招銀国际
CMB INTERNATIONAL



2025

年度策略报告

寒潮未尽

春山可望

目录

宏观经济 2
2025 年中国经济展望 3
2025 年美国经济展望 28
行业展望 48
中国半导体板块：AI 热潮将在 2025 年延续 49
中国科技板块：终端需求复苏延续，端侧 AI 创新落地提速 103
中国互联网板块：逆风前行，但可以有更多期待 142
中国软件板块：关注 AI 应用营收起量趋势 178
中国必选消费板块：情绪消费主导内需修复与高质量增长 193
中国可选消费板块：静待政策出台，供需平衡拐点和消费信心回升 205
中国汽车板块：2025 年展望：似曾相识燕归来，春风拂柳吐新芽 230
中国医药板块：行业宏观环境改善，看好估值修复 271
中国装备制造板块：新兴市场是主要增长动力；中国市场有望企稳 290
中国天然铀板块：天然铀受惠于全球核电未来十年的结构上升周期 307
中国保险行业：拨云见日终有时，价值增长曙光现 324
中国房地产行业：脱虚向实，迈向健康发展 356
行业首选股份 379
中际旭创 (300308 CH) 380
北方华创 (002371 CH) 383
小米集团 (1810 HK) 386
比亚迪电子 (285 HK) 389
鸿腾精密 (6088 HK) 392
腾讯控股 (700 HK) 395
阿里巴巴 (BABA US) 398
网易 (NTES US) 401
Salesforce (CRM US) 404
派拓网络 (PANW US) 407
农夫山泉 (9633 HK) 410
瑞幸咖啡 (LKNCY US) 414
百胜中國 (9987 HK) 418
吉利汽车 (175 HK) 421
小鹏汽车 (XPEV US) 424
途虎养车 (9690 HK) 427
药明康德 (603259 CH) 430
中联重科 (1157 HK) 433
中广核矿业 (1164 HK) 436
中国太保 (2601 HK) 439
中国平安 (2318 HK) 442
中国财险 (2328 HK) 445
绿城服务 (2869 HK) 448



宏观经济

2025 年中国经济展望

叶丙南，yebingnan@cmbi.com.hk
刘泽晖，frankliu@cmbi.com.hk

全力稳增长

中国将优先项转向提振经济，2025 年或维持 5%增长目标，以传递稳增长信心。政策重点是稳定房市与股市，大力提振消费，促进科技创新与新质生产力发展。宏观政策将更加宽松，广义财政赤字率将高位上升，准备金率与政策利率将进一步下降，货币流动性将非常宽松，信贷增速可能企稳。中国经济将延续复苏势头，资本市场更加活跃，地产跌势趋缓，消费温和回升，企业盈利改善，但复苏可持续性或面临特朗普冲击等挑战，考验经济韧性与政策勇气。

- 中国经济面临特朗普冲击、地产收缩影响、通缩压力和结构性问题等挑战。我们认为，特朗普对华 30%和他国 10%关税或降低中国不变价 GDP 0.7%，但中国市场反应将比 1.0 时代更加温和。中国经济仍在消化房地产大收缩影响和等待住房供求再平衡。中国经济面临通缩压力，通缩预期抑制消费需求、增加债务负担和削弱盈利前景。中国经济面临老龄化与少子化、城乡二元结构和市场激励弱化等结构性问题。
- 中国政策转向强宽松。积极财政政策将更有力度，货币政策基调 14 年来首次从稳健转为适度宽松。政策重点是稳定房市股市，大力提振消费，促进科技创新。政策节奏取决于经济形势变化和特朗普冲击时间。
- 财政政策将更具扩张性。我们预计公共预算赤字、地方政府专项债额度和中央特别国债规模可能分别从 2024 年 GDP 的 3.1%、3%和 0.8%升至 2025 年 GDP 的 3.7%、3.2%和 1.5%。增量政策重点化解地方财政困境、注资国有大行、稳定房地产、保障民生和延续“以旧换新”补贴。特朗普冲击可能促使中国重视提振消费，但财政大规模对家庭转移支付可能性较低。
- 货币政策将更加宽松。预计降准 1 个百分点，货币市场利率和 LPR 分别下调 30 和 20 个基点，货币流动性实质充裕。信贷供应扩大，政府和家庭信贷需求回升，但企业信贷需求延续疲弱，预计社融存量和贷款余额增速将分别从 2024 年末的 7.8%和 8%升至 2025 年末的 8%和 8.1%。汇率政策更加灵活，美国对华 30%、对他国 10%关税情景下，美元/人民币或从 2024 年末的 7.3 升至 2025 年末的 7.50，美国对华 60%、对他国 20%关税情境下，2025 年末美元/人民币可能达到 7.80。
- 经济增速前高后低。上半年宽松政策提振内需，抢出口和美欧降息提振外需，GDP 增速达到 5.1%。下半年宽松政策效应递减，贸易冲突来临，GDP 增速降至 4.3%-4.7%。GDP 增速从 2024 年的 4.9%降至 2025 年的 4.7%和 2026 年的 4%，其中净出口贡献从 1.2 个百分点降至 0.6 和-0.4 个百分点，消费贡献从 2.4 个百分点升至 2.7 和 2.8 个百分点，投资贡献从 1.3 个百分点升至 1.4 和 1.6 个百分点。
- 通缩压力先降后升。预计 CPI 增速将从 2024 年的 0.3%升至 2025 年的 0.6%，2026 年降至 0.4%；PPI 延续下跌，预计跌幅将从 2024 年的 2.1%收窄至 2025 年的 0.3%，2026 年扩大至 0.7%；GDP 平减指数增速从 2024 年的-0.7%升至 2025 年的 0.2%，2026 年降至 0。
- 货物出口增速前高后低，上半年达到 4.5%，因海外降息和关税前抢单提振外需，下半年降至 2.2%，因贸易冲突打击贸易。全年货物出口和进口增速分别从 2025 年的 3.3%和 2.2%降至 2026 年的 0.2%和 0.4%，而 2024 年为 5.2%和 1.8%。
- 房地产收缩趋缓，需求短期周期性改善，但供大于求和供求再平衡延续。2025 年商品房销售面积和开发投资分别下降 7%和 9.3%，而 2024 年分别下降 14%和 10.4%。区域

分化明显，一线城市房价有望率先企稳。中长期内，城镇新增人口和人均居住面积增幅均将下降，新增住房需求仍有下行空间。

- 家庭消费增速回升。预计社会零售额和服务业名义GDP增速将从2024年的3.7%和4.6%升至2025年的4.7%和5.5%。一揽子宽松政策将提升房地产销售、耐用品零售和消费者信心。
- 固定资产投资增速反弹。预计投资增速将从2024年的3.4%降至2025年的3.3%。房地产或对投资增速拖累，从2.3个百分点收窄至2.1个百分点。制造业和基础设施投资增速可能从2024年的9.3%和9.2%降至2025年的8.5%和8.7%。

图 1: 中国经济预测

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
GDP	GDP增速(%)	7.9	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.7	4.0
	名义GDP(万亿美元)	8.5	9.6	10.4	11.0	11.2	12.3	13.9	14.3	14.7	17.8	17.9	17.8	18.2	18.6	18.7
	人均GDP(美元)	6304	7078	7611	7943	8091	8822	9899	10141	10412	12617	12659	12609	12889	13198	13330
	GDP平减指数	2.3	2.2	1.0	(0.0)	1.4	4.2	3.5	1.3	0.5	4.6	1.8	(0.6)	(0.7)	0.2	(0.0)
通胀 (%)	CPI	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.3	0.6	0.4
	PPI	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	(2.1)	(0.3)	(0.7)
分行业GDP增长 (%)	农业	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	4.0	3.5	3.1	3.1	7.1	4.2	4.1	3.4	3.5	3.3
	工业与建筑	8.4	8.0	7.2	5.9	6.0	5.9	5.8	4.9	2.5	8.7	2.6	4.7	5.6	4.7	3.7
	-规模以上企业工业增加值	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	6.6	6.2	5.7	2.8	9.6	3.6	4.6	5.7	4.9	3.8
	第三产业	8.0	8.3	8.3	8.8	8.1	8.3	8.0	7.2	1.9	8.5	3.0	5.8	4.7	4.9	4.5
对GDP增长拉动 (百分点)	消费	4.4	3.9	4.2	4.9	4.5	3.9	4.3	3.5	(0.2)	4.9	1.2	4.3	2.4	2.7	2.8
	投资	3.3	4.1	3.3	1.6	3.1	2.7	2.9	1.7	1.8	1.7	1.4	1.5	1.3	1.4	1.6
	净出口	0.2	(0.2)	(0.1)	0.6	(0.8)	0.3	(0.5)	0.8	0.6	1.9	0.4	(0.6)	1.2	0.6	(0.4)
需求指标 (%)	固定资产投资	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	3.0	3.4	3.3	4.0
	- 制造业	22.0	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	9.5	3.1	(2.2)	13.5	9.1	6.5	9.3	8.5	7.0
	- 房地产	16.2	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	(10.0)	(9.6)	(10.4)	(9.3)	(4.0)
	- 基础设施	13.7	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	8.2	9.2	8.7	8.0
	社会零售额	14.5	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	(3.9)	12.5	(0.2)	7.2	3.7	4.7	4.2
	商品出口额	7.9	7.8	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.7)	5.2	3.3	0.2
	商品进口额	4.3	7.2	0.5	(14.3)	(5.5)	16.1	15.8	(2.7)	(0.6)	30.1	0.7	(5.5)	1.8	2.2	0.4
金融条件 (%)	社融存量增速	19.1	17.5	14.3	12.4	12.8	14.1	10.3	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	7.8	8.0	7.7
	贷款余额增速	15.0	14.1	13.6	14.3	13.5	12.7	13.5	12.3	12.8	11.6	11.1	10.6	8.0	8.1	7.8
	大型银行准备金率	20.0	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0	14.5	13.0	12.5	11.5	11.0	10.5	9.5	8.5	7.5
	存款类机构7年回购利率	0.00	0.00	4.96	2.32	2.59	3.09	3.04	2.65	2.46	2.29	2.36	1.91	1.67	1.37	1.07
	10年国债利率	3.58	4.56	3.62	2.83	3.02	3.88	3.24	3.14	3.14	2.77	2.84	2.56	2.00	1.80	1.60
	1年期LPR		5.73	5.51	4.30	4.30	4.30	4.31	4.15	3.85	3.80	3.65	3.45	3.10	2.90	2.70
	5年期LPR								4.80	4.65	4.65	4.30	4.20	3.60	3.40	3.20
	离岸美元/人民币(年末值)								6.96	6.50	6.36	6.92	7.12	7.30	7.50	7.80
财政收支 (%)	公共财政收入增速	12.9	10.2	8.6	5.8	4.5	7.4	6.2	3.8	(3.9)	10.7	0.6	6.5	0.0	3.0	2.5
	公共财政支出增速	15.3	11.3	8.3	13.2	6.3	7.6	8.7	8.1	2.9	0.0	6.1	5.4	2.0	5.0	4.0
	一般财政赤字/GDP	1.5	2.0	2.1	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.1	3.1	3.7	3.7
	政府性基金收入增速	(9.3)	39.2	3.5	(21.8)	11.9	34.8	22.6	12.0	10.6	4.8	(20.6)	(9.2)	(18.0)	(7.0)	(2.5)
	政府性基金支出增速	(9.7)	37.9	1.8	(17.7)	11.7	32.7	32.1	13.4	28.8	(3.7)	(2.5)	(8.4)	(3.5)	1.5	5.0
	地方政府专项债额度/GDP					0.5	1.0	1.5	2.2	3.7	3.2	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3

资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

主要挑战

特朗普 2.0 冲击

特朗普 1.0 时代开启中美关系自由落体式下滑，带来贸易冲突、投资限制、科技制裁和人文交流减少。中美双边货物贸易受到冲击，但中国整体货物贸易表现平稳。全球供应链重组进化以规避中美高关税，东盟、墨西哥等第三方连接者加强联通中美市场和扩大对两国贸易，避免中美经贸完全脱钩，中国对非美地区贸易的显著增长弥补了对美贸易的相对下降。2018-2019 年中美进口关税平均税率上升约 15 个百分点，2019 年中美商品贸易比 2012-2017 年趋势线低 19%，但中国整体商品外贸比之前趋势线高 7.1%。2020-2021 年疫情冲击阻断全球供应链，超级宽松政策刺激全球商品需求，世界通胀大幅攀升，中国依靠全品类稳定供应链优势实现出口爆发式增长，2020-2023 年中国整体商品外贸额比之前趋势线高 26.6%，中美商品贸易额则比 2012-2017 年趋势线低 14.5%。中国大陆在美国商品进口中份额从 2017 年的 21.6%降至 2024 年前 9 个月的 13.3%，东盟、墨西哥、中国台湾、韩国和印度在美国商品进口中份额显著上升，中国大陆对这些经济体商品出口尤其是中间品出口大幅增长，在全球商品出口中份额则从 2017 年的 12.8%升至 2023 年的 14.2%。

特朗普 1.0 冲击影响到中美双边投资。中国对美直接投资和证券投资均大幅减少，美国对华直接投资有所下降，但对华证券投资大幅净流入，因为中国证券市场加速开放；中国整体跨境投资表现好于中美双边投资，FDI 和 ODI 出现单位数下降，而外国对华证券投资和中国对外证券投资均大幅增长。拜登时期中美双边投资和中国整体跨境投资均加速下滑，一方面中美关系进一步恶化，俄乌冲突加剧市场对台海不确定性担忧，跨国公司、产业资本和长线投资者为规避贸易壁垒或对冲地缘风险，加速推进“中国+X”供应链策略和降低中国资产配置，另一方面美国高通胀和中国强通缩，两国利差扩大，人民币承压，资金流向美元资产。中美冲突打击外企和民企信心，外企投资下滑，民企投资放缓，但国企投资增速加快，令中国整体投资增速仍持续超过消费增速，加剧产能过剩和通缩压力。中美冲突引发中国金融市场短期动荡，2018 年第 2-4 季度恒生指数、沪深 300 指数与人民币汇率大幅下跌，但市场超跌、中美启动协议谈判和美联储转向降息支撑 2019 年中国股市和人民币先后反弹。

特朗普 2.0 时代贸易冲突范围可能扩大，对华投资限制与科技制裁可能加强。近年来美国联邦政府赤字率居高，家庭储蓄率降至低位，企业资本支出强劲，投资储蓄缺口扩大，贸易不平衡加剧。中国在美国商品进口中份额已大幅下降，但中国商品通过嵌入第三方供应链仍可绕道进入美国市场。特朗普坚持以保护主义解决贸易不平衡和重建制造业，对华经贸脱钩政策可能更加猛烈，关税对象可能扩大至墨西哥、加拿大、韩国、欧盟、越南等更多经济体。特朗普明年 1 月下旬上任后优先事项是降低通胀和减少非法移民，他可能通过增加能源生产、放慢能源转型和结束俄乌冲突来降低油价，但这些政策产生作用存在时滞，移民政策和关税政策因具有滞涨效应而与降通胀目标相冲突。如果仅对中国加征关税，那么中国商品仍可通过第三方供应链进入美国，无法降低美国贸易不平衡和对中国供应链依赖。如果对主要国家均加征关税，那么可能推升美国通胀与美企供应链成本。特朗普在上任初期可能不会对主要贸易伙伴同时加征较高关税，而是以高关税为筹码施压试探，实现更加优先目标，例如施压墨西哥、加拿大和中国解决非法移民或芬太尼等问题。

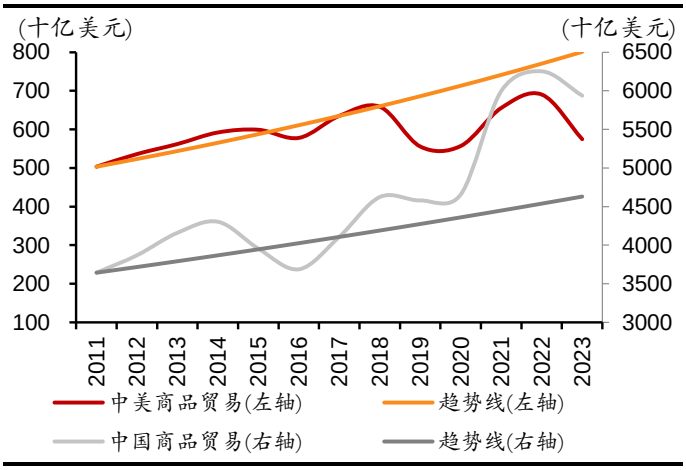
特朗普可能在美国通胀降至低位后开始分步实施关税政策。基准情境下，2025 年下半年美国分步对华加征 30%关税、对其他国家加征 10%关税、主要国家对美加征 5%关税，2026 年中国不变价商品出口和 GDP 将被分别拉低 2.7%和 0.7%。悲观情景下，2025 年下半年美国逐步对华加征 60%关税、对其他国家加征 20%关税、主要国家对美加征 10%关税，2026 年中国商品出口和实际 GDP 将被分别拉低 5.3%和 1.6%。乐观情况下，美国与贸易伙伴仅发生小规模贸易冲突，中国商品出口和实际 GDP 受影响较小。中美贸易冲突将加速中企出海，以规避关税或寻求

市场多元化，中国对东盟、墨西哥、荷兰、匈牙利等经济体的直接投资可能持续增加，但对美投资仍将受到特朗普政策限制。特朗普政策将削弱美国盟友体系，为中国加强与非美地区经贸投资联系创造机遇，中国与欧洲、日本、韩国、澳大利亚等国关系将会改善。

特朗普 2.0 冲击可能使中国金融市场阶段性承压。特朗普政策将推升美国通胀，减少美元降息，助推美元强势，令新兴市场货币承压。同时，特朗普保护主义将打击全球贸易和制造业活动，而中国对进出口和制造业依存度较高，经济前景将会受损，股市和人民币可能承压。对中国市场而言，特朗普 2.0 时代相比 1.0 时代的不利因素是美国内需变得更强而中国内需变得更弱。美国个人消费增速从 2017-2019 年平均 4.3%升至 2024 年前 3 季度 5.2%，同期中国社会零售额增速则从平均 9%大幅降至 2024 年前 10 月 3.2%。

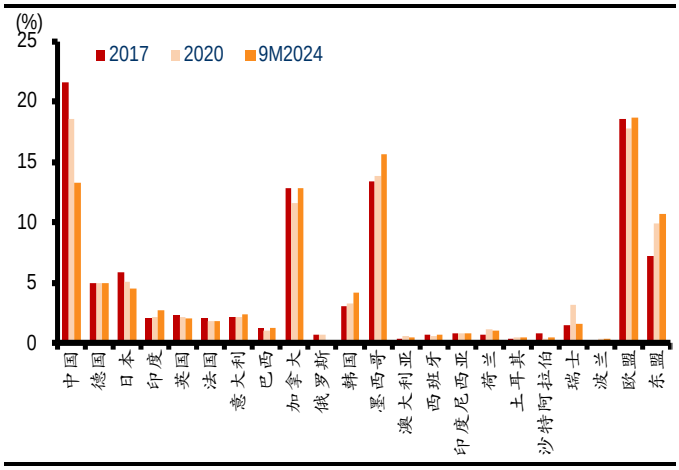
但中国市场对特朗普 2.0 冲击的反应将比 1.0 时代更加温和。有利因素包括：一是中国制造业与科技企业竞争力显著提升，许多大型企业已在海外布局，中国对中美冲突的准备比之前更好；二是当前美元处于降息周期，而彼时美元在升息周期；三是中国金融条件比美国更加宽松，美元利率居高，人民币利率较低；四是美元资产估值经过多年上涨后处于高位，人民币资产估值经过较长下跌而在低位；五是市场最怕不确定性和不可测性，中国市场已经历过特朗普 1.0 时代，特朗普 2.0 时代的不确定性和不可测性相对下降。

图 2: 中美贸易相对下降，但中国整体贸易强劲



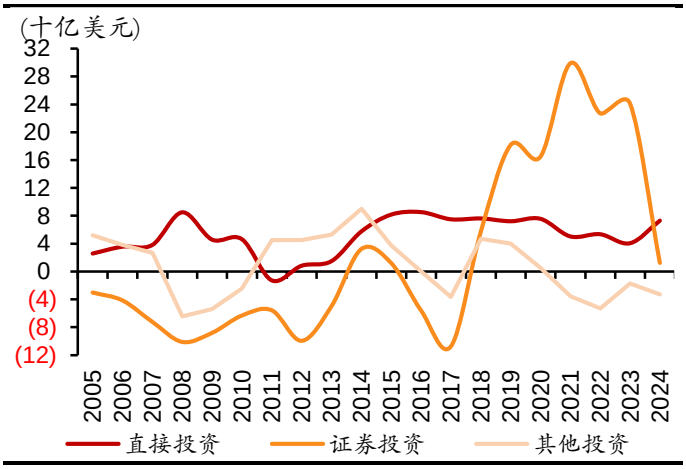
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 3: 前 20 大经济体在美国进口中份额



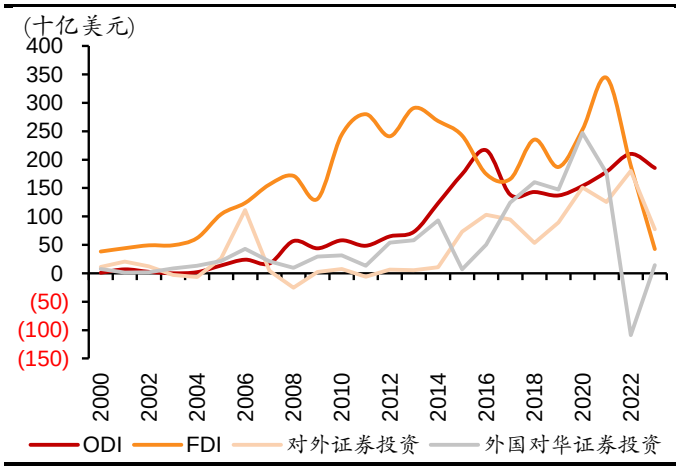
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国对华投资流量



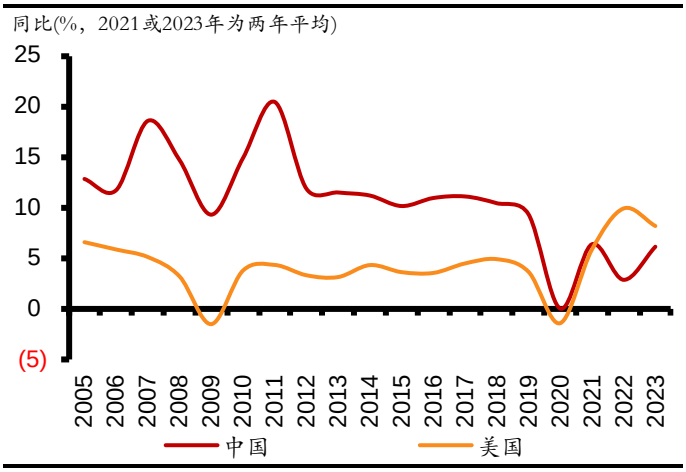
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 5: 外国对华投资与中国对外投资流量



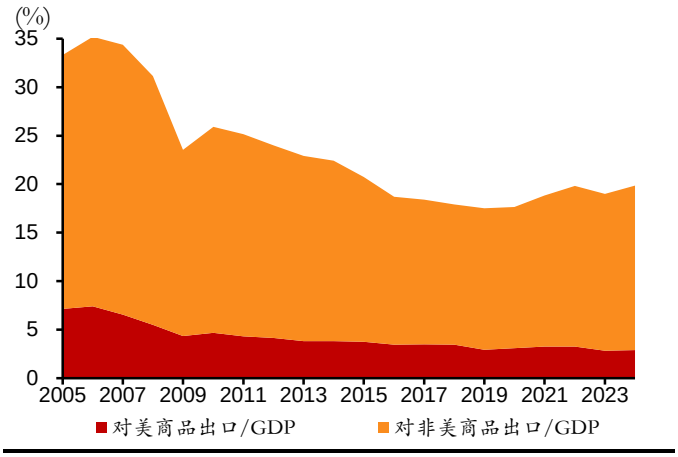
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 6: 近年来美国消费增速超过中国



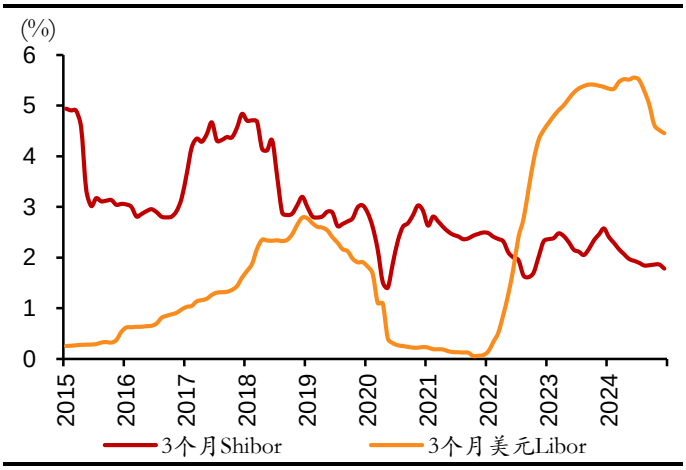
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国对美出口/GDP 下降，对非美出口/GDP 上升



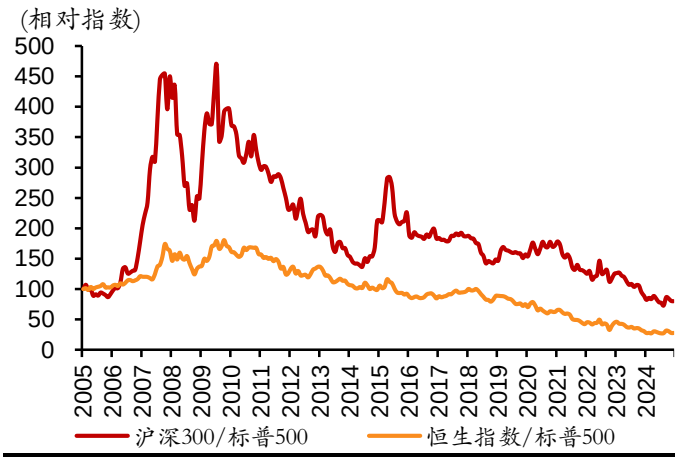
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美元与人民币利差大幅扩大



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股指相对美股指数不断走低



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

地产大收缩影响

中国经济仍需更多时间和政策来消化房地产大收缩影响和推进房地产供求再平衡。中国房地产经过大繁荣和泡沫化发展后，因政策急剧去杠杆和疫情逆城镇化效应而进入大收缩。2022 年至 2024 年前 10 月，商品房销售面积、新开工面积、住宅土地成交面积和一线城市房价累计分别下降 51%、69%、68%和 28%。

房地产收缩降低中国经济增速，房地产业增加值对中国 GDP 增速的年均拉动从 2016-2019 年的 0.35 个百分点降至 2022-2024 年的-0.22 个百分点，如果加总地产建筑及其投入产出效应、家具家装相关消费和土地财政影响，那么对中国 GDP 增速的年均贡献则从 2016-2019 年的 1.4 个百分点降至 2022-2024 年的-0.18。

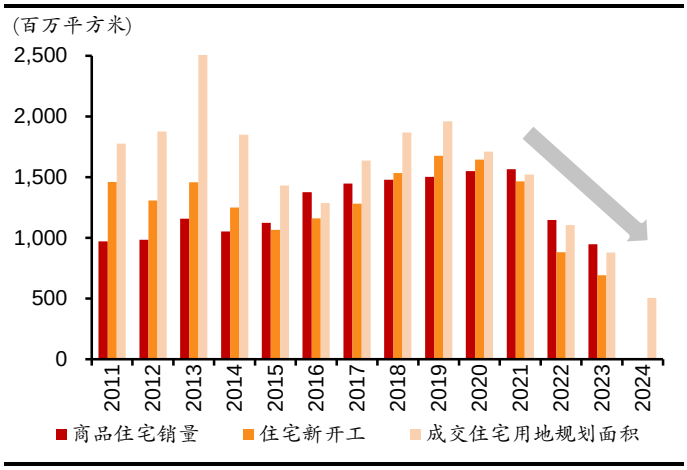
房地产收缩加剧地方财政困境。广义土地财政收入（房地产税收、土地收入、城投债净融资）预计从 2021 年的 13.1 万亿骤降至 2024 年的 5.6 万亿，占地方政府可用收入比例从 38.1%降至 15.8%。地方政府通过资产处置、罚没等创收，一般非税收入大幅增长，同时收缩基建等支出，拖欠工资或供应商货款。

房地产收缩通过减少就业、损失财富、削弱信心和加剧通缩影响消费。房地产及相关建筑业在就业中占比达到 14%，房地产收缩影响家庭就业和收入。房产在中国家庭资产配置中占比高达近 60%，房价下跌通过财富效应和信心渠道抑制家庭消费。住房相关项目在中国 CPI 篮子中权重超过 20%，房价连带房租下跌降加剧当前通缩压力。

房地产收缩增加金融体系压力，房企大面积违约影响金融市场信心并增加金融机构坏账风险，中资房企美元债指数从高点至今累计下跌超过 70%，银行业开发贷坏账率显著上升，但按揭贷款违约率仍在低位。

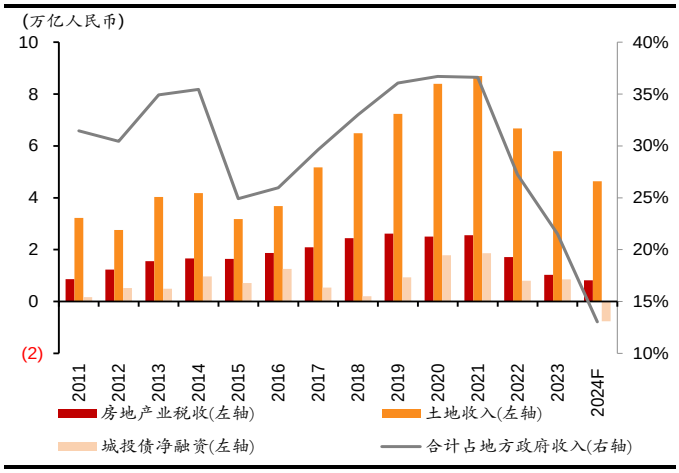
房地产进入收缩后，政策部门逐步放松政策，2024 年 9 月变得更加果敢，住房销量显著反弹但可持续性仍需观察。一线城市表现亮眼，三四线城市表现依然较弱，大部分城市房地产仍面临供大于求和房价下行压力，需要更多时间推进供求再平衡。房地产对中国经济依然构成拖累，但拖累幅度将有所下降。

图 10: 房地产销量与开工大幅收缩



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 11: 地方政府房地产相关收入大幅下滑



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 12: 房地产对中国经济影响

(百分点,%)	2016-2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
GDP增速	6.6	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.7
房地产对GDP增速贡献	1.4	0.7	0.5	(0.4)	0.1	(0.3)	0.1
-地产相关服务	0.36	0.10	0.25	(0.26)	(0.08)	(0.30)	(0.10)
-地产建设	0.25	0.13	0.05	0.12	0.19	0.10	0.10
-投入产出效应	0.49	0.22	0.15	0.10	0.26	0.06	0.10
-土地财政	0.24	0.29	0.05	(0.32)	(0.25)	(0.13)	(0.07)
-家具&装饰等相关消费	0.05	(0.01)	0.03	(0.01)	(0.01)	0.02	0.03
相关税费占政府收入%	9.0	8.9	8.1	5.9	3.6	2.8	2.6
土地收入占政府收入%	19.0	25.0	22.9	18.2	15.1	11.8	10.7
房地产相关贷款占总贷款%	27.3	28.7	27.1	24.8	22.2	20.5	19.8
-房贷占总贷款%	18.7	19.9	19.9	18.1	16.1	14.6	14.0
-开发商贷款占总贷款%	8.6	8.8	7.2	6.7	6.1	5.9	5.8

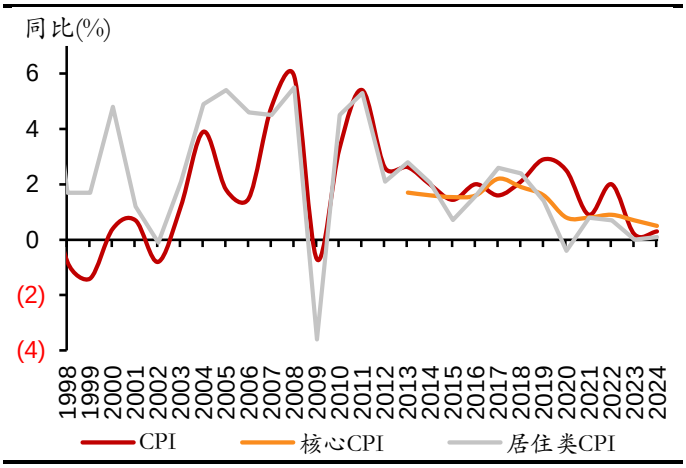
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

通缩压力

中国经济面临显著通缩压力。GDP 平减指数和 PPI 连续两年下跌，CPI 增速持续低于 0.5%。导致通缩压力的原因是消费需求疲弱、产能过剩加剧和政策刺激投资而非消费。经济重启后家庭消费复苏较弱。2022 年 11 月经济重启后，服务消费补偿性释放，家庭消费快速复苏，但仅持续 4 个月即再次放缓，延续疲弱态势，直至 2024 年 9 月中国政策转向强宽松，房地产销量和耐用消费显著反弹，家庭消费增速再度回升，但市场对其可持续性依然存疑。家庭消费复苏较弱的原因是房地产剧烈收缩、民企资本支出不振和股市大幅下跌打击家庭就业、收入与信心，青年人失业率延续超过 15%，个人所得税同比持续下降，消费者信心指数处于历史低位，家庭储蓄率依然较高。经济重启后投资增速持续快于消费，对经济重启后强复苏的乐观预期刺激服务业投资快速扩张，制造业投资增速超过疫情前 2017-2019 年水平，但随着消费需求短暂复苏结束，供大于求和价格战接踵而至。经济重启后政策聚焦于救助企业和提振投资，对家庭和消费的支持相对有限。中国社会保障体系仍不完善，对失业人群、低收入家庭和广大农民的保障程度较低，失业人群陷入没钱消费困境，而仍有收入家庭则大幅增加防御性储蓄。

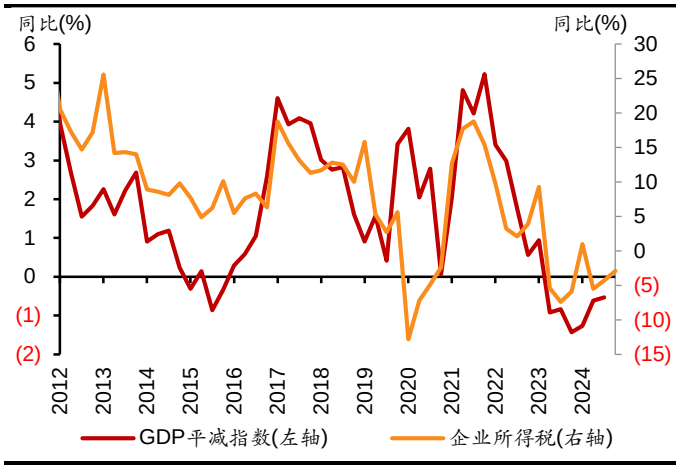
日本经验表明通缩产生既有周期性原因也有结构性因素，通缩预期形成后具有自我强化机制短期很难消除，通缩危害较大包括抑制消费需求、增加债务负担和削弱盈利前景，打破通缩螺旋需要果断推出一揽子综合政策。日本在 1990-2010 年期间面临长期通缩压力有多方面原因。一是房地产和股市泡沫破裂，家庭和企业资产负债表衰退，消费与投资需求萎缩；二是金融机构不良资产大增，信贷供应能力和意愿下降，政府对注入财政资金救助犹豫不决；三是人口老龄化与少子化，减少内需空间与经济潜在增速；四是美国贸易保护限制了日本出口增长、技术进步与产业升级；五是泡沫经济时代大规模投资转化为过剩产能，企业为争夺市场份额而开启价格战；六是日本央行在资产泡沫破裂后反应过于迟缓和保守；七是日本政府在财政刺激与平衡之间摇摆（例如 1997 年上调消费税），大量公共资金投入低效投资，并未有效提振消费需求；八是技术创新与全球化，生产率提高和国际竞争激烈加剧通缩压力；九是风险规避与储蓄文化，东亚民族普遍忧患意识更强，泡沫破裂令日本家庭更加规避风险，储蓄率上升，抑制消费。

图 13: CPI 增速



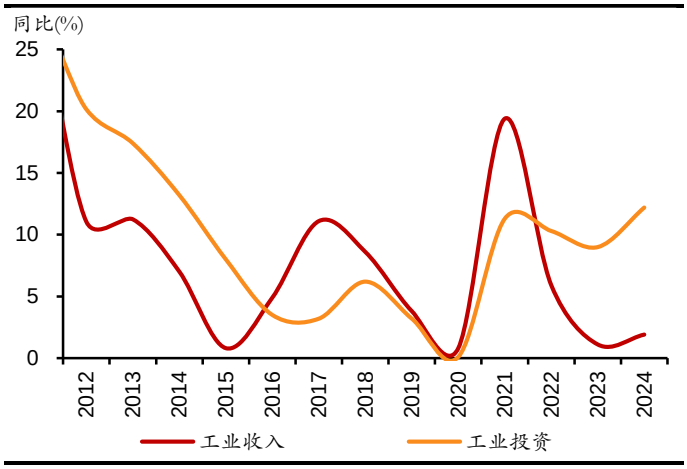
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 14: GDP 平减指数与企业所得税增速



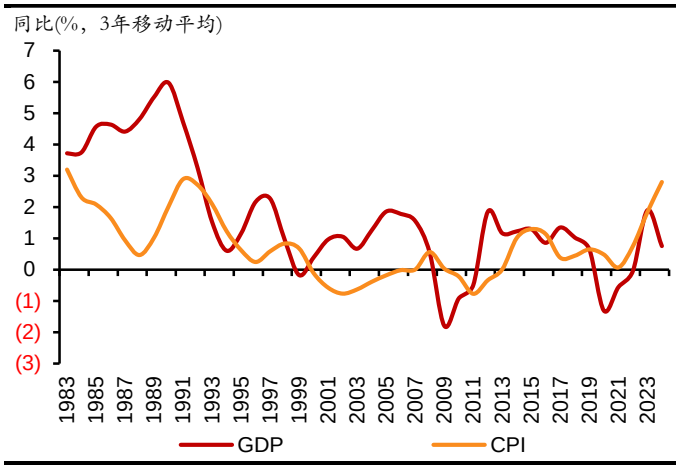
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 15: 制造业投资和收入增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 16: 日本 GDP 与 CPI 增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

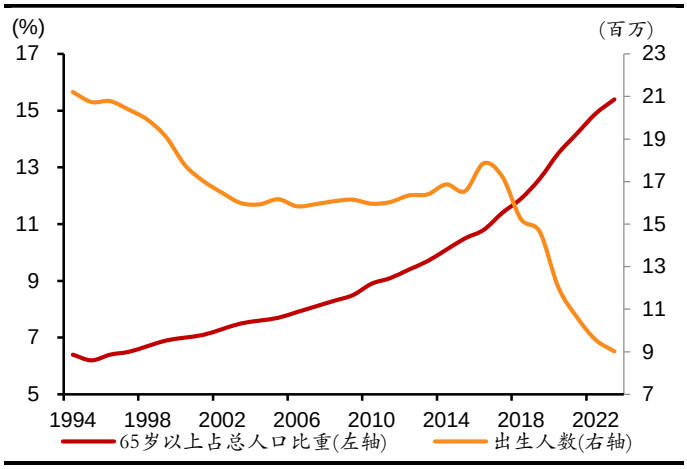
结构性问题

一是人口老龄化与少子化。对经济体系的影响包括减少劳工供应、削弱创新活力、降低经济增速、增加社保赤字、推升政府债务和改变消费结构。60 岁以上人口及占比分别从 2013 年的 2.02 亿人和 14.8%升至 2023 年的 2.96 亿人和 21.1%，2030 年可能达到 3.7 亿人和 26%；出生人口从 2017 年的 1,723 万人降至 2023 年的 902 万人，2030 年可能降至 700 万人左右。劳动年龄人口已在 2013 年见顶延续下降，2013-2023 年年均下降 0.6%，预计 2024-2030 年均降幅扩大至 0.7%，考虑延迟退休因素后降幅收窄至 0.5%左右。中国城镇职工养老保险缴费人数/领取人数比从 2013 年 3 倍降至 2023 年 2.67 倍，预计 2030 年降至 2.45 倍；剔除财政补贴后社保基金已在 2013 年由盈余转为赤字，2023 年社保赤字 1 万亿，财政对社保基金补贴投入 2.4 万亿（GDP 的 1.9%），未来可能持续扩大，推升政府债务。人口老龄化和少子化将提升医疗保健、养老、护理等消费需求，降低教育服务、儿童用品等消费需求。

二是城乡二元结构。城乡二元结构成因复杂，制度差异是重要原因。户籍制度分割，公共服务体系存在多轨制，农业与非农业两类户籍人群在就业机会、自身教育、子女教育、社会保障和其他公共服务方面待遇差距较大，对要素自由流动、经济效率改善、社会公平和共同富裕构成障碍。土地存在双轨制，城镇新增用地主要来自占用农村土地，但地方政府获得城镇化过程中农村土地转为城镇用地的巨大增值收益，用来支持城镇的基础设施建设、产业招商引资和公共服务完善，而农民作为农村土地集体所有者仅获得以农用价值计算的补偿。2013-2022 年国有土地使用权收入累计达到 56.2 万亿，相当于城乡居民可支配收入的 11%。

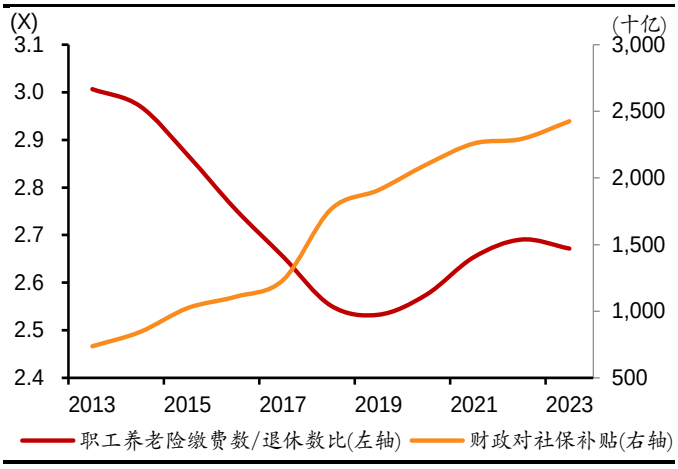
三是市场激励弱化。面对中美新冷战，中国更加强调国家安全，决策体制更加集中，政府在资源配置中作用增强，国有部门在经济体系占比上升。2022 年至 2024 年前 10 月，国企投资年均增长 7.6%，但民间投资年均仅增长 0.1%，其中外资投资年均下降 8.2%。

图 17: 老龄人口占比与新出生人数



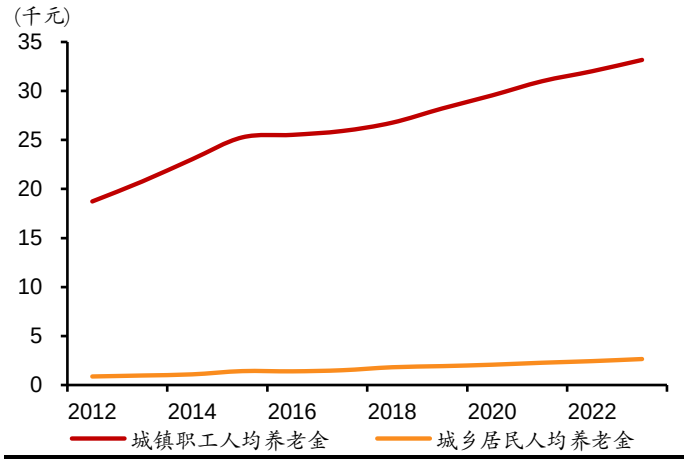
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 18: 养老金压力与财政对社保基金补贴



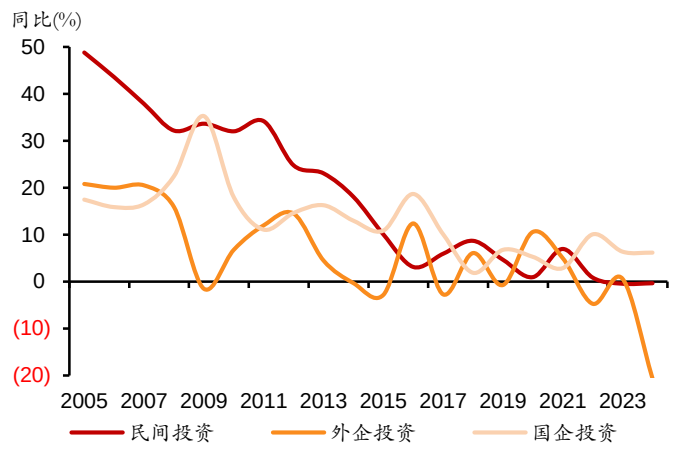
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 19: 城镇职工和城乡居民人均年养老金



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 20: 民间、外企和国企固定资产投资增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

重点政策

政策框架

中国政策已转向更有力度宽松。2024 年第 2、3 季度 GDP 增速与目标差距扩大，财政收入、国企利润等指标加速下滑，决策层更加深刻地认识到经济面临的严峻挑战，指示各部委出台增量政策。9 月 24 日央行、金融监管总局和证监会率先召开新闻发布会释放政策转向信号，宣布较大幅度下调准备金率、基准利率和存量按揭贷款利率，扩大对白名单房企融资，创设股票互换再融资机制和股票回购或增持再贷款机制，迅速点燃中国市场乐观情绪。9 月 26 日政治局会议确认政策转向强宽松，提出加力推出增量政策，推动经济持续回升向好。随着中国股市进入疯涨模式，市场对政策预期升至高位。10 月 7 日央行官员开始提示央行不会下场买股票，严禁信贷资金违规进入股市，同日发改委新闻会包含的增量政策信息低于预期，市场情绪转差。10 月 12 日财政部召开新闻会，重申有较大规模增量政策但未透露具体数字，基本符合预期。中国宏观政策的转变与 2022 年 11 月防疫政策调整类似，均是自上而下突然变化，引发市场预期大幅波动。

2025 年 GDP 增速目标可能为 5%与 2024 年持平。12 月 9 日中央政治局会议召开，随后中央经济工作会议召开，讨论确定明年经济目标和政策基调。明年 3 月初“两会”期间政府工作报告将公布经济目标和政策框架。明年 GDP 增长目标可能维持在 5%左右，决策者希望向市场传递稳增长的决心与信心，并保持更高增速以实现 2035 年远景目标，疫情等因素导致 2020-2023 年经济平均增速显著下降。考虑到明年特朗普冲击等不确定性，5%的增长目标非常具有挑战性，部分专家建议设定更加务实灵活目标如 4.5%-5%，但决策者急于修复信心和提振经济的心态令目标定在 5%可能性更大。

明年 CPI 增速目标可能仍为 3%。但该目标的真实含义似乎是不超过 3%，对政策约束力不强。过去 10 年中国 CPI 增速从未超过 3%，经济重启后中国再通胀压力不大，反而面临通缩压力。央行似乎对通缩压力有清醒认识，多次表示把推动价格温和回升作为货币政策重要考量。前行长易纲 9 月曾表示中国应该重点抵御通缩压力，未来几个季度推动 GDP 平减指数增速转正。但中国央行目标太多，并未锚定通胀单一目标，而更高决策层和其他部委则从未公开提及通缩压力。抵御通缩在中国政策反应函数中的优先顺序并不明确，央行无法前瞻性地通过预期渠道对抗通缩压力，但好在决策者推动经济回升向好的目标与抵御通缩方向是一致的。

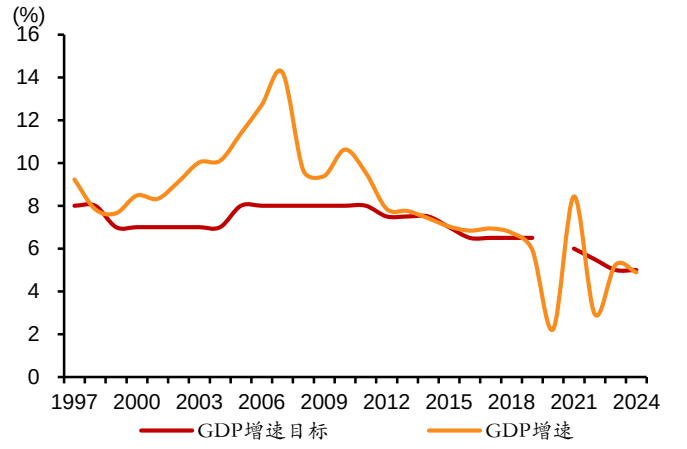
明年城镇调查失业率目标可能保持在 5.5%。尽管失业压力较大，但该目标不难实现，因为统计对失业认定非常苛刻。只要过去一周从事有报酬活动达到一小时或者因临时停工而暂时离岗都属于就业。就业定义为国际统一标准，但在中国适用性值得研究。中国大部分劳工失业后愿意从事临时有报酬工作，所以中国城镇调查失业率已降至疫情前水平。但出生在富足时代的青年对工作质量要求高，失业率则居高不下。

2025 年宏观政策将更加宽松，政策重点是稳定房市与股市，大力提振消费，促进科技创新与新质生产力发展。明年积极财政政策将更有力度，广义赤字率可能上升近 2 个百分点，包括地方政府债务置换、注资国有银行、支持房地产收储、延续并扩大“以旧换新”补贴、对特定人群减税和补贴、对中小企业减税降费等。货币政策基调从稳健转为适度宽松，这是 2009 年全球金融危机以来首次变化，预计准备金率可能下调 1 个百分点，货币市场利率下降 30 个基点，LPR 下调 20 个基点，市场流动性将非常宽松，信贷供应进一步扩大，人民币汇率更加灵活。政策第一个重点是稳地产，按揭贷款平均利率将随政策利率下降和二套房贷政策放松而下降 20-30 个基点，一线城市进一步放松或取消限购，更多城市实施城中村改造和收购滞销商品房与闲置土地。政策第二个重点是提振股市，政策部门将大力引导社保、保险、理财等中长期资金入市，加大退市力度，引导上市公司改善盈利分红和加强市值管理，支持上市公司并购重组。政策第

三个重点是大力提振消费，政策部门将改善社会民生，加大对就业困难群体、低收入人口、多胎家庭支持，提升家庭收入与消费意愿。政策第四个重点是促进科技创新与新质生产力发展，政策部门将修复企业信心，完善法制化、市场化、国际化营商环境，规范政府涉企执法、监管行为，加快对外开放，加大引外资稳外资力度。

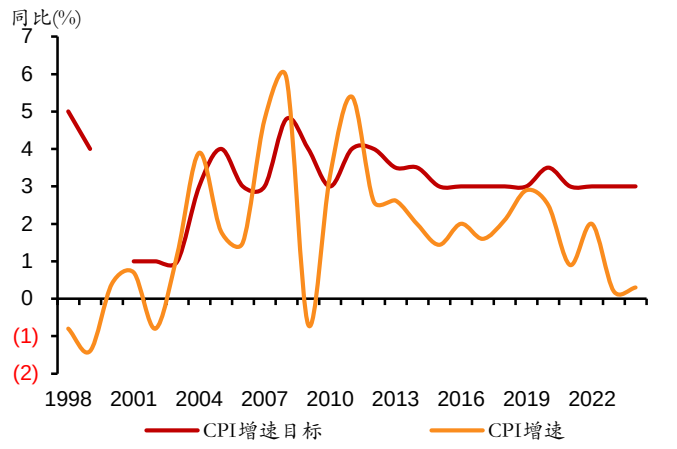
2025 年宽松政策出台时点取决于经济强弱趋势和特朗普冲击时间。10 月以来房地产、汽车、家电等销量显著回升，作为先行指标预示未来数月消费需求可能改善，而抢出口效应可能支撑出口短期保持不错增长，政策或进入暂时观察期。随着之前积累的住房需求释放和“以旧换新”政策对耐用品未来部分需求透支，明年下半年内需可能开始放缓，同时外部贸易冲突威胁上升，政策宽松力度或进一步加大。中国将为特朗普冲击做准备，但不会在冲击到来之前提前出台对策。

图 21: GDP 增速目标与实际增速



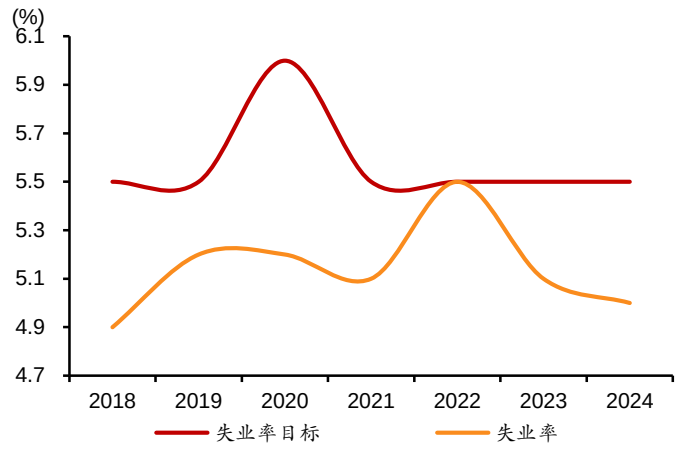
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 22: CPI 增速目标与实际增速



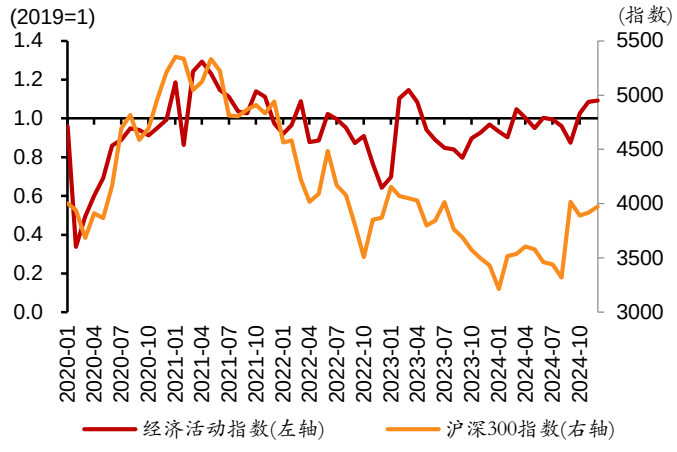
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 23: 调查失业率目标与实际失业率



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 24: 经济活动与股市表现



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

财政政策

2025 年财政政策将更具扩张性。广义赤字率将有所提高。一般公共预算赤字、地方政府专项债额度和中央特别国债额度分别从 2024 年的 4.06 万亿（GDP 的 3.1%）、3.9 万亿（GDP 的 3%）和 1 万亿（GDP 的 0.8%）升至 2025 年的 5.06 万亿（GDP 的 3.7%）、4.4 万亿（GDP 的

3.2%）和 2 万亿（GDP 的 1.5%），合计广义赤字率从 6.1%升至 6.9%。以四大财政预算[1]收支差额计算，广义赤字率可能从 2024 年的 8.7%升至 2025 年的 9.7%和 2026 年的 10.4%；以政府债券与城投债券净融资计算，广义赤字率可能从 2024 年的 8%升至 2025 年的 9.8%和 2026 年的 10%；以四大财政预算收支差额、地方政府债务置换额和城投债净融资加总计算，广义赤字率可能从 2024 年的 9.2%升至 2025 年的 10.6%和 2026 年的 11.4%。

2025 年增量财政政策重点是化解地方财政困境、注资国有大行、稳定房地产、保障民生和延续“以旧换新”补贴。一是化解地方财政困境，中央政府批准地方政府 2024-2026 年 3 年 6 万亿债务置换和 2024-2028 年 5 年 4 万亿专项债资金以解决隐性债问题，对地方政府转移支付可能从 2024 年的 10 万亿增至 2025 年的 11 万亿，这有助于改善地方政府现金流压力，对城投、地方国企和政府供应商利好。二是中央财政为 6 个国有大行注资可能至少 6,000 亿元，应对银行净息差和不良资产压力，鼓励国有大行在化解地方政府隐性债务、降低实体融资成本、扩大白名单房企贷款等方面发挥更大作用。三是支持地方政府实施城中村改造和收购滞销商品房与闲置土地，减免房地产交易税费。城中村改造与房地产收储可以加快住房供求再平衡，但实际推进仍面临痛点，例如地方财政陷入困境难以投入启动资金，房地产供大于求情况下改造或收购项目很难盈亏平衡和市场化融资，地方政府、项目所有者和背后债权人对交易价格很难达成一致。四是加强民生保障，可能提高城乡居民养老保险金水平，降低失业保险金领取标准，增加对低收入群体补助，提高个人所得税在子女教育、赡养老人等专项支出方面抵扣额等，增量投入可能为 2,000 亿元。五是可能延续对企业设备和耐用消费品“以旧换新”补贴政策并扩大补贴范围。今年补贴规模预算 3,000 亿元，中央财政承担比例 90%，对企业和家庭补贴几乎各占一半，补贴政策将在今年年底至明年 1 月上旬到期。预计明年可能延续该政策，并将补贴范围扩大至更多耐用消费品。

增量财政政策对家庭直接转移支付较少，但对促进家庭消费和缓解通缩压力具有积极的间接作用，因为房地产收缩和地方财政困境是导致消费疲弱和通缩压力的重要原因。特朗普冲击可能推动中国财政政策更加重视提振家庭消费，但中国财政大规模增加对家庭转移支付的可能性较低。中国财政体系存在量入为出思想，目前广义赤字率并不低，政策部门不愿大幅增加赤字。现有财政资金的分配格局和政策传导渠道可能已经固化，政府运营（行政事业单位直接与间接支出）、社会民生（医疗、养老保险、教育、就业、低保、社会福利、拆迁补偿等）和基建与产业发展（公用事业、交通运输、水利、环保、公共设施、科技、农业、工业、服务业等）在广义政府支出中分别占 25%、40%和 35%，前两者支出非常刚性，若要大幅增加对家庭转移支付，就需要压缩基建与产业发展支出，这是资源配置机制与利益分配格局的变革。中央政府希望集中资源办大事，优先支持供给侧科技创新与高端产业发展，应对中美战略竞争，而不是将资源返还给私人部门配置；地方政府偏好基建投资和产业发展，可以更快创造政绩和其他好处。

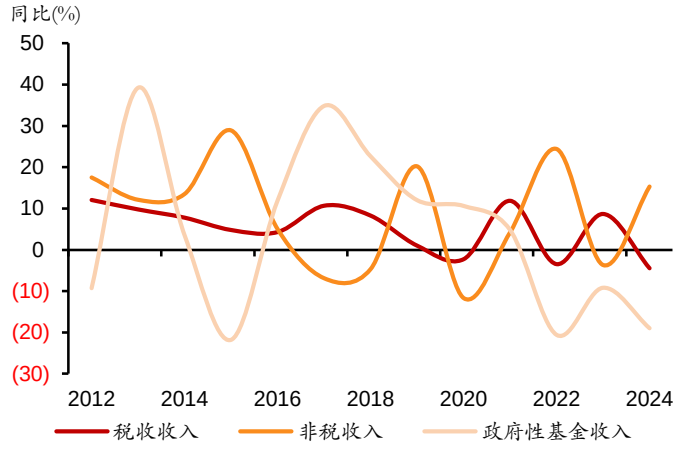
[1] 四大财政预算体系包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。

图 25: 广义财政收支

占GDP比(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年预测	2025年预测	2026年预测
一般公共预算收入	22.1	21.4	20.7	19.9	19.3	18.0	17.6	16.9	17.2	16.5	16.2	15.8
一般公共预算支出	25.5	25.2	24.4	24.0	24.2	24.2	21.4	21.6	21.8	21.3	21.4	21.2
支出-收入	3.4	3.8	3.7	4.1	4.9	6.2	3.8	4.7	4.6	4.8	5.1	5.3
政府性基金收入(土地收入为主)	6.1	6.2	7.4	8.2	8.6	9.2	8.5	6.5	5.6	4.4	3.9	3.6
政府性基金支出	6.1	6.3	7.3	8.8	9.3	11.6	9.9	9.2	8.0	7.4	7.2	7.2
支出-收入	0.0	0.0	(0.1)	0.6	0.7	2.4	1.3	2.7	2.4	3.0	3.3	3.6
国有资本经营收入(国企分红等)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
国有资本经营支出	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
支出-收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
社保基金收入(扣除财政补贴)	5.2	5.2	5.5	6.7	6.5	5.4	6.5	6.6	7.0	7.1	7.1	7.1
社保基金支出	5.7	5.8	5.8	7.3	7.6	7.7	7.5	7.5	7.9	8.2	8.4	8.6
支出-收入	0.4	0.6	0.3	0.7	1.1	2.3	1.1	0.9	0.8	1.0	1.3	1.5
政府总收入	33.9	33.2	34.0	35.1	34.8	33.2	33.1	30.4	30.4	28.5	27.7	27.0
政府总支出	37.7	37.6	37.8	40.4	41.3	43.9	39.0	38.6	37.9	37.2	37.2	37.2
广义赤字1	**3.8**	**4.4**	**3.9**	**5.2**	**6.5**	**10.7**	**5.9**	**8.2**	**7.6**	**8.7**	**9.5**	**10.2**
地方政府债务置换	4.6	6.5	3.3	1.4	0.2	0.1	0.4	0.4	1.1	1.5	1.5	1.4
城投债融资	1.6	1.7	0.6	0.2	1.0	1.8	1.7	0.7	0.7	(1.0)	(0.6)	(0.3)
广义赤字2	**10.0**	**12.6**	**7.8**	**6.9**	**7.7**	**12.6**	**8.1**	**9.3**	**9.3**	**9.2**	**10.4**	**11.3**
一般公共赤字	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.1	3.1	3.7	3.7
特别国债额度						1.0				0.8	1.5	1.4
地方政府专项债额度	0.1	0.5	1.0	1.5	2.2	3.7	3.2	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3
广义赤字3	2.5	3.5	3.8	4.1	5.0	7.4	6.3	5.8	6.1	6.1	6.9	7.0
广义赤字4(政府与城投债券净融资)	8.5	11.2	7.4	5.4	5.8	10.1	7.9	6.6	8.5	8.0	9.8	10.0

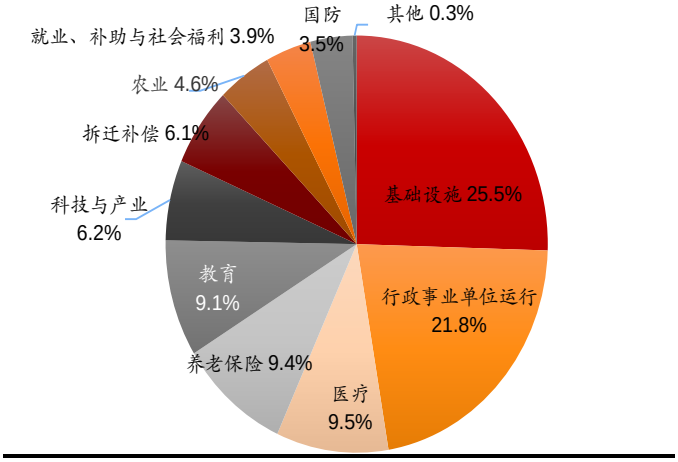
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 26: 政府收入增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 27: 广义财政支出结构



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

货币政策

2025 年货币流动性将实质宽松。中国央行可能增加流动性供应，下调法定存款准备金率 1 个百分点，降低公开市场操作利率 30 个基点，以货币政策向利率调控模式转型为契机，推动货币流动性实质充裕，预计银行间 7 天逆回购利率（DR007）可能从 2024 年末的 1.7%降至 2025 年末的 1.4%左右。发达国家央行多以货币市场成交量最大的隔夜或 7 天利率为操作目标，通过调控货币市场超短期利率影响证券市场、外汇市场、银行信贷和经济主体预期，进而作用于终端实体经济，次贷危机后则加入 QE 可以直接压低中长期国债利率，但货币市场始终作为政策传导的

起点发挥基础性作用，而证券市场相比银行信贷对货币市场利率变化反应更加灵敏，对货币政策的传导速度也更快。

中国央行长期以来依赖存贷款利率作为政策利率，绕过货币市场和证券市场传导直接调控终端实体融资成本。这种调控模式有四大弊端：一是存贷款市场定价具有粘性，无法适应经济不确定性约束下政策渐进灵活调节的需要，政策反应时滞变得更长；二是不利于利率形成机制市场化和金融资源配置优化，抑制金融市场发展；三是强化银行间接融资在金融体系中的主导作用，不利于证券市场发展、风险分散承担与科技创新融资；四是弱化金融市场对货币政策反馈机制，增加货币政策失误风险。

最近两年中国货币政策宣示宽松，央行多次下调公开市场操作利率和法定存款准备金率，但并未有效降低货币市场资金价格。DR007 均值从 2022 年的 1.8%反弹至 2023 年的 2%，2024 年前 7 个月为 1.9%，比 2021 年仅低 0.3 个百分点。但与合宜利率水平密切相关的名义 GDP 增速从 2020-2021 年的 7.4%大幅降至 2023 年的 4.2%和 2024 年前 3 季度的 4%，反映中长期经济预期的 10 年国债收益率均值从 2021 年的 3.03%降至 2023 年的 2.75%和 2024 年以来的 2.1%。

债券与货币利差大幅收窄为金融体系拉响警报，央行起初提醒市场长债收益率过低风险，但与充斥着大量噪音交易者的 A 股市场不同，以大型金融机构为主的债市非常有效，它在提示央行应该大幅降低货币市场利率而非尝试调控债市收益率。随着更高层政策态度变化，9 月政策利率下调后，DR007 降至 1.67%，货币流动性显著宽松。目前 1 年国债收益率已降至 1.37%左右，预示明年货币市场利率仍有进一步下降空间。

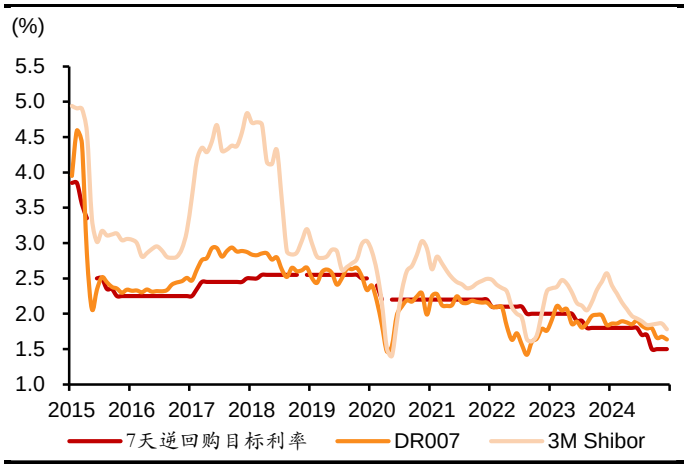
2025 年信贷政策将延续宽松。预计 1 年和 5 年 LPR 可能均下调 20 个基点，从 2024 年末的 3.1%和 3.6%降至 2025 年的 2.9%和 3.4%；社融存量和人民币贷款余额增速分别从 2024 年末的 7.8%和 8%升至 2025 年末的 8%和 8.1%。LPR 走势与中期国债收益率强相关，但前者变化比后者滞后。2022 年以来中国 1 年和 5 年国债收益率累计均下降 90 个基点左右，1 年和 5 年 LPR 累计则分别下调 70 和 105 个基点。2025 年中期国债收益率可能下降 20 个基点左右。央行近期表示将推动实体融资成本稳中有降，暗示未来贷款利率可能小幅下调。随着货币政策调控机制转型，央行可能更加依赖货币市场利率作为政策利率，减少对 LPR 直接调控。为降低对银行净息差影响，存款利率可能下调 20 个基点左右，但由于存款重定价明显慢于贷款，银行净息差仍面临一定下行压力。

2025 年信贷需求和社融存量增速可能小幅反弹。广义财政赤字上升意味着政府融资需求增加，政府债券存量增速可能从 2024 年末的 15.5%升至 2025 年末的 17.5%，推升社融存量增速约 0.4 个百分点。由于房地产降幅收窄、耐用消费增速回升和资本市场更加活跃，家庭部门贷款增速可能从 2024 年末的 3.5%反弹至 2025 年末的 4.3%，推升社融存量增速 0.2 个百分点。但由于产能过剩、通缩预期和资本支出转向海外，企业境内融资需求延续疲弱，企业信贷增速可能从 2024 年末的 8%降至 2025 年末的 7.6%，拉低社融存量增速 0.2 个百分点。社融存量增速与实际贷款利率强负相关，名义利率温和下降和价格指数跌幅收窄将推动实际贷款利率回落，支撑社融存量增速。高端制造业、科技企业、数字经济、现代服务、绿色发展等领域信贷增速将超过总贷款增速，2023 年 9 月末高技术制造业中长期贷款、科技型中小企业贷款和绿色贷款同比增速分别达到 12%、13.5%和 25.1%，均显著高于总贷款增速。

2025 年汇率政策更加灵活，人民币汇率或明显走弱。中国央行表示坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，但强化预期引导防止形成单边一致性预期，坚决防范汇率超调风险。中国的汇率体制是有管理浮动汇率，市场供求决定中长期趋势，但央行希望通过预期引导防范短期超调风险。2017 年以来央行外汇占款保持稳定，央行已极少通过买卖外汇来干预汇率，而更多通过口头干预、影响中间价设定、窗口指导国有大行等方式引导市场预期来间接影响汇率。美元/人民币汇率走势与两国利差高度相关，反映两国

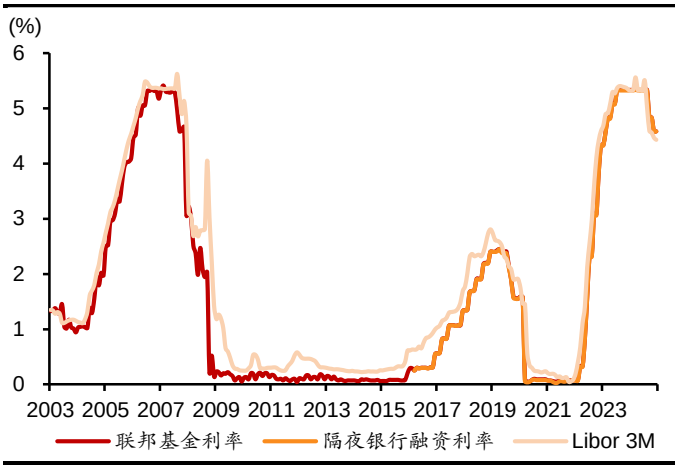
经济相对强弱和国际市场风险偏好变化。2022 年以来美国名义 GDP 增速大超中国，不可贸易部门服务业 CPI 增速差反映美国内需增长比中国强劲，是支撑美中利差扩大和美元兑人民币升值的核心因素。明年新一轮贸易冲突可能令人民币承压，但人民币汇率对特朗普 2.0 反应可能相对更加温和。在基准情景下（美国对华关税 30%、对其他贸易伙伴关税 10%和主要伙伴国对美关税 5%），2025 年末美元/人民币可能相比美国大选日前上涨 4%-6%至 7.50；在悲观情景下（美国对华关税 60%、对其他贸易伙伴关税 20%和主要伙伴国对美关税 10%），2025 年末美元/人民币可能达到 7.80。

图 28:中国货币利率目标与短期市场利率



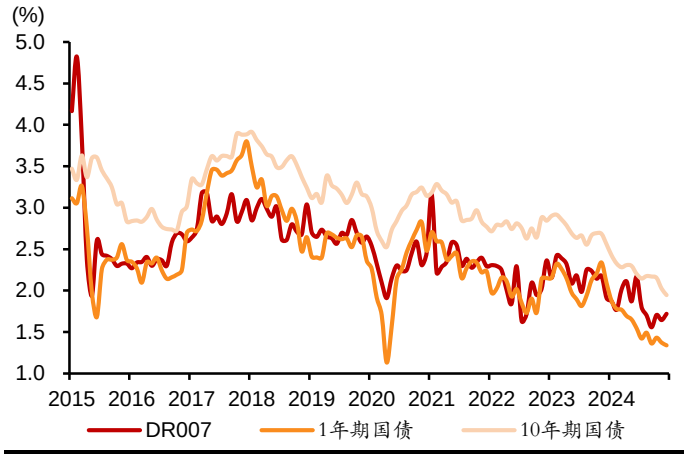
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 29: 美国政策利率目标与货币市场利率



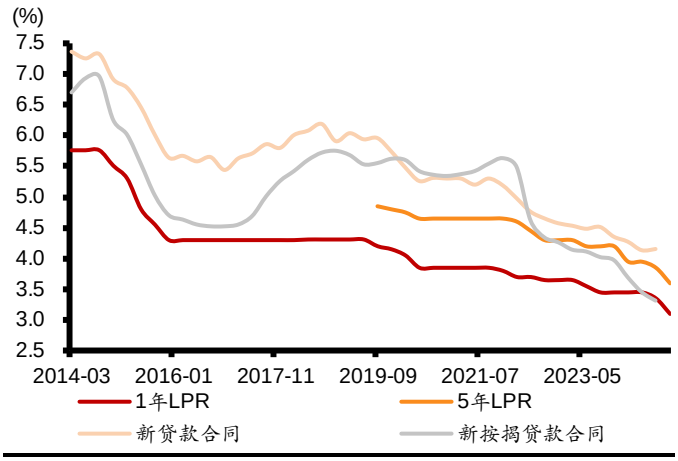
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 30: 中国货币市场与国债利率



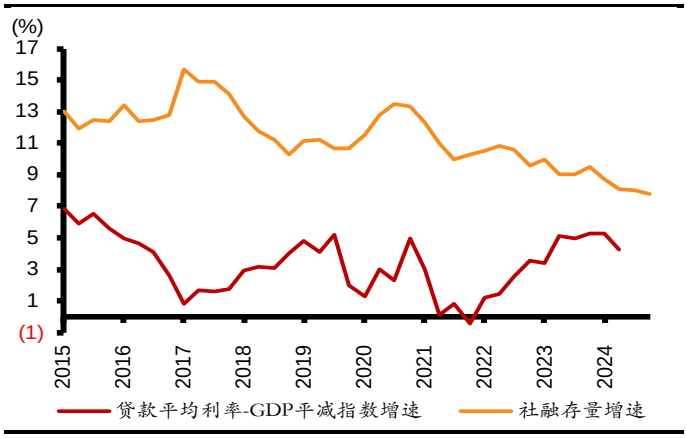
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 31: LPR 与新贷款合同利率



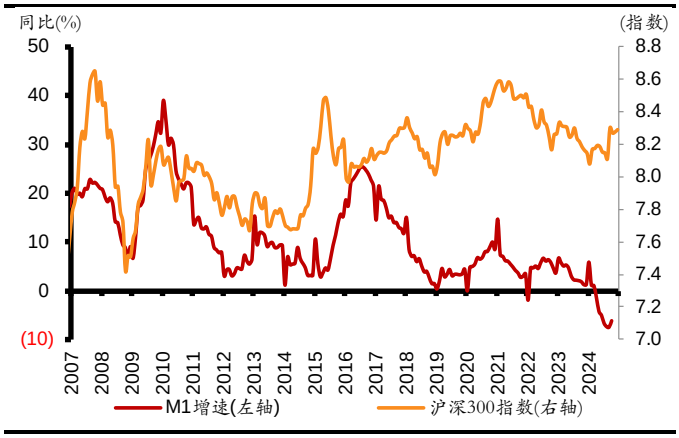
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 32: 贷款实际利率与社融存量增速



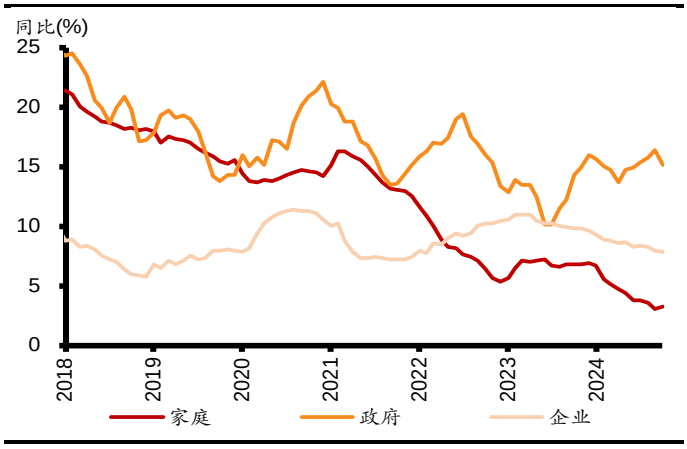
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 33: M1 增速与沪深 300 指数



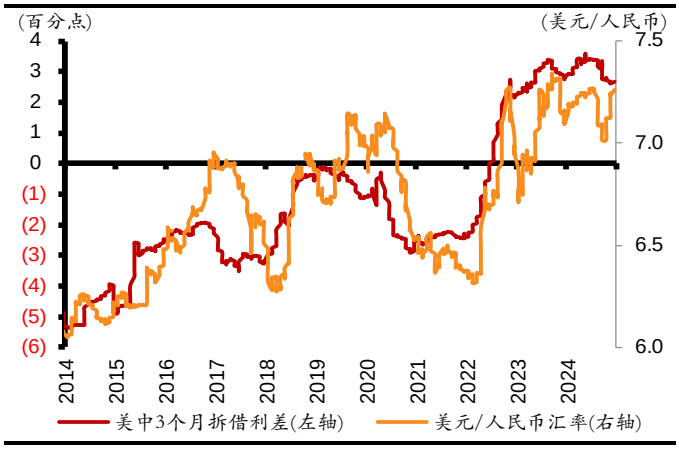
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 34: 对实体部门信贷增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 35: 美元/人民币利差与汇率



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 36: 恒生指数与美元/人民币汇率作为中美关系晴雨表



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

经济趋势

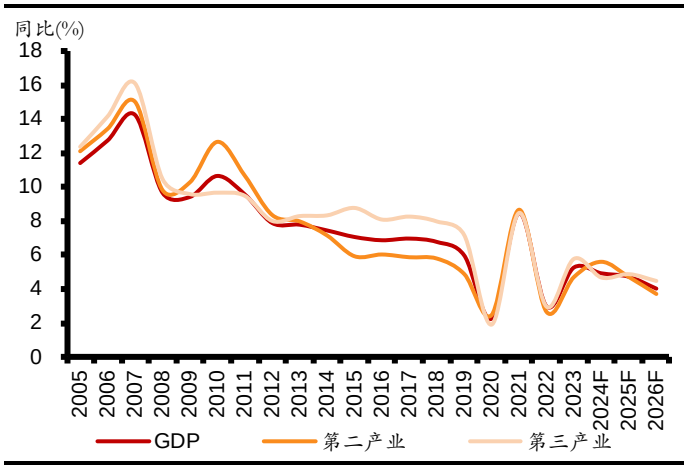
增长与通胀

近期中国经济由弱转强，初现复苏迹象。2022 年中国经济进入底部，疫情冲击、房地产急剧去杠杆、对资本强监管等多因素叠加，股市暴跌，通缩压力开始浮现。2023 年经济重启，服务消费率先改善，企业恢复生产与投资，但经济很快冲高回落，宏观政策未随之对冲，房地产大幅收缩，消费信心处于低位，海外高利率和去库存打击出口。2024 年前 3 季度，经济依然较弱，出口显著回升，但房地产降幅仍然较大，通缩持续时间比预期更久，企业盈利仍未明显改善。但 2024 年第 4 季度，一揽子政策宽松提振资本市场信心、房市情绪和耐用品消费，更高关税预期刺激抢出口效应，中国经济明显改善，我们预计 GDP 增速可能从第 2、3 季度的 4.7%、4.6%升至第 4 季度的 5.1%。

中国经济短期将延续复苏，但中期可能面临特朗普冲击，经济增速或先升后降。第 1、2 季度 GDP 增速可能达到 5%、5.1%，因为国内宽松政策提振内需，抢出口效应和美欧降息提振外需。但第 3、4 季度 GDP 增速可能降至 4.7%、4.3%，因为国内宽松政策效应递减导致内需放缓，贸易冲突开启打击出口。全年 GDP 增速可能从 2024 年的 4.9%略降至 2025 年的 4.7%和 2026 年的 4%，其中净出口对 GDP 增长贡献可能从 2024 年的 1.2 个百分点降至 2025 年的 0.6 个百分点和 2026 年的-0.4 个百分点，消费和投资的贡献则分别从 2024 年的 2.4 和 1.3 个百分点升至 2025 年的 2.7 和 1.4 个百分点、2026 年的 2.8 和 1.6 个百分点。

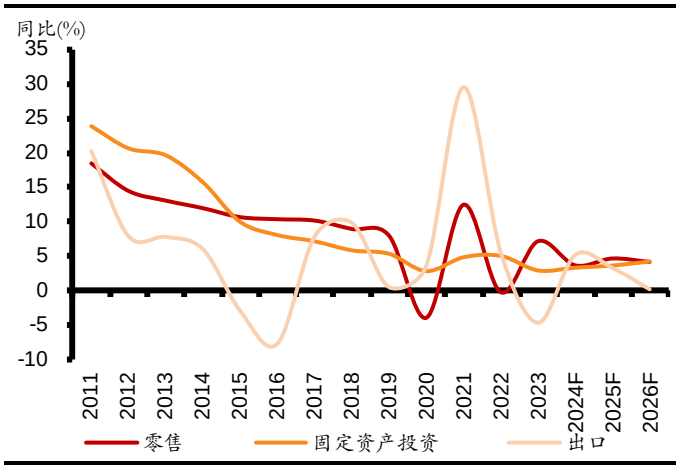
未来中国通缩压力可能先降后升。受 2024 年第 4 季度以来房地产、耐用消费回升和出口增长支撑，CPI 增速可能从 2024 年的 0.3%升至 2025 年的 0.6%，年内最高点可能在第 1 季度为 1%左右，但随着下半年内需复苏放缓和贸易冲突开始，CPI 增速将再度降至 0.5%以下，2026 年 CPI 增速可能在 0.4%左右。PPI 延续下跌，但跌幅可能从 2024 年的 2.1%收窄至 2025 年的 0.3%，2026 年扩大至 0.7%。预计 GDP 平减指数增速将从 2024 年的-0.7%升至 2025 年的 0.2%，并在 2026 年降至 0。中国通缩压力可能持续存在，因为国内消费复苏动力较弱，大部分行业供大于求明显，特朗普政策打击全球贸易与经济前景。

图 37: 分产业 GDP 增速



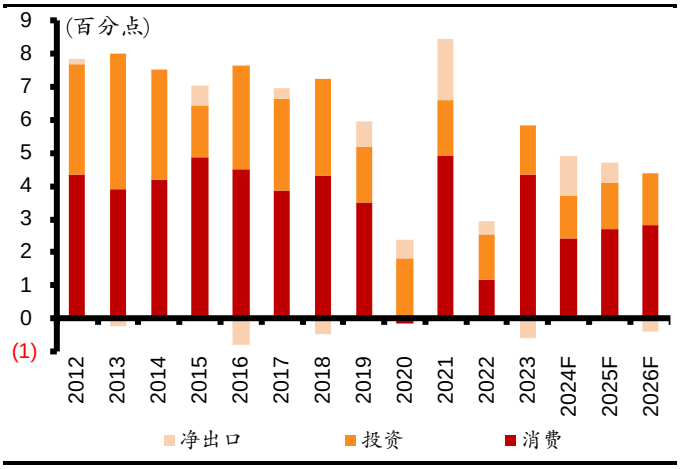
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 38: 主要需求项增速



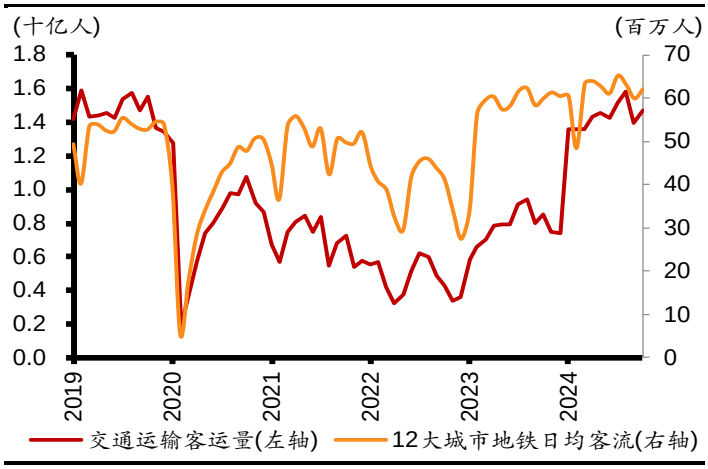
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 39: 主要需求项对 GDP 增速的拉动



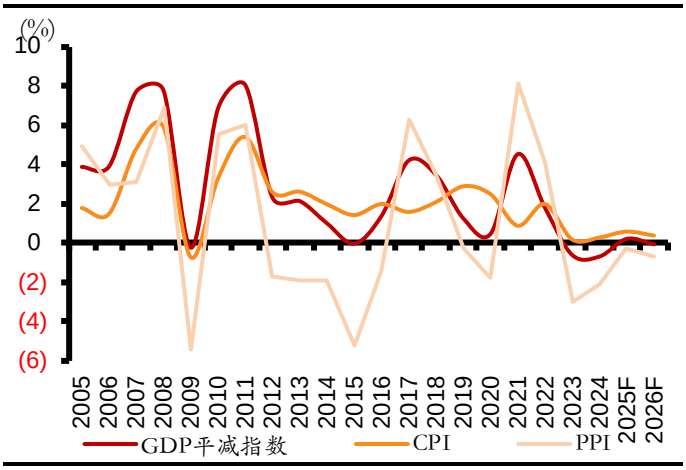
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 40: 交通运输客运量和地铁日均客流



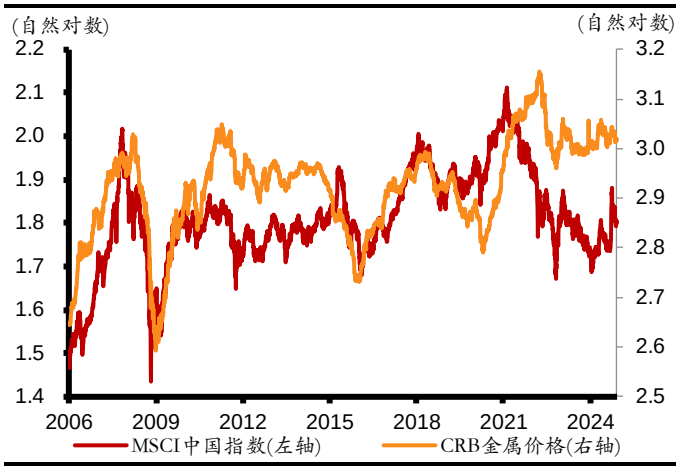
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 41: 中国主要价格指数增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 42: MSCI 中国股票指数与国际金属价格指数



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

货物出口

2025 年中国货物出口增速可能前高后低。货物出口增速上半年可能达到 4.5%，下半年或降至 2.2%，全年增速 3.3%低于 2024 年的 5.2%。目前中国货物贸易仍处于扩张周期，全球商品消费在 2022-2023 年经历需求收缩与去库存，在 2024 年温和复苏与补库存，货物贸易价格跌幅收窄。2025 年上半年美欧降息周期可能进一步提振住房、耐用消费需求与库存投资，欧洲供应链和贸易活动可能改善，而更高关税预期将刺激抢出口效应，中国货物出口可能保持快速增长。但 2025 年下半年特朗普可能开启新一轮贸易战，全球贸易活动面临冲击，中国货物出口增速可能降至 2.2%左右。2026 年贸易冲突影响持续显现，货物价格跌幅重新扩大，中国货物出口增速可能进一步降至 0.2%，其中上半年因为高基数将同比下跌，下半年可能转为同比正增长。

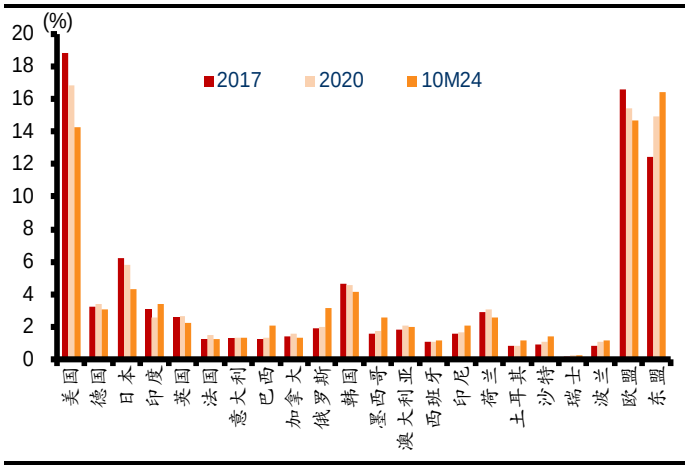
分商品来看，中国耐用消费品出口将保持相对更快增长。受益于需求改善、温和补库存与抢出口效应，家电、家具、医疗设备、计算机、手机、消费电子、集成电路等产品出口增速将相对较快；但因高基数和贸易壁垒上升，汽车出口增速可能放缓。分地区来看，中国对东南亚、拉美、中东等新兴市场出口增速仍将显著快于对发达市场出口。近年来跨国公司实施“中国+X”的供应链策略，中国大型企业将境内产应链延长至海外，中国的零部件、中间品、设备与技术逐步深度嵌入新兴市场产业体系，共同服务于全球市场需求，降低了美欧对华贸易壁垒的影响。

图 43: 中国对主要目的地出口增速及占比

	同比增速 (%)							占比 (%)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	10M24	2018	2019	2020	2021	2022	2023	10M24
世界	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.7)	5.1	100	100	100	100	100	100	100
东盟	14.2	12.7	6.7	26.1	17.7	(5.0)	10.8	12.8	14.4	14.8	14.4	16.0	15.5	16.1
美国	11.3	(12.5)	7.9	27.5	1.2	(13.1)	3.3	19.2	16.8	17.4	17.2	16.4	14.8	14.6
欧盟	9.8	4.9	6.7	32.6	8.6	(10.2)	1.9	16.4	17.2	15.1	15.4	15.9	14.8	14.6
拉美	13.7	2.1	(0.8)	52.0	10.6	(2.4)	12.8	6.0	6.1	5.8	6.8	7.1	7.3	7.9
非洲	10.8	7.9	0.9	29.9	11.2	7.5	0.5	4.2	4.5	4.4	4.4	4.6	5.1	4.9
日本	7.2	(2.6)	(0.4)	16.3	4.4	(8.4)	(4.4)	5.9	5.7	5.5	4.9	4.9	4.7	4.3
韩国	5.9	2.1	1.4	32.4	9.5	(7.2)	(2.4)	4.4	4.4	4.3	4.4	4.6	4.4	4.1
印度	12.7	(2.4)	(10.8)	46.2	21.7	0.8	2.7	3.1	3.0	2.6	2.9	3.3	3.5	3.4
俄罗斯	12.0	3.7	1.7	33.8	12.8	46.9	4.7	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	3.3	3.2
英国	(0.3)	10.4	16.3	19.9	(6.1)	(3.4)	1.0	2.3	2.5	2.8	2.6	2.3	2.3	2.2
澳大利亚	14.2	1.8	10.9	24.2	19.0	(5.3)	(3.8)	1.9	1.9	2.1	2.0	2.2	2.2	2.0
加拿大	12.1	5.0	14.0	22.4	4.5	(14.9)	3.9	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5	1.3	1.3
沙特阿拉伯	(5.1)	36.9	17.7	7.9	25.7	14.5	15.3	0.7	1.0	1.1	0.9	1.1	1.3	1.4
中国香港	8.2	(7.6)	(2.3)	28.6	(15.0)	(6.3)	9.1	12.1	11.2	10.5	10.4	8.4	8.1	8.1
中国台北	10.6	13.2	9.1	30.4	4.2	(16.0)	9.8	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3	2.0	2.1

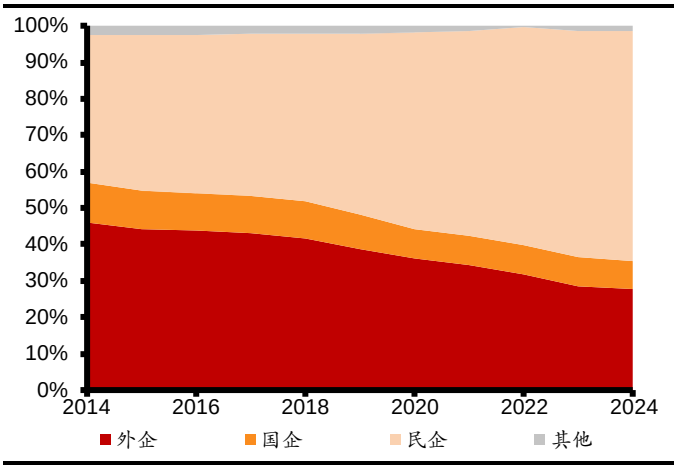
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 前 20 大经济体在中国商品出口中份额



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 各类企业在中国商品出口中份额



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

房地产

房地产需求短期可能周期性改善。二手房销量作为先行指标在 2022 年见底，2023 年开始正增长，2024 年基本持平，预计 2025 年恢复增长且增速超过 2023 年。新房销量跌幅可能明显收窄，预计 2024 年和 2025 年商品房销售面积分别下降 14%和 7%。新房销量跌幅收窄来自三大因素支撑。第一，城镇新增人口周期性反弹。城镇新增人口因疫情冲击从 2020 年的 1,790 万人骤降至 2022 年的 650 万人，2023 年因经济重启反弹至 1,200 万人，城镇人流恢复较好，但就业和收入恢复较差，导致住房和消费复苏落后。第二，房贷利率和房价大幅下降，住房购买力大幅提升。新房贷平均利率从 2021 年第 4 季度的 5.6%累计下降 230 个基点至 2024 年第 3 季度的 3.3%，2025 年可能进一步降至 3.1%，同期大部分城市房价累计跌幅估计 30%左右，30 年期房贷月供负担累计下降近 50%。第三，前期限购、限贷等政策抑制了许多改善型需求，随着限制取消，积压需求可能逐步释放，提振短期住房销量。

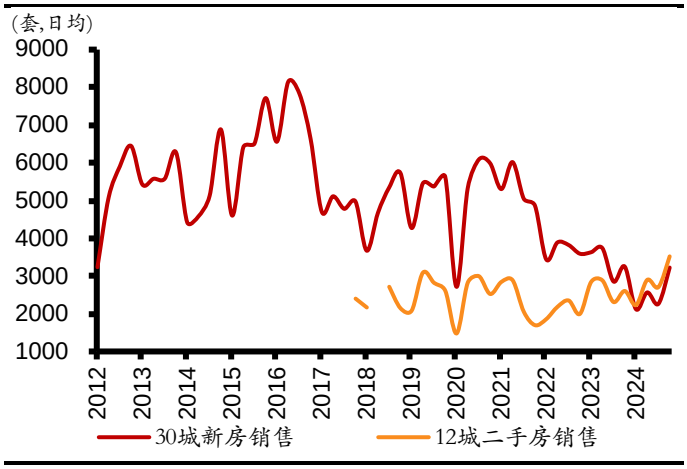
房地产短期仍供大于求，供给活动可能依然疲弱，供求再平衡将持续推进，房价跌幅可能趋缓。2024 年 11 月末全国商品房待售面积/销售面积比达到 76%，高于 2023 年末的 60%和 2015-2021 年平均的 36%；但反映未来供求关系的新开工面积/销售面积比则从 2012-2021 年平均 122%降至 2023 年 89%和 2024 年前 11 月 85%。2024 年 10 月末十大城市商品房库存消化天数达到 581 天，大幅高于 2012-2021 年均值 284 天，但相比 2024 年 9 月末 601 天开始下降。房地产供应活动仍将疲弱，土地购置和房屋新开工跌幅或延续两位数下跌，跌幅仅小幅收窄，2024 年和 2025 年房地产开发投资可能分别下降 10.4%和 9.3%。住房供大于求意味着房价仍有下跌空间，但因需求改善和供求再平衡，房价跌幅将收窄。在 6 个经济体典型房价泡沫破裂或金融危机周期[2]中，房价经常先经历第一轮大幅下跌，后迎来第二轮平缓下跌，合计平均跌幅 39%，持续时间达到或超过 5 年。中国一线城市房价此轮下跌周期已持续 3.2 年，累计跌幅达到近 30%，预计未来可能进入第二轮平缓下跌。

房地产将延续区域分化。一线城市经济前景和住房需求韧性更好，土地供应受限，房地产供大于求压力相对更小，房价可能率先见底。深圳房市可以作为先行指标观察，其二手房日均销量在 2022 年见底，2023 年和 2024 年前 11 个月分别反弹 49.3%和 56.6%；商品房日均销量在 2024 年 10 月以来大幅反弹，支撑全年日均销量几乎接近去年水平，商品房可售套数则从 2023 年 9 月的 9.5 万套持续降至 2024 年 11 月末的 6.8 万套，预计可供消化天数可能在 2025 年末降至 2012-2021 年平均水平。三四线城市住房需求复苏将更慢，供大于求压力相对更大，房价下跌周期持续时间可能更长。

住房需求中长期仍有下行空间。住房需求中长期前景取决于城镇新增人口、人均住房面积增速和拆迁改造等决定的真实住宅需求。城镇新增人口经过短期周期性恢复后，长期或结构性下行。出生人口持续下降意味着未来适龄购房人口不断减少，根据 1983-2005 年出生人口简单推算，2030 年 25-40 岁主力购房人口相比 2023 年累计下降 12%左右。城镇化可能明显放缓，因为城镇就业机会减少、公共服务不开放和农村剩余人口技能不匹配等。城镇人均居住面积提升空间下降。2020 年住建部统计城镇人均住房建筑面积为 38.6 平米，已满足基本居住需求。假设城镇新增人口从 2024 年的 1,080 万人降至 2030 年的 570 万人，人均居住面积年均增速将从 2010-2020 年的 2.5%降至 2020-2030 年的 1.6%，则住房需求面积将降至 2030 年的 7.6 亿平米。未来二手房交易、养老地产、旅游地产、住房服务等可能成为房地产业新增长点。

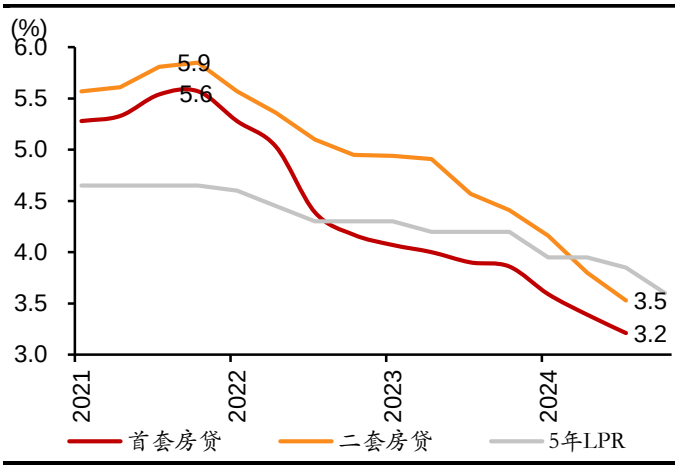
[2] 6 个经济体为日本、韩国、中国香港、美国、意大利和西班牙。

图 46: 新房与二手房销量



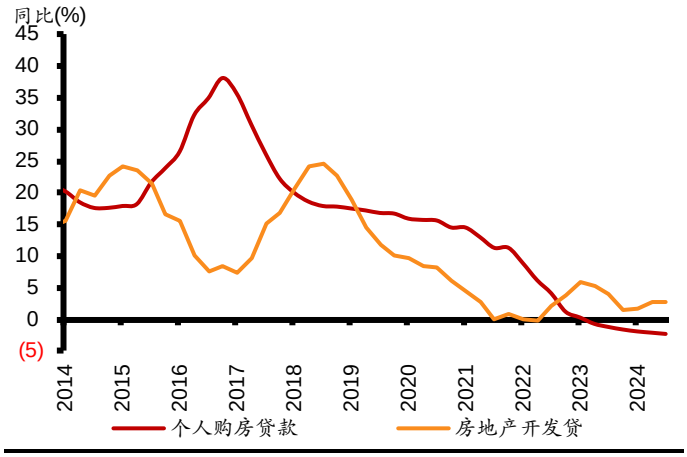
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 47: 房贷利率



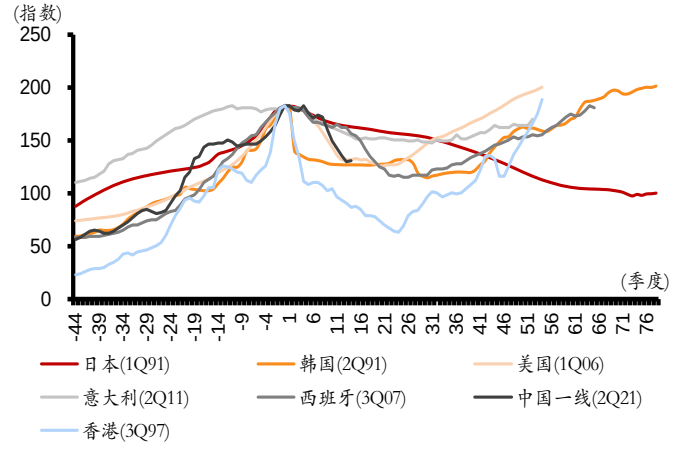
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 48: 房地产贷款增速



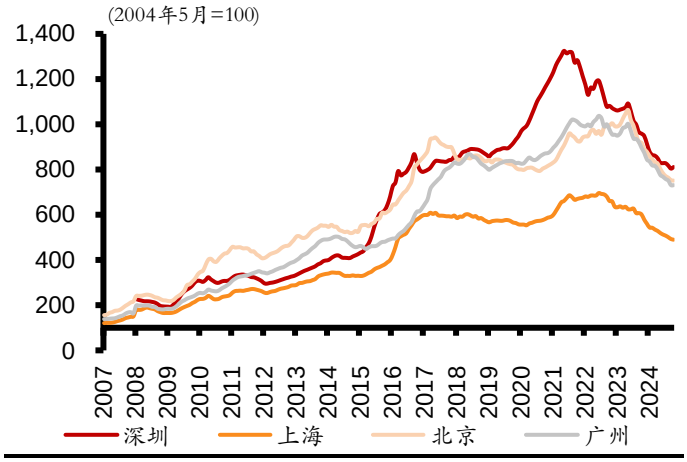
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 49:地产泡沫破裂或金融危机前后房价走势



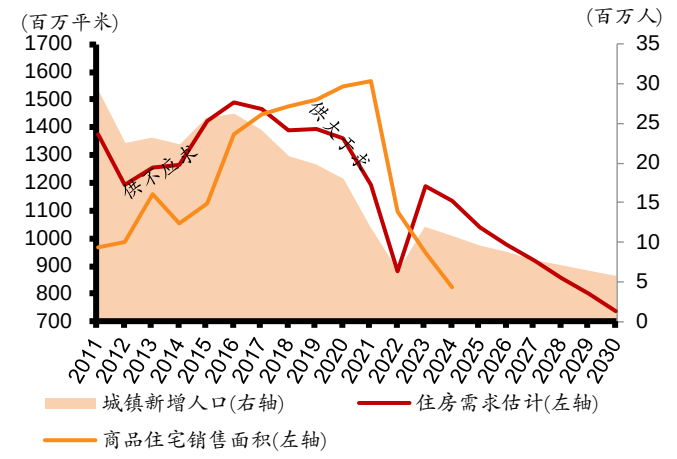
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 50: 一线城市房价



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 51: 城镇新增人口、住房需求与商品住宅销售



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

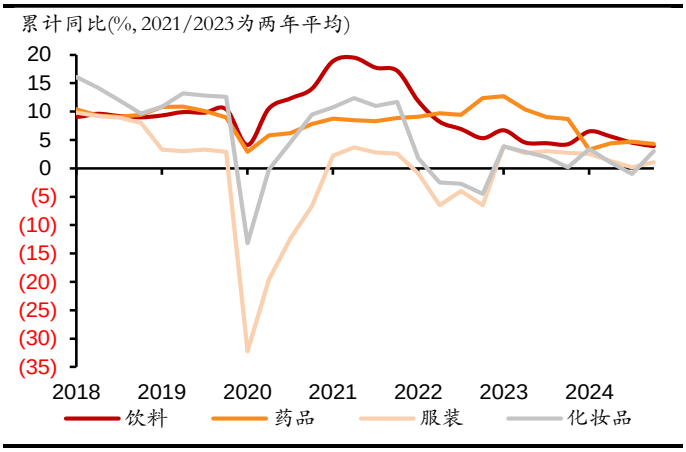
家庭消费

2024 年前三季度家庭消费延续疲弱复苏。社会零售额同比增长 3.3%，与 2022-2023 年平均增速基本持平。服务业 GDP 同比增长 4.7%，略高于 2022-2023 年平均增速，但由于通缩，服务业名义 GDP 增速从 2022-2023 年平均 5.9%降至 2024 年前三季度 4.6%。分商品来看，文化办公用品、建筑装潢材料、汽车、金银珠宝和化妆品零售额延续同比下跌，家具、服装和日用品零售额增速均低于 3%，仅食品、烟酒和通讯器材零售额保持 5%以上增长。家庭消费疲弱的原因包括当下收入下降、未来就业与收入预期较差、房地产大幅收缩和通缩预期。2024 年前三季度中国个人所得税和企业所得税同比分别下降 4.9%和 4.3%，消费者信心指数低迷，个人存款中定期存款占比仍在高位，短期消费贷款增速处于低位。

2025 年家庭消费增速将有所回升。社会零售额增速可能从 2024 年的 3.7%升至 2025 年的 4.7%，服务业名义 GDP 增速可能从 2024 年的 4.6%升至 2025 年的 5.5%。2024 年 9 月中国推出一揽子宽松政策，显著提升资本市场信心、房地产市场情绪和家庭消费意愿，社会零售额增速从前三季度的 3.3%升至 10 月的 4.8%，其中化妆品、家电、文化办公用品、服装、日用品、家具和汽车零售额增速回升幅度最大，是市场信心回升、房地产回暖、“以旧换新”补贴等多因素作用的结果。2025 年房地产销量将明显改善，政策部门可能延续“以旧换新”补贴政策并扩大补贴产品范围，这将直接带动家电、家具、建筑装潢、文化办公用品、汽车、通讯器材等耐用消费品延续增长。

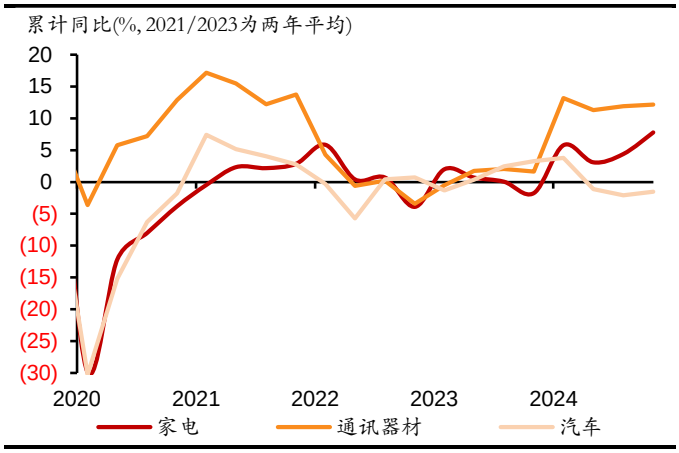
中期内家庭消费持续复苏需要改善收入前景和筑牢社会保障网。消费由永久收入决定，未来收入前景影响永久收入。改善收入前景需要扩大就业数量、提升就业质量和增加财产性收入。由于民营企业占就业需求 80%，改善就业需要恢复企业家信心、创造力和资本支出，这既需要提振内需市场前景，也需要体制改革建立法制化与市场化的营商环境。增加财产性收入需要实体创业机会和资本市场的繁荣，同样需要体制改革。筑牢社会保障网既可以增加无收入或低收入群体消费力，也可以降低家庭过高储蓄率，释放消费潜力。筑牢社会保障网需要财政体系转型，压缩基建与产业发展类支出，扩大基础民生类支出。

图 52: 部分必选消费与可选消费零售增速



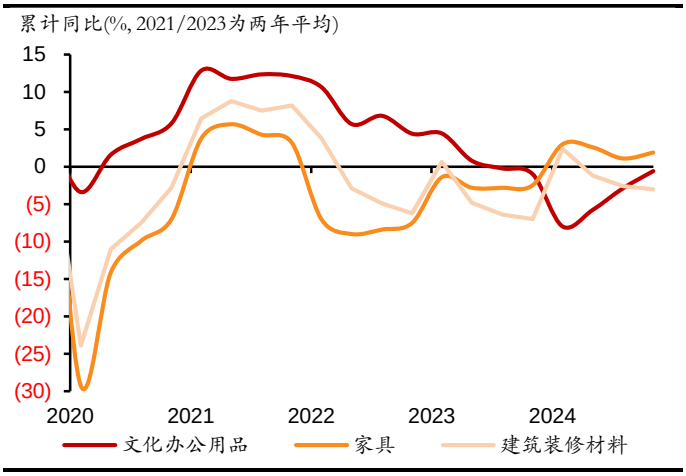
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 53: 家电、通讯器材与汽车零售增速



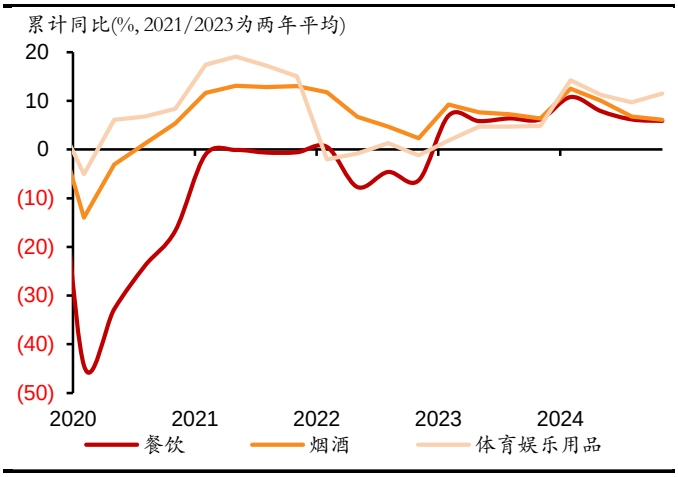
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 54: 文化办公用品、家具与装修材料零售增速



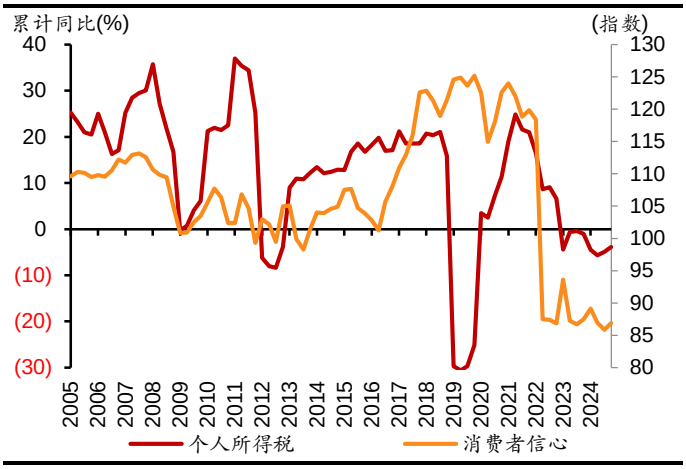
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 55: 餐饮、烟酒和体育娱乐用品零售增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 56: 个人所得税增速与消费者信心指数



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 57: 储蓄存款定期化趋势与短期消费贷款增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

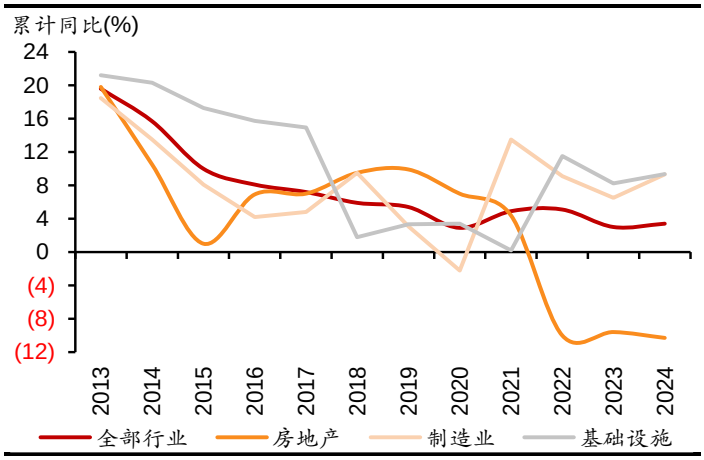
固定资产投资

固定资产投资增速可能从 2024 年的 3.4%升至 2025 年的 3.7%。其中房地产开发投资降幅从 2024 年的 10.4%收窄至 2025 年的 9.3%，对固定资产投资增速拖累从 2.3 个百分点收窄至 2.1 个百分点。制造业投资增速可能从 2024 年的 9.3%降至 2025 年的 8.5%，因为产能过剩、通缩压力和贸易冲突不确定性。基础设施投资增速可能从 2024 年的 9.2%降至 2025 年的 8.7%，地方政府主导的基础设施投资增速可能小幅回升，但仍在低位，因为土地财政很难复苏，地方政府新增隐性债仍严格受限，增量财政政策重点是解决地方政府存量隐性债问题，对基础设施投资的直接拉动可能有限。在“以旧换新”补贴政策刺激下，2024 年企业设备工器具购置投资同比增长超过 15%，对固定资产投资增速贡献率达到 60%左右，预计 2025 年补贴政策可能延续，企业设备投资可能前 3 季度保持快速增长，第 4 季度因高基数效应而明显放缓。

制造业投资行业分化明显。2024 年除汽车外其他运输设备业（铁路、船舶、航空航天设备）投资增速可能超过 30%，受益于低空经济和无人机产业爆发，有色金属业、金属制品业、食品制造业和纺织业投资增速超过 15%，通用设备业、计算机、通信设备和其他电子设备业、专用设备业和化工业投资增速超过 10%，但电气机械及器材业和汽车制造业投资增速大幅下滑，因为产能过剩和价格战压力。

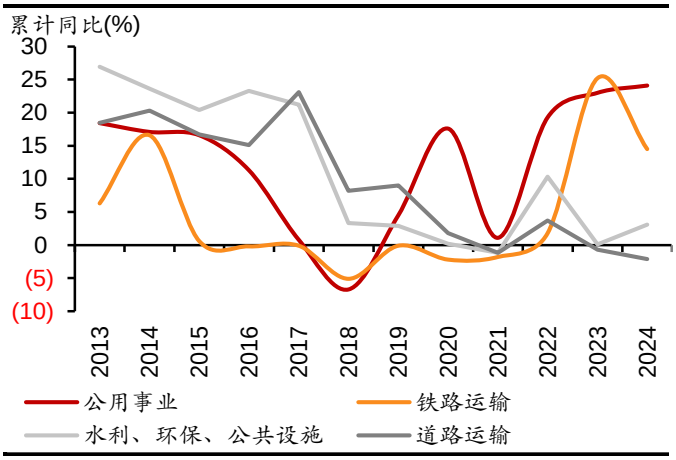
基础设施投资也存在行业差异。其中地方政府及国企主导的投资大幅放缓，如道路运输业与公共设施管理业投资出现同比下降，因为地方财政困境和隐性债务融资严格受限。但中央企业主导的投资保持快速增长，例如公用事业和铁路运输业投资均保持双位数增长。

图 58: 固定资产投资增速



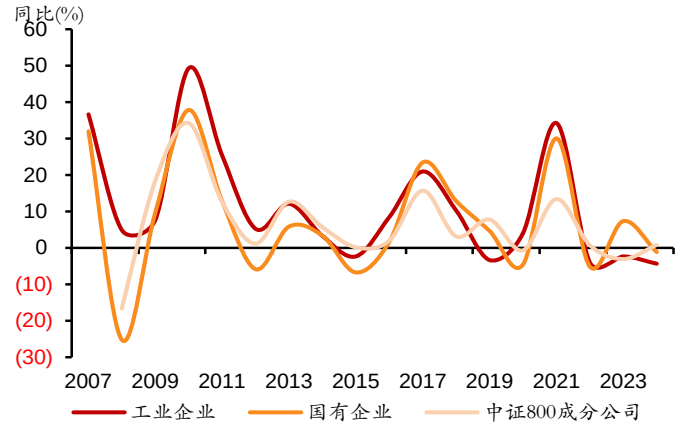
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 59: 央企与地方国企主导的基建投资增速



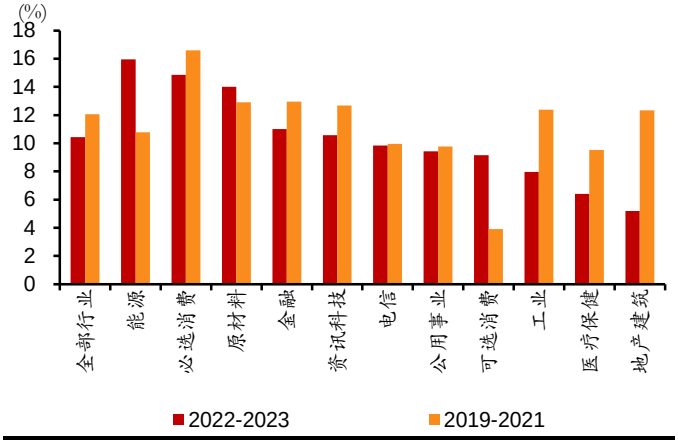
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 60: 固定资产投资增速



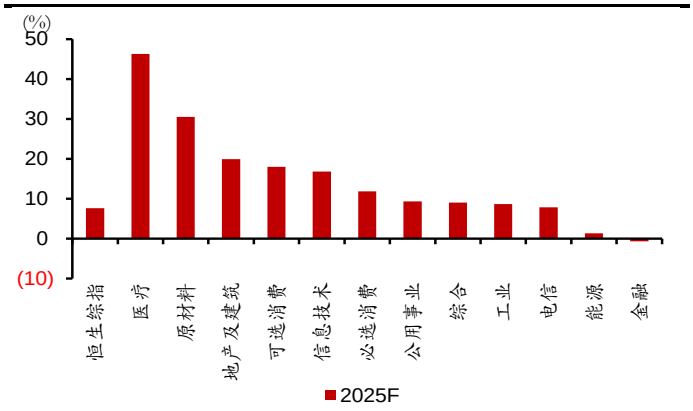
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 61: 恒生综指行业指数 ROE



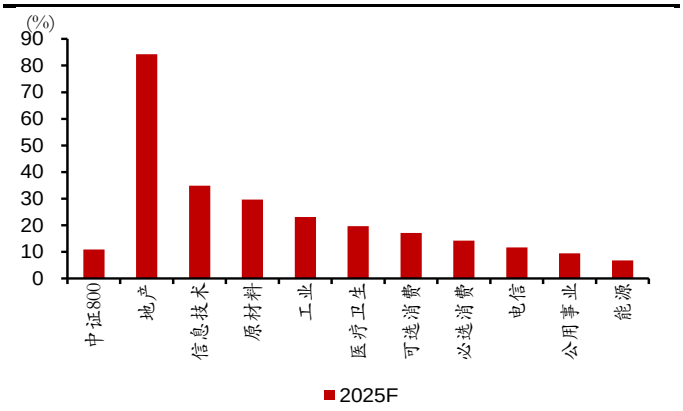
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 62: 2025 恒生综指行业盈利增速彭博一致预测



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 63: 2025 中证 800 行业盈利增速 Wind 一致预测



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

2025 年美国经济展望

叶丙南，yebingnan@cmbi.com.hk
刘泽晖，frankliu@cmbi.com.hk

开局乐观，渐趋谨慎

特朗普政策将延长美国经济扩张后周期，带来短期加热效应和中期滞胀效应。美国经济有望软着陆，实际 GDP 增速将从 2024 年的 2.7%放缓至 2025 年的 2.3%和 2026 年的 2%。通胀可能逐渐趋近目标，但特朗普政策可能增加中期通胀不确定性。货币政策仍在限制性状态，美联储可能在 2025 年底前降息三次，每次 25 个基点。由于特朗普政策预期，上半年美元将保持强势，但随着关税和移民政策削弱中期增长前景，下半年美元可能有所回落。

- 特朗普减税政策将提升需求和通胀；去监管将通过提高效率而促进经济增长并降低通胀；移民政策将同时减少劳工供应和消费需求，降低经济增长，但对通胀影响相对中性；关税政策将抑制需求并提高供应链成本，带来滞胀效应；特朗普对美联储干预可能削弱货币政策公信力，增加中期通胀预期不稳定性。
- 在基准情景下，特朗普政策力度温和，合计将推升 2025-2027 年均 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，降低 2027 年后年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点，推升 2025-2028 年均核心 PCE 通胀 0.3-0.5 个百分点。
- 经济可能实现软着陆，预计实际 GDP 增速从 2024 年的 2.7%下降至 2025 年的 2.3%和 2026 年的 2%。经济增速放缓原因包括经济周期进入扩张后期、特朗普政策带来不确定性和海外经济疲软。
- 劳工市场可能继续温和放缓，大幅恶化的可能性较低。预计失业率将从 2024 年的 4.2%升至 2025 年的 4.3%和 2026 年的 4.4%，实际工资将持续上涨。
- 通胀下行趋势延续，但速度显著放缓。预计 PCE 和核心 PCE 通胀率将分别从 2024 年的 2.4%和 2.7%降至 2025 年的 2.2%和 2.3%。特朗普政策为 2026 年通胀前景带来一定不确定性。
- 家庭消费仍是经济增长主要驱动力。预计家庭消费不变价增速将从 2024 年的 2.6%降至 2025 年的 2.4%和 2026 年的 2.2%。利率适度下降对耐用品消费有小幅提振作用，但劳工市场降温与消费信贷疲弱为消费带来一定下行压力。
- 房地产市场温和改善。预计 2025 年房屋销售和库存分别增长 5%和 10%，供求不平衡收窄。主要支撑因素包括经济韧性、按揭贷款利率下降、新建住房持续竣工和固定低利率房贷对二手房供应的冻结效应适度缓解。房价可能延续上涨，但涨幅回落。
- 企业盈利增速小幅回升，但投资增速放缓。市场一致预测标普 500 指数 EPS 增速从 2024 年 9.6%升至 2025 年 15%。由于特朗普政策不确定性和拜登时期政策透支效应，非住宅投资增速可能从 2024 年的 3.7%放缓至 2025 年的 3.5%。
- 美联储将采取渐进降息方式，预计政策利率从目前 4.5%-4.75%降至 2024 年底 4.25%-4.5%、2025 年底 3.75%-4.0%和 2026 年底 3.25%-3.5%。预计美联储缩表计划可能在 2025 年第三季度结束，因届时准备金水平将从目前过剩状态降至合理状态。预计 10 年国债收益率将从 2024 年底 4.2%降至 2025 年底 4%和 2026 年底 3.75%。预计美元指数将从 2024 年底 105 降至 2025 年底 104.5 和 2026 年底 101。

图 1: 美国经济预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 YTD	过去10年平均	彭博市场预测中值 2024F	2025F	2026F	招银国际预测 2024F	2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	17.6	18.3	18.8	19.6	20.7	21.5	21.4	23.7	26.0	27.7	29.0	-	29.2	30.4	31.7	29.1	30.5	31.7
人均GDP(万美元)	5.5	5.7	5.8	6.0	6.3	6.5	6.4	7.1	7.8	8.3	8.6	-	8.7	9.0	9.3	8.7	9.0	9.3
GDP增速(%)	2.5	3.0	1.8	2.5	3.0	2.6	-2.2	6.2	2.5	2.9	2.9	2.5	2.7	2.1	2.0	2.7	2.3	2.0
消费增速(%)	2.8	3.4	2.5	2.6	2.7	2.1	-2.5	9.0	3.1	2.5	2.6	2.8	2.6	2.3	2.0	2.6	2.4	2.2
投资增速(%)	6.5	6.3	-0.1	4.4	5.8	3.2	-4.5	9.2	6.2	0.2	4.8	3.7	4.2	2.7	3.0	4.6	3.6	3.0
住宅投资	4.3	10.6	7.1	4.3	-0.7	-0.9	7.6	11.5	-8.6	-7.8	4.7	2.7	-	-	-	4.5	3.5	2.9
非住宅投资	8.1	3.3	1.8	4.6	6.9	3.8	-4.6	6.2	7.0	6.0	4.0	4.3	-	-	-	3.7	3.5	2.7
出口增速(%)	3.9	0.3	0.5	4.1	2.9	0.5	-13.1	7.2	7.5	2.8	3.2	1.7	3.3	2.8	3.0	3.4	2.0	0.5
进口增速(%)	5.2	5.2	1.5	4.7	4.0	1.2	-8.9	15.4	8.7	-1.2	5.2	3.6	5.5	3.7	2.6	5.2	2.6	1.2
政府支出增速(%)	-0.9	2.0	2.0	0.6	2.0	3.9	3.4	-0.3	-1.1	3.9	3.5	1.5	3.3	1.7	1.1	3.5	0.8	1.2
联邦政府赤字率(%)	2.8	2.4	3.1	3.4	3.8	4.6	14.7	12.1	5.4	6.3	6.1	5.9	6.5	6.4	6.4	6.5	6.3	6.3
PCE通胀(%)	1.4	0.2	1.0	1.7	2.0	1.4	1.1	4.1	6.6	3.8	2.5	2.3	2.5	2.1	2.2	2.4	2.2	2.1
核心PCE通胀(%)	1.5	1.2	1.6	1.6	1.9	1.6	1.3	3.6	5.4	4.2	2.8	2.4	2.8	2.3	2.2	2.7	2.3	2.2
失业率(%)	5.6	5.0	4.7	4.1	3.9	3.6	6.7	3.9	3.5	3.7	4.2	4.5	4.1	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4
联邦基金利率(%)	0.1	0.2	0.6	1.3	2.4	1.6	0.1	0.1	4.3	5.3	4.6	1.59	4.55	3.65	3.45	4.33	3.83	3.33
10年国债利率(%)	2.2	2.3	2.5	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	3.9	3.9	4.3	2.41	4.30	4.10	3.97	4.20	4.00	3.75
美元指数	90.3	98.7	102.4	92.3	96.1	96.4	90.0	96.0	103.5	101.4	106.7	96.7	105.8	105.1	101.7	105.5	104.5	102.0

资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

注：GDP、消费、投资、出口、进口和政府支出增速均为不变价增速

特朗普 2.0 时代

由于在总统选举中取得决定性胜利、共和党在参众两院均占据多数和保守派占据最高法院多数，特朗普将以更加坚定的决心推进其“让美国再次伟大”（MAGA）议程。MAGA 议程围绕四大核心政策：减税、去监管、限制移民和加征关税。减税将刺激需求并推高通胀；去监管将改善供给与效率，提升经济增长，但降低通胀；限制移民将减少劳工供应和消费需求，降低经济增长，但对通胀影响基本中性；关税政策将带来滞涨效应，既抑制经济增长又推升通胀。特朗普可能尝试干预美联储，这将削弱货币政策公信力，增加通胀预期不稳定性。

特朗普政策组合在未来 2-3 年对经济有加热作用，但更长期内将带来滞涨效应。未来 2-3 年，减税和去监管对经济的提振作用将超过限制移民和加征关税的负面影响。但 2 年之后，减税效应将逐渐减弱，而关税带来的效率损失和不确定性对企业投资和家庭消费持续产生抑制作用，减少移民对劳工供应的影响不断累积，关税和移民政策的负面影响逐渐超过减税和去监管的提振作用。在基准情境下，特朗普政策力度中等，将推升 2025-2027 年均 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，降低 2027 年之后年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点，推升 2025-2028 年年均核心 PCE 通胀 0.3-0.5 个百分点。

特朗普政策的实际影响可能与我们的预估存在显著偏差。未来特朗普政策的时间与力度、经济主体的反应和不同政策之间抵消效应等均存在不确定性。特朗普推进政策的窗口期是 1 月 20 日上任至 2026 年 11 月中期选举，他有动机在中期选举前优先推进选民最关注的议题。民调显示选民最关注的前三大问题是通胀、非法移民和经济/就业。特朗普的优先项是降低能源价格（去监管扩大能源生产、推动俄乌战争结束）、减少移民（驱逐非法移民、改革移民政策）和提振经济与就业（减税与去监管）。贸易和关税并非选民最关注的议题，且大规模加征关税与降通胀目标存在冲突，所以加征关税可能在通胀降至更低水平之后才会发生，或者只是极限施压的一种手段。目前市场已经充分反映特朗普政策的预期效应，9 月末以来美债收益率和美元指数显著上升，其中 2-5 年期国债收益率涨幅最大，表明特朗普政策对未来中期内经济增长和通胀推升作用最大。

减税

特朗普的减税政策包括：1）全面延长 2025 年底到期的《减税与就业法案》（TCJA）；2）恢复 2022 年到期的资本开支 100%折旧抵扣政策以激励企业投资；3）下调国内制造业企业所得税税率从 21%至 15%；4）取消对小费和社会福利收入的个人所得税，并提高/取消州和地方税的抵扣上限。根据国会预算办公室（CBO）估算，延长 TCJA 的成本将在 10 年内达到 4.6 万亿美元。由于部分竞选承诺可能难以转化为具体政策，且大部分措施是延续现有政策，减税对 25 年经济增长和通胀的直接影响较小，更多通过提振市场信心和经济体系中的动物精神对需求和通胀产生作用。

特朗普设立政府效率部门希望减少政府非国防支出。削减政府支出对经济具有紧缩效应，可能部分对冲减税效应。但特朗普能够多大程度减少非国防支出存在很大不确定性，社保、医疗等非国防强制性支出占政府总支出 40%以上，因通胀、人口老龄化和医疗成本上升，这些支出很难下降。

我们一般通过财政赤字率来简单评估财政政策对经济增长的贡献。近年来，财政政策在支撑美国经济强劲增长中发挥了重要作用。2023-2024 年的财政赤字占 GDP 比例维持在 6.5%的高位，远高于 2018-2019 年的 4.5%。我们预计，覆盖 25 年前三季度的拜登政府 2025 财年赤字预算将基本保持不变，但特朗普政府可能通过国会预算协调程序进行结构性调整。特朗普政府对财政预算的主导作用可能要到 2026 财年开始的 25 年第四季度才开始体现。预计财政赤字率将从 2024 年的 6.5%小幅降至 2025 年的 6.4%，财政政策对经济增长的贡献将有所减弱。

去监管

特朗普的去监管政策旨在减少企业的监管负担，释放企业家的动物精神。重点领域包括能源（削减环保监管）、医疗保健（扩大各种保险计划的可及性）和劳工市场（降低中小企业合规成本）。除削减联邦政府层面监管外，特朗普还希望推动州和地方层面的去监管，包括改革职业许可和其他监管框架。去监管政策通过鼓励创业、刺激投资、提升效率和促进竞争对经济增长有提振作用，通过提升供给和生产效率对通胀有一定抑制作用，所以去监管政策有利于降低经济滞涨风险。

特朗普提名的财长人选斯科特·贝森特（Scott Bessent）曾提出通过去监管等政策实现“3-3-3”经济计划，即 2028 年财政赤字率降至 3%、原油产量增至每日 300 万桶和 GDP 增速达到 3%。市场将财长人选提名解读为特朗普重视财政稳健和经济增长的信号。但其原油产量目标能否实现存在较大不确定性。根据堪萨斯城联储最新调查，原油价格超过每桶 65 美元时美国能源公司采油业务才能实现盈利，原油价格超过每桶 89 美元才能大幅刺激原油开采活动。在全球原油需求前景疲软和油价低迷的情况下，实现每日 300 万桶原油产量的目标可能极具挑战性。

减少移民

移民问题是特朗普竞选核心议题之一。特朗普承诺将在上任第一天优先推动移民改革。他的提案包括宣布国家紧急状态，动员军事资源大规模驱逐非法移民。根据美国海关与边境保护局（CBP）估算，2022 年 1 月末美国约有 1100 万无证移民。近年来大量新增移民流入，预计 2024 年末非法移民人数可能达到 1600-1800 万人，其中约 1300 万人为就业人员，占美国劳动力人数约 7.7%。

大规模驱逐非法移民在后勤、司法和政治方面面临巨大挑战，特朗普可能采取更加渐进的方式，通过“切香肠”策略优先处理相对容易的问题。首先，特朗普将利用行政范围内职权减少非法移民流入，将当前边境“抓捕并释放”政策改为“留在墨西哥”。根据国会预算办公室（CBO）数据，2023 年美国新增约 240 万非法移民，其中 200 万通过非官方口岸进入，包括在边境被 CBP 官员抓获后释放的 110 万人和未被发现的 86 万人。其次，特朗普可能改革合法移民制度，更加突出移民才能并减少连锁移民。在特朗普第一任期内，合法移民人数大幅下降，从 2017 年的 131 万降至 2020 年的 60 万，针对高技能雇员的 H1-B 签证数量也显著下降，拒签率大幅上升。最后，更极端和困难的措施是驱逐境内非法移民，特朗普可能优先针对目前约 200 万有刑事指控或被拒绝庇护申请的非法移民。

在基准情景下，我们预计非法移民净流入将从 2022-2024 年均 210 万人降至 2025-2028 年均 10-20 万人，总移民净流入从 2022-2024 年均 300 万人下降至 2025-2028 年均 80-110 万人。在悲观情境下，2025-2028 年均 150-220 万人被驱逐，超过特朗普第一任期的 120 万和 1954 年“湿背行动”期间创纪录的 130 万人。

移民流入对经济增长具有提振作用。移民流入既增加劳动力供给，又提升对食品、住房、教育等商品和服务的需求。非法移民还可以减缓财政赤字率增加和政府债务率上升，他们通过消费税和工资税贡献财政收入，但对社会福利的获取相对有限。根据 CBO 预测，2025-2028 年非法移民将减少财政赤字约 2610 亿美元，相当于同期预测总财政赤字（不含利息支付）的 6%左右。移民流入对通胀的中长期影响趋近中性，因为移民流入既增加劳动力供给，也推升住房、教育等消费需求。美联储主席鲍威尔在 2024 年 7 月曾表示移民从长期看对通胀影响中性。

特朗普的移民政策将对经济供需同时产生影响，包括减少劳动力供应、降低对商品和服务需求、推升财政赤字和增加移民群体的预防性储蓄，从而拖累经济增长。基准情景下，我们预计限制性移民政策将在 2025-2028 年年均拉低 GDP 增长 0.1-0.15 个百分点。在大规模驱逐非法移民的情景下，2028 年 GDP 比未驱逐情境下的趋势低 1%-1.5%。移民政策对通胀影响基本中性。非法移民劳工占比较高的行业如农业（40%）、建筑业（20%）和休闲与酒店业（10%），可能

面临劳工供应冲击与通胀上升，但移民贡献需求较多行业如住房和教育可能面临需求放缓和去通胀效应。

关税

特朗普称关税是“词典中最美的单词”，将坚定致力于通过提高关税将制造业就业机会重新带回美国和减少美国贸易逆差。他在竞选期间提议对所有从中国进口商品征收 30%或 60%关税，对来自其他国家的进口商品征收 10%或 20%的关税。目前尚不清楚特朗普是将关税威胁作为“极限施压”的谈判工具，还是真的相信关税是减少美国贸易逆差和振兴本国制造业的最佳方案。我们倾向于认为是后者，特朗普对商务部长、贸易代表和财长的提名都非常看重他们对关税政策的拥护态度。特朗普可以通过《国际紧急经济权力法案》（IEEPA）宣布国家进入紧急状态，迅速对其他国家加征全面关税。但这种做法可能面临司法挑战和其他国家的关税报复。

特朗普对中国的关税策略可能有所不同，他上一任期的“301 条款”调查仍可使用，更可行策略是对现有关税进行加码。我们预计首轮关税加征对象是现有关税清单商品（约 3200 亿美元，占 2023 年美国自华商品进口额的 75%），关税加征幅度可能为 15%-25%，时间可能在 2025 年第三季度。2026 年可能进一步全面上调关税，上调幅度 15%-25%，最终取决于中美谈判结果。美国还可能取消中国最惠国贸易地位。基准情景下，中国商品的加权平均关税将从当前 10%-13%升至 2025 年末 20%-30%和 2026 年末 30%-50%。对其他国家的加权平均关税可能从当前 1%上升至 2025 年末 2%-3%，2026 年可能保持在 1%-2%或进一步升至 4%-5%，这取决于特朗普关税策略的成效。

关税政策将给经济带来滞涨效应。基准情景下，从 2025 年第四季度开始关税上调将年均提升 CPI 增速 0.2-0.5 个百分点。关税上调可能降低 2025 年 GDP 增速 0.1 个百分点，降低 2026 年 GDP 增速约 0.3 个百分点。如果新一轮贸易战引发其他国家大规模加征报复性关税，那么将降低 2026 年 GDP 增速 0.4-0.8 个百分点。

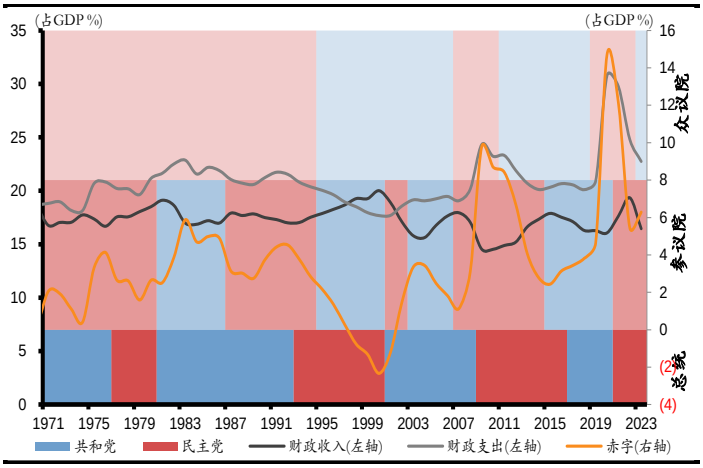
关税政策对低收入家庭影响较大。低收入家庭相对更依赖低廉的进口商品（如电子产品、鞋类、纺织品和服装），关税上调可能减少他们对这些商品的需求。关税政策对企业资本支出也有负面影响。首轮关税可能针对中间品，以尽量减少对终端消费和通胀的直接影响，这将增加企业供应链成本；关税政策带来不确定性，将抑制或推迟企业投资活动。关税政策无法解决美国贸易不平衡和制造业外包问题。美国贸易赤字居高不下是因为储蓄投资缺口较大，背后原因包括联邦政府赤字较高、家庭储蓄率较低和企业投资强劲。制造业大量外包是由于美国本地制造成本较高、产业工人缺乏等原因。

图 2: 特朗普主要政策

政策议题	对GDP影响	对通胀影响	内容	可能性	总统行政权力	需要国会立法
税改	在25年四季度前影响温和正面；对2026财年影响更大	在25年四季度前影响温和正面；对2026财年影响更大	2017年《减税与就业法案》的永久化	高		✓
			将美国本土制造业公司税率从21%降至15%	中		✓
			免除小费、加班工资和社会保障福利的个人所得税	低		✓
			取消地方和州所得税对联邦税的扣除上限	低		✓
去监管	温和正面	温和降低	放宽石油和天然气开采监管政策.	高	✓	
			削减环保监管与补贴	高	✓	
			降低中小企业合规成本	高	✓	
			放松金融服务行业监管	高	✓	
移民改革	基本情景下每年拖累0.1-0.15百分点; 若大规模遣返至28年比原趋势低1-1.5%	略微推升或中性	加强南部边境的非法越境管控	高	✓	
			2025-2028年间大规模遣返150-220万人	中	✓	✓
			实施更严格的移民系统，包括限制合法工作和学生签证	高	✓	
关税	25年:-0.1百分点 26年:-0.3百分点; 若遭全球关税报复则为-0.4至-0.8百分点	25年4季度开始年化增速提高0.2-0.5百分点	25年三季度前对现有301条款调查的中国商品清单加征15-25%的关税	高	✓	
			对全球其他地区的实际关税从当前的1%提高至25年的2-3%	高	✓	

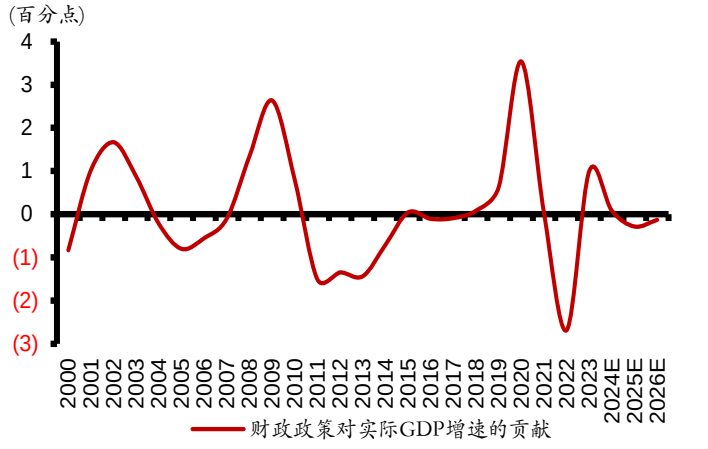
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 3: 不同政治周期下的财政预算



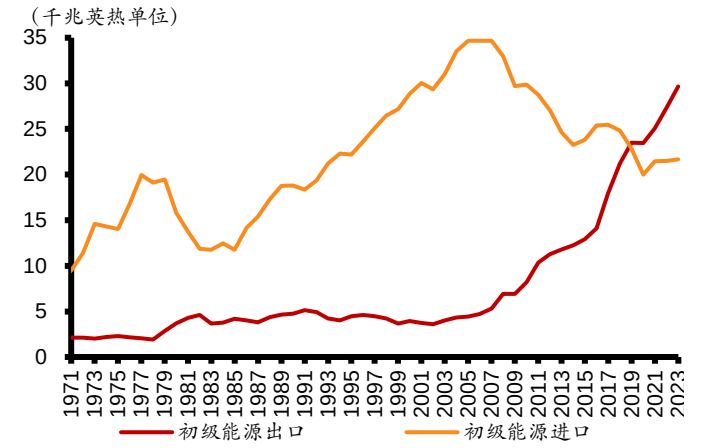
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 4: 财政政策对实际 GDP 增速推动



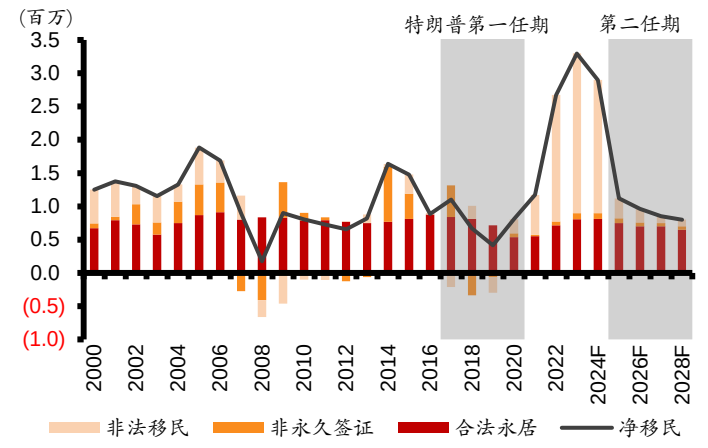
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 5: 初级能源进出口



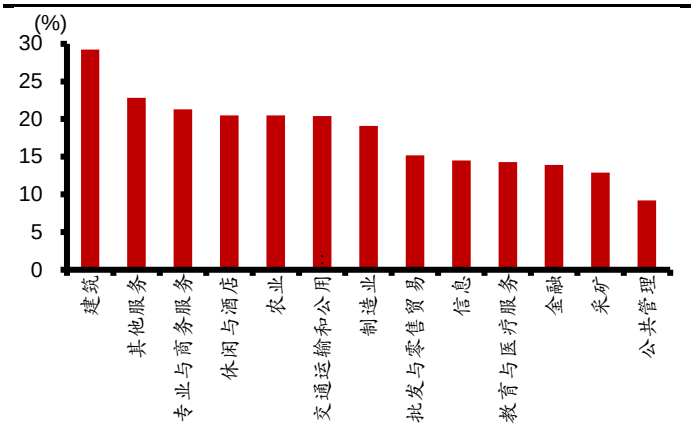
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 6: 净移民流入数



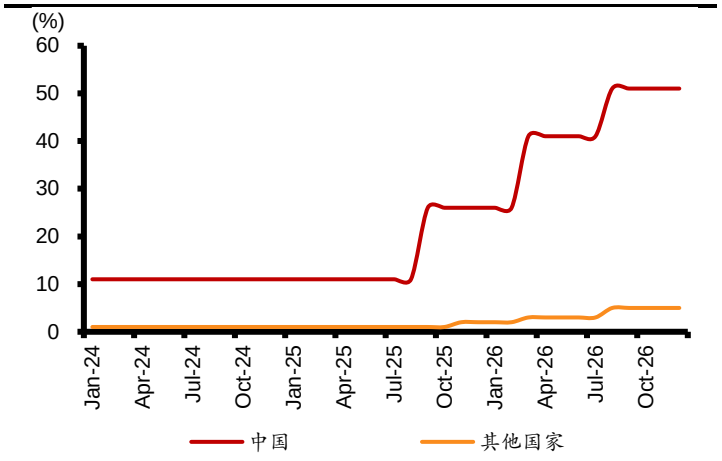
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 7: 各行业从业人员中外国出生员工占比



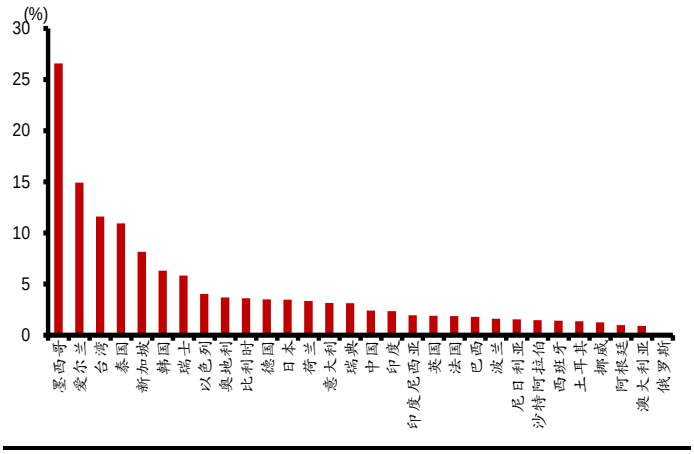
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美国商品进口加权平均关税展望



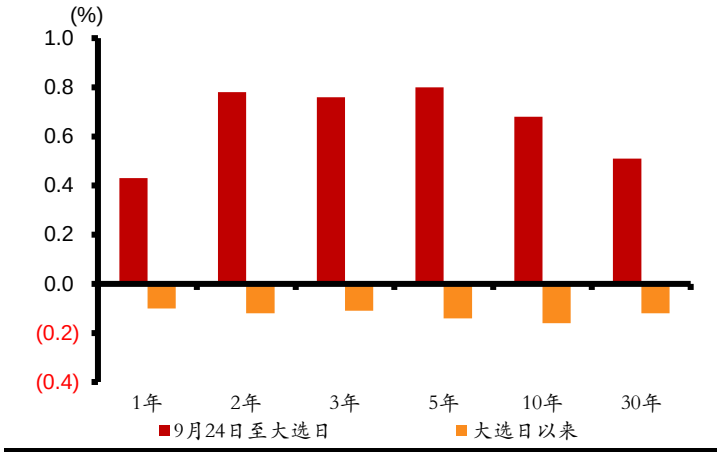
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 9: 对美出口/GDP



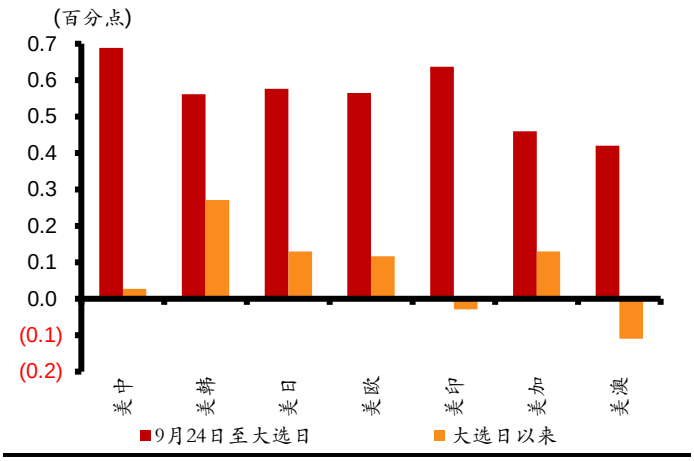
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国各期限国债收益率在大选日前后变化



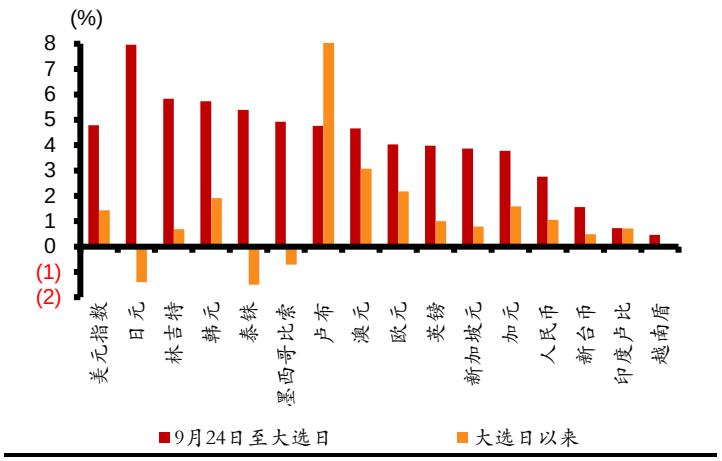
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国与其他国家 3 年国债利差在大选日前后变化



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 12: 汇率在大选日前后变化



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

经济增长

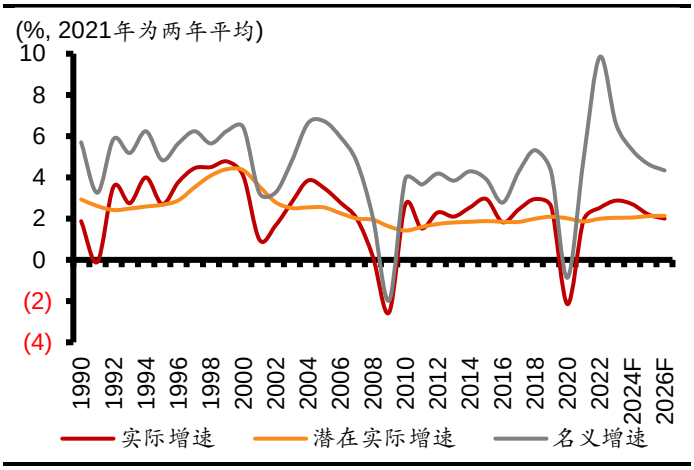
2024 年美国经济增长依然强劲，预计 GDP 增长率将达到 2.7%，低于 2023 年的 2.9%。尽管增速放缓，但 GDP 增速将高于 2014-2023 年 2.5%的平均增速和 2.2%的潜在增速。 PCE 通胀仍高于目标，失业率保持在低位。以上趋势表明经济虽然降温但仍有韧性。

2024 年家庭消费、企业投资、政府支出和出口是经济增长的主要推动力。稳健的就业市场、显著的工资增长、正向财富效应和固定利率房贷对债务人保护对消费形成支撑，预计全年家庭消费不变价增速将达到 2.6%，拉动 GDP 增速约 1.7 个百分点，而 2014-2023 年家庭消费不变价增速及其对 GDP 增速贡献分别达到 2.8%和 1.8 个百分点。企业强劲盈利、AI 技术革命和财政补贴对企业投资形成支撑，但高利率对企业投资有一定抑制作用，预计全年非住宅投资不变价增速达到 3.7%，而 2014-2023 年平均增速为 4.3%。由于拜登政府保持较高的财政赤字，全年政府支出不变价增速可能达到 3.5%，超过 2014-2023 年 1.5%的平均增速。海外商品需求和供应链改善，预计全年商品和服务出口不变价增速将达到 3.4%。

未来两年美国经济增长可能逐渐放缓。预计 GDP 增速从 2024 年的 2.7%放缓至 2025 年的 2.3%和 2026 年的 2%。预计家庭消费、非住宅投资、政府支出和出口的不变价增速分别从 2024 年的 2.6%、3.7%、3.5%和 3.4%放缓至 2025 年的 2.4%、3.5%、0.8% 和 2%。经济增长下行压力主要来自三个方面。首先，经济扩张周期进入后期，高基数影响和货币政策紧缩滞后效应将进一步显现。其次，特朗普政策不确定性可能最终拖累经济增长。特朗普政策可能延缓去通胀进程、减少降息幅度和支撑美元走强，从而延长限制性货币政策的作用。他的关税和移民政策将损害消费需求、商业信心和劳工供应。第三，非美地区经济延续疲软，特朗普新一轮贸易战将进一步削弱全球经济前景，可能最终拖累美国经济。

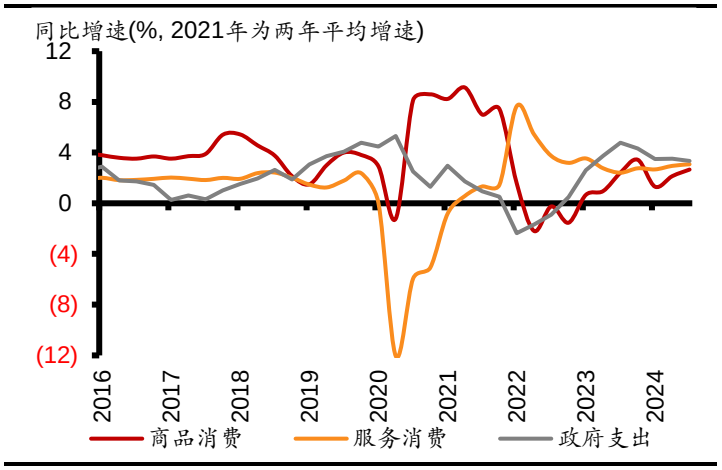
但美国经济有望实现软着陆。首先，不同行业因疫情扰动等因素而周期错位，经历滚动式下滑，降低了经济衰退可能性。2020-2021 年，宅经济火爆，房地产和耐用消费经历超级繁荣周期，而服务消费出现深度衰退。2022-2023 年，经济重启后通胀大幅上升，剧烈加息推动房地产和耐用消费进入衰退，但服务消费延续复苏。其次，家庭资产负债表强劲，房地产和股市价格繁荣支撑家庭财富存量大幅超越疫情前趋势线，固定低利率房贷降低了加息周期对家庭偿债负担影响。再次，得益于财政刺激、经济重启和服务业复苏，企业在过去几年积累了大量现金储备，降低了加息周期对其资本支出的挤压效应。最后，财政赤字居高不下，政府支出持续扩张，为经济增长做出了重要贡献。

