

2025 年下半年前景展望：大中華股票



儘管全球經濟增長和貿易活動可能放緩，以及地緣政治局勢不明朗帶來挑戰，大中華區的刺激經濟措施及其在結構性增長趨勢中的競爭優勢，預計將持續推動經濟擴張。在這份下半年展望中，大中華股票團隊解釋了為何人工智能(AI)的升級、半導體

產業自給自足的推進、專門消費主題以及醫藥創新等關鍵驅動因素，為投資者帶來多元化的投資機遇。

乘創新、本土化與全球化之勢

發掘投資機遇 (二)

市場回顧

2025 年至今，離岸中國及香港股市表現優於美國及亞洲股市，主要受惠於技術突破、自動駕駛及人形機械人的發展¹。儘管面對地緣政治及中美關稅的負面消息，中國 A 股、香港及台灣股市已收復自 4 月初以來的所有跌幅²。

DeepSeek 的突破推動了中國內地 AI 推理與應用的發展，半導體、軟件及硬件的本地化步伐亦在 2025 年上半年加快。生成式 AI 進一步提升了自動駕駛與人形機械人產業的能力。

在宏觀經濟方面，中國內地已就全國人大會議中提出的刺激方案，率先投入 2 萬億元人民幣的資金，政策措施包括：

- 1) 貨幣寬鬆：宣布減息、新的再貸款工具與配額、結構性政策工具
- 2) 支持資本市場：鼓勵保險公司長期投資資本市場
- 3) 消費品「以舊換新」計劃升級

此外，儘管地緣政治緊張，中國內地「走出去」的趨勢並未停止。2025 年上半年，中國內地生物科技行業表現亮眼，更多來自內地的產業品牌走進國際舞台。先進製造業龍頭企業亦透過自助措施應對挑戰。

2025 年下半年大中華股票的觀點

我們認為中美之間持續的對話令人鼓舞，雙方正努力透過協商，爭取最佳結果。美國總統特朗普原先提出的關稅細節已廣為人知，市場或已反映最嚴重的 145% 關稅情境。此外，考慮到高關稅可能引發本土通脹，美國可能不願意將關稅率定得過高。

¹ 資料來源：彭博資訊，數據截至 2025 年 5 月 31 日。表現期間：2025 年 1 月 1 日至 2025 年 5 月 31 日。以美元總回報計算。離岸中國股票市場以 MSCI 明晟中國指數代表；香港股市以恒生指數代表；美國股市以標普 500 指數代表；亞洲股市以 MSCI 明晟亞太除日本指數代表。過往表現並非日後業績的指標。

² 資料來源：彭博資訊，數據截至 2025 年 5 月 31 日。以美元總回報計算。中國 A 股市場以上海證券交易所綜合指數代表；香港股市以恒生指數代表；台灣股市以台灣加權指數代表。過往表現並非日後業績的指標。

我們預期中國內地企業盈利將持續復甦，受惠於 DeepSeek、科技創新、人工智能及康健護理行業的發展（對外授權交易仍然強勁）。金融板塊前景亦轉趨樂觀，因中國內地加大貨幣、財政及針對個別行業的刺激力度，主要銀行亦已完成資本重組。2025 年第一季企業盈利亦顯示回穩跡象，並帶來正面驚喜。

投資組合配置

為應對當前挑戰，我們採取「槓鈴式策略」，投資於：(1) 結構性增長機會；(2) 具備股息增長潛力及強大股份回購能力的公司。

2025 年第二季，投資團隊減持出口相關股份，增持業務以本地為主的行業，如內需消費、康健護理、科技等。

我們運用 GCMV（增長、現金流產生、管理層、估值）+ 催化劑框架來發掘大中華區的結構性增長機遇。

2025 年下半年投資機會

在以下所述領域中，投資機會依然充裕，並透過「4A 投資主題」展現出來。

第一個 A：加速（Acceleration）

我們相信，傳統消費增長仍受壓，受關稅憂慮影響，中國內地準備推出刺激措施，但大規模刺激消費方案尚未出台。因此，進行「自救」及由下而上進行全面重組的公司，將在周期轉變中保持競爭力。

我們偏好專門／新興及服務導向的消費行業，如特色食品飲品、化妝品、旅遊、音樂、網絡遊戲等。這些細分領域的領導企業，仍錄得高於行業的增長與利潤率擴張，因其業務本地化，受宏觀逆風影響較小。

