10.9 (N=23)	
	ex20ins: 9 (N=19)	
mOS	-	
mDOR	NR	NR
安全性		
N	42	73 (包含 EGFR ex20ins 突变及其他非经典 EGFR 突变共计 12 个）
AE 类型	TRAE	TRAE
≥3 级 TRAE	52.40%	-
---中性粒细胞减少	45.20%	-
---白细胞减少	21.40%	-
TRAE 导致的停药	0%	2.70%
TRAE 导致的死亡	0%	-
间质性肺炎比例	0%	1.40%

资料来源：ASCO、公司资料、浦银国际

图表 32：2L+ SCLC 治疗药物数据对比

公司	再鼎	安进	默克	泽璟		默克/第一三共	GSK/翰森	宜联生物	百利天恒
药物	ZL-1310	Tarlatamab	MK-6070/HPN328	ZG006		1-DXd	HS-20093	YL201	BL-B01D1
作用机制	DLL3 ADC	DLL3/TCE	DLL3/TCE	CD3/DLL3/DLL3三抗		B7H3 ADC	B7H3 ADC	B7H3 ADC	EGFR/HER3双抗
剂量	0.8 mg/kg, 1.2 mg/kg, 1.6 mg/kg, 2.0 mg/kg, 2.4 mg/kg and 2.8 mg/kg	10mg Q2W	12, 24mg Q2W, Q1W	0.1-100mg Q2W	10mg Q2W, 30 mg Q2W	8,12mg/kg Q3W	8mg, 10mg/kg Q3W	2, 2.4 mg/kg Q3W	2.0, 2.5 mg/kg D1D8 Q3W, 4.5, 5.0 mg/kg D1 Q3W；最终选择2.5mg/kg Q3W作为剂量拓展阶段治疗方案
试验	1期剂量爬坡&拓展	3期DeLLphi-304	1期剂量扩展	1/2期剂量递增及扩展(ZG006-001)	2期剂量优化(ZG006-002)	2期	1期剂量爬升&扩展	1期剂量爬坡&扩展	1期剂量爬坡
适应症	2L+ SCLC	2L SCLC	2L+ SCLC	r/r SCLC	3L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC
截止日期	2025年4月1日	2025年1月9日	2024年6月3日	2025年2月14日	2025年2月14日	2024年4月25日	2024年6月30日	2024年8月9日	2024年12月5日
基线数据									
N	89	254 VS. 255	52	43 (SCLC患者亚组)	48 (10mg Q2W, n=24, 30mg Q2W, n=24)	42 (12mg/kg)	31 (8mg亚组)	79 (ES-SCLC亚组)	58
年龄（中位数）	65	64 vs. 66				64			
ECOG 1 (%)	67%	67% vs. 68%				86%			
女性（%）	42%	28% vs. 34%				21%			
脑转移比例	30%	44% vs. 45%	54%			43%	19%	33%	
此前接受过PD-(L)1治疗比例	90%	71% vs. 71%	94%			76%	73%	95%	84.6%
此前接受过DLL3 bsAb治疗比例	11%					5%			
此前治疗线数	1L：47% 2L：33% ≥3L: 20%					1L：28.6% 2L：52.4% ≥3L: 19.0%	中位治疗线数：2	1L：70% 2L：17% ≥3L: 14%	2.5mg/kg (n=52)剂量组： 1L：42.3% 2L：21.2% ≥3L：36.5%
疗效									
N	74	254 vs. 255	50	43 (SCLC患者亚组)	48 (10mg Q2W, n=24, 30mg Q2W, n=24)	42 (12mg)	31 (8mg)	72	58
ORR	整体（所有线数, n=74): 51.4% ORR, 36.5% cORR • 2L SCLC (n=33): 67% ORR, 49% cORR (@1.6mg/kg [n=14]: 79% ORR) • 3L SCLC (n=26): 42% ORR, 27% cORR • >3L SCLC (n=15): 33% ORR, 27% cORR 脑转移患者 (n=22): 68% ORR (对于之前未有颅内清除的患者[n=7]，86% ORR)	35% vs. 20%	28% 脑转移患者 (n=28): 36% 无脑转移患者 (n=22): 18%	10mg: 75% cORR 30mg: 53.8% cORR 60mg: 58.3% cORR	10mg (n=24): 62.5% ORR 30mg (n=24): 58.3% ORR	54.8% (12mg亚组） 脑转移患者 (n=18): 61.1%	61.3% 之前接收过IO+铂类化疗治疗但未接收过 TOP1i治疗: 75% ORR	68.1% ≥2.0mg/kg剂量组: 70% 脑转移患者: 52.2%	整体 (n=58): 55.2% ORR, 44.8% cORR 2.5mg/kg (n=52): 59.6% ORR, 48.1% cORR •2L (n=22): 77.3% ORR, 72.7% cORR, 其中对于此前一线仅接受PD(L)1+ PBC治疗的亚组(n=20), 80% ORR, 75% cORR •3L+ (n=30): 46.7% ORR, 30% cORR
DCR	整体（所有线数, n=74): 93% DCR • 2L SCLC (n=33): 97% DCR(@1.6mg/kg [n=14]: 100% DCR) • 3L SCLC (N=26): 92% DCR • >3L SCLC (n=15): 87% DCR	/	58% 脑转移患者（n=28): 64.3% 无脑转移患者（n=22): 50%	10mg: 75% DCR 30mg: 76.9% DCR 60mg: 83.3% DCR		/	80.6%		整体 (n=58): 81% DCR 2.5mg/kg (n=52): 80.8% DCR •2L (n=22): 90.9% DCR, 其中对于此前一线仅接受PD(L)1+ PBC治疗的亚组(n=20), 90% DCR •3L+ (n=30): 73.3% DCR
DoR (m)	NR	6.9 vs. 5.5		NR	NR	4.2	6.4	5.7	整体 (n=58): 4.6 2.5mg/kg (n=52):4.9 •2L (n=22): 4.9, 其中对于此前一线仅接受PD(L)1+ PBC治疗的亚组(n=20), 5.6 •3L+ (n=30): 4.4
PFS, (m)		4.2 vs. 3.7 (HR=0.71, P=0.002)		NR	NR	5.5	5.9	6.2 ≥2.0mg/kg剂量组: 6.2 脑转移患者: 5.3	整体 (n=58): 4.0 2.5mg/kg (n=52): 4.1 •2L (n=22): 6.2, 其中对于此前一线仅接受PD(L)1+ PBC治疗的亚组(n=20), 6.9 •3L+ (n=30): 3.0
OS (m)		13.6 VS. 8.3 (HR=0.6, P<0.001)				11.8	9.8		整体 (n=58): 12.0 2.5mg/kg (n=52): 12.2 •2L (n=22): 15.0, 其中对于此前一线仅接受PD(L)1+ PBC治疗的亚组(n=20), 15.0 •3L+ (n=30): 10.3
安全性									
N	89		52		10mg n=24 / 30mg n=24	42 (12mg)	31 (8mg)	312 (所有肿瘤)	58/52 (2.5mg/kg Q3W)
不良事件类型: TRAE/TEAE	TRAE	TRAE	TRAE		TRAE	TEAE	TRAE	TRAE	TRAE
≥3级不良反应	整体(n=89): 23% 剂量<2.0mg/kg (n=50): 6%	27% vs. 62%	25.0%		10mg: 20.8% / 30mg: 37.5%	50.0%		51%	74.1% / 75%
严重不良反应	整体(n=89): 21% 剂量<2.0mg/kg (n=50): 4%	28% vs. 31%						28%	46.6% / 50%
因不良反应导致停药	整体(n=89): 5.6% 剂量<2.0mg/kg (n=50): 0%	3% vs. 6%	5.8%			16.7%		4%	12.1% / 13.5%
因AE/TRAE/TEAE导致的死亡	TEAE: 整体(n=89): 2.2% 剂量<2.0mg/kg (n=50): 0%	0.4% vs. 2%	3.8%			14.3%			3.4% / 3.8%
间质性肺病（ILD）比例	整体(n=89): 10.1% 剂量<2.0mg/kg (n=50): 0%					11.9%		1%	0% / 0%
≥3级 ILD	整体(n=89): 2.2% 剂量<2.0mg/kg (n=50): 0%					2.4%			0% / 0%
≥3级 CRS			1.9%						
≥3级 ICANS			0.0%						

资料来源：ASCO、CSCO、WCLC、ESMO、浦银国际

国内创新药支持政策更加明确清晰，利好创新药长期发展

明确的创新药政策支持令我们看好中国创新药长期发展。2025 年 2 月，《支持创新药高质量发展意见》第二版征求意见稿开始在业内流传，我们认为出台时间基本符合预期，反映出国家正积极推进创新药长期发展，且第二稿文件进一步厘清市场化重点关注的商保丙类目录相关政策，短期可落地性明显增强，包括鼓励商业健康保险发展，增设以创新药为重点的丙类药品目录，鼓励商保公司设立创新药投资基金等等（更多解读详情请见我们先前报告）。2025 年 3 月发布的《2025 年政府工作报告》中明确提出制定创新药目录，支持创新药发展，这是继 2024 年全链条支持创新药发展政策出台后，国家层面再次明确对于创新药发展的全面及明确的支持，随着政策细则后续逐步落地，我们看好中国创新药发展的长期前景。

除了中央层面的创新药支持政策，各地亦陆续发布地方层面的创新药支持政策，包括北京市医疗保障局等九部门于 2025 年 4 月印发《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2025 年）》，在持续促进临床试验提质增效、不断提升审评审批效能、持续扩大创新医药生产流通、持续推动创新医药临床使用、人工智能赋能医药创新发展、加强创新医药投融资支持、优化创新医药产业布局、保障措施共 8 个方面提出支持创新药高质量发展的具体措施。

图表 33：近 2 年中央政府发布的创新药利好政策

时间	政策	核心内容
2024 年 2 月	《建立新上市化学药品首发价格形成机制，鼓励高质量创新的通知》征求意见稿	● 针对高水平创新药给出一定企业自主定价空间。
2024 年 3 月	《2024 年政府工作报告》	● 积极培育新兴产业和未来产业。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道，创建一批未来产业先导区。
2024 年 6 月	《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	● 研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜； ● 推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围； ● 加大创新药临床综合评价力度，促进新药加快合理应用； ● 加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	● 提出健全支持创新药和医疗器械发展机制，完善中医药传承创新发展机制。
2024 年 7 月	《关于印发按病组和病种分值付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》	● 对符合条件的新药耗新技术在应用初期按项目付费或以权重(点数)加成等方式予以支持。
2024 年 7 月	《全链条支持创新药发展实施方案》	● 全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。 ● 要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2025 年 2 月	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）	● 鼓励商业健康保险发展，增设以创新药为重点的丙类药品目录。丙类目录结算价格由国家医保局组织商业保险公司与药企平等协商确定，做好丙类药品目录与基本医保药品目录的衔接；每年定期开展基本医保药品目录和丙类药品目录调整；丙类目录药品在进院管理上享受与基本医药甲乙类目相同的政策待遇， ● 鼓励商保公司设立创新药投资基金。涉创新医药权益类投资规模达到本企业上年度存量健康保险资金总额一定比例的，医保部门在与商业健康保险合作等方面予以支持。
2025 年 3 月	《2025年政府工作报告》	● 提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药发展”。旨在从研发、审评、支付等全链条支持创新药发展，区分创新药与非创新药，强化政策倾斜。

资料来源：各政府网站、浦银国际

图表 34：近 2 年内各地发布的创新药利好政策

时间	地区	政策名	核心内容
2024 年 1 月	广州	《广州促进生物医药产业高质量发展的若干政策措施》	● 支持创新药研发。对新药临床前研究阶段的关键核心技术攻关项目，择优列入市科技计划以重大科技项目形式给予支持。 ● 支持创新药及医疗器械产业化落地。对生物制品、1 类中药、2 类高端中药、1 类化学药品、2 类高端化学药品以及取得第三类、第二类高端医疗器械产品首次注册证书，并实现产业化的项目，经评审，按项目总投资的 10%给予后补助支持，最高不超过 5000 万元。
2024 年 1 月	上海	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023－2027 年）》	● 对发展创新药产业提出一系列先行先试的政策措施，包括提出“依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展”。
2024 年 3 月	上海	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	● 措施分为 9 类 28 条,包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等
2024 年 4 月	珠海	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（公开征求意见稿）》	● 推广应用创新医药产品。支持我市生物医药企业创新产品优先纳入医保目录，鼓励医疗机构优先使用。
2024 年 4 月	广州	《广州开发区(黄埔区)促进生物医药产业高质量发展办法》	● 对全球顶尖项目最高支持额度 50 亿元；对相关创新转化项目按总投资额 30%予以支持；对在研的创新药、改良型新药和生物类似药，分阶段进行临床研发费用比例补贴；对拿下不同批文给予相应支持，最高可达 1000 万；对为当期创新药械提供服务机构（GCP、GLP、CRO、CMO、CDMO）按照投入或者服务总金额按比例资助；也包括对租赁当期办公室进行孵化众创空间进行办公用房租金补贴。
2024 年 4 月	北京	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施(2024)(征求意见稿)》	● 临床试验启动整体用时压缩至 28 周以内; ● 药品补充申请审评时限从 200 日压缩至 60 日，药品临床试验审批时限从 60 日压缩至 30 日; ● 国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于 4 次; ● 对符合条件的新药新技术费用，不计入 DRG 病组支付标准，单独支付; ● 国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制: ● 强化创新医药企业投融资支持。
2024 年 6 月	济南	《济南市支持创新医药高质量发展若干措施（2024 年）》	● 探索新药新技术医保支付机制。国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制。对符合条件的新药新技术费用，不计入 DRG 付费（按疾病诊断相关分组付费）病组支付标准，实行单独支付。对使用新药新技术较多的病组，动态调整 DRG 付费病组权重，对费用极高病例实行特病单议。 ● 支持创新药械加速审评审批。扩充创新药械审评审批资源。强化济南市医药创新服务中心机构和人员设置，争创山东省药监局药品审评核查济南分中心，探索在区县（功能区）设置分支机构，加快提升对药械化产品从上市前注册申报辅导、加速审评审批到上市后质量风险预防的全过程一站式服务，指导医药企业加快产品研发上市。
2024 年 7 月	上海	《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	● 注册申请人开展国内Ⅰ期、Ⅱ期、Ⅲ期临床试验并实现产出的 1 类新药，按照规定对不同阶段择优给予不超过研发投入的 40%，最高分别 1000 万元、2000 万元、3000 万元支持；对其中仅需完成早期临床试验、确证性临床试验的细胞与基因治疗 1 类新药，按照规定择优给予最高分别 1500 万元、3000 万元支持。每个单位每年累计支持金额最高 1 亿元； ● 推动实施国家改革试点，将药品补充申请审评时限压缩至 60 个工作日、药物临床试验申请审评审批时限压缩至 30 个工作日。支持国家药监局药品、医疗器械审评检查长三角分中心能力提升，在重点领域产品受理、审评和检查中发挥更大作用。加快开展连续制造生产工艺细则研究； ● 对我市企业研发的创新药、现代中药和高端医疗器械，申请通过 FDA、EMA、CE、PMDA 或世界卫生组织以及金砖国家、“一带一路”国家药品监管机构注册，并在当地实现销售的，按照规定择优给予不超过研发投入的 30%，最高 1000 万元支持。鼓励创新型企业与跨国企业对接合作，对于首付款 1 亿元以上的海外权益许可交易（双方应无投资等关联），按照规定择优给予出让企业不超过其第三方等专业服务投入的 50%，最高 500 万元支持。
2024 年 8 月	珠海	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（修订）》	● 对不同在研阶段的创新药管线、纳入国家药械集采中标品种、新取得海外机构注册认证的药械品种、生物医药与健康领域重点实验室以及相关创新创业团队与人才给予奖补。
2025 年 4 月	北京	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施 （2025 年）》	在持续促进临床试验提质增效、不断提升审评审批效能、持续扩大创新医药生产流通、持续推动创新医药临床使用、人工智能赋能医药创新发展、加强创新医药投融资支持、优化创新医药产业布局、保障措施共 8 个方面的措施。

资料来源：各地医保局、浦银国际

国家鼓励发展商业健康保险，未来“医保+商保”或可打开新空间

过往发展受限的商业健康保险近年迎来了明确的鼓励政策。我国商业保险在整体医疗费用支出中占比约5%，目前由于缺乏受保人生病就医的数据支撑，导致商业健康险覆盖范围狭窄，与基本医保覆盖范围重叠，商业保险作用并未得到充分发挥。2024年11月27日，国家医保局在发表的《医保带来的发展新增量》中重点提及“大力赋能商业保险”，目前国家医保局正在探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策。

丙类目录有望成为发展中国商业健康保险的一次重要尝试，预计2025年内发布第一版。2025年1月17日，在国家医保局召开的新闻发布会上，国家医保局医药服务管理司司长黄心宇介绍，在基本医保甲乙类药品目录的基础上研究制定丙类目录，是完善我国医疗保障药品目录体系的一次重大尝试。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。在使用范围上，国家医保局将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。据介绍，丙类目录与国家基本医保药品目录调整同步开展，计划于2025年内发布第一版。国家医保局将探索优化调整医保支付政策，对于丙类目录药品可不计入医疗机构基本医保自费率指标和集采中选可替代品种监测范围，符合条件的病例原则上可不纳入按病种付费范围，实行按项目付费。此外，在2025年2月流出的《支持创新药高质量发展意见》第二轮征求意见稿中，明确鼓励商业健康保险发展，增设以创新药为重点的丙类药品目录，丙类目录结算价格由国家医保局组织商业保险公司与药企平等协商确定，做好丙类药品目录与基本医保药品目录的衔接，每年定期开展基本医保药品目录和丙类药品目录调整，丙类目录药品在进院管理上享受与基本医药甲乙类目相同的政策待遇，丙类目录药品不计入基本医保自费率指标和集中采购中选可替代品种监测，允许使用职工医保个人账户结余资金购买商保产品。

国产GLP-1、ADC药物、自免药物将在2025年迎来爆发

玛仕度肽减重适应症有望1H25获批，多款国产GLP-1处于NDA阶段。市场关注度较高的信达生物的玛仕度肽减重适应症有望于1H25获批，成为首个国产品牌GLP-1双靶点药物，此外，恒瑞HRS9531、先为达伊诺格鲁肽减重适应症均处于3期。九源基因、联邦、齐鲁、华东医药等多家国产药企的司美格鲁肽生物类似药用于2型糖尿病适应症上市申请已获得受理，我们认为获批之后亦将会存在off-label use用于减重的情况（注：司美格鲁肽化合物专利的无效案件仍在最高人民法院知识产权法庭的审理之中）。国内GLP-1市场预计在2025-2026年将迎来爆发式增长。

图表 35：已获批及在研 GLP1R 管线

企业	药物	靶点	商品名	给药	给药频率	美国获批适应症 (时间)	国内进展		销售额
							2 型糖尿病	减重	
海外主要 GLP1R 药物									
诺和诺德	利拉鲁肽 Liraglutide	GLP1R	诺和力 Victoza	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2010 年)	获批 (2011)	-	2023:DKK 8664m(-28%)
			Saxenda	皮下	1 次/天	减重 (2014 年)	-	-	2023:Saxenda&Wegovy 合计 DKK 41632m(+147%)
	司美格鲁肽 Semaglutide	GLP1R	诺和泰 Ozempic	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2017 年)	获批 (2021.04)	-	2023:DKK 95718m(+66%)
			诺和忻 Rybelsus	口服	1 次/天	2 型糖尿病 (2019 年)	获批 (2024.04)		2023:DKK 18750m(+71%)
			诺和盈 Wegovy	皮下	1 次/周	减重 (2021 年)	-	获批 (2024.06)	2023:Saxenda&Wegovy 合计 DKK 41632m(+147%)
礼来	度拉糖肽 Dulaglutide	GLP1R	度易达 Trulicity	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2014 年)	获批 (2019.02)	-	
	替尔泊肽 Tirzepatide	GLP1R/GIPR	Mounjaro	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2022.05)	获批 (2024.05)	获批 (2024.07)	
	瑞他鲁肽 Retatrutide	GLP1R/GIPR/GCGR	-	皮下	1 次/周	-	-	I 期	
	Orforglipron	GLP1R	-	口服	1 次/天	-	III 期	III 期	
阿斯利康	艾塞那肽 Exenatide	GLP1R	百泌达 Byetta	皮下	2 次/天	2 型糖尿病 (2005 年)	获批 （2009）	-	
			百达扬 Bydureon	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2012 年)	获批	-	
赛诺菲	利司那肽 Lixisenatide	GLP1R	利时敏 Adlyxin/Lyxumia	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2016 年)	获批 (2017)	-	
国内主要 GLP1R 药物（II 期及之后）									
华东医药	利拉鲁肽	GLP1R	利鲁平	皮下	1 次/天	-	获批 (2023.03)	获批 (2023.07)	
	HDM1002 片	GLP-1R		口服	1 次/天		II 期	II 期	
	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	NDA (2025.04)	-	
仁会生物	贝那鲁肽	GLP1R	谊生泰/菲塑美	皮下	3 次/天	-	获批 (2016.12)	获批 (2023.07)	
翰森	聚乙二醇洛塞那肽	GLP1R	孚来美	皮下	1 次/周		获批 (2019.05)	-	
	HS-20094	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	III 期	
信达生物	玛仕度肽	GLP1R/GCGR	-	皮下	1 次/周	-	NDA (2024.08)	NDA (2024.02)	
通化东宝	利拉鲁肽	GLP1R	统博力	皮下	1 次/天		获批 (2023.11)		
九源基因	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	NDA (2024.04)		
质肽生物	利拉鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/天		III 期	III 期	
	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/周		III 期	-	
	ZT002 注射液	GLP-1R		皮下	1 次/2 周或 4 周		II 期	II 期	
华润双鹤	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/周		III 期		
万邦医药	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/周		III 期		
	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1 次/天		III 期		
倍特生物	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/周		III 期	III 期	
翰宇医疗	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/周		III 期	III 期	
正大天晴	司美格鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/周		III 期	-	
	利拉鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/天		获批 (2024.06)		
惠升生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
宸安生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	

联邦制药	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1 次/天		III 期	
	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	NDA (2025.01)	III 期
	利拉鲁肽	GLP1R		皮下	1 次/天		获批 (2025.03)	
	德谷胰岛素利拉鲁肽注射液	insulin; GLP-1R		皮下	1 次/天		III 期	
丽珠集团	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	NDA (2024.06)	III 期
博瑞医药	BGM0504	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期
甘李药业	GZR18	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期
石药/天境	TG103	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	II 期
恒瑞医药	HRS9531	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	III 期
			-	口服	1 次/天		I 期	II 期
	HR17031	insulin; GLP-1R		皮下	1 次/周		III 期	
	HRS-7535	GLP-1R		口服	1 次/天		III 期	III 期
东方百泰	Exendin-4 Fc	GLP-1/GLP-1R		皮下	1 次/周		III 期	
华兰生物	HL08	GLP-1/GLP-1R		皮下	1 次/周		II 期	
德睿智药	MDR-001 片	GLP-1R		口服	2 次/天			II 期
民为生物	MWN101	GLP-1; GIP; glucagon		皮下	1 次/周		II 期	II 期
众生睿创	RAY1225	GLP-1R; GIPR		皮下	1 次/周		II 期	II 期
信立泰	SAL0112 片	GLP-1R		口服	-		II 期	II 期
闻泰医药	VCT220 片	GLP-1R		口服	1 次/天		II 期	II 期
常山药业	艾本那肽	GLP-1/GLP-1R		皮下	1 次/周		NDA (2024.04)	
先为达	伊诺格鲁肽 Ecnoglutide	GLP-1/GLP-1R		皮下	1 次/周		III 期	III 期
鸿运华宁	格鲁塔株单抗	GLP-1/GLP-1R		皮下	1 次/周		III 期	Ib/II 期
双鹭药业	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1 次/天		III 期	
东阳光药业	利拉鲁肽	GLP-1R		皮下	1 次/天		III 期	
翰森/恒瑞	诺利糖肽	GLP-1R		皮下	1 次/天		III 期	II 期
中奇制药	司美格鲁肽	GLP-1R		皮下	1 次/周		III 期	III 期
齐鲁制药	司美格鲁肽	GLP-1R		皮下	1 次/周		NDA (2024.09)	
银诺医药	苏帕鲁肽	GLP-1R		皮下	1 次/周		获批 (2025.01)	III 期
派格生物	维派那肽	GLP-1R		皮下	1 次/周		NDA (2023.09)	I 期
华阳药业	注射用重组艾塞那肽-人血清白蛋白融合蛋白(酵母菌)	GLP-1/GLP-1R		皮下	1 次/周		II 期	

注：*非完全统计；资料来源：公司资料、浦银国际

国产 ADC 药物陆续获批，中国 ADC 市场有望迎来迅猛增长。截至目前，已有 3 个国产 ADC 产品获批，分别为荣昌生物的 RC48 (HER2 ADC)、科伦博泰 SKB264 (TROP2 ADC，于 2024 年 11 月获批) 和恒瑞瑞康曲妥珠单抗 (HER2ADC，于 2025 年 5 月获批)。此外，乐普生物维贝柯妥塔单抗、科伦博泰博度曲妥珠单抗处于 NDA 阶段，预计有望于 2H25/2026 年获批。除此之外，35 个 ADC 候选药物处于 3 期，分别来自包括恒瑞、康诺亚、信达、百利天恒、礼新、映恩、石药、中生制药、乐普生物在内的多家公司，中长期中国 ADC 市场预计将持续快速增长。

图表 36：中国 12 款已获批 ADC 药物

药品	公司	靶点	抗体	连接子	毒素	DAR	中国批准时间
Adcetris (Brentuximab vedotin)	Seagen	CD30	人鼠嵌合 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2020 年
Kadcyla (Trastuzumab ado-emtansine)	罗氏/基因泰克	HER2	人源化 IgG1	硫醚	DM1	3.5	2020 年
Besponsa (Inotuzumab ozogamicin)	辉瑞	CD22	人源化 IgG4	腙	卡利霉素	5-7	2021 年
爱地希 (Disitamab vedotin)	荣昌生物	HER2	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2021 年
Trodelvy (Sacituzumab govitecan)	Immunomedics	Trop-2	人源化 IgG1	碳酸酯	SN-38	7-8	2022 年
Polivy (Polatuzumab vedotin)	罗氏/基因泰克	CD79b	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	3.5	2023 年
Enhertu (Trastuzumab deruxtecan)	第一三共/阿斯利康	HER2	人源化 IgG1	四肽	Dxd	8	2023 年
Padcev (Enfortumab vedotin)	安斯泰来/Seagen	Nectin-4	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2024 年
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	TROP2	人源化 IgG1	CL2A	KL610023	7.4	2024 年
索米妥昔单抗	艾伯维	FRα	人源化 IgG1	二肽	DM4	2.3	2024 年
替朗妥昔单抗 (Loncastuximab Tesirine)	ADC Therapeutics	CD19	人源化 IgG1	缬氨酸-丙氨酸	SG3199	2.3	2024 年
瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药	HER2	人源化 IgG1	四肽	瑞泽替康	6	2025 年

资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 37：中国企业在研 3 期及之后阶段 ADC 项目

药品	企业	靶点	项目中国阶段	中国阶段日期
维替索妥尤单抗	Seagen	tissue factor	申请上市	2025-03-13
玛贝兰妥单抗	GSK	BCMA	申请上市	2024-12-07
维贝柯妥塔单抗	乐普生物; 美雅珂	EGFR	申请上市	2024-09-25
德达博妥单抗	Daiichi Sankyo Inc	TROP2	申请上市	2024-03-16
博度曲妥珠单抗	科伦博泰	HER2	申请上市	2023-05-11
SHR-A1912	恒瑞医药	CD79b	3 期	2025-05-14
HS-20089	翰森生物; 恒邦药业	B7-H4	3 期	2025-03-21
IBI354	信达生物	HER2	3 期	2025-03-20
SHR-A2102	盛迪亚生物; 上海恒瑞医药	nectin-4	3 期	2025-03-05
Zilovertamab vedotin 注射液	默沙东研发(中国)有限公司	ROR1	3 期	2025-02-02
MHB088C	明慧医药(杭州)有限公司	B7-H3	3 期	2025-01-21
BAT8006	百奥泰	FRα	3 期	2024-12-25
SYSA1801 注射液	石药巨石生物	CLDN18.2	3 期	2024-12-23
YL201	宜联生物	B7-H3	3 期	2024-12-17
SHR-A2009	盛迪亚生物	HER3	3 期	2024-12-12
GQ1005 注射液	启德医药	HER2	3 期	2024-11-05
TQB2102	正大天晴	HER2	3 期	2024-10-11
FDA018 抗体偶联剂	复旦张江	TROP2	3 期	2024-08-22
ifinatamab deruxtecan	Daiichi Sankyo	B7-H3	3 期	2024-07-29
SHR-A1904	恒瑞医药	CLDN18.2	3 期	2024-07-16
重组人源化抗 Trop2 单抗-SN38 偶联物	东曜药业; 诗健生物	TROP2	3 期	2024-07-11
SYS6010	石药巨石生物	EGFR	3 期	2024-07-10
IBI343	信达生物	CLDN18.2	3 期	2024-06-30
LM-302	礼新医药	CLDN18.2	3 期	2024-06-24
BL-M07D1	百利药业	HER2	3 期	2024-05-22
SHR-A1921	恒瑞医药	TROP2	3 期	2024-05-16
HS-20093	翰森生物	B7-H3	3 期	2024-04-22
AZD0901 注射液	康诺亚; 阿斯利康	CLDN18.2	3 期	2024-03-12
PF-08046047	BSP Pharmaceuticals; 辉瑞; Seagen	ITGB6	3 期	2024-03-06
DB-1303	映恩生物	HER2	3 期	2024-01-18
9MW2821	迈威生物	nectin-4	3 期	2023-12-29
伦康依隆妥单抗	百利药业;	HER3; EGFR	3 期	2023-12-18
JSKN003	康宁杰瑞	HER2	3 期	2023-12-01
DP303c; DP303c 注射液	石药巨石生物	HER2	3 期	2023-11-08
MRG002	美雅珂	HER2	3 期	2023-04-06
LCB14-0110 注射液	复星医药	HER2	3 期	2023-03-28
德达博妥单抗	阿斯利康	TROP2	3 期	2023-02-01
Patritumab Deruxtecan	BSP Pharmaceuticals; 默沙东	HER3	3 期	2022-08-03
Telisotuzumab Vedotin	AbbVie	c-Met	3 期	2022-05-16
BAT8001	百奥泰	HER2	3 期	2018-08-25

资料来源：医药魔方、浦银国际

多款重磅国产自免药物年内获批，自免领域国产替代加速。多款重磅国产自免药物于 1H25 获批，包括恒瑞医药的艾玛昔替尼已于 2025 年 3 月获批上市用于治疗对一种或多种 TNF 抑制剂疗效不佳或不耐受的活动性强直性脊柱炎成人患者；康方的依若奇单抗于 2025 年 4 月获批用于治疗中重度斑块型银屑病成年患者，这也是首个靶向 IL-12/IL-23 的国产 1 类新药；泽璟的吉卡昔替尼于 2025 年 5 月获批用于中危或高危原发性骨髓纤维化（PMF）、真性红细胞增多症继发性骨髓纤维化（PPV-MF）和原发性血小板增多症继发性骨纤维化（PET-MF）的成人患者，治疗疾病相关脾肿大或疾病相关症状。另外，恒瑞 SHR4640、康方古莫奇单抗均于 1H25 递交了 NDA。随着国产自免创新药的陆续获批，国产替代有望加速实现。