图 13: 实际和名义 GDP 增速



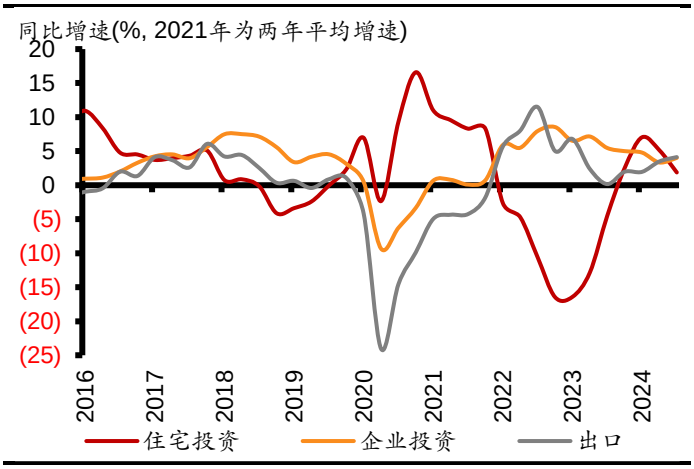
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 14: 家庭消费与政府支出增速



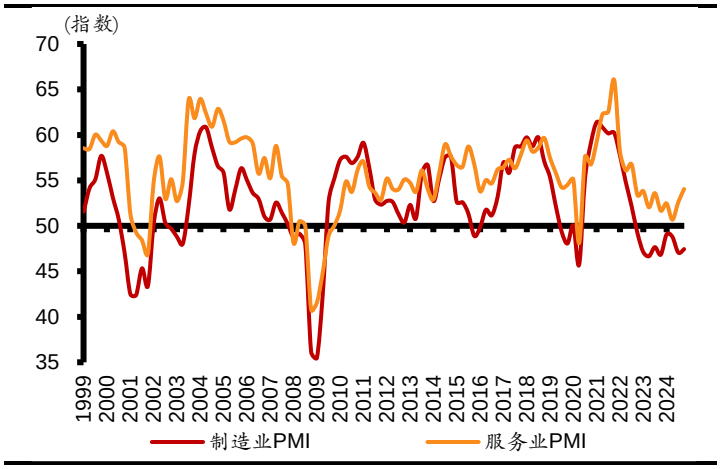
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 15: 投资和出口增长



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 16: 制造业和服务业 PMI



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

就业

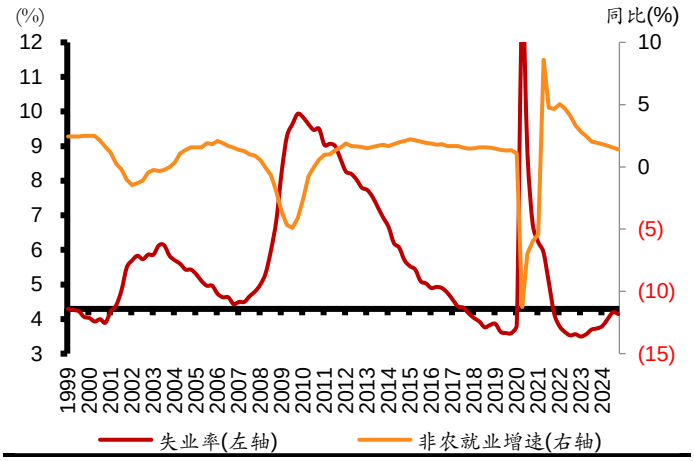
2024 年劳动力市场逐步降温但仍有韧性，招聘和裁员均在较低水平。2024 年前 11 个月，非农就业月均新增人数降至 18 万人，低于 2023 年的 25.1 万人。失业率从 2023 年末的 3.7%小幅升至 2024 年 11 月的 4.2%，但仍处于历史较低水平。职位空缺数/失业人数比从 2023 年 12 月的 1.4 下降至 2024 年 10 月的 1.1，略低于疫情前 1.2 的水平。2024 年第三季度薪资同比增速 3.9%，低于 2023 年的 4.6%，逐渐接近 3.5%的合宜水平（劳动生产率增速 1.5%情况下与 2%通胀目标相一致的工资增速）。随着劳动力市场降温，薪资增长已不再是通胀压力的主要来源。

更广泛的指标显示劳动力需求逐步放缓。职位空缺数、辞职率和人员流动率均在下降。由于罢工和极端天气，初次申请失业救济人数 10 月初激增，但近期已再次下降。持续申领失业救济人数则缓慢上升，失业人员找到新工作所需时间有所延长。目前新增就业主要集中在医疗保健、休闲与酒店业和政府部门，这三大部门占 2024 年新增非农就业总量的 75%以上。随着这些部门就业对疫情前趋势的追赶效应逐渐消退，加上移民减少可能影响相关行业劳动力供应，未来非农就业增长将延续放缓。

2024 年失业率曾触发萨姆规则，但此次情况与以往不同。2024 年 8 月发布的“季度就业与工资普查”（QCEW）季度修正数据曾引发市场对就业数据可能高估的担忧，7 月失业率上升触发萨姆规则（Sahm Rule），即最近 3 个月失业率移动平均值超过过去 12 个月最低点 0.5 个百分点意味着经济将进入衰退。但此次情况与以往不同，失业率上升主要由于移民流入扩大劳动力供应和找工作人数，而就业人数仍稳步增长且裁员水平处于低位。

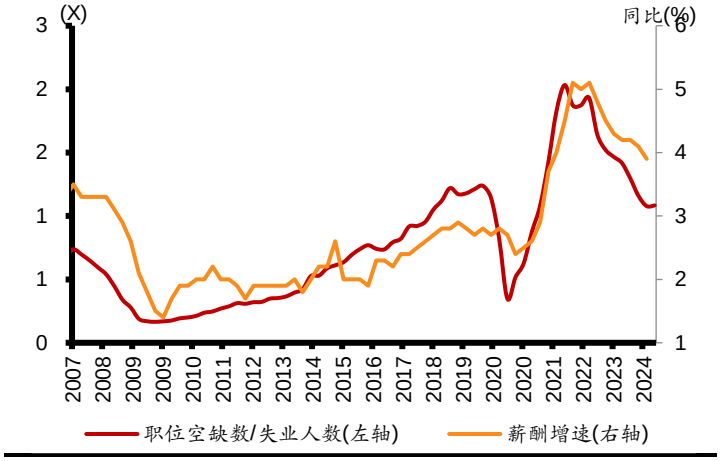
2025 年劳动力市场将延续温和放缓，急剧恶化的可能性较小。劳动力市场急剧恶化需要消费、投资和政府支出等主要需求大幅转弱，但目前尚未看到相关迹象。我们预计 2025 年新增非农就业人数月均水平可能降至 12.5 万人，失业率可能升至 4.3%，与经济温和放缓相一致。工资增速可能小幅下降，但仍将超过通胀，实际工资正增长将是家庭消费延续增长的重要支撑。

图 17: 失业率和非农就业增速



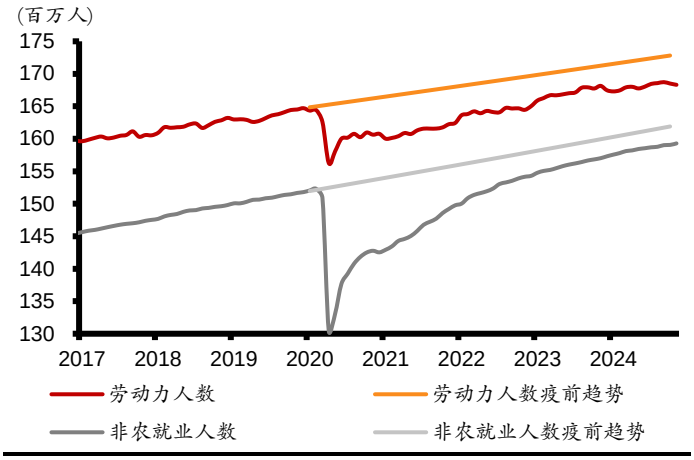
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 18: 职位空缺数/失业人数比和薪酬增速



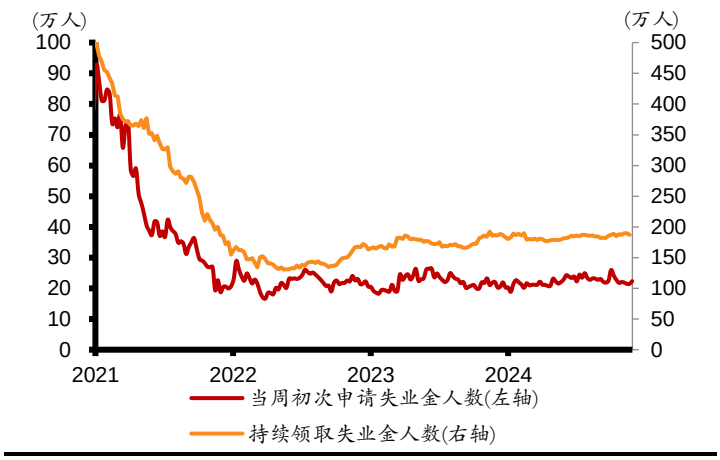
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 19: 劳动力和非农就业人数



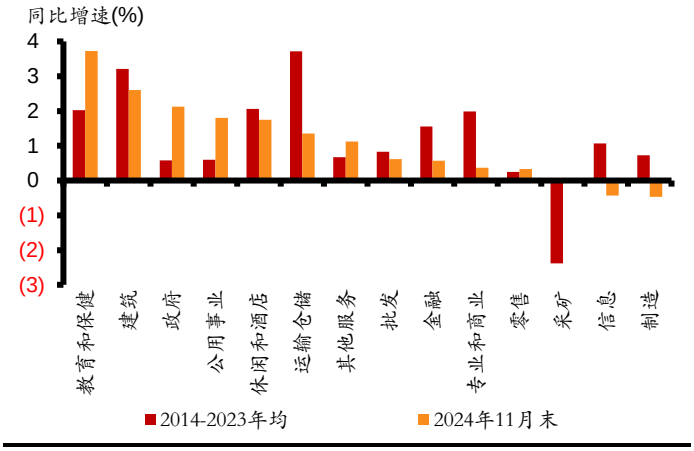
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 20: 初次和持续申请失业救济金人数



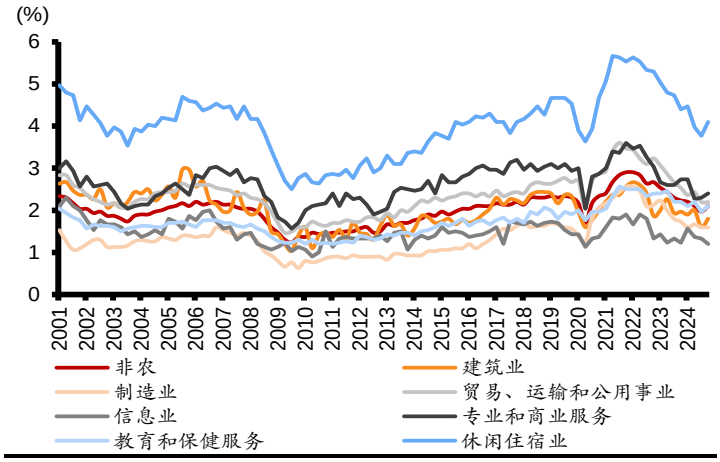
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 21: 主要行业非农就业人数增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 22: 主要行业辞职率



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

通胀

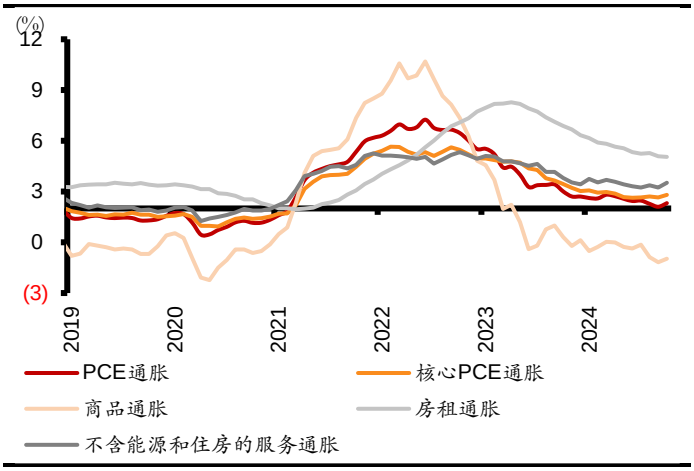
2024 年去通胀延续但有所趋缓。商品通胀大幅下降，食品、能源和耐用消费品价格显著回落，因为供应链恢复、消费者需求从商品回归服务和制造业产能过剩。但服务通胀下降相对迟缓，因为房租和工资合同价格具有一定粘性。PCE 通胀 3 个月移动平均值从 2022 年年中 7%左右的峰值降至 2023 年 12 月的 2.8%和 2024 年 10 月的 2.2%。核心 PCE 通胀 3 个月移动平均值从 2022 年 3 月 5.6%左右的峰值降至 2023 年 12 月的 3.2%和 2024 年 10 月的 2.7%。房租通胀 3 个月移动平均值从 2023 年 3 月 8.3%左右的峰值降至 2023 年 12 月的 6.2%和 2024 年 10 月的 4.9%。

房租通胀下降速度明显慢于其他项目，因为 CPI 中房租变化存在滞后期。CPI 房租调查样本被分为六组，每六个月对同一组样本仅收集一次数据。由于美国租约通常每年更新一次，新租约在样本中占比较小，CPI 房租对租房市场价格变化的反应存在延迟。分别反映市场现有租户和新租户租金变化的全体租户租金指数（ATRR）和新租户租金指数（NTR）的同比增速已从 2022 年 7.7%和 12.9%的峰值水平降至 2024 年第三季度的 3.9%和 1%。2024 年独户住宅租金在 CPI 调查样本中权重有所提高，而新租约在样本中比例降低，进一步延缓房租通胀下降速度。

2025 年通胀将以更慢速度下降。预计 PCE 和核心 PCE 通胀率分别从 2024 年的 2.4%和 2.7%降至 2025 年的 2.2%和 2.3%。由于全球能源需求疲软、特朗普能源政策提振供应和 OPEC+很难大幅减产，能源通胀依然较低，但对去通胀的贡献已明显下降。因企业议价能力减弱和消费者对价格更加敏感，核心商品通胀可能仍在低位，近期 PPI 最终商品价格同比和环比增速均处于较低区间，进口价格增速也低于疫情前平均水平。房租通胀仍有补跌空间，因为其明显滞后于新租约价格涨幅回落过程。除房租和能源外的服务通胀与薪资涨幅密切相关，随着劳动力市场降温和薪资增速放缓，除房租和能源外服务通胀可能逐步下降。

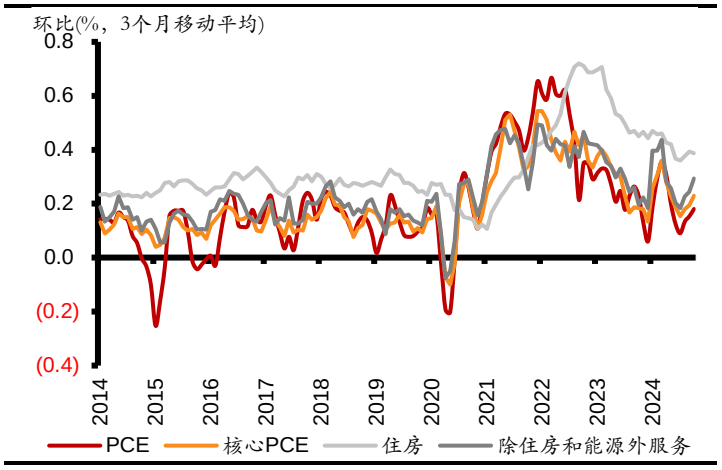
特朗普政策可能增加中期内通胀前景不确定性，他的关税和减税政策可能增加 2026 年通胀压力。假设到 2025 年末美国对中国征收 30%关税而对其他伙伴征收 10%关税，考虑到美元升值对进口价格的传递效应和进口价格上涨对需求的抑制效应，关税政策可能推升 2026 年美国 PCE 通胀约 0.6 个百分点。他的移民政策对通胀影响基本中性，因为抑制需求效应与减少劳动力供给影响相互抵消。

图 23: PCE 价格同比增速



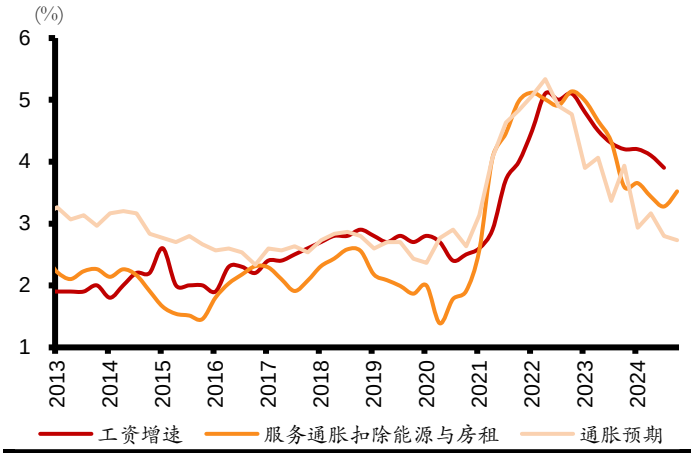
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 24: PCE 价格环比增速



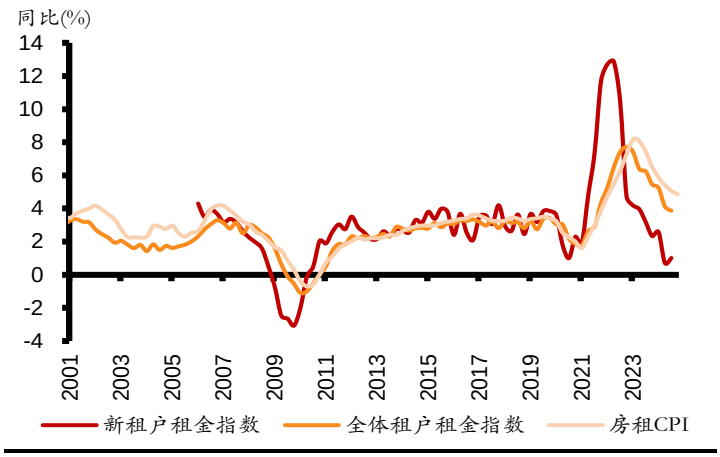
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 25: 薪资增速、核心服务通胀和通胀预期



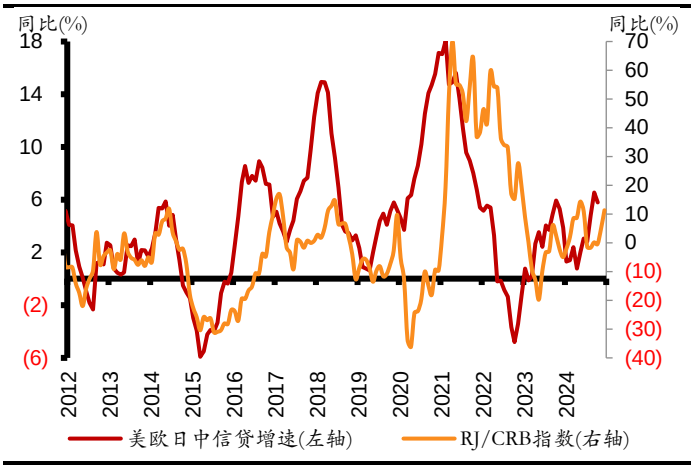
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 26: 新租约价格、全体租约价格和房租 CPI 增速



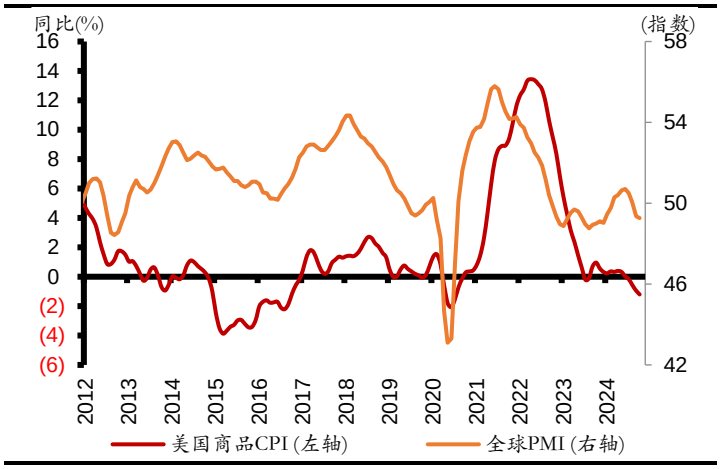
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 27: 全球货币周期和大宗商品周期



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 28: 美国商品通胀和全球 PMI



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

消费

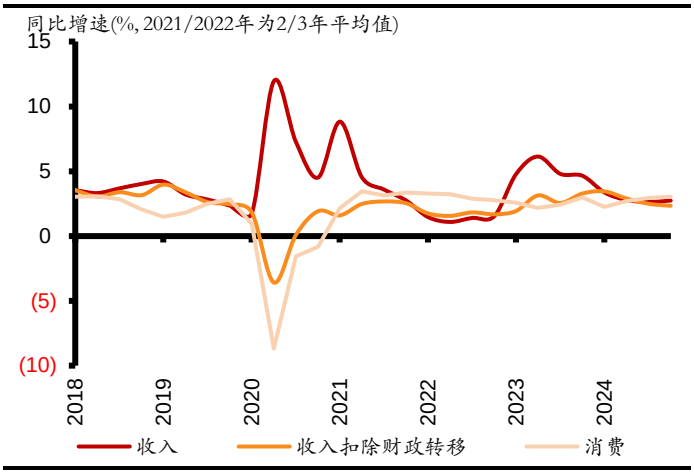
2024 年家庭消费表现强劲，尤其是服务消费延续较快增长成为经济韧性的重要支撑。2024 年前 10 个月，消费支出不变价增速达到 2.7%，全年增速可能达到 2.6%，高于 2023 年的 2.5%，家庭消费继续超过疫情前趋势水平。2024 年商品消费不变价增长 2.1%，高于 2023 年的 1.9%，其中非耐用品消费增速从上年的 0.8%反弹至 1.9%，耐用品消费增速则从 2023 年的 3.9%放缓至 2.7%。食品和服装消费分别增长 1.2%和 1.6%，而能源产品消费下降 0.5%，因能源价格下跌。由于实际利率偏高，汽车消费下降 2.6%，低于 2023 年的 3.1%。但家具和家电消费增速反弹至 4.1%，高于上年的 1.8%。2024 年服务消费不变价增速达到 2.91%，略高于 2023 年的 2.86%，其中医疗、娱乐服务、住宿餐饮、金融服务的消费增速有所放缓，而交通服务消费增长较快。

2024 年家庭消费强劲表现来自多个因素支持。首先是企业投资增长强劲和就业市场依然稳健。2024 年私人投资不变价增速可能达到 4.6%，高于 2014-2023 年 3.7%的平均增速。资本支出持续扩张支撑劳动力需求。尽管失业率有所上升，但仍处于低位，非农就业增速略高于 2015-2019 年平均水平，工资收入增速保持强劲。其次是消费者信心提升和储蓄率下降，转化为必选消费和可选消费支出意愿。第三是资产价格上涨带来财富效应，股价和房价持续上涨大幅提升

家庭财富价值，增强家庭资产负债表。我们估计 2024 年财富效应对美国消费增速的贡献可能达到 0.3 个百分点。最后是政府支出延续较快增长，通过转移支付、创造就业和改善公共服务对家庭消费形成支撑。2024 年政府支出不变价增速可能达到 3.5%，对美国 GDP 增速贡献可能达到 0.5 个百分点。

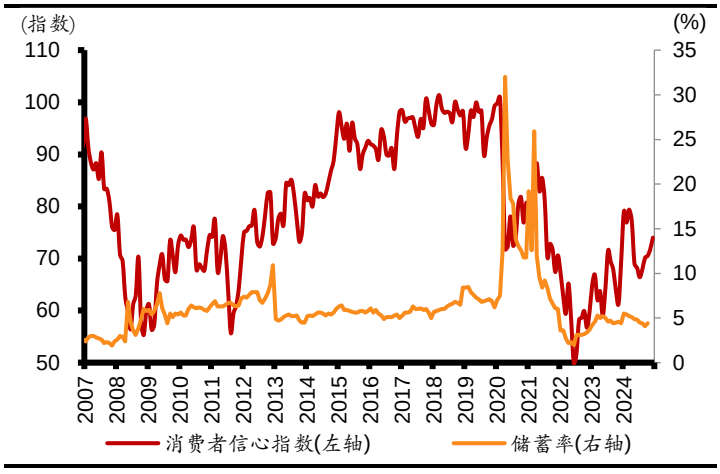
2025 年家庭消费增长可能依然不错，但将有所放缓。预计家庭消费不变价增速可能从 2024 年的 2.6%降至 2025 年的 2.4%。家庭消费前景仍然积极，但存在一些下行风险。利率温和下降对住房需求和耐用品消费是利好，但特朗普政策可能限制美联储降息空间。劳动力市场可能延续温和降温，失业率略有上升，工资增速小幅下降。房产净值可能继续增长，但增速因住房供需更趋平衡而放缓。企业盈利和股市动能依然较强，但过度乐观预期和过高估值可能导致市场波动。消费者信心可能依然较高，但消费贷款拖欠率上升和信贷条件收紧可能给消费带来一定下行压力。

图 29: 家庭收入和消费不变价增速



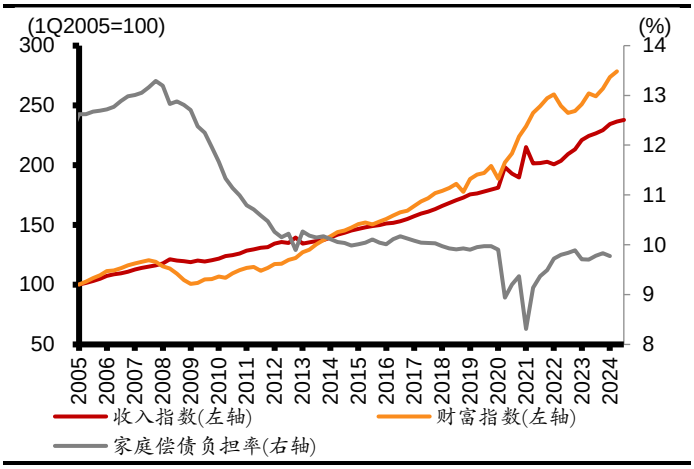
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 30: 消费者信心指数和储蓄率



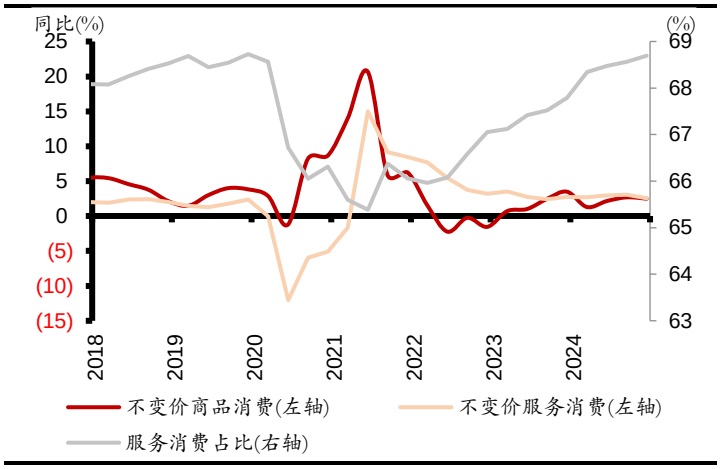
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 31: 家庭财富与偿债负担率



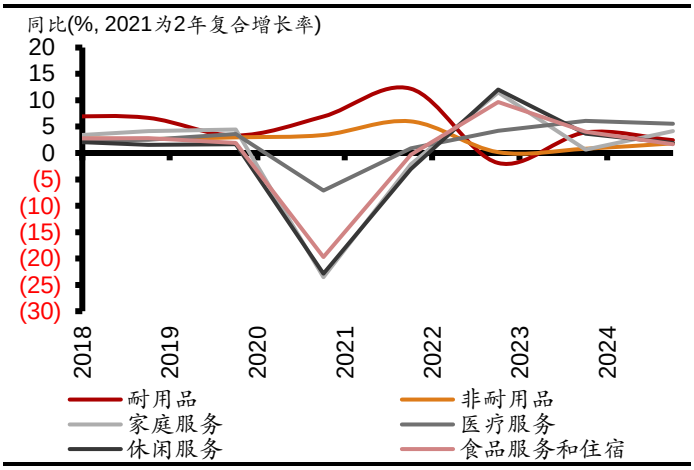
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 32: 家庭商品和服务消费不变价增速



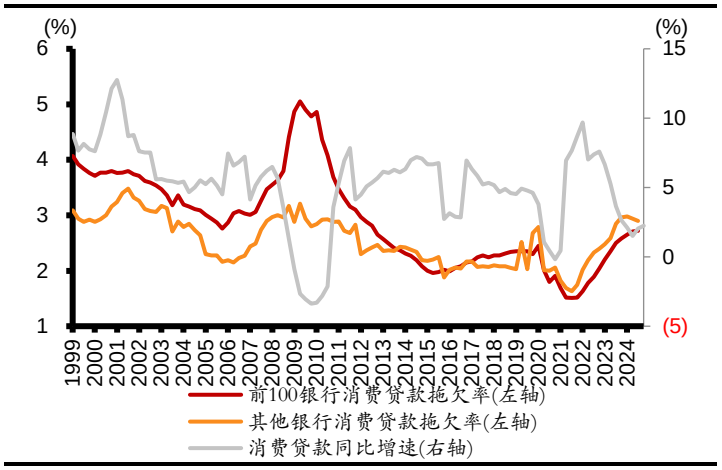
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 33: 分类别家庭消费不变价增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 34: 消费者贷款拖欠率和增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

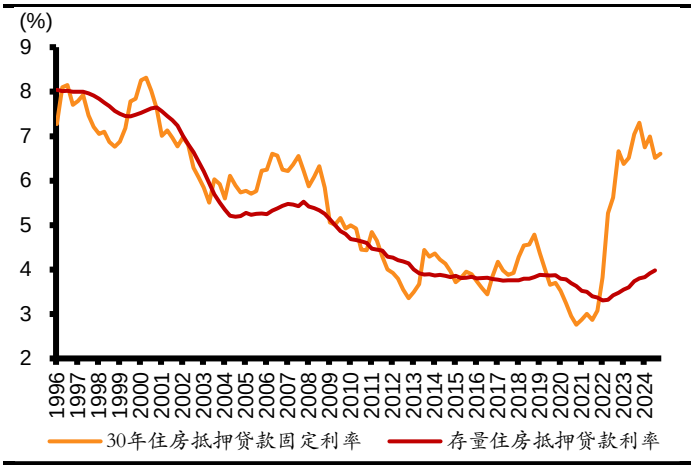
房地产

2024 年房地产市场处于类似滞胀状态。房屋销售低迷，2024 年前 10 个月房屋（包含新房与二手房）总销量下降 1%。过去四年房价上涨超过 40%，按揭贷款利率居高，购房负担大幅上升。新房销售增速从 2023 年的 4.5%降至 2024 年前 10 个月的 1.4%。由于近期“特朗普交易”推动按揭利率反弹，10 月单月新房销售同比大幅下降 9.4%。二手房销量延续下滑，降幅从 2023 年的 19.3%缩小至 2024 年前 10 个月的 2.5%，仍受到高利率和“金手铐效应”的影响。大量业主被锁定在较低固定利率房贷中而不愿卖房置换，二手房库存降至历史低位，出现供应不足。新房供应有所改善，特别是多户型住宅竣工数量增加，这得益于 2020-2021 年期间强劲的开工量。多户型住宅供给宽松推动其开工量持续下降，但独户住宅仍供不应求，开工量从疫情低谷中恢复。

2024 年商业地产持续面临严峻挑战，但略有改善。2024 年第三季度办公室空置率达到 20%，高于 2023 年底的 19.6%，公寓空置率则从 5.6%上升至 5.9%，工业、零售和仓储用房的空置率仍低于长期平均水平。办公室、公寓和零售等大多数商业地产的回报率稳步上升，而酒店和工业物业的回报率略有下降。较高的建筑成本和更高的收益率要求导致新建项目开工放缓，这将在短期内支持租金延续增长。

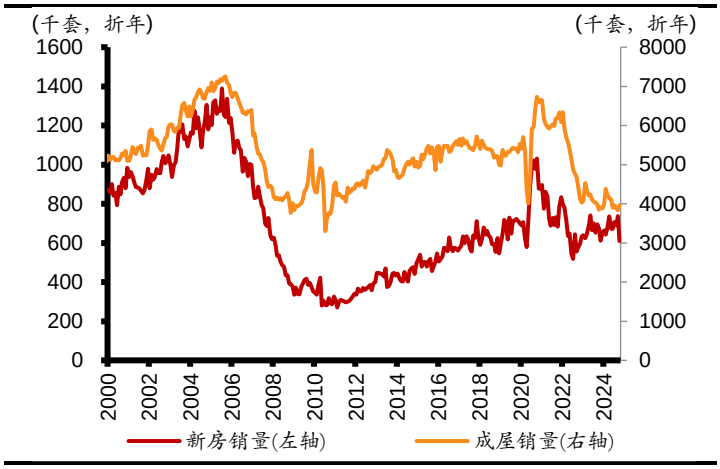
2025 年房地产市场可能走出滞涨而温和改善。由于经济韧性、按揭贷款利率适度下降和住房库存增加，预计新房和二手房销量分别增长 7%和 4.5%。经济增长可能放缓，但仍有韧性。按揭贷款利率可能适度下降，30 年固定利率按揭贷款利率可能从 2024 年底的 6.7%降至 2025 年底的 6.2%。由于新建住房项目持续竣工和固定利率按揭贷款“金手铐效应”适度缓解，预计 2025 年住房库存增加 10%。住房供求不平衡有所缓解，房价可能延续上涨但涨幅缩小。受移民减少和多户住宅竣工量下降的混合影响，房租价格涨幅可能稳定在 3%左右。

图 35: 固定利率房贷的“金手铐”效应



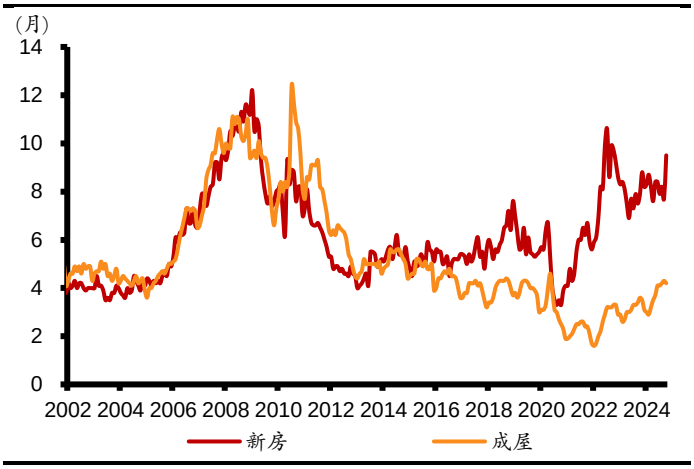
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 36: 新房和二手房销量



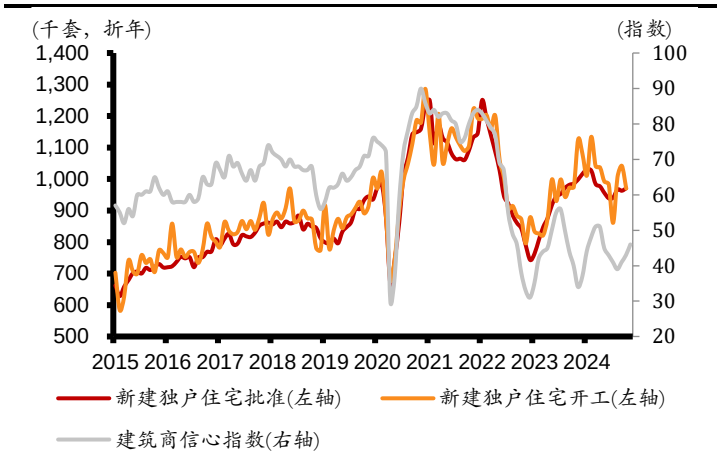
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 37: 新房和二手房库存月数



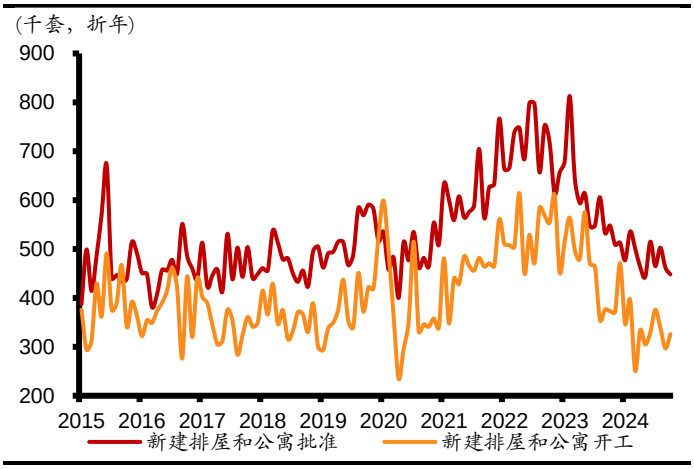
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 38: 新建独户住宅批准、开工和建筑商信心指数



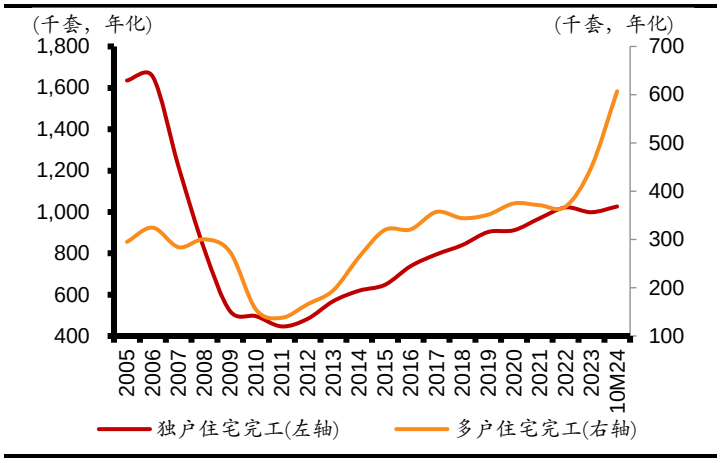
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 39: 多户型住宅批准和开工



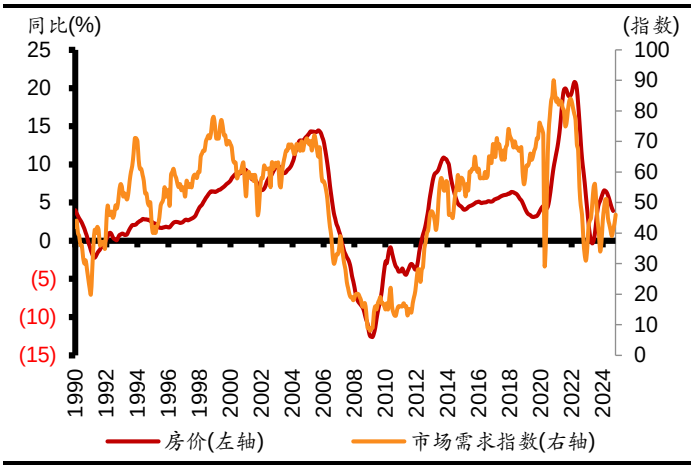
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 40: 独户和多户型住宅竣工



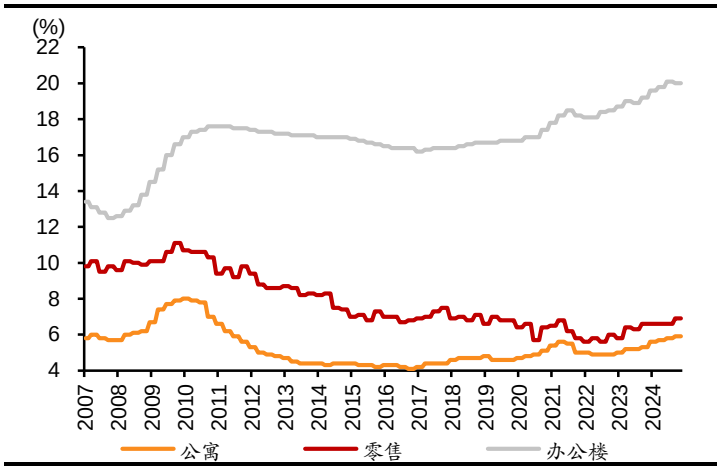
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 41: 房价增速与需求指数



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 42: 商业地产空置率



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

企业盈利与投资

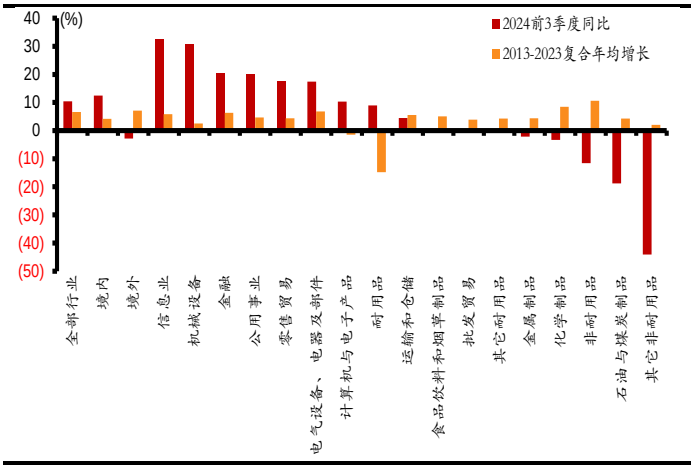
2024 年企业盈利表现强劲，但各行业显著分化。2024 年前三季度，美国企业利润同比增长 10.5%，高于 2013-2023 年 5.2%的年均复合增长率。境内利润增长 12.5%，而海外利润下降 2.6%。信息服务、机械设备、金融业、公用事业、零售贸易和电气设备的利润增长率均超过 17%，而能源、非耐用消费品、化学制品和金属制品的利润同比下降。彭博调查显示市场一致预期 2024 年标普 500 指数 EPS 增速为 9.6%，通信服务、信息技术、金融和可选消费的盈利增速均超过 14%，而工业、材料和能源的盈利增速则为负。

2024 年企业投资增速有所放缓，但依然强劲。预计非住宅投资不变价增速从 2023 年的 6%降至 2024 年的 3.7%。建筑投资不变价增速从 2023 年的 10.8% 放缓至 2024 年前三季度的 4.4%，而设备投资增速从 3.5%小幅升至 3.6%。知识产权投资保持稳定增长，2024 年前三季度增速达到 4.3%，而 2023 年增速为 5.8%。2022-2023 年，《通胀削减法案》和《芯片与科学法案》刺激制造业、技术和可再生能源领域投资大幅增长。随着基数上升和未来需求被部分透支，政策刺激效应逐渐减弱。但企业投资增速并不算低，消费需求增长强劲、大公司近年来积累大量现金储备和人工智能技术革命是企业投资延续增长的重要支撑。

2025 年企业盈利增速可能小幅回升。目前市场对 2025 年标普 500 指数 EPS 增速的一致预测高达 15%，超过 2024 年的 9.6%，其中信息技术、医疗保健、工业和原材料的 EPS 增速预测均超过 15%，而房地产、必选消费和能源的 EPS 增速预测相对较低，均低于 6.5%。对盈利增长的乐观预期来自于经济增长的韧性、成本压力的缓解和特朗普上任后提振增长的政策。然而，如果特朗普的关税和移民政策过于激进，那么可能带来明显滞胀效应，增加经济下行风险。

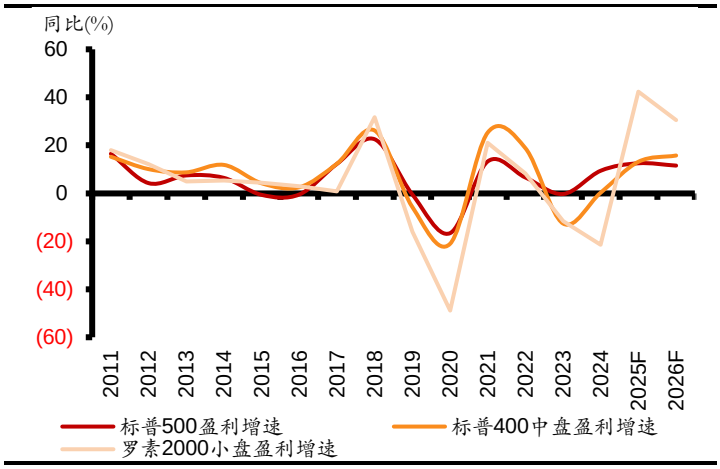
2025 年企业投资增速可能进一步放缓。预计非住宅投资增速从 2024 年的 3.7%降至 2025 年的 3.5%。因基数较高和透支效应，半导体和可再生能源领域建筑投资可能明显放缓。受益于特朗普去监管政策和 AI 技术革命，传统能源和信息技术领域投资将保持稳定增长。税收改革和贸易政策不确定性可能抑制企业投资，不确定性上升往往导致企业采取“观望”策略，推迟投资决策数个季度。2018-2019 年美国对中国商品加征关税后，美国设备投资和制造业产出均出现明显放缓。

图 43: 主要行业企业利润增速



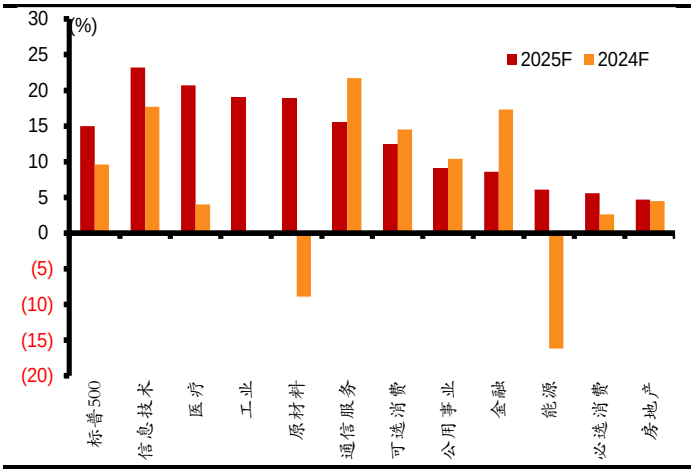
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 彭博对主要股指 EPS 增速的一致预期



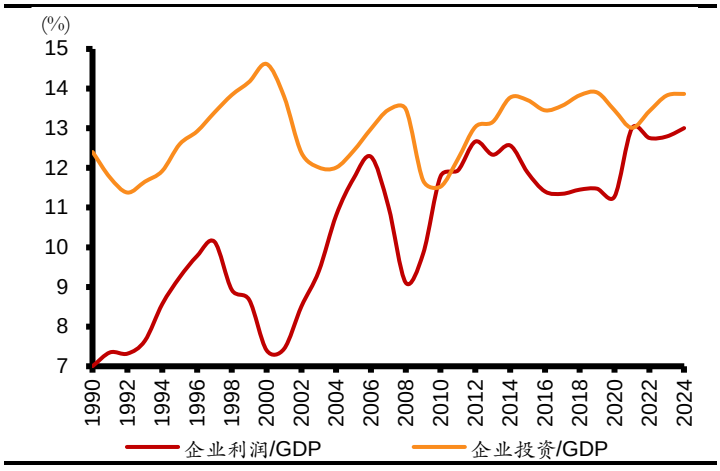
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 彭博对标普 500 各行业 EPS 增速一致预期



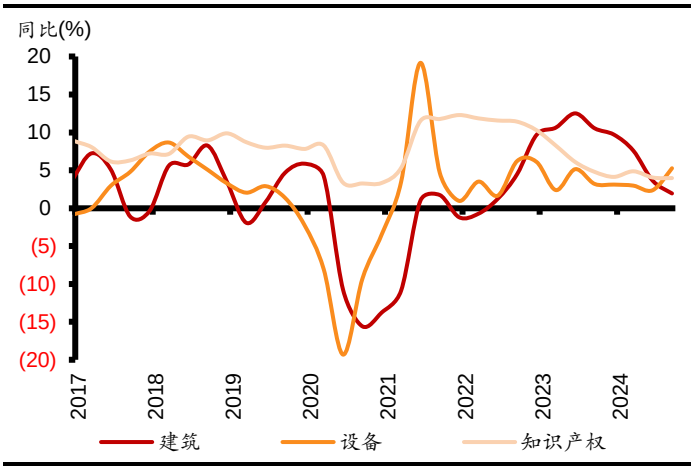
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 46: 企业投资和利润占 GDP%



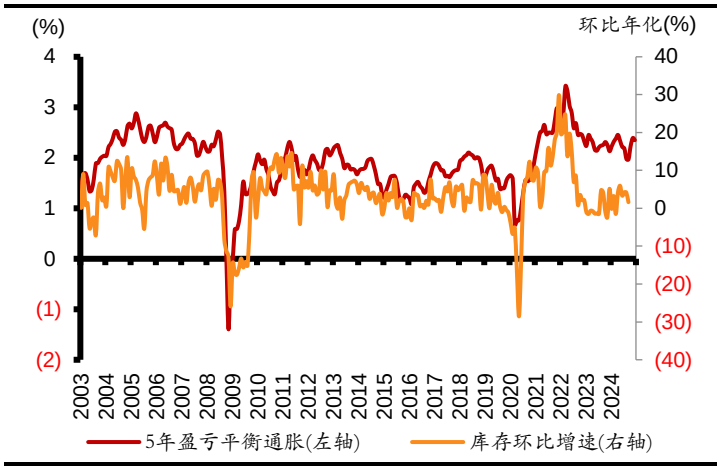
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 47: 私人固定投资增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 48: 通胀预期和库存周期



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

货币政策

2025 年货币政策将保持紧缩性，美联储将采取渐进式降息策略。预计联邦基金利率将从当前的 4.5%-4.75%降至 2024 年底的 4.25%-4.5%、2025 年底的 3.75%-4.0%和 2026 年底的 3.25%-3.5%。基准情景下，我们预计美联储将在今年 12 月、明年 3 月和 9 月各降息 25 个基点。此外，当前每月 250 亿美元的国债和长期债券缩减计划可能在 2025 年第三季度结束，因为银行准备金将从目前的过度充裕降至届时的合理水平。2025 年约有 6.7 万亿美元到期国债需要再融资，美联储需要保持充足流动性以防止货币市场发生混乱。

当前货币政策处于紧缩状态，政策利率明显高于中性利率。名义 GDP 增速作为合宜政策利率水平之锚，明年将适度下降。通胀可能进一步趋近 2%目标，劳动力市场或将逐步放缓。因此，美联储可能进一步降息。然而，由于经济仍有韧性，特朗普政策可能增加中期通胀不确定性，美联储将采取渐进降息方式。美联储强调其决策将高度依赖数据，将在评估通胀和就业等经济指标后决定降息节奏和幅度。这意味着尽管降息可期，但具体时间和频率取决于后续经济数据。

政策利率终端水平取决于经济状态和中性利率水平。在经济不冷不热状态下，政策利率应接近中性利率。中性利率取决于潜在经济增速和通胀中枢的变化。近年来潜在经济增速和通胀中枢均有所上升，中性利率可能高于过去水平。据国会预算办公室（CBO）估计，潜在 GDP 增速将从 2015-2017 年平均 1.85%升至 2024-2026 年平均 2.1%，主要是因为劳动生产率的提高、企业投资规模增加和 AI 技术革命等因素。同时，2024-2026 年 PCE 和核心 PCE 通胀年均可能分别达到 2.2%和 2.4%，明显高于疫情前 10 年平均水平。我们预计中性利率水平可能已升至 3%-3.5%，高于疫情前美联储估计的 2.5%-3%。

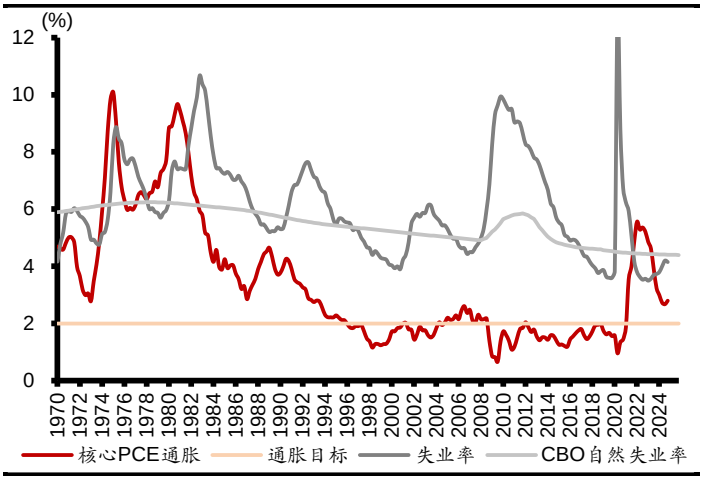
近年来，美国经济明显过热，年均 GDP 增速大幅超过潜在增速。经济过热主要因为财政赤字率居高、家庭储蓄率过低和住宅与企业投资强劲。经济供需缺口和储蓄投资缺口扩大，贸易账户逆差增加，需要吸引更多境外资金流入进行融资，利率产生上升压力。如果要降低通胀和利率水平，就需要降低财政赤字率、提高家庭储蓄率和减少企业资本支出，实现供需再平衡。但无论是降低财政赤字率，还是提高家庭储蓄率，亦或减少企业资本支出，都意味着美国需求收缩，将给全球经济带来下行风险。

2025 年长期国债收益率可能小幅下降。预计 10 年国债收益率从 2024 年底的 4.2%降至 2025 年底的 4%和 2026 年底的 3.7%。长期国债收益率反映市场对未来经济增长和通胀前景的预期。名义 GDP 增速包含实际经济增长和通胀两个变量，长期国债收益率与名义 GDP 增速趋势密切相

关。预计名义 GDP 增速将从 2024 年的 5.1%放缓至 2025 年的 4.5%和 2026 年的 4.1%。因此，未来两年长期国债收益率可能有所下降。

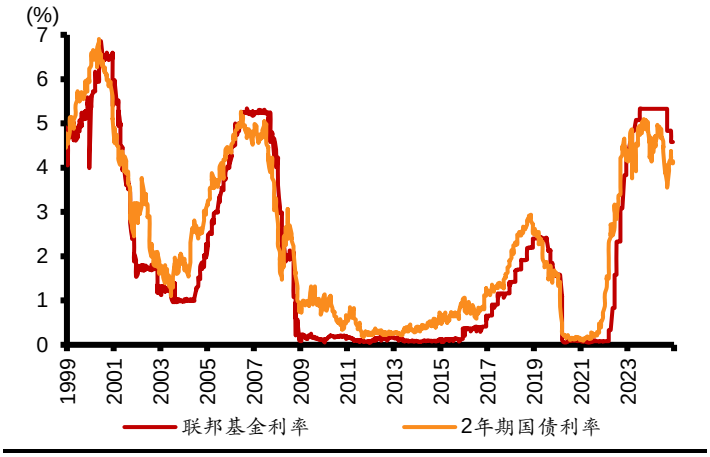
2025 年美元指数可能先强后弱。预计美元指数将从 2024 年底的 105.5 降至 2025 年底的 104.5，并在 2026 年底进一步降至 102。美元指数的走势主要受美国经济相对强弱和市场风险偏好变化的影响。欧元/美元汇率占美元指数权重近 60%，对美元指数走势具有决定性影响。特朗普政策倾向于提振美国经济而打击非美经济，扩大美国与其他地区经济增速差和利差。在全球市场“特朗普交易”推动下，美欧利差有所扩大，2025 年上半年美元或依然偏强。但 2025 年下半年，美国经济放缓可能更加明显，美欧经济增速差可能缩小，美元指数目前超调状态可能逆转而有所回落。此外，日本央行进一步加息将使美日利差缩小，推动美元指数小幅回落。但美元很难大幅走弱，特朗普贸易政策不确定性及其维护美元国际货币地位的坚定承诺，可能抵消推动美元走弱的因素的作用。

图 49: 美联储双重使命完成情况



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 50: 联邦基金利率和 2 年国债收益率



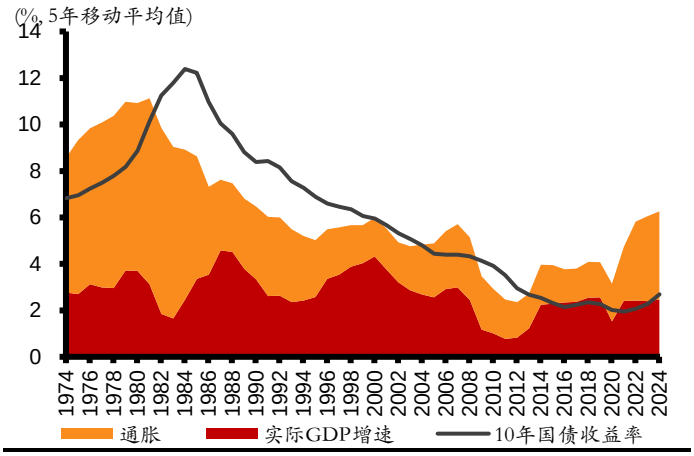
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 51: 泰勒法则测算的合宜政策利率

(%)	中性实际利率	自然失业率	基准情景			乐观情景			悲观情景		
			核心通胀	失业率	政策利率目标	核心通胀	失业率	政策利率目标	核心通胀	失业率	政策利率目标
4Q23	1.50	4.20	3.20	3.70	5.80	3.20	3.70	5.80	3.20	3.70	5.80
1H24	1.50	4.20	2.80	3.90	5.00	2.80	3.90	5.00	2.80	3.90	5.00
2H24	1.50	4.20	2.60	4.20	4.40	2.70	4.00	4.75	2.50	4.40	4.05
2025	1.50	4.20	2.30	4.30	3.85	2.40	4.10	4.20	2.20	4.50	3.50

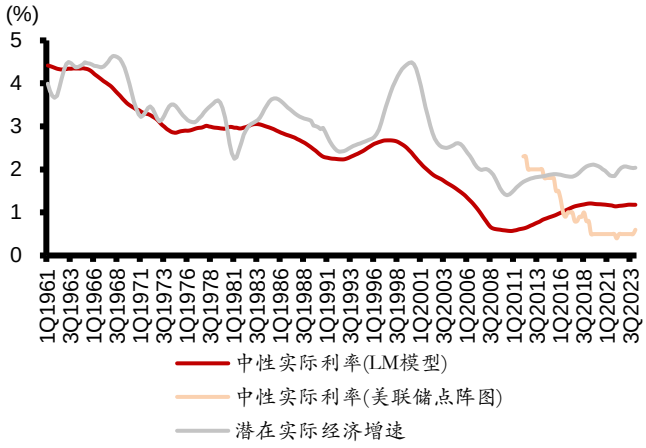
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 52: 通胀、实际 GDP 增速和 10 年国债收益率



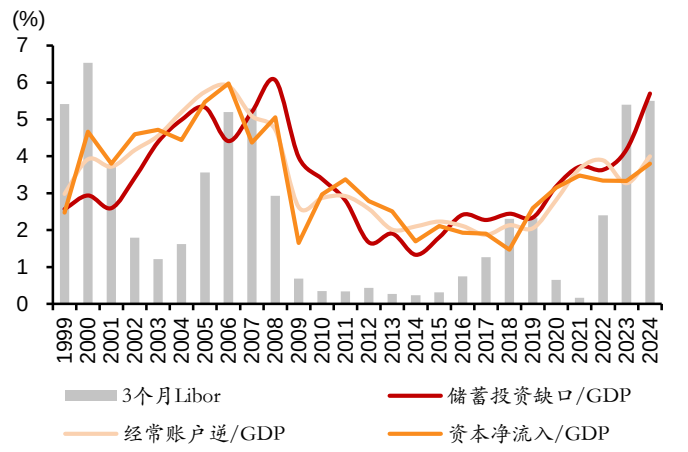
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 53: 中性实际利率 (R*)



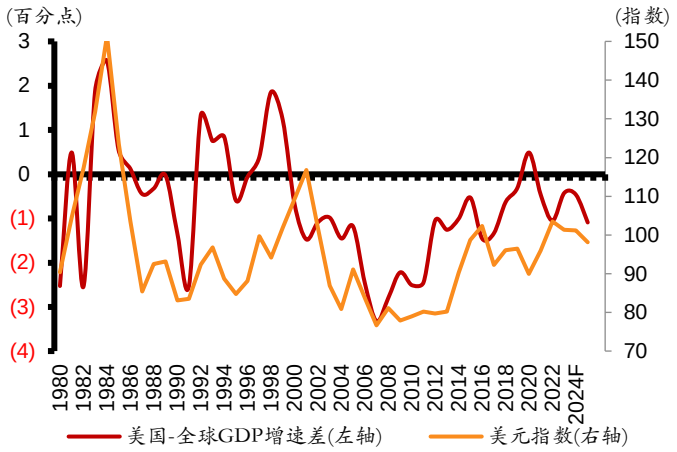
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 54: 储蓄投资缺口、经常账户逆差和资本净流入



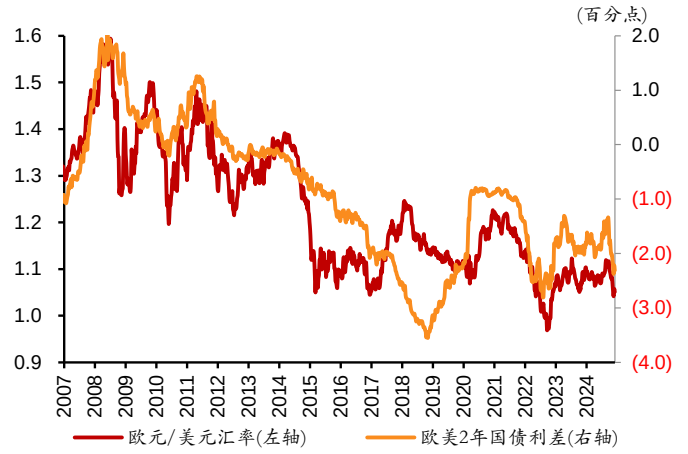
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 55: 美国与全球 GDP 增速差和美元指数



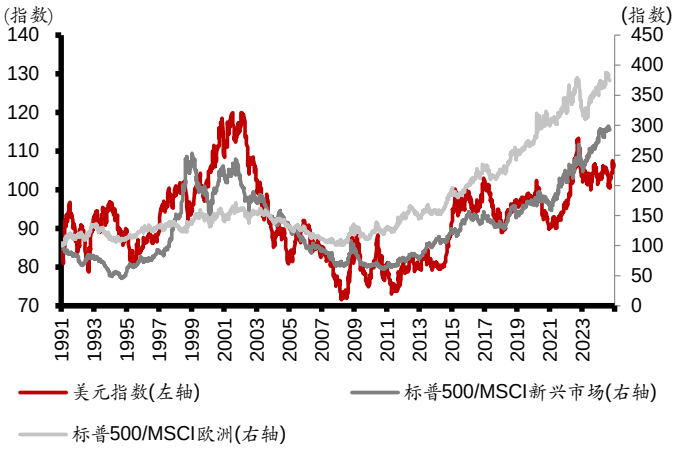
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 56: 欧元/美元汇率和 2 年国债利差



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 57: 美元指数和美股相对表现



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

行业展望

- 中国半导体板块 – 优于大市
- 中国科技板块 – 优于大市
- 中国互联网及软件板块 – 优于大市
- 中国必选消费板块 – 同步大市
- 中国可选消费板块 – 同步大市
- 中国汽车板块 – 优于大市
- 中国医药板块 – 优于大市
- 中国装备制造/天然铀板块 – 优于大市
- 中国保险板块 – 优于大市
- 中国房地产板块 – 优于大市

中国半导体板块 优于大市

杨天薇 – lilyyang@cmbi.com.hk
张元圣 – kevinzhang@cmbi.com.hk

AI 热潮将在 2025 年延续

2025 年投资主线展望

展望 2025 年，我们维持此前的三条投资主线推荐： 1）人工智能主线；2）半导体产业链自主可控主题；3）高股息防御策略。人工智能和半导体产业链自主可控这两大主线是我们去年投资展望的首选（链接），也是两个全年最受市场关注的投资主题。个股层面，我们继续看好两大主线中 A 股市场的代表标的：中际旭创（300308 CH）和北方华创（002371 CH）。两只股票年初至今的涨幅分别为 66%和 64%（截至 2024 年 12 月 5 日）。另外，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。因此，我们**新增了第四个 “半导体行业并购”投资主线。**

投资主线一：“人工智能”— 维持对行业长期增长的积极展望；在多轮投资周期中把握机会

2024 年，人工智能产业链核心受益标的表现亮眼，主要受益于算力基础设施投资的大幅增加，推动产业链 AI 相关业务收入实现强劲增长。尽管一些投资人始终存有对 AI 发展可持续性的担忧，我们依旧对该行业的长期发展前景充满信心。据彭博预测，**美国三大云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 的资本支出总额将在 2024 年实现 42%增长，并于 2025 年再度增长 18%至 2500 亿美元。**全球云厂商、云计算公司、互联网企业、主权国家和产业客户均展现出对算力层面的大量需求。例如，12 月初，xAI 宣布将其超级计算机升级到可容纳 100 万颗 GPU；Meta 也计划在路易斯安那州新建一个 2GW 的数据中心，我们预计这可能将需要配置 100 多万颗 GPU。因此，我们维持对 AI 行业长期增长的积极展望。虽然产业链核心标的的股价已于 2024 年实现大幅上涨（英伟达、台积电、中际旭创的股价从年初至今已分别上涨 188%/97%/66%，截至 2024 年 12 月 5 日），我们认为在后续的多轮 AI 投资周期中，产业链核心受益标的仍存在投资机会（AI GPU 的迭代、AI 应用的爆发，以及变现策略的实现等）。不过，投资人也应注意潜在的风险，如中国的 AI 产业链可能面临美国政府的进一步出口管制。

在我们的 A 股覆盖中，

- **首推标的：中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）：**我们认为，中际旭创是 A 股上市标的中受益于全球人工智能产业发展红利的主要受益者之一。公司 2024 年前三季度收入同比大幅增长 146%，其中 800G 等高速光模块产品在出货组合中的占比持续提升。前三季度毛利率维持在 33% 左右，净利润同比增长 190%。公司 1.6T 光模块产品已全面完成了前期的送测和认证工作，预计于 2024 年 12 月开始出货。我们认为在 800G 光模块需求保持强劲、1.6T 光模块加速上量的推动下，公司 2024/25 年的销售额有望实现同比 126%/41%的增长。维持“买入”评级，目标价为 186 元人民币。**其他 AI 光通信产业链的受益者包括新易盛（300502 CH，未评级）和天孚通信（300394 CH，未评级）。**

其他受益标的包括：

- **生益科技（600183 CH，买入，目标价：28.75 元人民币）：**公司 2024 年前三季度收入同比增长 19%，毛利率从 2023 年四季度的 18.4% 恢复至 2024 年三季度的 22.9%。我们预计公司 2024/2025 年销售额将同比增长 20%/16%，毛利率将逐步改善至 22.1%/23.6%，主要驱动力来自：1）AI/服务器产品收入的增长（前三季度 服务器销售额同比增长 21%）；2）下游电气化趋势。目前，公司极低损耗产品已通过多家国内及海外终端客户的材料认证，目前正处于产品项目的认证中。**维持“买入”评级，目标价为 28.75 元人民币。**

投资主线二：“半导体产业链自主可控”— 我们长期看好中国半导体产业链自主可控趋势带来的国产份额提升机会

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保证供应链安全上。对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势，这将为产业链相关受益标的带来市场份额提升的巨大红利。我们看到美国政府分别于 2022 年和 2023 年的 10 月公布了一系列的出口管制措施，并于 2024 年 11 月再次加码，将 140 家中国大陆半导体相关公司列入了实体清单，其中包括晶圆代工厂、设备厂和芯片领域的投资公司。美国政府出台管制措施旨在将以下产品纳入出口限制：1）生产先进制程集成电路所需的半导体制造设备，包括部分刻蚀、沉积、光刻、离子注入、退火、计量检测以及清洗设备；2）用于开发或生产先进制程集成电路的软件工具（如 EDA 软件），包括增强先进设备生产力或传统设备功能的软件；3）先进计算集成电路的关键部件—HBM 芯片等。**我们认为，下一届特朗普政府或将维持目前已有的各种限制措施，甚至可能会进一步收紧。**

部分中国内地代工企业将受到美国最新出口限制措施的影响，比如包括中芯国际（688981 CH/981 HK）子公司在内的七家晶圆代工企业被列入实体清单。华虹虽然没有被列入实体名单，但已从 VEU 白名单中移除，后续可能需要向美国商务部工业和安全局申请许可证、并接受更严格的监管。

- **华虹半导体（1347 HK，买入，目标价： 24 港元）：**华虹半导体 2024 年三季度收入同比下降 7.4%，但环比增长 10.0%至 5.26 亿美元。毛利率从 2024 年一季度/二季度的 6.4%/10.5%提升至三季度的 12.2%。据 Counterpoint，华虹半导体在 2024 年三季度的市场份额约为 2%。我们预计新禁令的限制措施对公司的影响有限。随着地缘政治风险的加剧，我们相信中国内地的晶圆厂将会在半导体产业链自主可控不断深化、相关产业投资增长的推动下进一步受益。据 Digitimes 报道，意法半导体（STMicroelectronics）于今年 11 月宣布与华虹半导体合作，双方将于 2025 年底前在深圳开始生产 40 纳米的 MCU 芯片。我们预计该公司明年的整体产能利用率将维持在 95% 以上。**维持“买入”评级，目标价为 24 港元。**

根据 WSTS 的数据，中国半导体设备市场 2023 年的市场规模为 370 亿美元。该市场主要由海外设备商主导（排名前五的海外设备制造商在 2023 年的市场份额为 73%）。**我们预计中国市场当前的国产替代率在 20%以下**（去年中国内地前 15 家已上市的设备制造商的市场份额共计约为 16%）。此次实体清单新增了大部分国内头部的设备供应商，包括北方华创（002371 CH）、拓荆科技（688072 CH）、盛美半导体（688082 CH）、中微半导体（688012 CH）、至纯科技（603690 CH）等。

我们预计新的禁令将在一定程度上影响 2025 年中国区的资本开支，从而导致投资放缓。然而，日本和荷兰设备厂商暂不在受限范围内，其产品仍可进入中国市场。据 SEMI 测算，中国 300mm 晶圆制造的设备支出将从 2024 年的 450 亿美元的峰值下降至 2027 年的 310 亿美元。展望未来，受益于半导体产业链自主可控趋势的加强，我们对国内设备供应商保持乐观展望。我们预计新的禁令主要影响海外设备厂商的收入（预计前五名海外设备龙头在中国地区的销售额将下降 94 亿美元）。

- **北方华创（002371 CH，买入，目标价： 426 元人民币）是我们在该主题下的首推标的。**公司管理层表示，公司目前生产经营正常，本次被列入“实体清单”不会对公司业务产生实质性影响。我们相信，公司已经做了关键部件和原材料的相关替代方案。我们看好北方华创的发展：1）公司将受益于中国半导体产业链自主可控的趋势；2）公司会持续扩大产品覆盖面，有望实现市场份额的持续提升。公司前三季度的收入同比增长 40%。下游存储芯片供应商长鑫存储尚未被列入实体清单，公司有望维持原有的资本开支计划，我们预计北方华创 2024/25 年收入将同比增长 26%/24%。**维持“买入”评级，目标价为 426 元人民币。**

- **韦尔股份（603501 CH，买入，目标价： 130 元人民币）：**韦尔股份是中国图像传感器行业的龙头，同时也是中国半导体产业自主可控趋势下的受益者之一。在过去的几个季度，公司的收入实现强劲复苏。公司管理层将这一增长归功于下游消费市场的进一步回暖、公司产品在高端智能手机市场的产品导入，以及在汽车市场自动驾驶应用的持续渗透。管理层强调，车载图像传感器将成为公司未来收入的主要驱动力，受益于汽车所需摄像头数量的提升，以及平均售价的增长。在智能手机领域，韦尔股份计划在 2025 年推出更多高端产品，如 200MP/0.6μm 像素和 50MP/1.0μm 像素传感器产品，这将有望进一步提升其市场份额。**维持“买入”评级，目标价为 130 元人民币。**

- **卓胜微（300782 CH，持有，目标价：86.0 元人民币）：**卓胜微是中国手机射频前端行业的龙头，公司目前正处于从设计公司过度到轻晶圆厂模式的战略转型期。公司的转型有望大幅提升产品质量，但同时也将使公司的盈利能力在短期内承压。这一影响已经在 2024 年三季度的业绩中有所体现。收入层面看，卓胜微射频前端模组业务的收入占比在较过去几个季度中有所上升，我们预计该业务将成为公司未来收入的主要增长动力。尽管我们仍然看好公司的长期发展，但我们认为卓盛微需要经受住当前商业模式转型带来的挑战，才能在全球舞台上再次闪耀光芒。**维持“持有”，目标价为 86.0 元人民币，对应 45 倍 2025 年预测市盈率。**

- **闻泰科技（600745 CH，买入，目标价：52 元人民币）：**闻泰科技被美国商务部列入实体清单，公司初步评估事件影响有限。我们认为该事件不太会影响公司的日常运营。在国内汽车市场的强劲需求以及消费电子市场季节性采购的推动下，闻泰科技于 2024 年前三季度实现收入增长 20%。其中，半导体板块毛利率于三季度恢复至 40%；传统业务前三季度销售实现同比 33%的增长，部门收入结构进一步改善（三季度：智能手机、平板电脑贡献约 50%的收入，其余收入则来自家电/汽车/物联网销售）。同时，产品集成业务净亏损进一步收窄。其中，智能手机/平板电脑业务从 2024 年三季度实现扭亏为盈，而家电业务则连续两个季度实现盈利。**维持“买入”评级，目标价为 52 元人民币。**

- **贝克微（2149 HK，买入，目标价： 49.8 港元）：**贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆供应商。公司专注于工业级模拟 IC 市场，并开发出中国唯一的全栈式设计平台，打通模拟 IC EDA+IP+设计全流程。公司 2024 年上半年业绩表现出色，收入同比增长 42.1%，主要得益于新产品的持续推出（公司目前拥有超过 500 款 SKU，2023 年为 400 多款）。我们看好贝克微：1）三大差异化优势使公司在市场中具备独特地位（报告）；2）公司收入增长强劲（我们预测 2024 至 2026 年收入增速在 35%以上），且毛利率稳定（~54%）；3）估值具备吸引力（公司 2024/25 年市盈率为 11.7 倍/8.2 倍，基于 2024 年 12 月 10 日收盘价）。**我们维持对贝克微的买入评级，目标价为 49.8 港元。**

投资主线三：“高股息防御策略”

电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。目前中国主要电信运营商的股息率分别为：中国移动（941 HK），6.86%；中国联通（762 HK），6.14%；中国电信（728 HK），5.93%；中国铁塔（788 HK），4.86%；中兴通讯（763 HK），3.78%。

由于市场普遍预计 2025 年长期债券收益率将持续下降，这将使得依赖持有大量债券来产生高额利息收入、从而满足长期债务需求的保险公司和养老基金将在未来面临挑战。这一趋势有望促进投资者的资产配置目标转移至高股息收益的公司上，并作为规避风险策略的替代选项。在此趋势下，我们认为中国移动、中国电信和中国铁塔等电信运营商将成为主要受益者。鉴于这些公司的业务高度稳定、且可预测性强，并且管理层长期主张通过股票回购和股息的稳定增长来实现股东回报。

- **中兴通讯（000063 CH，买入，目标价：32.86 元人民币）/（763 HK，买入，目标价：22.43 港元）：**中兴通讯 2024 年三季度收入同比下降 3.9%，环比下降 13.6%，毛利率环比改善至 40.4%（上季度/去年同期分别为 39%/44.6%）。净利润同比下降 8.2%，环比下降 27.3%。公司业绩表现不佳主要由于中国电信行业资本支出减少（2024 年国内电信公司资本支出将下降约 5%），以及公司人工智能服务器进展延迟。展望未来，在海外运营商/消费者/政企业务双位数增长的推动下，我们预计中兴通讯 2024 年将实现温和增长，2025 年同比增长 8.2%。**我们维持对中兴通讯 A 股和港股的买入评级，A 股目标价为 32.86 元人民币，港股目标价为 22.43 港元。**
- **中国铁塔（788 HK，持有，目标价：0.95 港元）：**中国铁塔 2024 年三季度收入同比增长 2.2%至 242 亿元人民币，净利润同比增长 12.6%至 28 亿元人民币。前三季度，公司传统塔类业务收入同比增长 2.4%，其中塔类业务收入同比小幅增长 0.9%，两翼业务收入同比大幅增长 18%。与此同时，国内三大电信运营商宣布 2024 年资本支出计划环比减少 5.4%，表明战略重点将从 5G 网络部署逐步转向云计算和算力投资。**我们预计中国铁塔 2024/2025 的整体收入将分别实现 2%/4%的温和增长，故维持对中国铁塔的“持有”评级，目标价为 0.95 港元。**

投资主线四：“并购整合机遇”

2024 年，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。据同花顺（链接）统计，截至 2024 年 11 月 22 日，中国市场共有 58 家半导体行业上市公司披露并购事件，较去年同期的 41 家增长 41.46%。我们认为这一系列并购活动有望帮助相关公司：1）扩大客户基础和产品、技术组合；2）提升更大的市场份额；3）增强公司竞争和盈利能力。

此外，随着国内 IPO 审批的放缓，并购整合成为财务投资者切实可行的退出方式。受益于“并购六条”的推动，原本计划寻求 IPO 的公司可能转向寻求并购整合的机会。我们预计，上市公司、未上市企业开展并购整合的意愿或将提升，通过这些途径巩固自身市场地位，并加速推动业务板块发展。

图 1: 2024 年中国半导体行业并购整合案例

公告日期	收购方	被收购方	项目简介	收购价格
8/12/2024	**长电科技 (600584 CH)** 封装测试	**晟碟（上海）** 封装测试、存储	长电科技以 6.678 亿美元收购西部数据子公司晟碟半导体（上海）80% 的股权。长电科技此次收购旨在加强其在闪存封装领域的地位。	6.7 亿美元 (80% 的股权)
10/15/2024	**纳芯微 (688052 CH)** 传感器，信号链芯片设计	**麦歌恩** 磁传感器	交易规模尚未公开披露。收购成功后，纳芯微将持有麦歌恩 100%的股份。通过此次收购，纳芯微将整合麦歌恩在模拟和混合信号产品组合方面的技术。	NA
11/5/2024	**思瑞浦 (688536 CH)** 模拟芯片设计	**创芯微** 电源管理芯片设计	通过可转换债券、现金支付和发行股票的方式购买创芯微 100%的股权。此外，思瑞浦还将通过发行股份筹集配套资金。此次收购将扩大思瑞浦的产品组合，尤其是电池和电源管理芯片，并使客户群体多样化。	10.6 亿人民币
11/5/2024	**晶丰明源 (688368 CH)** 模拟及混合信号链芯片设计	**易冲科技** 无线充电芯片	交易规模未公开披露。晶丰明源将收购四川易冲半导体的控股权，以扩大其模拟芯片产品组合，尤其是无线充电产品。	NA
11/6/2024	**兆易创新 (603986 CH)** 存储，传感器芯片设计	**苏州赛芯** 电源管理芯片设计	此次交易涉及多方，总交易额为 5.81 亿元人民币（70% 股权）。此次收购将提升兆易创新在模拟芯片市场的地位。	3.16 亿人民币 (38.1%的股权)
11/18/2024	**希荻微 (688173 CH)** 电源管理，信号链芯片设计	**诚芯微** 电源管理芯片设计	交易规模未公开披露。希荻微将通过发行股票和支付现金的方式收购诚芯微 100%的股权。此次收购将丰富希荻微在消费、汽车和工业应用领域的产品组合。	NA

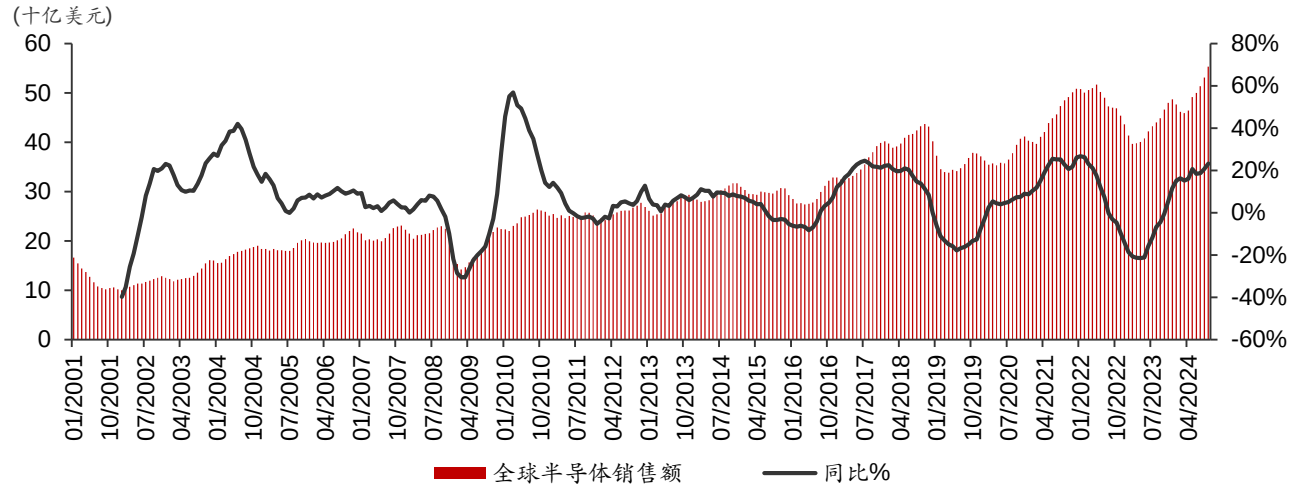
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

全球半导体市场展望

2025 年全球半导体市场预计将增长 11%

根据 SIA 的数据，2024 年前三季度全球半导体销售额同比增长 18%。按地域划分，美洲（占全球份额 29%）以 36% 的同比增速领跑，中国内地（占 30%）/亚洲其他地区（占 25%）分别以 24%/15% 的增速紧随其后。欧洲（占 9%）/日本（占 8%）则分别下降 8%/ 4%。

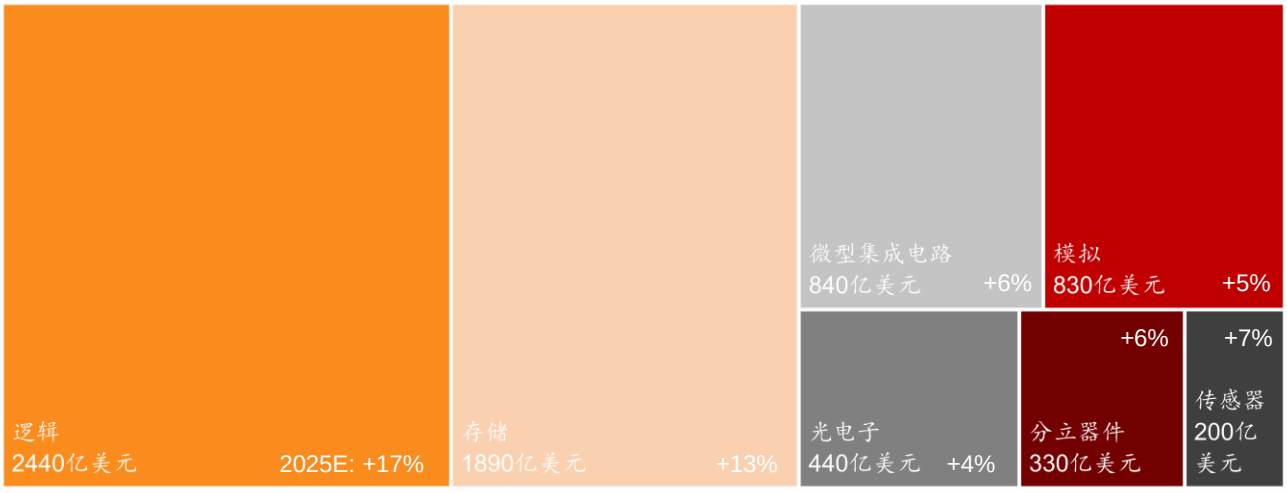
图 2: 全球半导体销售额及同比增长



资料来源: SIA, WSTS, 招银国际环球市场

WSTS 预测，2024 年全球半导体市场将增长 19%至 6,270 亿美元，2025 年将再次增长 11%至 6,970 亿美元。半导体市场的增长主要受益于人工智能需求的推动，逻辑芯片（占 33%）和存储芯片（27%）预计将带动行业在这两年的增长（2024/2025 年增速分别为 17%/17% 和 81%/13%）。鉴于多个终端市场需求有望逐步复苏，其他细分市场预计将在 2025 年恢复增长（预计为个位数的同比增长）。按地域划分，**美洲**（30%）**和亚太地区**（ 54%）**将引领行业增长，**2024/2025 年的同比增速分别为 39%/17%和 15%/10%。

图 3: 2025 年全球半导体行业细分板块增速



资料来源: SIA, WSTS, 招银国际环球市场

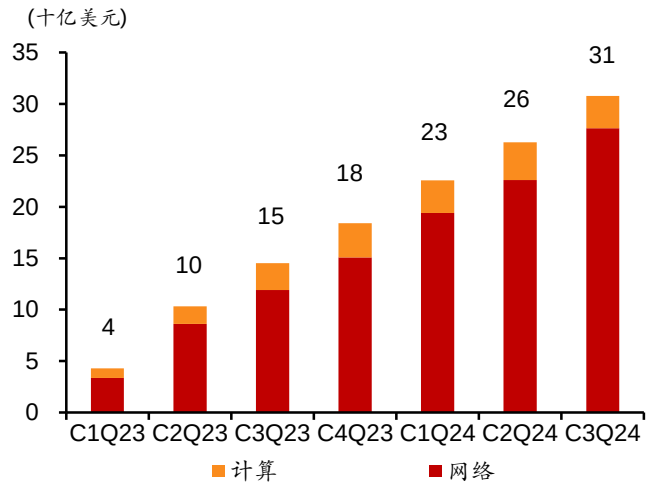
乐观：2025 年全球逻辑芯片市场将增长 17%

2024 年全球逻辑芯片销售额预计将达到 2,090 亿美元（同比增长 17%），2025 年将增长至 2,440 亿美元（同比增长 17%）。市场的主要参与者包括英伟达（NVDA US）、AMD（AMD US）、高通（QCOM US）等。在人工智能强劲需求的推动下，英伟达的数据中心中算力类销售额在前三季度同比大幅增长 192%至 460 亿美元，高于逻辑芯片销售额的增幅（据 WSTS，2024 年逻辑芯片销售额预计为 300 亿美元）。

根据彭博一致预期，英伟达四季度数据中心的算力类收入预计将达到 300 亿美元，并且公司 2024 年的销售额预计将达到创纪录的 990 亿美元。AMD 同期的 AI GPU 收入预计为 50 亿美元（此前为 45 亿美元）。**若将这两家公司的数据中心算力与 AI GPU 收入作为全球 GPU 潜在市场规模，英伟达则在 2024 年占据了 95% 的市场份额。**

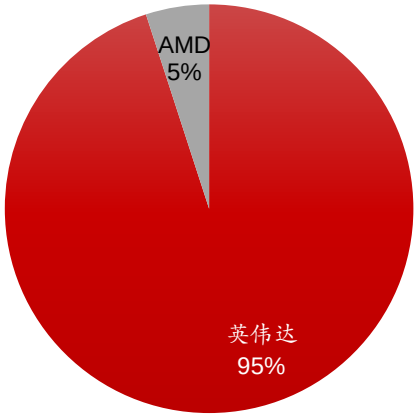
根据彭博一致预期，2025 年英伟达和 AMD 的数据中心算力/AI GPU 销售额分别为 1,560 亿美元（同比增长 58%）/100 亿美元（同比增长 94%），**表明随着人工智能需求的持续强劲增长，英伟达和 AMD 在 2025 财年的市场份额变化不会太大。**

图 4: 英伟达销售额拆分（按主营业务）



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 5: 英伟达/AMD 2024 年市场份额预测

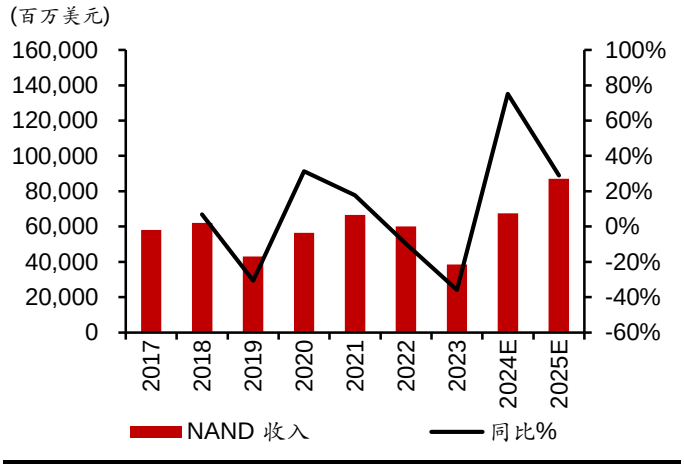


资料来源：公司资料，彭博一致预期，招银国际环球市场

乐观：2025 年全球存储芯片市场预计将增长 13%

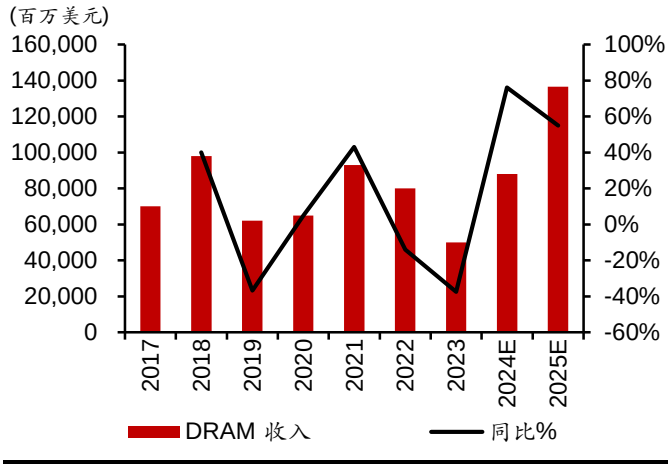
2024 年全球存储芯片市场销售额预计将达到 1670 亿美元，同比增长 81%，并将在 2025 年进一步增长至 1890 亿美元，同比增长 13%（据 WSTS）。尽管近年来传统存储芯片市场持续受到需求疲软的影响，但生成式人工智能的迅猛发展正成为驱动行业复苏的关键动力。尤其是对 HBM 芯片需求的激增推动了市场的快速扩张。作为一种专用型 DRAM，HBM 芯片专为满足人工智能工作负载对算力性能的高要求而设计。根据 TrendForce 的预测，受益于对 HBM 芯片需求的持续攀升，DRAM 芯片的平均价格预计在 2024 年和 2025 年分别上涨 53%和 35%。与此同时，DRAM 市场规模预计将在 2024 年增长 75%，达到 907 亿美元，并在 2025 年进一步增长 51%，达到 1,365 亿美元。

图 6: NAND 市场预测



资料来源: TrendForce, 招银国际环球市场

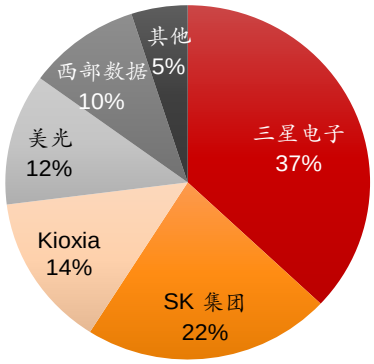
图 7: DRAM 市场预测



资料来源: TrendForce, 招银国际环球市场

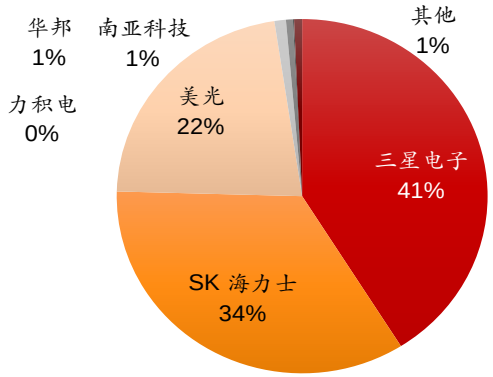
根据 TrendForce 的数据，全球 HBM 市场主要由三家公司主导，其中 SK 海力士以领先地位在**2024 年占据了全球市场份额的 52.5%**，并且将在 2025 年保持显著增长，持续巩固其在 HBM 市场的主导地位。在最新公布的业绩中，SK 海力士表示，2024 年三季度 HBM 销售额环比大幅增长超过 70%，同比增长 330%。强劲的高端产品销售带动 DRAM 和 NAND 的平均售价均实现约 15% 的增长。展望未来，在 HBM 技术持续进步的推动下，SK 海力士预计 HBM 在 DRAM 总销售额中的占比将从 2024 年三季度的 30% 提升至四季度的 40%。

图 8: NAND 市场竞争格局（2Q24）



资料来源: TrendForce, 招银国际环球市场

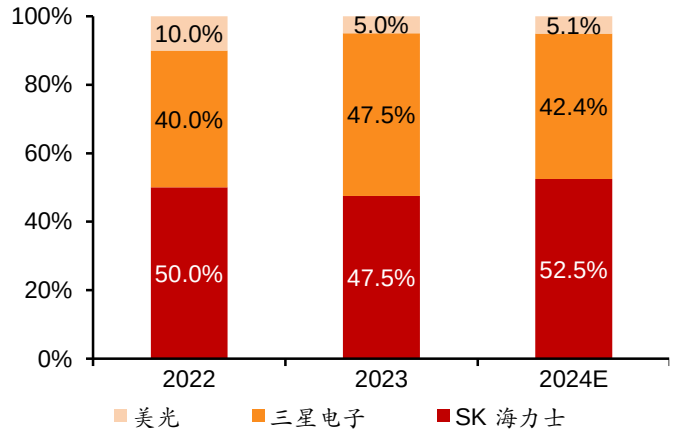
图 9: DRAM 市场竞争格局（3Q24）



资料来源: TrendForce, 招银国际环球市场

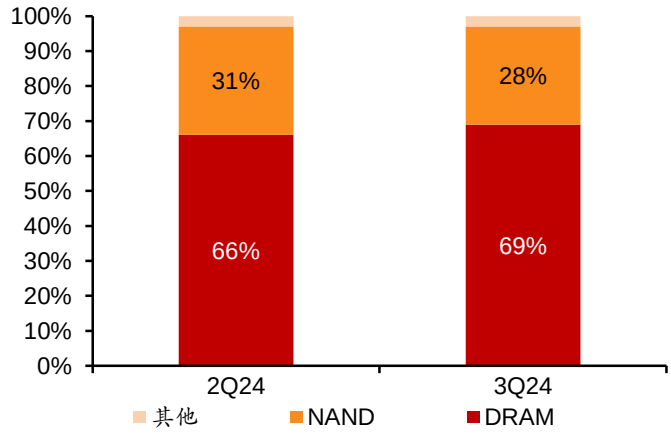
三星电子（占全球份额的 42.4%）和美光（5.1%）紧随其后，但两家公司的市场份额相对较小。预计三星电子将在与亚马逊在 Trainium 2 芯片上的合作，以及来自英伟达的批量订单的推动下进一步追赶对手 SK 海力士。

图 10: HBM 市场竞争格局



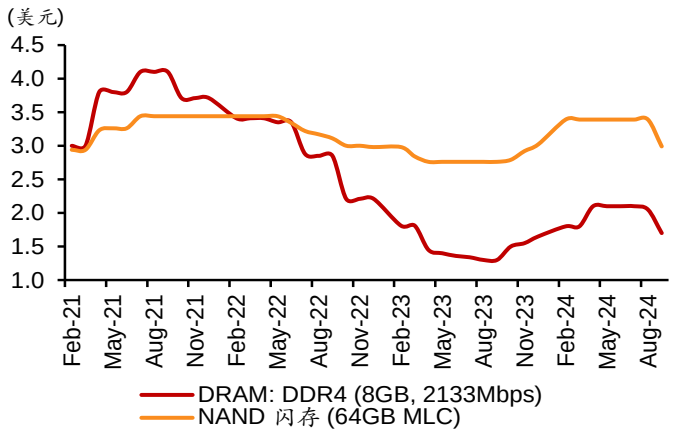
资料来源: TrendForce, 招银国际环球市场

图 11: SK 海力士收入拆分（按产品类型）



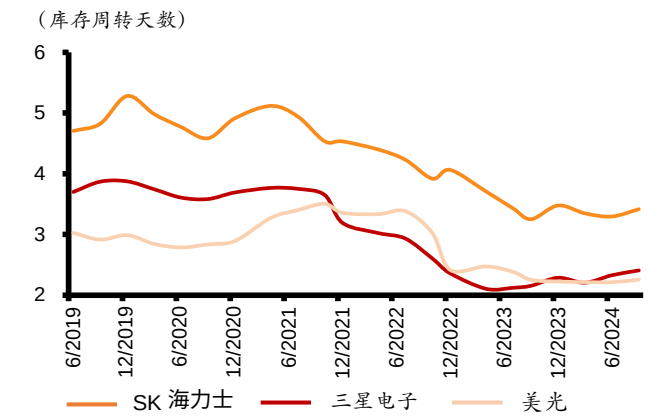
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 12: 存储产品平均合同价格



资料来源: 万得, 招银国际环球市场

图 13: HBM 市场参与者库存周转天数



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

随着 HBM3e 逐步集成到英伟达的 H200/B200 GPU 和 AMD 的 MI325X GPU 等产品中，HBM 市场正稳步迈向 HBM3e 。同时，业界玩家已经开始为预计于 2025 年推出的 HBM4 积极筹备。据 *Tom's Hardware* 报道，英伟达的 Rubin 平台将搭载 HBM4。另据路透社报道，英伟达已要求 SK 海力士加快 HBM4 芯片的交付时间。SK 海力士原计划在 2025 年下半年发货，但目前已将交付时间提前六个月，以满足英伟达的紧迫需求。这不仅反映了英伟达与 SK 海力士之间紧密的战略合作关系，也凸显了先进存储技术在支持尖端人工智能工作负载和高性能计算系统中的核心地位。HBM4 凭借更高的容量、带宽以及卓越的能效性能，有望重新定义下一代高性能存储解决方案，进一步推动人工智能和高性能计算的技术边界。

图 14: HBM 技术路线图

	带宽	速度(Gbps)	技术节点	2022				2023				2024				2025				2026			
				1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
HBM2e	三星电子	3.2 - 3.6	1Y 16Gb	8/16GB																EOL 时间未确定			
	SK 海力士	3.6	1Y 16Gb	8/16GB																			
	美光	3.2 - 3.6	1Z 16Gb	16GB							EOL												
HBM3	三星电子	5.6 - 6.4	1Z 16Gb					16GB	24GB														
	SK 海力士	5.6 - 6.4	1Z 16Gb			16GB			24GB														
HBM3e	三星电子	8 - 9.2	1alpha 24Gb									24GB	36GB										
	SK 海力士	8 - 9.2	1beta 24Gb									24GB		36GB									
	美光	8 - 9.2	1beta 24Gb									24GB			36GB								
HBM4		待定	待定	2024-2025 年下半年发布完整规格；2026 年发布 C/S																			

资料来源: TrendForce、招银国际环球市场

注：椭圆代表客户送样，红色与橙色分别代表不同规格产品

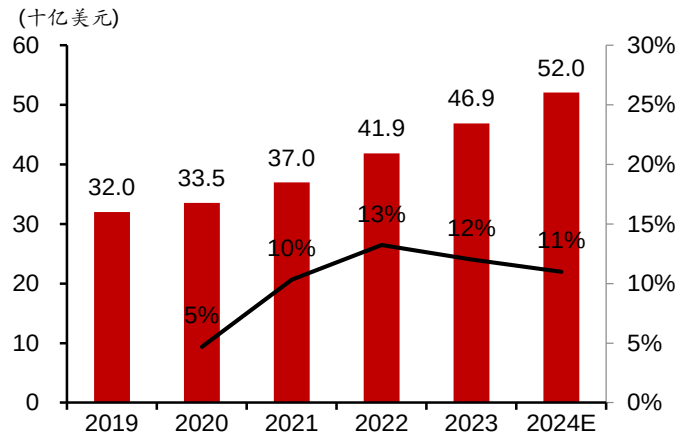
乐观： 2025 年全球传感器市场预计将增长 7%

■ **手机和汽车 CIS 市场份额的增长将推动中国 CIS 整体市场的扩张**

根据 AKSCI 的数据，全球传感器市场增长 12%至 470 亿美元，预计 2024 年将再次增长 11%至 520 亿美元。受益于 CIS 行业的快速扩张，中国传感器市场在 2023 年也呈现出了相似的增长趋势（增速为 16%），预计 2024 年将再次增长 16%。根据 Yole 的预测，CIS 市场将从 2023 年的 218 亿美元增长至 2029 年的 286 亿美元，复合增速为 4.7%。具体而言，索尼的市场份额预计将大幅增长至 50%，而三星电子和 SK 海力士等韩国公司的收入实现显著增长的可能性则相对较小。

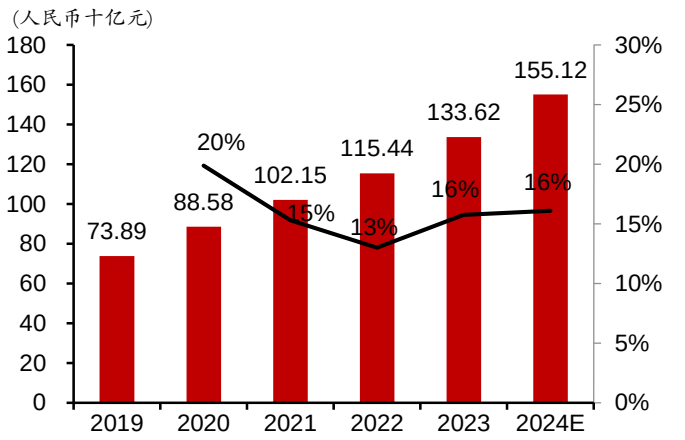
据 AKSCI，全球传感器市场在 2023 年增长了 12%，达到 470 亿美元，预计 2024 年将进一步增长 11%，达到 520 亿美元。受益于 CIS（CMOS 图像传感器）行业的快速扩张，中国传感器市场在 2023 年也表现出相似的增长趋势，增速达到 16%，并预计在 2024 年再次实现 16% 的增长。根据 Yole 的预测，CIS 市场规模将从 2023 年的 218 亿美元增长至 2029 年的 286 亿美元，CAGR 为 4.7%。其中，索尼的市场份额预计将显著扩大至 50%，而三星电子和 SK 海力士等韩国企业的收入增长空间则可能相对有限。

图 15: 全球传感器市场规模



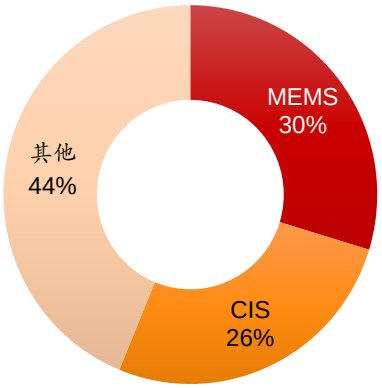
资料来源: AKSCI，招银国际环球市场

图 16: 中国传感器市场规模



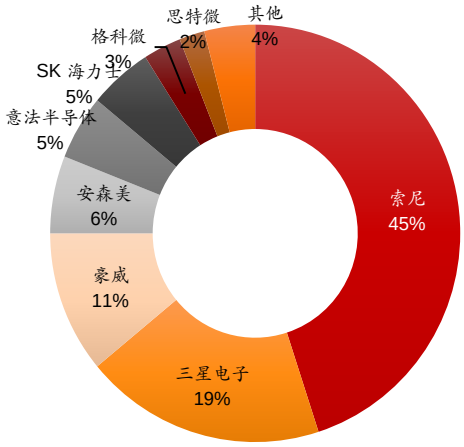
资料来源: AKSCI，招银国际环球市场

图 17: 中国传感器市场拆分（2024）



资料来源: Yole，招银国际环球市场

图 18: 全球传感器市场份额（2023）

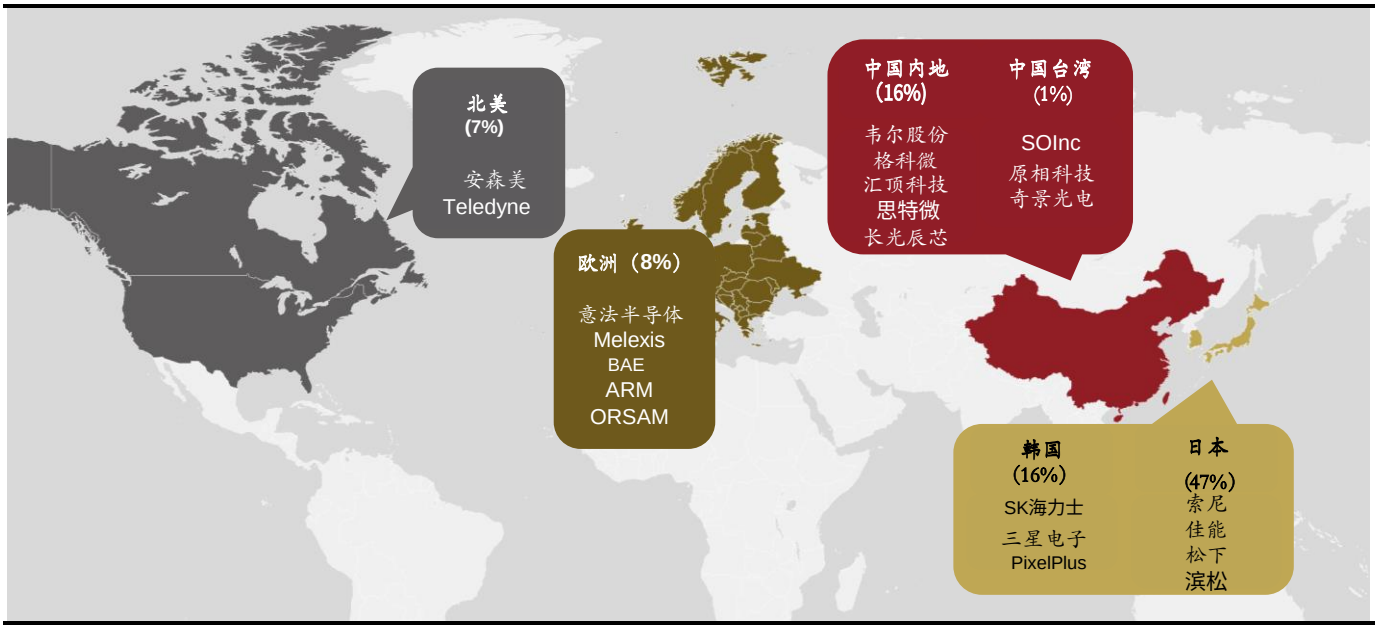


资料来源: Yole，招银国际环球市场

根据 Yole 的预测，汽车 CIS 市场将在未来迎来显著增长，市场规模预计从 2023 年的 23 亿美元增加至 2029 年的 32 亿美元。推动这一增长的主要因素包括单台汽车摄像头数量的持续增加，以及市场逐步转向高分辨率传感器，以满足高级驾驶辅助系统（ADAS）和自动驾驶技术的需求。此外，Yole 还预测，CIS 市场的增速将超过半导体行业的整体增速。

与此同时，地缘政治风险的加剧对全球 CIS 竞争格局产生了深远影响。美国对华为的制裁扰乱了全球供应链，并限制索尼等海外供应商在中国市场的发展，这为韦尔股份等中国本土企业创造了抢占市场份额的机遇。近年来，国内高端安卓智能手机品牌（如华为、OPPO 等）的崛起进一步巩固了中国 CIS 供应商的市场地位。韦尔股份等企业顺势扩大市场份额，逐步成为半导体产业链自主可控趋势的主要受益者，尤其是在高端图像解决方案领域。

图 19: 全球 CIS 市场竞争格局 (2023)



资料来源: Yole，招银国际环球市场

■ **韦尔股份 (603501 CH, 买入, 目标价: 130 元人民币)**

韦尔股份在过去几个季度实现了强劲的收入复苏，2024 年三季度收入再创历史新高。管理层将这一增长归因于消费者需求的回暖，以及公司产品在高端智能手机和先进汽车驾驶应用领域渗透率的持续提升。管理层特别指出，随着单台汽车摄像头数量的增加及对高级功能需求的推动，公司产品的平均售价稳步上升，汽车 CIS 有望成为未来收入增长的核心驱动力。在智能手机领域，韦尔股份预计将进一步扩大市场份额，并计划于 2025 年推出更多高端产品，例如 200MP/0.6μm 像素和 50MP/1.0μm 像素的传感器产品，以巩固其市场地位和技术优势。**维持对公司的买入评级，目标价为 130 元人民币。**

图 20: 同业对比

		市值	市盈率			每股收益 (美元)			收入（同比%）		
公司名称	股票代码	(百万美元)	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
霍尼韦尔	HON US	147,580	22.6	20.7	18.8	10.1	11.0	12.1	5.1	5.9	7.4
泰科电子	TEL US	45,425	20.1	18.8	16.9	7.6	8.1	9.0	-1.2	4.4	6.6
意法半导体	STM US	23,242	15.6	18.7	11.6	5.1	6.1	7.6	-11.5	10.9	10.2
恩智浦	NXPI US	58,039	17.5	17.7	14.9	1.6	1.4	2.2	-23.4	-2.6	13.0
英飞凌	IFX GY	43,602	17.5	21.7	15.5	13.0	12.9	15.3	-5.1	1.2	10.1
安费诺	APH US	88,166	39.6	33.6	29.9	2.0	1.5	2.2	-6.9	-4.8	11.7
西门子	SIE GY	159,768	17.7	16.9	16.0	6.3	7.2	9.1	-23.4	8.1	13.6
		平均值	***24.9***	***23.5***	***19.3***	***1.8***	***2.2***	***2.4***	***19.2***	***15.5***	***9.6***
韦尔股份	603501 CH	16,730	36.3	26.2	20.9	0.4	0.5	0.7	23.1	18.9	16.2
汉威科技	300007 CH	909	54.6	23.9	36.8	0.1	0.1	0.2	0.3	11.5	12.1
敏芯微	688286 CH	426	-	44.9	56.1	0.1	0.1	0.1	1.2	15.3	16.7
思特微	688213 CH	3,963	63.3	117.8	24.1	0.0	0.1	0.1	26.9	29.1	24.4
汇顶科技	603160 CH	5,149	58.8	34.6	39.7	0.2	0.3	0.4	92.1	32.6	25.1
纳芯微	688052 CH	2,580	-	47.0	90.0	0.2	0.2	0.3	10.1	16.3	14.4
四方光电	688665 CH	417	30.2	61.8	16.6	0.0	0.0	0.0	37.8	33.1	22.9
		平均值	***62.6***	***78.8***	***39.0***	***-0.3***	***0.1***	***0.2***	***41.2***	***36.8***	***27.4***

资料来源: 彭博（数据截至 2024 年 12 月 4 日），招银国际环球市场

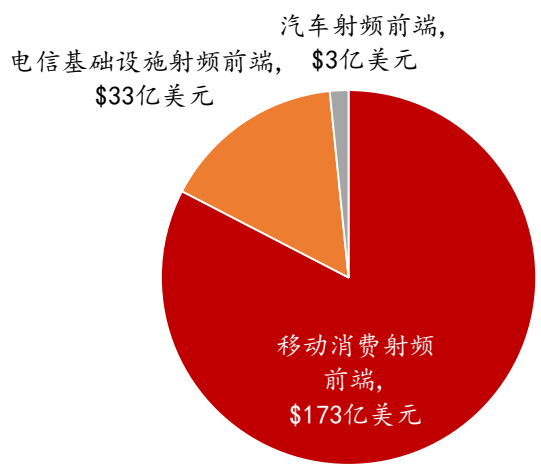
谨慎乐观：2025 年全球模拟市场预计将增长 5%

到 2023 年，全球射频前端市场规模已增长至 210 亿美元，呈现显著分化格局。根据 Yole 的数据，**移动消费射频前端市场**以 173 亿美元的规模占据主导地位，占总销售额的 80% 以上；**电信射频前端市场**为 33 亿美元，占比 16%；**车载射频前端市场**为 3 亿美元，占比 2%。展望 2025 年，射频前端市场预计将呈现终端市场复苏不均衡的现象。

展望未来，

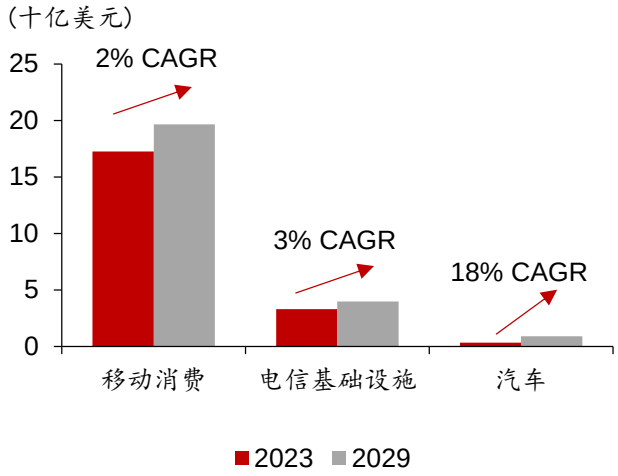
1) **移动消费射频前端市场：**由于智能手机出货量趋于饱和，且单台设备的价值量增长空间有限，预计该市场的增速将维持在**低个位数**。尽管人工智能热潮推动了对 SoC 和存储芯片等其他元器件的需求，但其对智能手机射频前端相关部分的拉动作用仍较为有限。
2) **电信射频前端市场：**根据 Yole 的预测，受益于 5G 网络持续建设和基础设施投资的增长，电信基础设施射频前端市场预计将在 **2026 年实现复苏**，并在 2029 年增长至 **40 亿美元**。
3) **车载射频前端市场：**根据 Yole 的预测，虽然车载射频前端是规模最小的细分市场，但受益于先进安全系统渗透率的不断提升以及电气化趋势的深化，预计该市场将在未来实现双位数增长，到 2029 年规模将增长至 9 亿美元，达到当前规模的三倍。虽然车载射频前端目前是规模最小的细分市场，但受益于**先进安全系统渗透率的提高**和**电气化趋势的深化**，预计该市场将在未来实现**双位数增长**。根据 Yole 的预测，到 2029 年，车载射频前端市场规模将增长至 **9 亿美元**，是当前市场规模的三倍。

图 21: 2023 年射频前端市场收入拆分（按终端市场）



资料来源: Yole, 招银国际环球市场

图 22: 射频前端领域各终端市场未来增速预测



资料来源: Yole, 招银国际环球市场

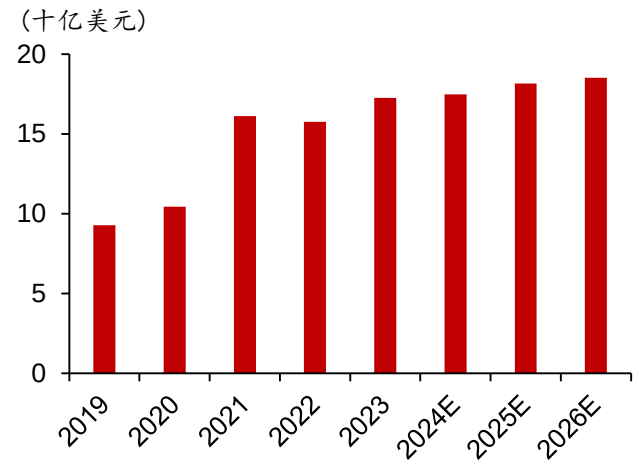
■ 移动消费射频前端市场将实现低个位数增长

在 5G 智能手机渗透率显著提升（从 2020 年的 20% 增至 2021 年的 41%）以及智能手机出货量环比增长 6% 的推动下，移动消费射频前端市场在 2021 年实现了超预期增长（此前预计增幅将超过 40%）。然而，这一增长势头在 2022 年有所放缓。尽管 2022 年智能手机出货量同比下降 11%，但由于 5G 手机市场份额增长 12% 部分抵消了负面影响，因此射频前端市场销售额同比基本持平。

进入 2023 年，随着市场逐步转向高端智能手机，产品组合得到改善，推动射频前端市场恢复增长。尽管整体智能手机出货量同比下降 3%，但高端市场（平均售价超过 500 美元）的份额增长了 3 个百分点，扩大至 30%。这一趋势带动每台设备中射频前端器件的占比增长 13%，为市场提供了增长动能。

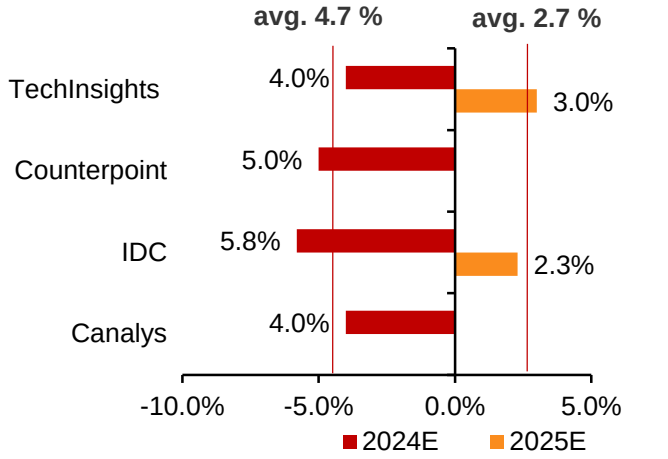
展望未来，随着智能手机出货量预计维持低个位数增长，同时每台设备中射频前端器件的占比趋于稳定，预计 2024 年及以后移动消费射频前端市场的年增速将保持在低个位数水平（同比约增长 2%）。根据多方预测（IDC、TechInsights、Counterpoint 等），全球智能手机出货量预计将在 2024 年和 2025 年分别增长 4.7% 和 2.7%，反映出市场温和复苏的趋势。

图 23: 射频前端市场规模变化趋势



资料来源: Yole, IDC, Canalys, TechInsights, Counterpoint, 招银国际环球市场

图 24: 2024/2025 年智能手机出货量增速预测

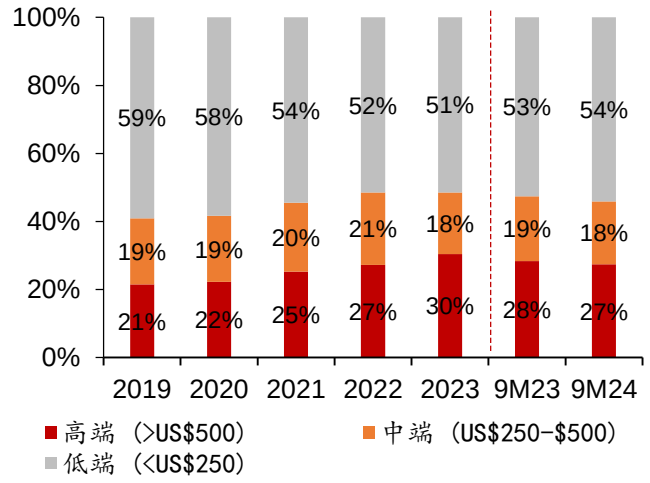


资料来源: IDC, Canalys, TechInsights, Counterpoint, 招银国际环球市场

截至 2024 年前三季度，入门级产品（平均售价低于 250 美元）的市场份额上升至 54%（去年同期和 2023 年分别为 53%和 51%）。高端产品的市场份额下降至 27%，增长势头有所减弱（去年同期和 2023 年分别为 28%和 30%）。中端产品（平均售价在 250 至 500 美元之间）的市场份额维持在 18%，表现稳定（去年同期和 2023 年分别为 19%和 18%）。

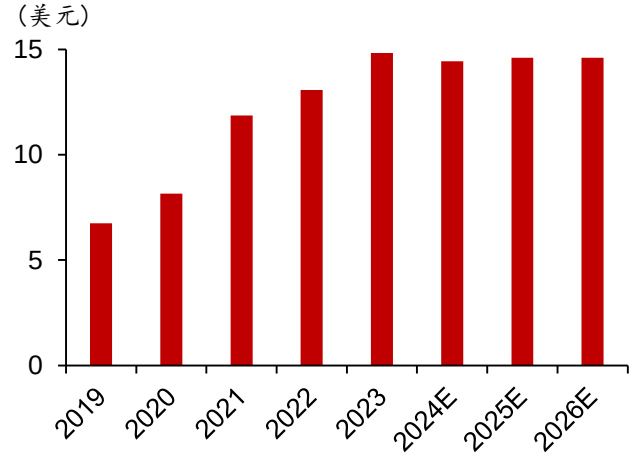
受当前不利的产品组合影响，我们认为 2024 年射频前端器件在每台智能手机中的占比可能出现下降。展望未来，我们预计射频前端器件在每台智能手机中的占比将趋于稳定。

图 25: 智能手机市场份额拆分（按产品价格）



资料来源: IDC, 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 射频前端零部件在每台设备中的价值量变化趋势



资料来源: IDC, 彭博, 招银国际环球市场

■ 汽车市场正加速向软件定义方向转型，车载射频前端企业有望迎来双位数的增长机遇

尽管近期汽车市场面临库存过剩的压力，我们认为，与移动设备和电信市场相比，车载射频前端市场的增长将更为显著。这一增长主要得益于对先进安全系统标准的持续提升，以及电气化和软件定义汽车趋势的加速深化所带来的不断增长的需求。

高通是车载射频前端市场的领导企业，凭借其全面的解决方案占据主导地位。这些解决方案包括射频前端模块的集成、天线调谐器以及蜂窝车联网连接技术（注：不包括连接解决方案）。这些技术能够有效支持联网和自动驾驶功能所需的先进通信系统，实现与 5G 的无缝集成，并进一步提升软件定义汽车的安全性、可靠性和运行效率。

图 27: 射频前端在汽车行业中的应用场景



资料来源: 高通，招银国际环球市场

与此同时，Qorvo 和 Skyworks 正积极拓展其车载相关产品组合，以满足车载射频前端市场日益增长的需求。这些公司提供的高性能射频模块、功率放大器和滤波器等产品，旨在提升车载连接性能，支持高级驾驶辅助系统（ADAS）以及信息娱乐系统的功能优化。

目前，中国企业在车载射频前端市场的影响力仍然较为有限，但这也反映出未来在这一领域投资与发展的巨大潜力。

图 28 车载射频前端市场的主要参与者

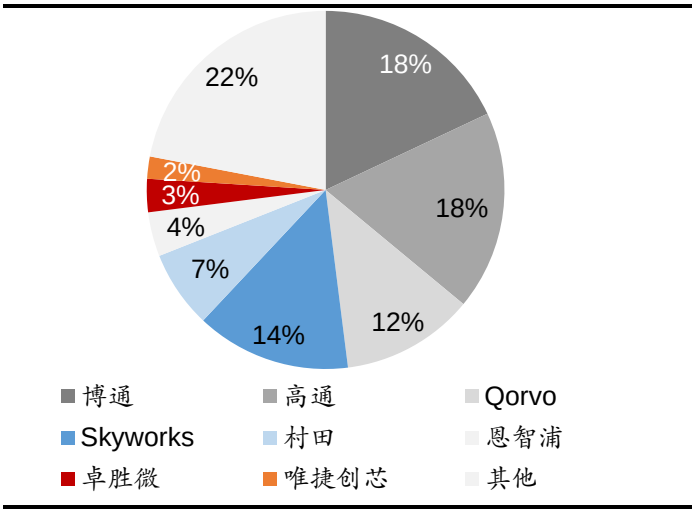
公司名称	公司近况更新
高通	- 汽车业务销售额（占 24 财年四季度收入的 9%）同比/环比分别增长 68%/11%。 - 25 财年一季度，汽车业务预计将实现 50% 以上的同比增长，但环比将维持稳定。 - 公司推出了全面的汽车产品组合，包括骁龙 Cockpit Elite 和骁龙 Ride Elite 车载平台，确立了在汽车数字驾驶舱和 ADAS 领域的领先地位。
Skyworks	- 工业和汽车业务收入占 24 财年四季度收入的约 10%。 - 公司已与梅赛德斯-奔驰展开合作，并表示将“持续将设计获胜（Design Wins）转化为互联汽车和电动汽车市场的互联、电源隔离及数字广播解决方案的收入增长。”
Qorvo	- 赢得了一家美国一级汽车供应商的车联网设计订单，并为一家位于德国的汽车原始设备制造商提供支持 - 获选为一家汽车原始设备制造商提供全套车联网和网络接入设备射频产品，预计将于本季度实现量产

资料来源: 公司资料，招银国际环球市场

■ 竞争格局: 排名前四的公司市场份额共计 62%

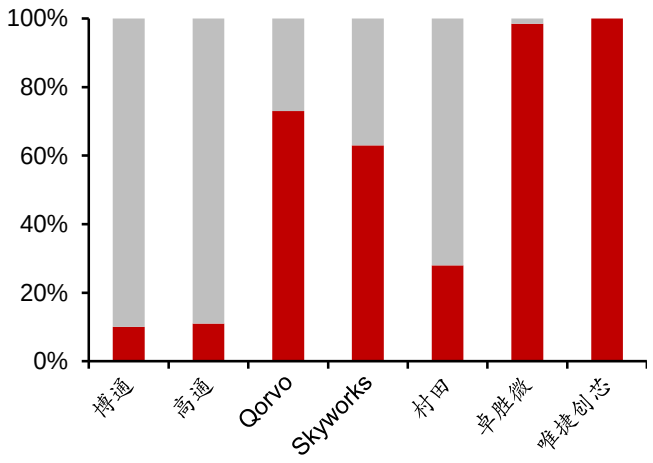
从竞争格局来看，射频前端市场主要由少数几家公司主导。根据 Yole 的数据显示，博通、高通、Qorvo 和 Skyworks 的市场份额合计达到 62%。中国厂商虽然正在奋力追赶，但目前市场份额仍相对较小。其中，卓盛微和唯捷创芯是该领域最大的两家中国企业，市场份额分别为 3% 和 2%。

图 29: 2023 年全球射频前端市场竞争格局



资料来源: Yole, 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

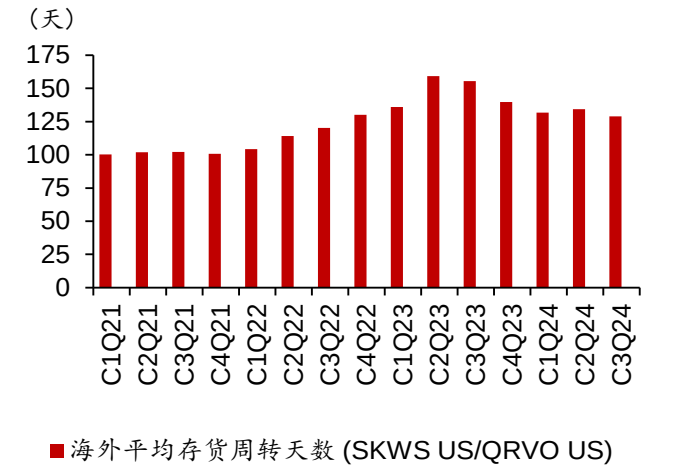
图 30: 射频前端销售额占市场主要参与者的收入比例



资料来源: Yole, 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

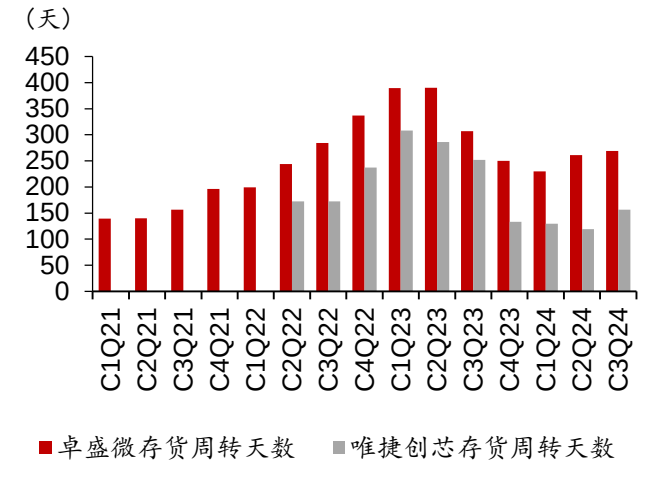
海外射频前端市场公司的库存水平虽较此前的峰值有所下降，但仍显著高于疫情前水平。总体来看，在各公司有效的库存管理下，海外企业的库存正在逐步回落。然而，与之相比，国内企业的库存水平在最近一到两个季度有所上升，这主要受市场需求复苏缓慢、季节性备货以及地缘政治风险加剧等多重因素的共同影响。

图 31: 海外同业平均存货周转天数变化趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 32: 卓胜微/唯捷创芯存货周转天数变化趋势

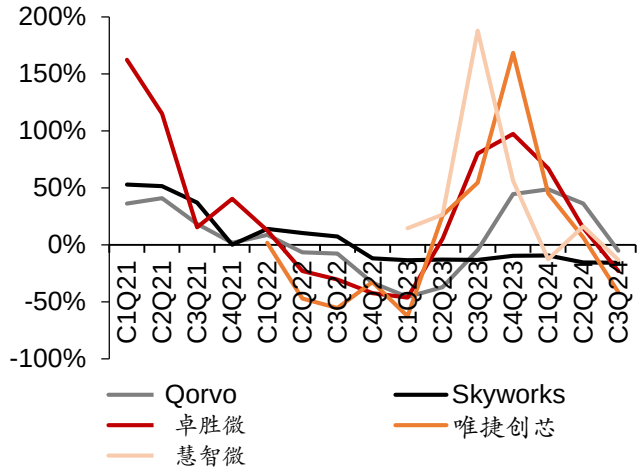


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

■ **中国射频前端市场：半导体产业链自主可控趋势助推内地企业崛起，但市场挑战和地缘政治风险依旧存在**

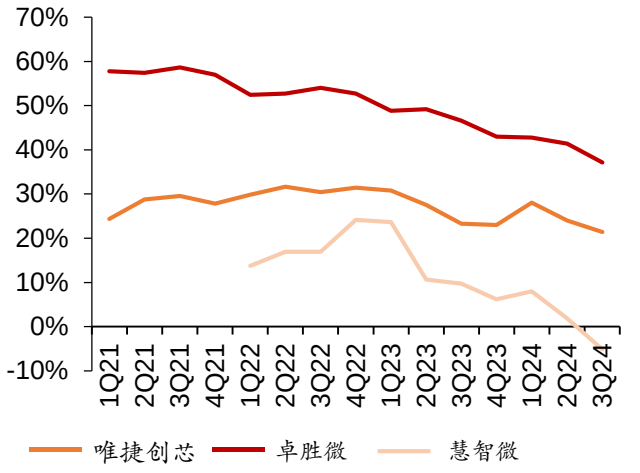
近年来，受投资热潮的推动，中国射频前端市场涌现出众多参与者，尤其是在低端市场。然而，随着智能手机市场趋于饱和、5G 普及率逐渐稳定，以及市场竞争加剧和需求持续疲软等不利因素的影响，中国射频前端市场的企业正面临增长放缓和盈利压力的双重挑战。其中，卓胜微、唯捷创芯和慧智微在 2024 年三季度的毛利率分别同比下降 9、2 和 15 个百分点，进一步凸显行业压力。

图 33: 射频前端市场主要参与者的收入增速变化趋势



资料来源：公司资料，彭博一致预期，招银国际环球市场预测

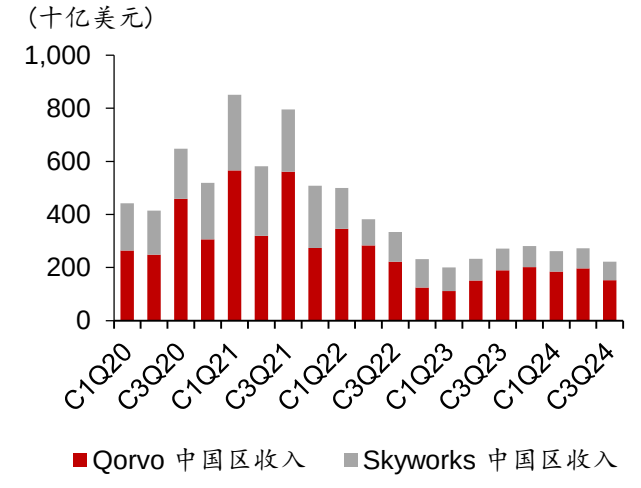
图 34: 卓胜微/唯捷创芯/慧智微毛利率变化趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

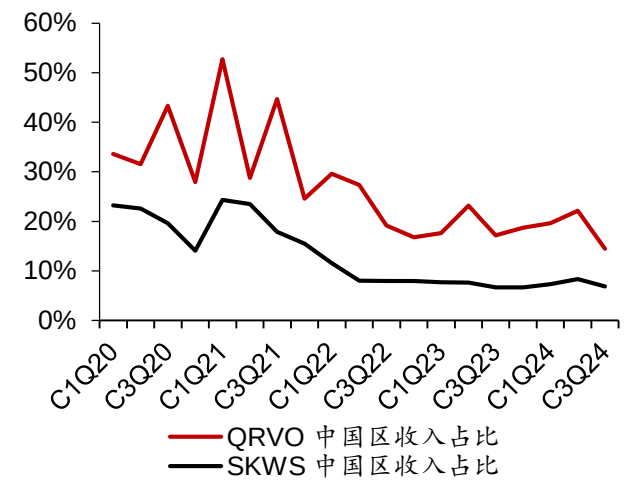
与此同时，海外企业也在逐步减少对中国市场的依赖。过去几年，Qorvo 和 Skyworks 在中国市场的收入显著下滑。即使剔除市场需求疲软等不利因素的影响，我们仍观察到中国市场对这两家公司收入的贡献从 2020 年三季度的 43% 和 20% 分别下降至 2024 年三季度的 15% 和 7%。这种变化主要归因于以下几个因素：1）中国半导体产业链自主可控趋势的持续推进；2）海外企业在价格策略上的严格管控；3）地缘政治风险的不断加剧。

图 35: Skyworks/Qorvo 中国区收入变化趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 36: Skyworks/Qorvo 中国区收入占比变化趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从同业估值来看，中国射频前端企业的平均估值相较国际同业明显偏高。国内供应商（卓胜微、唯捷创芯和慧智微）在 2024 年和 2025 年的平均市盈率分别为 85x 和 46x，而根据彭博数据，国际同业（如高通、Skyworks、Qorvo 等）的平均市盈率仅为 19.2x 和 18.7x。这反映出国际市场相较中国市场更加成熟，且增长轨迹保持相对稳定。根据彭博一致预期预测，尽管估值较高，中国企业的收入增长预计将显著快于国际同业，2025 年中国射频企业的收入同比增速预计将达到 49.7%，而 2024 年则预计基本持平。相比之下，根据彭博一致预期，国际同业在 2024 年和 2025 年的收入增速分别为 5.6% 和 2.7%，呈现出较为温和的增长趋势。

图 37:同业对比

公司名称	股票代码	市值（百万美元）	股价（本地货币）	市盈率 FY24E	市盈率 FY25E	每股收益 (美元) FY24E	每股收益 (美元) FY25E	收入 (同比%) FY24E	收入 (同比%) FY25E
国内同业									
卓胜微	300782 CH	7,593	103.29	72.0	47.2	0.20	0.30	6.9	23.5
唯捷创芯	688153 CH	2,299	38.88	98.4	44.2	0.05	0.12	-4.4	41.2
慧智微	688512 CH	766	12.09	-	-	-0.12	-0.05	-3.5	84.5
			平均值	***85.2***	***45.7***	***0.0***	***0.1***	***-0.3***	***49.7***
国际同业									
高通	QCOM US	177,216	159.51	15.8	14.3	10.08	11.16	8.7	8.8
博通	AVGO US	838,509	179.53	37.1	28.9	4.84	6.21	44.0	17.6
Skyworks	SWKS US	14,052	87.87	14.1	16.4	6.25	5.36	-12.5	-4.9
Qorvo	QRVO US	6,459	68.33	11.3	14.2	6.05	4.82	5.6	-2.5
村田	6981 JT	32,863	2510.50	21.5	18.2	0.75	0.92	-	3.6
恩智浦	NXPI US	55,574	218.66	16.8	16.9	13.04	12.92	-5.1	1.2
			平均值	***19.2***	***18.7***	***6.1***	***6.1***	***5.6***	***2.7***

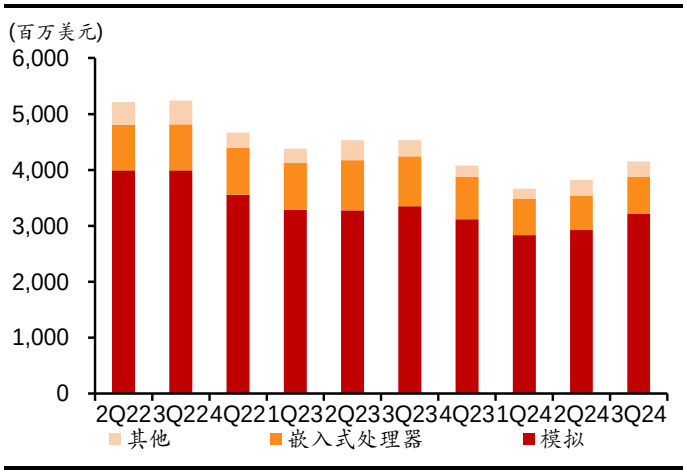
资料来源: 彭博 (数据截至 2024 年 11 月 29 日), 招银国际环球市场

■ 模拟芯片- 2025 年海外集成电路市场将存在终端库存水平不均衡的现象

德州仪器公布了喜忧参半的 2024 年三季度业绩，公司收入同比下降 8%，但环比增长 9%，主要得益于工业以外多数终端市场的周期性复苏。汽车业务收入环比增长 7%-8%，其中，中国市场因电动汽车需求强劲创下历史新高，而中国以外市场的需求则持续疲软。在季节性需求带动下，个人电子产品环比大幅反弹 30%，企业系统和通信设备分别实现环比增长 20% 和 25%。

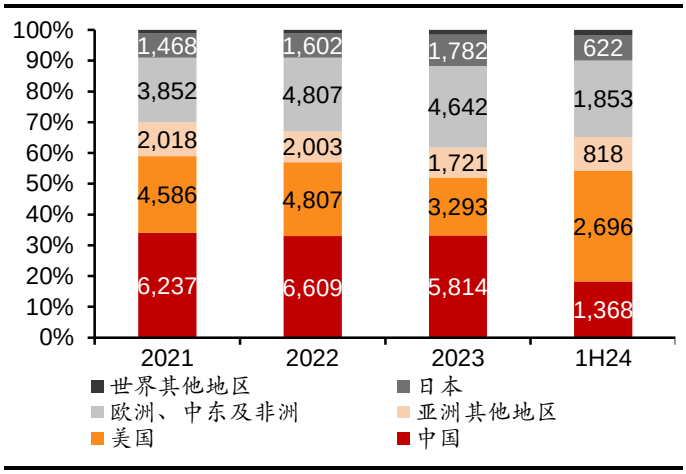
工业市场在长期库存消化的影响下，环比连续下滑，较 2022 年三季度的峰值低 30%。尽管毛利率环比改善至 59.6%，但仍低于 2023 年三季度的水平，主要受到折旧增加和工厂产能利用率下降的影响。公司预计，四季度毛利率将进一步承压。展望未来，德州仪器预计个人电子产品、企业系统和通信设备的增长势头将持续，但更广泛的工业和汽车市场（特别是中国以外地区）的复苏仍是实现长期增长目标的关键。公司表示将继续专注于库存管理，并充分发挥其强大的供应链优势，以支持未来增长。

图 38: 德州仪器收入拆分（按终端市场）



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

图 39: 德州仪器收入拆分（按地域）

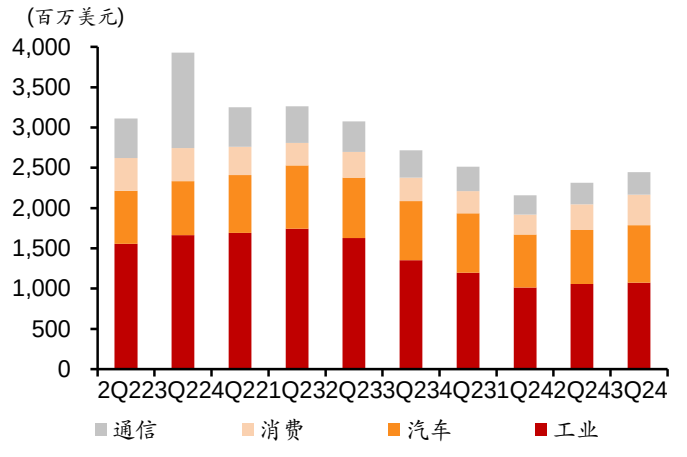


资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

亚德诺（ADI US，未评级） 67.9%。工业部门占总收入的 44%，环比增长 2%，但同比下降 21%。这一表现得益于航空航天和国防领域的强劲增长，但同时受到不利宏观环境的负面影响。在中国电动汽车市场强劲需求的推动下，公司汽车业务环比增长 4%；通信业务在有线需求增长的带动下环比增长 4%，但同比下降 18%。本季度消费者业务表现亮眼，受可穿戴设备和游戏业务增长推动，环比增长 22%，同比增长 31%。

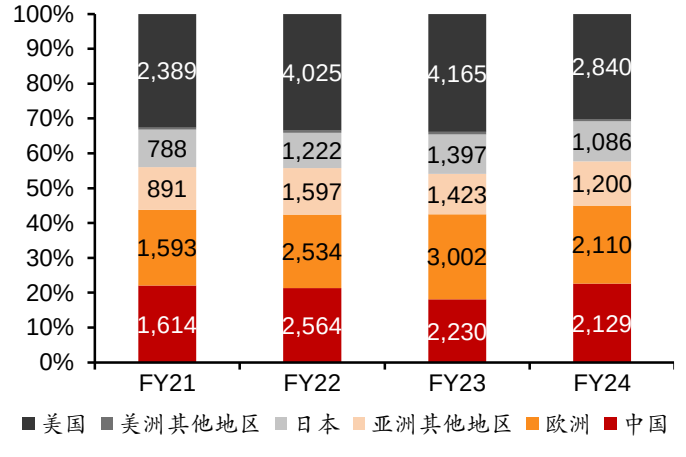
展望 2025 财年，亚德诺预计终端市场的复苏将呈现分化格局。工业市场仍受库存消化的压力影响，但自动化、航空航天和国防领域已显现复苏迹象，预计下半年将实现增长。汽车领域则有望在中国电动汽车需求的持续拉动、连接和电池管理系统的设计获胜（Design Wins）、以及电网存储应用复苏的推动下实现稳步增长。通信行业预计将有所反弹，尤其是有线通信领域，得益于人工智能基础设施建设需求的带动；然而，无线通信市场预计将继续低迷。消费者市场则在可穿戴设备、游戏和便携式设备的强劲需求推动下保持增长，随着库存水位逐步趋于稳定以及新的设计获胜实现量产，市场前景乐观。终端市场的全面复苏，加之亚德诺对边缘人工智能、混合信号解决方案和电源管理技术创新的专注，将进一步推动公司在关键市场实现加速增长。

图 40: 亚德诺收入拆分（按终端市场）



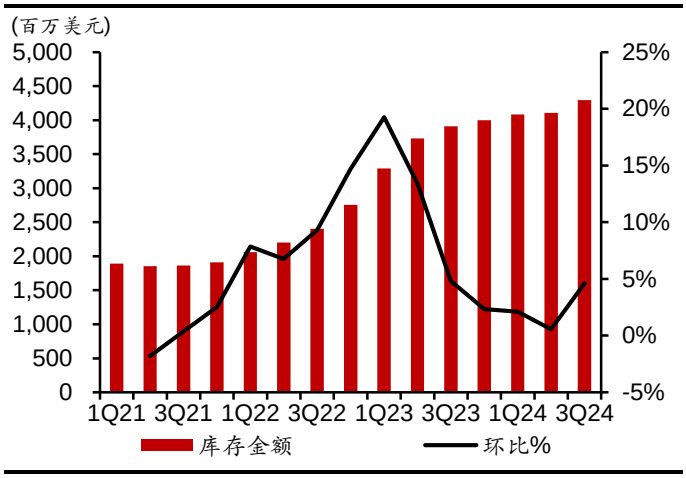
资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

图 41: 亚德诺收入拆分（按地域）



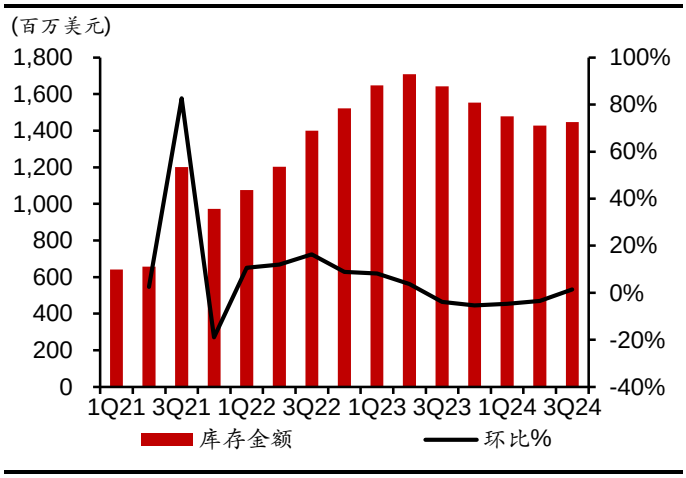
资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

图 42: 德州仪器库存水平及环比增长



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 43: 亚德诺库存水平及环比增长



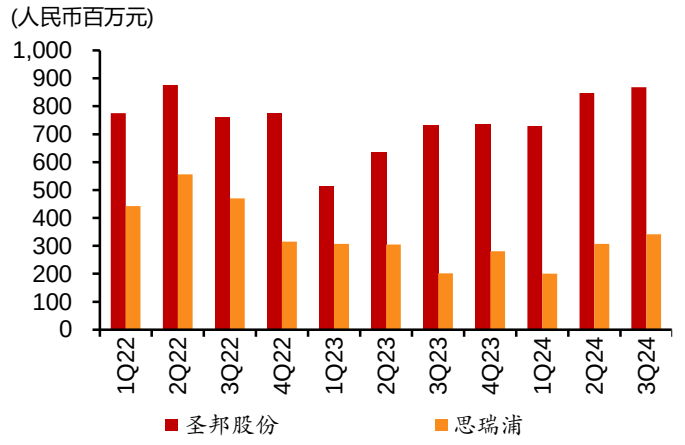
资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

国内模拟芯片同业圣邦股份（300661 CH，未评级）和思瑞浦（688536 CH，未评级）的业绩在近期呈现不同程度的回暖迹象。其中，两家公司的收入分别于 2023 年一季度和 2024 年一季度触底，毛利率也从 2023 年四季度的低点实现了反弹。然而，具体领域的表现却存在分化。

对于思瑞浦而言，工业领域的需求复苏预计低于市场预期，仅实现小幅环比增长。汽车领域虽然展现出一定的韧性，但由于市场竞争加剧，产品定价压力显著，导致销量增速高于价值增速。尽管汽车客户的库存水平较为健康，需求前景依然不明朗，显示市场对未来复苏持谨慎态度。

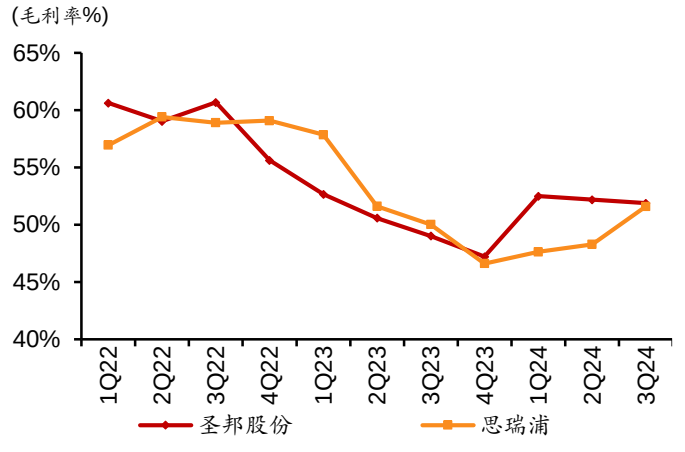
圣邦股份则预计 2024 年四季度和 2025 年一季度的业绩将有所下滑，主要是因为节假日期间的补库存行为集中在 2024 年三季度。不过，公司依然维持了较高的库存周转率，出货量接近历史峰值。这表明，即使在充满挑战的市场环境下，圣邦股份依然展现出强大的运营能力和执行力，为未来市场环境的改善奠定了良好基础。

图 44: 圣邦股份/思瑞浦收入



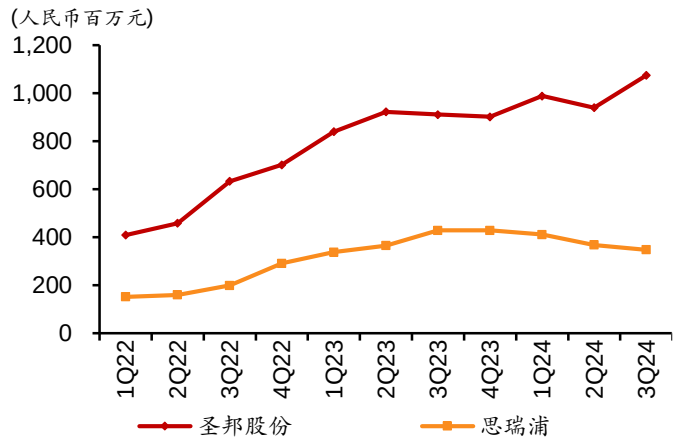
资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 45: 圣邦股份/思瑞浦毛利率



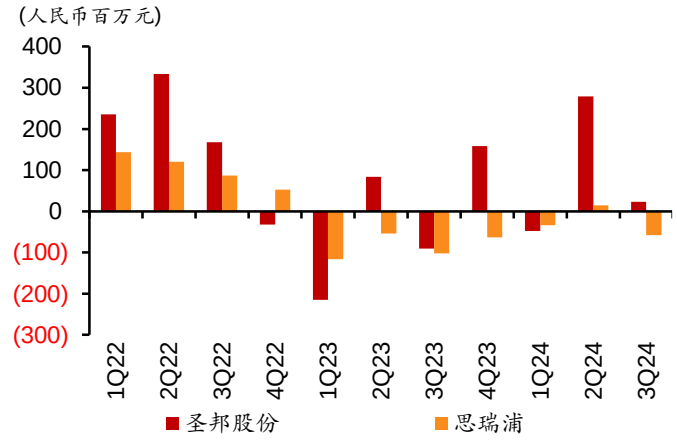
资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 46: 圣邦股份/思瑞浦库存水平



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 47: 圣邦股份/思瑞浦自由现金流



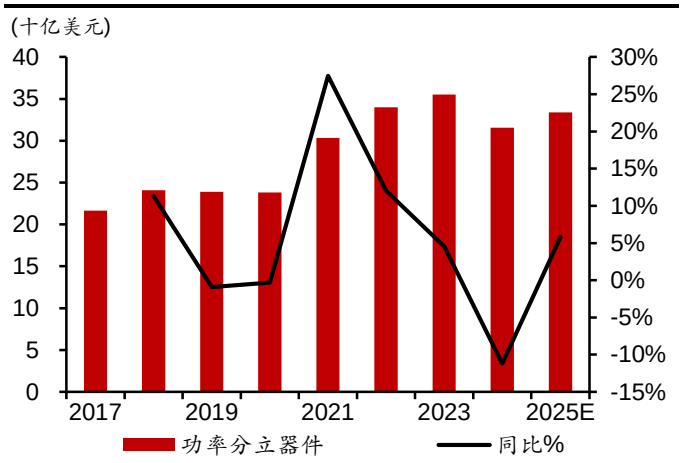
资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

谨慎乐观：2025 年全球功率分立器件市场预计将增长 6%

■ **全球功率半导体市场需求疲软，终端市场库存逐步趋于正常**

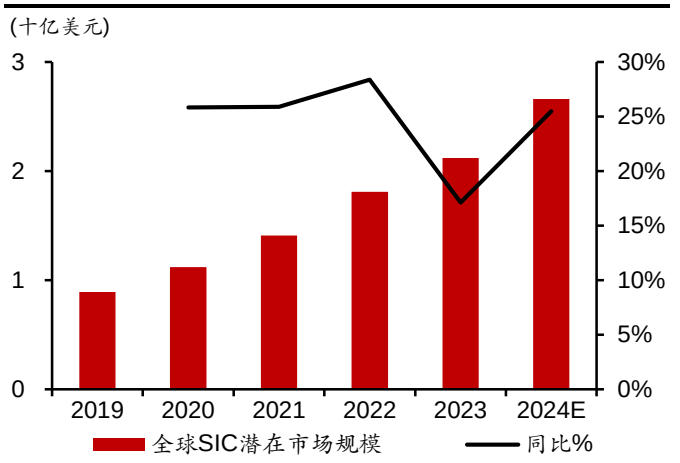
功率半导体是半导体领域的重要分支，其产品广泛应用于提升电能管理和转换效率，推动能源基础设施、汽车、工业及消费电子等领域实现更强大的性能。这些器件包括二极管、MOSFET、IGBT 以及功率模块，它们通过优化能源利用效率，不仅提高了设备的性能，还能在恶劣环境下提供高度可靠的运行保障。功率半导体在电源管理系统中扮演着关键角色，为各类应用提供高效、稳定的解决方案。

