

每日投资策略

行业展望/公司点评

行业展望

■ 可选消费行业 - 2025 展望: 静待政策出台, 供需平衡拐点和消费信心回升

我们对 2025 年可选消费行业展望为同步大市, 整体零售销售增长预计为 4.0% 左右 (较宏观经济团队预测 4.7% 更保守), 较 2024 年略有加速。上半年因政策利好将表现较好, 而下半年则因外部风险和高基数压力而承压。线上与线下渠道均有望实现正增长, 但线上因抖音渠道基数较高, 增长可能放缓。假若未来的支持力度不够, 我们也会担心 2025 年的整体需求增长。

从投资主线来说, 我们推荐: 1) 政策利好 (促进消费, 让房地产止跌), 2) 供需回归平衡, 市场回归理性 (内卷的胜利者可以开始收割市场), 3) 海外出口/市场拓展 (东南亚布局优先) 和 4) 高股息率 (而且业绩确定)。

估值短期可能已经筑底, 中长期有望回升, 但需政策和基本面的拐点出现。行业估值已接近底部, 预测市盈率降至 12 倍, 远低于 8 年平均 21 倍。尽管政策转向带来支持, 地缘政治及宏观压力仍限制估值回升空间。长线来看, 随着中国经济增速放缓, 合理估值中枢可能下移。若政策优于预期, 估值有望企稳, 否则仍存下行风险。

消费行业子板块展望。整体而言, 在 2025 年, 在消费行业的子板块里, 我们优先看好: 1) 餐饮行业, 2) 体育用品行业, 3) 服装行业, 及 4) 纺织行业。我们对下列子板块持中性看法: 5) 旅游-酒店行业及 6) 家电行业。

餐饮行业 2025 年展望看好, 供需关系改善, 价格战减弱, 低基数效应下同店销售预计转正 (0%-5%)。若有更多经济刺激政策, 复苏将加速。首推瑞幸咖啡 (LKNCY US, 买入)。

体育用品行业 2025 年展望维持看好, 预计增长将加速至 5% 以上 (2024 年约 3%)。随着更多品牌 (如 Nike、Adidas、李宁) 推出创新产品, 库存和折扣压力有望缓解。利润率预计能因营销费用减少及降本增效措施等有所提升。更看好户外, 功能性强和高性价比的品牌。首推安踏 (2020 HK, 买入)。

服装行业 2025 年展望维持看好, 2025 年预计增长为 0% 至 5% (2024 年约 1%)。尽管短期受暖冬和春节提前影响, 销售压力较大, 但低基数、消费刺激政策、女性消费复苏以及冷冬预期有助于推动行业在 2025 年复苏。在品牌分化加剧下, 具产品创新、门店升级和抖音渠道优势的品牌表现会更好。首推波司登 (3998 HK, 买入)。

纺织行业 2025 年前景看好, 预计 2025 年销售增长约 5% (2024 年约 6%)。尽管品牌表现分化, 但整体需求稳健, 库存水平较低, 补库存需求可能支撑行业增长。相比奢侈品, 更看好中低价品牌需求; 相较鞋类制造商, 更看好服装制造商。尽管贸易战可能推高品牌成本, 但主要供货商如晶苑、裕元、

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	19,623	-2.18	15.11
恒生国企	7,091	-2.73	22.92
恒生科技	4,358	-2.47	15.76
上证综指	3,263	-2.66	9.67
深证综指	1,907	-2.57	3.76
深圳创业板	2,060	-3.79	8.94
美国道琼斯	42,392	-0.36	12.48
美国标普 500	5,869	-0.22	23.03
美国纳斯达克	19,281	-0.16	28.44
德国 DAX	20,025	0.58	19.54
法国 CAC	7,394	0.18	-1.98
英国富时 100	8,260	1.07	6.81
日本日经 225	39,895	0.00	19.22
澳洲 ASX 200	8,201	0.52	8.04
台湾加权	22,832	-0.88	27.33

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	34,057	-3.07	14.20
恒生工商业	11,054	-1.74	19.71
恒生地产	14,710	-1.36	-19.74
恒生公用事业	34,920	-2.09	6.22