图表 38：重点国产自免类药物

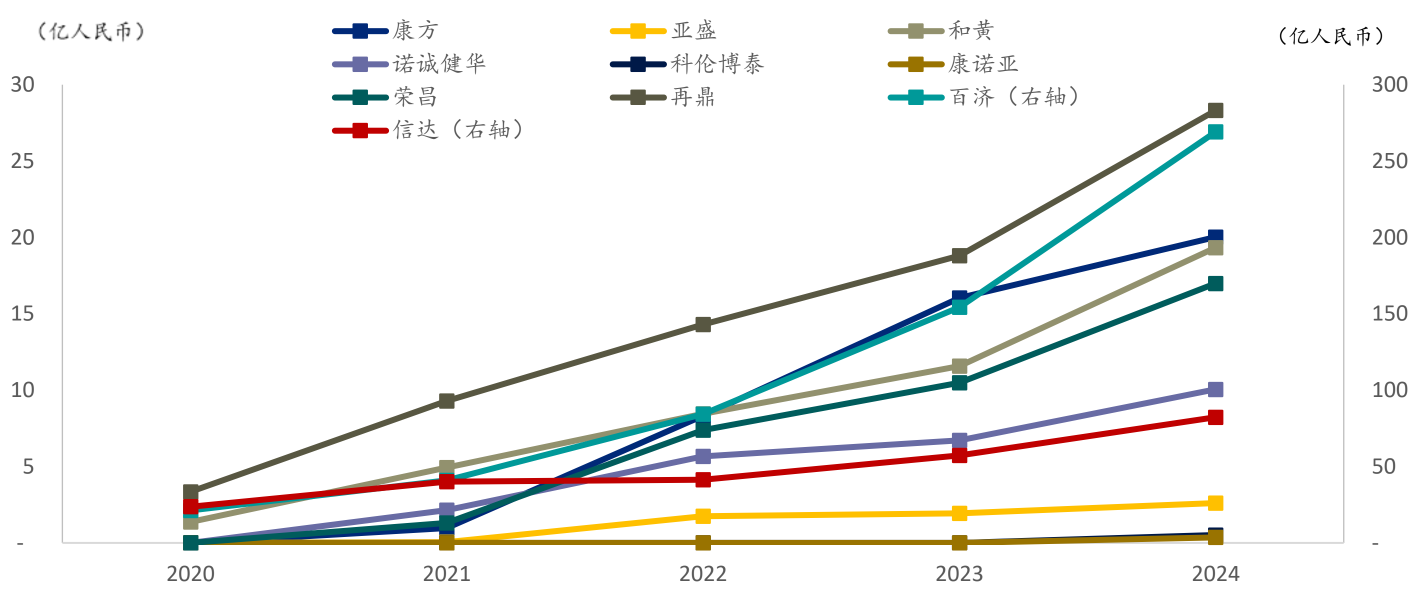
公司	在研药物	靶点	类型	研发进度	NDA 日期
恒瑞医药	夫那奇珠单抗	IL-17A	单抗	已获批	2024 年 8 月获批
	艾玛昔替尼	JAK1	化药	已获批	2025 年 3 月获批
	SHR4640	URAT1	化药	NDA	2025 年 1 月
	SHR-1819	IL-4Rα	单抗	3 期	-
康诺亚	司普奇拜单抗	IL-4R α	单抗	已获批	2024 年 9 月获批
智翔金泰	赛立奇单抗	IL-17A	单抗	已获批	2024 年 9 月获批
康方生物	依若奇单抗	IL-12/IL-23	单抗	已获批	2025 年 4 月获批
	古莫奇单抗	IL-17A	单抗	NDA	2025 年 1 月
泽璟制药	吉卡昔替尼	pan-JAK	化药	已获批	2025 年 5 月获批
三生国健	SSGJ-608	IL-17A	单抗	NDA	2024 年 11 月
	SSGJ-613	IL-1β	单抗	3 期	-
荃信生物	QX001S（乌司奴单抗生物类似药）	IL-12/IL-23	单抗	已获批	2024 年 10 月获批
	QX002N	IL-17A	单抗	3 期	-
百奥泰	BAT2206（乌司奴单抗生物类似药）	IL-12/IL-23	单抗	NDA	2024 年 5 月
	BAT2306（司库奇尤单抗生物类似药）	IL-17A/F	单抗	NDA	2025 年 2 月

资料来源：公司资料、浦银国际 ·

创新药逐渐步入收获期，更多 Biotech 将在 2025 年迎来盈利，龙头 Pharma 创新转型亦加速

得益于创新药产品收入的持续增长，更多 Biotech 公司有望迎来自身商业化盈利。在港股 Biotech 公司中，信达生物与和黄医药已于 2024 年提前实现盈利，两者均较此前指引的 2025 年提前 1 年完成盈亏平衡目标。此外，**百济**和**再鼎**亦有望于 2025 年实现盈利，其中百济指引 2025 年实现 GAAP OP 盈利，再鼎指引 4Q25 实现 Non-GAAP OP 盈利。

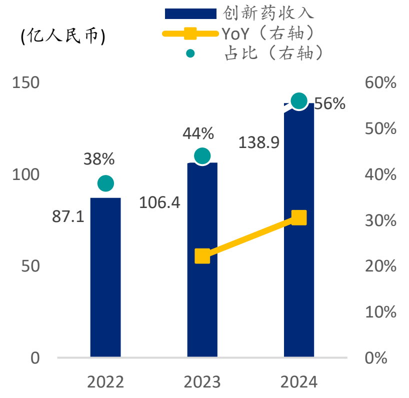
图表 39：创新药收入 – 主要创新药企



资料来源：公司资料、浦银国际 ·

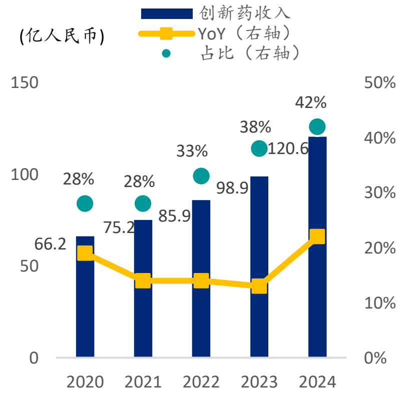
Big Pharma 创新药收入占比稳步提升，持续推进创新药转型。头部 Pharma 收入中创新药占比不断提升，如恒瑞医药 2024 年创新药销售额 138.9 亿元（含税），占收入比例由 2022 年 38%提升至 2024 的 56%（占收入比例按除税口径计算）；中国生物制药创新药销售额 120.6 亿元，占收入比例由 2020 年 28%提升至 2024 的 42%；翰森制药创新药销售额 94.8 亿元，占收入比例由 2020 年 18%提升至 2024 的 77%。随着更多创新药的获批与放量，创新药收入占比有望持续提升，叠加头部 Pharma 存量仿制药集采风险的出清，带动头部 Pharma 利润率的提升。

图表 40：恒瑞创新药收入



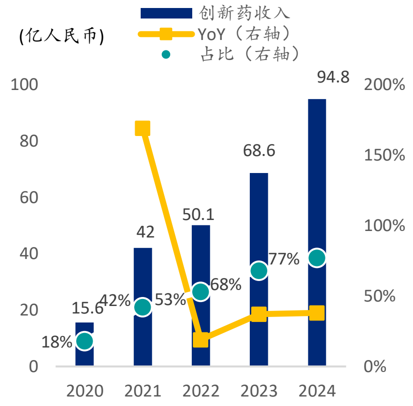
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 41：中国生物制药创新药收入



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 42：翰森创新药收入



资料来源：公司资料、浦银国际

重申我们对创新药板块持续看好的观点。看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重点研发管线数据读出、重磅 BD 潜力的生物科技企业或龙头创新药企，**首选推荐信达生物、百济神州**。信达生物作为中国头部生物科技企业，短期商业化及出海催化剂丰富，包括重磅 GLP-1 药物即将国内获批上市、IBI363 作为潜在 Best-in-class 药物短期出海潜力大；百济神州作为优秀的全球生物科技企业，年中及下半年催化剂密集，包括季度泽布替尼销售及公司盈利好于预期、重磅 CDK4 抑制剂 POC 数据读出（预计 6 月底）、以及积极的多款早期研发管线药物 POC 数据读出（预计 2H25）有望推动股价上涨。此外，我们建议关注**和黄医药、再鼎医药、亚盛医药、恒瑞、中生制药**。

图表 43：创新药企业估值表

代码	公司名称	股价（当地货币）	市值（百万美元）	过去 1 个月股价变动（%）	年初至今股价变动（%）	12 个月前瞻市销率（x）		市销率（x）			收入同比变动（%）		
						现值	3 年均值	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6160 HK	百济神州	156.3	32,143	10.9	43.1	5.8	7.3	6.3	5.2	4.5	35.1	20.9	16.4
1877 HK	君实生物	21.3	4,125	42.6	83.9	9.9	11.7	11.2	8.6	7.0	NA	30.0	22.6
1801 HK	信达生物	73.0	15,345	39.6	99.5	8.5	6.9	9.4	7.6	6.0	24.8	23.4	25.8
9995 HK	荣昌生物	46.1	4,239	21.6	220.1	10.7	13.2	12.7	8.9	6.7	39.9	43.6	33.0
6185 HK	康希诺	34.5	1,534	5.7	9.5	8.9	10.1	10.2	7.6	6.0	NA	35.3	26.8
9688 HK	再鼎医药	29.7	4,176	31.1	42.1	6.1	7.0	7.4	4.9	3.4	41.9	49.1	47.2
9926 HK	康方生物	82.3	9,414	(1.7)	35.6	15.4	10.8	19.0	12.3	8.4	67.5	54.0	46.1
9969 HK	诺诚健华	11.8	3,158	23.6	92.8	13.9	11.1	15.6	12.1	9.0	43.7	28.8	35.1
13 HK	和黄药业	24.1	2,677	6.2	6.9	3.6	3.9	3.9	3.2	2.7	9.9	19.8	18.7
2162 HK	康诺亚	47.8	1,704	7.9	54.7	13.7	54.3	18.1	10.4	5.7	58.0	73.8	82.5
9966 HK	康宁杰瑞	7.9	966	3.3	125.1	NA	14.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2171 HK	科济药业	19.1	1,395	18.0	107.6	9.0	49.2	14.4	6.0	11.0	1,668.2	140.0	-45.4
2696 HK	复宏汉霖	45.5	3,148	24.2	91.8	3.7	1.7	3.8	3.5	3.1	4.0	7.2	16.1
2137 HK	腾盛博药	1.8	165	(9.1)	83.7	NA	5.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1477 HK	欧康维视	7.6	792	44.2	69.8	5.8	9.3	6.7	4.9	3.9	103.9	36.4	27.3
6855 HK	亚盛医药	55.0	2,442	18.5	21.0	13.1	12.1	32.6	7.3	11.1	-45.2	344.5	-34.0
9939 HK	开拓药业	1.4	82	13.4	48.5	NA	4.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2616 HK	基石药业	3.9	683	48.3	70.9	15.3	3.8	20.4	11.5	9.6	-40.8	77.2	19.4
1952 HK	云顶新耀	47.7	1,987	(1.2)	(1.4)	7.4	8.1	9.4	5.7	4.1	115.5	63.6	39.2
2552 HK	华领医药	3.2	429	52.6	118.5	NA	5.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1167 HK	加科思	5.1	514	48.5	302.4	34.0	20.3	43.9	26.1	16.3	-46.1	68.2	60.7
1672 HK	歌礼制药	7.7	946	21.6	155.8	97.5	26.0	7,07	42.3	144.8	-25.2	16,615	-70.8
6996 HK	德琪医药	3.7	316	27.6	461.5	11.5	4.0	16.5	8.2	6.9	49.5	101.8	18.4
6990 HK	科伦博泰	338.8	9,813	7.6	107.5	29.5	21.2	36.5	23.5	14.9	0.0	55.3	57.5
2256 HK	和誉开曼	9.6	823	29.5	108.3	10.6	66.8	10.9	10.3	9.2	7.8	5.4	12.4
3681 HK	中国抗体	2.1	325	41.3	94.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	2.0	193	3.2	9.5	NA	2.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2181 HK	迈博药业	0.5	255	10.2	73.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	3.0	209	81.3	150.8	NA	15.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2142 HK	和铂医药	8.0	840	(2.7)	328.0	5.2	4.2	4.5	6.5	4.8	390.8	-31.0	36.4
1177 HK	中国生物制药	4.6	10,926	19.3	42.8	2.3	1.9	2.4	2.2	2.0	11.4	10.0	10.1
3692 HK	翰森制药	27.4	20,766	15.1	58.6	10.6	7.2	11.0	10.2	9.1	10.7	7.9	11.4
2096 HK	先声药业	12.5	3,961	45.0	76.1	3.5	2.3	3.7	3.3	2.9	15.1	14.0	12.6
1530 HK	三生制药	20.2	6,177	74.7	232.2	4.2	1.9	4.1	4.4	4.0	35.6	-6.6	9.7
1093 HK	石药集团	8.9	13,020	54.8	85.6	3.1	2.1	3.1	3.0	2.9	3.9	4.0	5.1
300558 CH	贝达药业	62.5	3,660	22.5	15.9	6.4	5.9	6.9	5.8	5.0	30.9	19.2	16.4
600276 CH	恒瑞医药	53.8	49,416	4.4	17.2	10.9	10.0	11.5	10.2	9.0	NA	12.6	14.0

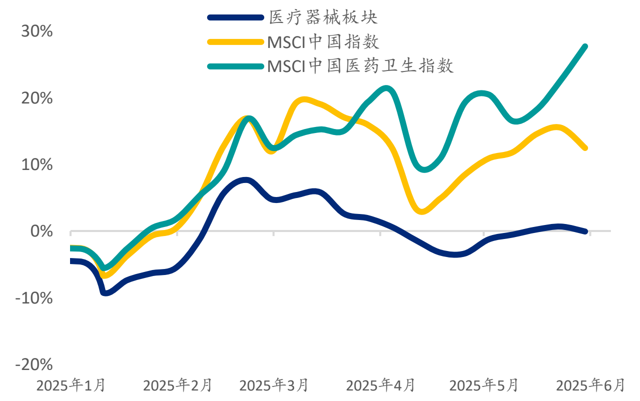
注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 6 月 6 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际 ·

医疗器械：医疗设备更新逐步落地，关注设备及创新高耗

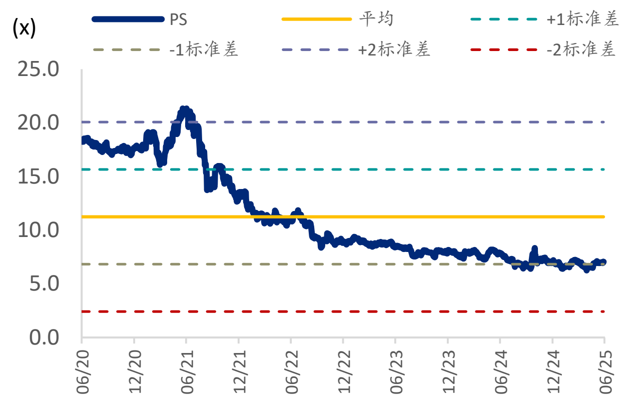
股价表现：截至 2025 年 6 月 6 日，今年以来医疗器械板块涨幅为 2%，跑输 MSCI 中国医药指数。估值上，板块前瞻市销率 7x，较过去 5 年均值低 0.9 个标准差。从基本面上看，医疗设备更新项目招投标从 4Q24 起提速，但由招投标启动到转化为销售收入一般需 6-8 个月的时间，因此设备采购回暖仍未在各设备类上市公司 1H25 业绩上反映。此外，反腐常态化严监管对医生手术积极性仍有一定影响，对器械公司 1H25 业绩及估值复苏造成压制。

图表 44：医疗器械板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至 2025 年 6 月 6 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 45：医疗器械板块 PS Band



注：数据截至 2025 年 6 月 6 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

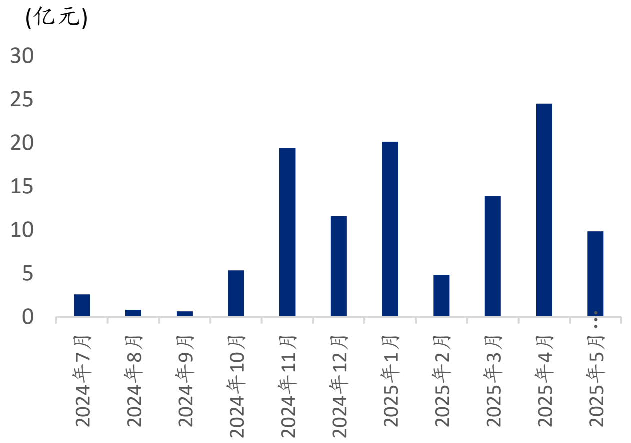
展望 2H25，我们对器械板块表现的观点相较 1H25 更为乐观。1H25 器械板块整体仅仅录得轻微上涨（主因 A 股及港股器械表现分化，A 股器械表现乏力抵消了港股器械的涨幅），考虑到 2H24 业绩相对低基数，叠加器械板块景气度有望受到设备更新政策实质性落地拉动以及反腐影响常态化，我们对 2H25 器械板块的表现会相较 1H25 更为乐观。

在设备、高值耗材、低值耗材及 IVD 四大子板块中，我们继续看好**创新高值耗材及医疗设备细分赛道**，主因：1）创新高值耗材：1H25 港股创新耗材虽录得明显涨幅，但我们认为估值水平在此前 4 年大幅下调后，短期仍有继续提高的空间，此外未来多数高值耗材将以此前批次的集采续约为主，从目前已进行的高值耗材续约情况看，续约降价相对温和，高值耗材板块整体集采降价风险已大幅出清，业绩能见度提升；2）医疗设备：设备更新项目招标从 2024 年 10 月起已有提速，考虑到从招投标到转化为企业端收入需要 6-8 个月，预计设备更新对医疗设备企业收入的拉动有望在 3Q25 起显现，设备龙头在基本面及估值上均有提升空间。**个股层面，建议关注爱康医疗、归创通桥、迈瑞医疗。**

医疗设备更新及设备类集采进展为 2H25 医疗设备核心关注点，医疗设备板块收入有望于 3Q25 明显回暖：

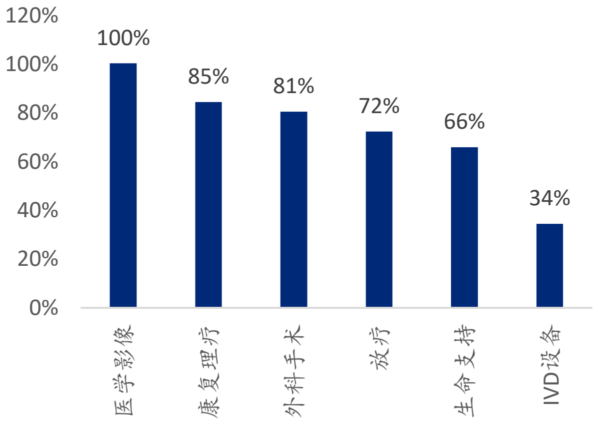
1) **医疗设备更新：**自国务院于 2024 年 3 月发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》以来，医疗领域设备更新进度整体并不快，但从 2024 年 10 月起，全国设备更新项目招标金额明显增加，我们预计从设备招标到转化为公司收入大约需要 6-8 个月的时间，设备更新的政策利好有望于 3Q25 起拉动医疗设备类公司收入增长，从 5M25 细分设备品类增速看，医学影像、康复理疗及外科手术设备为同比增速最高的 3 个细分品类，3 个细分品类 5M25 市场规模均录得超过 80%的同比涨幅。

图表 46：我国设备更新招标金额自 2024 年 10 月起呈现复苏态势



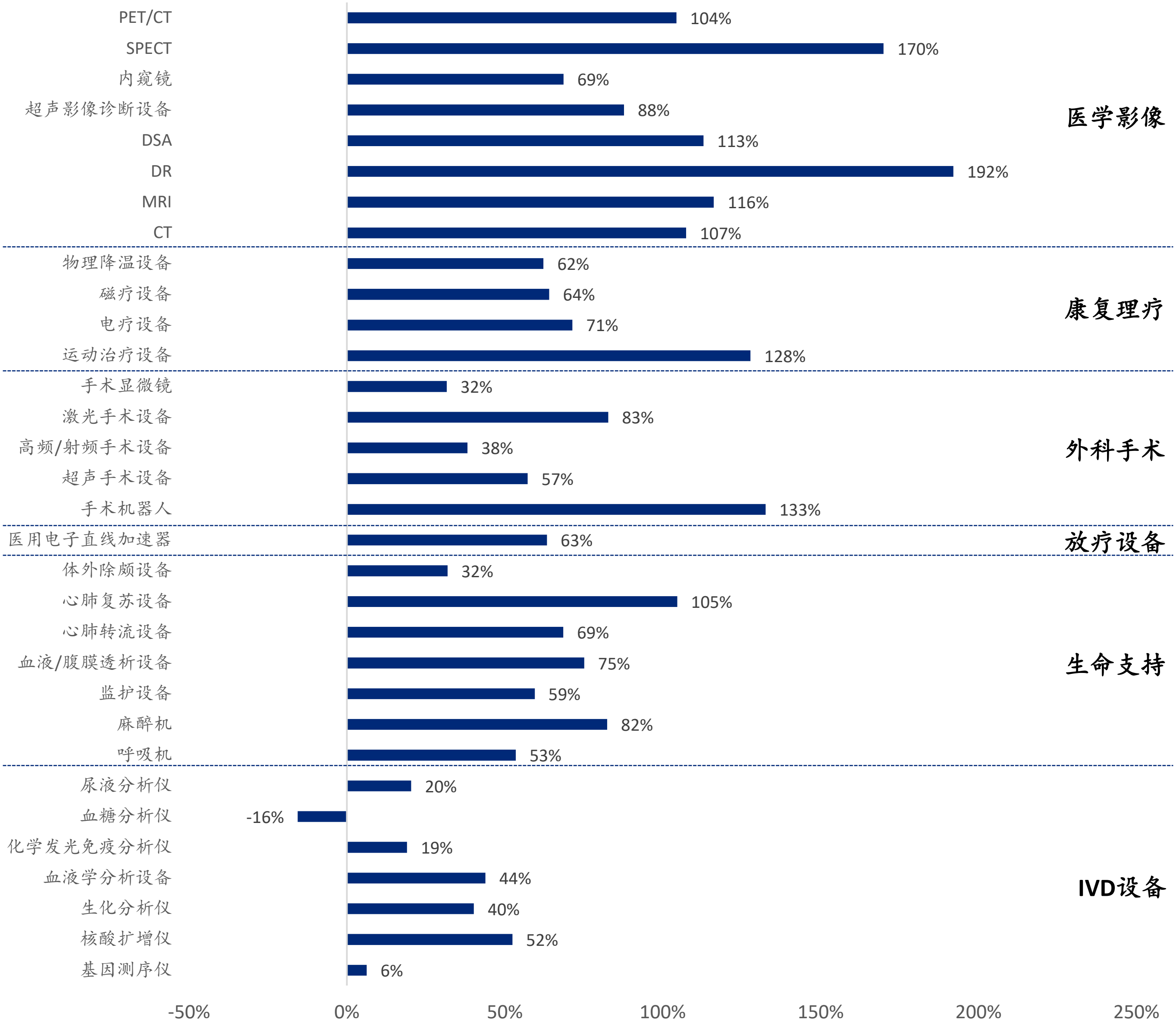
资料来源：众成数科、浦银国际整理

图表 47：我国医疗设备细分市场规模 2025 年 1-5 月同比增速



资料来源：医装数胜、浦银国际整理

图表 48：我国主要医疗设备市场规模 2025 年 1-5 月同比增速



资料来源：医装数胜、浦银国际整理

图表 49：医疗设备更新相关政策

政策发布日期	政策名称	主要内容
2024年3月7日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（链接）	● 到2027年医疗等七大领域设备投资规模较2023年增长25%以上 ● 推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。 ● 推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板
2024年4月7日	中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款	● 中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年
2024年5月29日	《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》	● 主要大型医疗设备百万人口拥有量基本达到中高收入国家平均水平 ● 鼓励国家医学中心等一批国内拔尖医院对标国际一流水平，适度超前配置一批高端放疗设备、超高场强磁共振成像系统、手术机器人、高分辨质谱仪、超高分辨率显微成像及分析系统等融合型、交叉型重大医疗和科研设备 ● 支持服务人口多、基本医疗服务能力强的乡镇卫生院，配置X射线计算机断层扫描系统（CT）、数字射线成像检测（DR）、彩超、全自动生化分析仪等设备，以及呼吸机、肺功能仪等 ● 医疗卫生领域设备更新所需资金，由超长期国债、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排 ● 对地方的医疗卫生领域设备更新项目，原则上按照东、中、西、东北部地区分别不超过项目总投资的40%、60%、80%、80%的比例进行支持
2024年6月21日	《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》	● 银行向经营主体发放的贷款符合再贷款报销条件的，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点
2024年7月24日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	● 统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金支持医疗等7大领域设备更新 ● 对符合《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》条件经营主体的银行贷款本金，中央财政贴息从1个百分点提高到1.5个百分点，贴息期限2年，贴息总规模200亿元
2025年1月5日	《关于2025年加力扩围实施规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	● 重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用 ● 要求开展医疗领域存量设备评估诊断，明确更新目标和实施方案 ● 强化资金支持，国家发展改革委牵头安排超长期特别国债资金支持设备更新

资料来源：国家发改委、浦银国际整理

2) **医疗设备集采：**2025年起，医疗设备领域的集采加速落地，且从已公布集采中标金额的项目看，部分设备类集采价格降幅较高，如2025年5月开标的河南省县域医共体设备更新项目（一期：148台CT），中标金额相较预算金额下降42%；2025年4月开标的福建省2024年CT、MR医用设备集中带量采购中标金额相较预算金额下降45%。此外，医疗设备集采整体呈现扩面趋势，采购品类从基础设备（DR、监护仪、生化分析仪）延伸至高端设备（CT MRI、PET-CT），医疗设备集采扩面及价格下滑预计将对设备类企业收入增速造成一定冲击，但因医疗设备更新需求较大，我们预计采购放量有望弥补价格下降对医疗设备销售收入的影响。

图表 50：2025 年部分医疗设备集采项目梳理

集采项目	采购设备	开标日期	预算金额	中标金额	中标金额较预算金额降幅
河北省县域医共体医疗设备更新项目	79 台彩超	2025 年 3 月	9480 万元	3099 万元	67%
山西医科大学第二医院超长期特别国债彩色多普勒超声诊断仪设备采购项目	13 台彩超	2025 年 3 月	3080 万元	2860 万元	7%
福建省 2024 年 CT、MR 医用设备集中带量采购	CT、MR	2025 年 4 月	7.41 亿元	4.08 亿元	45%
河南省县域医共体设备更新项目（一期）	148 套 CT	2025 年 5 月	3.48 亿元	2.03 亿元	42%

资料来源：中国政府采购网、浦银国际整理

高值耗材领域的集采覆盖率已较高，集采风险基本出清。第五批高耗国采结果已于 2025 年 3 月（人工耳蜗）、2025 年 5 月（外周支架）落地执行。医疗器械的 4 大细分板块中（医疗设备、高值耗材、低值耗材、IVD），高值耗材作为过去 5 年集采重点关注领域，集采进度在所有细分器械赛道中靠前，根据 IQVIA 预测，2025E 集采覆盖度将提升至 54%，考虑到高值耗材中有较多的创新类高值耗材目前暂不适合开展集采，我们认为 54%的集采覆盖率已经相对较高，后续高值耗材集采将以此前批次集采的续约为主。考虑到此前批次的集采价格降幅较高（按销售额加权平均降幅约 60%），且从近期已开展的续约价格降幅看，我们认为后续集采批次带来的价格降幅将相对温和，无论从集采覆盖速度还是从集采降价幅度上看，我们认为高值耗材领域绝大部分集采风险已经出清。

图表 51：医疗耗材集采进展

主要领域	2023 集采累计覆盖% (销售额)	2024 集采累计覆盖% (销售额)	2025E 集采累计覆盖% (销售额)	价格降幅% (加权平均)
体外诊断	5%	13%	23%	55%
中心实验室-生化	25%	46%	72%	59%
中心实验室-免疫	3%	18%	38%	54%
床旁诊断	3%	3%	3%	47%
分子诊断	0%	9%	9%	54%
其他体外诊断	2%	1%	2%	40%
高值耗材	34%	48%	54%	60%
血管介入	50%	55%	60%	61%
骨科	70%	90%	92%	81%
外科	45%	63%	75%	63%
眼科	10%	28%	35%	65%
口腔科	27%	32%	35%	55%
血液净化	5%	45%	50%	45%
非血管介入	15%	21%	25%	67%
神经外科	9%	12%	14%	38%
其他高值耗材	10%	14%	18%	47%
低值耗材	25%	28%	33%	47%
功能性敷料	4%	4%	6%	12%
注射穿刺类材料	57%	60%	68%	60%
基础卫生材料	49%	6%	9%	42%
其他低值耗材	7%	10%	12%	36%

资料来源：IQVIA、浦银国际

图表 52：历次高值耗材国采对比

采购内容	**冠状动脉药物洗脱支架** （材质为钴铬合金或铂铬合金，载药种类为雷帕霉素及其衍生物）	**人工关节** （初次置换人工髋/膝关节）	**骨科脊柱类** （颈椎前路钉板、颈椎后路钉棒、胸腰椎后路微创钉棒等 14 个产品）	**人工晶体、** **运动医学类**	**人工耳蜗、** **外周血管支架** （不含胸主动脉支架、腹主动脉支架）
首次国采					
国采批次	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批
公布采购文件	2020 年 10 月	2021 年 6 月	1 号文件： 2022 年 7 月 2 号文件： 2022 年 9 月	1 号文件： 2023 年 9 月 2 号文件： 2023 年 11 月	1&2 号文件： 2024 年 11 月
开标日期	2020 年 11 月	2021 年 9 月	2022 年 9 月	2023 年 11 月	2024 年 12 月
执行日期	2021 年 1 月	2022 年 4-5 月	2023 年 1-2 月	2024 年 5-6 月	人工耳蜗：2025 年 3 月 外周支架：2025 年 5 月
采购周期	2 年	2 年	3 年	2 年	3 年
降价幅度	93%	82%	84%	人工晶体：60% 运动医学：74%	人工耳蜗：75% 外周支架：60%
国采续约					
开标日期	2022 年 11 月	2024 年 5 月	-	-	-
执行日期	2023 年 1 月	2024 年 6 月	-	-	-
采购周期	3 年	3 年			-
降价幅度	首轮集采中选产品提价约 25%	6%	-	-	-

资料来源：国家联合采购办公室、浦银国际

IVD 年内继续受到集采冲击，生化及免疫仍为 2025 年重点集采领域。截至 2024 年末，IVD 领域的集采覆盖率约为 13%（生化：46%/免疫：18%），我们预计 IVD 领域集采 2025 年内仍主要集中在生化及免疫领域，分子诊断领域的集采则有望从 2026 年起变得更为频繁。安徽 28 省肿标及甲功集采已于 2024 年 12 月开标，我们预计有望于 2H25 落地执行，随着安徽 28 省联盟集采结果的落地，预计免疫诊断集采覆盖率有望于年底提升至 38%。随着 IVD 相关品类集采落地推进，国产龙头有望凭借性价比优势扩大市场份额，加速进口替代，并有望实现 IVD 市场集中度的提升。此外，年内医疗机构检查检验结果互认工作继续推进，或对检测需求造成一定冲击。根据国家卫健委等 7 部门于 2024 年 11 月发布《关于进一步推进医疗机构检查检验结果互认的指导意见》，到 2025 年底，各紧密型医联体（含城市医疗集团和县域医共体）实现医联体内医疗机构间全部项目互认，各地市域内医疗机构间互认项目超过 200 项。

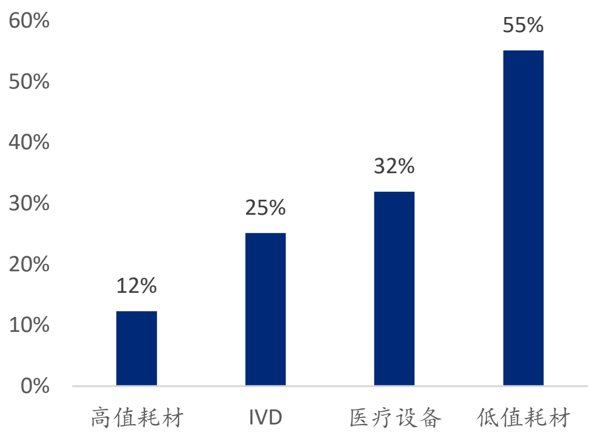
图表 53：IVD 省级集采梳理

No.	集采省份	文件发布日期	开标日期	执行日期	执行周期	集采领域	集采项目	平均降幅
1	安徽	2021.8	2021.8	2021.11	2 年	免疫 23 项	肿标10项、甲功5项、乙肝5项、心肌标记物2项、炎症因子1项	47%
2	江西 23 省联盟	2022.11	2022.12	2023.7	2 年	生化 26 项	肝功能、血脂检测	69%
3	安徽	2022.12	2023.1	2023.7	2 年	凝血 6 项	PT、TT、APTT、FIB、D-Dimer、FDP	40%
					2 年	免疫（心梗 POCT 3 项）	肌红蛋白、肌钙蛋白、肌酸激酶同工酶	57%
4	甘肃	2024.3	2024.3	2024.6	2 年	免疫（化学发光）	甲功 9 项	42%
5	京津冀“3+N”带量联动	2024.6	2024.6	2025.1	1 年	生化	肝功 26 项、肾功 16 项、心肌酶 12 项	-
6	江西 24 省联盟	2023.11	2023.12	2024.7	2 年	生化	16 项肾功能，13 项心肌酶	77%
7	安徽 25 省联盟	2023.11	2023.12	2024.9	2 年	免疫	传染病 8 项、性激素 6 项、糖代谢 2 项、HCG 2 项	54%
						分子	3 类 HPV 试剂	70%
8	江西 26 省联盟	2024.11	2024.1	2024.12	2 年	生化 35 项	糖代谢7项、肝功能8项，胰腺类3项、离子元素类6项、血脂类10项、肾功能1项	50%
9	安徽 28 省联盟	2024.12	2024.12	-	2 年	免疫 25 项（化学发光）	肿标 16 项，甲功 9 项	53%

资料来源：浦银国际整理

美国关税政策反复，但出海是国产医疗器械中长期趋势，短期依靠“性价比+服务”，长期依靠创新力实现海外市场突破。在国内医保控费、集采扩围、行业内卷的大背景下，国产医疗器械公司纷纷通过出海寻求新的业务增长点，东南亚、中东、欧美均为国产品牌近年出海的热门地。但医疗器械国际化需要通过准入、团队建设、市场培育、品牌建设等多个步骤，需要较长的时间。目前国产医疗器械中，低值耗材企业海外收入占整体收入比例相对更高，但更看重产品差异化及性价比而非单纯价格的创新高值耗材海外市场贡献公司总收入的比例则相对较低。我们认为国产创新高值耗材虽在技术和创新维度上正逐步缩小与海外龙头的差距，但短期的出海优势仍集中在性价比和服务两个维度上。