图 48: 全球功率分立器件市场规模



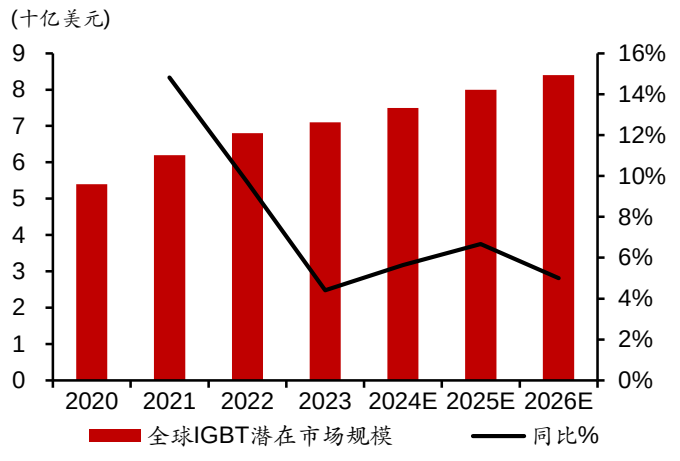
资料来源: WSTS，招银国际环球市场

图 49: 全球碳化硅半导体市场规模



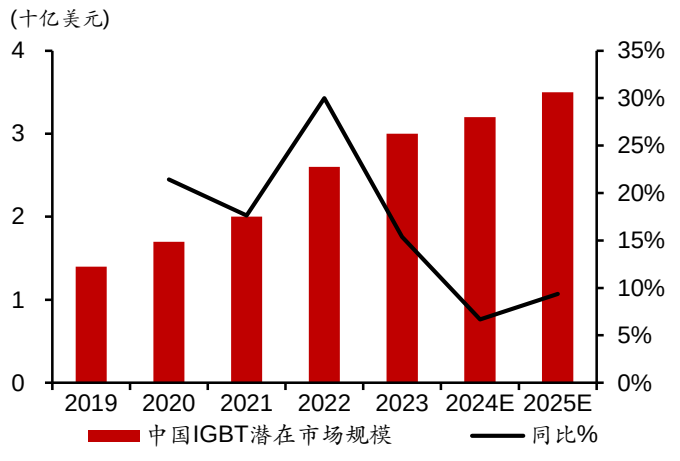
资料来源: Omdia，招银国际环球市场

图 50: 全球 IGBT 市场规模



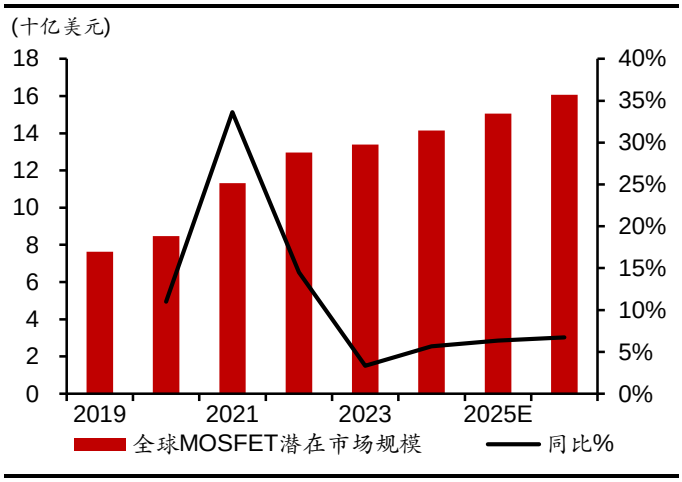
资料来源: Yole, 招银国际环球市场

图 51: 中国 IGBT 市场规模



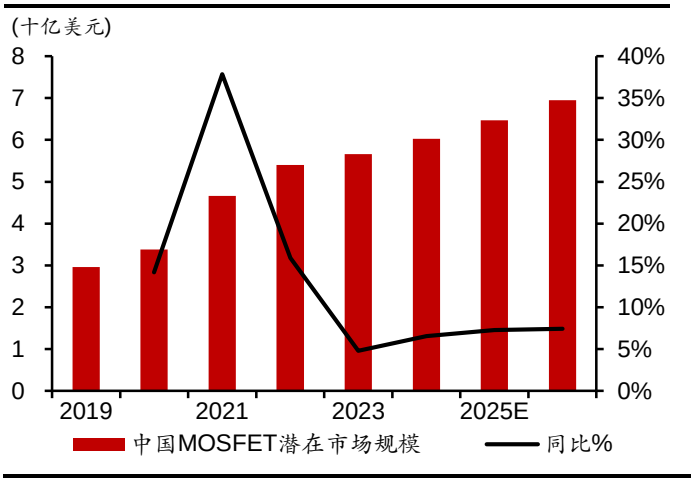
资料来源: Yole, 招银国际环球市场

图 52: 全球 MOSFET 市场规模



资料来源: Yole, 招银国际环球市场

图 53: 中国 MOSFET 市场规模



资料来源: Yole, 招银国际环球市场

功率分立器件领域（如 IGBT 和高压 MOSFET）的重要参与者，随着终端市场库存水平的持续改善，最近几个季度的交货周期正在持续缩短。

图 54: IGBT 市场主要参与者交货周期变化趋势（单位：周）

供应商	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
英飞凌	39-50	39-50	39-50	39-50	39-50	39-50	39-50	14-52	12-42	12-42	12-52
IXYS	47-52	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54
意法半导体	47-52	47-52	47-52	47-52	47-52	47-52	47-52	14-52	14-52	14-52	14-22
安森美	39-52	39-52	39-52	39-52	39-52	39-52	39-52	16-52	16-52	10-41	10-41

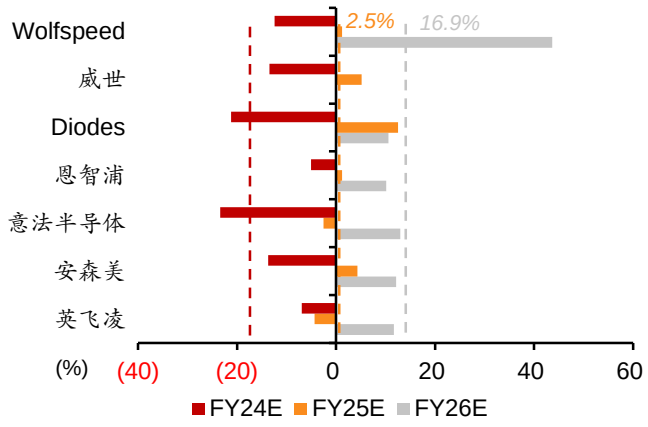
资料来源: futureelectronics, 招银国际环球市场

图 55: 高压 MOSFET 市场主要参与者交货周期变化趋势（单位：周）

供应商	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
英飞凌	52-65	50-54	50-54	50-54	50-54	39-56	39-56	12-40	10-32	10-20	10-26
IXYS	47-52	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54	50-54
意法半导体	47-52	47-52	47-52	47-52	47-52	47-52	39-52	14-40	14-40	13-39	13-32
安森美	52-65	52-65	52-65	52-65	52-65	18-65	15-52	12-52	10-26	9-38	10-28

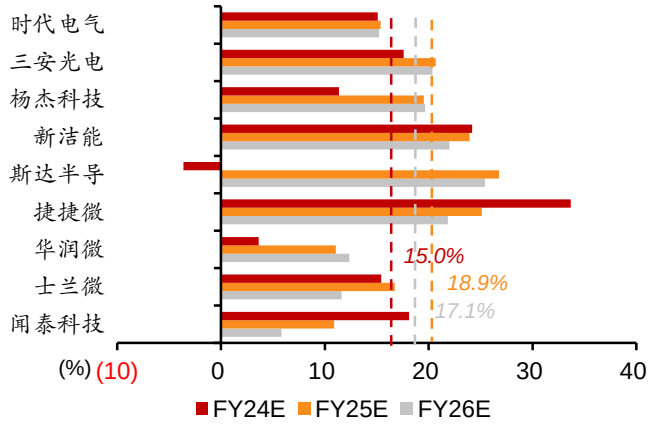
资料来源: futureelectronics, 招银国际环球市场

图 56: 海外同业收入环比增速



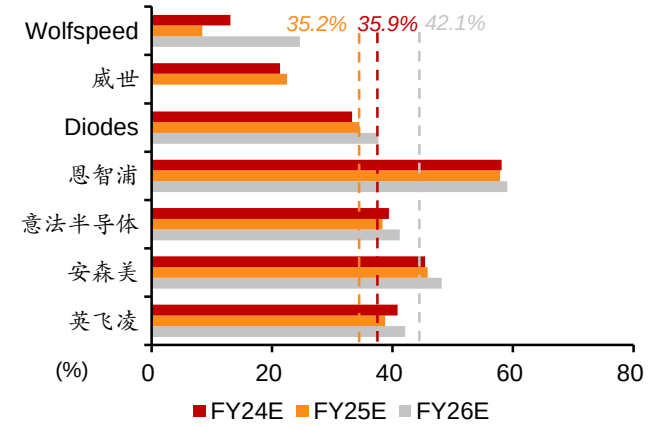
资料来源: 彭博一致预期，招银国际环球市场

图 57: 国内同业收入环比增速



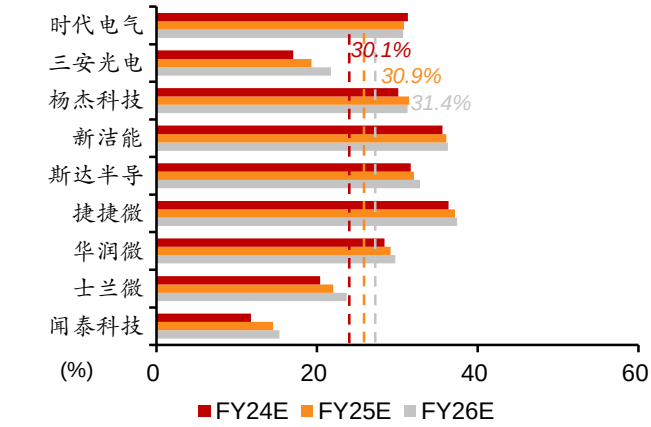
资料来源: 彭博一致预期，招银国际环球市场

图 58: 海外同业毛利率对比



资料来源: 彭博一致预期，招银国际环球市场

图 59: 国内同业毛利率对比

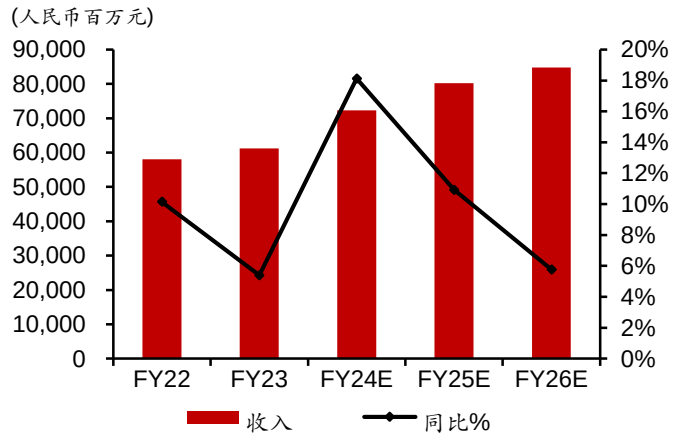


资料来源: 彭博一致预期，招银国际环球市场

■ **闻泰科技（600745 CH，买入，目标价：52 元人民币）**

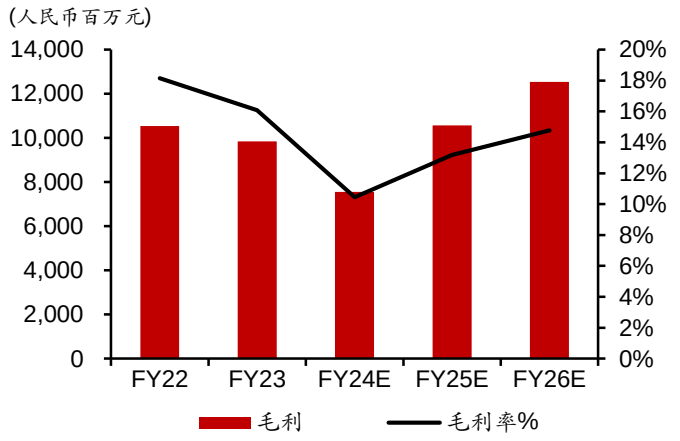
受国内汽车市场需求强劲及消费电子市场季节性采购的推动，闻泰科技半导体业务（安世半导体）在 2024 年三季度实现增长，毛利率回升至 40%。本季度半导体销售额为 38 亿元人民币，占公司收入的 20%，同比下降 4%，但环比增长 6%。公司收入结构较 2024 年上半年保持稳定，其中汽车业务贡献约 60%的收入。在汽车市场方面，国内需求表现强劲，而海外市场相对疲软，呈现出市场分化趋势；消费电子市场则受算力需求激增及节假日库存补充推动，销售额环比实现双位数增长；工业、电力及新能源领域的复苏相对温和，仅实现小幅环比增长。得益于收入结构的持续优化，公司传统业务增长推动整体亏损进一步收窄。2024 年三季度，智能手机和平板电脑业务贡献了公司收入的约 50%（此前约为 100%），并实现扭亏为盈，家用电器业务则连续两个季度保持盈利。维持对闻泰科技买入评级，目标价为 52 元人民币。

图 60: 闻泰科技收入及同比增长



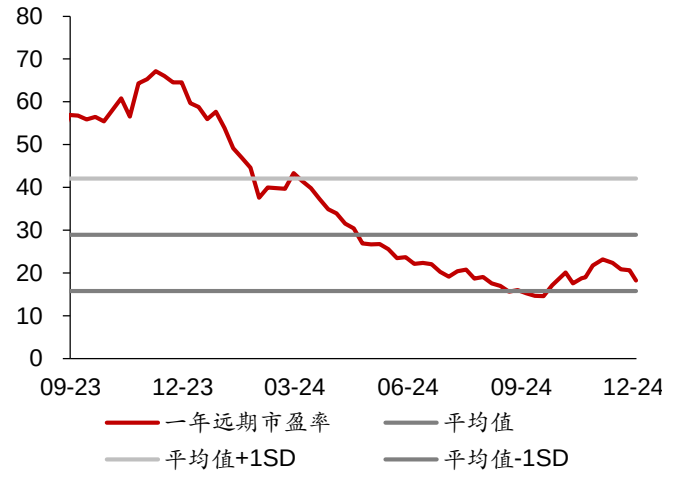
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 61: 闻泰科技毛利及毛利率



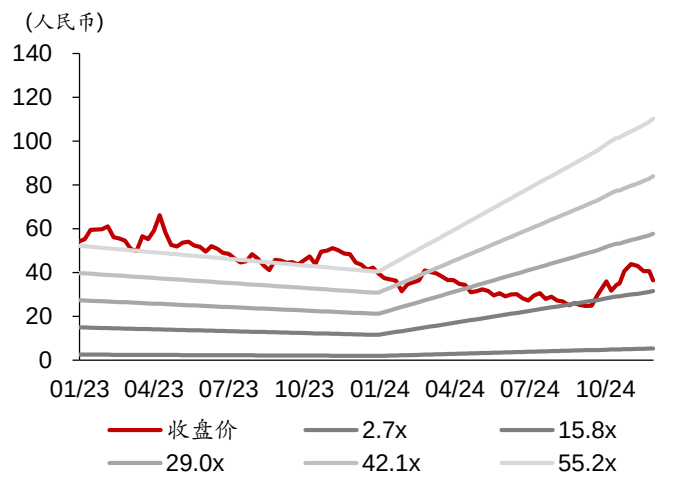
资料来源:招银国际环球市场预测

图 62: 闻泰科技一年远期市盈率区间



资料来源: 彭博一致预期, 招银国际环球市场

图 63: 闻泰科技动态市盈率



资料来源: 彭博一致预期, 招银国际环球市场

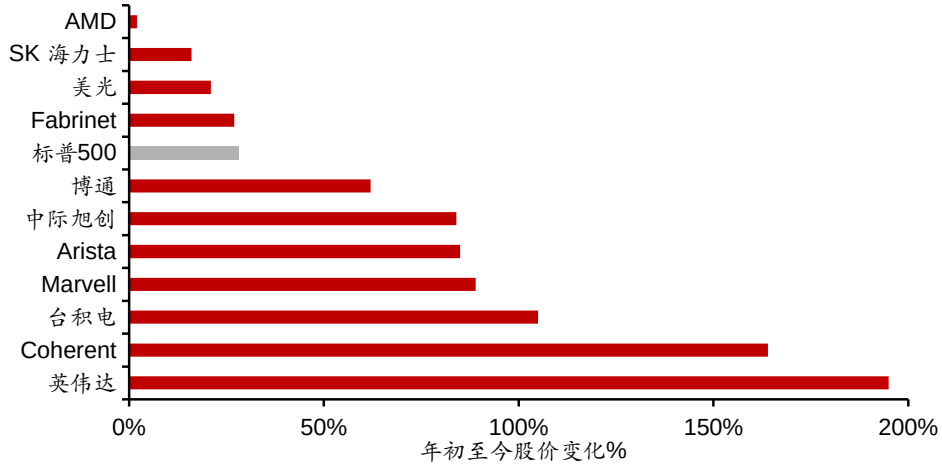
全球人工智能行业展望

乐观：2024 年基础设施建设加速，为未来人工智能领域增值奠定基础

人工智能主题是我们 2024 年度展望的核心主题之一（链接），也是今年最热门的投资主题之一。人工智能领域的主要参与者包括英伟达（NVDA US，年初至今上涨 195%）、AMD（AMD US，上涨 2%）、博通（AVGO US，上涨 62%）、Marvell（MRVL US，上涨 89%）以及中际旭创（300308 CH，上涨 84%）。在人工智能基础设施支出显著增长的推动下，市场对人工智能相关收入的增长前景持乐观态度，从而带动这些公司的股价在今年表现亮眼。

根据彭博一致预期，三大云厂商（微软、谷歌和亚马逊）以及 Meta 的资本支出总额在 2024 年前三季度同比增长 49%，达到 1,560 亿美元。此外，云厂商的资本支出密集度在 2024 年三季度也创下新高，达到 16.9%，相比去年同期的 12.0%和上一季度的 16.4%均有所提升。这表明人工智能基础设施的快速扩张仍在为相关领域的企业带来强劲增长动力。

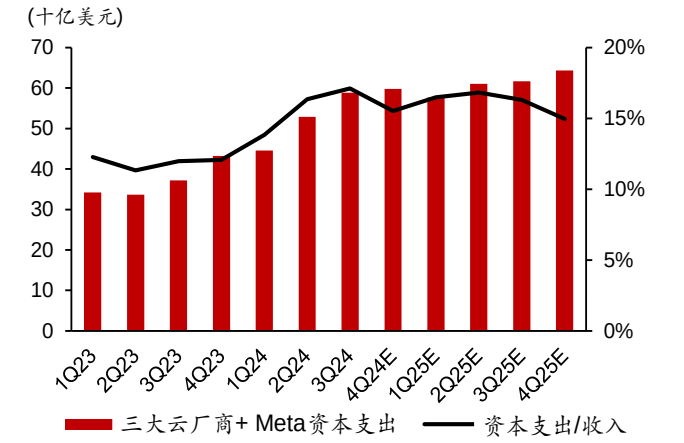
图 64: 人工智能领域主要参与者年初至今股价变化



资料来源：彭博(数据截至 2024 年 12 月 6 日)，招银国际环球市场预测

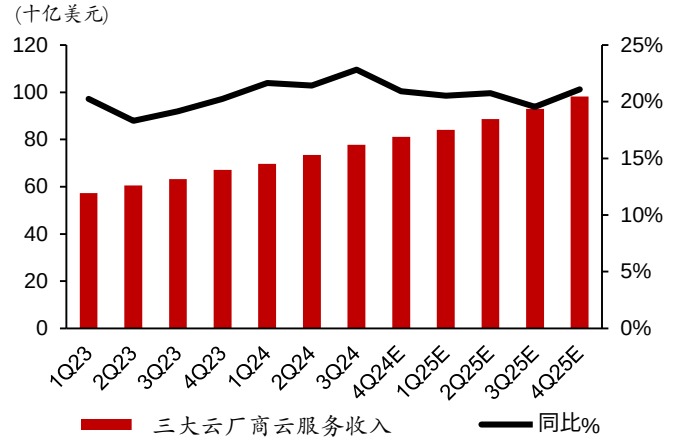
展望明年，我们预计人工智能将继续保持强劲的增长势头。根据彭博一致预期，微软、谷歌、亚马逊和 Meta 的资本支出总额将在 2024 年和 2025 年分别增长 42% 和 18%，达到 2,110 亿美元和 2,480 亿美元。此外，随着小型云厂商、消费互联网公司、企业客户、主权国家以及行业客户（如汽车和医疗保健）对人工智能技术需求的逐步提升，预计该领域还将额外催生出高达数十亿美元的垂直市场机会，为行业带来更加广阔的增长空间。

图 65: 三大云厂商和 Meta 资本支出占收入比例



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 66: 三大云厂商云服务收入及同比增长



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

在今年早些时候，我们曾预测市场焦点将逐渐从人工智能硬件转向人工智能应用和软件。我们认为，人工智能变现投资战略的进展仍将是市场关注的核心。投资领域也将从以往聚焦于人工智能硬件和半导体（如芯片及相关基础设施）逐步扩展至人工智能应用和软件领域。

在当前人工智能增长势头强劲的背景下，我们相信，建立可持续且盈利的商业模式是投资者亟待寻找的答案，以合理化近年来资本支出持续提升的现象。总体来看，我们对人工智能应用的发展前景保持乐观。人工智能应用的快速发展将持续推动基础设施资本支出的增长，并进一步利好人工智能硬件和半导体供应链，为行业带来长期的增长动力。

人工智能收入占比分析：谁才是人工智能热潮下的真正受益者？

我们认为，在人工智能热潮中真正的受益者，其产品和服务将广泛应用于终端市场，从而带来显著的收入增长。我们追踪了部分受益者在人工智能收入中的占比，并总结了他们在 2024 年三季度的最新表现。

根据分析，英伟达的人工智能相关收入占比最高，达到 88%。紧随其后的是中际旭创（300308 CH，**买入**，目标价：人民币 186 元），其高速光模块相关收入占比达 85%。中际旭创的高速光模块产品已成为云厂商数据中心基础设施中的首选之一，而英伟达凭借其领先的 GPU 产品（如 Hopper 系列以及即将推出的 Blackwell GPU），继续在人工智能领域保持主导地位，这些产品对于高性能计算和生成式人工智能至关重要。

与此同时，人工智能收入占比达到 19%的 AMD 正逐渐成为英伟达的强劲竞争对手。该公司在今年加快了产品推出步伐，力图挑战英伟达在人工智能计算市场的主导地位。在制造端，台积电（TSM US）作为英伟达 GPU 的独家代工企业，进一步巩固了其在人工智能供应链中的核心地位。台积电约 15%的收入来自人工智能相关领域，彰显了其在人工智能代工市场的独特地位和战略重要性。

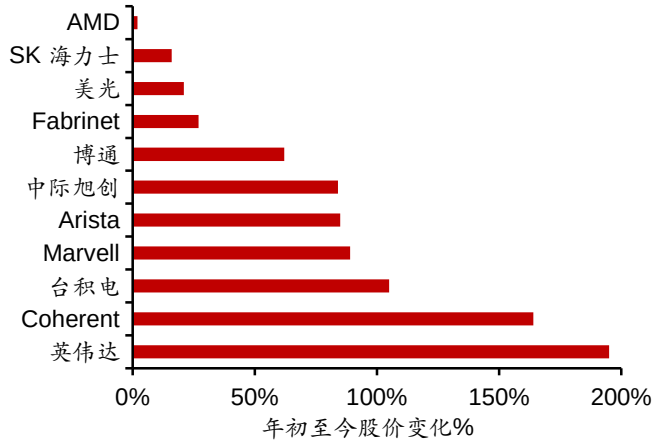
图 67: 同业对比

公司名称	股票代码	市值（百万美元）	股价涨幅（年初至今）	市盈率		收入（同比%）		人工智能收入占比
				FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
英伟达	NVDA US	3,552,519	195%	49.6	33.3	111.7	52.0	88%
博通	AVGO US	796,193	62%	35.3	27.4	44.0	17.6	23%
AMD	AMD US	229,400	2%	42.6	27.8	13.1	26.7	19%
Marvell	MRVL US	98,099	89%	75.0	73.3	73.3	41.5	31%
Arista	ANET US	134,580	85%	48.9	43.8	18.8	18.8	9%
Fabrinet	FN US	8,518	27%	27.0	23.5	9.0	13.9	32%
台积电	TSM US	1,059,611	105%	29.5	22.8	27.9	26.0	15%
SK 海力士	000660 KS	85,657	16%	6.7	4.4	86.7	30.5	21%
美光	MU US	112,014	21%	82.3	11.1	61.6	52.9	5%
中际旭创	300308 CH	20,325	84%	27.3	16.3	128.5	59.8	85%
Coherent	COHR US	16,806	164%	65.9	36.0	-8.8	18.1	60%

资料来源：公司资料，彭博一致预期，招银国际环球市场

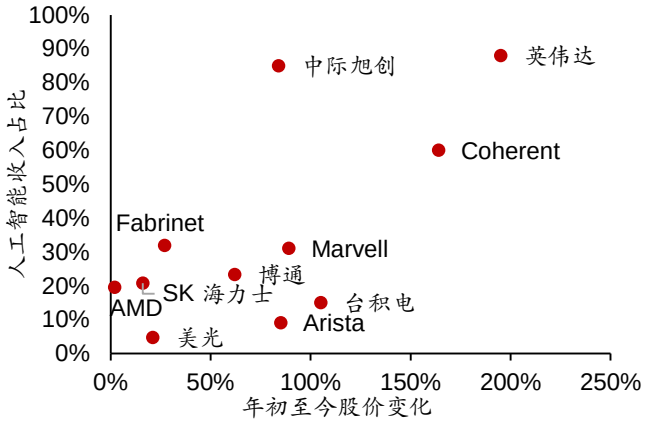
注：数据截至 2024 年 12 月 5 日

图 68: 全球主要 AI 玩家年初至今股价变化



资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场

图 69: AI 相关收入 vs. 年初至今股价变化

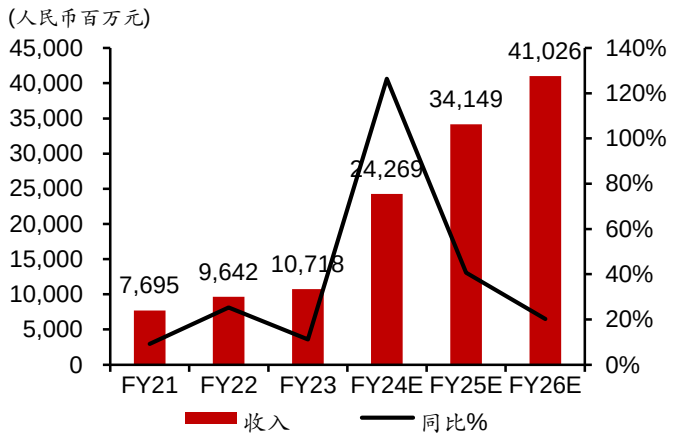


资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场

■ **中际旭创（300308 CH，买入，目标价： 186.0 元人民币）**

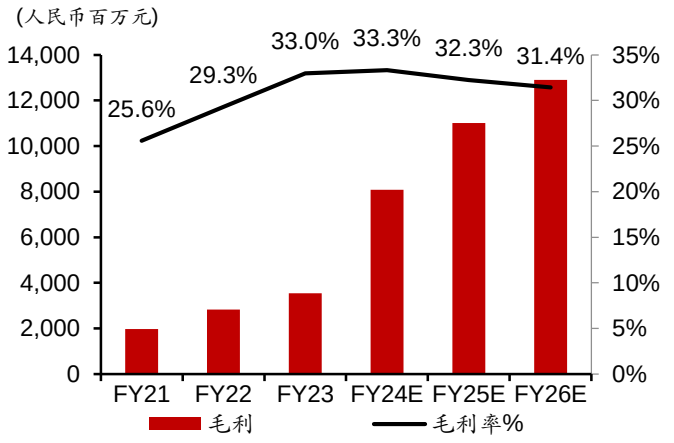
我们认为，中际旭创是全球人工智能热潮的主要受益者之一。公司在近期几个季度表现优异，2024 年三季度收入同比增长 115.2%，环比增长 9.4%，净利润同比增长 104.4%，环比增长 3.3%。管理层指出，公司收入环比增速放缓（2024 年三季度为 9.4%，而一季度和二季度分别为 31.3% 和 23%）主要受到以下因素的影响：1）关键部件（如 DSP 和 EML）供应链瓶颈的制约；2）三季度美元/人民币汇率波动带来的不利影响。然而，剔除汇率变动因素，公司三季度收入仍实现了双位数增长。在 400G/800G 光模块出货量持续增长的基础上，1.6T 光模块产品即将量产，为公司提供了强劲的长期增长动力。我们对公司的长期增长轨迹保持乐观，维持“买入”评级，目标价为人民币 186.0 元。

图 70: 中际旭创收入及环比增长



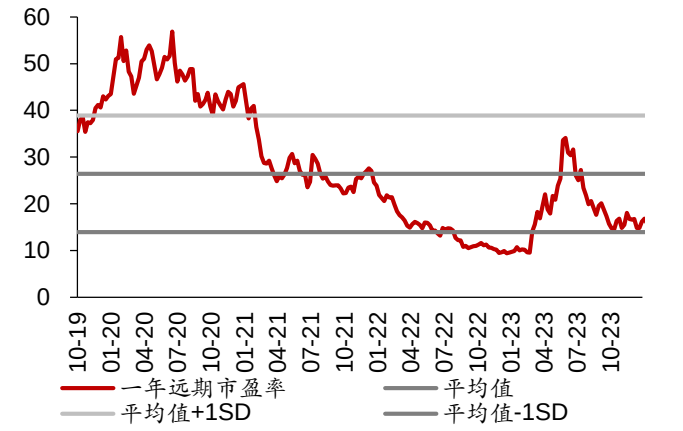
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 71: 中际旭创毛利及毛利率



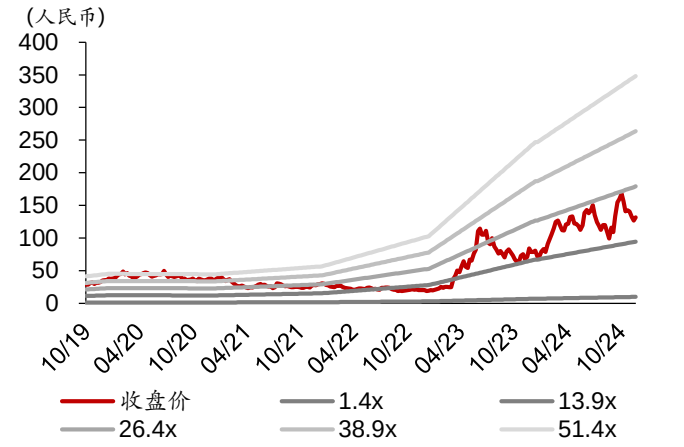
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 72: 中际旭创一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 73: 中际旭创动态市盈率



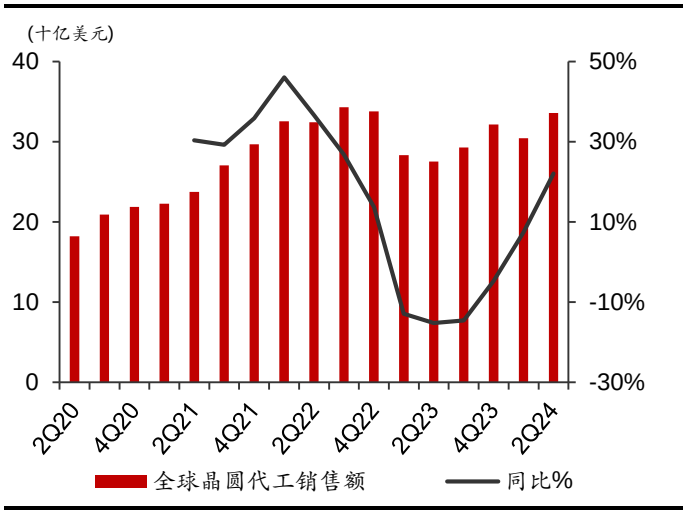
资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

全球晶圆代工行业展望

2025 年全球晶圆代工行业预计将增长 20%

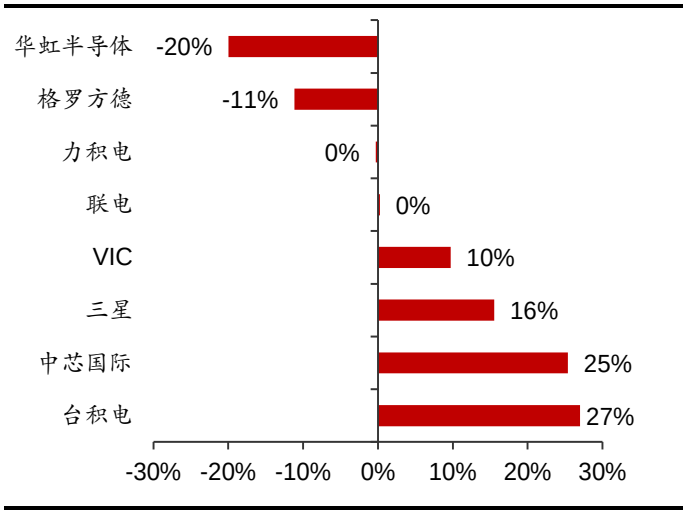
2024 年全球晶圆代工市场从 2023 年的疲软中逐步复苏（2023 年下降 12%至 1,150 亿美元，据 Gartner）。我们预计全球晶圆代工市场将在 前三季度 同比增长 18%，并连续三个季度实现环比增长（第二和第三季度均实现双位数增长）。**台积电、三星电子和中芯国际分别以 27%/16%/25% 的同比增速领跑。我们预计 2024 年晶圆代工市场的增速将达到 21%。**

图 74: 全球晶圆厂季度销售额及同比增长



资料来源: 公司资料, Counterpoint, 招银国际环球市场

图 75: 头部晶圆代工企业销售额增速（前三季度）

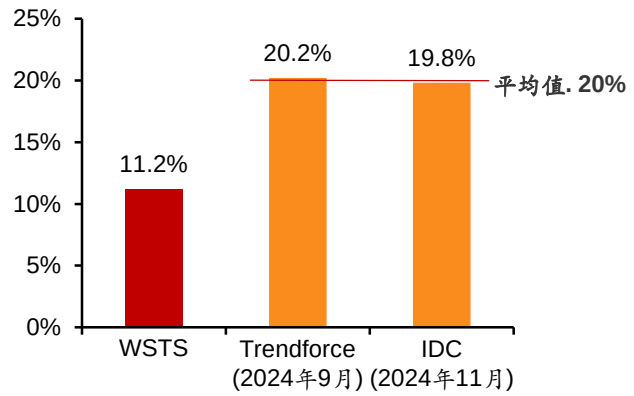


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

展望未来，TrendForce 和 IDC 预计到 2025 年，全球晶圆代工市场将实现约 20% 的增长，显著高于全球总体半导体市场 11% 的增速（来源：WSTS）。我们认为，这一增长主要受以下因素驱动：1）下游市场对人工智能基础设施的持续投资；2）半导体产业链自主可控趋势的深化；3）智能手机、物联网、工业等细分市场需求的逐步复苏；以及 4）技术进步推动的产品升级。

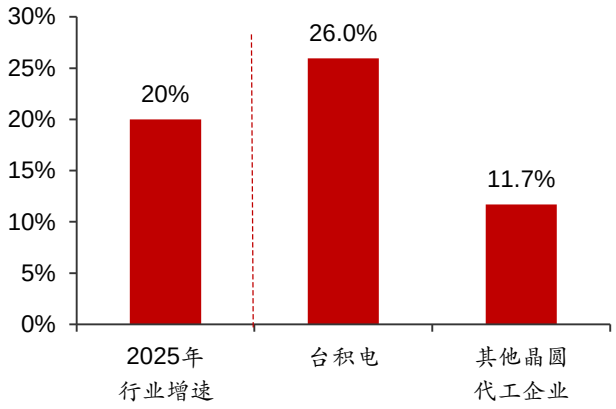
在强劲的人工智能需求拉动下，与成熟制程相比，先进制程预计将保持更高的增速和产能利用率。因此，台积电有望在 2025 年再次显著超越其他晶圆代工企业的业绩表现。根据彭博一致预期和 TrendForce 数据，台积电收入预计增长 26%，而其他晶圆代工企业的平均增速为 12%。这一差异进一步凸显了台积电在先进制程领域的技术领先地位和市场竞争力。

图 76: 全球晶圆代工行业 2025 年增速预测



资料来源: 公司资料, WSTS, Trendforce, IDC, 招银国际环球市场

图 77: 台积电及全球同业 2025 年增速预测



资料来源: 公司资料, WSTS, Trendforce, 招银国际环球市场

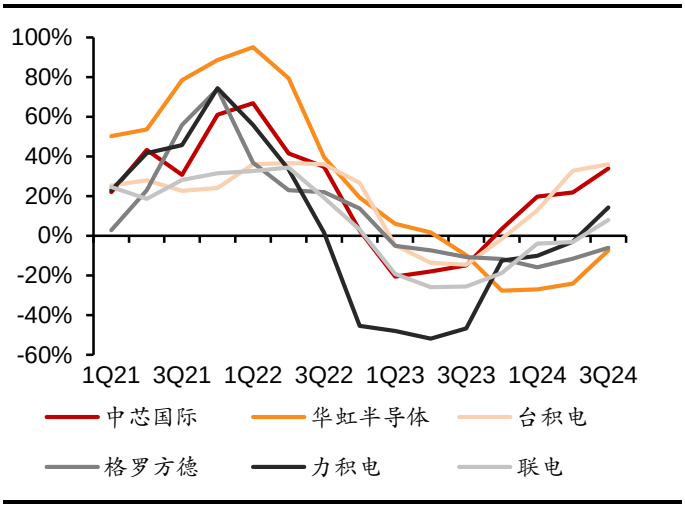
在过去几个季度中，晶圆代工企业的业绩表现出现分化

根据最新公布的业绩，**六大晶圆代工厂企业的业绩表现不尽相同。**

1) **收入增速：** 2024 年三季度，主要晶圆代工企业的收入表现不一。台积电、联电、中芯国际和力积电的收入同比增速分别为 36%、6%、34%和 12%，环比增速则分别为 13%、7%、15%和 5%。相比之下，格罗方德和华虹半导体的收入同比分别下降 6%和 7%。三星电子的晶圆代工部门虽然实现了收入增长，但由于一次性支出的影响，其整体盈利水平有所下滑。在人工智能需求持续增长以及半导体产业链自主可控趋势的推动下，台积电和中芯国际表现尤为亮眼，并引领行业增长。台积电预计 2024 年四季度收入增速将达到 10%-13%，而中芯国际则预计其环比收入将保持稳定的增长态势，为行业未来发展注入信心。

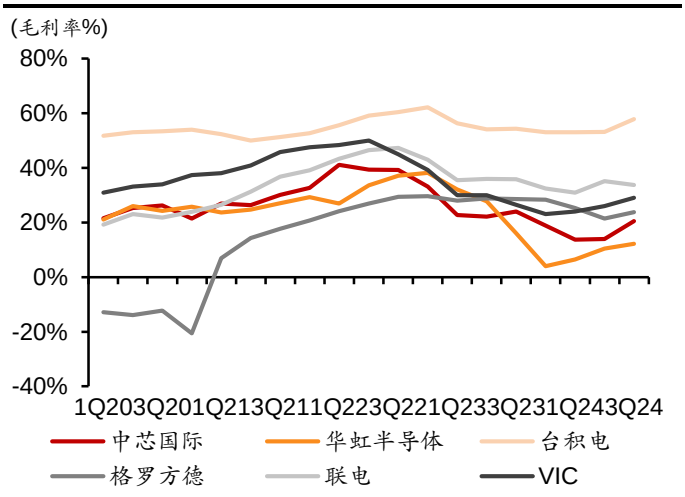
2) **毛利率：** 24 年三季度，台积电的毛利率大幅增长至 58%左右，中芯国际/华虹/格罗方德的毛利率从 24 年二季度的 14%/11%/21%环比改善至 21%/12%/24%。联电的毛利率从 2024 年二季度的 35% 下滑三季度的 34%。

图 78: 六大晶圆代工厂企业过往季度收入增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

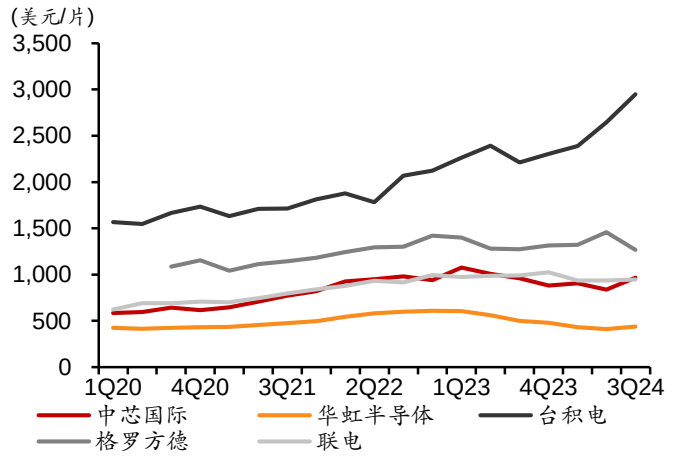
图 79: 六大晶圆代工厂企业过往季度毛利率增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

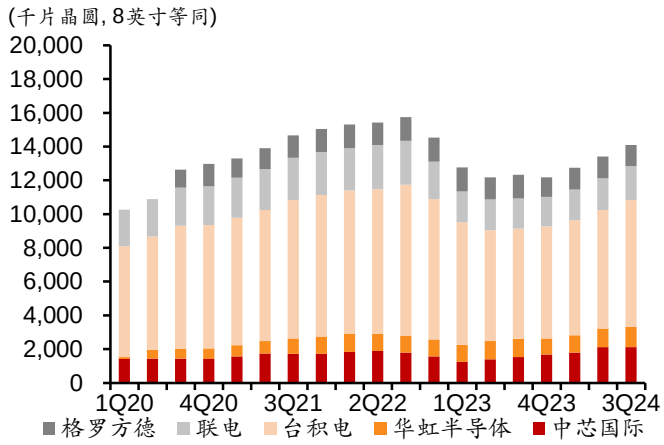
2024 年三季度，台积电和华虹半导体的晶圆平均售价和出货量均实现了显著的环比增长，平均售价与出货量分别增长 6%/7% 和 7%/8%。相比之下，其他晶圆代工企业在定价与出货量之间面临更大的权衡。中芯国际的平均售价和出货量环比保持稳定，而联电和格罗方德的平均售价分别下滑 1% 和 13%，但出货量环比增速分别为 8% 和 6%，受益于新 PC 与智能手机的发布（据 TrendForce）。这表明，尽管部分企业的收入承压，但通过积极的策略调整，包括定价优化和产能分配，晶圆代工行业的整体运营能力仍保持强劲。这也进一步验证了我们此前的观点，即全球晶圆代工企业需要在平均售价和产能利用率之间找到平衡，以实现收入的最大化。这种灵活的策略将继续成为行业面对市场波动时的重要竞争优势。

图 80: 头部晶圆代工企业平均售价变化趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 81: 头部晶圆代工企业过往季度晶圆出货量



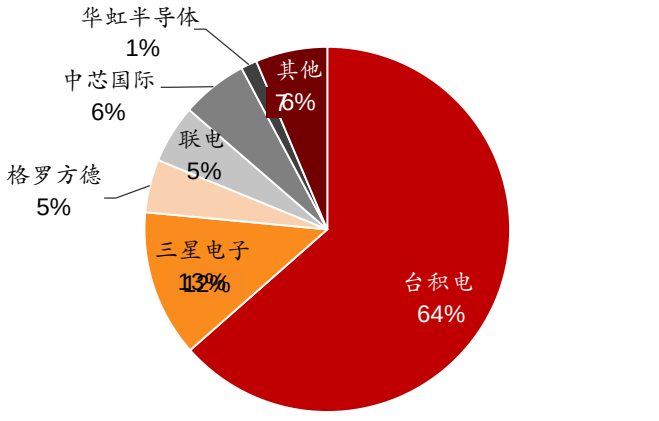
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

竞争格局: 全球前五大晶圆代工企业在 2024 年三季度共占据 92% 的市场份额

根据 Counterpoint 的数据，**2024 年三季度，全球前五大晶圆代工企业共同占据 92% 的市场份额**，分别为台积电（64%）、三星电子（12%）、中芯国际（6%）、格罗方德（5%）、联电（5%）。我们预计华虹半导体三季度的市场份额约为 1%。

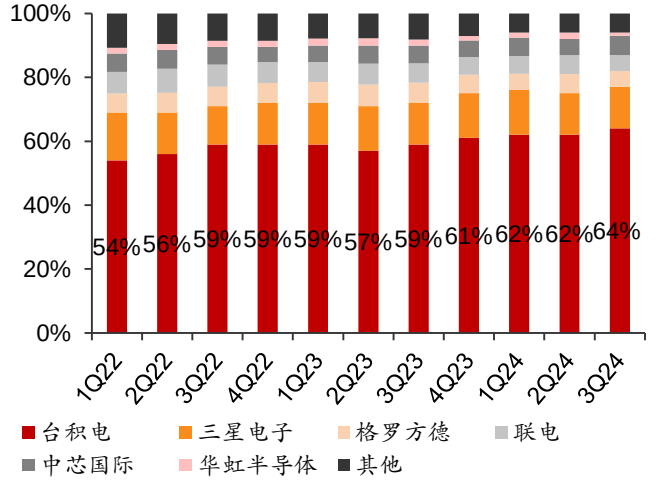
台积电依旧是全球最大的晶圆代工企业。根据 Counterpoint 的数据，公司在 24 年三季度的市场份额进一步扩大 2%，达到 64%（2024 年二季度为 62%）。这与我们此前的预测一致，即由于台积电在人工智能相关芯片制造和产能方面的领先地位，公司的市场份额将进一步扩张（链接）。

图 82: 全球头部晶圆代工企业竞争格局（3Q24）



资料来源: 公司资料, Counterpoint, 招银国际环球市场

图 83: 全球头部晶圆代工企业过往季度市场份额变化趋势



资料来源: 公司资料, Counterpoint, 招银国际环球市场

据台积电称，四大海外云厂商、其他云服务厂商、企业及主权部门等对人工智能相关的需求强劲，**我们认为拥有先进制程技术的晶圆代工企业将脱颖而出**，强劲的市场需求将导致 CoWoS 产能的供应紧张现象持续至 2025 年末乃至 2026 年初。相较之下，专注于成熟制程的晶圆代工企

业则主要面向汽车、工业和物联网等非人工智能领域，由于这些市场的需求依旧存在不均衡的现象，成熟制程代工市场复苏速度预计将放缓。

图 84: 终端市场需求展望：人工智能需求仍将是增长的核心驱动力

行业	需求展望（2024 年二季度/三季度业绩会）
人工智能	**台积电：**人工智能热潮才刚刚开始，一位核心客户甚至用“疯狂”来形容当前的需求。管理层在 2024 年三季度的业绩会上表示，虽然非人工智能领域的整体需求正在稳步复苏，但人工智能仍是未来增长的重要驱动力。台积电首席执行官强调了人工智能推动公司的盈利效率持续提升："生产率提升 1% 几乎相当于为公司带了 10 亿新台币的盈利，这是肉眼可见的回报收益"。
数据中心	**台积电：**受益于人工智能基础设施和服务器装机的强劲需求，预计数据中心领域将在未来持续增长 **格罗方德：**由于对人工智能服务器和数据存储解决方案推动了对高带宽和低功耗连接的需求增长，预计该领域将在未来持续增长。
消费电子	**台积电：**在 2024 年三季度的业绩会上提到，PC 和智能手机需求增速预计将维持在低个位数。然而，受益于人工智能应用的推动，单个设备上的芯片含量正在不断增加，从而推动了总体芯片的增长。 **格罗方德：**受益于库存逐步回归正常水位，消费电子需求出现复苏迹象 **中芯国际：**受季节性因素影响和对地缘政治风险加剧的担忧，客户补库存的意愿正在持续上升 **华虹半导体：** 消费电子产品呈现局部复苏现象，市场对部分产品的需求增加；但价格竞争依旧激烈 **联电：**通讯、消费和计算领域的库存水平在 2024 年三季度趋于稳定
汽车 / 工业	**格罗方德：**预计 2024 年汽车行业收入将实现高个位数增长，重点关注雷达、安全、电源管理等领域。 **华虹半导体：** 由于汽车行业存在复苏不均衡现象，高压功率分立器件等领域复苏乏力，但总体而言，在国家政策的支持下，公司对未来增长保持乐观。 **联电：**"汽车和工业领域预计将在 2025 年二季度恢复正常。随着库存水平趋于稳定，公司预计产能利用率将恢复至健康水平，并有可能超过 80%。"

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 85: 全球主要晶圆代工企业对未来市场展望

公司	股票代码	市场份额		收入（环比增长）		公司未来展望
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E（公司指引）	
台积电	TSM US	62%	62%	12.9%	11% - 15%	受益于人工智能、高性能计算和智能手机需求的增长，预计 2024 财年收入将增长约 20%
三星电子（半导体业务）	005930 KS	13%	13%	3%	N/A	人工智能带来的高端需求增长导致手机/PC 市场复苏乏力；尽管库存水平令人担忧，但在人工智能/高性能计算客户对先进制程需求的推动下，预计 2025 年市场将实现双位数增长
中芯国际	981 HK	6%	6%	14.2%	0 - 2%	预计人工智能/高性能计算等细分市场将表现出色，而汽车/工业的复苏周期则较为漫长。整体产能利用率仍低于 2022 年的水平，并有待在未来进一步恢复。
联电	2303 TT	6%	6%	6.5%	N/A	预计各终端市场的需求将趋于稳定，库存水平将持续改善。预计四季度平均售价、晶圆出货量、产能利用率均将持平
格罗方德	GFS US	5%	5%	7%	3.5% - 6.4%	预计未来几个季度将实现连续的环比增长，产能利用率的提高将推动毛利率持续改善。
华虹半导体	1347 HK	2%	2%	10%	0 - 2.6%	预计嵌入式闪存、模拟、电源管理等领域的需求将保持强劲

资料来源: Counterpoint, 公司资料, 招银国际环球市场

图 86: 同业对比

公司	股票代码	市值 (百万美元)	市盈率 FY24E	市盈率 FY25E	市盈率 FY26E	收入 (同比%) FY24E	收入 (同比%) FY25E	收入 (同比%) FY26E
国际同业								
三星电子	005930 KS	228,389	10.4	9.1	7.6	8.9	9.2	4.7
格罗方德	GFS US	25,064	29	24.8	18	-8.7	8.9	11.3
		平均值	***19.7***	***17.0***	***12.8***	***0.1***	***9.1***	***8.0***
大中华区及同业								
台积电	TSM US	1,008,265	29.0	22.4	18.9	27.9	26.0	16.9
联电	2303 TT	17,243	10.8	10.5	9.3	-0.5	8.1	10.6
力积电	6770 TT	2,150	-	-	12.1	0.1	13.3	12.4
VIC	5347 TT	5,141	22.8	20.6	18.8	9.8	10.9	10.4
华虹半导体	1347 HK	6,177	40.8	13.3	16.2	-13.3	22.6	12.8
中芯国际	981 HK	43,818	48.2	29.3	22.9	26.8	14.9	12.8
		平均值	***30.3***	***19.2***	***16.4***	***8.4***	***15.9***	***12.7***

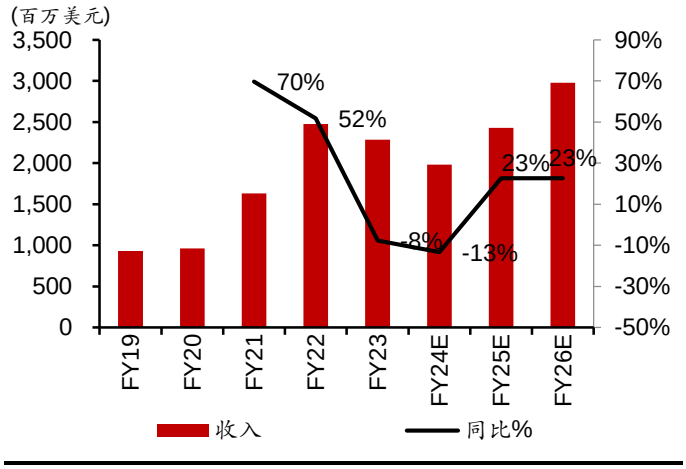
资料来源: 彭博一致预期 (截至 2024 年 12 月 3 日), 招银国际环球市场

■ **华虹半导体 (1347 HK, 买入, 目标价: 24.0 港元)**

华虹半导体 2024 年三季度收入同比下降 7.4%，但环比增长 10.0%至 5.26 亿美元。毛利率由 2024 年一季度和二季度的 6.4%和 10.5%上升至 12.2%。公司预计四季度收入为 5.3 亿至 5.4 亿美元，这意味着环比增速将持平或实现低个位数增长。毛利率预计在 11%-13%之间（中间值为 12%），与三季度基本持平。

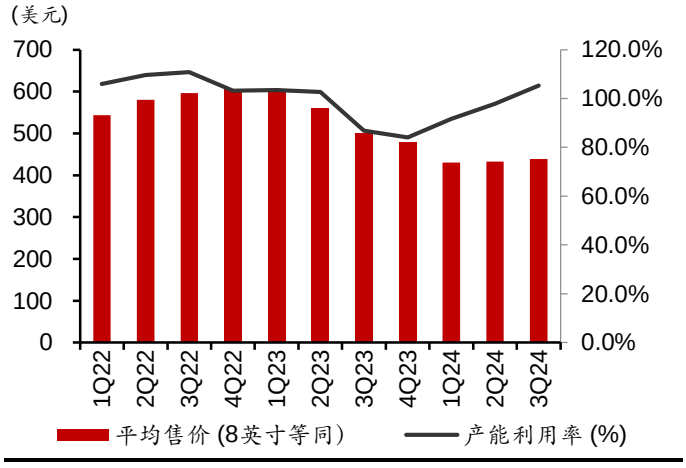
公司业绩显示，尽管终端市场需求复苏较为缓慢，但为保持高产能利用率，其毛利率在短期内仍面临一定压力（2024 年三季度产能利用率为 105%，相比 2023 年三季度和 2024 年二季度的 87%和 98%显著提升）。在地缘政治风险持续升级的背景下，我们认为华虹半导体有望成为半导体产业链自主可控趋势的主要受益者。维持对公司的“买入”评级，目标价为 24 港元。

图 87: 华虹半导体收入及同比增长



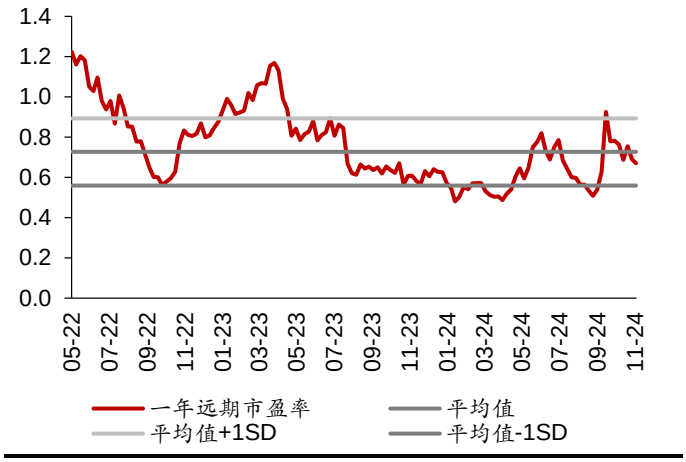
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 88: 华虹半导体平均售价及产能利用率



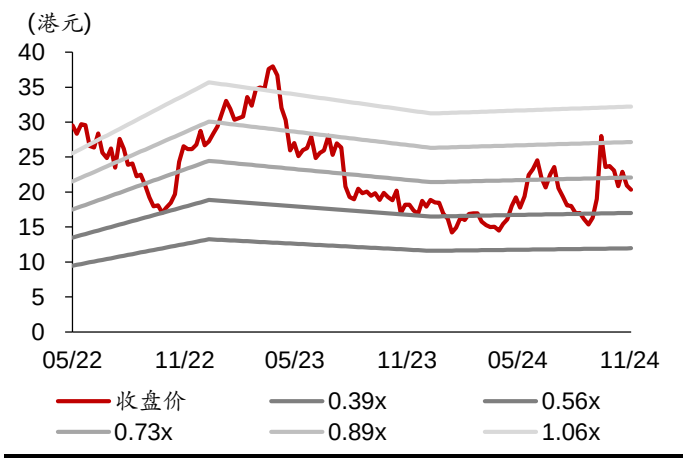
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 89: 华虹半导体一年远期市净率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 90: 华虹半导体动态市净率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

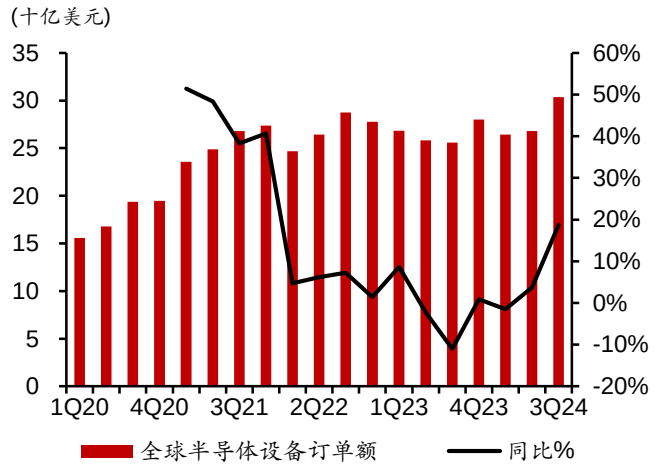
全球半导体设备行业展望

乐观：全球半导体设备市场将在人工智能热潮和成熟制程需求复苏的推动下实现强劲增长

据 SEMI 数据显示，2023 年全球半导体制造设备销售额达到 1,060 亿美元。而 2024 年前 9 个月（前三季度），全球半导体设备销售额为 840 亿美元，同比增长 6.8%。这一增长主要受益于两大驱动因素：一是下游市场为满足不断增长的人工智能需求而持续进行投资；二是全球各地区为实现半导体产业链自主可控而进行的大规模产能扩张。

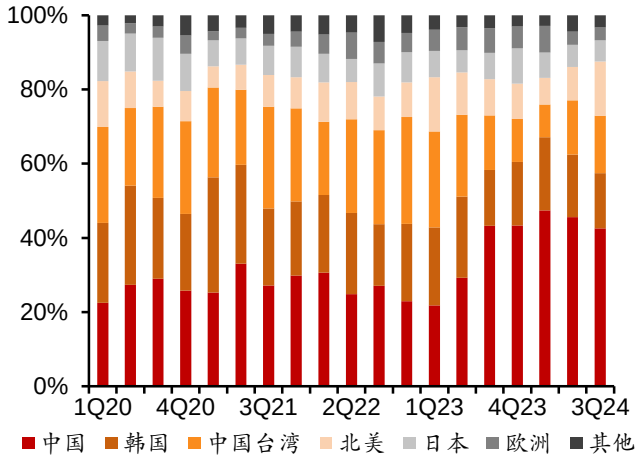
值得注意的是，2024 年三季度全球半导体设备市场增长尤为强劲，销售额同比增长 18.7%，环比增长 13.4%，达到创纪录的 300 亿美元。这一表现充分反映了市场对人工智能和产业链本地化的高需求推动了设备市场的持续繁荣。

图 91: 全球半导体设备订单额及同比增长



资料来源: SEMI, 招银国际环球市场

图 92: 全球半导体设备市场支出拆分（按地域）



资料来源: SEMI, 招银国际环球市场

按地域划分，中国内地在全球半导体设备市场中占据主导地位，其设备订单占全球总量的 40%以上，并在过去六个季度的设备支出中大幅领先。2024 年前三季度，受产能扩张项目（特别是成熟制程领域）的推动以及地缘政治风险加剧的影响，中国内地的半导体设备支出同比增长 54%，显示出强劲的增长势头。

图 93: 全球半导体设备订单金额拆分（按地域）

(十亿美元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
中国内地 & 中国台湾	**12**	**13**	**15**	**14**	**13**	**13**	**15**	**15**	**15**	**16**	**18**
同比%	*7%*	*0%*	*3%*	*-5%*	*3%*	*0%*	*-2%*	*7%*	*16%*	*22%*	*19%*
中国内地	**8**	**7**	**8**	**6**	**6**	**8**	**11**	**12**	**13**	**12**	**13**
同比%	*27%*	*-20%*	*7%*	*-22%*	*-23%*	*15%*	*42%*	*91%*	*114%*	*62%*	*17%*
韩国	**5**	**6**	**5**	**6**	**6**	**6**	**4**	**5**	**5**	**5**	**5**
同比%	*-30%*	*-13%*	*-14%*	*6%*	*9%*	*-2%*	*-19%*	*-17%*	*-7%*	*-20%*	*17%*
北美	**3**	**3**	**3**	**3**	**4**	**3**	**3**	**3**	**2**	**2**	**4**
同比%	*96%*	*57%*	*14%*	*13%*	*50%*	*12%*	*-4%*	*3%*	*-52%*	*-19%*	*77%*
日本	**2**	**2**	**3**	**2**	**2**	**2**	**2**	**3**	**2**	**2**	**2**
同比%	*14%*	*-7%*	*21%*	*0%*	*0%*	*-7%*	*-29%*	*19%*	*-4%*	*5%*	*-4%*
欧洲	**1**	**2**	**2**	**1**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**1**	**1**
同比%	*121%*	*162%*	*92%*	*34%*	*19%*	*-13%*	*2%*	*12%*	*24%*	*-42%*	*-38%*
其它地区	**1**	**1**	**2**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**

同比%	*26%*	*49%*	*54%*	*7%*	*-18%*	*-34%*	*-57%*	*-34%*	*-28%*	*45%*	*13%*
总计	**25**	**26**	**29**	**28**	**27**	**26**	**26**	**28**	**26**	**27**	**30**
同比%	*5%*	*6%*	*7%*	*1%*	*9%*	*-2%*	*-11%*	*1%*	*-1%*	*4%*	*19%*

资料来源: SEMI, 招银国际环球市场

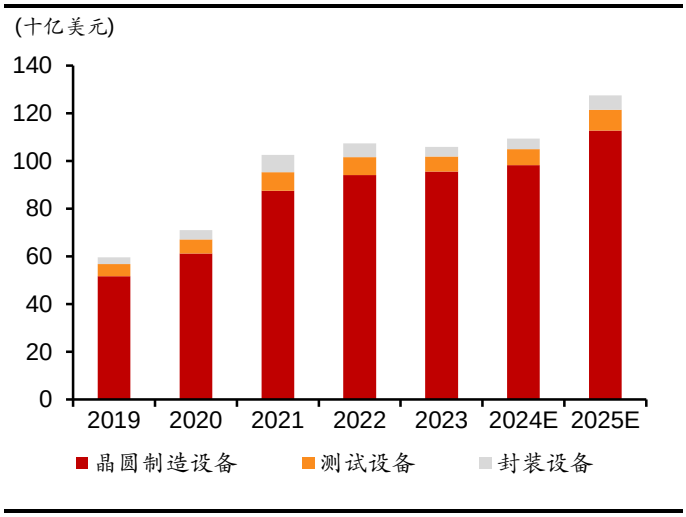
展望未来，半导体设备行业预计在 2024 年和 2025 年分别增长 3% 和 18%，达到 1,090 亿美元和 1,280 亿美元（数据来源：SEMI）。同期，全球半导体销售额预计将分别增长 19% 和 11%。由于 2024 年存储芯片产能增长有限，以及成熟制程产能扩张趋缓，预计 2025 年下半年半导体设备销售额将进一步攀升。在下游市场复苏节奏明确后，受订单增加、新项目扩张以及半导体产业链自主可控趋势的推动，2025 年半导体设备支出增速有望恢复至 18%。

按细分市场来看，**晶圆制造设备**（占设备销售总额的 88%）预计将在 2024 年和 2025 年分别实现 3% 和 15% 的同比增长。**测试和封装设备**在 2024 年预计分别增长 7% 和 10%，并将在 2025 年加速增长至 30% 和 35%。

在晶圆制造设备领域，**晶圆代工厂及逻辑芯片制造设备**（2023 年约占晶圆制造设备总销售额的 55%）预计在 2024 年出现低个位数的下滑，但将在 2025 年恢复 10% 的增长。这主要得益于市场对先进制程的持续投资、制造技术的进步以及下游产能的扩张。**DRAM 制造设备**（约占 14%）预计将在 2024 年增长 24%，2025 年进一步增长 12%，受 HBM 芯片需求大幅增长的驱动。**NAND 制造设备**（占比不足 10%）预计在 2024 年保持稳定，但将在 2025 年实现 56% 的大幅增长，需求有望在 2024 年年底出现反弹。

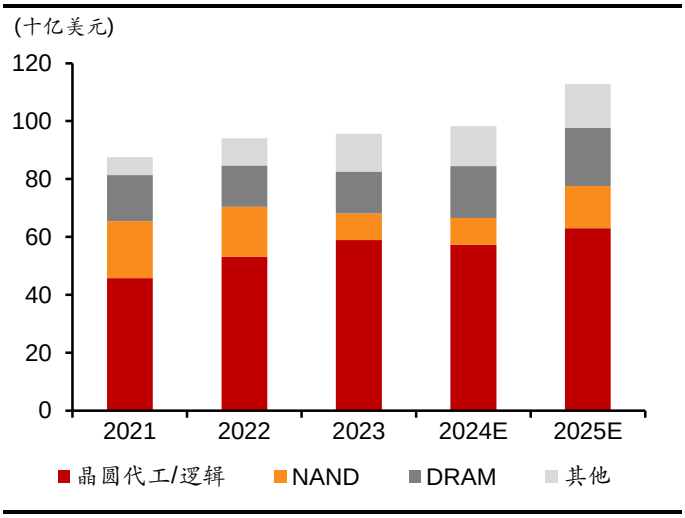
整体来看，受先进制程投资、下游市场复苏以及结构性需求增长（如 HBM 和 NAND）的推动，半导体设备行业在未来两年将持续保持稳健增长。

图 94: 全球半导体设备销售额拆分（按设备种类）



资料来源: SEMI, 招银国际环球市场

图 95: 全球晶圆制造设备销售额拆分（按设备种类）



资料来源: SEMI, 招银国际环球市场

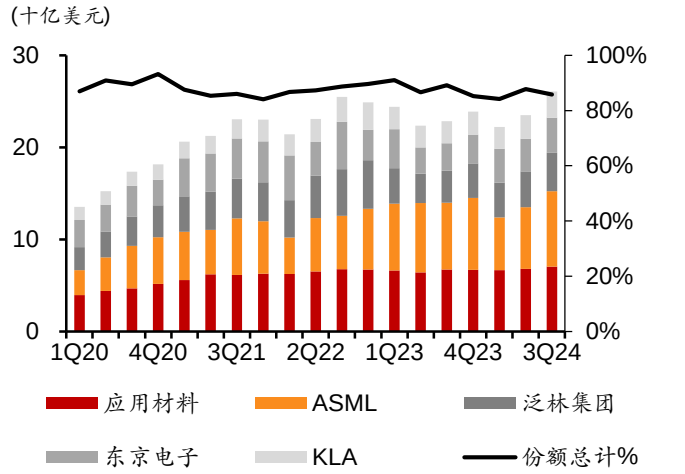
我们对半导体设备行业的前景保持乐观，主要基于以下三大原因：1）半导体制造工艺的持续进步将推动设备需求增长；2）人工智能投资的增加和存储芯片需求的复苏将带来产能扩张；3）半导体产业链自主可控的趋势将加速新项目的落地。

我们预计，当前海外行业龙头企业将继续维持其技术和市场的领先地位，而中国供应商则有望受益于地缘政治风险加剧所推动的产业链本地化趋势，其市场份额增速将显著高于海外同行。

竞争格局： 前三季度全球前五大半导体设备供应商共占 86%的市场份额

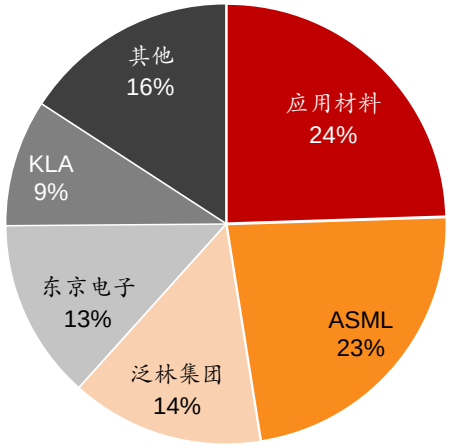
前三季度全球前五大半导体设备供应商共占 86%的市场份额，分别为：ASML（ASML US，前三季度市场份额为 25%）、应用材料（AMAT US，市场份额为 24%）、Lam Research（泛林集团，LRCX US，市场份额为 14%）、东京电子（8035 JT，市场份额为 13%）和 KLA（KLAC US，市场份额为 9%）。我们认为，随着技术进步和地缘政治风险长期存在，这些行业领导者将维持其主导地位。

图 96: 全球前五大半导体设备供应商季度收入及总计占比



资料来源: 公司资料, SEMI, 彭博, 招银国际环球市场

图 97: 全球前五大半导体设备供应商市场份额（前三季度）



资料来源: 公司资料, SEMI, 彭博, 招银国际环球市场

半导体设备制造商的盈利情况反映了全球晶圆代工行业的动态，尤其是英特尔、台积电、三星电子等头部代工企业的资本支出变化。然而，近期设备制造商的盈利表现出现了分化：尽管人工智能及相关需求依然强劲，但存储芯片、智能手机以及汽车/工业等传统领域的复苏节奏依旧较为疲软。除了周期性需求的波动外，我们还观察到，在最近几个季度，由于美国实施出口管制，中国晶圆代工企业为应对潜在风险提前囤积海外设备制造商的产品。这一趋势曾推动中国区在海外设备供应商销售额中的占比达到高点。然而，随着囤货需求逐渐消化，目前这一占比已回落至相对正常的水平。这反映出全球半导体设备市场正在逐步回归更为平衡的发展态势。

图 98:全球前五大半导体设备供应商的未来展望

公司名称	股票代码	环比收入增速（指引中值）		公司未来展望
		3Q24	4Q24E	
ASML	ASML NA	22%	19.5%	- 公司将下调 2025 年的展望，主要由于手机和 PC 市场复苏节奏放缓，逻辑芯片市场竞争激烈，以及公司下调对 low-NA EUV 光刻机的出货量（预计小于 50 台）预测。 - 预计 2025 年中国区收入占比将下降至 20%左右。
Lam Research	LRCX US	7.6%	31.7%	- 中国以外区域的需求依然强劲，尤其是在先进制程、DRAM 和先进封装领域，从而抵消了中国市场因地缘政治风险而出现的预期下滑。 - 在 AI 热潮的推动下，公司在先进封装领域的年化收入已达到 10 亿美元。 - 尽管 NAND 业务依旧疲软，但公司仍维持健康的库存水平。
KLA	KLAC US	10.6%	3.8%	- 在先进制程玩家和 DRAM 的增长和投资共同推动下，预计 2025 年将继续实现增长，但中国市场的需求由于早先的较高的库存水平而有所下降，从而抵消了这一增长。
应用材料	AMAT US	3.9%	1.5%	- 公司预计，由 AI 算力需求的提升所带来的 HBM 需求将带动 NAND 和 DRAM 的需求反弹。 - 上一季度，中国区收入占比下降至约 30%，管理层认为这是正常水平。

				- 公司预计，受 AI 和高性能计算的长期增长趋势推动，2025 财年将实现双位数增长。
东京电子	8035 JT	2%	N/A	- 公司预计在 AI 的推动下，晶圆制造设备市场规模将在 2024 年达到 1000 亿美元，2025 年将实现双位数增长。AI 服务器目前占晶圆制造设备市场的 15%，HBM 约占 7.5%。 - 预计 2025 年 AI PC/智能手机将实现强劲增长，AI 领域将占整个半导体市场的 40%。 - 管理层预计，在 HBM 和 NAND 投资复苏推动下，存储芯片行业将在 2025 年实现大幅增长。
爱德万测试	6857 JT	37.3%	N/A	- 预计在 AI 投资增长的推动下，2024 年半导体测试设备市场前景持乐观态度。市场对测试设备的需求，尤其是对高性能 DRAM 和复杂 SoC 芯片的需求，预计将超出此前的预期。 - 虽然 AI 相关测试的需求持续增长，但汽车/工业测试设备的复苏仍需要较长的时间。

资料来源: 公司资料，招银国际环球市场

图 99: 同业对比

		市值	市盈率			每股收益 (美元)			收入（同比%）		
公司名称	**股票代码**	**(百万美元)**	**FY24E**	**FY25E**	**FY26E**	**FY24E**	**FY25E**	**FY26E**	**FY24E**	**FY25E**	**FY26E**
国际同业											
ASML	ASML NA	286,895	35.1	28.0	22.5	20.4	25.6	31.7	0.2	15.1	15.4
应用材料	AMAT US	141,822	20.2	18.2	16.2	8.5	9.5	10.6	2.5	8.3	5.4
泛林集团	LRCX US	96,772	25.3	21.1	18.0	3.0	3.6	4.2	-14.5	16.5	12.1
KLA	KLAC US	85,955	27.6	21.0	19.6	23.2	30.6	32.8	-6.5	19.2	5.9
东京电子	8035 JT	75,437	32.6	21.6	19.2	4.7	7.4	8.3	-22.4	24.3	9.6
Axcelis	ACLS US	2,390	12.6	14.4	11.5	5.9	5.1	6.4	-10.6	-3.9	11.7
Keysight	KEYS US	29,438	27.4	24.5	21.2	6.2	6.9	8.0	-8.9	5.2	6.5
泰瑞达	TER US	18,521	35.8	26.9	19.0	3.2	4.2	6.0	4.9	19.3	20.4
爱德万测试	6857 JT	45,408	99.4	48.9	36.0	0.6	1.2	1.7	-18.7	30.7	17.1
		平均值	***35.1***	***25.0***	***20.4***	***8.4***	***10.4***	***12.2***	***-8.2***	***15.0***	***11.6***

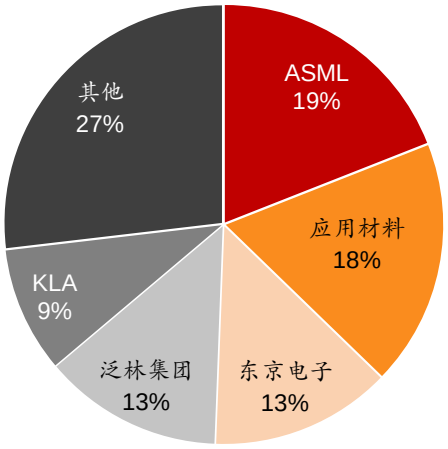
资料来源: 彭博（数据截至 2024 年 12 月 5 日），招银国际环球市场

中国市场：2023 年，海外前五大半导体设备供应商占据 73% 的国内市场份额；国内同业将受半导体产业链自主可控趋势推动而崛起

作为全球最大的半导体市场，中国在 2023 年的市场规模达到 1520 亿美元（根据 SIA 统计）。然而，实现半导体产业链自主可控仍面临巨大挑战，而半导体设备行业在这一过程中发挥着至关重要的作用。根据 SEMI 的数据，2023 年中国半导体设备支出为 370 亿美元，2024 年前三季度的支出已达到 380 亿美元。在过去的六个季度中，中国依然是全球最大的半导体设备支出地区，占全球总额的约 45%。

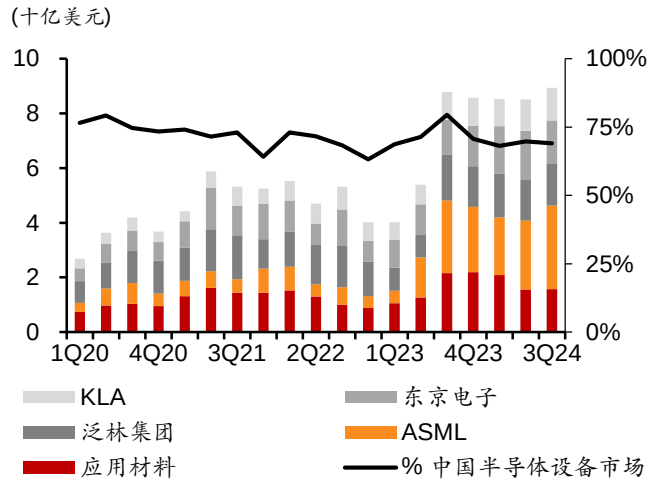
尽管如此，中国半导体设备的国产化率仍相对较低。随着地缘政治紧张局势的加剧，中国区收入在海外前五大设备供应商总收入中的比重显著增加（2024 年前三季度同比增长 32%）。我们预计，2023 年前五大设备供应商在中国区的收入总额（仅系统/设备收入）约为 270 亿美元，占中国半导体设备订单总额的 73%。其中，应用材料（18%）、ASML（19%）、东京电子（13%）、泛林集团（13%）以及 KLA（9%）分别占据了重要市场份额。这表明，中国市场对这些海外设备供应商的依赖依然较高，在半导体设备国产化方面仍有较大提升空间。

图 100: 2023 年中国半导体设备市场销售额拆分



资料来源：公司资料，SEMI，彭博，招银国际环球市场

图 101: 海外前五大半导体设备供应商中国区收入对比



资料来源：公司资料，SEMI，彭博，招银国际环球市场

中国政府正持续加大对国内半导体企业的支持力度。国家集成电路产业投资基金（“大基金”）现已进入第三期。大基金三期于 2024 年 5 月正式启动，注册资本高达 3,440 亿元人民币，超过了前两期的总和（链接）。我们认为，半导体设备行业将是第三期大基金的关注重点之一，鉴于该领域目前正被海外公司所主导。

据我们分析，**2023 年中国半导体设备制造商的国产替代率不到 20%**。2023 年，中国前 15 大半导体设备上市企业的销售总额约占全国的 16%，这些企业覆盖晶圆制造设备、测试设备和封装设备等多个领域。

展望未来，根据彭博一致预期，**预计到 2024/2025 年，国内同业的收入将分别增长 32%/33% 至 116 亿美元/147 亿美元，证明半导体产业链自主可控的长期趋势保持不变。**我们预计，随着半导体设备的出口管制不断收紧，设备的国产化率将持续上升，鉴于目前不仅包括先进芯片制造技术，还涉及更加广泛的关键半导体供应链。随着世界各国政府对本国的半导体产业进行大力投资，如美国的《芯片与科学法案》、中国的“大基金”、韩国的《K 芯片法案》等，**我们预计全球各主要经济体的半导体设备产能将不断扩大，同时各国对进口设备的依赖程度也将持续下降。**

2024 年 11 月，美国政府将包括北方华创（002371 CH）、拓荆科技（688072 CH）、盛美半导体（688082 CH）在内的 140 家中国公司列入实体清单，表明**地缘政治风险正在持续升级。**

尽管海外供应商在中国市场的收入实现了大幅增长，但预计将在未来下滑。以下为海外半导体设备公司管理层对中国市场的态度：

#1: ASML 指出中国市场的订单有望恢复到正常水平。公司预计 2025 年中国区销售额将占总收入的 20%，而 2024 年三季度为 47%。

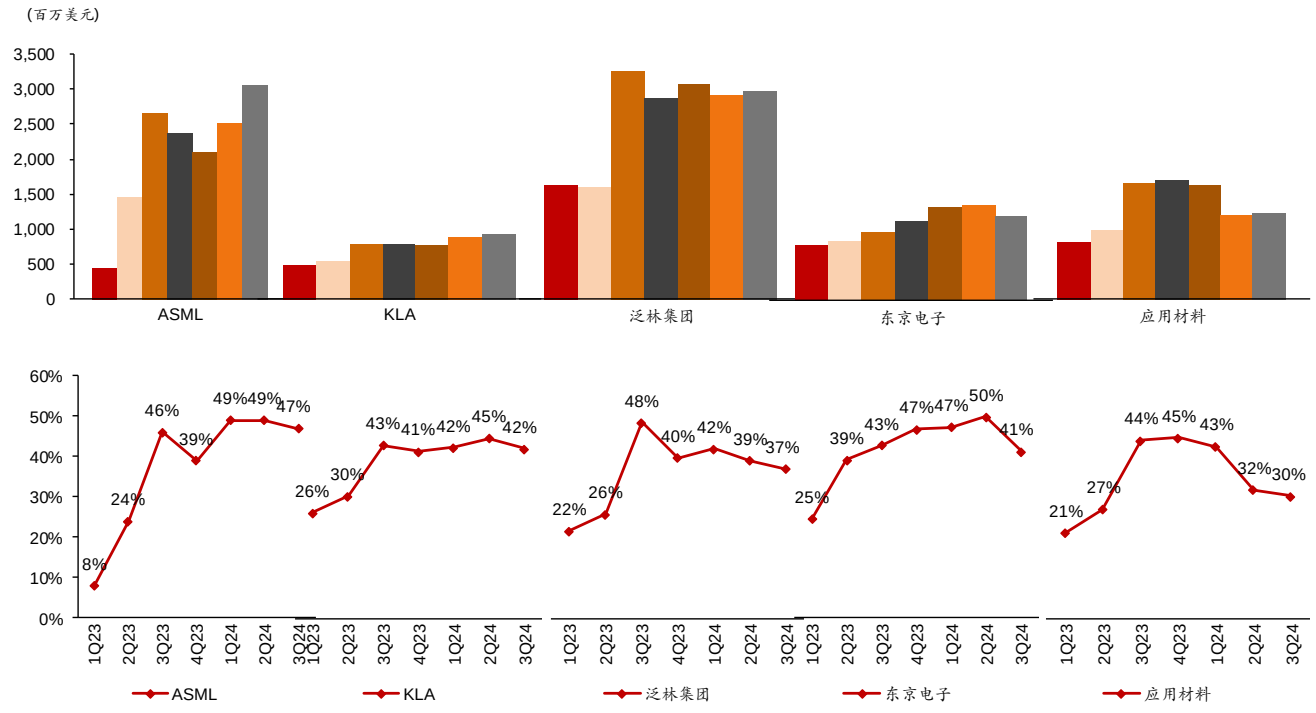
#2：泛林集团预计中国客户在 2024 年四季度的占比将下降至 30%左右。

#3：应用材料预计继 2024 财年四季度中国区收入占比达到约 30% 后，25 财年一季度将维持在正常水平（30%左右）。

#4：KLA 预计中国区收入占比将从 2024 财年三季度的 40%左右下降到下一季度的 30%左右。

#5：东京电子预计中国区收入占比将从 2024 财年三季度的 40%左右逐步恢复至正常水平（30%左右）。

图 102: 全球前五大半导体设备供应商中国区销售额及占比趋势



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

图 103: 中国区前五大半导体设备供应商收入对比

公司名称	股票代码	市场份额	收入增速（环比）		中国区收入占比	
		前三季度	C3Q24	C4Q24E（公司指引）	C3Q24	指引
ASML	ASML NA	25%	13%	20.5%	47%	~20%（2025）
应用材料	AMAT US	24%	5%	1.5%	30%	~30%（下一季度）
KLA	KLAC US	9%	19%	3.8%	42%	~30%（下一季度）
Lam Research	LRCX US	14%	20%	N/A	37%	~30%（截至 12 月的财季）
东京电子	8035 JT	13%	28%	3.2%	41%	~30%（下一季度）

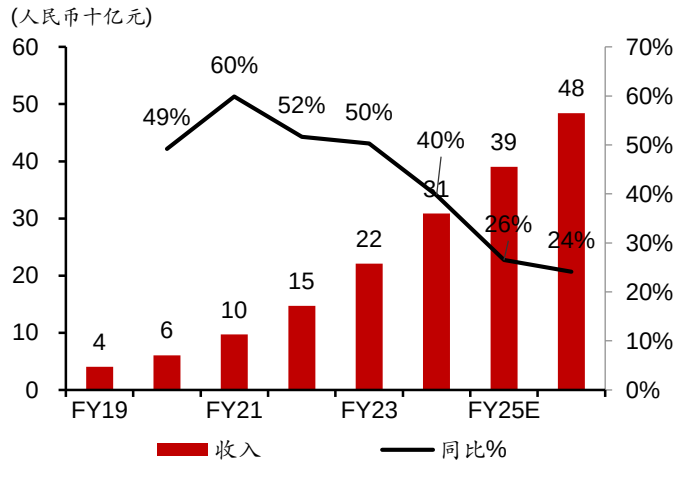
资料来源: 公司资料, 彭博一致预期(环比收入增速), 招银国际环球市场

■ **北方华创（002371 CH，买入，目标价：426 元人民币）**

北方华创作为中国最大的半导体设备制造商，在国内需求强劲增长和半导体自主可控政策的双重推动下，持续实现高速增长。凭借涵盖蚀刻、清洗、沉积等领域的广泛产品组合，公司在 2024 年三季度实现收入人民币 80 亿元，同比增长 30.1%，环比增长 23.8%；净利润同比增长 55.0%，达到人民币 17 亿元。2024 年前 9 个月，公司半导体设备销售额同比增长 47.0%，充分反映出在中国半导体产业链自主可控政策支持下的强劲增长态势。

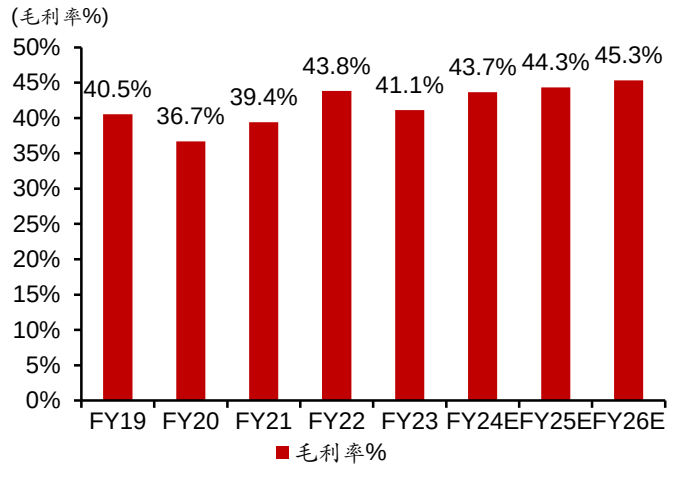
展望未来，我们预计北方华创将在 2025 年实现 26% 的收入增长。随着美国政府逐步加强对中方半导体出口的管制，中国本土半导体设备制造商将长期受益于国产化需求的快速增长。出口管制的加强预计将进一步提振对国产设备的需求，为北方华创等领先制造商提供更大的增长机遇。公司预计将在 2025 年初公布全年订单情况，我们预计订单将继续反映政策利好的推动效应。维持对北方华创的“买入”评级，目标价人民币 426.0 元不变，持续看好其未来在半导体设备国产化浪潮中的成长潜力。

图 104: 北方华创收入及同比增长



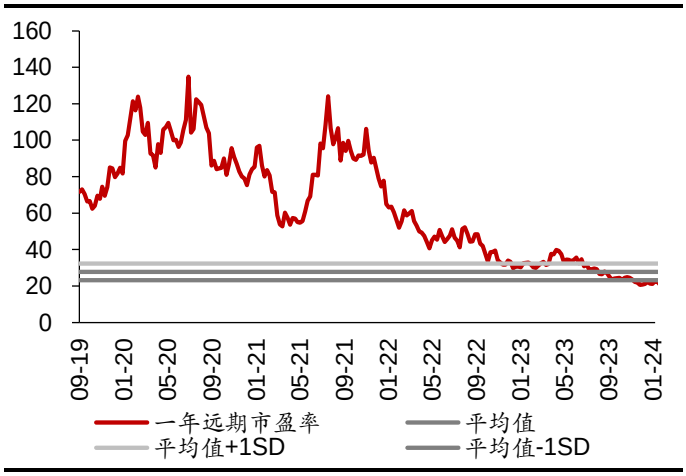
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 105: 北方华创毛利率变化趋势



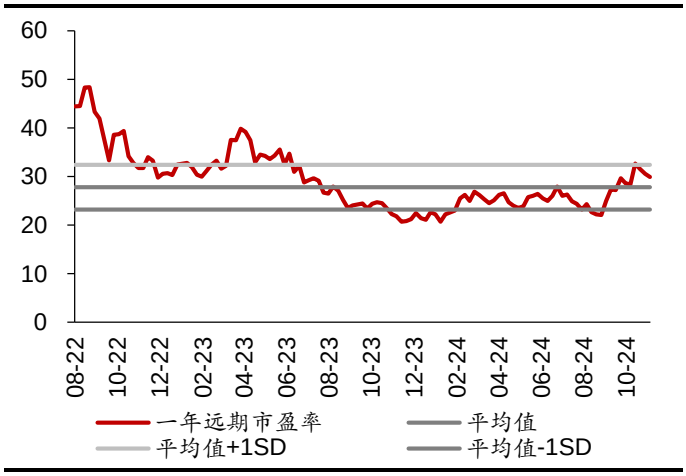
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 106: 北方华创一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 107: 北方华创动态市盈率



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

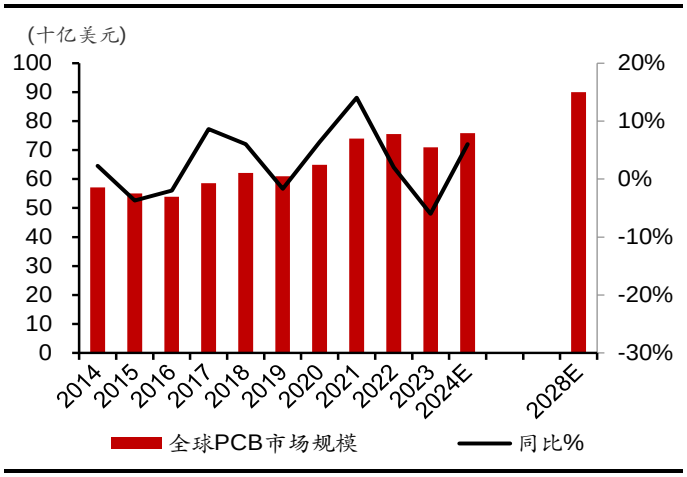
全球 PCB&CCL 行业展望

乐观：人工智能需求将在终端市场广泛复苏的背景下持续强劲

根据 Prismark 数据显示，全球 40 家领先的 PCB 供应商（其销售额占行业总额的一半以上）在 2024 年上半年实现了 6.3% 的同比增长。2024 年二季度，全球 PCB 市场规模估值达到 177 亿美元，环比增长 5.7%，同比增长 6.8%。展望未来，Prismark 预测，在人工智能服务器、网络基础设施以及高层数多层电路板等高增长领域强劲需求的推动下，PCB 市场在 2024 年将实现 5.5% 的增长（高于上一季度预测的 5.0%）。

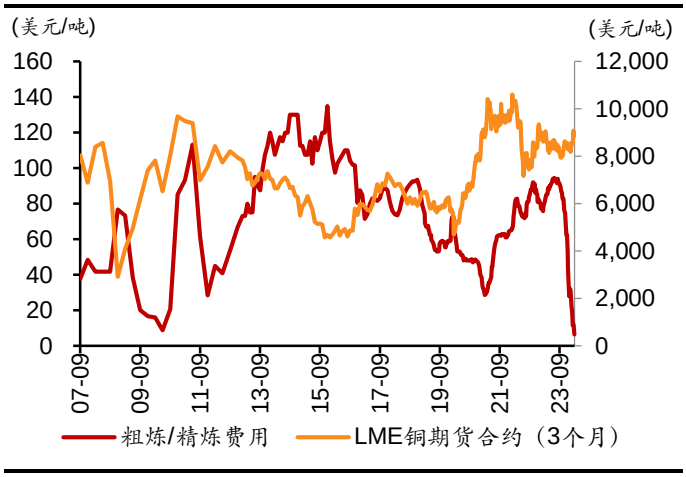
相比之下，其他细分市场将面临持续的压力。由于非人工智能相关市场需求相对平稳，低端刚性板及部分基板产品的平均售价预计将在 2024 年下半年继续承压。同时，原材料成本上涨进一步加剧了市场挑战，尤其是对于议价能力有限的供应商而言，成本上升将挤压利润空间，对盈利能力造成不利影响。

图 108: PCB 市场规模及同比增长



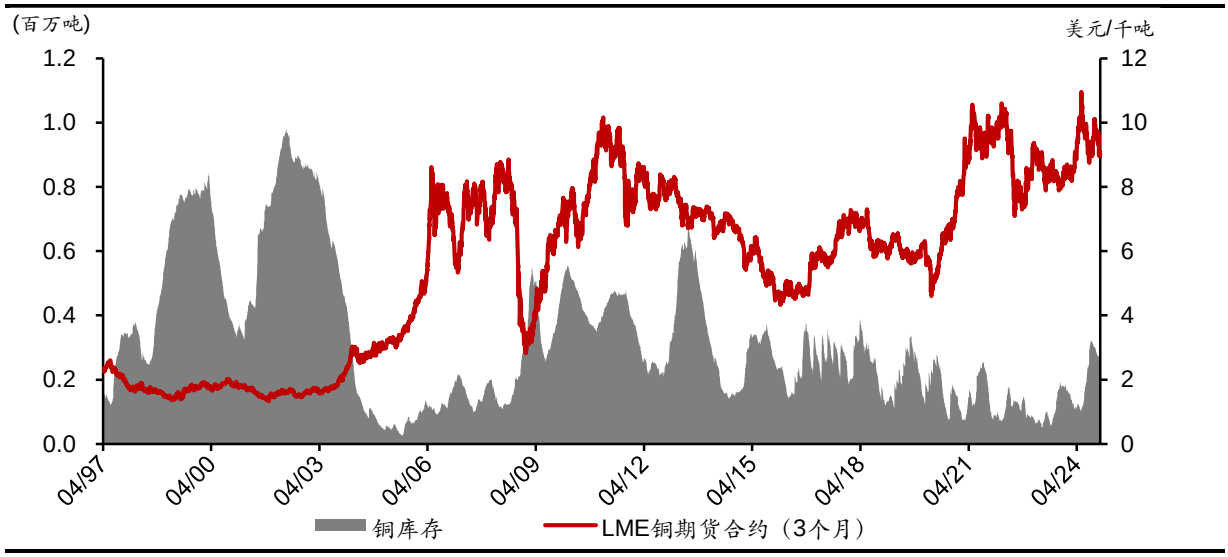
资料来源: Prismark

图 109: 粗炼/精炼费用 vs. LME 铜期货合约（3 个月）



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 110: LME 铜期货合约（3 个月） vs. 铜库存



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ **2024/2025 年全球排名前 13 的 PCB 供应商的收入总额预计将增长 3.1%/12.4%。**

全球排名前 13 的 PCB 供应商（占 2024 年行业销售总额约 46%）在经历了 2023 年同比下降 16%后，预计将在 2024 年实现 3.1%的同比增长。这一增长表明，随着终端市场需求的逐步复苏，PCB 供应商的增长轨迹将趋于稳定。

展望未来，根据彭博一致预期，这 13 家 PCB 供应商的平均收入增速将在 2025 年和 2026 年分别大幅增长 12.4%和 15.3%，预计其在全球 PCB 市场的总份额将分别提升至 49%和 50%。

图 111: 全球排名前 13 的 PCB 供应商对比

		市值	收入 (百万美元)			收入 (同比%)		
公司名称	股票代码	(百万美元)	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
臻鼎	4958 TT	3,395	5,290	5,896	6,509	8.9	11.5	10.4
欣兴电子	3037 TT	7,029	3,634	4,576	5,305	8.9	25.9	15.9
东山精密	002384 CH	6,232	5,167	5,945	6,831	8.7	15.0	14.9
TTM	TTMI US	2,471	2,422	2,555	NA	8.5	5.5	NA
华通	2313 TT	2,237	2,253	2,440	2,588	4.7	8.3	6.1
健鼎科技	3044 TT	3,028	2,022	2,220	2,433	7.0	9.8	9.6
深南电路	002916 CH	7,066	2,411	2,825	3,237	26.2	17.2	14.6
AT&S	ATS AV	536	1,709	1,713	2,434	-9.9	1.9	42.1
景旺电子	603228 CH	3,254	1,766	2,073	2,373	16.2	17.4	14.4
Ibiden	4062 JT	4,155	2,368	2,524	2,812	-16.9	-1.6	11.4
沪电股份	002463 CH	9,985	1,683	2,095	2,409	33.3	24.5	15.0
南电	8046 TT	2,392	1,026	1,273	1,518	-24.3	24.1	19.3
Shinko	6967 JT	4,648	1,419	1,472	1,610	-31.3	1.2	9.4
收入总额 / 平均收入增速			**33,170**	**37,607**	**40,059**	**3.1**	**12.4**	**15.3**
市场份额总计 %			*46%*	*49%*	*50%*			
全球 PCB 销售额			**72,791**	**76,700**	**80,800**			

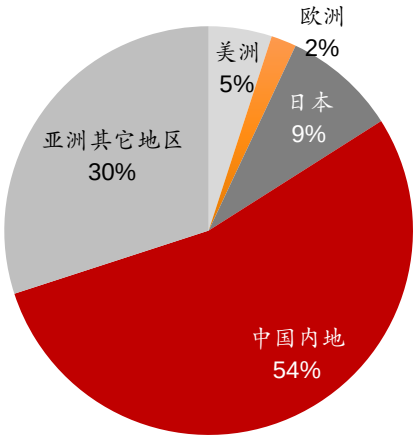
资料来源: Prismark, 彭博一致预期（数据截至 2024 年 11 月 27 日），招银国际环球市场

■ **国内竞争格局：尽管供应链呈现多样化趋势，但中国市场份额预计仍将维持在 50%以上**

中国仍然是全球最大的 PCB 制造中心，占据 54%的市场份额。然而，受行业不利因素和供应链多样化趋势的影响，2023 年中国 PCB 产值下降 13.2%，降至 378 亿美元。

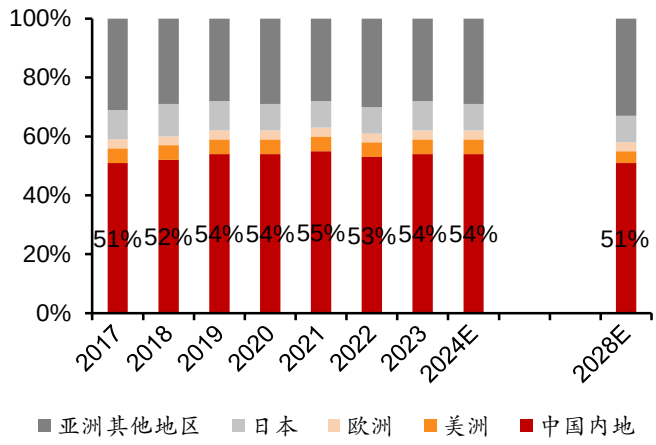
尽管面临挑战，中国在 PCB 制造领域的领先地位依然稳固。根据 Prismark 的预测，2024 年中国 PCB 产值预计将同比增长 4.1%，达到 393 亿美元，并在 2023 至 2028 年期间保持相同的 CAGR（全球同期 CAGR 为 5.4%）。预计到 2028 年底，中国市场的全球份额将小幅下降至 51%。

图 112: 2023 年全球 PCB 市场竞争格局 (按地域)



资料来源: Prismark, 公司资料, 招银国际环球市场

图 113: 全球 PCB 市场竞争格局变化趋势（按地域）



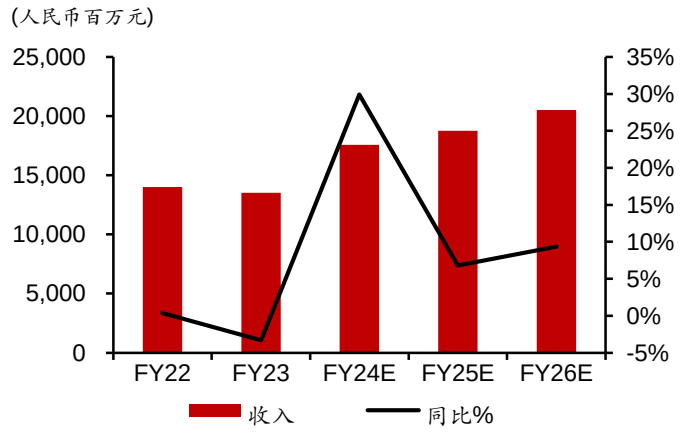
资料来源: Prismark, 公司资料, 招银国际环球市场

■ **标的推荐：深南电路（002916 CH，持有，目标价：115 元人民币）**

公司 2024 年三季度实现收入 47.3 亿元人民币，同比增长 37.9%，环比增长 8.5%。然而，毛利率从上季度的 27.1%和去年同期的 23.4%下降至 2024 年三季度的 25.4%。毛利率承压的主要原因包括：1）毛利率较低的 PCBA 业务（约 15%）在收入组合中的占比上升；2）广州工厂产能爬坡对基板业务毛利率造成压力；3）铜价高企（2024 年三季度平均铜价约为 9900 美元/吨）；4）汽车产品销量增长对 PCB 业务盈利能力的不利影响。

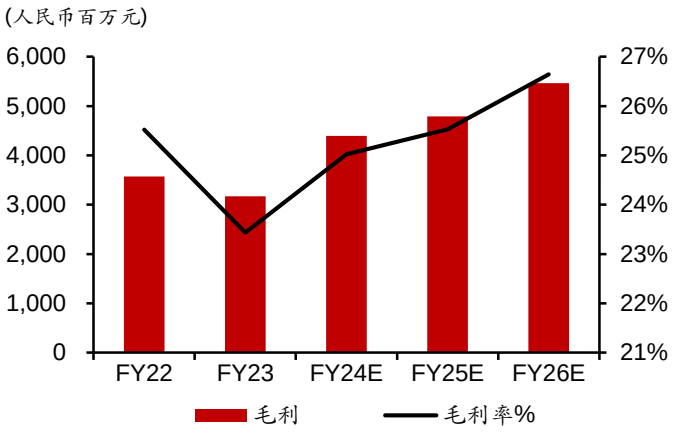
我们注意到，公司在电信市场的业务敞口较大（2024 年三季度占比约为 40%），但该市场尚未出现明显的改善迹象，预计将进一步对毛利率施压，并拖累非人工智能相关 PCB 业务的整体产能利用率。维持对深南电路的“持有”评级，目标价为 115 元人民币。

图 114: 深南电路收入及同比增长



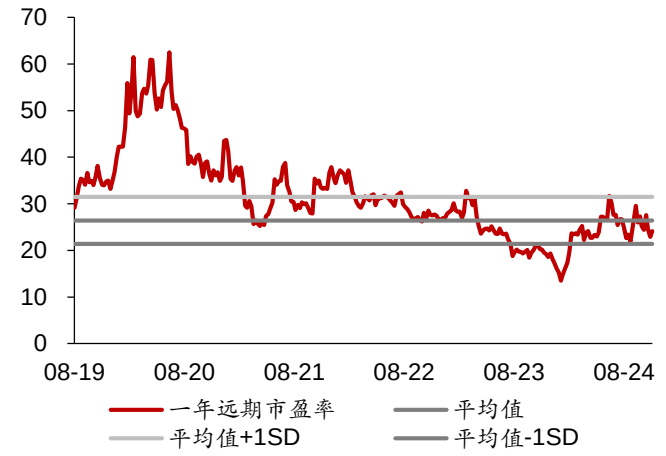
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 115: 深南电路毛利及毛利率



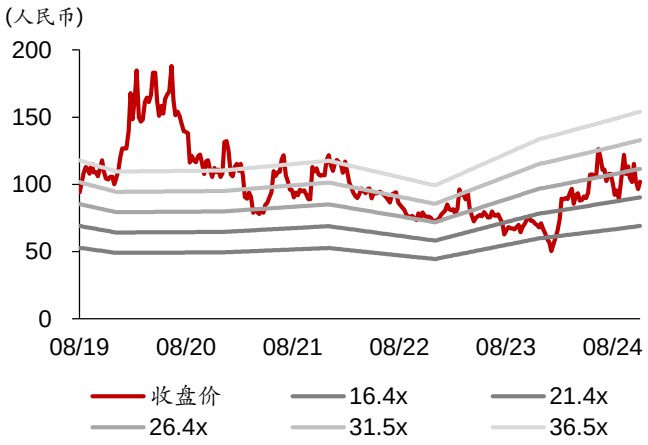
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 116: 深南电路一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 117: 深南电路动态市盈率

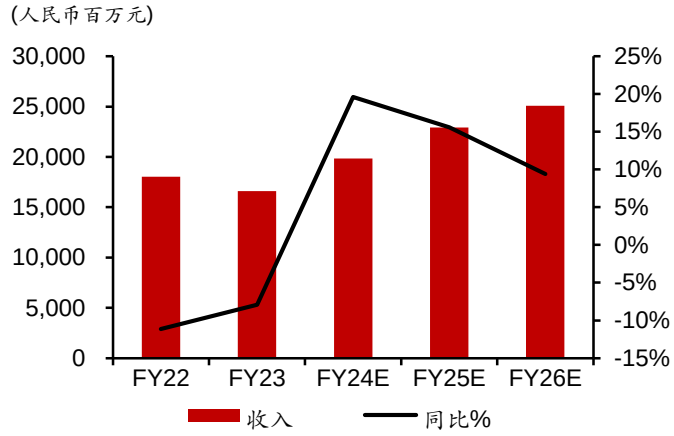


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

■ **标的推荐: 生益科技（600183 CH，买入，目标价：28.75 元人民币）**

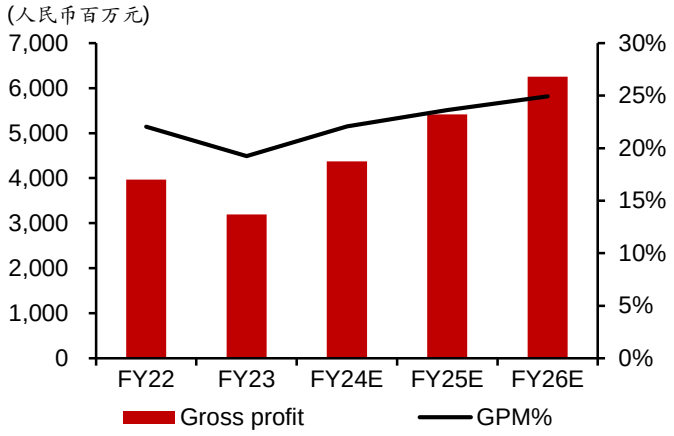
我们维持对生益科技的“买入”评级，目标价为 28.75 元人民币。2024 年三季度，公司收入为 51 亿元人民币，同比增长 14.5%，环比下降 1.7%。受益于有利的产品组合和较低的原材料成本，公司毛利率为 22.9%，较 2024 年二季度上升 1.1 个百分点。我们看好生益科技，鉴于公司受益于**不断增长的 AI 相关需求**，特别是其**超低损耗覆铜板产品**。本季度在强劲的服务器收入**（占 PCB 销售总额的 42.5%）**的支持下，生益科技的毛利率环比和同比均实现增长。然而，公司覆铜板业务表现略低于预期，预示着非 AI 市场的需求可能将不及预期。展望未来，我们看好生益科技的长期增长前景。公司已做好了充分利用**人工智能热潮**的准备，并将在未来推动市场对其先进材料和解决方案的持续需求。

图 118: 生益科技收入及同比增长



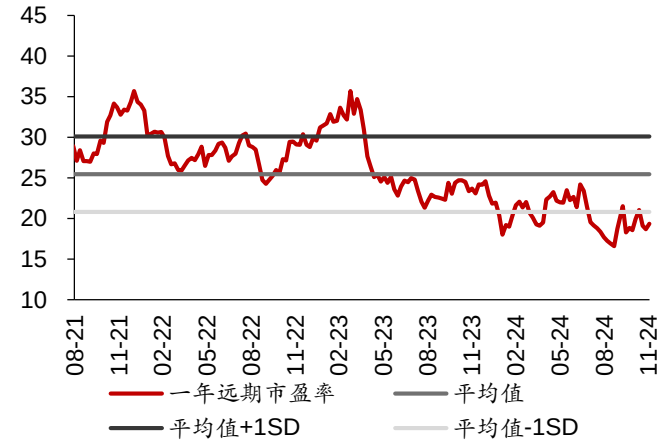
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 119: 生益科技毛利及毛利率



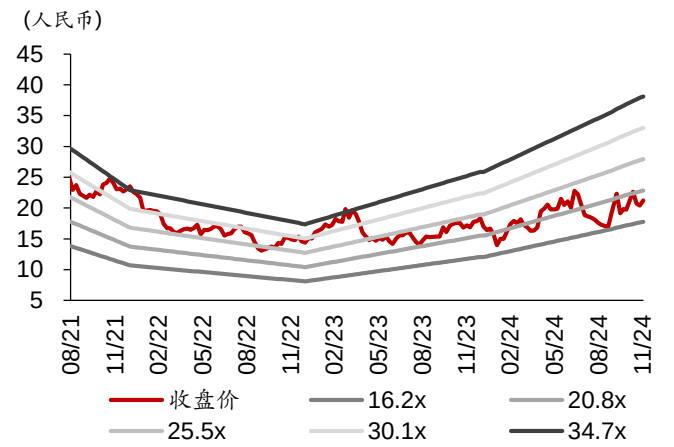
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 120: 生益科技一年远期市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 121: 生益科技动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 122: 同业对比

公司名称	股票代码	市值 (百万美元)	市盈率 (x) FY24E	FY25E	FY26E	每股收益 (美元) FY24E	FY25E	FY26E	收入（同比%） FY24E	FY25E	FY26E
中国台湾同业											
臻鼎	4958 TT	3,409	12.4	10.5	8.9	0.29	0.34	0.40	8.7	11.5	9.3
欣兴电子	3037 TT	6,980	29.9	12.2	8.7	0.15	0.38	0.52	8.4	27.8	16.6
华通	2313 TT	2,266	12.6	10.1	9.0	0.15	0.19	0.21	4.7	8.3	6.1
健鼎科技	3044 TT	3,084	12.1	10.7	9.5	0.49	0.55	0.62	6.8	9.9	8.6
南电	8046 TT	2,292	99.7	18.9	12.5	0.04	0.19	0.29	-24.3	24.1	19.3
		平均值	***33.4***	***12.5***	***9.7***	***0.2***	***0.3***	***0.4***	**0.8**	**16.3**	**12.0**
中国内地同业											
生益科技	600183 CH	7,087	27.1	21.3	17.5	0.11	0.14	0.17	15.4	14.2	11.9
深南电路	002916 CH	6,981	25.5	20.8	17.3	0.54	0.66	0.79	26.2	17.2	14.6
东山精密	002384 CH	6,265	23.6	15.6	12.2	0.16	0.24	0.30	8.9	15.2	15.0
沪电股份	002463 CH	10,039	28.6	21.8	18.2	0.18	0.24	0.29	33.1	24.5	15.0
景旺电子	603228 CH	3,182	18.2	15.1	12.6	0.19	0.23	0.28	16.2	17.4	14.4
		平均值	***24.6***	***18.9***	***15.6***	***0.2***	***0.3***	***0.4***	**20.0**	**17.7**	**14.2**
海外同业											
TTM	TTMI US	2,537	15.6	12.6	-	1.59	1.97	-	8.5	5.5	-
Shinko	6967 JT	4,784	33.1	30.0	22.0	1.04	1.18	1.62	-31.3	4.2	9.3
Ibiden	4062 JT	4,150	18.4	18.8	14.9	1.52	1.57	1.99	-16.9	1.1	11.8
AT&S	ATS AV	537	-	-	25.6	-0.84	-3.51	0.56	-9.9	1.0	31.4
		平均值	***22.4***	***20.5***	***20.8***	***0.8***	***0.3***	***1.4***	**-12.4**	**2.9**	**17.5**

资料来源: 彭博（数据截至 2024 年 12 月 3 日），招银国际环球市场

中国科技板块

优于大市

伍力恒 – alexng@cmbi.com.hk
刘梦楠- claudialiu@cmbi.com.hk
李汉卿- lihanqing@cmbi.com.hk

终端需求复苏延续，端侧 AI 创新落地提速

全球终端需求稳定增长，算力需求提升和端侧 AI 创新为主要增长动力

自 2023 年 ChatGPT 面世以来，在训练和推理模型双轮驱下，云端 AI 算力产业链迎来高速发展。2024 年端侧 AI 新品落地提速，AI 手机和 AI PC 渗透加快，创新延伸至 AI 眼镜和智能家居等领域。展望 2025 年，考虑到全球经济温和复苏、手机/PC 需求持续回暖、通用/AI 服务器增长延续和端侧 AI 创新周期，我们预计 2025 年科技板块维持高景气度，建议关注两大主线：1）AI 算力需求扩张和服务器/网络新架构升级，建议关注比亚迪电子和鸿腾精密等服务器 ODM 和零部件公司；2）端侧 AI 创新落地提速（手机/PC/穿戴/眼镜/智能家居/EV），建议关注小米集团、舜宇光学、瑞声科技、比亚迪电子、鸿腾精密、立讯精密、京东方精电和英恒科技。

服务器: 通用服务器持续复苏，关注 GB200/GB300 新架构升级机会

过去两年在 AI 大模型迅速发展下，算力产业链迎来蓬勃发展，云厂商 AI 商业化逐步体现，端侧模型场景加速落地，我们预计 2025/26 年 AI 训练服务器出货量将同比增长 109%/19%至 207 万/245 万台。此外，GB200/300 新架构升级和 ASIC AI 服务器快速发展将进一步推动 ODM 和相关零部件需求增加(铜链接/液冷/电源)，建议关注好比亚迪电子、鸿腾精密和工业富联等服务器 ODM 和零部件公司。

智能手机：AI 浪潮持续深化，端侧应用创新升级用户体验

全球智能手机市场在 2024 年经历两年止跌回升后，我们认为 2025 年 AI 应用在手机端落地将进一步驱动换机周期，预计 2025 年智能手机出货量将同比增长 3%至 12.5 亿台。考虑到 AI 手机在光学/声学、电源、散热和折叠屏等方面创新，我们预计将持续推动零部件规格升级。国内供应链在全球份额提升、竞争趋缓、降本增效等因素带动下盈利能力有望持续改善，看好小米集团、比亚迪电子、舜宇光学、瑞声科技、立讯精密和鸿腾精密等细分行业龙头。

AR/VR：AI 眼镜有望成为 AI 最佳载体，2025 年迎来发布高峰期

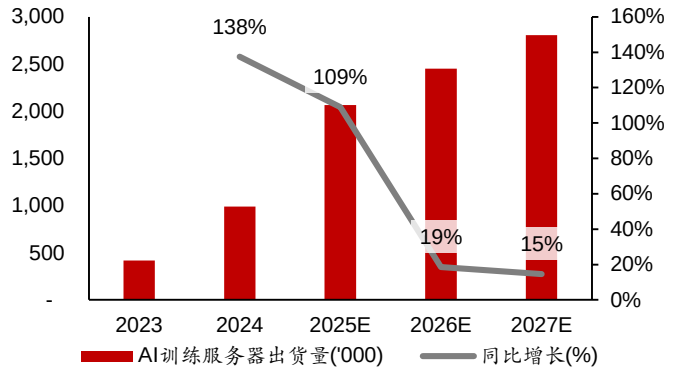
自 2023 年 Ray-Ban Meta 智能眼镜二代收到市场正面反响后，海外科技巨头、国内 AR 品牌、国内外手机品牌对于 AR 眼镜产品的布局再次升温，伴随着“AI+AR”的结合对于用户体验和用户场景的不断丰富，AR 产业有望迎来百花齐放，深度参与供应链的公司明显受益，我们看好光学龙头舜宇光学和瑞声科技，整机组装厂商立讯精密以及终端品牌小米集团。

汽车电子：电动+智能化、自动驾驶、电子架构域控制成趋势

电动化和智能化推动新能源汽车产业快速发展，中国新能源汽车今年 10 月渗透率已达 53%，预计未来渗透率将进一步提升 。随着消费者对自动驾驶需求增加，L3 级别及以上自动驾驶汽车渗透率将显著提升，车载摄像头和车载显示市场快速增长。另外，域控制是电动汽车重要组成部分，汽车智能化不断演进，打开电动汽车域控制器市场增长空间，我们看好比亚迪电子、英恒科技、京东方精电、舜宇光学等公司。

主要图表

图 1: 2023-27E 全球 AI 服务器出货量及同比增速



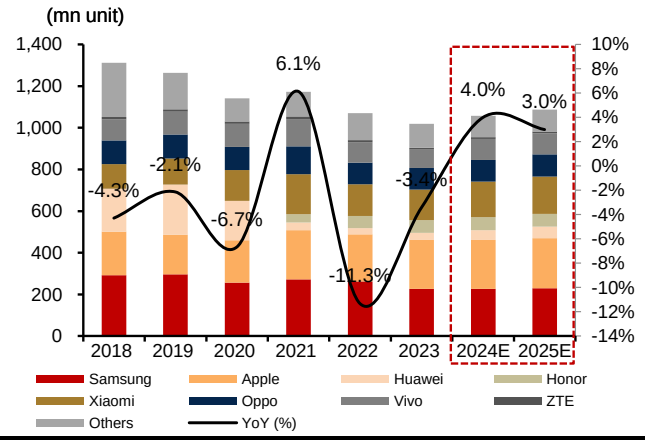
资料来源：Trendforce，招银国际环球市场预测

图 2: GB200 NVL72 ODM 供应商和份额 (2025 年)

	GB200 NVL72 出货量	占比%	ODM 供应商
微软	14,000	29%	鸿海 (70%), 广达 (30%)
AWS	8,500	18%	广达 (70%), 鸿海 (30%)
Meta	9,000	19%	广达 (70%), 鸿海 (30%)
谷歌	5,500	12%	广达 (80%), 英业达 (20%)
戴尔	3,000	6%	纬创, 鸿海
HP	1,500	3%	鸿海, 纬创
美超微	2,500	5%	自供
甲骨文	2,500	5%	鸿海
其他 ·	1,300	3%	鸿海, 纬创, 其他
总数	**47,800**		

资料来源：Trendforce，招银国际环球市场

图 3:全球智能手机出货量预测（2018-2025E）



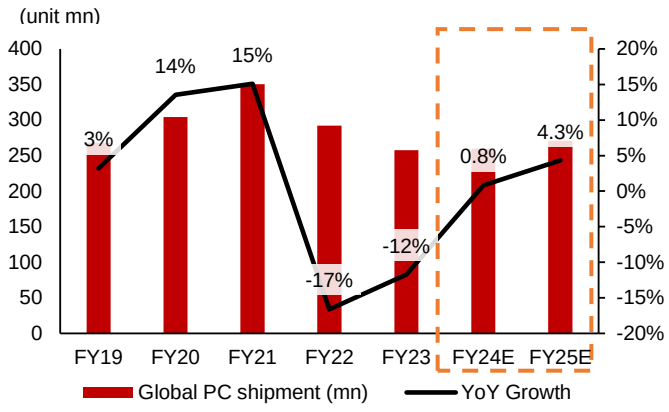
资料来源：IDC，招银国际环球市场

图 4: 全球智能手机出货量预测（按品牌计算）

(百万台)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
三星	257	272	262	227	226	230
苹果	203	236	226	234	235	240
小米	148	191	153	146	170	180
华为	189	38	31	35	48	55
荣耀	-	40	57	61	62	61
Oppo	161	211	166	154	155	157
Vivo	112	132	99	88	100	100
其他	212	240	212	220	215	225
总数	**1,281**	**1,360**	**1,206**	**1,165**	**1,211**	**1,248**
同比增长	-7%	6%	-11%	-3%	4%	3%

资料来源：IDC，招银国际环球市场

图 5:全球 PC 出货量预测



资料来源：IDC，招银国际环球市场

图 6: AR 光学方案发展过程



资料来源：Wellsenn XR、招银国际环球市场预测

2025 年展望：终端需求复苏延续，端侧 AI 创新落地提速

全球终端需求稳定增长，算力需求提升和端侧 AI 创新为主要增长动力

回顾过去两年，在 AI 大模型迅速发展下，算力产业链迎来蓬勃发展，端侧模型场景和 AI 终端新品落地提速，AI 手机和 AI PC 渗透加快，创新延伸至 AI 眼镜和智能家居等领域。2025 年，考虑到全球经济温和复苏、手机/PC 需求持续回暖、通用/AI 服务器增长延续和端侧 AI 创新周期，我们认为算力和智能终端产业链有望迎来新一轮发展机遇，持续推动硬件创新和加快换机周期，建议关注两条主线：1）AI 算力需求扩张和服务器/网络新架构升级；2）端侧 AI 创新落地提速（手机/PC/穿戴/眼镜/智能家居/EV）。另外，随着市场流动性进一步改善，我们认为具备全球竞争力和创新能力的行业龙头公司有望迎来价值重估机遇。

展望 2025 年，我们预计科技板块将维持高景气度，1）**服务器：**2025 年 CSP 厂商资本开支继续保持高速增长，继续看好 AI 算力产业链，预期全球服务器出货量同比增长 8%至 1,490 万台；另外，Blackwell 新平台和 GB200/AI ASIC 服务器将加速推动 AI 服务器需求，我们预期 AI 服务器增长 109%至 207 万台。2）**PC：**我们相信 2025 年 PC 将受益于更多主流 AI PC 发布、Win-10 更新需求以及宏观环境改善（如美国降息，中国刺激政策，美国企业减税等），预计 2025 年 PC 出货量将增长 4.3%至 2.71 亿台。3）**智能手机：**2025 年 AI 应用在手机端落地将成为驱动新一轮换机周期和功能创新的动力，全球智能手机市场有望持续温和复苏，我们预计 2025 年出货量将同比增长 3%至 12.5 亿台。

图 7：全球终端出货量预测：服务器、PC、智能手机、AR/VR、TV、iPhone/iPad/AirPods/Watch/Mac

(百万)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
服务器	**9.7**	**9.6**	**10.2**	**11.8**	**11.8**	**12.7**	**13.5**	**14.9**	**12.3**	**13.9**	**14.9**
同比增长		*-1%*	*6%*	*16%*	*0%*	*7%*	*7%*	*10%*	*-17%*	*13%*	*8%*
AI 服务器 - 训练									**0.42**	**1.0**	**2.1**
同比增长										*138%*	*109%*
PC	**275.8**	**260.2**	**259.7**	**259.6**	**267.9**	**304.2**	**350.1**	**292.0**	**257.7**	**259.8**	**271.0**
同比增长		*-6%*	*0%*	*0%*	*3%*	*14%*	*15%*	*-17%*	*-12%*	*1%*	*4%*
智能手机	**1437.6**	**1,469.5**	**1,465.3**	**1,402.5**	**1,372.6**	**1,281.2**	**1,359.8**	**1,205.9**	**1,164.7**	**1,211.3**	**1,247.6**
同比增长		*2%*	*0%*	*-4%*	*-2%*	*-7%*	*6%*	*-11%*	*-3%*	*4%*	*3%*
AR/VR		**12.9**	**22.1**	**13.5**	**7.1**	**7.7**	**11.5**	**8.0**	**7.1**	**6.8**	**6.6**
同比增长			*71%*	*-39%*	*-48%*	*9%*	*50%*	*-31%*	*-11%*	*-4%*	*-2%*
TV	**98.7**	**115.0**	**128.8**	**148.7**	**159.2**	**167.9**	**155.0**	**143.8**	**140.1**	**143.2**	**147.5**
同比增长		*17%*	*12%*	*15%*	*7%*	*5%*	*-8%*	*-7%*	*-3%*	*2%*	*3%*
苹果产品											
iPhone	**231.5**	**215.4**	**215.8**	**208.0**	**200.5**	**204.9**	**228.6**	**224.8**	**224.1**	**221.7**	**226.1**
同比增长		*-7%*	*0%*	*-4%*	*-4%*	*2%*	*12%*	*-2%*	*0%*	*-1%*	*2%*
AirPods				**27.5**	**58.2**	**73.7**	**83.8**	**82.1**	**74.4**	**66.3**	**63.0**
同比增长					*112%*	*27%*	*14%*	*-2%*	*-9%*	*-11%*	*-5%*
iPad	**49.6**	**42.5**	**43.8**	**44.8**	**46.0**	**57.3**	**62.2**	**63.6**	**52.4**	**53.8**	**56.5**
同比增长		*-14%*	*3%*	*2%*	*3%*	*25%*	*9%*	*2%*	*-18%*	*3%*	*5%*
Watch	**8.8**	**11.6**	**18.2**	**21.4**	**27.2**	**34.2**	**43.4**	**42.8**	**40.6**	**37.9**	**36.0**
同比增长		*32%*	*57%*	*18%*	*27%*	*26%*	*27%*	*-1%*	*-5%*	*-7%*	*-5%*
Mac	**20.4**	**18.5**	**19.0**	**18.1**	**18.0**	**20.7**	**24.7**	**23.7**	**20.6**	**22.5**	**23.7**
同比增长		*-9%*	*2%*	*-4%*	*-1%*	*15%*	*19%*	*-4%*	*-13%*	*10%*	*5%*
HomePod				**4.6**	**6.1**	**7.1**	**10.5**	**10.7**	**10.0**	**8.2**	**7.8**
同比增长					*33%*	*16%*	*48%*	*2%*	*-7%*	*-18%*	*-5%*
Vision Pro										**0.5**	**0.2**
同比增长											*-50%*

资料来源：IDC, Gartner, S&P, 招银国际环球市场预测

特朗普关税政策的潜在影响

当选美国总统特朗普计划签署行政命令，对中国、墨西哥和加拿大实施新的关税，对从墨西哥和加拿大进口的所有商品征收 25%关税，并对来自中国的大部分出口商品征收 10% 的额外关税，在其政府上台后立即生效。对于零部件（手机/PC/服务器），由于供应商从 2019 年起已加速全球布局产能，我们认为直接影响不大。对于 ODM 供应商，目前出口美国的服务器产品主要在墨西哥进行组装，而 PC/手机组装仍主要在中国进行，不过从 2019 年起已加快向越南和印度拓展产能。在下文，我们将会对服务器、PC 和手机产业链的潜在影响进行分析。

1) AI 服务器：目前全球 AI 服务器客户主要来自北美，大部分英伟达 AI 服务器目前在美国和台湾制造组装，而部分 ASIC AI 服务器则在墨西哥进行组装。在 2018 年基于地缘政治风险的原因，北美 CSP 要求 ODM 迁移服务器生产基地，并承担了大部分迁移成本，因此我们相信今次新增关税的成本将转嫁给 CSP 客户。对比手机和 PC 等产品，AI 服务器的生产自动化程度相对较高，而且出货量并不大，我们认为迁移 AI 服务器供应链相对容易。

2) 通用服务器：由于服务器机架的尺寸/重量以及运输成本，最终组装通常在数据中心附近进行，目前大部分出口到美国的通用服务器在墨西哥进行组装，如 ODM 大厂纬颖、英业达和鸿海在墨西哥为戴尔、惠普和 4 大 CSP 等公司进行组装。我们认为如果墨西哥被征税，这些公司可能会转移到美国或返回亚洲。由于目前大部分 ODM 在美国没有足够产能，因此会考虑美国产能优先给到 AI 服务器订单。两大 ODM 厂商广达和鸿海在美国拥有服务器产能，我们相信它们有能力应对潜在的供应链转移。

3) PC：在 2018 年贸易战期间 PC ODM 已开始拓展全球产能，我们认为许多笔记本 PC 品牌已做好充分准备，未来将出口到美国的 PC 组装产能转移到其他地区，因此对笔记本 PC 品牌影响有限。台式 PC 方面，与通用服务器的情况相似，大部分出口到美国的台式 PC 在墨西哥进行组装，短时间内难以搬迁，但是台式 PC 附加值较低，我们认为未来可能迁回亚洲或欧盟的低成本国家。

4) 智能手机：目前 iPhone 组装环节的 85%以上产能位于中国，如果美国对中国实施 10%的额外关税，由于印度仍需要时间才能增加足够产能支持美国市场，我们认为 iPhone 生产将受到影响，苹果可能将关税成本转嫁给客户，但 iPhone 消费者不一定对关税价格敏感。鸿海的目标为 2026 年印度手机产能占比将达 15-20%，立讯精密的越南产能占比在 2024 年将达 25-30%，而比亚迪在越南的产能用于平板电脑组装。

图 8: 零部件供应链的全球产能地点

公司	生产基地地点
瑞声科技	中国, 越南, 菲律宾, 新加坡, 德国
鸿腾精密	中国, 越南, 台湾, 印度, 墨西哥, 欧洲
比亚迪电子	中国, 印度, 越南, 欧洲, 墨西哥
歌尔声学	中国, 越南
立讯精密	中国, 越南, 马来西亚, 德国
蓝思科技	中国, 越南
舜宇光学	中国, 印度, 越南
丘钛科技	中国, 台湾, 印度

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 9:ODM 供应链的全球产能地点

公司	生产基地地点
鸿海	中国, 台湾, 越南, 印度, 墨西哥, 美国, 马来西亚
广达	中国, 台湾, 美国, 泰国, 越南, 德国, 墨西哥
纬创	中国, 台湾, 印度, 越南, 墨西哥, 欧洲, 马来西亚
纬颖	台湾, 马来西亚, 墨西哥
英业达	中国, 台湾, 墨西哥, 欧洲
仁宝	台湾, 越南, 墨西哥, 美国, 巴西
联想	中国, 欧洲, 墨西哥
小米	中国, 东南亚, 印度

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

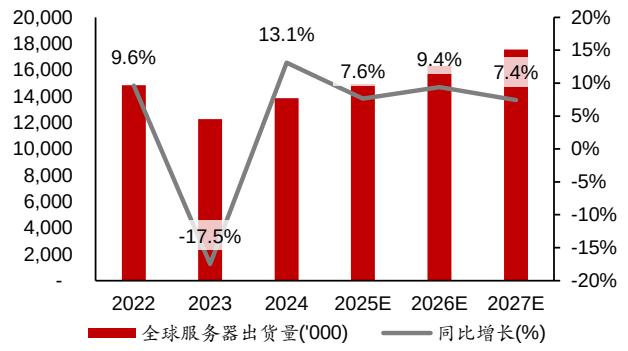
全球服务器: 通用服务器复苏，GB200/ASIC AI 服务器需求加速

训练和推理模型双轮驱动，AI 服务器产业链持续爆发

过去两年 AI 大模型呈现出参数量及训练数据量加大，迭代速度加快、多模态等趋势，在训练和推理模型双轮驱下，算力产业链迎来蓬勃发展。海外云厂商 AI 商业化逐步体现，AI 投入有望持续加大，我们预期北美 CSP 资本开支持续高增长，同时端侧模型拓展多种场景和终端，如智能手机、智能眼镜、PC 等，推动更多 AI 应用落地。另外，2024 年英伟达开始布局 GB200 机柜级解决方案，对 ODM 厂商提出更高要求，AI 服务器产业链蓄势待发，我们预计 2025 年 AI 硬件产业维持高景气度，ODM 和相关零部件厂商将深度受益，零部件如铜链接、液冷和电源等产业链有望量价齐升。

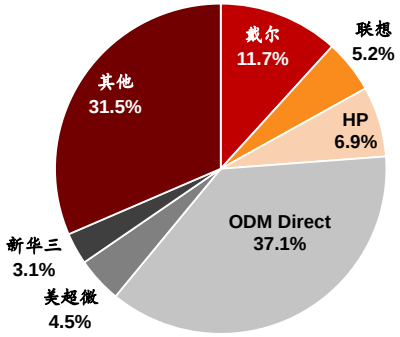
通用服务器：云计算需求持续增长，企业客户订单减少。展望 2025 年，由于云计算 CSP 强劲的资本支出和核心业务表现，我们预计传统云服务器支出将持续增长。企业服务器方面，受宏观因素影响和从私有云向公共云的持续迁移，我们预计企业服务器需求将较为疲软。整体上，我们预测 2025 年服务器出货量将同比增长 8%至 1,483 万台。

图 10: 2022-27E 全球服务器出货量及同比增速



资料来源：IDC, 招银国际环球市场预测

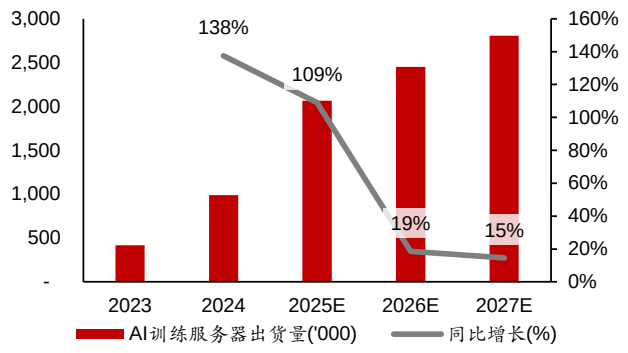
图 11: 2023 年全球服务器 – 按品牌分布



资料来源：IDC, 招银国际环球市场预测

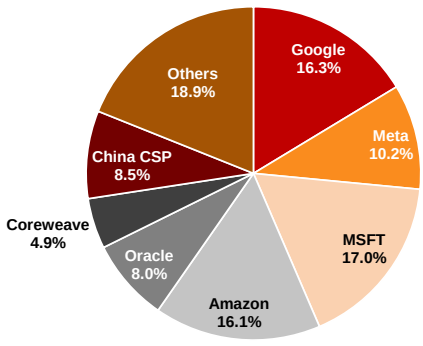
AI 服务器：近期受产品过渡影响，GB200 服务器蓄势待发。我们预期 2025 年 AI 服务器需求持续强劲，AI 货币化是 2026 年的关键看点。由于 4Q24 为产品过度期，主要 CSP 客户放缓 H200 采购，为新产品周期做好准备，但从 12 月起 Blackwell 量产步入正轨，我们预计 GB200/HGX B200 服务器将从 1Q25 开始量产， AI 服务器出货量将恢复高速增长，我们预计 2025 /26 年 AI 训练服务器出货量将同比增长 109%/19%至 207 万/245 万台。

图 12: 2023-27E 全球 AI 服务器出货量及同比增速



资料来源：IDC，Trendforce，招银国际环球市场预测

图 13: 2024 年 AI 训练服务器 - 按 CSP 需求分布



资料来源：Trendforce，招银国际环球市场预测

图 14: AI 加速器（GPU / ASIC）产品路线图

		1H23	2H23	1H24	2H24E	1H25E	2H25E	2026
Nvidia	GPU	H100 (N4N)		H200 (N4N)	B200 (N4NP)	B300 (N4NP)	B300A (N4NP)	R100 (N3)
	AI Server	HGX A100/H100			HGX H200	GB200 NVL36/72 HGX B200	GB300/300A NVL36/72 HGX B300	GR100 NVL36/72 HGX R100
AMD	GPU	MI300A (N5)	MI300X (N5)	MI325X (N5)			MI350 (N3)	MI400 (N2)
Intel	ASIC				Guadi 3 (5nm)		Falcon Shores (18A)	
Google	ASIC		TPU v5e (5nm) TPU v5p (5nm)			TPU v6e (4nm) TPU v6p (4nm)		TPU v7e (3nm) TPU v7p (3nm)
Amazon	ASIC	Inferentia 2 (7nm)		Trainium 2 (5nm)			Trainium 3 (3nm)	
Meta	ASIC			MTIA v1 (7nm)			MTIA v2 (5nm)	MTIA v3 (3nm)
Microsoft	ASIC			MAIA 100 (5nm)				MAIA 200 (3nm)

资料来源：公司官网，招银国际环球市场

图 15: AI 服务器 TAM 预测

	2023	2024E	2025E	2026E
AI 加速卡出货量 ('000)				
GPU chips	**1,759**	**5,420**	**7,347**	**8,446**
同比增长		*208%*	*36%*	*15%*
Nvidia	**1,620**	**4,950**	**6,282**	**6,736**
同比增长		*206%*	*27%*	*7%*
AMD	**139**	**470**	**1,065**	**1,710**
同比增长		*239%*	*127%*	*61%*
ASIC chips	**3,140**	**6,112**	**10,819**	**14,842**
同比增长		*95%*	*77%*	*37%*
总数	**4,899**	**11,532**	**18,167**	**23,287**
同比增长		*135%*	*58%*	*28%*
AI 服务器- 训练 ('000)				
GPU AI 服务器	**199**	**626**	**1,471**	**1,994**
同比增长		*215%*	*135%*	*36%*
ASIC AI 服务器	**217**	**362**	**594**	**928**
同比增长		*67%*	*64%*	*56%*
总数	**416**	**988**	**2,065**	**2,449**
同比增长		*138%*	*109%*	*19%*
英伟达 AI 服务器机架 ('000)				
HGX/MGX Rack	47.1	144.2	136.0	115.2
GB200/300/GR100/200 NVL72	-	1.1	47.8	79.22
总数	**47**	**145**	**184**	**194**
同比增长		*208%*	*27%*	*6%*
全球服务器出货量 ('000)				
通用及其他服务器	**11,842**	**12,878**	**12,861**	**13,880**
同比增长		*9%*	*0%*	*8%*
AI 服务器 – 训练	**416**	**988**	**2,065**	**2,449**
同比增长		*138%*	*109%*	*19%*
AI 服务器 – 训练占比(%)	*3.5%*	*7.7%*	*16.1%*	*17.6%*
总数	**12,258**	**13,867**	**14,926**	**16,329**
同比增长		*13%*	*8%*	*9%*

资料来源：Trendroce, IDC，公司资料，招银国际环球市场

图 16: GB200 NVL72 ODM 供应商和份额 (2025 年)

	GB200 NVL72 Unit	GB200 NVL72 Mix%	ODM 供应商
微软	14,000	29%	鸿海 (70%), 广达 (30%)
AWS	8,500	18%	广达 (70%),鸿海 (30%)
Meta	9,000	19%	广达 (70%),鸿海 (30%)
谷歌	5,500	12%	广达 (80%), 英业达 (20%)
戴尔	3,000	6%	纬创, 鸿海
HP	1,500	3%	鸿海, 纬创
美超微	2,500	5%	自供
甲骨文	2,500	5%	鸿海
其他 ·	1,300	3%	鸿海, 纬创, 其他
总数	**47,800**		

资料来源：招银国际环球市场预测

图 17: AI 服务器 ODM/供应商（2024 年）

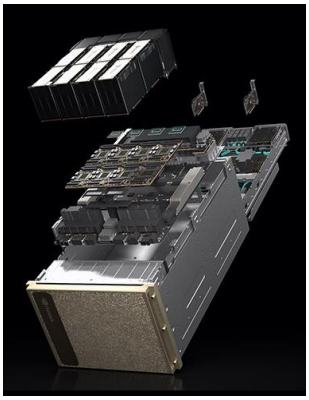
	ODM 供应商
微软	鸿海 (30%),广达 (35%),英业达 (30%),纬颖 (5%)
AWS	鸿海 (15%),广达 (30%),英业达 (35%),纬颖 (20%)
Meta	鸿海 (10%),广达 (70%),纬颖 (20%)
谷歌	鸿海 (15%),广达 (50%),英业达 (35%)
戴尔	纬创 (35%),鸿海 (15%),英业达 (10%)
HP	纬创 (25%),鸿海 (20%),英业达 (20%)
美超微	自供, 纬创 (20%)
甲骨文	鸿海 (90%), Dell/HPE (10%)
Coreweave	美超微 (75%),技嘉 (10%), Dell/HPE (15%)
Tesla	美超微 (40%), Dell (40%),纬创 (20%)

资料来源：招银国际环球市场预测

GB300/GB300A 服务器规格有望迎来变化。我们预期 GB300/300A 服务器将于 3Q25 实现量产，服务器设计变更包括：1）B300 将采用 LPDDR CAMMs 和 GPU 插座，以降低 GPU 故障成本和供应链风险；2）x86 CPU 替代方案，仍然需要 PCI-E 接口；3）机架总功耗提升至 130-140kW，包括 1.4kW B300（相比 B200 为 1.2 kW）；4）可选择采用功率电容架和 BBU；5）GB300/300A 的零部件供应商更灵活选择。

图 18: AI 服务器架构和供应商 H100 vs GB200 vs GB300

	HGX H100	GB200 NVL72	GB300 NVL72
Architecture			
Platform	HGX H100	MGX	MGX
Rack design	4 x HGX server	18 x Compute trays 9 x Switch trays NVL Backplane	18 x Compute trays 9 x Switch trays NVL Backplane
CPU	x86	Grace	Grace
GPU Memory Size	192GB	288GB	288GB
GPU Memory Bandwidth	8TB/s	8TB/s	8TB/s
# of CPU	8 x CPUs	36 x Grace CPUs	36 x Grace CPUs
# of GPU	32 x H100	72 x B200	72 x B300
GPU Max TDP	1,000W	1,200W	1,200W
GPU Sockets	-	-	Yes
GPU Cooling	Air cooling	Liquid cooling	Liquid cooling
# of Powerself	3	4	4
Network	400G CX7/ BF3	400G CX7/ BF3	800G CX8/ BF3
Launch Timing	4Q24	1Q25	2H25
Suppliers			
GPU module	Hon Hai	-	-
GPU socket	-	-	FIT
CPU socket	FIT, Lotes, APH	FIT, Lotes, APH	FIT, Lotes, APH
GPU Baseboard	Wistron, Hon Hai/FII	-	-
Motherboard	Inventec, Wistron, Hon Hai, Quanta, SMCI, Wiwynn	-	-
Compute board	-	Wistron, Hon Hai/FII	Wistron, Hon Hai/FII
NVLink switch board	-	Hon Hai/FII	Hon Hai/FII
Server	Wistron, Quanta, Wiwynn, SMIC, Gigabyte		
Compute trays	-	ODMs	ODMs
Switch trays	-	ODMs	ODMs
Air cooling/ Liquid cooling	Avc, Cooler Master	Auras, AVC	Auras, AVC
… Cold plates	AVC, Auras, Cooler Master		
… CDU	Vertix, Delta, Hon Hai		
… Fan	Delta, AVC, Sunon		
Power Supply	Delta, Lite-On, Flextronics		
Rack		Hon Hai/FII, Quanta	Hon Hai/FII, Quanta





资料来源：公司资料，招银国际环球市场

ODM/品牌: AI 服务器需求强劲，受益 GB200/GB300 新品量产出货

服务器品牌/ODM 厂商 2024 年收入强劲增长和毛利率略微改善；对 2025 年维持乐观看法。大多数服务器品牌/ODM 厂商 9M24 服务器业务销售持续增长，并对 4Q 和 2025 年出货维持乐观看法，主要受益于 AI 服务器需求增长和英伟达 GB200 量产出货。其中，戴尔/联想/HPE/SMCI 服务器细分市场收入 3Q24 分别同比增长 34%/65%/33%/201%。GPM 方面，因服务器的高定价，大多数服务器品牌/ODM 毛利率季度环比持平或略有上升。其中，惠普预期 AI 服务器低毛利率是暂时性，未来整体利润率会提高，预计未来能从企业客户获得更高毛利率。随着英伟达 GB200 量产出货和需求增长，加上液冷渗透率提升，我们预计明年服务器品牌/ODM 利润率将有望改善。

看好 AI 服务器在 2025 年出货量快速提升，企业级客户需求旺盛。戴尔预计 2025 年 ISG 业务增长主要由 AI 服务器带动而 AI 需求向 Blackwell 转移且对应需求已经进入积压订单等待交付中，企业客户需求增长迅速。联想表示在 ISG 业务上看到 AI GPU 服务器订单需求强劲，预计从 2024 年下半年开始至明年，收到的订单将转化为收入贡献。工业富联表示看好 AI 技术对公司获利推动；在 GB200 关键零组件上公司布局产品包括 GPU baseboard、Compute Board、NVLink Switches、SmartNIC、DPU 等零组件，涵盖 AI 服务器全部关键环节，也是行业唯一一家具备全面制造能力的供应商，公司预计 2025 年实现较大规模出货量将提升获利空间。广达看好 AI 服务器业务持续强劲，并预计 2025 年 AI 服务器收入将延续三位数百分比强劲成长，整体服务器收入占比将由目前逾 50%增加至 70%。

GB200 服务器 ODM 市场加速整合。GB200 服务器架构日益复杂，AI 产品路线图升级加快，2024 年上游芯片公司 AMD 收购 ODM 公司 ZT Systems，我们预计 AI 服务器 ODM 行业将加快整合。鉴于广达和鸿海与 CSP 的紧密业务关系、充足的营运资金和研发资源，以及遍布全球的生产基地，我们认为广达和鸿海将是主要的受益者。我们预测广达/鸿海将占据 GB200 服务器 ODM 市场的大部分份额。

总体而言，我们认为相关供应链将持续受益 AI 服务器强劲需求、英伟达 GB200 出货和企业级客户订单，如工业富联作为第一梯队的 GB200 服务器供应商、比亚迪电子的 H20/GB200 服务器相关零部件产品量产出货，鸿腾精密的 GB200 服务器产品和液冷零部件。另外，AI 服务器相关受益标的包括中科曙光、紫光股份、工业富联和浪潮信息等。

图 19: 服务器产业链 3Q24 业绩及未来展望

	收入	3Q22 A	4Q22 A	1Q23 A	2Q23 A	3Q23 A	4Q23 A	1Q24 A	2Q24 A	3Q24 A	4Q24E Cons.	业务展望/指引
收入增长												
服务器品牌												
	YoY Growth %											
Dell (DELL US)	Client solutions Group (CSG)	-17%	-23%	-23%	-16%	-11%	-12%	-13%	-4%	-1%	3%	*3Q收入环比改善得益于毛利率提升尤其是在服务器业务和运营成本占比降低
	Infra. Solutions Group (ISG)	12%	7%	-18%	-11%	-12%	-6%	22%	38%	34%	26%	*3Q服务器和存储利润率环比持平和略有上升是积极信号；传统服务器需求复苏，客户倾向于购买高配服务器
	Total	-13%	-11%	-20%	-13%	-10%	-11%	6%	9%	10%	10%	*预计2025年ISG增长主要由AI服务器带动，其次是传统服务器和存储业务
	QoQ Growth %											*AI需求向Blackwell转移且对应需求已经进入积压订单等待交付中，其中，企业客户需求增长迅速
	Client solutions Group (CSG)	-11%	-3%	-10%	8%	-5%	-5%	2%	4%	-2%	-1%	*机架集成中包括网络、存储、散热系统等方面为公司提供了扩大利润率空间
	Infra. Solutions Group (ISG)	1%	3%	-23%	11%	0%	10%	-1%	26%	-2%	4%	
	Total	-6%	1%	-16%	10%	-3%	0%	0%	13%	-3%	1%	
	YoY Growth %											
HP Enterprise (HPE US)	Server	-	16%	-7%	-14%	-20%	23%	18%	35%	33%	27%	* 3QPC 业务收入同比增长了2%但低于行业平均预期；
	Hybrid Cloud	-	12%	9%	7%	-7%	-10%	-8%	-7%	0%	28%	消费级PC收入同比下降4%，商用级PC收入同比增长5%
	Intelligent Edge	24%	23%	47%	48%	39%	3%	-19%	-23%	-18%	12%	* 3Q业绩表现参差主要受制于PC市场需求回温有限
	Financial Services	0%	4%	4%	7%	2%	0%	1%	1%	2%	2%	* AI PC功能并未深入普及消费者，部分民众对AI PC发挥效益一知半解
	Corp. Investments & Other	-32%	-11%	-10%	3%	10%	2%	4%	7%	1%	8%	*后疫情时代全球经济增长放缓、线上办公红利消退、消费者对个人电脑的需求降低、来自国内外PC巨头强有力竞争，导致主要产品个人电脑出货量大幅下降
	Total	7%	12%	4%	1%	-7%	-13%	3%	10%	2%	15%	* 在中国市场遇冷，PC和打印机等产品销售疲软
	QoQ Growth %											* 2025年第一季度利润展望低于预期，PC市场复苏缓慢
	Server	-	-3%	-24%	-4%	13%	-6%	15%	11%	11%	-10%	
	Hybrid Cloud	11%	-4%	-1%	2%	-4%	-7%	1%	4%	3%	19%	
	Intelligent Edge	3%	16%	15%	8%	-3%	-15%	-10%	3%	2%	17%	
	Financial Services	5%	2%	-2%	2%	0%	0%	-1%	1%	2%	-1%	
	Corp. Investments & Other	0%	-3%	3%	2%	7%	-10%	6%	4%	1%	-3%	
	Total	13%	-1%	-11%	0%	5%	-8%	7%	7%	-8%	9%	
	YoY Growth %											
Supermicro (SMCI US)	Server & Storage Systems	102%	68%	2%	37%	15%	107%	218%	148%	201%	71%	* DLC液冷系统为客户显著降低能源成本并提升计算性能；
	Subsystems & Accessories	-24%	-24%	-43%	0%	10%	61%	27%	78%	88%	24%	预计未来1年内将有15-30%新数据中心采用液冷技术设施
	Total	79%	54%	-5%	34%	14%	103%	200%	143%	180%	63%	*已准备好基于Blackwell的GB200、NVL72和B200液冷与风冷机架系统的相关解决方案，等待Blackwell芯片供应
	QoQ Growth %											*Blackwell芯片供应将显著影响公司机架出货量以及相应业绩表现
	Server & Storage Systems	16%	-3%	-30%	75%	-3%	75%	8%	36%	18%	-1%	* 预计数据中心的模块化方案DCBBS将进一步推动液冷技术在数据中心的普及，并帮助客户降低运营成本，实现更高的运营效率。
	Subsystems & Accessories	-9%	2%	-16%	28%	0%	50%	-34%	79%	6%	-1%	
	Total	13%	-3%	-29%	70%	-3%	73%	5%	38%	12%	1%	
	YoY Growth %											
Lenovo (992 HK)	Intelligent Devices Group (IDG)	-11%	-34%	-33%	-28%	-16%	7%	7%	11%	17%	6%	*由于客户的广泛采用，液冷服务器的收入继续以两位数的速度增长
	Infra. Solutions Group (ISG)	33%	48%	56%	-8%	-23%	-13%	15%	65%	65%	40%	*预计PC市场将稳步复苏，并在AI PC的推动下进入新的更新周期，到2027年，AI PC将逐渐增长占PC行业的80%左右
	Solutions & Srv. Group (SSG)	26%	23%	18%	18%	11%	10%	10%	10%	13%	12%	*在混合基础设施的强劲云需求、企业需求复苏和加速液体冷却采用推动下，ISG的销售额超过了市场
	Total	-4%	-24%	-24%	-24%	-16%	3%	9%	20%	24%	12%	*ISG业务看到AI
	QoQ Growth %											服务器订单需求强劲，预计从下半年开始收到订单将转化为收入贡献
	Intelligent Devices Group (IDG)	-4%	-16%	-15%	5%	12%	7%	-15%	9%	18%	-3%	*ISG最新ThinkSystem服务器基于NVIDIA GB200平台，
	Infra. Solutions Group (ISG)	25%	9%	-23%	-13%	5%	219%	-60%	25%	5%	5%	采用先进的第六代Neptune技术，无需专门的数据中心空调即可实现100%液冷。
	Solutions & Srv. Group (SSG)	18%	7%	-10%	4%	12%	5%	-10%	4%	15%	4%	
	Total	1%	-11%	-17%	2%	12%	9%	-12%	12%	16%	-1%	
服务器ODM												
FII (601138 CH)	YoY (%)	24%	12%	1%	-16%	-10%	-2%	12%	46%	40%	27%	*前三季度云计算收入同比增长71%，其中AI服务器收入同比增长228%，占服务器营收比重提升至45%；单季度AI服务器占服务器收入比重提升至48%
	QoQ (%)	-	11%	-30%	-5%	21%	21%	-20%	24%	16%	10%	*看好AI对获利推动，预计明年包括GB200、AI相关网通产品将实现大规模上市
												*继续提升AI相关产品的研发投入及出货，进一步提升获利增长空间
												*GB200关键零组件上布局产品包括GPU、baseboard、ComputeBoard、NVLinkSwitches、SmartNIC、DPU等零组件，涵盖AI产业链全部的关键环节，也是行业唯一具备全面的生产能力的供货商，预计2025年实现较大规模出货，提升获利空间
												*致力于为客户提供整体的散热方案，包括InRack，sidecar等，有能力为客户完整地把方案、组装、后续维修都做好，预计获利空间也会比前几代产品更高
Quanta (2382 TT)	YoY (%)	46%	22%	-12%	-9%	-25%	-12%	-3%	27%	48%	42%	* 3Q单季收入和净利润增速环比提速；毛利率改善主要是产品竞争力显著提升
	QoQ (%)	41%	-15%	-18%	-8%	17%	0%	-10%	20%	37%	-4%	* 存货大幅增长，下游需求旺盛，公司订单饱满，积极备货
												* 看好AI服务器业务强劲，预告2025年AI服务器营收将延续三位数百分比成长，贡献整体服务器营收占比也将由目前的逾五成扩增至超过七成。
Wistron (3231 TT)	YoY (%)	13%	0%	-6%	-15%	-13%	-13%	13%	16%	26%	25%	*4Q笔电、桌机、显示器出货将环比持平
	QoQ (%)	2%	5%	-20%	-2%	5%	6%	4%	0%	14%	6%	*AI服务器维持逐月和逐季成长趋势
Inventec (2356 TT)	YoY (%)	-2%	-9%	-7%	-4%	-5%	-5%	9%	18%	21%	34%	* 前三季收入增长：1）投入运营的船舶数量增多导致运营效率实现较大增长；2）外贸业务实现了量价齐升
	QoQ (%)	5%	-5%	-11%	9%	4%	-6%	2%	18%	6%	5%	*手握B100 AI服务器的水冷项目供应及主机板设计；GB200大单取得不小占比
												*英业达AI服务器出货以主板为主，毛利率达双位数以上，旗下服务器主板占出货约达20%市占率
Gigabyte (2376 TT)	YoY (%)	-23%	-9%	-14%	15%	53%	64%	97%	183%	90%	50%	* 技嘉接获首张GB200大单，来自欧洲大客户金额约200亿元，预计2025年上半开始出货，目前客户数量不断加
	QoQ (%)	7%	15%	1%	-7%	42%	23%	21%	34%	-5%	-3%	*2024年收入从1200亿新台币上修至1600亿；2025年在GB200加持下，预计收入2500亿，水冷技术是接单关键优势之一
利润水平 (GPM/OPM)												
服务器品牌												
Dell	Infra. Solutions Group (ISG) OPM	14.3%	15.6%	9.7%	12.4%	12.6%	15.3%	8.0%	11.0%	13.3%	15.3%	*服务、安装（L11和L12）、DFS（戴尔金融服务）及融资方面措施以及网络和存储领域机会是公司持续提升毛利率的手段
HPE	Server OPM	14.0%	15.7%	14.4%	10.1%	10.1%	11.4%	11.0%	10.8%	11.0%	11.1%	*AI服务器毛利率低是暂时的未来整体利润率会提高；预计未来能从企业客户获得更高毛利率
Supermicro	Blended OPM	12.5%	12.8%	8.7%	11.0%	10.8%	11.3%	11.3%	7.8%	9.5%	8.5%	*3Q 收入和毛利率不及预期与英伟达芯片供应不足有关
Lenovo	Infra. Solutions Group (ISG) OPM	1.4%	1.5%	0.3%	-3.2%	-2.7%	-1.5%	-3.8%	-1.2%	-	-0.3%	*明年商用PC市场回暖有望提振公司利润率和ASP水平
服务器ODM												
FII	GPM	7.6%	8.1%	7.4%	7.0%	9.3%	8.3%	7.6%	6.0%	11.5%	9.0%	*前三季度毛利率同比减少主要是受产品结构变化影响
Quanta	GPM	5.6%	6.5%	6.6%	8.5%	8.1%	8.1%	8.5%	8.6%	7.3%	7.1%	
Wistron	GPM	7.2%	8.6%	7.0%	7.6%	7.9%	9.3%	7.2%	8.4%	8.4%	8.6%	
Gigabyte	GPM	12.4%	9.3%	12.6%	11.8%	13.3%	11.0%	11.3%	10.8%	10.3%	10.7%	