GCMV + 催化劑框架股票分析：

例子 1：一間中國內地食品及飲料公司

增長 (G)：	- 中國及南亞奶茶行業領導者，品牌力強； - 具備規模經濟優勢，在供應鏈中擁有較強議價能力； 2024 至 2026 年門店數目年複合增長率達 16%。
現金流產生 (C)：	- 採用加盟模式，向加盟商銷售原材料； - 自建供應鏈具成本優勢與良好的品質控制； 2024 及 2025 年錄得正自由現金流。
管理層 (M)：	主席及行政總裁共持股近 80%。
估值 (V)：	以折現現金流估值，相當於 2025 年預期盈利的 17.8 倍。
催化劑：	- AI 智能手機加快普及； - 非手機業務虧損收窄。

資料來源：宏利投資管理、公司資料，2025 年 5 月

一間中國內地食品及飲料公司股價走勢



資料來源：彭博資訊，數據截至 2025 年 6 月 10 日。過往表現並非日後業績的指標。

第二個 A：走出去（Abroad）

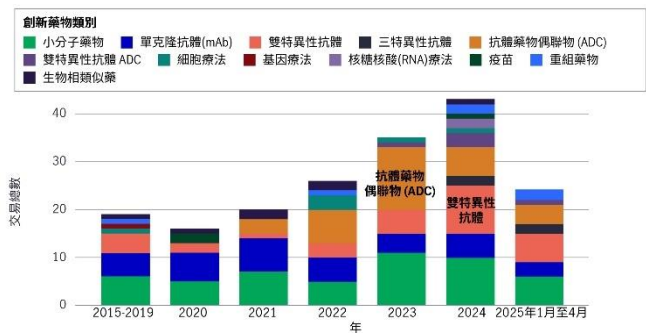
中國內地的康健護理板塊在今年以來已獲得估值重估，主要受以下因素推動：(1) 與全球製藥公司持續強勁的合作關係，尤其是對外授權（out-licensing）趨勢明顯；(2) 政策上對創新藥物的支持；(3) 中國內地康健護理行業本身具備防守性質。即使面對關稅壓力，這一趨勢並未受阻，而中國內地的生物科技企業在 2025 年第一季盈利表現穩健。此外，中國的對外授權交易已擴展至多種創新藥物，包括雙／三特异性抗體（bi/trispecifics，為新型抗體藥物）及抗體藥物偶聯物（ADCs，為新型抗癌藥物），不再局限於傳統小分子藥物。

中國內地康健護理行業：對外授權交易首付金額及中國對全球授權的交易宗數(截至 2025 年 5 月)



資料來源：Jefferies research，2025 年 5 月。

2023 至 2024 年間，中國的創新藥物（如雙／三特异性抗體及抗體藥物偶聯物）迅速普及



資料來源：Jefferies research，2025 年 5 月。

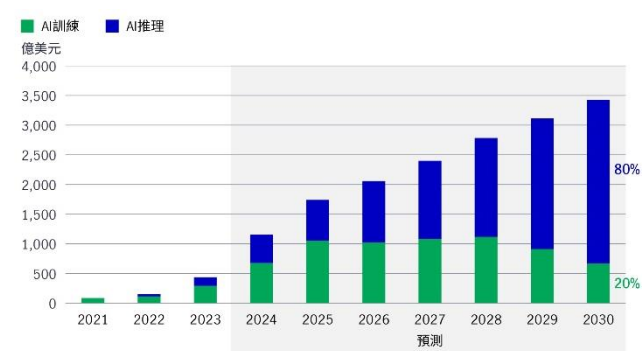
我們的投資團隊已投資並持續看好，具備獨特對外授權交易機會與強勁項目儲備的中國生物科技公司。

第三個 A：技術升級（Advancement）

隨着 DeepSeek 在年初的技術突破，中國的 AI 應用明顯加速，雲端 AI 領域受惠於推理需求的激增。我們偏好中國內地的雲端服務供應商（CSPs），因其正受惠於 AI 推理需求的爆發式增長。內地的雲端服務供應商正積極擴大資本開支，以支援企業部署大型語言模型（LLMs）。有市場研究預計 2025 年資本開支將增長 62%，並於 2025 至 2027 年間維持在 3700 至 3800 億元人民幣的高水平³。

另一方面，主要雲端服務供應企業的產品平台已開始出現 AI 驅動的轉型。例如，一家中國領先的科技、媒體與電信（TMT）公司近期業績顯示，其遊戲與廣告收入因 AI 部署而有所改善。