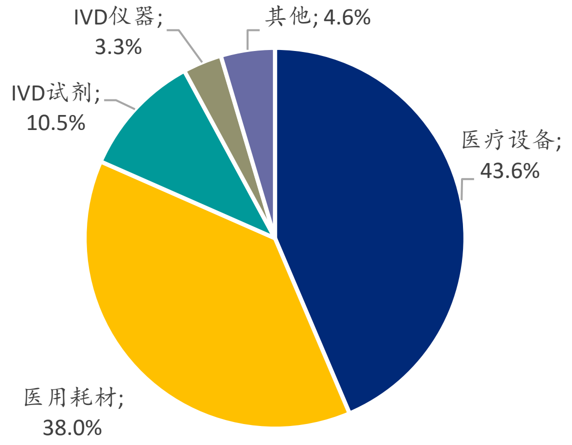
图表 54：医疗器械企业海外收入占比（2024 年）



注：仅含 A 股公司数据；采用申万行业分类，高值与低值耗材根据主营产品划分

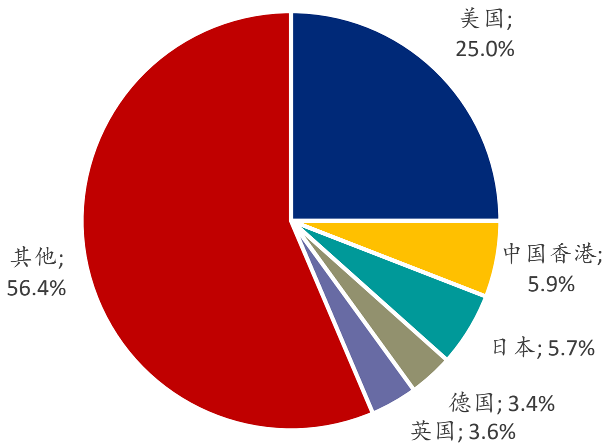
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 55：我国医疗器械出口金额按产品拆分（2024 年）



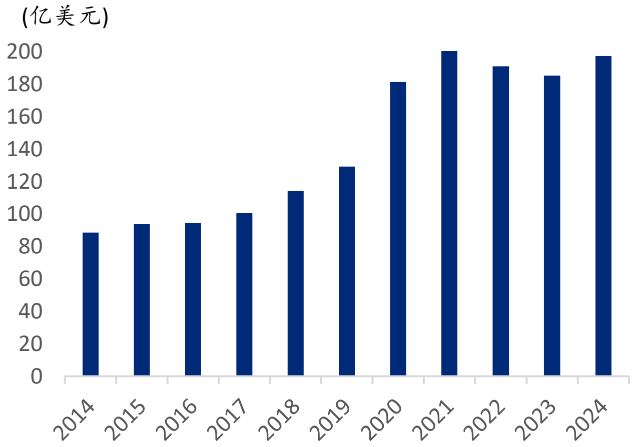
资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 56：我国医疗器械出口额前 5 大市场占比（2024 年）



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 57：我国医疗仪器出口额



资料来源：海关总署、浦银国际

出海过程中来自欧美的限制中长期仍将存在，多数有出海规划的器械企业早已制定应对计划。美国、欧洲、东南亚及中东为国产器械主要出海目的地，我们认为其中欧美市场对中国医疗器械的限制在中长期仍将以不同形式出现，但欧美市场作为全球最为发达的医疗器械市场，竞争相对激烈，国内医疗器械市占率较低，特别是对于医疗设备、高值耗材和 IVD 企业，欧美市场占公司收入的比例整体看不高，短期欧美市场对国产医疗器械行业整体的影响相对有限。

如欧盟于2025年6月决定依据《国际采购工具》(IPI）禁止中国企业在未来5年内参与价值超过500万欧元的欧盟招标，虽然该结果对中国企业出海欧盟为负面消息，但考虑到欧盟对中国器械产品的采购仍以小规模采购为主，单笔金额超过500万欧元的采购数量并不多，我们预计对中国企业的实际影响相对有限。此外多数有出海计划的国产器械厂商自特朗普于上一任期对部分国产医疗器械加征关税后便开始准备应对地缘政策风险，多数企业未来可通过推动海外本地化生产、加大高端市场拓展力度、加快产品迭代提高产品附加值来消化潜在关税增加对利润率的影响。

图表 58：2024年至今中、美、欧对进口医疗器械主要政策变动及事件梳理

地区	时间	事件类型	具体措施	影响领域
美国	2024年5月	关税	美国宣布对来自中国的钢铝、半导体、医疗耗材等产品加征关税，并于5月22日公布更多制裁方案细节（链接），包括：1）注射器和针头；2）个人防护装备（呼吸器、口罩）；3）医用橡胶手套。	低值耗材
	2024年5月	产品准入	对4家中国注射器企业实施进口禁令。	低值耗材
	2025年1月	关税	橡胶医用手套关税从7.5%提升至25%（2026年增至100%）。	低值耗材
	2025年2-4月	关税	对所有中国出口至美国的商品累计加征145%关税。	全部中国输美商品
	2025年5月	关税	美国取消对中国输美商品91%加征关税，暂停实施24%“对等关税”。	全部中国输美商品
欧盟	2024年4月、2025年6月	产品准入	2024年4月启动《国际采购工具》（IPI）调查，对中国医疗器械公共采购展开调查，以评估欧盟企业及产品在参与招投标时是否遭到不公平对待（链接）若最终结果显示欧盟企业遭不公平对待，则中国企业在欧盟的政府采购将受到影响(降低竞标评分或完全失去竞标资格)。2025年6欧盟成员国投票决定中国企业将在五年内被禁止参与价值超过500万欧元的欧盟招标。	医疗器械整体
中国	2025年2月	产品准入	中国商务部将Illumina列入“不可靠实体清单”，具体措施包括：1）禁止向中国出口基因测序仪及相关技术；2）限制其在中国境内的投资、并购及合作；3）对Illumina高管实施签证限制。	IVD
	2025年4月	关税	对CT、MRI等高端影像设备加征25%关税；对心脏起搏器、人工关节等高值耗材加征15%关税（设置过渡期：2025年4月10日前启运货物豁免关税）。	医疗设备、高值耗材
	2025年4月	反倾销税	商务部对原产于美国、印度的进口医用CT球管发起反倾销立案调查，具体措施包括：1）要求进口商缴纳保证金；2）对倾销幅度超过2%的企业加征反倾销税；3）推动国内企业扩大产能。	医疗设备

资料来源：中国商务部、Bloomberg、浦银国际整理

图表 59：国产医疗器械企业对地缘政治相关政策的潜在应对策略

细分领域	潜在政策影响	可能的应对举措
医疗设备与IVD	● 出口管制扩展：核心技术、关键部件出口限制趋严 ● 跨境数据管控：数字健康及远程诊断相关数据监管严格，合规成本上升 ● FDA＆ 生物安全：审批与安全标准提升，市场准入壁垒进一步提高	● 在主要市场设立研发及生产中心，本地化战略，降低跨境风险 ● 加大自主研发投入，形成核心技术优势，争取国际认证 ● 与海外权威机构合作，推动产品标准对接与认证
高值耗材	● 严格审批：FDA 审批与生物安全要求更高，增加合规成本 ● 资本限制：投融资与并购限制加强，影响扩张速度 ● 品牌认知：高值产品凭借品牌和技术优势，获得当地临床医生 KOL 等术者认可	● 强化品牌建设，取得国际认证 ● 利用数字化工厂和精益生产提高效率，降低单位成本 ● 整合全球资源，重点开拓高端市场，提升产品附加值
低值耗材	● 反倾销与反补贴：力度增强，价格优势受压 ● 宏观因素：低利率/弱美元环境有望部分缓解成本上升 ● 加征关税：预期减少低值产品豁免、提高关税，导致出口成本上升	● 通过智能制造、数字化工艺改造，实现技术升级和成本控制 ● 积极拓展欧洲、东南亚等新兴市场，降低单一市场依赖 ● 逐步向高质量、品牌化方向升级

资料来源：安永、浦银国际

图表 60：医疗器械企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	过去 1 个月股价变动（%）	年初至今股价变动（%）	12 个月前瞻市销率（x）		市销率（x）			收入同比变动（%）		
						现值	3 年均值	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1066 HK	威高股份	5.7	3,291	(1.2)	24.3	1.6	2.0	1.6	1.5	1.4	9.7	7.8	6.2
853 HK	微创医疗	7.7	1,817	7.1	20.7	1.5	2.4	1.6	1.4	1.2	-3.9	14.6	15.6
2252 HK	微创机器人	16.0	2,100	(15.2)	68.0	19.0	35.0	25.2	14.4	14.4	132.4	75.7	0.0
1302 HK	先健科技	1.5	903	(3.2)	10.1	4.4	5.4	4.6	4.1	3.6	7.5	14.1	13.4
2172 HK	微创脑科学	12.3	905	16.9	43.3	6.6	5.8	7.3	5.8	4.6	16.9	25.6	25.3
1858 HK	春立医疗	11.2	809	16.1	30.9	4.5	4.7	4.9	4.1	3.5	45.8	20.3	16.6
1789 HK	爱康医疗	6.0	857	9.3	23.5	3.5	4.1	3.8	3.1	2.8	21.8	20.0	9.8
6606 HK	诺辉健康	14.1	809	-	-	1.3	4.5	1.5	1.3	1.1	38.7	16.8	18.6
2160 HK	心通医疗	0.9	267	1.2	27.9	3.4	7.4	3.9	3.0	2.2	36.1	32.3	32.7
9996 HK	沛嘉医疗	5.5	465	(5.5)	37.2	3.7	6.4	4.1	3.3	2.4	31.1	27.5	35.6
2500 HK	启明医疗	2.3	131	(5.3)	(58.5)	NA	3.9	0.9	NA	NA	131.9	NA	NA
2190 HK	归创通桥	18.8	782	(3.8)	59.3	4.6	4.9	5.2	3.9	3.0	37.1	33.8	32.3
300760 CH	迈瑞医疗	232.5	39,232	4.5	(8.8)	6.7	8.4	7.1	6.2	5.5	8.7	13.2	13.4
688271 CH	联影医疗	134.2	15,388	(1.2)	6.1	8.1	8.5	8.8	7.3	6.1	22.4	20.7	19.0
688114 CH	华大智造	70.1	4,062	(11.3)	49.8	7.4	7.5	8.0	6.8	5.8	21.3	17.6	17.7
300832 CH	新产业	63.0	6,885	20.5	(11.1)	8.8	9.7	9.5	8.1	6.9	15.0	17.7	16.7
002223 CH	鱼跃医疗	37.1	5,180	6.2	1.8	4.1	3.7	4.4	3.8	3.3	13.1	13.6	14.6
603658 CH	安图生物	38.9	3,090	0.0	(11.0)	4.5	5.2	4.8	4.2	3.6	4.4	13.0	16.0
300595 CH	欧普康视	15.3	1,907	1.0	(19.3)	6.2	10.8	6.6	5.8	4.9	14.7	13.6	18.5
300529 CH	健帆生物	21.7	2,410	(0.0)	(26.1)	5.7	6.2	6.0	5.3	4.7	8.1	12.8	13.0
688105 CH	诺唯赞	22.0	1,219	(1.9)	(0.6)	5.0	7.0	5.4	4.6	3.8	17.9	18.5	19.3
002030 CH	达安基因	6.1	1,186	4.5	6.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
300676 CH	华大基因	51.5	2,979	4.9	22.7	4.8	4.1	5.0	4.5	4.1	10.1	11.3	10.9
688050 CH	爱博医疗	71.1	1,910	(12.4)	(21.9)	6.8	16.4	7.6	6.0	4.9	27.5	26.8	22.3
688161 CH	威高骨科	26.4	1,469	(1.5)	4.6	5.8	6.5	6.2	5.3	4.7	16.3	17.6	13.1
300633 CH	开立医疗	32.7	1,970	4.8	11.3	5.5	7.1	5.9	5.0	4.2	19.2	18.1	17.6
688617 CH	惠泰医疗	394.0	5,333	(4.3)	5.8	12.7	12.0	14.2	11.1	8.6	30.3	28.6	29.2
301047 CH	义翘神州	63.5	1,075	3.8	2.7	11.1	15.1	11.7	10.3	8.3	7.1	14.0	24.2
688016 CH	心脉医疗	87.4	1,500	1.6	(20.4)	6.5	9.0	7.1	5.8	4.9	25.8	22.6	17.6
688351 CH	微创电生理	20.1	1,313	(7.3)	5.3	15.8	21.4	17.8	13.7	10.5	28.2	30.1	30.9

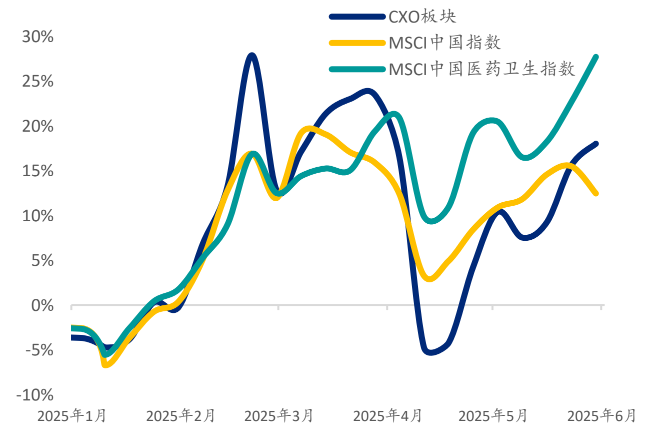
注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 6 月 6 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际 ·

CXO：看好高成长性的 ADC、GLP-1 外包服务

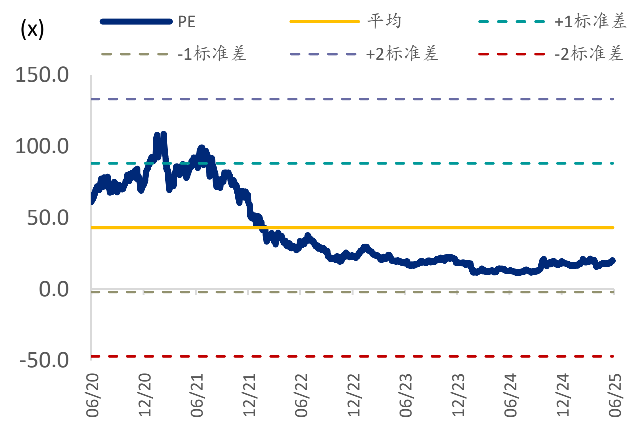
股价表现：截至 2025 年 6 月 6 日，CXO 板块涨幅 18%，跑输 MSCI 中国医药指数（+31%），但跑赢 MSCI 中国指数（+16%）。估值上，目前板块前瞻市盈率为 20x，较过去 5 年均值低近 0.5 个标准差。上半年 CXO 股价表现主要分 4 个阶段，第一阶段为年初至 2 月下旬，“生物法案”草案的落空、1 月底 deepseek 的横空出世带动整体港股 A 股市场情绪超级振奋，使得更多全基资金流入，推动 CXO 板块迎来迅速上涨；第二阶段为 2 月下旬至 4 月初，CXO 板块在此前的超级振奋行情中有所回调，同时随着越来越多公司年报业绩会公布 2025 年收入指引（多家龙头公司 2025 年收入均为 10%-15%增速），市场对此反馈积极，但整体呈温和稳定上涨；第三阶段为 4 月初特朗普对中国货品宣布加征关税，尽管不涉及药品，但依然带动 CXO 板块剧烈下跌，抹平年内此前的涨幅；第四阶段为 4 月中至今，随着药品在关税战中免疫、后续中美加征关税的暂缓 90 天执行以及药明康德 1Q25 业绩显著好于预期且在手订单增速强劲，CXO 板块迎来逐步上涨。

图表 61：CXO 板块年初至今股价涨跌幅



注：数据截至 2025 年 6 月 6 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 62：CXO 板块 PE Band



注：数据截至 2025 年 6 月 6 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

2H25 展望：1Q25 药明康德和凯莱英在手订单金额仍然维持去年底的高增速（分别是 47%/21% YoY），康龙化成在手订单金额则在高历史基数上回调至 10% YoY，短期订单需求明确。此外，由于目前 CXO 公司在手订单可覆盖大部分 2025 年业绩指引目标，因为我们认为 2025 年 CXO 公司业绩确定性高。但长期来看，由于中美地缘政治摩擦预计将长期持续存在，我们认为整体板块可能将持续承受地缘政治带来的压力而震荡。建议关注高成长性的**药明合联**和受益于 GLP-1 药物增长的**药明康德**。

图表 63：CXO 在手订单对比

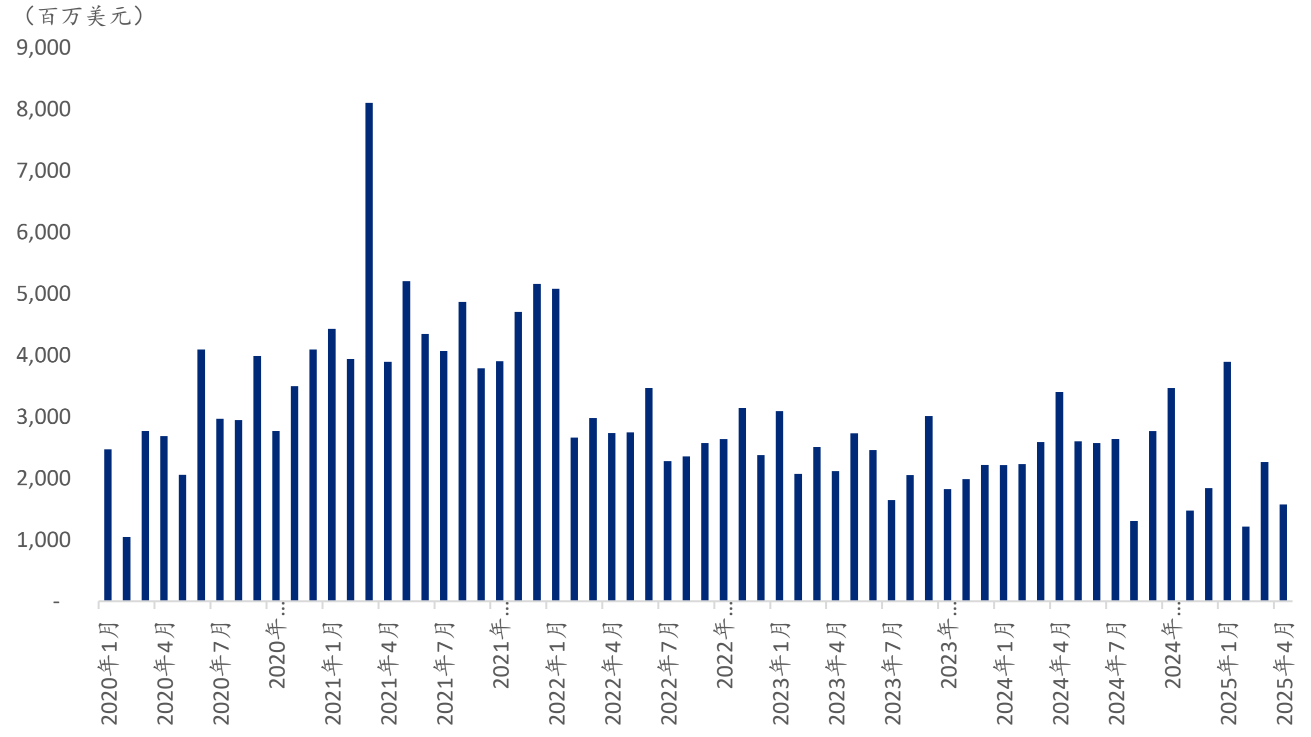
	订单口径	单位	2023	2024 年 6 月底	2024 年 12 月底	2025 年 3 月底
药明康德	在手订单	亿人民币	**335**	**431**	**493**	**523**
YoY			+18%*	+33%*	+47%	+47%
凯莱英	在手订单	亿美元	**8.74**	**9.7**	**10.5**	**10.5**
YoY			-24%	+11%	+20%	+20%
康龙化成	新签订单	亿美元	NA	NA	NA	NA
YoY			NA	+15% YoY	+20% YoY	+10% YoY
药明生物	在手订单	亿美元	**205.9**	**201.1**	**185.0**	**NA**
YoY			0%	0%	-10%	NA
药明合联	在手订单	亿美元	**5.8**	**8.4**	**9.9**	**NA**
YoY			+82%	+105%	+71%	NA

*剔除特定商业化生产项目同比增速

资料来源：公司资料、浦银国际

美元降息节奏慢于此前预期，全球生物医药投融资复苏仍然缓慢。根据动脉橙数据，2025 年 1-4 月，全球生物医药融资额同比-9%，融资仍未呈现明显复苏态势。由于今年特朗普贸易政策推高美国国内经济通胀，导致 2025 年至今美联储降息慢于此前市场预期，目前市场共识认为美国降息时间点为 9 月或以后。考虑到在手订单转化为业绩收入需要一定时间，我们认为 CXO 公司 2025 年业绩确定较高，但受到上游全球生物医药融资恢复温和缓慢影响，2H25 CXO 板块订单需求预计较 2H24 大概率仅温和上升，有可能对 CXO 公司 2026 年及以后的业绩带来不确定性。

图表 64：全球生物医药领域融资额



资料来源：动脉橙、浦银国际

图表 65：主要 CXO 企业业绩指引

	1Q25 业绩	2025 年指引变化 （1Q25 vs 2024 业绩会）	2025 年业绩指引
海外 CXO			
Thermo Fisher	● 收入内生增速: 1% YoY ● 经调整 Non-GAAP EPS : 1% YoY	↓	**收入内生增速** 1Q25 业绩会：+1%~+3% YoY (vs. 4Q24 年业绩会：+3%~+4% YoY) **EPS 内生增速** 1Q25 业绩会：-1%~+1% YoY (vs. 4Q24 年业绩会：+6%~+8% YoY)
Charles River Laboratories	● 收入内生增速: -1.8% YoY ● 经调整 Non-GAAP EPS : 3.1% YoY	↑	**收入内生增速** 1Q25 业绩会：-4.5%~-2.5% YoY (vs. 4Q24 年业绩会：-3.5%~-5.5% YoY) **EPS 内生增速** 1Q25 业绩会：-9.9%~-5.0% YoY (vs. 4Q24 年业绩会：-11.8%~-7.0% YoY)
Lonza	/	/	**CDMO 收入内生增速** 2024 年业绩会：Low-teens% YoY (CER）
Samsung Biologics	● 合并收入增速: +37% YoY ● 合并净利润增速: +110% YoY	维持不变	**收入增速** 1Q25 & 2024 年业绩会：+20%~25% YoY
IQVIA	● 合并收入增速: +2.5% YoY ● 合并经调整净利润增速: +2.4% YoY	收入略微上调（主要由于汇率利好）	**收入增速** 1Q25 业绩会：+3.9%~6.5% YoY (vs. 4Q24 年业绩会：+2.1%~+4.7% YoY; 非新冠增速 +4%~+7% YoY) **利润** 1Q25 业绩会：EBITDA 增速+2.2%~5.5% YoY (vs. 4Q24 年业绩会：经调整摊薄净利润增速: +5%~+9% YoY)
中国 CXO			
药明康德	● 收入增速: +21% YoY (持续经营业务 +23.1% YoY) ● 经调 Non-IFRS 归母净利润 增速： +40% YoY	维持不变	**持续经营业务收入** 1Q25 & 4Q24 年业绩会：+10%~+15% YoY **经调整 Non-IFRS 归母净利率** 1Q25 & 4Q24 年业绩会：较 2024 年提升
康龙化成	● 收入增速: +16% YoY ● 经调 Non-IFRS 归母净利润 增速：+3% YoY	维持不变	**收入增速** 1Q25 & 4Q24 年业绩会+10%~+15% YoY
药明生物	/	/	2024 年业绩会：收入增速: +12%~+15% YoY；盈利能力提升
药明合联	/	/	2024 年业绩会：收入增速: ≥+35% YoY
凯莱英	● 收入增速: +10% YoY ● 经调 Non-IFRS 归母净利润 增速：+20% YoY	维持不变	**收入增速** 1Q25 & 4Q24 年业绩会：双位数

资料来源：公司资料、浦银国际整理

尽管如此，我们仍对高成长性的细分赛道持续看好，强劲的 ADC 及 GLP-1 下游需求有望拉动短中期相关 CXO 订单需求。从细分领域看，ADC 产业链与 GLP-1 产业链下游需求强劲。一方面 ADC 全球研发持续火热，目前全球 ADC 外包率已达到约 70%，超过生物药约 34%的外包率。根据 Frost & Sullivan 数据，全球 ADC 外包服务市场预计将从 2022 年 15 亿美元迅速增长至 2030 年的 110 亿美元（28%年均复合增长率）。全球领先的 ADC 外包龙头药明合联于 2024 年实现收入+91% YoY，预计 2025 年将实现超过 35%收入增速。另一方面，GLP-1 市场的巨大潜力不仅吸引两大巨头持续扩大生产，增加短期外包需求，另外亦吸引了更多的公司对 GLP-1 赛道进行布局开发，包括 GLP-1 双靶点、三靶点、口服小分子等，推动整体 GLP-1 药物类别的开发，使得多家 CDMO 企业增速显著强于预期，包括药明康德 1Q25 TIDES 业务收入加速强劲增长 (+188% YoY)，凯莱英 1Q25 新兴业务板块收入超过 80% YoY 增速。此外，尽管礼来与诺和诺德纷纷加大自建产能设施，但由于投产时间线在 2027 年及以后，我们预计短期对中国 CDMO 无影响。

中国 CXO 公司长期业绩或受到中美地缘政治摩擦及跨国药企加大自建工厂的负面影响。今年以来，尽管生物安全法案草案已落空，但特朗普上台后，中美地缘政治摩擦加剧，特朗普关税战的开启以及多项医药有关行政命令的宣布，包括最惠国药品定价、鼓励美国本土生产药物等，多家 MNC 纷纷宣布大额美国工厂建设计划，我们认为或对中国 CDMO 公司长期业绩带来高度不确定性甚至负面影响。

图表 66：MNC 回流美国投资计划

MNC 名称	宣布时间	涉及金额	建设内容	建设目标
礼来	2025 年 2 月	270 亿美元	新建 4 座药物生产设施	缓解美国供应链短缺
强生	2025 年 3 月	550 亿美元	新建 4 座生产设施，并扩建多个现有基地，资助在研的重大投资	-
默沙东	2025 年 3 月	80 亿美元	开设一家四价 HPV 疫苗工厂	-
诺华	2025 年 4 月	230 亿美元	新建 7 家工厂、扩张 3 家工厂	确保为美国患者提供的所有关键药物都在美国生产
罗氏	2025 年 4 月	500 亿美元	新建一座研发中心、一座基因疗法制造工厂、一座连续血糖监测技术生产基地、扩建与升级多家原有基地	从美国出口的药品超过进口药品

资料来源：公司资料、动脉网、浦银国际整理

图表 67：CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价(当地货币)	市值(百万美元)	过去 1 个月股价变动（%）	年初至今股价变动（%）	12 个月前瞻市盈率（x）		市盈率（x）			EPS 同比变动（%）		
						现值	3 年均值	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2359 HK	药明康德	71.0	25,776	17.1	25.6	15.2	17.1	15.9	14.4	12.9	24.9	10.3	11.2
2269 HK	药明生物	24.8	12,833	14.1	40.9	19.9	23.9	21.4	18.2	15.8	-5.6	17.6	15.0
3347 HK	泰格医药	34.7	5,682	29.2	12.7	24.7	16.2	26.8	22.3	18.2	NA	20.3	22.7
3759 HK	康龙化成	15.4	5,469	13.4	9.2	12.7	14.5	13.8	11.6	10.8	0.9	19.2	7.5
6821 HK	凯莱英	71.5	4,452	31.0	38.9	19.3	13.4	20.9	17.4	15.1	NA	20.4	15.2
1548 HK	金斯瑞	14.6	4,051	35.7	48.4	25.0	180.6	21.6	31.5	12.7	-93.7	-31.4	149.2
6127 HK	昭衍新药	14.2	1,869	42.5	51.4	27.9	18.1	30.7	24.9	17.3	322.0	23.2	44.2
1521 HK	方达控股	1.2	306	5.4	(33.7)	15.9	14.4	16.7	15.0	15.0	36.4	11.1	0.0
1873 HK	维亚生物	1.8	480	23.8	105.8	11.9	6.0	13.0	10.8	8.8	108.3	20.0	23.3
2268 HK	药明合联	41.8	6,406	19.1	36.4	28.6	30.8	32.8	24.4	18.7	28.4	34.1	30.8
603259 CH	药明康德	64.0	25,776	9.9	16.3	15.1	18.9	15.8	14.2	12.5	23.1	11.9	13.3
300347 CH	泰格医药	50.0	5,682	8.9	(8.4)	36.6	25.2	39.6	33.3	28.7	168.9	18.8	16.2
300759 CH	康龙化成	23.8	5,469	1.6	(7.4)	21.3	24.9	23.0	19.3	16.9	2.0	19.1	14.4
002821 CH	凯莱英	90.6	4,452	10.8	19.1	27.2	20.6	29.4	24.8	21.1	14.5	18.8	17.2
603127 CH	昭衍新药	18.9	1,869	18.6	13.3	38.7	29.9	42.3	34.9	26.1	346.0	21.1	33.9
300363 CH	博腾股份	16.1	1,219	6.8	1.8	65.5	23.9	122.6	40.6	17.9	124.7	202.3	126.5
688202 CH	美迪西	33.7	632	11.2	11.7	NA	26.0	NA	160.5	48.1	88.3	172.4	233.3
300725 CH	药石科技	35.2	977	9.5	4.6	25.2	25.4	27.1	23.0	20.9	17.9	18.0	9.8
603456 CH	九洲药业	14.8	1,844	7.6	8.2	14.1	17.6	14.9	13.0	12.8	45.6	14.8	2.0

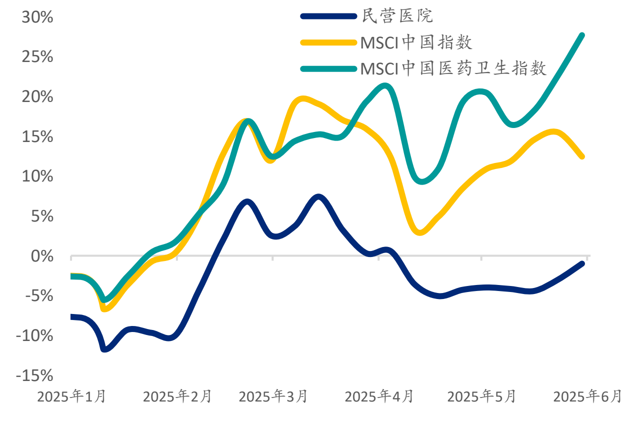
注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 6 月 6 日港股收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

医疗服务：中医诊疗、眼科消费需求相对稳健

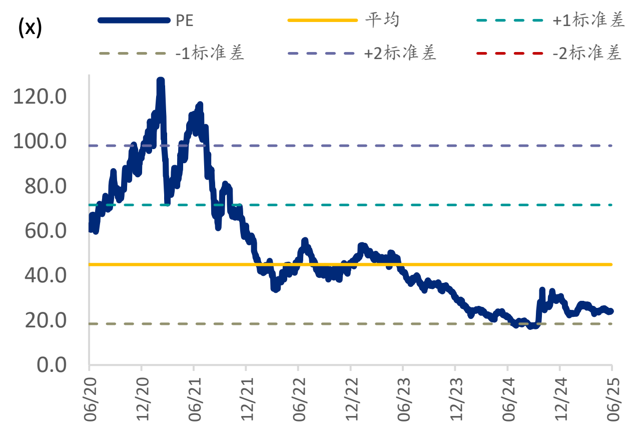
股价表现：截至 2025 年 6 月 6 日，今年以来医疗服务板块跌 1%，跑输 MSCI 中国医药指数。板块前瞻市盈率 24x，较过去 5 年均值低 0.7 个标准差。我们认为，今年以来整体板块较为疲软的主要原因为在消费降级大环境下，消费医疗意愿同样较为低迷，且复苏节点仍具有较大不确定性。

图表 68：医疗服务板块年初至今股价涨跌幅



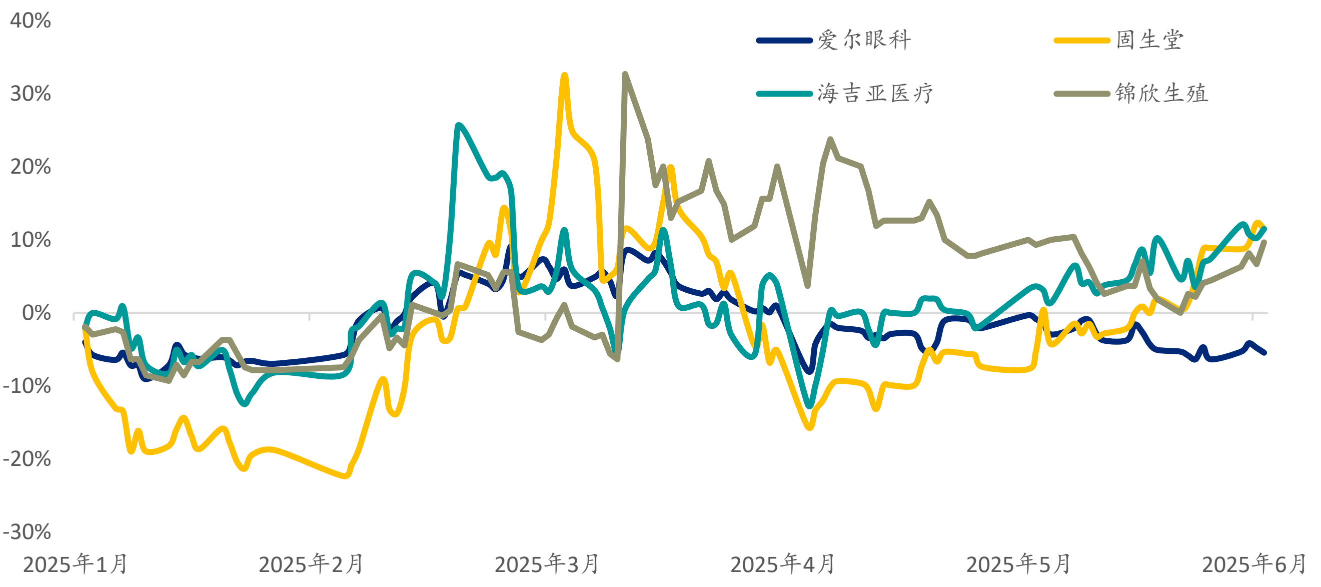
注：数据截至 2025 年 6 月 6 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 69：医疗服务板块 PE Band