资料来源：公司公告，公司业绩会简报，公司官网，公司业绩会纪要，招银国际环球市场

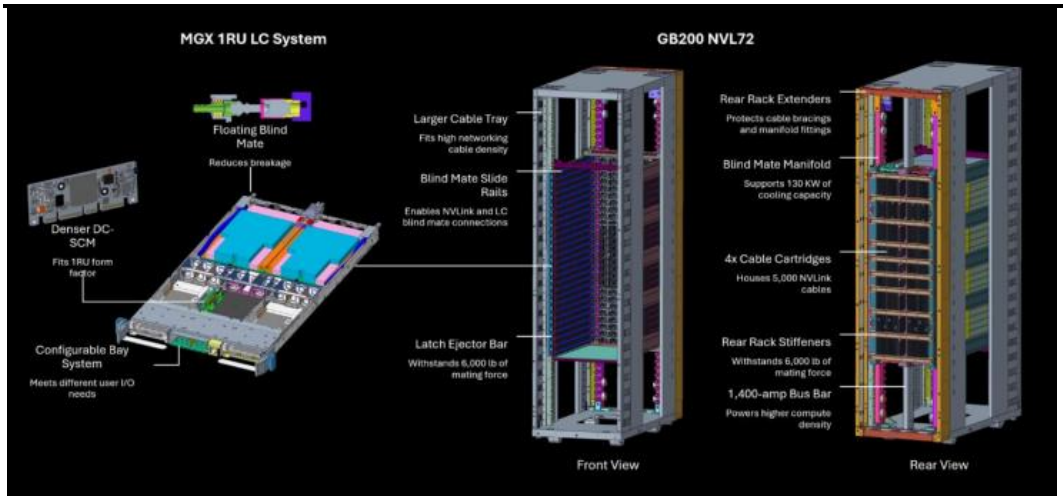
服务器零部件：GB200 新架构创新带动产业链生态建设，上游供应商有望迎来收获

基于英伟达 B200 GPU 算力芯片的 GB200 机柜产品的推出，揭示了 GPU 算力芯片集群方案的又一创新形式。相比于传统的英伟达 HGX H200 8 卡服务器，英伟达 GB200 机柜可以集成 36 张/72 张英伟达 B200 算力芯片在同一个机柜当中，并使得每个算力芯片之间的通信传输速度达到 1.8TB/s, 为构建大规模 AI 算力基础设施提供了最优解。以 GB200 NVL72 为例，一个 NVL72 机柜由 18 个计算板和 9 个 NVLink Switch 板组成。在英伟达创新的 AI 算力芯片卡集群机柜当中，我们看到由于卡与卡、板与板的连接方式都产生了比较大的变革，架构创新给上游光/铜连接、液冷方案和电源供电方案相关厂商都来带来全新业务机会。

在今年 10 月 OCP （Open Compute Project）全球峰会上，英伟达 GB200 NVL72 成为会议中最大的亮点，各路来自于服务器组装、机架、互联线缆、电源、冷却系统等领域的供应商，均展示了他们符合英伟达 GB200 NVL72 在 OCP 联盟平台上所公布的产品设计指导稿件的零部件产品。OCP 作为 2011 年由 Meta 发起的开源协作平台，旨在从计算核心部件（包括服务器、存储和网络设备）促进硬件创新，并支持整个数据中心基础设施产业链的发展。目前 OCP 拥有 400 余家会员公司，并已经列出了 270 多个产品和 400 多个批准的成员资源贡献，包括了规范化设计、最佳实践方案和推荐参考架构等。此次英伟达在 OCP 平台中展示分享了 GB200 NVL72 的最佳推荐设计方案，包含了机电系统、架构设计、计算板和 Switch 板设计、液冷系统、热管理和 NVLink Catridge 的官方设计指引和详细参数。

我们认为，英伟达在 OCP 公布其 GB200 NVL72 推荐设计方案的全部内容和参数，将引领英伟达 AI 算力芯片机柜集成产品的产业链走向更加开放以及使更多产业链相关公司有机会受益。此举是把在过去将近一年时间中，英伟达作为 GB200 机柜产品供应链管理者和准入者的身份交给开放平台，最终由终端 CSP 客户进行把关；有利于提升产业链协同，鼓励相关产业链参与者加快硬件创新和生产效率提升，共同攻克目前 GB200 供应链当中算面临的问题和难点。

图 20: 英伟达 GB200 NVL72 在 OCP 平台中给出的方案指引



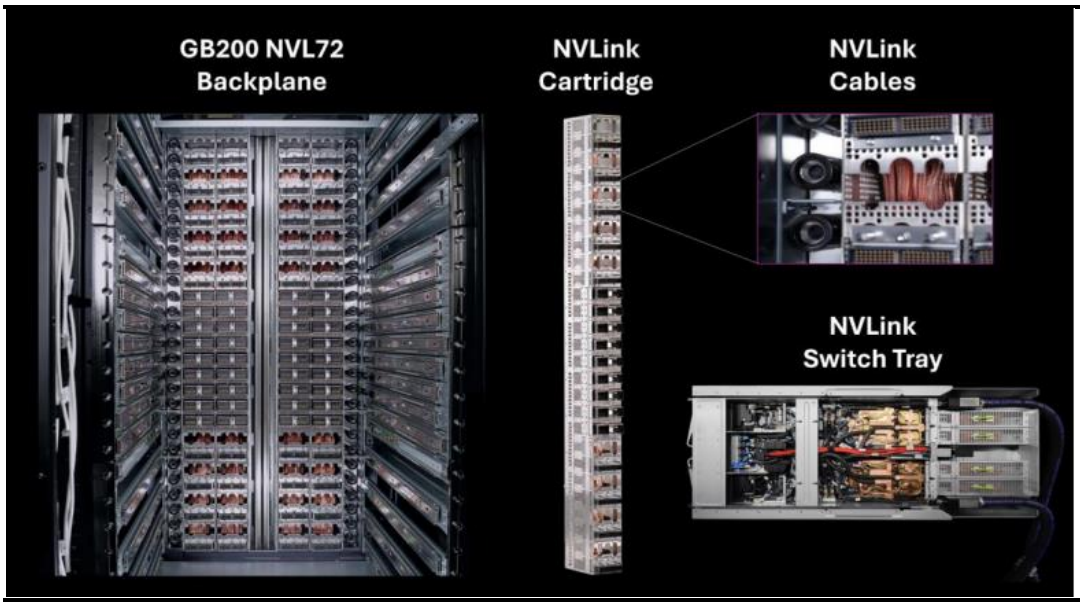
资料来源：英伟达、OCP 官网、招银国际环球市场

铜连接：机柜方案有望成为主流，供应链份额提升前景广阔

在英伟达 GB200 NVL36/72 的机柜方案当中，需要实现 36 或 72 个 GPU 之间的高速通信。由于创新的机柜内集成的方式，考虑到成本、传输耗损和能耗等多方面因素，铜连接的方案是多个 GPU 近距离通信的最优解。因而英伟达 GB200 NVL36/72 机柜中大量采用了铜线连接。由于每个 GPU 都直连入 18 个 NVLink cartridge 端口，每个 NVLink 端口通过四条线束接到 NVSwitch 板。我们预计每个 GB200 NVL72 机架装有 5,184 条铜缆线。除去计算板之间、计算板与 Switch 交换机板之间的通信，每个计算板上还涉及铜连接跳线、MCIO 连接器、存储接口产品、PCIe 连接器和其他 I/O 接口产品包括 EDSFF 和 Gen-Z 连接器等。

目前，NVLink cartridge 端口由美国安费诺公司独家供应，其中包含对分线束由安费诺下属公司安费诺时代微波，以及安费诺指定的上游厂商供应，如沃尔核材及鼎通科技；而鸿腾精密也在积极送样验证过程中。基于在传统服务器接口和连接器产品的优势，以及与母公司鸿海集团的紧密合作关系，鸿腾精密在计算板上连接产品方面已做到总计 500-1,000 美元单板价值量，在 2024 年三季度开始出货交付，并在 2025 年有进一步提升供应份额的空间。

图 21: 英伟达 GB200 NVL72 铜连接方案展示



资料来源：英伟达、OCP 官网、招银国际环球市场

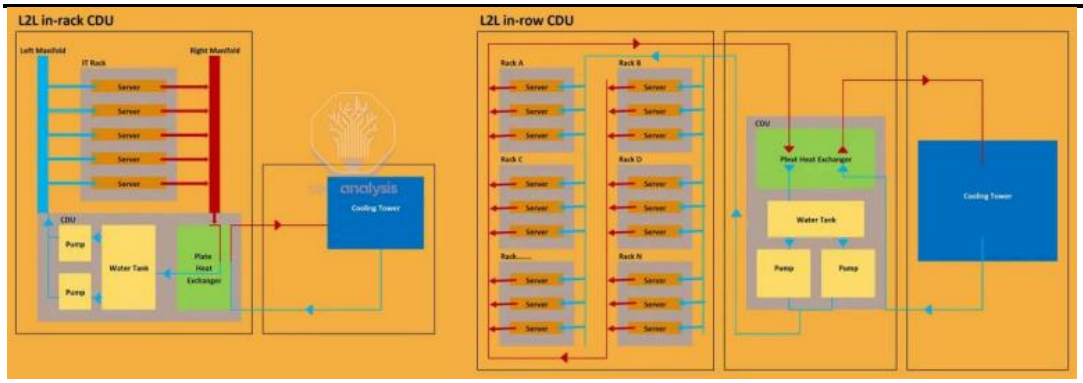
液冷：接替风冷成为 AI 数据中心主流冷却方案

由于 AI 算力的提升导致的供电需求的明显增加，抬升了对于 TDP（散热设计功耗）的要求，使得传统以风扇为主的散热方案陷入瓶颈，液冷散热为 AI 算力集成系统的最佳方案。英伟达 GB200 的液冷组件主要包括冷板、集流管、背板热交换器（RDHx）和液冷分配单元（CDU）。CDU 用于调节服务器冷却系统和温度至所需标准，每个 NVL36/72 机架内液体冷却方案需要一个 CDU，而每个 CDU 包含四个 UQD（液冷快接头）。由于 AI 算力基础设施建设加速，市场对于液冷系统的需求抬升，也在一段时间内造成了液冷快接头供货吃紧的情况。先前快接头产品主要由包括 Danfoss、Parker、CPC 和 Staubil 在内的欧美供应商供应，市场需求集中在细分领域，供应商扩产意愿不强；目前 AI 数据中心对于液冷组件产品需求激增，带给更多相关产业链供应商业务机会。根据我们的产业链调研，比亚迪电子正在对英伟达 GB200 方案中的液冷分配单元（CDU）及冷板产品进行客户验证，并有望在 2025 年通过验证形成出货。

在 2024 年的 HHTD 鸿海科技日展会上，鸿海集团展示了其液冷解决方案和相关组件，如冷板、液冷快接头和集流管。根据我们产业链调查，鸿海精密已对 GB200 配套液冷方案中的液冷快接

头开始供货。尽管液冷组件市场是一个竞争激烈的领域，并在 2025 年将迎来更多供应商竞争格局的变化，但我们对鸿腾精密扩大其 AI 服务器产品组合持乐观态度。目前我们预计鸿腾精密在每个 GB200 机架的液冷相关产品价值量贡献为 300 美元左右。

图 22: AI 数据中心液冷方案展示

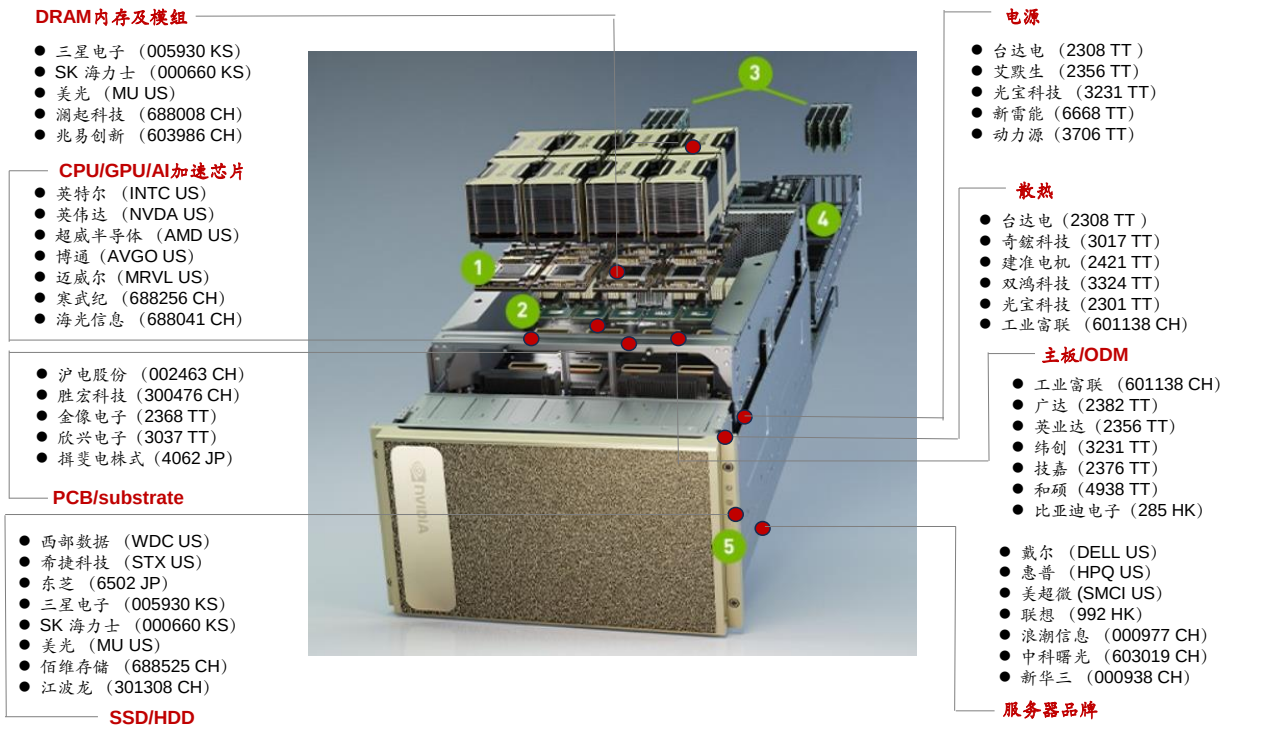


资料来源：Semi Analysis, 招银国际环球市场

电源：高压大电流应用促进电源零组件革新

英伟达 GB200 机柜方案采用了创新的电源方案，为了适应机架内高计算密度和增加的功率需求，GB200 使用全新的电源系统设计规范，采用了高容量电源母线排，以增强电源传输能力，支持高达 1,400 安培的电流，与当前标准相比电流容量增加了 2 倍。据我们的产业链调研，鸿腾精密已经开始供应电源母线排产品，我们假设电源母线排的平均售价（ASP）为 300 美元，并且鸿腾精密在 2025 财年的供应份额为 5%，预计相关收入将在 2025 财年达到 1,000 万美元。

图 23: 服务器产业链梳理



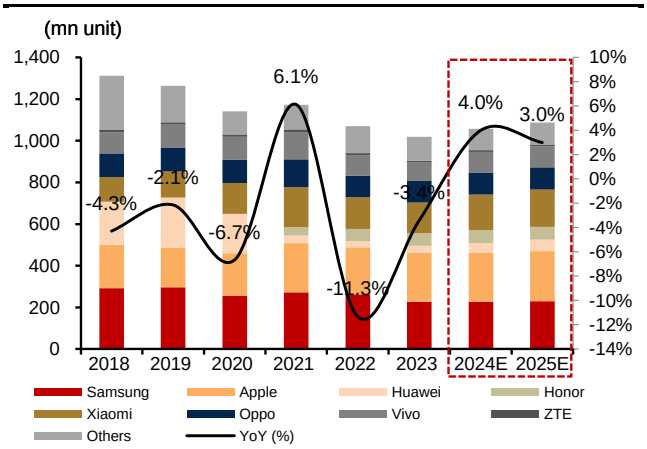
资料来源：招银国际环球市场预测

全球智能手机：AI 浪潮持续深化，端侧应用创新升级用户体验

全球智能手机市场在经历 2023-24 年连续两年止跌回升后，我们认为 2025 年 AI 应用在手机端落地将成为驱动新一轮换机周期和功能创新的动力，全球智能手机市场有望持续温和复苏态势，我们预计 2025 年出货量将同比增长 3%至 12.5 亿台，同时重点关注：1) 特朗普政府的关税政策，2) 中国对手机和其他消费电子的补贴政策。

另外，国内供应链公司在全球份额提升、竞争趋缓、降本增效等因素带动下盈利能力有望持续改善。进入 2025 年，我们判断智能手机有望进入 AI 时代，带来人机交互的革命性创新，并带来端侧软硬件升级需求，同时三折屏等形态创新亦值得关注。

图 24: 全球智能手机出货量预测（2018-2025E）



资料来源：IDC，招银国际环球市场

图 25: 全球智能手机出货量预测（按品牌计算）

（百万台）	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
三星	257	272	262	227	226	230
苹果	203	236	226	234	235	240
小米	148	191	153	146	170	180
华为	189	38	31	35	48	55
荣耀	-	40	57	61	62	61
Oppo	161	211	166	154	155	157
Vivo	112	132	99	88	100	100
其他	212	240	212	220	215	225
总数	1,281	1,360	1,206	1,165	1,211	1,248
同比增长	-7%	6%	-11%	-3%	4%	3%

资料来源：IDC，招银国际环球市场

苹果于 2025 年下半年有望显著增长。2024 年发布的 iPhone 16 低端机型需求低于预期，我们预期 iPhone16 系列在 2025 年上半年将面临压力，但由于新款 iPhone SE4 将于 2Q25 发布（全年 2,000 万台以上），有望抵消 iPhone16 疲弱的部分影响。另外，随著 Apple Intelligence 推出和相关原生应用发布，我们相信 2025 年下半年发布的 iPhone 17 系列将有效推动 AI 升级周期，2025 年苹果出货量将同比增长 2%至 2.4 亿台。

华为出货量存在不确定性，或对荣耀产生影响。由于部分零部件短缺，华为高端机型在 2024 年面临一些挑战，我们预计 2024 年出货量约 4,800 万台，低于年初供应链目标，展望 2025 年，我们预计华为出货量同比增长 15%至 5,500 万台。另外，由于华为跟荣耀的部分市场和渠道重叠，如果华为 2025 年出货量显著提升，或对荣耀销量产生一定影响。

三星和 Oppo/VIVO 或面临压力，后续关注特朗普关税政策。在 2024 年 OPPO/VIVO 扩大在新兴市场的低端市场份额，但高端机型需求仍然疲软。由于中国品牌加快全球出海，三星面临的压力将会加大。另外，如果特朗普增加对中国产品关税，由于大部分 iPhone 高端机型在中国生产，这部分将受到冲击，导致三星将成为主要受益者。

2025 年 iPhone 有望迎来换机大年(iPhone SE4, iPhone 17/Air/Pro/Max)

展望 2025 年，我们看好苹果产业链，今年 iPhone16 初步加入 AI 功能，端侧模型持续升级，我们相信明年 iPhone17 有望迎来硬件规格和端侧 AI 功能大创新，在 2026 年我们预期苹果将推出折叠手机和智能眼镜，持续打造芯片、系统、硬件及 AI 模型生态的核心竞争力。

我们预计 2025 年苹果将发布 5 款 iPhone，加快打造 AI 硬件生态：iPhone SE 4、iPhone 17、iPhone 17 Air（替代 Plus ）、iPhone 17 Pro 和 iPhone 17 Pro max。我们认为 Air 款机型将会是过去 10 年最大外观改款，SE 4 将有效替代 2022 年所发布的 SE 3 机型。出货量方面，我们认为 2025-26 年苹果硬件规格升级和端侧 AI 功能将推动出货量增长，在 2025 年发布 SE4、Slim 机型及折叠机机型后，我们预测 2026 年 iPhone 出货量有望达 2.4-2.6 亿台。

图 26: iPhone16/17 主要零部件供应商名单

	iPhone 16 系列	iPhone 17 系列
基带	高通	高通、苹果
镜头	大立光、玉晶光、舜宇	大立光、玉晶光、舜宇
摄像头模组	LGI、鸿海、高伟	LGI、鸿海、高伟
显示面板	三星、LGD、京东方	三星、LGD、京东方
电池钢壳	信维、瑞隆	信维、瑞隆、领益
电池组	欣旺达、德赛、新普	欣旺达、德赛、新普
声学/触觉	瑞声、歌尔、立讯	瑞声、歌尔、立讯
散热 (VC)	-	AVC、瑞声
玻璃背盖	蓝思、伯恩、比亚迪电子	蓝思、伯恩、比亚迪电子
外壳结构件	工业富联、比亚迪电子、蓝思、立讯	工业富联、比亚迪电子、蓝思、立讯
OEM 组装	鸿海、立讯精密、TATA	鸿海、立讯精密、TATA

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

注：标红为份额提升的供应商

图 27: 供应链名单和相关收入占比（2024 年）

公司	代码	苹果	华为	三星	其他品牌	其他	主要产品
瑞声科技	2018 HK	25%	10%	10%	43%	12%	声学、触觉、光学、外壳
鸿腾精密	6088 HK	25%	-	-	-	75%	连接器、AirPods、配件、EV、服务器
舜宇光学	2382 HK	5%	5%	15%	60%	15%	手机摄像头模块、镜头组、汽车镜头/模块
比亚迪电子	285 HK	60%	5%	5%	15%	15%	金属/玻璃/塑料外壳、ODM/OEM、汽车
通达科技	698 HK	5%	5%	5%	50%	35%	金属/塑料外壳
丘钛科技	1478 HK	-	5%	-	85%	15%	摄像头模块/镜头、指纹模组、汽车 CCM
东江集团	2283 HK	10%	-	-	-	90%	塑料成型、塑料精密
信利科技	732 HK	-	-	3%	62%	35%	摄像头模块、指纹、显示模块
高伟电子	1415 HK	90%	-	5%	-	5%	摄像头模块
立讯精密	002475 CN	60%	10%	3%	-	27%	无线、iPhone/AirPods/手表 OEM、声学/触觉

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

AI 手机：各大 SoC 厂商推出进阶 AI 手机处理器产品

继 2023 年秋季各大手机 SoC 厂商发布了第一代支持 AI 边缘侧应用的手机处理器芯片后，2024 年三季度，高通、联发科、三星和谷歌四家厂商均推出了新一代手机处理器芯片，在制程工艺、AI 性能、功耗、内存规格等方面有进一步提升。其中，苹果 A18/A18 PRO 搭载了与前一代相同的 16 核 NPU 芯片；高通骁龙 8 Elite 芯片采用增强版本 Hexagon AI 处理器，相比前代芯片实现 45%性能提升，并支持多模态 AI 模型在端侧运行。天玑 9400 搭载了全新的第八代 NPU 890，stable diffusion 性能提升至上一代芯片的 2 倍，端侧多模态 AI 运算性能达到 50 Tokens/秒。

图 28: 各大手机 SoC 厂商推出更新 AI 手机处理器芯片

		高通	联发科	苹果	谷歌
		骁龙 8 Elite	天玑 9400	A 18/A 18 Pro	Tensor G5
推出时间		10/22/2024	10/9/2024	9/10/2024	10/24/2024
首发机型		Xiaomi 15 系列	Vivo X200 系列	iPhone 16 系列	谷歌 Pixel 10 系列
制程工艺		台积电 3nm N3E	台积电 3nm N3E	台积电 3nm N3E	台积电 3nm
CPU	频率	4.32GHz	3.62GHz	4.05GHz	3.40GHz
	处理器名称/核心数量	64-bit Qualcomm Oryon/8	Arm Cortex-X925 CPU/8	6	8
	核心类型	2 个 4.32GHz 超级内核	1 个 Cortex-X925 超大核	2 个高性能大核	1 个 Cortex-X4 核
		6 个 3.52GHz 性能内核	3 个 Cortex-X4 超大核	4 个低能耗小核	5 个 Cortex-A725 核
			4 个 Cortex-A720 大核		2 个 Cortex-A520 核
GPU		高通 Adreno	Arm Immortalis-G925 MC12	Mali-G79/G79 Pro GPU	Imagination Tech DXT-48-1536 GPU
支持光线追踪		支持	支持	支持	支持
存储		5.3GHz LPDDR5X	LPDDR5X	LPDDR5X	LPDDR5X
		24 GB，UFS 4.0	UFS 4.0+MCQ	8GB	12GB, UFS3.1
连接		Wi-Fi 7; Bluetooth 6.0	Wi-Fi 7	Wi-Fi 7; Bluetooth 5.3	WiFi 7
AI 芯片/NPU		高通 Hexagon Processor	联发科 NPU 890	16 core 苹果 NPU	谷歌 TPU
特点		CPU 升级带来 45%性能提升，和 44%功耗节省；GPU 升级带来 40%性能提升，和 40%功耗节省；NPU 带来 45%性能提升和 45%功耗节省。支持多模态 AI 模型，实现语音和图像内容识别，拥有多模态 AI 助手。	Stable Diffusion 性能提升至 2 倍，大语言模型提示词处理性能提升 80%，端侧多模态 AI 运算性能达到 50 Tokens/秒，功耗节省 35%；支持多模态模型，率先向开发者提供天玑 AI 智能体化引擎。	性能对比 A16 芯片提升了 30%的性能，功耗则降低了 30%，如果对比 A15 芯片，CPU 性能提升高达 50%。	Tensor G5 的 AI 性能（即在设备上运行的机器学习模型数量）相比前代增加 40%，新的 TPU 包含小型嵌入式 RISC-V 核心，支持设备上的训练。

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

2023 年以来，各大主要手机厂商首发搭载 AI 算力芯片和 AI 功能的旗舰级 AI 手机产品，而 2024 年的新机发布中，各大手机厂商更加强了终端智能化应用升级。根据过去一年的首轮用户体验反馈，进一步提升人机交互场景、AI 助理智能化提升、跨应用指令自动实施以及优化图文等领域的处理能力。例如全新一代小米手机操作系统澎湃 OS 2 推出，跟随澎湃 OS 2 推出的超级小爱，在原有的 AI 助理功能基础上，增加了拍照过程中根据图像进行搜索问答、自动提取图片中的文字进行导航和拨打电话等跨应用、跨媒介等多模态 AI 模型的能力。并且新增了主动智能，能够根据用户的操作习惯和所处场景，自动推荐打开应用功能并完成操作。

苹果： ChatGPT 与 Apple Intelligence 融合，有望成为服务收入增长动能

自从 2024 年中苹果 Apple Intelligence 发布并在随后推出的 iOS 18、iPadOS 18 和 macOS Sequoia 中进行更新，苹果全生态硬件能够运用包括文本修正改写、文本归纳总结、音频转文本、图像创作、图片视频检索、具有更深层次语言理解能力的 Siri。在跨软件应用方面，Siri 可以在各类 Apple 及第三方 app 中完成操作，并且做到基于用户个人和设备端信息的智能化。随着 iOS18.2 更新推出的 ChatGPT 功能，通过整合 ChatGPT 至 Apple 全平台，可以调用 Apple 硬件终端设备上的图文、结合 ChatGPT 使用图文生成功能。

在 12 月最新轮次的 iOS 18.2 更新当中，用户将能够从 Siri 界面调用 ChatGPT 的功能，以及体验 ChatGPT 与 iOS 系统融合后，可以通过 ChatGPT 调用苹果或三方 App 以执行操作。我们认为苹果强大的硬件用户基础、软件生态建设、iOS 底层系统独立性和开发者群体都将使得苹果能够打通不同设备之间、不同软件应用之间的壁垒，给消费者带来全生态和深入底层系统的 AI 端侧人工智能体验。

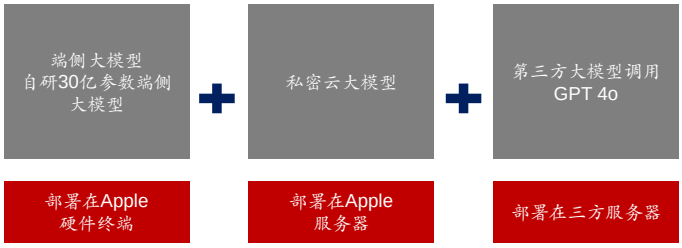
在定价和使用 ChatGPT 融合版本的 Apple Intelligence 费用端，Apple Intelligence 将免费供用户使用，其中包含部分 ChatGPT 的功能，以及创建少量的 DALLA-3 图像。而升级为 ChatGPT Plus 计划的选项则需要额外支付每月 19.99 美元，我们持续关注后续 Apple Intelligence 为苹果带来的服务收入增量趋势。

图 29: 苹果 Apple Intelligence 功能



资料来源：WWDC，招银国际环球市场

图 30: 苹果 Apple Intelligence 架构



资料来源：WWDC，招银国际环球市场

图 31: 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
苹果	AFM-on-device	30	自研
三星	Gemini Nano	18/32.5	合作
谷歌	Gemini Nano	18/32.5	自研
OPPO	AndesGPT	70	自研
vivo	BlueLM	70	自研
小米	MiLM 2	3-60	自研
华为	盘古	-	自研

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

小米：AI 赋能”人-车-家“全生态，自研端云模型，打造“硬件-生态-操作系统-大模型”闭环

在边缘测模型研发升级方面，小米推出自研 MiLM2 模型矩阵，强调轻量化布局，深化云端协同。目前 MiLM2 模型矩阵分为 0.3B/0.7B/1.3B/2.4B/4B/6B/13B/30B 等多个参数量级，以适应不同场景下的需求。在操作系统和 AI 语音助手方面，跟随小米 Hyper OS2 操作系统更新，小米推出了更新版本的超级小爱，在原有语音问答、图文生成、会议纪要总结、抠图美图等功能之上，增加了搜索视频、全局记录证件/地址/日程和根据个人操作习惯主动提醒和自动完成操作执行等功能，更加强调个性化操作，提升人机交互的能力。在系统和生态融合方面，HyperOS 2 强调应用生态融合，跨设备使用应用更加丝滑便利，并推行了跨生态兼容，支持苹果设备与小米设备互联。

图 32: 小米集团构建“人-车-家”全生态跨端互联



资料来源：公司官网、招银国际环球市场

图 33: 超级小爱基于用户习惯主动提醒



资料来源：公司官网、招银国际环球市场

目前 AI 手机端模型以百亿参数级别以下为主流，强调云端协同。受到边缘侧算力、存储等硬件和技术限制，AI 手机目前所搭载的 AI 应用依然以文字内容生成、语音助手问答、图片搜索和处理等，而更加复杂的多任务操作、模型推理和泛化能力则需要借助云端大模型资源实现。目前 AI 手机 AI 功能的发展方向集中在发挥 AI Agent 的端侧跨应用、跨媒介的行为智能，能够通过搜集用户习惯为用户推荐应用和执行操作内容。

我们认为未来手机端侧 AI 的发展方向并非在于加大端侧模型量级和处理复杂任务，复杂程度高的任务可以通过端云融合而传往云端解决；手机端侧 AI 旨在完成个性化任务，例如：自动记录语音备忘录并形成日程提醒、记录证件信息和地址信息以便随时调用、记录手机端侧存储的照片/视频/文件并提供检索查找、全局执行以语音指令代替复杂操作、基于用户习惯主动提醒并自动完成操作等。

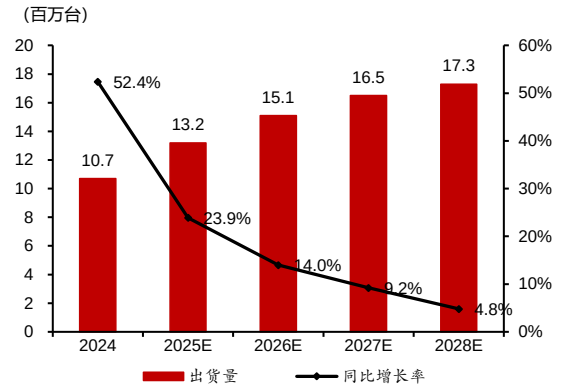
手机端侧对于用户资料的存储和收集是完成端侧 AI Agent 功能的基础，而跨软件应用、甚至跨底层系统生态完成指令的能力则更显得重要。所以，我们看好在全球拥有强大手机用户基础、AIoT 多设备互连生态搭建、软件操作系统、端云 AI 模型开发等环节能够形成能力闭环的手机品牌厂商。海外市场相关标的包括苹果，国内市场相关标的我们看好小米集团。我们认为小米集团将在未来边缘侧 AI 应用爆发和 AI 智能硬件的浪潮当中显著受益。

折叠屏手机：市场渗透加速，产品创新引领高端消费者需求

自 2019 年问世以来，折叠屏手机通过外观形态的改变来打造差异化体验，进而吸引消费者注意，一直保持快速增长。2024 年全球折叠屏手机出货量持续提升，增速显著高于整体手机大盘情况。根据 IDC，3Q24 中国折叠屏手机市场出货量同比增长 13.6%，季度出货量为 223 万台，由于 2023 年下半年折叠屏手机出货量已经形成较高基础，增速有放缓趋势。目前，中国折叠屏手机市场渗透率达到 3.2%；根据 IDC 预测，2024 年中国折叠屏手机市场出货量将达到 1,068 万台，同比增长 52.4%。2028 年中国折叠屏手机出货量将会超过 1,700 万台，五年复合增长率达到 19.8%。

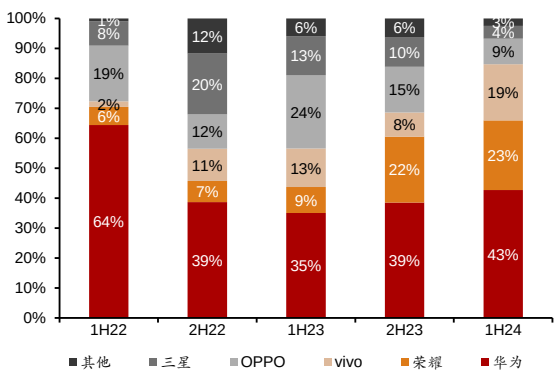
从市场竞争格局来看，华为一直处于中国折叠屏市场领先地位，在产品形态、上游零部件设计和供应链整合方面，都对中国折叠屏市场起到了促进作用。在 1H24，荣耀和 Vivo 凭借新款折叠屏机型产品销售，市场份额分别达到了 23.3%和 18.7%。OPPO 市场份额居于第四位，今年没有折叠屏新品上市。从全球折叠屏手机市场来看，中国与美国为前两大区域性市场，占全球折叠屏手机出货量的 56%；全球折叠屏市场竞争格局方面，三星为领先厂商，但是份额优势在被包括华为和荣耀在内的中国友商不断收窄。小米依靠 3Q24 推出的一款小折叠新品 Mix Flip 的成功销售，市场份额有显著提升。展望 2025-26，我们预计 2026 年苹果有望发布折叠屏 iPhone，带动折叠机渗透率迅速提升。

图 34: 中国折叠屏手机出货量及增速 2024-2028



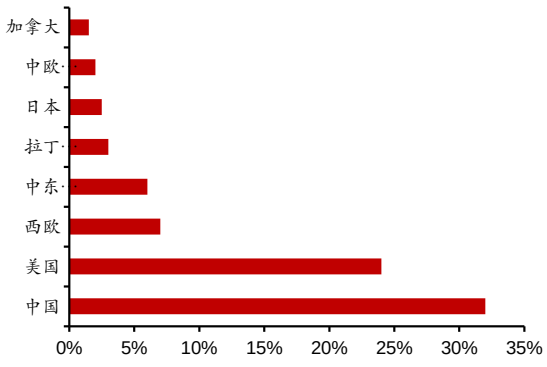
资料来源：IDC、招银国际环球市场预测

图 35: 中国折叠屏手机厂商份额 (1H22-1H24)



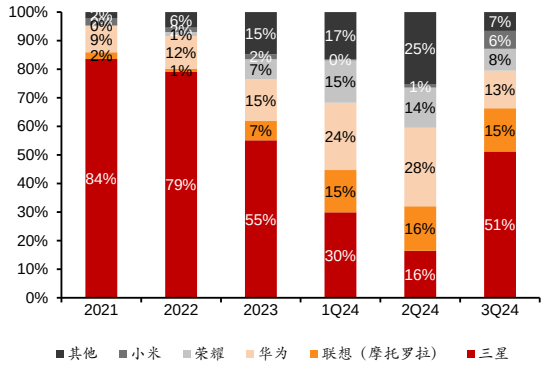
资料来源：IDC、招银国际环球市场预测

图 36: 中国和美国引领全球折叠屏手机市场需求



资料来源：IDC、招银国际环球市场预测

图 37: 全球折叠屏手机厂商份额 (2021-3Q24)



资料来源：IDC、招银国际环球市场预测

小屏折叠机价格中枢下探，大屏折叠机打造高端旗舰，引领硬件升级

中国折叠屏手机市场目前逐步走向成熟的过程中，各大手机厂商的折叠屏手机新品推出也从初步试水走向产品硬件升级和设计分化的阶段。初代折叠屏手机对于机身空间和设计难度的考虑，在手机处理速度、存储容量、电池规格、拍照性能、机身轻薄性和耐用性方面都产生部分折让，影响消费者体验。从 2024 年新折叠新机型来看，在处理器 SoC 选配方面、存储规格及摄像头规格等方面已经有显著提升，各项指标对标品牌旗舰机水平。

从价格方面来看，旗舰折叠机型也为各大安卓品牌手机打开了售价天花板，大折叠旗舰机型的价格高于同品牌旗舰直板机型，成为各家品牌展示硬件创新技术的最佳载体。而小折叠机型的外观设计和参数规格虽然也展现出提升趋势，但售价中枢却逐步下探，产业链方案逐步走向成熟；在价格下探、规格参数指标逐步提升后，促进了折叠机型的市场渗透率。

图 38: 各大手机厂商最新一代大/小折叠屏手机产品

旗舰折叠机型	处理器	后摄影像方案	内存	首发起售价格（人民币）
华为 Mate X6	麒麟 9100	50MP+40MP 超广角+48MP 潜望长焦+1.5MP 红枫原色	12/16GB+512GB, 16GB+1TB	13,999
华为 Mate XT	麒麟 9010	50MP+12MP 超广角+12MP	16GB+512BG/1TB	19,999
三星 Z Fold 6	骁龙 8 Gen 3	50MP+12MP+10MP	12GB+512GB/12GB+1TB	13,999
三星 Z Flip 6	骁龙 8 Gen 3	50MP+12MP	12GB+256/512GB	7,999
小米 MIX Fold 4	骁龙 8 Gen 3	50MP+50MP 浮动长焦+10MP 特写长焦+12MP 超广角	12/16GB+256/512/1TB	8,999
小米 MIX Flip 4	骁龙 8 Gen 3	50MP+50MP 浮动长焦	12/16GB+256/512/1TB	5,999
Vivo X Fold 3	骁龙 8 Gen 2	50MP+50MP 人像+50MP 超广角	12/16GB+256/512/1TB	6,999
Vivo X Flip	骁龙 8+ Gen 1	50MP+12MP 超广角	12GB+256/512GB	5,999
荣耀 Magic V3	骁龙 8 Gen 3	50MP+40MP 超广角+50MP 潜望长焦	12/16GB+256/512/1TB	8,999
荣耀 Magic V Flip	骁龙 8+ Gen 1	50MP+12MP 超广角	12GB+256/512GB/1TB	4,999
荣耀 V purse	骁龙 778G	50MP+12MP 超广角	12/16GB+256/512GB	5,999
OPPO Find N3	骁龙 8 Gen 2	48MP+64MP 潜望长焦+48MP 广角	12/16GB+512/1TB	9,999
OPPO Find N3 Flip	天玑 9200	50MP+32MP 长焦+48MP 超广角	12GB+256/512GB	5,999

资料来源：公司官网、招银国际环球市场

2024 年 9 月华为正式发布全新三折手机 Mate XT，作为全球面积最大的折叠屏手机，屏幕尺寸为 10.2 英寸。在使用体验上可以实现分屏操作，同时文件阅读体验提升明显，16:11 的屏幕横竖比和普通平板电脑相似。我们认为，大折叠屏手机已经成为各大手机品牌实现硬件创新、凸显品牌调性和引领消费者风尚的核心品类，并将使上游硬件零部件厂商受益。从折叠屏手机的成本对比来看，铰链和屏幕是最大的增量，相关产业链公司标的将受益，例如为折叠屏手机供应转轴、结构件产品的瑞声科技，安卓系折叠屏铰链产品供应厂商精研科技、东睦股份，以及液态金属铰链结构件供应商宜安科技。

图 39: 小米发布最新小折叠机型



资料来源：公司官网、招银国际环球市场

图 40: 华为发布最新三折叠机型



资料来源：公司官网、招银国际环球市场

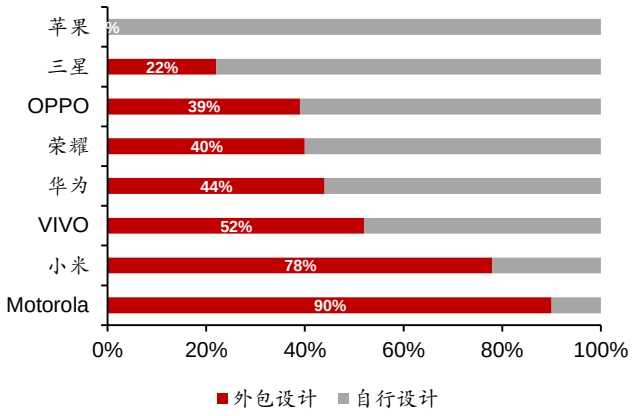
手机零部件：关注代工产能外迁、光学创新和外壳新材料

ODM:为提升竞争力和维持份额，供应商产能外迁成趋势

中国智能手机品牌表现强劲；看好 ODM 龙头承接高端订单的能力。据 Counterpoint research，2024 年上半年全球智能手机市场出货量同比增长 7%；而独立设计公司和原始设计制造商（ODM/IDH）出货量同比增长 6%，主要因为中国智能手机品牌表现强劲。Counterpoint 预计，2024 年全球智能手机出货量将同比增长 5%，而 ODM/IDH 市场份额预计将维持在 41%左右。随着智能手机行业竞争变为激烈，客户对成本、性能和设计要求更高，对 ODM 厂商在研发、制造工艺和生产力上有更高要求，我们预计 ODM 龙头具备研发设计及供应链成本优势，在承接高端手机订单时更具备竞争力。

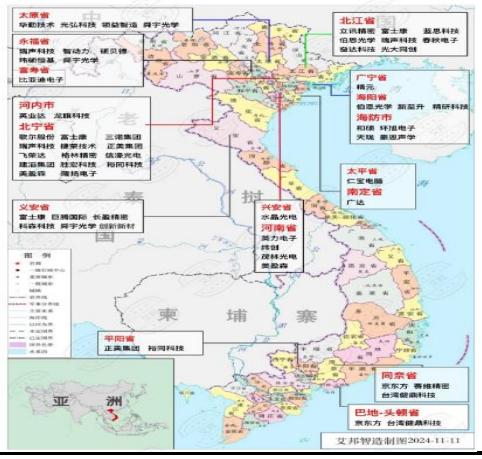
中国消费电子市场相对饱和，考虑到地缘政治等不确定性和政策利好，产业外迁成趋势。因地缘政治和冲突导致不确定性增加，消费电子企业认为供应链集中化会存在一定风险，目前苹果已将部分供应链外迁至印度和东南亚地区。我们预期 2025 年苹果在印度生产 iPhone 占全球产量比例有望提升至 25%。在中美科技竞争、中国消费电子市场相对饱和、印度和东南亚等国家优惠政策背景下，我们认为消费电子产业链外迁成趋势，部分零部件公司已将产能外迁：**1）立讯精密：**通过扩建义安工厂加快越南产能扩张，义安生产基地已切入苹果供应链，未来在义安生产 iPhone 手机配件或整机产品。**2）英业达：**2023 年 9 月在越南首都河内斥资 1.25 亿美元建厂生产智能手机、电脑周边、电路板和其他智能产品。越南厂预计在 2024 年第 4 季正式投产，规划年产 3,200 万个产品，产品将供出口。**3）比亚迪电子：**比亚迪电子于 2021 年 7 月在越南获得投资许可，在越南富寿省富寿市富河工业园区投资 2.69 亿美元建设电子工厂，用于组装平板电脑和制造带有摄像头的电子元件。该工厂于 2022 年 6 月正式投产，目前能够年产 432.5 万台平板电脑和 5000 万个光学镜片。**4）鸿海/富士康：**为苹果公司提供代工组装的业务；富士康已在越南通过设立子公司或间接控股公司共计 14 家，并有 16 家制造工厂，全部位于越南北部，总投资额 32 亿美元。

图 41: 智能手机品牌自行/外包设计代工占比



资料来源：Counterpoint，招银国际环球市场

图 42: 消费电子公司在越南产能工厂分布图



资料来源：艾邦智造咨询，招银国际环球市场

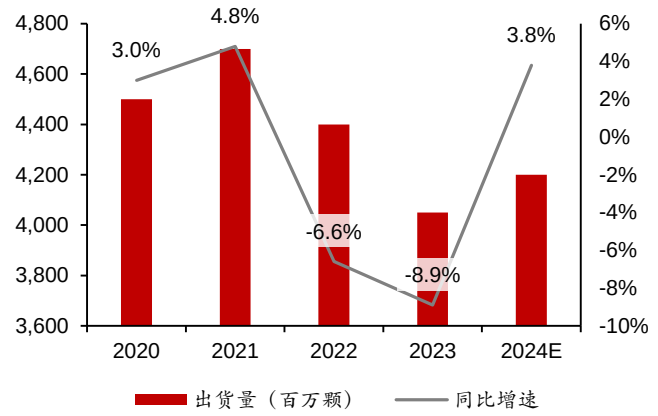
光学：看好潜望式、玻塑混合、大相面和 OIS 等光学创新

高端智能手机推动镜头数量增加，手机摄像头市场前景可观。考虑到高端手机配备更多镜头数量，Trendforce 预计全球智能手机相机镜头 2024 年出货量约 42.2 亿颗，同比增长 3.8%。目前智能手机制造商正专注于开发配备多个摄像头的智能手机，其中，摄像头类型包括长焦镜头、微距镜头和超广角镜头等。据毅兴产业研究院预测，随着 5G、AI、云计算、物联网等行业数字技术深度融合，光学镜头市场增长空间较大，预计到 2030 年，全球光学镜头市场规模将达到 1,035.9 亿元。

高像素智能手机推动摄像头模组市场稳定增长。摄像头在向单摄向双摄升级后不同摄像头组合不断出现，而目前智能手机后摄通常由 1 个主摄配合多个副摄组成并且不同副摄对应背景虚化、远景细节和进光量的提升和改善画质等不同功能。考虑到消费者对照相性能完整性需求，摄像头升级包括提升像素和叠加不同功能摄像头使得拍照效果更优和完整化。我们认为，随着高像素智能手机需求不断增长，预计手机摄像头模组市场将稳定增长。据 QYResearch 预测，全球手机摄像模组市场规模在 2030 年有望达到 415.7 亿美元，FY24-30E 年复合增速（CAGR）为 3.6%。

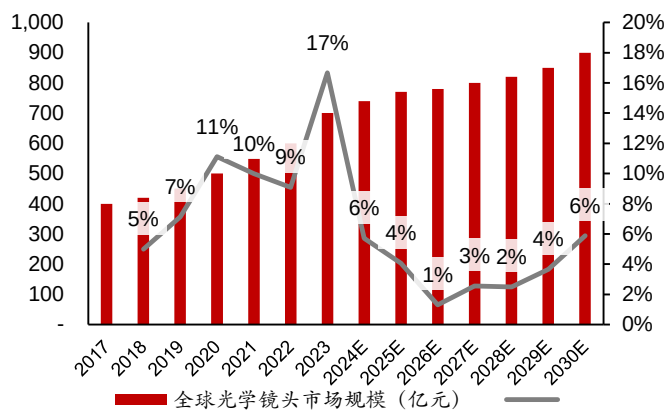
在光学创新方面，我们认为以下趋势值得关注：1）潜望式镜头：主要通过模仿潜艇潜望镜来实现光线折叠并延长光的传输距离从而增加镜头焦距。潜望镜具有远距离拍摄能力、兼具便携性和美观性、能保护手机镜头以及提高成像质量使得画面细腻度更平衡。因潜望式镜头制造成本高，中高端手机配备居多，随着高端旗舰机型的不断推出，我们预计潜望式镜头市场有望快速成长。**2）玻塑混合镜头：**结合了玻璃和塑料材料有点，具有更好的光学性能和更低成本，能提供更高解析度、更广视角和色彩还原，提升拍照质量以及减轻手机整体重量；**3）大相面：**大相面逐渐成为高端摄像头模组的方向，预计未来有望下层至中低端手机；**4）OIS 防抖：**在低光环境下拍摄减少手抖导致照相模糊，是高端旗舰机型配有的配置，有利于提升高端旗舰机型价格，随着国产手机竞争剧烈，OIS 预计会逐渐下放至中低端机型。我们建议关注手机摄像头和模组公司包括舜宇光学科技和丘钛科技等。

图 43: 2020-2024E 全球智能手机镜头出货量



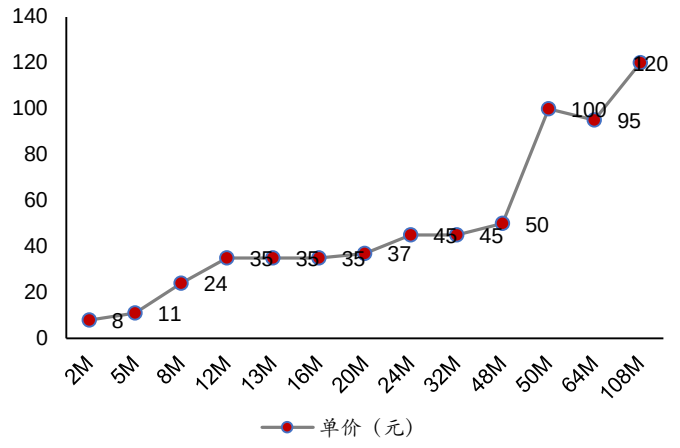
资料来源：Trendforce，招银国际环球市场

图 44: 全球光学镜头市场规模预测



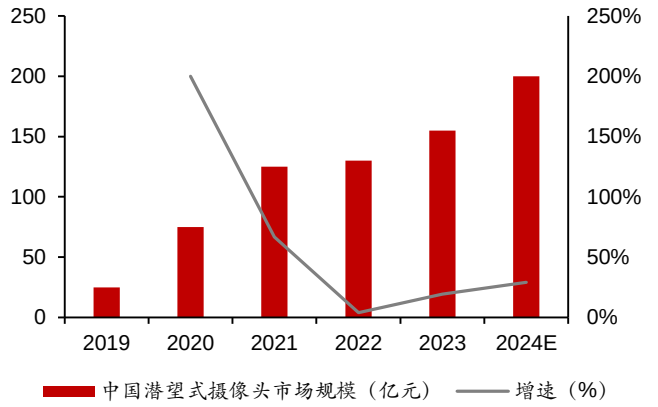
资料来源：毅兴产业研究院，招银国际环球市场

图 45: 手机摄像头模组价格与像素关系



资料来源：潮电智库，招银国际环球市场

图 46: 中国潜望式摄像头市场规模及增速



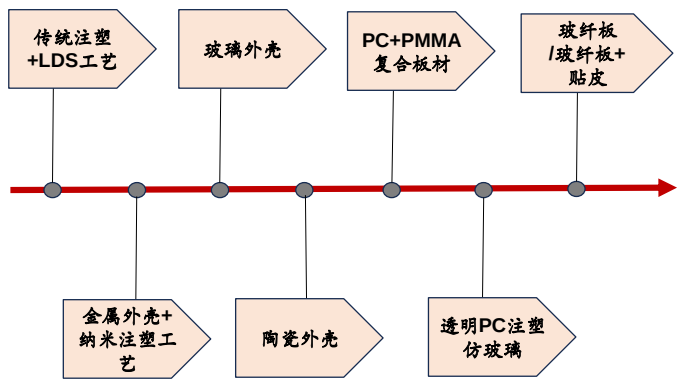
资料来源：共研产业咨询，招银国际环球市场

结构件/外壳：玻璃、陶瓷和复合板材为主流，未来看好铝、玻纤板

玻璃、陶瓷和复合板材等为目前手机外壳主流材质，看好玻纤板在手机外壳上应用增加。据艾邦，手机外壳为顺应技术发展和消费者不同需求，从最初传统塑料+LDS 工艺逐步升级到金属外壳+纳米注塑工艺。但行业通信技术升级到 5G，因信号相关的问题金属背盖被行业淘汰；之后，创新技术例如玻璃、陶瓷、PC+PMMA 复合板材工艺和透明 PC 注塑仿玻璃工艺等不断推出。目前，手机外壳主要采用包括玻璃、陶瓷、复合板材、玻纤板、玻纤+素皮等。虽玻纤板在平板电脑后盖上早已应用，但在手机上的应用从近几年才开始提升，包括华为、荣耀、OPPO、小米、Vivo 等部分机型已采用，尤其华为 Mate60 系列的后盖也采用了玻纤板喷涂+3D 拓印工艺。行业预计陶瓷热压贴合玻纤板是后盖轻量化研究方向。

iPhone 17 旗舰机型铝中框和后盖双材质方案。据外媒报道，苹果 iPhone 17 Pro 和 iPhone 17 Pro Max 两款旗舰机型摒弃了钛合金和不锈钢中框材质，将成为自 iPhone 划分为 Pro 和非 Pro 系列以来首批采用铝制框架的旗舰机。在后盖设计上，两款旗舰机型背板也将采用新的部分铝、部分玻璃设计，背面上半部分（摄像头模组）将由铝制成，并采用“由铝而不是传统 3D 玻璃制成的矩形摄像头凸起”，而下半部分将继续由玻璃制成以支持无线充电。与当前全玻璃背板的设计相比，新的双材质方案可能提供更好的耐用性和质感。

图 47: 手机外壳材质创新升级路径



资料来源：艾邦高分子，招银国际环球市场

图 48: 玻纤板材与玻璃盖板/复合盖板材料对比

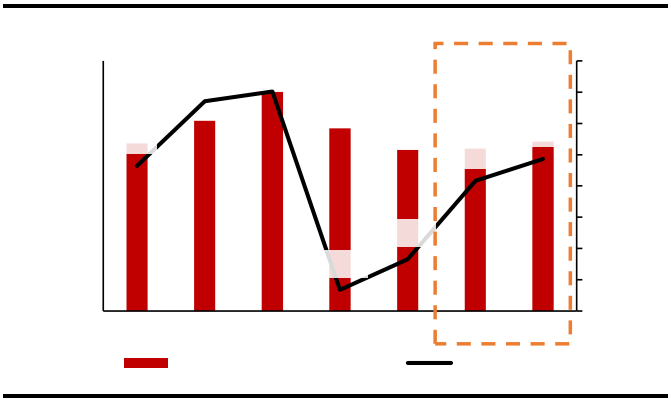
同款手机盖	3D玻纤板（新）	玻璃盖板（成熟）	符合板材（成熟）
重量	*	***	**
强度	****	*	**
表面硬度	***	****	**
厚度	*	**	**
成本	**	**	**
耐化性	***	***	***
散热性	**	**	**
环保性	**	**	***
工艺成熟度	***	***	****
良率	**	**	***
质感	***	***	***
成型加工时间	***	***	**
防火性	****	****	**
成型工艺	热压成型	热弯成型	高压成型

资料来源：艾邦高分子，招银国际环球市场
注：*数量越多代表属性越高

全球 PC：AI PC 和 Win11 升级驱动行业回暖，端侧智能体落地前景广阔

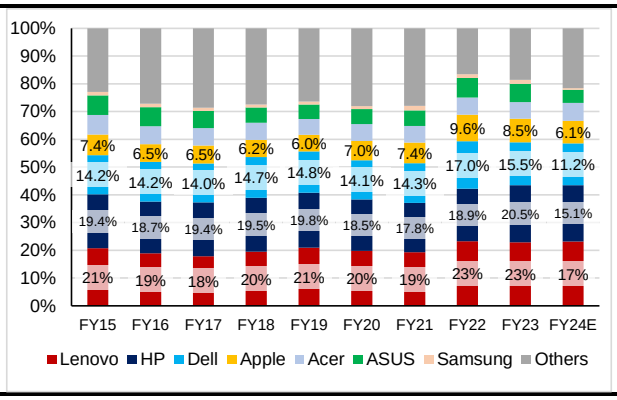
PC：2024 年需求低于预期，2025 年有望反弹。2024 年上半年全球 PC 出货量出现短暂反弹，但由于下半年宏观因素需求转弱，我们预计 PC 零部件和 ODM 4Q24 出货量环比稳定，利润率方面，由于渠道库存健康和组件成本下降，我们看好 PC 品牌利润改善趋势。展望 2025 年，由于更多主流 AI PC 推出、Win-10 更新需求以及宏观环境改善（如美国降息、中国刺激政策、美国企业减税等），我们预计 2025 年 PC 出货量将增长 4.3%至 2.71 亿台。此外，我们预计随着 AI PC 渗透率提升，PC 平均销价和利润率将有望上升。

图 49:全球 PC 出货量预测



资料来源：IDC、招银国际环球市场

图 50: 全球 PC 厂商市场份额（2015-24E）



资料来源：IDC，招银国际环球市场

2023 年底开始，各大 PC 处理器芯片厂商陆续推出了针对 AI PC 算力和生态需求的芯片产品，例如英特尔发布了 Meteor Lake Core Ultra，高通发布了骁龙 X Elite 等。2024 年新一代 PC 处理器芯片发布期，其中英特尔发布了代号 Lunar Lake 的新一代酷睿 Ultra 笔记本电脑芯片，采用 8 颗核心的设计，AI 算力大幅提升，NPU 算力提升至 48TOPS，能够满足微软 Copilot+PC 所要求的 40 NPU TOPS 算力水平和硬件基础；在取消超线程设计、内存封装和工艺制程跃迁等方面促使处理器芯片性能有显著提升。高通也基于先前已经发布的骁龙 X Elite 版本 AI PC 处理器芯片，又推出了骁龙 X Plus 处理器芯片，为先前 X Elite 版本芯片的降规版本，旨在降低 AI PC 产品成本，进一步降低产品入门门槛。苹果在今年也推出了 M4 芯片，其 AI 算力从 M3 的 18 TOP 提升到 38TOPS。

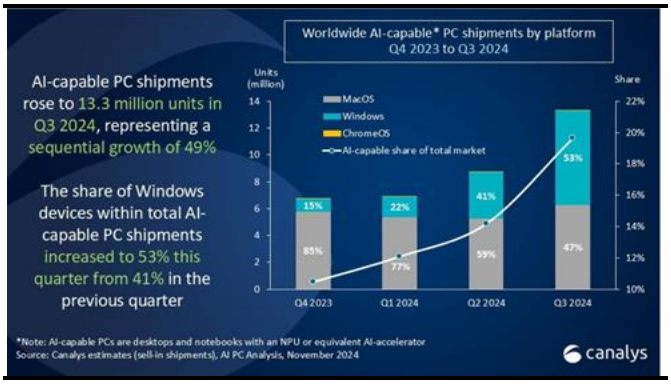
图 51: 各大 PC 处理器厂商产品路线图

	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24E	1H25E	2H25E
Intel		Raptor Lake (7nm)		Meteor Lake 11 TOPS (4nm)		Lunar Lake 48 TOPS (3nm)		Panther Lake 120 TOPS (2nm)
						Arrow Lake 13 TOPS (3nm)		
AMD			Phoenix 10 TOPS (4nm)		Hawk Point 16 TOPS (4nm)	Strix Point 48 TOPS (4nm)		
Apple	M1 Ultra 22 TOPS (5nm)	M2 15.8 TOPS (5nm)		M3 18 TOPS (3nm)	M4 38 TOPS (3nm)			
Qualcomm	Snapdragon 8cx Gen3 29 TOPS (5nm)				Snapdragon X Elite 45 TOPS (4nm)			
MediaTek		Kompanio 1380 4.8 TOPS (6nm)						AI PC chip (3nm)
NVIDIA								

资料来源：公司官网、招银国际环球市场

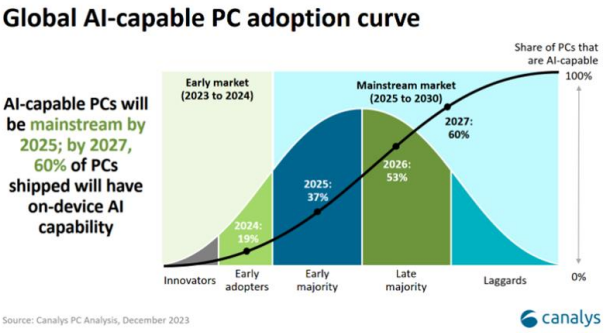
PC 操作系统提供商方面，微软发布了 Copilot+PC，明确了 Windows 系统中的 AI PC 标准：同时兼备 CPU、GPU 和 NPU，支持 Copilot，并且搭载 Copilot 按键。我们看到，在 AI PC 的浪潮中，PC 处理器芯片厂商以及操作体统提供商均迭代了其 AI PC 方向产品，促进终端 AI PC 产品性能和用户体验提升，持续推进 AI PC 市场渗透率。根据 Canalys 预测，AI PC 市场的份额将从 2024 年的不到 10%，增长至 2025 年的 30%，并在 2026 年达到 50%。在 3Q24 季度中，全球 AI PC 出货量已经达到 1,330 万台，占季度 PC 出货总量的 20%。在本季度中，高通骁龙 X 系列芯片结合微软 Copilot 的 PC 产品已经开始出货，后续搭载英特尔 Lunar Lake 及 AMD Ryzen AI 300 芯片版本的 Copilot+PC 产品销售，以及 Windows 10 版本终止服务，都将有望在 2025 年进一步推高 AI PC 渗透率。

图 52: AI PC 产品在 2H24 出货提速



资料来源：Canalys、招银国际环球市场

图 53: AI PC 正处于市场初期渗透阶段



资料来源：Canalys、招银国际环球市场

联想集团率先提出智能体 AI Agent 概念，引领 AI PC 端侧 AI 应用创新

在 2024 年举办的联想创新科技大会(Lenovo Tech World)上，除了发布了一系列新款 PC 产品以外，还公布了联想对于 AI PC 概念的定义。根据联想的定义理解，真正的 AI PC 具备五大特征，分别是个人智能体自然语言交互、内嵌个人大模型、配备 CPU+GPU+NPU 本地混合 AI 算力基础、具有设备级个人数据隐私安全保护、以及开放的 AI 应用生态。在 AI Agent 概念逐步深入企业级 AI 应用赋能，受到更多软件生态厂商关注的趋势下，联想在 2023 年底即提出了个人及企业级别人工智能双胞胎（AI Twin）的概念，其主要目标为在 AI PC 上创建本地知识库，运行个人基础大模型，支持人工智能计算，并且实现自然交互。而在 2024 年度联想创新科技大会上，联想进一步提出了 AI Now 本地 AI 智能体，它基于 Meta Llama 构建本地大模型，实现与用户个人知识库的实时交互，用户通过自然语言与 AI 助手进行交互，获取所需信息并高效完成 PC 端的各项任务。

在联想科技创新大会上，包括英伟达、AMD 和英特尔的处理器芯片厂商均出席了会议，并表达了共同推进 AI PC 发展浪潮的愿景。会议中，英特尔与 AMD 宣布组建 x86 架构生态系统咨询小组，简化软件开发，为开发者提供标准化的开发架构工具。而微软也在会议中表示，看好与联想合作开发的微软 AI 助手 Copilot 嵌入 AI PC 操作界面，以及将微软旗下 Azure AI 引入联想个人 AI 智能体的愿景。**在 AI PC 的发展浪潮中，联想作为全球领先的底层硬件提供者，紧密与上游处理器芯片厂商及操作系统提供商合作，成为整个 AI PC 浪潮发展中的核心领导者，将受益于 AI PC 应用落地的大趋势。**

图 54: 联想对于 AI PC 定义的五大特征



资料来源：Lenovo、招银国际环球市场

图 55: 联想个人端侧智能体小天



资料来源：Lenovo、招银国际环球市场

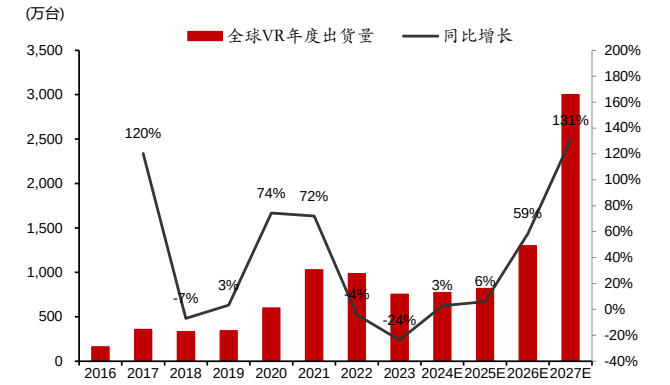
在 2QFY24/25E 业绩披露中，**联想重申了混合人工智能、基础建设、解决方案和服务给公司带来的巨大机遇。**在个人智能方面，公司推动 AI PC 产品创新和市场渗透进展积极，并且预计在 2027 年 AI PC 将占电脑市场总量约 80%。在企业智能方向，公司将支持“端-边-云-网-智“的混合式人工智能架构，善用公司的全栈式混合基础设施及混合式人工智能优势集，引领个性化 AI PC 产品创新，打造丰富的智能终端设备组合。同时，AI PC 及全栈式混合基础设施业务也为联想的方案服务业务收入带来新的成长动力，联想预计新 IT 服务市场 2024-2027 期间复合增长率将达到 10%，而人工智能服务相关收入增速将达到整体新 IT 服务市场增速的两倍以上。

我们认为，AI PC 硬件厂商与众多 AI 手机厂商所面对的发展前景类似，均为处在迅速构建“硬件-生态-操作系统-大模型”的 AI 边缘侧应用落地的闭环的过程中。根据硬件厂商自身的业务基础和禀赋，采取自研或者外部合作的方式。联想作为全球领先的 PC 硬件供应商，积极推进 AI PC 浪潮的发展，并已经形成了与上游 AI PC 处理器芯片厂商英特尔/英伟达/超微/高通、PC 操作系统提供商微软，以及大模型提供方 Meta 的紧密合作，共同构建端侧 AI 落地，具有较强的领先优势。而 AI PC 的端侧应用中，复杂的任务场景可以通过连网或者接入云端来完成，因此更加强调了依靠本地个人知识库所形成个性化和私密化操作的重要性，PC 硬件终端作为存储和收集用户信息的载体，将在端侧 AI 应用落地的浪潮中发现更多用户价值和业务机会。

AR/VR：AI 眼镜将是 AI 落地最佳载体，有望迎来发布高峰期

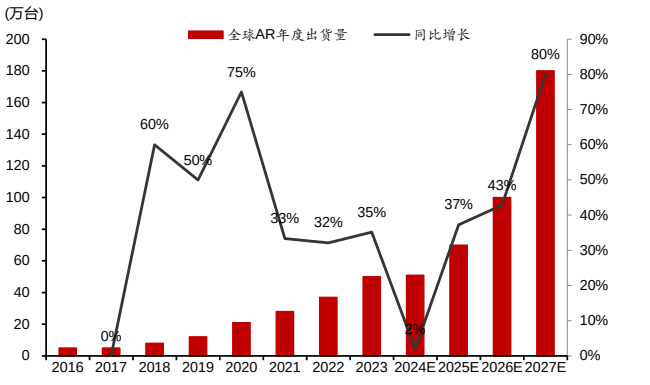
全球 VR 市场在经历了 2023 年的出货量下滑之后，在 2024 年回到了温和增长趋势。基于游戏为核心的应用场景的 VR 设备在 2023 年缺乏核心内容驱动硬件升级和消费者换新，2024 年我们看到 Meta Quest 3 与 Apple Vision Pro 的销售出货贡献，带动全球 VR 市场出货量止跌回稳。根据 Wellsenn XR 的预测，预计 2024 年全球将实现 VR 设备销售规模 774 万台，同比温和增长 3%。而全球 AR 设备市场在 2023 年迎来高速增长期过后，也预计将在 2024 年销售表现平稳。2023 年，全球 AR 设备销量为 51 万台，同比增长 38%，主要受到大屏观影类 AR 眼镜的出货量增长驱动，其中中国 AR 市场出货量为 20 万台，中国 AR 品牌公司逐步显露头角，加强了 AR 产品相关上游产业链在中国落地并且逐步走向成熟。根据 Wellsenn XR 的预测，预计 2024 年全球 AR 眼镜产品出货量将大体与去年相持平，主要由于观影类 AR 眼镜增长减缓所导致。

图 56: 全球 VR 年度销量统计及预测



资料来源：Wellsenn XR、招银国际环球市场预测

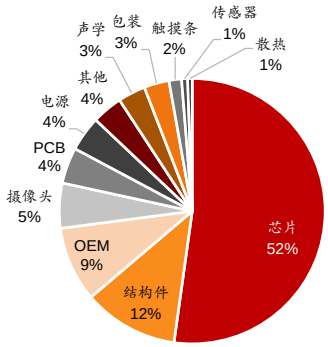
图 57: 全球 AR 年度销量统计及预测



资料来源：Wellsenn XR、招银国际环球市场预测

自从 Meta 联合 EssilorLuxottica 于 2023 年 9 月推出第二代智能眼镜 Meta RayBan 而在全球消费者群体中产生积极反响后，可以接入 Meta Llama 3 AI 多模态大模型，实现 AI 语音助理交互、物体识别、文字语音翻译等功能。我们认为，Meta Rayban 眼镜的成功及迅速在消费者群体中形成口碑传播在于其轻便时尚的设计，简化传统 AR 眼镜中的显示硬件配置，使得整体 BOM 成本下行，更加容易被广大消费者所接受。注重摄像功能，配置 1,200 万像素摄像头，并接入 AI 多模态大模型能够实现语音交互。使得 Meta RayBan AI 智能眼镜成为一款日常方便佩戴、随时可以进行 AI 助手语音交互，且能够实现拍照摄像分享至社交媒体的时尚智能穿戴产品。我们认为，Meta Rayban 智能眼镜的推出和热销，将促使 AI 智能眼镜和 AR 眼镜产品品类相融合，使得目前 AR 眼镜厂商更加注重轻便时尚化产品设计、注重拍照摄像分享等具有社交属性的交互功能、接入 AI 大模型实现语音助手功能，短期降低对于显示观影标准要求，有效减轻产品重量和成本负担；长期来看，随着光学显示技术、空间计算技术的不断发展，AI 眼镜和 AR 眼镜产品形态有望进一步优化。

图 58: Ray Ban Meta 智能眼镜成本拆分



资料来源：Wellsenn XR、招银国际环球市场

图 59: 2024 秋季推出 Ray-Ban Meta 智能眼镜限量款



资料来源：Meta、招银国际环球市场

AR 眼镜/AI 眼镜产品百花齐放，互联网、手机品牌公司纷纷入局

近三年来，我们看到以海外互联网公司、国内 AR 品牌公司、国内外手机品牌公司对于 AR 眼镜产品的布局再次升温，2022 年 11 月高通发布骁龙 AR2 Gen 1 系列，而 2023 年 Meta 发布的 Ray-Ban Meta 智能眼镜二代收到了市场消费者的正面反响，进一步引爆了各大互联网、AR 及手机厂商加快推出相关产品。2024 年上半年，星际魅族与马来西亚巨微集团进军东南亚 AR 市场，Meta 也对 Reality Labs 进行了重整。而在此之前，AR 产品则经历了漫长的产品发展和市场培养期。自 2012 年 Google Glass 问世开始，市场对于 AR 产品成为消费电子中有一个成长性高增的细分赛道感到兴奋，大厂和初创公司纷纷布局。但由于硬件技术尚不成熟，软件生态搭配等瓶颈无法在短时间内解决，消费者场景受限明显，市场需求和资本投资热度难以持续，AR 产品热度滑坡明显。

从近年的行业发展趋势来看，国内 AR 品牌初创企业表现亮眼，包括 Rokid、XREAL、MagicLeap、雷鸟等，逐步培育出了国内外硬件产品产业链，形成了一定的行业硬件产品方案定式，产业链各环节的合作模式逐步成熟，零部件和硬件方案创新的灵活度不断增加。而 AR 品牌初创厂商的硬件产业链积累及 C 端消费者的良好反馈，也让具有平台优势、渠道优势和软硬件生态优势的手机品牌厂商和互联网厂商加快 AR 产品的布局和推出。伴随着“AI+AR”的结合对于用户体验和用户场景的不断丰富，AR 产业有望迎来百花齐放的蓬勃发展期。

在 Meta 和包括 Rokid、Xreal、INMO 在内的中国初创 AR 企业逐步打开市场需求，推进培育上游产业链方案的同时，我们看到国内外互联网和手机品牌厂商也正积极完成 AR 眼镜和智能眼镜的产品布局。我们认为，2025 年有望成为各大品牌 AR 眼镜和 AI 智能眼镜密集发布的时期。百度在今年 11 月首次发布了“小度 AI 眼镜”，并称该产品为全球首款搭载中文大语言模型的原生 AI 眼镜，有望成为国内对标 Meta Ray-Ban 智能眼镜的产品，具有拍照录像、边走边问、试听翻译、语音备忘等功能，预计将在明年上半年上市发售。根据产业链调查，小米也有望在 2025 年推出一款 AI 智能眼镜，搭载 AI 语音助手功能、摄像头和智能音频功能，与小米手机和 AIoT 产品组合形成协同。在海外市场方面，我们看好在 2025 年 1 月的三星在 Galaxy Unpacked 活动中即将展示的与谷歌、高通等公司合作研发的 AR 眼镜产品，并关注后续这款产品在全球发售后的市场反响。我们认为，手机品牌厂商及互联网厂商积极切入 AR 及 AI 眼镜赛道，有助于在产品定义、硬件技术、生态建设、交互方式、AI 融合等方面进一步促进 AR/AI 眼镜行业发展，带动新一轮消费电子板块投资机遇。

图 60: 目前国内在售 AI 眼镜/AR 眼镜及主要参数总结

品牌	产品系列	产品	双眼分辨率	光学方案	重量	价格（人民币）
雷鸟	Air 1S	分体式	1920*1080	-	-	1,599
	X2	一体式	-	衍射光波导+MicroLED	119g	4,999
	Air 2 冠军版	分体式	1920*1080	Bird Bath+索尼 0.55 英寸 Micro-Oled	76g	1,399
	Air Plus	分体式	1920*1080	-	-	1,399
	Air 3	分体式	1920*1080	Birdbath+视涯 0.6 英寸 Micro-Oled	76g	1,699
Xreal	Air 2	分体式	1920*1080	Birdbath+索尼 0.55 英寸 Micro-Oled	72g	1,799
	Air 2 Pro	分体式	-	索尼 0.55 英寸 Micro-Oled	75g	2,599
	Air	分体式	-	索尼 Micro Oled	79g	1,451
	Air 2 Ultra	分体式	-	-	83g	5,698
	X	分体式	-	-	106g	-
Rokid	Rokid Glasses	一体式	-	双目衍射光波导	49g	2,499
	Rokid Max	分体式	1080P/1200P	Birdbath+Sony Micro Oled	75g	3,599
	Rokid Air Lite	分体式	1920*1200	Sony Micro Oled	75g	4,499
INMO	Air	一体式	640*400	全彩 Micro-OLED	79g	-
	Air 2	一体式	640*400	垂直阵列光波导	-	-
	Go	一体式	640*480	单目衍射光波导+Micro LED	52g	1,951
meizu	StarV View AR	分体式	1920*1080	Sony OLED	74g	2499/2450
	StarV Air2 AR	一体式	640*480	Micro LED 单绿光引擎	44g	2,799
	MYVU Air	一体式	1280*480	0.3cc Micro LED+衍射光波导	43g	2,499
	MYVU 探索版	一体式	1280*480	Micro LED+衍射光波导	71g	-
小米	Mijia 眼镜相机	一体式	-	索尼 Micro-OLED	100g	2,099
华为	Huawei Vision Glass	分体式	1920*1080	Micro OLED	112g 含线缆	2,199
OPPO	Air Glass	分体式	-	Micro LED+光波导	30g	-
百度	小度 AI 眼镜	-	-	-	45g	-

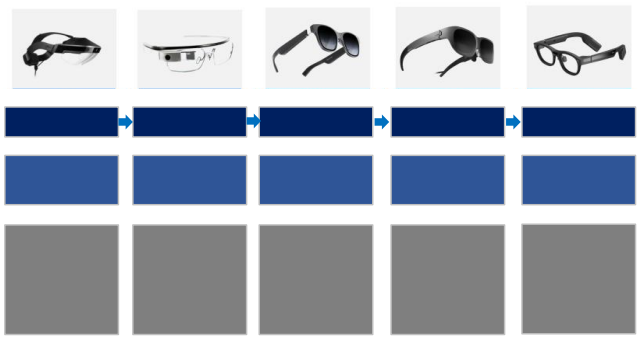
资料来源：公司官网、招银国际环球市场

AR 眼镜产业链逐步走向成熟，硬件升级持续推进

AR 眼镜采用光学透视，通常兼具一定程度的普通眼镜功能，而 VR 则普遍使用视频透视，通过传感器和摄像头捕捉真实世界的信息。所以 AR 眼镜设备通常重量更轻，拥有更加真实的视觉效果，在外部形态和佩戴体验上可以与普通眼镜相类似。从 AR 眼镜的 BOM 成本拆分来看，光学显示单元是占最大价值量比例。AR 显示屏幕的发展与光学方案的发展相辅相成，不同的光学方案，对屏幕也提出了不同的要求，每一种光学方案的透光率、光路设计和体积都相差很大。

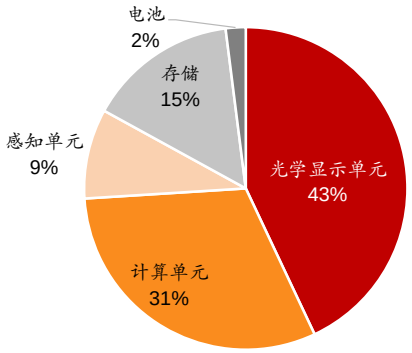
总的来看，目前 AR 眼镜的光学方案和显示屏幕组合主要是向着高清晰度、高对比度、高刷新率、大视角、护眼等方面发展，且兼顾小体积和低功耗的特点。目前“光波导+Micro-LED“的组合方案已经发展为领先的 AR 光学设计。但是目前由于成本、良率、重量和显示效果的考量，AR 眼镜显示光学方案还在不断创新当中。例如，在光波导细分方案当中，全息光波导方案（PVG）与表面浮雕光栅（SRG）方案相比，在光效、亮度和电池续航能力方面都有更加出众的表现。立讯精密携手东南大学联手打造了 PVG 光波导 AR 眼镜方案，并在近期展示了产品成果。我们认为，由于 AR 眼镜、AI 眼镜对于光学显示效果、成本控制、重量和功耗续航等多方面的考量，光学显示方案依然在不断创新升级的过程中。

图 61: AR 光学方案发展过程



资料来源：Wellsenn XR、招银国际环球市场预测

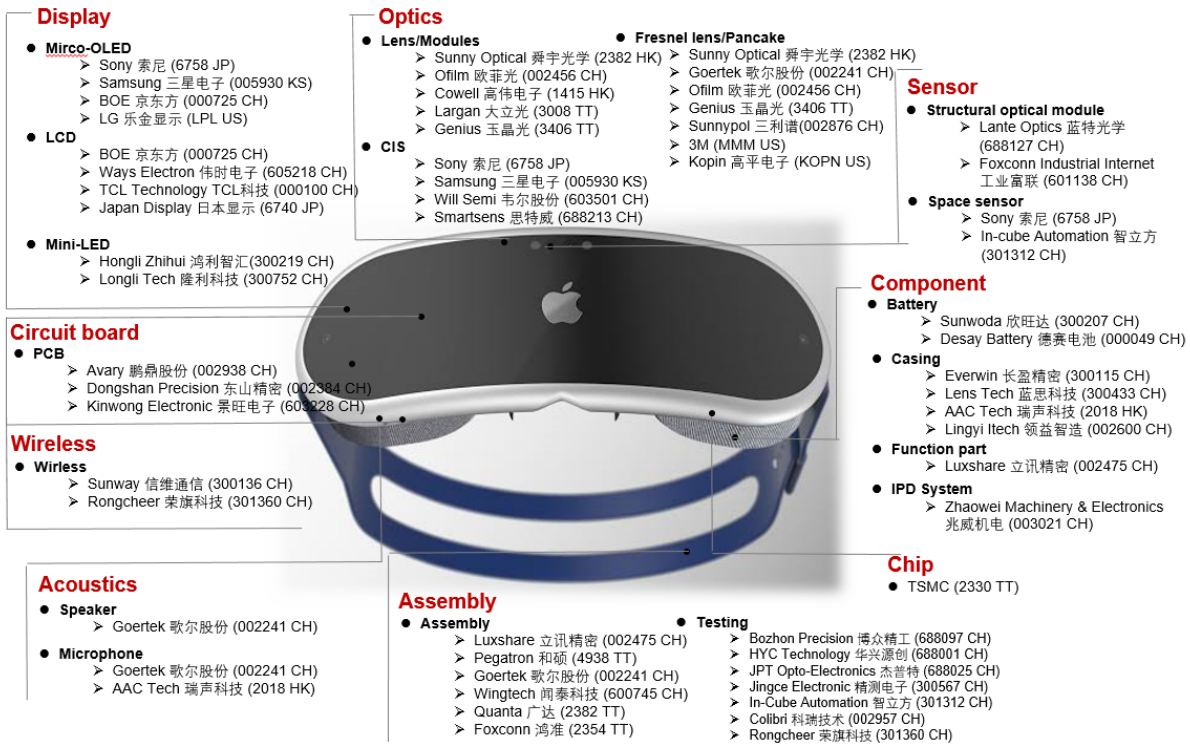
图 62: AR 整机 BOM 成本分布



资料来源：艾瑞咨询、招银国际环球市场预测

在 AR 眼镜、AI 智能眼镜加速发展的背景下，我们看好深度参与供应链环节的公司。在整机组装方面，我们看好有头部配套产品客户的厂商，例如：立讯精密和龙旗科技；在 SoC 主控芯片方面，我们认为除去高通、紫光展锐等公司，有望在低功耗 AR 产品领域建立相对竞争优势的恒玄科技将受益；在 AR 眼镜配套光学方案方面，我们推荐与国际大客户深度合作的厂商如**舜宇光学和瑞声科技**。在 AR 眼镜声学方案配套方面，建议关注**敏芯股份和瑞声科技**。

图 63: AR/VR 设备产业链梳理



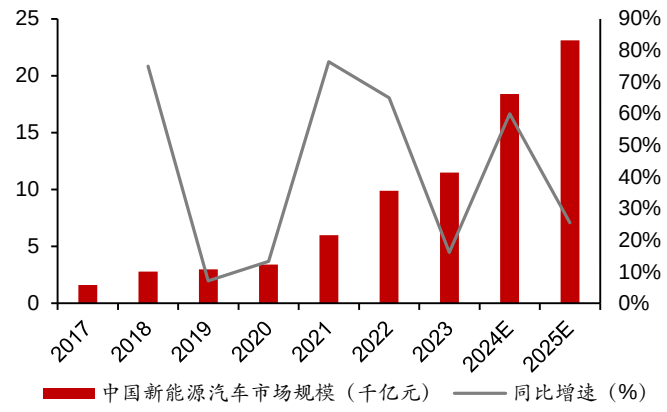
资料来源：Wellsenn XR、招银国际环球市场预测

汽车电子：电动+智能化、自动驾驶、电子架构域控制成趋势

电动化+智能化推动新能源汽车快速发展。电动化汽车利用电池驱动汽车正逐步取代传统燃油车，相比传统燃油车，具备零排放和低噪音的优点；同时，电动车具备续航能力强、充电便捷的优势，从技术层面打破了传统燃油车的壁垒。受益于电池技术、快充等不断发展，未来电动化将助力新能源汽车产业快速发展。此外，智能化是通过 AI、自动驾驶和车联网网技术帮助汽车实现从感知到决策以及执行的自我学习功能从而达到汽车全自动化的目的。由此，电动化和智能化互相融合将驱动汽车产业变革，有利于新能源汽车行业的快速发展。

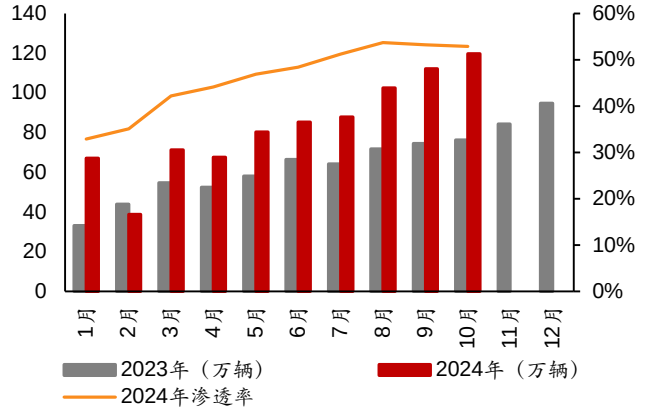
预计新能源汽车渗透率将持续提升。据艾媒咨询，中国新能源汽车市场规模在 2024-2025 年将呈现快速增长趋势，主要是中国市场上新能源汽车可选车型丰富，诸多产品颇具吸引力，需求强劲有支撑，市场规模高增长有望持续，预计 2025 年中国新能源汽车市场规模有望达到 23.1 千亿元，同比增长 26%。据中国汽车流通协会数据显示，新能源汽车在 2024 年 10 月渗透率高达 52.9%，已连续 4 个月突破 50%，预计未来渗透率将进一步提升。

图 64: 2017-2025E 中国新能源市场规模及增速预测



资料来源：艾媒咨询，招银国际环球市场

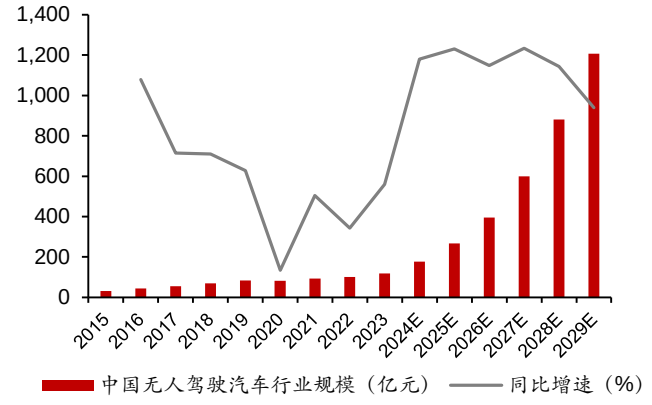
图 65: 中国新能源汽车市场月度零售走势



资料来源：中国汽车流通协会，招银国际环球市场

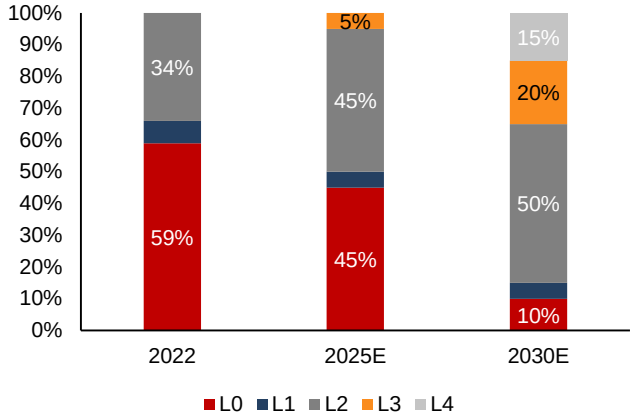
L3 级别及以上自动驾驶汽车渗透率将显著提升。自动驾驶主要利用计算机视觉、传感器和机器学习算法等技术去实现车辆对车周环境感知、决策和控制，能有效降低交通事故发生率，提升交通运行效率和减少能耗；同时还能提升用户驾驶体验。据智研咨询显示，目前 L1、L2 级别自动驾驶已普及而 L3、L4 级别也在特定场景进行测试与初步商业化。据艾媒咨询，在政策、技术创新和需求刺激下，预计中国无人驾驶汽车行业规模将在 2025 年同比增长 52%至 267.6 亿元。随着传统汽车面临转型，无人驾驶汽车应用将更加广泛， 消费者对自动驾驶服务需求将同步增长，渗透率不断提高 L3 级别及以上自动驾驶渗透率有望在 2025-2030 年显著提升。

图 66: 2015-2029E 中国无人驾驶汽车行业规模预测



资料来源：艾媒数据中心，招银国际环球市场

图 67: 2022-2030 年中国不同驾驶等级渗透率及预测

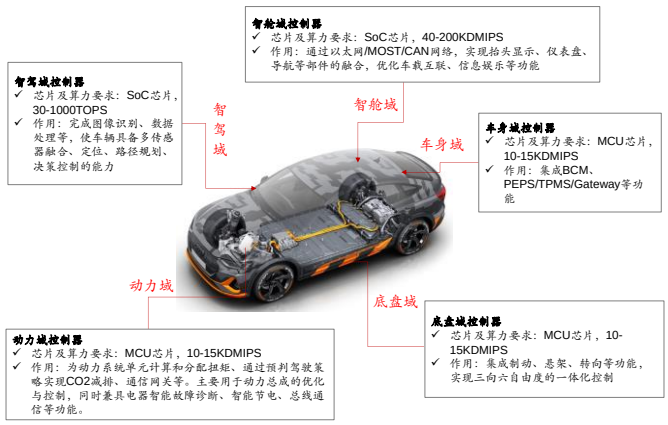


资料来源：艾媒数据中心，招银国际环球市场

域控制是电动汽车重要组成部分，汽车智能化需求推动域控制领域机会。汽车电子电气架构关乎汽车性能并影响到智能、自动和网联化功能。随着汽车逐步向电动车、智能网联的方向不断发展，汽车电子电气架构重要性凸显。随着汽车功能增多，功能对应独立电子控制单元(ECU)数量也在增加导致成本和重量增加，行业目前从分布式架构向集中化架构转变，通过减少 ECU 数量去实现集中管理提升效率；此外，汽车的功能和性能也不断通过软件的升级来实现，推动汽车功能快速更新迭代。而为了实现集中化和软件升级推动智能汽车发展，域控制器架构需求提升。域控制能把汽车功能分为自动驾驶、车身控制和动力系统等不同领域，每个领域对应一个或多个域控制管理从而使得系统结构简化，有利于软件运行和扩展，汽车智能化不断发展，我们预计域控制器的需求将不断增加。

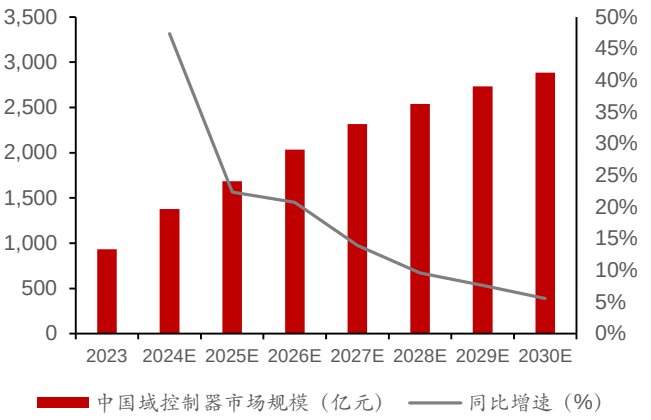
汽车智能化不断演进，打开电动汽车域控制器市场增长空间。据亿欧智库，随着域控制器技术不断提升、汽车销量和主机厂车型更新迭代的推动下，预计 2025/2026 年中国智能电动汽车域控制器市场规模将同比增长 22%/21%；预计在 2030 年市场规模将超过 2,800 亿元，市场潜在空间可观。

图 68: 智能电动汽车域控制器五大域控制器分布



资料来源：亿欧智库，招银国际环球市场

图 69: 2023-30E 中国智能电动汽车域控制器市场规模



资料来源：亿欧智库，招银国际环球市场

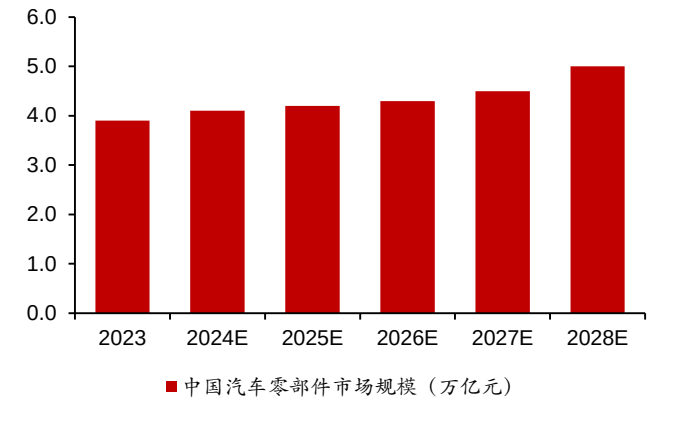
汽车电子零部件：关注自动驾驶、域控制器、智能座舱、热管理和悬架等技术创新

整车厂与汽车零部件厂配套合作共同推动汽车零部件行业快速发展。全球汽车行业平稳增长下，汽车零部件市场情况良好并也呈现出稳步增长态势。随着全球汽车产业链细化，汽车零部件需要与整车厂在开发和生产过程中合作开发新品，整车厂与零部件厂商配套供应关系逐步成熟，对汽车零部件在专业化和规模化上提出更高要求，将推动汽车零部件行业快速发展。据前瞻产业研究院数据，全球汽车零部件市场规模预计将在 2026 年达到 4,530 亿美元；预计到 2028 年将进一步增长至 19,809.2 亿美元，FY26-28E 年复合增速高达 109%。

汽车零部件产业获国家政策支持，预计 2028 年行业收入规模有望突破 4.8 万亿元。汽车零部件是汽车产业发展基础也是国家长期鼓励发展的行业，中国已推出一系列政策推动行业发展。其中，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》指出到 2025 年，我国新能源汽车市场竞争力明显增强，动力电池、驱动电机、车用操作系统等关键技术取得重大突破，安全水平全面提升。此外，《汽车产业中长期发展规划》指出要突破车用传感器、车载芯片等先进汽车电子以及轻量化新材料、高端制造装备等产业链短板，培育具有国际竞争力的零部件供应商，形成从零部件到整车的完整产业体系。据前瞻产业研究院数据显示，中国汽车零部件行业市场规模将保持稳步增长态势，预计 2028 年中国汽车零部件行业收入规模将突破 4.8 万亿元。

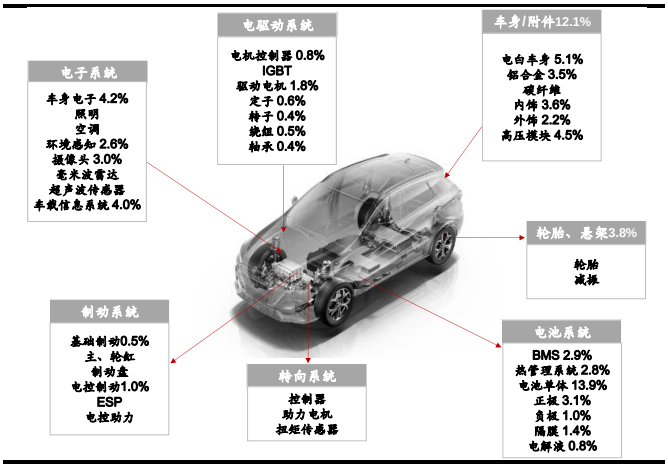
汽车制造行业变革受多类创新技术所驱动，不仅颠覆了传统车生产方式还定义了汽车的创新性能和功能，例如，1）在电驱动技术方面，包括**高效集成电机、控制器和减速器**等能够保证电动汽车快速加速但行驶更平稳；2）自动驾驶技术中**激光雷达、摄像头、传感器和算法**帮助汽车实现自动驾驶从而减少认为方面的操作失误从而提升行车安全。3）智能座舱中，**座舱热管理系统**包括空调冷风、热泵暖风或 PTC 暖风，具有加热和制冷需求；**空气悬架**专注于弹性元件升级即弹簧的软硬度可以根据需要自动调节，并且增加了电子控制系统和气泵等组件，赋予悬架智能调节功能。**4）域控制器、减震器、底盘**等。我们认为，随着新能源汽车渗透率持续提升，专注为新能源汽车生产相关电子零部件的厂商如**比亚迪电子**等将持续受益。

图 70: 中国汽车零部件行业市场规模预测



资料来源：前瞻产业研究院，招银国际环球市场

图 71: 新能源汽车零部件成本占比



资料来源：汽车电子库，招银国际环球市场

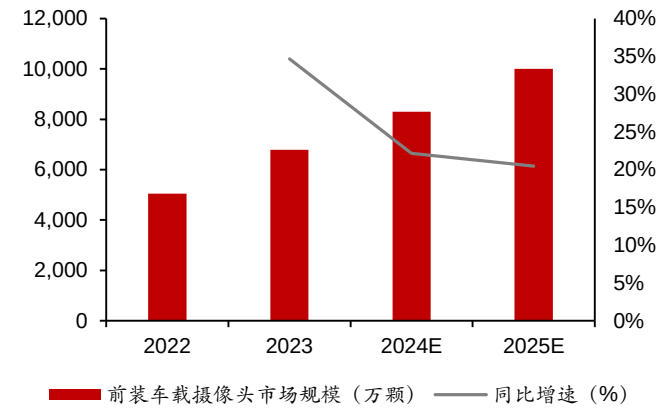
车载摄像头：ADAS 快速发展，推升车载摄像头需求

ADAS 自动驾驶快速发展，车载摄像头需求同步提升。车载摄像头主要由光学镜头、CMOS 和 DSP 等零部件组成，是 ADAS 自动驾驶感知层基础。车载摄像头具有耐高温、抗震、防水等性能；同时，车载摄像头能实现智能驾驶，通过与激光和毫米波雷达等传感器融合互补从而实现更强的感知力来提升自动驾驶的安全和准确性。随着自动驾驶的快速发展，摄像头的需求也同步提升，据盖世汽车研究院数据，预计 2025 年中国车载摄像头出货量达到 1 亿颗，同比增速为 20.5%。

前视和车内摄像头市场中，国内供应商优势明显。据盖世汽车统计，在前视摄像头市场中，舜宇智领受益于理想 L 系列和大众车型的畅销从而排名靠前。环视摄像头主要集中在 10-20 万元新车价格区间，其中，10-15 万元区间安装量最多。分品牌来看，比亚迪安装量最多，达到 628.2 万颗，理想和蔚来全系标配环视摄像头。新车侧向摄像头和后视摄像头的安装量在 20-30 万元和 30-50 万元区间增长显著，中高价位车型对侧向摄像头需求尤为突出。倒车摄像头在 10-20 万元区间的安装量最多。分车型来看，Model Y 和速腾安装量最多，Model 3 和五菱缤果倒车摄像头渗透率为 100%。在车内，摄像头以 1 颗为主，Model Y、Model 3 和理想 L7 的销量领先。标配 L2 级功能的车型中，传感器方案以 5V（含环视）+1-3R 方案为主，具备领航功能的新车中，采用 11 个摄像头的方案最多并搭配激光雷达来增强车辆的感知能力。

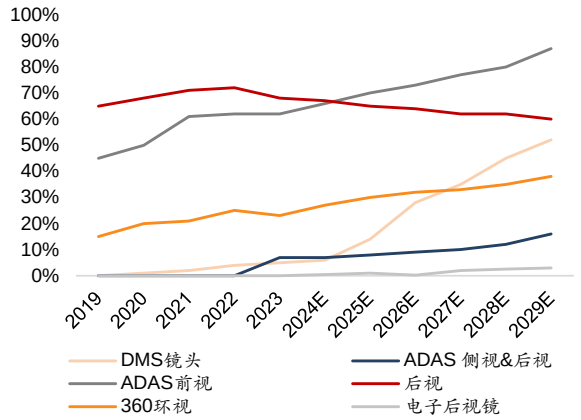
800 万像素前视摄像头快速增长。据盖世汽车显示，在自动驾驶对高分辨率摄像头的迫切需求推动下，800 万像素前视车载摄像头迎来爆发式增长，各大车型纷纷搭载这一技术，例如理想、小鹏、蔚来、问界、吉利、宝骏和腾势等品牌的车型都已采用 800 万像素摄像头。此外，8MP 本土厂商也推出了相关产品，**福瑞泰克、德赛西威、舜宇智领、联创电子和欧菲光**等多家企业已经进入规模化交付。

图 72: 前装车载摄像头数量和增速预测



资料来源：盖世汽车研究院，招银国际环球市场

图 73: 2019-2029E 各类车载摄像头渗透率预测



资料来源：Yole，招银国际环球市场

车载显示：大屏、多屏为主流；关注 OLED、Mini LED 和 CMS 等机会

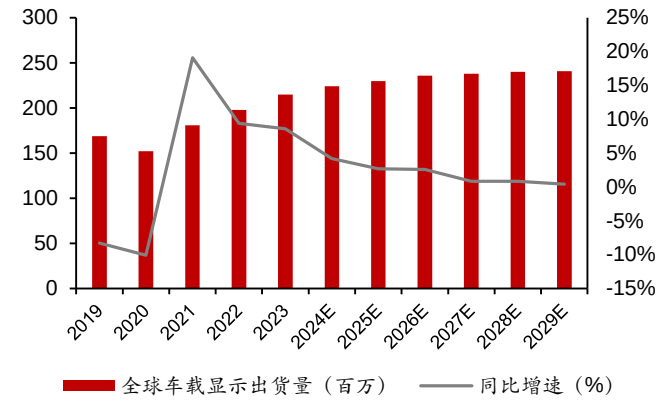
HUD、后视镜、副驾屏和后排液晶屏等车载显示新产品渗透率不断提升。据盖世汽车研究院数据显示，中控屏和全液晶仪表作为传统车载显示产品，其渗透率已处于较高水平。2024 年 1 月至 8 月，中控屏渗透率已接近 95%、全液晶仪表的渗透率从 2023 年同期的 66.0%增长至 73.4%。随着汽车座舱娱乐化和智能化不断增强，新兴车载显示产品包括 HUD（抬头显示器）、流媒体内后视镜、副驾屏和后排液晶屏等产品的渗透率均呈现出明显的提升趋势。其中，HUD 的渗透率从 2023 年 1 月至 8 月的 9.7%增长至 2024 年同期的 14.4%；流媒体内后视镜的渗透率则从 0.8%提升至 2.1%。副驾屏和后排液晶屏主要配备于中高端车型，但也分别实现了从 3.4%至 5.9%和从 1.6%至 2.2%的增长。

大屏和多屏仍为主流趋势。据盖世汽车数据统计，2024 年 1-8 月，大尺寸中控屏受欢迎，15 英寸及以上占比 17%，10 至 15 英寸为主流占 68%。双屏布局仍主导市场占 78%，贯穿一体屏有突破占比 11%。全液晶仪表份额超过 80%，大于 12 英寸占 29%，8 英寸以上占 68%。小尺寸仪表逐渐被淘汰，5 英寸及以下占比从 21%降至 13%。

OLED、Mini LED 等先进显示技术正逐步应用于高端新能源汽车。OLED 具有低功耗、轻薄、高刷新率、柔性等优势，可显著增加汽车的附加价值。Mini LED 将 LCD 屏幕背光层的 LED 灯珠 mini 化可让屏幕获得更好亮度，通过 LED 芯片分区调光改善 LCD 黑白对比度问题从而获得与 OLED 接近的显示效果又避免寿命等问题。据盖世汽车，由于成本和技术成熟度等因素的制约，目前这些先进显示技术主要应用于中高端新能源车型上。通过采用 OLED 和 Mini LED 等技术，中控屏能提供更清晰、更细腻的显示效果，提升用户驾驶体验。

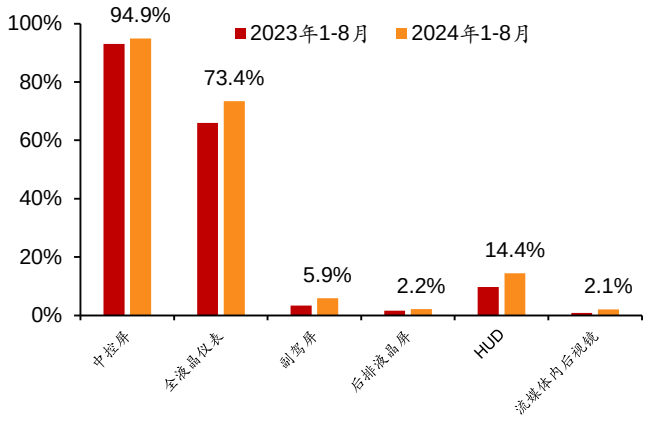
电子后视镜相比传统后视镜优势凸显，渗透率持续提升，预计头部制造商将受益。配备主镜头和广角镜头，包含高清摄像头、数字视觉处理系统、安全系统、液晶显示器等电子设备。相比传统后视镜，电子后视镜拥有更广阔的视野和多功能性包括防水和防雾等，从而能够有效降低安全事故风险。此外，电子后视镜还能改善视觉体验、节能、降低油耗、为驾驶员提供导航和实时提醒等辅助系统功能来确保驾驶的便利和安全。思瀚产业研究院预测，预计 2024 年至 2028 年，汽车电子后视镜行业市场规模由 27.02 亿元增长至 81.24 亿元，期间年复合增长率 31.68%。据中国汽车报专家预测，2025 年全球电子后视镜市场将出现明显提升，渗透率约为 5%-10%，2027 年前后进入快速增长期，渗透率增至 15%-20%，我们认为具备规模化生产的头部企业将持续受益。

图 74: 全球车载显示出货量预测



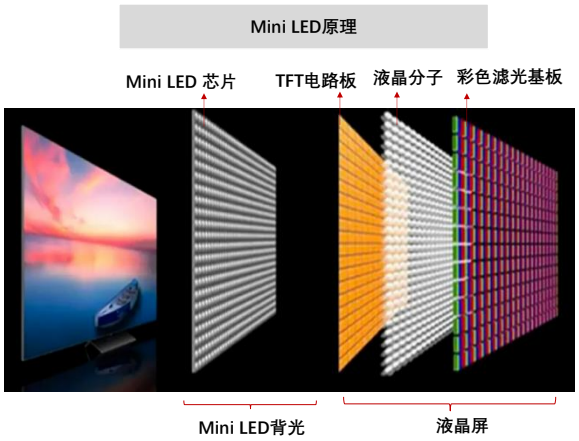
资料来源：Sigmaintell，招银国际环球市场

图 75: 2023-2024 年车载显示产品渗透率对比



资料来源：盖世汽车研究院，招银国际环球市场

图 76: Mini LED 原理



资料来源：好橘家，招银国际环球市场

图 77: 核心车载显示呈现大尺寸趋势

	车型	图示	显示屏尺寸	发布时间
前排屏（中控屏+副驾屏）	银河E8		45英寸8K一体屏	2024.1
	智己L6		26.3英寸一体屏	2024.4
	别克昂科雷		30英寸中控屏	2024下半年
后排娱乐屏	小鹏x9		21.4英寸后排折叠屏	2024.1
	蔚来ET7		14.5英寸后排屏*2	2024.04

资料来源：盖世汽车，招银国际环球市场

图 78: 行业估值

公司	代码	市值 (US$ mn)	股价 (LC)	P/E (x) FY24E	P/E (x) FY25E	P/B (x) FY24E	P/B (x) FY25E	ROE (%) FY24E	ROE (%) FY25E	Perf YTD
品牌										
苹果公司	AAPL US	3,748,119	247.96	37.0	33.6	59.8	51.9	156.0	166.6	28.8
小米集团	1810 HK	101,043	31.45	29.1	24.5	3.8	3.4	13.1	13.8	101.6
深圳传音	688036 CH	14,619	93.28	19.6	16.4	5.0	4.1	26.3	26.4	(5.6)
三星电子	005930 KS	233,810	56,100.00	10.9	9.8	1.0	0.9	9.2	9.5	(28.5)
LG 电子	066570 KS	10,088	88,300.00	9.7	6.6	0.7	0.7	7.5	10.1	(13.3)
TCL 电子	1070 HK	1,939	5.98	11.1	9.2	0.8	0.7	7.5	8.4	140.9
		平均		**21.3**	**18.2**	**14.1**	**12.2**	**42.4**	**45.3**	**16.6**
ODM/EMS										
比亚迪电子	285 HK	12,159	41.90	19.1	14.0	4.6	3.8	24.2	26.8	14.6
立讯精密	002475 CH	40,319	40.61	21.6	17.7	3.5	2.9	16.0	16.4	17.9
鸿海精密	2317 TT	79,572	186.50	16.3	12.4	1.5	1.4	9.6	11.6	78.5
		平均		**19.0**	**14.7**	**3.2**	**2.7**	**16.6**	**18.3**	**37.0**
光学										
舜宇光学	2382 HK	9,541	67.75	27.0	22.7	2.7	2.5	10.1	11.2	(4.4)
丘钛科技	1478 HK	983	6.45	19.3	12.9	1.3	1.2	6.9	9.6	45.3
信利国际	732 HK	459	1.13	-	-	-	-	-	-	41.3
高伟电子	1415 HK	3,041	27.45	29.4	17.1	5.9	4.4	22.1	28.2	19.1
大立光电	3008 TT	10,434	2,540.00	14.4	14.2	1.9	1.7	13.3	13.0	(11.5)
玉晶光电	3406 TT	1,601	461.50	11.5	12.3	2.1	1.9	19.8	16.5	9.8
欧菲光	002456 CH	6,100	13.43	125.3	49.7	10.6	10.2	6.0	12.2	54.0
LG 伊诺特	011070 KS	2,829	171,200.00	6.7	5.8	0.8	0.7	12.2	12.5	(28.5)
		平均		**33.4**	**19.2**	**3.6**	**3.3**	**12.9**	**14.7**	**15.6**
声学/马达										
瑞声科技	2018 HK	5,935	38.50	23.0	18.2	1.7	1.6	7.4	8.8	65.9
立讯精密	002475 CH	40,319	40.61	21.6	17.7	3.5	2.9	16.0	16.4	17.9
美律实业	2439 TT	827	106.00	13.0	11.9	1.7	1.5	14.1	14.0	(2.8)
Knowles	KN US	1,746	19.83	20.2	18.0	-	-	-	-	10.7
日本电产株式	6594 JP	21,998	2,816.50	22.5	17.9	2.1	1.8	10.1	10.6	(1.1)
		平均		**22.0**	**18.0**	**2.3**	**2.1**	**11.2**	**12.0**	**19.6**
连接器										
鸿腾精密	6088 HK	3,113	3.32	16.5	9.9	1.2	1.0	7.0	10.6	181.4
立讯精密	002475 CH	40,319	40.61	21.6	17.7	3.5	2.9	16.0	16.4	17.9
TE Connectivity	TEL US	45,269	151.32	20.0	18.7	3.6	3.6	19.1	18.9	7.7
安费诺	APH US	88,733	73.60	39.9	33.8	9.2	7.8	24.9	25.2	48.5
		平均		**24.5**	**20.0**	**4.4**	**3.8**	**16.7**	**17.8**	**63.9**
结构件										
比亚迪电子	285 HK	12,159	41.90	19.1	14.0	4.6	3.8	24.2	26.8	14.6
通达集团	698 HK	103	0.08	27.3	4.1	0.1	0.1	0.4	2.7	(20.4)
东江集团	2283 HK	214	2.00	5.9	4.7	0.9	0.8	15.2	17.4	49.7
长盈精密	300115 CH	3,292	17.71	32.3	27.7	2.4	2.2	10.8	11.7	33.7
蓝思科技	300433 CH	15,004	21.92	26.8	20.0	2.2	2.1	8.5	10.6	66.0
可成科技	2474 TT	3,780	180.50	9.9	11.8	0.8	0.8	7.7	6.2	(7.0)
捷普集团	JBL US	14,927	133.64	15.9	15.4	8.8	9.9	44.5	57.9	4.9
		平均		**19.6**	**13.9**	**2.8**	**2.8**	**15.9**	**19.0**	**20.2**
转轴/铰链										
瑞声科技	2018 HK	5,935	38.50	23.0	18.2	1.7	1.6	7.4	8.8	65.9
精研科技	300709 CH	1,074	41.98	30.0	23.9	-	-	-	-	34.6
KH Vatec	060720 KS	133	8,070.00	7.3	5.4	0.7	0.7	10.2	12.6	(45.1)
富世达股份	6805 TT	2,110	1,000.00	53.6	26.3	12.8	9.4	25.3	40.4	161.4
兆利科技	3548 TT	371	182.50	22.0	17.6	2.2	2.1	-	-	(3.7)
东睦股份	600114 CH	1,431	16.90	25.4	19.1	3.7	3.3	14.5	17.0	9.1
宜安科技	300328 CH	843	8.88	-	-	-	-	-	-	27.6
		平均		**26.9**	**18.4**	**4.2**	**3.4**	**14.3**	**19.7**	**35.7**

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场场， 截至 2024 年 12 月 13 日午市收市价

图 79: 同业估值 （续）

公司	代码	市值 (US$ mn)	股价 (LC)	P/E (x) FY24E	P/E (x) FY25E	P/B (x) FY24E	P/B (x) FY25E	ROE (%) FY24E	ROE (%) FY25E	Perf YTD
PC/服务器										
联想集团	992 HK	14,632	9.17	15.7	11.7	2.3	2.3	16.0	20.5	(16.0)
戴尔科技	DELL US	83,481	119.18	17.9	15.2	-	-	(156.9)	(78.1)	55.8
慧与	HPE US	28,350	21.83	11.1	10.3	1.3	1.1	11.9	11.8	28.6
惠普	HPQ US	33,711	34.98	10.3	9.8	-	-	(242.5)	(256.2)	16.3
美超微	SMCI US	22,210	37.93	16.0	12.2	4.0	3.1	38.3	32.3	33.4
华硕电脑	2357 TT	14,059	615.00	12.7	12.8	1.8	1.7	14.3	13.4	25.6
浪潮信息	000977 CH	9,288	45.90	30.0	23.9	3.4	3.0	11.4	12.7	38.3
中科曙光	603019 CH	14,502	72.13	50.8	40.5	5.1	4.6	10.3	11.4	82.7
		平均		**20.6**	**17.0**	**3.0**	**2.6**	**(37.1)**	**(29.0)**	**(2.9)**
ODM/OEM										
工业富联	601138 CH	58,458	21.41	17.5	13.6	2.8	2.5	16.0	18.5	41.5
华勤技术	603296 CH	8,702	62.33	21.1	16.9	2.7	2.3	12.8	13.6	9.2
广达电脑	2382 TT	33,940	285.50	19.1	15.1	5.4	4.6	29.1	33.1	27.2
纬创资通	3231 TT	9,941	111.50	17.9	13.0	2.6	2.3	15.2	18.3	13.1
纬颖	6669 TT	14,385	2,515.00	20.8	17.7	7.0	5.9	41.5	38.8	37.8
英业达	2356 TT	5,476	49.60	23.8	17.7	2.7	2.6	11.9	14.9	(6.1)
技嘉科技	2376 TT	5,525	268.00	18.4	14.4	3.8	3.3	22.9	24.3	0.8
		平均		**19.8**	**15.5**	**3.9**	**3.4**	**21.3**	**23.1**	**(2.9)**
交换机/存储										
思科	CSCO US	234,385	58.85	15.9	16.1	5.1	5.1	32.3	30.7	16.5
Arista 网络	ANET US	134,643	106.88	48.8	43.7	13.9	11.0	31.1	26.7	81.5
瞻博网络	JNPR US	12,350	37.30	22.6	18.3	2.6	2.5	12.7	13.8	26.5
是德科技	KEYS US	29,216	168.35	27.2	24.3	5.5	5.3	20.0	20.1	5.8
Seagate	STX US	20,654	97.64	97.4	13.2	-	-	(2.1)	(138.9)	14.4
西部数据	WDC US	22,813	65.99	-	8.8	1.9	1.7	(3.0)	19.7	26.0
		平均		**39.4**	**22.1**	**5.5**	**4.9**	**15.9**	**1.0**	**38.1**
载板										
欣兴电子	3037 TT	6,642	141.50	29.0	11.7	2.3	2.0	7.7	18.7	(19.6)
揖斐电株式	4062 JP	3,865	4,190.00	17.5	17.9	1.3	1.1	8.1	6.6	(46.4)
南亚电路板	8046 TT	2,088	105.00	156.3	18.0	1.4	1.3	0.2	8.2	(58.3)
		平均		**67.6**	**15.9**	**1.7**	**1.5**	**5.3**	**11.2**	**(41.4)**
PCB										
沪电股份	002463 CH	9,901	37.56	28.2	21.5	6.2	5.0	22.1	23.8	69.8
胜宏科技	300476 CH	5,174	43.64	32.1	20.3	4.3	3.6	13.7	17.1	136.5
金像电子	2368 TT	3,512	232.00	19.5	15.6	5.6	4.7	31.5	32.6	6.4
		平均		**26.6**	**19.1**	**5.4**	**4.4**	**22.5**	**24.5**	**70.9**
电源										
台达电子	2308 TT	33,816	423.00	27.6	22.6	4.9	4.3	17.3	18.9	34.9
光宝科技	2301 TT	7,369	102.00	18.8	15.5	2.7	2.5	14.5	16.7	(12.8)
		平均		**23.2**	**19.0**	**3.8**	**3.4**	**15.9**	**17.8**	**11.1**
散热										
工业互联	601138 CH	58,458	21.41	17.5	13.6	2.8	2.5	16.0	18.5	41.5
建准电机	2421 TT	29,486	123.50	25.7	24.8	2.5	2.4	9.7	10.1	2.9
奇鋐科技	3017 TT	8,182	686.00	32.3	21.7	9.3	7.2	32.0	38.2	104.6
		平均		**25.2**	**20.0**	**4.8**	**4.0**	**19.2**	**22.3**	**49.7**

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场， 截至 2024 年 12 月 13 日午市收市价

图 80: 同业估值 （续）

公司	代码	市值 (US$ mn)	股价 (LC)	P/E (x) FY24E	P/E (x) FY25E	P/B (x) FY24E	P/B (x) FY25E	ROE (%) FY24E	ROE (%) FY25E	Perf YTD
汽车电子										
立讯精密	002475 CH	40,319	40.61	21.6	17.7	3.5	2.9	16.0	16.4	(4.3)
舜宇光学	2382 HK	9,541	67.75	27.0	22.7	2.7	2.5	10.1	11.2	7.3
比亚迪电子	285 HK	12,159	41.90	19.1	14.0	4.6	3.8	24.2	26.8	15.2
京东方电子	710 HK	649	6.37	11.5	8.9	1.1	1.0	9.8	11.8	0.4
英恒科技	1760 HK	179	1.28	5.4	4.0	0.5	0.5	9.7	12.4	(1.5)
德赛西威	002920 CH	8,854	116.11	30.1	23.1	6.7	5.4	23.3	24.1	1.3
均胜电子	600699 CH	3,068	15.84	16.5	13.2	1.5	1.4	9.4	11.0	(1.1)
经纬恒润	688326 CH	1,511	91.65	-	81.2	2.3	2.3	(4.7)	2.8	0.3
华阳集团	002906 CH	2,333	32.35	25.7	19.7	2.6	2.3	10.2	12.2	(2.3)
欧菲光	002456 CH	6,100	13.43	125.3	49.7	10.6	10.2	6.0	12.2	1.2
联创电子	002036 CH	1,555	10.59	423.6	58.8	4.0	3.4	0.3	4.5	3.1
		平均		**70.6**	**28.4**	**3.7**	**3.2**	**10.4**	**13.2**	**1.8**

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场， 截至 2024 年 12 月 13 日午市收市价

中国互联网板块 优于大市

贺赛一 , CFA– hesaiyi@cmbi.com.hk
陶冶, CFA – franktao@cmbi.com.hk
陆文韬 , CFA– luwentao@cmbi.com.hk

逆风前行，但可以有更多期待

三条投资主线：关注成熟业务护城河及新发展空间、估值提升空间、出海

展望 2025，增量实质性促消费政策的出台或仍是板块估值结构性提升的关键驱动因素，而在此之前板块或维持震荡，股东回报水平、盈利增速及确定性或为估值的关键支撑。我们建议关注三条主线：1）成熟业务的护城河及新发展空间，或有望驱动业绩及估值的双升：如受益新游发布的游戏板块、核心业务仍有进一步线上渗透空间的本地生活、AI 技术赋能下广告效果提升及 GPU 云业务带来新增量的广告和云、变现率有提升空间且有望受益于增量促消费政策的电商；建议关注腾讯、网易、阿里巴巴、美团；2）盈利快速增长已较为充分被预期、但估值或有望进一步修复带来投资机会的板块：如 OTA、短视频、教育，建议关注携程、快手、新东方；3）出海有望在中长期带来盈利和估值增量的板块，如电商、OTA。

观存量：确定性或仍为短期重点

回顾 2024，宏观逆风仍存的情况下，市场的主要关注点聚焦核心业务盈利增速和确定性、股东回报水平、及新业务扩张带来的增量。展望 2025，从基本面韧性角度来看，全年我们相对偏好本地生活（竞争格局阶段性转好，线上渗透仍有空间）、在线游戏（新游发布推动基本面复苏）、在线旅游（出游呈现刚需化趋势，消费习惯持续向线上迁移）。电商板块整体受到社会消费品零售总额偏弱的影响，虽无需过度担忧国内竞争格局恶化，但不同电商平台面向不同方向补短板的增量投资或拖累短期利润率扩张。在线广告板块中，我们预计不同平台表现维持分化，中短视频平台收入增长维持韧性，而广告主预算或进一步向具备高 ROI 解决方案的头部平台集中。

寻增量：促消费、AI、出海

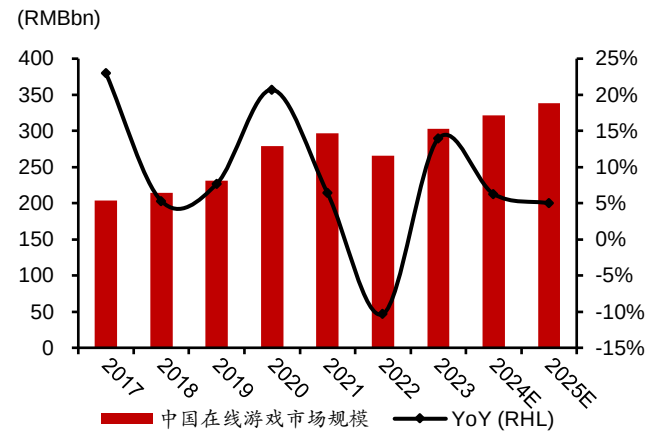
2025 年行业主要可以期待的增量或来自于：增量促消费政策、生成式 AI 带来的增量云、广告及应用的变现机会、及出海带来的新机遇。出海方面，在海外线上渗透率仍较低而龙头公司已建立较强供应链基础的情况下，OTA 亮眼海外营收增速或有望维持；电商板块因地缘政治风险扰动，目前市场尚未计入海外业务估值，或可期待风险极致演绎后缓释带来的估值重估机会，而国内增量促消费政策出台仍为估值重估的关键；本地生活、云、软件虽已积累早期出海势头但或仍需等待实质性进展，警惕业务发展初期对利润端的扰动。

股东回报：稳健、持续、可预期将为估值提供支撑

以净现金/市值口径计算，中国互联网公司平均比例已经达到 26%（图 9），在主业逐步进入成熟期后，除积极探索第二增长曲线外，提供可持续的具备吸引力的股东回报或将有助于推动市场重估账上净现金的价值、为估值提供支撑，而可持续性的支撑来自核心主业竞争格局稳固且具备稳健的增长前景。建议关注阿里巴巴、腾讯、网易。

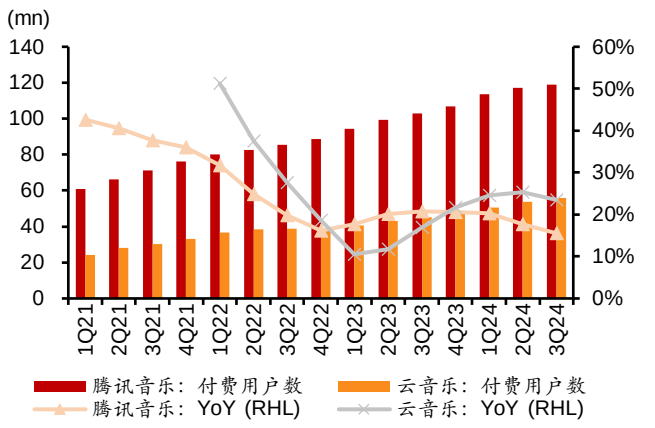
重要图表

图 1: 中国：在线游戏市场规模



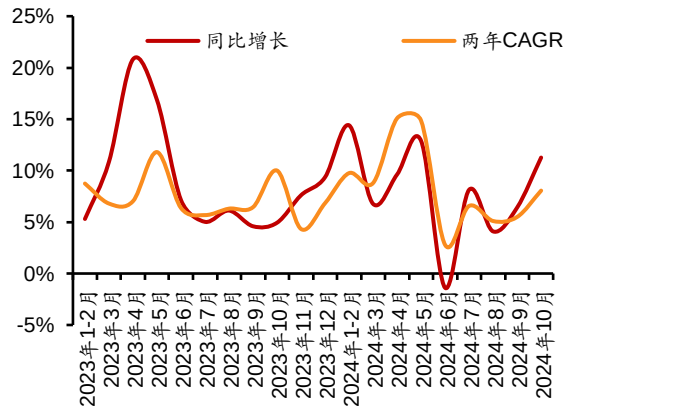
资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

图 2: 在线音乐平台：付费用户数



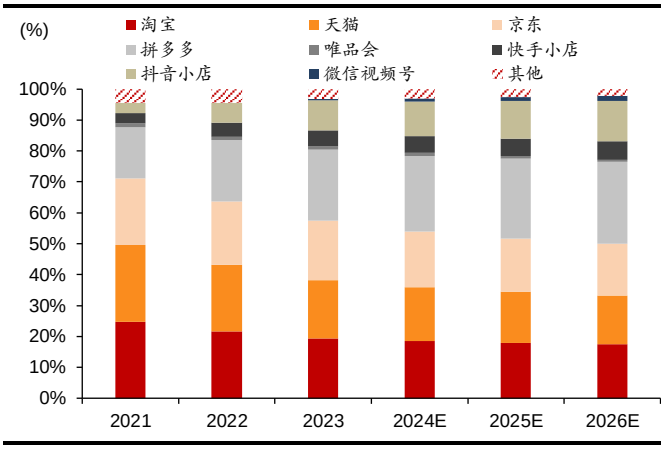
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 3: 中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



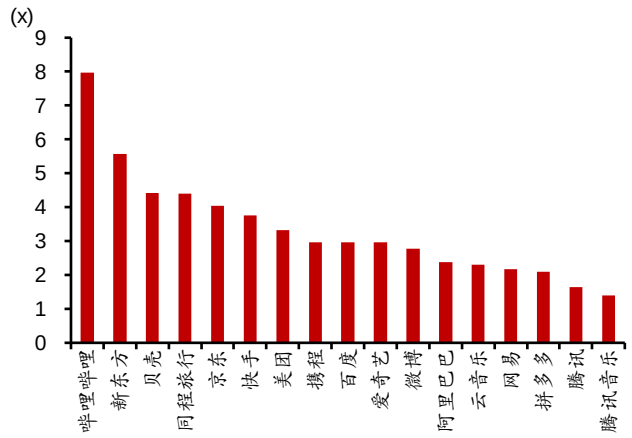
资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 4: 中国电商市场份额估算



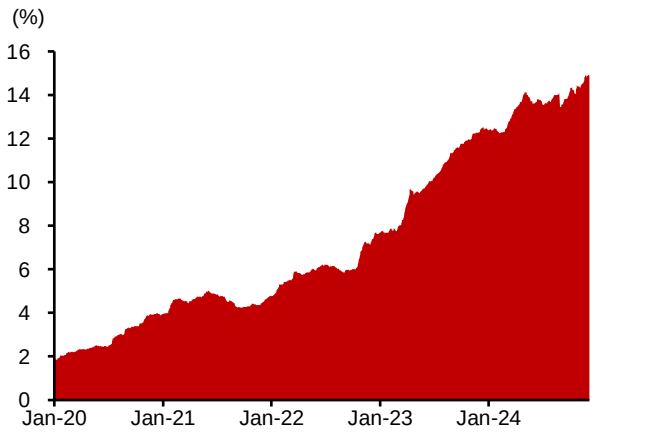
资料来源：国家统计局、晚点 Latepost、公司资料、招银国际环球市场预测

图 5: 互联网：利润弹性对比（FY25E）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测
注：利润弹性计算详见图 8

图 6: 互联网：港股通平均持股比例趋势



资料来源：Wind、招银国际环球市场

中国互联网：逆风前行，但可以有更多期待

展望 2025，增量实质性促消费政策的出台或仍是板块估值结构性提升的关键支撑因素，而在此之前板块或维持震荡趋势，股东回报水平、盈利增速及增长的确定性或为估值的关键支撑。从个股 alpha 的角度，全年我们建议关注三条主线：1）成熟公司成熟业务的护城河及新发展空间，或有望驱动业绩及估值的双升：如受益新游发布的游戏板块、核心业务仍有进一步线上渗透空间和降补贴空间的本地生活板块、AI 技术赋能下广告效果提升及 GPU 云业务带来的新增量的广告和云板块、变现率有提升空间且有望受益于增量促消费政策的电商；建议关注腾讯、网易、阿里巴巴、美团；**2）盈利快速增长已较为充分被预期、但估值或有望进一步修复带来投资机会的板块：**如 OTA、短视频、教育，建议关注携程、快手、新东方；**3）关注业务出海的新进展：**OTA 或维持亮眼营收增长表现，电商板块期待地缘政治风险缓释后的重估机会，本地生活、云、软件仍等待实质性进展，短期关注业务发展初期对利润端的扰动。

从传统龙头互联网公司（阿里巴巴、腾讯）的业务发展趋势来看，强化核心国内主业的护城河、在新技术持续投入并寻求与主业的协同和进一步提效、及海外扩张支撑长期营收和盈利的增长仍为重要的布局方向。此外，基于稳定的主业盈利强化股东回报亦为估值水平带来了支撑。就百度而言，尽管其核心搜索广告业务短期增长面临挑战，其竞争对手在不同的搜索场景和细分垂类逐步获取用户的搜索心智，但百度在较为激进地投资于技术创新、并尝试通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度，通过重构现有变现场景及寻找新的变现场景（ie：智能体）以获取增量的变现机会。

展望 2025，从细分子行业的基本面韧性角度来看，全年我们相对偏好本地生活（竞争格局阶段性转好，线上渗透仍有空间）、在线游戏（新游发布推动基本面复苏）、在线旅游（出游呈现刚需化趋势，消费习惯持续向线上迁移）。电商板块整体受到社会消费品零售总额偏弱的影响，虽无需过度担忧国内竞争格局恶化，但不同电商平台面向不同方向补短板的增量投资或拖累短期利润率扩张。在线广告板块中，我们预计不同平台表现维持分化，中短视频平台收入增长维持韧性，而广告主预算或进一步向具备高 ROI 解决方案的头部平台集中。

图 7：互联网：子行业景气度打分

子行业	线上渗透率提升空间	营收增速	盈利增速	增长确定性	行业竞争格局	基本面韧性	股东回报	低监管风险
本地生活	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★☆☆☆	★★★☆☆
在线音乐	★☆☆☆☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★☆
在线旅游	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★☆☆☆☆	★★★★☆
在线游戏	★☆☆☆☆	★★☆☆☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★☆☆☆
电商	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★★★☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆
在线广告	★☆☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★☆☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆

资料来源：国家统计局、艾瑞咨询、CNNIC、招银国际环球市场

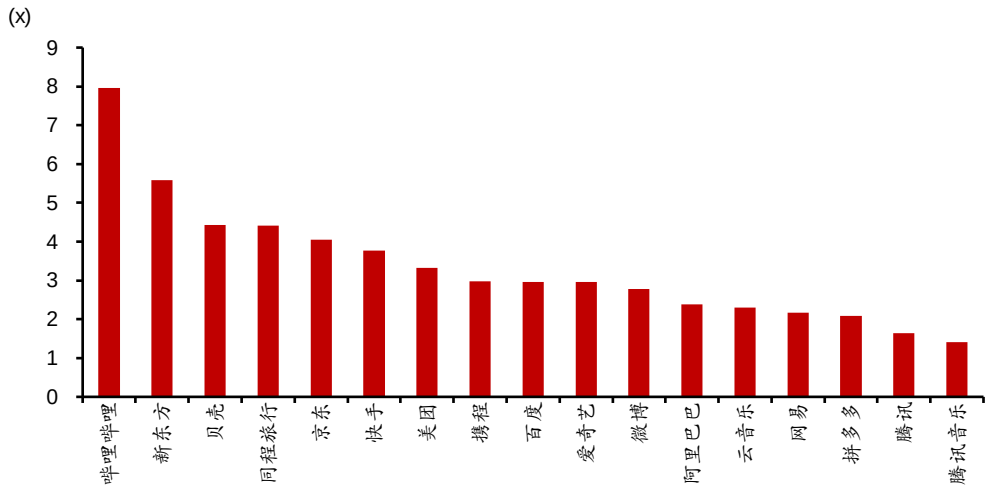
注：本地生活/在线旅游/电商基于线上 GTV 渗透率水平判断，在线广告基于线上广告收入份额判断，在线音乐/游戏基于线上用户渗透率判断；营收和盈利增速基于招银国际对 2H24 展望；行业竞争格局基于 CR5 市场份额等数据判断；韧性程度基于收入增速与 GDP 或社会零售额增速相关度等因素判断

从市场情绪的维度看，复盘过去三年行业股价表现，因情绪推动的行业整体估值修复过程中，寻找高 beta 标的较为关键，过去三轮主要上涨周期中，哔哩哔哩、达达、微盟、美团、商汤科技、爱奇艺、拼多多、金蝶或具备此属性。

12 月 9 日中央政治局会议提及货币政策从“稳健”调整为“适度宽松”，且首次提及“加强超常规”逆周期调节，同时提及“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”；此前 11 月 18 日财政部部长表示 2025 年将“扩大消费品以旧换新的品种和规模”，或预示增量促消费政策有望出台。尽管目前增量促消费政策所覆盖的范围及推行的时间周期仍待明确，但增量举措下我们预期：1）电商平台股价因估值整体较低且有望直接受益而具备较大弹性；2）本地生活/在线旅游平台有望持续受益；3）广告平台有望间接受益于消费复苏带动的广告投放需求提升。

若政策带动公司收入超预期，部分具备较高运营杠杆（较高固定费用）的公司在盈利端预计将有更高弹性。按照盈利弹性排序（即收入每变动 1%，运营利润变动 x%）的公司详见图 8，包括哔哩哔哩、新东方、贝壳、同程旅行、京东等公司具备较高的盈利弹性。

图 8：互联网：利润弹性比较



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测
注：利润弹性 = FY25E 公司毛利率/运营利润率，即假设收入每变化 1%，毛利率及运营费用不变的假设下，企业运营利润变动的百分比

- **本地生活：**展望 2025 年，我们认为本地生活板块整体竞争格局或有望维持稳定，外卖/到店板块 GTV 或分别有望维持~10%/20%+的同比增长，主要由于线上渗透率持续提升及品类扩张推动，而受益于用户端降补贴及经营杠杆释放，利润增速仍有望快于 GTV 增速。外卖业务的运营重点除持续丰富平台供给驱动核心用户频次提升以外，高质量用户的多元化变现或值得关注。到店板块中 GTV 增长或仍是盈利增长的主要驱动因素，主要关注低线城市的持续渗透及通过新形式满足核心品类多元化的消费需求。我们维持对美团的“买入”推荐，外卖业务补贴优化及到店板块低线城市渗透持续或有望支撑盈利增长能见度至少维持至 2Q25。

- **在线音乐：**我们预计 2025 年在线音乐收入维持 10-15%的较快增长，主要由付费用户数以及 ARPPU 的平衡增长所驱动。长期看，腾讯音乐/云音乐付费率水平（21/25%）相较 Spotify 在不同地区的付费率仍有较大提升空间，我们看好付费用户数的持续增长，但增长速度取决于公司的运营策略以及在付费用户数与 ARPPU 间的平衡。分公司看：1）我们预计腾讯音乐 2025 年音乐收入同比增长 15%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长

8/8%，公司将继续平衡付费用户数及 ARPPU 增长，减少绿钻会员折扣，提升 SVIP 会员渗透率；2）我们预计网易云音乐 2025 年在线音乐收入同比增长 12%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 10/2%。

- **在线旅游：**展望 2025 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望维持较 GDP 增速高 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 8%，OTA 营收增速受益于线上渗透率持续提升或有望更快；出境游方面，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10%左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%，主要得益于优异的供应链能力和服务能力及已经建立的品牌效应支撑。

- **在线游戏：**我们预计 2025 年中国游戏市场维持约 5%的平稳增长，竞争仍然激烈，行业收入增量将主要集中在少数新品。当前行业环境下我们建议从游戏产品出发，自下而上精选个股，关注 2025 年具备优质游戏产品储备的腾讯、网易。我们预计腾讯 FY25 游戏收入同比增长 8%，增量主要来自于 DnF 手游的全年贡献以及海外游戏收入的增长；我们预计网易 FY25 游戏及其他增值服务收入同比增长 7%，增量主要来自于《燕云十六声》《漫威争锋》等新游、暴雪游戏回归以及《永劫无间》手游的全年贡献。

- **电商：**2024 年电商板块整体受到消费情绪偏弱的影响，直播电商在流量增长放缓的情况下给传统平台电商带来的竞争呈现边际缓和趋势。4Q24 电商行业整体虽受益于“国补”增量，但补贴周期具体延长的时间及品类范围扩展或仍为增长趋势是否可以外推至 2025 年的关键关注点。在注重 ROI 的指引下，整体电商行业竞争格局虽未见明显恶化，但电商平台均在不同方向重新增加投入以增强长期竞争力，利润端或也不应有过高期待。股价区间震荡过程中较高的股东回报水平仍是估值的关键支撑。展望 2025，实质性的增量促消费政策出台、及美国加征关税幅度等不确定性进一步明晰或为行业估值进一步上行的关键支撑因素。基于目前的能见度，我们预测 2025 实物商品网上零售额将同比增长 7.1%（对比目前社会消费品零售总额的 Wind 一致预期增速为 5.1%）。短期视角下京东因带电品类 GMV 占比较同业更大、且具备供应链优势，有望在国补中受益更多，但中期视角下仍建议关注市场预期重回理性后变现率有望结构性提升、且具备稳定股东回报水平的阿里巴巴，及估值与电商同业回到相同区间但营收、利润增速有望显著高于同业的拼多多。

- **在线广告：**我们预计 2025 年中国主要在线广告平台收入同比增长 12%，相较 2024 年有望加速，主要得益于：1）消费情绪修复（社会零售总额 FY25E +5% YoY vs FY24E +4% YoY ）；2）AI 及大模型改进推荐算法，驱动用户时长及广告转化率提升，带动广告库存/需求/价格增长；3）微短剧及小游戏等新兴行业带来增量广告需求。从股票推荐维度，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩有望同时受益于这三大驱动力，2025 年有望维持快于行业的广告收入增长。首推腾讯，预计 FY25 营销收入同比增长 17%，视频号广告加载率仍有提升空间、AI 持续提升广告 ROI 及单价、小游戏/微短剧驱动小程序广告收入增长；预计哔哩哔哩 FY25 广告收入同比增长 17%，主要得益于电商行业广告预算增量、广告加载率提升以及广告算法持续迭代；预计快手 FY25 广告收入同比增长 15%，小游戏/微短剧推动外循环广告收入加速增长，同时内循环广告业务变现率仍有提升空间。

图 9：互联网行业：股东回报统计

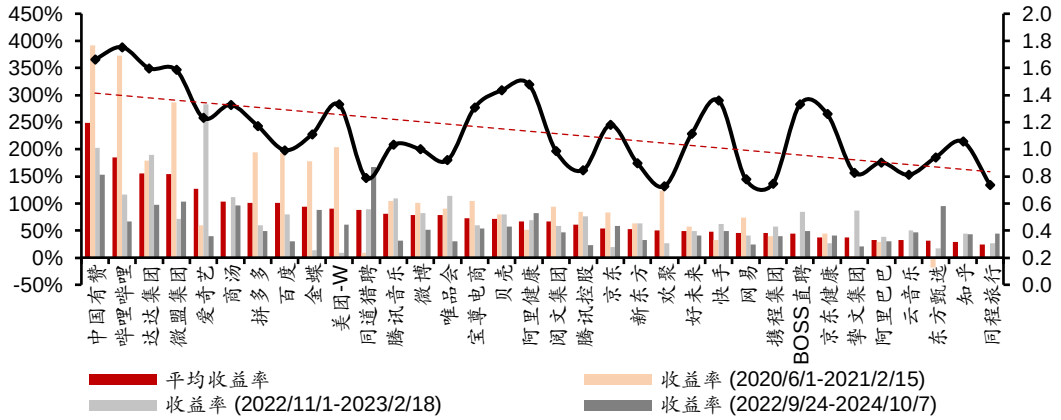
公司	股票代码	股价（交易地）	市值（百万美元）	现金流生成 FY23净现金（百万美元）	现金流生成 自由现金流/市值 FY24E	现金流生成 净现金/市值 FY23	股东回报 股息+回购-SBC FY24E	股东回报 股息率 FY24E	股东回报 股票回购/市值 FY24E	股东回报 SBC/市值 FY24E	股息 每股股息（交易地） FY24E	股息 FY23	股息 股息分派比率 FY24E	股票回购（百万美元） FY24E	FY23	FY22
中国																
VIPShop	VIPS US	13.1	6,719	3,549	12.6%	52.8%	11.1%	3.8%	10.6%	-3.3%	0.50	0.43	24.3%	(712)	(699)	(931)
JD.com	JD US	37.2	59,180	28,524	9.0%	48.2%	7.4%	2.0%	6.6%	-1.2%	0.75	0.76	26.5%	(3,900)	(356)	(271)
Boss Zhipin	BZ US	13.9	6,265	1,779	5.8%	28.4%	4.3%	0.4%	5.6%	-1.6%	0.06	-	11.0%	(350)	NA	(137)
Weibo	WB US	9.8	2,389	520	18.8%	21.8%	3.8%	5.7%	2.4%	-4.3%	0.56	0.82	42.6%	(58)	NA	(58)
NetEase	NTES US	91.3	58,622	14,961	8.1%	25.5%	3.7%	1.9%	2.6%	-0.8%	1.78	2.60	27.6%	(1,500)	(739)	(1,238)
Alibaba	BABA US	85.9	204,949	81,186	10.4%	39.6%	3.6%	0.8%	5.0%	-2.2%	0.73	-	12.0%	(10,226)	(10,909)	(9,542)
Tencent	700 HK	412.6	491,328	1,115	5.4%	0.2%	2.8%	1.1%	2.6%	-0.9%	4.49	2.40	20.0%	(12,820)	(6,190)	(4,787)
TME	TME US	12.6	21,537	3,691	4.9%	17.1%	2.2%	0.5%	2.2%	-0.5%	0.06	-	10.7%	(465)	NA	(465)
Meituan	3690 HK	162.4	126,983	11,905	2.7%	9.4%	1.7%	0.0%	2.8%	-1.1%	-	-	0.0%	(3,500)	-	-
Beike	BEKE US	18.8	22,741	5,056	5.5%	22.2%	1.0%	1.1%	2.0%	-2.1%	0.21	-	34.6%	(458)	(719)	(196)
Kingsoft	3888 HK	33.0	5,665	2,961	7.5%	52.3%	0.2%	0.6%	0.5%	-0.9%	0.19	0.13	20.3%	(28)	(31)	(24)
Kuaishou	1024 HK	47.6	26,378	3,838	9.5%	14.5%	0.1%	0.0%	2.2%	-2.1%	-	-	0.0%	(589)	(182)	-
Cloud Music	9899 HK	129.4	3,602	1,338	4.6%	37.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.3%	-	-	0.0%	(4)	-	(5)
China Literature	772 HK	28.7	3,739	845	4.2%	22.6%	-0.5%	0.0%	0.0%	-0.5%	-	-	0.0%	-	-	-
Trip.com	TCOM US	69.1	47,211	1,939	4.7%	4.1%	-0.6%	0.0%	0.1%	-0.6%	-	-	0.0%	(26)	(224)	-
TCEL	780 HK	18.4	5,494	863	9.7%	15.7%	-0.7%	0.5%	0.0%	-1.3%	0.10	-	10.9%	-	-	-
Pinduoduo	PDD US	99.9	138,724	29,156	16.0%	21.0%	-1.1%	0.0%	0.0%	-1.1%	-	-	0.0%	-	-	-
Baidu	BIDU US	86.4	30,307	15,393	11.2%	50.8%	-1.5%	0.0%	1.6%	-3.1%	-	-	0.0%	(478)	(669)	(286)
Bilibili	BILI US	19.1	8,039	1,068	-0.8%	13.3%	-2.3%	0.0%	0.0%	-2.3%	-	-	0.0%	-	NA	(52)
美国																
Alphabet	GOOG US	176.5	2,160,414	82,049	5.0%	4.1%	2.5%	0.3%	3.1%	-1.0%	0.60	-	7.8%	(67,004)	(62,187)	(71,821)
Apple	AAPL US	242.8	3,670,726	38,169	2.0%	1.1%	2.4%	0.4%	2.3%	-0.3%	0.99	0.94	14.7%	(83,400)	(76,600)	(90,200)
Microsoft	MSFT US	443.6	3,297,890	(22,309)	2.3%	-0.7%	1.1%	0.7%	0.7%	-0.3%	3.18	2.72	24.0%	(23,217)	(18,400)	(28,033)
Meta	META US	623.8	1,574,700	27,479	2.9%	2.1%	0.8%	0.3%	1.5%	-1.0%	2.00	-	9.4%	(23,980)	(20,030)	(27,930)
Nvidia	NVDA US	142.4	3,488,356	14,928	1.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.3%	0.04	0.16	1.6%	(8,560)	(10,040)	(7,080)
Tesla	TSLA US	389.2	1,249,419	19,521	0.2%	3.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%	-	-	0.0%	-	-	-
Amazon	AMZN US	227.0	2,387,223	(67,776)	2.3%	-3.8%	-1.0%	0.0%	0.1%	-1.1%	-	-	0.0%	(3,000)	-	(6,000)

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场；数据截至 2024 年 12 月 6 日

注：1）FY24E 回购金额预估基于 FY23 以及 FY22 年股份回购金额的均值或我们预估；2）FY24E 净现金/现金流/每股股息基于彭博一致预期或我们预估

复盘过去三年上涨、震荡和下跌阶段的股价表现，1）因情绪推动的行业整体估值修复过程中，寻找高 beta、高回报的标的较为关键，复盘过去三轮主要上涨周期，哔哩哔哩、达达、微盟、美团、商汤科技、爱奇艺、拼多多、金蝶或具备此属性（图 10）；而震荡和行业下跌阶段需精选个股，盈利增速和确定性、股东回报水平为较重要的关注因素。

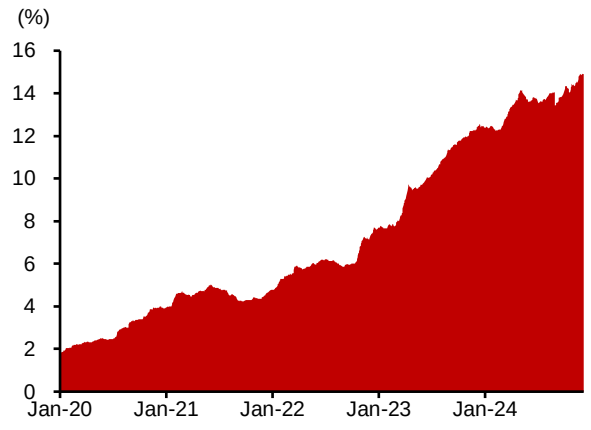
图 10：过去三年主要上涨轮次期间个股收益及 Beta 比较



资料来源：Wind、招银国际环球市场

自 2020 年初以来，港股通互联网及软件公司的平均港股通持股比例呈现持续上升的趋势，由 2020 年初的 1.9%，提升至 2024 年 12 月 6 日的 14.9%。从板块具体标的来看，包括阿里巴巴/腾讯/美团/同程旅行的港股通持股比例分别为 4.4/10.0/12.3/13.1%，相较互联网板块均值仍有提升。

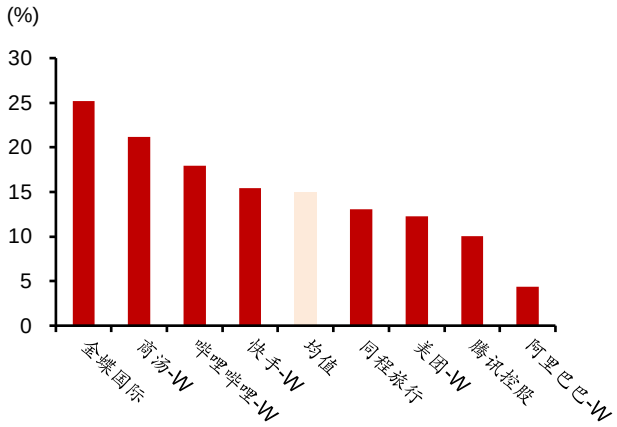
图 11: 互联网：平均港股通持股趋势



资料来源：Wind、招银国际环球市场

注：主要标的涵盖：金蝶国际、商汤、哔哩哔哩、快手、同程旅行、美团、腾讯控股、阿里巴巴

图 12: 互联网：港股通持股比例



资料来源：Wind、招银国际环球市场

注：数据截至 12 月 6 日

图 13：互联网行业：估值水平

公司	股票代码	股价	市值	PE (x)		PS (x)		PEG	EPS CAGR
		(交易货币)	(百万美元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2025E	23-25E
Tencent	700 HK	409.8	488,468	16.6	15.0	5.4	5.0	0.7	25%
Alibaba Group	BABA US	89.0	212,223	10.2	9.1	1.5	1.4	1.5	7%
Pinduoduo	PDD US	103.4	143,627	9.1	8.0	2.6	2.1	0.2	51%
Meituan	3690 HK	167.0	130,706	22.2	17.9	2.8	2.4	0.4	57%
NetEase	NTES US	96.9	62,496	14.5	13.2	4.3	4.0	4.1	4%
JD.com	JD US	38.2	61,907	9.9	9.0	0.4	0.4	0.5	21%
Trip.com Group	TCOM US	72.8	46,896	20.5	19.2	6.5	5.6	0.8	27%
Baidu	BIDU US	89.4	31,338	8.9	8.8	1.7	1.6	NA	-2%
Kuaishou	1024 HK	46.6	25,851	10.8	8.8	1.5	1.3	0.2	53%
Beike	BEKE US	20.5	24,783	21.8	19.0	2.0	1.7	NA	-1%
TME	TME US	11.8	20,215	17.7	13.1	5.2	4.7	0.5	31%
JD Health	6618 HK	30.2	12,403	24.2	21.6	1.6	1.4	2.1	11%
YMM	YMM US	11.5	12,026	22.2	18.1	7.9	6.6	NA	37%
New Oriental	EDU US	63.2	10,455	27.5	19.8	2.4	2.0	0.4	67%
Bilibili	BILI US	20.2	8,408	NA	34.9	2.3	2.0	NA	NA
Ali Health	241 HK	3.7	7,679	28.8	28.8	1.8	1.8	0.7	43%
VIPShop	VIPS US	13.8	7,351	6.3	4.6	0.5	0.5	NA	NA
SenseTime	20 HK	1.6	7,141	NA	NA	11.6	9.0	NA	NA
Boss Zhipin	BZ US	14.5	6,498	18.4	16.3	6.4	5.7	1.2	15%
Kingsoft	3888 HK	33.7	5,783	28.5	22.5	4.1	3.6	0.4	79%
TCEL	780 HK	18.9	5,667	16.3	13.7	2.4	2.1	0.7	22%
China Literature	772 HK	28.6	3,730	19.4	17.3	3.5	3.3	1.1	17%
Cloud Music	9899 HK	129.8	3,611	18.1	16.6	3.2	3.0	0.3	57%
Weibo	WB US	10.4	2,523	5.7	5.6	1.4	1.4	NA	-6%
iQiyi	IQ US	2.4	2,255	10.3	9.2	0.6	0.6	NA	-18%
PA Healthcare	1833 HK	6.2	892	42.2	33.3	1.4	1.3	NA	NA
Baozun	BZUN US	2.7	164	NA	9.3	0.1	0.1	NA	NA
平均				**18.1**	**16.3**	**3.2**	**2.8**		
NVIDIA	NVDA US	139.3	3,411,702	NA	47.7	57.5	26.5	NA	199%
Microsoft	MSFT US	449.0	3,338,187	38.0	34.3	13.6	12.0	2.3	17%
Amazon	AMZN US	230.3	2,421,186	36.7	32.3	3.8	3.4	1.0	37%
Alphabet	GOOGL US	195.4	2,399,707	23.8	21.3	8.1	7.0	1.0	23%
Meta	META US	632.7	1,597,766	27.2	24.2	9.8	8.5	0.8	32%
Tesla	TSLA US	424.8	1,363,537	NA	NA	13.7	11.7	NA	3%
Netflix	NFLX US	936.6	400,340	47.2	39.3	10.3	9.2	1.2	40%
Salesforce	CRM US	354.9	339,591	43.3	35.4	9.8	9.0	1.0	43%
Adobe	ADBE US	549.9	242,079	30.1	26.8	11.3	10.2	2.2	14%
ServiceNow	NOW US	1147.2	236,319	NA	NA	21.5	17.8	NA	26%
Intuit	INTU US	670.6	187,701	39.9	34.8	11.6	10.3	2.4	16%
Shopify	SHOP US	117.4	150,715	NA	NA	17.1	13.9	NA	47%
平均				**35.8**	**32.9**	**15.7**	**11.6**		

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：截至 12 月 11 日收盘

龙头互联网公司：关注核心业务护城河、新技术应用及海外拓展

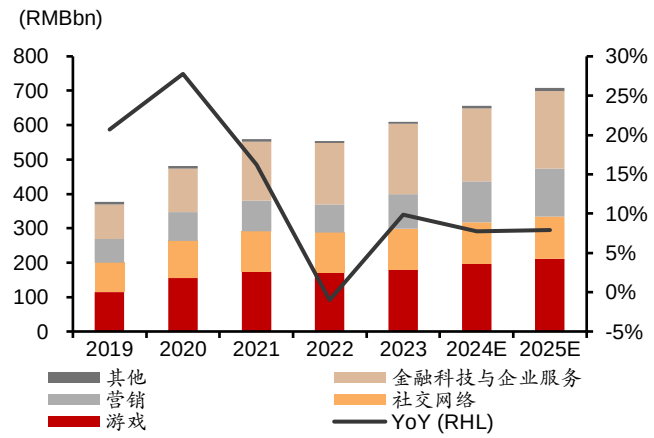
从传统龙头互联网公司（阿里巴巴、腾讯）的业务发展趋势来看，强化核心国内主业的护城河、在新技术持续投入并寻求与主业的协同和进一步提效、及海外扩张支撑长期营收和盈利的增长仍为重要的布局方向。此外，基于稳定的主业盈利强化股东回报亦为估值水平带来了支撑。就百度而言，尽管其核心搜索广告业务短期增长面临挑战，其竞争对手在不同的搜索场景和细分垂类逐步获取用户的搜索心智，但百度在较为激进的投资于技术创新、并尝试通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度，通过重构现有变现场景及寻找新的变现场景（ie：智能体）以获取增量的变现机会。