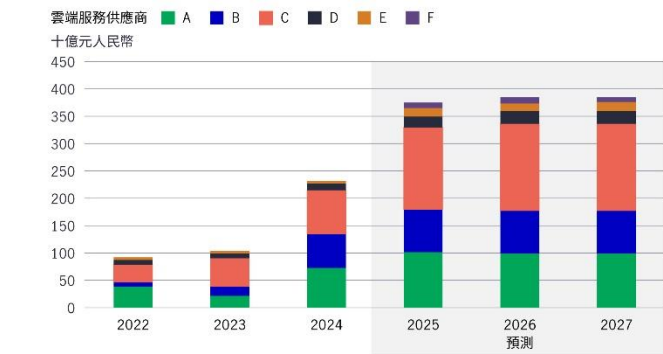
未來數年，AI 推理的需求預計將超越 AI 訓練



資料來源：摩根士丹利研究，"Greater China Semiconductors: Navigating AI capex fluctuations and tariff/FX volatility"，2025 年 5 月 29 日

³ 資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 5 月

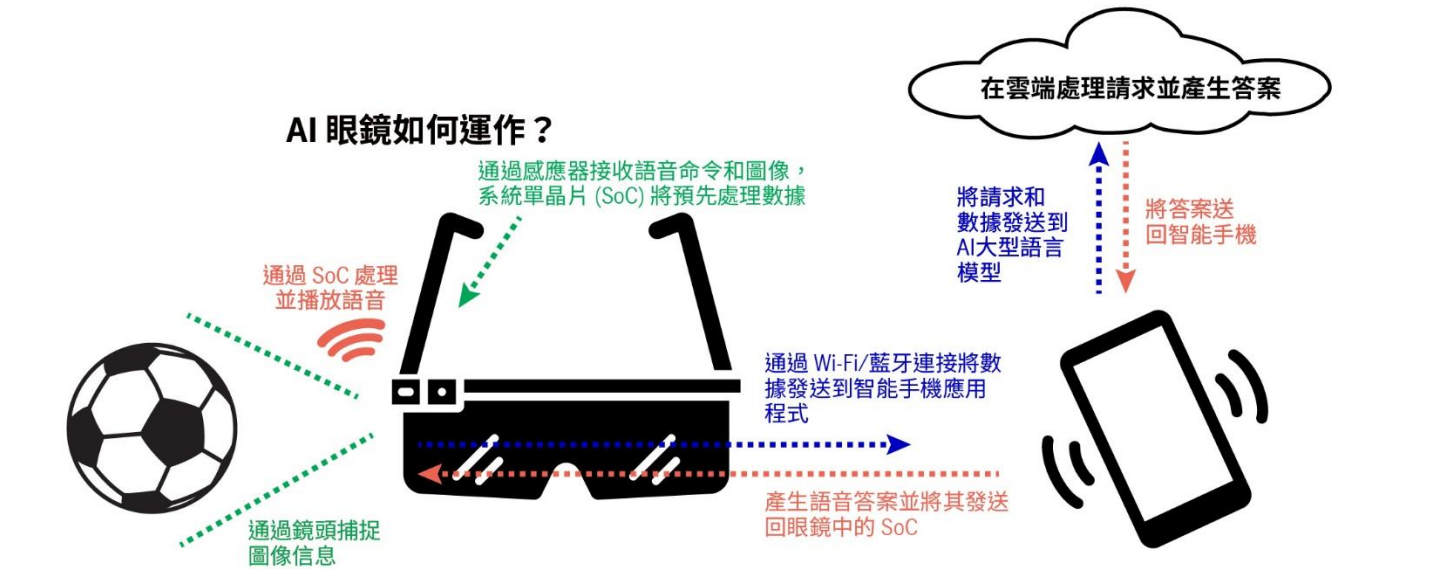
中國企業雲端資本開支預測（2025–2027 年）



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 5 月

邊緣人工智能（Edge AI）

除了雲端服務供應商外，我們亦認為中國內地的 AI 供應鏈將因 AI 應用的普及而受惠。儘管一家美國領先科技公司開發的 AI 系統延遲至 2026 年推出，我們仍預期 AI 穿戴式裝置的需求將保持強勁，惠及中國內地相關供應鏈。