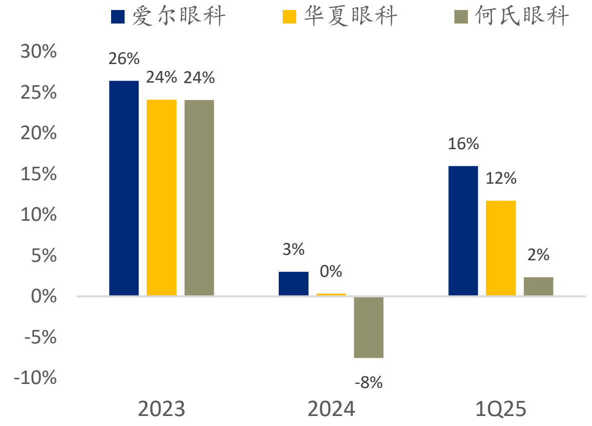
注：数据截至 2025 年 6 月 6 日；板块成分股含 A 股及港股，具体个股参考本章板块估值表；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 70：爱尔眼科、固生堂、海吉亚、锦欣生殖年初至今股价涨跌幅



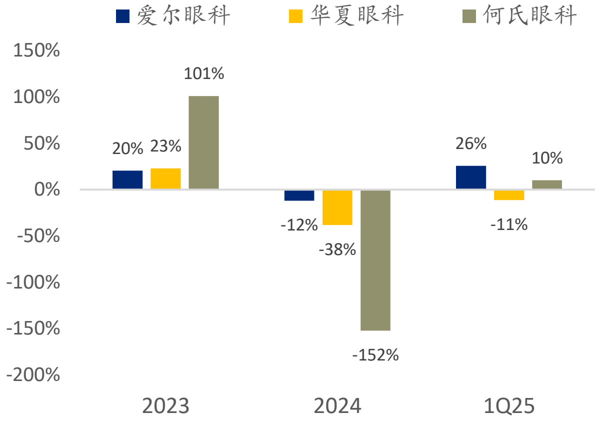
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 71：主要上市眼科医院收入增速对比



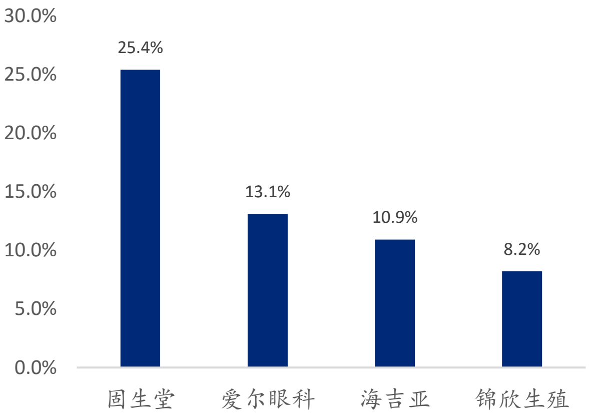
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 72：主要上市眼科医院扣非归母净利增速对比



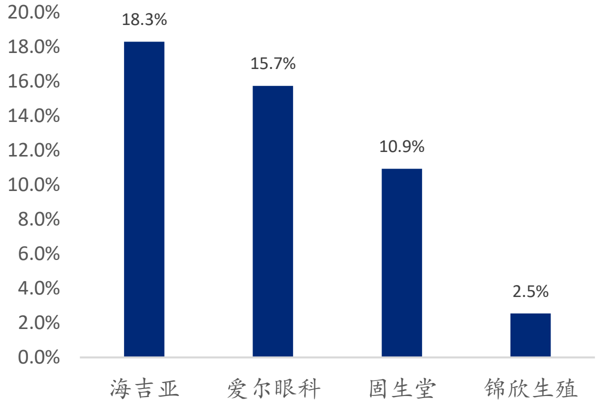
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 73：爱尔眼科、固生堂、海吉亚、锦欣生殖 2025E 收入增速彭博一致预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 74：爱尔眼科、固生堂、海吉亚、锦欣生殖 2025E 经调整净利增速彭博一致预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

2H25 展望：在多个细分赛道中，2H25 我们看好中医诊疗及眼科，对辅助生殖赛道和肿瘤赛道保持中性，主要由于：（1）中医诊疗（例：固生堂）消费需求近年来持续不错，且有望加大 AI 应用进一步提高诊疗效率；（2）眼科（例：爱尔眼科）基于 1Q25 业绩来看，消费需求有所提升，已从 2024 年谷底走出；（3）辅助生殖（例：锦欣生殖）仍然面临生育需求低迷的大趋势，尽管加入医保后有助于提升放量，但能否转化为显著的业绩提升仍有待观察；（4）肿瘤（例：海吉亚）对医保报销依赖度高，业绩或仍因 DRG/DIP 控费承压。

图表 75：医疗服务企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	过去 1 个月股价变动（%）	年初至今股价变动（%）	12 个月前瞻市盈率（x）		市盈率（x）			EPS 同比变动（%）		
						现值	3 年均值	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1951 HK	锦欣生殖	3.0	1,035	0.7	10.0	17.7	17.8	18.7	16.5	13.9	-9.4	13.1	18.9
6078 HK	海吉亚	15.9	1,253	7.6	11.5	11.7	23.5	12.5	10.8	9.7	22.9	15.2	11.2
2666 HK	环球医疗	5.4	1,297	4.9	8.5	4.4	3.6	4.5	4.3	4.2	7.8	4.5	2.2
1515 HK	华润医疗	4.0	668	8.3	1.5	7.8	8.5	7.9	7.7	7.5	4.4	2.1	2.1
2279 HK	雍禾医疗	1.1	74	15.6	23.3	6.3	15.7	7.3	5.3	NA	131.1	35.7	NA
3309 HK	希玛眼科	1.7	275	-	(14.4)	25.0	37.5	26.9	22.9	17.9	36.2	17.2	28.0
2219 HK	朝聚眼科	2.8	255	2.9	(0.7)	8.1	8.4	8.4	7.9	7.2	5.7	6.5	9.1
2273 HK	固生堂	37.7	1,143	17.8	11.5	17.4	26.5	19.4	15.3	12.5	8.3	26.2	22.4
600763 CH	通策医疗	42.0	2,611	2.0	(5.5)	32.7	38.4	34.0	31.0	28.3	10.2	9.6	9.5
002044 CH	美年健康	5.2	2,833	(3.3)	13.3	28.5	32.0	33.8	23.6	18.3	120.0	42.9	29.1
300015 CH	爱尔眼科	12.5	16,262	(4.6)	(5.4)	26.7	39.2	28.5	24.6	21.1	14.4	15.7	16.7
301267 CH	华夏眼科	19.0	2,222	(0.3)	(0.2)	25.8	33.7	27.4	23.8	24.0	35.9	15.2	-0.9
301103 CH	何氏眼科	22.9	503	12.2	13.7	NA	35.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
301239 CH	普瑞眼科	39.4	820	(9.5)	(16.1)	33.6	44.9	44.0	25.6	19.8	231.5	71.7	29.6

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 6 月 6 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际医药行业覆盖公司

图表 76：SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价（LC）	评级	目标价（LC）	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	340.2	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.2	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.6	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.2	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	31.2	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	245.9	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	151.3	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	234.4	买入	274.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.1	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	45.6	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	50.6	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	64.8	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.0	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	23.8	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	65.1	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.0	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.1	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	80.7	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	8.4	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	44.1	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.3	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	46.1	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	53.4	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	25.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	9.6	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	9.1	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	54.9	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	70.5	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	64.5	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	15.7	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	24.2	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	24.7	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	40.7	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	232.7	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	15.6	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.4	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.5	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.3	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.3	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	19.1	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	392.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	17.2	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	10.9	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.9	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.5	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.5	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.1	持有	6.6	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	7.0	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 6 月 6 日港股收盘；资料来源：Bloomberg、浦银国际

新能源汽车行业 2025 年中期展望：渗透率保持快速上扬，智能辅助驾驶劲草逢春

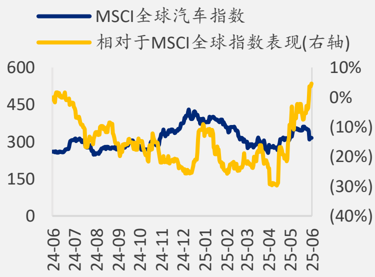
- **预计 2025 年中国新能源乘用车销量达 1,525 万辆，对应渗透率 53.3%：** 今年下半年，中国新能源乘用车行业销量将保持高速成长，全年销量有望达 1,525 万辆，同比增长 24%，对应渗透率 53.3%。在年初“两新”等政策带动下，多家新势力车企在销量成长规模放大的过程中实现毛利率的改善，带动车企端盈亏平衡能见度大幅提升。同时，车企在海外多个地区的稳步拓展，进一步加深中国车企的全球布局。进一步看，在比亚迪带动下，**今年新能源车行业智能辅助驾驶快速向 10 万-20 万元价格带车型渗透。** 这将促进新能源车行业需求的增长，令智能辅助驾驶的多个产业链环节受益，如激光雷达、智驾芯片、智驾 Tier 1 等。
- **中国新能源乘用车渗透率加速上扬，优质供给增加，竞争烈度依然较高：** 中国新能源乘用车渗透率从 2020 年的 6.1%快速增加至 2024 年的 44.6%，2021 年至 2024 年渗透率分别增加 9.2、12.5、6.9 和 10 个百分点，预计今年渗透率将达到 53.3%，增加 8.7 个百分点。行业优质车型供给仍在增加，涵盖新能源乘用车细分市场和需求。我们比较期待小米 YU7、小鹏 P7+/SUV、蔚来乐道 L60、理想纯电 SUV 以及零跑 B10 接下来的表现。今年零跑和小鹏汽车销量增长具有较高确定性，同时盈利改善/盈亏平衡能见度较高，是我们在新能源汽车行业的首选。
- **智能辅助驾驶渗透率大幅提升，智能化增量零部件产业链同步大涨：** 今年年初，在比亚迪的大力推动下，智能辅助驾驶快速向 10 万元-20 万元的价格带车型渗透。根据 NE 时代，2025 年 3 月中国乘用车的 NOA 搭载率达到 18.9%，同比和环比均有显著提升，渗透率上行速度加快。今年一季度，L2++级智能辅助驾驶渗透率在 10 万元以下价格段实现了零的突破。这带动智能辅助驾驶增量零部件行业规模快速增长。同时，增量零部件成本的下行会进一步促使智能辅助驾驶向大众车型市场渗透。这将推动智驾 SoC、激光雷达、智驾 Tier 1、传感器等环节/零部件在今年快速增长。其中，今年下半年车载激光雷达将凭借性价比产品持续向中低端加速渗透，叠加部分车企中高端车型迈向“全系标配”，有望带动行业主要玩家利润改善。禾赛的激光雷达销量增长和盈利能力确定性均较高，是智驾增量零部件行业首选。
- **估值：** 当前零跑市销率为 0.9x，理想美股市盈率为 19.2x，蔚来、小鹏美股市销率为 0.6x、1.4x；较今年高点有一定的下滑，估值具备长期提升空间。禾赛、速腾当前市销率为 4.9x、4.7x，处于健康估值水位。
- **投资风险：** 宏观环境，如全球关税政策，影响终端需求及产业链波动；中国新能源汽车渗透率增长趋缓，未能如期爬升；海外新能源汽车需求不及预期；智能辅助驾驶在大众车型市场渗透率不及预期，智驾增量零部件增长乏力；行业竞争加剧，价格战再次升温，拖累车企销量和毛利率表现；中国车企海外布局速度慢于预期；自动驾驶研发落地不及预期，超高压快充普及速度不及预期。

沈岱
首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黄佳琦
科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2025 年 6 月 10 日

MSCI 全球汽车指数表现



注：截至 2025 年 6 月 6 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

新能源汽车行业 2025 年中期展望：渗透率保持快速上扬，智能辅助驾驶劲草逢春

中国新能源汽车行业从新能源化向智能化快速演变

- ## 2025 年上半年中国新能源汽车高速成长

中国新能源汽车成长动能强劲

2025 年以来，中国新能源乘用车维持了比较强劲的增长动能。根据中汽协，今年一季度，中国新能源乘用车销量达 290 万台，同比增长 46%，同比增速较去年四季度 44%略微提升。今年四月中国新能源车销量同比增长 42%（图表 2），高于今年 3 月的 39%，也高于去年 12 月的 35%。今年以来中国新能源车销量增速较高，增长较为强劲。

从渗透率来看，今年一季度中国新能源乘用车渗透率为 45.2%，较去年三、四季度的 48.4%和 48.9%略有下降，与此前两年的季节性变化类似。在今年 4 月，中国新能源乘用车渗透率达到 51.6%（图表 3），已经高于去年的最高点。根据中汽协的数据，这是中国新能源车乘用车渗透率第一次超过 50%。展望下半年，我们预期中国新能源乘用车渗透率仍将维持加速上扬态势。

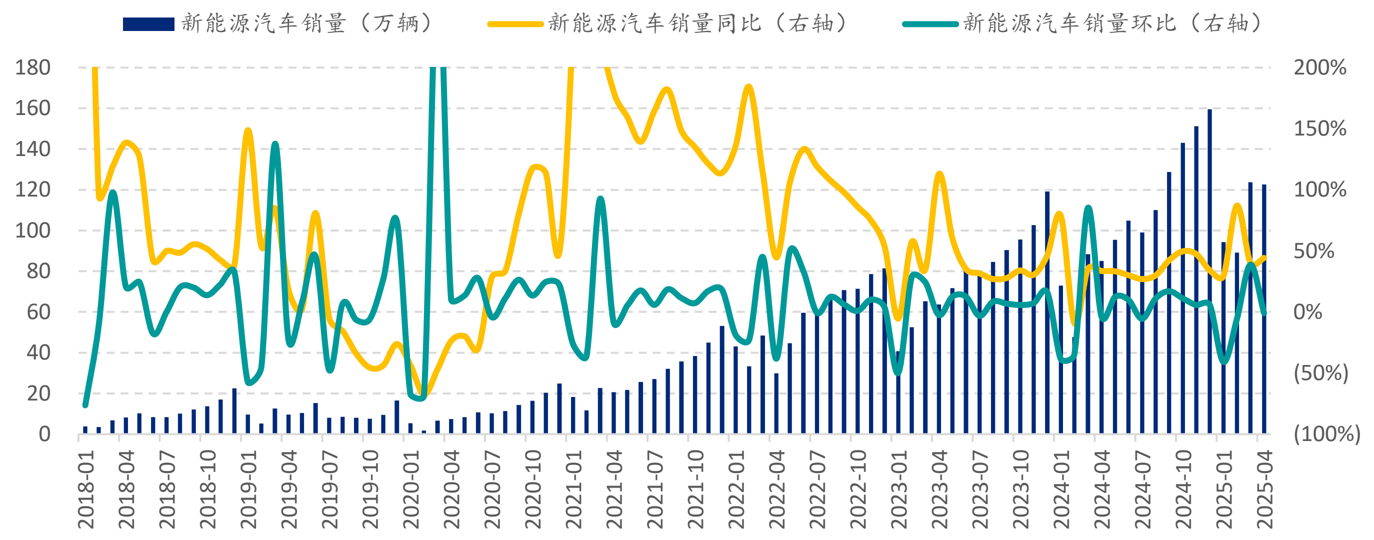
今年以来，新能源不同补能类型的车型增长动能发生了变化，这与此前三年的情况有所不同。今年 1 月，在中国新能源乘用车中，纯电车型销量同比增速略高于插混车型，而自 2021 年 10 月至 2024 年 12 月，中国的插混车型月度销量同比增速一直都高于纯电车型。**今年上半年插混车型（包含增程）的市场增长承压。**例如，今年 4 月，纯电车型销量同比增长 57%，高于插混的 20%增速（图表 6）。

从不同车型的占比来看，在 2024 年 7 月，中国新能源乘用车纯电销量占比为 54.2%，是过去几年的最低点。自从去年 7 月至今，中国新能源车纯电车型占比大方向处于上升趋势。在今年 4 月，纯电车型占比 65.5%，插混占比 34.5%（图表 5）。我们预期该趋势或将延续至下半年。

纯电车型销量占比提升，我们认为这一方面是得益于车企对广大消费者关于新能源的教育。同时，各大车企和第三方都大力建设充电桩，尤其是高压快充桩。到今年 4 月，中国充电桩累计保有量达 399 万台，1-4 月份累计新增充电桩 41 万台（图表 87）。补能网络的持续铺设，大幅改善用户的充电体验，更有利于纯电车型的销售。

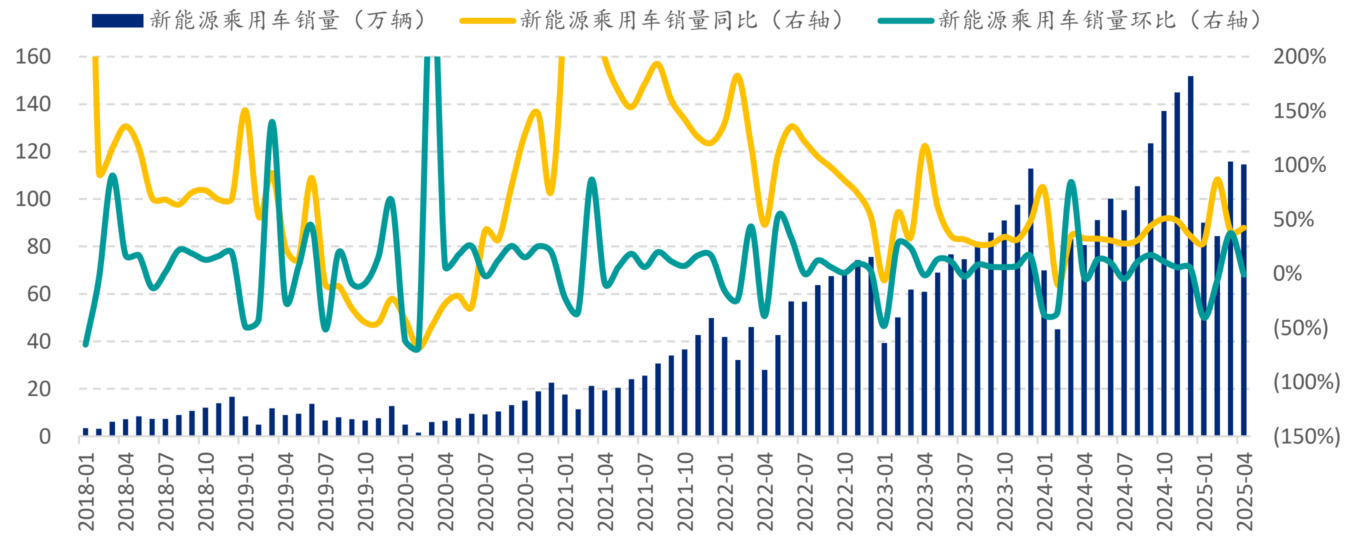
另一方面，今年的 A0 级新能源车渗透率提升相对明显，从 2024 年的 61%，提升到今年 1-4 月的 67%（图表 8）。与增程车型相比，纯电车型在 5 万元-15 万元的占比会更高，受益于该价格段渗透率提升，而增程车型更多集中在 20 万元-30 万元的价格段（图表 9）。

图表 1：中国新能源汽车月度销量：4 月销量 122.6 万辆，同比增长 44%，环比下降 1%



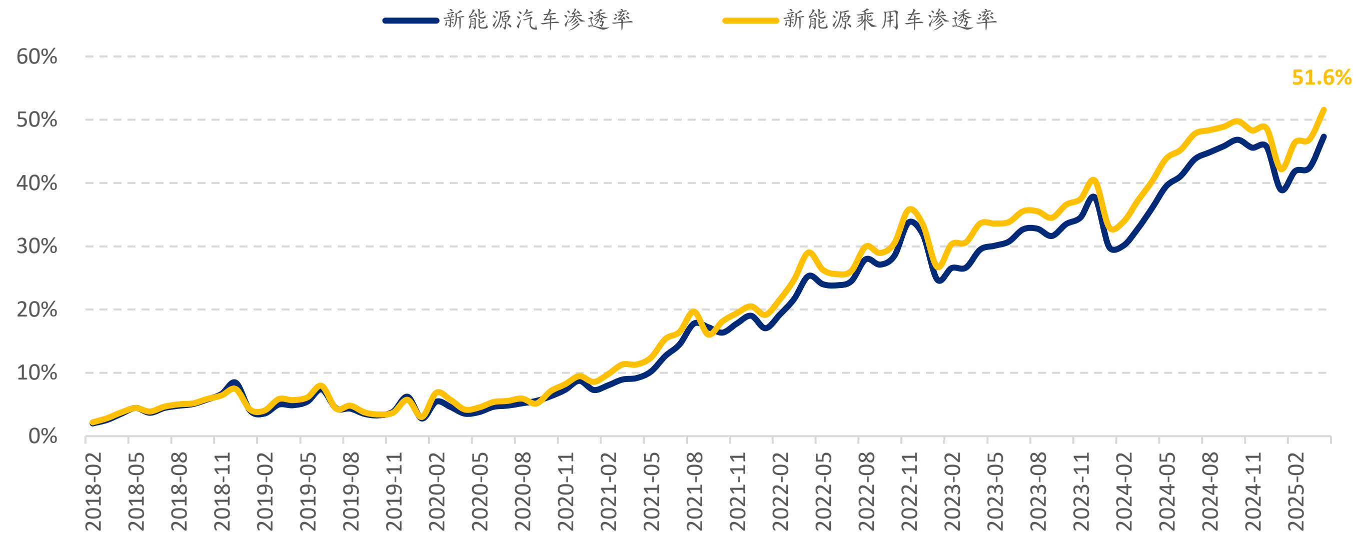
资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 2：中国新能源乘用车月度销量：4 月销量 114.6 万辆，同比增长 42%，环比下降 1%



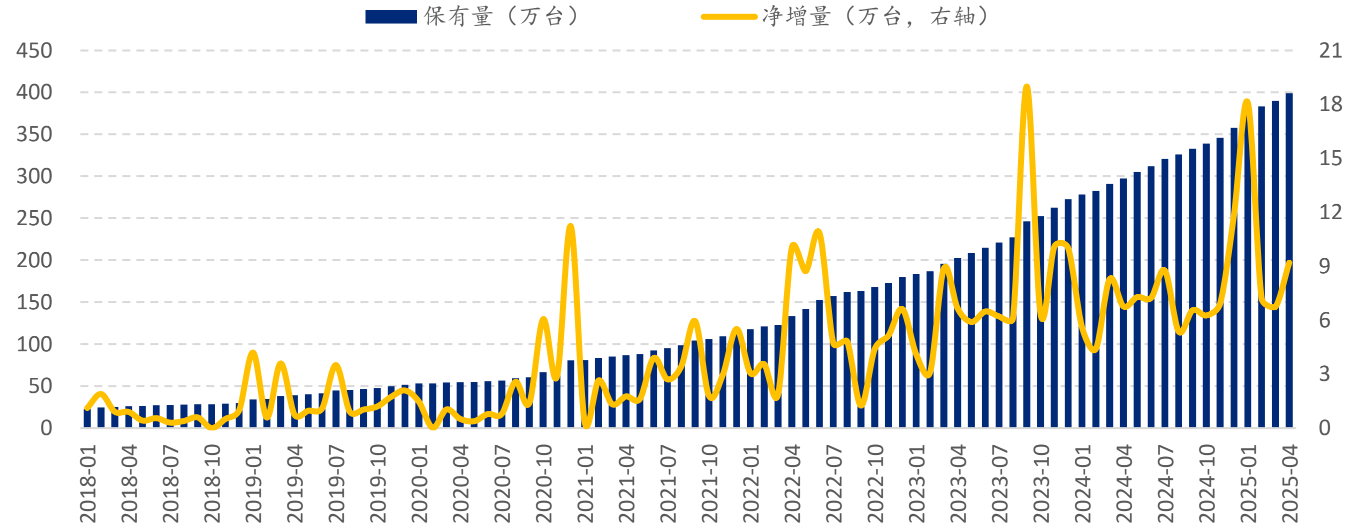
资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 3：中国新能源汽车/乘用车渗透率：4 月新能源乘用车渗透率 51.6%，月度渗透率首次超过 50%



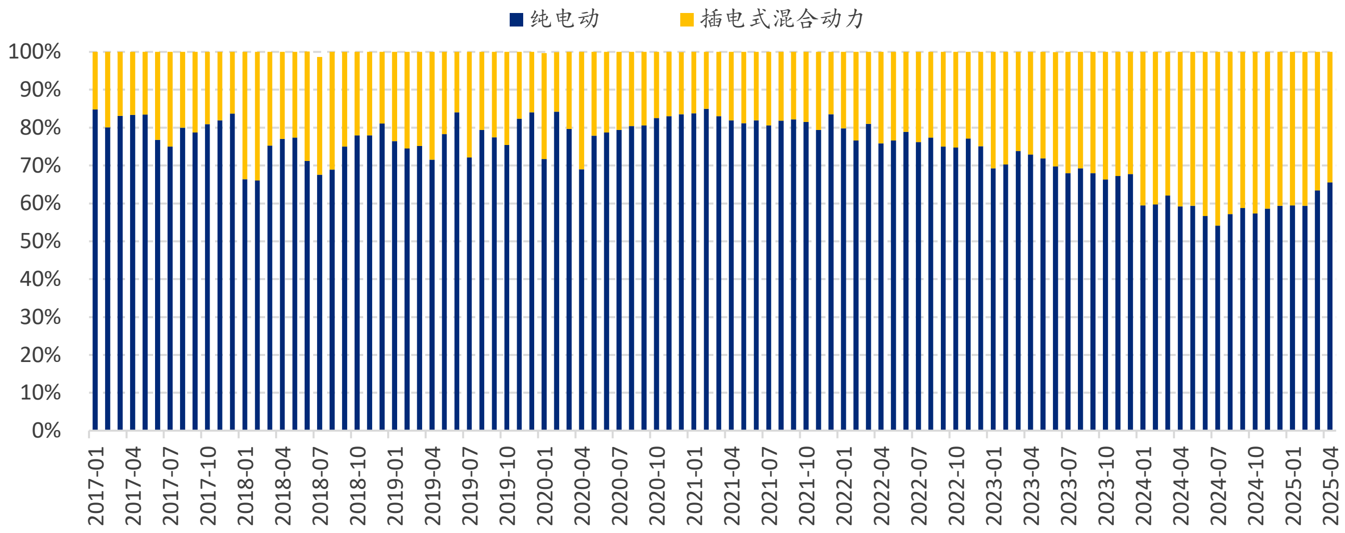
资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 4：中国电动汽车充电桩保有量及净增量



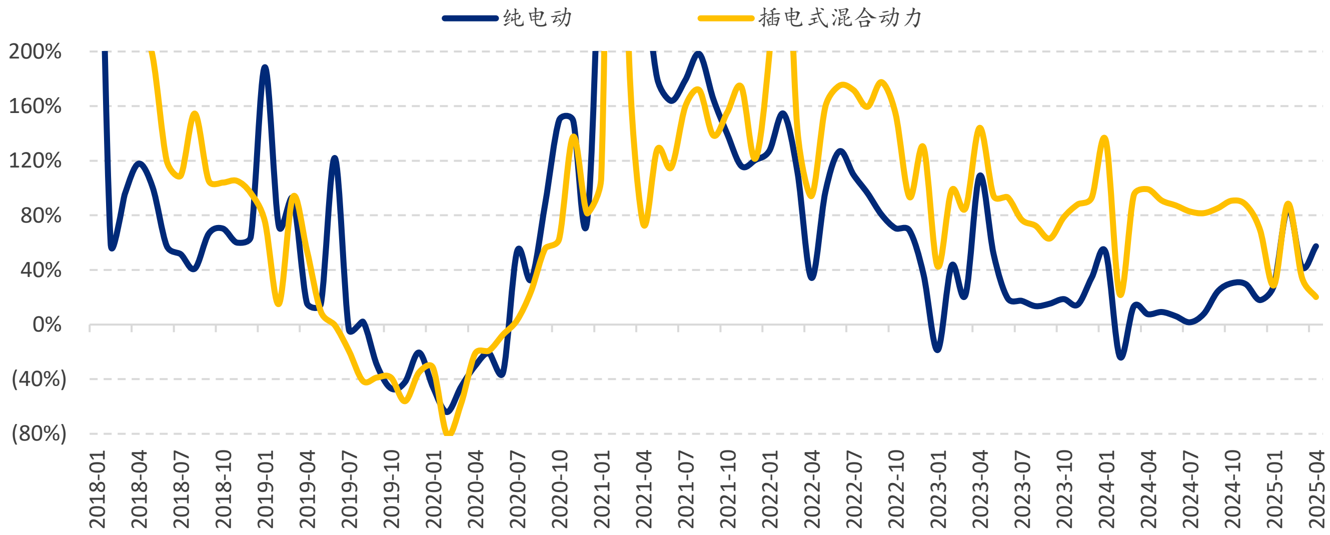
资料来源：中国电动汽车充电基础设施促进联盟、Wind、iFinD、浦银国际

图表 5：中国新能源乘用车品种拆分：4 月纯电动车占比 65.5%，插电式混合动力汽车占比 34.5%



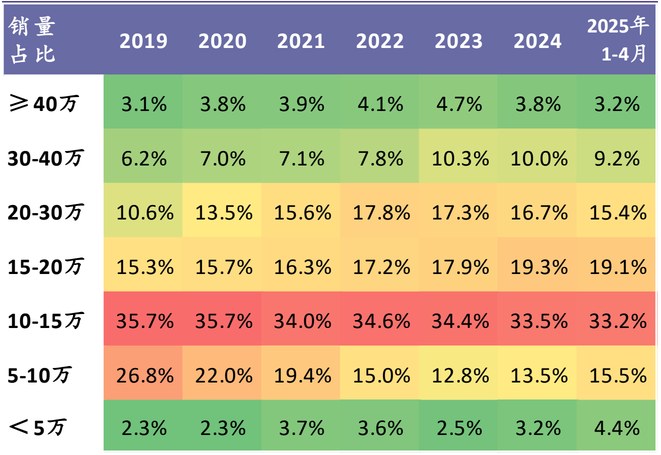
资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 6：中国新能源乘用车月销量同比增速（按动力类型拆分）：2025 年 1 月，纯电车型同比增速在 39 个月后重新反超插混车型



资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

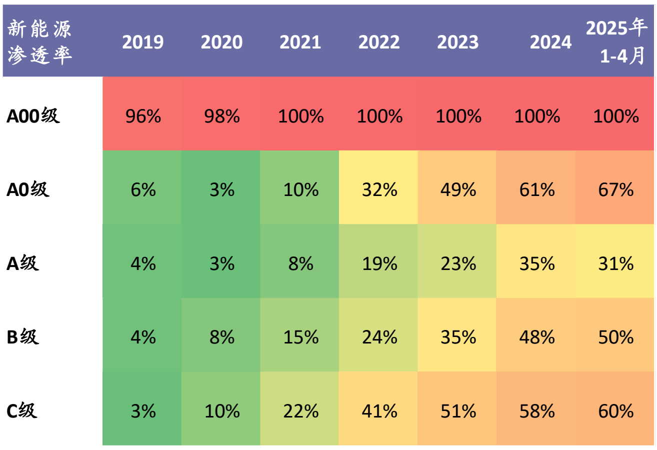
图表 7：中国乘用车市场价格段销量结构变化



销量占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年1-4月
⩾40万	3.1%	3.8%	3.9%	4.1%	4.7%	3.8%	3.2%
30-40万	6.2%	7.0%	7.1%	7.8%	10.3%	10.0%	9.2%
20-30万	10.6%	13.5%	15.6%	17.8%	17.3%	16.7%	15.4%
15-20万	15.3%	15.7%	16.3%	17.2%	17.9%	19.3%	19.1%
10-15万	35.7%	35.7%	34.0%	34.6%	34.4%	33.5%	33.2%
5-10万	26.8%	22.0%	19.4%	15.0%	12.8%	13.5%	15.5%
＜5万	2.3%	2.3%	3.7%	3.6%	2.5%	3.2%	4.4%

注：图中所列示计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

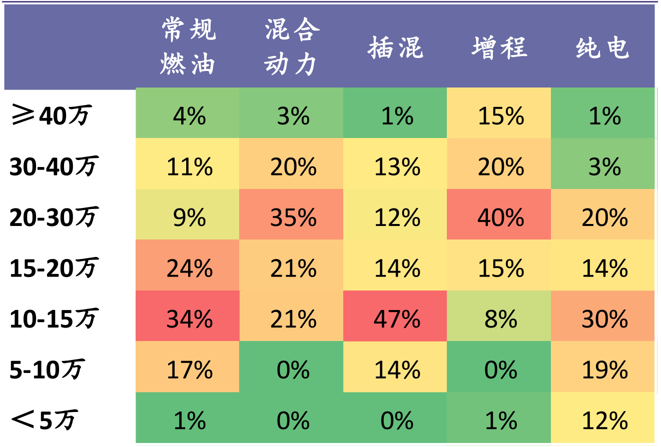
图表 8：中国新能源车渗透率按照车型拆分



新能源渗透率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年1-4月
A00级	96%	98%	100%	100%	100%	100%	100%
A0级	6%	3%	10%	32%	49%	61%	67%
A级	4%	3%	8%	19%	23%	35%	31%
B级	4%	8%	15%	24%	35%	48%	50%
C级	3%	10%	22%	41%	51%	58%	60%