资料来源: 彭博

九兴、申洲和华利集团已在东南亚布局产能，应对风险充分，有望受益于订单转移。

酒店行业 2025 年展望下调至中性，预计上半年需求疲弱，政府政策虽有助力，但华住已下调 RevPAR 增长指引，表明市场需求不足。酒店供应过剩，尤其在疫情后旅游需求激增和品牌扩张的背景下，供应增长依然较快。尽管如此，新开酒店凭借低成本和高质量产品更具竞争力。预计 2025 年 RevPAR 增长为 0%至 5%（2024 年约-5%）。尽管短期压力较大，但长期来看，旅游行业的商务和休闲需求预计将持续复苏。首推亚朵 (ATAT US，买入)。

家电行业 2025 年展望下调至中性，预计上半年表现较好，主要受惠于以旧换新补贴政策的延续和低库存的有利影响。但下半年面临的挑战包括房地产行业疲弱、高基数和补贴政策可能对家电行业的支持减少，导致价格和毛利率承压。对于出口占比较高的公司，特别是东南亚市场的公司，我们持较为看好的态度。首推海尔 (6690 HK，买入)。（[链接](#)）

个股点评

■ 信达生物 (1801 HK，买入，目标价：57.67 港元) - 出海能力得到初步验证

信达生物将新型 DLL3 ADC (IBI3009) 的全球权利授权给了罗氏，获得 8000 万美元首付款及高达 10 亿美元的里程碑付款和销售分成。该药物于 2024 年 12 月获 IND 批准进行全球 1 期研究。针对 DLL3 靶点，除了 DLL3 ADC，信达的 IBI115 (DLL3/CD3 双抗) 亦处于临床研究中。

DLL3 ADC 或将成为经治 ES-SCLC 的一种新型疗法。DLL3 在 SCLC 中的表达率高达 85%，在神经内分泌肿瘤中为 20-40%。针对 DLL3 靶点的各种技术手段正在探索之中，包括 ADC、双特异性抗体、三特异性单抗、CAR-T、抗体放射性核素偶联物等。尽管早期的 DLL3 ADC（如 Rova-T 和 SC-002）遇到了挑战，最近再鼎下一代的 DLL3 ADC (YL212) 和恒瑞的 SHR-4849 均在 SCLC 中显示出了良好的 ORR（73-74%）和安全性。安进/百济的 DLL3/CD3 双抗 tarlatamab 也获得了 FDA 的批准用于治疗经治 ES-SCLC。此外，多个 B7-H3 ADC 正在针对经治的 SCLC 进行评估，包括 HS-20093、I-DXd、YL201、DB-1311，这些药物显示出的 ORR 范围在 55%到 68%之间。针对 DLL3 疗法的交易越来越活跃。恒瑞近期亦将其 DLL3 ADC 授权给了 IDEAYA，MSD 2024 年内收购了 Harpoon 以获取其 DLL3/CD3/白蛋白三特异性抗体 HPN328，并随后与第一三共达成该产品的全球开发和商业化协议。诺华从传奇生物引进了 LB2102 (DLL3 CART)，交易估值约为 11 亿美元。信达具有丰富的创新药物研发管线。除 DLL3 ADC 外，信达还有多个处于临床阶段的 ADC 资产，涵盖 CLDN.18.2、B7H3、TROP2、HER3、HER2、EGFR/B7H3 等靶点。值得注意的是，信达的下一代免疫肿瘤学产品 IBI363 (PD-1/IL-2) 在 IO 经治的鳞状 NSCLC、MSS CRC、IO 初治的黑色素瘤等方面展现了令人鼓舞的结果。另一个值得关注的候选药物 IBI343 (CLDN18.2 ADC) 在胰腺导管腺癌方面表现出色，并获得了 FDA 的快速通道指定。我们认为 IBI363、IBI343 和以及其他在研创新品种具有显著的对授权潜力。

维持买入评级。我们看好信达创新药物管线的全球潜力。我们将公司目标价上调至 57.67 港元（前值：55.21 港元；WACC: 9.5%，永续增长率：3.5%）。
([链接](#))

