

每日投资策略

宏观策略及公司点评

宏观策略

■ 美国经济-就业大超预期，联储或暂停降息至年中

美国 12 月非农就业大超市场预期，一方面因为本月更强的季节性调整因素，另一方面说明美国就业市场仍然强劲。制造业特别是耐用品就业延续疲软，但医疗保健、酒店和零售业等服务业就业大幅增加。由于年轻劳动力兼职工作数大幅增加，失业率小幅下降。

由于非农就业超预期和特朗普带来通胀反弹风险，美联储关注焦点重新转向控通胀，对降息更加谨慎，预计 1 月、3 月和 5 月可能暂停降息。上半年美元利率居高和美元汇率强势可能延续，美债与美股波动性将显著上升。美元利率反弹和汇率走强将带来紧缩效应，特朗普政策的再通胀效应可能低于预期。下半年就业市场可能再度放缓。美联储可能在 6 月和 9 月两次降息共 50 个基点。 ([链接](#))

公司点评

■ 特步 (1368 HK, 买入, 目标价: 7.55 港元) - 4 季度折扣和库存均好于预期，但我们 25 年展望仍然审慎乐观

特步 25 财年的趋势向好，但我们目前仍稍为谨慎。对于 Xtep 品牌，管理层对 25 财年的看法比 24 财年正面，有可能是因为近期销售超预期及政府刺激政策后市场情况改善。在 25 财年，增长动力仍然很多，包括：1) 开大店关小店（而且位置会更好），2) 加速第九代店的铺设（目前占比为 6 成），3) 推出新店形式（如跑步场景），4) 电商渠道推出更多高性价比产品，5) 进一步改善童装业务（优化客户体验、直播能力及推出高性价比产品）。由于库存相当健康、产品创新和性价比优异，我们预计 25 财年零售流水增长最少也能达到高单位数（维持看法）。对于 Saucony 品牌，我们认同管理层更加乐观的看法（甚至优于 Xtep），其增长动力包括：1) 门店扩张（推测 25 财年会新增 40 家，包括旗舰店和在二线及以下城市），2) 更多大店（面积从一开始的 100 平米提升至 150-200 平方米），3) 优质产品（与海外品牌质量相当但价格低 30%-50%），4) 品类扩展（增加商务、复古系列及服装产品，目前只占两成 SKU），5) 单店销售额增长（深圳新店月销远超 50 万，平均水平在约 30 万），6) 向国际市场扩大批发销售，7) 提升客户体验及跑步具乐部运营。公司近期策略亦转向了直营店。尽管 25 财年净利润率因投入增加难以提升，但 26 财年到 30 财年有望逐步达 20% 以上。我们预计 Saucony 品牌 25 财年的销售增长 32%，净利润率为 4%。

24 财年四季度零售流水增长符合预期。Xtep 增长为高单位数，好于 3 季度的中单位数，接近 10% 预期。尽管行业环境面临挑战（特别是线下）及不利的天气，但我们对这一增长仍然很满意。线下渠道/线上渠道/童装分别增长低单位数/20% 以上/10% 以上，均好于 3 季度。增长主要来自跑步产品（如 160x, 260x 和 360x 系

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,064	-0.92	11.83
恒生国企	6,898	-1.16	19.58
恒生科技	4,261	-1.18	13.19
上证综指	3,169	-1.33	6.51
深证综指	1,837	-2.22	-0.03
深圳创业板	1,975	-1.76	4.44
美国道琼斯	41,938	-1.63	11.27
美国标普 500	5,827	-1.54	22.16
美国纳斯达克	19,162	-1.63	27.65
德国 DAX	20,215	-0.50	20.67
法国 CAC	7,431	-0.79	-1.49
英国富时 100	8,248	-0.86	6.66
日本日经 225	39,190	-1.05	17.11
澳洲 ASX 200	8,294	-0.42	9.26
台湾加权	23,012	-0.30	28.34

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	33,433	-0.51	12.11
恒生工商业	10,670	-1.20	15.56
恒生地产	14,331	-0.61	-21.81
恒生公用事业	34,317	-0.14	4.39

资料来源: 彭博

列) 及电商渠道 (尤其是抖音)。此外, Saucony 和 Merrell 在 4 季度分别增长 50% 和 40%。24 财年全年来说, Xtep/Saucony 零售增长高单位数/约 60%, 符合或优于管理层指引。管理层对净利润 20% 以上增长也很有信心。

零售折扣和库存都是亮点。Xtep 在 24 财年 4 季度的零售折扣为 7 折至 75 折, 同比有不俗的改善 (23 财年 4 季度为 7 折)。库存销售比维持在 4 个月, 与 24 财年 3 季度持平, 但考虑到 25 年年春节提前, 这一表现其实是相当亮眼。