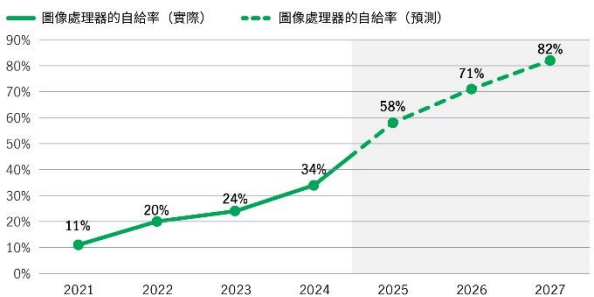
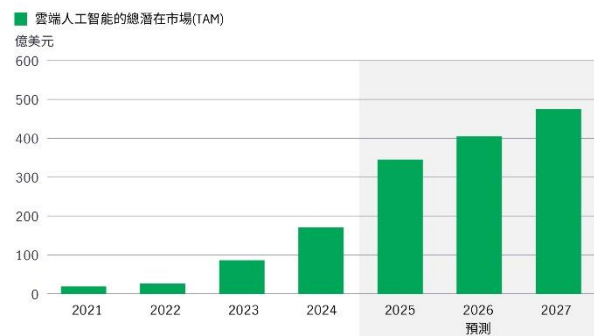


資料來源：Meta、Ray-Ban、IDC、摩根士丹利研究，2025 年 5 月

半導體

半導體本土化仍是一個持續多年的結構性趨勢，受惠企業涵蓋晶圓製造設備供應商、晶圓代工廠、晶片設計與製造商、以及整個半導體供應鏈中的零部件企業。在晶片設計與生產方面，中國已在多個技術領域取得重大進展。例如，中國內地的圖像處理器（GPU）自給率在 2024 年達到 34%，預計到 2027 年將提升至 82%(目標是實現中國內地自給自足)。

我們偏好並投資於大中華區的半導體供應鏈，包括中國內地的無晶圓廠集成電路（IC）設計公司、中國內地與台灣的晶圓代工廠、台灣的特定應用集成電路（ASIC）設計公司。



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 5 月

自動駕駛（Autonomous Driving）

先進駕駛輔助系統（ADAS）已成為電動車的標準配置。我們認為，自動駕駛供應鏈中的企業將受惠於市場份額與出貨量的增長。此外，能夠提供產品差異化功能與本地化能力的企業，亦將從行業發展中受益。

GCMV + 催化劑框架股票分析：

例子 2：一家領先的自動駕駛應用公司

- 增長 (G)：
- 公司是自動駕駛 LiDAR（光學雷達）領域的領導者。2021 年，在 15 家頂尖自動駕駛企業中，12 家採用其產品。在行業銷售方面亦領先同業。
 - 中國自動駕駛市場增長的受惠者，預計將由 2025 年的 290 億美元增長至 2030 年的 6390 億美元，年複合增長率達 85%。
 - 技術路線正確：採用混合固態架構，兼顧性能、可靠性與成本。
 - 擁有針對汽車市場的獨特 ASIC 設計。
 - 客戶基礎穩固，包括中國本地車廠、外資品牌及新進入市場的車企。

- 現金流產生 (C)：
- 公司具備內部製造能力，有效控制成本並確保產品品質。
 - 2025 年上調業績指引，預期將實現盈利。

- 管理層 (M)：
- 管理團隊對自動駕駛與 ADAS 的未來發展有清晰願景。
 - 行政總裁來自頂尖科技公司，具備紮實工程經驗，三位聯合創辦人均擁有穩健的科技背景。

- 估值 (V)：
- 公司估值高於同業，市銷率為 2.5 倍。

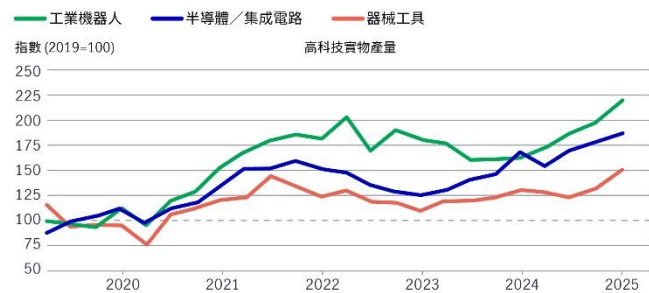
- 催化劑：
- 全球原始設備製造商(OEM)的市場份額提升；
 - 中國自動駕駛解決方案的增長潛力；
 - 產品組合與毛利率改善；
 - LiDAR 產品滲透率進一步提升。

資料來源：宏利投資管理、公司數據，2025 年 5 月

第四個 A：自動化 (Automation)

過去五年，中國內地的高科技製造業快速增長，尤其在 2020 至 2025 年間，主要受外部需求推動。在 2020 至 2023 年新冠疫情期間，工廠加速引入自動化，帶動工業機械人需求急升。2024 至 2025 年迄今，工業機械人的產量進一步加快增長，主要受人形機械人需求推動。