■ **闻泰科技 (600745 CH, 买入, 目标价: 52.00 元人民币) - 剥离部分 ODM 业务助力公司估值提升**

2024 年 12 月 31 日，闻泰科技与立讯有限公司签署了关于旗下九家全资 ODM 子公司出售的意向书，该交易为全现金交易。此举紧随闻泰科技近期被列入美国贸易黑名单之后。根据管理层，此次交易有两个主要目的：（1）符合部分 ODM 客户的风险偏好，及（2）降低对其半导体业务的潜在风险。此次交易反映了我们 2025 年展望报告中提到的一个新的投资主题，即在地缘政治战略调整和利好政策推动下，中国半导体行业中以事件驱动的并购机会增加。我们维持对闻泰科技的“买入”评级，目标价维持在 52 元人民币不变。

剥离业务聚焦于安卓 ODM 业务，这一业务对公司的财务表现和估值造成了拖累。截至 2024 年三季度，这九家子公司的总资产价值为 282 亿元人民币，占公司总资产的 36.1%，贡献了超过公司总收入的 50%（触发了中国证监会关于重大资产重组的相关规定）。在 2024 年前三季度，ODM 业务贡献了公司约 79% 的总收入，但却录得了 12 亿元人民币的重大净亏损。

闻泰科技将专注于高利润率的半导体业务，即 Nexperia。在 2024 年前三季度，其半导体业务实现收入 109 亿元人民币（占总收入的约 20%），毛利率为 37%（40 亿元人民币），净利率为 16%（17 亿元人民币），显著优于同期公司整体 9% 的毛利率和 1% 的净利率。在 2024 年第二季度和第三季度，半导体业务分别实现环比增长 6%。增长主要受益于 1) 强劲的国内汽车销量、2) 消费电子的复苏以及 3) 计算领域的强劲需求。我们预计公司半导体业务的收入将在 2025/2026 财年分别增长 11.8%/12.9%，高于彭博一致预期的 9%/9%。

维持“买入”评级，目标价为 52 元人民币不变，对应 2025 财年 24.8 倍的市盈率。我们预计这次业务转型将使闻泰科技的估值大幅提升，因为公司几乎完全转型为以半导体为主的公司。公司当前估值为 2025/2026 财年的 17.7 倍/12.2 倍市盈率，较其国内同行 2025/2026 财年平均 30.4 倍/23.8 倍的市盈率具有吸引力。潜在风险包括：中美贸易关系加剧、汇率不利变动等。([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(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	24.02	30.00	25%	3.8	2.3	3.6	13.4	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.08	19.00	35%	8.7	11.7	1.4	19.3	3.5%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.38	19.60	72%	6.1	5.7	0.9	18.3	10.2%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.92	6.05	54%	12.6	10.9	2.6	25.4	7.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.66	17.61	0%	9.5	8.7	3.6	40.6	8.1%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	367.20	451.11	23%	168.4	138.6	21.4	12.0	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.88	133.86	58%	22.2	17.8	6.2	31.8	1.5%
百济神州	ONC US	医疗	买入	184.00	276.02	50%	N/A	N/A	42.6	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	126.10	162.81	29%	67.4	N/A	5.1	7.8	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.25	35.50	53%	5.7	5.7	0.7	14.9	5.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.78	14.00	19%	8.2	7.8	1.0	13.1	5.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	416.00	525.00	26%	17.4	16.1	3.7	20.1	1.1%
网易	NTES US	互联网	买入	87.76	125.50	43%	1.7	1.6	2.9	21.5	2.3%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	84.95	132.20	56%	1.4	1.2	1.4	N/A	1.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.83	6.13	60%	16.7	14.2	1.5	9.7	4.4%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.55	4.38	23%	136.5	82.6	9.1	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	34.00	32.70	-4%	34.3	27.4	4.3	11.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	40.05	44.41	11%	20.3	14.9	2.6	18.6	1.5%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	122.11	186.00	52%	25.4	17.6	7.0	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	376.40	426.00	13%	34.4	26.5	6.7	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.10	10.80	33%	N/A	117.4	3.2	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2025 年 1 月 2 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定。

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

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

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。