资料来源：乘联会、浦银国际

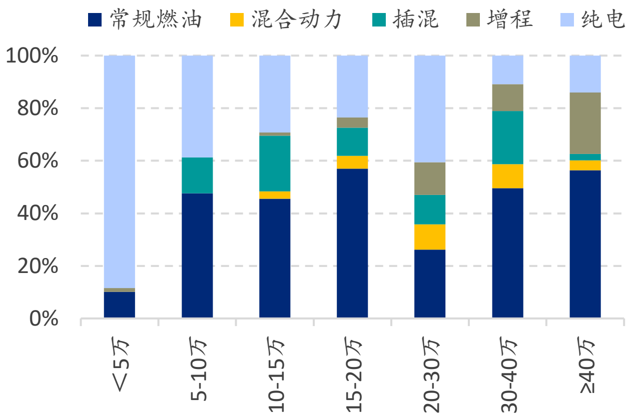
图表 9：2025 年 4 月，中国乘用车市场零售销量各动力类型的价格段分布



	常规燃油	混合动力	插混	增程	纯电
⩾40万	4%	3%	1%	15%	1%
30-40万	11%	20%	13%	20%	3%
20-30万	9%	35%	12%	40%	20%
15-20万	24%	21%	14%	15%	14%
10-15万	34%	21%	47%	8%	30%
5-10万	17%	0%	14%	0%	19%
＜5万	1%	0%	0%	1%	12%

注：图中所列示计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 10：2025 年 4 月，中国乘用车市场零售销量各价格段内不同动力类型渗透率情况



注：图中所列示计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

政策端对于新能源车维持较高补贴力度

今年 1 月初，国家发改委和财政部发布《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》（简称“通知”）。其中，新能源汽车相关政策预期落地，持续提振和刺激新能源车的终端需求。

该“两新”政策，是国家在 2024 年 4 月以及 2024 年 7 月分别发布和更新“以旧换新”政策的延续（图表 11）。在去年 4 月，该政策第一次发布时，给予报废旧车并购买新能源车的消费者，补贴 7,000 元。在去年 7 月，补贴的金额上升到 1.5 万元。

今年 1 月份延续的“两新”政策中，在新能源车方面，通知提出，扩大汽车报废更新支持范围并完善汽车置换更新补贴标准。国四排放标准燃油车纳入报废补贴，在保持补贴金额不变的情况下，补贴范围变大。同时，汽车转让换购同样有补贴支持，新能源车最高 1.5 万元，燃油车最高 1.3 万元。这给予中国新能源车需求支撑。截至 5 月 11 日，2025 年全国汽车以旧换新补贴申请量已达 322.5 万份，其中包括报废更新 103.5 万份，置换更新 219 万份。同时，从今年一季度多家车企的财务表现来看，市场补贴对于车企缓和促销力度，提升公司和产业毛利率发挥了作用。

图表 11：汽车以旧换新补贴政策进一步延续，加码置换补贴

项目	政策延续（2025-01）	追加力度（2024-07）	细则发布（2024-04）
报废更新补贴			
资金安排	超长期特别国债用于支持“两新”**的资金总规模比去年有大幅增加**，具体数额将在今年“两会”时公布	中央财政与地方政府联动，同时**将安排超长期特别国债，支持地方自主开展个人消费者汽车置换更新**	中央财政与地方政府联动，财政部向各省份预拨 70%补助资金，用于支持地方启动相关工作
央地共担资金比例	/	中央和地方总体按 **9:1** 比例共担，对东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 **85%、90%、95%**	中央和地方总体按 **6:4** 比例共担，对东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 **50%、60%、70%**
补贴范围	个人消费者报废**国四及以下**排放标准燃油乘用车，或 **2018 年 12 月 31 日前**注册登记的新能源乘用车，并购买符合要求的乘用车新车	在此前补贴范围基础上，扩展补贴范围，支持老旧营运货车报废更新	个人消费者报废**国三及以下**排放标准燃油乘用车，或 **2018 年 4 月 30 日前**注册登记的新能源乘用车，并购买符合要求的乘用车新车
乘用车补贴力度	维持单台 **1.5 万元/2 万元**	对报废燃油乘用车并购买符合要求燃油乘用车的，补贴 **15,000 元**；对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的，补贴 **2 万元**	对报废燃油乘用车并购买符合要求燃油乘用车的，补贴 **7,000 元**；对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的，补贴 **1 万元**
报废车辆登记时间	报废的机动车须为**本通知公布之日前登记在本人名下**	为规范流程，新增规定报废机动车需在**印发之日前登记在本人名下**	无具体限制
置换更新补贴			
补贴标准	个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的	仅针对报废更新	
补贴力度	购买新能源/燃油乘用车单台补贴最高不超过 **1.5 万元/1.3 万元**	各地方政府可根据自身需要和能力发布实施置换更新政策	

资料来源：政府网站、浦银国际整理

• 2025年下半年智能辅助驾驶和海外渠道布局持续推进

中国新能源乘用车渗透率保持加速上扬

中国新能源乘用车渗透率加速上扬，这是过去3-4年我们对于行业的基本判断。站在2025年二季度，这个判断依然没有改变。从年度平均渗透率来看，中国新能源乘用车渗透率将从2020年的6.1%快速增加至2024年的44.6%，与我们去年年底的预测比较接近，2021年至2024年渗透率分别增加9.2、12.5、6.9和10个百分点，渗透率斜率还是在上扬（图表 13）。

从2025年全年来看，我们预计中国新能源车乘用车销量将达到1,525万辆，同比增长24%（图表 12）。这略微低于我们于去年底发布的2025年展望报告中的预测，我们认为部分原因是大众市场高阶智能辅助驾驶车型比非智驾版本车型价格略高导致相对需求下降。虽然根据我们的预测，2025年中国新能源乘用车销量增速较2024年的37%有所下降，但增量将达到297万辆。我们预计2025年的中国新能源车乘用车渗透率将达到53.3%，同比增长8.7个百分点。中国新能源车行业仍然处于强劲的增长阶段。具体到2025年下半年，我们预计渗透率将从上半年的49.2%提升至56.7%。

在2025年，中国新能源乘用车优质供给增加，竞争烈度依然较高。自2020年下半年中国新能源车渗透率进入加速通道以来，今年是第五个年头。中国新能源车企在经历多轮的淘汰以及摸索，仍在牌桌的车企有能力也正在持续推出具备较强竞争力的产品或车型。

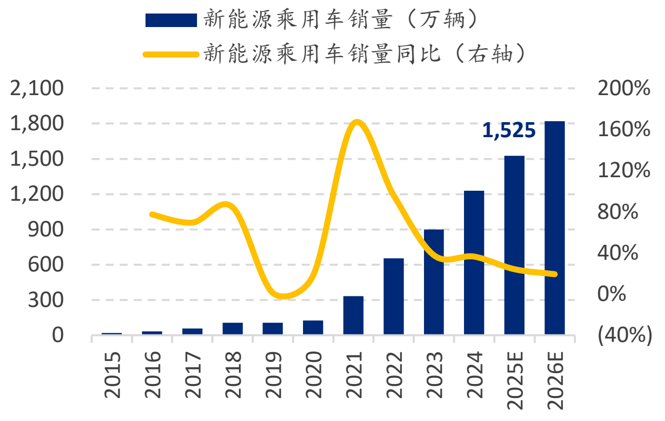
例如，小鹏去年下半年推出的MONA M03以及P7+，理想今年在MEGA产品线推出的2025款MEGA Home，零跑的B10等，均取得较好的订单表现。小米的SU7、SU7 Ultra（图表 18）则成为了现象级产品。

大量优质供给的增加也对市场上所有的车企提出更高的要求。在动力电池原料价格，如碳酸锂吨价稳定在10万元以下时（图表 20），整车成本下降主要依赖于综合成本下行。今年年初几个月的市场折扣力度略高于去年，但是4月份折扣力度下降至9.4%，有所缓和（图表 19），与去年5月促销力度持续增长的趋势不同。

展望今年下半年，小米YU7、小鹏G7、零跑B01、理想i8等车型（图表 16）依然有望继续对行业进行冲击。我们预期将看到更加有竞争力的车型，出现在价格10万元出头的纯电轿车、符合家庭需求的大型SUV（含纯电和增程）等细分品类中。

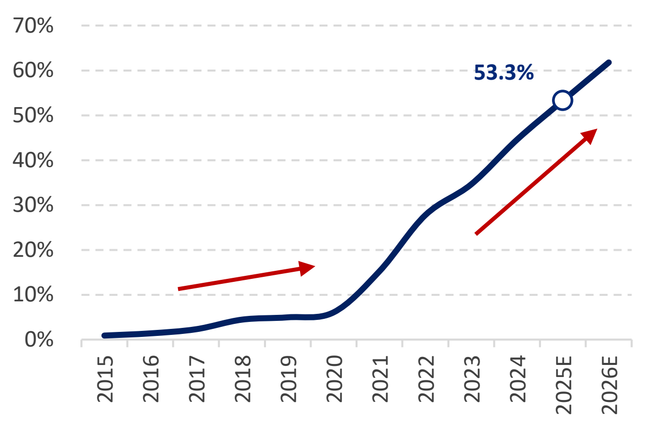
进入今年下半年，优质供给的持续增加有望刺激消费者端的需求，从而持续推动中国新能源车市场的增长。

图表 12：中国新能源乘用车销量及同比预测



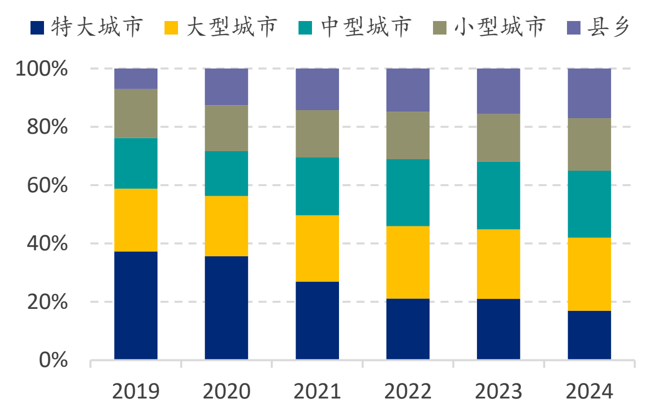
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 13：中国新能源乘用车渗透率及预测



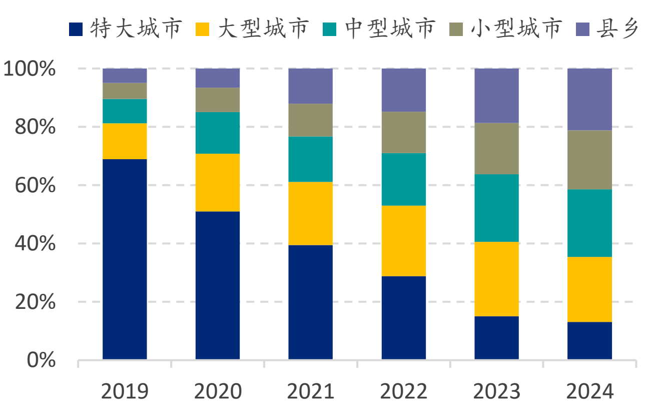
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 14：中国纯电乘用车各级城市销量占比



资料来源：乘联会、浦银国际

图表 15：中国插混乘用车各级城市销量占比



资料来源：乘联会、浦银国际

图表 16：覆盖新势力车企 2025 年新增车型及计划（含改款）

车企	发布时间	新增/改款车型安排	交付计划
蔚来	2024-12	**蔚来 ET9：**大型纯电动轿车，定位智能电动行政旗舰，采用四座布局和 900V 高压架构，定价 78.8-80.8 万元。	3 月开启交付
		firefly 萤火虫：蔚来第三品牌首款同名车型，定位智能电动高端小车。	4 月下旬启动交付
	2025-05	**蔚来新 ET5/ET5T/ES6/EC6：**实现自研智驾芯片神玑 NX9031、全域操作系统 SkyOS·天枢和天行智能底盘全面量产上车。	6 月全面交付
	2025-07	**乐道 L90：**定位智能大空间旗舰 SUV，目标成为三排 SUV 标杆。车型已于 2025 年上海车展亮相。	预计 7 月份发布交付
	2025-10	**乐道 L80：**乐道品牌旗下第二款 SUV，定位中大型 SUV，将与乐道 L60、L90 形成家庭车型矩阵。	预计 11 月份交付
	4Q25	**蔚来新 ES8：**对标老款 ES7，将比老款 ES8 更具性价比，目标拿下中高端大三座 SUV 市场更大份额。	预计 4Q25 交付整季度
小鹏	2025-03	**2025 款 G6、G9：**全系标配 5C 超充 AI 电池、图灵 AI 智驾。	3 月开启交付
	2025-04	**2025 款 X9：**大七座纯电 MPV，售价区间与旧版保持一致。取消激光雷达，改用图灵 AI 智驾纯视觉方案。	4 月开启交付
	2025-05	**MONA M03 Max：**加推 4 款全新版型，搭载双英伟达 Orin-X 芯片，在 15 万元内实现满血版智能辅助驾驶。	5 月上市交付
	2025-06	**G7：**定位纯电中型 SUV，主打智能化和大空间，市场预计售价 20-25 万元价格段。与 P7+共享平台，将采用相同的设计语言。	3Q25
	3Q25	**全新一代 P7：**采用了更加激进和富有未来感的设计语言，定位时尚豪华旗舰轿跑，市场预计将取消激光雷达。	2H25
	4Q25	**2 款鲲鹏超级电动车型：**先从市场验证过的大型车区间做起，目标 2026 年底实现大部分在售车型的一车双能配置。	2H25
理想	2025-04	**2025 款 MEGA：**包括 Ultra 智能焕新版和 Home 家庭特别版，均采用体积更小的激光雷达方案禾赛科技 ATL，并将英伟达双 Orin-X 芯片升级为 Thor-U 芯片。另外，Home 版新增前排静音电动门。	5 月下旬启动交付
	2025-05	**L 系列智能焕新版：**L9/8/7/6 进行智能辅助驾驶硬件升级，全系标配禾赛 ATL 激光雷达，AD Pro 芯片由地平线 J5 升级为 J6M，AD Max 芯片由英伟达双 Orin-X 升级为单颗 Thor-U。	5 月开启交付
	2025-07	**i8：**理想首款纯电 SUV 车型，定位六座中大型 SUV，与 L8 尺寸相近，目标 30 万元以上纯电市场。	2H25
	2025-09	**i6：**理想第二款纯电 SUV 车型，定位大五座纯电 SUV，同时肩负着理想纯电车型走量的重任。	2H25
零跑	2025-04	**B10：**B 系列首款全球化车型，定位"全球智趣长续航 SUV"，是同级唯一搭载激光雷达高阶智驾的车型。	上市即交付
	2025-05	**2026 款 C10：**中期改款，12.28 万元起，主要围绕续航、驾控、智能和设计四大方面进行进阶。	5 月开始交付
	2025-06	**2026 款 C16：**外观、内饰设计与老款基本保持一致，主要提升了舒适性、智能化、续航和底盘等体验。	6 月开始预订
	2025-07	**B01：**定位 15 万元级新能源智能轿车，面向年轻消费者群体。车型已于 2025 年上海车展首次亮相，并于 4 月 30 日开启盲订。 **2026 款 C11：**中期改款，公司预计将于 7 月份发布。	2H25
	2025-11	**B05：**定位入门级两厢车，市场预计于 11 月广州车展上开启预售。	2H25

资料来源：各公司微信公众号、各公司官网、新浪财经、懂车帝、公开资料、浦银国际整理

图表 17：纯电车型配置比较：小米 YU7 vs 同价格段竞品车型

	小米汽车 YU7	特斯拉 Model Y	小鹏 G9	腾势 N7	阿维塔 07	智界 R7
上市时间	2025-07	2025-03	2025-03	2025-02	2025-02	2024-09
官方指导价	暂未公布	26.35-31.35	24.38-25.38	25.98-28.98	22.99-28.99	25.98-33.98
车身参数						
长（mm）	4,999	4,797	4,891	4,860	4,825	4,956
宽（mm）	1,996	1,920	1,937	1,935	1,980	1,981
高（mm）	1,608	1,624	1,670	1,620	1,620	1,634
轴距（mm）	3,000	2,890	2,998	2,940	2,940	2,950
风阻系数（Cd）	0.245	0.22	0.272	/	0.259	0.219
性能参数						
最高车速（km/h）	240	201	200	180	200	200
百公里加速时间	5.88s	5.9s	6.6s	6.8s	6.3s	5.9s
最大扭矩（N·m）	528	410	465	360	365	396
最大功率（kW）	235 (320Ps)	220 (299Ps)	258 (351Ps)	230 (313Ps)	252 (343Ps)	215 (292Ps)
电能当量燃料消耗量(L/100km)	1.54	1.35	1.61	1.73	1.68	1.52
电池/充电						
电池类型	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	三元锂
电芯品牌	弗迪	宁德时代	中创新航	比亚迪	宁德时代	中创新航
电池容量	96.3 kWh	62.5 kWh	79 kWh	91.3 kWh	82.16 kWh	82 kWh
高压快充平台	800V	400V	800V	800V	800V	800V
电池充电倍率	/	/	5C	/	4.5C	/
百公里耗电量	13.3 kWh	11.9 kWh	13.9 kWh	14.9 kWh	14.5 kWh	13.1 kWh
纯电续航里程	CLTC: 835	CLTC: 593	CLTC: 625	CLTC: 702	CLTC: 650	CLTC: 667
智能化配置						
智能座舱芯片	高通骁龙 8 Gen3	AMD Ryzen	高通骁龙 8295P	/	华为麒麟 9610A	华为麒麟 990A
辅助驾驶芯片	英伟达 Thor-U	特斯拉 AI4	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X	华为 MDC 910	华为 MDC 610
智驾芯片算力	700 TOPS	720 TOPS	508 TOPS	254 TOPS	/	200 TOPS
车载智能系统	Xiaomi HyperOS	Tesla 车载系统	XOS 天玑	DiLink 100	HarmonyOS	HarmonyOS
辅助驾驶操作系统	Xiaomi HAD	Autopilot	XNGP	DiPilot 300 天神之眼 B	HUAWEI ADS	HUAWEI ADS
传感器硬件						
车外摄像头个数	11	8	11	12	10	10
超声波雷达个数	12	0	12	12	12	12
毫米波雷达个数	1	0	3	5	3	3
激光雷达个数	1	0	0	2	0	0
参考图						

注：上表中所有基本参数均采用各个车型最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；上市时间为最新改款（如有）发布时间；售价单位为“人民币万元”；

资料来源：各车企官网、工信部、懂车帝、汽车之家、新出行、浦银国际整理

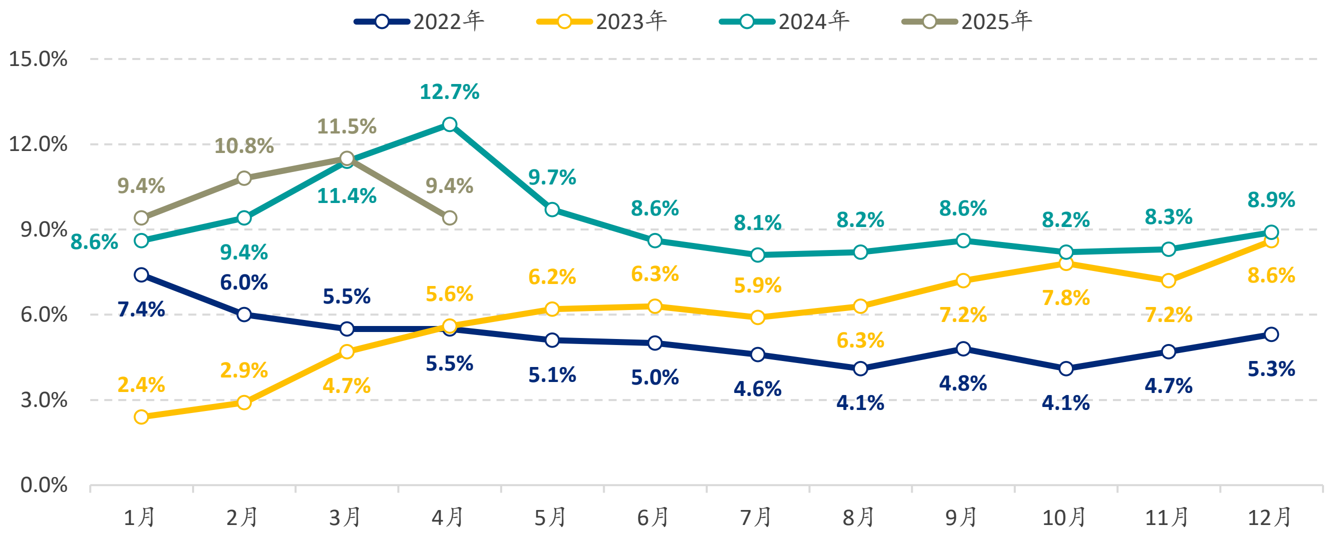
图表 18：小米 SU7 Ultra 与同价格段纯电车型配置比较

	小米 SU7 Ultra	莲花 Emeya 繁花 900	蔚来 ET9	保时捷 Taycan	极氪 001 FR	特斯拉 Model S
参考图						
上市时间	2025-02	2025-02	2024-12	2024-11	2024-08	2023-01
官方指导价（人民币万元）	52.99	80.8	78.8	91.8	76.9	68.49
车身参数						
长（mm）	5,115	5,139	5,325	4,963	5,018	5,021
宽（mm）	1,970	2,005	2,017	1,966	1,999	1,987
高（mm）	1,465	1,464	1,621	1,379	1,545	1,431
轴距（mm）	3,000	3,069	3,250	2,900	3,005	2,960
风阻系数（Cd）	-	0.21	0.243	0.22	-	0.208
性能参数						
最高车速(km/h)	350	256	220	230	280	250
百公里加速(秒)	1.98	2.78	4.3	4.8	2.02	3.2
最大扭矩（N·m）	1,770	985	700	410	1,280	-
最大功率（kW）	1,138 (1,548Ps)	675 (918Ps)	520 (707Ps)	300 (408Ps)	930 (1,265Ps)	493 (670Ps)
电池容量(kWh)	93.7	102	100	89	100.01	100
百公里耗电量	16.5 kWh	22.8 kWh	16.2 kWh	-	20.5 kWh	16.6 kWh
纯电续航里程	CLTC: 630 km	CLTC: 530 km	CLTC: 650 km	CLTC: 604 km	CLTC: 550 km	CLTC: 715 km
传感器配置（颗）						
车外摄像头	11	11	11	5	13	7
车内摄像头	1	1	2	-	1	1
超声波雷达	12	12	12	12	20	0
毫米波雷达	3	5	4	3	5	0
激光雷达	1	4	3	0	1	0
智能化硬件						
智能座舱芯片	高通 8295	高通 8155*2	高通 8295	-	高通 8295	AMD Ryzen
智能驾驶芯片	英伟达 Orin-X	英伟达 Orin-X	神玑 NX9031	-	英伟达 Orin-X	特斯拉 FSD
用量（颗）	2	2	2	-	2	2
算力（TOPS）	508	508	-	-	508	144
车载智能系统	Xiaomi HyperOS	Lotus Hyper OS	SkyOS·天枢	-	ZEEKR OS	-
智驾操作系统	Xiaomi Pilot	-	NIO Aquila	-	ZEEKR AD	Autopilot

注：上表中的基本参数均采用对应车型中最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别），其中“-”表示车企未披露信息；上市时间为最新改款（如有）发布时间；

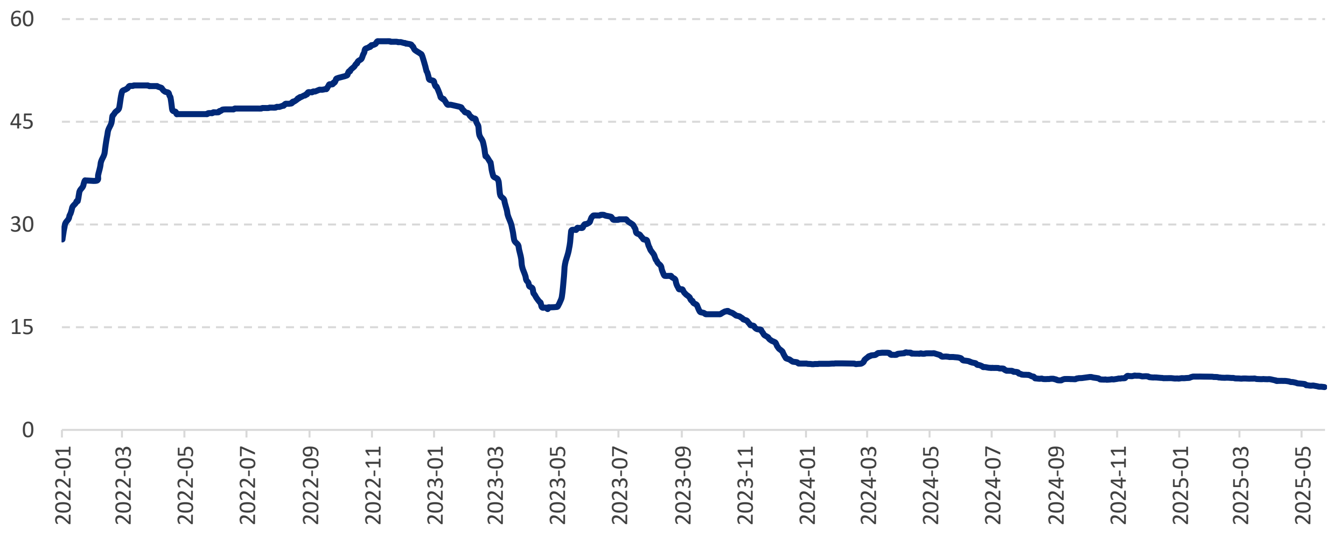
资料来源：各车企官网、懂车帝、新出行、浦银国际整理

图表 19：中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势



资料来源：崔东树公众号、乘联会、浦银国际

图表 20：中国电池级碳酸锂价格走势（万元/吨）：2024 年下半年以来稳定在 10 万元以下



注：图中所示为国产电池级碳酸锂（含量 99.5%）的价格走势；

资料来源：Wind、iFinD、浦银国际

中国新能源车企海外布局加速，出口销量大幅成长

首先，中国车企在海外渠道的前期布局正在进入收获期，新能源车出口销量大幅提升。

根据乘联会数据，今年1-4月，中国新能源乘用车出口累计58.9万辆，同比44%（图表 28），同比增速较2024年全年的16%明显上扬。作为对比，中汽协数据显示，今年 1-4 月中国汽车累计出口量同比增速为 6%（图表27），同样低于新能源车的44%。因此，今年以来，中国新能源车出口开始加速，无论是与历史数据的纵向对比，还是与乘用车整体的横向对比。

过去几年，中国制造的新能源车在海外的认可度持续提升。伴随着中国新能源车的规模优势和市场扩张需求，中国制造新能源产品越来越多地走出国门，海外认可度持续提升。

同时，从新势力车企来看，小鹏、零跑等在海外渠道的布局开始落地结果（图表 25），海外的出口销量开始增长。在2024年，小鹏出口销量已超过2万辆。今年1-4月，借助Stellantis在海外市场的渠道，零跑已经出口1.36万辆。中国新势力车企在中东、欧洲等地区都开始布局。另外，比亚迪今年在海外销量同样保持较高增长动能，预计全年海外销量将达到80万辆，同比有望接近翻倍。

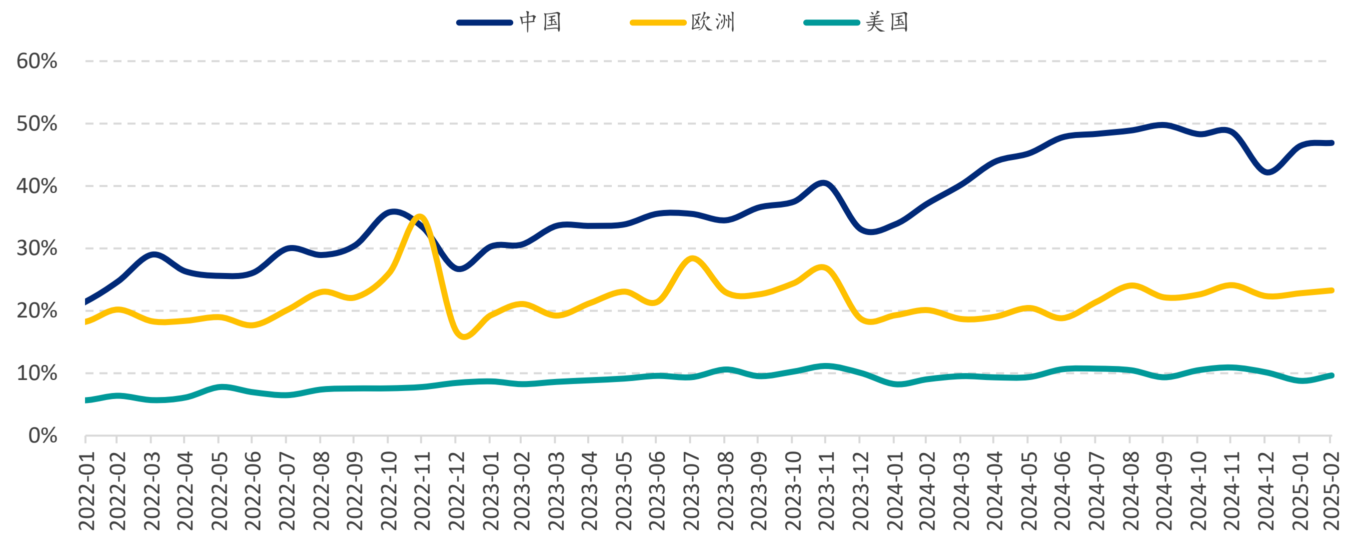
其次，从海外的欧洲市场来看，新能源车市场需求逐步复苏，同时，对于中国电动车的关税不确定性和门槛有望降低。

在2024年，受到欧洲车企放缓新能源车企布局计划的影响，欧洲的新能源车销量同比下降3%。但是，今年以来，欧洲新能源车的月度销量同比增速从2024年8月的低点的-32%，整体保持上行，今年3月达到23%（图表22）。今年1-3月，欧洲新能源车销量同比增长22%（图表 23），增长动能恢复显著。这是中国车企在欧洲市场增长的基础。

在2024年，欧洲开启了对华电动车的反补贴调查（图表 29），分别在去年7月和10月公布初裁和终裁结果（图表 30）。这一定程度影响到了中国车企在欧洲地区的新能源车出口进度。但是，今年4月，欧洲与中国重启磋商，并达成共识，通过设定中国对欧洲出口电动车最低价格，以替代全年的关税政策。与欧磋商关于关税政策，有望降低关税政策的不确定性。这为中国车企制定海外计划提供了清晰的指引。

从海外的美国市场来看，美政府对中国电动车和动力电池等保持较高的关税政策（图表 31）。从中国车企的角度来看，与中国的智能手机厂商类似，对于进入美国市场都有相对保守的判断。因此，目前美关税政策对于中国新能源车企出口的影响较小。