主要高科技製造業在過去五年呈現強勁產量增長



資料來源：高盛研究，2025 年 3 月

2024 年 1 月，中國工業和信息化部 (MIIT) 發佈《人形機器人創新發展指導意見》，為產業創新制定明確路線圖。儘管中國人形機械人產業仍處於初期階段，但已具備完整的供應鏈（包括「大腦」、「身體」與系統整合部份），且設備本地化率高，賦予中國供應鏈競爭力與成本優勢。我們的投資團隊已投資並持續看好中國本地供應鏈中的企業。

台灣地區在 2025 年下半年有何投資機會？

隨著美國宣布(1)暫停實施對等關稅 90 天；(2) 對 20 類產品（包括智能手機、筆記型電腦、電腦顯示屏、硬件、電腦處理器與記憶體晶片）給予關稅豁免，台灣股票在 2025 年 4 月後半段出現反彈。關稅豁免對台灣科技行業影響正面，尤其是：(1)台灣個人電腦 (PC) 原始設備製造商 (OEM)；(2) 通訊與基地台設備製造商；(3) 顯示屏公司；(4) 光電零部件公司；(5)晶片設計與 IC 模組公司。

由於美國是最終電子產品的主要消費市場，這些豁免措施亦間接惠及美國消費者。此外，台灣領先的晶圓代工與個人電腦企業已在美國設廠，有望透過美國本土生產能力以緩解關稅壓力。

在 2025 年下半年，台灣地區的一大關注點仍然是全球及美國消費可能放緩的風險。若消費放緩的情況成真，將對以出口為主的台灣經濟構成影響。根據我們投資團隊的研究，某些領域可能會出現放緩，例如消費電子產品；此外，企業亦正下調這些子行業的盈利預期。

然而，我們看到台灣科技產業在某些領域仍展現出色表現，預計將於 2025 年下半年推動下一階段增長：

1) 下一代 AI 供應鏈

根據我們對台灣科技 OEM 供應鏈的研究，AI 伺服器的需求仍然強勁。儘管美國客戶尚未縮減 AI 資本支出，我們對下一代 AI 供應鏈仍具信心。我們認為 AI 特定應用集成電路 (ASIC)、無晶圓廠晶片設計公司、及共同封裝光學 (CPO) 製造商等，提供投資機會。

2) 2026 年智能手機外型變革

一家美國領先科技公司預計將於 2026 年推出新一代智能手機，並進行外型設計變革，預期將帶動新一輪

AI 智能手機升級周期。我們預期台灣的智能手機零部件製造商將從中受惠。

3) 網絡交換設備

全球網絡正邁向 800G（每秒 800 吉比特）傳輸速度。我們相信，台灣的白牌網絡交換設備製造商將因 AI 推理帶動的頻寬需求上升而持續擴大市佔率。

總結：

儘管 2025 年下半年面臨環球宏觀經濟不確定性與潛在關稅問題爭論，我們仍看到中國內地在以下領域的多元增長機會：康健護理、新興與專門消費、人工智能、自動駕駛、人形機械人等。這些結構性趨勢多為內需導向，因此較不受全球宏觀經濟波動所影響。

中國內地的 AI 發展軌跡更長、更強。我們認為，隨着本土化能力的提升，中國科技升級的速度將加快。此外，醫藥創新領域仍具豐富機會。

雖然內地部份行業仍面臨產能過剩問題，但具備強大市場定位的企業仍在持續擴大全球市佔率。

傳統消費可能需要更長時間復甦，但新興與專門消費領域預計將持續領先。

台灣地區方面，儘管美國消費與關稅問題可能帶來挑戰，我們認為台灣科技產業在不同子領域仍具備擴大市佔率的潛力。我們仍相信，全球對 AI 與新一代智能手機（具備外型變革）的需求，將成為推動台灣科技供應鏈的主要催化劑。

在 2025 年下半年，大中華區股市的主要風險包括：

(1) 全球經濟增長可能低於預期；(2) 關稅談判結果可能不如預期；(3) 美國可能對中國內地實施投資限制。然而，我們認為即使上述風險實現，亦不會完全阻礙中國在戰略性行業的發展。

我們認為，令大中華股市造好的正面催化劑包括：

(1) 中國即將推出更多刺激經濟的措施，包括貨幣、財政與消費政策；(2) 消費政策可能進一步升級。

總結而言，中國內地在多項「不可逆轉的趨勢」方面已取得重大進展，我們相信在未來數年將有更多收成。同時，台灣在全球科技供應鏈中的獨特前置部署，令其在競爭中脫穎而出，展現出卓越的實力與優勢。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。