腾讯：竞争优势稳固，关注 AI/电商/游戏出海等中长期增长机会

展望 2025，我们看好腾讯继续维系在社交/游戏/广告等消费互联网赛道的竞争优势，能够维持或进一步提升在各赛道的市场份额，公司国内主业的护城河将支撑稳健盈利增长以及股东回报水平，我们预计腾讯 FY25 总收入/Non-IFRS 运营利润同比增长 8%/10%。分具体业务看，我们预计 2025 年：1）游戏业务收入健康增长，得益于 DNF 手游贡献全年收入以及海外游戏收入增量；2）营销业务收入有望维持快于行业增长，持续获取市场份额，主要受益于微信生态内新的广告形式贡献增量以及 AI 提升广告 ROI；3）金融科技及企业服务（FBS）业务增长将与宏观以及消费复苏情况较为一致。

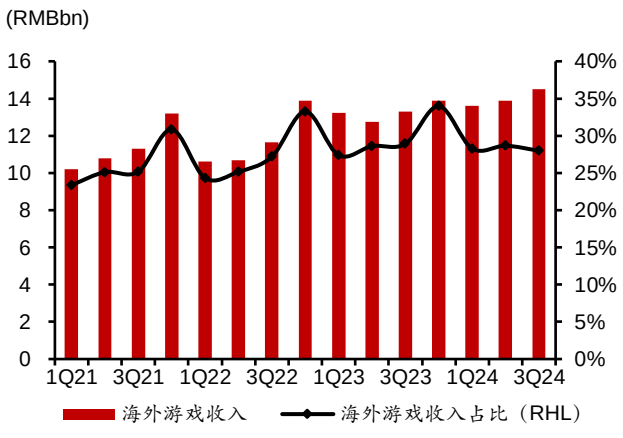
从中长期维度，腾讯的主要增量空间将来自于：1）AI 提高广告产品 ROI、提升游戏研发效率及品质、改善用户社交及娱乐体验，驱动收入增长并提升盈利能力；2）微信电商生态持续完善，驱动内循环电商广告及佣金收入增长；3）通过投资/自研/代理等多途径发展海外游戏业务，推动公司在海外游戏市场的份额持续提升。

图 14: 腾讯：总收入趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 15: 腾讯：海外游戏收入占比



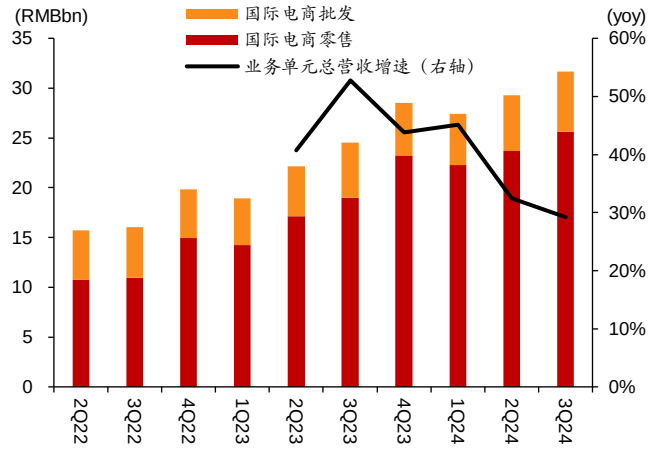
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

阿里巴巴：关注核心业务护城河及海外扩张

阿里巴巴 FY25 既定的发展目标包括 2HFY25 CMR 和 GMV 增速一致、云业务收入实现两位数同比增长、且 FY25 AIDC 在维持高质量增长的同时单位经济效益（UE）改善，非核心业务在未来 1 至 2 年内实现盈亏平衡。在核心淘天集团的增长策略方面，阿里巴巴通过内容生态投资、及基础设施投资（ie：优化物流履约体验）持续驱动核心 88VIP 用户数量增长和体验提升；海外扩张方面，阿里巴巴充分利用自身供应链及履约优势驱动业务高质量快速增长、并在长期增长前景较好的欧洲和海湾地区的特定市场持续投入以提升消费者心智。在云业务方面，阿里云的公有云业务近几个季度持续维持双位数的增长，且 AI 相关的产品收入连续 5 个季度实现三位数的同比增长。

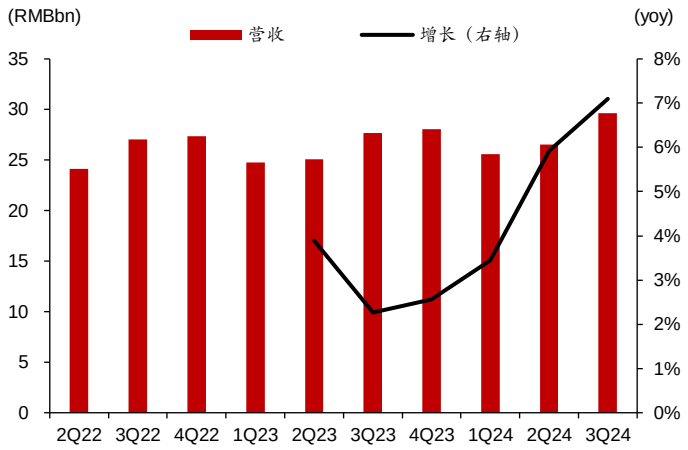
从全年维度来看，我们将阿里巴巴列为行业首选股，主因：1）在目前宏观较弱已经计入预期且消费或不会边际更弱的基准情形下，阿里巴巴股东回报水平（每年减少 3%流通股的指引+分红）相较 9x FY26E PE 估值具备吸引力；2）淘天集团增量技术服务费收取 4Q24 起将带来全季度积极影响，且及全站推广持续渗透有望带来增量变现；3）增量消费刺激政策出台及金融科技相关监管进一步更新或有望助推估值重估。基准情形下，我们预测在增量技术服务费收入、全站推带来增量变现支撑下，FY26E 阿里巴巴营收/调整后 EBITA 增速有望提升至 8%/14%（FY25E：5/6%）。

图 16: 阿里巴巴：国际数字商业营收增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 17: 阿里巴巴：云智能集团营收及增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

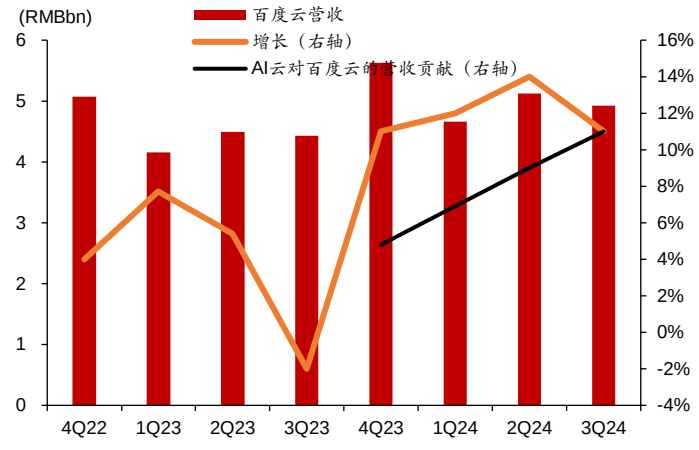
基于稳定的集团盈利水平，阿里巴巴持续提升的股东回报水平或有望为估值提供支撑。FY24 阿里巴巴的股东回报合计为 165 亿美元（回购 125 亿+股息 40 亿），占比目前市值为 8%。阿里巴巴计划于 2027 年 3 月前，每年通过回购净减少 3%的流通股，并将维持股息绝对值水平稳中有升。

百度：GPU 云营收占比持续起量，关注 Gen-AI 变现进程

在宏观较为疲软及面临的行业竞争持续加剧的情况下，百度较为激进地投资于技术创新，并尝试通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度，通过重构现有变现场景及寻找新的变现场景以获取增量的变现机会。短期而言，AI 相关的投入变现更多地反映在 GPU 云层面，而广告及智能体相关的 Gen-AI 变现仍处于早期阶段，可持续关注。

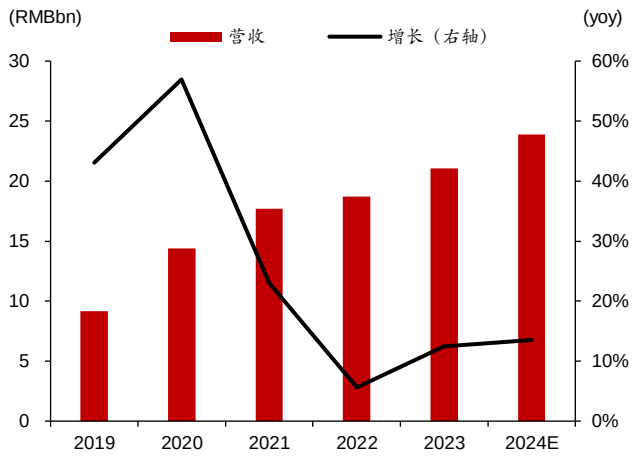
3Q24 百度云业务收入达到人民币 49 亿元，同比增长 11%（3Q23：-2%；2Q24：14%），生成式人工智能和基础模型在 3Q24 对智能云业务收入的贡献率为 11%（1Q24/2Q24：6.9%/9.0%），且这一比例仍在持续上升。我们看好百度云业务收入在 4Q24 再次加速增长，这得益于 GPU 云业务收入的增长以及从 GPU 云到 CPU 云相关的交叉销售机会，我们预计 4Q24 云业务收入将同比增长 13%。

图 18: 百度云：季度营收增长及 AI 相关云营收贡献



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 19: 百度：云营收年度增长预测



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

对于广告业务而言，3Q24 百度核心的在线广告收入为人民币 188 亿元，同比下降 5%。截至 2024 年 11 月，百度约 20% 的搜索结果填充了生成式人工智能生成的内容（2024 年 8 月中旬：18%），百度 App 约 70% 的 MAU 已体验过生成式 AI 相关内容。我们预计百度在 4Q24-1Q25 仍会将产品优化和用户参与度提升的优先级置于商业化之上，并会增加投资以推动其大语言模型升级。尽管这可能会在短期内拖累广告收入增长复苏并导致利润率下降，但我们认为，随着以下因素的出现，百度的广告收入增长或提速：1）整体宏观环境的复苏；2）文心一言智能体带来的新增商业化变现；3）从 2025 年开始相关生成式人工智能搜索结果的商业化变现。我们预计百度核心的广告收入在 4Q24/ 2024 年全年将分别同比下降 8%/3%，但预计在 2025 年全年将恢复至同比增长 4%。

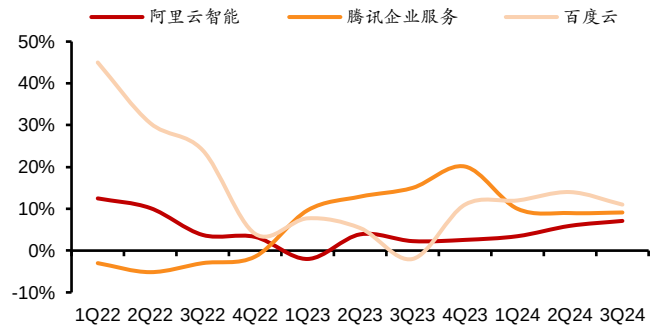
AI 应用：大模型使用成本降低驱动 AI 应用繁荣

目前看，大模型相关的变现主要集中于：1）基础设施云厂商 AI GPU 云相关的云收入变现；2）B 端，闭源大模型厂商通过 API 接口变现、通过赋能广告效果提升获取增量变现、通过产品功能丰富及效果提升收取增量的 B 端软件订阅服务费及通过更多的用量收费、及未来通过智能体及创新的广告形式（如 CPC 向 CPS 转化）变现；3）C 端，通过针对 C 端用户收取订阅费用。目前我们已经看到基础设施端 AI GPU 云的营收持续起量，且随着算力成本的持续下降，AI 应用已经出现早期起量趋势，未来随着大模型使用成本进一步下降，或有望助推 AI 应用生态繁荣。

2024 年中国基础设施云厂商逐步走出业务调整的影响，且伴随 AI GPU 云营收起量，营收增速整体呈现逐季回暖趋势，且全年维度来看，伴随规模效应逐步显现、龙头厂商的云业务利润率均呈现稳中有升的趋势。海外基础设施云厂商亦受益于整体云开支优化进程结束及 AI GPU 云的增量营收贡献，营收增速整体展现逐季加速趋势，但部分厂商受制于供给短缺、云营收增速季度间出现小幅波动。展望 2025，GPU 云持续起量及公有云需求稳健增长仍有望支撑中美云行业的稳健增长，我们预测中国基础设施云厂商（阿里云/百度云/腾讯云）营收有望同比增长 12%，相较 2024 年的 8%同比增长有所加速，主因相对更低的基数、公有云业务持续稳健增长、及 AI GPU 云营收持续起量；而美国基础设施云厂商（AWS/谷歌云/微软智能云）营收将同比增长 21%，相较 2024 年的增速维持基本稳定。

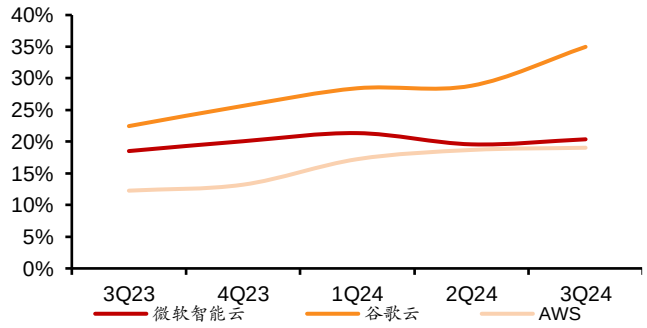
我们观察到市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 Capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。在对中国互联网公司的云业务利润率展望层面，随着互联网公司更加关注高质量的云项目、及 AI GPU 云营收占比持续提升，规模效应持续显现或有望助推云业务整体的利润率水平持续提升，并有望在中长期与海外互联网公司的云业务利润率对标。

图 20：中国：主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场
注：腾讯云营收增速为招银国际环球市场估算

图 21：美国：主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

得益于算法及硬件优化、模型训练和推理效率提升以及用户量增加带来的规模效应，多家大模型厂商在 2024 年宣布降价计划。阿里云 Qwen-Turbo 模型 9 月宣布价格下降 85%，输入价格降至 0.0003 元/千 tokens；百度云 7 月宣布 ERNIE 4.0 Turbo 模型面向企业客户全面开放，输入价格定为 0.03 元/千 Tokens，相较 ERNIE 4.0 通用版本降价幅度达 70%；字节跳动 5 月宣布豆包主力模型输入价格 0.0008 元/千 Tokens，显著低于行业平均水平。

在模型 API 调用成本持续下降的推动下，预计未来将有更多企业客户将接入大模型 API，丰富大模型及 AI 的应用场景，同时推动大模型服务需求量的进一步提升，长期来看，有利于大模型厂商模型的持续迭代以及相关收入的增长。

随着大模型能力提升以及成本下降，AI 应用有望在 2025 年进一步落地，扩张场景覆盖，赋能企业现有业务或创造增量收入。AI 应用方面，头部互联网企业在智能体、效率工具、创意工具、广告转化、游戏研发、自动驾驶、教育培训等领域已经打造了一系列标杆应用（见图 22），部分已经小范围实现商业模式的跑通。例如：1）阿里巴巴：商家端通过大模型提供更多的营销工具、精准呈现营销创意，同时钉钉基于通义千问模型上线图片理解、文档追读等能力提升办公效率；2）百度：对外通过大模型优化搜索体验、提升广告转化效率，对内提升内部的编程效率等；3）腾讯：通过大模型提升广告转化效率以及游戏研发效率，基于大模型的腾讯广告系统冷启动成功率增加 9%，成本达成率提升 8%；腾讯自研 AI 引擎让游戏场景制作、内容生成等领域的部分工作效率提升 40 倍以上。

图 22：互联网：AI 应用赋能企业

AI 应用	企业 AI 应用
综合智能体	**蚂蚁集团：**支小宝为支付宝于 24 年 9 月推出的 AI 生活管家应用。异于聚焦学习工作效率场景的竞品，支小宝依托支付宝庞大生活服务体系便捷赋能日常场景，可完成一键点餐、一键订票等。 **Salesforce：**10 月公司面向 B 端 CRM 场景推出 Agentforce，能够帮助企业构建和部署能够自主执行各种业务功能的 AI 智能体。Agentforce 利用先进的推理能力作出决策并采取行动，例如解决客户问题、筛选销售线索以及优化营销活动。
效率工具	**阿里巴巴：**钉钉基于阿里通义千问模型，上线图片理解、文档速读、工作流等产品能力，并与 24 年 11 月面向企业关键场景推出“精选 AI 助理”，首批已上线工单助理、行政助理、Excel 助理、口碑助理、法务助理、审批助理 6 大 AI 助理。 **百度：**百度无代码工具“秒哒”，其具有无代码编程、多智能体协作、多工具调用等特点，可帮助用户实现自然语言的输入直接生成代码构建专属智能体，降低了技术门槛，使非技术背景用户也可以参与到应用开发过程中。
创意工具	**阿里巴巴：**阿里推出的通义万相，可以根据用户输入的作画提示词产出多样精准画作及视频。通义万相具备复杂语义理解和概念组合生成能力，将文字创意精准呈现。 **Adobe：**Adobe 在 2024 年正式推出 Firefly 视频模型以及最新图像模型。用户通过 prompt 即可生成自己想要的视频，产品可以模拟各种风格，包括逼真的实景电影、3D 动画，以及定格动画。
广告转化	**腾讯：**基于大模型能力，腾讯广告系统将大量影响广告投放的变量纳入考虑，从中挖掘有价值的信息，帮助广告主更准确地把握广告投放规律和影响因素。在 AB 测中，基于大模型的腾讯广告系统冷启动成功率增加 9%，成本达成率提升 8%。 **Meta：**2024 年 9 月超 100 万广告主使用 Meta 生成式 AI 工具创建广告，图像生成能力推动广告转化率提升 7%。
游戏研发	**腾讯：**腾讯 2024 年推出新的自研 AI 引擎，具备 3D 图形、剧情、关卡等多种 AIGC 能力，能够让游戏场景制作、内容生成等领域的部分工作效率提升 40 倍以上。 **网易：**网易《逆水寒》正式上线“AI 大模型竞技场”玩法，以大模型能力为支撑驱动游戏中的 NPC 对话，令玩家获得与 AI 实时互动交流的全新体验。
自动驾驶	**百度：**百度 Apollo 在 2024 年 5 月发布全球首个支持 L4 级自动驾驶大模型 Apollo ADFM，百度 Apollo ADFM 基于大模型技术重构自动驾驶，可以兼顾技术的安全性和泛化性，做到安全性高于人类驾驶员 10 倍以上，实现城市级全域复杂场景覆盖。 **特斯拉：**特斯拉 FSD 方案选择纯视觉自动驾驶路线，算法中引入了“BEV+Transformer”架构，2024 年推出的 FSD V12 版本标志着全球首个端到端神经网络量产上车。
教育培训	**有道：**2024 年推出教育大模型子曰 2.0 升级版，全面升级了口语对话能力、教育场景下的知识问答能力、文字处理能力。推出两款全新虚拟人形象，搭载近期较火的性格测试工具 MBTI 人格系统，对话方向扩展至 10 个主题、88 个子场景。 **Duolingo：**Duolingo 在 2024 年 9 月推出 AI 驱动的视频通话功能 Video Call with Lily，进一步提升用户的使用体验。这款 AI 驱动的应用允许 Duolingo Max 订阅用户与 Duolingo 最受欢迎的角色之一 Lily，进行自发且逼真的对话。

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

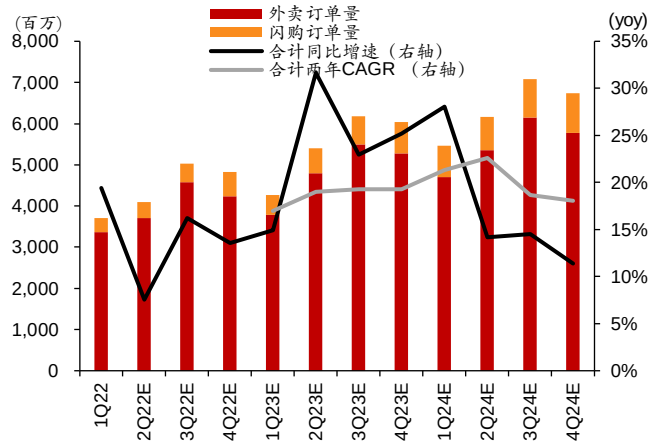
本地生活：竞争缓和，线上渗透率提升及补贴优化趋势或延续

2024 年本地生活板块整体竞争呈现缓和趋势且优于市场此前预设的较为激烈的竞争预期，我们认为背后的主要支撑来自：1）到店板块，短视频平台流量及用户使用时长增长趋缓，在存量流量分配逻辑驱动下，更精细化运营及提升流量变现效率或逐步成为重点；2）外卖板块，宏观逆风环境下激进投入补贴换取增长的模式较为低效，行业内玩家持续精细化用户运营并收缩低效补贴；3）社区团购及其他：关注经营效率背景下社区团购行业整体盈利能力优化，但目前看，激进减亏阶段已经结束，下一阶段运营重点进入商品侧差异化运营后，对整体盈利能力提升步伐的预期或不应过于激进。

展望 2025 年，我们认为本地生活板块整体竞争格局或有望维持稳定，外卖/到店板块 GTV 或分别有望维持~10%/20%+的同比增长，而受益于用户端降补贴及经营杠杆释放，利润增速仍有望快于 GTV 增速。外卖板块的运营重点除持续丰富平台供给驱动核心用户频次提升以外，高质量用户的多元化变现（如向即时零售导流、持续多维度发掘时效性需求，及向本地生活板块导流、提升会员在全平台的 ARPU 等）或值得关注。到店板块中 GTV 增长或仍是盈利增长的主要驱动因素，主要关注低线城市的持续渗透及通过新形式（如特价团）满足核心品类多元化的消费需求及推动更多的新品类渗透。平台运营更加一体化的视角下，我们建议投资人更关注本地生活业务整体的经营利润增长趋势，而非单个板块的利润率水平。我们维持对美团的“买入”推荐，外卖业务补贴优化及到店板块低线城市渗透持续或有望支撑盈利增长能见度至少维持至 2Q25。

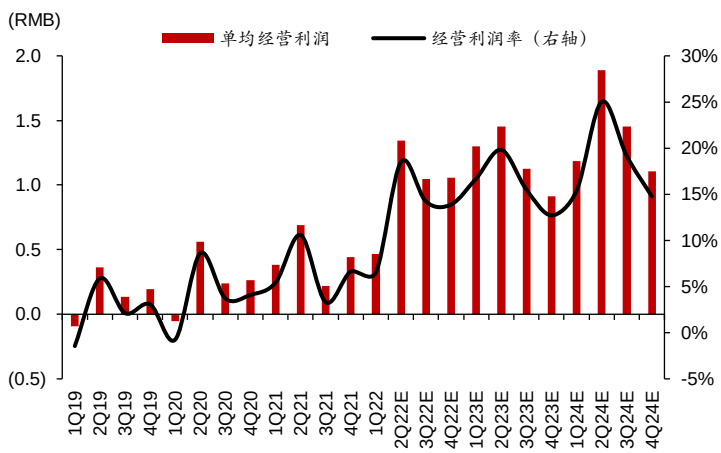
外卖业务盈利能力层面，我们估算美团 2Q-3Q24 外卖业务单均盈利均有较为显著的同比提升，主要得益于：1）单均配送收入增长；2）外卖和美团闪购业务的收入中配送相关成本的百分比降低；3）广告变现率提升；4）用户补贴优化。此外，2-3Q24 阿里巴巴本地生活集团（主要营收及亏损贡献板块为饿了么）亏损也显著收窄，其 2Q24/3Q24 录得人民币 4/4 亿元亏损，相较 2Q23/3Q23 的 20/26 亿显著减亏。展望 2025，我们认为美团外卖业务全年维度单均盈利提升在降补贴及单均配送营收提升的驱动下或仍有空间，但单量增长或自 2Q-3Q25 起重新成为盈利增长的主要驱动力。

图 23: 美团：到家业务合计单量及增长趋势



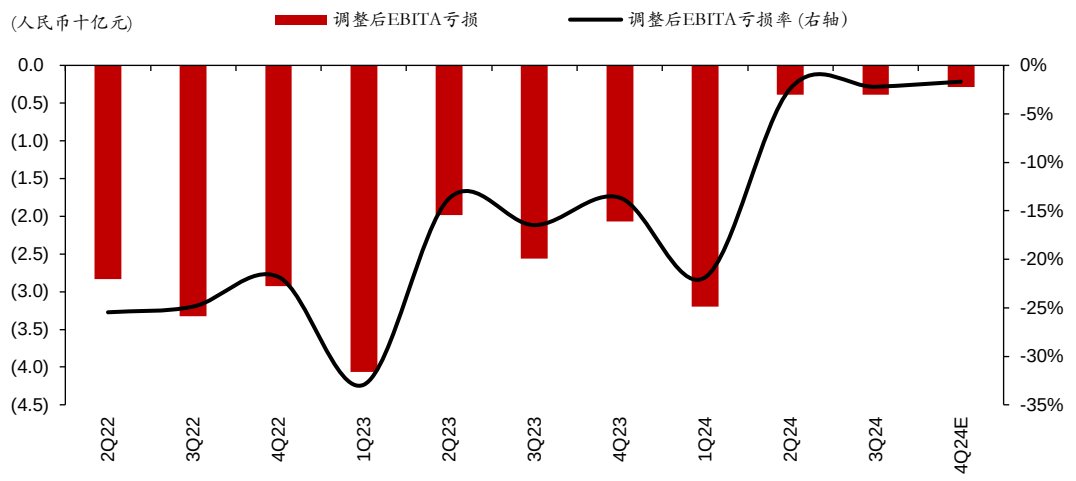
资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

图 24: 美团：外卖单均盈利估算



资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

图 25:阿里巴巴本地生活集团：调整后 EBITA 亏损及亏损率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

对于到店板块，我们认为低线城市直营模式持续深化推动下，线上渗透率或仍有较大提升空间，尽管行业常态化竞争及美团代理转直营的举措导致中长期到店板块利润率展望有所下调，但我们认为关注重点应从利润率变化逐步转移至利润绝对值增长。2024 年逐季来看，我们并没有观察到来自抖音的竞争出现进一步恶化的趋势，3Q24 抖音官宣提升部分本地生活板块的佣金率，进一步验证竞争格局结构性优化趋势。

图 26: 抖音本地生活：佣金率情况（2022 年）

类目	费率
美食	2.50%
住宿	4.50%
游玩	2.00%
休闲娱乐	3.50%
丽人	3.50%
结婚	8.00%
亲子	4.50%
教育培训	4.50%
其他	3.50%

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

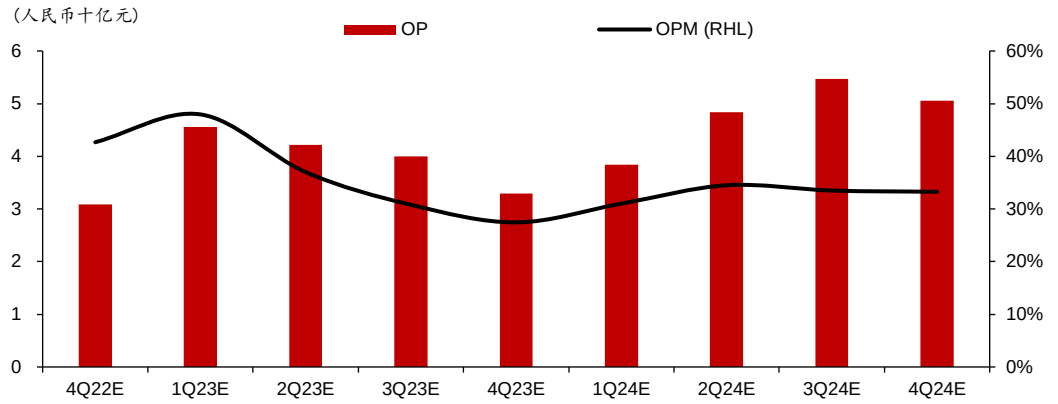
图 27: 抖音本地生活：佣金率情况（2024 年 7 月）

类目	费率
美食	2.50%
游玩	3.0%-5.0%
住宿	8.00%
度假旅游服务	3.0%-6.0%
爱车	5.00%
宠物	8.00%
购物	1%~15%
教育培训	5.00%
结婚	3%~6%
丽人	4.0%-10.0%
亲子	3.0%-5.0%
生活服务	1.0%-5.0%
休闲娱乐	3.5%-7.0%
医疗健康	4.0%-10.0%
运动健身	5.00%
交通出行	1.5%-5%
其他	5.00%

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

得益于较高速的 GMV 增长及变现率逐步企稳、以及较为稳定的竞争格局，美团到店业务经营利润或仍有望在 2025 年维持稳健增长。我们预测 2025 年美团到店酒旅经营利润将同比增长 24%。

图 28:美团：到店酒旅板块利润及利润率

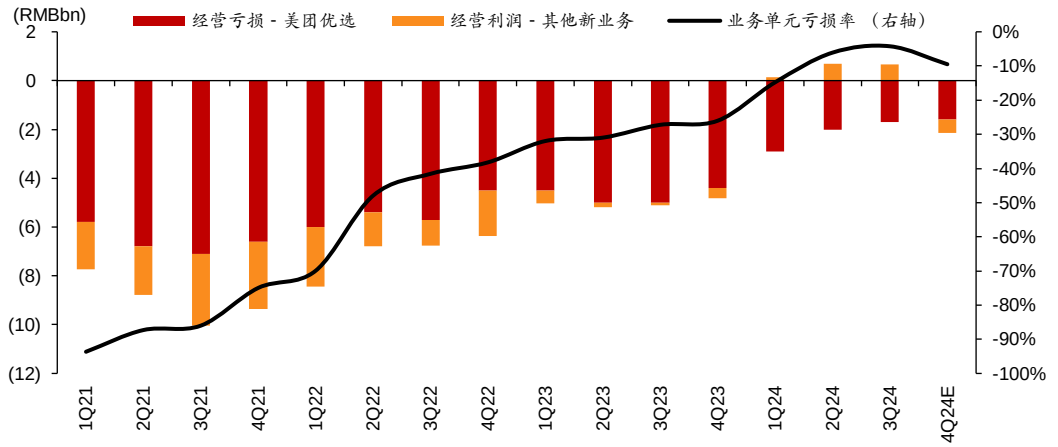


资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

新业务方面，美团 3Q24 业务单元营收为 242 亿元人民币，同比增长 29%，主要由快驴和小象超市所推动，业务单元经营亏损收窄至 10 亿元人民币，主要受益于零售业务及其他业务（如共享单车和充电宝等）在有利的季节性因素影响下盈利情况好于预期。我们估算 3Q24 美团优选所产生的营业损失为 17 亿元人民币，较 3Q23 的 50 亿元人民币 及 2Q24 的 20 亿元人民币明显收窄，同时这一假设也隐含除美团优选外的其他新业务在 3Q24 已实现约 7 亿元人民币的营业利润。

我们预计 4Q24 美团优选所产生的营业损失将进一步收窄至 16 亿元人民币（4Q23：亏损 44 亿），而其他业务预计营业损失将同比扩大至 5.55 亿元人民币，主因符合此前预期的中东地区外卖业务的扩张步伐。外卖业务的国际扩张在 2025 年将带来全年的财务影响（2024 年仅带来两个月的财务影响），但我们对其长期发展前景持乐观态度，因为在 AOV 更高以及每单配送服务费收取更高的情况下，稳态 GTV 利润率有望高于国内外卖业务。

图 29：美团：新业务板块经营亏损及亏损率

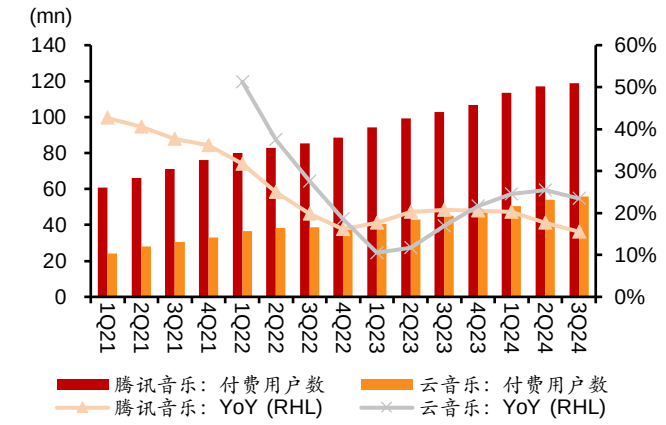


资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

在线音乐：平衡付费用户及 ARPPU 增长

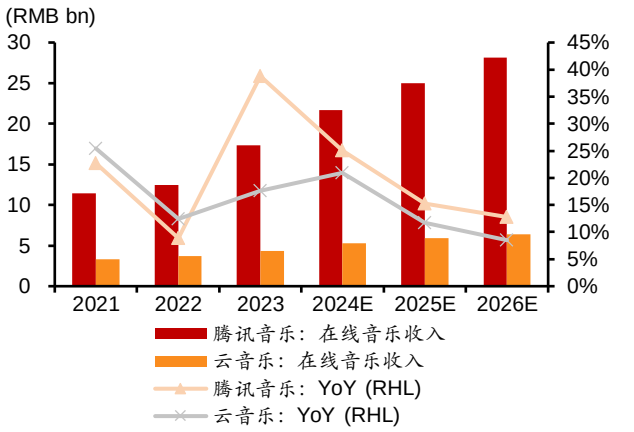
我们预计 2025 年在线音乐收入维持 10-15%的较快增长，主要由付费用户数以及 ARPPU 的平衡增长所驱动。长期看，腾讯音乐/云音乐付费率水平（21/25%）相较 Spotify 在不同地区的付费率仍有较大提升空间，我们看好付费用户数的持续增长，但增长速度取决于公司的运营策略以及在付费用户数与 ARPPU 间的平衡。分公司看：1）我们预计腾讯音乐 2025 年音乐收入同比增长 15%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 8/8%，公司将继续平衡付费用户数及 ARPPU 增长，减少绿钻会员折扣，提升 SVIP 会员渗透率；2）我们预计网易云音乐 2025 年在线音乐收入同比增长 12%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 10/2%。

图 30: 在线音乐平台：付费用户数



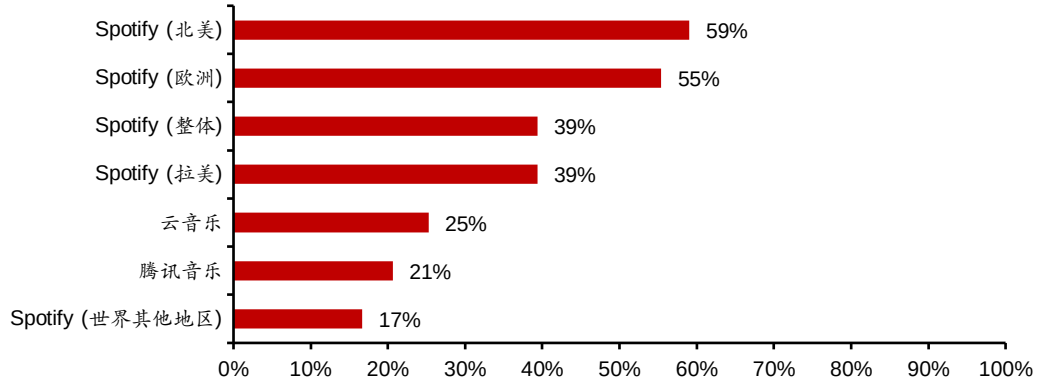
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 31: 在线音乐平台：在线音乐收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

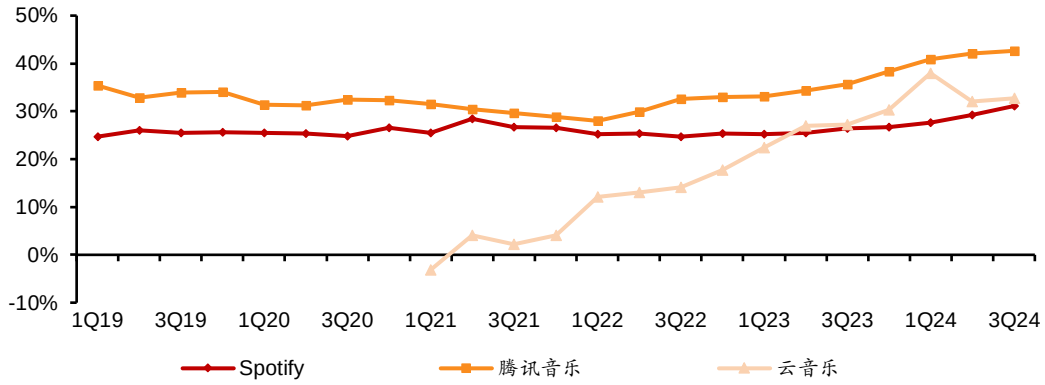
图 32：音乐付费率对比



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

利润率层面，我们预计在线音乐平台 2025 年毛利率提升速度将有所放缓。腾讯音乐 3Q24 毛利率达到 42.6%，显著高于 Spotify（31.1%），主要得益于良好的经营杠杆、有效的内容成本控制以及较高的自制/中长尾内容占比。展望 2025，腾讯音乐将会继续增加在内容以及会员权益方面的投入，预计毛利率提升节奏将有所放缓。

图 33：在线音乐：毛利率对比



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

OTA：国内游增长展现韧性，出境游持续恢复，OTA 份额持续提升

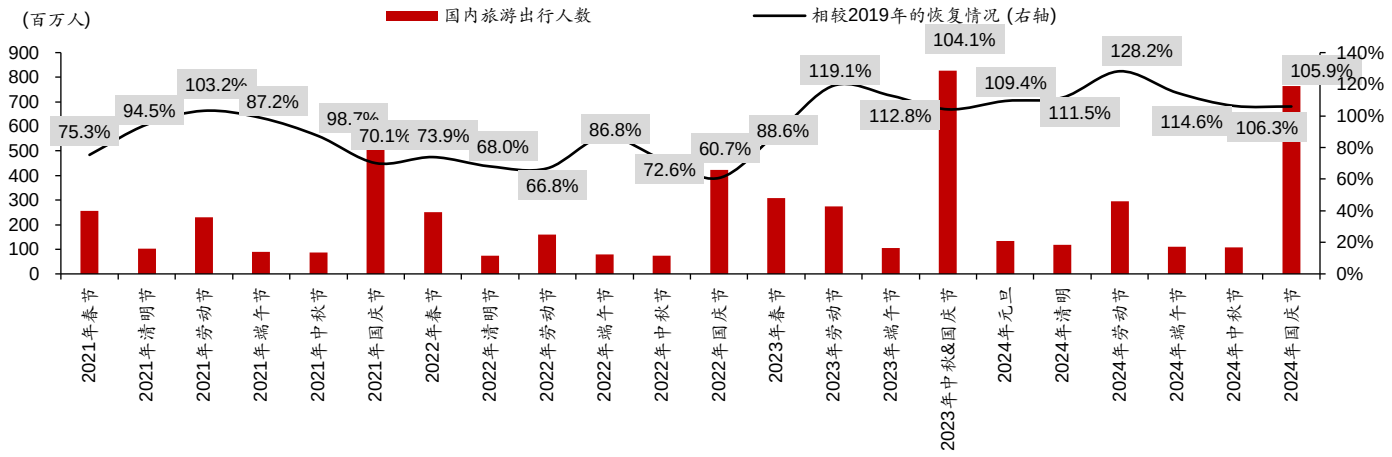
2024 国内旅游虽整体面临高基数，但增长韧性好于预期，旅游需求逐渐展现刚需化趋势。OTA 平台因相较线下预订更便捷、体验更好而持续享受高于行业的同比增速；出境游伴随机票供给恢复而持续恢复，龙头 OTA 平台出境游恢复仍显著快于行业，此前偏好通过线下旅行社报名跟团出境游的旅客结构性地转向自由行，也有望支撑 OTA 的出境游增长持续快于行业平均增长水平。此外，龙头 OTA 平台持续布局海外扩张，或有望为中长期营收及盈利增长提供支撑。持续夯实服务能力、满足增量的外国游客入境游需求，或也有望在长期为营收增长带来额外助力。

展望 2025 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望维持较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 8%，OTA 增速受益于线上渗透率持续提升或有望更快；出境游方面，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10%左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%。

国内旅游：高基数下增长韧性好于预期，旅游需求逐渐展现刚需化趋势

2024 年国内旅游行业整体面临较高基数，但旅游需求展现韧性趋势，主要节假日旅游人次及出行花费均有较为良好的增长。虽然部分节假日人均消费相较 2019 年的恢复速度慢于出游人次的恢复速度，部分受到宏观逆风影响，但整体旅游需求日趋刚性的势头持续得到验证。得益于需求刚性化趋势，展望 2025 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望维持较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 8%，而整体 OTA 或因相较线下预订更便捷、体验更好，而持续享受到高于行业的同比增速。

图 34：中国：节假日市场旅游人次及相较 2019 年的复苏情况

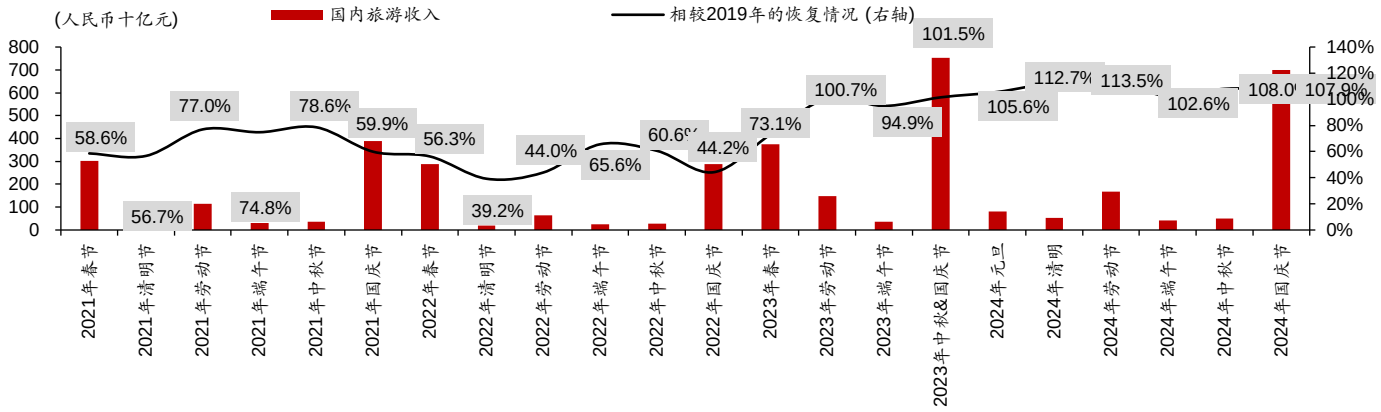


资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

据国家文旅部数据，十一假期出游数据仍展现旅游行业国内业务高基数下增长韧性：2024 年国庆节假期全国国内出游 7.65 亿人次，按可比口径同比增长 5.9%，较 2019 年同期增长 10.2%；国内游客出游总花费 7008.17 亿元，按可比口径同比增长 6.3%，较 2019 年同期增长 7.9%。

国庆节后，龙头 OTA 平台国内出游预订量仍维持稳健增长趋势、持续验证旅游需求具备韧性。携程平台 4Q24 QTD 国内酒店预订量同比增长处于 15-20%区间，中高星酒店预订量增速相对低星更快，机票预订量增长中高单位数；同程旅行平台酒店间夜量增长亦处于 15-20% YOY 区间，而国内机票预订量同比增长高于 10%。我们预计因旅游需求逐步展现刚需趋势，2025 年国内交通票及酒店预订量有望维持韧性增长，支撑整体旅游行业营收稳步增长。

图 35: 中国：节假日市场旅游收入及相较 2019 年的复苏情况



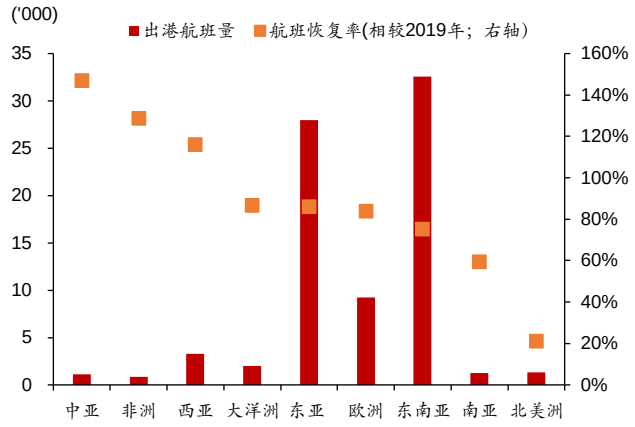
资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

出境游：稳健恢复，龙头 OTA 恢复速度显著快于行业

2024 年出境游随着出境航班量逐步恢复呈现进一步恢复趋势，龙头 OTA 平台恢复速度持续领先行业、旺季期间领先幅度更大，我们认为或可归因于：1）整体服务覆盖全面，可一站式高品质满足用户需求；2）酒店及机票存在供应链优势；3）旺季相较平日长途出行占比提升，品牌心智更强的平台有望获益更多。展望 2025，出境航班供给进一步恢复或有望带动出境游进一步恢复，而整体旅游需求持续提升、及出境人次在中长期的持续增长有望支撑出境游的稳定增长，此前偏好通过线下旅行社报名跟团出境游的旅客结构性地转向自由行也有望支撑 OTA 的出境游增长持续快于行业平均增长水平。我们预测 2025 年出境游整体的收入增长有望维持在 10%左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%。

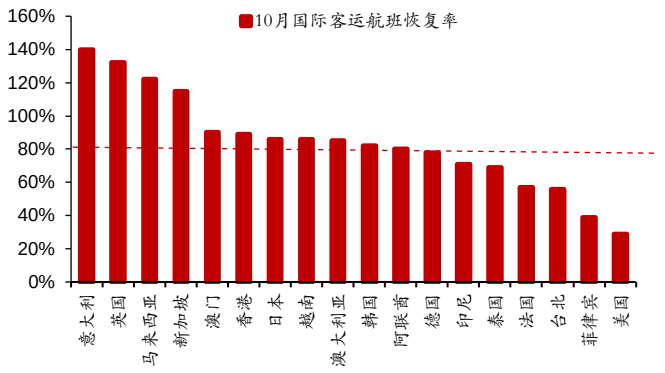
据 OAG 数据及携程，2024 年 10 月国际航班客运率恢复至 2019 年 80%左右的水平。按地区划分，中亚、非洲、西亚、大洋洲、欧洲恢复比率领先行业平均水平，而北美洲的恢复速度明显滞后，后续的恢复情况仍有待观察。按国家及主要出境城市和目的地划分，意大利、英国、马来西亚、新加坡等出境游热门目的地恢复速度较快，而法国、美国、菲律宾等面临签证申请较难及地缘政治风险的国家恢复速度相对较慢。

图 36: 3Q24 国际客运出港航班量及恢复率（按地区划分）



资料来源：OAG，公司资料，招银国际环球市场

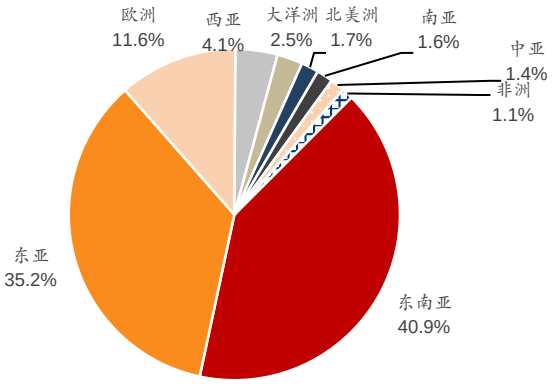
图 37: 2024 年 10 月国际航运航线恢复率（按国家及主要出境城市和目的地划分）



资料来源：OAG，公司资料，招银国际环球市场

从出境航班整体目的地占比划分来看，东南亚及东亚仍为较为热门的出境目的地，占整体出境航班量的 76.1%，其后为欧洲、西亚、大洋洲。

图 38: 3Q24 国际客运出港航班量占比情况（按地区划分）



资料来源：OAG，公司资料，招银国际环球市场

从全年维度回顾出境游恢复趋势，中国整体出境航班恢复比例从 1Q24 的约 70%有望恢复至 4Q24 的 80%，并有望在 2025 年进一步稳步恢复。携程整体出境航班预订恢复情况持续领先行业，在淡季恢复速度较行业领先 20-30ppts，而旺季领先速度进一步扩大至 40ppts，我们认为或可归因为：1）整体服务覆盖全面，可一站式高品质满足用户需求；2）酒店及机票存在供应链优势；3）旺季相较平日长途出行占比提升，品牌心智更强的平台有望获益更多。

图 39: 中国整体出境航班相较 2019 年恢复情况及携程平台恢复情况

	中国整体出境航班恢复情况	携程平台出境航班预订恢复情况
1Q24	~70%	~90%
2Q24	>70%	~100%
3Q24	~80%	~120%
4Q24E	~80%	~120%

资料来源：中国民航局，公司资料，招银国际环球市场预测

此外，2024 年出境游行业的另一重要消费者行为偏好变化是，此前偏好通过线下旅行社报名跟团出境游的旅客结构性地转向自由行，对龙头 OTA 出境游业务的增长带来利好。数据印证体现在，携程虽然整体出境航班预订已经恢复至疫情前的 120%，但其平台团队游中出境游产品的恢复情况依旧维持在疫情前 50-60%的水平，且已经持续了 3 个季度左右。展望 2025，尽管携程大幅领先行业出境游恢复水平的情况或边际出现正常化趋势，但携程具备的供应链优势及整体线下出境需求持续向龙头 OTA 平台转移，或将支撑携程出境游营收增速持续高于行业整体水平。我们预测 2025 年出境游整体的收入增长有望维持在 10%左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%。

海外扩张：依托国人出境需求夯实供应链能力，有望为长期增长提供支撑

龙头 OTA 平台持续布局海外扩张，或有望为中长期营收及盈利增长提供支撑。此外，持续夯实服务能力、满足增量的外国游客入境游需求，或也有望在长期为营收增长带来额外助力。

携程的纯国际业务布局主要包括 Skyscanner 和 Trip.com 两个平台，我们估算 2024 年两个平台合计营收有望占比携程总营收的 19%，其中 Trip.com 对总营收的贡献有望接近 10%。3Q24 Trip.com 的营收同比增速达到 60%，得益于酒店和机票预订量 60%的强劲增长驱动。短期内携程对于 Trip.com 品牌的 KPI 为贡献利润盈亏平衡及营收增长，故我们预计 Trip.com 会把增量利润用于重新投资以推动业务扩张和收入增长。我们看好 Trip.com 的全球扩张前景，尤其是在亚洲市场，因目前线上渗透率仍然较低，且携程已经建立了强大的供应链和客户服务能力以助力业务扩张。在我们看来，鉴于国际酒店的平均订单价值更高以及国际票务业务的抽成比例更高，Trip.com 业务在稳定状态下的营业利润率情况应优于国内业务。此外，入境游方面，我们估算 2024 年来自入境游的营收在 Trip.com 品牌收入的占比为 20-25%，占集团层面总营收的 2-3%，随着中国给予免签及签证便利的国家范围持续扩大，以及世界范围内游客兴趣的逐步恢复，我们认为长期来看入境游业务也有望为携程的增长带来支撑。

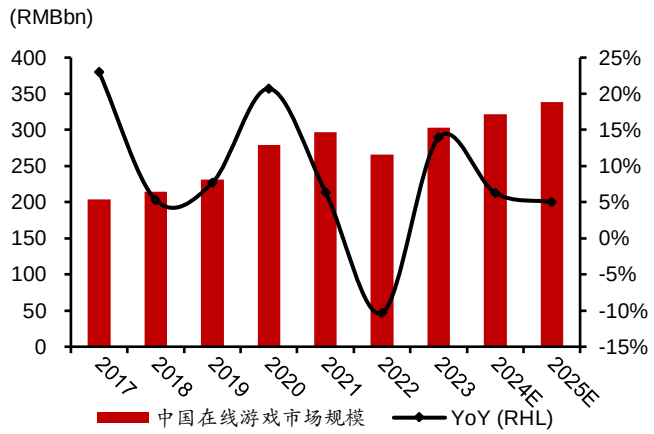
同程旅行方面，我们估算其平台上国际酒店及机票的收入贡献占其总营收比例在 3Q24 达到 4%，并有望在 4Q 达到 5%，并预测 2025/2026 年年末占比有望提升至 10%/15%。供应链能力的持续强化有望支撑出境游营收稳步增长。

在线游戏：存量竞争激烈，关注优质产品机会

我们预计 2025 年中国游戏市场维持约 5%的平稳增长，流量红利进一步减少（小游戏用户流量增长亦开始放缓），竞争仍然激烈，行业收入增量将主要集中在少数新品。当前行业环境下，我们建议从游戏产品出发，自下而上精选个股，关注 2025 年具备优质游戏产品储备的网易、腾讯。

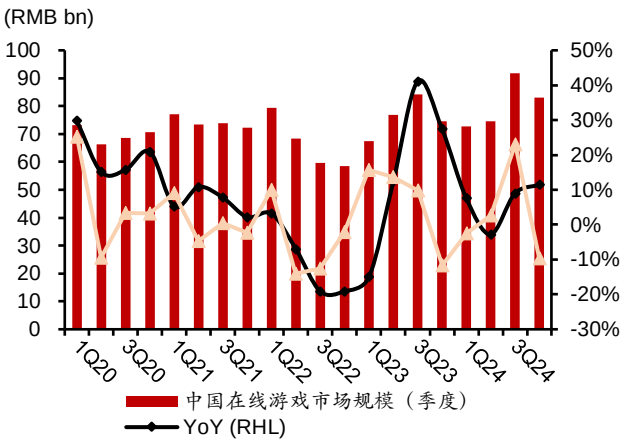
根据伽马数据及我们预估，2024 年中国游戏市场收入同比增长 6%至 3220 亿元，主要增长驱动力包括：1）游戏行业监管常态化，2024 年游戏版号发放数量增加，更多新游戏贡献增量；2）小游戏市场维持较快增长，2024 年小游戏市场规模有望超 300 亿元；3）《地下城与勇士：起源》《黑神话：悟空》《绝区零》等优质新游戏贡献可观收入增量。

图 40：中国：在线游戏市场规模



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

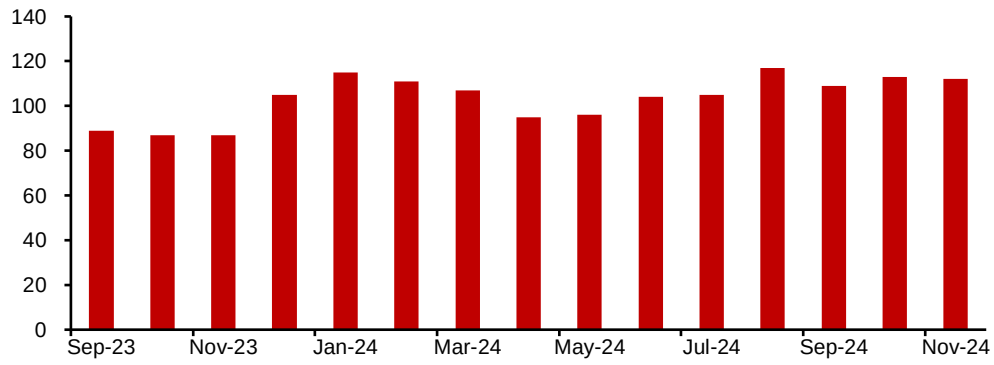
图 41：中国：在线游戏市场规模（季度）



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

行业监管：2024 年以来游戏行业逐渐回归常态化监管环境，11M24 国家新闻出版署累计发放国产游戏版号 1,184 个，对比 2023 年全年共发放国产游戏版号 986 个，数量显著增加。根据监管要求，主要游戏公司严格落实未成年人防沉迷系统，2024 年内亦未发生重大监管风险事件。行业监管常态化及版号发放数量增加将有利于游戏公司产品创新并在一定程度上降低产品试错成本。

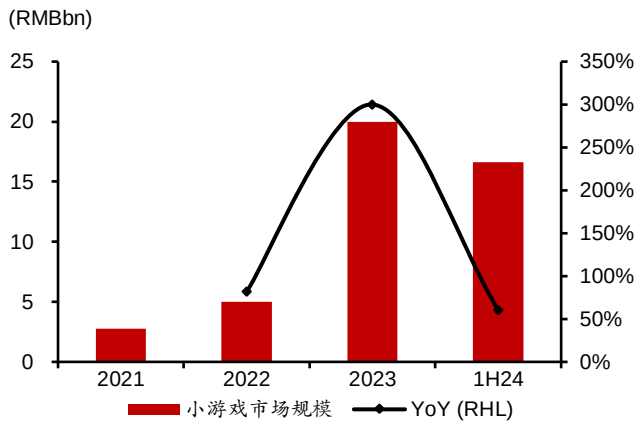
图 42：国产网络游戏版号审批数量



资料来源：国家新闻出版署、招银国际环球市场

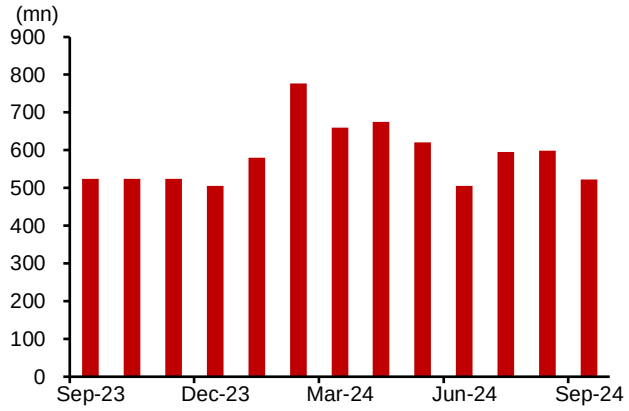
小游戏：根据伽马数据，1H24 小游戏市场收入同比增长 61%至 166 亿元，其中内购/广告变现收入分别同比增长 82/41%至 91 亿/75 亿元。得益于产品持续丰富以及用户渗透率提升，小游戏在 2021 年以来每年均取得较快增长。但随着小游戏市场收入基数提高以及小游戏用户增长放缓（据 QuestMobile，24 年 9 月微信小游戏 MAU 同比基本持平在 5.2 亿），预计 FY25E 小游戏市场增长将有所放缓，对于游戏行业大盘增长贡献更加有限。

图 43: 中国：小游戏市场规模



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场

图 44: 中国：微信小游戏 MAU



资料来源：QuestMobile、招银国际环球市场

展望 FY25，我们预计中国游戏市场主要增量收入仍将集中于少数优质新产品，建议关注网易和腾讯旗下优质产品：1）网易：高期待值《燕云十六声》和《漫威争锋》12 月推出，有望成为 FY25 游戏收入增长主要驱动力；公司同时计划在 24 年底前为备受期待的二次元开放世界游戏《代号无限大》进行首轮线下技术测试；2）腾讯：海外流水表现强劲的《胜利女神：新的希望》以及《爆裂小队》2024 年 11 月已获版号；《王者荣耀：世界》2024 年 10 月面向媒体等小范围人群进行线下试玩会，游戏研发进展良好，试玩反馈正面。

图 45:腾讯/网易：游戏管线

游戏	自研/代理	品类	已获得版号?	预计上线时间
腾讯				
王者荣耀：世界	自研	开放世界角色扮演	否	TBD
胜利女神：新的希望	代理	射击	是	TBD
爆裂小队	代理	射击	是	TBD
逆战：未来	自研	射击	是	TBD
大航海时代：海上霸主	代理	战略	是	TBD
刺客信条：侠隐	代理	角色扮演	是	TBD
网易				
燕云十六声	自研	开放世界武侠	是	Dec-24
漫威争锋	联合研发	射击	是	Dec-24
界外狂潮	自研	射击	是	1H25E
漫威秘法狂潮	联合研发	角色扮演	否	TBD
代号无限大	自研	开放世界角色扮演	否	TBD
命运：崛起	联合研发	射击	否	TBD
破碎之地	自研	多人角色扮演	否	TBD
突袭：暗影传说	代理	卡牌	否	TBD

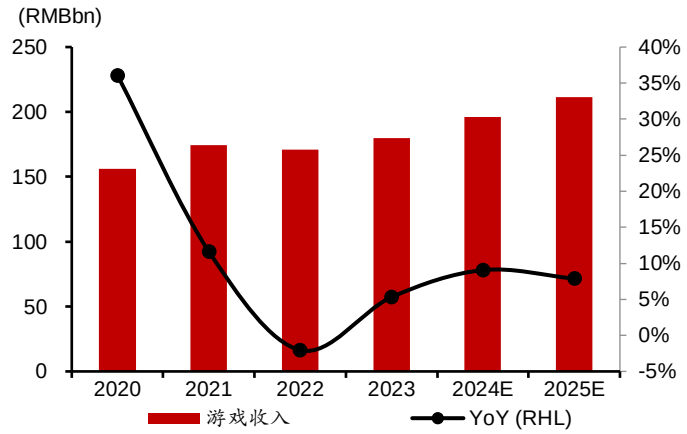
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ **游戏公司展望：预计腾讯/网易 FY25 游戏收入同比增长 8/7%**

1）我们预计腾讯 FY25 游戏收入同比增长 8%。腾讯 1H25 有望维持双位数游戏收入同比增长，但在 2H25 将面临高基数效应，增速有所放缓。分产品看，重点关注：1）DnF 手游表现的持续性，我们预计 DnF 手游在 FY25 贡献约 3%的游戏收入增量；2）海外游戏收入增长情况，包括 Supercell 旗下游戏以及《PUBG Mobile》流水增长的持续性，我们预计海外游戏将在 FY25 贡献约 3%的游戏收入增量；3）常青游戏《王者荣耀》及《和平精英》能否维持平稳趋势，在两款游戏低个位数增长的假设下，预计将在 FY25 贡献约 2%的游戏收入增量。

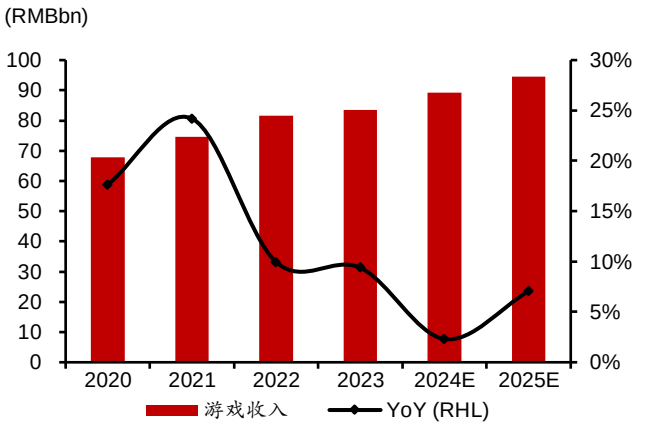
2）我们预计网易 FY25 年游戏及其他 VAS 收入同比增长 7%。重点关注 12 月两款高期待值新游《燕云十六声》及《漫威争锋》上线后的表现。分产品看，重点关注：1）《燕云十六声》手游/PC 游戏 12 月上线后表现，我们预计手游/PC 游戏分别将在 FY25 贡献 4/2%的游戏收入增量，2）《漫威争锋》12 月上线后表现，预计该游戏在 FY25 贡献 2%左右的游戏收入增量；3）暴雪游戏回归后流水持续性，预计该游戏在 FY25 贡献 2%左右的游戏收入增量；4）《永劫无间》手游流水持续性，预计该游戏在 FY25 贡献 1%左右的游戏收入增量。

图 46: 腾讯：游戏收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 47: 网易：游戏及其他 VAS 收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

电商：直播电商竞争边际趋缓，期待促消费政策带来增量

2024 年电商板块整体受到消费情绪偏弱的影响，直播电商在流量增长放缓的情况下给传统平台电商带来的竞争呈现边际缓和趋势。4Q24 电商行业整体虽受益于“国补”增量，但补贴周期具体延长的时间、及品类范围扩展的程度或仍为增长趋势是否可以外推至 2025 年的关键关注点。2H24，在注重 ROI 的指引下，整体电商行业竞争格局虽未见明显恶化，但电商平台均在不同方向重新增加投入以增强长期竞争力（如京东补齐服饰品类短板、阿里巴巴持续投资于核心用户群体验提升、拼多多投资于优化商户运营成本及平台生态优化），利润端或也不应有过高期待。股价区间震荡过程中较高的股东回报水平仍是估值的关键支撑。展望 2025，实质性的增量促消费政策出台、及美国加征关税等不确定性进一步明晰，或为行业估值进一步上行的关键支撑因素。基于目前的能见度，我们预测基准情形下 2025 实物商品网上零售额将同比增长 7.1%（对比目前社会消费品零售总额的 Wind 一致预期增速为 5.1%）。

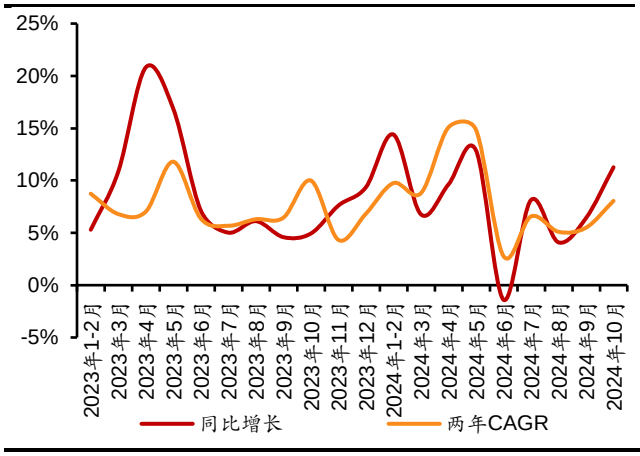
短期视角下，京东因带电品类 GMV 占比较同业更大、且具备供应链优势，有望在国补中受益更多，但中期视角下仍建议关注市场预期重回理性后变现率有望结构性提升、且具备稳定股东回报水平的阿里巴巴，及估值与电商同业回到相同区间，但营收、利润增速有望显著高于同业的拼多多。

国内电商：高 ROI 要求下兼顾核心客群体验提升与新客获取

■ 短期受益于“国补”增量，实质性促消费政策增量是 2025 年主要关注点

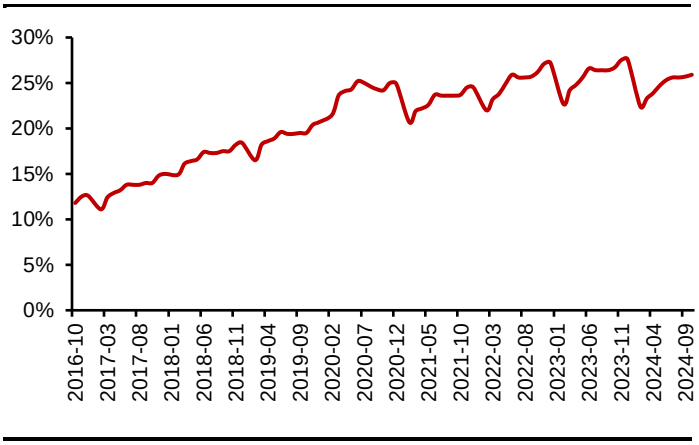
10M24 实物商品网上零售额为 10.3 万亿人民币，同比增长 8.3%（9M24: 7.9%；10M23: 8.4%），据数据测算单 10 月份实物商品网上零售额增速 11.3%（2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月：14.4/6.8/9.6/12.9/-1.4/8.1/4.1/6.4%），增速环比回暖或受益于国补拉动及双十一大促周期拉长、部分销售额前置至 10 月，数据验证部分头部电商平台提及 10 月消费情绪进一步边际回暖趋势；4Q 以旧换新持续推进情况下，消费情绪或有支撑。10M24 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.9%，同比下降 0.8ppts，但环比增长 0.2ppts。

图 48：中国：实物商品网上零售额当月同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 49：中国：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重



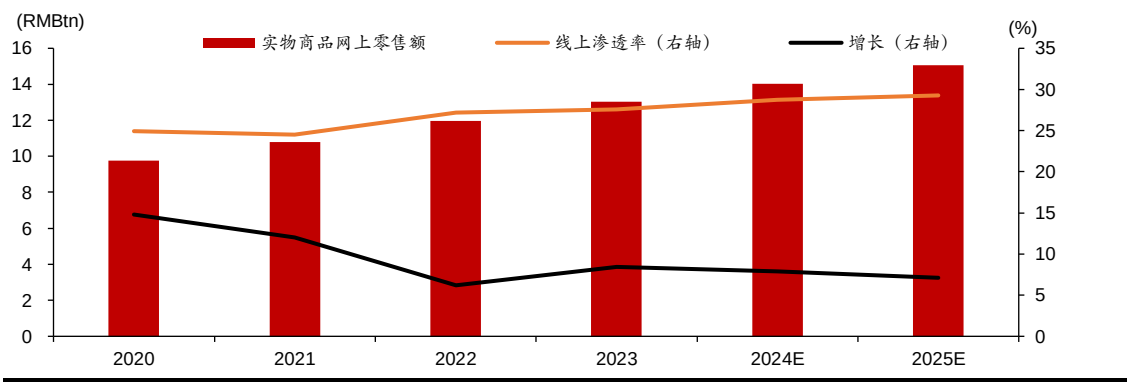
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

10 月虚拟商品网上零售同比增速亦展现月环比回暖趋势：单 10 月份非实物商品网上零售额同比增速为 10.3%（2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月：20.5/10.9/5.1/27.3/7.1/6.6/9.9/6.1%），或受益于旅游消费较为旺盛及新游上线带来增量。10M24 整体网上零售额（实物+虚拟/服务商品）为 12.4 万亿人民币，同比+8.8%（9M24: +8.6%；10M23: +11.2%）。

10 月社会消费品零售总额及实物商品网上零售额均受益于国补和双十一大促提前开启带来的前置效应的积极影响：国家统计局数据显示 10 月家用电器和音像器材类商品零售额同比增长 39.2%，显著高于 10M24 的 7.8%，文化办公用品类商品零售额同比增长 18.0%，显著高于 10M24 的-0.6%。基于目前最新信息，“国补”主要覆盖冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水气、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品，大部分地区的补贴持续时间到 2024 年 12 月 31 日截止。

我们认为在目前消费情绪仍较弱的情况下，补贴周期是否延长、品类范围是否扩展或仍为增长趋势是否可以部分外推至 2025 年的关键关注点。展望 2025，实质性的增量促消费政策出台、及美国加征关税等不确定性进一步明晰，或为行业估值进一步上行的关键支撑因素。基于目前能见度，我们预测 2025 实物商品网上零售额将同比增长 7.1%（对比目前社会消费品零售总额的 Wind 一致预期增速为 5.1%）。

图 50：中国：实物商品网上零售额及增长预测

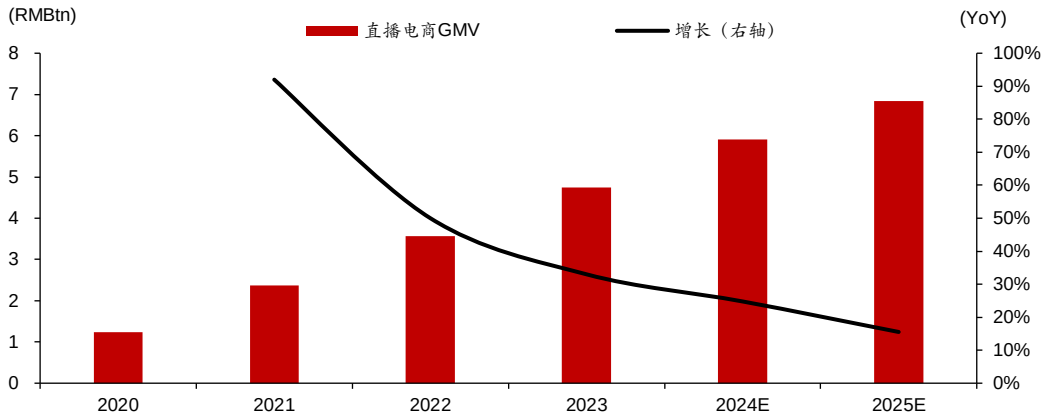


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

■ 直播电商竞争在 2025 或延续放缓趋势

回顾 2024，我们观察到整体直播电商 GMV 同比增速季度环比呈现下降趋势，给传统货架电商带来的竞争影响边际持续转弱。在消费情绪仍偏弱、短视频平台流量及使用时长逐步见顶、平台运维成本较难大幅优化的背景下，我们认为直播电商尽管仍有望在 2025 年维持快于大盘的增速，但给传统电商平台带来的竞争边际转弱的趋势或将延续。我们预测直播电商 GMV 将在 2025 年同比增长 15.5%至人民币 6.8 万亿元，在社会消费品零售总额中的渗透率将达到 13.3%。

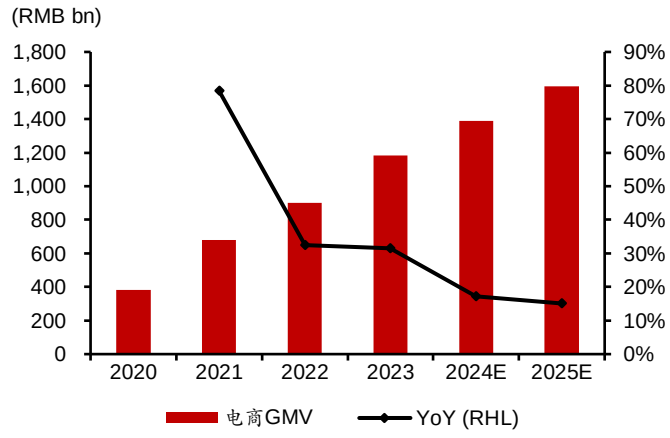
图 51：中国：直播电商交易额及增长预测



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场预测

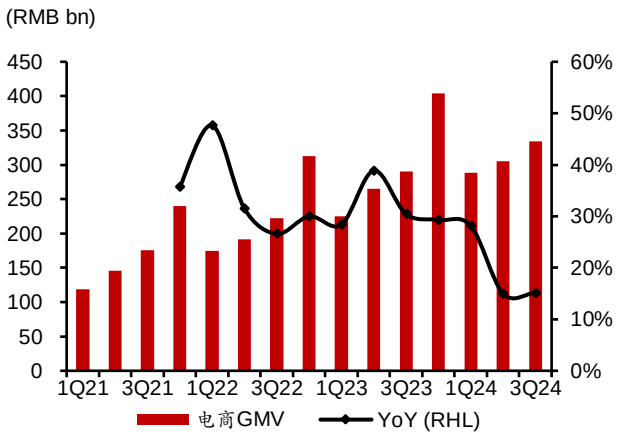
据晚点 Latepost 和易观数据，抖音电商 GMV 同比增速 2M24/2024 年 3 月/4-5 月/618 购物节分别为 60%+/40%以下/30%以下/超过 20%，呈现逐月下降趋势。快手电商 GMV 增长亦较预期更弱，1Q24 及 2Q24 GMV 分别同比增长 28%和 15%，3Q GMV 维持 15%的同比增长，我们预计公司 4Q 电商 GMV 将同比增长 14%，对应全年 17%的增速亦弱于年初时市场 25%的全年同比增长一致预期。

图 52: 快手：电商 GMV 趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 53: 快手：电商 GMV 趋势（季度）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

双十一数据亦佐证直播电商边际趋缓态势：据易观数据，2024 双十一全周期，抖音/快手/拼多多/淘宝天猫/京东分别录得 18.8%/11.3%/15.8%/10.2%/7.0%的 GMV 同比增长，其中相较行业整体 11.4%的增速而言抖音/拼多多仍在获取市场份额，京东相对快手/淘宝天猫跑输行业更多；对比今年 618 全周期抖音/快手/拼多多/淘宝天猫/京东 GMV 同比增速 26.2%/16.1%/17.7%/12.0%/5.7%，抖音/快手平台 GMV 增速进一步出现较为明显的下滑，而京东平台 GMV 增速度过高基数效应后有所回暖。整体而言，直播电商平台 GMV 增速持续向行业趋势趋同。

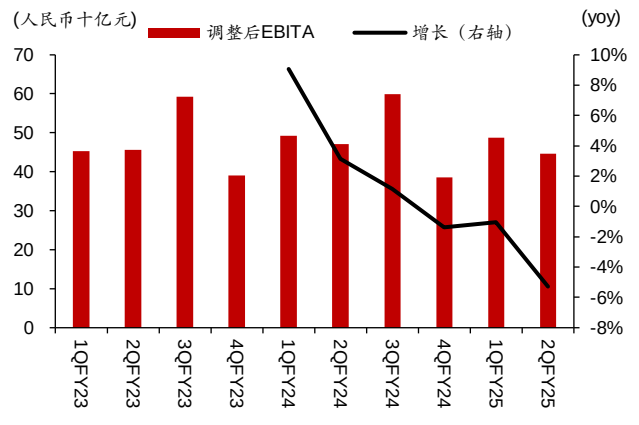
我们认为直播电商增速放缓或主因：1）宏观消费疲软下冲动型消费受到更大影响；2）直播电商流量及时长逐步见顶（在缺乏增量流量的情况下，平台给予商家端的支持举措或不可持续）；3）缺乏基础设施支持下直播电商平台的货架电商业务用户心智培养弱于预期；及 4）平台流量成本较高，较难支持低价策略的执行及与同业的竞争。

■ 多元化投资以夯实长期竞争力、平衡商家运营成本与变现率提升增量

2H24，在注重 ROI 的指引下，整体电商行业竞争格局虽未见明显恶化，但电商平台均在不同方向重新增加投入以增强长期竞争力（如京东补齐服饰品类短板、阿里巴巴持续投资于核心用户群体验提升、拼多多投资于优化商户运营成本及平台生态优化）。在持续投资的情况下，短期内对于电商平台或不应有较高的对于利润率扩张的期待。

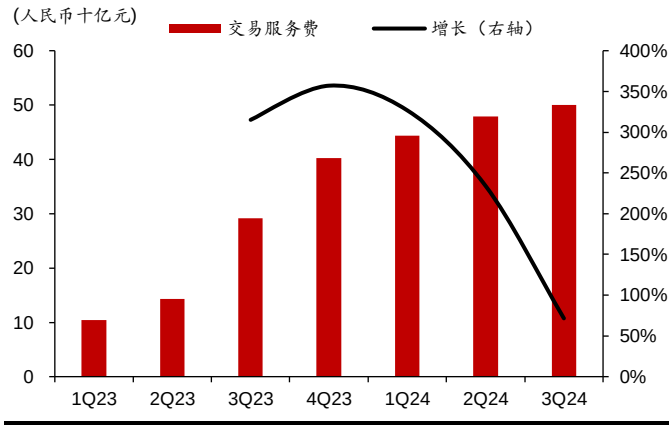
阿里巴巴持续投资于核心用户数量增长及用户体验提升，尽管这在短期对淘天集团的盈利造成压力，但我们认为核心用户参与度的提升反过来会随着时间推移推动商家更多地在阿里巴巴平台投入资源以及增加广告支出。据阿里巴巴，其目前已经累积了 4600 万 88VIP 会员，数量上实现两位数的同比增长，且在双十一购物节期间下单的 88VIP 会员数量同比增长超过 50%。受益于价格力举措，今年双十一期间阿里巴巴三线以下城市新增超 2000 万购买用户，新增超 1.4 亿订单。更强的用户粘性和更优的流量分配也带来了更好的商户 ROI 和更强的商户付费意愿，大促期间天猫平台有 402 个品牌成交破亿、3.8 万品牌成交同比增长超 100%、日均广告付费商家数实现同比两位数增长。

图 54: 阿里巴巴：淘天集团 EBITA 及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场
注：财年结于 3 月

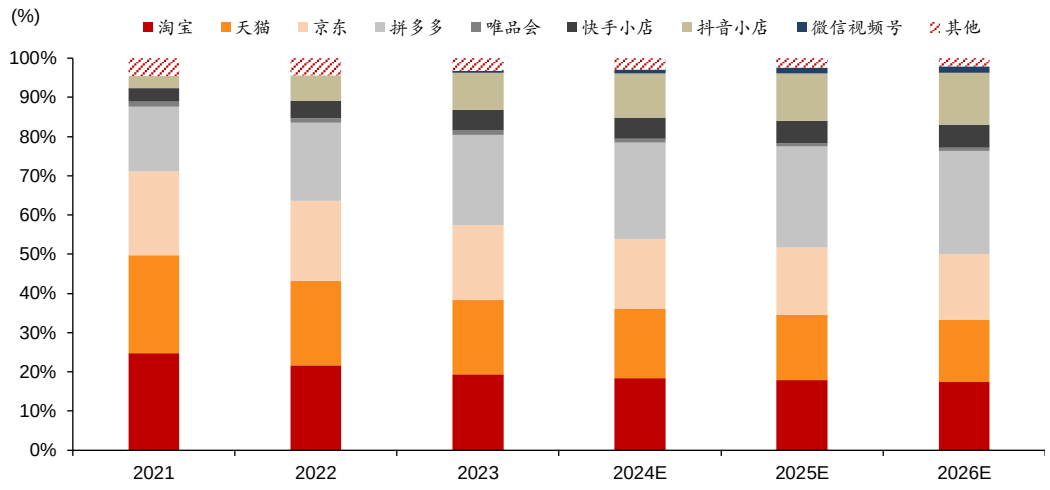
图 55: 拼多多：商户扶持计划部分影响交易服务费营收增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

拼多多致力于坚定投资以推动更健康、可持续的平台生态系统发展。管理层表示将持续对商家生态系统进行投资，为长期健康、可持续发展奠定更坚实的基础，截至 3Q24 拼多多推出的 100 亿元费用减免计划和优质商家扶持计划已为逾 1000 万商家节省了成本并提高了效率。同时，公司已实施了多项政策，例如退还服务费、降低保证金、免除偏远地区订单的转运费以及加强对商家的售后支持等。京东 2H24 起按年初计划重新开始对服饰类目加大投入，诸如“服饰真五折”、“买服装上京东”等活动持续推出，持续补齐服饰类目的短板，并助力新客获取和现有用户的消费频次提升。

图 56: 中国：电商市场份额估算



资料来源：国家统计局，晚点 Latepost，公司资料，招银国际环球市场估算

注：1）GMV 数据为公司披露口径数据及我们基于第三方数据进行估算，可能存在电商平台间 GMV 披露口径不一致而不绝对可比的情况；2）在计算市场份额时，我们将退货率纳入考虑，计算实际产生的 GMV，我们假设 2021-2026E 电商平台的退货率分别为 15/19/20/23/24/25%；直播电商平台的退货率分别为 30/30/32/35/37/38%；3）计算市场份额时，为避免重复计算，我们仅计算直播电商的闭环电商产生的 GMV 体量。

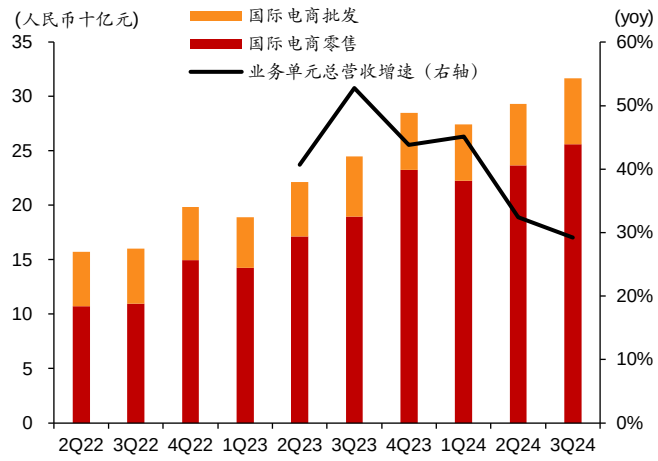
展望 2025 年，基准情形下，我们仍预测拼多多及直播电商平台有望进一步获取市场份额，尽管速度或有望进一步放缓。我们预测拼多多将会获取 1.1ppts 的市占（相较 2024E 的 1.6ppts 有所放缓）。

电商出海：从快速扩张逐步转向精细化运营阶段

电商平台的出海业务已从大规模快速扩张转向兼顾规模增长和 UE 提升的有质量的增长阶段，我们预期趋势将会在 2025 年延续。在市场普遍担忧美国加征关税及地缘政治扰动、业务运营存在较大不确定性的情况下，我们认为目前市场尚未将跨境电商业务的估值反映在电商平台的估值中，而未来潜在的加征关税靴子落地、业务拓展有更强确定性之后，估值或有望重新体现。在我们目前的目标估值中，阿里巴巴的国际数字商业板块和拼多多的 Temu 业务，分别在各自目标估值中的占比为 9%/10%。

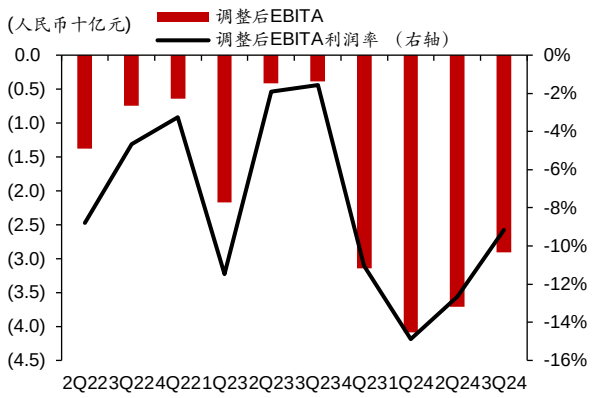
据 36 氪报道，3Q24 Temu 的 GMV 处于 130-140 亿美金区间，环比增速降至 15%左右甚至更低，而 2Q24 的 GMV 增速为 50%。而阿里巴巴的国际数字商业业务营收增速也相较此前高速发展的阶段呈现放缓趋势，公司持续追求有质量的增长、驱动业务规模扩张的过程中 UE 持续提升。

图 57: 阿里巴巴国际数字商业：EBITA 及 EBITA 亏损率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 58: 阿里巴巴国际数字商业：EBITA 及 EBITA 亏损率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

在线广告：AI 赋能与产品创新带来收入增量

我们预计 2025 年中国主要在线广告平台收入同比增长 12%，相较 2024 年有望加速，主要驱动力包括：1）消费情绪修复（社会零售总额 FY25E +5% YoY vs FY24E +4% YoY ）；2）AI 及大模型增强推荐算法，驱动用户时长及广告转化率提升，带动广告库存及需求增长；3）微短剧及小游戏等新兴行业带来增量广告需求。从公司维度，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩有望同时受益于这三大驱动力，2025 年有望维持快于行业的广告收入增长，预计分别同比增长 17/15/17%。

图 59：在线广告：收入展望

社会零售总额 (万亿元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	FY24E	FY25E
社会零售总额	**11.5**	**11.3**	**11.5**	**12.9**	**12.0**	**11.6**	**11.8**	**48.9**	**51.4**
YoY	5.8%	10.7%	4.2%	8.3%	4.7%	2.6%	2.7%	3.7%	5.1%

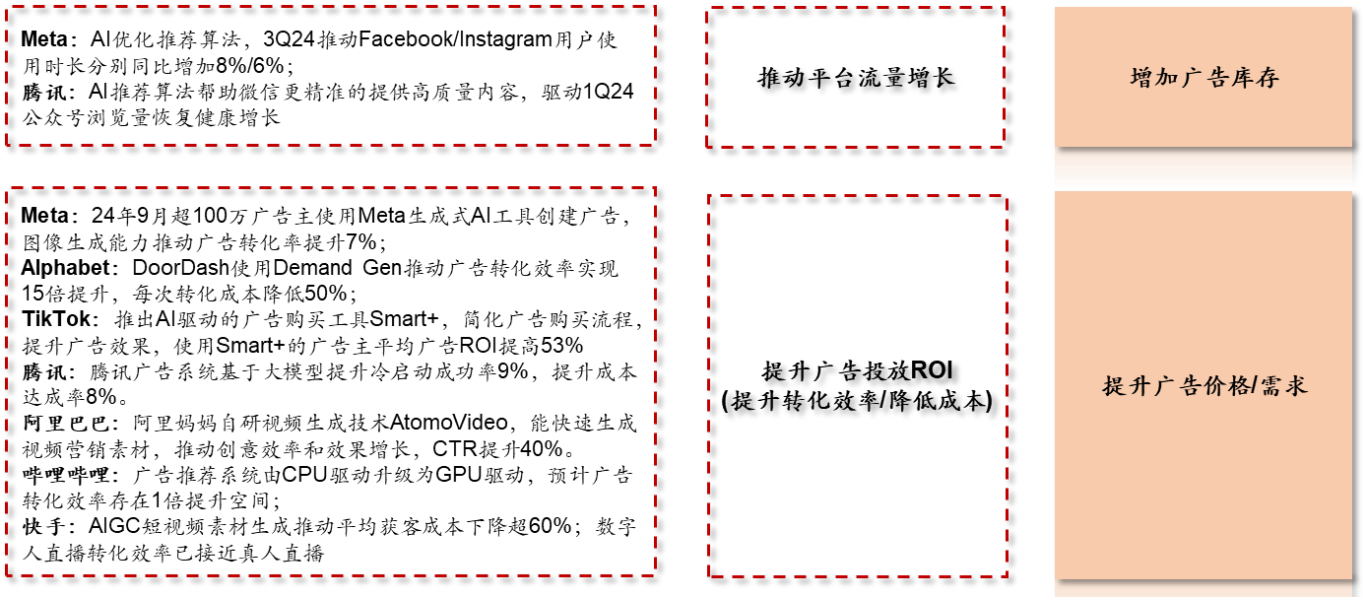
广告收入 (百万元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	FY24E	FY25E
腾讯	20,964	25,003	25,721	29,794	26,506	29,871	29,993	120,270	140,479
快手	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515	17,634	72,793	83,949
百度	16,568	19,586	19,672	19,153	17,008	19,164	18,771	72,555	75,565
微博	2,434	2,731	2,784	2,911	2,474	2,702	2,850	10,824	11,277
爱奇艺	1,404	1,495	1,674	1,651	1,482	1,461	1,337	5,587	5,903
汽车之家	1,534	1,833	1,906	1,911	1,609	1,873	1,775	7,046	7,181
哔哩哔哩	1,272	1,573	1,638	1,929	1,669	2,037	2,094	8,195	9,561
合计	**57,239**	**66,567**	**68,085**	**75,553**	**67,398**	**74,623**	**74,454**	**297,269**	**333,916**

同比增速	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	FY24E	FY25E
腾讯	16.5%	34.2%	20.0%	20.8%	26.4%	19.5%	16.6%	18.5%	16.8%
快手	15.1%	30.4%	26.8%	20.6%	27.4%	22.1%	20.0%	20.7%	15.3%
百度	6.3%	14.7%	5.2%	6.3%	2.7%	-2.2%	-4.6%	-3.2%	4.1%
微博	-10.1%	7.3%	3.3%	4.5%	1.7%	-1.0%	2.4%	-0.2%	4.2%
爱奇艺	5.0%	25.3%	34.3%	6.2%	5.6%	-2.3%	-20.1%	-10.2%	5.7%
汽车之家	4.2%	5.8%	3.4%	1.0%	4.9%	2.2%	-6.9%	-1.9%	1.9%
哔哩哔哩	22.2%	35.8%	20.9%	27.6%	31.2%	29.5%	27.8%	27.8%	16.7%
合计	**11.2%**	**24.8%**	**15.7%**	**15.3%**	**17.7%**	**12.1%**	**9.4%**	**11.2%**	**12.3%**

资料来源：国家统计局、公司资料、招银国际环球市场预测

AI 大模型赋能广告投放：AI 大模型对于在线广告平台的赋能进一步显现。海外市场，Meta 通过 AI 优化推荐算法，3Q24 提升 Facebook/Instagram 用户时长 8/6%，进一步增加平台广告库存；此外，Meta 生成式 AI 工具帮助超 100 万广告主生成广告素材，同时推动广告转化效率提升 7%，广告转化效率的提升为平台增加广告需求，提供广告涨价空间。国内市场，包括腾讯、哔哩哔哩、快手等主要广告平台均更好地使用 AI 去提升平台用户活跃度以及广告 ROI。例如哔哩哔哩将广告推荐系统由 CPU 驱动升级为 GPU 驱动，有望将广告转化效率提升超 100%；快手推出 AIGC 短视频素材生成功能，帮助广告主降低平均获客成本超 60%。

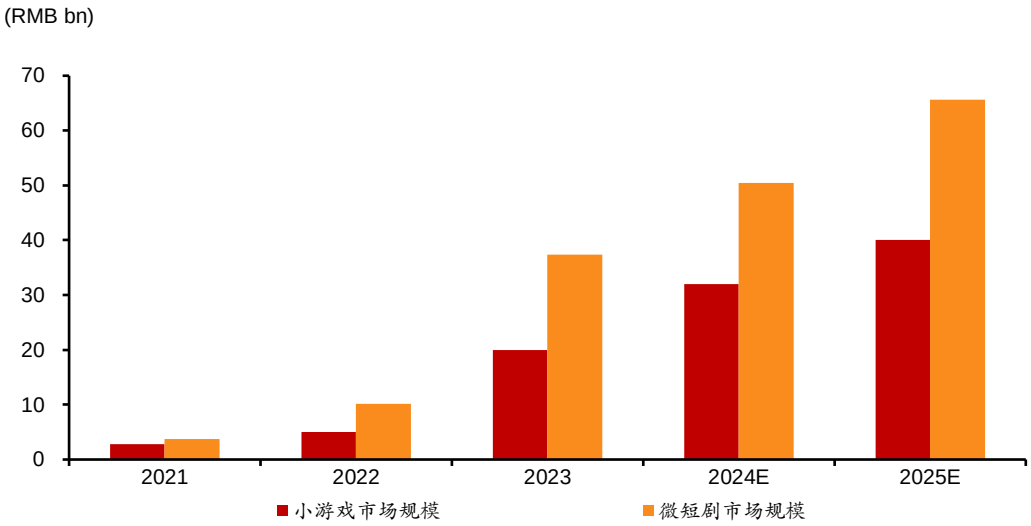
图 60：AI 大模型赋能在线广告



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

预计 2025 年微短剧及小游戏合计市场规模达到 1,056 亿元（据中国网络视听协会、伽马数据及我们预测），未来有望持续带来增量广告收入。假设微短剧&小游戏市场收入 15-30%作为广告分成/投流成本流向平台，预计微短剧及小游戏 2025 年为在线广告平台带来 158-317 亿元广告收入，约占 2025 年主要在线广告平台（图 59）收入 5-9%。

图 61：中国：微短剧&小游戏市场规模



资料来源：中国网络视听协会、伽马数据、招银国际环球市场预测

■ **广告公司展望：关注消费复苏、AI 赋能以及增量行业预算贡献**

展望 FY25，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩继续提升在线广告市场份额，维持快于行业的收入增长，主因 1）供给侧：相较于抖音较高的广告加载率且商业流量增长已经开始放缓，腾讯/快手/哔哩哔哩的广告加载率仍然有较大提升空间，随着广告加载率提升，预计 FY25 三家平台商业流量和广告库存将维持较快增长；2）需求侧：AI 有望进一步提升三家平台广告转化率及 ROI，叠加增量垂直行业广告需求（如微短剧/小游戏/电商等），预计 FY25 三家平台广告需求及价格亦有望维持良好增长。

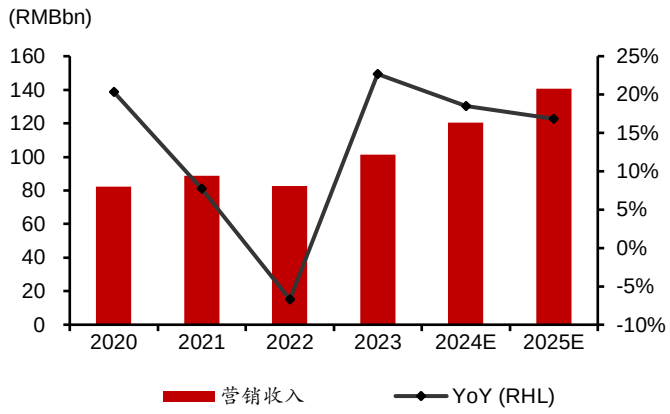
1）我们预计腾讯 FY25 营销收入同比增长 17%。主要驱动力包括：a）视频号广告加载率提升拉动视频号广告收入维持较快增长；b）小游戏及微短剧广告收入增量推动小程序广告收入增长；c）AI 及大模型持续提升搜索能力，商业搜索量增加推动微信搜索广告收入增长；4）AI 赋能广告技术，提升广告 ROI 及单价。

2）我们预计快手 FY25 在线营销收入同比增长 15%。主要驱动力包括：a）微短剧/小游戏等行业为外循环广告带来增量预算；b）内循环广告商业化效率提升。

3）我们预计哔哩哔哩 FY25 广告收入同比增长 17%。主要驱动力包括：a）加强与电商平台合作，打造开环电商生态，获取更多电商广告预算；b）持续提升平台整体广告加载率；c）广告算法以及模型的持续迭代，提升广告转化效率及 ROI。

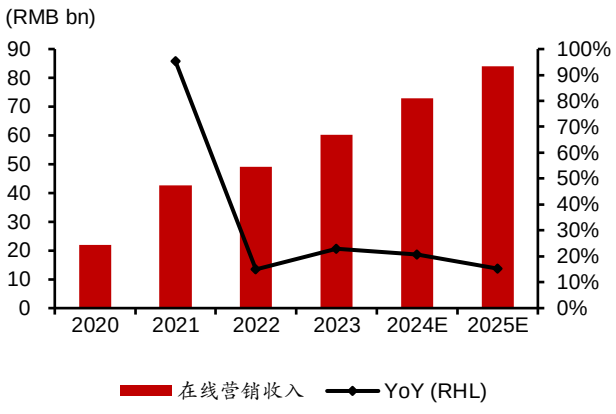
4）我们预计百度核心 FY25 广告收入同比增长 4%。在宏观较为疲软且面临行业竞争持续加剧的背景下，百度较为激进的通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度并换取中长期更广阔的变现空间影响了短期的广告业务增长。截至 2024 年 11 月，百度约 20% 的搜索结果填充了生成式人工智能生成的内容（2024 年 8 月中旬：18%），其 App 约 70% 的 MAU 已体验过生成式 AI 相关内容；但因生成式 AI 相关的搜索结果尚未开始变现、且宏观环境仍较弱影响到作为百度基本盘的线下中小商户的广告投放意愿，百度核心广告收入增长承压，2Q24/3Q24 分别同比下滑 2%/5%，我们预计 2024 年全年百度核心广告收入将同比下滑 3%。我们预计百度在 4Q24-1Q25 仍会将产品优化和用户参与度提升的优先级置于商业化之上，并会增加投资以推动其大语言模型升级，但随着整体宏观环境复苏、文心一言智能体带来增量的商业化变现、及从 2025 年开始生成式人工智能搜索结果的商业化变现开始逐步起量，我们预测百度核心的广告收入增长将在 2025 年逐季企稳，并将于全年录得 4%的同比增长。

图 62: 腾讯：营销收入展望



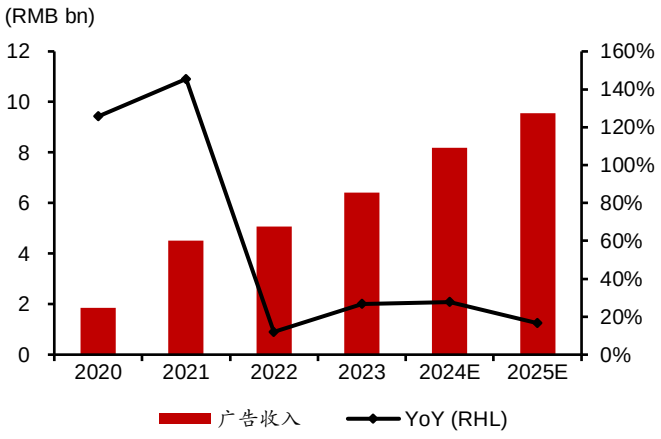
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 63: 快手：在线营销收入展望



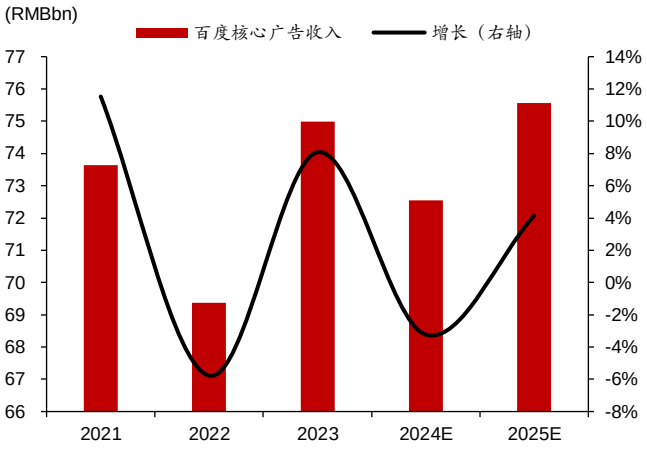
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 64: 哔哩哔哩：广告收入



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 65: 百度核心：广告收入



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

中国软件板块 优于大市

贺赛一, CFA – hesaiyi@cmbi.com.hk
陶冶, CFA – franktao@cmbi.com.hk
陆文韬, CFA – luwentao@cmbi.com.hk

关注 AI 应用营收起量趋势

在经济周期错位背景下，中美软件板块 2024 年股价表现整体展现分化趋势，但 AI 相关的投资体量、短期对利润的影响及潜在的变现前景展望是两边市场的共同关注点。展望 2025 年，我们认为 AI 相关的投资主题从基本面的维度将延续从芯片至公有云到基础设施软件再到应用软件的受益传导路径，基础设施云板块关注供给限制逐步缓和下云业务增速的提升趋势及 AI 相关投资对利润率的影响情况、基础设施软件关注 AI 相关的营收的起量速度、应用软件关注 AI 相关应用的订阅收入带来的增量。大模型使用成本的持续优化支撑下 AI 应用生态的逐步繁荣或是未来几年软件板块的投资主线。

公有云：供给受限仍部分影响营收起量，关注点逐步切换至营收与利润并重

2024 年中国基础设施云厂商逐步走出业务调整的影响，且伴随 AI GPU 云营收起量，营收增速整体呈现逐季回暖趋势。全年维度来看，伴随规模效应逐步显现、龙头厂商的云业务利润率均呈现稳中有升的趋势。海外基础设施云厂商亦受益于整体云开支优化进程结束及 AI GPU 云的增量营收贡献，营收增速整体展现逐季加速趋势，但部分厂商受制于供给短缺、云营收增速季度间出现小幅波动。展望 2025 年，GPU 云持续起量及公有云需求稳健增长仍有望支撑中美云行业的稳健增长，我们预测中国基础设施云厂商（阿里云/百度云/腾讯云）营收有望同比增长 12%，相较 2024 年的 8%有所加速；而美国基础设施云厂商（AWS/谷歌云/微软智能云）营收将同比增长 21%，相较 2024 年的增速维持基本稳定。此外，市场正在从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。

大模型使用成本持续降低或有望助推 AI 应用生态逐步繁荣

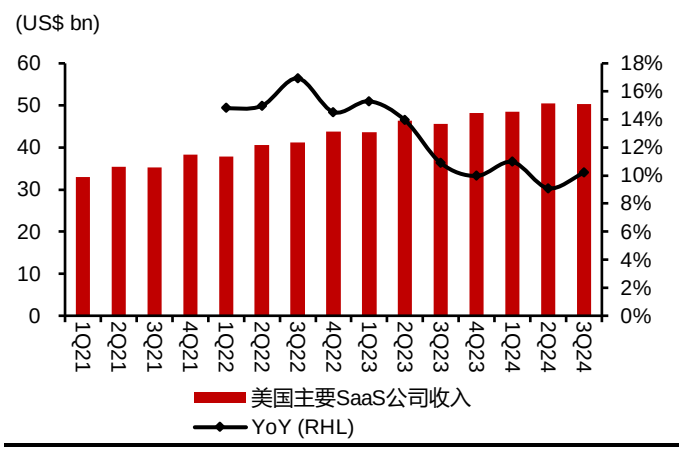
得益于算法及硬件优化、模型训练和推理效率提升以及用户量增加带来的规模效应，大模型厂商的模型使用成本持续下降。我们认为模型调用成本的优化将助推 AI 应用生态逐步繁荣，而在中长期也有望反哺大模型厂商模型的持续迭代、行业龙头玩家的市占有望稳步提升。大模型的应用方面，AI 云、智能体、AI 编程、AI 驱动下广告效果优化等领域为目前大模型变现的主要途径。展望 2025 年，随着模型迭代以及 AI 应用场景进一步覆盖，我们看好 AI 应用为 SaaS 厂商进一步贡献收入增量。

中美软件公司基本面表现分化趋势短期或延续

基本面层面，得益于更好的盈利能力以及现金流展望，美国 SaaS 板块相较中国 SaaS 板块有一定估值溢价（美国/中国 SaaS 对应 9.5/3.4x FY25E PS）。展望 FY25E，在 AI 需求带动下企业有望持续增加 IT 预算，支撑美国 SaaS 板块收入增长/利润率/估值维持较高水平；中国 SaaS 板块基本面以及估值存在较大修复空间，但修复的节奏将取决于宏观环境以及企业 IT 付费意愿。

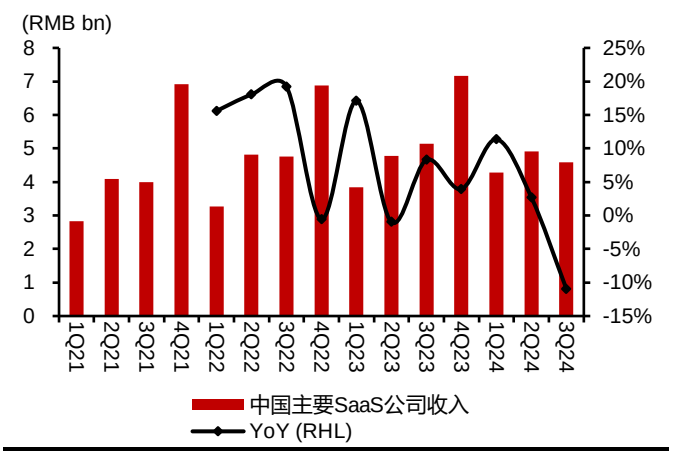
重要图表

图 1: 美国：主要 SaaS 公司收入趋势



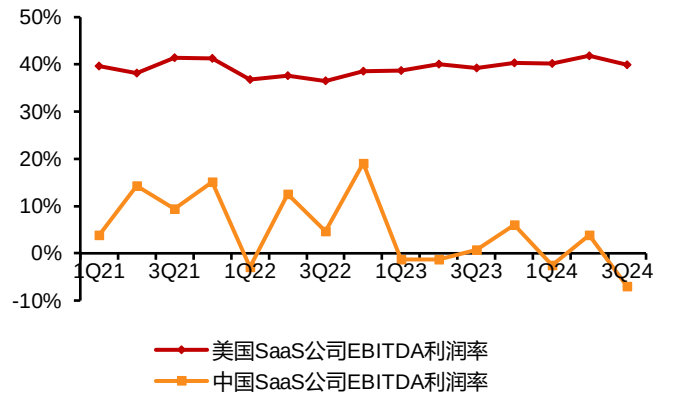
资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 2: 中国：主要 SaaS 公司收入趋势



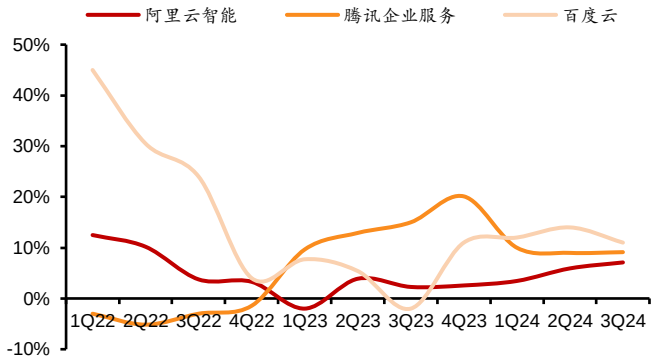
资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 3: 中国 vs 美国：软件公司 EBITDA 利润率对比



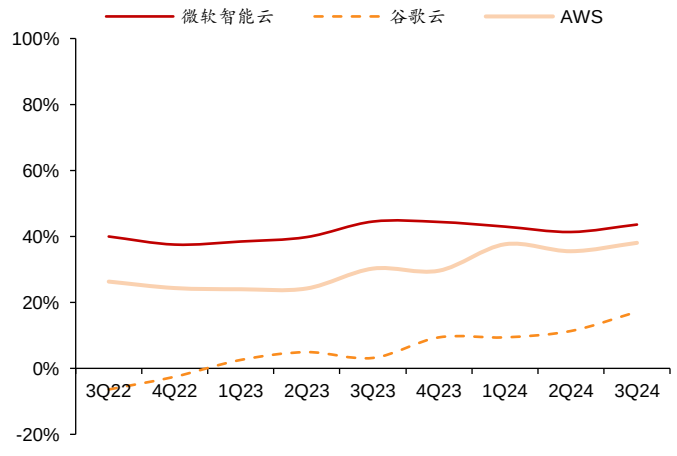
资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 4: 中国：主要互联网公司云业务营收增速



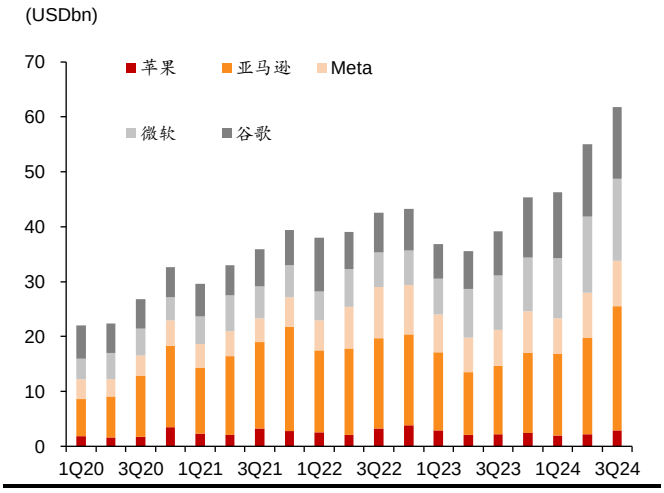
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 5: 美国主要互联网公司云业务利润率水平



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 6: 美国主要 TMT 公司资本开支绝对值



资料来源：公司资料、彭博、招银国际环球市场

中美 SaaS 行业对比：经济周期错位背景下基本面表现分化致使估值分化

良好收入增长前景以及现金流生成能力支撑 SaaS 板块估值溢价。得益于更好的盈利能力以及现金流展望，美国 SaaS 板块相较中国 SaaS 板块有一定估值溢价（美国/中国 SaaS 对应 9.5/3.4x FY25E PS）。具体到公司层面，CrowdStrike/ServiceNow/DataDog/Palo Alto Networks 满足“50 法则”（自由现金流比率+收入增长>50%），具备较快收入增长以及较强现金流生成能力，并因此相较同业有更高估值溢价，对应 17x/16x/15x/11x FY24E PS。展望 FY25E，在 AI 需求带动下企业有望持续增加 IT 预算，支撑美国 SaaS 板块收入增长/利润率/估值维持较高水平；中国 SaaS 板块基本面以及估值存在较大修复空间，但修复的节奏将取决于宏观环境以及企业 IT 付费意愿。

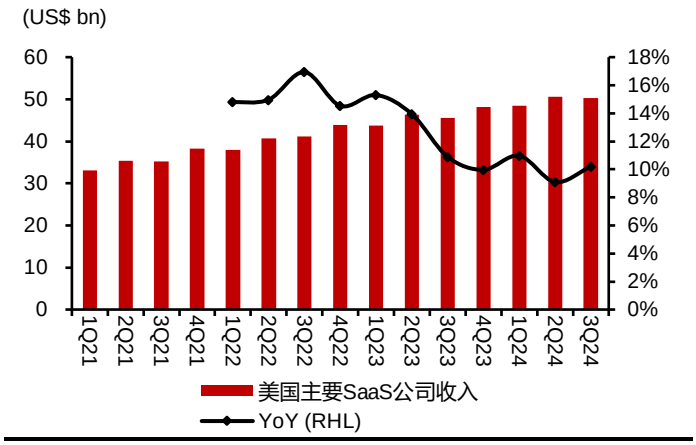
图 7：中美软件公司：估值对比

公司名称	股份代码	股价	市值	P/S (x)		EV/EBITDA (x)		同比收入(%)		FCF 利润率	FCF 利润率 + 收入 YoY
		(LC)	(百万美元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2024E
美国											
Oracle	ORCL US	182.7	506,273	10.2	9.1	19.9	17.3	10%	12%	22.3%	32.0%
Salesforce	CRM US	330.0	315,490	8.3	7.6	21.1	19.3	9%	9%	31.6%	40.3%
SAP	SAP US	232.0	285,038	8.3	7.5	32.4	22.7	9%	11%	12.5%	21.0%
Adobe	ADBE US	513.7	226,122	10.4	9.3	20.9	19.0	10%	11%	35.8%	46.2%
ServiceNow	NOW US	1041.4	214,528	19.3	16.0	60.8	48.0	23%	21%	31.1%	53.6%
PANW	PANW US	384.4	126,112	13.2	11.4	45.2	38.9	14%	16%	38.6%	52.7%
CrowdStrike	CRWD US	347.6	85,621	21.1	17.4	85.9	68.9	29%	21%	27.0%	55.5%
Fortinet	FTNT US	94.1	72,093	12.0	10.7	34.8	31.6	11%	13%	32.6%	43.7%
Atlassian	TEAM US	262.5	68,382	13.2	11.0	54.7	43.7	17%	20%	32.5%	49.4%
Datadog	DDOG US	152.0	51,553	18.8	15.4	69.5	57.2	25%	22%	28.1%	53.0%
HubSpot	HUBS US	722.8	37,311	14.1	12.2	67.7	56.5	20%	16%	11.6%	31.3%
ZScaler	ZS US	205.0	31,446	11.6	9.6	48.7	38.4	21%	21%	27.0%	47.5%
Zoom	ZM US	85.4	26,270	4.2	4.0	10.0	9.8	3%	3%	32.5%	35.5%
Twilio	TWLO US	102.9	15,785	2.9	2.7	15.4	14.2	6%	8%	15.3%	21.8%
Ring Central	RNG US	38.1	3,442	2.0	1.9	8.1	7.0	9%	7%	14.7%	23.6%
Five9	FIVN US	41.6	3,129	3.1	2.8	16.8	14.3	13%	11%	10.7%	23.9%
中位数				**11.0**	**9.5**	**33.6**	**27.1**			**27.5%**	**42.0%**
中国											
金山办公	688111 CH	303.0	19,379	25.6	20.8	85.8	66.6	11%	23%	37.8%	48.4%
用友网络	600588 CH	13.3	6,284	4.1	3.6	NA	42.5	7%	13%	-10.5%	-3.5%
金蝶国际	268 HK	8.8	4,036	4.0	3.4	88.4	40.7	12%	17%	1.5%	13.4%
广联达	002410 CH	12.9	2,951	2.8	2.6	18.4	13.7	-5%	6%	4.9%	0.2%
微盟	2013 HK	1.6	661	2.3	2.0	NA	15.6	-15%	16%	-32.8%	-48.3%
中位数				**4.0**	**3.4**	**85.8**	**40.7**			**1.5%**	**0.2%**

资料来源：彭博、招银国际环球市场

美国主要 SaaS 公司收入维持健康增长趋势，9M24 总收入同比增长 10%，同期 EBITDA 利润率同比改善 1.4 个百分点至 40.7%，主要得益于企业降本增效措施以及 AI 提升企业运营效率。中国主要 SaaS 公司收入表现较为波动，9M24 总收入同比持平，收入端承压导致运营去杠杆，运营利润率同比略有下降。

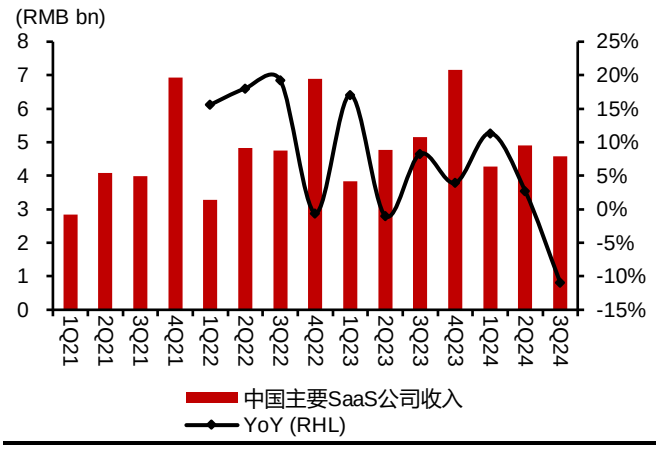
图 8: 美国主要 SaaS 公司收入趋势



资料来源：彭博、招银国际环球市场

注：统计涵盖股票标的包含图 7 中的所有美股 SaaS 公司

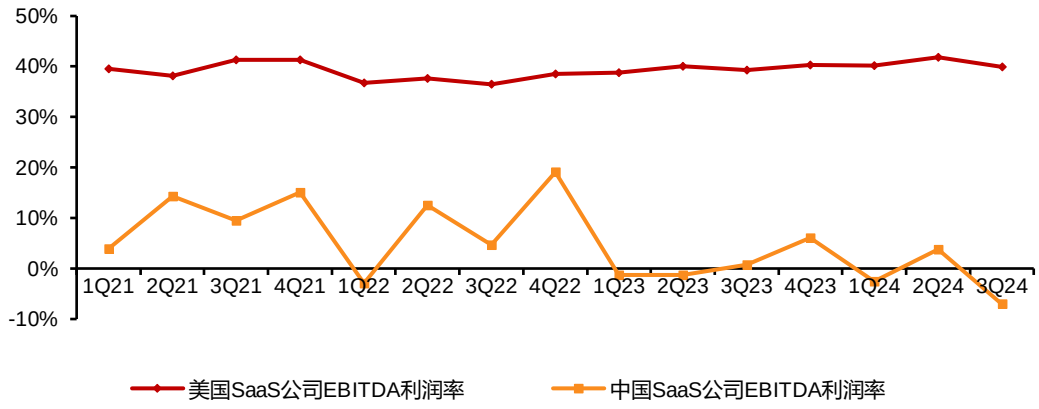
图 9: 中国主要 SaaS 公司收入趋势



资料来源：彭博、招银国际环球市场

注：统计涵盖股票标的包含图 7 中所有 AH 中国 SaaS 公司

图 10：中国 vs 美国：软件公司 EBITDA 利润率对比



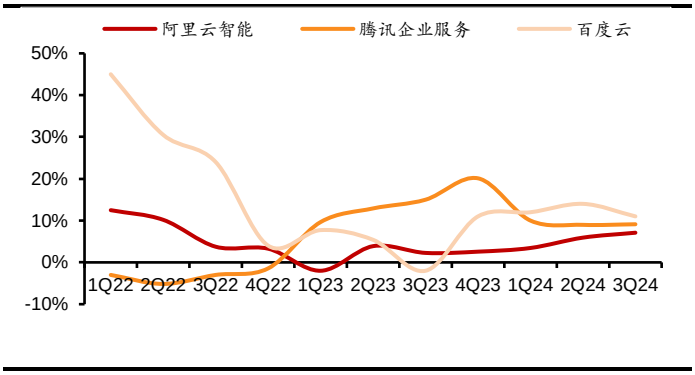
资料来源：彭博、招银国际环球市场

公有云：供给受限仍部分影响营收起量，关注点逐步切换至营收与利润并重

2024 年中国基础设施云厂商逐步走出业务调整的影响，且伴随 AI GPU 云营收起量，营收增速整体呈现逐季回暖趋势。全年维度来看，伴随规模效应逐步显现、龙头厂商的云业务利润率均呈现稳中有升的趋势。海外基础设施云厂商亦受益于整体云开支优化进程结束及 AI GPU 云的增量营收贡献，营收增速整体展现逐季加速趋势，但部分厂商受制于供给短缺、云营收增速季度间出现小幅波动。展望 2025 年，GPU 云持续起量及公有云需求稳健增长仍有望支撑中美云行业的稳健增长，我们预测中国基础设施云厂商（阿里云/百度云/腾讯云）营收有望同比增长 12%，相较 2024 年的 8%同比增长有所加速，主因相对更低的基数、公有云业务持续稳健增长及 AI GPU 云营收持续起量；而美国基础设施云厂商（AWS/谷歌云/微软智能云）营收将同比增长 21%，相较 2024 年的增速维持基本稳定。

我们观察到市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。在对中国互联网公司的云业务利润率展望层面，随着互联网公司更加关注高质量的云项目及 AI GPU 云营收占比持续提升，规模效应持续显现或有望助推云业务整体的利润率水平持续提升，并有望在中长期与海外互联网公司的云业务利润率对标。

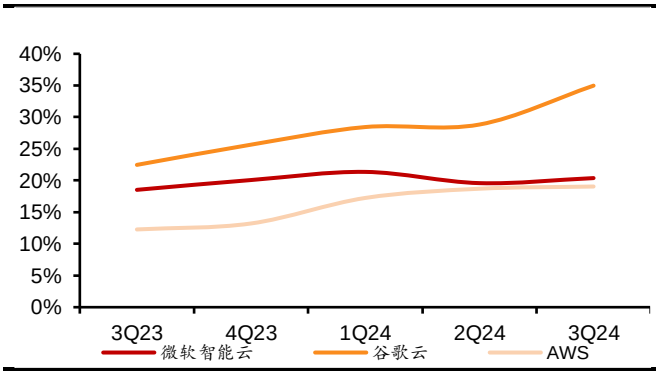
图 11: 中国主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

注：腾讯云营收增速为招银国际环球市场估算

图 12: 美国主要互联网公司云营收增长

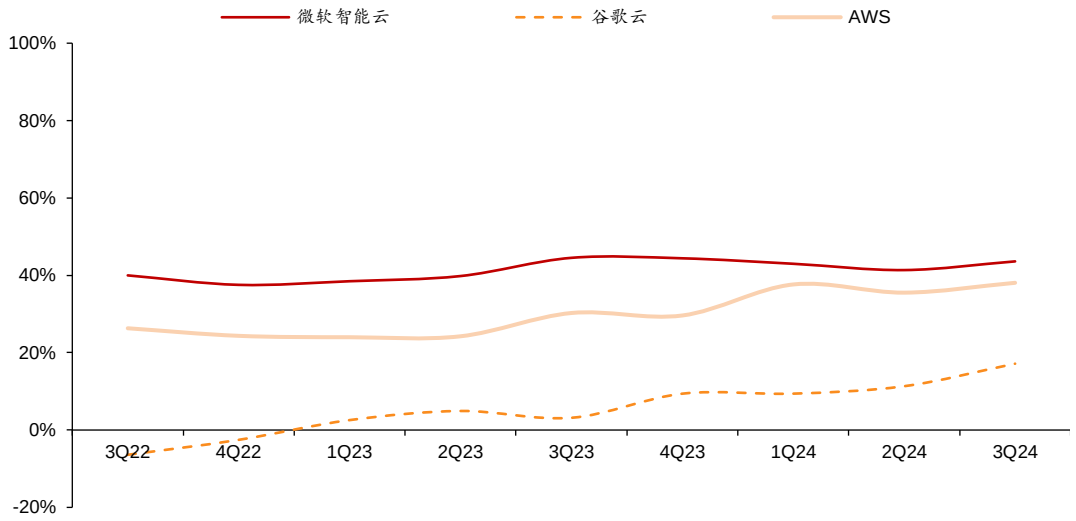


资料来源：公司资料、招银国际环球市场

回顾 2024 年，中国互联网公司的云业务发展方面：1）阿里云：因公有云业务稳步增长、AI GPU 云营收贡献逐步起量，及逐步收缩盈利提升前景较弱的部分私有云业务的调整影响逐步消退，阿里云营收增长呈现逐季加速趋势；3Q24 阿里云智能集团收入为 296 亿元人民币，同比增长 7%，得益于公共云的两位数增长和 AI 相关产品的日益普及，而云智能集团 3Q24 季度调整后 EBITA 利润率达 9.0%，同比增长 3.9 个百分点，得益于产品组合结构优化及运营效率提升；**2）腾讯云：**3Q24 腾讯企业服务收入同比维持健康增长趋势，毛利率同比改善，GPU 算力租赁带来增量收入贡献，已占 3Q24 IaaS 收入十位数比例；我们预计 2025 年腾讯企业服务收入同比增长 10%，主要由 GPU 算力租赁、SaaS/PaaS 自研产品以及视频号电商技术服务费收入增长所驱动；**3）百度云：**2023 年百度云业务营收受到专注高质量增长及智能交通云业务存在高基数的影响，全年云业务营收仅同比增长 6%。而 2024 年随着智能交通云业务的基数效应影响衰退，及生成式人工智能云带来增量贡献，百度云业务营收增长重新加速，1H24 百度云业务营收同比增长 13%（1H23：6.5%），尽管百度网盘业务面临短期业务调整，我们预计 2024 年百度云业务营收同比增速仍将重新加速至 12.5%、并将于 2025 年增长 13.5%（受益于 GPU 云营收持续起量及向 CPU 云交叉销售）。

海外互联网软件公司的云业务发展方面：1）AWS：得益于海外云开支优化趋势结束及 AI 云营收持续起量，2024 年 AWS 同比营收增速逐季提升，3Q24 实现收入 275 亿美元，对应同比增长 19.1%（3Q23：同比增长 12.3%；2Q24：同比增长 18.7%）；营业利润率达 38.1%（3Q23：30.3%；2Q24：35.5%），主因服务器估计使用寿命的变化（年同比约 2 pp 的积极影响）、收入的稳健增长助力经营杠杆释放、及成本管控持续发力；展望 2025 年，我们预计 AWS 营收将同比增长 18%，而营业利润率将小幅进一步同比提升 0.5 个百分点至 37.0%；**2）微软智能云：**2024 年持续受益于 AI 云业务营收快速增长驱动，尽管供给受限导致增速出现季节间波动；3Q24（1QFY25）微软智能云业务收入同比增长 20% 至 241 亿美元，其中 Azure 及其他云服务收入同比增长 33%（1QFY24：31%），AI 相关服务贡献了 12 个百分点的增速（3QFY24：10ppts；4QFY24：11ppts），我们预测 FY25 全年微软智能云业务板块营收将同比增长 20%，仍得益于 AI 云持续起量驱动；**3）谷歌云：**2024 年谷歌云收入加速增长，3Q24 谷歌云收入同比增长 35%（2Q24/1Q24：同比增长 29/28%），主要得益于 AI 基础设施和生成式 AI 解决方案的强劲增长；3Q24 谷歌云运营利润率同比提升 14 个百分点达到 17%的历史新高，主要得益于运营杠杆以及基础设施运营效率的提升。展望 2025 年，我们预计 AI 相关业务将继续拉动谷歌云收入同比增长 28%，但运营利润率提升的节奏将相对放缓，主因运营效率的提升部分被折旧费用的增加所抵消。

图 13：美国主要互联网公司云业务经营利润率水平

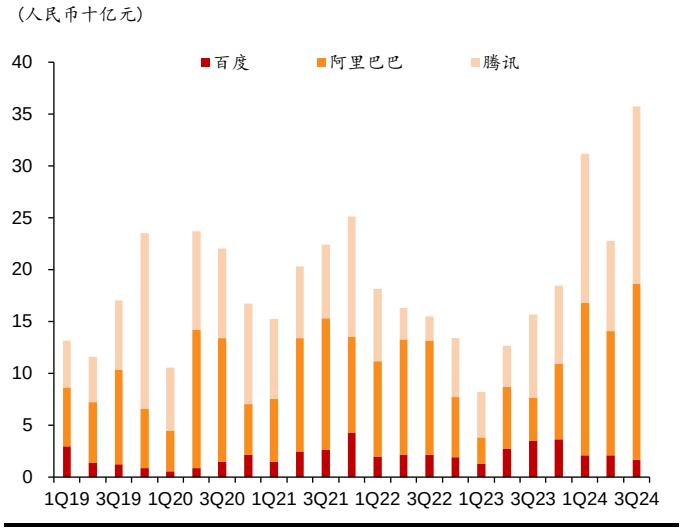


资料来源：公司资料、招银国际环球市场

云计算硬件市场：生成式 AI 相关需求带动国内厂商资本开支扩大

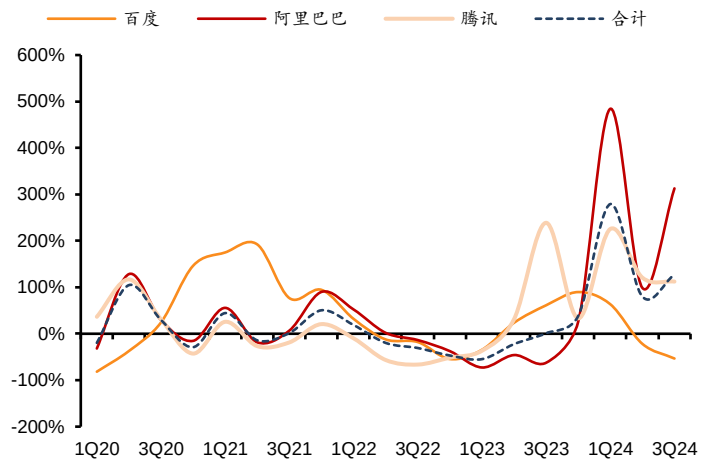
我们统计了头部的云计算厂商资本开支及同比增速情况。样本中美国公司涵盖：亚马逊、微软、谷歌、Meta、苹果，中国公司涵盖：阿里巴巴、腾讯、百度。3Q24 中国主要云厂商合计资本开支规模 357 亿元人民币，同比增长 128%，海外主要云厂商资本开支 618 亿美元，同比增长 58%。需求端，中国主要云厂商资本持续扩大，主要加大对于 AI 训练及推理芯片的投入。预计未来生成式 AI 相关需求逐步起量将是推动中国龙头互联网公司云业务增长的主要驱动力。

图 14: 中国主要云厂商资本开支绝对值



资料来源：彭博、公司资料、招银国际环球市场
注：腾讯云营收增速为招银国际环球市场估算

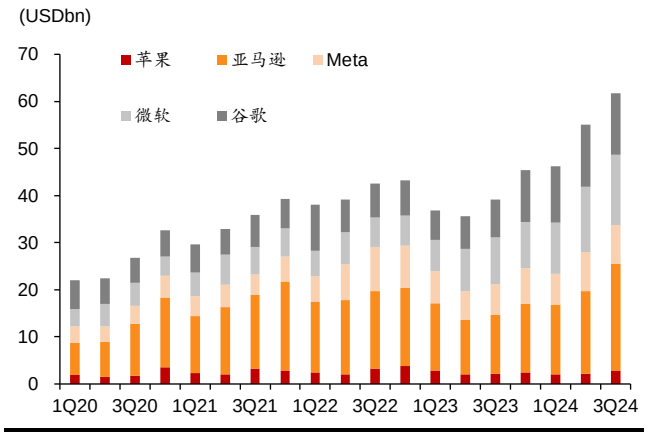
图 15: 中国主要云厂商资本开支同比增速情况



资料来源：彭博、公司资料、招银国际环球市场
注：主要涵盖阿里巴巴、百度、腾讯

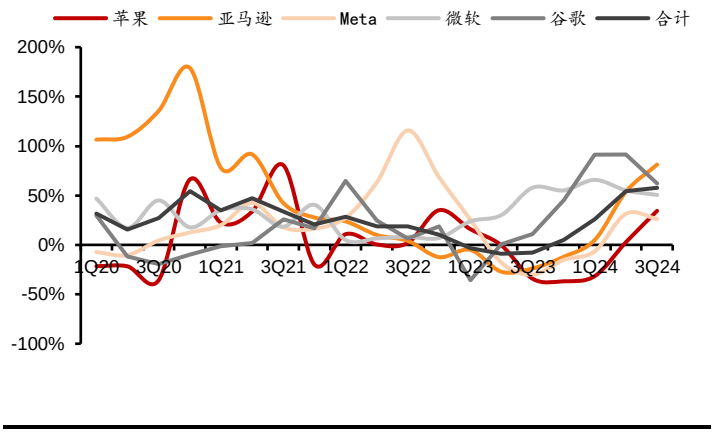
海外层面，生成式AI也是主要的资本开支推动因素，自ChatGPT问世以来，海外大厂持续进行军备竞赛，谷歌、微软、亚马逊持续加大对数据中心、云基础设施等投入以加强 AI 竞争力。3Q24海外龙头云厂商资本开支达到618亿美元，同比增长58%。但整体而言，我们观察到市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在2025年延续。

图 16：美国主要云厂商资本开支绝对值



资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场

图 17：美国主要云厂商资本开支同比增速



资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场

大模型展望：使用成本持续下降或助推 AI 应用生态繁荣

得益于算法及硬件优化、模型训练和推理效率提升以及用户量增加带来的规模效应，多家大模型厂商在 2024 年宣布降价计划。阿里云 Qwen-Turbo 模型 9 月宣布价格下降 85%，输入价格降至 0.0003 元/千 tokens；百度云 7 月宣布 ERNIE 4.0 Turbo 模型面向企业客户全面开放，输入价格定为 0.03 元/千 Tokens，相较 ERNIE 4.0 通用版本降价幅度达 70%；字节跳动 5 月宣布豆包主力模型输入价格 0.0008 元/千 Tokens，显著低于行业平均水平。

在模型 API 调用成本持续下降的推动下，预计未来有更多企业客户将接入大模型 API，丰富大模型及 AI 的应用场景，同时推动大模型服务需求量的进一步提升，长期来看，有利于大模型厂商模型的持续迭代以及相关收入的增长。

图 18：主要模型 API 调用价格

小参数			
厂商	模型名称	输入价格（元/1M tokens）	输出价格（元/1M tokens）
阿里云	通义千问 Qwen-vl-plus	0.30	0.60
百度智能云	文心一言 ERNIE-Speed-8K	免费	免费
腾讯	混元大模型 hunyuan-lite	免费	免费
字节跳动	火山云 Doubao-lite-4k	0.30	0.60
零一万物	Yi-spark	1.00	1.00
讯飞星火	Spark Lite	免费	免费
MiniMax	abab5.5s-chat	5.00	5.00
智谱	GLM-4-Air	1.00	1.00
Mistral	Mistral 7B	1.81	1.81
Replicate	meta/llama-2-7b	0.36	1.81
Claude	Claude 3 Sonnet	0.02	106.95
Google	Gemini 1.0 Pro	3.57	10.69
OpenAI	GPT-3.5-Turbo-0125	3.61	10.83
大参数			
厂商	模型名称	输入价格（元/1M tokens）	输出价格（元/1M tokens）
阿里云	通义千问 Qwen-max	20.0	60.0
百度智能云	文心一言 ERNIE-Novel-8K	40.0	120.0
腾讯	混元大模型 hunyuan-turbo	15.0	50.0
字节跳动	火山云 Doubao-pro-128k	5.0	9.0
零一万物	Yi-large-turbo	12.0	25.0
讯飞星火	Spark4.0 Ultra	1.0	1.5
MiniMax	Abab6.5-chat	30.0	30.0
智谱	GLM-4	100.0	100.0
Mistral	Mistral Large	57.8	173.3
Replicate	Meta/llama-2-70b	4.7	19.9
Claude	Claude 3 Opus	106.9	534.7
Google	Gemini 1.5 Pro	49.9	149.7
OpenAI	GPT-4	216.6	433.2

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

海外 AI 应用：B 端应用落地，贡献订单及收入增量

海外 SaaS 厂商已围绕 B 端及 C 端多场景打造 AI 应用。在 AI 应用早期阶段，我们看到海外 B 端客户已形成较高的 AI 需求及付费意愿，包括 Salesforce 以及 ServiceNow 已获取可观 AI 相关

订单以及收入，驱动业务增长。展望 2025 年，随着模型迭代以及 AI 应用场景进一步覆盖，我们看好 AI 应用为海外 SaaS 厂商进一步贡献收入增量。

Salesforce Agentforce：AI 赋能企业全场景。Salesforce 在 10 月宣布正式推出 Agentforce，作为 Salesforce 平台上全新功能，帮助企业构建和部署能够自主执行各种业务功能的 AI 智能体。Agentforce 超越传统聊天机器人和协作助手，利用先进的推理能力作出决策并采取行动，例如解决客户问题、筛选销售线索以及优化营销活动。Agentforce 无需依赖人工参与即可完成工作；智能体可以通过数据变化、业务规则、预设自动化或来自其他系统的 API 信号触发。

Agentforce 智能体是一种主动、自主的应用程序，能够为员工或客户提供专业且全天在线的服务支持。Agentforce 标牌价按照每次对话 2 美元的价格进行收费，按照公司 ROI 计算器测算，基准情景下 3 年维度有望为企业节省约 30%成本。后续 Salesforce 宣布计划招聘超过 1,000 名员工，进一步推动其新推出的 AI 产品 Agentforce 的销售工作。

图 19: Salesforce AgentForce：应用场景



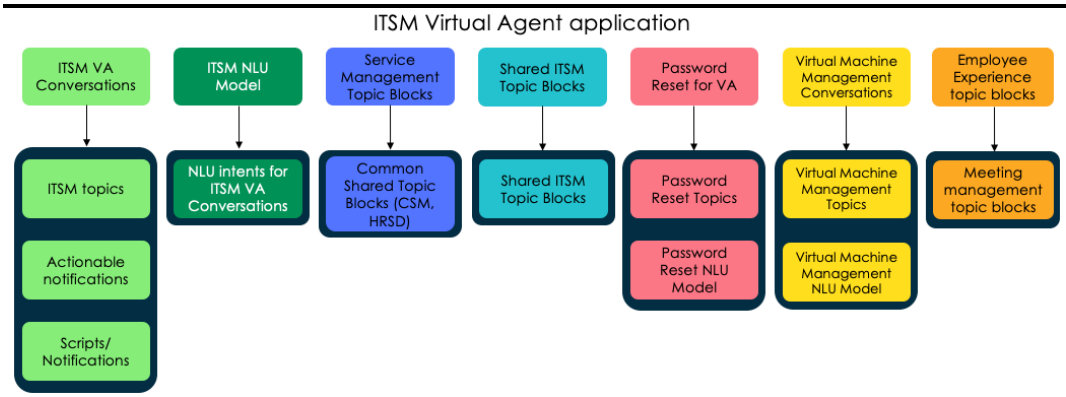
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

ServiceNow Virtual Agent：集成 Agentic AI 能力。ServiceNow 在 9 月宣布将 Agentic AI 集成到 ServiceNow 平台，通过覆盖 IT、客服、采购、人力、软件开发等多个场景，进一步提升企业生产力。首批用于客户服务管理（CSM）和 IT 服务管理（ITSM）的 AI 智能体将在今年 11 月推出，预计将缩短问题解决的平均时间，并提升员工的工作效率。

ServiceNow Virtual Agent 可以解决常见问题并处理常规请求，让企业的客服人员和技术人员能够专注于更复杂的用户问题。企业可以根据业务的不同受众，调整聊天体验的外观和感受，并在各种常见或定制的消息渠道中运行聊天机器人。同时，企业可以通过分析仪表实时监控 AI 助手的表现。

生成式 AI 产品推动强劲需求，ServiceNow 现已有 44 名客户在 Now Assist 的支出超 100 万美元，估算 ACV 总额已经超 8,500 万美元（约占 cRPO 1%）。

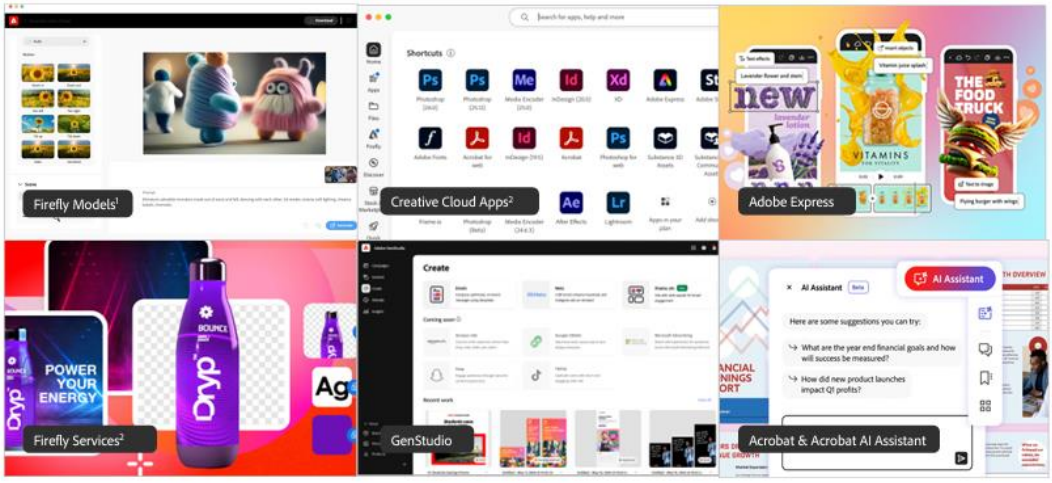
图 20：ServiceNow ITSM Virtual Agent 的应用



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

Adobe Firefly Video Model：AI 赋能创意产业。Adobe 在 2024 年 Adobe MAX 大会上正式推出 Firefly 视频模型以及最新升级的图像模型。用户通过 prompt 即可生成任何自己想要的视频，产品可以模拟各种风格，包括逼真的实景电影效果、3D 动画，以及定格动画。该模型除了可以使用文本提示外，还能通过上传单个帧，就能轻松地为现有内容创建补充镜头。

图 21：Adobe MAX：AI 产品更新



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

Duolingo Call with Lily：AI+教育提升用户体验。Duolingo 在 9 月 Duocon 2024 宣布多项重要产品创新，推出 AI 驱动的视频通话功能 Video Call with Lily，进一步提升用户的使用体验。这款 AI 驱动的应用允许 Duolingo Max 订阅用户与 Duolingo 最受欢迎的角色之一 Lily，进行自发且逼真的对话。视频通话的技术旨在模拟自然对话，为用户提供个性化、互动性的练习环境。即使是初学者，也可以在低压环境中交流，因为视频通话会根据用户的技能水平进行调整。通过提供实时对话的机会，视频通话帮助学习者建立在真实场景中高效沟通所需的自信。该功能目前对学习英语、西班牙语和法语的 Duolingo Max 订阅用户开放。

图 22：Duolingo: Call with Lily



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

国内 AI 应用：拓展场景覆盖，商业化变现仍处早期阶段

现阶段我国 AI 应用主要集中于为综合智能助手、生产力提升、创意生成、休闲娱乐四大赛道。生产力工具因切中迫切效率诉求，在产品数量、功能丰富度、市场普及和商业变现方面都相对更加领先。伴随技术的不断深化融合及与垂类行业的持续结合，我们看好有能力在多模态技术领域取得进一步突破与在商业化落地中具备先发优势的 AI 应用厂商，如百度、阿里巴巴、腾讯。

综合类工具：多功能综合 AI 智能助手，以智能体为核心提供覆盖多个环节的服务。AI Agent 基于大语言模型，可独立思考及调用工具来逐步完成给定目标。用户在 Agent (智能体)模式中给 AI 设置目标和身份，并提供 Prompt （提示词），AI 自主拆分任务、使用工具、完成工作，用户仅负责设立目标、提供工具资源和监督结果。

平台类 Agent 的构建厂商多为互联网科技厂商或头部大模型创业厂商，如百度文小言、字节跳动豆包、腾讯元宝、Kimi 智能助手等。平台类 AI 智能助手中的多样工具本质是将大模型的思考转化为具体行动与执行的重要桥梁，当前主要支持的工具类型包括 AI+Chatbot、信息检索、文件读取等，但仍处工具生态建设及商业化早期阶段。

综合工具中相对差异化的支小宝为支付宝于 24 年 9 月推出的 AI 生活管家应用。异于聚焦学习工作效率场景的竞品，支小宝依托支付宝庞大生活服务体系便捷赋能日常场景，可完成一键点餐、一键订票等。其凭差异化定位，我们看好其在 AI+生活服务赛道具备的发展潜力。

图 23：AI 智能助手应用



腾讯元宝　　字节跳动豆包　　支小宝

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

生产力提升工具：对企业多种生产场景进行升级变革帮助用户提高整体工作效率降低生产成本。主要构建厂商通过对原有的生产力工具应用进行升级，提供多项包括文档理解，文字生成、会议纪要整理总结、PPT 生成及数据分析处理等多项功能，可帮助用户及时获取更精准的信息并提高整体工作效率。如钉钉基于阿里通义千问模型，上线图片理解、文档速读、工作流等产品能力，并与 24 年 11 月面向企业关键场景推出“精选 AI 助理”，首批已上线工单助理、行政助理、Excel 助理、口碑助理、法务助理、审批助理 6 大 AI 助理。

图 24：钉钉上线 6 大场景“精选 AI 助理”



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

百度在 2024 年百度世界大会中推出了无代码工具“秒哒”，其具有无代码编程、多智能体协作、多工具调用等特点，可帮助用户实现自然语言的输入直接生成代码构建专属智能体，降低了技术门槛，使非技术背景用户也可以参与到应用开发过程中。面向开发者群体，百度文心快码则可为其提供研发全流程、全场景下辅助建议，助力提升编码效率。

除了在企业内部提质增效外，赋能对外客户服务也为当前 AI 应用主流之一。百度“客悦” 依托文心大模型，精准把握用户意图、情绪，凭借其丰富内置行业模板实现低门槛高效搭建，已广泛服务于金融、汽车、交通、能源、政务、电商、文旅等众多行业，助力政企机构在客户服务、产品营销等领域重塑竞争力。

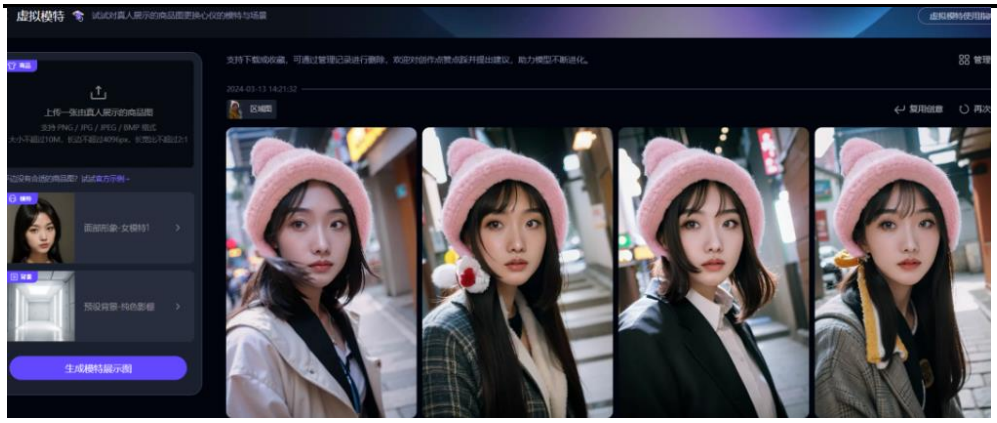
图 25：百度推出智能客服工具客悦



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

创意生成工具：包括 AI 设计、AI 生图及编辑、AI 视频、AI 音乐等，有望在广告营销、电商、平面设计、教育与培训等多个垂直领域中创造巨大应用价值。如阿里推出的通义万相，可以根据用户输入的作画提示词产出多样精准画作及视频。以电商场景为例，其 AI 生图生视频的能力可快速为商品生成高质量的展示图片，丰富商品展示形式，结合以 AI 设计与 AI 文案生成，可大幅助力商户降低成本优化效率，并促进商品销售。

图 26：阿里通义万相支持虚拟模特生图

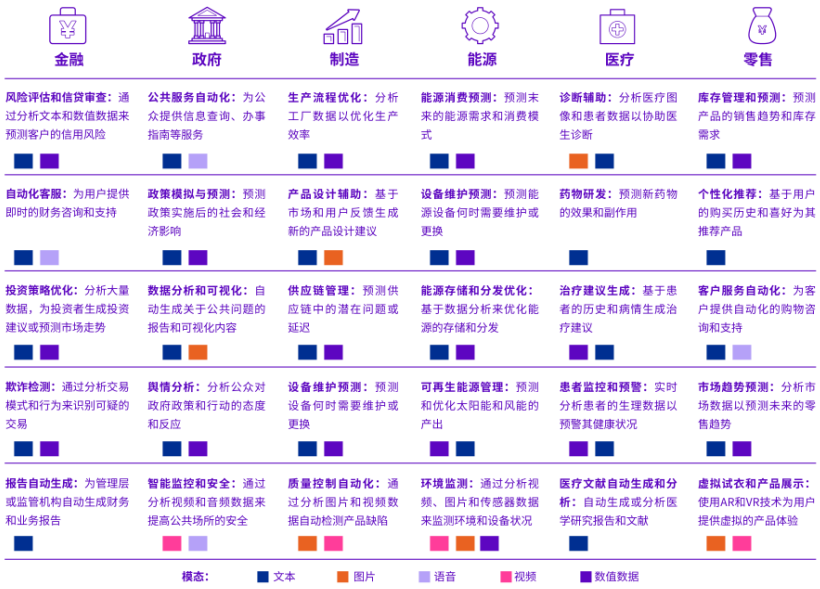


资料来源：公司资料、招银国际环球市场

当前各大厂商正积极探索 AI 智能体与各行业的结合落地场景，并尝试多路径挖掘 AI 商业变现潜力。从落地场景看，IDC 预计 2024 年我国前五大 AI 应用场景将依次分别为智能基础设施调配、智能客服、销售流程推荐和增强、智能业务创新和自动化以及增强的公共安全和应急响应。从

垂类行业看，法律、政务、媒体、教育、金融、交通、能源等均为当前中国 AI 实际应用落地最多的场景。

图 27：行业场景对多模态的应用需求



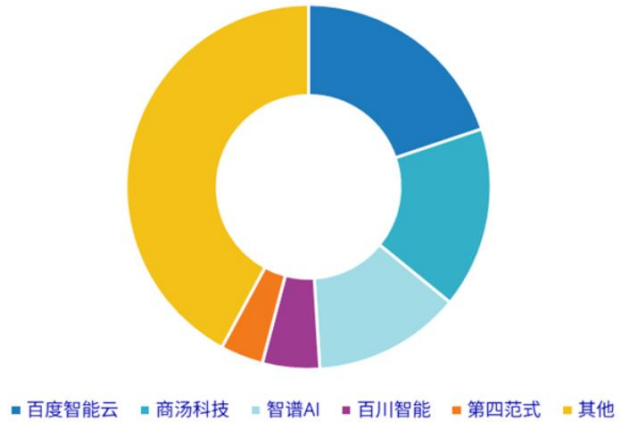
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

预计伴随国内厂商在多模态能力的不断涌现和突破，将有望打开 AI 应用的更广泛的商业化落地空间。多模态相关的技术研究是未来 AI 持续突破的关键。从赋能应用的视角出发，多模态大模型可深度整合并高效运用海量且异构的数据资源，突破传统单模态局限，进而抬升应用效能与能力峰值，为 AI 落地注入强劲动力。在行业实践中，凭借对多维度信息敏锐、精准的感知，多模态大模型可以持续强化推理能力，拓展服务边界，提升应用场景中的全面性和可靠性，同时带来更丰富的用户体验和可交互性。展望未来，伴随技术迭代和企业需求日益多元化定制化复杂化，多模态赋能将成主流趋势，政府、金融、制造、能源、医疗、零售等诸多行业 AI 应用架构将加速向多模态、跨模态转变，重塑业务流程与服务体验。

从商业化角度出发，当前国内 AI 应用仍处于商业化早期阶段。百度受益于在 AI 领域的积极投入及多模态领域的相对领先优势，B/C 端商业化进程均相对靠前。公司在 24 年 11 月举办的 2024 百度世界大会中披露，文心一言用户规模已达约 4.3 亿，飞桨文心开发者数量已达 1,808 万，服务了 43 万家企业，创建了 101 万个模型。

根据 IDC 数据，百度智能云在 2023 年大模型平台及应用市场份额中市占率第一，达 19.9%，商汤科技以 16.0%市场份额居于其后。基于当前大模型实际实现的能力仍然较低，各大厂商重点关注核心仍在不断提升基座模型能力阶段，预计未来 2-3 年，AI 应用市场的产业格局仍将会发生多轮巨变，各大落地场景存在巨大待挖掘产品创新及技术突破空间，我们预计有能力在多模态领域取得进一步突破并与产业落地进行创新结合的厂商将有望持续获得份额。

图 28：IDC：中国大模型平台及应用市场份额概况，2023



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

中国必选消费板块

同步大市

张苗 - zhangmiao@cmbi.com.hk
李昀嘉 - bellali@cmbi.com.hk

情绪消费主导内需修复与高质量增长

消费心智稳固，行业向高质量增长周期平稳过渡

企业积极转型，加速市场优胜劣汰

2024 年，各类消费趋势在新周期下进一步显现。零售业态呈现出金字塔结构高端化放缓、企业内部深度调整及经营杠杆降低等多重考验。然而，厂商端的激烈竞争反而加速了新兴消费趋势的显现，推动市场格局快速调整，优胜劣汰进程加快，帮助行业更精准地捕捉消费者实际需求并走出低谷。大量企业在年内坚定推进改革，以更适应新的高质量发展阶段。

情绪价值类消费引领市场

进入 2025 年，情绪价值类消费将继续引领市场。食品饮料行业中，高品质、好口碑的大健康类产品有望继续领跑。随着产品升级步伐放缓，行业将再度聚焦消费者实际需求。啤酒：企业计划扩充中端价格带产品，以满足更广泛的大众需求。吨价较低的华润啤酒（291 HK）借助喜力铺货率的提升，有望延续 ASP 的增长。水饮：农夫山泉（9633 HK）作为龙头，将重新定位包装水产品线，缓解利润率侵蚀，并通过旗下无糖茶饮迎合大健康的消费趋势，保持高速增长。零食：卫龙（9985 HK，未评级）凭借持续的产品创新和升级，在社会压力增大的背景下，预计将在明年实现销量的显著增长，成为低成本的心理安慰和情感价值提供者。