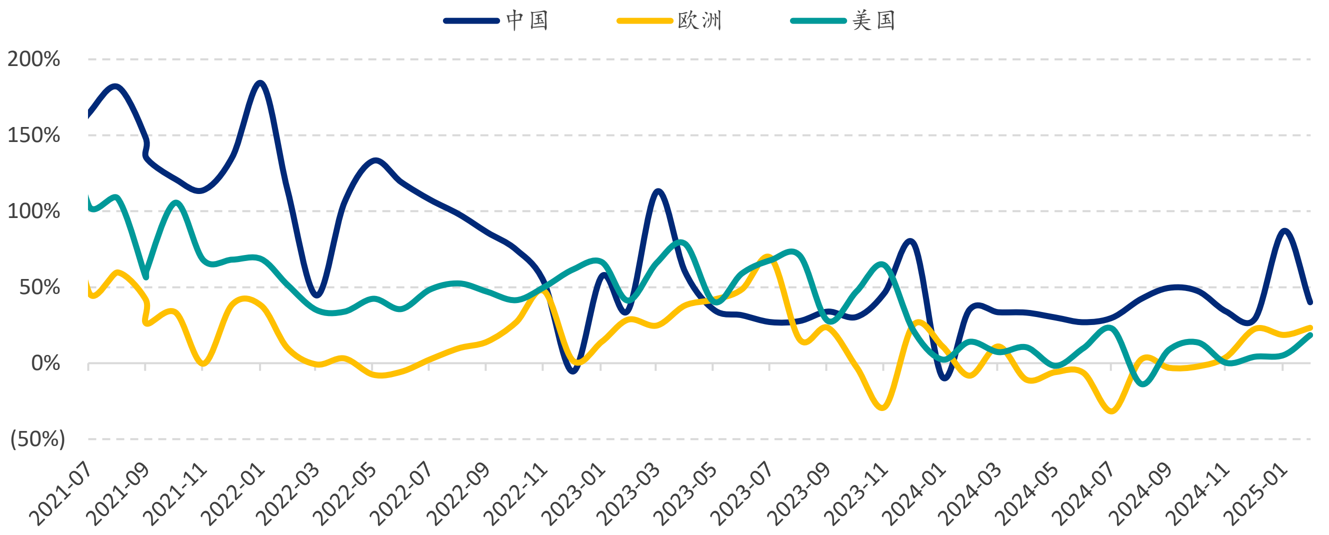
图表 21：全球主要区域市场新能源车渗透率月度表现



注：中国、欧洲统计口径为乘用车，美国统计口径为轻型汽车（乘用车+轻型卡车）；

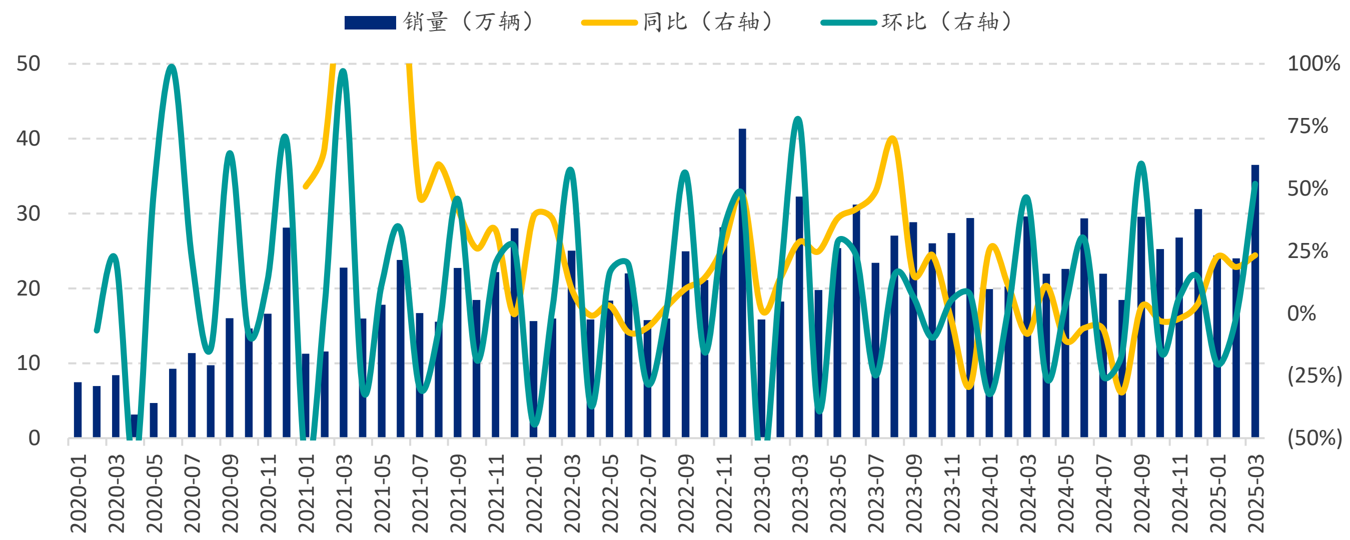
资料来源：中汽协、MacroMicro、浦银国际

图表 22：全球主要区域市场新能源汽车销量同比增速对比



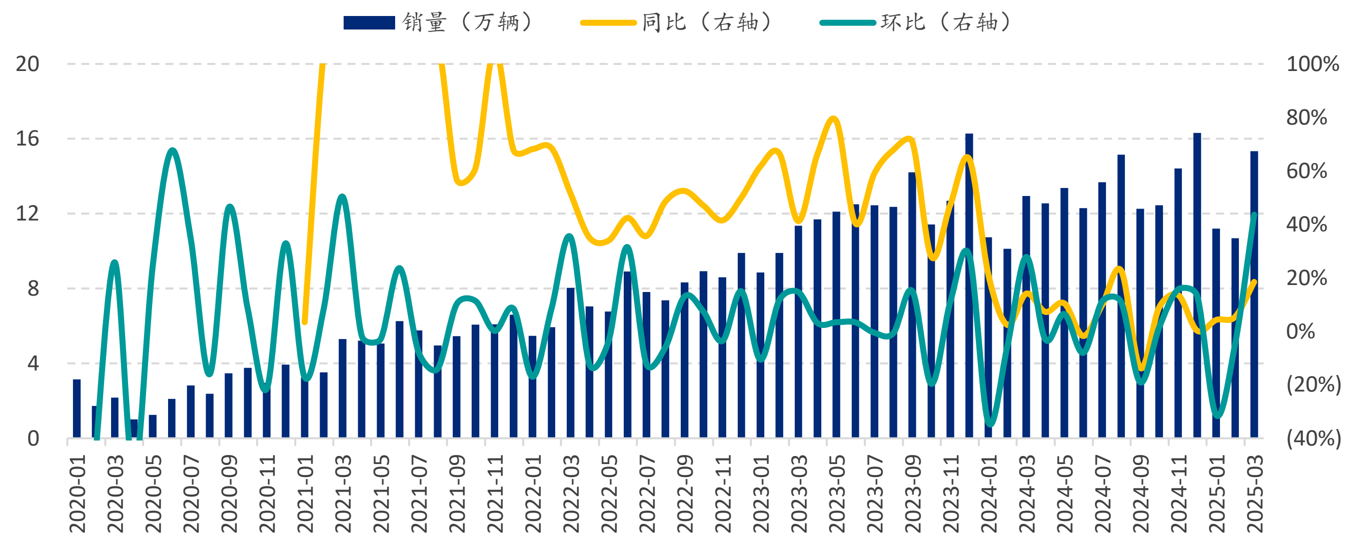
资料来源：中汽协、Argonne National Laboratory、CleanTechnica、Wind、iFinD、MacroMicro、浦银国际

图表 23：欧洲新能源汽车月度销量：3 月销量 36.5 万辆，同比增长 23%，环比增长 52%



资料来源：CleanTechnica、iFinD、浦银国际

图表 24：美国新能源汽车月度销量：3 月销量 15.3 万辆，同比增长 18%，环比增长 44%



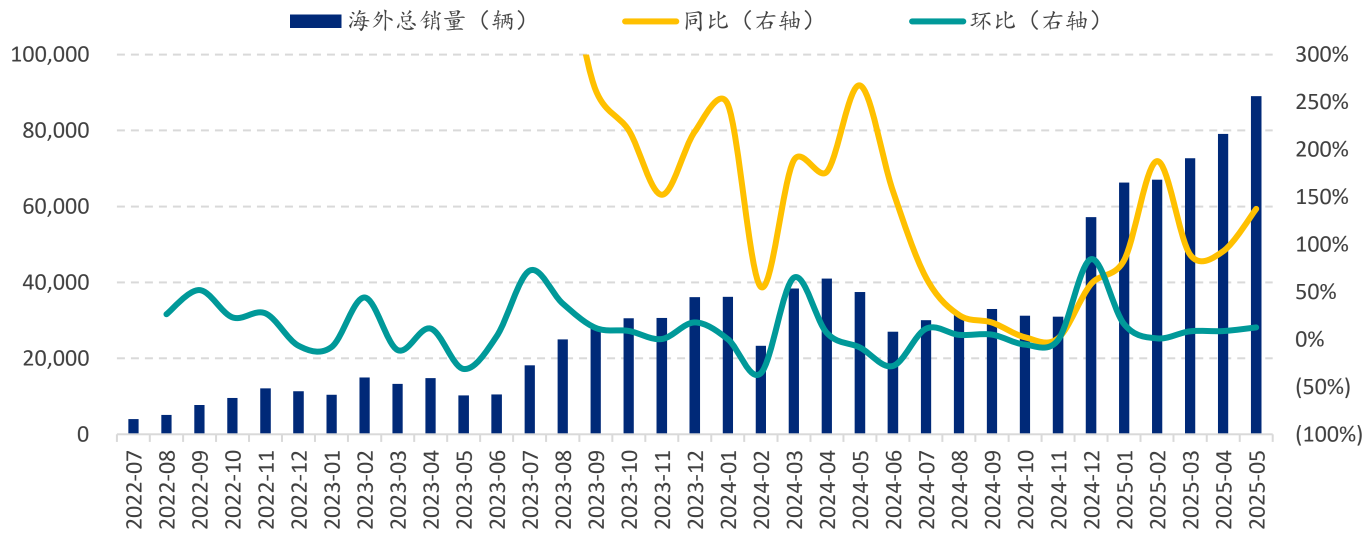
资料来源：Argonne National Laboratory、MacroMicro、浦银国际

图表 25：覆盖新势力车企出海计划及运营现状

车企	出海现状及战略
蔚来	- **出海战略：**此前**主要聚焦欧洲市场**，未来将依托多品牌体系面向全球市场，可能覆盖中东、北非、亚洲、拉美及大洋洲等市场。目前国际化发展将更多通过经销商或区域代理的形式拓展，以控制集团自身投入。 - **出口车型：**主要包括蔚来**EL8**（对应ES8）、**EL7**（对应ES7）、**ET7**、**ET5/ET5T**。2024年公司与CYVN达成战略合作，将联合开发针对当地市场的全新车型。**萤火虫firefly将在2H25进入海外交付。** - **运营现状：**公司已进入超过15个海外核心市场，与10家合作伙伴建立合作，并将增加合作数量。
小鹏	- **出海战略：**公司将走向全球市场视为第二增长曲线，预计未来三年海外业务将会持续高速扩张，成为小鹏销量、利润增长的重要驱动力。今年海外销量**预计翻倍成长**，明年也将高速增长。公司将在多个区域开展研发、制造以及更加深度的本土化服务。目前海外整体采用经销商的模式，拓展速度较快。 - **出口车型：**2024年海外主销车型为**G6**、**G9**，**X9**在1Q25开始海外交付。公司在海外市场将维持较高的品牌定位，将优先把高端车型销往海外。后续也可能考虑将MONA系列车型推向海外。 - **运营现状：**公司1Q25在海外增设新门店超过40家，海外销量同比增长超过37%。**目前欧洲市场占公司海外销量的50%，**今年公司也将在**东南亚、中东、英联邦**地区发力，成为今年海外销量增长来源。
理想	- **出海战略：**公司将出海视为长期战略，**长期目标是海外市场销量份额达到公司销量的30%。**目前仍处于能力建设阶段，重点关注中东和中亚市场，将采用当地分销商模式。 - **运营现状：**截至2024年底，理想每月平行出口销量占比达**5%-10%**。进入2025年，公司已经开始与授权经销商推进合作、建店、售后等体系制度的建立，年内会有小规模新车投放。
零跑	- **出海战略：**与Stellantis集团达成战略合作并成立合资公司零跑国际，借此快速进入国际市场，**率先落地欧洲市场**，同时推进中东非、亚太、南美市场。长期来看，公司坚定认为出海的最终解决方案是本地化。 - **出口车型：**2024年出海车型主要为**T03**、**C10**。进入2025年，零跑已推出**全球车型B10**，后续B系列其他产品以及未来要推出的A系列产品都有海外投放计划。 - **运营现状：**截至2025年3月底，已在海外建立起兼具销售和售后服务功能的网点，其中欧洲超过450家。**今年1-4月零跑出口销量达13,632台**，量级接近公司2024年全年出口销量。得益于与Stellantis的战略合作，公司本地化工作进展顺利，预期马来西亚工厂和欧洲工厂有望在今年年底和明年实现本地化生产。

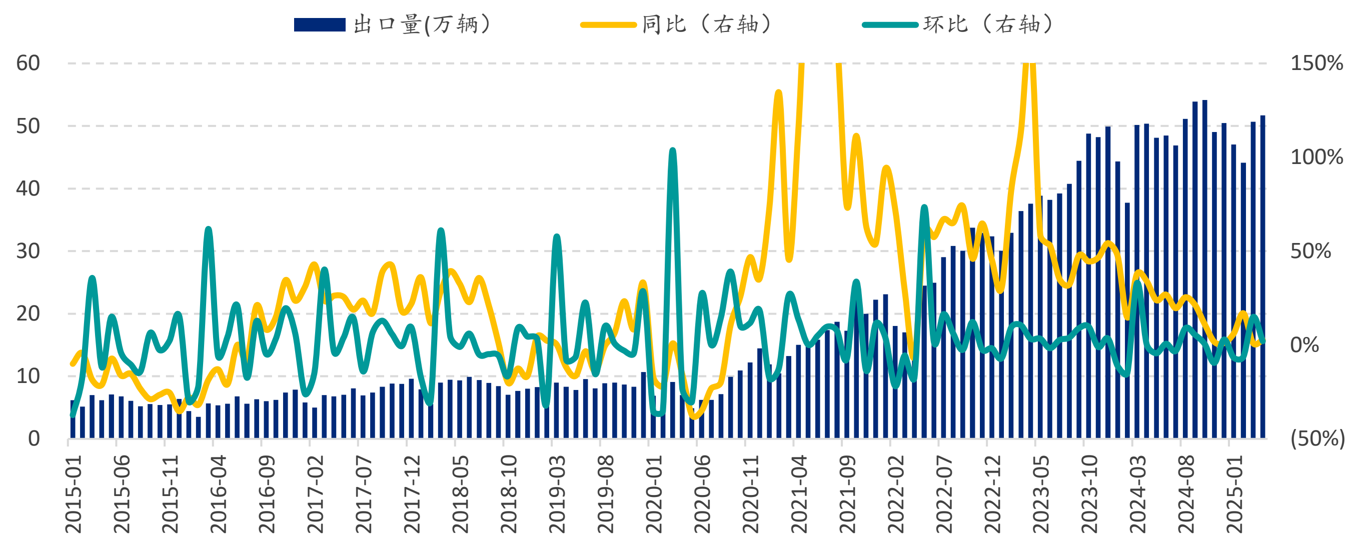
资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 26：比亚迪海外销量：4月交付89,047辆，同比增长137%，环比增长13%



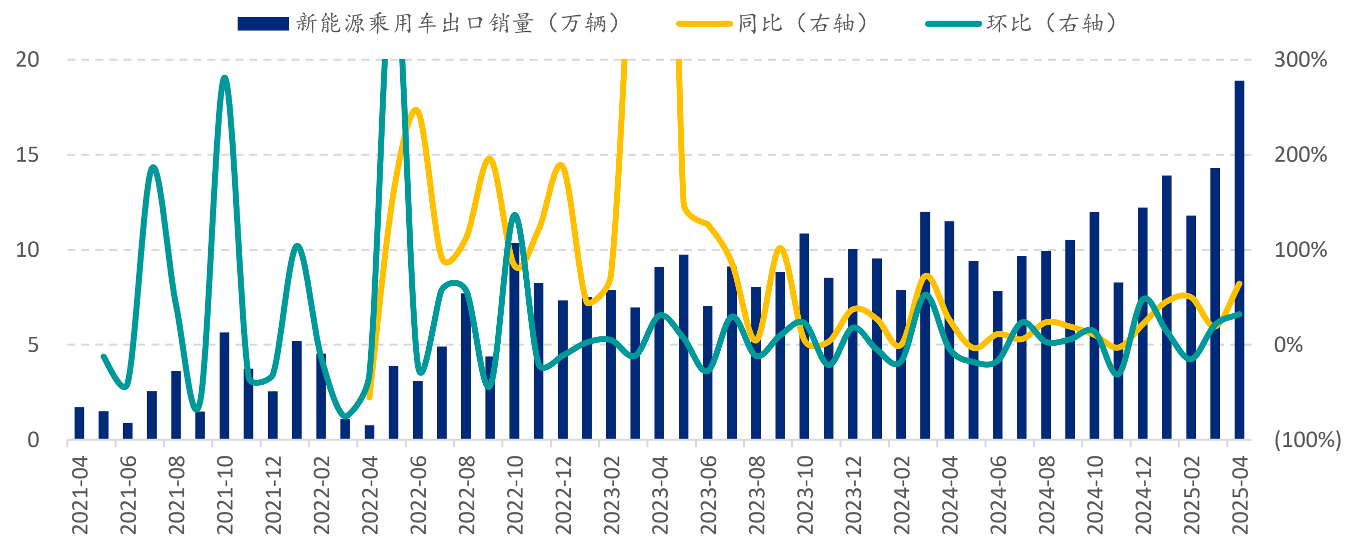
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 27：中国汽车出口量：4 月出口 51.7 万辆，同比增长 3%，环比增长 2%



资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 28：中国新能源乘用车出口量：4 月出口 18.9 万辆，同比增长 64%，环比增长 32%



注：出口量含整车与 CKD（Completely Knocked Down，完全拆散）；

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 29：欧盟对华纯电动汽车加征关税时间线梳理

日期	时间节点	具体进展
2023-09-13	欧盟委员会宣布将启动反补贴调查	欧盟委员会主席冯德莱恩发表第四次“盟情咨文”时宣布，将启动一项针对从中国向欧盟出口的电动汽车的反补贴调查。 欧盟认为，中国生产的电动汽车从政府提供的补贴中获益，使得产品价格在市场上更具竞争力；随着中国电动汽车大举出口欧洲，市场份额不断提升，欧盟汽车工业企业受到损害。
2023-10-04	正式立案 启动反补贴调查	欧盟公报发布声明称，正式对中国生产的电动汽车启动反补贴调查程序，调查期预计不超过13个月，**可能在未来9个月采取征收反补贴税等临时措施。**
2023-10-25	抽样3家 中国车企	欧盟委员会宣布，通过抽样方式确定对**比亚迪、上汽集团和吉利汽车**三家中国车企正式启动反补贴调查。调查对象是产自中国的**九座及以下纯电动乘用车**，调查期限覆盖范围横跨2022年10月1日至2023年9月30日。 反补贴调查将集中在两方面：1）在中国生产电动汽车并向欧盟出口电动汽车的企业是否获得中国政府的补贴；2）将原产于中国的补贴电动汽车进口到欧盟，是否可能对在欧盟生产电动汽车的生产商的经济健康造成损害。
2024-06-12	反补贴调查 初裁信息预披露	欧盟委员会公布调查初裁结果，认为中国纯电动汽车价值链受益于不公平补贴，对欧洲纯电动汽车制造商造成了经济损害的威胁。 欧盟表示，如无法与中方达成解决方案，将在**进口乘用车10%的常规关税**基础上，对比亚迪（17.4%）、吉利汽车（20%）和上汽集团（38.1%）分别加征关税。对参与调查但未被抽样的电动汽车制造商平均加征21%的反补贴税；未配合调查的电动汽车制造商将被加征38.1%的反补贴税。**加征关税将于2024年7月4日左右实施。**
2024-07-04	反补贴初裁	欧盟委员会发布公告，对原产于中国的纯电动载人汽车作出反补贴肯定性初裁，初步裁定对比亚迪（17.4%）、吉利汽车（19.9%）和上汽集团（37.6%）分别加征临时反补贴税。其他合作公司的临时反补贴税率为20.8%，中国其他公司的临时反补贴税率为37.6%。
2024-10-29	反补贴终裁	欧盟委员会发布公告，对从中国进口的纯电动汽车作出反补贴终裁，决定对比亚迪（17.0%）、吉利汽车（18.8%）和上汽集团（35.3%）征收**为期五年**的反补贴税。其他合作公司的税率为20.7%；其他公司税率为35.3%。**反补贴税于2024年10月31日起正式实施。** 在提出个别审查请求后，特斯拉获得豁免，将被征收7.8%的关税。
2025-04-10	双方启动磋商	欧盟贸易专员塞夫科维奇与中国商务部长王文涛在布鲁塞尔启动紧急磋商。面对欧盟2024年对中国电动车征收的45.3%惩罚性关税可能引发的贸易战，双方首次公开提出以“动态最低售价”替代关税的解决方案。
2025-04-12	“最低进口价格” 替代现行关税	欧盟和中国达成重要共识，将通过**设定中国对欧洲出口电动汽车最低价格**，以取代2024年10月起欧盟开始征收的电动汽车关税。双方同意尽快启动磋商，深入讨论市场准入相关问题，并立即开展电动汽车价格承诺谈判。

资料来源：EEAS（欧盟对外行动署）、财新网、中国国际贸易促进委员会、PWC、公开资料、浦银国际整理

图表 30：欧盟对中国出口的纯电动汽车加征反补贴税税率变化

中国汽车制造商	预披露税率（2024-06）	初裁临时税率（2024-07）	终裁税率（2024-10）
比亚迪集团	17.4%	17.4%	17.0%
吉利集团	20.0%	19.9%	18.8%
上汽集团	38.1%	37.6%	35.3%
特斯拉	21.0%	20.8%	7.8%
其他合作企业	21.0%	20.8%	20.7%
其他企业	38.1%	37.6%	35.3%

资料来源：中国贸易救济信息网、欧盟官方公报、浦银国际

图表31：美国针对中国汽车行业（包括整车和零部件）的关税变化时间线梳理

日期	加征税率	具体事件及进展
2018-06-15	**25%**	美国贸易代表办公室（USTR）发布声明，宣布将对从中国进口的500亿美元商品**加征25%**的关税，其中第一部分约340亿美元，包括部分汽车零部件。这一措施于2018年7月6日正式生效。
2019-05-10	/	美国对从中国进口的2,000亿美元清单商品加征的关税税率，**由10%提高到25%**，其中包括部分汽车零部件。
2020-01-15	/	中美签署第一阶段经贸协议，双方同意暂停进一步加征关税。
2024-05-14	17.5%-75%	拜登政府宣布对价值180亿美元的中国进口商品征收新关税税率。 • 对中国电动汽车，征收的关税税率**从25%提高到100%**。 • 对中国锂离子电动汽车电池，征收的关税税率**从7.5%提高到25%**。
2025-02-01	**10%**	美国总统特朗普签署行政令，以“采购并允许非法芬太尼分销到美国，导致数千万美国人死亡”为由，对进口自中国的商品将在现有关税基础**加征10%**的关税。
2025-03-03	**10%**	特朗普政府再次以“芬太尼危机”为由，提出在2月加征10%的基础上，对中国输美产品**再加征10%**的关税，自2025年3月4日起执行。
2025-03-26	**25%**	特朗普签署公告，基于美国1962年《贸易扩张法》第232条，宣布对进口汽车及关键汽车零部件**加征25%**关税，也称“232关税”。
2025-04-02	/	特朗普确认对3月26日针对进口汽车加征的25%关税于2025年4月3日生效，针对汽车零部件加征的25%关税于5月3日生效。
2025-04-10	/	特朗普宣布将对中国的关税从104%提升至125%，后白宫确认对华关税税率为145%，即20%“芬太尼”叠加125%“对等关税”。 **但是，被征收“232关税”的汽车及零部件不适用新增对等关税，惟需遵守232条款对汽车及零部件25%的关税。**加拿大、墨西哥符合美墨加协定（USMCA）的商品暂时豁免基准关税和对等关税，包括满足限制条件的汽车及零部件。
2025-04-29	/	特朗普签署公告，允许对进口汽车零部件并在美国组装汽车的汽车制造商进行一定程度补偿。第一年将向汽车制造商退还相当于汽车价格至高可达3.75%的零部件关税，这一补偿上限在第二年将降至汽车零售价格的2.5%。

资料来源：中国政府网、美国贸易代表办公室（USTR）、公开资料、浦银国际整理

- ## 智能辅助驾驶渗透率将大幅提升

比亚迪大幅推动智能辅助驾驶渗透率提升

今年 2 月，比亚迪举办智能化战略发布会，发布天神之眼 C 高阶智能辅助驾驶以及 21 款首批搭载的车型（图表 32）。比亚迪全系搭载高阶智能辅助驾驶。**比亚迪自身智能辅助驾驶采用率的大幅提升，带动汽车行业更多玩家在智能辅助驾驶上的快速跟进。**

与我们此前预期接近，此举推动 L2+辅助驾驶在 10 万元-20 万元的车型的渗透率大幅提升。根据 NE 时代数据，2025 年 3 月中国乘用车 NOA 搭载率达 18.9%（图表 35），同比、环比均显著大幅提升，渗透率上行速度加快。

从细分价格段来看，10 万元以下以及 10 万元-20 万元这两个价格段的乘用车，L2++级智能辅助驾驶渗透率在今年一季度显著抬头。其中，10 万元以下价格段的渗透率在今年一季度实现零的突破（图表 50）。**我们预计今年下半年中国乘用车，特别是新能源乘用车，智能辅助驾驶的渗透率有望继续保持加速上扬，与此前整车市场新能源加速渗透的趋势表现类似。**智能辅助驾驶渗透率提升会进一步推动新能源车需求增长。

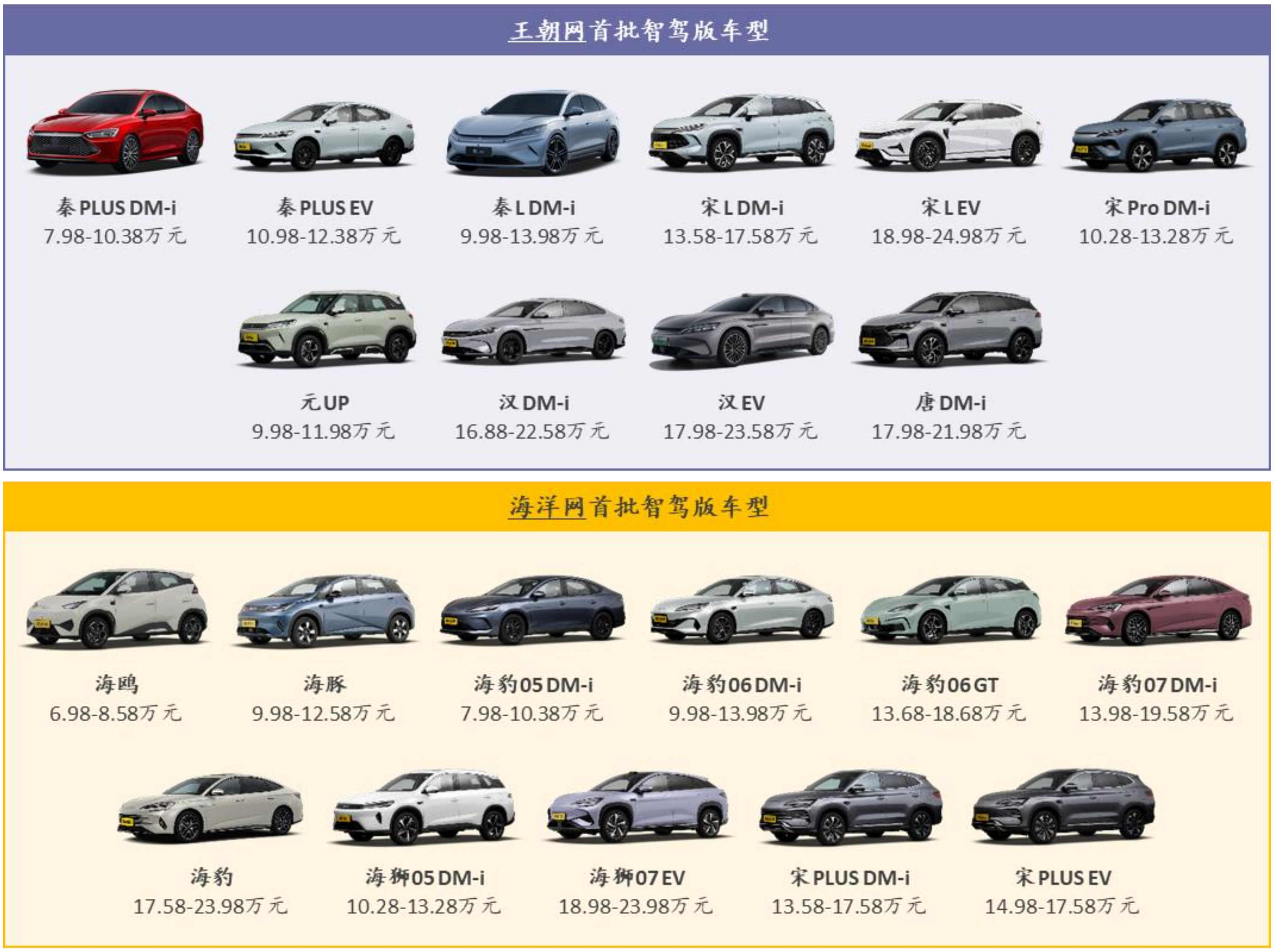
政策为智能辅助驾驶宣传等方面降温。今年 4 月，工信部发布通知，对汽车生产企业在智驾功能、宣传、告知等提出更严格要求，明确系统功能边界和安全响应措施，不得进行夸大和虚假宣传。众多车企在宣传中不再使用“自动驾驶”、“自主驾驶”、“智驾”、“智能驾驶”、“高阶智驾”、“代客泊车”、“一键召唤”、“远程遥控”等容易引发误解的名词，而是改为以“智驾等级+辅助驾驶”进行描述，如“L2 级辅助驾驶”。

在 4 月底的上海车展中，我们感受到车企端在“智驾”方面的宣传明显变得更为低调。虽然政策促使智能辅助驾驶行业在宣传方面降温，但是我们认为这将更好地教育消费者，有利于行业的长期发展。

近期，比亚迪海洋和王朝两个系列多款车型提出“一口价”的促销活动。我们认为这主要是为了应对“非智驾”车型的竞争。在 5 万-15 万元价格带，消费者对于价格更敏感，对于当前智能辅助驾驶的需求并没有那么刚需。因此，尽管比亚迪在该价格段的新能源车型具备较高份额，但是其全面推动智能辅助驾驶的车型时，仍要面临其他车企的“非智驾”版本车型的竞争。

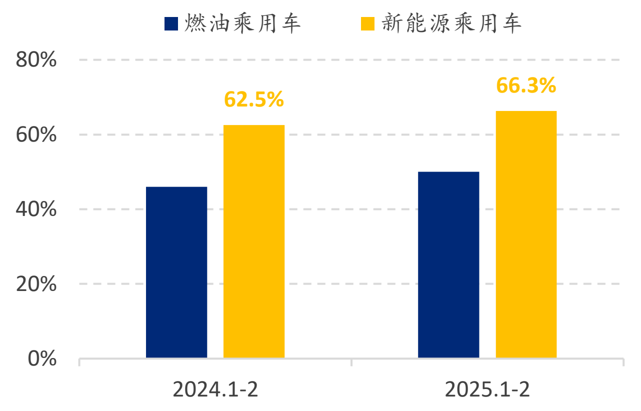
与官方指导价比，本轮“一口价”的车型价格降低幅度普遍在 1.4 万元-5.3 万元（图表 37、图表 38）。我们预期随着这波降价，比亚迪以及行业的智驾车型需求增长动能有望向下半年延续。

图表 32：比亚迪于 2025 年 2 月推出王朝、海洋首批智驾版车型


王朝网首批智驾版车型
秦PLUS DM-i
7.98-10.38万元
秦PLUS EV
10.98-12.38万元
秦L DM-i
9.98-13.98万元
宋L DM-i
13.58-17.58万元
宋L EV
18.98-24.98万元
宋Pro DM-i
10.28-13.28万元
元UP
9.98-11.98万元
汉DM-i
16.88-22.58万元
汉EV
17.98-23.58万元
唐DM-i
17.98-21.98万元
海洋网首批智驾版车型
海鸥
6.98-8.58万元
海豚
9.98-12.58万元
海豹05 DM-i
7.98-10.38万元
海豹06 DM-i
9.98-13.98万元
海豹06 GT
13.68-18.68万元
海豹07 DM-i
13.98-19.58万元
海豹
17.58-23.98万元
海狮05 DM-i
10.28-13.28万元
海狮07 EV
18.98-23.98万元
宋PLUS DM-i
13.58-17.58万元
宋PLUS EV
14.98-17.58万元

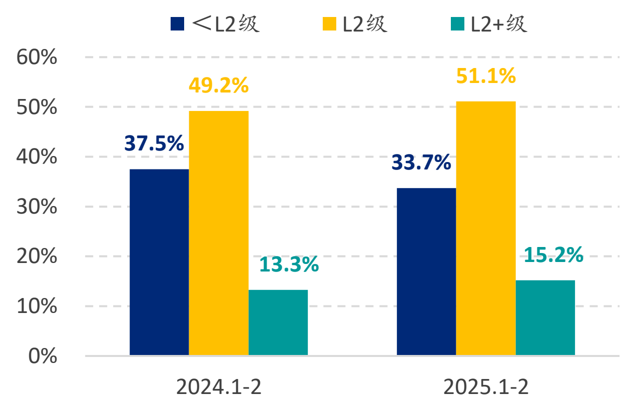
资料来源：公司官网、懂车帝、浦银国际整理

图表 33：中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化（按动力类型划分）



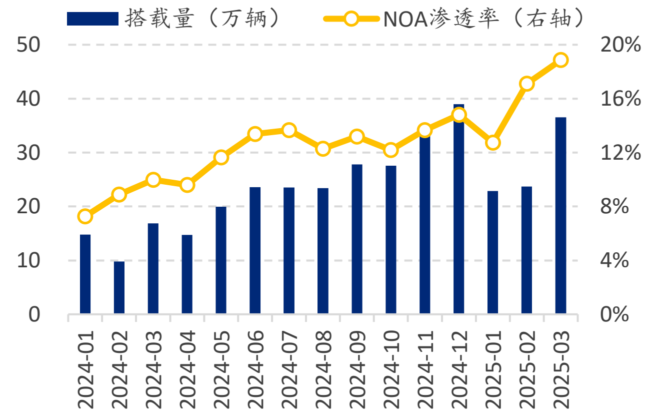
资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 34：中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况