25 年初表现良好但我们仍然审慎。2025 年 1 月, Xtep/Saucony 零售销售增长分别为 10% 以上/表现强劲。我们非常高兴看到这种增长, 但考虑到春节季节性的低基数, 倾向保持谨慎。

维持“买入”评级, 目标价微调至 7.55 港元 (基于 13 倍 25 财年预测市盈率, 维持不变)。目前估值为 10 倍, 仍算吸引 (8 年平均为 15 倍), 且股息率亦有约 5%。 ([链接](#))

■ 科伦博泰 (6990 HK, 买入, 目标价: 227.88 港元) - 长效 TSLP 单抗通过 NewCo 模式实现对外授权

SKB378 是科伦博泰与和铂医药共同开发的 TSLP 单抗, 现已对外授权给 Windward 公司。交易价值最高可达 9.7 亿美元, 含 4,500 万美元的首付款和近期付款, 将以现金和 Windward 母公司股权支付, 科伦博泰与和铂医药将平分款项。SKB378 可用于治疗哮喘、慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 等免疫疾病。Windward 由经验丰富的团队创立, 刚完成 2 亿美元 A 轮融资, 由 OrbiMed 等领投。

SKB378 是长效 TSLP 单克隆抗体, 半衰期长, 每 6 个月给药一次, 优于需每 4 周用药的 tezepelumab。2024 年 11 月, SKB378 治疗 COPD 的临床试验申请已提交给 CDE。中国哮喘 I 期试验在 2023 年完成, II 期在规划中。Windward 正准备开展针对重度哮喘的 II 期研究, 预计 2026 年出初步结果, 后续还会开展针对哮喘和 COPD 的其他试验。

靶向 TSLP 的治疗领域交易活跃。2024 年的四笔交易中有三笔采用 NewCo 模式。科伦博泰/和铂医药与 Windward 的 9.7 亿美元交易, 和博奥信/Aclaris 的 9.4 亿美元、恒瑞医药/Aiolos 的 10.5 亿美元交易规模相当, 即便 SKB378 尚在更早期的开发阶段。

自 2021 年 Amgen/AZ 的 TSLP 单抗 tezepelumab 获批用于哮喘后, 全球靶向 TSLP 疗法开发在快速推进中。Tezepelumab 针对重度哮喘、伴鼻窦炎的慢性鼻窦炎及嗜酸性食管炎正在开展多项 III 期试验, 并在 2024 年第三季度, 录得全球销售额 3.37 亿美元, 同比增 85%。正大天晴的 bosakitug 2024 年末在中国已进入哮喘 III 期, 此外, 多款 TSLP 单抗处于 II 期阶段, 如 ecleralimab、CM326 和 SHR-1905。

维持买入评级。我们看好 SKB264 在 2025 年 8 - 10 亿元人民币的销售目标, 并预计今年 SKB264 将获批用于二线 / 三线 EGFR - TKI 耐药的非小细胞肺癌。我们将公司的目标价调至 227.88 港元。 ([链接](#))

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	22.24	30.00	35%	3.5	N/A	3.4	13.4	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.76	19.00	38%	8.5	11.5	1.4	19.3	3.5%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.44	19.60	71%	6.2	5.7	0.9	18.3	10.5%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.57	6.05	69%	11.5	9.9	2.4	25.4	7.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	16.68	17.61	6%	9.0	8.2	3.4	40.6	8.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	334.80	450.26	34%	150.8	126.8	19.5	12.0	0.2%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	80.45	133.86	66%	21.0	16.9	5.8	31.8	1.6%
百济神州	ONC US	医疗	买入	176.71	276.02	56%	N/A	N/A	41.1	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	119.06	162.81	37%	63.7	N/A	4.8	7.8	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.85	35.50	62%	5.4	5.4	0.7	14.9	5.6%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.76	14.00	19%	8.2	7.8	1.0	13.1	5.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	369.60	525.00	42%	15.5	14.3	3.3	20.1	1.3%
网易	NTES US	互联网	买入	91.11	125.50	38%	1.8	1.7	3.0	21.5	2.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	80.53	132.20	64%	1.3	1.1	1.3	N/A	1.1%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.79	6.13	62%	16.5	14.0	1.5	9.7	4.5%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.54	4.38	24%	136.2	82.3	9.1	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	33.55	32.70	-3%	33.9	27.1	4.3	11.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.10	44.41	14%	19.8	14.5	2.5	18.6	1.5%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	113.13	186.00	64%	23.5	16.3	6.5	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	383.65	426.00	11%	35.1	27.0	6.8	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	7.91	10.80	37%	N/A	114.6	3.1	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2024 年 1 月 10 日）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。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进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。