品质升级，消费长期主义延续

在美妆护肤领域，随着本土审美意识的觉醒和文化自信的增强，“国货替代 2.0”理念推动下，消费者对国产护肤品的认可度达到了全新高度。国货护肤品牌已成功完成从无到有的突破，实现了初步成长与发展。展望 2025 年，领先品牌有望通过持续的高质量研发与创新，紧密贴合消费者实际需求，进一步巩固市场地位。尽管短期内头部品牌仍面临来自新兴品牌的激烈竞争，但这些企业正在新生态体系中逐渐掌握全链路运营的精髓，不仅有助于它们在激烈的市场竞争中稳固自身的生态位，而且能够加速提升品牌形象和实力，稳步推进国际化进程，使中国功效性护肤品牌在全球市场上崭露头角。

个股推荐

我们认为，符合情绪引领的高质消费仍是市场的核心驱动力。我们持续推荐盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费中，我们维持对珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级；在食品饮料行业中，维持华润啤酒（291 HK）的“买入”评级。

食品饮料

啤酒市场进入存量时代，中端产品市占扩充

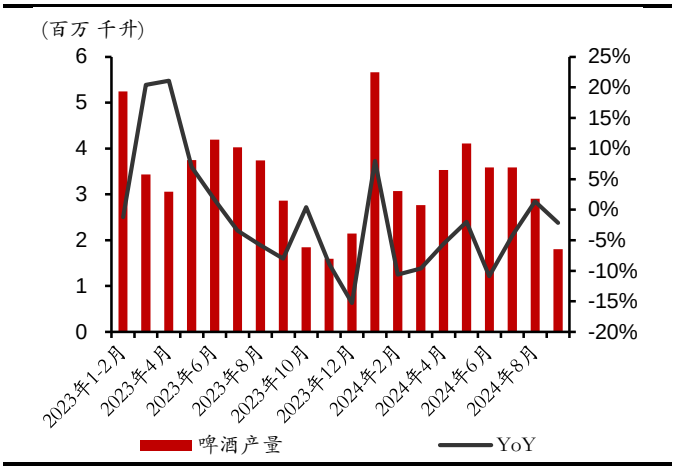
■ **高端化暂缓，向纺锤式架构发展**

回顾 2024 年，啤酒市场呈现出竞争白热化与行业整体收缩并行的局面。自 2013 年中国啤酒产量达到峰值 5,062 万千升以来，销量也同步见顶。最近三年间，啤酒总产量稳定在约 3,560 万千升，相比 2013 年的水平减少大约 30%。进入 2024 年后，规模以上啤酒企业的月产量持续出现同比下降的现象，反映出酒企的信心尚未完全恢复。随着 CR5 的市场份额自 2020 年以来稳固保持在 90%以上，中国啤酒市场正从一个中等成熟度的市场向高度成熟度转变。消费者对啤酒的需求不再仅仅局限于高质量和良好口碑的产品，而是逐渐转向多样化、价值导向、体验丰富、个性化以及适合不同消费场景的商品。然而，在消费需求持续疲软的背景下，自 2024 年二季度以来， ASP 下跌的趋势仍在延续，尽管环比跌幅有所收窄，产品组合基本保持不变，而中端产品的比例逐渐增加。这一变化主要是由于：1）高端品类依赖餐饮渠道进行销售，短期内难以有效推动；2）中端品类库存逐渐消化完毕，但大环境下提价步伐放缓；3）低端品类受天气条件和居民消费情绪的影响较大。

展望 2025 年，中国啤酒市场预计将继续面临消费紧缩的压力。未来，竞争将主要表现为存量乃至缩量的竞争，各品牌之间的市场份额将呈现此消彼长的关系。润啤管理层表示，计划根据市场需求灵活调整策略，以期在经济环境良好的情况下实现双位数的销量增长；而在一般经济环境下，则目标设定为单位数的增长。

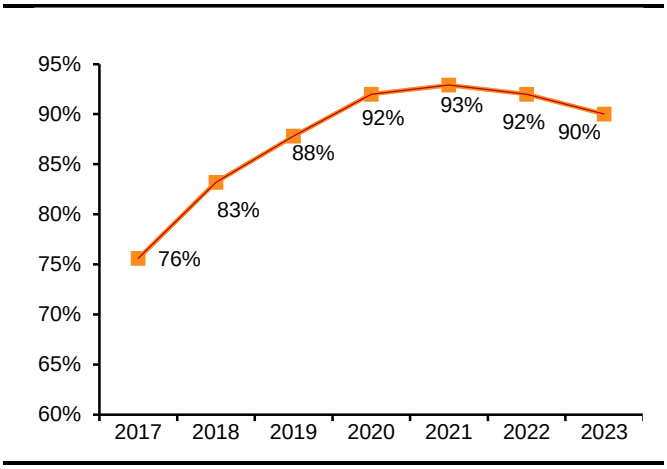
伴随着刺激消费政策的出台及宏观经济预期的改善，中国啤酒市场的结构预计将延续从金字塔形向纺锤形演变的趋势，并且在消费复苏的带动下，中高端板块将加速提升。长期来看，这标志着行业正在经历一次结构性的改变和升级，大众化的消费需求将得到改善，预示着更健康的市场发展态势。

图 1: 规模以上啤酒企业产量变化



资料来源：啤酒工业信息网、市场资料、招银国际环球市场

图 2:中国啤酒行业 CR5 市占变化趋势



资料来源：公司年报、市场资料、招银国际环球市场

■ **中档价格带成为市场新焦点和增长引擎，存量时代的新战场**

1) 百威亚太引领高端，中档价格带成为新机遇

百威亚太以其超过 2/3 的收入来自高端及超高端产品线，在 15 元以上的市场份额达到了 52%，尤其在餐饮和夜场等现饮渠道占据优势。然而，尽管其定位高端，百威亚太 ASP 受影响程度大于行业平均水平，导致在中国区 9M24 吨价出现了 4%的下滑。作为在高端市场占据主导地位的品牌，未能免疫于整体市场的波动，率先受到冲击。

2) 重庆啤酒：稳步调整，中档价格带显韧性

重庆啤酒吨价仅次于百威亚太，但在 9M24 期间仅下降了 0.6%。该品牌的产品收入增速按经济型、主流、高档依次递减，主要得益于嘉士伯在中国市场的渗透率持续提升，公司中高档价格带上的产品逐渐受到更多关注。

3) 青岛啤酒：聚焦 8-10 元价格带，逐步提升吨价

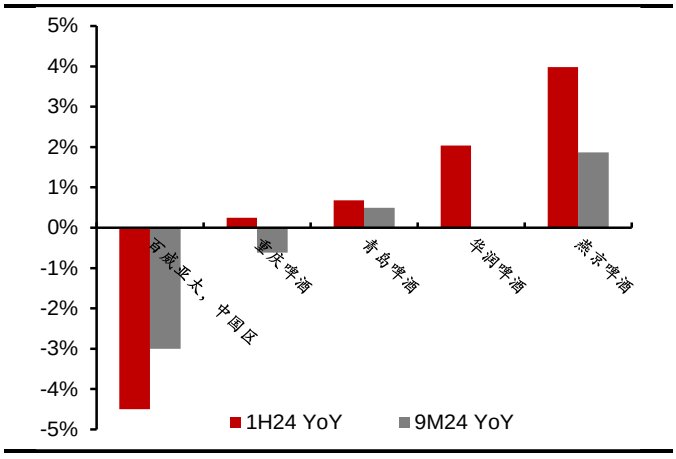
青岛啤酒在 8-10 元价格带上的布局最为广泛。公司近年来通过不断优化产品结构，逐步追赶吨价上升的趋势。数据显示，9M24 期间，主品牌销量下降 6%，而中高端以上产品的销量则下降 4%，低端产品的需求降速更快，整体 ASP 提升 0.6%。长期以来的基本盘为公司提供了后续强化产品组合以适应市场需求变化的机会。

4) 华润啤酒：喜力助力，高端化有望延续

自 2019 年起，华润啤酒通过引入喜力加速占领 10-15 元价格带市场，虽然整体吨价仍相对较低，但其主力次高档产品在 1H24 实现了单位数的增长，慢于高档及以上产品超过 10%的增长率。值得注意的是，喜力品牌保持了 20%的增长速度，管理层在 3Q24 业绩会上透露，该品牌在中国区销量增长超过了两成。随着铺货率的提高和顾客群体的积累，华润啤酒的产品组合仍有进一步优化的空间。

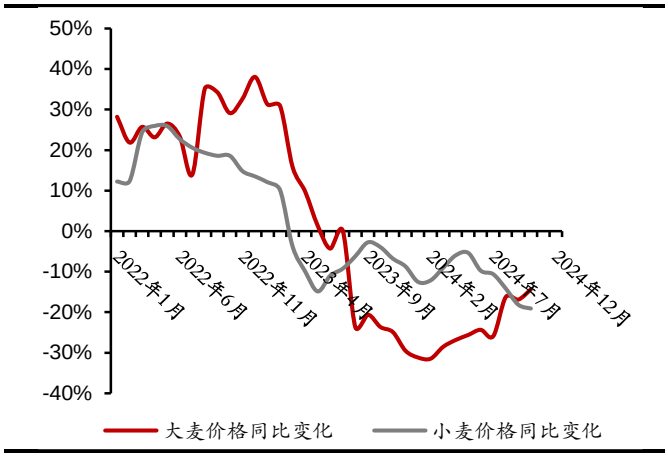
我们认为，在存量时代，头部酒企凭借深厚的渠道网络和品牌口碑，有望进一步增强市场集中度。然而，随着超市自营品牌的崛起以及白牌啤酒和精酿啤酒的持续涌现，各家企业正面临前所未有的激烈竞争。在高端化发展的第一阶段，差异化和错位竞争格局已经形成；进入存量时代，8-10 元的中档价格带将成为各大品牌竞相发力的关键领域。通过调整产品线并适度放缓高端化进程，酒企不仅能够稳固现有位置，还能争取更多的市场份额。我们预计，明年中档价格带将持续扩容，大单品齐放模式将继续推动市场发展。

图 3: 头部酒企啤酒销售吨价变化



资料来源：市场资料、招银国际环球市场

图 4: 啤酒原料成本同比变化趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

■ **经营杠杆减弱部分抵消毛利率利好**

展望 2025 年，啤酒行业将面临经营杠杆减弱和利润率挑战并存的局面。百威亚太可能继续遭遇经营负杠杆的问题，导致利润率持续下滑；相比之下，青岛啤酒有望在库存出清接近尾声的情况下平稳过渡，并在淡季之后取得增速回升。与此同时，华润啤酒则借助喜力销量的强劲增长，进一步推动其高端化进程的延续。2024 年三季度由于欧洲杯和巴黎奥运会的接连举办，头部酒企为了抓住营销黄金期，销售费用率依然保持在较高水平。尽管原材料成本有所下降，但高销售费用率在一定程度上抵消了这部分成本节约带来的利润提升。随着啤酒消费进入淡季，预计 1Q25 期间，酒企的营收、销量和利润增长普遍放缓的趋势将持续。

量价承压使得整体高端化进程放缓，尽管外部大宗原材料成本的下降仍然为行业带来一定利好，但成本多被固定成本和其他运营支出所抵消，未能显著改善经营效率。值得注意的是，2025 年缺乏大型体育赛事作为高端餐饮消费的催化剂，这将进一步减缓啤酒行业的高端化进程。

■ **酒企转型+差异化发展或为长期发展提供动能**

在人口老龄化加剧、年轻人口增长停滞以及房地产经济活跃度下降的背景下，中国当前的经济环境与 1990 年代的日本有诸多相似之处。假设中国步入类似的经济周期，我们预计酒饮市场将继续经历结构性变化和分化。借鉴日本的经验，在 20 世纪 90 年代的经济调整期，尽管整体酒类销量见顶，但细分市场的结构呈现出明显的升级趋势。短期内，中国市场可能会见证几种消费行为的变化：1）年轻人对各种口味的淡酒表现出强烈的探索欲望，导致低酒精浓度的酒类需求波动较大；自 1994 年达到峰值后，啤酒销量逐渐下滑，但发泡酒和利口酒随着女性饮酒文化的兴起而获得了新的发展机遇。2）老龄人口倾向于选择高品质的烈酒，如日本清酒和威士忌，这些产品的销量和价格在过去 30 年间持续上升，未受经济衰退影响，国产高端酒的品牌知名度也迅速提升。3）中年消费者面对日益扩大的社会压力，更倾向于通过聚餐或独自饮酒来放松心情，这促进了高酒精度且价格亲民的烧酒市场份额的增长，烧酒行业实现了翻倍增长。

展望 2025 年及以后，中国酒饮市场将面临深刻变革。为了应对这些挑战并抓住机遇，线上、出海、并购以及产品多元化将成为酒企发展的关键路径。润啤和青啤作为行业的领头羊，已经制定了差异化的战略蓝图，以适应不断变化的消费需求，巩固市场地位并推动长期可持续增长。我们认为，中国的酒饮企业正站在转型的关键节点上，啤酒市场从高端转向高质量、高性价比的选择将更加明显。2025 年的啤酒行业不仅将面临经营杠杆减弱带来的挑战，还需适应市场动态的变化，促使企业重新评估其产品组合和定价策略，以应对新的消费需求和竞争格局，为未来的繁荣奠定坚实基础。

水饮及饮料市场：稳健增长与利润率修复周期

■ **包装水价格战接近尾声，竞争格局回归稳态**

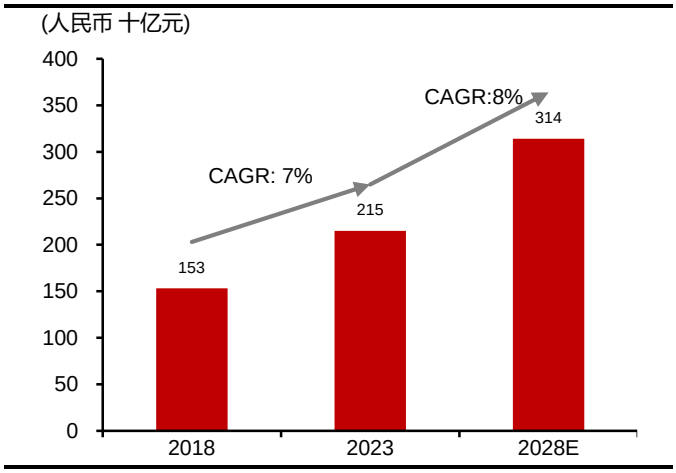
2024 年，瓶装水市场经历了显著的价格调整，重回了“一元时代”。这一变化始于农夫山泉推出的绿瓶纯净水，其零售价为 2 元/瓶，并通过量贩装促销将价格进一步降至 1 元/瓶，在部分地区甚至低至 0.8 元/瓶。自夏季以来，水企间的包装水价格战异常激烈。怡宝对价格把控相对严格，娃哈哈则采取了各渠道和地区定价相近的策略，而农夫山泉在这场价格战中扮演了主导角色，其定价波动较大。

绿瓶纯净水的推出不仅为市场带来了新的选择，也对其自身红瓶天然矿泉水产生了替代效应，这对经销商造成了较大的冲击，绿瓶水一度占据了经销商提货额的接近一半。然而，部分经销商面临库存积压以及窜货的问题。近期，农夫山泉表示未来将逐步下架绿瓶水，这可能预示着价格战接近尾声，明年内绿瓶水带来的毛利率冲击将持续减弱。

我们预计，未来水饮市场仍将维持双寡头的竞争格局。短期内，大品牌之间的降价行为将继续产生虹吸效应，促使龙头品牌的渗透率持续提升。根据智妍资讯的数据，中国包装水人均饮用量对标美国和韩国仍有一倍以上的增长空间。当前整箱水低价有助于培养消费者的心智，预计行业将持续稳健扩容。

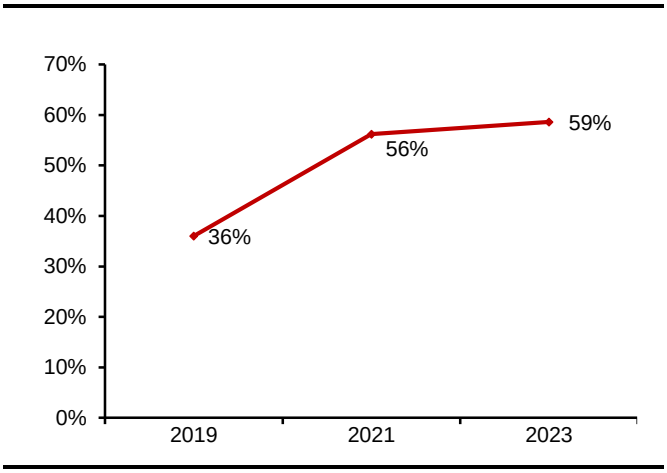
从竞争格局来看，包装水行业的 CR5 市占率由 2021 年的 56%提升至 2023 年的 59%。现阶段，全国性企业大规模铺货以提升市场份额，同时压降中小水企的市场空间。在穿越周期的过程中，这些企业通过巩固渠道优势为品牌的长期发展加固壁垒。长期来看，随着消费复苏，瓶装水市场有望再次迎来升级。两年前，农夫山泉推出了“长白雪”，怡宝推出了“怡宝露”，康师傅则推出了“涵养泉”，而娃哈哈和崂山也早已进入了高端矿泉水领域。展望未来，包装水的整体消费规模预计将保持稳健增长，水饮板块的利润率有望逐步回升至正常水平。2024 年，中国的水饮及饮料市场通过价格战、产品创新和渠道优化等手段，经历了结构性调整。长远来看，行业前景依然乐观，消费者对于高品质饮用水的需求将继续推动行业发展。

图 5: 中国包装水行业市场规模预测



资料来源：灼识咨询报告、招银国际环球市场

图 6:中国水饮行业 CR5 市占变化趋势



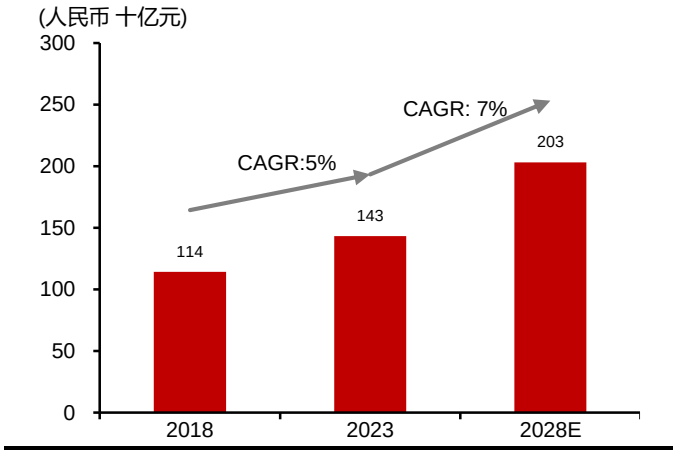
资料来源：灼识咨询报告、欧睿资讯报告、招银国际环球市场

■ **无糖茶饮搭上大健康行业扩容快车，大单品地位进一步稳固**

无糖茶饮的市场地位日益稳固，主要得益于其在当前注重健康的消费趋势下，凭借“健康化”和“无糖化”的核心理念受到广泛追捧。作为一款兼具多种饮料优势的产品，无糖茶饮融合了能量饮料（提神抗疲劳）、碳酸饮料（轻度刺激感）和咖啡（加速功能与成瘾性）的特点，同

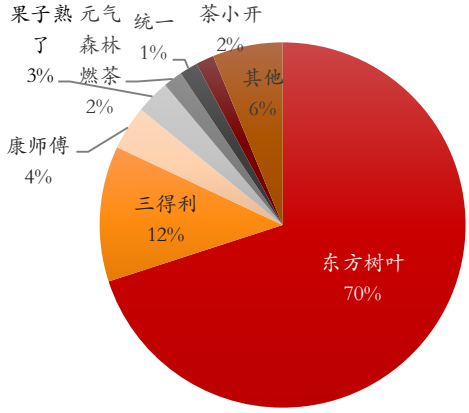
时保留了深厚的茶文化属性，使其不仅受众广泛，而且为本土研发创新提供了广阔的空间。茶饮深厚的文化底蕴确保了广泛的接受度，并为品牌故事增添了丰富的层次，促进了消费者的认同感和忠诚度。随着疫情后出行场景的逐步恢复和客流的增加，无糖茶饮行业迎来了销量修复的基础，并涌现出一波活跃的产品创新潮。现制饮品店的快速扩张及其资本化进程为包装饮料行业注入了新的灵感，同时也提升了消费者对价格的接受度，使无糖茶饮完美地扮演了“水替”角色。

图 7: 中国即饮茶行业市场规模预测



资料来源：灼识咨询报告、招银国际环球市场

图 8:中国无糖茶行业 CR5 市占，1H24



资料来源：尼尔森数据、招银国际环球市场

随着大健康产业的推进和传统中医理念认知度的提升，品牌纷纷积极布局养生领域。中式养生水在今年脱颖而出，根据前瞻研究院发布的《2024 年中国中式养生水行业发展趋势洞察报告》，极致干净的配料表再度受到关注。2023 年，中式养生水市场规模达到了 4.5 亿元，同比增速超过 250%，预计到 2028 年该市场规模 CAGR 将超过 85%。

这一新兴细分市场吸引了众多新品牌的加入，逐渐在即饮市场中占据一席之地。例如，以无代糖为卖点的可漾红豆薏米水，在 2023 年 6 月至 2024 年 6 月期间销量同比增长 27%；100%椰子水在 2024 年上半年录得了 200%的销量增长。低负担、更健康的饮品正成为饮料行业的主流追求。

凭借 13 年的品牌历史，东方树叶抓住了当前的消费趋势，吸引了大批注重健康的消费者，并在市场上保持了竞争优势。根据尼尔森数据，东方树叶在 2024 年上半年占据了无糖茶行业 70%的市场份额，稳固了其在植物系养生饮料市场的领导地位。可以预见的是，随着健康意识的进一步普及，饮料品牌入局茶饮和植物饮料的趋势仍将在明年持续。我们预计茶饮板块将持续增长，并为公司利润端提供坚实支撑。整体来看，无糖茶饮不仅为即饮行业带来了新的增长动力，也仍将持续为饮料公司带来利润端的支撑。

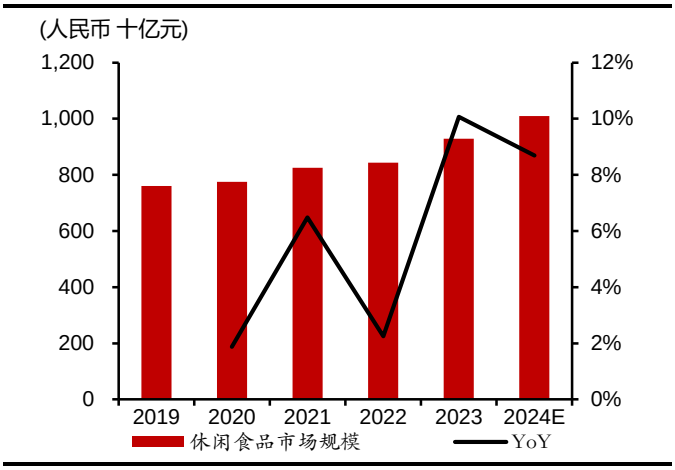
零食：小零食经济持续释放潜力，零食创新持续获得消费者青睐

■ 小零食重新进入大众视野

2024 年，随着国民消费模式日益多元化，休闲零食行业在研发端加速推新，展现出强劲的发展势头。在社会压力增大的背景下，单价较低且口感丰富的高品质小零食持续赢得消费者的青睐。伴随着新兴销售渠道的兴起，休闲零食成为当前最具活力的行业之一。2024 年前三季度，11 家主要休闲食品上市公司合计实现营收 514.34 亿元，同比增长 58%。根据中商情报网的数据，零食量贩店的数量从 2017 年的 300 家迅速扩张至超过 3 万家，其中仅 2024 年新开门店就已经近 1 万家。近两年来，零食量贩模式保持高速增长，预计到 2027 年销售额将以每年 27.3%的速度稳健增长。

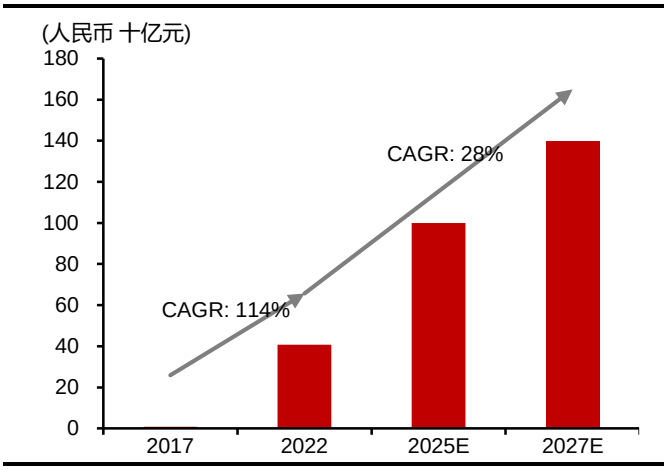
当下快速的扩展反映了消费者对便捷、多样化和高性价比零食的需求不断增加。零食量贩店不仅为消费者提供了更多的选择，还通过创新的销售模式升级了购物体验。未来几年，随着更多量贩店的开设和市场份额的扩大，休闲零食行业有望继续引领消费潮流，保持强劲的增长态势。

图 9: 中国休闲食品行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文研究报告、招银国际环球市场

图 10:中国量贩零食市场规模



资料来源：灼识咨询报告、中商情报网、招银国际环球市场

展望至 2025 年，零食作为一种相对低价的商品，因其能够提供附加的心理安慰和情感价值，在消费者面临经济不确定性时展现出独特的吸引力。特别是在新兴的具有特定偏好的群体中，这些特性积累了显著的市场吸引力。我们认为，零食消费不仅在数量上增长，在品质上也在不断升级。根据弗若斯特沙利文的数据，中国休闲食品市场规模预计将在 2024 年达到 10,093 亿元。

国产零食产业仍处于发展初期，集中度较低，但知名龙头公司正加速推出高品质零食，巩固其在国潮零食中的领先地位。随着消费者对即时零食的要求不断提升，那些能够在口感、工艺、营养和原料等方面占据优势的龙头企业将迎来巨大的成长空间。伴随大健康和居民健身意识的兴起，许多品牌在研发、营销和推广中强调“天然”、“健康”、“轻量”等标签，以满足消费者既想享受美味又想减少身体负担及内心“负罪感”的需求。

在供给端，卫龙持续扩充并强化其产品矩阵，除了辣条这一主打单品外，还率先推出了魔芋爽和海带等低卡蔬菜类零食。通过新技术和新工艺的驱动以及口感研发的强大支持，卫龙不断累积忠诚用户。公司预计海带品类的全年增速将不低于魔芋品类，并有望在 2025 年为收入做出重要贡献。公司在油炸类食品、腌制类和膨化类等领域也已全面布局，通过蔬菜类食品将重口味零食引向健康的垂类市场。

短期内，随着 4Q 及 1Q 进入聚会旺季，零食需求显著增加，行业受到积极催化。得益于终端市场铺货率的持续提升和新渠道的发展，线上年货节将进一步宣传新口味和新品类。我们预计，传统渠道和量贩渠道将在春节前的旺季同时迎来明显增长，年货节期间线上的非线性增长亦值得期待。综上所述，2025 年的零食行业将继续在“量”与“质”上实现双重突破，满足消费者多样化的需求，推动行业的进一步繁荣。

■ 新兴渠道契合行业发展

零食多伴随渠道扩张有独立逻辑，仍是食品饮料板块中最具成长性的子板块之一。近年来，各家公司积极引进人才，强化渠道建设，并增强品牌营销，以抓住市场机遇。卫龙凭借约 100 万个销售网点，其中直接触达的网点超过 30 万个，构建了强大的分销网络。

随着电商的多维度发展，新兴渠道如抖音等兴趣电商为小零食提供了更贴近消费者的接触点，不仅拓宽了销售渠道，还增强了品牌的曝光度和互动性。线上业态中，即时零售平台迅速崛起，有效扩大了门店的服务半径，为休闲食品品牌带来了新的流量来源，提升了用户体验。内容化、社交化的电商平台吸引了更多年轻消费者，为休闲零食企业提供了一个更广阔的与消费者互动的平台。以卫龙为例，公司在多渠道上均保持平稳扩张，零食量贩和现代渠道收入占比分别提升至 15%-20%及 20%-30%；在兴趣电商的带动下，线上增速显著超过线下，特别是抖音平台的增速超过了 200%。线下方面，便利店和零食量贩店通过提供更丰富的商品选择、优质的消费体验和更高的性价比，实现了高速增长，成为推动零食行业壮大的重要力量。这些店铺围绕目标消费群体密集开设，为消费者提供便利、多样且优质的产品和服务，成为关键驱动力。

展望 2025 年，我们对零食行业的前景持乐观态度。年轻消费者群体对零售产品展现出日益增长的兴趣是推动销量增长的关键因素之一。此外，品牌不断拓展至更为广泛的下沉市场，并通过量贩渠道增强铺货率，预计 2025 全年都将保持强劲的增长势头。新品推出和口味创新不仅能够吸引更多消费者尝试，也为公司提供了实现部分产品价格上调的空间，从而有望持续提升盈利水平。

美妆护肤

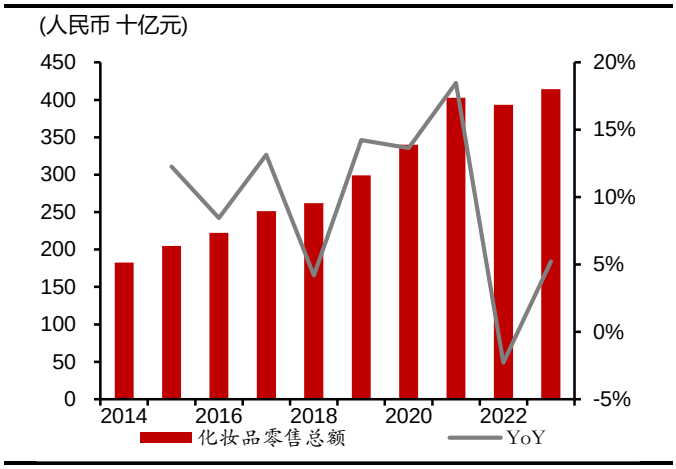
化妆品市场历经重塑，功效性美容护肤深化发展

■ **头部企业深化发展，在存量市场中稳固市占**

根据国家统计局数据，2024 年前 10 个月化妆品类零售总额同比增长 3%。星图数据显示，今年双十一期间美容护肤板块全平台 GMV 增长了 22.85%，延续了改善的趋势。在这一背景下，头部国货品牌表现尤为突出，继续引领市场。具体来看，珀莱雅作为天猫和抖音平台的双冠军，销售额分别同比增长了 10%和 60%，彰显了其强大的市场竞争力。巨子生物旗下的可复美品牌全渠道销售额同比增长 80%，成为 GMV 排名提升最快的品牌；其姊妹品牌可丽金则实现了超过 100%的增长。此外，上美股份旗下的韩束品牌在天猫和抖音平台上分别取得了第 2 名和第 4 名的好成绩，全渠道销售额同比增长 44%。

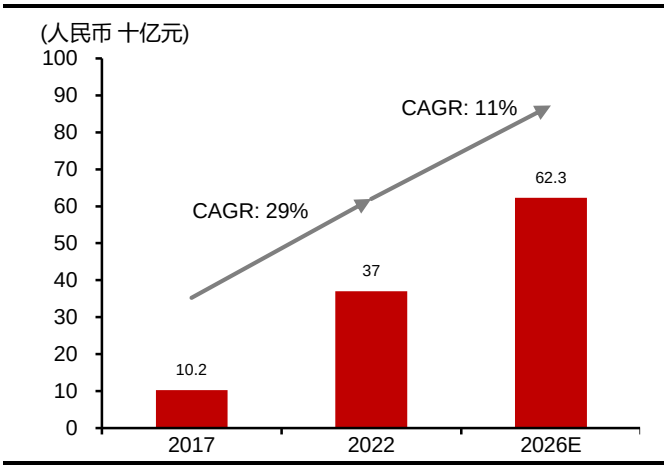
展望 2025 年，随着行业整体增速放缓，我们预计国货龙头品牌将在功效性护肤领域保持稳健的市场份额。这些品牌凭借深厚的研发实力、精准的市场定位和高效的营销策略，不仅巩固了现有优势，还为未来增长奠定了基础。通过持续创新和优化产品线，它们将更好地满足消费者日益个性化的护肤需求，进一步提升市场领导地位。

图 11:中国化妆品零售总额



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 12:中国功效护肤市场规模



资料来源：华经产业研究院、招银国际环球市场

■ **功效性护肤成为主流，国货品牌崛起**

根据华经产业研究院的数据，中国功效性护肤市场规模从 2017 年的 102 亿元迅速增长至 2022 年的 370 亿元，并预计在 2026 年达到 623 亿元。轻医美和理性护肤概念的普及推动了精细化、科学化、功效化护肤的需求，重塑了中国的护肤市场格局，为国货品牌提供了弯道超车的机会，使其逐渐从边缘走向主流。

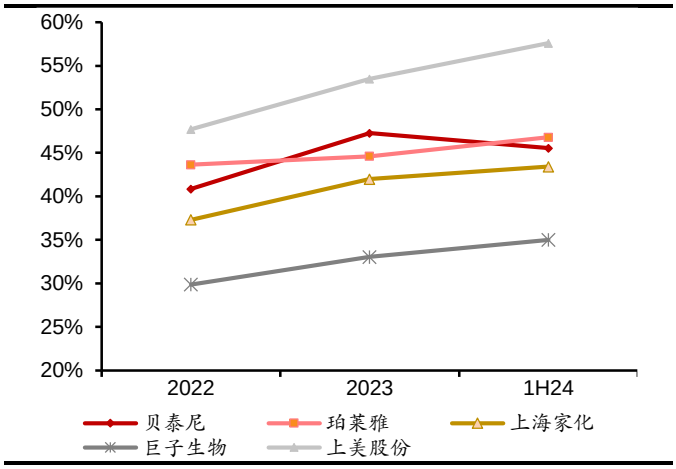
头部企业坚持长期主义经营理念，致力于提供多元化的选择，通过不断迭代升级产品提升性价比，赢得了消费者的青睐。创新性化妆品原料的引入，尤其是自研植物成分（如中草药）的应用，成为国货品牌的亮点。2024 年上半年，已有 17 款植物新原料通过备案，占新原料总数的 40%，超过了 2022-2023 年的总和。“中国成分”虽然尚未有明确定义，但通常包含中国特色活性物质提取物及本土企业改造合成的新物质。这一概念已成为国货品牌的重要营销方式，增强了品牌的声量和影响力。

■ 头部品牌坚持长期主义，精准策略应对流量成本挑战

随着本土审美的觉醒和文化自信的提升，国货护肤品的认可度已全面实现，行业完成了从 0 到 1 的突破。在接下来的 1-10 阶段，面对白牌的持续涌现和淘汰，我们预计 2025 年美妆公司将面临更激烈的竞争。珀莱雅、贝泰尼、上海家化等公司在 2024 年前 9 个月销售费用率分别提升了 1.8、12.4、1.2 个百分点；上美股份和巨子生物在 2024 年上半年销售费用率也分别提升了 4.1 和 2.5 个百分点。尽管 2025 年可能面临更高的流量成本和更激烈的竞争环境，头部公司凭借大单品和品牌口碑形成的壁垒，长期来看依然具有显著优势。

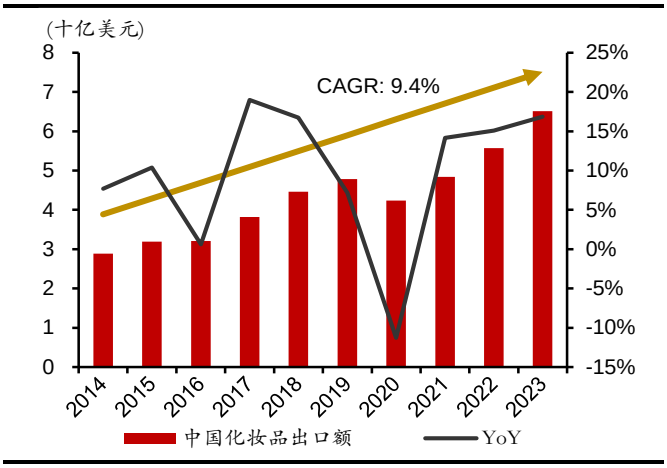
面对日益激烈的市场竞争和高昂的流量成本，头部企业也在调整其市场策略。上美股份管理层曾向我们表示，在双十一期间适当放弃部分竞争，以节省高昂的流量成本。这种策略反映了公司在成本控制和资源分配上的谨慎态度，旨在优化投资回报率，而非单纯追求短期的销售数字。与此同时，珀莱雅消费者也注意到，今年大促期间的赠品数量较以往有所减少。这表明珀莱雅也在通过收缩促销力度来平衡成本与收益，专注于品牌力的塑造与用户体验的提升，通过合理控制营销费用，将更多资源投入到研发和品牌建设中，从而在长期内保持竞争力，减少过度促销有助于培养消费者对品牌的理性认知。我们认为，行业已经实现重塑并进入了新的发展阶段，从价格向价值导向转变。

图 13:头部品牌营销费用率变化趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 14:中国化妆品出口额变化趋势



资料来源：中国医药保健品进出口商会、招银国际环球市场

■ 2025 年及未来，出海驱动新增长

面对逐渐饱和的内地市场，2025 年品牌的新增量可能由出海战略引领。化妆品出口额从 2014 年的 28.9 亿美元增长到 2023 年的 65.1 亿美元， CAGR 达到 9.4%，总体呈现稳步上升趋势。尽管出海充满挑战，中国品牌的全球化决心依然坚定。上海家化旗下的佰草集作为最早进入法国设立专柜的中国护肤品牌，近期关店可能是受集团架构转型的影响，但这并未动摇其他品牌拓展海外市场的步伐。贝泰尼已通过在泰国设立东南亚业务总部，计划在当地开设 KA 美妆连锁店，并接入 30 多家医美诊所作为销售渠道，同时也在筹划进军北美市场。目前来看，东盟已被公认为全球化妆品行业的“未来市场”，马来西亚和印尼是该区域最大的两个化妆品市场。珀莱雅不仅瞄准了这一潜力巨大的市场，还在欧洲成立了科创中心，有望比同行更快布局西欧和法国销售网络。这些举措彰显了珀莱雅在国际市场上寻求突破的决心与行动力。珀莱雅在出海方面采取了谨慎且灵活的战略，利用线上渠道迅速占领市场份额。增强品牌在全球范围内的竞争力。

随着内地市场竞争加剧和市场趋于饱和，中国化妆品品牌正积极探索海外市场，通过多元化、本地化的策略，在全球范围内寻找新的增长点。

估值

图 15: 估值对比

公司	证券代码	收盘价（交易币种）	总市值（美元，百万）	市盈率 (x)			ROE(%)			收入增速(%)			净利润增速(%)			派息比例	股息率	
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	23A	23A	24E
百威亚太	1876.HK	7.46	12,695	15.4 x	13.8 x	12.5 x	7.5	8.2	8.7	-5.1	3.9	3.8	-2.1	11.7	10.1	82%	5.5%	5.4%
青岛啤酒股份	0168.HK	50.40	11,530	14.4 x	13.1 x	12.0 x	15.0	15.3	15.3	-6.3	3.2	2.5	3.3	10.2	9.4	63%	4.3%	4.4%
青岛啤酒	600600.SH	73.84	11,530	22.6 x	20.4 x	18.8 x	15.2	15.4	15.5	-4.6	3.2	3.0	4.5	10.5	8.8	64%	2.7%	2.5%
华润啤酒	0291.HK	26.25	10,942	14.5 x	13.1 x	11.9 x	17.1	17.1	17.1	2.6	3.8	3.8	5.2	10.5	9.9	58%	3.9%	3.5%
重庆啤酒	600132.SH	64.98	4,377	23.3 x	22.0 x	20.8 x	58.4	56.3	55.8	1.4	3.7	3.5	0.8	5.9	5.7	101%	4.3%	4.0%
燕京啤酒	000729.SZ	10.25	4,021	29.6 x	23.1 x	19.1 x	7.0	8.5	9.6	5.4	6.0	5.7	51.2	28.5	20.7	44%	1.0%	1.4%
珠江啤酒	002461.SZ	9.07	2,794	24.8 x	21.7 x	19.2 x	7.8	8.4	8.9	7.6	6.5	6.0	29.7	14.4	12.9	45%	1.4%	1.8%
农夫山泉	9633.HK	35.45	51,229	28.9 x	24.9 x	21.7 x	37.3	35.6	33.8	10.9	16.0	11.2	5.4	16.1	14.8	69%	2.3%	2.4%
东鹏饮料	605499.SH	220.99	15,995	35.6 x	27.1 x	21.5 x	39.1	38.6	37.1	42.4	28.1	23.1	58.2	31.4	25.8	49%	1.1%	1.4%
康师傅控股	0322.HK	9.94	7,196	14.4 x	13.0 x	12.0 x	25.0	26.7	28.3	4.2	3.7	3.7	14.9	10.7	9.1	98%	6.0%	7.4%
中国旺旺	0151.HK	4.41	6,693	11.8 x	11.1 x	10.6 x	25.7	22.8	23.7	0.0	3.8	4.6	8.9	4.9	5.0	69%	5.8%	NA
华润饮料	2460.HK	12.18	3,753	16.3 x	13.4 x	11.5 x	15.3	15.3	15.1	5.5	7.6	8.7	24.2	22.1	15.8	NA	NA	NA
统一企业中国	0220.HK	7.08	3,929	14.8 x	13.4 x	12.3 x	13.8	14.8	15.6	7.5	5.8	5.8	14.3	10.4	9.1	109%	6.6%	7.6%
养元饮品	603156.SH	21.38	3,766	18.9 x	17.0 x	15.2 x	13.4	15.0	16.7	-5.4	6.6	7.7	-2.5	11.3	11.7	138%	7.5%	NA
承德露露	000848.SZ	8.94	1,310	14.9 x	12.8 x	11.5 x	18.6	19.4	19.6	8.0	8.0	8.2	-1.0	16.0	11.6	66%	4.5%	4.2%
李子园	605337.SH	11.58	636	19.4 x	17.4 x	15.6 x	13.1	13.9	14.7	3.9	9.3	9.6	-0.7	11.7	11.3	83%	4.3%	3.2%
卫龙美味	9985.HK	7.52	2,272	14.3 x	12.2 x	10.5 x	18.7	19.4	19.1	23.0	16.3	13.7	29.7	17.4	15.8	86%	4.8%	4.3%
洽洽食品	002557.SZ	30.07	2,122	15.5 x	13.5 x	11.7 x	16.2	16.6	17.1	10.5	11.0	10.9	22.2	15.1	15.0	63%	3.3%	3.9%
盐津铺子	002847.SZ	51.70	1,963	21.7 x	17.1 x	13.7 x	35.6	35.7	35.3	27.6	23.7	21.2	28.8	27.0	24.3	57%	2.9%	2.5%
三只松鼠	300783.SZ	32.58	1,818	32.5 x	23.6 x	17.6 x	14.3	17.2	19.7	44.3	28.8	24.9	82.8	37.7	34.1	46%	0.8%	1.1%
劲仔食品	003000.SZ	12.96	813	19.4 x	15.6 x	12.7 x	20.1	21.4	22.2	21.9	21.6	19.9	43.4	24.8	22.5	63%	2.3%	2.3%
中国中免	601888.SH	70.56	19,954	26.5 x	22.2 x	19.4 x	9.5	10.6	11.3	-10.4	13.8	11.0	-18.8	19.4	14.2	51%	2.3%	1.8%
巨子生物	2367.HK	51.30	6,778	24.8 x	19.4 x	15.6 x	34.6	33.2	31.4	44.7	30.7	26.1	35.2	28.0	24.1	59%	1.9%	2.1%
珀莱雅	603605.SH	92.22	5,086	23.5 x	19.0 x	15.7 x	28.6	28.0	26.9	29.5	23.2	19.8	30.1	24.0	21.0	43%	1.4%	1.4%
贝泰妮	300957.SZ	49.28	2,905	26.2 x	20.6 x	17.6 x	12.4	14.2	14.8	18.4	15.5	13.3	5.5	26.8	17.5	34%	1.2%	1.2%
上美股份	2145.HK	34.95	1,787	14.6 x	11.1 x	9.0 x	35.5	36.2	35.7	72.4	25.9	18.9	91.4	31.1	23.5	81%	3.0%	4.1%
丸美股份	603983.SH	29.49	1,646	32.4 x	25.5 x	20.6 x	10.3	12.1	13.8	30.7	24.4	20.0	40.6	27.4	23.5	80%	1.8%	1.2%
上海家化	600315.SH	17.74	1,660	32.9 x	25.6 x	21.6 x	4.6	5.6	6.3	-5.2	7.8	8.7	-27.5	28.5	18.3	31%	1.3%	1.0%
润本股份	603193.SH	22.30	1,256	28.6 x	22.8 x	18.5 x	14.5	15.8	16.6	29.5	26.5	23.3	39.6	25.8	23.2	27%	0.8%	0.8%
水羊股份	300740.SZ	13.68	739	22.0 x	16.6 x	13.7 x	10.7	12.5	13.2	-2.7	11.2	8.8	-17.8	32.6	20.9	13%	0.7%	0.6%
美丽田园医疗健康	2373.HK	17.30	524	15.5 x	12.7 x	11.0 x	25.5	26.0	24.4	24.2	19.1	13.3	12.9	22.2	14.8	45%	2.7%	2.5%
均值				**23.6 x**	**19.9 x**	**17.3 x**	**24.3**	**24.0**	**23.7**	**9.5**	**12.8**	**10.4**	**12.5**	**17.3**	**14.6**	**65%**	**3.0%**	**2.7%**

资料来源：万得，招银国际环球市场预测（截至 2024 年 12 月 4 日）

中国可选消费板块

同步大市

胡永匡 – walterwoo@cmbi.com.hk

静待政策出台，供需平衡拐点和消费信心回升

预计消费上半年受政策扶持，下半年受高基数和外部风险干扰，看好体育用品、服装和餐饮

■ **2024 年消费行业虽然继续探底，但有危也有机，出口和政策利好的行业，股价表现大幅优于大市。**

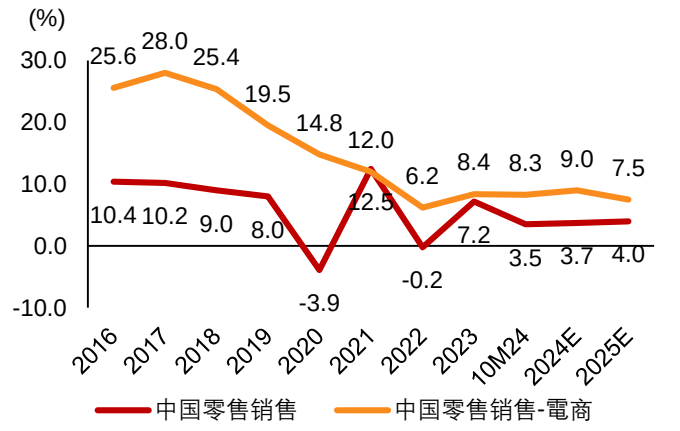
中国零售销售增长从 2023 年的约 7%，放慢至 2024 年前 10 月的 3.5% (我们预测 2024 年约为 3.7%)，主要是线下客流疲弱所致，特别是面对去年春节和暑假的高基数。尽管线上增长强劲，包括美团和抖音等渠道，而且从复苏率的角度来说，从 1 季度到 3 季度，其实都是在环比恶化。

值得注意的是，24 年的低增长情况其实也已经包含了国家政策的支持，像以旧换新的补贴，所以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。

分行业来说，出口和纺织板块的股价相当不俗的上升，主要还是受惠于海外经济复苏，以及补库存需求的带动，而家电回报略好，主要受惠于国家的补贴政策。

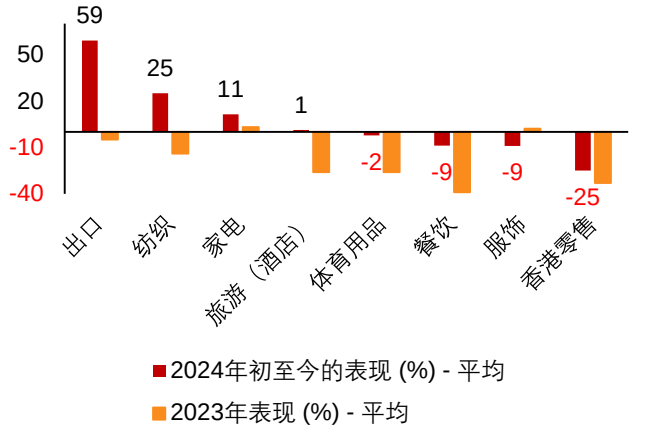
而其他的板块，像旅游酒店，体育用品，餐饮和服装等等，都有需求不足，创新不足，供应过多和天气较差（较多雨天，台风和暖冬）的影响，导致股票回报较差。

图 1: 中国零售销售增长 - 线下和电商销售



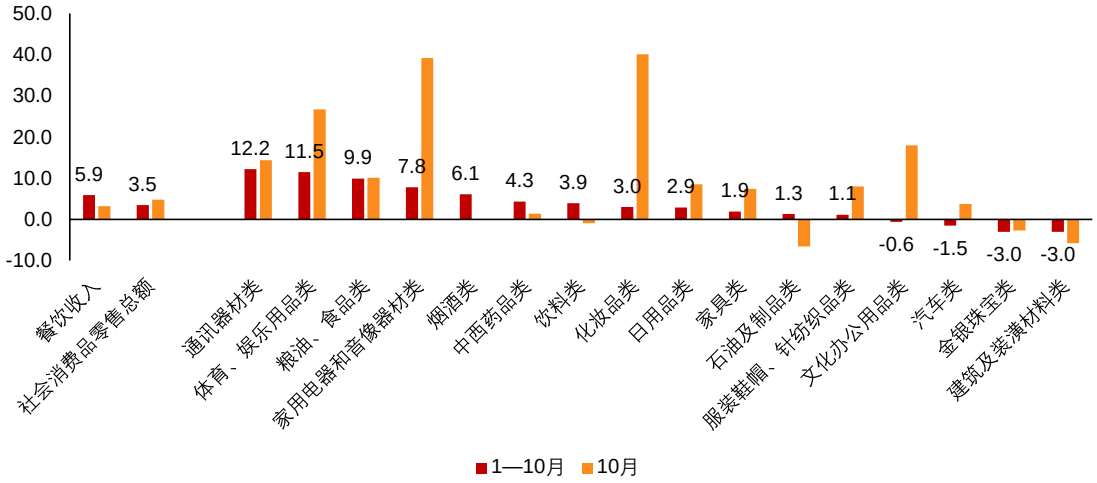
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

图 2: 2023 年和 2022 年股价表现 - 按子行业



资料来源：彭博，招银国际环球市场，注：2024 年初至今数据截至 12 月 6 日

图 3：中国零售销售增长（1-10 月和 10 月）- 按子行业



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

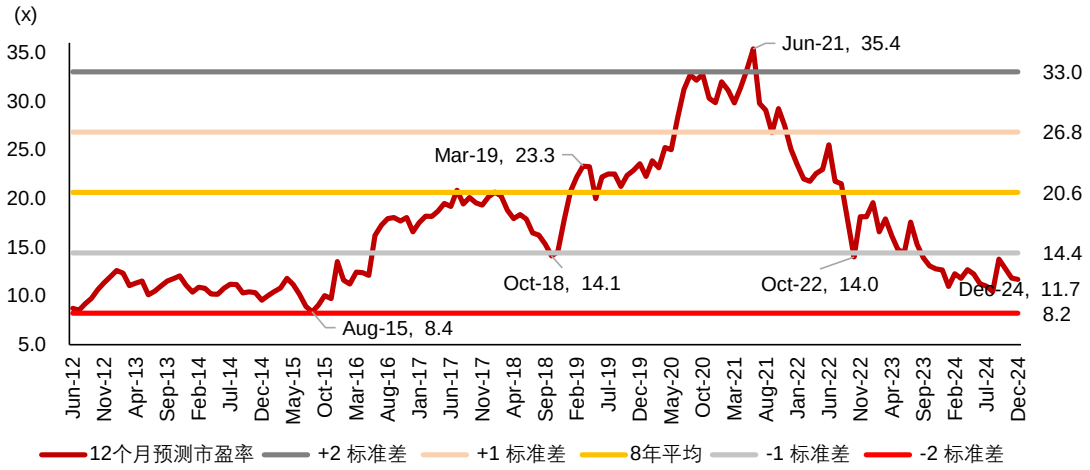
■ **估值短期可能已经筑底，中长期有望回升，但需政策和基本面的拐点出现。**

从估值来说，行业预测市盈率从 23 年的 13 倍，进一步下降至 24 年的 12 倍，主要仍然是受到宏观压力和企业盈利低于预期所拖累。

对比 8 年平均的 21 倍，目前的估值相当便宜（过去 8 年最高和最低分别约为 33 倍和 10 倍）。我们认为基本面仍然要面临一些风险，而且地缘政治问题也未被解决，所以估值重拾上升轨道不容易，但因为中央政府的政策已经开始转向，估值很大机会已经在筑底中。但当然，因为中国长线的经济增长速度会逐渐放慢，再投资逻辑发生改变时，合理估值区间是需要往下转移的。

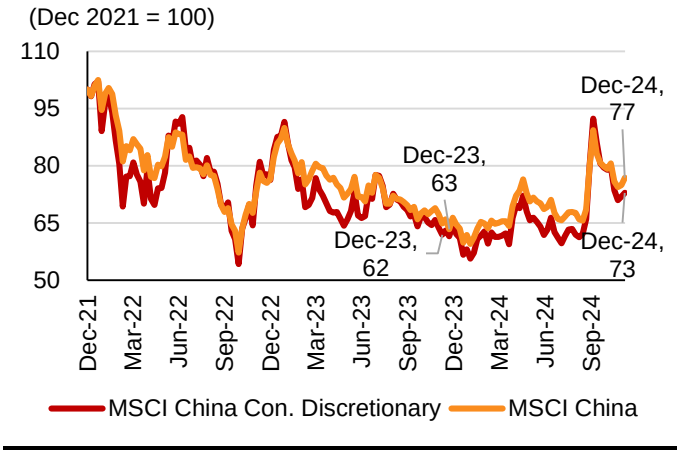
假如刺激政策好于预期，相信估值可以企稳回升，但假如不达预期，那下跌的风险也在。

图 4：可选消费行业估值



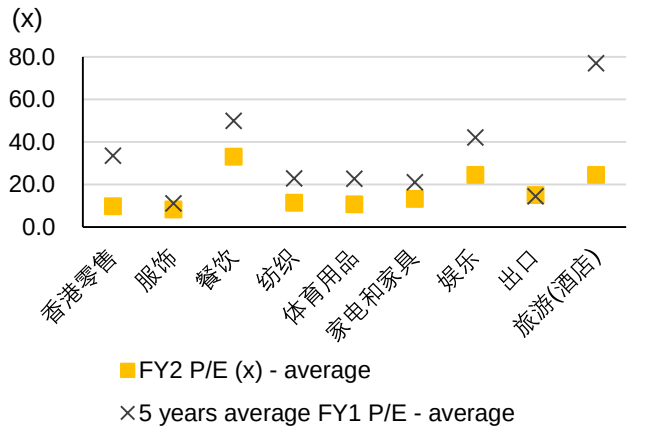
资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 5: MSCI 中国和 MSCI 中国可选消费



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 6: 子行业估值 - 现在和 5 年平均



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

■ **我们对 2025 年可选消费行业的看法为同步大市**

我们对 2025 年的行业展望，并没有非常乐观，只是预计中国零售销售增长可以达到 4.0%左右(较我们的宏观经济团队预测 4.7%更为保守)，对比今年的约 3.7%，稍有加速，因为在 2024 年，是有海外出口反转以及国家消费补贴的利好，假若这两个方面在 2025 年都开始转差，那整个消费板块也会受到拖累。

分开上下半年来说，我们对上半年会比较乐观，政策利好较多，而下半年会有较大压力，外部风险和高基数会逐渐出现。

分开渠道来说，预计线下和线上都有正增长，线下预计客流量和转化率都有改善，但线上增长有可能因为抖音渠道基数变得更高而有所放慢。

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）

4）高股息率（而且业绩确定）。

另外，短线来说，仍然有两个负面因素，一个是 2024 年到 2025 年的冬天可能较暖，另一个是 2025 年的春节会较早（在 1 月底），都可能对整个旺季销售带来负面影响。

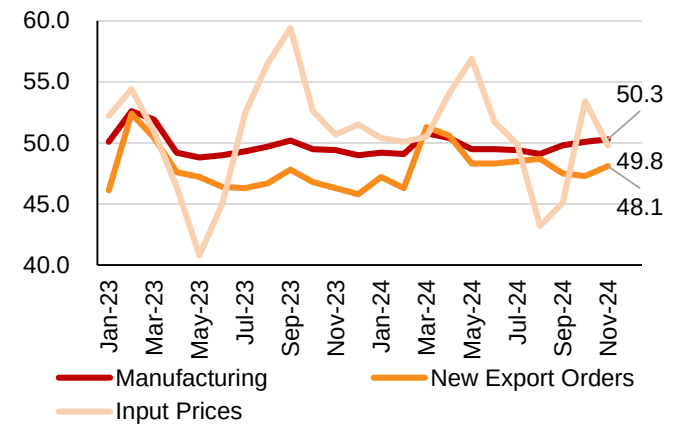
虽然目前市场的不确定性很高，但我们认为，很多行业在寻找供需平衡的过程中，也会出现新的一批赢家，在现在行业估值便宜的时候去投资这些公司，整个风险回报其实也是很不错。

■ **对营商环境和就业预期并不乐观**

目前来看，2025 年 GDP 增长预期还是很弱，而且通缩压力还在，所以现价增长会更差。

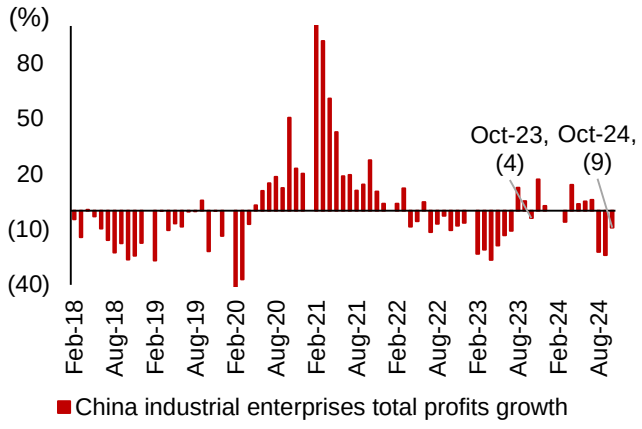
另外各种领先指标都没有太多好转的迹象，工业利润仍然在下滑，加上今年以来的 PMI 也是比较疲弱（虽然 9 月 10 月短线有些转好，但仍然经常低于 50，可持续性成疑），特别是原材料购进价格指数，我们预计中国整体的经营环境仍然不会良好。

图 7: 中国制造业 PMI



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

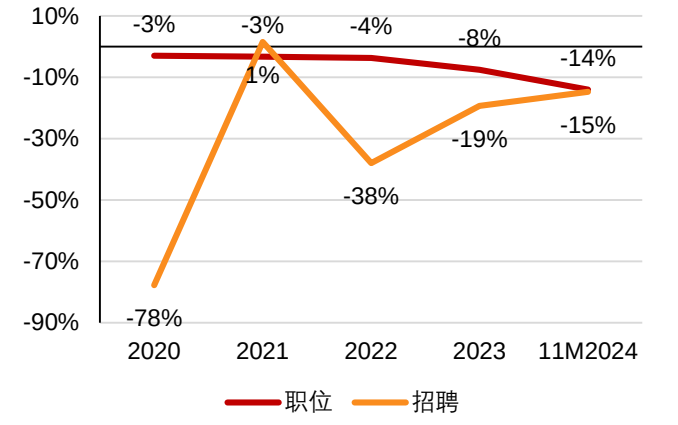
图 8: 中国工业利润增长（月）



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

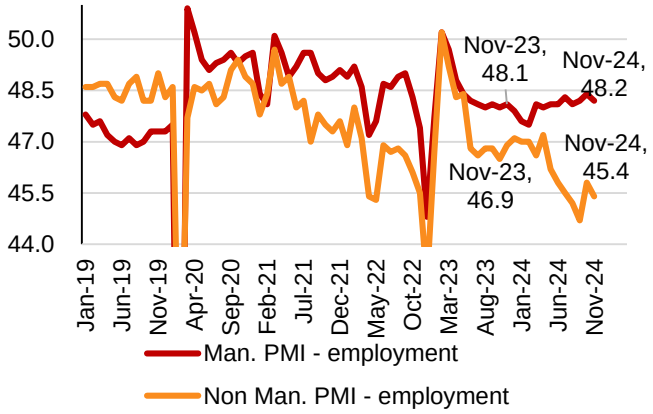
就业市场也较低迷。我们预测新增职位数量在 2024 年仍有 10%以上的同比减少，比 2023 年更多，像非制造业 PMI 的就业指数近半年也急剧下降，另外我们也观察到毕业生的平均工资，对比 2023 年和 2022 年，也是有大幅下降。

图 9: 百度指数关键词 “职位” 的搜寻量



资料来源：百度指数，招银国际环球市场

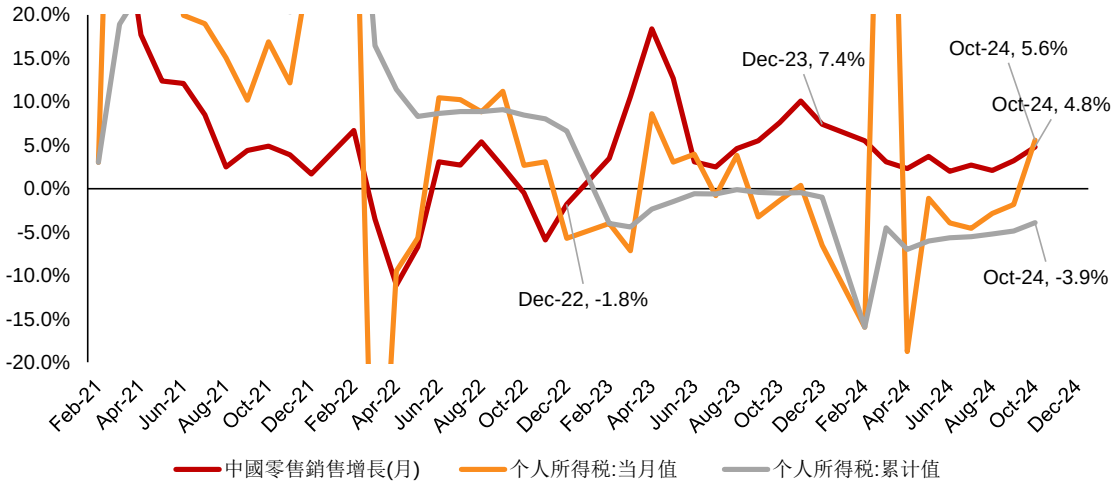
图 10: 制造业 PMI 和非制造业 PMI 的就业指数



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

尽管如此，我们观察到一个短线的轻微的改善，即个人所得税收入在 9 月和 10 月略为重新增长，但我们认为可能是低基数的原因，也可能是以旧换新补贴的拉动，可持续性还要继续观察。

图 11：中国零售销售增长，对比个人所得税收入增长



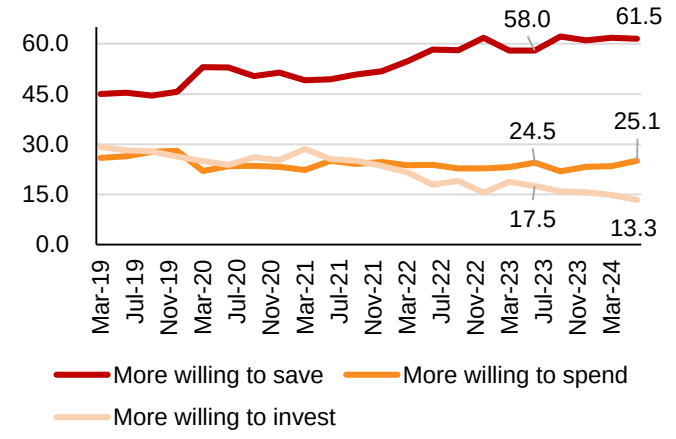
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ **我们认为房价仍然有下跌空间，所以负财富效应还会持续**

房地产价格仍然在下跌，而且因为库存偏高，我们认为应该还有下跌空间。股市方面，尽管有政策帮助，但是上升幅度还是偏低。总体来说，我们预计负财富效应会持续。

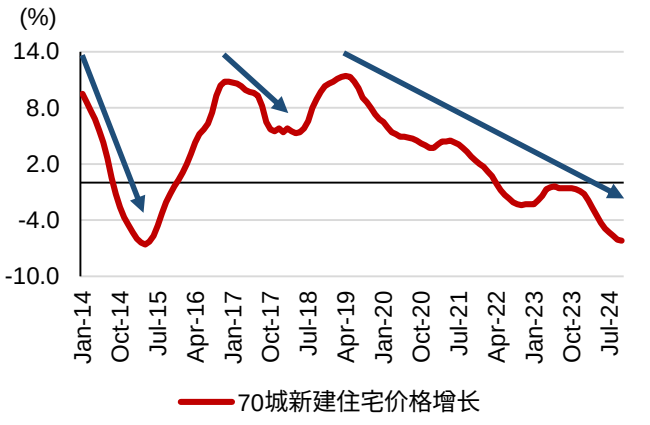
但从中国人民银行的调查看，虽然对储蓄有兴趣的人群占比还在提升，但因为对投资感兴趣的人群同时大幅减少，对消费更感兴趣的人群应有增加，但实际情况与此推断有点不符，我们会继续观察。因为对于奢侈品，快销品和餐饮，根据我们的研究，消费意欲仍然是很疲弱的。

图 12: 城镇居民对储蓄，投资和消费喜好的占比



资料来源：中国人民银行，招银国际环球市场

图 13: 中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数（月）



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

我们的投资主线推荐如下：

■ **1） 政策利好（促进消费，让房地产止跌）**

在出口增长放缓以及外部环境不确定性增加的情况下，增加内需和消费的贡献是对经济增长有效的拉动。

积极的一面是，我们相信中央政府已逐步意识到提升消费的重要性，只是还是需要更多时间让政策出台和传导到实体经济。但不利的一面是，目前经济基本面（收入和就业情况，公司利润和经营环境，财富效应和消费信心）还是很弱，对于 2025 年零售销售增长，我们认为政策力度非常关键，希望政府能够出台比 2024 年的以旧换新更大力度的政策。

根据中央经济工作会议的方针，我们预计在 2025 年，政府不论在货币政策还是在财务政策，都有可能同步持续地宽松。

财政政策，相信会包括:1）适度提高赤字率，根据我们的宏观经济团队的预测，会从 2024 年的 3.1%，上升到 2025 年的 3.7%，2）加大地方专项债的规模，3）继续发行超长期特别国债，以加强对经济和消费的扶持。而我们推测在新增的两万亿人民币财政刺激里面，可能有 3000 到 5000 亿是用来刺激消费，但不一定会继续用来刺激家电板块，也许是其他细分板块。

货币政策也许会包括:1）进一步降低利率，以减轻人们的房贷负担，公司的经营成本等等，2）另外也许会引导人民币小幅贬值，而应对未来潜在贸易战的风险。

假若出现政策牛市，我们估计超跌行业，如餐饮，体育用品，旅游（酒店）的反弹空间较大。

我们推荐：瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）、百胜中国（9987 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、海底捞（6862 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、李宁（2331 HK，买入）、亚朵（ATAT US，买入）等等。

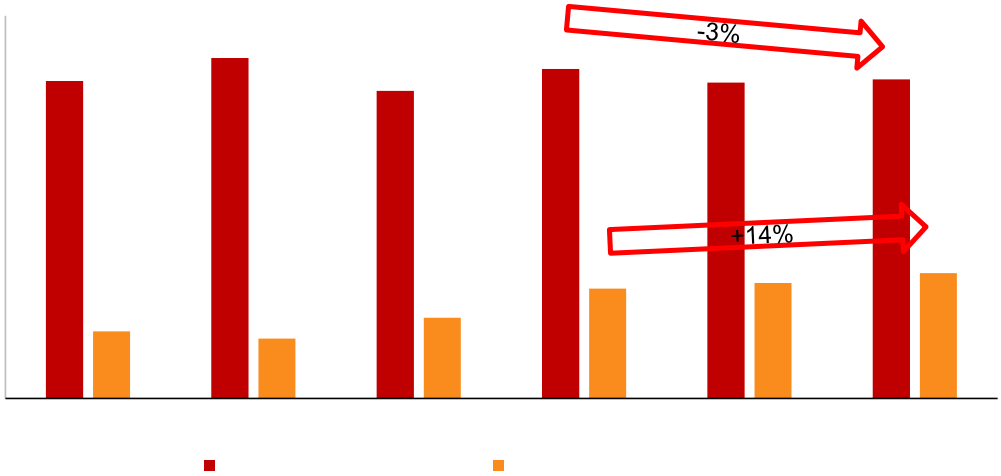
■ **2）供需回归平衡，市场回归理性（内卷的胜利者可以开始收割市场）**

目前许多板块，像体育用品，餐饮，旅游（酒店）都是供过于求，带来很多不利的影响，包括：1） 库存过多令折扣较深，2） 过度的价格战让单价下降但客流量没有提升，3） 新酒店数量供应太多让整体价格继续下探等等。

随着供应逐渐出清，库存水平回归正常，各大品牌认清减价后带来的客流量不多，以及消费客群忠诚度较低，质量较差后，都会纷纷减少折扣，以及经营不善的门店关闭出清后，供需平衡也许会到来，我们期待最快下半年希望能看到拐点。

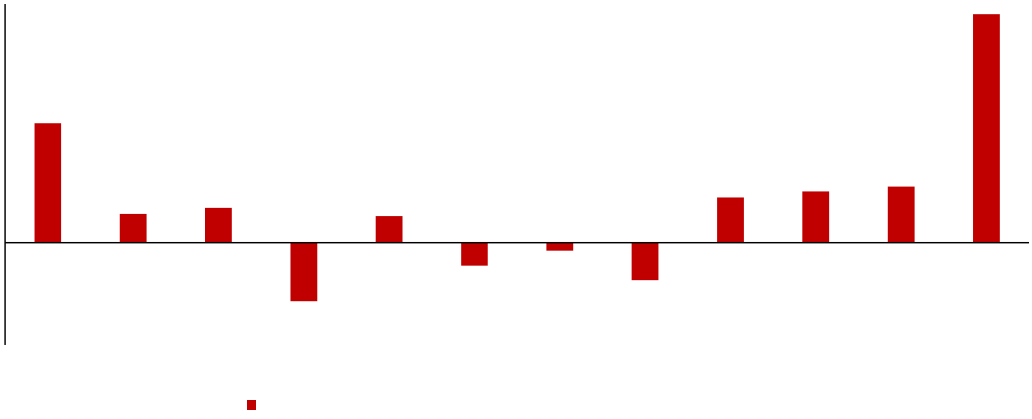
我们推荐：瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）、百胜中国（9987 HK，买入）、亚朵（ATAT US，买入）等等。

图 14：近年来中国茶饮店和咖啡店数量



资料来源：红餐网，招银国际环球市场研究

图 15：中国住宿和餐饮业固定资产投资累计同比增长



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场研究

■ 3） 海外出口/市场拓展（东南亚布局优先）

虽然对于 2025 年，我们估计欧洲经济复苏可能较好，从而带动零售销售增长，不过美国经济增长应该会比较一般（黑 5 和感恩节的销售增长，的确有比市场预期好，但折扣水平略有加深），而且减息空间不多。

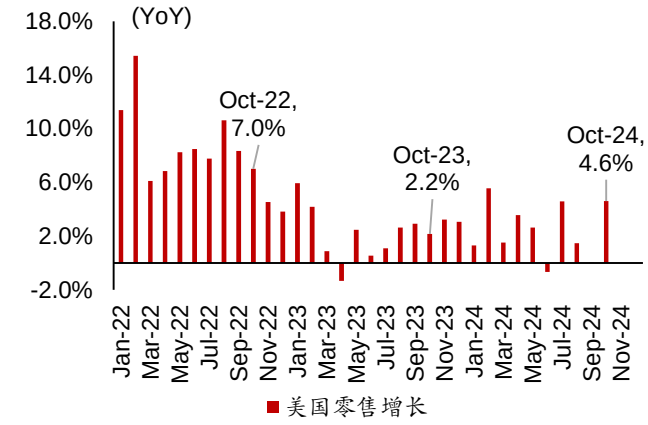
所以我预测出口板块仍然有很大机会转弱，因为 1） 高基数，2） 海外经济增长较慢，以及 3） 潜在的贸易战均是不利因素，也会同时影响到背后的制造业和后面的财富效应。

图 16: 中国出口销售增长



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 17： 美国零售销售增长

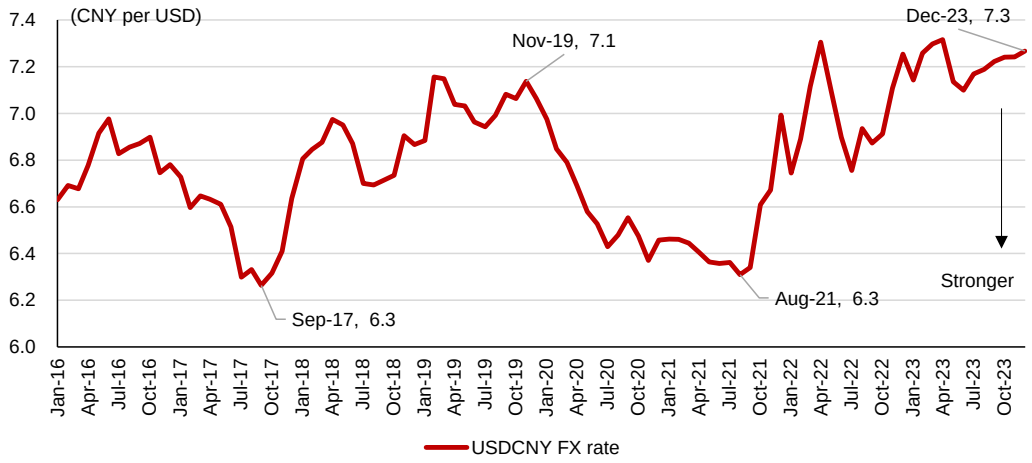


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

我们目前预计关税最快会由 2Q25 开始增加，是在现有水平上增加 10%或者 20%，而过程会延续两年之久，对小家电行业较为不利，而对家具、纺织行业相对较好，因为很多龙头公司早已经把产能转移到东南亚。

而目前仍然有个风险，是美国政府把和一切中国企业有关的供应链（不论产地）都包括在内来增加关税，一旦落地，将会带来远差于市场预期的后果。同时我们也担心中国应对的空间，如人民币的贬值空间（仅 5%）会比 2017 年到 2021 年的时候更为有限（上次约为 15%）。

图 18: 美元兑人民币汇率



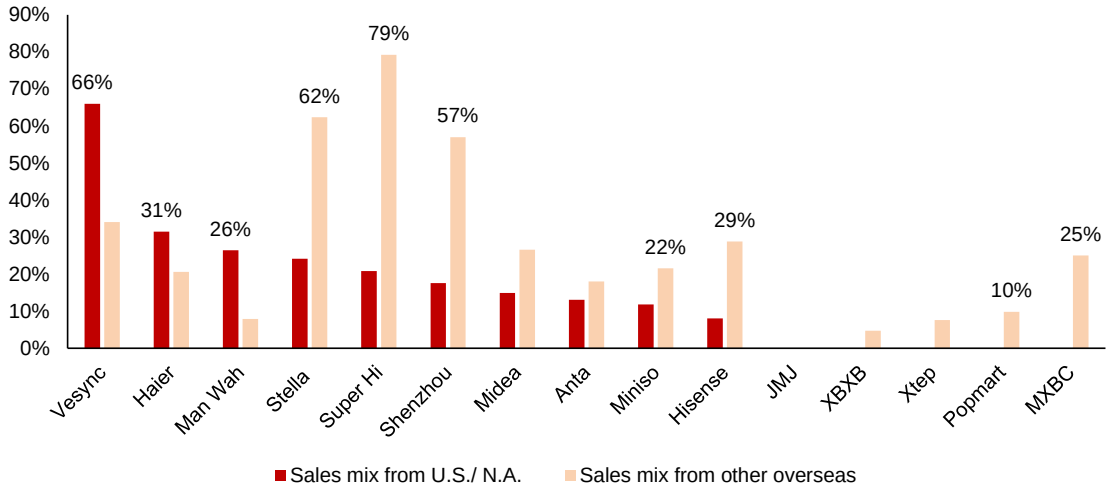
资料来源：彭博，招银国际环球市场

不过如果公司在东南亚有产能布局，像很多纺织服装的龙头公司，如晶苑（2232 HK, NR）、裕元（551 HK, NR）、九兴（1836 HK, NR）、申洲（2313 HK, NR）和华利集团（300979 CH, NR）等等，反而是会受惠于订单增加。

另外，我们认为出口和售卖产品到东南亚的公司，也会有更好的成长空间，像泡泡玛特（9992 HK, NR）、名创优品（9896 HK, NR）、蜜雪冰城（未上市）、海信（921 HK, NR）和特海国际（9658 HK, NR）等等。

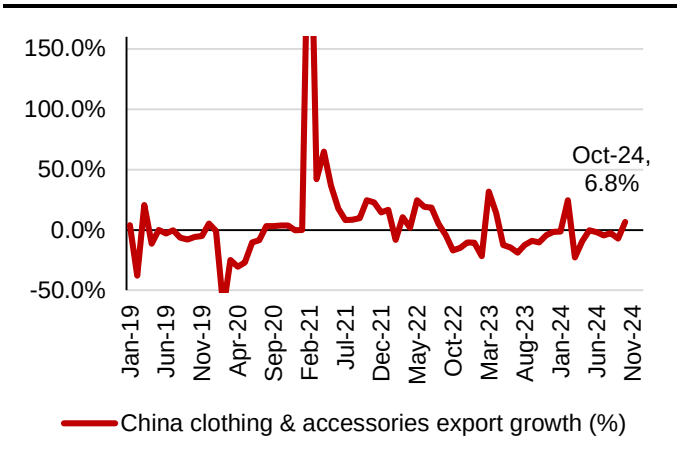
但海外发展也要注意不同种类风险，像：1）能够热卖的商品，都是能和海外消费人群的实际消费力匹配的，而且也是可持续的，2）成本上能有足够优势，特别是希望能达到国内水平的规模效应，都是需要比较巨大的投资和时间去发展。

图 19：2023 财年美国（或北美）地区销售和非美国（或北美）地区海外销售占比



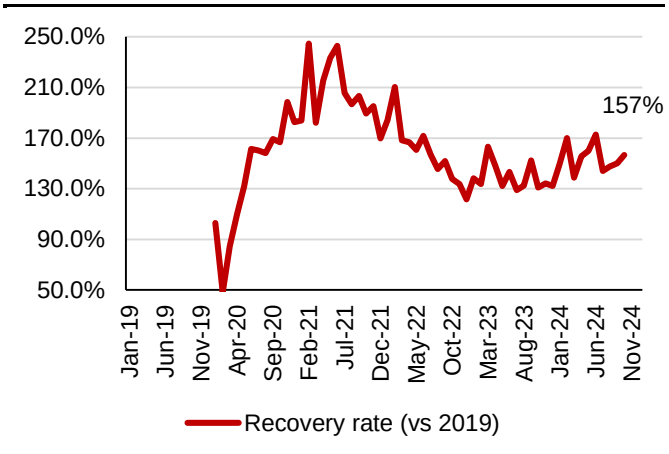
资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

图 20：中国纺织品出口销售增长



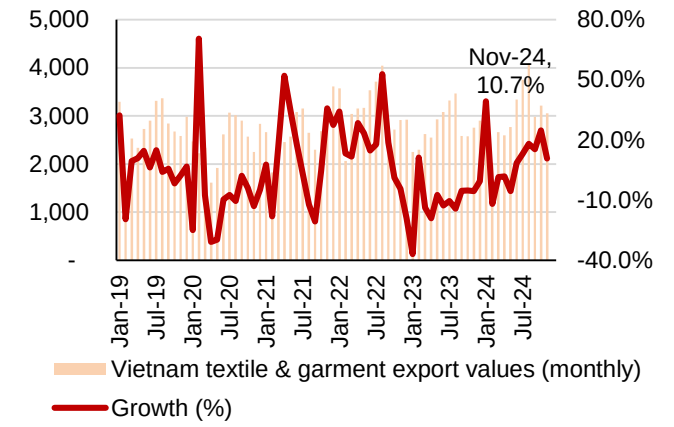
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 21：中国纺织品出口销售复苏率



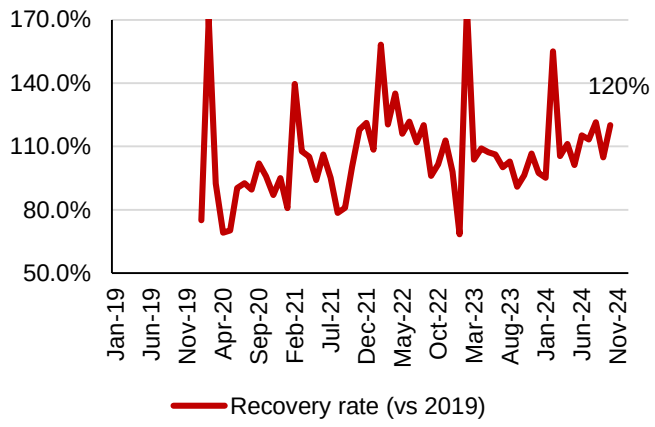
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 22: 越南纺织品出口销售和增长



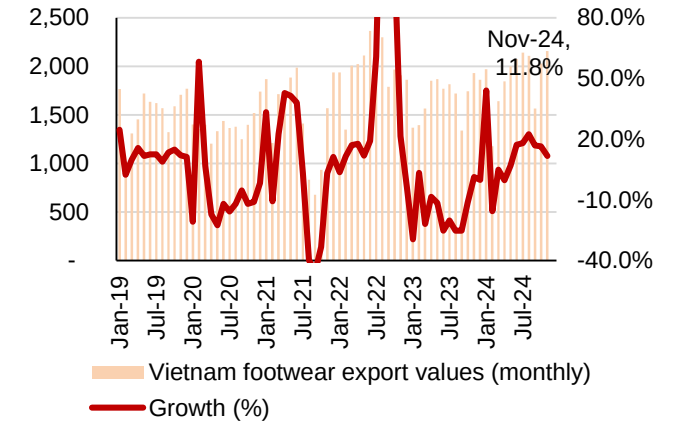
资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

图 23: 越南纺织品出口销售复苏率



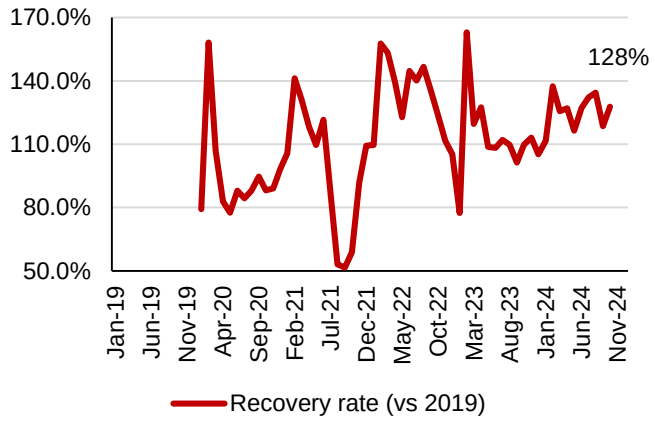
资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

图 24: 越南鞋类出口销售增长



资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

图 25: 越南鞋类出口销售复苏率



资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

■ **高股息率（而且业绩确定）**

从 24 年四季度的减息周期开始，投资者对高股息公司的兴趣的确有所减低，而且该趋势也许会延续到明年上半年，因为市场仍然预期美国还会减息一至两次。

但我们认为后续减息的机会仍然很低，所以中长线来说，高股息的股票吸引力仍在。

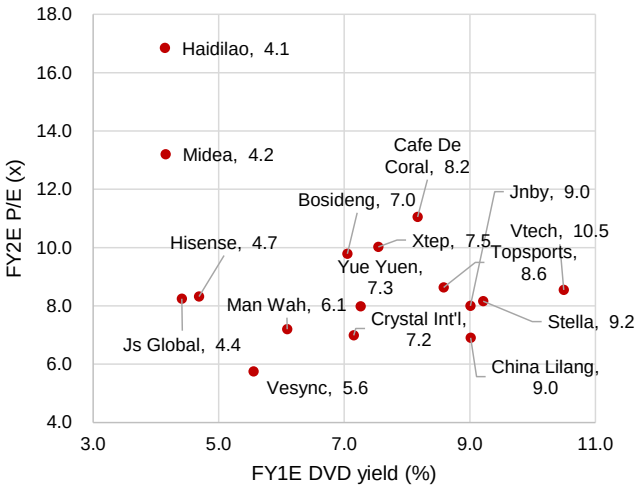
在确保业绩有一定质量的情况下，我们推荐：江南布衣（3306 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）等等。

图 26: 高股息率公司详情

Name (eng)	Name (chi)	Ticker	Year End	FY2 Sales growth	FY2 NP growth	FY2 P/E	FY1 DVD yield
Vtech	偉易達	303 HK	Mar	6%	10%	8.6	10.5
Stella	九興控股	1836 HK	Dec	5%	10%	8.2	9.2
China Lilang	中國利郎	1234 HK	Dec	10%	13%	6.9	9.0
Jnby	江南布衣	3306 HK	Jun	8%	7%	8.0	9.0
Topsports	滔搏	6110 HK	Feb	4%	20%	8.6	8.6
Cafe De Coral	大家樂集團	341 HK	Mar	5%	16%	11.0	8.2
Xtep	特步	1368 HK	Dec	5%	13%	10.0	7.5
Yue Yuen	裕元集團	551 HK	Dec	5%	5%	8.0	7.3
Crystal Int'l	晶苑	2232 HK	Dec	11%	11%	7.0	7.2
Bosideng	波司登	3998 HK	Mar	13%	14%	9.8	7.0
Man Wah	敏華控股	1999 HK	Mar	7%	10%	7.2	6.1
Vesync	Vesync Co Lt	2148 HK	Dec	17%	18%	5.7	5.6
Hisense	海信家電	921 HK	Dec	8%	14%	8.3	4.7
Js Global	Js環球生活	1691 HK	Dec	8%	-2%	8.2	4.4
Midea	美的集團	000333 CH	Dec	7%	10%	13.2	4.2
Haidilao	海底撈	6862 HK	Dec	7%	13%	16.8	4.1

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 27: 预测市盈率对比预测股息率



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

按消费行业子板块的展望

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（维持看好）

在宏观环境的拖累下，餐饮行业的压力也是很大的，因为更多人会选择在家煮饭，而且也会出现消费降级。但展望 2025 年，我们也许会变得稍为乐观，因为:1） 行业供应在减少，很多单体餐厅在倒闭出清，2） 很多品牌变得更为理性，认为降价对客流拉动有限，也认为通过降价带来的客群的质素不高，所以开始减少参与价格战，太二、喜茶、瑞幸等品牌也在减少折扣力度（但当然，如果能在不影响毛利率的情况下继续降价，如 Pizza Hut，我们认为对业绩反而是利好），3） 未来进入低基数后，同店销售在 2025 年或转正，约在 0%至 5%左右（对比 2024 年的- 11%），负经营杠杆可以减少，4） 而且假如政府会推出更多的刺激经济政策，相信对餐饮行业的利好也会很快且明显。

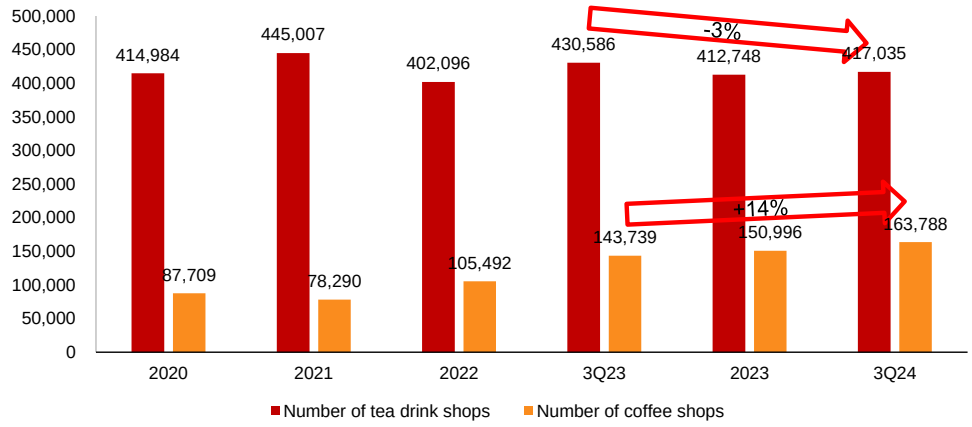
我们更为看好在产品研发和创新（来吸引客流和拓展客户群）、成本优化和效率提升（来提高利润率）更有优势的品牌，像百胜中国（9987 HK，买入）和瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）等等。

首选：瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）

原因是: 1） 公司在成本端有绝对领先的优势，而且未来通过规模效应，供应链投资和升级，员工工时和效率的优化，还可以更低，不论是毛利率还是经营利润率都有提升空间，2） 未来的同店销售，通过产品推出、减少折扣等等，可能重拾增长，3） 开店仍然快速，同时也在拓展海外市场。

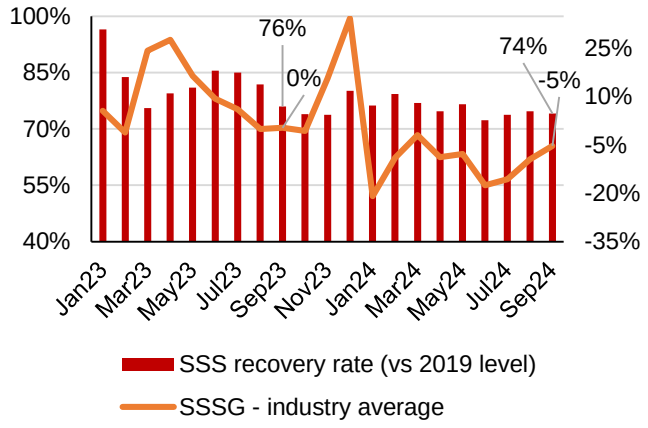
相关公司：百胜中国（9987 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、海底捞（6862 HK，买入）、九毛九（9922 HK，持有）。

图 28：近年来中国茶饮店和咖啡店数量



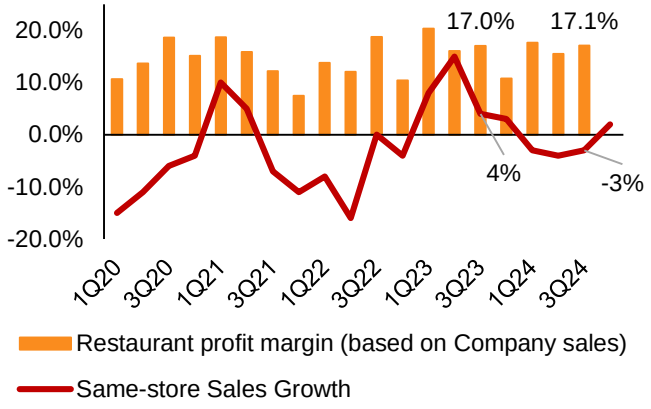
资料来源：红餐网，招银国际环球市场预测

图 29: 餐饮行业同店销售增长及复苏率（对比 2019 年）



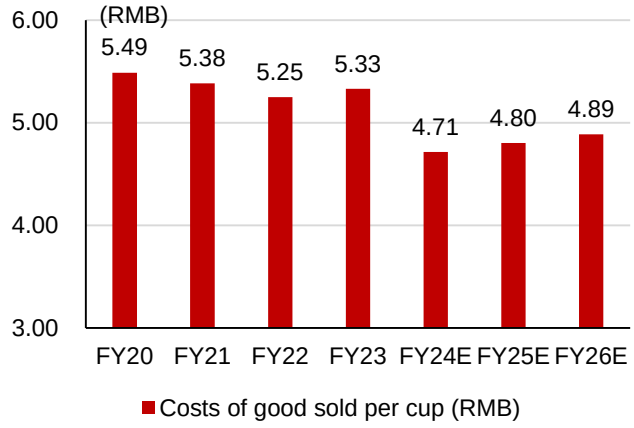
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测，*注：行业：九毛九+太二+海底捞+呷哺呷哺+凑凑+KFC+Pizza Hut+奈雪的茶

图 30: 百胜中国同店销售增长及门店经营利润率



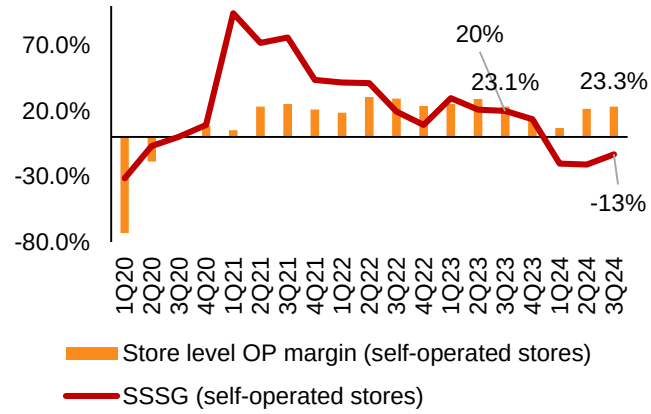
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 31: 瑞幸咖啡每杯成本



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 32: 瑞幸咖啡自营店同店销售增长及门店经营利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 33：2022 年中国与其他地区/国家的人均咖啡消费量和杯数对比



资料来源：CIC 灼识咨询，招银国际环球市场

2）体育用品行业（维持看好）

短线来说（未来 3 个月），我们认为行业或持续承压，主要由于： 1）宏观环境仍待改善；2）明年的春节较今年早，旺季时间缩短；3）终端需求偏弱，10 月有政策帮助和双 11 提前，但 11 月零售表现比较一般，整个双 11 来说，特别是在退货率日渐上升的情况下，增长并没有超预期；4） 而线下压力会较大，也会有负经营杠杆的问题；5） 因为流水增长一般，对比订货有些差距，会导致库存略为增加，影响零售折扣。

而对于 2025 年，我们目前估计行业增长还有望加速到在 5%以上（ 2024 年大约在 3%左右）。特别是对于某些品牌来说，2024 年像是一个调整的年份，所以进入 2025 年，我们也预期有更多公司，像 Nike、Adidas 和李宁等等，会推出更多创新力度更高的新产品。分开渠道来说，我们预计线下和线上都有正增长，线下希望客流量和转化率都有改善，outlet 渠道增长平稳，但线上增长有可能因为抖音渠道基数变得更高而有所放慢。另外，个别品牌也在加快海外业务的拓展。因为很多品牌的订货会增长也已经调整下来，和最终流水的表现应该也会更为匹配，所以库存积压和加大折扣的风险应该会更低，我们预计行业库存水平和折扣能够最少持平，并希望个别品牌有所改善。

从利润率上，我们预计会有所提升，因为在没有奥运的年份，营销费用的节约会更多，另外也相信很多公司会继续加大力度去降本增效。

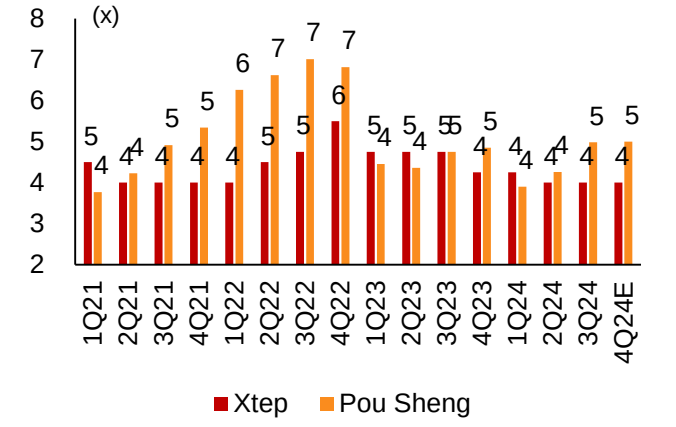
我们预期在 2025 年，户外品牌会表现较好，功能性和创新能力较强的，以及多推出更低价产品的品牌，表现会优于行业。

首选：安踏（2020 HK，买入）

原因是: 1）受惠于户外行业的快速增长，Descente/ Kolon/ Amer 的帮助， 2）Anta 品牌改革，如通过不同店型来拓展客群，3）FILA 品牌加大功能性和鞋类产品来拉动增长。

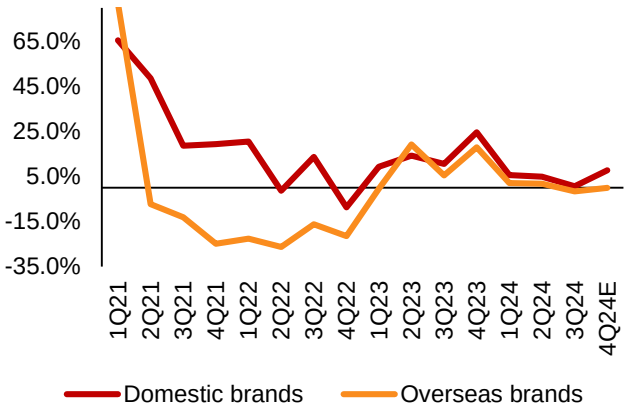
相关公司：特步（1368 HK，买入）、李宁（2331 HK，买入）、361 度（1361 HK，买入）、滔搏（6110 HK，持有）和宝胜（3813 HK, NR）。

图 34: 渠道库存销售比率 - 特步和滔搏



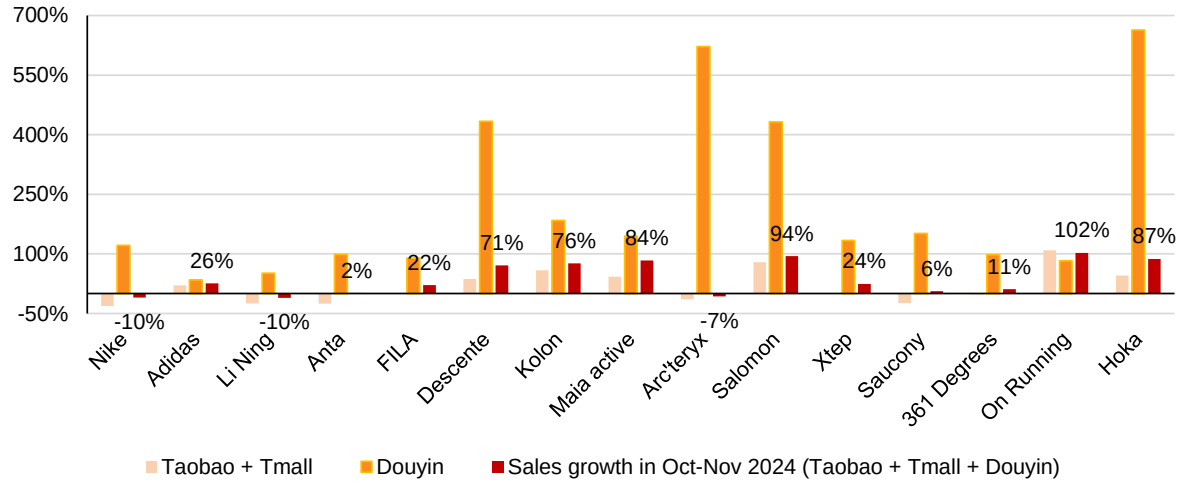
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 35:零售流水增长 - 国内对比海外品牌*



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测，*注：国内品牌：李宁+安踏+特步+FILA，海外品牌：耐克中国+阿迪达斯中国+宝胜

图 36：2024 年 10-11 月体育用品电商销售增长（淘宝,天猫,抖音平台）



资料来源：魔镜，招银国际环球市场预测

3）服装行业（维持看好）

短线来说（未来 3 个月），我们会较为担心：1）暖冬，以及 2）春节时间点较前的风险，所以我们对行业看法较为保守，而且因为销售流水低于预期，库存上升，导致零售折扣加深，可能也会影响利润率。

但展望 2025 年，我们不算太悲观，预计行业会有 0%至 5%的增长（对比 2024 年的 1%增长），考虑到：1）基数不高，包括 2025 年较早的春节也会成为未来的低基数，2）国家刺激消费的政策有可能覆盖家电以外的板块，3）女性（对比男性）的消费力增长和复苏都更好，4）在经历 1 到 2 年的过渡期后，La Nina/拉尼娜现象应该会重新出现，也会带来更冻的冷冬。

情况和体育用品行业比较类似，但品牌表现相对分化，我们倾向更为稳健和有竞争力的品牌，他们在产品创新，门店形象和服务水平都有持续的升级，以及在抖音渠道增长较快，像江南布衣（3306 HK，买入）和波司登（3998 HK，买入）等等。

首选：波司登（3998 HK，买入）

原因是：1）新产品如防晒服和户外产品的拓展，能有效适应较温暖的天气和覆盖更多的客群，2）大部分的门店，仍有形象升级的空间，3）对于会员和 VIP 的服务，仍有很多操作空间，来提升顾客黏性。而且当前的股息率很高，防守性十足。

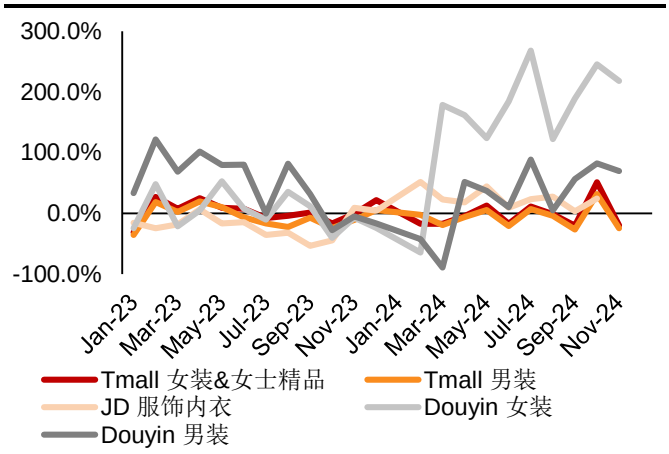
相关公司： 江南布衣（3306 HK，买入）、利郎（1234 HK，买入）。

图 37: 中国零售销售和服装销售增长



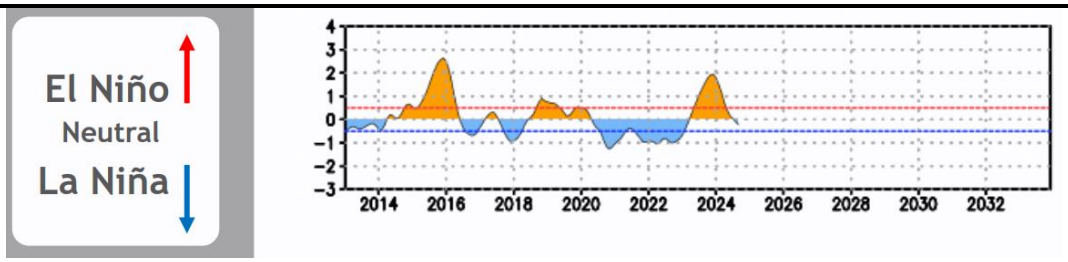
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 38: 不同的电商平台的服装行业销售增长



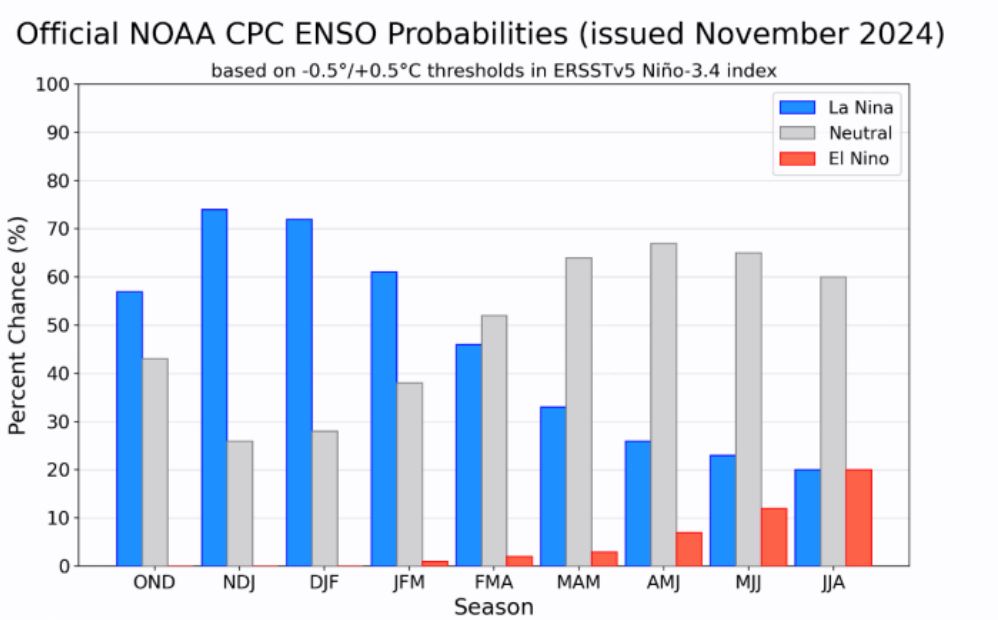
资料来源：魔镜，招银国际环球市场

图 39：最新的 ONI 值（2024 年 8 月至 10 月）为 -0.2ºC。



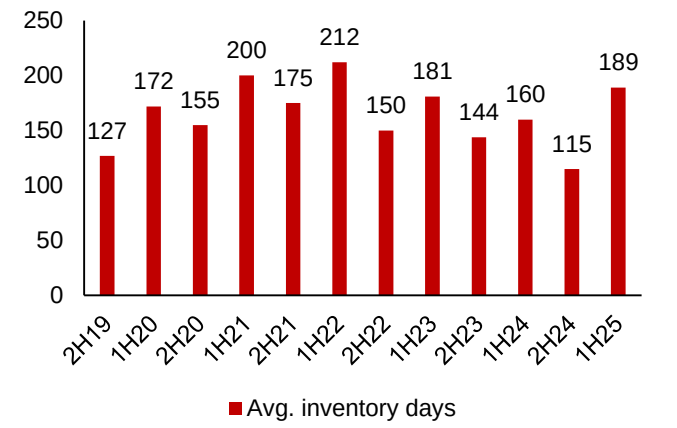
资料来源：美国国家海洋和大气管理局，招银国际环球市场

图 40：La Nina/ 拉尼娜现象有望在 10 月至 12 月期间出现（概率为 57%），并持续到 2025 年 1 月至 3 月。



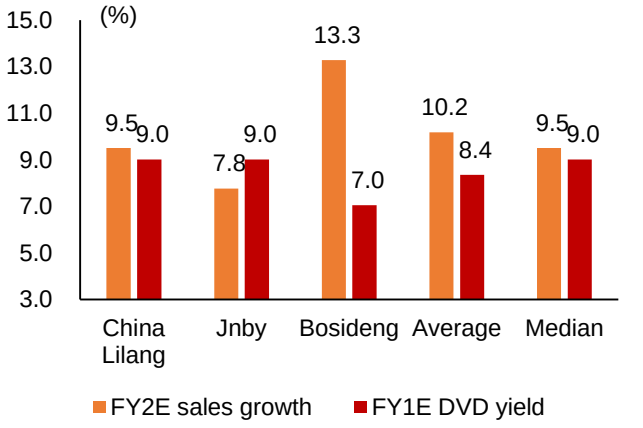
资料来源：美国国家海洋和大气管理局，招银国际环球市场

图 41: 波司登库存天数



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 42: 预测销售增长和预测股息率



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

4）纺织行业（看好）

从需求端来说，虽然各大品牌比较分化，像 Nike 的表现很弱，Adidas 和 Uniqlo 表现很好，Puma 平稳，Lulu 开始有所改善，但整体来说，我们预计 2025 年的增长趋势依然稳健，估计行业销售会有 5%左右的增长（对比 2024 年的约 6%）。另外，我们也在期待 Nike 品牌的新产品表现和业绩反转。

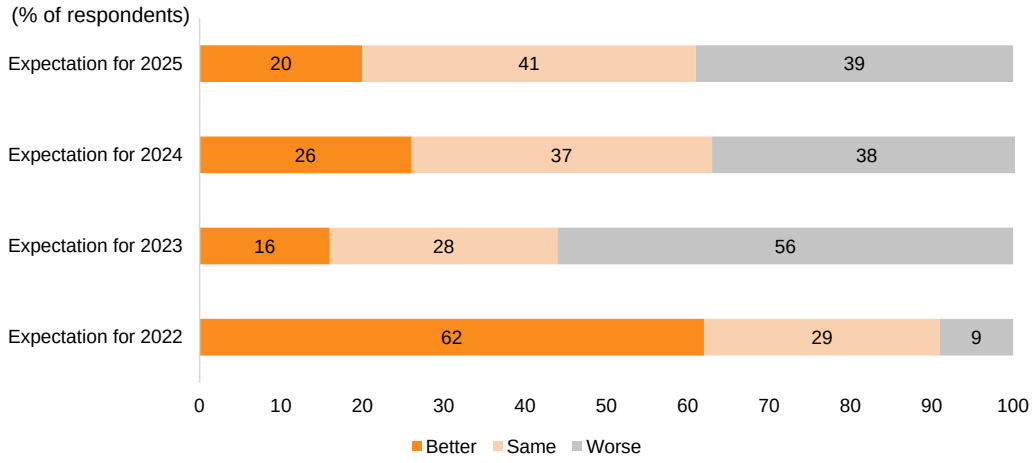
加上目前库存水平还是偏低，我们认为补库存的可能性仍然存在。

不过从品类来说，对比奢侈品，我们会更加看好中低价品牌的需求，相比鞋类制造商我们也会更看好服装制造商。

虽然未来贸易战会影响品牌成本，品牌可能会提高单价，并影响销售，但对于主力的供货商（像很多纺织服装的龙头公司，如晶苑（2232 HK, NR）、裕元（551 HK, NR）、九兴（1836 HK, NR）、申洲（2313 HK, NR）和华利集团（300979 CH, NR））来说，公司在东南亚有产能布局，而且经历上一轮贸易战之后，都做足了准备，这一次反而是有机会受惠于订单增加。

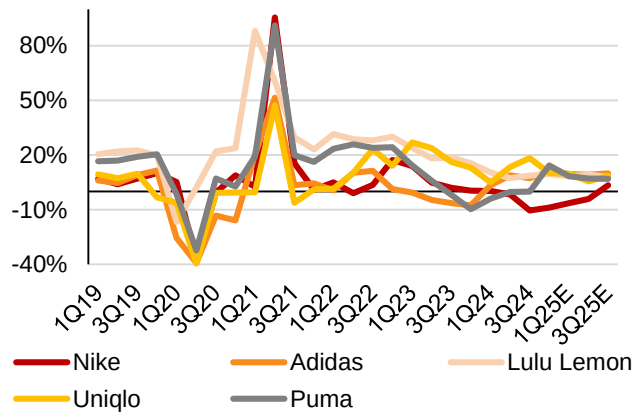
相关公司：晶苑（2232 HK, NR）、九兴（1836 HK, NR）、裕元（551 HK, NR）、申洲（2313 HK, NR）、华利集团（300979 CH, NR）。

图 43：与去年相比，未来一年行业高管对时尚行业的展望（预期如何演变）



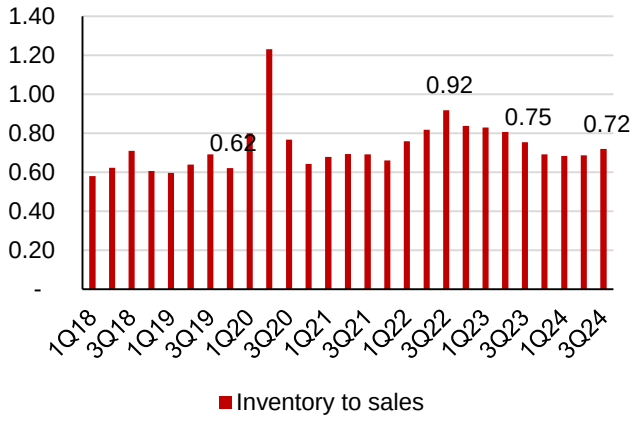
资料来源：State of fashion & McKinsey, 招银国际环球市场

图 44: 海外体育和服装品牌销售增长



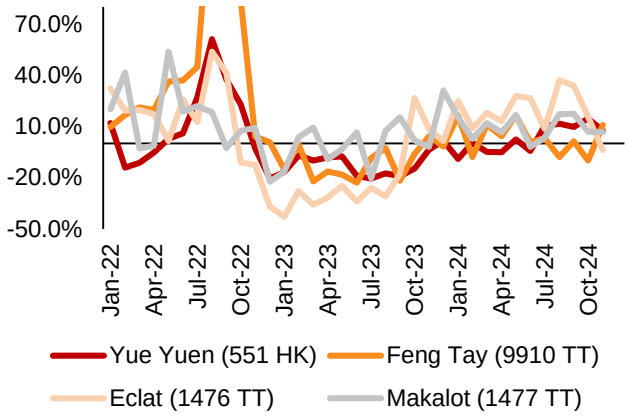
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 45: 海外体育和服装品牌平均*库存销售比



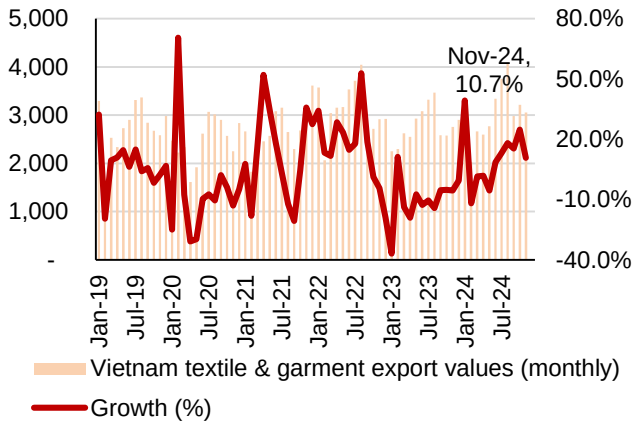
资料来源：公司资料，招银国际环球市场，注：*耐克+阿迪达斯+露露乐蒙+优衣库+彪马

图 46: 体育和服装制造商销售增长



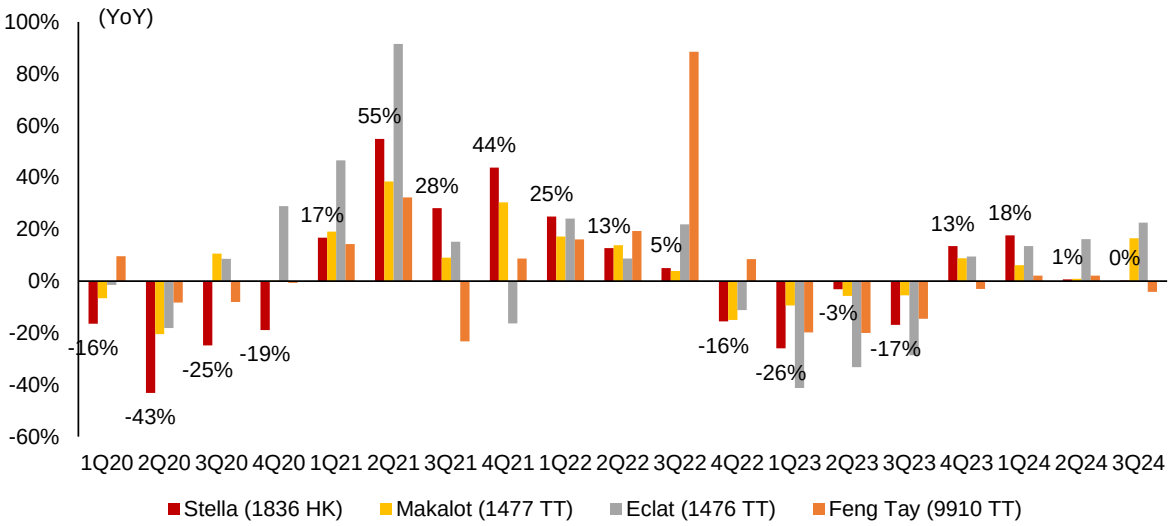
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 47: 越南纺织品出口销售和增长



资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

图 48：体育和服装制造商季度销售增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

我们对下列子板块持**中性**看法

5）旅游 - 酒店行业（下调至中性）

我们对 2025 年酒店行业的看法是上半年要小心，静静地等待下半年好转。目前的需求还是很差，就算有低基数，以及政府政策的帮助，华住也下调了 4 季度 RevPAR 的增长指引，说明需求不足，对单店的影响还是很大。目前酒店的供应仍然过剩 (中国住宿和餐饮业固定资产投资在 2024 年前 10 个月累计同比增长仍高达 34%)，因为疫情后的报复性旅游需求，以及各大品牌的加速开店，使整体酒店数量仍然在上升，而且 2025 年的增长速度还是很快。OTA 和一些龙头酒店集团都在裁员，也许预示未来的经历环境也是不太好。

新开的酒店的质素和竞争力也很高，受惠于建筑费用下降，新材料的研发和进步，数字化、标准化、模块化生产等等的原因，新开的酒店不止 Capex 更低，产品质素也会更高，亦更耐用，所以我们认为开店更多更快的龙头品牌，能更有效地抢占更多市场份额。

也有一些较小的利好因素，像出境旅游的边际增长放缓，中国对入境游客的签证放宽，以及人民币贬值等等，也会利好国内旅游。

总的来说，我们预计酒店行业 2025 年的 RevPAR 增长为有 0%至 5%（对比 2024 年的约-5%）。

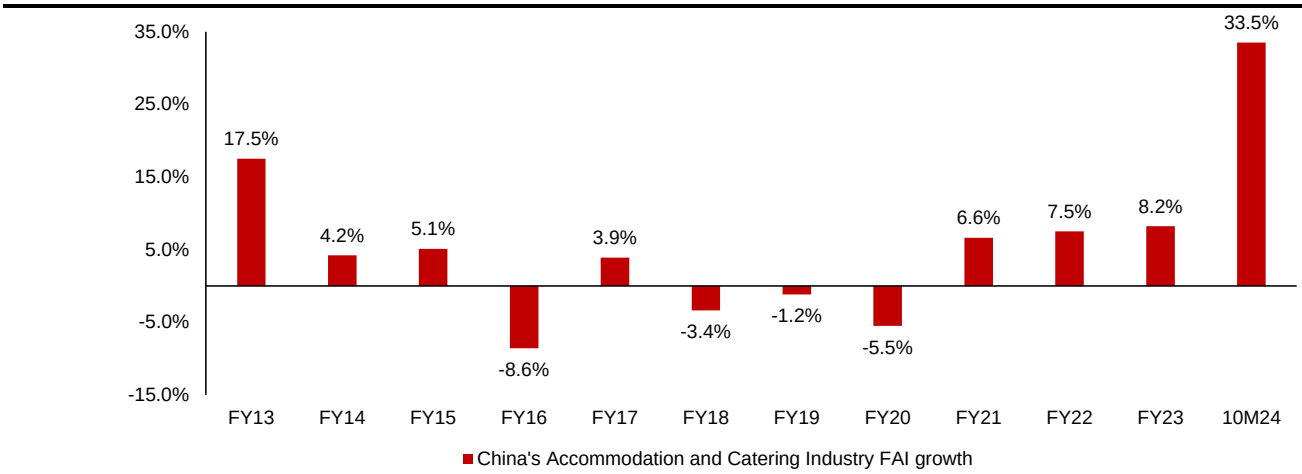
中长线来说，我们仍然看好旅游板块，预计商务和休闲需求也会持续复苏。

首选：亚朵（ATAT US，买入）

原因是: 1）开店增长快，可以更快地获得市场份额，2）性价比高，能够承接商务旅客消费降级的需求，3）零售业务增长强劲，虽然估值目前相对较贵。

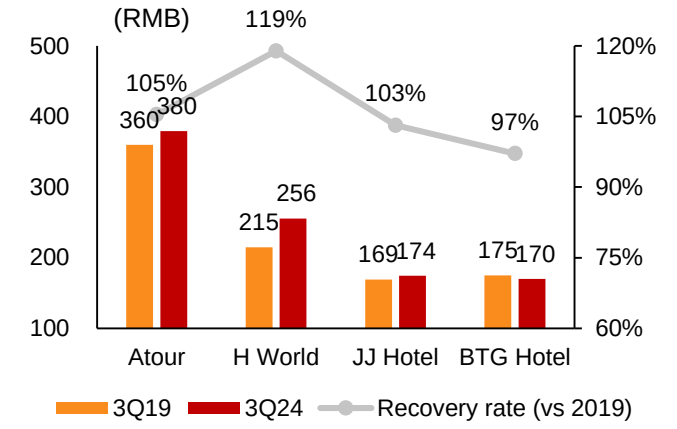
相关公司：华住集团（1179 HK, NR）、锦江酒店（600754 CH， NR）、首旅（600258 CH，NR）。

图 49：中国住宿和餐饮业固定资产投资累计同比增长



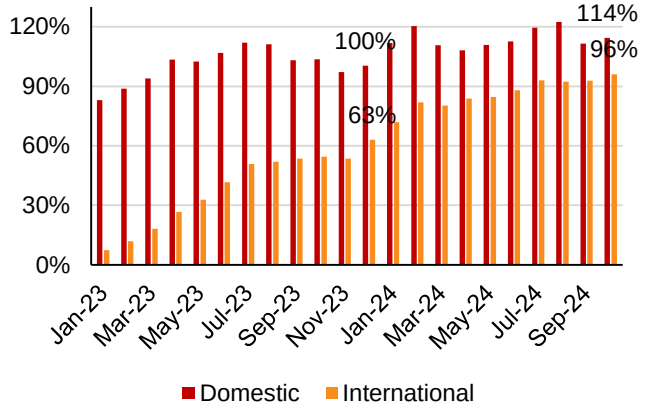
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场研究

图 50: RevPAR 复苏率（3Q24 对比 3Q19） - 按公司



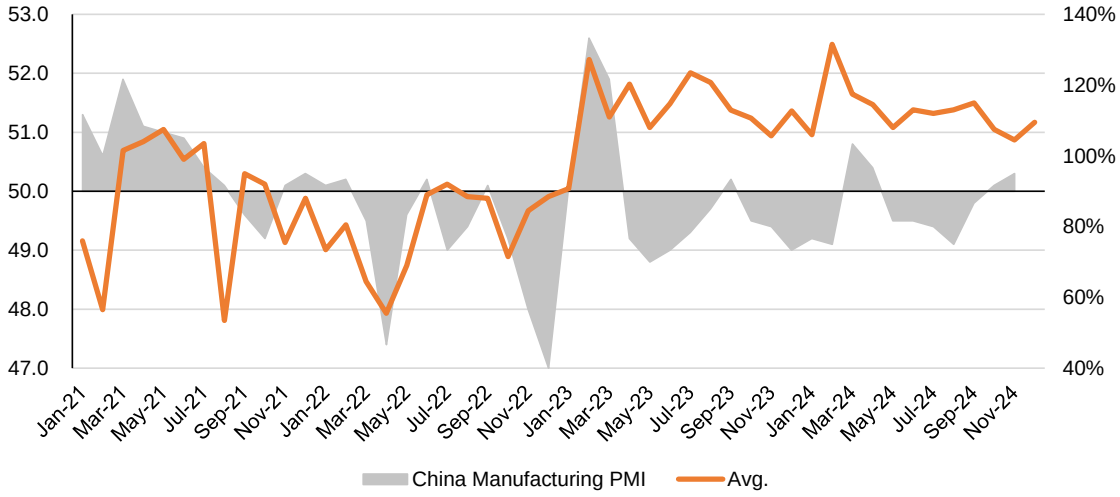
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 51: 国内和海外民航旅客运输量复苏率 （对比 2019）



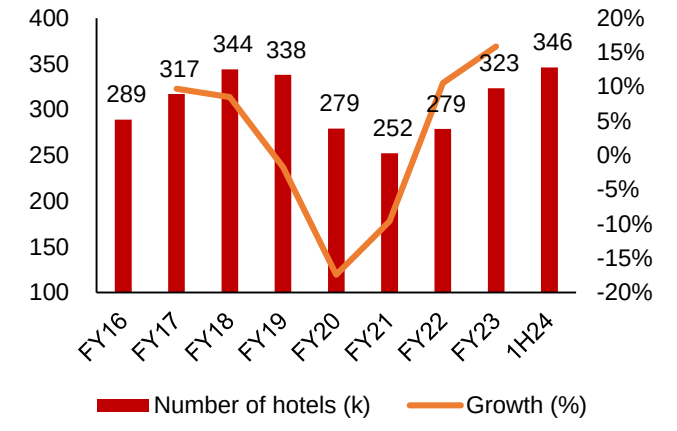
资料来源：中国民航局，招银国际环球市场

图 52: 中国制造业 PMI 对比华住 RevPAR 复苏率



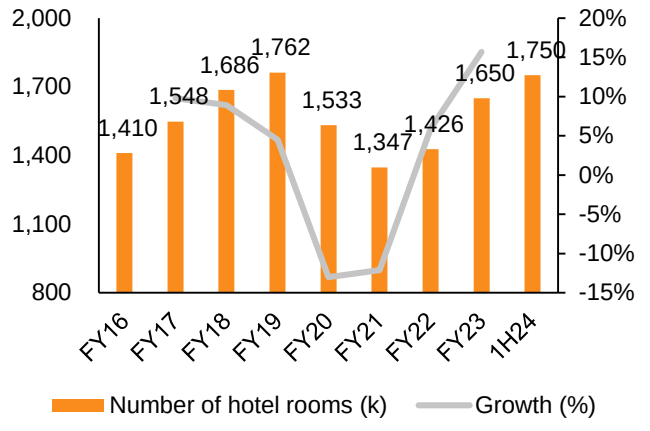
资料来源：公司资料，国家统计局，招银国际环球市场，*注：行业：亚朵+华住+锦江+首旅

图 53: 中国酒店数量和增长



资料来源：中国饭店协会，招银国际环球市场

图 54: 中国酒店客房总数和增长



资料来源：中国饭店协会，招银国际环球市场

6）家电行业（下调至中性）

2024 年家电行业有些艰难，但受惠于政策利好，最终表现不俗。

对于 2025 年，我们认为上半年还有机会做好，因为：1）以旧换新的补贴政策，根据财政部的说法，也许会延续至 2025 年（目前是假设补贴力度和 2024 年相若），2）因为四季度销售良好，渠道库存偏低，在 2025 年上半年仍然有库存的增长，利好上市公司销售，3）出口销售增长可能放缓，但仍然会保持在健康水平。

进入到下半年，我们看法会较为保守，因为：1）基本面还是偏弱，像房地产竣工数据还是在大幅下跌，2）开始要面对去年的高基数，3）在 2025 年政府也许还有利好政策，像补贴，但不一定只限于家电板块，也可以补贴其他耐用品，所以同比力度有下降的风险，而且当补贴完结时，平均单价和毛利率也会有下行的风险（因为在补贴时，消费者对价格不太敏感）。

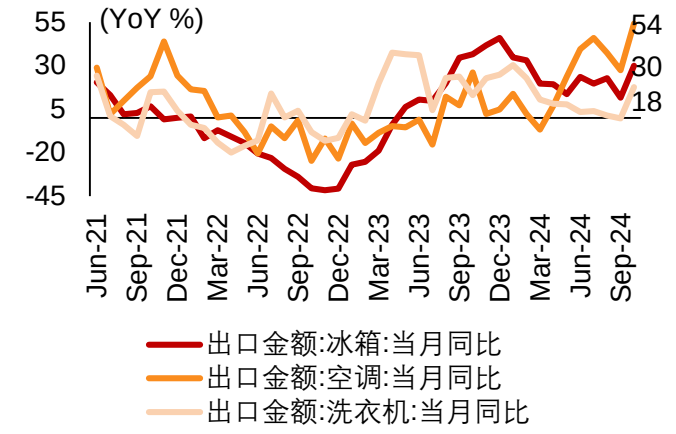
我们会较为看好出口占比更多，特别是东南亚占比更多的公司。另外因为关税问题，我们对小家电板块的看法是非常谨慎和保守。

首选：海尔（6690 HK，买入）

原因是：1）最近在降息后，美国房屋需求有所改善，2）欧洲市场改革和本土化后，销售增长和利润率都有提升，3）东南亚销售增长迅速，4）全流程效率提升和成本管控措施，包括采购端和制造端的数字化等等。

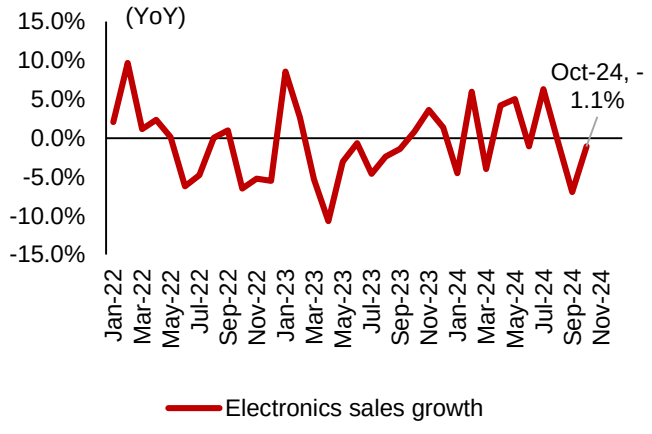
相关公司：美的（000333 CH，买入），海信（921 HK，NR），Vesync（2148 HK，买入），JS 环球（1691 HK，买入），卡罗特（1691 HK，买入），石头科技（688169 CH，NR），科沃斯（603486 CH, NR），九阳股份（002242 CH, NR），苏泊尔（002032 CH, NR）。

图 55: 中国大家电出口销售增长



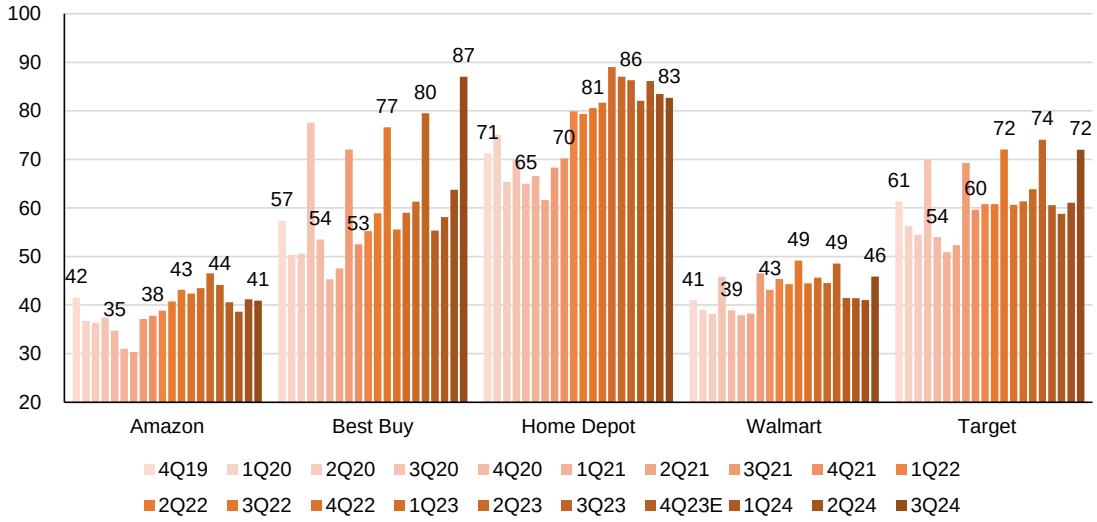
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 56: 美国家电销售增长



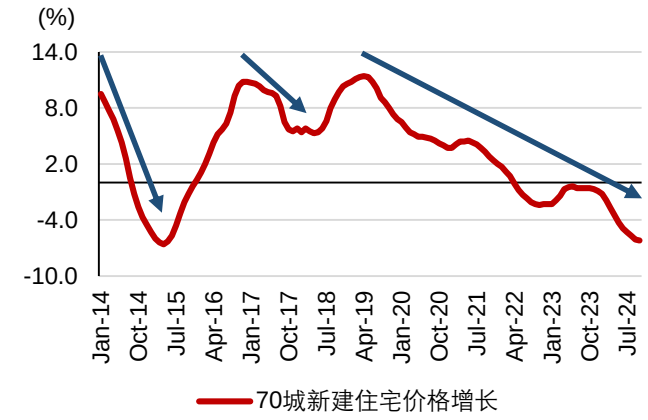
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 57：美国零售商的库存天数



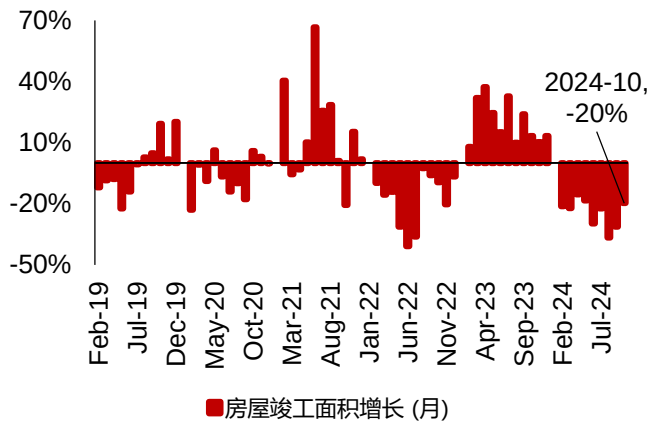
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 58：中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数（月）



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 59：中国房地产 - 住宅竣工面积增长



资料来源：Wind，招银国际环球市场

同行估值

图 60：同行估值表 1

Company		Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x) FY1	PER (x) FY2	EV/EBITDA (x) FY1	EV/EBITDA (x) FY2	PBR (x) FY1	PBR (x) FY2	Yield (%) FY1	Net gearing FY0	YTD performanc
Sports																
Anta Sports	安踏體育	2020 HK	79.45	224,782	BUY	126.68	Dec-23	16.0	15.1	9.4	8.2	3.4	3.0	3.2	(29.5)	4.9
Li Ning	李寧	2331 HK	16.60	42,902	BUY	19.58	Dec-23	13.0	11.6	6.2	5.1	1.5	1.4	3.5	(11.7)	(19.7)
Xtep	特步	1368 HK	5.36	14,384	BUY	7.50	Dec-23	10.7	9.5	6.4	5.8	1.3	1.2	7.5	0.5	33.6
361 Degrees	361度	1361 HK	4.19	8,664	BUY	5.15	Dec-23	7.2	6.2	1.6	1.2	0.8	0.7	5.6	(50.3)	20.7
Topsports	滔搏	6110 HK	2.39	14,821	HOLD	2.58	Feb-24	9.6	8.0	4.8	4.2	1.4	1.3	9.2	7.6	(58.9)
Pou Sheng	寶勝	3813 HK	0.52	2,770	-	-	Dec-23	5.2	4.3	n/a	n/a	0.3	0.3	8.4	(0.1)	(20.6)
China Dongxiang	中國動向	3818 HK	0.35	2,031	-	-	Mar-24	n/a	20.2	n/a	n/a	0.2	0.2	6.2	(30.0)	23.5
Average								**10.3**	**10.7**	**5.7**	**4.9**	**1.3**	**1.2**	**6.3**	**(16.2)**	**(2.4)**
Median								**10.1**	**9.5**	**6.2**	**5.1**	**1.3**	**1.2**	**6.2**	**(11.7)**	**4.9**
Apparel																
Bosideng	波司登	3998 HK	4.05	45,010	BUY	6.05	Mar-24	11.5	10.1	6.4	5.4	2.7	2.4	6.8	(65.6)	15.4
Giordano	佐丹奴	709 HK	1.67	2,699	-	-	Dec-23	9.8	8.8	3.3	3.0	n/a	n/a	n/a	(10.3)	(36.7)
Esprit	思捷環球	330 HK	0.14	391	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	77.3	(65.9)
Cosmo Lady China	都市麗人	2298 HK	0.26	585	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33.8	8.8
Viva Goods	非凡領越	933 HK	0.70	6,807	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.4	(22.2)
Jnby Design	江南布衣	3306 HK	14.86	7,709	BUY	17.61	Jun-24	8.1	7.5	4.3	3.7	3.0	2.6	9.6	(46.1)	45.5
China Lilang	中國利郎	1234 HK	3.76	4,503	BUY	4.85	Dec-23	7.5	6.6	n/a	n/a	1.0	1.0	9.4	4.8	(9.0)
Average								**9.2**	**8.3**	**4.7**	**4.0**	**2.3**	**2.0**	**8.6**	**0.5**	**(9.2)**
Median								**8.9**	**8.1**	**4.3**	**3.7**	**2.7**	**2.4**	**9.4**	**4.8**	**(9.0)**
Restaurant																
Haidilao	海底撈	6862 HK	16.02	89,295	BUY	15.94	Dec-23	18.0	15.9	8.9	7.9	6.2	5.4	4.4	(35.4)	10.2
Jiumaojiu	九毛九	9922 HK	3.50	4,937	HOLD	2.64	Dec-23	21.5	12.9	3.6	2.8	1.3	1.2	2.0	36.7	(42.6)
Nayuki	奈雪的茶	2150 HK	1.47	2,506	BUY		Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	0.6	0.6	0.0	27.6	(53.6)
Sichuan Baicha Baidao	四川百茶百道	2555 HK	9.54	14,097	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(266.2)	n/a
Xiabuxiabu	呷哺呷哺	520 HK	1.13	1,227	BUY	4.89	Dec-23	n/a	117.3	n/a	n/a	1.2	1.2	3.2	68.2	(53.4)
Helens	海倫司	9869 HK	2.55	3,227	-	-	Dec-23	14.6	11.3	n/a	n/a	1.8	1.8	10.1	(20.4)	(18.0)
Super Hi	特海國際	9658 HK	18.16	11,809	-	-	Dec-23	37.0	27.1	13.3	11.5	4.7	4.0	0.0	19.5	74.6
Dpc Dash	達勢	1405 HK	78.10	10,192	BUY	81.20	Dec-23	142.0	60.2	20.6	14.7	4.4	4.2	0.1	10.4	26.1
Cafe De Coral	大家樂	341 HK	7.92	4,594	BUY	9.30	Mar-24	12.9	11.1	n/a	n/a	1.6	1.6	8.2	40.8	(12.1)
Tam Jai	譚仔	2217 HK	0.77	1,037	-	-	Mar-24	7.9	8.2	n/a	n/a	0.7	0.7	10.1	(36.9)	(38.9)
Tai Hing	太興	6811 HK	0.67	674	-	-	Dec-23	11.4	6.7	n/a	n/a	67.0	67.0	9.0	82.1	(18.0)
Fairwood	大快活	52 HK	6.56	850	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	60.8	(28.5)
Ajisen China	味千（中國）	538 HK	0.82	895	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(39.0)	(16.3)
Tsui Wah	翠華	1314 HK	0.25	353	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.0	33.7
Yihai	頤海國際	1579 HK	13.88	14,389	-	-	Dec-23	15.5	13.9	9.0	7.8	2.5	2.3	5.6	(47.4)	11.9
Luckin Coffee	瑞幸咖啡	LKNCY US	24.05	62,926	BUY	33.80	Dec-23	149.5	108.0	11.7	8.7	n/a	n/a	n/a	15.2	(11.8)
Tims China	Th International I	THCH US	0.83	1,016	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(52.8)
Yum China	百勝中國	9987 HK	381.40	144,847	BUY	451.11	Dec-23	21.0	19.0	10.9	9.9	3.0	2.9	1.3	(0.8)	14.8
Yum China	百勝中國	YUMC US	48.53	143,398	BUY	38.07	Dec-23	20.8	18.8	10.8	9.8	3.0	2.9	1.3	(0.8)	14.4
Average								**39.4**	**33.1**	**11.1**	**9.1**	**7.6**	**7.4**	**4.3**	**(4.6)**	**(8.9)**
Median								**19.4**	**15.9**	**10.8**	**9.2**	**2.5**	**2.3**	**3.2**	**6.2**	**(14.2)**
Home appliances																
Haier Smart Home- H	海爾智家	6690 HK	27.40	277,683	BUY	36.41	Dec-23	12.5	11.1	8.1	6.9	2.1	1.9	3.8	(22.9)	24.3
Js Global Lifestyle	Js環球生活	1691 HK	1.38	4,795	BUY	1.84	Dec-23	7.7	8.1	n/a	n/a	0.8	0.7	4.5	(52.2)	(11.0)
Vesync	Vesync	2148 HK	4.18	4,763	BUY	6.79	Dec-23	6.7	5.7	4.9	3.1	1.5	1.2	5.6	(20.1)	(22.3)
Carote	卡羅特(商業)有限	2549 HK	5.42	3,008	BUY	8.97	Dec-23	6.3	6.2	n/a	n/a	2.3	1.8	3.3	(101.6)	n/a
Hisense - H	海信家電	921 HK	22.50	37,771	-	-	Dec-23	8.7	7.6	5.4	2.8	1.9	1.6	5.2	5.1	33.5
Midea - A	美的	000333 CH	72.85	591,806	BUY	66.70	Dec-23	14.1	12.8	11.3	9.9	2.9	2.6	4.3	(15.8)	33.4
Gree	珠海格力電器	000651 CH	42.27	253,342	-	-	Dec-23	7.5	7.2	5.0	4.3	1.7	1.5	6.1	(10.3)	31.4
Haier Smart Home - A	海爾智家	600690 CH	29.24	277,761	-	-	Dec-23	14.3	12.8	7.9	6.9	2.4	2.1	3.2	(22.9)	39.2
Hisense - A	海信家電	000921 CH	27.68	37,782	-	-	Dec-23	11.5	10.0	3.3	2.6	2.5	2.1	4.1	5.1	35.7
Joyoung	九陽	002242 CH	11.00	9,028	-	-	Dec-23	30.6	23.1	20.9	15.3	2.3	2.2	1.1	(10.1)	(13.5)
Zhejiang Supor	蘇泊爾	002032 CH	53.94	46,261	-	-	Dec-23	18.9	17.4	14.4	13.3	6.5	6.0	4.7	(26.7)	1.8
Bear Electric Appliance	小熊電器	002959 CH	43.82	7,364	-	-	Dec-23	20.9	18.1	8.8	4.0	2.4	2.2	2.1	(31.2)	(15.6)
Ecovacs Robotics	科沃斯機器人	603486 CH	50.86	31,307	-	-	Dec-23	24.4	19.3	15.8	12.1	4.0	3.5	1.3	(39.5)	22.7
Beijing Roborock	石頭世紀科技	688169 CH	226.00	44,669	-	-	Dec-23	18.6	16.1	15.6	13.0	3.2	2.8	1.6	(50.8)	11.8
Hangzhou Robam	老闆電器	002508 CH	22.89	23,124	-	-	Dec-23	12.8	12.0	9.9	9.0	1.9	1.7	3.9	(32.0)	7.6
Goneo Group	公牛集團	603195 CH	71.88	99,405	-	-	Dec-23	21.1	18.6	16.4	14.5	5.8	5.2	3.3	(91.8)	9.0
Zhejiang Meida	浙江美大	002677 CH	7.92	5,475	-	-	Dec-23	18.5	16.0	12.2	9.9	2.7	2.8	2.4	(62.8)	(21.7)
Vatti	華帝股份	002035 CH	7.85	7,120	-	-	Dec-23	11.7	10.4	7.5	6.3	1.7	1.5	4.2	(24.5)	26.4
Average								**14.8**	**12.9**	**10.5**	**8.4**	**2.7**	**2.4**	**3.6**	**(33.6)**	**11.3**
Median								**13.4**	**12.4**	**9.4**	**7.9**	**2.4**	**2.1**	**3.8**	**(25.6)**	**11.8**
Hotels																
Atour Lifestyle	亞朵生活	ATAT US	26.49	28,359	BUY	32.01	Dec-23	28.8	22.4	13.2	10.1	8.7	6.6	1.6	(79.7)	52.6
H World	華住	HTHT US	32.87	81,524	-	-	Dec-23	19.4	16.5	10.6	9.6	6.4	5.5	2.8	218.3	(1.7)
Shanghai Jinjiang	錦江國際酒店	600754 CH	26.07	27,341	-	-	Dec-23	22.4	21.1	6.9	6.8	1.6	1.5	2.0	75.9	(12.8)
Btg Hotels	首旅酒店	600258 CH	14.77	17,646	-	-	Dec-23	19.5	17.4	6.3	5.7	1.4	1.3	1.5	67.2	(5.4)
Ssaw Hotels	君亭酒店	301073 CH	23.70	4,931	-	-	Dec-23	129.5	64.4	n/a	n/a	4.7	4.5	1.4	77.2	4.5
Greentree	格林酒店	GHG US	2.61	2,075	-	-	Dec-23	6.7	5.3	n/a	n/a	n/a	n/a	7.4	42.2	(30.6)
Average								**37.7**	**24.5**	**9.3**	**8.1**	**4.6**	**3.9**	**2.8**	**66.9**	**1.1**
Median								**20.9**	**19.3**	**8.8**	**8.2**	**4.7**	**4.5**	**1.8**	**71.6**	**(3.6)**

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测；数据截至 2024 年 12 月 6 日

图 61：同行估值表 2

Company		Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x) FY1	PER (x) FY2	EV/EBITDA (x) FY1	EV/EBITDA (x) FY2	PBR (x) FY1	PBR (x) FY2	Yield (%) FY1	Net gearing FY0	YTD performanc
HK retail																
Chow Tai Fook	周大福珠寶	1929 HK	7.04	70,314	-	-	Mar-24	11.7	10.1	6.9	6.8	2.6	2.4	6.9	83.0	(39.4)
Luk Fook	六福	590 HK	14.96	8,783	-	-	Mar-24	7.0	6.2	2.8	1.9	0.6	0.6	7.2	0.3	(28.5)
Chow Sang Sang	周生生	116 HK	6.56	4,444	-	-	Dec-23	6.4	5.3	n/a	n/a	0.4	0.3	6.3	28.4	(26.9)
Hong Kong	香港科技探索	1137 HK	1.50	1,183	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.9)	(43.4)
Sa Sa Int'l	莎莎國際	178 HK	0.74	2,296	-	-	Mar-24	29.6	14.8	8.0	7.3	1.9	1.9	4.2	18.7	(26.7)
Cafe De Coral	大家樂	341 HK	7.92	4,594	BUY	9.30	Mar-24	12.9	11.1	n/a	n/a	1.6	1.6	8.2	40.8	(12.1)
Wharf REIT	九龍倉置業	1997 HK	21.30	64,672	-	-	Dec-23	10.4	9.9	9.9	9.7	0.3	0.3	6.0	18.6	(19.3)
Link Reit	領展房地產投資	823 HK	34.10	87,864	-	-	Mar-24	12.8	12.7	14.1	13.9	0.5	0.5	7.8	29.2	(22.2)
Hang Lung Properties	恒隆地產	101 HK	6.45	30,855	-	-	Dec-23	8.4	8.5	12.9	12.4	0.2	0.2	8.1	32.1	(40.7)
Swire Properties	太古地產	1972 HK	16.02	93,346	-	-	Dec-23	12.7	11.9	15.2	14.8	0.3	0.3	6.8	12.7	1.4
Hysan Development	希慎興業	14 HK	12.76	13,105	-	-	Dec-23	7.6	7.1	14.4	15.4	0.2	0.2	8.5	27.2	(17.7)
Average								**11.9**	**9.7**	**10.5**	**10.3**	**0.9**	**0.8**	**7.0**	**26.4**	**(25.1)**
Median								**11.1**	**10.0**	**11.4**	**11.0**	**0.4**	**0.4**	**7.0**	**27.2**	**(26.7)**
Textile																
Shenzhou Int'l	申洲	2313 HK	59.25	89,066	-	-	Dec-23	14.2	12.4	10.1	8.8	2.3	2.1	4.3	(14.0)	(26.3)
Crystal Int'l	晶苑	2232 HK	4.28	12,210	-	-	Dec-23	7.9	7.1	3.3	2.9	1.0	1.0	7.1	(31.5)	47.6
Huali Industrial	中山華利實業	300979 CH	71.92	89,805	-	-	Dec-23	21.6	18.7	13.5	11.8	4.7	4.0	2.2	(22.0)	36.6
Regina Miracle	維珍妮	2199 HK	2.10	2,571	-	-	Mar-24	7.0	8.4	n/a	n/a	0.7	0.7	2.4	108.4	(2.3)
Pacific Textiles	互太紡織	1382 HK	1.45	2,024	-	-	Mar-24	9.1	6.0	n/a	n/a	n/a	n/a	9.0	20.3	7.4
Nameson	南旋控股	1982 HK	0.81	1,846	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.8	62.0
Best Pacific	超盈國際	2111 HK	3.00	3,119	-	-	Dec-23	5.6	4.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	21.8	170.3
Texwinca	德永佳	321 HK	0.82	1,133	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.5)	(14.6)
Win Hanverky	永嘉	3322 HK	0.17	220	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	37.6	31.5
Eagle Nice	鷹美（國際）	2368 HK	3.85	2,211	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25.8	(9.0)
Texhong	天虹國際	2678 HK	4.00	3,672	-	-	Dec-23	5.1	3.7	n/a	n/a	0.3	0.3	7.2	56.4	(8.7)
Yue Yuen	裕元工業	551 HK	18.00	28,954	-	-	Dec-23	8.6	8.2	3.4	3.1	0.8	0.8	7.1	2.4	108.3
Stella Int'l	九興控股	1836 HK	15.02	12,335	-	-	Dec-23	9.2	8.4	5.3	5.2	1.4	1.4	9.0	(26.2)	63.1
Pou Chen	寶成工業股份有	9904 TT	43.70	30,938	-	-	Dec-23	8.7	8.5	3.5	3.7	0.9	0.9	3.3	2.9	41.4
Feng Tay	豐泰企業股份有	9910 TT	135.50	32,146	-	-	Dec-23	22.0	18.9	11.8	10.1	5.5	5.0	3.4	9.8	(22.6)
Eclat	儒鴻企業股份有	1476 TT	528.00	34,804	-	-	Dec-23	21.7	19.6	15.5	13.6	5.2	4.8	3.1	(5.7)	(6.0)
Makalot	聚陽實業股份有	1477 TT	310.00	18,373	-	-	Dec-23	18.4	16.6	12.7	11.7	4.8	4.8	4.9	(9.5)	(10.8)
Fulgent Sun	鈺齊國際股份有	9802 TT	106.00	4,918	-	-	Dec-23	11.3	9.4	n/a	n/a	1.4	1.4	n/a	(0.2)	(19.5)
Lai Yih Footwear	來億興業股份有	6890 TT	395.50	23,697	-	-	Dec-23	25.8	19.7	n/a	n/a	4.0	3.8	2.1	(1.3)	n/a
Average								**13.1**	**11.4**	**8.8**	**7.9**	**2.5**	**2.4**	**5.0**	**9.4**	**24.9**
Median								**9.2**	**8.5**	**10.1**	**8.8**	**1.4**	**1.4**	**4.3**	**2.4**	**2.5**
Exporters																
Man Wah	敏華控股	1999 HK	4.98	19,311	-	-	Mar-24	8.1	7.4	5.2	4.6	1.4	1.3	6.0	6.2	(6.9)
Goodbaby	好孩子國際	1086 HK	0.89	1,485	-	-	Dec-23	5.6	4.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	26.0	23.6
Miniso - H	名創優品	9896 HK	47.40	59,657	-	-	Dec-24	20.4	16.9	12.8	10.3	5.0	4.1	2.4	(61.2)	19.8
Miniso	名創優品	MNSO US	24.18	59,194	-	-	Dec-24	20.2	16.8	12.7	10.2	5.0	4.1	2.4	(61.2)	20.3
Pop Mart	泡泡瑪特	9992 HK	93.25	125,229	-	-	Dec-23	43.6	31.5	28.6	20.2	11.6	8.6	0.7	(66.6)	360.5
Dream Int'l	德林國際	1126 HK	4.85	3,283	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(34.4)	24.4
Vtech	偉易達	303 HK	52.40	13,261	-	-	Mar-24	9.5	8.6	n/a	n/a	n/a	n/a	10.4	(25.3)	11.1
Techtronic	創科實業	669 HK	111.10	203,565	-	-	Dec-23	23.2	19.6	14.9	13.0	4.1	3.6	2.0	32.4	19.4
Average								**18.6**	**15.1**	**14.8**	**11.7**	**5.4**	**4.3**	**4.0**	**(23.0)**	**59.0**
Median								**20.2**	**16.8**	**12.8**	**10.3**	**5.0**	**4.1**	**2.4**	**(29.9)**	**20.0**
Global Sports																
Nike	耐吉公司	NKE US	78.89	913,632	-	-	May-24	28.2	24.4	21.1	18.6	8.8	9.0	1.9	2.6	(27.3)
Adidas Ag	阿迪達斯股份有	ADS GY	241.60	356,997	-	-	Dec-23	61.2	31.9	19.3	13.8	8.3	6.9	0.6	73.0	31.2
Puma Se	彪馬公司	PUM GY	46.53	57,180	-	-	Dec-23	22.1	16.8	7.8	7.0	2.6	2.4	1.7	46.2	(7.9)
Under Armour	安德瑪公司	UAA US	10.12	32,143	-	-	Mar-24	35.1	25.3	13.4	10.9	2.2	2.0	0.0	27.1	15.1
Lululemon	露露檸檬公司	LULU US	399.60	378,631	-	-	Jan-24	28.3	26.1	16.3	15.1	10.4	8.2	0.0	(19.9)	(21.8)
Skechers	美商思凱捷股份	SKX US	71.05	83,867	-	-	Dec-23	16.7	14.5	10.0	9.5	2.2	2.0	0.0	9.6	14.0
On Holding	昂跑控股股份有	ONON US	57.64	144,989	-	-	Dec-23	67.8	53.9	41.6	31.1	11.5	9.4	n/a	(27.9)	113.7
Deckers Outdoor	德克斯戶外用品	DECK US	199.55	235,871	-	-	Mar-24	36.1	31.5	25.7	22.3	11.9	9.8	0.0	(58.6)	79.1
Vf Corp	Vf公司	VFC US	21.05	63,762	-	-	Mar-24	45.4	22.5	18.4	13.7	4.2	3.1	1.7	407.5	12.0
Columbia Sportswear	哥倫比亞運動服	COLM US	88.35	39,315	-	-	Dec-23	22.7	20.6	12.0	11.0	2.7	2.4	1.4	(18.4)	11.1
Wolverine World Wide	狐狼世界公司	WWW US	22.99	14,322	-	-	Dec-23	25.7	17.0	15.6	11.5	5.1	4.3	1.7	303.0	158.6
Mizuno Corp	Mizuno Corp	8022 JP	8640.00	11,914	-	-	Mar-24	14.6	13.6	9.4	8.7	1.5	1.4	1.4	(12.7)	119.8
Asics Corp	亞瑟士公司	7936 JP	3092.00	121,838	-	-	Dec-23	34.8	29.4	20.5	17.6	10.7	9.2	0.9	8.8	179.9
Average								**33.7**	**25.2**	**17.8**	**14.7**	**6.3**	**5.4**	**0.9**	**56.9**	**52.1**
Median								**28.3**	**24.4**	**16.3**	**13.7**	**5.1**	**4.3**	**1.1**	**8.8**	**15.1**
Global Restaurant																
Yum! Brands	百勝餐飲	YUM US	137.63	298,835	-	-	Dec-23	25.1	22.7	18.4	17.3	n/a	n/a	1.9	n/a	5.3
Mcdonald'S Corp	麥當勞公司	MCD US	298.98	1,666,989	-	-	Dec-23	25.4	23.8	18.0	17.2	n/a	n/a	2.3	n/a	0.8
Starbucks Corp	星巴克	SBUX US	100.11	883,112	-	-	Sep-24	32.1	27.0	19.2	16.8	n/a	n/a	2.4	n/a	4.3
Restaurant Brands	餐廳品牌國際公	QSR US	68.99	241,905	-	-	Dec-23	20.6	18.2	15.9	14.5	6.4	6.0	3.4	281.9	(11.7)
Wingstop Inc	溫斯特普餐館有	WING US	340.09	77,297	-	-	Dec-23	92.6	74.7	51.6	42.9	n/a	n/a	0.3	n/a	32.5
Shake Shack	搖克夏公司	SHAK US	138.76	46,238	-	-	Dec-23	171.7	122.6	36.8	30.6	12.2	10.8	n/a	102.9	87.2
Chipotle Mexican Grill	奇波雷墨西哥燒	CMG US	65.40	693,339	-	-	Dec-23	58.6	49.7	39.5	33.6	24.3	20.1	0.0	90.0	43.0
Darden Restaurants	達登餐廳公司	DRI US	169.75	155,186	-	-	May-24	17.9	16.0	11.1	10.1	8.7	8.1	3.2	291.6	3.3
Domino'S Pizza	達美樂披薩股份	DPZ US	459.59	123,479	-	-	Dec-23	27.6	26.1	21.3	19.8	n/a	n/a	1.3	n/a	11.5
Wendy'S	溫蒂公司	WEN US	17.48	27,723	-	-	Dec-23	17.6	16.7	10.9	11.1	14.0	17.9	5.7	1169.8	(10.3)
Jollibee Foods	快樂蜂食品公司	JFC PM	266.80	40,291	-	-	Dec-23	28.4	23.8	10.1	8.7	3.3	3.1	1.2	71.3	6.1
Saizeriya	Saizeriya Co Ltd	7581 JP	5590.00	15,160	-	-	Aug-24	24.3	20.5	7.7	7.2	2.3	2.1	0.4	(44.5)	11.1
Toridoll Holdings	Toridoll控股公司	3397 JP	3799.00	17,403	-	-	Mar-24	61.4	37.6	9.7	8.3	3.9	3.6	0.3	122.2	(6.3)
Skylark Holdings	雲雀控股有限公	3197 JP	2416.00	28,517	-	-	Dec-23	42.5	39.9	9.1	8.6	3.2	3.0	0.7	105.9	17.4
Food & Life Companies	Food & Life Cos	3563 JP	3550.00	21,378	-	-	Sep-24	25.0	20.3	9.8	8.4	4.6	3.9	0.8	216.1	22.6
Ohsho Food Service	王將食品服務有	9936 JP	3040.00	11,018	-	-	Mar-24	22.4	20.9	12.2	11.4	2.3	2.1	1.6	(42.7)	13.0
Average								**43.3**	**35.0**	**18.8**	**16.7**	**7.7**	**7.3**	**1.7**	**215.0**	**14.4**
Median								**26.5**	**23.8**	**14.1**	**12.9**	**4.6**	**3.9**	**1.3**	**105.9**	**8.6**