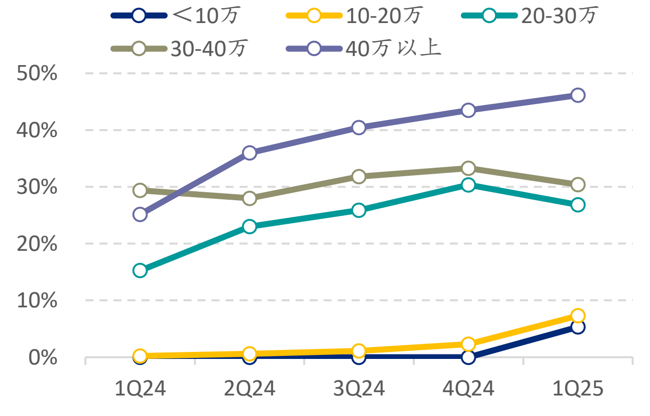
资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 35：中国乘用车市场 NOA 功能（高速 NOA +城市 NOA）搭载量及搭载率月度表现



资料来源：NE 时代、乘联会、Wind、iFinD、浦银国际

图表 36：中国乘用车 L2++及以上级别智能辅助驾驶渗透率，10 万元以下价格段 1Q25 实现零的突破



注：图中所列示计价货币均为人民币；L2++级及以上包含高速 NOA 及以上功能；

资料来源：NE 时代、浦银国际

图表 37：比亚迪海洋网智驾版 2025 年 6 月限时降价车型配置对比

降价车型	降价情况				基本参数			智能硬件
	降价款	指导价	一口价	降幅	车型定位	百公里能耗（耗电量/油耗）	纯电续航里程	辅助驾驶芯片
海鸥	活力版	6.98	5.58	**1.4**	纯电动 小型车	9.9 kWh	305 km	地平线 J6M
海豹 05 DM-i	55KM 豪华型	7.98	5.98	**2.0**	插电混动 紧凑型车	11.1kWh / 1.74L	43 km	地平线 J6M
海狮 05 DM-i	75KM 豪华型	10.28	7.28	**3.0**	插电混动 紧凑型 SUV	13.1kWh / 1.86L	75 km	英伟达 Orin-N
海豹 06 DM-i	80KM 豪华型	9.98	7.68	**2.3**	插电混动 中型车	11.1kWh / 1.36L	60 km	英伟达 Orin-N
海豚	自由版	9.98	7.78	**2.2**	纯电动 小型车	11.2 kWh	420 km	英伟达 Orin-N
海豹 06 GT	505 海浪版	13.68	10.98	**2.7**	纯电动 中型车	13 kWh	505 km	英伟达 Orin-N
宋 PLUS DM-i	75KM 豪华型	13.58	9.98	**3.6**	插电混动 紧凑型 SUV	13.8kWh / 1.88L	60 km	英伟达 Orin-N
宋 PLUS EV	520KM 豪华型	14.98	11.78	**3.2**	纯电动 紧凑型 SUV	13 kWh	520 km	地平线 J6M
海豹 07 DM-i	1.5L 125KM 精英型	15.58	10.28	**5.3**	插电混动 中型车	14.2kWh / 1.08L	100 km	英伟达 Orin-N
海狮 07 EV	550 智航版	18.98	14.98	**4.0**	纯电动 中型 SUV	15 kWh	550 km	英伟达 Orin-N

注：车型价格及降幅的单位为"人民币万元"；百公里油耗为 WLTC 综合油耗数据，续航里程为工信部纯电续航里程数据；资料来源：比亚迪微信公众号、懂车帝、浦银国际整理

图表 38：比亚迪王朝网 2025 年 6 月限时降价车型配置对比

降价车型	降价情况			基本参数				智能硬件
	指导价（起）	降价后（起）	降幅	车型级别	动力类型	百公里能耗（耗电量/油耗）	纯电续航里程	辅助驾驶芯片
秦 PLUS DM-i	7.98	6.38	**1.6**	紧凑型车	插电混动	11.1kWh / 1.74L	55 km	地平线 J6M
秦 L DM-i	9.98	7.98	**2.0**	中型车	插电混动	11.1kWh / 1.36L	60 km	英伟达 Orin-N
元 UP	9.98	8.48	**1.5**	小型 SUV	纯电动	12.2 kWh	401 km	英伟达 Orin-N
宋 Pro DM-i	10.28	8.98	**1.3**	紧凑型 SUV	插电混动	13.1kWh / 1.86L	75 km	英伟达 Orin-N
秦 PLUS EV	10.98	9.38	**1.6**	紧凑型车	纯电动	11.6 kWh	420 km	英伟达 Orin-N
元 PLUS	11.58	10.38	**1.2**	紧凑型 SUV	纯电动	12.2kWh	430 km	英伟达 Orin-N
宋 L DM-i	13.58	10.98	**2.6**	中型 SUV	插电混动	13.2kWh / 1.88L	60 km	英伟达 Orin-N
汉 DM-i	16.88	14.38	**2.5**	中大型车	插电混动	15kWh / 1.06L	102 km	英伟达 Orin-N
汉 EV	17.98	15.48	**2.5**	中大型车	纯电动	13.2 kWh	506 km	英伟达 Orin-N
唐 DM-i	17.98	15.48	**2.5**	中型 SUV	插电混动	17.8kWh / 1.25L	115 km	英伟达 Orin-N
宋 L EV	18.98	16.48	**2.5**	中型 SUV	纯电动	14.9 kWh	550 km	英伟达 Orin-N
夏	24.98	21.78	**3.2**	中大型 MPV	插电混动	18.5kWh / 2.07L	80 km	英伟达 Orin-N

注：上表中所有基本参数均采用各个车型最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；车型价格及降幅的单位为"人民币万元"；百公里油耗为 WLTC 综合油耗数据，续航里程为工信部纯电续航里程数据；资料来源：比亚迪微信公众号、懂车帝、浦银国际整理

智能辅助驾驶增量产业链同步大幅增长

智能辅助驾驶在大众车型市场的渗透率提升，带动智能辅助驾驶增量零部件行业规模快速增长。同时，智能辅助驾驶增量零部件成本的下行会进一步促进智能辅助驾驶向大众车型市场渗透。中国新能源车的智能辅助驾驶的渗透率有望继续保持加速上扬，与此前新能源车渗透率表现类似，处于行业拐点的位置。

首先，智能辅助驾驶的核心之一，智驾 SoC 芯片方案正向高性能和高性价比两个方向快速推进。今年以来，英伟达新一代智驾 SoC 芯片 Thor-U，算力升级至 700 TOPS，目前已在理想 L 系列智能焕新版的 AD Max 车型中搭载（图表 39），并有望在 YU7 等更多车型上车（图表 40）。蔚来自研芯片神玑 NX9031 在 ET9、2025 款“5566”中实现搭载。我们预期同样具备较大算力的地平线 J6P、小鹏自研图灵芯片都有望在今年上车。另一方面，以地平线 J6E/J6M 为典型代表的国产化更具成本优势的智驾 SoC 快速向大众市场车型渗透，其中以自主车企的方案量产上车进度较快。

其次，更具成本优势的激光雷达将在今年下半年加速普及。例如，禾赛的 ATX 已经搭载于售价约 12 万元起步的零跑的 B10 中。而且，在今年一季度，禾赛的 ATX 交付量近 4 万台。预计今年下半年，禾赛的 ATX 和速腾的 EMX 均会大幅放量。进一步展望未来，随着 AEB 强制国标加速落地，激光雷达作为 L3 级的智能辅助驾驶的“安全件”属性可能会进一步凸显，也会更加贴合当前对于趋严的“智驾”方面的宣传要求。激光雷达的用量空间和单车价值量都将随着智能辅助驾驶性能和体验的提升而进一步扩大。

第三，智驾 Tier 1 将充分受益于比亚迪带动的智驾在大众市场的普及。根据我们调研，入门基础前视一体机的价格低至人民币 400-500 元，中低阶行泊一体域控价格在 1,000-2,000 元，中高阶智驾域控方案的价格则在 2,000-3,000 元及以上水平。多家自主车企也将采取与比亚迪类似动作，目标实现智驾功能向 20 万元以下价格段的车型市场渗透。其中，地平线的方案有望在今年尤其是下半年，快速起量，并随着 J6 系列产品陆续量产，向高端和低端两个方向扩展。因此，智驾 Tier 1 厂商将帮助车企落地智能辅助驾驶，保持车载在智能辅助驾驶的竞争力。

最后，智驾所需要的传感器同样在大幅增长。比亚迪的天神之眼 C 搭载 12 颗摄像头、5 颗毫米波雷达、12 颗超声波雷达。即使是小鹏的轻雷达方案，对于摄像头等传感器有较高的需求。今年舜宇车载镜头总出货量将有望增长 15%-20%，成长动能强劲。韦尔股份也表示今年车载业务有望大幅增长，其收入规模有望接近手机业务规模。

长期来看，L4 及以上级别的自动驾驶可能是行业演进的最终形态。当前，处于行业发展初期的 Robotaxi 对于硬件选型的要求和搭载数量的需求较高。我们对于智能辅助驾驶的增量零部件长期空间保持乐观。

图表 39：2025 年中国新能源车企新车型（含改款）智能化配置对比（1）：造车新势力

配置信息	蔚来（2025 款）	小鹏（2025 款）		理想（2025 智能焕新版）		零跑（激光雷达版）	
代表车型	**新 ES6**	**G9**	**MONA M03 Max**	**L6 Pro**	**L9 Ultra**	**2026 款 C10**	**B10**
示意图							
上市时间	2025-05	2025-03	2025-05	2025-05	2025-05	2025-05	2025-04
指导价	33.8-39.6	24.88-27.88	12.98-13.98	24.98	43.98	13.28-14.28	11.98-12.98
座舱/车机							
智能座舱芯片	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8155P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P
车载智能系统	SkyOS·天枢	XOS 天玑	XOS 天玑	星环 OS	星环 OS	Leapmotor OS	Leapmotor OS
车内摄像头	2	1	1	1	2	1	1
车机系统内存	16 GB	16 GB	16 GB	24 GB	32 GB	/	/
车机系统存储	256 GB	128 GB	128 GB	128 GB	128 GB	/	/
辅助驾驶							
芯片选型	自研 神玑 NX9031	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X*2	地平线 征程 6M	英伟达 Thor-U	高通骁龙 8650	高通骁龙 8650
芯片算力	1,000+ TOPS	508 TOPS	508 TOPS	128 TOPS	700 TOPS	100 TOPS	100 TOPS
智能辅助驾驶系统	NIO Aquila	XNGP	XNGP	理想 AD Pro	理想 AD Max	Leapmotor Pilot	Leapmotor Pilot
传感器硬件							
车外摄像头	11	11	12	11	11	11	12
车外摄像头配置情况	8 颗 8MP 3 颗 3MP	2 颗 8MP 9 颗 3MP	2 颗 8MP 其余不详	2 颗 8MP 4 颗 3MP 5 颗 2MP	6 颗 8MP 4 颗 3MP 1 颗 2MP	2 颗 8MP 9 颗 3MP	2 颗 8MP 9 颗 3MP
激光雷达	1	0	0	1	1	1	1
激光雷达配置	图达通 Falcon	/	/	禾赛科技 ATL	禾赛科技 ATL	禾赛科技 ATX	禾赛科技 ATX
超声波雷达	12	12	12	12	12	12	12
毫米波雷达	5	3	3	1	1	3	3
传感器总量	**29**	**26**	**27**	**25**	**25**	**27**	**28**

注：若无特别注明版本，上表中列示配置均为最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；车型价格单位为“人民币万元”；

资料来源：懂车帝、各公司官网、浦银国际整理

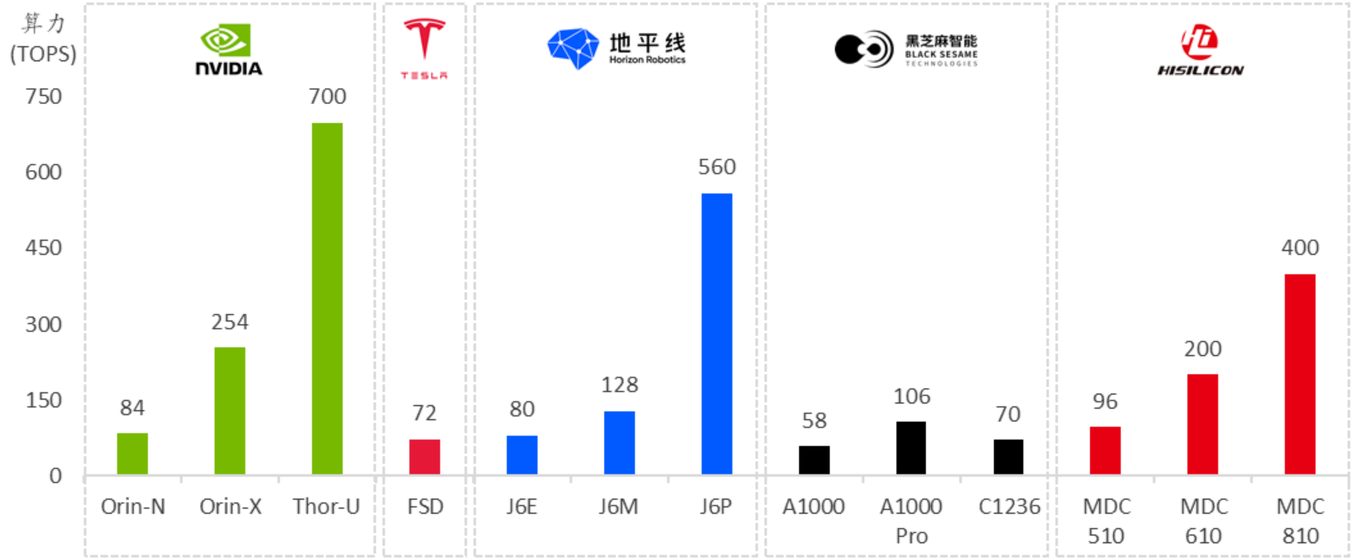
图表 40：2025 年中国新能源车企新车型（含改款）智能化配置对比（2）

配置信息	小米	鸿蒙智行 （问界 2025 款）		比亚迪 （高端品牌 2025 款）			
代表车型	**Xiaomi YU7**	**M8**	**新 M5**	**仰望 U7**	**腾势 N9**	**方程豹 豹 8**	**方程豹 豹 5**
示意图							
上市时间	2025-07	2025-04	2025-03	2025-03	2025-03	2025-03	2025-03
指导价	暂未公布	36.98-44.98	22.98-24.98	62.8-70.8	38.98-44.98	39.58-42.38	23.98-32.98
座舱/车机							
智能座舱芯片	高通骁龙 8 Gen3	/	/	/	/	比亚迪 9000	比亚迪 9000
车载智能系统	Xiaomi HyperOS	HarmonyOS	HarmonyOS	DiLink	DiLink	DiLink	DiLink
车内摄像头	1	1	2	2	1	2	2
车机系统内存	16 GB	/	16 GB	16 GB	16 GB	16 GB	12 GB
车机系统存储	/	/	128 GB	512 GB	256 GB	256 GB	256 GB
智能辅助驾驶							
芯片选型	英伟达 Thor-U	华为 MDC 810	华为 MDC 610	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X	/	英伟达 Orin-N
芯片算力	700 TOPS	400+ TOPS	200 TOPS	508 TOPS	254 TOPS	80 TOPS	84 TOPS
智能辅助驾驶操作系统	Xiaomi HAD	HUAWEI ADS 3.3	HUAWEI ADS	DiPilot 600 天神之眼 A	DiPilot 300 天神之眼 B	乾崑智驾 ADS 3.0	DiPilot 100 天神之眼 C
传感器硬件							
车外摄像头	11	11	11	13	13	13	12
车外摄像头配置情况	2 颗 8MP 9 颗 3MP	/	2 颗 8MP 其余不详	/	/	/	3 颗 8MP 其余不详
激光雷达	1	2	1	3	1	1	0
激光雷达配置	禾赛科技 AT128	华为 1 颗 192 线 1 颗固态后向	华为 192 线	1 颗 128 线 其余不详	128 线 供应商不详	华为 192 线	/
超声波雷达	12	12	12	12	12	14	12
毫米波雷达	1	5	3	5	5	3	5
传感器总量	**25**	**30**	**27**	**33**	**31**	**31**	**29**

注：上表中列示配置均为最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；车型价格单位为“人民币万元”；

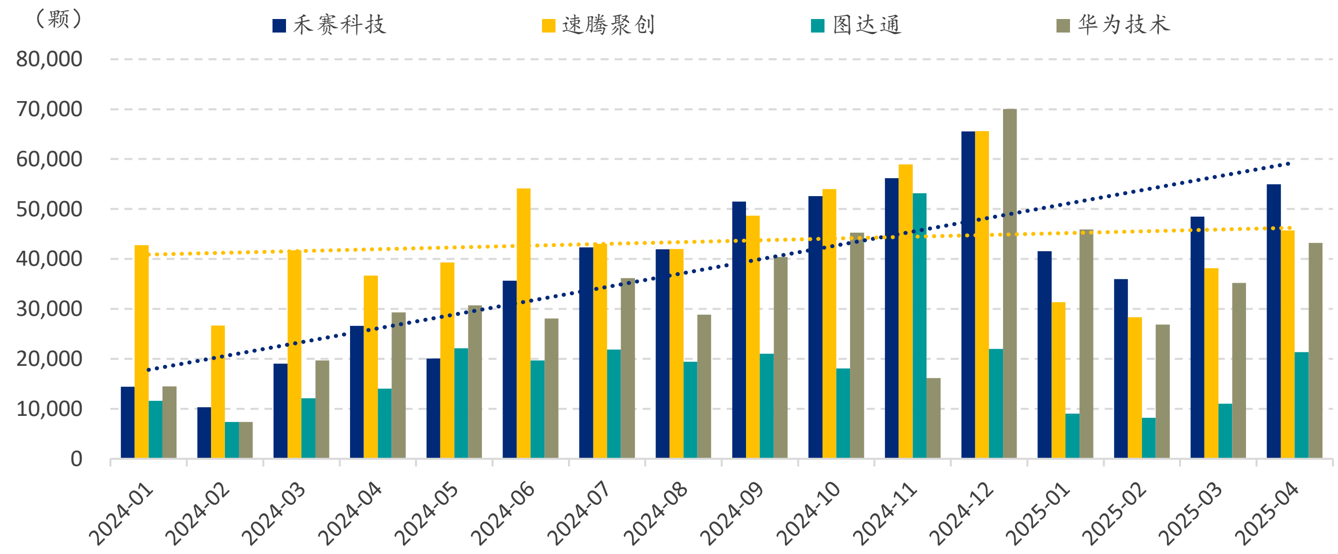
资料来源：懂车帝、汽车之家、新出行、南方日报、各公司官网、浦银国际整理

图表 41：当前市场主流 ADAS 域控芯片玩家 SoC 产品 AI 算力比较（截至 1Q25）



资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际整理

图表 42：中国乘用车 ADAS 激光雷达市场主要玩家月度出货量对比



注：根据国内整车终端销售数据为统计口径整理，不含进出口数据，统计结果可能会与相关零部件企业的实际出货数据存在差异；

资料来源：NE 时代、浦银国际

中国新能源车企布局日趋完善

• 中国新能源车企综合实力持续提升

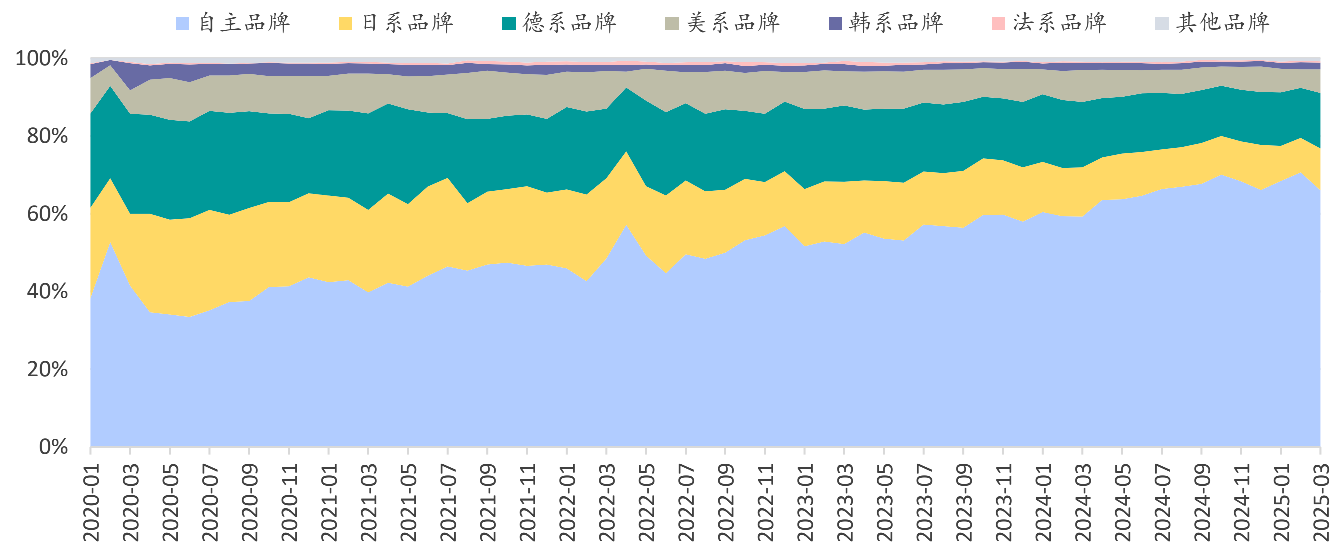
根据中汽协，在中国乘用车市场（含燃油车），中国自主品牌的份额自 2020 年以来呈现比较稳定的提升，从 2020 年年末的 44%，增长至 2021 年年末的 47%、2022 年年末的 57%、2023 年年末的 58%、2024 年年末的 66%（图表 43），而今年 1-3 月中国自主品牌的份额在 66%的基础上进一步攀升。

中国新能源乘用车市场的中国自主品牌份额也同样大幅增长，且份额增速更快。根据乘联会，在新能源乘用车市场，中国自主品牌的份额从 2021 年年末的 38%，提升至 2022 年年末的 51%、2023 年年末的 65%、2024 年年末的 71%，今年 4 月的份额进一步上升至 73%（图表 44）。目前，中国自主品牌在新能源车的份额几乎都大于在乘用车整体的份额。

随着产品竞争力的持续加强，中国新能源车自主品牌份额在大众市场以及高端市场都有提升空间。

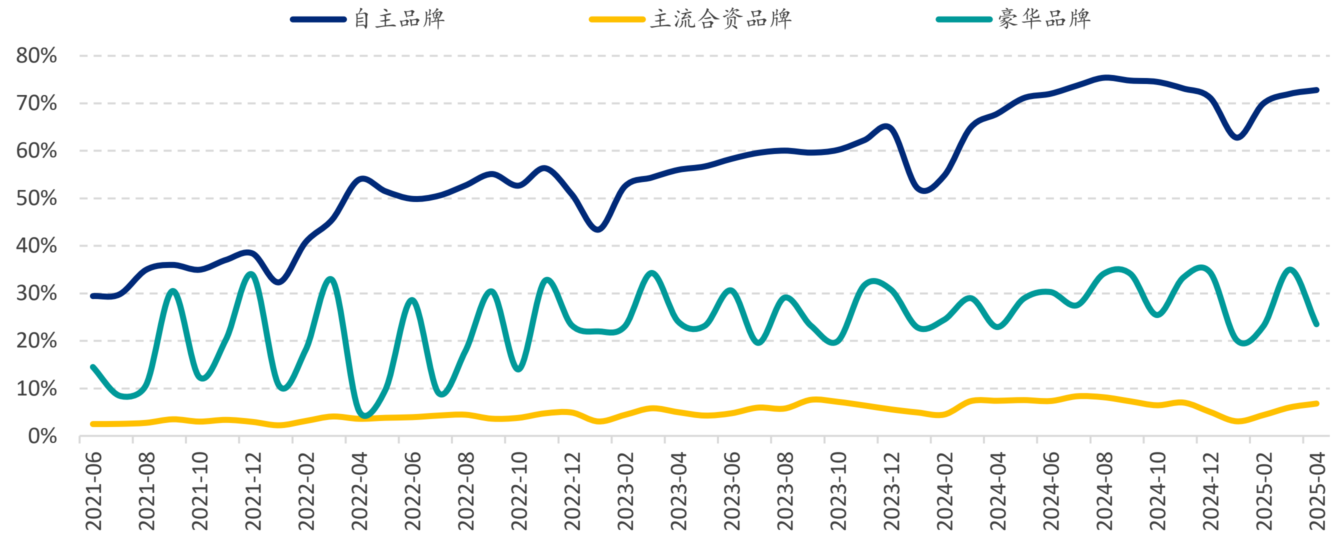
在新能源车大众市场方面，除了比亚迪保有较大份额之外，零跑、小鹏、蔚来的萤火虫等都将其纯电车型打入 10 万元-20 万元的价格段。同时，更多的豪华车型进入高价格段。例如今年小米发布的 SU7 Ultra（图表 18）、华为 M9 等。

图表 43：中国各类型品牌乘用车销量市场份额：4 月中国自主品牌份额达 73%



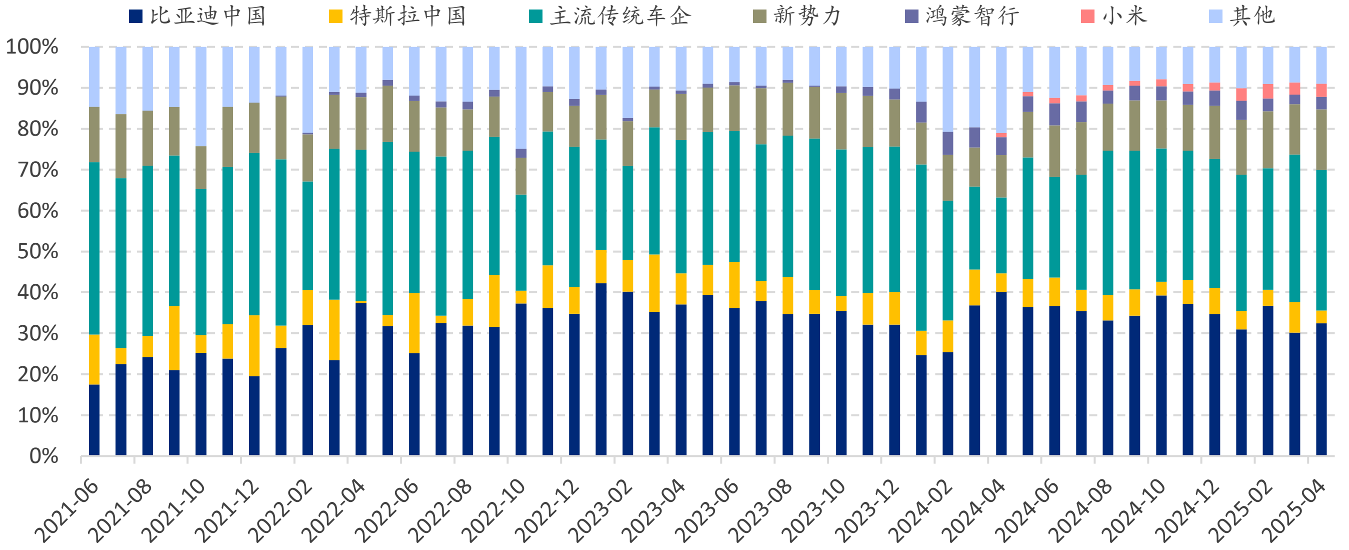
资料来源：中汽协、Wind 浦银国际

图表 44：中国新能源乘用车零售渗透率（分品牌类型）



资料来源：乘联会、Wind、iFinD、浦银国际

图表 45：中国新能源乘用车月度销量份额按照不同参与者拆分



注：新势力包含蔚来、小鹏、理想、零跑、哪吒 5 家车企；鸿蒙智行包括目前已上市交付的问界、智界、享界；

资料来源：乘联会、Wind、iFinD、公开资料、浦银国际

- ## 造车新势力横向比较

我们对于新能源汽车行业维持较为乐观的预期，预计 2025 年中国新能源车乘用车将成长到 1,525 万辆，同比增长 24%，对应渗透率 53.3%。中国新能源车行业渗透率加速上扬将支撑行业在 2025 年保持增长，其年度增量接近 2024 年的约 300 万辆。

目前，行业优质供给仍在增加，涵盖新能源乘用车全细分市场，对各个价格段进行更加精细的挖掘，以驱动行业整体需求成长，加速取代传统燃油车的地位。我们比较期待小米 YU7、小鹏 P7+及其同平台 SUV G7、蔚来乐道 L60、理想纯电以及零跑 B10 在 2025 年的表现。目前行业整体需求的成长有足够的动能推动行业玩家基本面交付量逐渐上行，进而为股价上行提供动能。因此，我们依然认为中国新能源车企在进入新的竞争阶段后，面临的是需求同步成长的增量市场竞争。

在供应端产品矩阵持续丰富的背景下，能够推出真正符合用户需求的新产品，并且通过多元化打法寻求更多增量出路的车企，或将在这场“新角逐”获得更大的机会。我们比较期待小米 YU7、小鹏 G7、零跑 B10、理想 i8 等车型在今年下半年的表现。我们预期蔚来、小鹏、理想、零跑这四家新势力车企 2025 年的新能源车销量将达到 30.1 万、45.2 万、60.4 万、55.8 万辆（图表 46），同比将大幅成长，份额也会有所提升。

零跑、小鹏是目前我们在新能源车新势力中的首选，这与我们去年年底的展望报告的判断一致。小鹏的 MONA M03、P7+，以及零跑的 C 系列和 B 系列，表明其当前在售车型的订单需求旺盛，并有望在下半年延续。同时，小鹏和零跑的同系列产品在今年下半年持续提供销量增长动能的确定性更高。而且，这两家车企的海外销量贡献也已经在去年四季度和今年一季度开始起量，将在今年放量并均有望达到数万辆。因此，零跑、小鹏明年销量增长的下行风险较小，而且，当前 0.9x、1.4x 的市销率具备上行空间。

理想的纯电 SUV i8 所在的市场空间有望大于增程 SUV 的市场空间。在当前时间节点，理想的新车型需求并未得到市场验证，因而存在一定的不确定性。蔚来已经开启对于费用端的缩减计划，而其今年四季度要实现盈亏平衡仍然需要其蔚来和乐道两个品牌汽车销量的同步提升。

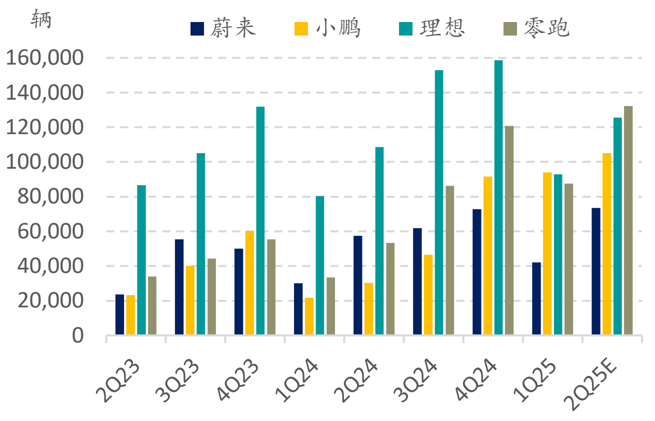
最后，我们对于比亚迪的判断也保持较为乐观。这主要得益于比亚迪的智能辅助驾驶在其主力价格段的普及，并且比较坚定地推动智能辅助驾驶标配车型的渗透。而且，比亚迪的海外销量也处于领先位置，其海外工厂建设奠定海外长期增长的基本盘。

图表 46：蔚来、小鹏、理想、零跑、比亚迪的汽车销售及预测

	2024	2025E	2026E
中国新能源乘用车销量（万辆）	**1,228**	**1,525**	**1,820**
同比增速	*36%*	*24%*	*19%*
蔚来			
新能源车销量（辆）	**221,970**	**301,418**	**420,227**
销量同比增速	*39%*	*36%*	*39%*
在中国新能源乘用车份额	**1.8%**	**2.0%**	**2.3%**
营收（百万人民币）	65,732	80,265	106,418
营收同比增速	*18%*	*22%*	*33%*
汽车毛利率	**12.3%**	**12.3%**	**14.7%**
目标市销率（x）	1.2	1.0	0.7
小鹏			
新能源车销量（辆）	**190,068**	**451,511**	**613,297**
销量同比增速	*34%*	*138%*	*36%*
在中国新能源乘用车份额	**1.4%**	**2.6%**	**3.0%**
营收（百万人民币）	40,866	79,630	113,373
营收同比增速	*33%*	*95%*	*42%*
汽车毛利率	**8.3%**	**12.3%**	**14.3%**
目标市销率（x）	4.3	2.2	1.5
理想			
新能源车销量（辆）	**500,508**	**604,057**	**820,049**
销量同比增速	*33%*	*21%*	*36%*
在中国新能源乘用车份额	**4.1%**	**4.0%**	**4.5%**
营收（百万人民币）	144,460	169,373	226,099
营收同比增速	*17%*	*17%*	*33%*
汽车毛利率	**19.8%**	**19.2%**	**19.4%**
目标市销率（x）	1.6	1.4	1.0
目标市盈率（x）	29.2	24.6	17.2
零跑			
新能源车销量（辆）	**293,724**	**557,717**	**779,604**
销量同比增速	*104%*	*90%*	*40%*
在中国新能源乘用车份额	**2.3%**	**3.3%**	**3.6%**
营收（百万人民币）	32,164	60,151	81,973
营收同比增速	*92%*	*87%*	*36%*
汽车毛利率*	**8.2%**	**11.7%**	**11.9%**
目标市销率（x）	2.9	1.5	1.1
比亚迪			
新能源乘用车销量（辆）	**4,250,370**	**5,450,388**	**6,528,849**
销量同比增速	*41%*	*28%*	*20%*
在中国新能源乘用车份额	**31.2%**	**31.1%**	**29.9%**
营收（百万人民币）	617,382	726,817	876,890
营收同比增速	*28%*	*18%*	*21%*
汽车毛利率*	**22.3%**	**21.6%**	**21.2%**
目标市销率（x）	1.6	1.5	1.2
目标市盈率（x）	31.1	26.4	21.6

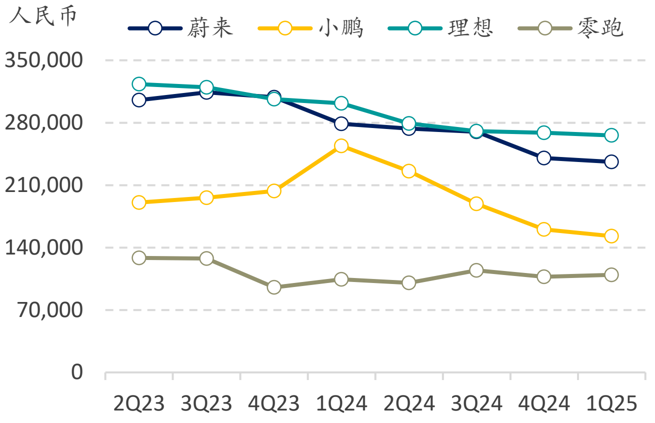
注：*零跑的汽车毛利率为公司综合毛利率；*比亚迪汽车毛利率为浦银国际估算。E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 47：汽车销量



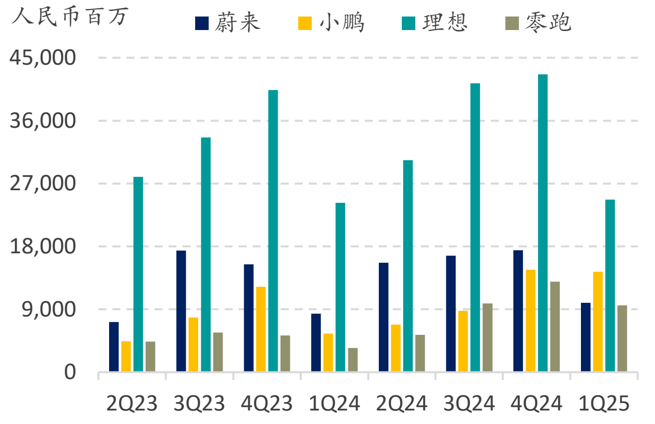
注：E=蔚来、小鹏、理想为公司交付量指引区间中位数，零跑为浦银国际预测；
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 48：汽车均价



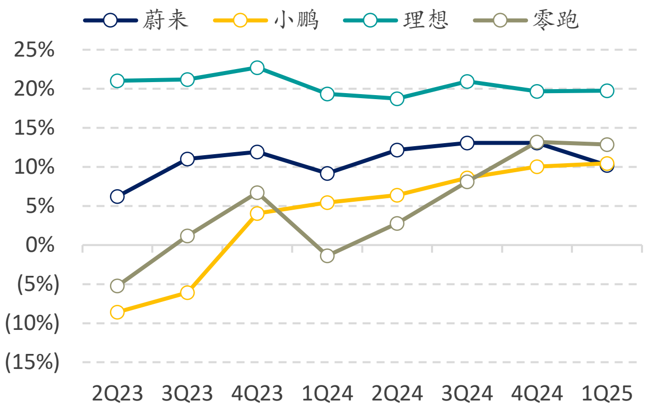
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 49：汽车销售收入



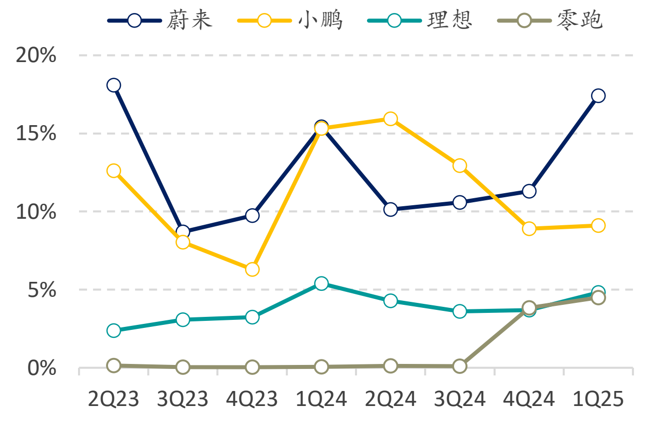
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 50：汽车板块毛利率



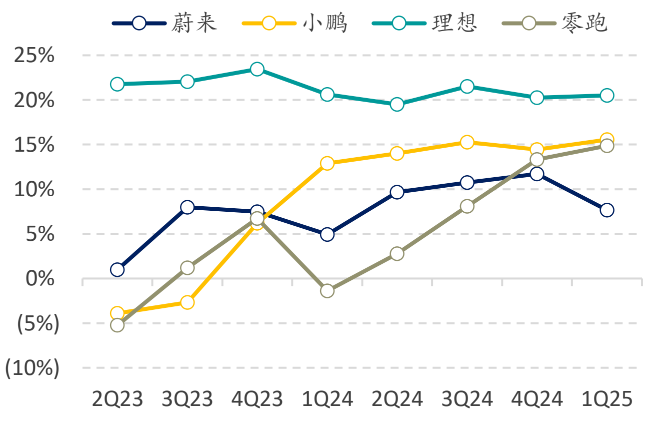
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 51：软件服务与其他收入占比



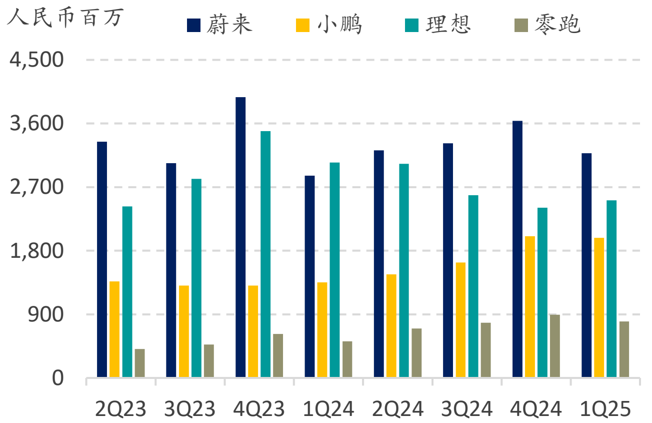
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 52：公司综合毛利率



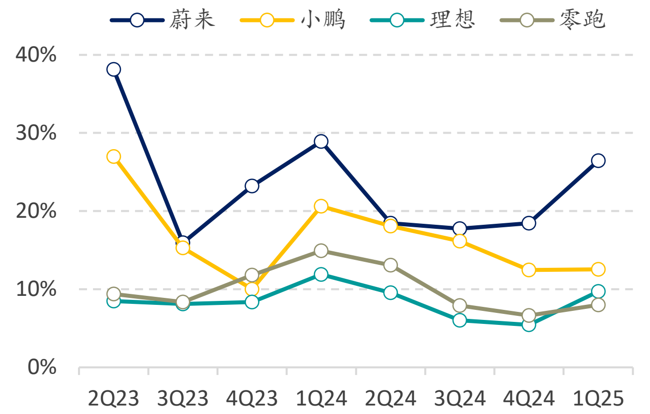
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 53：研发费用



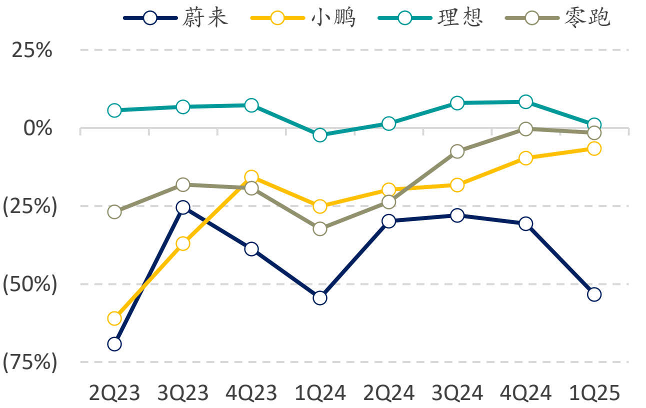
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 54：研发费用率



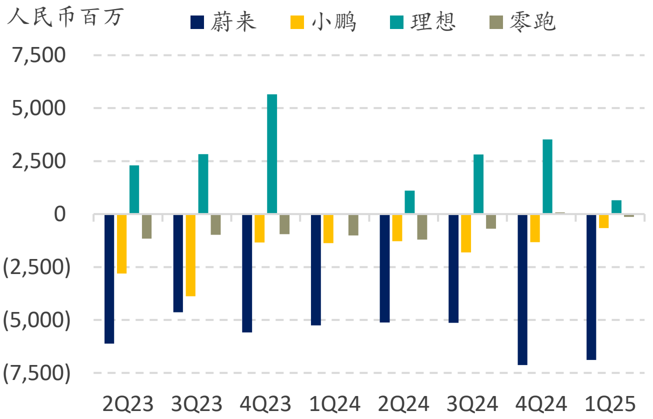
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 55：营业利润率



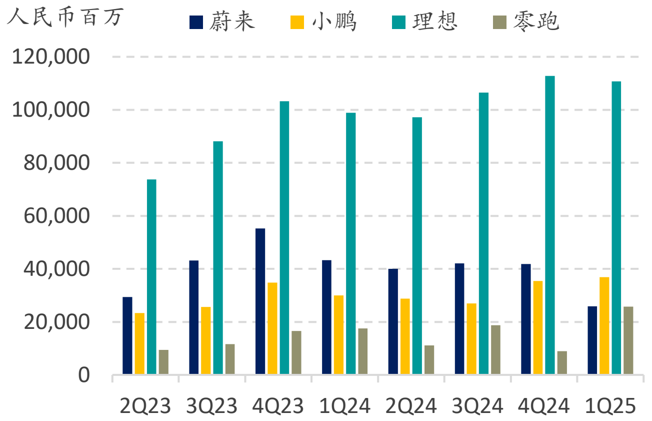
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 56：净利润（亏损）



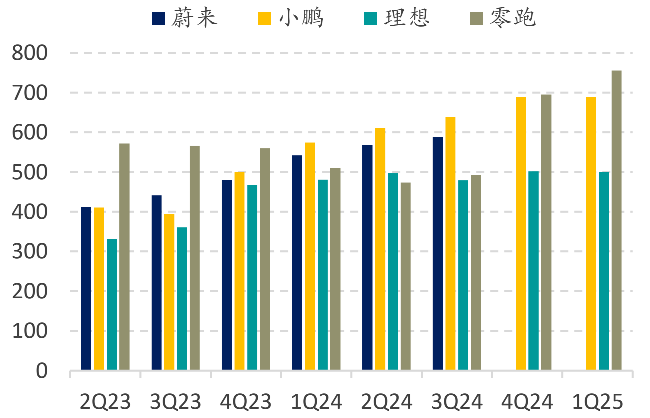
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 57：现金及现金等价物



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 58：零售门店数量



注：蔚来部分季度数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

● 新能源车企估值

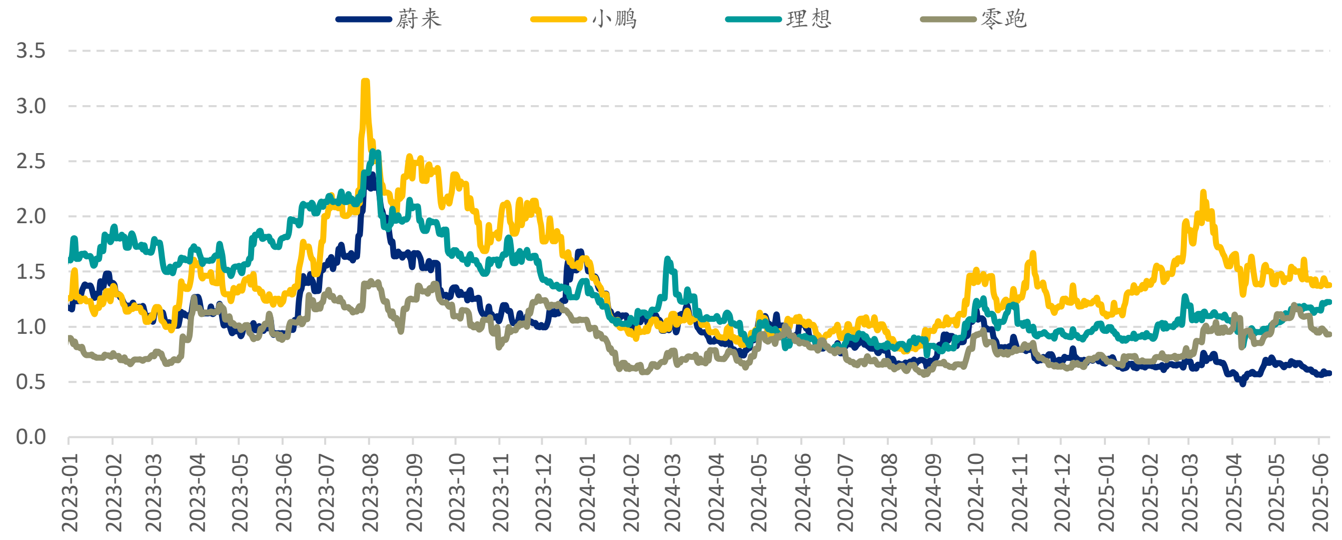
今年造车新势力的市销率估值波动比较剧烈，并且呈现分化。订单和交付量比较强劲的小鹏和零跑的市销率估值从年初的 1.1x 和 0.7x，分别上扬至今年高点的 2.2x 和 1.2x，估值上行显著。在美关税政策带来的市场剧烈波动中，新能源车行业的估值也经历了快速下挫，目前市销率估值范围为 0.6x-1.4x，均未超过此前的高点。

今年一季度多家新能源车企以及造车新势力的毛利率都得到改善。其中，零跑、小鹏、理想的汽车毛利率都录得同比和环比的改善。这一定程度得益于国家发布的“以旧换新”政策下的补贴。

在中国新能源车爆发增长这几年以来，随着车企端规模效应的不断增强，我们预期今年四季度将会看到更多车企实现或接近盈亏平衡。这也将伴随着部分尾部新能源车企的淘汰与整合，行业份额将逐步向头部集中。

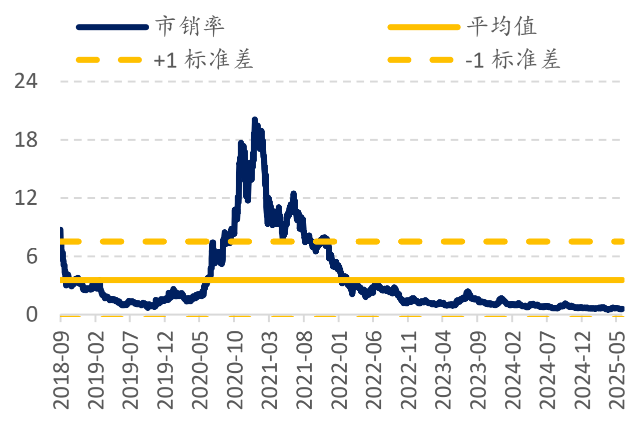
我们预期市场更加偏向于毛利率改善、盈利能力改善、现金流改善的新能源车企。因此，虽然各家新势力依然以守卫新能源车销量和份额为第一任务，但是新势力把毛利率改善以及实现盈亏平衡也放到了几乎同等重要的地位。在今年四季度，零跑/小鹏保持/实现盈利的确定性相对较高。

图表 59：蔚来、小鹏、理想、零跑：市销率（x）估值比较



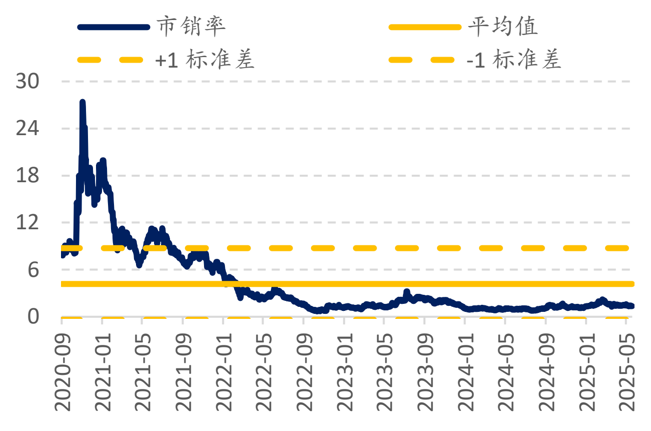
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 60：蔚来美股市销率：当前 0.6x vs 历史均值 3.5x vs 历史均值以下 1 个标准差-0.4x



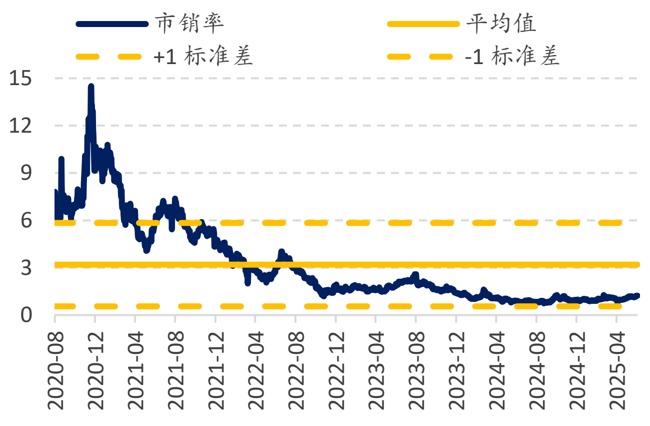
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 61：小鹏美股市销率：当前 1.4x vs 历史均值 4.2x vs 历史均值以下 1 个标准差-0.4x



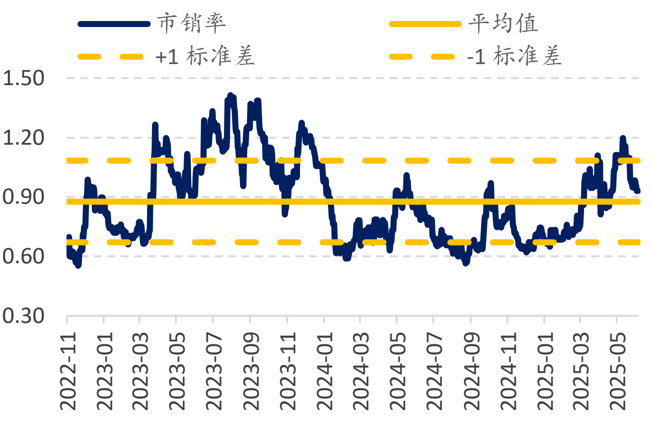
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 62：理想美股市销率：当前 1.2x vs 历史均值 3.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x



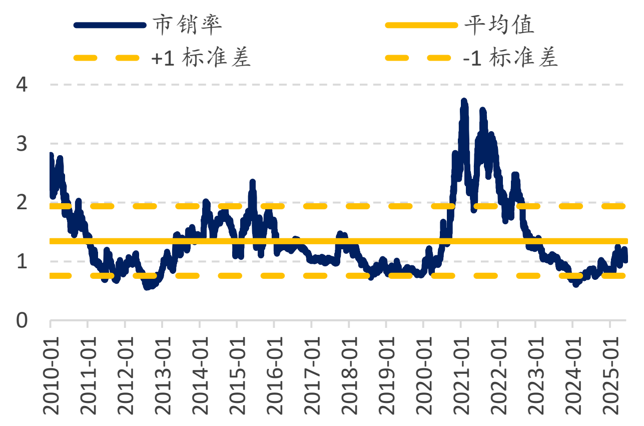
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 63：零跑市销率：当前 0.9x vs 历史均值 0.9x vs 历史均值以上 1 个标准差 1.1x



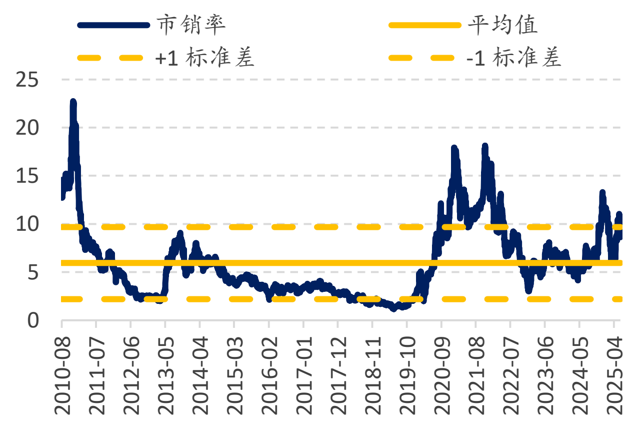
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 64：比亚迪股份市销率：当前 1.1x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

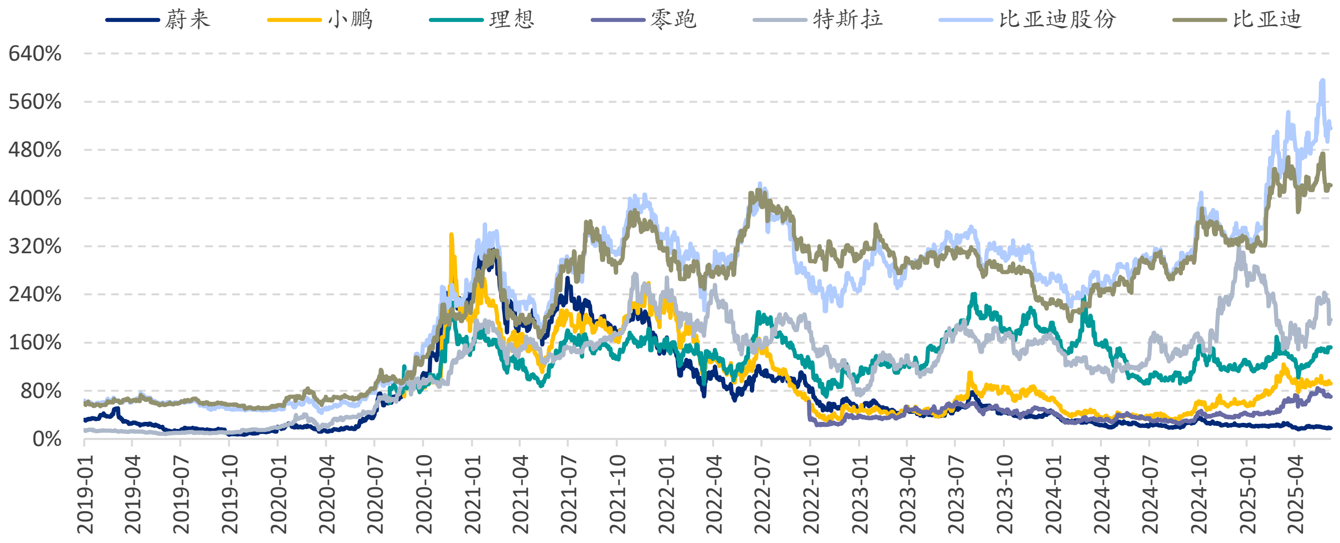
图表 65：特斯拉市销率：当前 8.9x vs 历史均值 5.9x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.7x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 新能源车企股价及成交量

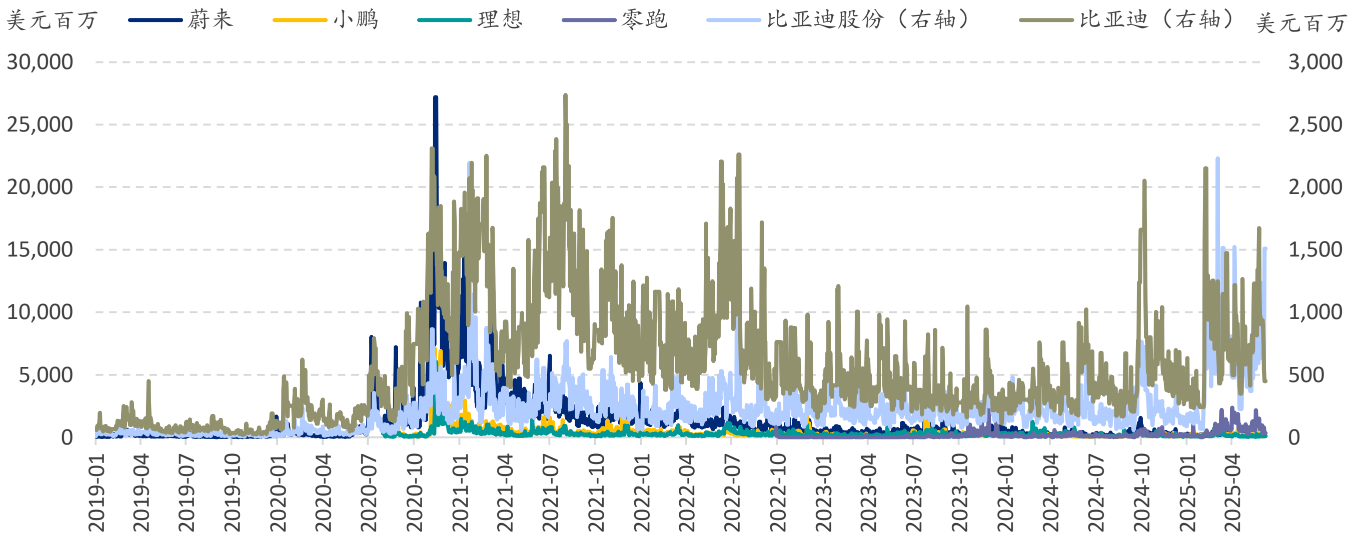
图表 66：新能源车企股价走势



注：截至 2025 年 6 月 6 日收盘价，以 2020 年 8 月 27 日收盘价作为基数 100%计算股价变动

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：股票交易额比较



注：截至 2025 年 6 月 6 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

- ## 新能源汽车行业可比公司估值

图表 68：新能源汽车行业可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/S（市销率）			P/B（市净率）		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	950,633	295.1	(27%)	(21%)	50%	31%	9.7	8.0	6.7	12.3	11.0	9.5
1211 HK Equity	比亚迪（H）	153,711	403.0	51%	36%	21%	19%	1.1	1.0	0.8	4.5	3.7	3.1
002594 CH Equity	比亚迪（A）	153,711	360.0	27%	34%	23%	20%	1.1	1.0	0.9	4.4	3.7	3.0
NIO US Equity	蔚来	8,153	3.6	(17%)	(18%)	(46%)	(50%)	0.7	0.5	0.4	19.7	N/A	N/A
9866 HK Equity	蔚来	7,885	27.6	(21%)	(18%)	(46%)	(50%)	0.6	0.5	0.4	19.0	N/A	N/A
XPEV US Equity	小鹏	18,560	19.5	65%	(75%)	N/A	118%	1.6	1.2	1.0	4.8	4.2	3.6
9868 HK Equity	小鹏	18,897	77.9	67%	(75%)	N/A	118%	1.6	1.2	1.0	4.8	4.2	3.6
LI US Equity	理想	31,599	29.5	23%	9%	41%	24%	1.4	1.1	0.9	4.0	3.4	3.1
2015 HK Equity	理想	31,866	116.8	24%	9%	41%	24%	1.4	1.1	0.9	4.1	3.4	3.1
9863 HK Equity	零跑汽车	9,337	54.8	68%	N/A	567%	97%	1.1	0.8	0.6	6.4	5.2	3.8
RIVN US Equity	RIVIAN	16,050	14.0	5%	(41%)	(7%)	(28%)	3.1	2.2	1.3	3.2	3.2	3.4
LCID US Equity	LUCID GROUP	6,558	2.2	(29%)	(30%)	(35%)	(36%)	4.7	2.4	1.3	6.3	3.2	5.4
平均								**2.3**	**1.7**	**1.4**	**7.8**	**4.5**	**4.2**
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	55,897	51.0	(5%)	(27%)	9%	19%	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
BMW GR Equity	宝马	55,367	76.5	(3%)	(15%)	14%	11%	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
RACE US Equity	法拉利	86,409	482.6	14%	10%	14%	10%	10.6	9.6	9.0	18.4	15.1	12.7
平均								**3.7**	**3.4**	**3.2**	**6.5**	**5.4**	**4.6**
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	288,945	2,652.0	(16%)	1%	(21%)	10%	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
VOW GR Equity	大众	52,958	93.4	1%	(15%)	31%	21%	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
F US Equity	福特	40,799	10.3	4%	(41%)	27%	13%	0.2	0.2	0.2	0.9	0.9	0.8
GM US Equity	通用	45,639	47.5	(11%)	(13%)	3%	(2%)	0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	0.5
7267 JP Equity	本田	51,063	1,402.0	(9%)	2%	(18%)	21%	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
005380 KS Equity	现代	28,638	189,600.0	(11%)	(8%)	2%	1%	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
平均								**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.6**	**0.6**	**0.5**
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	24,674	15.3	(26%)	117%	24%	16%	0.3	0.3	0.2	0.6	0.6	0.6
2333 HK Equity	长城	23,133	12.3	(10%)	2%	14%	10%	0.7	0.6	0.6	1.1	1.0	0.9
2238 HK Equity	广汽集团	8,840	2.7	(20%)	(48%)	83%	39%	0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
200625 CH Equity	长安汽车	15,573	3.8	7%	23%	19%	13%	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
平均								**0.5**	**0.5**	**0.5**	**0.6**	**0.5**	**0.5**
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	158,444	248.9	(6%)	26%	21%	19%	2.6	2.2	1.9	3.7	3.2	2.7
051910 KS Equity	LG化学	10,493	201,500.0	(19%)	35%	232%	(34%)	0.3	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4
6752 JP Equity	松下	26,539	1,567.5	(5%)	(28%)	6%	37%	0.5	0.5	0.5	0.8	0.7	0.7
002074 CH Equity	国轩高科	6,336	25.3	19%	60%	41%	33%	1.0	0.9	0.7	1.7	1.6	1.4
平均								**1.1**	**0.9**	**0.8**	**1.7**	**1.5**	**1.3**
激光雷达													
HSAI US Equity	禾赛科技	2,649	20.0	45%	N/A	130%	64%	5.8	4.1	3.0	4.4	3.9	3.3
2498 HK Equity	速腾聚创	1,964	32.6	6%	(59%)	N/A	315%	5.6	3.9	2.9	4.8	4.9	3.3
LAZR US Equity	Luminar	167	3.4	(37%)	(57%)	(29%)	(40%)	1.9	1.5	0.6	N/A	N/A	5.0
OUST US Equity	Ouster	785	14.6	19%	(15%)	(28%)	(15%)	5.4	4.0	2.7	6.4	7.3	6.4
INVZ US Equity	Innoviz	174	0.9	(48%)	(46%)	(14%)	(19%)	3.1	1.3	0.9	2.8	1.8	3.1
平均								**4.4**	**3.0**	**2.0**	**4.6**	**4.5**	**4.2**
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	53,132	35.7	14%	(25%)	39%	27%	3.2	2.9	2.6	2.6	2.4	2.1
ON US Equity	安森美	20,965	50.2	(20%)	(43%)	35%	44%	3.5	3.2	2.9	2.5	2.3	2.1
600745 CH Equity	闻泰科技	5,609	32.4	(16%)	130%	47%	12%	0.7	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
688396 CH Equity	华润微电子	8,733	47.3	0%	33%	27%	25%	5.5	4.9	4.4	2.7	2.6	2.4
603290 CH Equity	斯达半导	2,699	81.1	(10%)	2%	25%	22%	4.6	3.8	3.2	2.6	2.4	2.2
平均								**3.5**	**3.1**	**2.8**	**2.3**	**2.1**	**1.9**
智驾芯片													
MBLY US Equity	Mobileye	13,707	16.9	(15%)	15%	49%	51%	7.8	6.9	5.3	1.1	1.1	1.1
NVDA US Equity	英伟达	3,457,968	141.7	6%	134%	49%	33%	26.7	17.3	13.8	38.1	23.3	14.6
QCOM US Equity	高通	163,866	149.2	(3%)	17%	2%	2%	3.8	3.7	3.6	5.9	5.5	5.2
9660 HK Equity	地平线	11,994	7.1	98%	(51%)	(57%)	N/A	24.2	14.5	9.9	8.0	8.4	7.1
2533 HK Equity	黑芝麻智能	1,532	19.0	(34%)	N/A	(34%)	(66%)	13.2	7.7	5.4	9.7	15.5	16.1
平均								**15.1**	**10.0**	**7.6**	**12.6**	**10.7**	**8.8**
智驾域控Tier 1													
CON GY Equity	大陆集团	17,318	76.0	17%	7%	23%	17%	0.4	0.4	0.4	1.0	0.9	0.9
APTV US Equity	安波福	14,510	66.6	10%	14%	11%	15%	0.7	0.7	0.7	1.5	1.4	1.2
VC US Equity	伟世通	2,277	83.5	(6%)	(6%)	7%	13%	0.6	0.6	0.6	1.6	1.3	1.2
002920 CH Equity	德赛西威	8,010	103.8	(6%)	27%	27%	24%	1.7	1.3	1.1	4.9	3.9	3.2
1274 HK Equity	知行科技	430	13.9	(10%)	(3%)	N/A	1304%	1.7	1.1	0.8	N/A	N/A	N/A
2431 HK Equity	佑驾创新	1,356	26.6	35%	N/A	N/A	N/A	9.2	5.6	N/A	N/A	N/A	N/A
ECX US Equity	亿咖通	612	1.7	(22%)	(73%)	N/A	238%	0.6	0.5	0.4	N/A	N/A	N/A
平均								**2.1**	**1.5**	**0.7**	**2.2**	**1.9**	**1.6**

注：截至 2025 年 6 月 6 日收盘；资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK、吉利汽车 175.HK、佑驾创新 2431.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；（ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希
essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥
emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