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测；数据截至 2024 年 12 月 6 日

中国汽车板块

优于大市

史迹，CFA – shiji@cmbi.com.hk
窦文静，CFA – douwenjing@cmbi.com.hk
梁晓钧 – austinliang@cmbi.com.hk

2025 年展望：似曾相识燕归来，春风拂柳吐新芽

尽管 2024 年的以旧换新政策透支了部分需求，我们预计 2025 年中国乘用车销售仍有韧性，我们预测 2025 年新能源车零售销量市占率将达到 57.8%。我们认为 2024 年的部分行业特征如价格战、新车型重要性提升等将在 2025 年延续，同时我们也将看到一些新的趋势，如行业或初现整合之象、投资者更加关注企业盈利等。

尽管面临更多挑战，2025 年新车销售仍具韧性

我们估算今年的以旧换新政策透支了约 150 万台的需求，导致我们预期 2025 年中国乘用车零售销量将同比下滑 2%到 2,308 万辆。我们预期在海外销量提升及补库存的助力下，2025 年中国乘用车批发销量将同比上升 3.8%。我们评估了自主品牌在全球 60 个主要国家的渗透率及发展潜力，预计海外销量在 5 年左右的中期维度潜在规模约为每年 700 万辆（今年自主品牌约 400 万台）。我们预计 2025 年中国乘用车出口将提升至 550 万（其中自主品牌 465 万台），同比增长 10%，低于 2024 年的 21%，主要出于对地缘政治风险的担忧。

自主品牌新车型继续领先，插混车型市占率进一步提升

我们预计 2025 年中国新能源车零售和批发销量均同比增长 22%到 1,335 万辆和 1,490 万辆。欧洲由于碳排放标准收紧，2025 年新能源车的销量或超预期。2025 年，自主品牌的新车数量将数倍于外资品牌，我们预期自主品牌 2025 年在新能源车和燃油车市场的市占率都将进一步提升。2025 年，新能源车型将占据 84%的新车数量，更多的增程、更大尺寸且具有性价比的车型将上市。我们预期 2025 年自主品牌批发销量的市占率将达到 70%，插混（含增程）在新能源市场的批发市占率将达到 45%。

投资策略

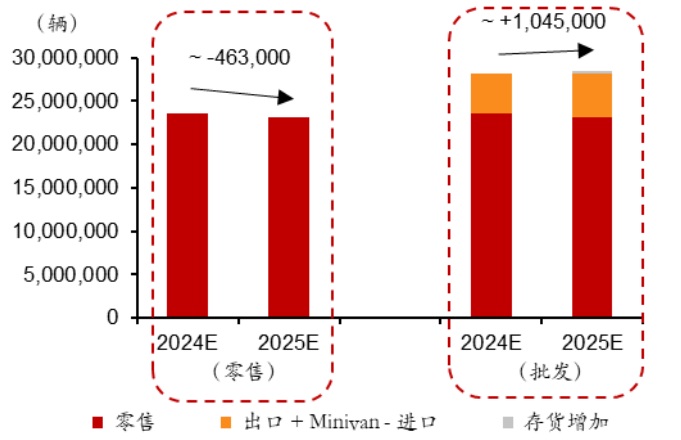
我们认为 2024 年是中国新能源车行业走向成熟的一年，尤其当我们看到四线及以下城市的新能源市占率已经达到 38%，且新能源车的价格带分布已几乎与燃油车一致。2025 年新能源车或将在大部分价格带及车型级别上占据主流地位，这意味着另辟蹊径的差异化打法将越来越难，而性价比和品牌力将成为关键。销量前 20 的新能源车型所属品牌从 2023 年的 7 个降到 2024 年前 10 个月的 5 个，而性价比更要求车企的技术能力和规模效应。这也意味着留给落后品牌追赶的时间已然不多，2025 或将开始看到行业整合迹象。同时，我们认为投资者在 2025 年将更加关注企业的盈利能力，对亏损的容忍度进一步降低。

推荐标的

新车成为爆款的可能性以及盈利能力的改善是我们选股的关键指标。整车厂中我们首选吉利汽车和小鹏汽车，因为这两个车企似乎从最近推出的车型中找到了成功的关键点，这也让我们对其后续车型成为爆款的信心增加。汽车服务板块，我们推荐途虎，因其更受益于目前的消费降级。

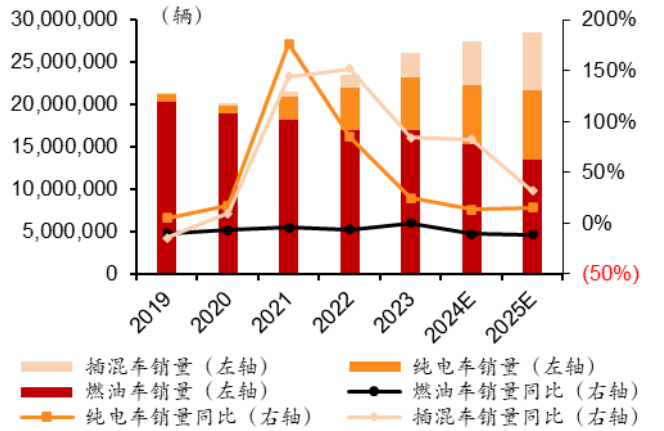
重要图表

图 1: 2024-2025 年中国乘用车零售和批发销量预测



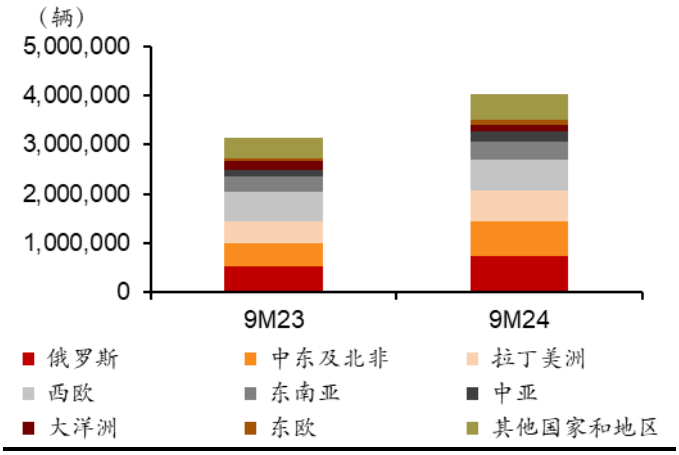
资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

图 2: 中国乘用车批发销量预测（按动力形式分）



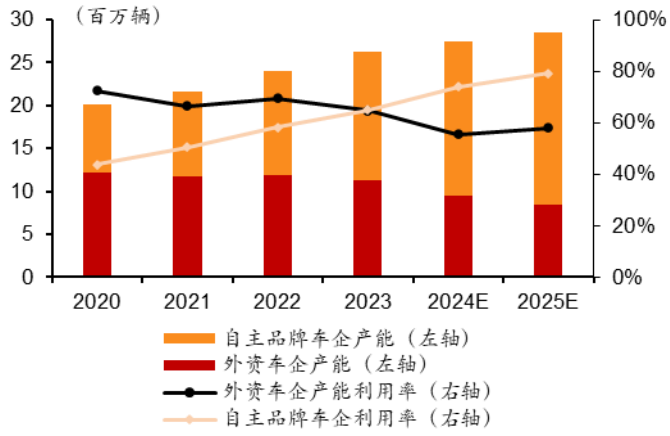
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 3: 中国对海外各地区出口销量变化



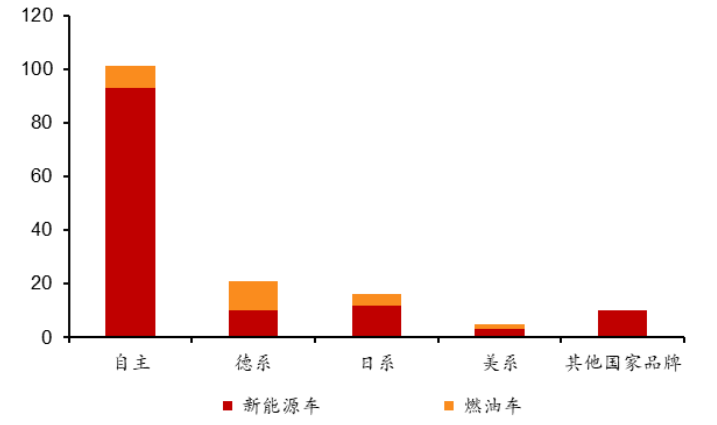
资料来源：中国海关、ThinkerCar、招银国际环球市场预测

图 4: 中国乘用车产能及产能利用率



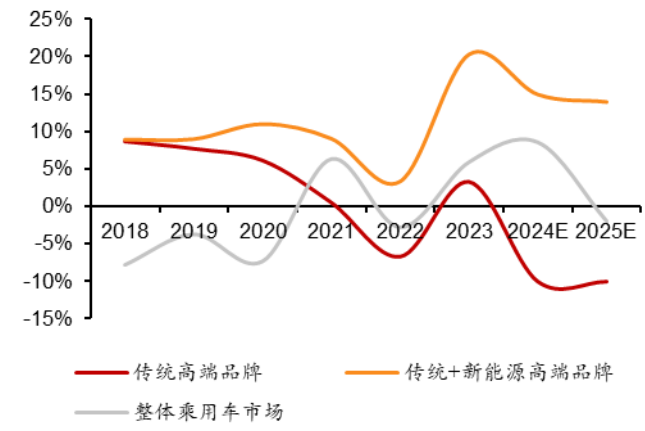
资料来源：中汽协、公司资料、Marklines、招银国际环球市场预测

图 5: 2025 年新车规划数量（按品牌国别和动力类型分）



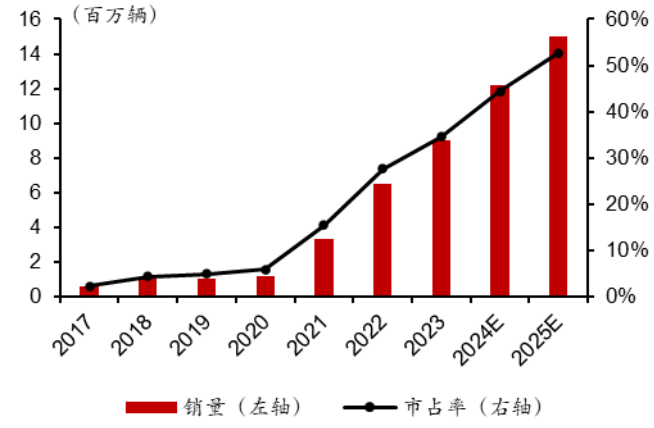
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 6: 高端品牌零售销量同比增速预测



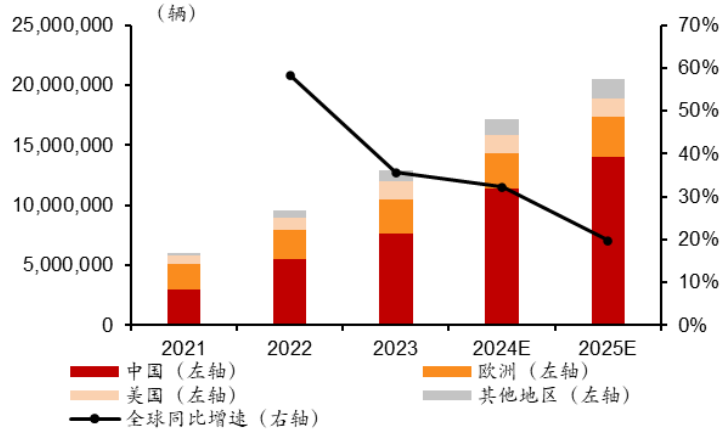
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

图 7: 中国新能源乘用车批发销量及市占率预测



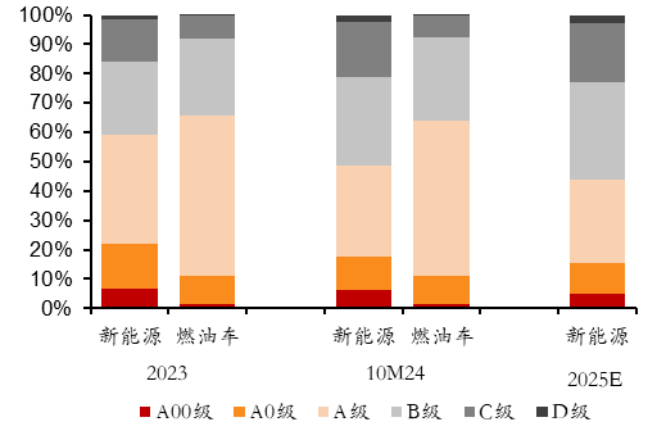
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 8: 全球新能源车销量预测



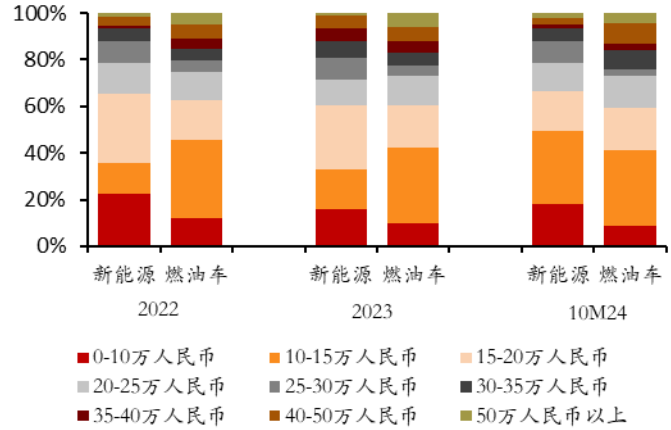
资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

图 9: 中国乘用车车型尺寸分布（批发销量）



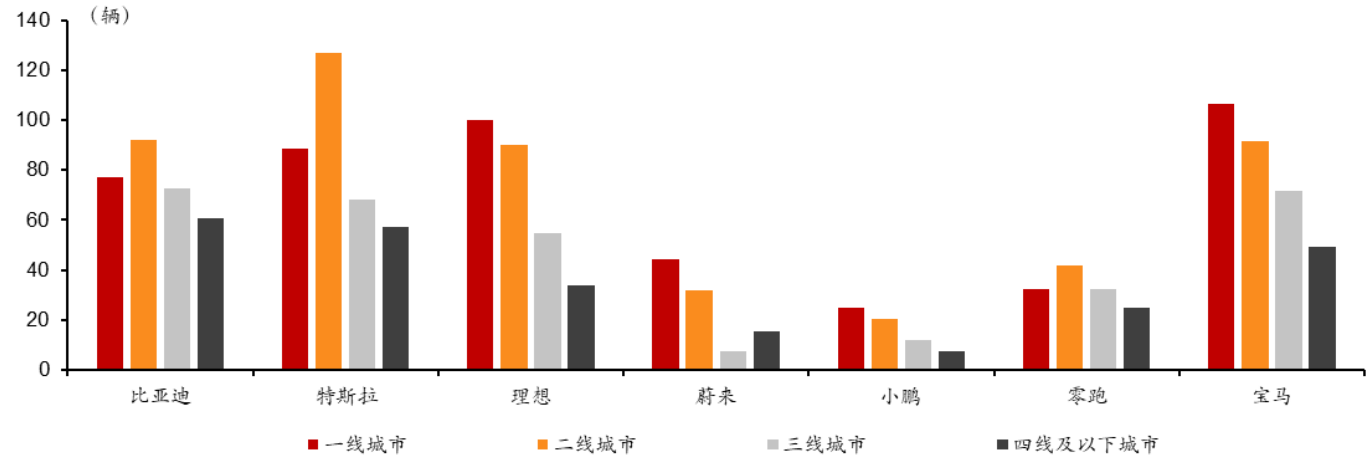
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 10: 中国乘用车价格区间分布（零售销量）



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 11: 2024 年前 10 个月，不同品牌在不同层级城市的单店月均销量对比



资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

汽车行业投资观点：2025 年将是 2024 年的翻版？

■ **竞争加剧，开始出现行业整合的迹象**

2023 年的大部分行业特征比如价格战、新车型重要性凸显等在 2024 年得到延续，这使投资者自然而然地预期 2025 年或许是 2024 年的又一个翻版。诚然，我们认为 2024 年的部分特征也将在 2025 年延续：价格战会继续加剧，新车型依旧是最重要的催化剂之一。然而，我们可能也会看到一些新的趋势变化。

2024 年是中国新能源车行业开始成熟的一年，前 10 个月新能源车在四线及以下城市的市占率已经达到 38%。尽管我们此前多次强调中国乘用车市场格局的复杂性会导致行业周期底部会比大家之前想象的要长，但我们认为 2025 年或许将出现行业开始整合的早期信号，在新能源车在大部分城市、大部分价格带和大部分车型上都将成为主流的情况下，当层出不穷的产品和营销创新已经出现以后，我们认为在全自动驾驶时代到来之前，产品在短期内或难有颠覆性的创新出现，所以落后的车企想要另辟蹊径地进行差异化会越来越困难，追赶的时间所剩无几了，实现盈利的紧迫性也越来越强。

■ **2025 年，车企更加强调盈利能力或者实现盈亏平衡**

我们认为到目前为止，还是很难甄别谁是真正的长期赢家，因为我们发现行业格局稳定后的玩家数量或许比我们之前想象的要多。小米首个车型即大获成功，华为也和越来越多车企合作都令整个行业格局变得更加复杂。比亚迪和理想已经多年盈利，吉利的新能源部门预期 2025 年开始盈利，小鹏预期在 2026 年实现盈亏平衡，零跑预期 2026 或 2027 年实现盈亏平衡。我们认为现在还看不到盈亏平衡的车企成功的机会越来越渺茫。盈利要求已不再是空头支票，实际的盈利表现能否超预期或将成为 2025 年股价表现的关键。

■ **自动驾驶能力是必要的，但车企很难凭借该能力获得溢价**

我们看到，过去几年，各家车企之前的智能驾驶能力差距并不是在变大，反而在缩小，这使得该功能会成为车型的标配，但车企却难以用它来赚钱。我们依然认为车企比独立的 L4 技术提供商更有优势。目前大部分头部智驾供应商比如华为、大疆、Momenta 都没有上市，地平线（9660 HK，未评级）于 2024 年 10 月上市，很可能将吸引投资者的目光。

■ **推荐标的：整车厂：吉利汽车、小鹏汽车；汽车服务商：途虎**

整车厂板块，我们的选股标准为：1）有望推出爆款车型，2）有望实现盈利大幅提升的车企，即吉利汽车和小鹏汽车。

吉利汽车：吉利今年 8 月推出的银河 E5 和 11 月上市的星愿车型都是上市即爆款。这令我们对其即将于 12 月上市的星舰 7 SUV（PHEV）和计划于明年 2 季度上市的中型 PHEV 轿车更有信心。通过推出更具经济性的 GEA 平台并将混动架构升级为雷神 EM-i，我们认为吉利的新能源产品实现了消费者体验和成本控制的双重改善，我们估计吉利新能源车型的单车成本有望因此下降 5,000-7,000 元。我们预测 2025 年吉利批发销量将同比提升 10%到 238 万辆，其中 55%是新能源车。受益于规模效应的提升叠加有效的成本控制，我们预测 2025 年吉利的核心净利润有望同比增长 36%至 125 亿人民币。

小鹏汽车：我们将小鹏 Mona M03 的推出看作其新一轮强产品周期开启的标志，11 月基于全新降本技术方案的 P7+上市又将中大型纯电轿车的价格区间降低到 20 万以下，获得超出预期的市场反馈。我们认为小鹏在智驾之外，重新找准了打造爆款的思路，也让我们对其 2025 年将上市的 4 款全新车型（含首款长续航增程车型）更加期待。我们预测小鹏 2025 和 2026 年的销量将分别同比增长 110%和 26%至 39 万辆和 49 万辆，并有望在 2026 年扭亏为盈。

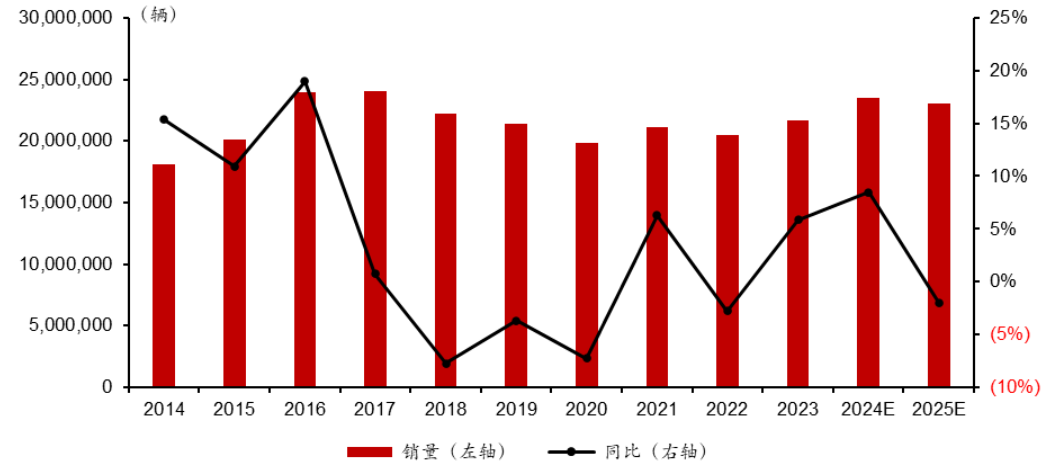
对于汽车经销和服务板块，我们认为经销商的基本面已经到达底部，值得投资者关注，但是拐点的信号仍不明朗。相对而言，我们更加推荐途虎：我们认为途虎作为行业领先的独立汽车服务商有望在中国车龄增长、消费偏好理性化的趋势中获益。门店网络扩张足以抵消潜在的单店增长压力，而自有自控产品占比的提升对公司的利润和利润率均有正面贡献。我们认为途虎是宏观经济波动中很好的防御性标的。

2025 年行业展望：中国乘用车销售仍具韧性

零售销量：2024 年以旧换新补贴透支部分需求，预期 2025 年零售销量同比下滑 2%

我们预期中国乘用车零售销量将从 2024 年的 2,354 万辆同比下滑 2%到 2025 年的 2,308 万辆，主要因为 2024 年 8 月开始加码的以旧换新政策提前透支了部分需求。尽管经济面临挑战，但中国汽车销量已经连续两年超预期，我们认为 2025 年中国汽车消费韧性仍将好于部分投资者的预期。

图 12: 中国乘用车零售销量



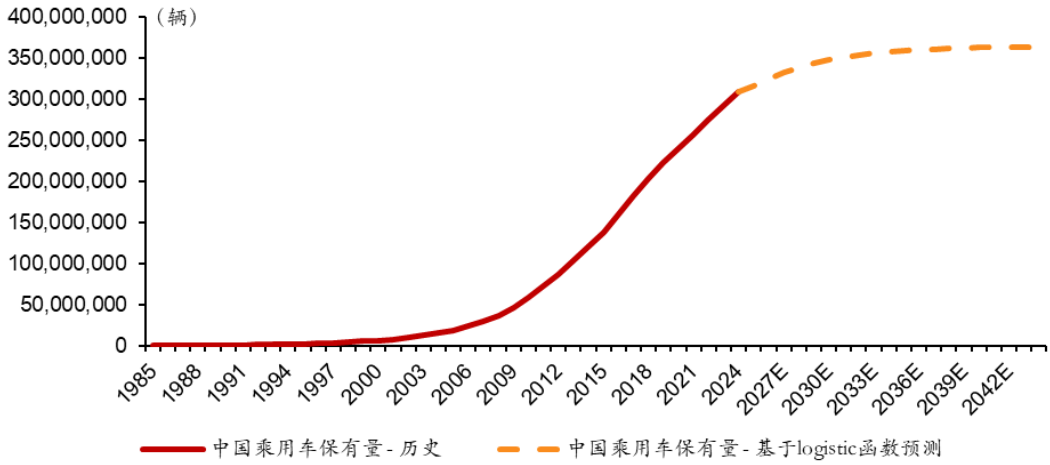
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

汽车以旧换新的补贴政策始于 2024 年 4 月，针对符合要求的消费者，政府分别给予燃油车补贴 7,000 元和新能源车补贴 10,000 元。该政策在 2024 年 8 月中进一步加码，补贴金额翻倍（燃油车补贴 15,000 元，新能源车补贴 20,000 元）。截至 2024 年 11 月 18 日，累计的补贴申请已经超过 200 万份。此外，各省市地方政府还出台了置换更新补贴政策。我们估计两个政策合计拉动了 150 万辆的额外需求，占全年预测销量的 6.4%。因此，我们预期 2024 年中国乘用车零售销量将同比提升 8.5%到 2,354 万辆，比我们此前的预测高 11%，其中超预期的部分或有 65%来自于刺激政策的拉动。

汽车消费仍是刺激中国经济最重要的手段之一，所以我们预期类似的刺激政策在 2025 年仍将持续。假设我们估算的 2024 年 150 万台透支其中的 2/3 本应在 2025 年发生，且刺激政策持续到 2025 又将前置 150 万辆左右的购车需求，调整后的 2025 年零售销量将同比增长约 2.4%，基本和我们测算的中国乘用车长期增速一致。值得一提的是，尽管我们预期 2025 年零售销量将同比下滑，其规模仍排在历史第 4。

我们用单一因子的逻辑曲线模型粗略估算了中国长期的汽车保有量以及稳态下的置换需求。具体的计算过程请参考我们 2022 年 12 月 7 日发布的 2023 展望报告。我们基于逻辑曲线以及 1985-2024 的中国乘用车保有量数据测算出中国稳态情况下的乘用车保有量约为 3.64 亿辆，这一数值比我们在 2022 和 2023 年同期所做的测算略高出了 3%，也表明 2023 和 2024 年汽车消费的韧性均超出我们的预期。我们按平均 14 年左右的报废周期推算中国乘用车市场稳态情形下每年的置换需求约 2,450-2,550 万辆。

图 13: 基于逻辑曲线模型预测中国乘用车保有量

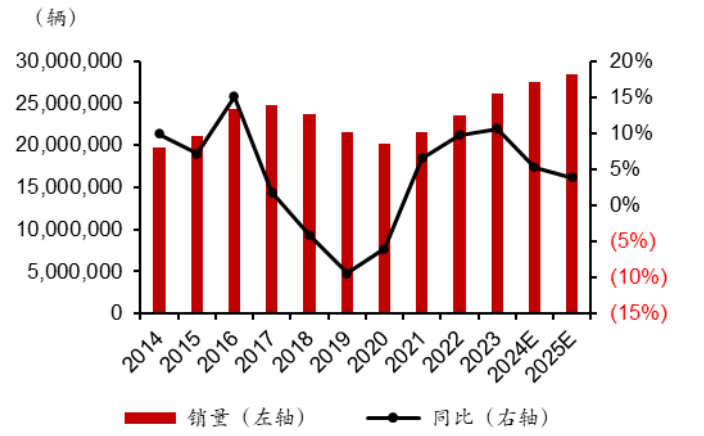


资料来源：中汽协、中汽中心、中国国家统计局、招银国际环球市场预测

批发销量：预期同比增长 3.8%

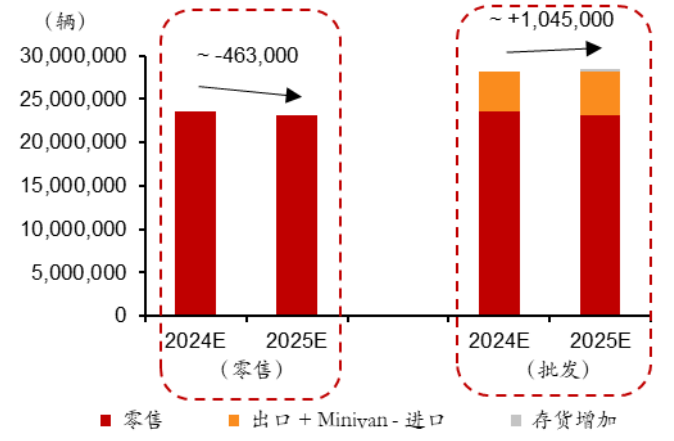
我们预期中国乘用车批发销量将从 2024 年 2,742 万辆提高到 2025 年的 2,847 万辆，同比增长 3.8%（假设 2025 年零售销量 2,308 万辆）。我们预期 2024 年批发销量将比我们去年同期所做的预测高出 4.6%，主要是因为零售销量超预期。其他方面，2024 年的出口和渠道库存都低于我们的预期。

图 14: 中国乘用车批发销量



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 15: 2024-2025 年中国乘用车零售和批发销量



资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

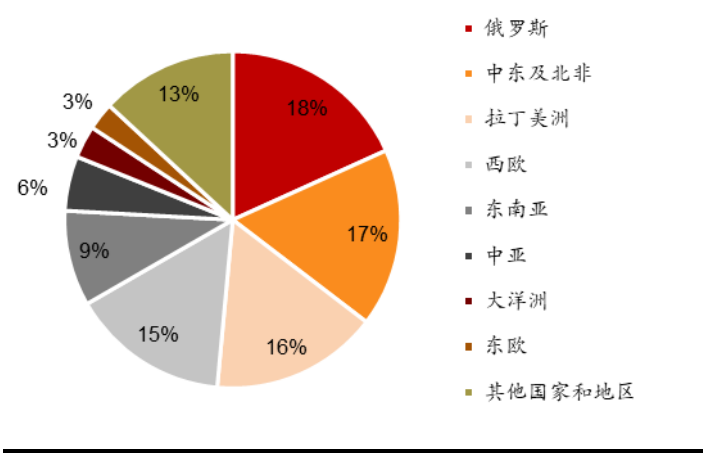
■ **出口：贸易风险加剧及基数提升，出口增速将放缓**

我们预期中国乘用车出口将从 2024 年的 500 万辆提高到 2025 年的 550 万辆，同比增长 10%，为 2021 年以来的最低增速。2024 年的出口增速很可能放缓到 21%，低于我们此前所预期的 25%，主要是因为上汽（600104 CH, 未评级）和特斯拉（TSLA US, 未评级）出口同比下滑。

根据海关数据，2024 年前 3 个季度，中国向约 200 个国家出口乘用车，前 10 大国家占比约 56%，其中俄罗斯排第 1，占比 18%，其后分别是墨西哥（7%）、阿联酋（5%）和比利时（5%）。阿联酋和比利时应该扮演着中国汽车出口在中东和欧洲中转中心的角色。中国出口到中东和北非地区（包括土耳其）的销量同比大幅增长 49%，中亚和俄罗斯均同比提升 41%，另

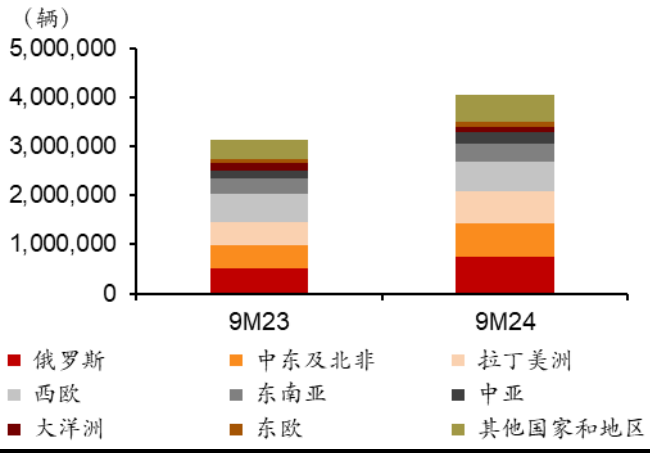
外东欧（除俄罗斯）、拉丁美洲（包括南美洲、中美洲、墨西哥和加勒比海地区）、中欧和东南亚分别同比提高 40%、38%、29%和 18%。这 7 个地区合计占到中国 2024 年前 3 季度出口总量的 71%。

图 16: 2024 年前三季度中国乘用车出口到各地区占比



资料来源：中国海关、ThinkerCar、招银国际环球市场

图 17: 中国乘用车出口到海外各地区销量变化



资料来源：中国海关、ThinkerCar、招银国际环球市场预测

2025 年中国乘用车出口将面临以下挑战：

1）2025 年俄罗斯汽车销量增速或将放缓，且自主品牌在俄罗斯的市占率（接近 50%）或即将触顶。

2）俄罗斯汽车销量下滑也会影响到中国对中亚和白俄罗斯的出口。随着自主品牌在哈萨克斯坦的市占率已经达到 40%，乌兹别克斯坦已经成为自主品牌争相开发的中亚最重要的市场。

3）从 2024 年 7 月开始，欧盟对中国制造的纯电和增程车辆征收 7.8%-35.3%的额外关税。尽管可能仍有变数，我们预期 2025 年中国汽车出口增速将放缓。

4）一些国家如巴西和土耳其开始对中国电动车征收关税（自主品牌刚刚在当地市场获得一定的市场份额）。我们相信其他一些国家也可能跟进相关政策。

5）2024 年前 10 个月，特斯拉在中国新能源车和整体乘用车出口中分别占 26%和 6%，2025 年特斯拉出口或将停止增长甚至下滑。2024 年前 10 个月，特斯拉出口销量已经同比下滑 21%。

我们预期 2025 年出口增量主要还是来自中东和北非地区、拉丁美洲以及东南亚。在拉丁美洲和东南亚，自主品牌已经占据了当地 7-10%的市场份额，本土化生产在下一阶段的发展显得更为关键。在海湾地区（包括沙特、阿联酋、卡塔尔、阿曼、科威特和巴林），自主品牌也已经占据了约 10%的市场份额。

基于海外不同国家和地区的汽车工业发展、当地消费者的品牌忠诚度和国家政策，我们把海外市场分为：1）美国；2）加拿大；3）日本、韩国和印度；4）有自主品牌的西欧国家（包括德国、法国、意大利等）；5）没有自主品牌的西欧国家（包括比利时、荷兰、瑞士等）；6）北欧；7）中欧；8）东欧；9）俄罗斯；10）拉丁美洲；11）中东和北非；12）南亚；13）中亚；14）大洋洲；15）其他国家和地区。我们预期自主品牌在这些国家和地区的市占率有望达到 0-45%，潜在的市场规模合计 700 万辆。也就是说，在未来 5-6 年里，自主品牌在海外市场仍有 75%的增长潜力，相当于年复合增速 10-12%。我们预计 2025 年的 550 万台海外销量中，自主品牌占 465 万台，增速约为 16%。

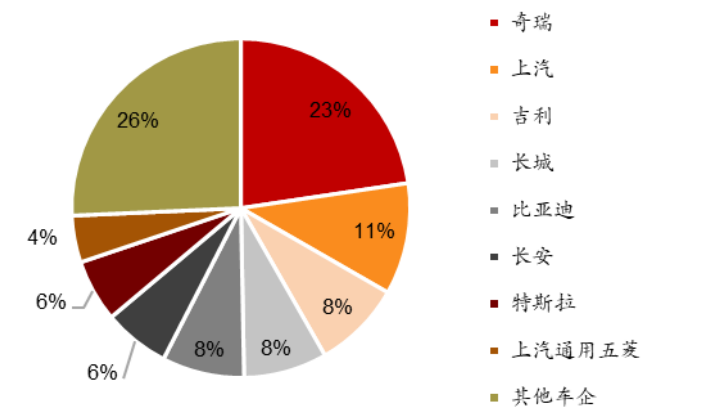
图 18: 中期维度，自主品牌海外销售的潜在市场规模

分地区（除中国外）	总销量（辆）	自主品牌潜在市场份额	自主品牌潜在销量（辆）	当前新能源车市占率
美国	17,000,000	0%	0	9%
日本、韩国和印度	11,100,000	4%	444,000	3%
有自主品牌的西欧国家	9,500,000	9%	838,000	18%
拉丁美洲	5,500,000	25%	1,364,000	4%
中东及北非	4,700,000	25%	1,166,000	4%
东南亚	3,150,000	25%	781,000	6%
没有自主品牌的西欧国家	3,000,000	15%	450,000	22%
加拿大	1,900,000	2%	38,000	7%
中欧	1,600,000	20%	320,000	5%
大洋洲	1,400,000	25%	350,000	5%
俄罗斯	1,100,000	45%	495,000	0%
北欧	780,000	20%	156,000	52%
中亚	730,000	35%	256,000	6%
东欧（除俄罗斯外）	220,000	30%	66,000	1%
其他国家和地区	920,000	30%	276,000	5%
合计	**62,600,000**	**11%**	**7,000,000**	

资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

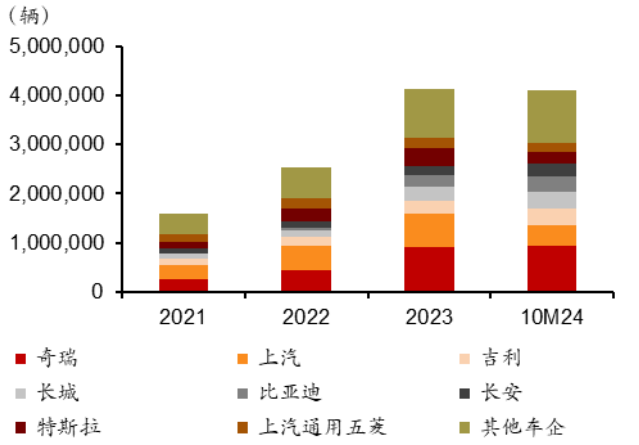
根据中汽协的数据，2024 年前 10 个月，比亚迪出口同比大幅提升 83%到 32.2 万辆，增速在出口销量前 5 大车企中排名第 1，同时也超越特斯拉成为中国最大的新能源车出口企业。由于出口同比下滑 21%，特斯拉在中国出口车企的排名从 2023 年的 3 名下滑到 2024 年（按前 10 个月的出口销量计算）的第 7 名。2024 年前 10 个月，上汽是前 5 大出口车企中唯一同比下滑的（-17%），奇瑞出口同比增长 27%到 92.7 万辆，高出第 2、3 名（上汽和吉利）总和。2024 年前 10 个月，吉利和长城出口分别同比提升 55%和 56%到 34.6 万辆和 32.7 万辆。

图 19: 2024 年前 10 个月出口销量按车企拆分（份额）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

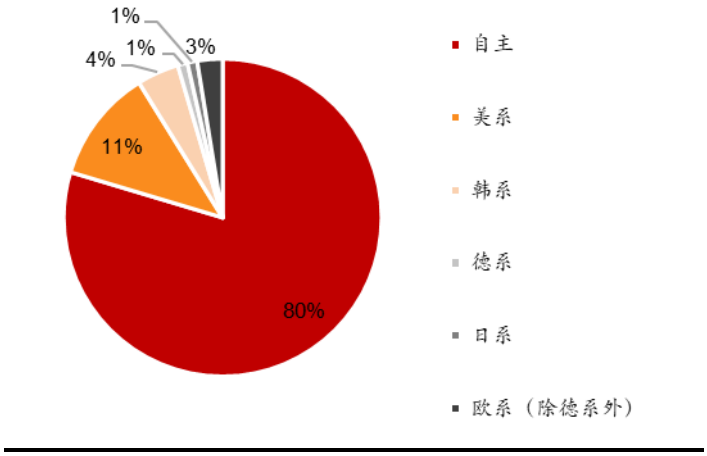
图 20: 中国出口销量按车企拆分



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

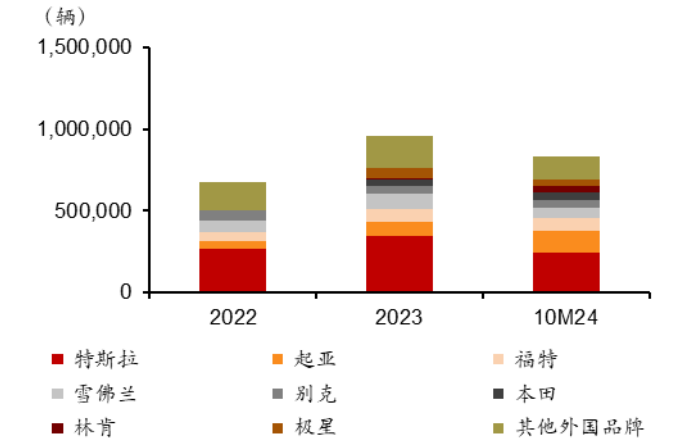
我们预计 2024 年外资品牌从中国出口到海外的销量将同比提升 4%到约 100 万辆，由于在华销售承压，中国工厂产能利用率严重下滑，越来越多外国品牌将中国作为该品牌出口的基地。2024 年前 10 个月，起亚出口同比翻倍到 13.7 万辆，跃升至外资品牌出口第 2 名。本田、现代、福特和林肯也相继增加出口。与此同时，外资品牌的新能源车出口呈现出下滑趋势，主要是由于欧洲开始对中国出口的电动车征收额外关税。特斯拉、达契亚、宝马、Smart 和极星在 2024 年前 10 个月的出口销量同比下滑 21-49%不等。

图 21: 2024 年前 10 个月出口销量按品牌国别拆分



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

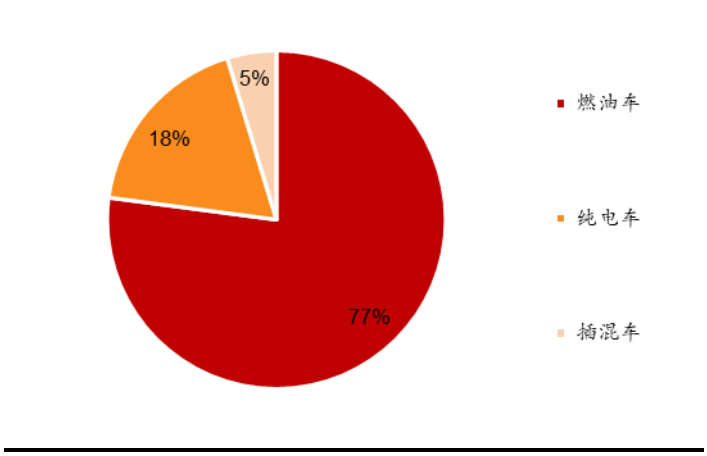
图 22: 外资品牌从中国出口的销量变化



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

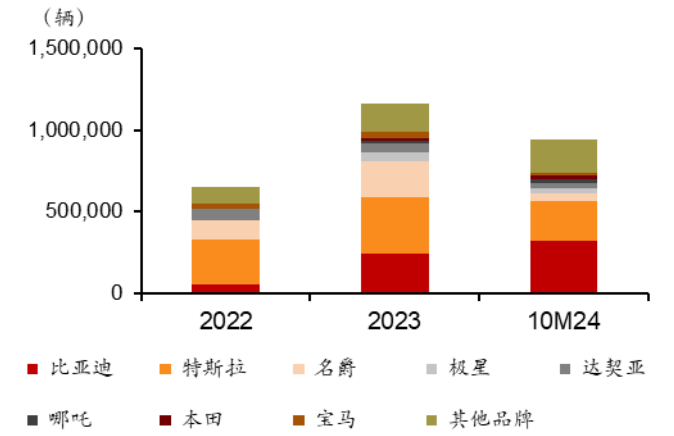
我们预期 2024 年中国新能源车出口同比下滑 2%到 114 万辆，比亚迪的出口增长依然无法抵消特斯拉、上汽、极星、达契亚等车企出口的颓势。2024 年可能是 2020 年以来新能源车出口第一次成为整体乘用车出口的拖累因素。由于地缘政治持续紧张，我们预期 2025 年新能源车出口将持续下滑。

图 23: 2024 年前 10 个月中国出口销量按动力类型拆分



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

图 24: 中国新能源车出口销量变化（按品牌分）



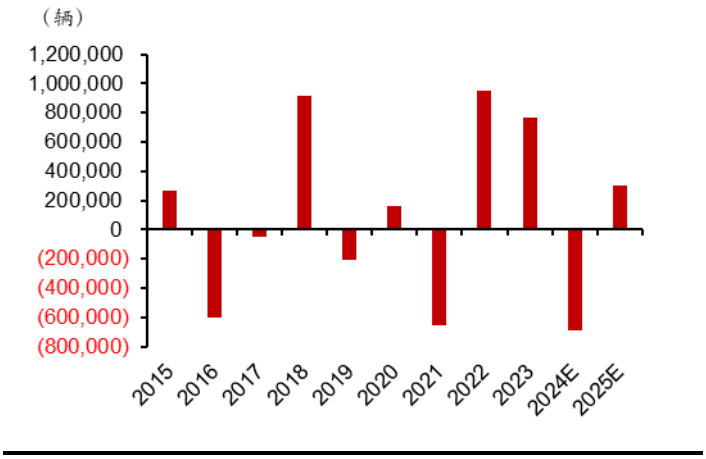
资料来源：中汽协、招银国际环球市场

■ **渠道库存：2024 年去库存超预期，车企经营愈发谨慎**

2024 年前 10 个月，中国的车企减少了 53.8 万辆渠道库存，几乎抹平 2023 年前 10 个月增加的库存。刺激政策的实施在过去意味着加库存的开始，就像 2015 年 4 季度和 2022 年下半年行业。然后今年情况发生了改变，这也表示车企对中国市场的波动愈发谨慎。考虑到春节在明年 1 月底，我们预期 12 月份渠道会再次去库存。全年来看，我们预期 2024 将减少 68.8 万辆渠道库存，2025 年将增加 30 万辆渠道库存。

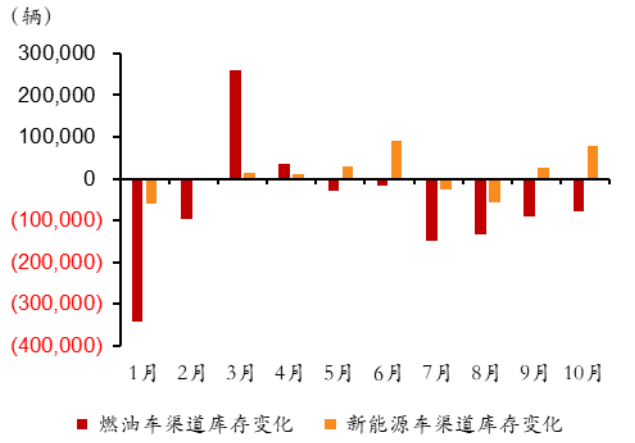
2024 年前 10 个月的去库存主要来自燃油车，同期，新能源车实际增加了 10.8 万辆的库存。我们估算目前燃油车和新能源车的库存均在 1.5 个月的水平。我们预期 2025 年燃油车库存将进一步下滑，新能源车库存继续温和提升。

图 25: 估算的历年乘用车渠道库存变化



资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

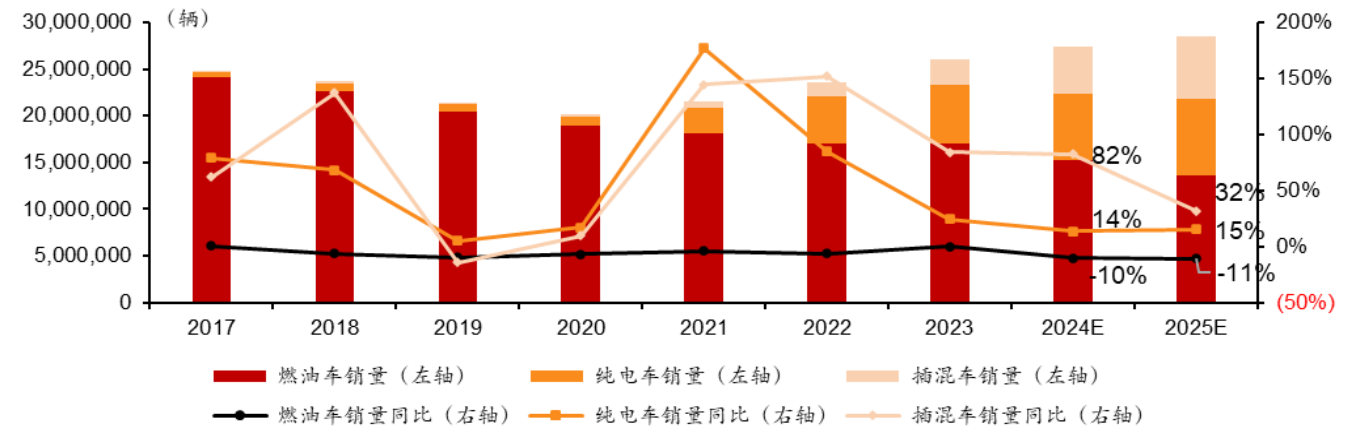
图 26: 2024 年燃油车和新能源车渠道库存变化



资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场

综上所述，我们预期 2025 年中国乘用车批发销量同比提升 3.8%到 2,847 万辆。从动力总成形式来看，新能源车仍是销量增长的核心驱动因素，我们预期新能源车批发销量将从 2024 年的 1,218 万辆提升到 2025 年的 1,490 万辆，同比提升 22%，其中插混销量增速（同比+32%）仍将高于纯电销量增速（同比+15%）。以上预测暗含中国燃油车 2025 年批发销量将同比下滑 11%（对比 2024 年将同比下滑 10%）。

图 27: 中国乘用车批发销量（按动力形式分）



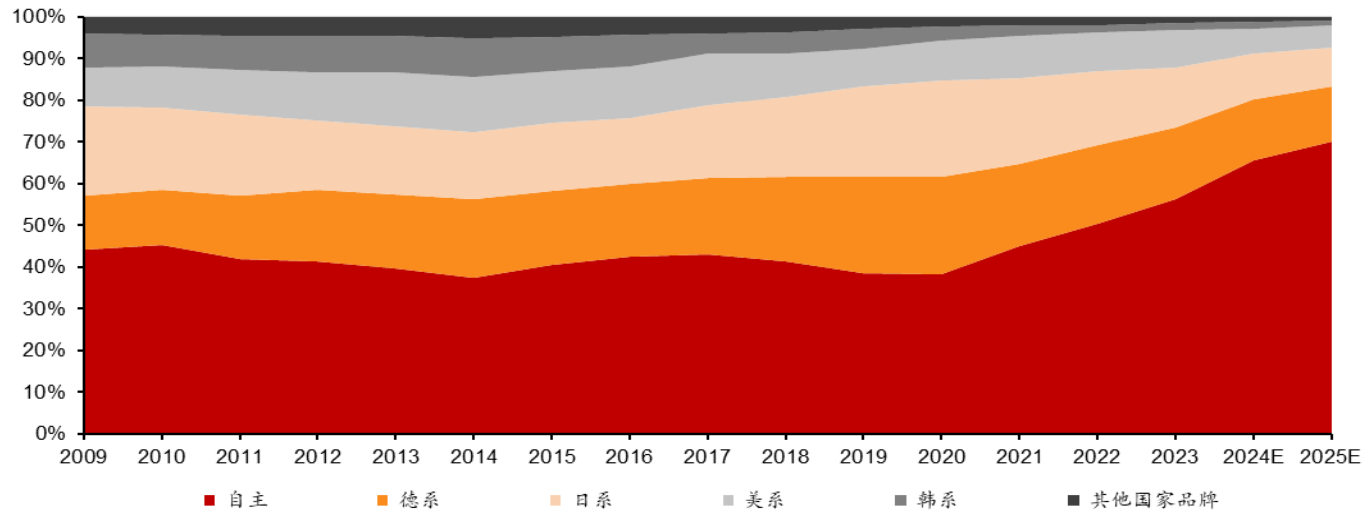
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

强劲的新车型推出将继续提升自主品牌的市占率

正如我们在 2023 和 2024 的展望报告所述，本轮中国汽车的周期底部可能比之前的预期更长，而外资品牌由于产品更新换代缓慢导致电动化和智能化落后，在这一轮周期中受影响最大。2025 年随着竞争进一步加剧，外国品牌可能将进一步失去其市场份额，同时，我们或将看到行业开始出现整合的信号。

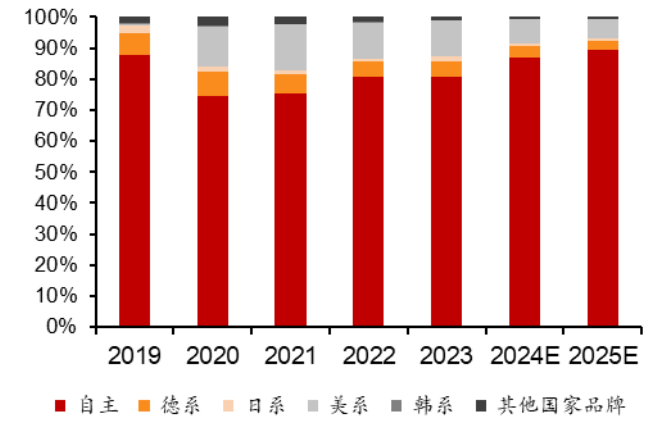
2024 年自主品牌在中国的批发销量市占率有望提升 9 个百分点（历史最高），比我们此前的预期高出 5 个百分点。我们预期其市占率将从 2024 年的 66%提升到 2025 年的 70%，并在新能源和燃油车两个细分市场都提升份额。过去 2 年，自主品牌主要依赖出口提升燃油车的市占率，而 2024 年前 10 个月，自主品牌在国内燃油车零售销量的市场份额也提升 0.6 个百分点。

图 28: 中国市场乘用车不同国别品牌的市场份额变化（批发销量）



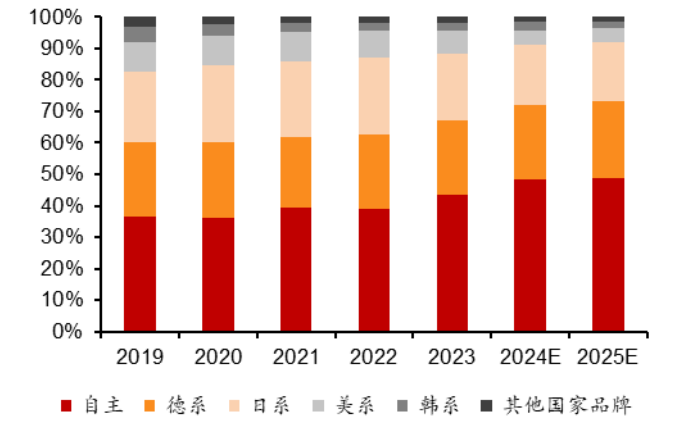
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 29: 新能源市场不同国别品牌的市场份额（批发销量）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 30: 燃油车市场不同国别品牌市场份额（批发销量）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

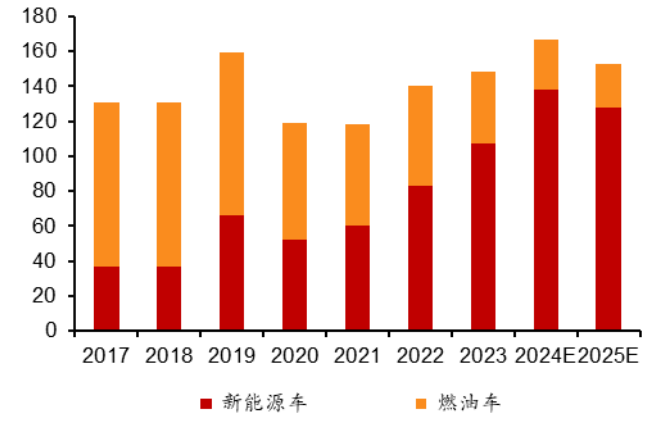
■ **2025 年新车：更大的车型，更有竞争力的价格**

2024 年将是中国有史以来推出新车最多的一年，预计全年发布 167 款新车（高于我们的 2024 展望报告中预测的 151 款新车），据我们统计，2024 年前 10 个半月已经上市了 149 款新车。

我们预计中国市场在 2025 年将发布 153 款新车，其中 84%是新能源（高于 2023 年的 72%和 2024 年的 83%）。自主品牌预计将发布 101 款新车，其中 93 款是新能源。考虑到头部自主品牌的巨额研发投入来应对日益加剧的竞争，自主品牌在 2025 年最终的新车数量甚至会超过我们目前收集的信息。

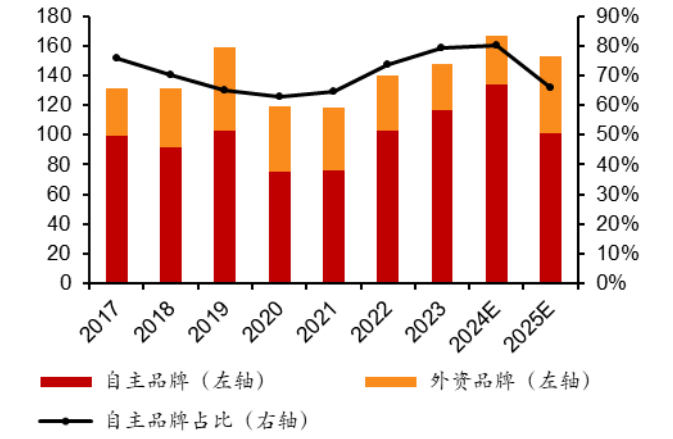
外资品牌的情况或与自主品牌形成鲜明对比，虽然不少外国品牌发布了中国市场的电动化计划，但大量规划好的新车因缺乏竞争力被延后或者取消。外资品牌在 2022-2024 的 3 年内合计只发布了 46 款新能源车型，比自主品牌过去半年推出的数量还少。我们预期 2025 年，外国品牌将发布 52 款新车，其中 35 款（约 67%）是新能源车，我们目前并未在其中看到特别有竞争力的车型。

图 31: 中国历年新上市车型数量（按动力形式分）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 32: 中国历年新上市车型数量（按品牌所属国家分）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

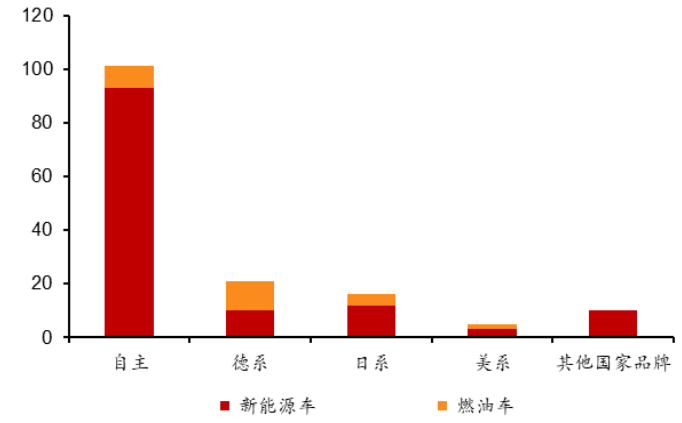
从 2025 年的新车计划来看：

1） 总体车型尺寸仍在变大。2025 年 70%以上的新车是中型或以上的尺寸（2022-2024 年分别占比 46%、58%、62%），中大型及以上尺寸的车型占到 37%（2022-2024 年分别 28%、30%、35%）。

2） 智能电动车的竞争将蔓延到 20 万元人民币以内。2024 年 11 月小鹏发布了中大型轿车 P7+，定价低于 20 万人民币，相信其他车企也将跟进，我们预计 2025 年新能源新车中，约 26%（2024 年 21%）在 15-20 万人民币价格区间，占比最高。只有 12%在 20-25 万人民币价格区间，低于 2024 年的 20%。

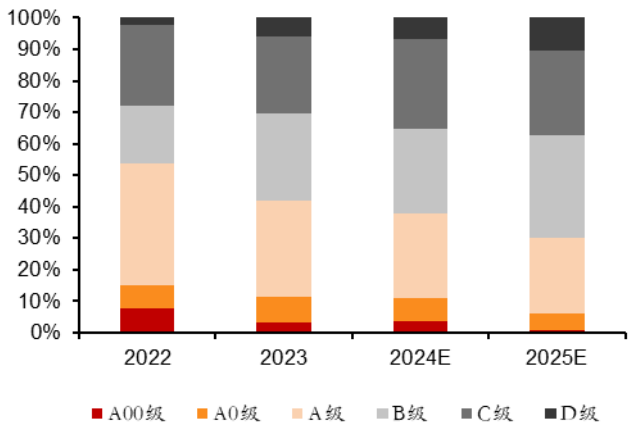
3） 更多混动车型，尤其是结构简单的增程车型。埃安、极氪、小鹏、小米（1810 HK，买入）和蔚来都计划在 2025-2026 年发布增程或者插混车型。我们预计 2025 年将上市至少 32 款增程车，远高于 2023 年的 9 款和 2024 年的 22 款。

图 33: 2025 年新车规划数量（按品牌国家分）



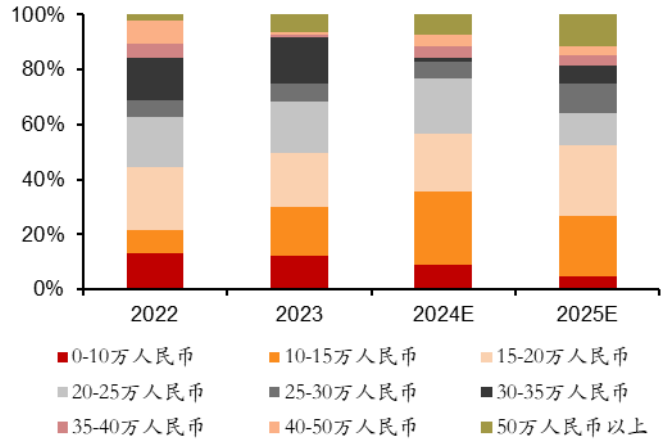
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 34: 中国历年新上市车型数量按尺寸拆分



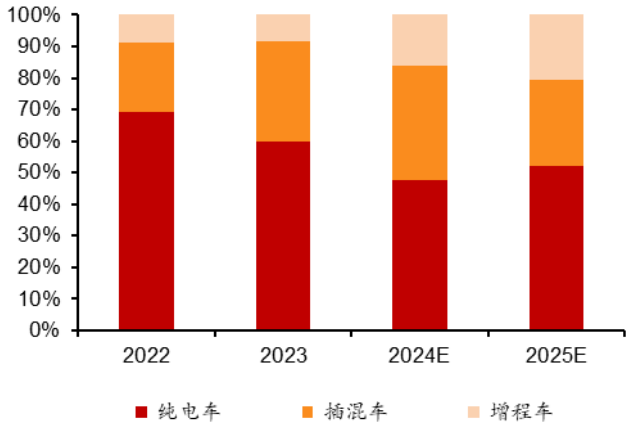
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 35: 中国历年上市新能源车型数量按价格区间拆分



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 36: 中国历年上市新能源车型数量按动力形式拆分



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

2025 年关键新车型概览及主要中国车企销量预测

由于新车更新迭代加速，新车对销量和利润的贡献越来越大。2023 年 10 月到 2024 年 9 月上市的新车合计占 2024 年 10 月总销量的 30%，销量前 20 的新车占总销量 17%。搭载 DM-i 5.0 技术的比亚迪秦 L 插混及其姊妹车型海豹 06 插混合计在 2024 年 10 月贡献了 9.5 万辆的销量。问界 M9 成为 2024 年前 10 个月 50 万以上最畅销的车型，帮助赛力斯实现扭亏为赢。小米第一款车小米 SU7 的销量帮助小米成为汽车行业的关键玩家之一。

另一方面，宝马新 5 系的定价错误导致华晨宝马 2024 年上半年利润同比大幅下滑，宝马经销商的新车毛利率也达到历史最低。广汽丰田在 2024 年的销量下滑幅度或将创历史纪录，其中新一代凯美瑞的批发销量可能同比下滑接近 30%。长城 2024 年的批发销量或将同比下滑 2%，主要是因为哈弗 H6 或将同比下滑 27%。

■ **比亚迪汽车：2025 年将推出更多高端车型**

2024 年前 11 个月，比亚迪上市了 11 款新车（比亚迪 7 款，腾势 2 款，方程豹 1 款，仰望 1 款）。基于 DM-i 5.0 技术的新车销量表现惊艳，超出了我们此前的预期，而这些新车将在 2025 年贡献全年销量。我们预期比亚迪 2025 年将上市 14 款新车，其中 9 款来自高端品牌腾势、方程豹和仰望。比亚迪 2025 年的重点新车型包括：1）新款唐和唐 L；2）中大型 MPV 夏；3）对

标理想 L9 的腾势 N9，有望驱动腾势品牌销量继续增长；4）豹 3 或将成为驱动方程豹品牌销量增长的关键。

我们预期比亚迪批发销量（包括商用车）将同比提升 15%，从 2024 年的 424 万辆提升到 2025 年的 490 万辆，增速略低于新能源车行业的 22%。我们相信比亚迪的利润将在 2025 年继续保持韧性，因为其强大的降本能力及严格的财务处理。比亚迪也可能将引领新一轮的行业价格战。

■ **吉利汽车：搭载 EM-i 混动技术的 GEA 平台将驱动新能源销量增长**

吉利似乎已经掌握了爆款新能源车型的关键，包括将CMA平台改造成架构更简单的GEA平台、将三档的混动架构改为 EM-i 的单档架构。这些变化促进了近期上市的星愿和银河 E5 的成功，也让 12 月 6 日上市的星舰 7 和明年 2 季度上市的对标秦 L 的中型插混轿车成为爆款车型可能性大大增加。同时，不考虑规模效应的前提下，我们估计平台及架构的简化有望将单车成本降低 5,000-7,000 元。

我们预期吉利新能源（包括极氪和领克品牌）批发销量将从 2024 年的 87 万辆提升 50%到 2025 年的 131 万辆，整体批发销量将从 2024 年的 216 万辆提升 10%到 2025 年的 238 万辆。我们预期 2025 年吉利汽车的新能源车批发销量将占集团总销量的 55%，而燃油车批发销量将同比下降 20%。

■ **长城汽车：在新能源领域仍需打造出类似于 H6 的走量的大众化车型**

魏牌在 2025 年仍可能是长城的战略重点，其计划上市 4 款魏牌新能源车型，其中一款很可能是对标理想L9的车型，有了2024年改款魏牌蓝山的成功经验，长城在车型推广方面将做得更好。过去的 2 年，长城多次取消或推迟了新能源车型的上市，我们认为现阶段长城仍在寻找其在新能源时代的定位。由于坦克和欧拉在 2025 年缺乏新车型，哈弗品牌的 2 款插混新车或成弥补燃油车销量下滑的关键。我们预计长城整体（包括皮卡）的批发销量将从 2024 年的 121 万辆增加到 2025 年的 136 万辆，同比上升 13%，到 2025 年，新能源车的销量占比或将达到 39%。

■ **奇瑞汽车：2025 继续有大量新车上市，将驱动新能源销量进一步增长**

2024 年前 10 个月，奇瑞旗下的 5 个品牌（奇瑞、捷途、星途、iCAR 和智界）合计发布了 18 款新车（其中 17 款车是新能源），创下了中国市场的历史记录。虽然海外市场占了奇瑞接近一半的销量，但在大量新车上市驱动下，奇瑞 2024 年前 10 月国内零售销量同比增长了 73%。

奇瑞在捷途品牌下新增了山海系列，其中：山海 L 系列对应捷途 X 系列，山海 T 系列聚焦混动越野 SUV。山海 T2（山海 T 系列首款车型）于 2024 年 4 月上市，近三个月的月均销量已达到 6,000 辆。奇瑞还在奇瑞品牌旗下复活了风云系列，大部分的风云车型可看做艾瑞泽（对应风云 A 系列）和瑞虎（对应风云 T 系列）的插混车型。这两个新的系列以及新能源品牌 iCAR 和智界共同推动奇瑞新能源车批发销量的占比从 2023 年的 7%提升到 2024 年前 10 个月的 18%。

■ **小鹏汽车：Mona M03 和 P7+良好的销量表现，为后续新车型注入信心**

我们相信小鹏通过 Mona M03 和 P7+会越来越了解目标消费者的需求，从而提高 2025 年将上市的 4 款车型的爆款机率。尽管小鹏目标到 2025 年 4 季度实现盈亏平衡，但我们认为小鹏仍会将销量放在更高的优先级。我们预期 2025 年小鹏的销量有望翻倍到 39 万辆。

■ **理想汽车：等待纯电车型的更多信息**

尽管 L6 在 2025 年全年销量的贡献可进一步提升理想的销量，明年上市的纯电车型仍将是中期销量的核心驱动因素，也是理想股价的催化剂。由于 Mega 的失败，理想对于纯电新车的上市变得非常谨慎而不愿透露更多信息，这或许会让理想 2025 年 1 季度的股价缺乏催化剂。我们预计理想 2025 年总销量同比提升 30%到 66 万辆，其中 11 万辆将来自纯电。

■ **蔚来汽车：乐道和蔚来品牌相互挤压的情况或比预期的严重**

2025 年，蔚来将上市 4 款车型，其中 2 款来自乐道品牌的车型（对标理想 L7 和 L8）有望成为销量的核心驱动力。我们认为蔚来的旗舰车型 ET9 更多是展示其最先进的技术，高昂的价格或使其不太走量。2025 年，我们预期乐道品牌的销量将达到 14.2 万辆，但蔚来品牌的销量或将同比下滑 17%到 16.8 万辆，整体销量或将达到 36 万辆，同比上升 61%，低于公司销量翻倍的目标。蔚来第三品牌萤火虫的首款车型将在 12 月发布并在 2025 年上半年交付。我们认为对于年销量低于 50 万辆的车企而言，同时发展 3 个品牌无法合理利用研发和市场营销的资源。

■ **零跑汽车：C10 和 C16 的成功为 B 系列车型打下了基础**

随着 C 系列（中型和中大型）车型全部完成上市，面向中国和海外消费者的 B 系列车型的表现将成为 2025 年关键。B10 SUV 作为 B 系列首款车型将在 2025 年 3 月上市，其后 B01 和 B05 也将逐步上市。我们认为随着 C10 和 C16 的成功，零跑已经建立了高性价比品牌的形象，而且我们相信零跑依然会坚持性价比策略来吸引消费者并受益于消费降级的环境。我们预期 2025 年零跑销量将达到 45 万辆，同比提升 54%，其中 B 系列销量将达到 10.7 万辆。C16 能否持续保持良好的销量对于零跑的毛利率表现非常关键。

■ **赛力斯：问界 M8 是焦点**

问界 M9 和改款问界 M7 大获成功后，大家都十分期待 2025 年即将上市的问界 M8 的表现。我们对问界 M8 持乐观态度，但同时我们也考虑中大型家庭 SUV 市场的竞争情况，所以我们预期问界销量将从 2024 年 40.2 万辆提升 28%到 2025 年的 51.6 万辆。

■ **小米汽车：第 2 款车型的销量表现有望超越 SU7**

随着小米 SU7 的销量在 2024 年 10 月突破 2 万辆，我们预期小米全年销量将达到 13.5 万辆。小米的第 2 款车型（中大型 SUV）将拓宽其目标群体。考虑到产能的爬升，我们预期小米 2025 全年销量将达到 30 万辆。

图 37: 中国乘用车批发销量预测（按车企/品牌分）

	2023 年销量（辆）	2024 年销量（辆）	2025 年销量（辆）	2025 年销量同比（%）	2024 年市占率（%）	2025 年市占率（%）
中国车企	**14,677,689**	**17,969,000**	**19,952,000**	**11%**	**65.5%**	**70.1%**
吉利汽车	1,682,667	2,160,000	2,380,000	10%	7.9%	8.4%
长城汽车	1,027,847	1,037,000	1,160,000	12%	3.8%	4.1%
长安汽车	1,539,539	1,670,000	1,750,000	5%	6.1%	6.1%
上汽通用五菱	960,160	1,035,000	970,000	-6%	3.8%	3.4%
上汽乘用车	1,024,271	770,000	800,000	4%	2.8%	2.8%
比亚迪汽车	3,012,906	4,231,000	4,900,000	16%	15.4%	17.2%
广汽集团	886,505	738,000	790,000	7%	2.7%	2.8%
奇瑞汽车	1,717,643	2,470,000	2,660,000	8%	9.0%	9.3%
东风汽车	338,914	430,000	275,000	-36%	1.6%	1.0%
一汽集团	471,443	585,000	640,000	9%	2.1%	2.2%
蔚来汽车	157,110	223,000	360,000	61%	0.8%	1.3%
理想汽车	376,029	507,000	660,000	30%	1.8%	2.3%
小鹏汽车	141,601	186,000	390,000	110%	0.7%	1.4%
阿维塔汽车	26,407	64,000	120,000	88%	0.2%	0.4%
零跑汽车	144,155	293,000	450,000	54%	1.1%	1.6%
赛力斯	166,301	473,000	549,000	16%	1.7%	1.9%
小米汽车	0	135,000	300,000	122%	0.5%	1.1%

德国品牌	**4,483,007**	**4,016,000**	**3,809,000**	**-5%**	**14.6%**	**13.4%**
大众	2,218,703	2,050,000	1,900,000	-7%	7.5%	6.7%
奥迪	668,252	600,000	560,000	-7%	2.2%	2.0%
宝马	743,885	610,000	574,000	-6%	2.2%	2.0%
奔驰	623,393	595,000	570,000	-4%	2.2%	2.0%
Smart	67,018	53,000	75,000	42%	0.2%	0.3%
日本品牌	**3,761,068**	**3,008,970**	**2,672,000**	**-11%**	**11.0%**	**9.4%**
本田	1,243,181	860,000	740,000	-14%	3.1%	2.6%
丰田	1,749,907	1,473,000	1,400,000	-5%	5.4%	4.9%
日产	661,241	600,000	480,000	-20%	2.2%	1.7%
美国品牌	**2,325,968**	**1,688,000**	**1,490,000**	**-12%**	**6.2%**	**5.2%**
别克	606,400	275,000	180,000	-35%	1.0%	0.6%
福特	258,331	235,000	210,000	-11%	0.9%	0.7%
特斯拉	947,742	900,000	860,000	-4%	3.3%	3.0%
韩国品牌	**415,956**	**427,000**	**315,000**	**-26%**	**1.6%**	**1.1%**
现代	249,716	177,000	105,000	-41%	0.6%	0.4%
起亚	166,240	250,000	210,000	-16%	0.9%	0.7%
其他品牌	**396,311**	**316,000**	**232,000**	**-27%**	**1.2%**	**0.8%**
合计	**26,059,999**	**27,424,970**	**28,470,000**	**4%**	**100.0%**	**100.0%**

资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 38: 中国新能源乘用车批发销量预测（按车企/品牌分）

	2023 年销量（辆）	2024 年销量（辆）	2025 年销量（辆）	2025 年销量同比（%）	2024 年市占率（%）	2025 年市占率（%）
中国车企	**7,285,073**	**10,610,999**	**13,346,700**	**26%**	**87.1%**	**89.6%**
吉利汽车	489,248	872,000	1,310,000	50%	7.2%	8.8%
长城汽车	261,546	313,000	450,000	44%	2.6%	3.0%
长安汽车	412,800	590,000	747,000	27%	4.8%	5.0%
上汽通用五菱	446,080	693,200	677,000	-2%	5.7%	4.5%
上汽乘用车	376,235	210,200	260,000	24%	1.7%	1.7%
比亚迪汽车	3,012,906	4,231,000	4,900,000	16%	34.7%	32.9%
广汽集团	510,676	408,000	470,000	15%	3.3%	3.2%
奇瑞汽车	124,846	486,300	702,000	44%	4.0%	4.7%
东风汽车	155,129	320,870	378,550	18%	2.6%	2.5%
一汽集团	106,366	205,000	265,000	29%	1.7%	1.8%
蔚来汽车	157,110	223,000	360,000	61%	1.8%	2.4%
理想汽车	376,029	507,000	660,000	30%	4.2%	4.4%
小鹏汽车	141,601	186,000	390,000	110%	1.5%	2.6%
阿维塔汽车	26,407	64,000	120,000	88%	0.5%	0.8%
零跑汽车	144,155	293,000	450,000	54%	2.4%	3.0%
赛力斯	126,144	432,690	519,000	20%	3.6%	3.5%
小米汽车	0	135,000	300,000	122%	1.1%	2.0%
德国品牌	**461,767**	**419,350**	**414,000**	**-1%**	**3.4%**	**2.8%**
大众	190,803	201,000	170,000	-15%	1.6%	1.1%
奥迪	31,677	22,500	22,000	-2%	0.2%	0.1%
宝马	133,952	116,150	120,000	3%	1.0%	0.8%
奔驰	38,317	26,700	25,000	-6%	0.2%	0.2%
Smart	67,018	53,000	75,000	42%	0.4%	0.5%
日本品牌	**137,034**	**90,245**	**115,300**	**28%**	**0.7%**	**0.8%**
本田	75,390	26,800	30,000	12%	0.2%	0.2%
丰田	39,080	59,920	57,300	-4%	0.5%	0.4%
日产	22,205	1,700	20,000	1076%	0.0%	0.1%

美国品牌	**1,049,729**	**976,542**	**899,000**	**-8%**	**8.0%**	**6.0%**
别克	88,954	69,000	34,000	-51%	0.6%	0.2%
特斯拉	947,742	900,000	860,000	-4%	7.4%	5.8%
其他品牌	**99,736**	**87,490**	**125,000**	**43%**	**0.7%**	**0.8%**
合计	**9,033,339**	**12,184,626**	**14,900,000**	**22%**	**100.0%**	**100.0%**

资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

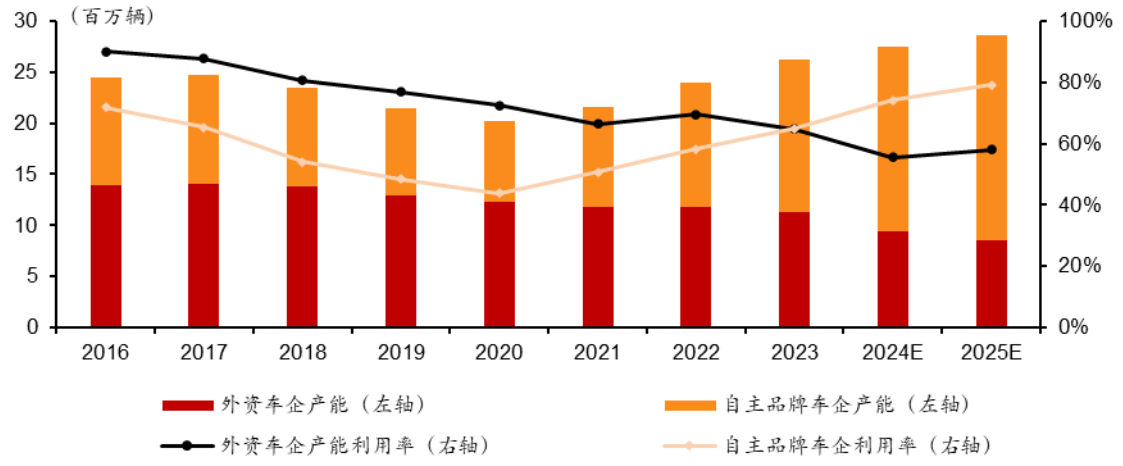
2025 年合资企业或将更大力度地去产能

根据我们的估计，2024 年，外资品牌在中国的产能将削减 2%左右，但其产能利用率仍将达到历史最低的 55%，因为其产量或将同比下滑 16%。相反，自主品牌国内工厂的产能利用率将达到历史最高的 74%。

我们预期 2025 年合资品牌将进一步削减中国工厂产能，因为他们中的大部分已经意识到其销量难以恢复往日荣光。东风本田在 2024 年中已经关闭了武汉的 1 个工厂，我们预计接下来上汽大众、一汽大众、东风日产、上汽通用和北京现代等合资公司都很可能在 2025 年开始关厂。我们预期 2025 年合资品牌在中国将减少 240 万辆的产能，但届时外国品牌的产能利用率仍将低于 60%。

与之相反，我们预期 2025 年中国车企国内产能同比将略微增加 4%，产能利用率继续创历史新高，达到 79%。新能源车市场的成功是中国车企产能利用率提升的关键，尽管不少新能源车仍与燃油车共线生产会导致其产能利用率难以估算，我们粗略估计中国的新能源车 2024 和 2025 年的产能利用率将分别达到 76%和 85%。

图 39: 中国乘用车产能及产能利用率

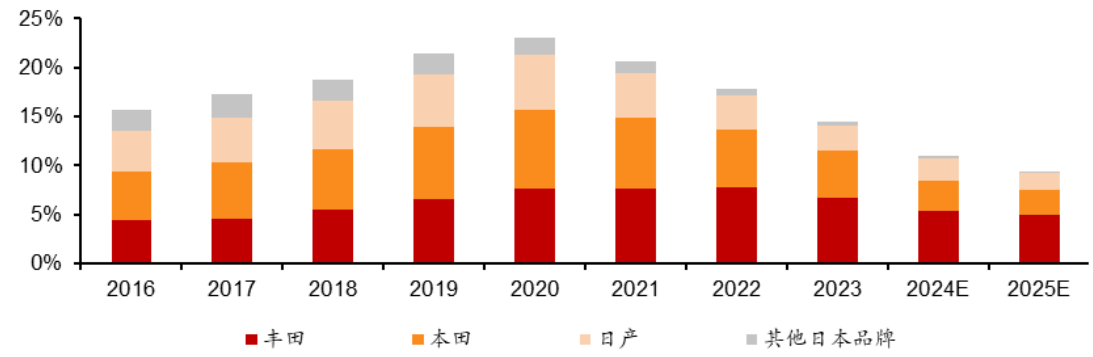


资料来源：中汽协、公司资料、Marklines、招银国际环球市场预测

■ **日系品牌：2024 年市占率大幅下滑的趋势将延续到 2025 年**

日系品牌在中国市场的市占率连续三年下滑幅度在所有品牌中排名第一，已从 2020 年的高点 23.1%下滑到 2024 年前 10 个月的 11.2%。日系品牌销量 2023 年销量下滑主要集中在小型车，但在 2024 年前 10 个月，丰田的凯美瑞、亚洲龙、汉兰达、赛那，本田的雅阁、CR-V、皓影以及日产的天籁这些销量和盈利的主力车型销量纷纷同比下滑。所以我们预期日系品牌在中国面临的挑战仍将在 2025 年延续，而我们并没有看到 2025 年日系品牌将会上市一些有竞争力的车型，我们预期其市占率将进一步同比下滑 1.6 个百分点。

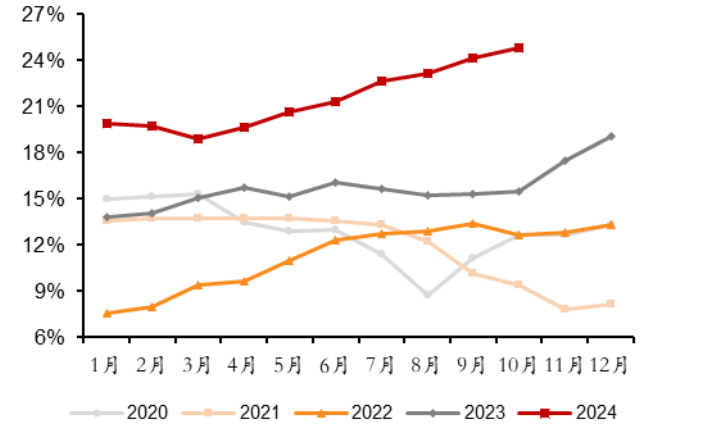
图 40: 日系品牌在中国市场市占率（批发销量）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

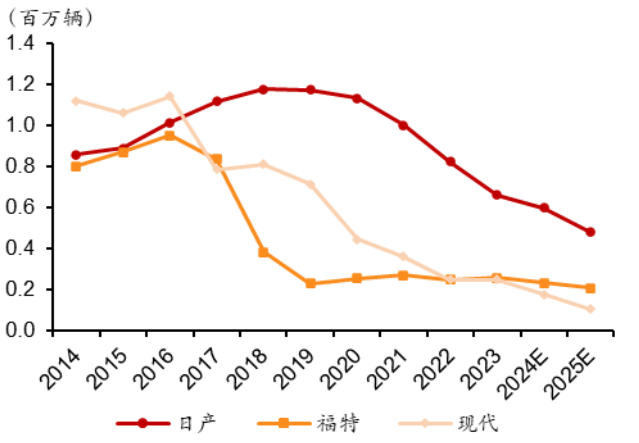
作为最早尝试纯电车的日本车企，日产在中国市场的电动化战略看起来也最为激进，日产计划到 2026 年底前在中国上市 5 款新能源车型，但由于纯电艾睿雅的失败，我们对这几款新车型表现并没有信心。日产在中国的销量表现已经步福特和现代的后尘，也并无任何复苏的信号。经历了 2018 年管理层的动荡后，我们一直不看好日产，因为我们认为日产所面临的考验不仅仅在中国，而是整个公司在全球的挑战。

图 41: 东风日产终端折扣



资料来源：ThinkerCar、招银国际环球市场

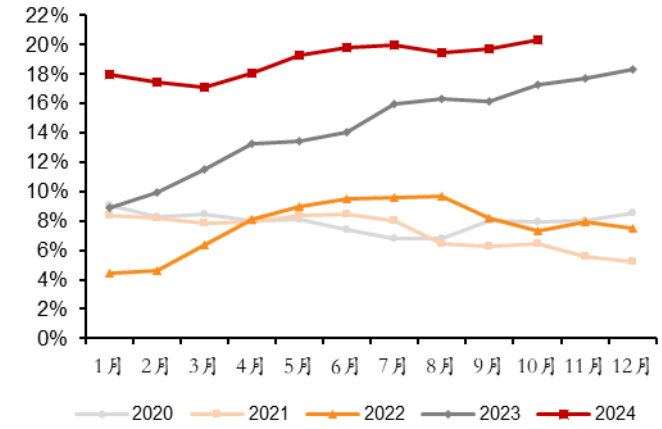
图 42: 中国市场日产批发销量（vs.福特、现代）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

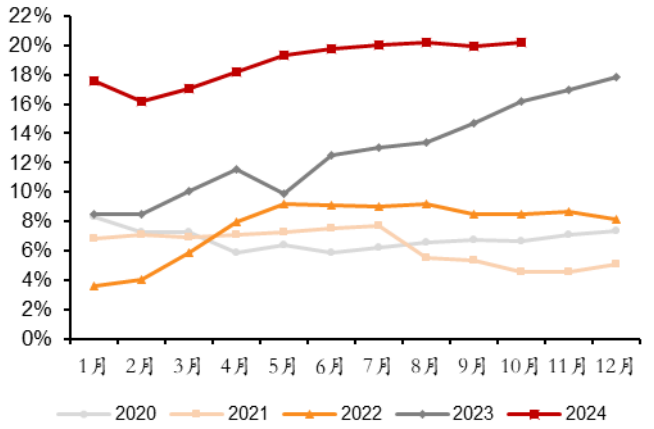
本田此前上市的新能源车型 e:NP/e:NS 系列均已失败，2024 年东风本田借助中国合作伙伴的资源推出了新的电动车品牌“灵悉”，2025 年东风本田和广汽本田还将分别推出新的品牌“烨”。尽管本田在中国动作频频，我们依然预期其在中国的市场份额到 2025 年将进一步萎缩。2024 年第 3 季度，东风本田和广汽本田的经销商折扣均已经达到 20%。日产在中国的销量从 2018 年的顶峰到 2024 年的减半花了 6 年，而本田可能只需要 4 年时间（2021 年达到销量顶峰）。

图 43: 东风本田终端折扣



资料来源：ThinkerCar、招银国际环球市场

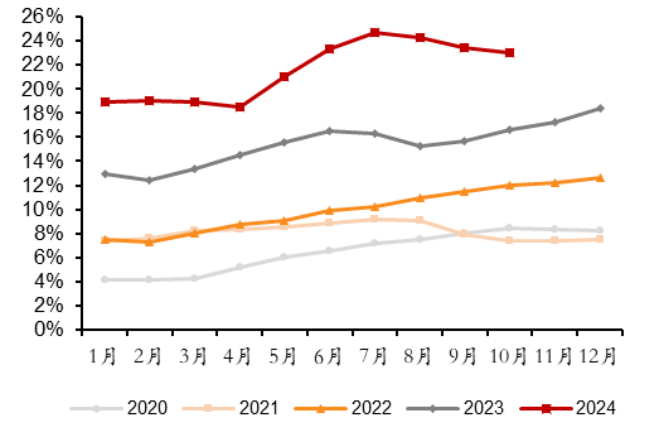
图 44: 广汽本田终端折扣



资料来源：ThinkerCar、招银国际环球市场

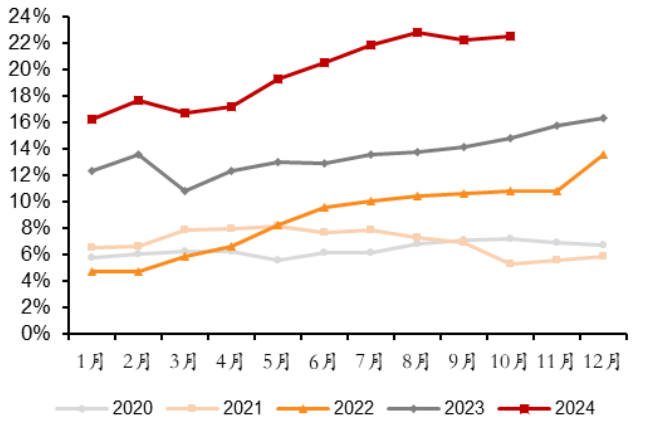
即使在一年前，许多投资者仍认为丰田是在中国市场最具韧性的外资品牌，而现在其旗下的主力车型已经开始失去中国消费者的青睐，我们预期其在 2024 年的销量将同比下滑 16%。过去 4 年丰田在中国已经上市了 17 款新车，而 2025 年是丰田新车型的小年，我们认为其依然会选择加大折扣力度来减缓销量下滑。2024 年第 3 季度，一汽丰田和广汽丰田的经销商折扣力度均已超过 22%。

图 45: 一汽丰田终端折扣



资料来源：ThinkerCar、招银国际环球市场

图 46: 广汽丰田终端折扣



资料来源：ThinkerCar、招银国际环球市场

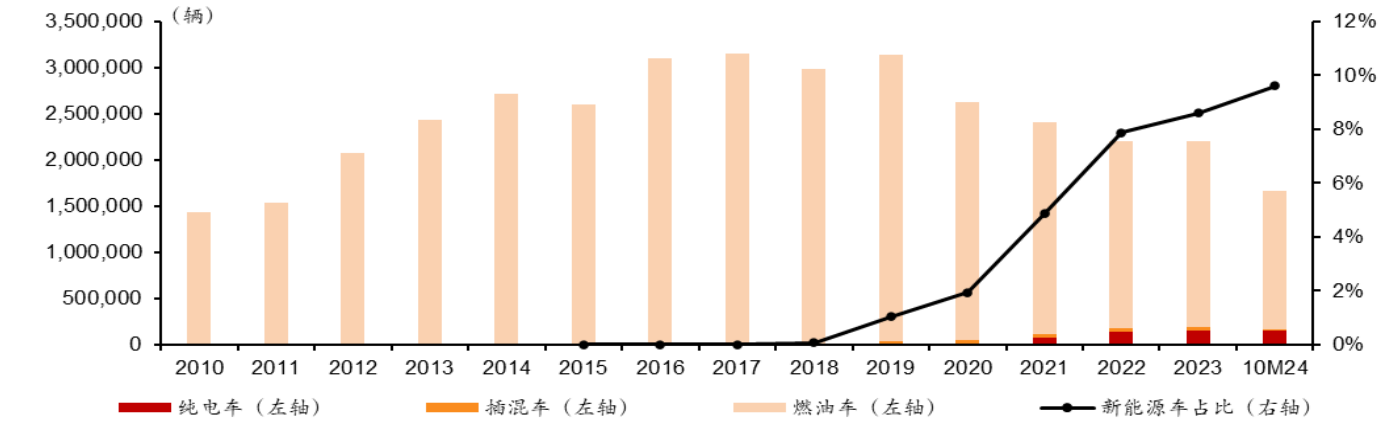
■ 大众品牌：2024 年的销售韧性超预期

我们预计大众品牌 2024 年在中国的批发销量同比下滑 8%，好于外资品牌整体情况（同比下滑 17%）。我们认为大众是德国品牌里面第一个意识到中国市场将面临的挑战并快速做出变化的品牌，尤其在新车型定价方面相较于其他外国品牌更快适应了中国当前的市场环境。其 2024 年的换代车型迈腾、帕萨特和途观 L 上市后的初期销量表现也明显好于其他外国品牌新上市车型。

尽管大众有 7 款纯电车型在售，但 2024 年前 10 个月新能源车仅占大众零售销量的 10%，其中 ID.3 月均销量达到 7,500 辆，比剩余 6 款车型月销量总和还多。随着大部分的 ID 系列车型都已上市，而跟小鹏合作的纯电车型又要等到 2026 年 1 季度，2025 年大众品牌将要上市的新能源新车较少，我们预期其新能源车的销量占比相较于 2024 年可能会下滑。

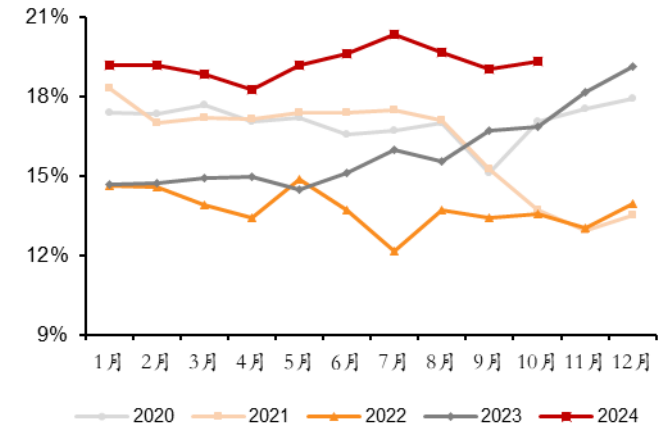
另一方面，2025 年大众的燃油车型包括探岳、探歌、途岳、途昂都到了应该换代的时间点，相信 2024 年其相对成功的燃油车换代经验也可以帮助相关车型的换代。

图 47: 大众品牌在中国市场的零售销量



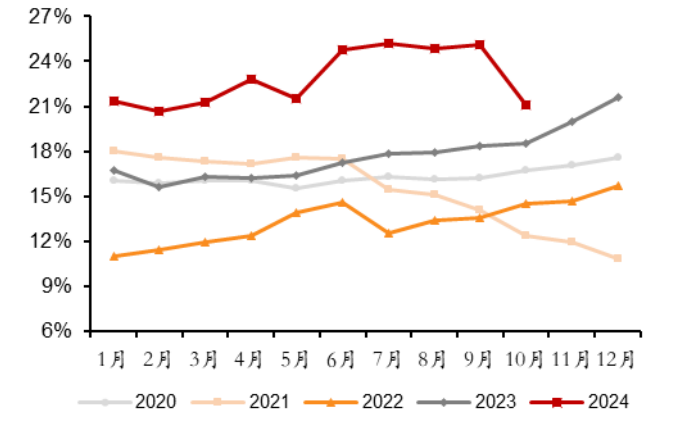
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 48: 上汽大众终端折扣



资料来源：ThinkerCar、招银国际环球市场

图 49: 一汽大众终端折扣



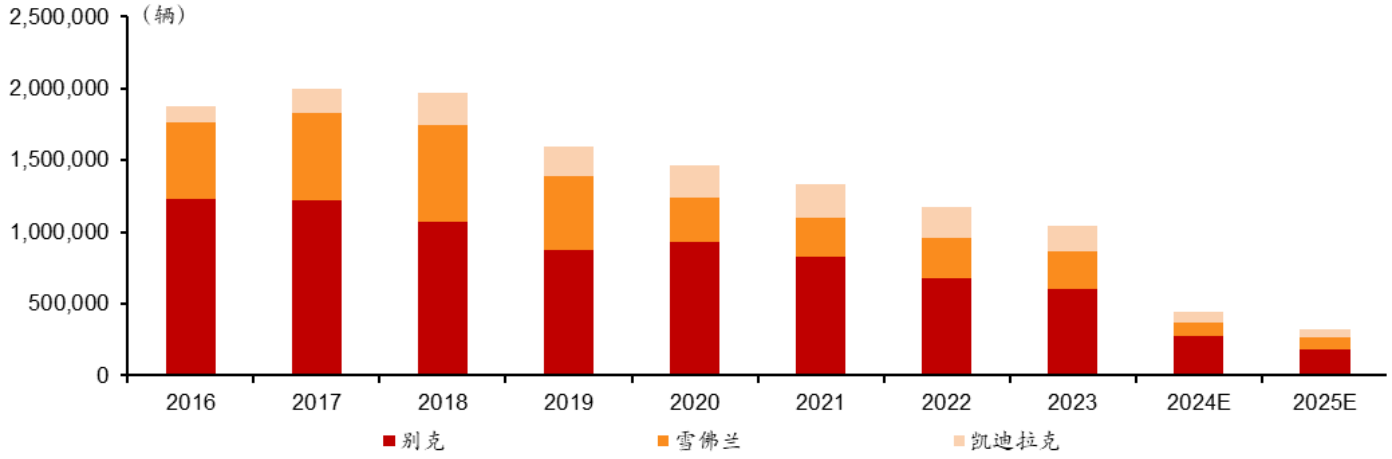
资料来源：ThinkerCar、招银国际环球市场

■ **通用汽车：销量仅剩巅峰时的 1/4，但下滑趋势仍未结束**

通用在中国市场的表现证明现实往往能比大部分人所能想象的最差情况还要更差。2017 年上汽通用的批发销量触顶，达到 200 万辆，排名第二，到 2023 年销量减半至约 100 万台。我们预期 2024 年通用（包括别克、雪佛兰和凯迪拉克）在中国批发销量将同比下滑超过 50%到 45 万辆。而这减半的销量中，约有 30%来自出口的贡献。上汽通用五菱帮上汽通用代工了雪佛兰爱唯欧并出口到墨西哥。2024 年前 10 个月，别克批发销量的 25%是新能源车，这一比例在所有外资品牌（纯新能源品牌如特斯拉除外）中是最高的，其中微蓝 6 纯电和 GL8 插混做出了最大的贡献。

考虑到新车型缺乏竞争力，我们预期通用 2025 年的批发销量将同比下滑 29%到 32 万辆。GL8 插混的销量在上市的第 5 个月也开始显露出颓势。尽管通用依然在做各种努力挽回中国市场，但我们目前未能看到任何其翻身的可能性。

图 50: 通用在中国市场的批发销量



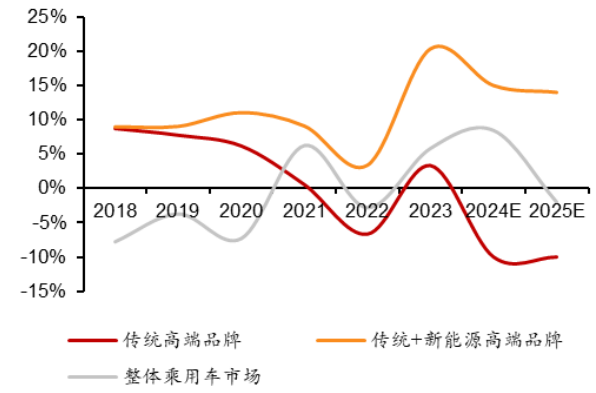
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

高端品牌：经销商最差的时刻已经过去了吗？

我们将高端汽车品牌分为传统高端品牌和高端新能源品牌以便更好地理解行业格局的变化。由于部分中国车企仍在不断调整其品牌定位，我们不得不对这些品牌的范畴随时调整，目前，我们将蔚来、理想、问界、极氪、腾势、小米等定义为高端新能源品牌。因为中国市场仍有 20%的传统高端品牌车来自进口，而且特斯拉上海工厂约 1/3 的产量用于出口，我们认为用零售销量来反映相关需求更加准确。

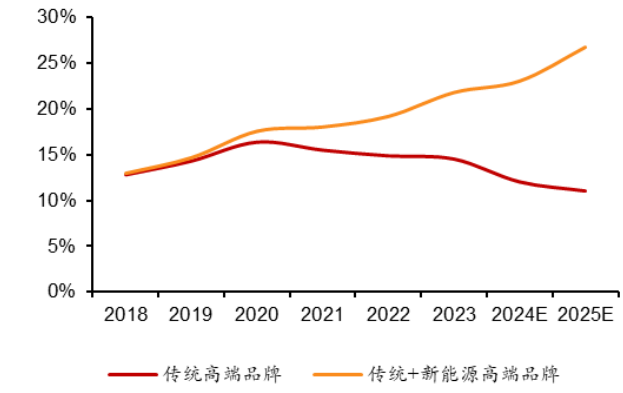
传统高端品牌的市占率在 2020 年触顶达到 16.4%后开始连续 4 年下滑。我们预计 2024 年传统高端品牌的市占率将下滑到 12%，差于我们之前的预期，而 2025 年或进一步下滑到 11%。与其形成鲜明对比的是，2024 年前 10 个月，高端新能源品牌的零售销量同比增长 68%到 196 万辆，主要驱动力来自问界（同比增长 560%）、极氪（同比增长 89%）和小米。特斯拉在高端新能源品牌中销量仍排名第 1，市占率约 26%，其后是理想（20%）和问界（17%）。我们认为特斯拉的市占率可能在 2025 年会进一步下滑。尽管 2024 年前 10 个月高端新能源品牌的市占率已经达到 10.7%，我们预期 2025 年这些品牌的零售销量同比将继续大幅增长 40%。也就是说，到了 2025 年，高端新能源品牌的市占率很可能超越传统高端品牌，我们预期高端品牌（包括传统高端品牌和高端新能源品牌）的市场份额将从 2023 年的 21.8%逐步提升至 2024 年 23.0%和 2025 年 26.7%。

图 51: 高端品牌零售销量同比增速



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

图 52: 高端品牌零售市占率



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

2024 年前 10 个月，宝马、奔驰、保时捷零售销量分别同比下滑 15%、10%、33%，同期雷克萨斯同比增长 7%。这 4 个对港股经销商目前盈利影响最大的品牌的折扣在 2024 年都已达到历史最高，导致这些品牌的经销商在车企补贴下，毛利率依然在 2024 年上半年创历史新低。

为了避免经销商大规模退网，传统高端品牌的经销商新车毛利率大概率不会继续大幅下滑，但由于新车销量可能持续减少，售后服务的利润仍可能下滑。随着高端新能源品牌市占率逐步接近甚至超越传统高端品牌，已经开始出现存活率比较高且采用经销商模式的高端新能源品牌，这使得头部经销商开始寻求与这些品牌的合作，比如中升控股已经计划新开一批问界的 4S 店，以期从该品牌火爆的销量中受益。

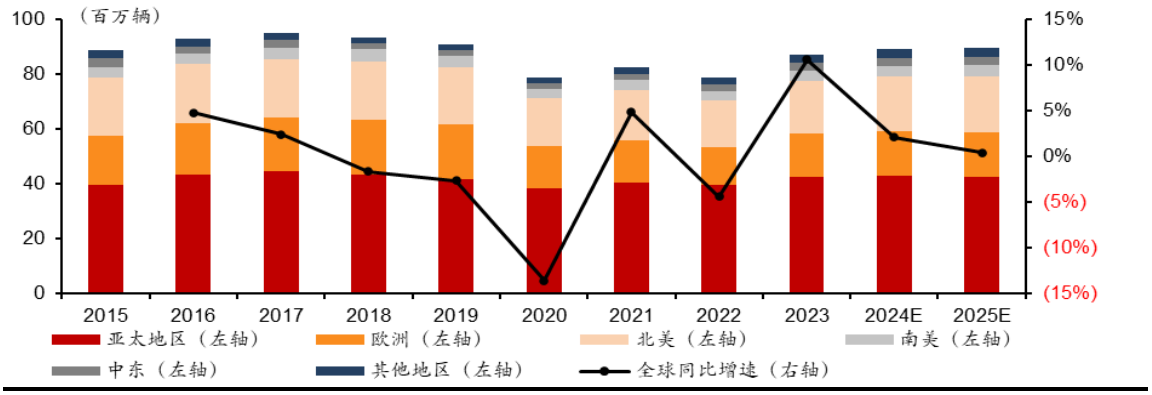
虽然我们认为经销商面临的挑战再进一步加剧的可能性已经较低，但确定性高的利润增长还未出现，因为新能源品牌的格局仍在变化，而高端新能源品牌给经销商带来的盈利可持续性仍待检验，部分新能源品牌仍坚持直销模式。随着新能源行业的逐渐成熟并成为主流，或许经销商行业的前景和格局在 2025 年后会更加清晰。

全球汽车销售：温和复苏伴随着去产能

我们预期 2024 年全球汽车销量将同比增长 2.1%到 8,904 万辆，跟我们在今年 3 月的预测基本一致。虽然中国销量超预期，但由于日本、泰国、印尼的销量拖累，2024 年亚太地区总销量可能会比我们此前的预测低 1.3 个百分点。我们也将欧洲 2024 年的销量增速预测从之前的 4.3%下调到 2.6%。2024 年前 10 个月，欧洲主要汽车市场除英国和波兰外表现均低于预期。拉丁美洲市场表现较好，墨西哥、巴西和阿根廷均超我们的预期。

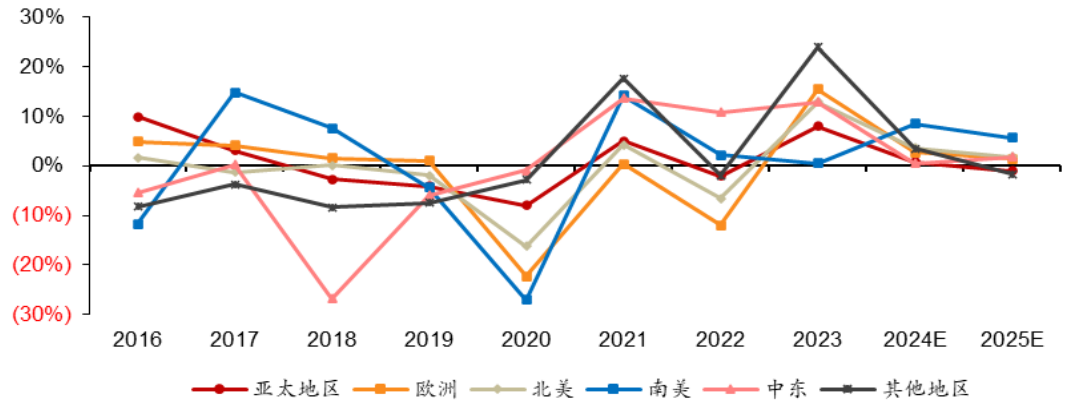
我们下调 2025 年全球汽车销量增速，预计同比增长 0.4%到 8,941 万辆。下调增速主要是考虑到中国 2024 年政策刺激透支了部分需求以及欧洲市场未见拐点。2022-2025 全球市场有望迎来连续 4 年的汽车销量增长，但仍低于疫情前 2019 年的销量 9,100 万辆和 2017 年的历史高点 9,510 万辆。

图 53: 全球各地区汽车销量



资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

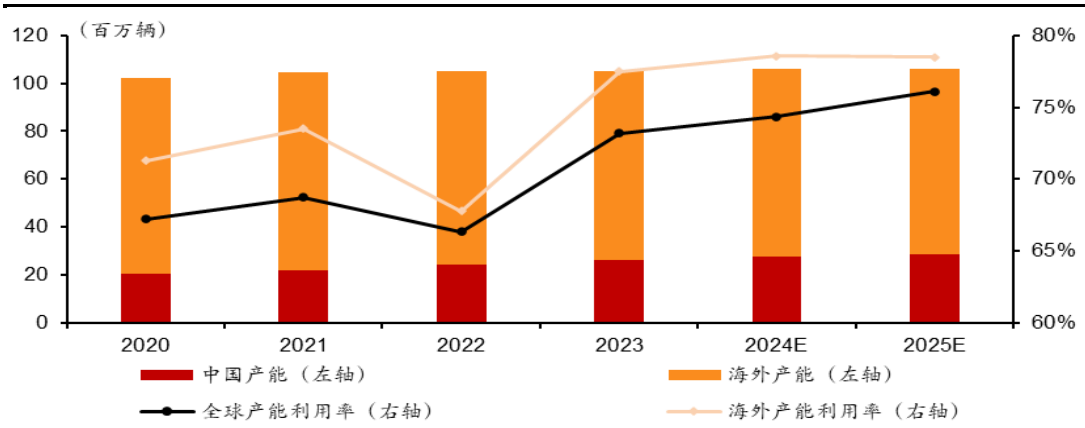
图 54: 全球各地区汽车销量增速



资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

经历了新冠和缺芯后，2022 年海外产能利用率下降到 68%，去产能随之开始，主要集中在欧洲和南美地区。尽管全球汽车销量从 2023 年起持续温和增长并可能将这一趋势延续到 2025 年，我们预期 2025 年中国和海外仍将持续去产能，因此我们也预计全球 2025 年的产能利用率将提升至 76%，而中国（74%）将越来越接近全球平均水平。实际上，我们预测中国车企 2025 年在国内的产能利用率将比全球平均水平高 3 个百分点。

图 55: 全球汽车产能及产能利用率



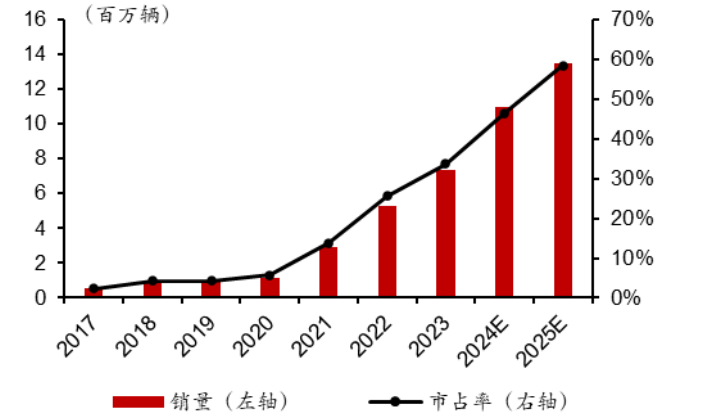
资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

2025 年新能源车展望：留给弱势品牌的时间不多了

我们预期中国新能源乘用车零售销量将从 2024 年的 1,093 万辆提升到 2025 年的 1,335 万辆，同比提升 22%，新能源车市场份额将从 2024 年的 46.4%提升到 2025 年的 57.8%。

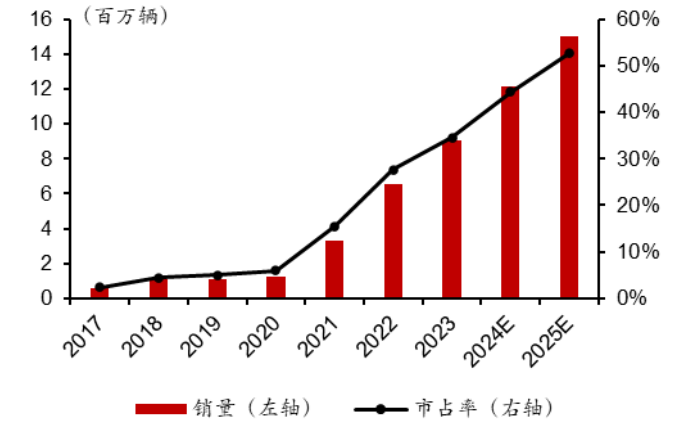
我们预期中国新能源乘用车批发销量将从 2024 年的 1,218 万辆提升到 2025 年的 1,490 万辆，同比也提升 22%，新能源车市场份额将从 2024 年的 44.4%提升到 2025 年的 52.3%。新能源车批发市占率相对于零售较低主要在于出口销量中燃油车占比高。由于欧洲对中国制造的电动车征收额外关税影响中国车企和特斯拉上海工厂相关产品的出口，我们预期 2024 年新能源车出口同比下滑 2%，2025 年同比仅提高 5%到 120 万辆。

图 56: 中国新能源乘用车零售销量及市占率



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

图 57: 中国新能源乘用车批发销量及市占率



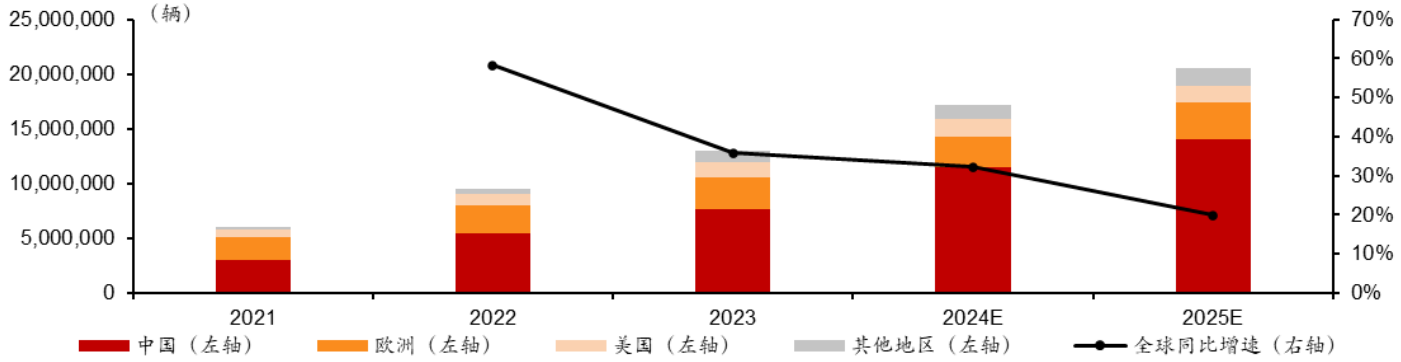
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

全球新能源车：中国持续占据主导地位，2025 年欧洲可能会超预期

我们预期 2024 年全球新能源车销量将同比增长 32%到 1,714 万辆，比我们此前的预测高出约 3%，超预期主要源于中国新能源车市场的火爆。欧洲和美国市场均低于此前的预期。中国新能源车的销量增速已经连续 4 年超越全球平均水平，中国市场的新能源车销量占全球销量的比重也将从 2020 年的 40%提升到 2024 年的 67%。

2025 年，全球新能源车销量或将同比增长 20%到 2,054 万辆，其中中国占比达到 68%。欧洲在碳排放政策再次收紧下倒逼新能源车销量，而美国新能源车市场可能因为特朗普的再次执政而变得前景不明。

图 58: 全球新能源车销量预测

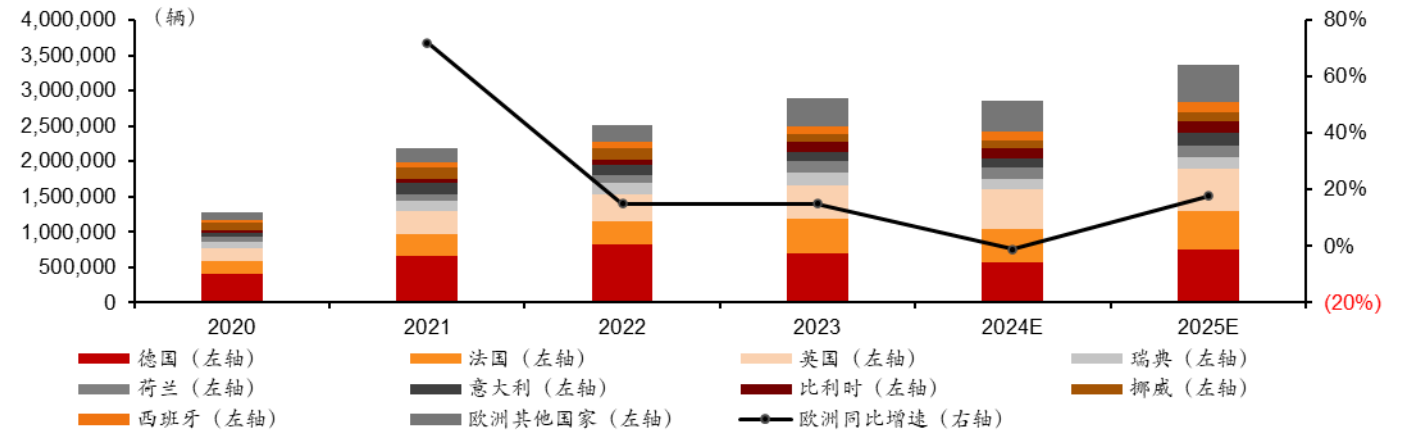


资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

■ **欧洲：2025 年碳排放标准收紧有望再次提升新能源车销量**

过去 3 年，我们多次强调欧洲新能源车的发展主要是因为 2020-2021 年的碳排放要求迫使车企不得不提升新能源车销量，但其实他们的产品并未完善，这也就导致 2022-2023 年欧洲新能源车发展停滞，2024 年的市占率甚至同比将下滑 0.6 个百分点到 17.7%。2025 年，欧洲车企即将迎来新一轮更严格的碳排放要求，政策或将又一次成为推动欧洲新能源车销量增长的关键。我们预期欧洲新能源车市占率将从 2024 年的 17.7%提升到 2025 年的 20.5%；如果按所有车企均能达标的假设估算，2025 年欧洲新能源车的增长或超我们的预期。宝马和奔驰都将从 2025/2026 年开始分别基于全新的纯电平台 Neue Klasse 和 MMA 推出全新电动车，刚好与政策收紧的时间线吻合。

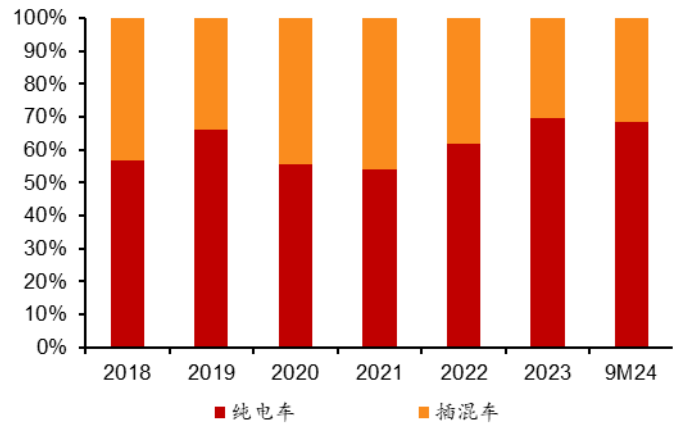
图 59: 欧洲新能源车销量预测



资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

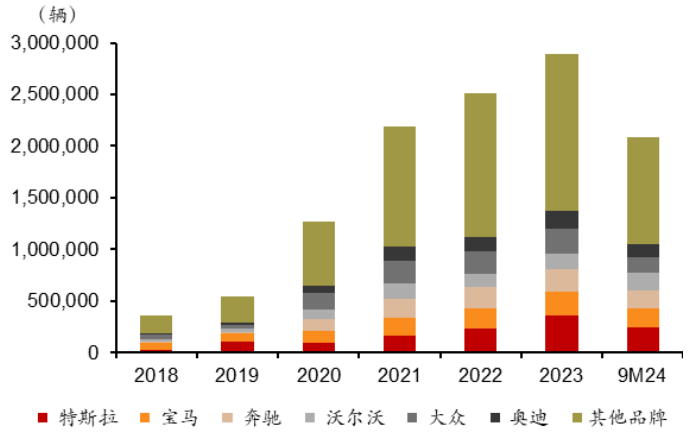
2024 年，特斯拉虽然销量或将同比下滑超 10%，仍是欧洲新能源车销量冠军。2024 年前 3 个季度，欧洲新能源车整体下滑，其中大众新能源车销量同比下滑 17%，销量排名掉落到第 5 位，沃尔沃新能源车销量同比大幅上升 60%，排名升至第 4 位，宝马和奔驰销量分别同比提升 19%和 15%，名爵是新能源车销量排名前 10 的品牌里面下滑最严重的，销量同比下滑 23%。

图 60: 欧洲新能源车市场纯电和插混销量占比



资料来源：Marklines、招银国际环球市场

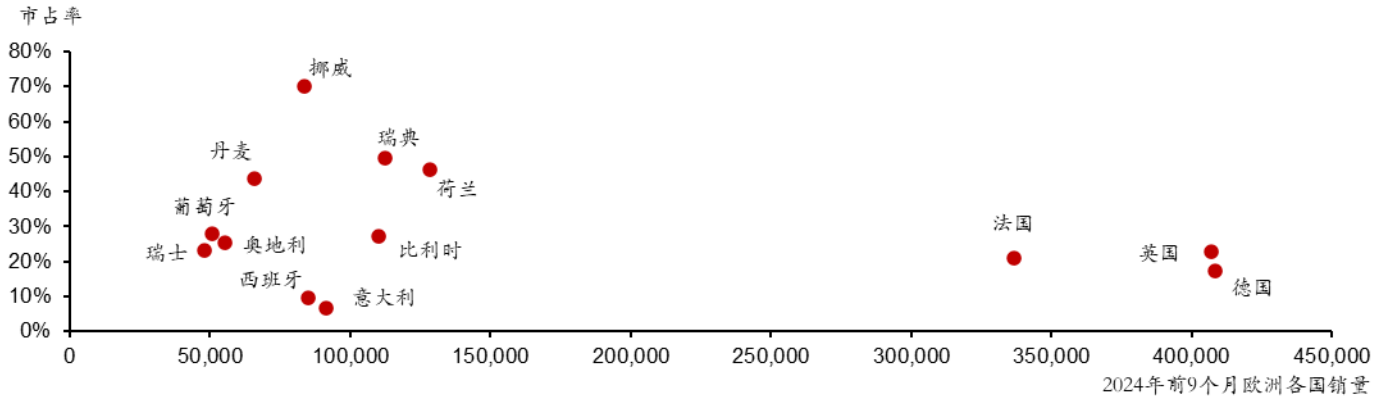
图 61: 各品牌在欧洲市场的新能源车销量



资料来源：Marklines、招银国际环球市场

德国作为是欧洲最大的乘用车和新能源车市场，新能源车销量在 2024 年前 3 个季度同比下滑 20%，拖累了整个欧洲的新能源车销量增速。同期，英国是新能源车销量排名前 5 的国家里新能源车销量增速最快的，同比增长 15%。荷兰超越瑞典成为欧洲第 4 大新能源车销量国。在此期间，虽然挪威和瑞典新能源车销量同比均下滑，挪威和瑞典仍是欧洲新能源车市占率最高的国家。

图 62: 2024 年前 9 个月欧洲各国新能源车销量及市占率



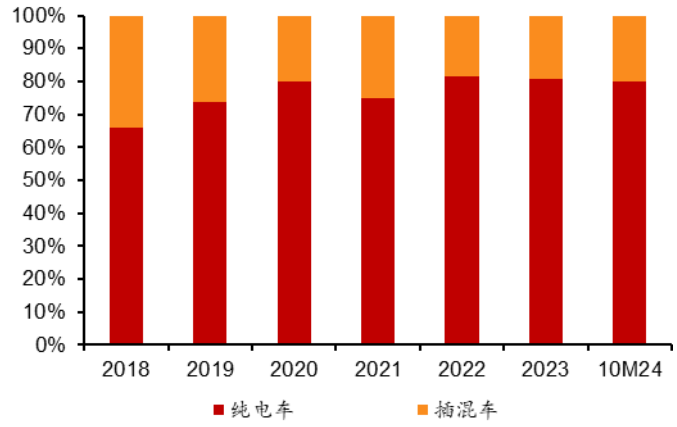
资料来源：Marklines、招银国际环球市场

■ **美国：特朗普执政下充满了不确定性**

我们预期美国新能源车的市占率将从 2023 年的 9.1%提高到 2024 年的 9.5%，在 2024 年前 10 个月，美国新能源车销量同比增长了 7%，但整体汽车市场销量同比仅增长 1%。

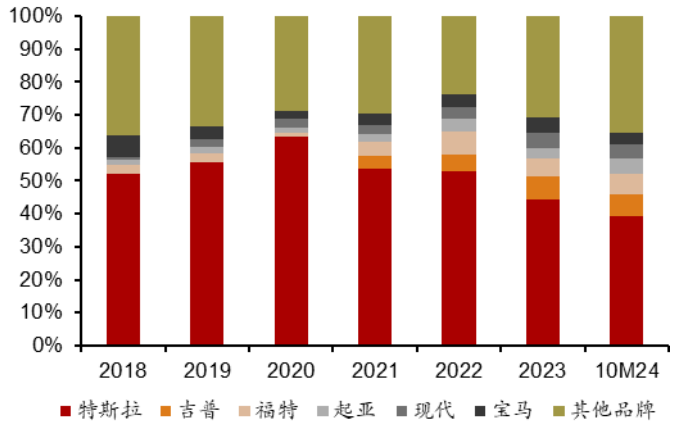
特斯拉在美国新能源车市场的市占率已经从 2022 的 53%下滑到 2024 年前 10 个月的 39%，相反，在过去的这一年，福特、起亚和沃尔沃获得了更多的市场份额。

图 63: 美国新能源车市场纯电和插混销量占比



资料来源：Marklines、招银国际环球市场

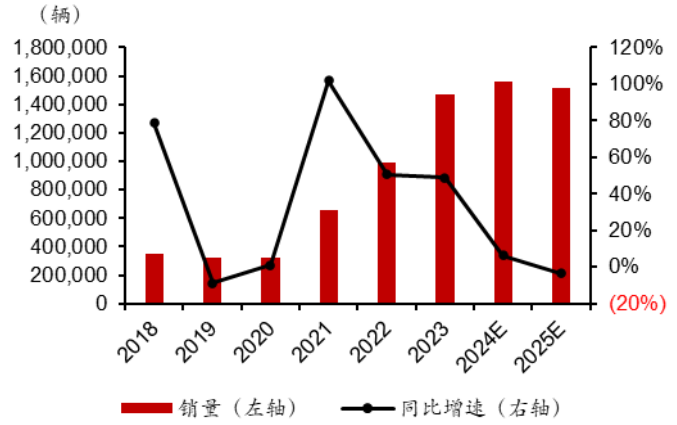
图 64: 各品牌在美国市场的新能源车销量占比



资料来源：Marklines、招银国际环球市场

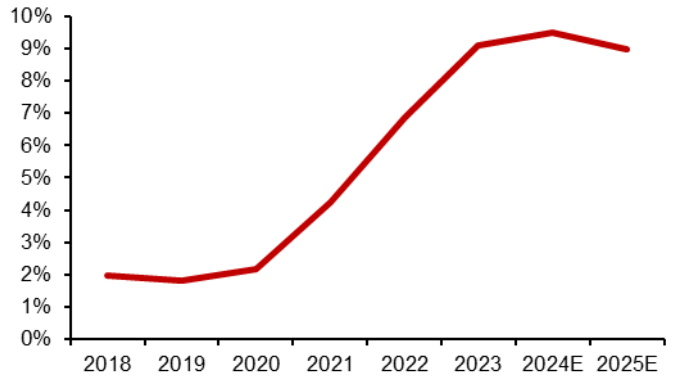
马斯克与特朗普的竞选和第二个任期联系紧密，这一关系或许给特斯拉和整个美国的新能源车市场都带来了非常大的不确定性。特斯拉的品牌形象在美国的消费者眼中也可能出现微妙变化。同时，基于《通胀削减法案》的新能源车税收抵免政策很可能在特朗普执政期间重新审核。我们预期美国 2025 年的新能源车市占率可能同比缩窄到 9.0%。而在可预见的将来，中国车企依然难有机会进入美国市场。

图 65: 美国新能源车销量预测



资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

图 66: 美国新能源车市占率预测

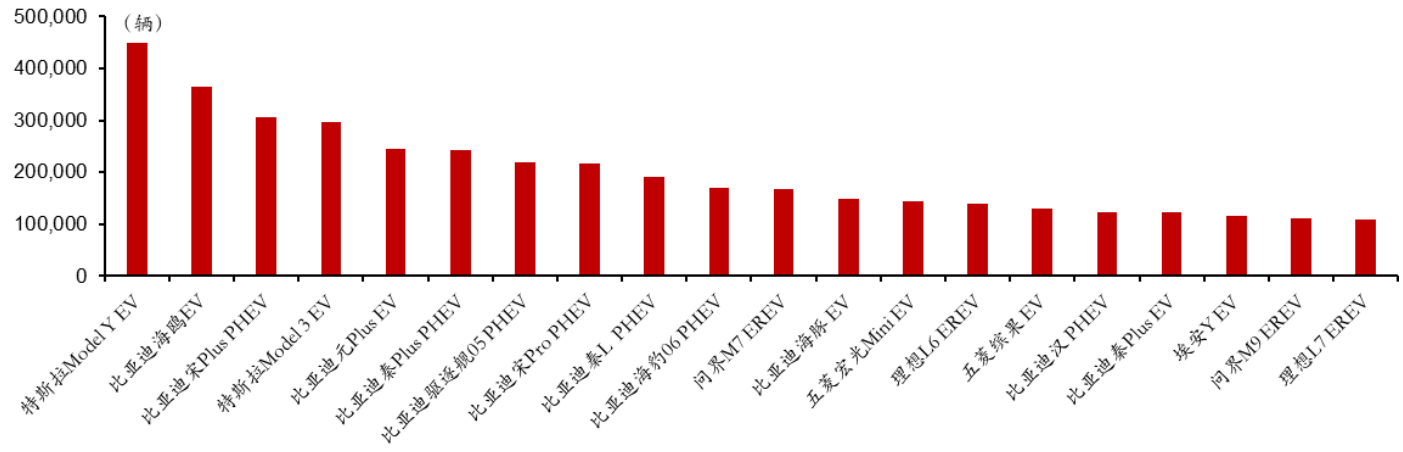


资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

预计 2025 年中国新能源车批发销量中的 45%来自插混

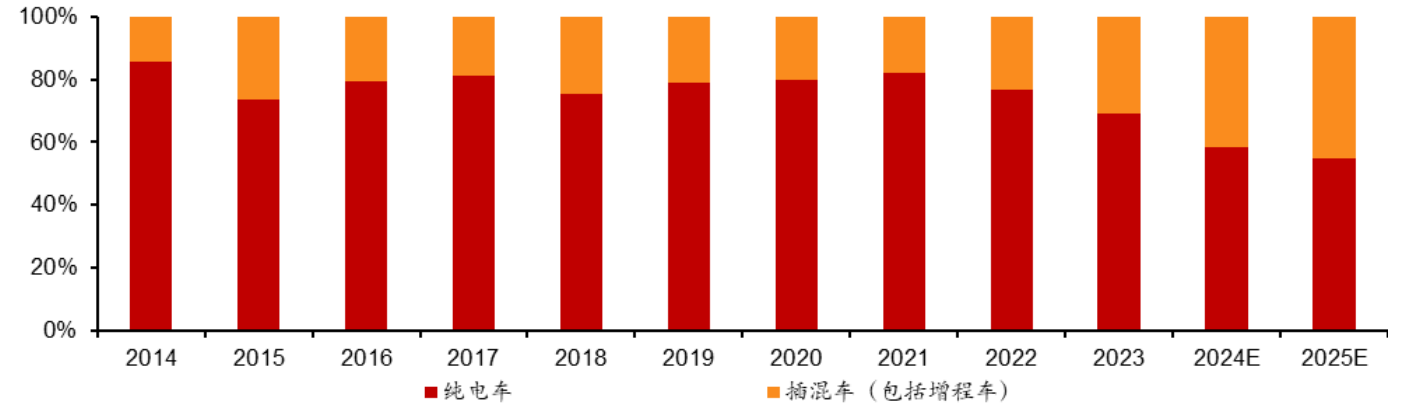
在 2024 年前 10 个月批发销量排名前 20 的新能源车型中，纯电车型的数量从 2023 年的 11 款减为 9 款，比亚迪的插混以及理想和问界的增程车型占据了前 20 款中的 11 款。同期，插混（含增程）在新能源车批发销量的占比已经从 2023 年的 31%提高到 42%。随着越来越多车企计划 2025 年开始在中国市场推出插混或增程车型，我们预期到 2025 和 2026 年，插混（含增程）在新能源车批发销量的占比将分别达到 45%和 50%。

图 67: 2024 年前 10 个月中国批发销量排名前 20 的新能源车型



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

图 68: 中国新能源车市场纯电车和插混车（包括增程车）批发销量占比



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

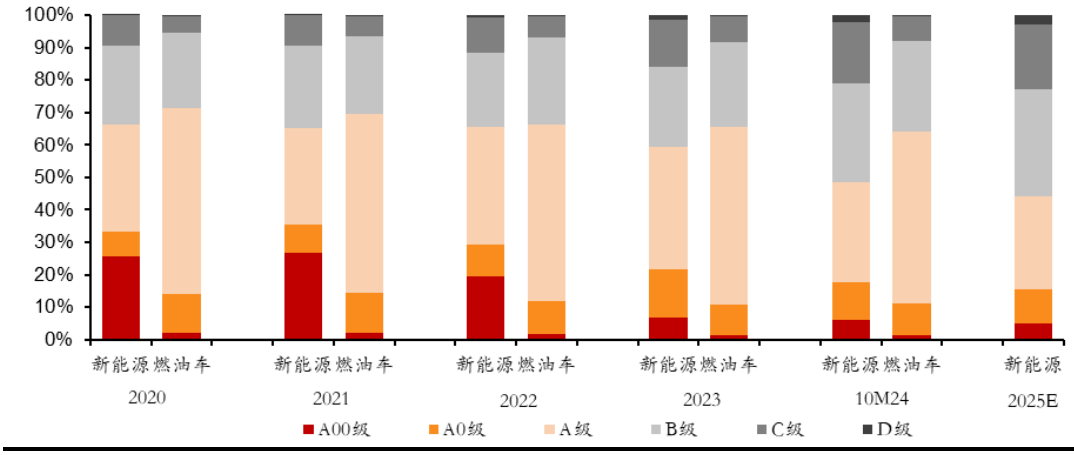
中国新能源车尺寸向上，价格向下

随着 2022 年微型纯电车型销量大幅下降，中国新能源车越做越大的趋势越来越明显，而且仍将持续。新能源车底盘设计灵活，更容易拉长轴距来满足中国消费者对大空间的偏好。

2024 年前 10 个月批发销量排名前 20 的新能源车型中，B 级及以上车型（中型及以上）数量从 2023 年的 7 款增加到 9 款。过去的 12 个月，B 级和 C 级新能源车批发销量市占率均提升了 5.1 个百分点，提升幅度在所有尺寸中是最大的。同期，A 级车（紧凑型车）市占率下滑了 7.7 个百分点。2024 年前 10 个月 B 级及以上尺寸的新能源车批发销量在新能源车市场的市占率已经达到 51.5%。

我们预期 2025 年 B 级新能源车批发销量在新能源车市场的市占率将达到 33%，在所有尺寸中占比最高，若包含 B 级以上车型，这一比例则将达到 56%。

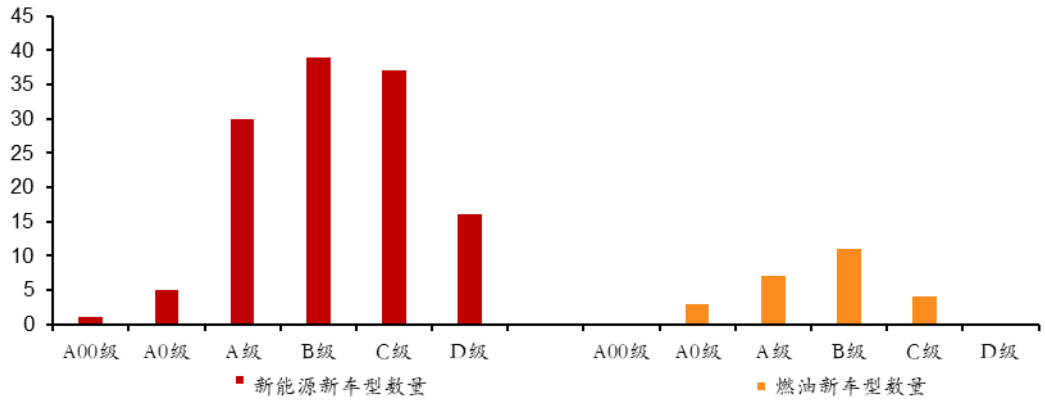
图 69: 中国乘用车批发销量按车型尺寸分布



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

从 2023 年开始，想在中国进入新能源批发销量前 20 名需要月均销量达到 1 万辆以上，而 2024 年 10 月单月销量超 1 万辆的新能源车型有 35 个，部分车型如宋 L 插混、小米 SU7 和极氪 7X 由于上市时间较短未能入选前 10 个月合计销量前 20，这几个车型以及即将上市的唐 L、问界 M8、理想 M8、小米的 C 级 SUV 和银河的 B 级轿车或将在 2025 年支持中级及以上车型的销量增速高于平均水平。另外，相较于 2024 年的大幅下滑，我们预计 2025 年 A 级新能源车的市占率仅略微下滑，主要来自银河 E5、小鹏 Mona M03 和零跑 B10 等车型的销量支撑。

图 70: 2025 年新车规划数量（按车型尺寸分）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

中国消费者对大车的偏好并不仅限于新能源车，但燃油车受限于车型迭代周期更长的原因，导致大型化的速度显著慢于新能源车。2024 年前 10 个月中国 B 级及以上燃油车占整体燃油车销量的 35.9%，相较于 1 年前仅上升了 1.7 个百分点。

性价比和品牌力在持续加剧的竞争及行业愈发成熟的市场变得更为重要

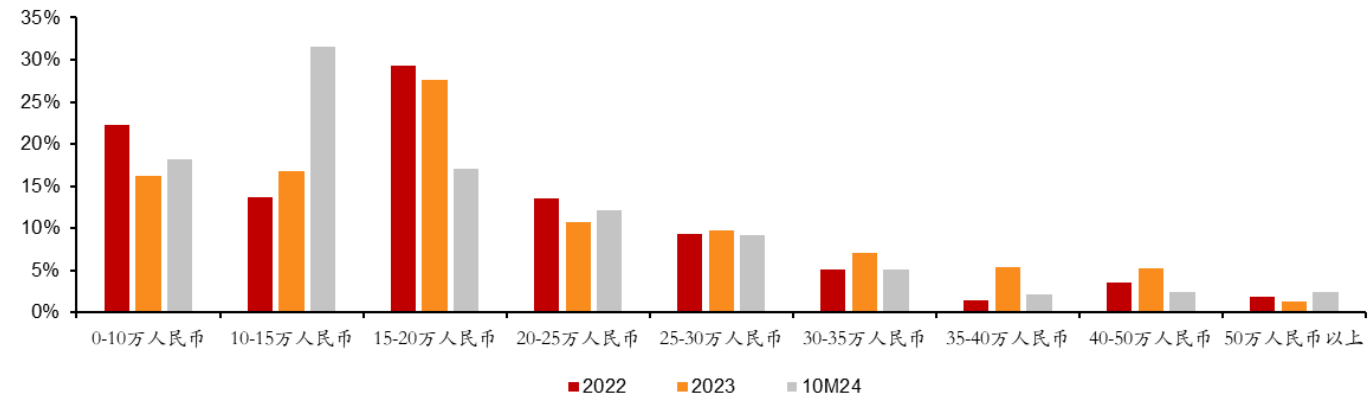
中国新能源车竞争愈发激烈，而且我们预计 2025 年仍将持续。2024 年前 10 个月销量排名前 20 的新能源车合计销量占整体新能源车批发销量的 43%（vs 2022 年 55%和 2023 年 52%）。

■ **新能源车价格区间分布特征跟燃油车趋同，10-15 万价格区间的车型销量市占率第一**

2024 年前 10 个月，10-15 万价格段的新能源车销量占中国整体新能源车零售销量的 32%，比 2023 年高 14.8 个百分点。这一价格段市占率大幅提升主要是因为新能源车价格的持续下滑，尤其是比亚迪基于 DM-i 5.0 技术的新车型带来的大幅降价。2024 年，比亚迪将宋 Plus 插混、宋 Pro 插混和元 Plus 纯电的价格从 15-20 万人民币价格段降至 10-15 万人民币价格段，2024 年的新车型包括秦 L 插混和海豹 06 插混虽然尺寸比秦插混更大，但价格基本相当，这些迫使其他车企包括埃安、吉利在内纷纷降价。

正如我们去年所预测，2024 年的价格战将部分原本 25-30 万人民币的新能源车型打到 20-25 万人民币，提升了新能源车在 20-25 万人民币价格段的市占率，其中特斯拉 Model Y 贡献最大。2024 年前 10 个月，定价 50 万以上的新能源车零售销量同比增长了 2.6 倍，主要来源于问界 M9 和极氪 009 的贡献，部分抵消宝马 5 系插混、奔驰 E 级插混和保时捷卡宴插混销量的下滑。

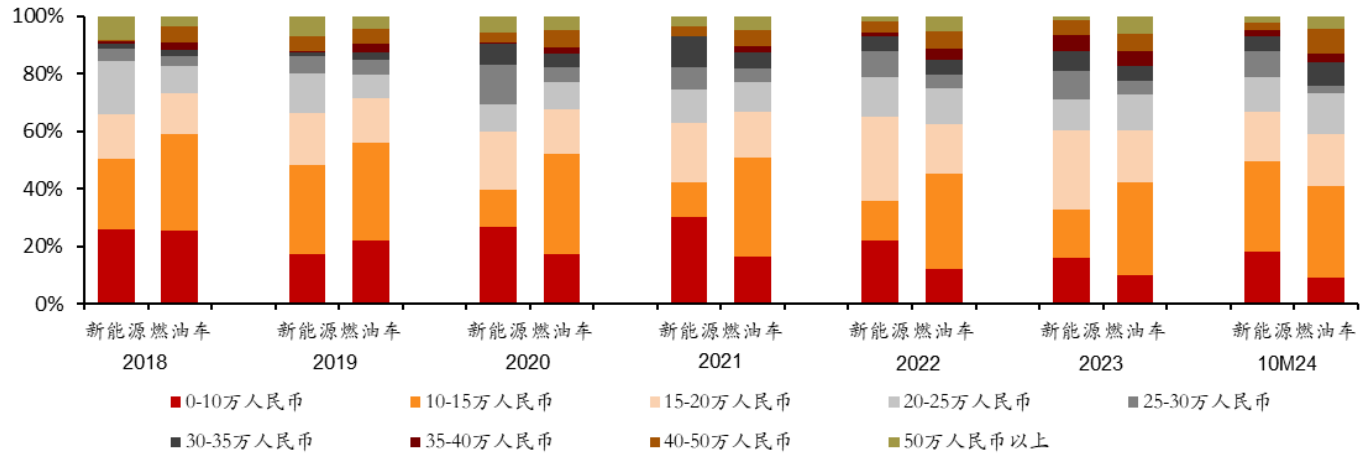
图 71: 2022-2024 年前 10 个月，新能源乘用车在各价格区间的零售销量占比分布



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

2020-2021 年，新能源车市场主要由小型纯电和高端车型贡献销量，到了 2022 年，价格区间 15-30 万元人民币的新能源车销量增速最快，而到了 2024 年，新能源车价格区间分布和燃油车已经非常相似。从空间和功能的表现看，部分新能源车的价格已经比燃油车更便宜。我们认为接下来新能源车的价格区间分布可能不会再经历大起大落的变化，在这个阶段对于想要成为爆款的新车型来说，在所属的价格段显得物超所值以及其背后品牌力可能更为重要。

图 72: 新能源和燃油乘用车在各价格区间零售销量占比分布

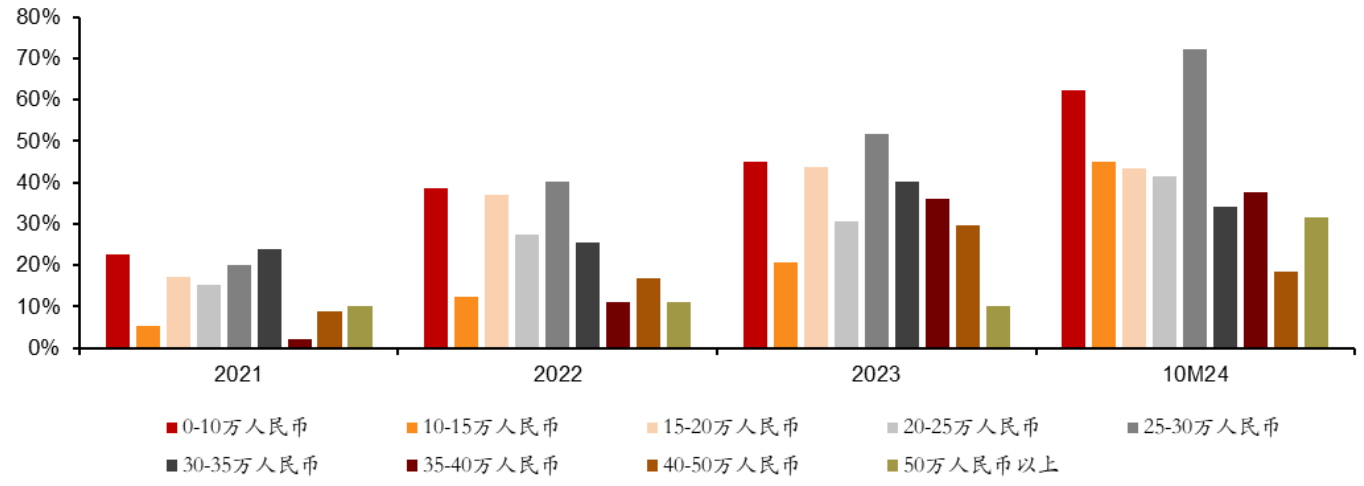


资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

■ **2025 年新能源车在 30 万人民币以下所有价格带车市占率或都将超过 50%**

2024 年前 10 个月，25-30 万人民币价格区间内，新能源车零售销量市占率达到 72%，符合我们此前的预测。然而我们依旧低估了价格战的剧烈程度，因为 10-15 万人民币价格区间内新能源车的零售销量市占率从 2023 年 21%上升到 2024 年前 10 个月的 45%，但在 30-35 万价格区间内，新能源车的市占率并未进一步增长。

图 73: 新能源乘用车在不同价格区间的市占率（vs.燃油车，基于零售销量）



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

我们预期 2025 年新能源车整体市占率将提升到 57.8%，而在主要的价格区间，新能源车的市占率都将超过 50%，这也意味着未来爆款车型的定价很可能是多样化的。

从新车定价和销量趋势来看，小鹏和零跑可能是目前对性价比重要性理解最深刻的车企。销量的提升一方面巩固品牌的形象和定位，另一方面了解市场需求后更有助于开发新车型从而进入良性循环。2023 年，销量前 20 的车型来自 7 个不同的品牌，到了 2024 年前 10 个月，这一数字减少到 5 个。我们认为 2025 年价格战将持续，留给低线新能源品牌建立品牌力和占领消费者心智的时间不多了。

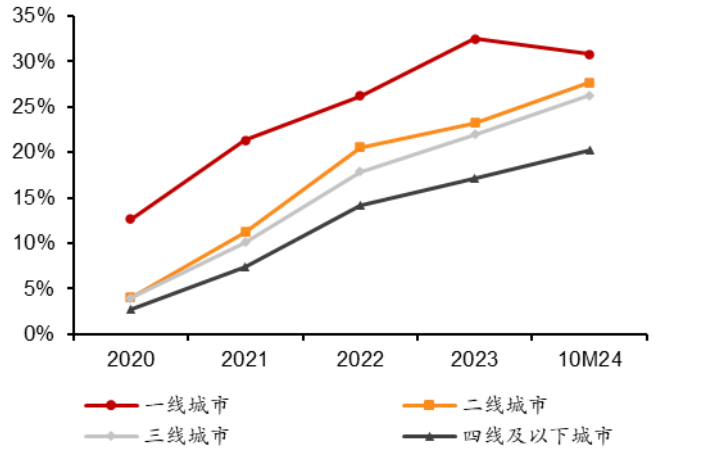
从城市层级的维度分析新能源车销量和门店效率

■ **当低线城市的新能源车市占率超过 40%，销量增速会放缓吗？**

2024 年前 10 个月，中国的三线城市继续保持最高的新能源车销量增速，新能源车市占率从 2023 年的 32.1%提升 12.9 个百分点到 45.1%，同期，二线和四线及以下城市的新能源车销量增速也超越平均水平，市场份额分别提升了 11.9 个百分点和 12.2 个百分点，但一线城市新能源车销量增速低于平均水平，纯电零售销量同比下滑。

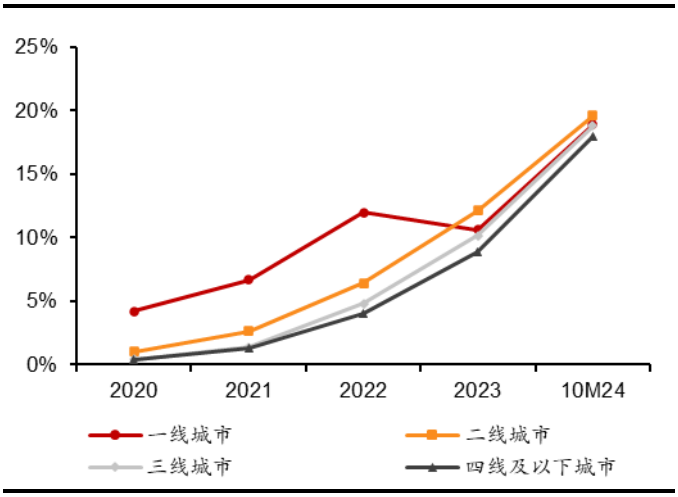
2024 年前 10 个月，一线、二线、三线和四线及以下城市的新能源车市占率分别达到 49.7%、47.3%、45.1%和 38.2%。不同于以往，我们更加聚焦哪些城市能驱动新能源车的销量，接下来更重要的是低线城市新能源车销量增速是否会像一线城市 2023 年以来一样放缓。尽管随着新能源车逐步成为主流，销量增速会经历自然放缓并向行业整体增速靠拢的过程，但新能源车的产品力依然对其长期渗透率和增速起决定作用。2024 年前 10 个月插混在一线城市销量的重新快速增长，以及大量具有竞争力的新能源车型推动了新能源车销量在 2023-2024 年超预期，均侧面印证了这一点。

图 74: 纯电车在各层级城市中的市占率（基于零售销量）



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

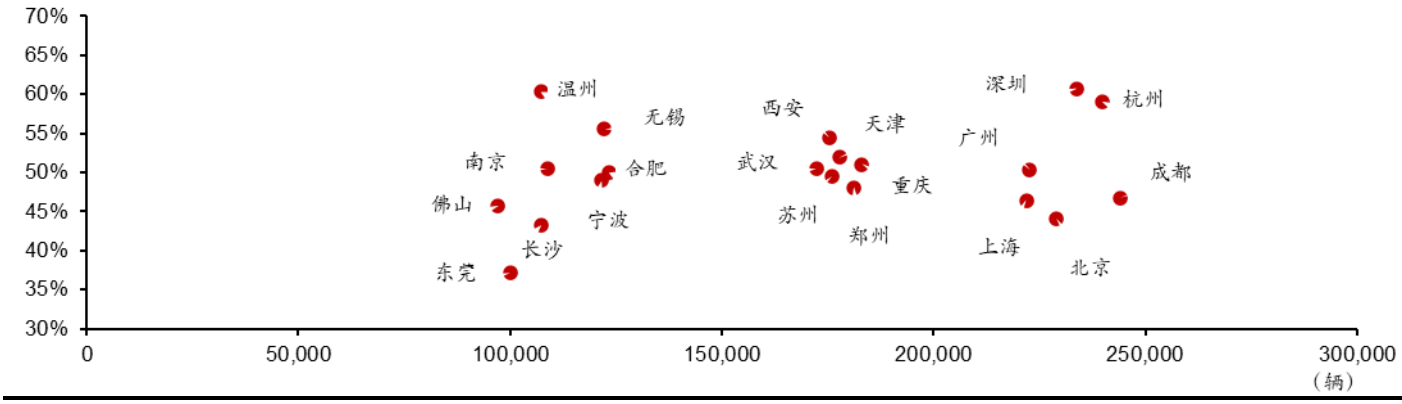
图 75: 插混车在各层级城市中的市占率（基于零售销量）



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

2024 年前 10 个月，新能源车零售销量排名前 20 的城市中，新能源车市占率超过 50%的城市数量达到 10 个，远高于 2023 年仅有深圳 1 座城市。同期，深圳新能源车的市占率已经提升到 60%。但令人意外的是，这一期间上海新能源车市占率下降约 3 个百分点至 46%，纯电零售销量同比下滑 26%。

图 76: 2024 年前 10 个月新能源车零售销量前 20 城市的新能源车销量及市占率



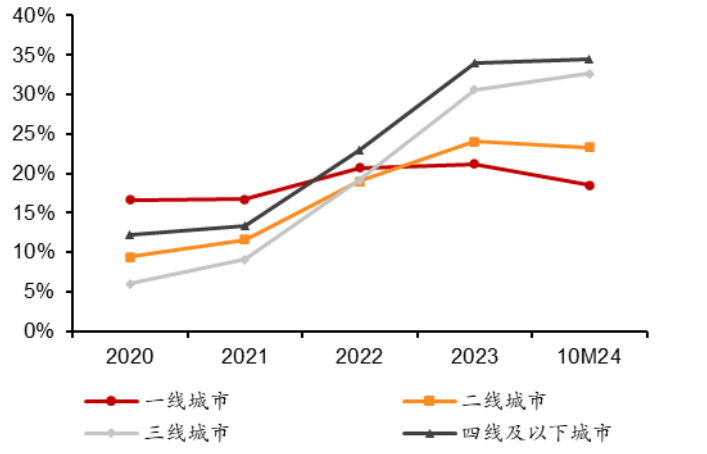
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

■ **比亚迪：凭借全面的经销商网络和车型，受益于低线城市的新能源车需求增长**

2024 年前 10 个月，比亚迪（包括比亚迪、腾势、仰望和方程豹 4 个品牌）在纯电和插混两个细分市场，在中国各层级城市的市占率均保持第 1。尽管比亚迪已经占据了三线及以下城市纯电车型 1/3 的市场，其市占率在 2024 年仍在缓步增长，这主要得益于其在低线城市强大的经销网络覆盖以及全价格带的产品组合。插混领域，比亚迪在不同层级城市的市占率均有所下滑，符合我们此前预期，但在三线及以下城市，其市占率仍超过 50%。在所有竞争对手中，奇瑞和问界 2024 年在低线城市抢占了最多的市场份额。

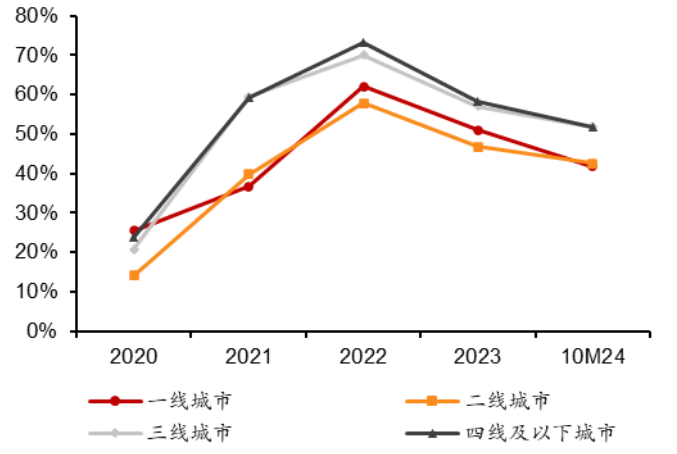
截至 2024 年 10 月底，比亚迪的经销网络（包括王朝网和海洋网，不包括腾势、仰望、方程豹）超过 3,500 家，比 1 年前多了 100 家左右，新增门店全部来自低线城市，三线及以下城市的门店数量占比已经达到 53%。但比亚迪在低线城市的销量增速比门店扩张速度更快，三线及以下城市的单店月均销量同比提升了近 50%。

图 77: 比亚迪在中国各层级城市纯电市场的市占率（基于零售销量）



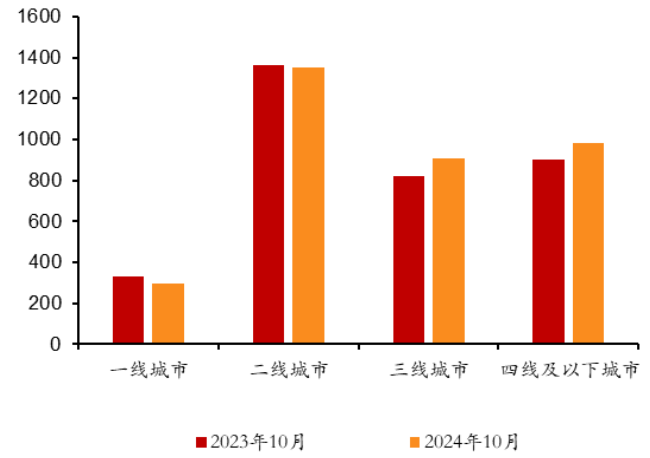
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 78: 比亚迪在中国各层级城市插混市场的市占率（基于零售销量）



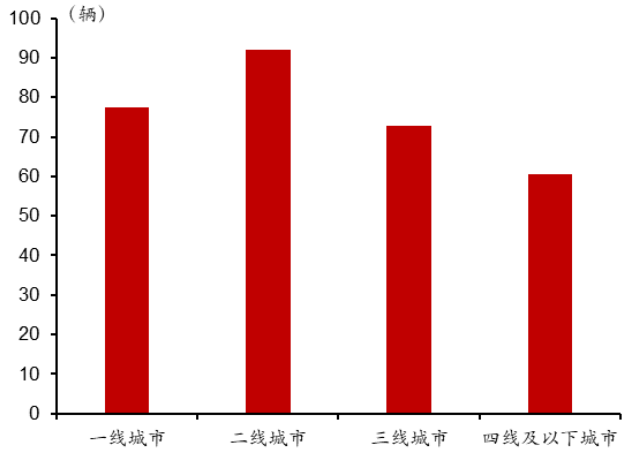
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 79: 比亚迪品牌在中国各层级城市的门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 80: 比亚迪品牌在中国各层级城市的单店月均销量



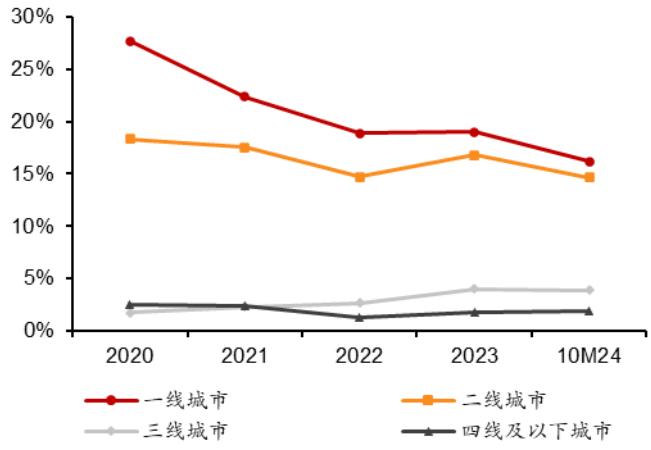
资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

■ **特斯拉：大力进军下沉市场，销售仍具韧性**

2024 年前 10 个月，特斯拉在中国零售销量同比增长 8%，比我们此前的预期更有韧性，主要是来自于低线城市的销量贡献。同期，特斯拉在三线及以下城市的销量大幅增加了 28%，三线及以下城市的销量占特斯拉在中国的总零售销量的比重也达到 10%，高出 2023 年 2 个百分点。

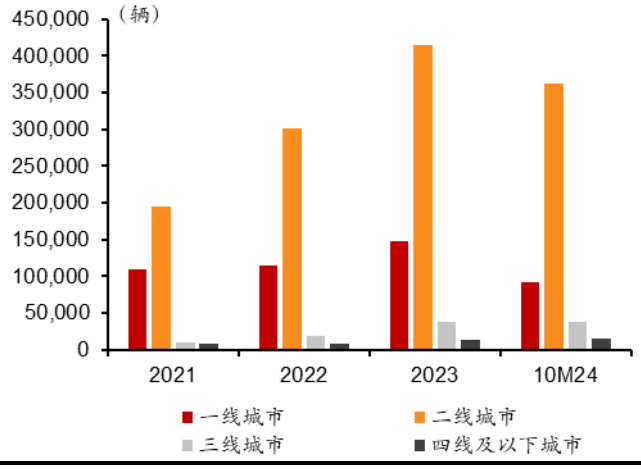
过去 12 个月，特斯拉新开了近 150 家门店，其中 90 家来自二线城市，56 家来自三线及以下城市。特斯拉正在大力利用数字营销进军对品牌更有执念的低线城市。在中国所有新能源品牌中，特斯拉的单店效率仍然最高，而比亚迪和理想正在缩小差距。

图 81: 特斯拉在中国各层级城市纯电市场的市占率



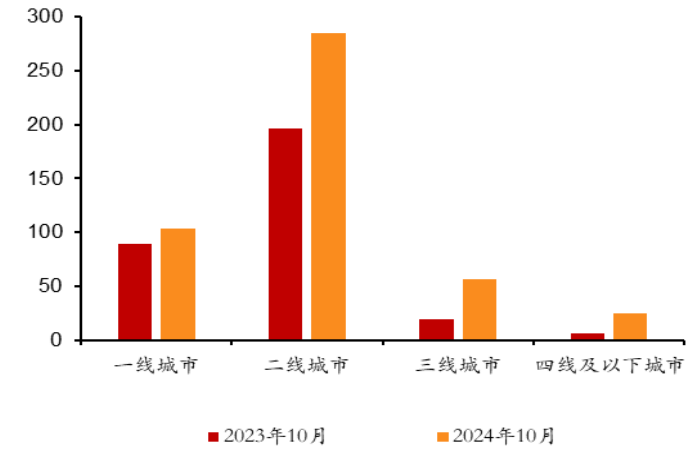
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 82: 特斯拉在中国各层级城市的零售销量



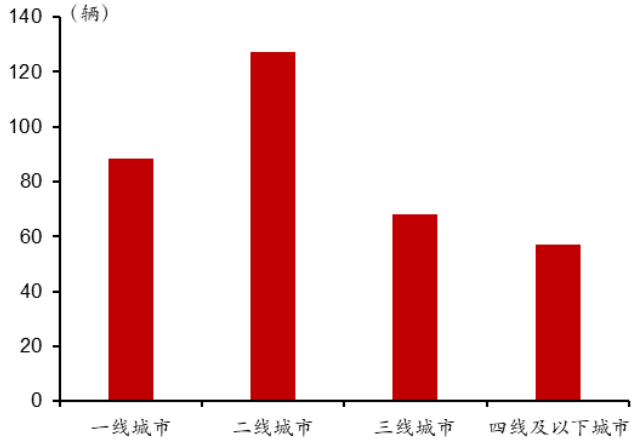
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 83: 特斯拉在中国各层级城市的门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 84: 特斯拉在中国各层级城市的单店月均销量



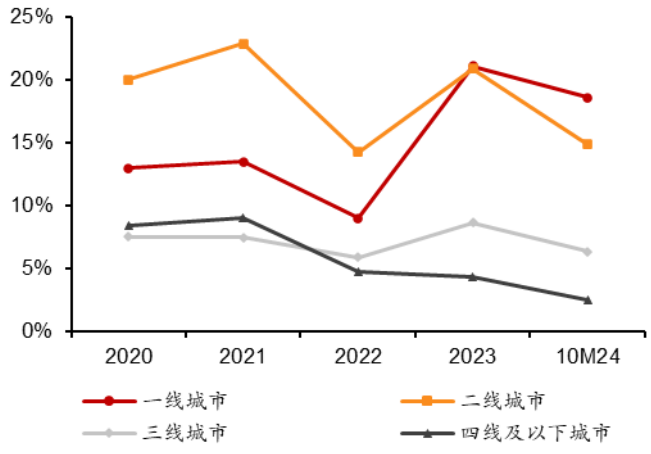
资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

■ **理想汽车：理想 L6 还未明显提振低线城市销量，2025 年的纯电车型仍是关键**

2024 年前 10 个月，在插混（含增程）领域，理想在中国各个层级城市市占率均略有下滑，主要是受到来自问界的竞争，问界成为在一线、二线和三线城市插混市场市占率均提升最大的车企。理想 Mega 失败后，理想 L6 成为其 2024 年销量增长的唯一动力，但理想 L6 的销量贡献主要来自二线城市，其上市 7 个月后，仅 17%的销量来自三线及以下城市，与整个公司 16%的占比基本一致。

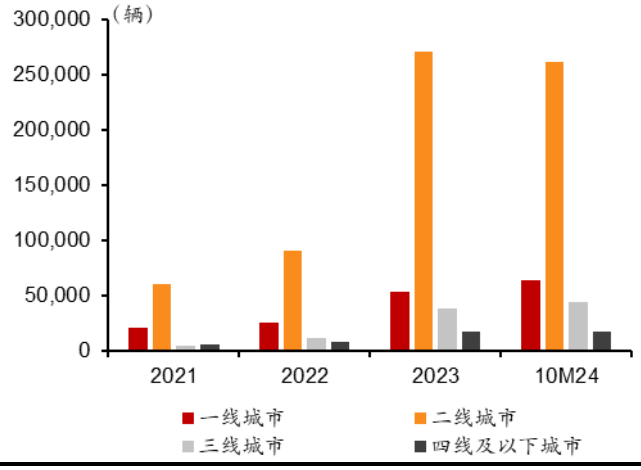
正如公司 2024 年初的计划，理想并未大幅增加其门店数量，而是将更多的商超店转换成更大的 4S 店来展示将来更多的在售车型。在蔚小理中，理想门店数量是最少的。理想现在也在大力建设快充设施，为其即将推出的纯电车型做准备。我们认为纯电车型将是 2025 年理想销量增长的关键，但目前关于车型的信息仍非常有限。在中国的新能源车企中，理想的单店效率最高，这也一定程度解释了为什么理想的销管费用率远低于小鹏和蔚来。

图 85: 理想在中国各层级城市插混市场的市占率



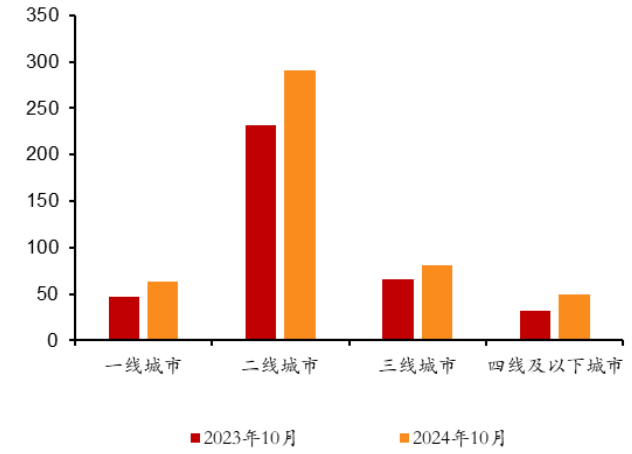
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 86: 理想在中国各层级城市的零售销量



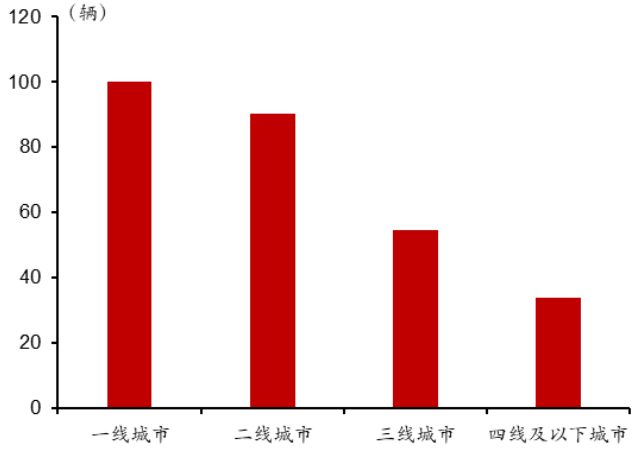
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 87: 理想在中国各层级城市的门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 88: 理想在中国各层级城市的单店月均销量



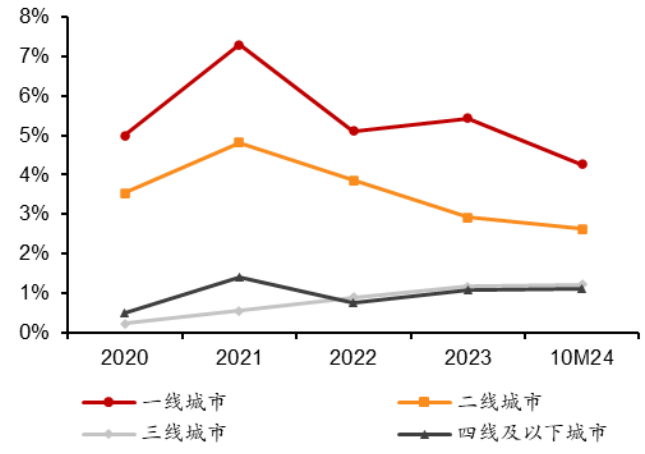
资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

■ **小鹏汽车：Mona M03 将支撑公司尤其在低线城市的销量增长**

2024 年前 10 个月，通过激进的定价策略和经销网络扩张，小鹏维持住了其在三四线城市纯电领域的市场份额。Mona M03 上市后的首 2 个月，24%的销量来自三线及以下城市，高于全公司全车型的 18%。我们预期随着产能爬升，低线城市将贡献更多的销量。

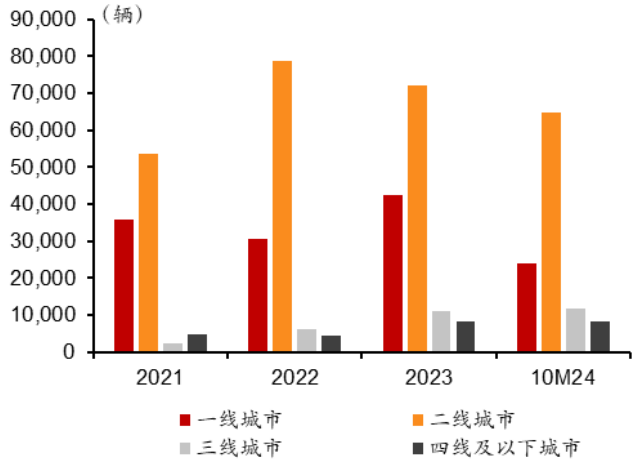
过去 12 个月，小鹏新增 155 家门店，其中 96 家来自三线及以下城市，三线及以下城市门店的数量占比已经达到 34%，高于 1 年前的 25%，这一比例是蔚小理里面最高的，也符合小鹏的性价比战略。小鹏逐步转向经销模式带来的更低的新开店成本和更快的流程有望加速三线及以下城市的门店扩展，我们预期 2025 年小鹏在三线及以下城市的门店数量占比将进一步扩大。

图 89: 小鹏在中国各层级城市纯电市场的市占率



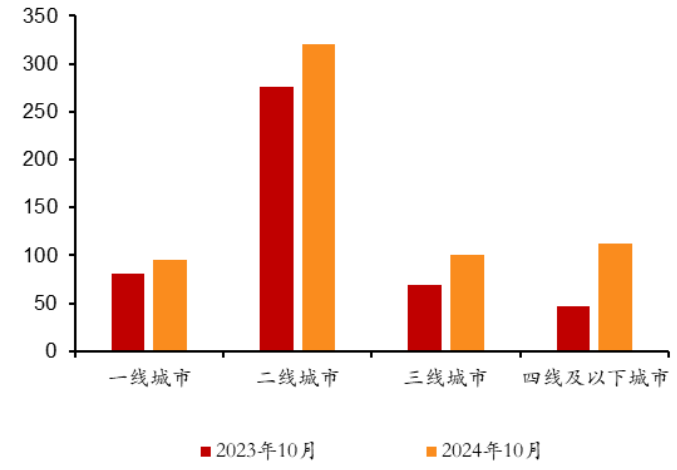
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 90: 小鹏在中国各层级城市的零售销量



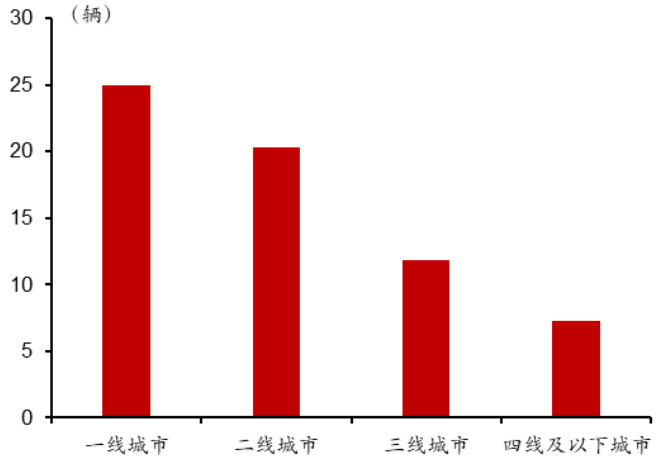
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 91: 小鹏在中国各层级城市的门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 92: 小鹏在中国各层级城市的单店月均销量



资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

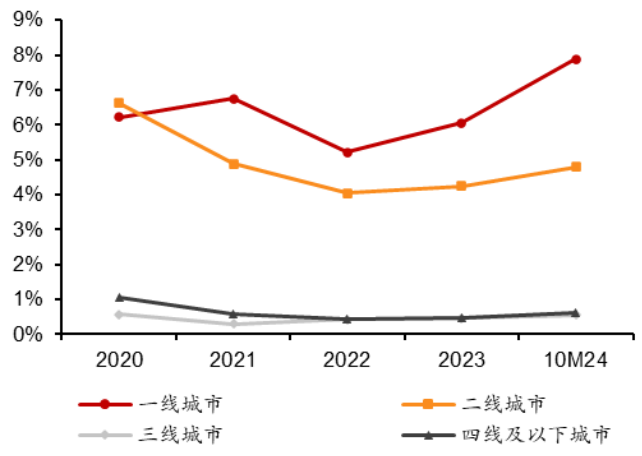
■ **蔚来汽车：一二线城市市场份额上升，蔚来和萤火虫并网销售或面临窘境**

当其他车企都在大力争夺下沉市场，蔚来从 2023 年开始，在一二线城市纯电领域的市场份额持续增长，部分因为换电站在这些城市的布局更为完善，对高线城市的依赖性也可能在经济下行时带来更大的销量波动。

蔚来已经推出了乐道品牌，并将旗下产品价格区间拓展到 20-30 万元人民币。蔚来已经为乐道品牌新建了独立门店和升级了兼容的换电设施，这需要大量的资金投入，但我们认为其中很多是冗余的投资。我们认为蔚来和乐道之间销量的互相侵蚀的影响可能会超出公司的预期。

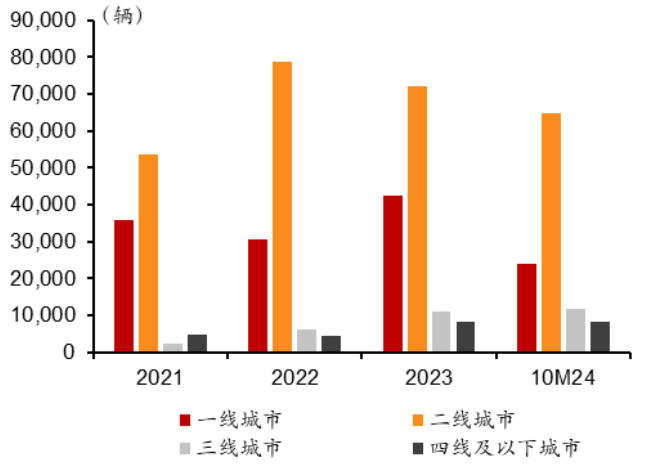
2025 年上半年，蔚来计划推出萤火虫品牌的首款车型，并在蔚来品牌的门店销售。萤火虫品牌聚焦小型新能源车型，其定位类似于 Mini 和 Smart，同时面向中国和海外消费者。蔚来缺乏低线城市的销售网络，很可能影响萤火虫品牌车型在中国小城市的销售。两个品牌之间不同的消费者群体定位，也使得公司在扩张门店时进退两难。

图 93: 蔚来在中国各层级城市纯电市场的市占率



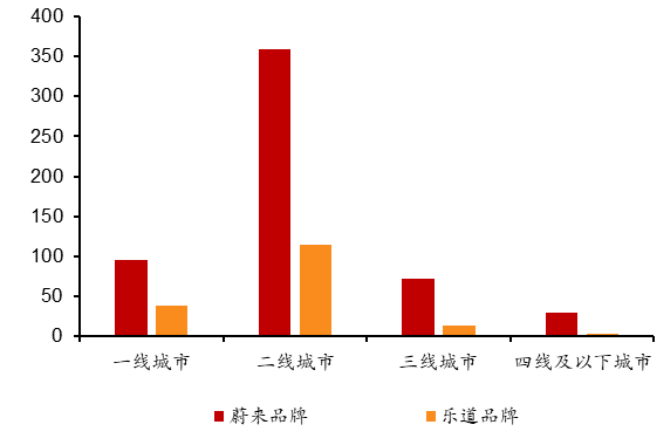
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 94: 蔚来在中国各层级城市的零售销量



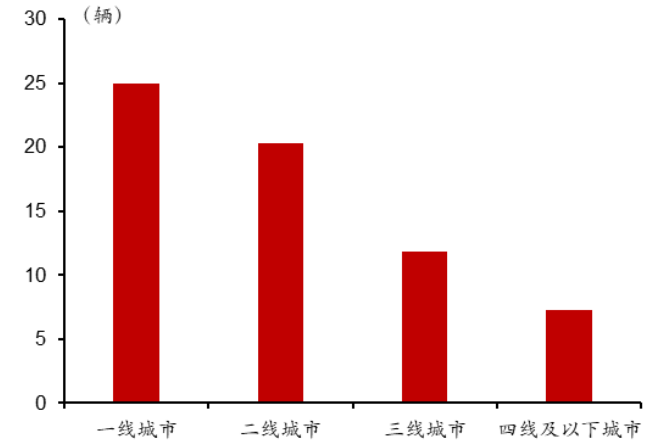
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 95: 截至 2024 年 10 月底，蔚来及乐道品牌门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 96: 蔚来品牌在中国各层级城市的单店月均销量



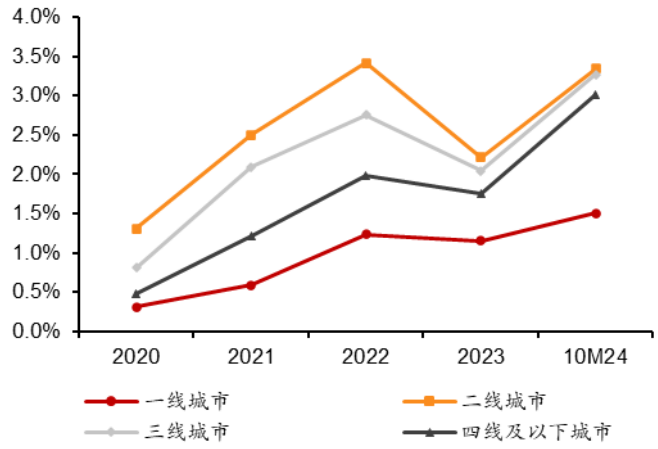
资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

■ **零跑汽车：在各个层级城市的市场份额均有提升**

2024 前 10 个月，零跑是唯一两个在所有层级城市的纯电市场市占率同比均有提升的车企之一（另一家是极氪），C10 和 C16 的成功夯实了零跑极具性价比的品牌形象。同期，37%的零售销量来自三线及以下城市贡献，这一比例在所有中国新能源车创业公司中是最高的，即将上市的 B 系列车型或将进一步提升该比例。

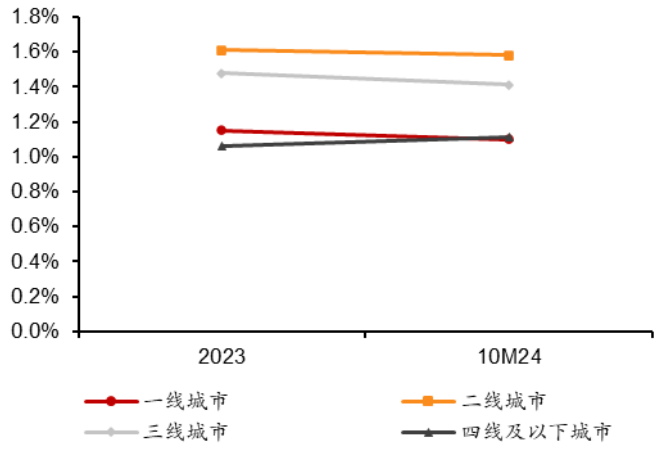
过去 12 个月，零跑减少了近 40 家门店（多位于一二线城市），单店效率同比实现近乎翻倍，但依然排在比亚迪、特斯拉、理想之后。

图 97: 零跑在中国各层级城市纯电市场的市占率（基于零售销量）



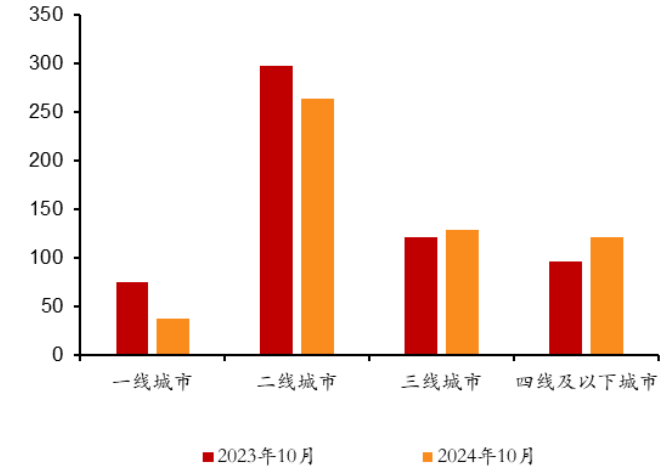
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 98: 零跑在中国各层级城市插混市场的市占率（基于零售销量）



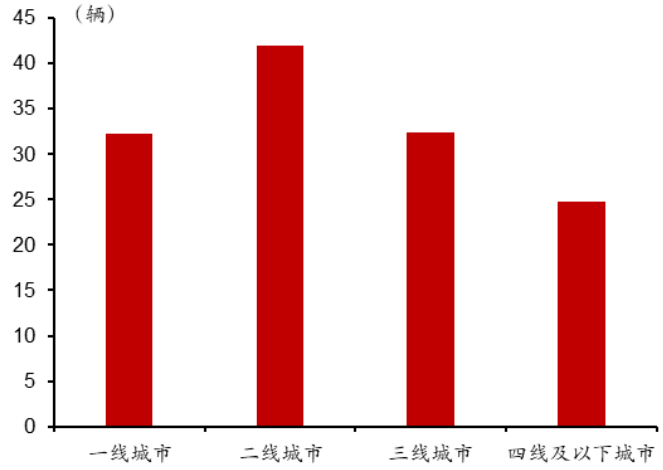
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 99: 零跑在中国各层级城市的门店数量



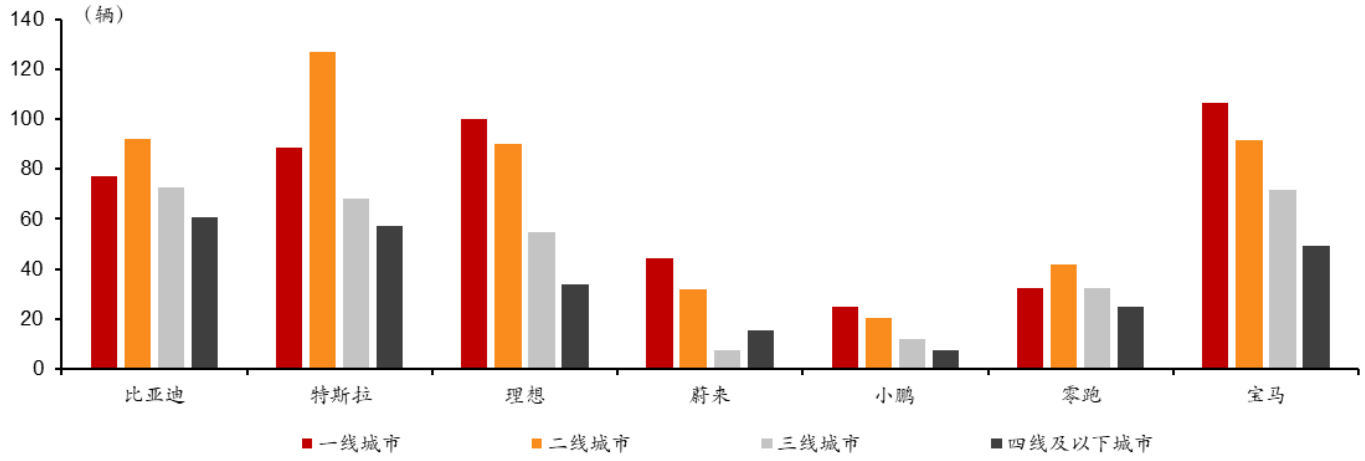
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 100: 零跑在中国各层级城市的单店月均销量



资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

图 101: 2024 年前 10 个月，不同品牌在不同层级城市的单店月均销量对比



资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

估值

图 102: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (本地)	收市价 (本地)	上行/ 下行空间	市值 (百万美元)	P/E (x) FY24E	P/E (x) FY25E	P/S (x) FY24E	P/S (x) FY25E	ROE (%) FY24E	ROE (%) FY25E
理想汽车	LI US	买入	30.0	22.7	32%	24,085	19.8	13.3	1.2	0.9	13.4	16.7
理想汽车	2015 HK	买入	117.0	87.9	33%	23,949	19.7	13.2	1.2	0.9	13.4	16.7
蔚来汽车	NIO US	持有	5.0	4.6	8%	9,684	N/A	N/A	1.1	0.7	(131.3)	(382.4)
蔚来汽车	9866 HK	持有	39.0	37.1	N/A	9,947	N/A	N/A	1.1	0.7	(131.3)	(382.4)
小鹏汽车	XPEV US	买入	16.0	12.7	26%	12,050	N/A	N/A	2.2	1.2	(18.0)	(7.6)
小鹏汽车	9868 HK	买入	62.4	50.0	25%	12,199	N/A	N/A	2.2	1.2	(18.0)	(7.6)
特斯拉	TSLA US	未评级	N/A	351.4	N/A	1,128,079	136.6	98.6	11.3	9.7	11.4	13.1
						平均	**58.7**	**41.7**	**2.9**	**2.2**	**(37.2)**	**(104.8)**

公司	代码	评级	目标价 (本地)	收市价 (本地)	上行/ 下行空间	市值 (百万人民币)	P/E (x) FY24E	P/E (x) FY25E	P/S (x) FY24E	P/S (x) FY25E	ROE (%) FY24E	ROE (%) FY25E
吉利汽车	175 HK	买入	19.0	14.5	31%	136,048	8.2	10.9	0.6	0.5	19.3	12.9
长城汽车	2333 HK	买入	17.0	13.1	30%	104,610	8.2	7.5	0.5	0.4	17.3	16.7
长城汽车	601633 CH	买入	35.0	27.1	29%	231,812	18.2	16.5	1.1	1.0	17.3	16.7
广汽集团	2238 HK	买入	3.3	3.3	0%	31,913	N/A	247.7	0.3	0.3	(0.4)	0.1
广汽集团	601238 CH	买入	10.0	10.1	-1%	104,130	N/A	808.1	1.0	1.0	(0.4)	0.1
比亚迪	1211 HK	买入	350.0	260.4	34%	707,747	19.6	14.9	1.0	0.8	23.6	25.5
比亚迪	002594 CH	买入	382.0	280.0	36%	814,536	22.6	17.1	1.1	1.0	23.6	25.5
零跑汽车	9863 HK	买入	40.0	27.9	43%	29,099	N/A	N/A	1.0	0.7	(32.2)	(28.5)
永达汽车	3669 HK	买入	1.8	2.0	-11%	3,588	14.4	7.0	0.1	0.1	1.8	3.6
美东汽车	1268 HK	买入	2.8	2.2	29%	2,729	22.4	7.1	0.1	0.1	2.3	7.1
途虎	9690 HK	买入	26.0	21.5	21%	15,028	23.7	14.6	1.0	0.9	13.4	18.4
敏实集团	425 HK	买入	21.0	13.3	58%	14,274	6.1	5.4	0.6	0.5	11.9	12.3
亿和控股	838 HK	买入	1.4	0.7	109%	1,090	4.5	3.9	0.2	0.2	8.4	9.1
						平均	**14.8**	**96.7**	**0.7**	**0.6**	**8.2**	**9.2**

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测 （截至 2024 年 12 月 4 日）

中国医药板块

优于大市

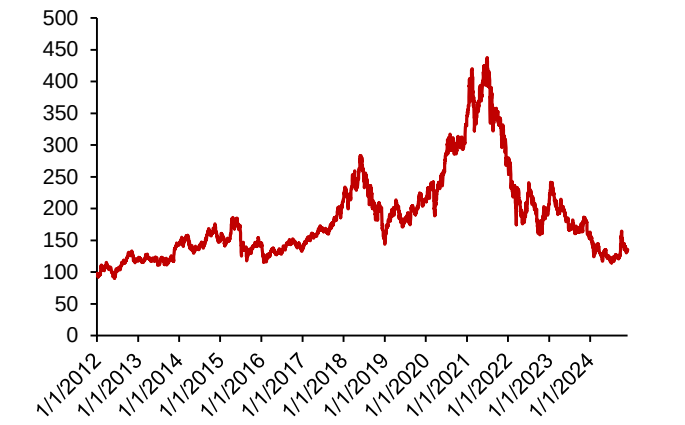
武煜, CFA – jillwu@cmbi.com.hk
黄本晨, CFA – huangbenchen@cmbi.com.hk
王银朋 – andywang@cmbi.com.hk
王云逸 – cathywang@cmbi.com.hk

行业宏观环境改善，看好估值修复

医药板块低位反弹可期

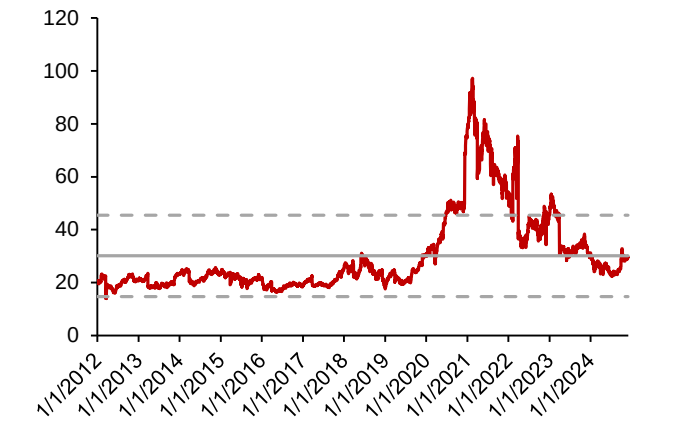
MSCI 中国医疗保健指数自 2021 年 7 月以来累计下跌 69.0%，板块估值具备吸引力。受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地。医保基金持续支持创新药，商保有望加大对高价创新药/械的覆盖。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏。

图 1: MSCI 中国医疗保健指数



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 29 日

图 2: MSCI 中国医疗保健指数历史动态 PE



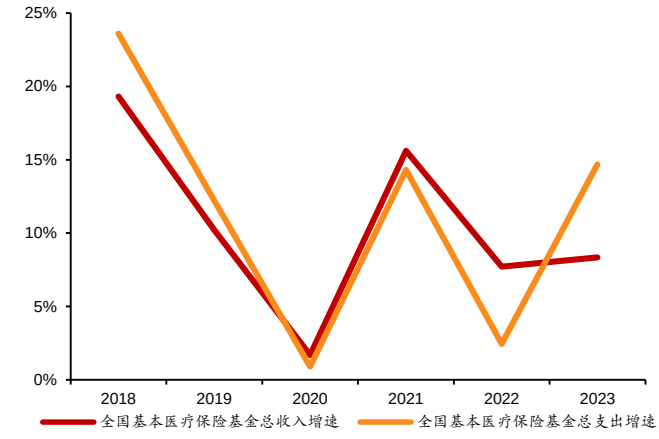
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 29 日

医保基金支出稳健增长，基金监管趋严

2023 年，由于疫情后诊疗需求恢复，基本医疗保险（含生育保险）基金支出同比大幅增长 14.7%（vs 2022 年+2.4%）。2023 年基金支出增速超过收入增速，全年基金收入同比增加 8.3%（vs 2022 年+7.7%）。因此，全国基本医疗保险基金累计结余金额下降至 3.4 万亿元，累计结余/年支出的比例从 2022 年的 1.7 下降至 2023 年的 1.2。

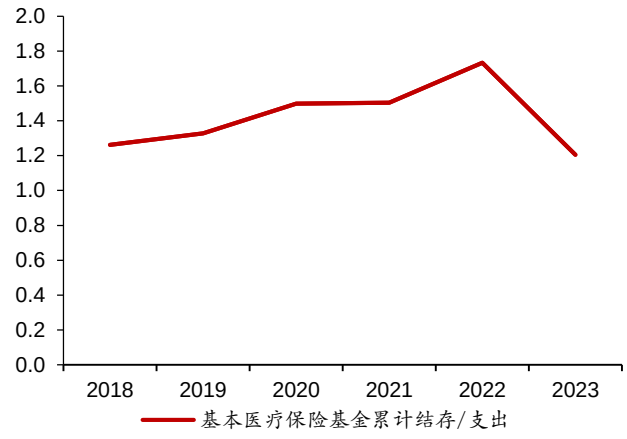
根据我们的预测，中国 20-60 岁劳动人口数量将从 2022 年的 8.3 亿人减少到 2035 年的 7.5 亿人。同时，我们预计中国退休城镇职工基本医疗保险参保人数将从 2022 年的 9600 万人增加到 2035 年的 1.2 亿人；在职参保人数将从 2022 年的 2.7 亿人减少到 2035 年的 2.4 亿人。医保基金存在长期收支压力，我们认为财政托底是必然选择。

图 3: 全国基本医疗保险收入及支出增速



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

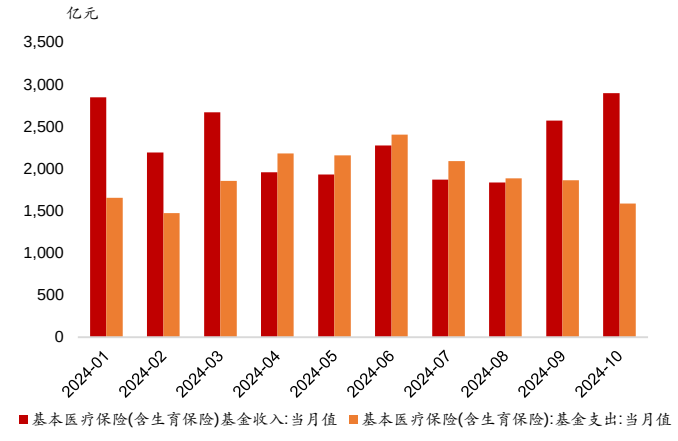
图 4: 医保基金年度结余/支出



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

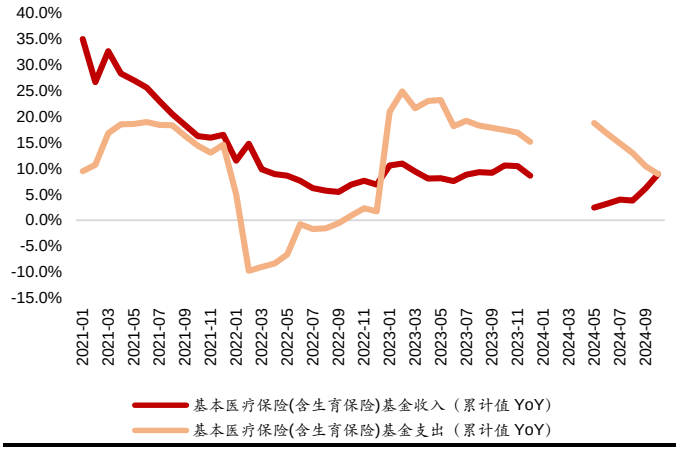
24 年 1-10 月基本医疗保险（含生育保险）统筹基金累计收入同比增长 8.9%，与支出增速基本一致，基本医疗保险（含生育保险）基金累计结余实现正增长。由于人口老龄化的长期趋势，医疗需求较为刚性，我们预期医保支出将保持增长趋势。

图 5: 2024 年全国基本医疗保险统筹基金当月收入及支出



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 6: 全国基本医疗保险统筹基金累计收入及支出增速



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场
注：2024 年基本医疗保险基金收入和支出增速为统筹基金口径

在医保基金给付压力的背景下，医保监管趋严，具体表现在：1）加大打击骗保行为，包含药店、医疗机构、药企等各环节的骗保行为；2）打击药品营销环节的非法行为，例如虚开发票用于药品回扣；3）严格监管药品、耗材、医疗服务等价格。

国家医保局透露，截至 9 月，国家医保基金飞行检查已覆盖所有省份，检查定点医药机构 500 家，查出涉嫌违规金额 22.1 亿元。其中，根据大数据模型线索，开展专项飞检的定点医药机构达到 185 家，查实欺诈骗保机构 111 家。今年 1 月至 9 月，全国各级医保部门共追回医保资金 160.6 亿元。

此外，国家医保局越来越重视药品追溯码的普及，并要求 2024 年底前，全国范围全面展开医保药品耗材扫码入库工作，涉及全国近 50 万家定点药店。此举将有效识别出追溯码重复等异常情况，防止药品串换、“回流药”等骗保行为。

药企的营销行为也正在被严格监管。除了阿斯利康的“骗保案”持续发酵，11 月 4 日央视报道了一起总额高达 60 亿元的医药领域虚开发票案。

为了监管部分零售渠道药价虚高的问题，国家医保局推进药品比价系统的上线。截至 2024 年 10 月 31 日，河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、上海、江苏、福建、山东、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、云南、陕西、甘肃、青海等 19 个省（自治区、直辖市），已推出覆盖全省的定点药店比价小程序。年底前，定点药店比价小程序将覆盖全部定点药店。公众可通过当地医保局 App（手机应用软件）、微信小程序、微信公众号、支付宝小程序等途径对不同药店的药品进行实时查询比价。

为了规范医疗服务价格，国家医保局正编制出台医疗服务价格项目立项指南，统一指导各地规范医疗服务价格项目，目前已经印发超声检查、放射检查、康复等。

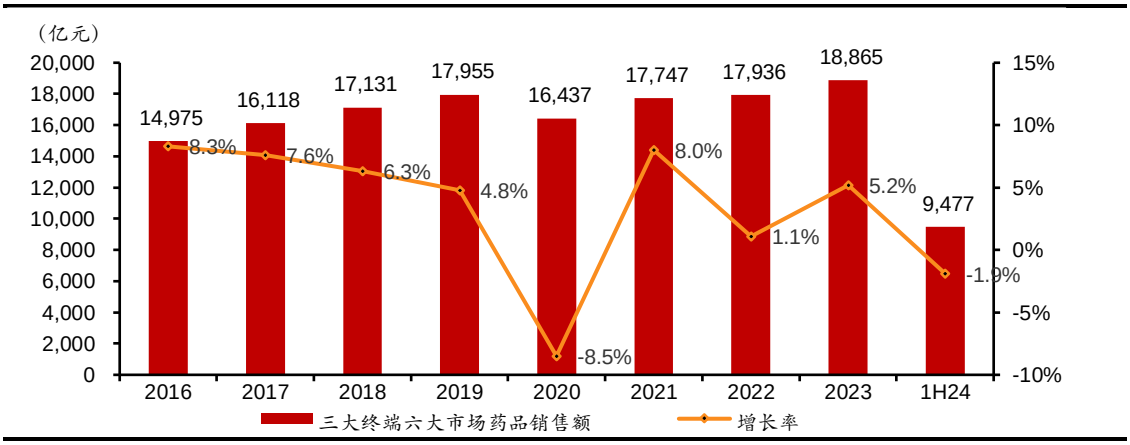
我们认为，医保监管趋严不可避免。在行业合规程度逐步提升，利好符合“院内、刚需、医保”三个特征的药品、器械。

创新药出海蓬勃发展

出海孕育蓝海市场

受医保控费、集采等因素影响，国内整体药品销售增长乏力。根据米内网统计，2024 年上半年我国三大终端六大市场药品销售额达 9,477 亿元，同比下滑 1.9%，其中公立医院终端占比 60.5%，零售药店终端占比 29.8%，公立基层医疗终端占比 9.7%。

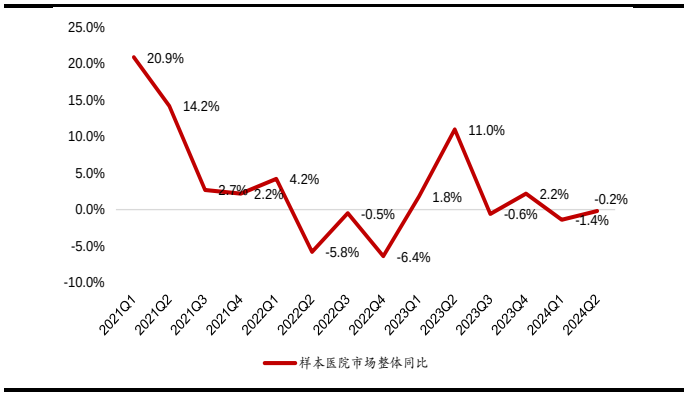
图 7: 中国药品销售额



资料来源：米内网，招银国际环球市场

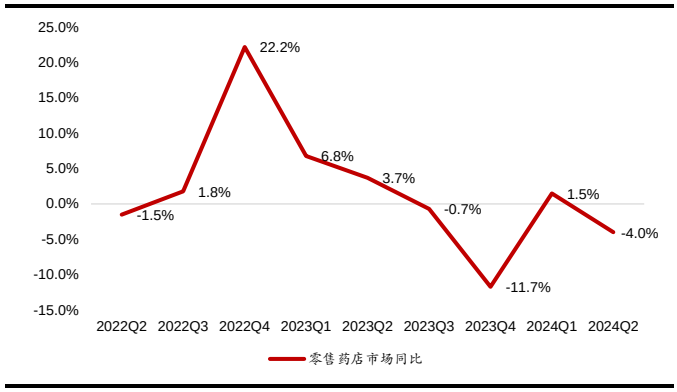
IQVIA 数据显示，2Q24 中国医院医药市场增速趋于平缓，总销售额季度同比增长率为-0.2%（≥100 张床位的机构）。基于 12 个月 MAT 销售额（滚动全年），2Q24 的 MAT 总销售额同比下降 0.1%。2024 年上半年，全国地级市零售药店市场销售规模达到了 1,056.9 亿元人民币，较去年同期累计规模下降 1.2%，消费者购药需求持续低迷。去年上半年，由于疫情放开后诊疗需求爆发，药品销售额存在较高的基数，对今年上半年的同比数据造成一定影响。

图 8: 样本医院市场药品销售额同比



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

图 9: 零售药店市场药品销售额同比



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

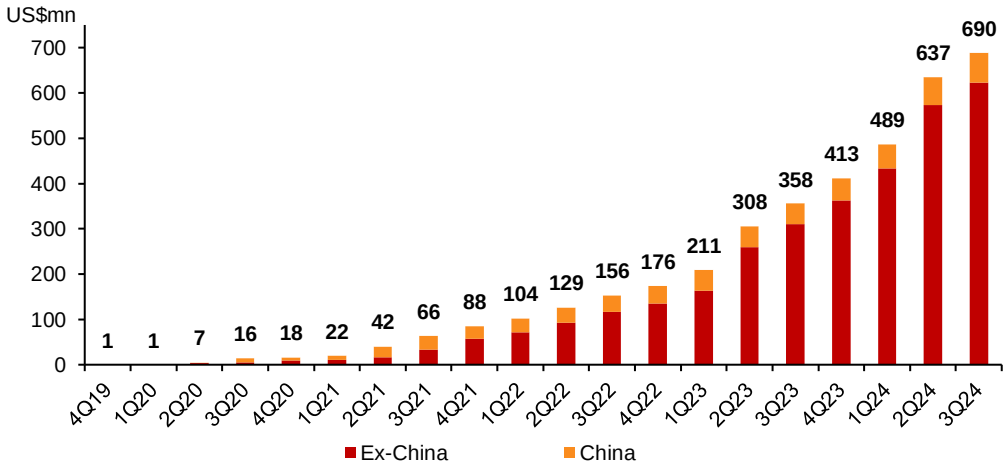
由于国内药品市场增长乏力，企业纷纷布局出海。中国创新药出海初步取得了较好的进展。已经成功在欧美商业化的中国创新药当中，泽布替尼（BTK 抑制剂）、西达基奥仑赛（BCMA CAR-T）和呋喹替尼（VDGFR1/2/3 抑制剂）的销售表现优异。泽布替尼 9M24 实现 18.2 亿美元全球销售额，同比增长 107%。西达基奥仑赛 9M24 实现 5.7 亿美元全球销售额，同比增长 74%。呋喹替尼 2023 年 11 月在美国获批上市，今年前三季度在美国已录得约 2.0 亿美元销售额。

图 10: 国产创新药美国获批情况

公司	产品	合作伙伴	美国 FDA 批准时间
百济神州	替雷利珠单抗（PD-1 单抗）	自主销售	3/2024
百济神州	泽布替尼（BTK 抑制剂）	自主销售	11/2019
传奇生物	西达基奥仑赛（BCMA CAR-T）	J&J	2/2022
君实生物	特瑞普利单抗（PD-1 单抗）	Coherus	10/2023
和黄医药	呋喹替尼（VEGFR1/2/3 抑制剂）	武田	11/2023
亿帆医药	艾贝格司亭 α 注射液（长效 G-CSF 升白药）	Acrotech	11/2023

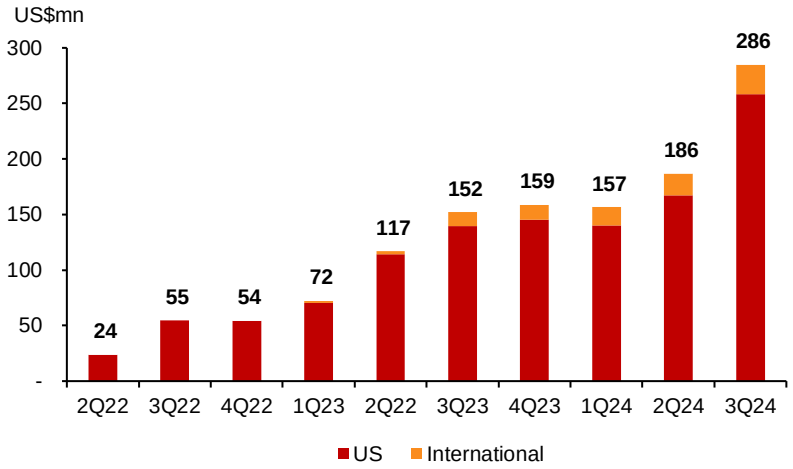
资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

图 11: 泽布替尼季度销售情况



资料来源：百济神州，招银国际环球市场

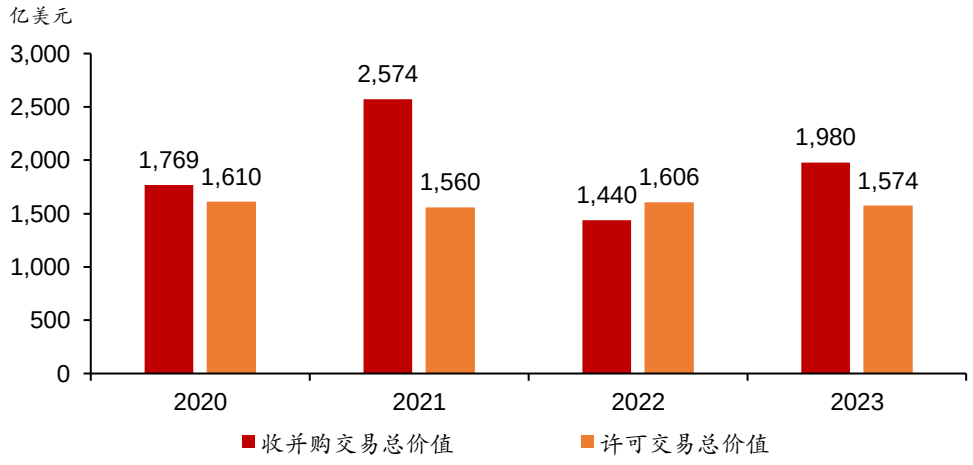
图 12: 西达基奥仑赛季度销售情况



资料来源：传奇生物，招银国际环球市场

对外授权许可以及被并购是中国创新药出海的主要方式，全球相关交易市场规模较大。根据 IQVIA 统计，2023 年全球生命科学领域的所有收并购总交易价值（包括或有对价）为 1,980 亿美元，同比上升 37%；同期收并购交易数量同比下降 27%，意味着单笔交易金额上升（约 64%）。2023 年全球生命科学领域的许可交易潜在价值总额为 1,574 亿美元，与 2022 年基本持平；2023 年单笔许可交易金额上升 7%。

图 13: 2020-2023 年全球收并购交易及许可交易总价值



资料来源：米内网，招银国际环球市场

图 14: 2024 年全球生命科学领域并购交易

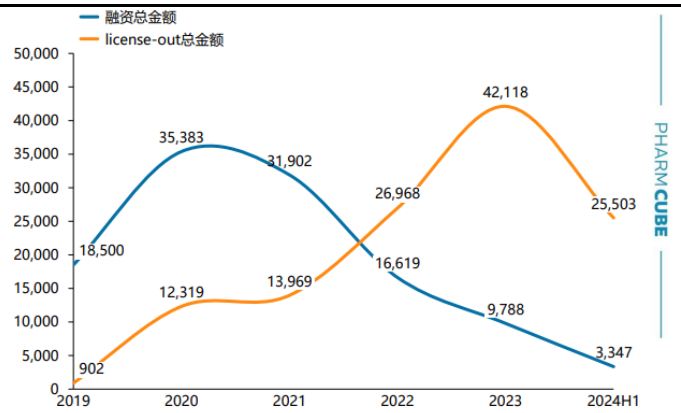
被收购方	收购方	总金额(亿美元)	首次披露时间
Catalent	Novo Nordisk	165.0	2024/2/5
Alpine Immune Sciences	Vertex Pharmaceuticals	49.0	2024/4/10
CymaBay Therapeutics	Gilead Sciences	43.0	2024/2/12
Axonics	Boston Scientific	37.0	2024/11/15
Morphic Therapeutic	Eli Lilly	32.0	2024/7/8
EyeBio	Merck & Co.	30.0	2024/5/29
MorphoSys	Novartis	29.2	2024/2/5
Longboard Pharmaceuticals	Lundbeck	26.0	2024/10/14
Fusion Pharmaceuticals	AstraZeneca	24.0	2024/3/19

Deciphera	Ono Pharmaceutical	24.0	2024/4/29
Evotec	Halozyme Therapeutics	21.6	2024/11/14
Ambrx	Johnson & Johnson	20.0	2024/1/8
普方生物	Genmab	18.0	2024/4/3
HI-Bio	Biogen	18.0	2024/5/22
Mariana Oncology	Novartis	17.5	2024/5/2
Inhibrx	Sanofi	17.0	2024/1/23
Aliada Therapeutics	AbbVie	14.0	2024/10/28
Modifi Bio	Merck & Co.	13.3	2024/10/23
Nerio Therapeutics	Boehringer Ingelheim	13.0	2024/7/29
Yellow Jersey Therapeutics	Johnson & Johnson	12.5	2024/5/28

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

从结构来看，中国 Biotech 企业的资金来源发生了深刻的变化，从股权融资为主，发展为股权融资、资产交易、药品销售共同驱动。根据医药魔方的统计，2022 年以来，中国 license-out 交易总金额逐年上升并超过融资金额；license-out 交易成为国内企业增厚资金的重要途径。

图 15: 中国企业融资总金额与 license-out 交易总金额对比，2019-1H24（百万美元）



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

国内的创新药企在研发模式上逐渐从 Fast-follow 转变为注重差异化，Best-in-class、First-in-class 潜质的创新药项目不断涌现，从而驱动创新药出海蓬勃发展。

2023 年，中国创新药出海授权总计首付款金额为 35 亿美元（同比+42%），总计交易金额为 421 亿美元（同比+52%），交易数量高达 106 笔（同比+51%）。2024 年 1-11 月，中国创新药出海 license-out 交易共 101 笔，接近去年全年水平，披露总交易金额达 456 亿美元，总体首付款达到 38 亿美元，均已超过去年全年水平。

此外，创新药出海模式逐渐丰富。2024 年 1-11 月，中国 2024 年有 5 起并购出海事件，涉及普方生物（18 亿美元）、普米斯（9.5 亿美元）、广州昂科免疫、葆元医药和信瑞诺。2024 年，中国创新药领域亦出现多项 NewCo 出海案例，已先后有恒瑞医药、康诺亚、嘉和生物和岸迈生物成功利用 NewCo 实现产品出海。

我们认为，在未来几年，中国创新药出海仍将以授权交易为主导，同时 NewCo 和收并购等出海案例也将持续涌现。

图 16: 2024 年中国创新药出海授权交易（交易总额在 10 亿美金以上的交易）

交易日期	许可方	项目	技术、靶点	受让方	首付款	交易总额	交易类型
2024/11/14	礼新医药	LM-299	PD-1/VEGF 双抗	MSD	5.88 亿美元	32.88 亿美元	许可
2024/11/13	普米斯	PM8002 等诸多项目	PD-L1/VEGF 双抗等	BioNTech	9.5 亿美元	（收购）	公司收购
2024/10/16	百裕制药	小分子抗肿瘤药物	-	Novartis	7000 万美元	11.7 亿美元	许可
2024/10/7	石药集团	YS2302018	小分子脂蛋白(a)抑制剂	AstraZeneca	1 亿美元	20.2 亿美元	许可
2024/8/9	同润生物	CN201	CD3/CD19 双抗	MSD	7 亿美元	13 亿美元	资产收购
2024/8/1	宜明昂科	IMM2510、IMM27M	PD-L1/VEGF 双抗、CTLA-4 抗体	Instil Bio	1000 万美元	21.5 亿美元	许可
2024/7/23	三迭纪	3D 打印药物技术	-	BioNTech	1000 万美元	12.1 亿美元	合作
2024/7/11	昱言科技	FS001	ADC	Ipsen	-	10.3 亿美元	许可
2024/6/18	麦科思生物	MTX-13	PTK7 ADC	Day One Biopharma	5500 万美元	12.07 亿美元	许可
2024/6/14	亚盛医药	奥雷巴替尼	Bcr-Abl T315I 抑制剂	Takeda	1 亿美元选择权付款	13 亿美元	期权、投资
2024/6/13	明济生物	FG-M701	TL1A 单抗	AbbVie	1.5 亿美元	17.1 亿美元	许可
2024/5/27	宜联生物	基于 TMALIN ADC 平台开发特定的 ADC	ADC	BioNTech	2500 万美元	18.25 亿美元	期权
2024/5/23	达歌生物	多个新型分子胶降解剂	分子胶降解剂	Takeda	-	12 亿美元	期权、投资、许可
2024/5/16	恒瑞医药	GLP-1 产品组合（HRS-7535、HRS9531、HRS-4729）	GLP-1	Hercules	1 亿美元	60.35 亿美元	许可、NewCo
2024/4/3	普方生物	rinatabart sesutecan、ADC 平台、PRO1160、PRO1107 等	FRα ADC、CD70 ADC、PTK7 ADC 等	Genmab	18 亿美元	（收购）	公司收购
2024/1/7	舶望制药	多个心血管疾病项目	-	Novartis	1.85 亿美元	41.65 亿美元	许可、合作、期权
2024/1/2	宜联生物	YL211	cMET ADC	Roche	5000 万美元	10.5 亿美元	许可
2024/1/4	安锐生物	ATTS-021 和另一个分子	CDK2 抑制剂	Avenzo	4000 万美元	超过 10 亿美元	许可、期权

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

医保政策持续利好创新药

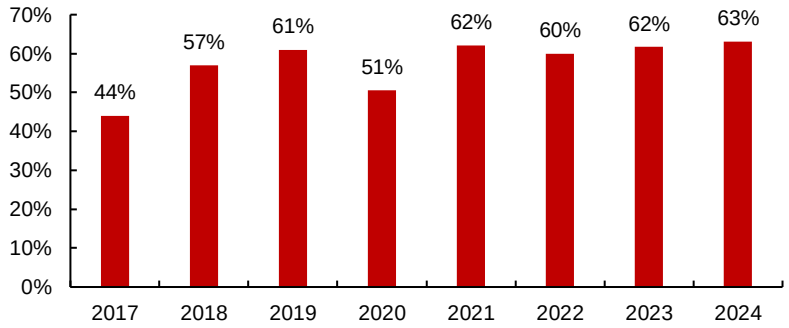
2024 年医保目录调整结果已公布，新增 91 种药品。在谈判/竞价环节中，117 种目录外药品参与，89 种成功加入，平均降价 63%，降幅与 2023 年的 62%及过去五年的平均 59%基本相当。叠加谈判降价和医保报销因素，预计 2025 年将为患者减负超 500 亿元。新增的 91 种药品中，65 种来自国内企业，占比超 70%，且这一比例逐年上升。新版医保目录将于 2025 年 1 月生效。医保局要求定点医疗机构原则上应于 2025 年 2 月底前召开药事会议，不得以医保总额限制、医疗机构用药目录数量、药占比为由影响药品进院。

医保政策持续支持创新品种。2024 年医保目录调整在坚持“保基本”的基础上，进一步强化了对真创新的支持。无论评审还是谈判阶段，创新药的成功率都显著高于总体水平。在谈判阶段，创新药的成功率超过了 90%，比总体成功率高出 16 个百分点。此次调整亦新增 38 种创新药进入目录，创历史新高。自医保局成立以来，经过 7 轮调整，累计有 149 种创新药被纳入医保目录。截至 2024 年 10 月，医保基金已为协议期内谈判药品支付超过 3500 亿元，带动相关药品销售额超过 5100 亿元。2024 年前 10 个月，医保基金对协议期内谈判药品的支付额约为 920 亿元，相比 2019 年同期增长了 21 倍。

2024 年医保谈判中，多款重磅创新药进入医保。颇受关注的创新品种中，康方生物的卡度尼利单抗（PD-1/CTLA4）和依沃西单抗（PD-1/VEGF）、第一三共/阿斯利康的德曲妥珠单抗（HER2 ADC）、迪哲医药的舒沃替尼（ EGFR exon 20 抑制剂）、信达生物的托莱西单抗（PCSK9）等品种成功进入医保。在三代 EGFR TKI 中，瑞齐替尼和瑞厄替尼被纳入医保用于二线治疗，同时贝福替尼的一线适应症新增医保，奥希替尼一线联用化疗新增医保，阿美替尼成功续约，预计国产厂商将持续替代奥希替尼。替雷利珠单抗新增多项一线适应症进入医保，包括肝癌、ES-SCLC 和胃癌（全人群），进一步巩固其在 PD-1 市场领先地位。特瑞普利单抗亦新增 NSCLC 辅助治疗、一线肾细胞癌、一线 ES-SCLC 和一线 TNBC 进入医保。本次调整亦新增了恩朗苏拜单抗和赛帕利单抗两个国产 PD-1 品种进入医保，覆盖小适应症。此外，石药集团的恩必普注射液续约降价 12.5%，恩必普胶囊续约降价 3.6%。我们估计其他创新药续约降价较温和。

医保基金积极赋能商保，预计将覆盖高价创新药/械。对于一些昂贵的细胞治疗和基因治疗药物，仅靠基本医保难以完全覆盖，医保局正致力于构建“1+3+N”的多层次医疗保障体系，为创新药拓展更大的发展空间。医保局正在探索推进医保数据赋能商业保险公司、实现医保基金与商业保险同步结算等支持政策，预计将大幅降低商保公司核保成本，推动商保公司提升赔付水平的基础上，更多覆盖创新药耗和器械。我们认为，未来类似 CART 疗法和 TAVR 手术的高价创新药械将通过医保与商业保险的协同获得更好的报销覆盖。

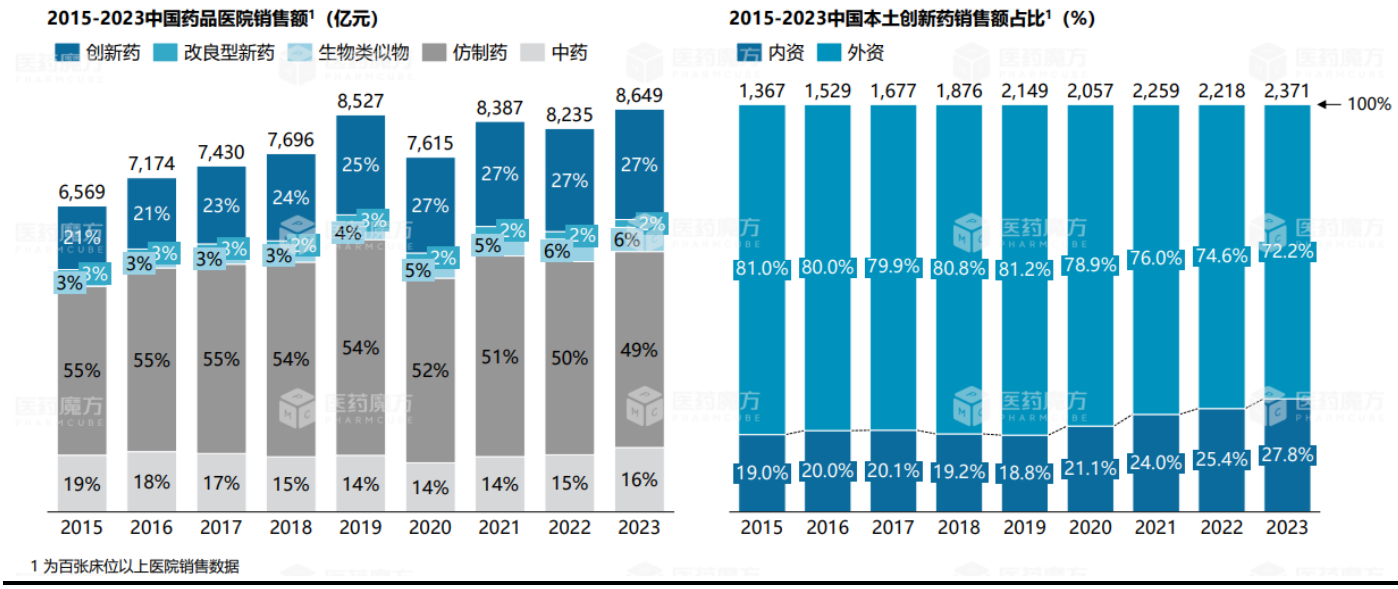
图 17: 历年医保谈判平均降价幅度



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

中国药品市场中仿制药仍占据主导地位，创新药占比不断提升，尤其是本土企业的创新药销售占比显著增加。医药魔方数据显示，2023 年，创新药占中国医院药品销售额的 27%，其中内资企业在本土创新药销售额占比为 27.8%。

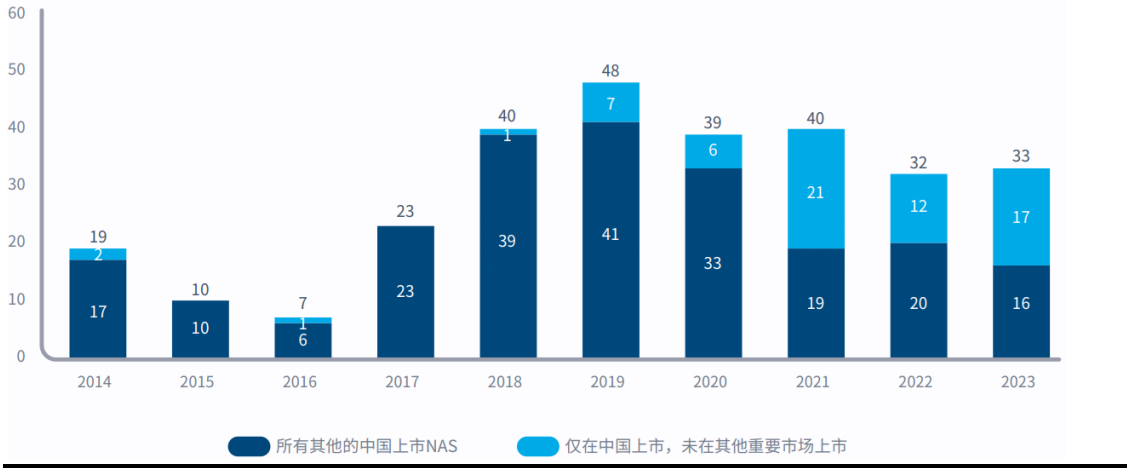
图 18: 本土创新药销售额占比持续提升



资料来源：IPM 数据库，医药魔方，招银国际环球市场

中国的新药上市数量已连续第六年超过 30 款，近五年来中国的新药上市总数仅次于美国，超过了欧洲四国和英国。近年来中国本土公司是大多数新药产品的主力军，过去三年中，105 个新药产品中有 50 个由本土公司上市。从 2014 到 2018 年，美国的 NAS 上市数量为 224 个，比中国的 99 个多出 125 个；而在过去五年中，美国的 NAS 上市数量为 267 个，比中国的 192 个多出 75 个。

图 19: 中国创新药（NAS）获批数量（2014-2023）



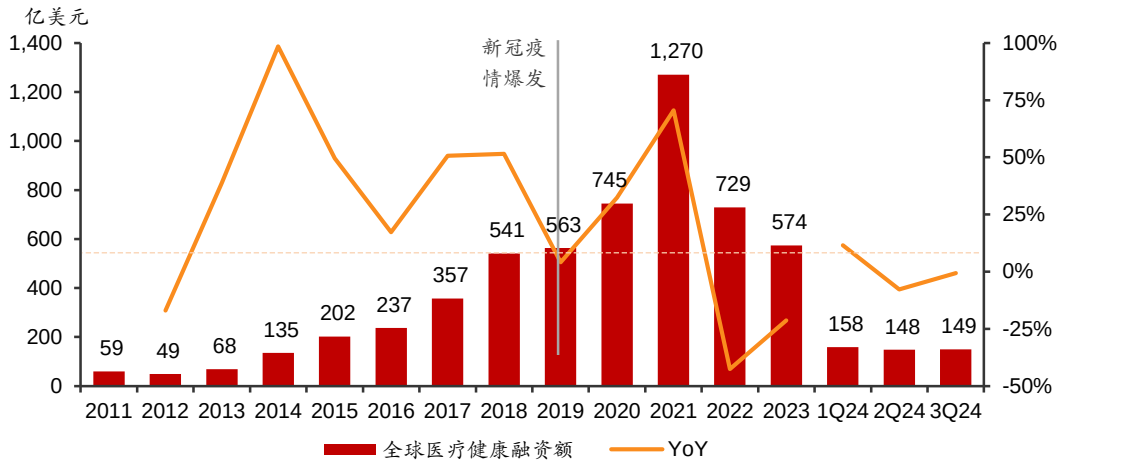
资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

近年来国家推行的药品耗材集中带量采购腾出了超过 5000 亿元的医保资金空间，为更多创新药纳入医保提供了有力支撑。国家医保局至今共开展九批国家组织药品集采，共纳入 374 种药品，平均价格降幅超 50%。值得注意的是，第九批国家药品集采的采购周期长达 4 年，此前普遍为 2 年。采购周期延长让企业有更稳定的预期，有利于企业保证药品高质量交付。2024 年 11 月，国家宣布将开展第十批药品集采，此轮集采品种主要集中于化药注射剂。目前，国家药品集采的品种覆盖面已经非常广泛，新批次的集采对于企业的业绩影响边际减弱。

全球医药健康融资趋稳，CXO 行业需求复苏有望

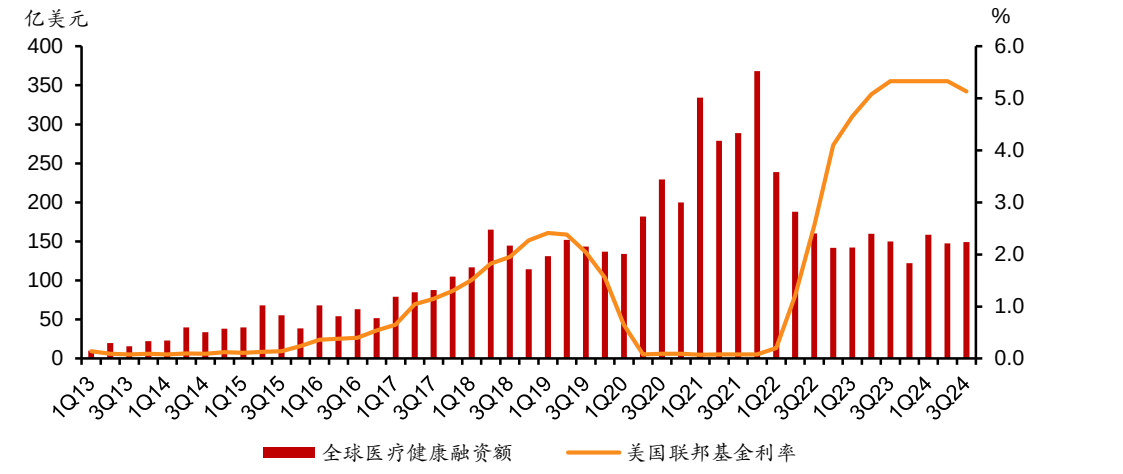
根据动脉橙的数据，全球医药健康融资金额自 2022 年起大幅降低，但今年开始有企稳趋势。今年前三季度全球医疗健康融资总额为 455 亿美元，同比增长 0.7%，相比于 2022 年和 2023 年的同比下降 43%和 21%有显著复苏。今年 9 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点。我们注意到全球医疗健康融资快速反弹，24 年 9 月的融资额环比显著增长 141%，为 24 年 2 月以来的单月最高融资额。因此，我们预计美国进入利率下降通道后，全球医疗健康融资额将随之增长，并将驱动全球医药研发需求的改善，特别是对于早期研发需求而言。

图 20: 全球医疗健康融资金额



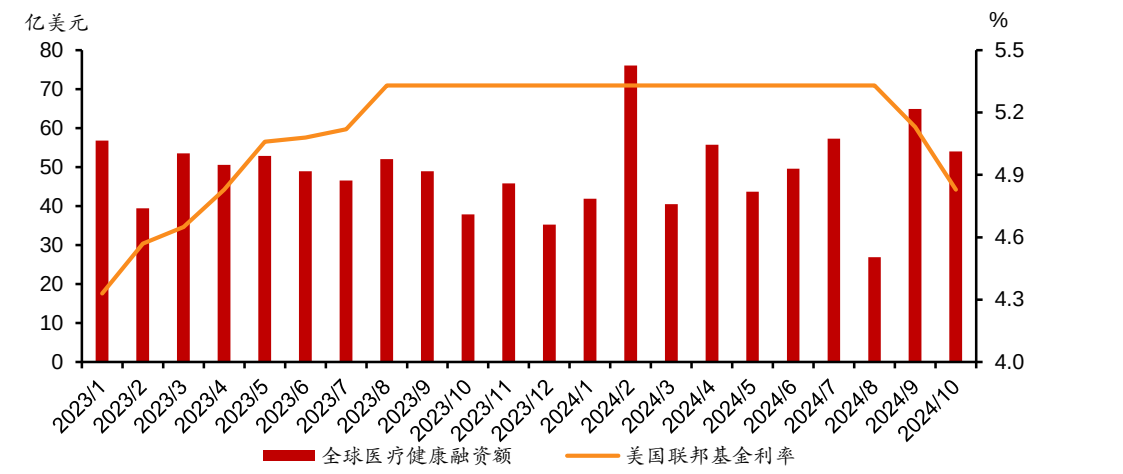
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 21: 全球医疗健康融资金额和利率的关系（季度）



资料来源: 动脉橙, Wind，招银国际环球市场

图 22: 全球医疗健康融资金额和利率的关系（月度）



资料来源: 动脉橙, Wind，招银国际环球市场

类似全球趋势，中国医疗健康领域投融资自 2022 年起也呈现下降趋势。根据动脉橙数据，2024 年前三季度中国医疗健康融资总额为 60 亿美元，同比下降 26.8%，这主要由于 2Q 和 3Q 投融资持续走弱。随着国内逐步推出并落地一批重要宏观经济刺激政策，我们预计国内医疗健康融资有望逐步修复。

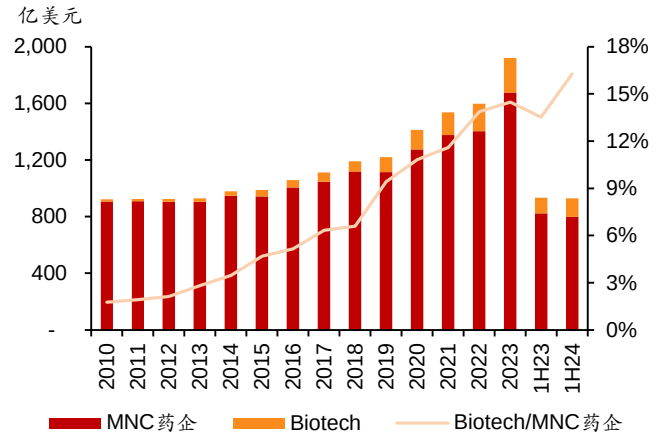
图 23: 中国医疗健康融资金额



资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

除了融资金额，药企的研发投入也是驱动全球医药研发重要的资金来源。大药企仍是全球医药研发的主要投入来源。历史数据体现，大药企的研发投入持续增长。我们整理了全球具有代表性的 20 家跨国药企的研发费用，2023 年这些企业的研发费用合计达到 1,677 亿美元，同比增长 19.5%，远远高于 2010-2023 年 4.8%的 CAGR。虽然大药企的研发投入受到 IRA 以及新冠疫情后药物销售收入增速放缓的影响在 1H24 同比减少了 2.9%，但其研发投入金额绝对值仍远高于 biotech 公司，可以很好的对冲宏观经济因素导致的 biotech 融资额的波动，是全球医药研发创新的压舱石。

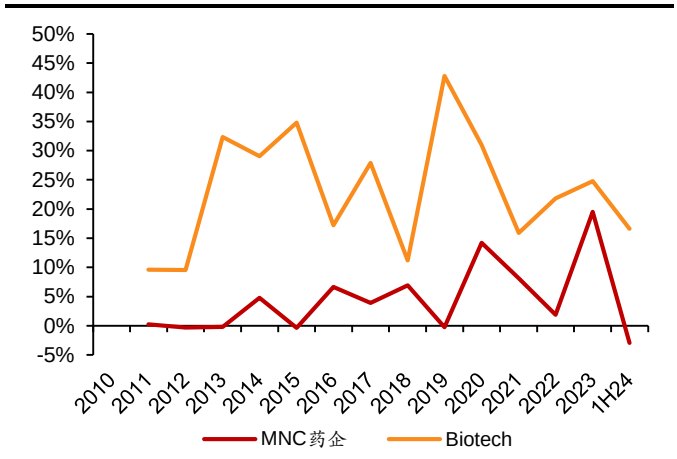
图 24: 全球主要 MNC 药企和 biotech 历年研发费用



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：选取了收入、市值、研发投入大的 20 家药企和 biotech 公司。

图 25: 全球主要 MNC 药企和 biotech 历年研发费用增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场

尽管国内医疗健康融资复苏仍需时间，基于海外投融资的复苏以及 MNC 药企研发投入的韧性，国内深度参与全球医药研发产业链的 CXO 公司已感受到海外客户需求的增长。例如，药明康德截至 9 月底的在手订单同比增长 35%，其中 TIDES（多肽和寡核苷酸）同比增长 196%；康龙化成前三季度新签订单同比增长超过 18%，其中小分子 CDMO 板块新签订单同比增长超过 30%。

图 26: 国内 CXO 公司近期订单情况

公司	主要业务	在手订单	新签订单
药明康德	一站式 CXO	3Q24：同比增长 35%，其中 TIDES 同比增长 196%	
康龙化成	一站式 CXO		9M24：同比增长超过 18%，其中 CDMO 业务同比增长超过 30%
泰格医药	临床 CRO		9M24：同比双位数增长（剔除新冠疫苗收入）
普蕊斯	临床 CRO	2Q24：同比增长 4%	2Q24：环比增长 112%
药明生物	生物药 CDMO	1H24：同比持平	
凯莱英	化学药 CDMO	1H24：同比增长 7%	1H24：同比增长超过 20%，其中欧美订单增长超过公司整体； 3Q24：持续保持良好态势
博腾股份	化学药 CDMO	3Q24：同比增长超过 40%	
药石科技	化学药 CDMO	1H24：同比增长超过 20%	3Q24：继续保持向好趋势
和元生物	CGT CDMO		1H24：CDMO 业务订单同比增长 62%
美迪西	临床前 CRO		1H24：同比下降，其中境外同比有所增长
昭衍新药	临床前 CRO	3Q24：同比下降 28%	3Q24：同环比均持平

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 27: 全球 CXO 和生命科学上游估值比较

公司	股票代码	评级	市值	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E (x)			PEG (x)	PB (x)	ROE	股息率
			US$bn	23-26E	23-26E	24E	25E	26E	24E	24E	24E	24E
海外												
Thermo Fisher	TMO US	买入	204.4	4.7%	4.9%	24.7	23.0	20.6	5.0	4.2	16.8%	0.3%
Danaher	DHR US	未评级	174.0	4.2%	6.8%	32.1	28.7	25.6	4.7	3.3	9.8%	0.5%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	48.4	17.4%	20.7%	66.3	55.1	45.6	3.2	6.3	10.0%	0.0%
Lonza	LONN SW	未评级	42.8	9.1%	15.1%	38.2	31.9	26.7	2.5	4.0	9.5%	0.8%
IQVIA	IQV US	未评级	36.4	4.5%	8.3%	18.0	16.7	14.8	2.2	5.3	28.2%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	20.1	5.8%	6.9%	16.6	15.1	13.7	2.4	2.4	15.3%	1.2%
ICON	ICLR US	未评级	17.6	3.6%	8.7%	15.2	14.2	12.7	1.7	1.8	9.9%	0.0%
Sartorius	SRT GR	未评级	15.4	5.7%	9.3%	44.2	35.6	27.5	4.7	3.3	11.1%	0.4%
Catalent	CTLT US	未评级	11.2	5.3%	20.7%	nm	54.5	35.2	na	3.0	0.6%	0.0%
Medpace	MEDP US	未评级	10.5	9.9%	17.5%	28.3	26.9	23.4	1.6	10.8	48.0%	0.0%
Charles River	CRL US	未评级	10.2	1.7%	1.8%	19.5	19.4	17.3	10.7	2.6	12.7%	0.0%
Bachem	BANB SW	未评级	5.6	19.6%	18.9%	41.9	34.9	26.3	2.2	3.6	8.8%	1.3%
海外平均				**7.6%**	**11.6%**	**31.4**	**29.7**	**24.1**	**3.7**	**4.2**	**15.1%**	**0.4%**
国内												
药明康德	603259 CH	买入	20.3	6.9%	7.5%	14.3	12.7	11.0	1.9	2.5	16.6%	2.0%
药明生物	2269 HK	买入	9.0	9.7%	6.3%	14.4	12.9	11.5	2.3	1.4	11.3%	0.0%
泰格医药	300347 CH	买入	7.0	9.7%	7.2%	38.8	36.4	30.3	5.4	2.6	6.6%	0.6%
康龙化成	300759 CH	未评级	6.1	10.0%	11.1%	26.2	25.3	21.6	2.4	3.4	13.4%	0.8%
凯莱英	002821 CH	未评级	3.9	-0.9%	-11.2%	28.8	23.2	18.5	na	1.6	5.7%	1.0%
国内平均				**7.1%**	**4.2%**	**24.5**	**22.1**	**18.6**	**3.0**	**2.3**	**10.7%**	**0.9%**

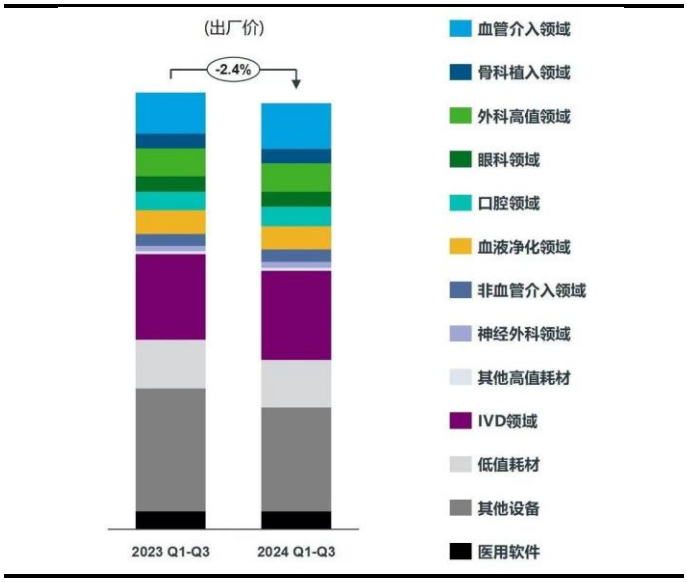
资料来源: 彭博，招银国际环球市场

注：Thermo Fisher、药明康德、泰格医药、药明生物数据基于招银国际环球市场最新预测，其他公司数据基于彭博一致预测（截至 2024 年 12 月 4 日）。

医疗设备招标显现复苏趋势

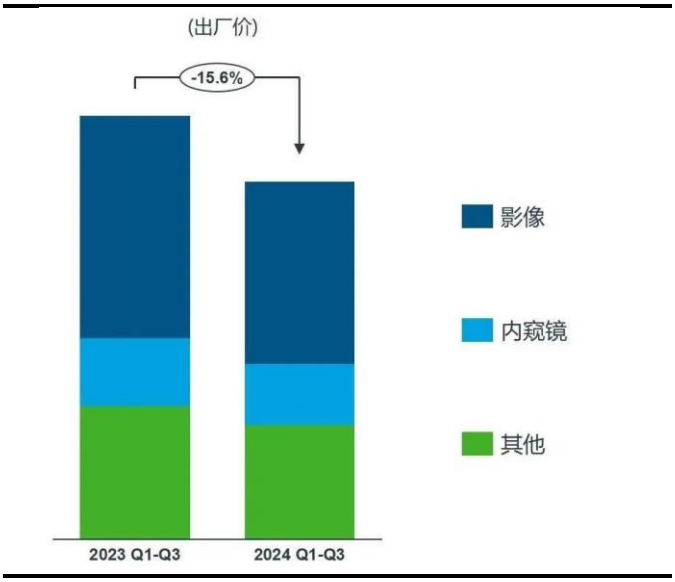
2024 年，中国医疗器械市场承压。据 IQVIA 统计，2024 年前三季度中国医疗器械市场规模同比下滑 2.4%。医疗行业整顿的持续推动导致临床非必要产品和高价低值耗材使用量下降，医保控费和 DRG2.0 的全面落地进一步限制了耗材尤其是非集采品类的使用。行业整顿和政策周期性变化也持续影响医疗设备的采购活动。影像类等设备受到行业整顿以及设备更新政策落地进度缓慢的影响，使得医院设备采购观望情绪浓厚致招标数量减少，而急重症相关的设备则面临着疫情释放后的需求低迷。此外，2022 年底的贴息贷款政策在 22 年底至 23 年初落地，使得需求提前释放，也影响了今年上半年的设备市场表现。IQVIA 的统计数据显示，2024 年前三季度中国医疗设备市场规模同比下滑 15.6%。

图 28: 中国医疗器械市场规模



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

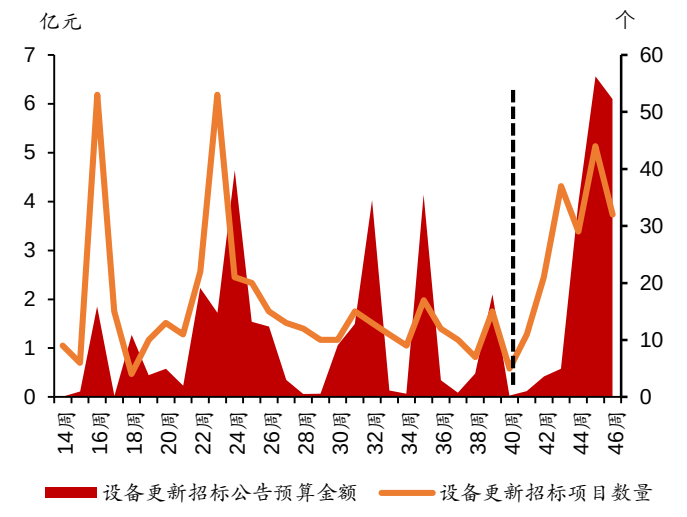
图 29: 中国医疗设备市场规模



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

全国大规模设备更新进入加速落地阶段，设备招标活动已现复苏趋势。据医装数胜统计，截至 9 月 25 日，全国已批复的医疗设备更新项目已超过 1,000 个，总预算金额已突破 412 亿元，其中各省申报的重点产品包括超声、CT、MR、DSA 和 DR。自 8 月以来，各省陆续公布采购意向，并逐步进入招标环节。据众成医械统计，截至 11 月 17 日，全国医疗领域设备更新采购意向预算总金额已达 177 亿元。大量设备更新项目从 10 月开始进入招标阶段，众成医械的数据显示，设备更新的招标项目数量及公告预算金额自 40 周（9 月 30 日）开始快速增长，截至 11 月 17 日，全国医疗领域设备更新招标项目已披露的预算总金额已达 48 亿元。根据众成数科估计，项目采购意向至招标采购的周期一般是 2-3 个月。我们预计医疗设备更新的相关订单将在 4Q24 至 1H25 落地，推动全国医疗设备市场复苏。考虑到医疗设备企业在 2024 年的业绩基数较低，我们预计医疗设备企业将在 2025 年展现良好的业绩修复弹性。

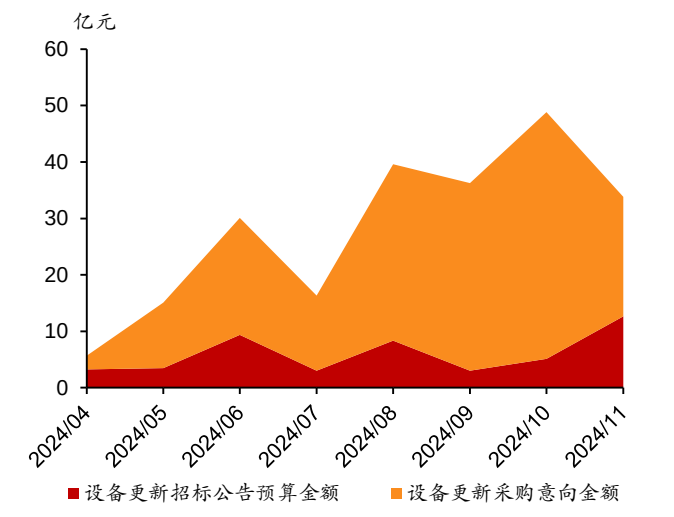
图 30: 全国医疗设备更新招标情况



资料来源：众成医械，招银国际环球市场

注：数据统计时间范围为第 14 周（4 月 1 日）至第 46 周（11 月 17 日）。

图 31: 全国医疗设备更新及采购意向情况

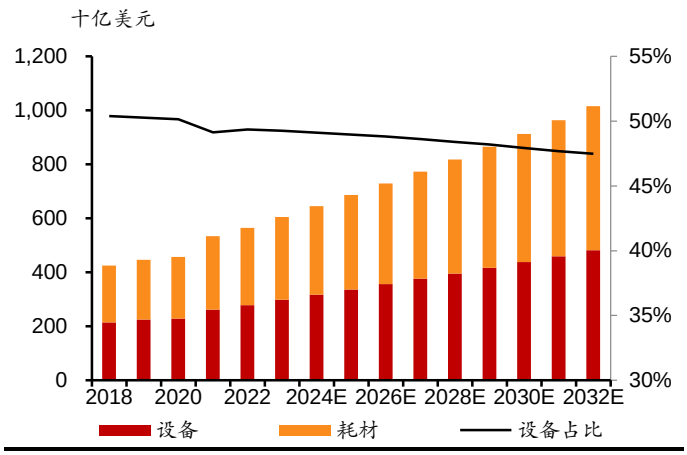


资料来源：众成医械，招银国际环球市场

注：根据第 14 周（4 月 1 日）至第 46 周（11 月 17 日）的周数据统计。11 月仅包含上半月。

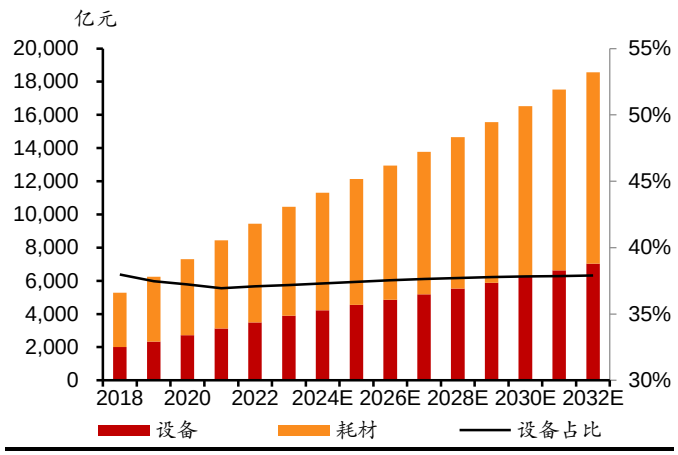
中国医疗设备市场持续扩容，增长空间大。2022 年，全球医疗器械市场规模约 5,647 亿美元，其中医疗设备占比超 49%；中国医疗器械市场规模约 9,437 亿元，其中医疗设备占比仅约 37%。相较于全球，中国医疗设备占比有提升空间。

图 32: 全球医疗器械市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

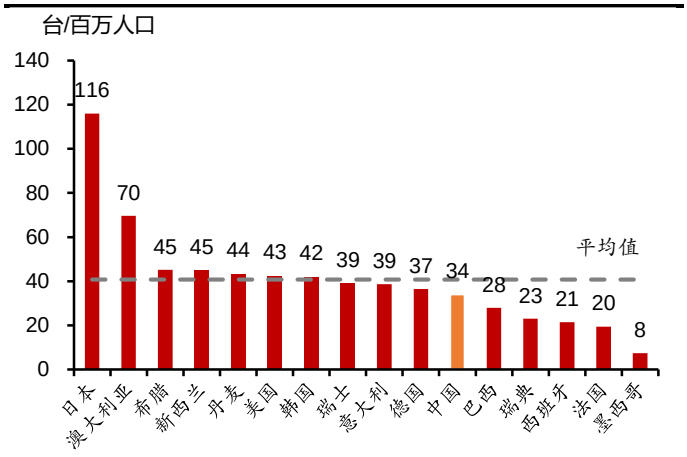
图 33: 中国医疗器械市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

中国各类大型医疗设备的人均保有量和发达国家相比仍较低，具有较高成长空间。根据医工研习社和 OECD 的数据，截至 2021 年底，中国 CT 的人均保有量为每百万人 34 台，而美国 CT 的人均保有量达到每百万人 43 台。中国 MR 和 PET 的人均保有量分别为每百万人 9 台和 0.6 台，仅约为发达国家的 1/3 和 1/5。我们认为随着老龄化趋势的持续，中国医疗需求将长期增长，从而推动中国医疗设备需求的长期稳健增长。

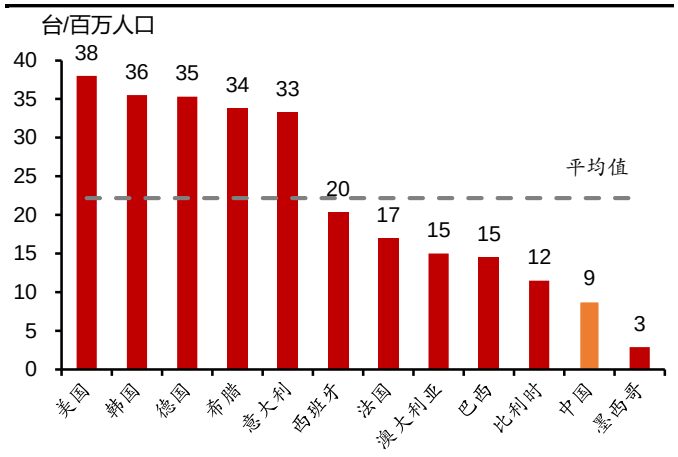
图 34: 2021 年各国 CT 人均保有量



资料来源：OECD，联影医疗，招银国际环球市场

注：除中国以外的其他国家数据来源于 OECD（日本为 2020 年数据），中国数据来源于联影医疗数据（2021 年 47,600 台）计算得出

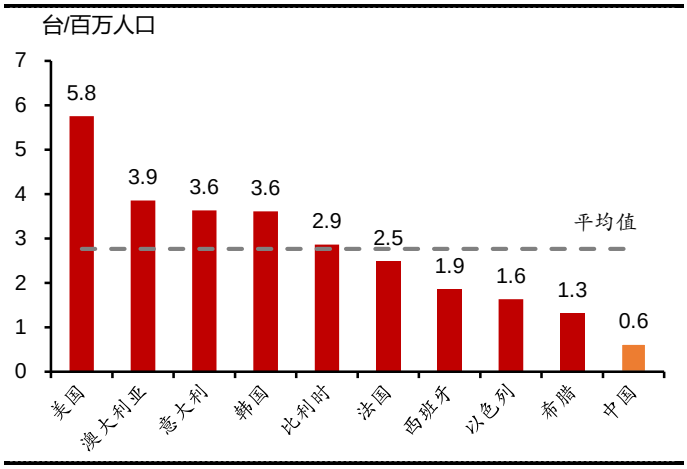
图 35: 2021 年各国 MR 人均保有量



资料来源：OECD，医工研习社，招银国际环球市场

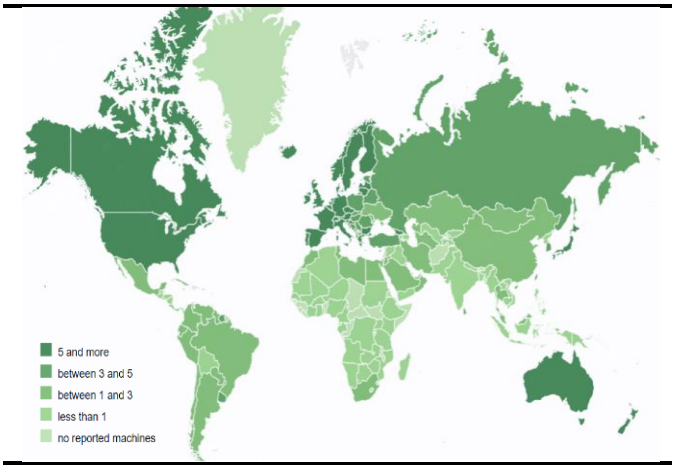
注：除中国以外的其他国家数据来源于 OECD，中国数据来源于医工研习社的全国 MR 保有量数据（2021 年 12,361 台）并用 14 亿人口数计算得出，招银国际环球市场

图 36: 2020 年各国 PET 设备人均保有量



资料来源：OECD，招银国际环球市场
注：除中国以外的其他国家数据来源于 OECD，中国数据用《“十四五”大型医用设备配置规划》公布的 PET/CT 和 PET/MR 公布的保有量及 14 亿人口数计算得出，招银国际环球市场

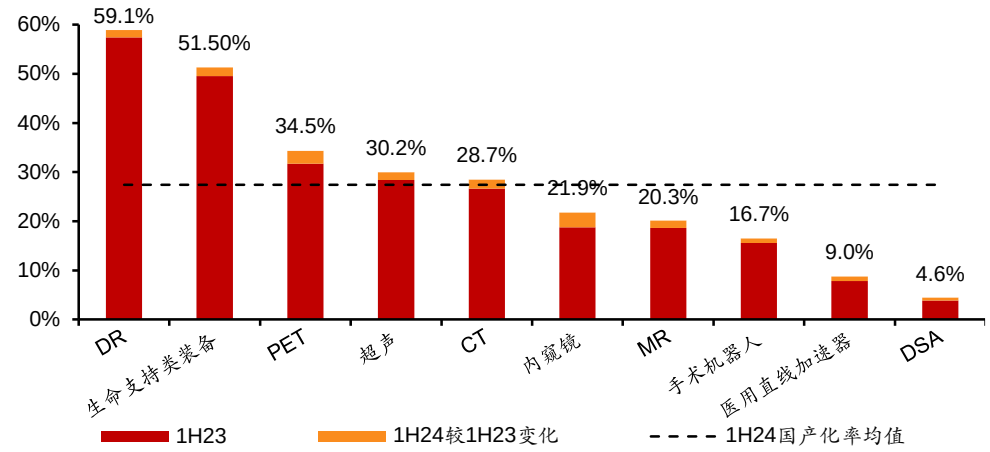
图 37: 各国放疗设备人均保有量



资料来源：DIRAC，医工研习社，招银国际环球市场
注：最新更新日期为 2023.9.3

中国医疗设备的国产化率提升空间广阔。据众成医械统计，截至 1H24，全国公开采购的医疗设备国产化率平均仅为 27%。近年来，国产医学影像设备研发及创新水平持续进步，逐步攻克核心技术，产品性能逐渐获认可。在国家鼓励高端医疗装备发展及鼓励国产替代的政策大背景下，国内医疗设备公司迈向发展黄金期，在 DR、生命支持类设备等部分领域，国产化率快速提升，已超 50%。但医学影像类设备（25.6%）、外科手术设备（22.2%）和放疗设备（10.4%）的国产化率提升仍有较大空间。

图 38: 全国公开采购医疗设备的国产化率（截至 1H24）

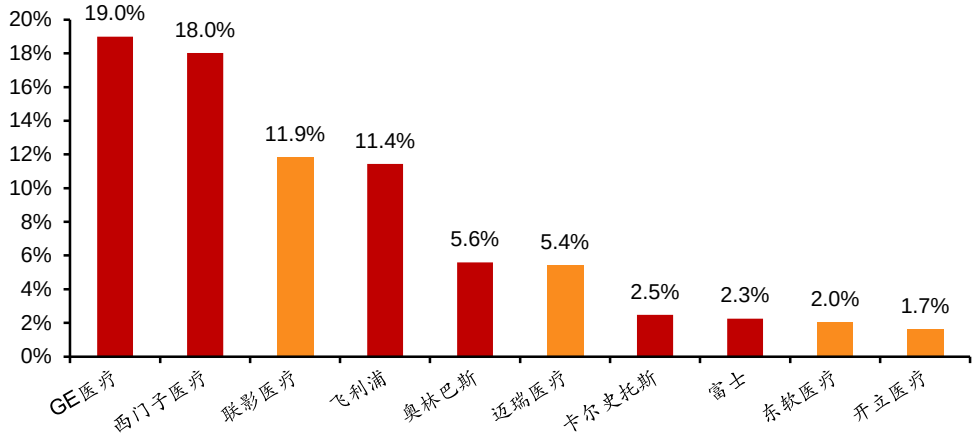


资料来源：众城数科，招银国际环球市场
注：均值计算包含了生命支持类设备（如排痰机、输液泵、监护仪、除颤仪、呼吸机等）、医学影像设备（如 CT、MR、PET、超声、DSA 等）、外科手术设备（激光手术设备、内窥镜、手术机器人等）、放射治疗设备（如医用电子加速器、伽玛射束远距离治疗放疗模拟系统等）。

具体看医学影像设备领域，超声的国产化率为 30.2%，CT 的国产化率仅为 28.7%，MR 的国产化率仅为 20.3%，具备极大的国产替代潜力。国产龙头长期进行自主研发创新，完善产品线布局，已逐步打破进口品牌的垄断局面，市场份额持续提升。比如，联影医疗的产品线已全面覆盖除超声外的医疗影像设备及放射治疗直线加速器，应用场景覆盖实现高中低端市场全覆盖，超声系列产品也临近上市。迈瑞医疗在超高端超声领域陆续取得突破，继 2023 年推出超高端全身超声 Resona A20 系列后，在 2024 年推出超高端妇产超声 Nuewa A20。据众成数科统计，

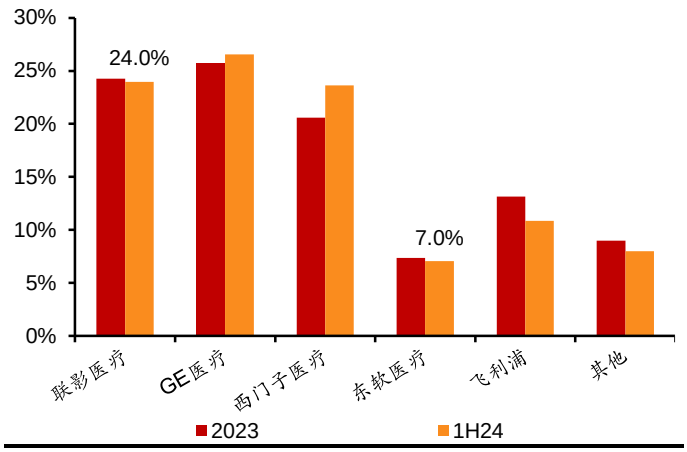
1Q24 联影医疗已成功超越飞利浦，在中国医学影像设备市场的占有率达到 11.9%，排名上升至第三位，迈瑞医疗在中国医学影像设备市场占有率也达到 5.4%。

图 39: 1Q24 中国医学影像设备市场占有率 TOP10



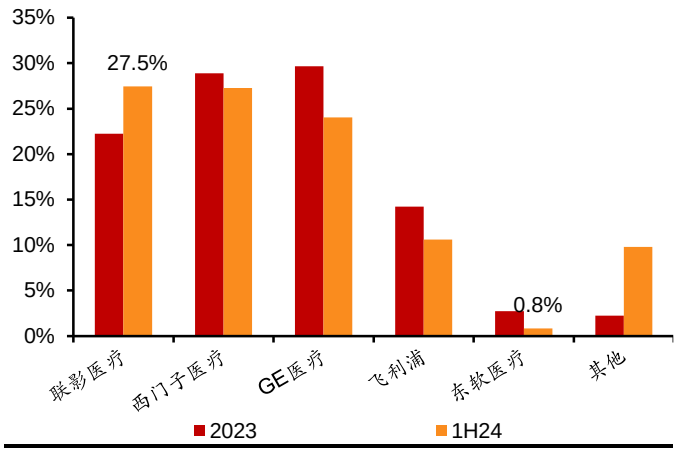
资料来源：众城数科，招银国际环球市场

图 40: 1H24 中国 CT 市场份额



资料来源：医招采，招银国际环球市场

图 41: 1H24 中国 MR 市场份额



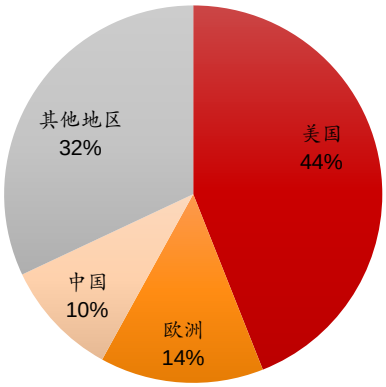
资料来源：医招采，招银国际环球市场

医疗设备海外市场空间广阔，看好中国医疗设备企业的出海发展潜力。弗若斯特沙利文的数据显示，2022 年全球医疗设备市场规模约 2,800 亿美元，其中中国市场仅占 17-18%。然而，中国医疗设备企业的海外市场收入普遍较小。以龙头企业联影医疗和迈瑞医疗为例，1H24 海外收入仅分别占公司整体收入的 39%和 17%，而全球龙头 GE 医疗和西门子医疗的非中国区收入均超过 85%，反映出海外市场仍是医疗设备市场竞争的主战场。中国医疗设备龙头企业不断通过自主创新和海外并购实现技术突破，部分产品的性能已达到甚至赶超全球行业龙头。优秀的产品性能和强大的成本优势为龙头企业的持续海外拓展提供坚实基础。

全球医疗设备市场与药品市场的格局存在差异。美国在全球药品市场占据 44%的份额，占主导地位，主要是由于处方药在美国的价格昂贵。然而，医疗设备在各国价差相对较小，美国市场的占比相对较小。以全球医疗设备巨头西门子医疗的收入占比为例，FY24 美国仅贡献西门子医疗整体收入的 36%。由于海外非美国市场在医疗设备市场容量较大，我们认为中美地缘政治因素对中国医疗设备企业的海外拓展影响相对有限。例如，联影医疗 1H24 的海外收入中，北美市场占比 27.9%，欧洲市场占比 10.0%，亚太市场占比 50.6%，海外收入来源分布相对均衡。

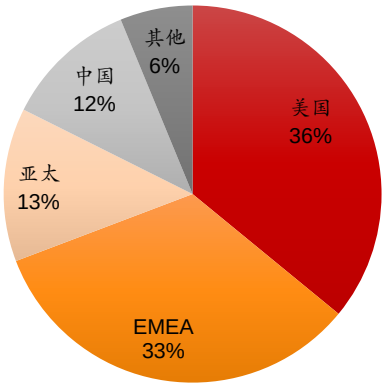
中国医疗设备龙头公司不断加强自身的海外本地化和服务能力，打造自主可控的供应链体系。比如联影医疗的 MR、MI 的主要核心零部件已实现全线自研自产，CT 的核心零部件也部分实现自产。迈瑞医疗通过收购 Hytest 和 DiaSys，实现了在化学发光原材料领域的核心技术自主可控和体外诊断的海外供应链平台。因此，我们认为中国医疗设备龙头企业的全球竞争力有望持续提升，并能更好地应对地缘政治挑战，推动海外收入持续快速增长。

图 42: 全球药品市场按地域拆分（2023 年）



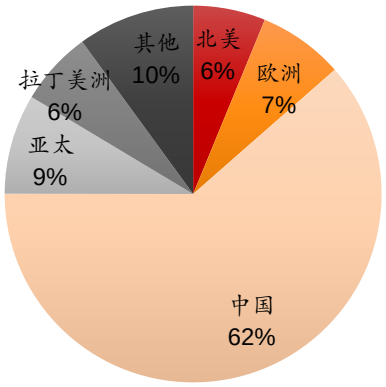
资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

图 43: 西门子医疗收入按地域拆分（FY24）



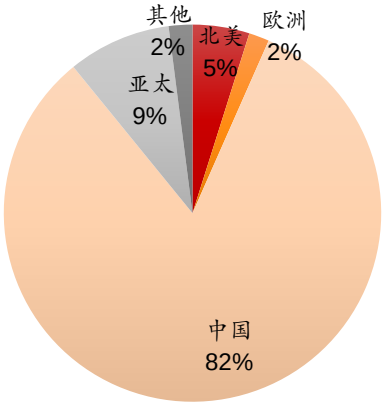
资料来源：西门子医疗，招银国际环球市场

图 44: 迈瑞医疗收入按地域拆分（ 1H24）



资料来源：迈瑞医疗，招银国际环球市场

图 45: 联影医疗收入按地域拆分（1H24）



资料来源：联影医疗，招银国际环球市场

估值

图 46：中国医药行业可比公司

公司	代码	评级	市值 (百万美元)	股价 (LC)	目标价 (LC)	上/下行空间	市盈率（倍） FY25E	市盈率（倍） FY26E	市净率（倍） FY25E	市净率（倍） FY26E	净资产回报率(%) FY25E	净资产回报率(%) FY26E
医疗服务												
锦欣生殖	1951 HK	买入	1,044	2.96	3.33	13%	15.6	13.5	0.7	0.7	4.5	5.0
爱尔眼科	300015 CH	未评级	18,486	14.41	N/A	N/A	35.0	27.4	5.5	4.8	18.4	18.4
海吉亚医疗	6078 HK	未评级	1,252	15.58	N/A	N/A	9.5	7.8	1.2	1.0	12.8	13.3
固生堂	2273 HK	买入	1,025	33.05	56.50	71%	15.6	11.9	2.5	2.1	16.3	18.2
希玛眼科	3309 HK	未评级	318	2.96	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						平均	18.9	15.2	2.4	2.1	13.0	13.7
生物科技												
信达生物	1801 HK	买入	7,923	37.65	55.21	47%	308.5	37.0	4.6	4.1	1.4	10.7
和黄医药	13 HK	买入	2,973	26.55	35.61	34%	59.8	19.4	4.1	3.4	5.1	14.1
诺诚健华	9969 HK	买入	1,814	6.67	9.07	36%	N/A	N/A	1.8	2.0	(7.1)	(5.0)
百济神州	BGNE US	买入	22,113	199.09	276.02	39%	3,263.8	44.1	7.0	5.7	2.4	15.1
君实生物	1877 HK	未评级	3,611	13.12	N/A	N/A	N/A	N/A	2.2	2.0	(10.5)	0.6
再鼎医药	ZLAB US	未评级	3,075	28.31	N/A	N/A	N/A	N/A	8.7	4.3	(43.2)	0.5
荣昌生物	9995 HK	买入	2,226	16.92	21.09	25%	N/A	N/A	4.6	5.3	(55.3)	(43.6)
						平均	**1,210.7**	**33.5**	**4.7**	**3.8**	**(15.3)**	**(1.1)**
CXO												
药明康德	603259 CH	买入	20,264	51.64	72.37	40%	14.0	12.5	2.1	1.9	15.7	15.6
康龙化成	300759 CH	未评级	6,139	27.46	N/A	N/A	25.4	21.6	3.1	2.7	12.4	12.8
凯莱英	002821 CH	未评级	3,904	79.59	N/A	N/A	23.0	18.4	1.5	1.4	6.7	7.7
						平均	**20.8**	**17.5**	**2.2**	**2.0**	**11.6**	**12.0**
医疗器械												
瑛泰医疗	1501 HK	买入	616	27.25	35.04	29%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
微创医疗	853 HK	未评级	1,376	5.80	N/A	N/A	N/A	124.2	1.8	1.8	(10.3)	(14.8)
微创机器人	2252 HK	未评级	1,021	8.18	N/A	N/A	N/A	177.7	N/A	N/A	(45.9)	9.1
威高股份	1066 HK	未评级	2,830	4.87	N/A	N/A	9.1	8.4	0.8	0.7	9.2	9.1
迈瑞医疗	300760 CH	买入	42,705	256.09	328.81	28%	20.0	17.0	6.1	5.1	32.6	32.0
联影医疗	688271 CH	买入	15,870	140.00	162.81	16%	50.6	40.1	4.9	4.4	10.1	11.5
						平均	**26.5**	**73.5**	**3.4**	**3.0**	**(0.9)**	**9.4**
制药企业												
石药集团	1093 HK	买入	7,408	4.93	5.97	21%	9.8	9.0	1.3	1.2	14.0	13.8
恒瑞医药	600276 CH	未评级	42,903	48.90	N/A	N/A	47.2	39.7	6.2	5.5	13.4	14.2
中国生物制药	1177 HK	未评级	7,798	3.23	N/A	N/A	17.5	15.3	1.7	1.6	9.0	9.7
翰森制药	3692 HK	买入	14,383	18.86	24.11	28%	27.2	24.0	3.2	2.9	12.3	12.5
三生制药	1530 HK	买入	1,905	6.19	9.81	58%	6.3	5.8	0.8	0.7	12.7	12.5
						平均	**21.6**	**18.8**	**2.6**	**2.4**	**12.3**	**12.5**
医美企业												
爱美客	300896 CH	未评级	8,652	208.00	N/A	N/A	24.5	20.6	6.2	5.1	27.2	26.5
巨子生物	2367 HK	买入	6,288	47.60	66.15	39%	18.1	14.7	5.7	4.4	32.9	30.9
时代天使	6699 HK	未评级	1,256	57.55	N/A	N/A	55.5	36.9	2.5	2.3	4.0	6.3
						平均	**32.7**	**24.1**	**4.8**	**3.9**	**21.4**	**21.2**

资料来源：彭博、招银国际环球市场 (基于 2024 年 12 月 5 日午市收市价)

中国装备制造板块 优于大市

冯键崚, CFA - waynefung@cmbi.com.hk

新兴市场是主要增长动力；中国市场有望企稳

我们预计中国工程机械制造商的全球扩张将在 2025 年继续，中东、非洲、拉美等新兴市场将为各类机械提供爆发性增长潜力。在中国，我们预计更新换代周期加上政府加大政策刺激力度将有助于稳定机械需求，尽管我们的行业模型尚未加入进取的假设。从细分市场来看，我们预计挖掘机将在 2025 年在中国和出口市场实现双增长，而其他机械在海外的增长将好于中国。我们的首选股是**中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）**，主要由于公司通过全系列产品深入推进新兴市场。同时，基于中联过往在企业行动上的良好往绩，我们认为 12 月开始的股票回购（H 股）是一个好的指标。我们同时看好**三一重工（600031 CH, 买入）**，主要由于挖掘机收入占比较高（分部利润约占 50%）（相关报告）。我们继续看好**浙江鼎力（603338 CH，买入）**在海外高空作业平台市场拓张的强劲执行力（相关报告）。

美国潜在的新关税影响有限

市场一直担心 2025 年美国关税的不确定性。然而，我们认为对中国工程机械制造商的实际影响有限，主要由于（1）大多数中国工程机械制造商在美国市场的收入占比较低；（2）(2) 部份中国企业已制定应对计划，例如直接扩大在美国工厂的生产，以减轻潜在的影响。

新兴地区值得关注

沙特通过提高非石油产业贡献率不断实现经济多元化。“沙特 2030 愿景”带来的建设活动将继续为中国承包商以及机械/重卡制造商提供快速增长的市场。在非洲，中非合作论坛北京行动计划（2025-27）提到中国政府将增加对非洲的资金支持，将有助于增加能源和基础设施投资，我们预期这将为中国制造商潜在业务提供能见度。

挖掘机：预计 2025 年销量同比增长 12%（国内销量+出口）

出口方面，我们预计销售同比增长 15%。在中国，随着行业进入更新周期以及中大型挖掘机复苏，我们预计挖掘机国内销量将同比增长 10%。

重卡：预计 2025 年同比增长 10%（国内销售+出口）

与国三相比，国四重卡的保有量规模要大得多（约占重卡保有量的 30%），因此我们认为，设备更新政策能否大规模延伸至国四重卡将成为 2025 年提振需求的关键。我们已经看到一些省份在 2024 年开始为 NES IV 卡车更换提供补贴，我们预计 2025 年会有更多省份跟进。我们对重卡出口市场持谨慎态度，因为俄罗斯作为中国重卡的主要市场，在高基数和高进口报废税（自 2024 年 10 月开始上调）的影响下可能会进一步下降。我们相信中国重卡品牌在俄罗斯的成长故事已经结束。

估值表

图 1: 同业估值对比

股票代码	公司	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/(下行)	市值 (百万美元)	市盈率 (x) FY24E	市盈率 (x) FY25E	市净率(x) FY24E	市净率(x) FY25E	股息率 (%) FY24E
港股											
631 HK Equity	三一国际	买入	4.86	7.20	48%	2,007	7.8	6.6	1.1	1.0	3.7
1157 HK Equity	中联重科	买入	5.38	6.80	26%	7,950	12.5	9.2	0.8	0.7	6.3
2338 HK Equity	潍柴动力	买入	11.30	17.70	57%	15,502	8.1	7.9	1.1	1.0	6.2
3808 HK Equity	中国重汽	持有	21.75	21.40	-2%	7,716	9.8	9.1	1.3	1.2	5.1
564 HK Equity	郑煤机		10.10	-	-	3,067	4.5	4.3	0.8	0.7	8.6
	平均						**8.5**	**7.4**	**1.0**	**0.9**	**6.0**
A股											
000338 CH Equity	潍柴动力	买入	13.60	17.90	32%	15,566	10.4	10.2	1.4	1.3	4.8
601100 CH Equity	恒立液压	买入	54.81	64.00	17%	10,143	26.7	23.9	4.5	4.0	1.4
603338 CH Equity	浙江鼎力	买入	62.80	75.00	19%	4,389	15.1	13.1	3.0	2.6	1.9
600031 CH Equity	三一重工	买入	16.89	21.00	24%	19,756	24.0	19.5	2.0	1.9	1.7
000157 CH Equity	中联重科	买入	7.03	10.50	49%	7,983	17.5	12.9	1.1	1.0	4.5
000425 CH Equity	徐工机械	-	7.98	-	-	13,014	14.3	11.3	1.6	1.4	2.7
000528 CH Equity	柳工	-	11.62	-	-	3,182	14.7	10.9	1.3	1.2	2.2
603638 CH Equity	艾迪精密	-	17.20	-	-	1,990	41.1	35.8	4.0	3.7	0.7
600761 CH Equity	安徽合力	-	18.35	-	-	2,256	11.2	9.8	1.7	1.5	3.0
603298 CH Equity	杭叉集团	-	17.86	-	-	3,229	11.6	10.0	2.3	1.9	2.6
000951 CH Equity	中国重汽	-	17.11	-	-	2,774	14.3	11.5	1.3	1.2	3.6
301039 Ch Equity	中集车辆	-	9.88	-	-	2,751	14.2	11.4	1.1	1.1	3.3
601717 CH Equity	郑煤机	-	12.98	-	-	3,080	6.2	6.0	1.1	0.9	6.2
600582 CH Equity	天地科技		6.34	-	-	3,621	10.0	9.4	1.0	0.9	n/a
	平均						**16.5**	**14.0**	**2.0**	**1.8**	**3.1**
海外工程机械											
CAT US Equity	CATERPILLAR INC	-	395.0	-	-	190,721	18.1	18.0	10.3	9.2	1.4
DE US Equity	DEERE & CO	-	444.0	-	-	121,478	22.8	19.8	6.2	6.0	1.4
CMI US Equity	CUMMINS INC	-	379.6	-	-	52,074	18.5	17.0	4.9	4.1	1.8
6305 JP Equity	HITACHI CONST	-	3,489.0	-	-	4,850	8.5	8.1	0.9	0.9	4.8
6301 JP Equity	KOMATSU LTD	-	4,119.0	-	-	25,313	10.0	9.8	1.2	1.1	4.1
042670 KS Equity	DOOSAN INFRACORE	-	6,980.0	-	-	960	9.9	7.2	0.7	0.7	1.8
VOLVB SS Equity	VOLVO AB-B	-	286.8	-	-	52,885	11.5	11.6	3.1	2.9	6.0
	平均						**14.2**	**13.1**	**3.9**	**3.6**	**3.0**
海外液压											
PH US Equity	PARKER HANNIFIN	-	696.2	-	-	89,610	26.1	23.7	6.4	5.7	0.9
7012 JP Equity	KAWASAKI HVY IND	-	6,242.0	-	-	6,774	13.6	11.5	1.5	1.3	2.3
7242 JP Equity	KYB CORP	-	2,542.0	-	-	829	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
6474 JP Equity	NACHI-FUJIKOSHI	-	3,015.0	-	-	486	23.8	11.1	0.4	0.4	3.3
6268 JP Equity	NABTESCO CORP	-	2,410.0	-	-	1,886	30.8	21.8	1.1	1.1	3.3
	平均						**23.6**	**17.0**	**2.4**	**2.1**	**2.5**
海外高空作业平台											
TEX US Equity	TEREX CORP	-	52.9	-	-	3,536	8.7	9.4	1.8	1.5	1.3
OSK US Equity	OSHKOSH CORP	-	106.6	-	-	6,938	9.4	9.7	1.7	1.5	1.7
LNR CN Equity	LINAMAR CORP	-	61.5	-	-	2,713	6.4	6.2	0.6	0.6	1.6
PIG FP Equity	HAULOTTE GROUP	-	2.6	-	-	86	5.2	5.1	0.4	0.4	2.6
6345 JP Equity	AICHI CORP	-	1,398.0	-	-	674	17.4	16.0	n/a	n/a	2.9
	平均	-					**9.4**	**9.3**	**1.1**	**1.0**	**2.0**

资料来源：彭博、公司资料、招银国际环球市场预测

注：对于覆盖股票，盈利预测为招银国际市场预测

美国潜在新关税政策对中国工程机械制造商的影响有限

市场一直担忧 2025 年美国关税的政策不确定性，然而我们认为美国关税政策对中国工程机械制造商的实际影响有限，主要因为：（1）大多数中国工程机械制造商在美国市场的收入占比较低；（2）中国制造商也普遍制定了应对关税的计划。

浙江鼎力：对美依赖度较高但关税的影响有限

美国是鼎力的重要市场，我们估算鼎力 2024 年前三季度约 30%的收入来自美国。尽管潜在的关税提升可能会对鼎力造成负面影响，但实际上这一影响会被近期反倾销税率下调所抵消（从 31.54%降至 12.39%，下调了 19 个百分点）。因此，只要未来关税增幅低于 19%，鼎力的情况并不会恶化。而在最悲观的情景下，未来关税增幅超过 19%，鼎力则可以选择通过升级其在美国的生产基地以满足“美国制造”从而缓解关税影响。

三一重工：对美国市场依赖度低，而且可选择在美国本地化生产

三一重工来自美洲（包括北美和南美）的收入仅占其工程机械总收入~10%。鉴于三一重工在美国已拥有生产基地，我们认为三一重工可以通过扩大美国本土生产的方式缓解关税影响。

三一国际：美国市场销售占比~2%

三一国际在美国销售的主要为物流机械。展望未来，公司可通过其美国和印度生产基地向美国市场供货，以降低潜在的关税影响。

中联重科：目前美国市场销售占比不足 1%

中联重科位于墨西哥的高空作业平台工厂设计年产值约为 10 亿元人民币（假设满负荷生产；该工厂的设计年产值相当于中联重科收入~2%）。墨西哥工厂产品将供应北美和南美市场。若美国实施不合理的高关税政策，我们预计中联重科或将调整销售策略，将销售重点转向其他地区。

江苏恒立：墨西哥工厂或受潜在的关税政策冲击

恒立位于墨西哥的新工厂预计可实现 4.5 亿美元（约合 32 亿元人民币）的年产值（假设满负荷生产）。该工厂产品将在投产后供应大客户卡特彼勒。若美国对墨西哥产品施加 25%的关税，我们估计恒立需承担部分关税负担。

图 2:中国主要工程机械制造商的海外收入占比

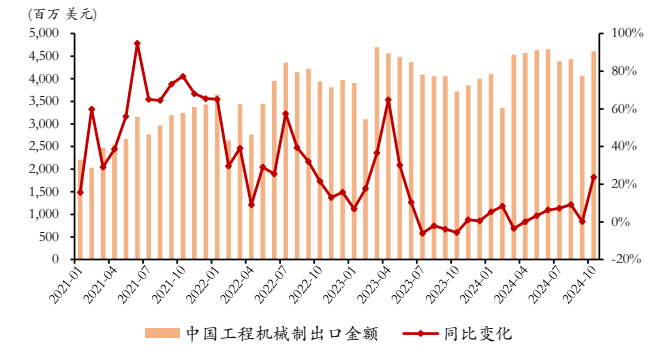
公司	股票代码	海外收入占比		
		2022	2023	1H24
浙江鼎力	603338 CH	65%	64%	77%
三一重工	600031 CH	47%	61%	62%
中联重科	1157 HK / 000157 CH	24%	38%	49%
中国重汽	3808 HK	47%	36%	45%
徐工集团	000425 CH	30%	40%	44%
三一国际	631 HK	27%	31%	36%
恒立液压*	601100 CH	22%	22%	-
潍柴动力**	2338 HK / 000338 CH	54%	53%	52%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

注：*部分国内销售最终成为销售至海外的最终产品

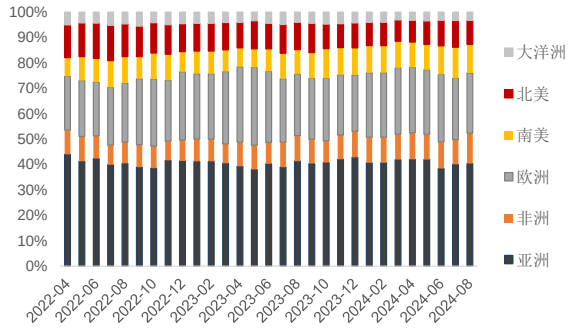
** 潍柴持有凯傲(KGX GR)46.5%股权，为该公司海外收入的主要来源。调整权益后的凯傲收入，加上潍柴直接和间接出口，我们估计潍柴海外收入占总收入的 30-40%

图 3: 中国工程机械制出口金额



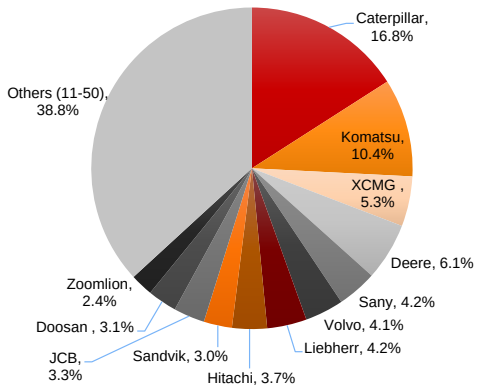
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国工程机械制出口金额 (地区分布)



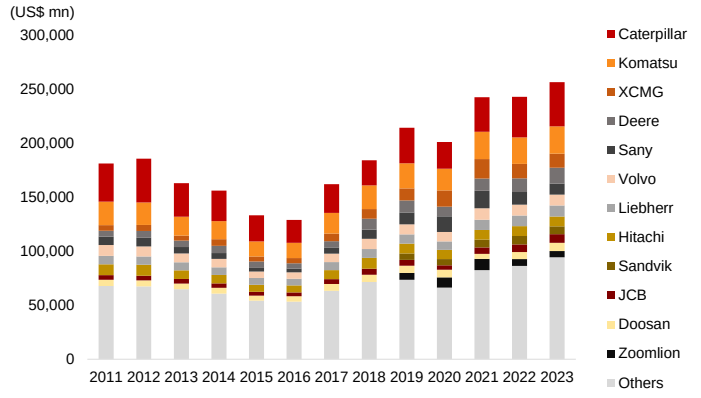
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 5: 2023 年全球工程机械制造商市占率（按收入）



资料来源：Yellow Table, 招银国际环球市场

图 6:全球工程机械制造商收入趋势



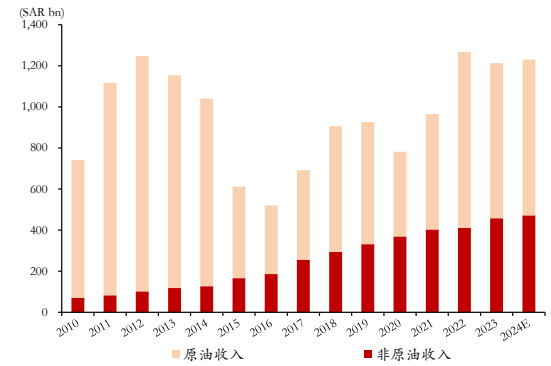
资料来源：Yellow Table, 招银国际环球市场

沙特阿拉伯：多元化经济转型将为中国工程机械制造商带来商机

沙特阿拉伯近年来逐渐摆脱以往对石油产业的高度依赖，开始向收入来源多元化的经济结构转型。根据沙特财政部，2024 年政府的非石油收入预计将占其总收入的 38%，较 2014 年的 12%显著提高。2024 年 11 月，穆迪将沙特的信用评级从 A1 上调至 Aa3，以反映其经济多元化的转型成果。

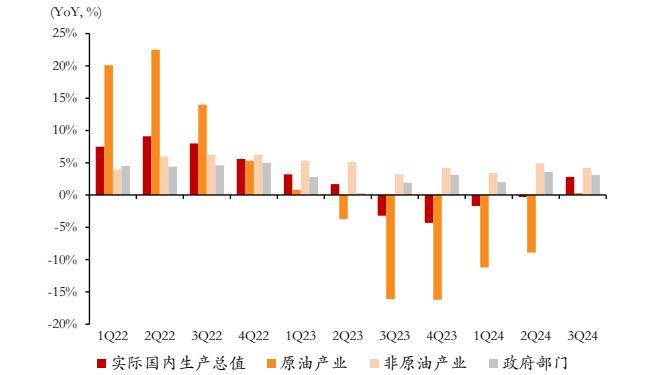
沙特财政部预计 2024 年沙特 GDP 增长仅为 0.8%，主要受油价下跌拖累，尽管非石油经济仍具备韧性。展望 2025E，沙特预计 GDP 增速将达到 4.6%，主要由政府支出和非石油行业拉动。2025E 预算支出预计同比增长 2.7%至 12,850 亿沙特里亚尔（约合 3,469.5 亿美元），预算赤字占 GDP 的 2.3%。沙特财政部计划在未来几年内继续维持 2%-3%的预算赤字，以支持非石油行业发展。

图 7: 沙特阿拉伯政府收入明细



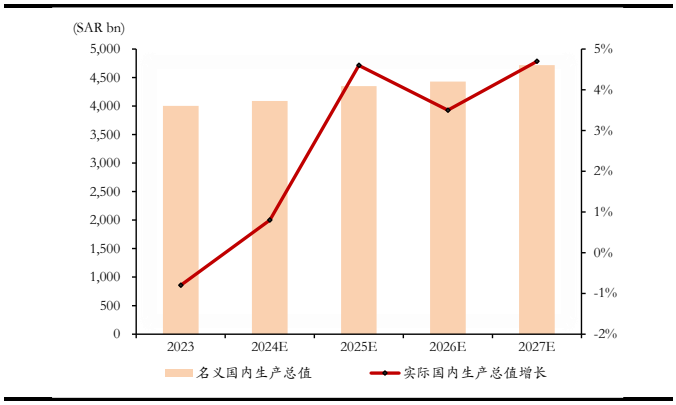
资料来源: 沙特阿拉伯财政部，招银国际环球市场

图 8: 沙特阿拉伯 GDP 增速（行业划分）



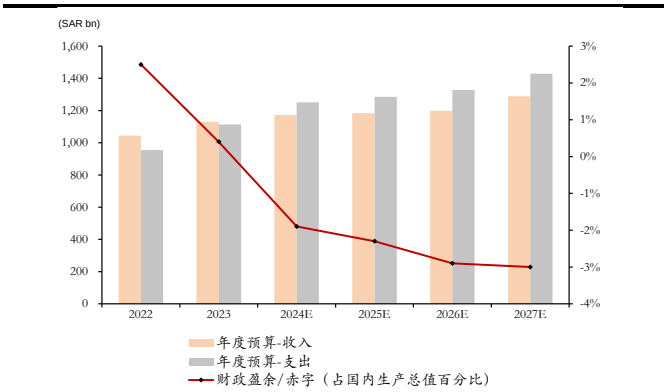
资料来源: 沙特阿拉伯统计局，招银国际环球市场

图 9: 沙特阿拉伯 GDP 预测



资料来源: 沙特阿拉伯财政部，招银国际环球市场

图 10: 沙特阿拉伯支出与预算预测



资料来源: 沙特阿拉伯财政部，招银国际环球市场

沙特正在积极建设超级项目

根据 Knight Frank，在“沙特 2030 愿景”框架下，沙特正在推进建设总价值高达 1.3 万亿美元的超级项目（如 NEOM、Qiddiya、Red Sea Global 等）。截至 2024 年，这些超级项目已签署了价值 1,640 亿美元的建设合同。其中，**中国建筑（601668 CH，未评级）**中标了位于沙特首都利雅得的建设合同；合同价值 20.8 亿美元，为截至当时全年中标金额最大的合同。

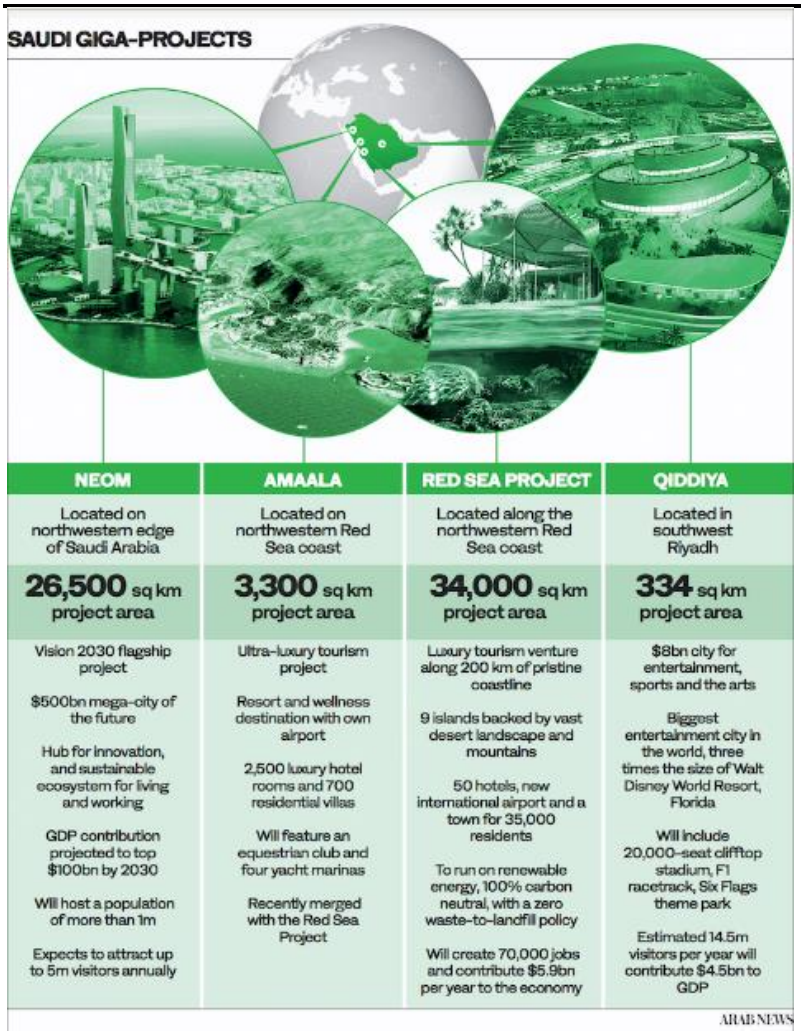
作为“沙特 2030 愿景”的另一重点，“住房计划”目标在 2018-2025E 年间建造 30 万套住房单位。2024 年，中国建筑和中国机械设备工程各中标建设 2 万套住房单位，总计建设数量占“住房计划”规划目标的 10%以上。展望未来，沙特计划还在 2025E-2030E 年间再落成 30 万套住房单位，以实现住房自有率达 70%的长期目标。

同时，沙特还计划启动新的人工智能项目“超越计划”（Project Transcendence）。该项目将由沙特公共投资基金（PIF）提供高达 1,000 亿美元的资金支持，旨在发展 AI 基础设施，将沙特打造成中东的科技中心。

体育与娱乐领域方面，沙特将在 2030 年举办世界博览会，其占地 600 万平方米展览场地在建中。此外，为了承办 2034 年世界杯，沙特计划新建 11 座足球场（其中 3 座在建中）。

沙特超级项目的建设将为中国工程机械制造商提供重要商机。中联重科、三一重工及徐工集团均已在沙特积极扩大市场份额。

图 11: 沙特阿拉伯 2030 愿景构想图



资料来源: 沙特新闻网，招银国际环球市场

非洲：中国工程机械制造商将受益于不断深化的中非合作

2024 年中非合作论坛（FOCAC）进一步彰显了中国对非投资与支持的承诺。根据中非合作论坛北京行动计划（2025-2027），中方承诺在未来 3 年向非洲提供 3,600 亿元人民币（折合约 490 亿美元）额度的资金支持，支持额度显著高于 2021 年中非合作论坛上所提出的额度。

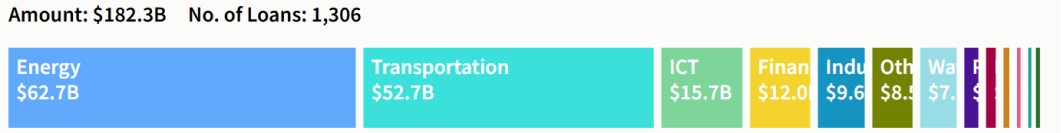
图 12: 中国在中非合作论坛上提出的对非资金支持承诺

	2018年中非合作论坛	2021年中非合作论坛	2024年中非合作论坛峰会
投资与资金支持	(1) 中方将鼓励中国企业扩大对非投资，在非洲新建和升级一批经贸合作区，推动中国企业未来3年对非洲投资不少于100亿美元 (2)中方将提供200亿美元信贷资金额度，支持设立100亿美元的中非开发性金融专项资金	(1) 中方未来3年将推动企业对非洲投资总额不少于100亿美元，特别在制造业、农业、绿色经济、数字经济等领域扩大投资 (2) 中方将向非洲金融机构提供100亿美元授信额度，重点支持非洲中小企业发展 (3) 中方愿从国际货币基金组织增发的特别提款权中拿出100亿美元转借给非洲国家	未来3年中方愿提供3600亿元人民币额度的资金支持，包括提供2100亿元人民币信贷资金额度和800亿元人民币各类援助、推动中国企业对非投资不少于700亿元人民币
农业	中方向非洲国家提供10亿元人民币紧急粮食援助		中方向非洲国家提供10亿元人民币紧急粮食援助
贸易	中方支持设立50亿美元的自非洲进口贸易融资专项资金	(1) 中方将提供100亿美元贸易融资额度，用于支持非洲出口 (2) 中方目标未来3年从非洲进口总额达到3000亿美元	中方目标到2030年非洲农产品对华出口额达200亿美元
发展合作	中方将向非方提供150亿美元的无偿援助、无息贷款和优惠贷款		

资料来源：FOCAC, 招银国际环球市场

根据波士顿大学全球发展中心统计，在 2000 年到 2023 年间，中方对非提供的贷款主要流向能源与交通领域，分别占总信贷规模的 34%和 28%。

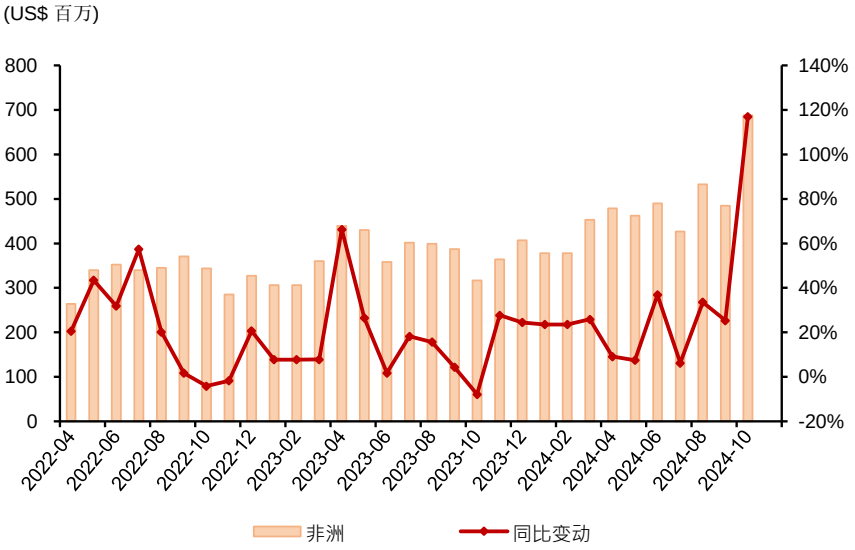
图 13: 按行业分类中国对非贷款（2000-2023）



资料来源：波士顿大学全球发展中心统计、招银国际环球市场

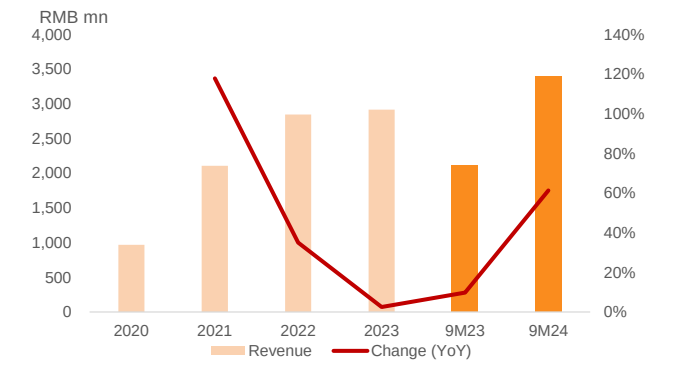
2024 年中非合作论坛强调了中方对非洲的基础设施投资，尤其是在物流、矿业和能源领域。我们预计非洲基建计划所带来的新增订单量将有利于中国承包商，进而利好已逐步在非洲地区布局的中国工程机械制造商与重型卡车制造商。

图 14: 中国工程机械对非洲出口金额



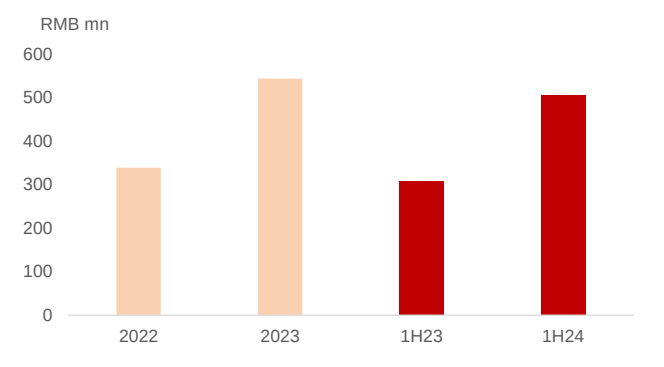
资料来源：Wind、招银国际环球市场

图 15: 三一重工在非洲地区的收入



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 16: 三一国际在非洲地区的收入



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

挖掘机：预计 2025 年国内销售与出口将实现 12%同比增长

中国国内挖掘机销量于 2024 年 3 月实现转正（同比变化），标志国内需求出现反转，其主要受益于市政工程拉动了小型挖机销售复苏，从而部分抵消了地产投资疲软的拖累。2024 年 1-11 月，国内挖掘机销量同比增长 11%，达到 9.1 万台。

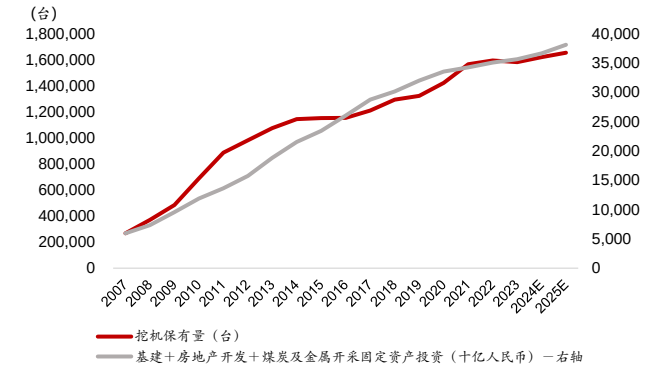
挖掘机出口方面，2024 年 8 月开始转为增长，结束此前连续 14 个月的同比下降。2024 年 1-11 月，挖掘机出口量 9.1 万台，同比降幅收窄至 6%，占中国挖掘机总产量的一半。

我们的预测：

我们预计 2025 年挖掘机销售量（包括国内销售与出口）将实现 10%同比增长。

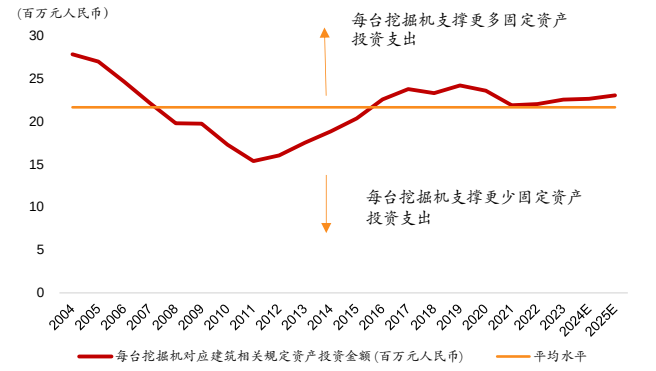
- **中国市场：我们预计挖掘机国内销量在 2025 年同比增长 10%至 10.8 万台。**我们认为基础建设投资增速将弥补地产投资疲软的影响。根据我们的行业模型测算，每台运营中的挖掘机对应的建设类固定资产投资（即基础设施、地产和采矿投资的加总）从 2019 年的峰值 2,400 万元下降到 2022 年的 2,200 万元，但预计 2024E 将逐步恢复至 2,260 万元（数字越高代表供应越紧）。我们保守地预计未来每台挖掘机对应的固定资产投资将上升至 2,300 万元以上。结合潜在的设备替换需求开始启动周期以及中大机型需求回升，我们预计在 2025E 国内挖掘机销量将同比增长 10%。
- **出口市场：我们预计 2025 年挖掘机出口同比增长 15%至 11.5 万台。**我们预计中东、非洲、南美、印度和印尼等新兴市场将继续是主要市场。我们注意到，根据小松统计，2024 年 10 月美国和印尼的挖掘机利用小时数均有所回升，相信是新机销售潜力的积极信号。

图 17: 挖掘机保有量与建设类固定资产投资对比



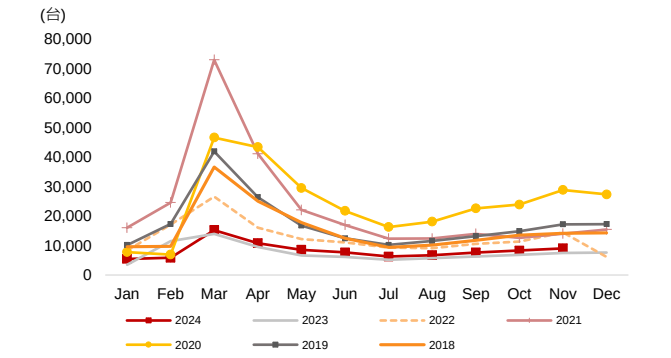
资料来源：中国工程机械工业协会、Wind、招银国际环球市场

图 18: 运营中挖掘机的单位建设类固定资产投资



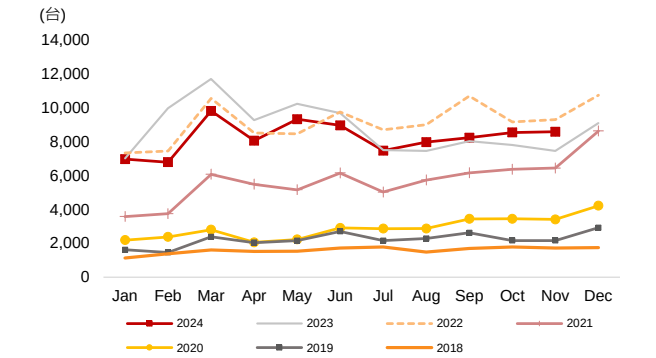
资料来源：中国工程机械工业协会、Wind、招银国际环球市场
注：建设类固定资产投资 = 基础设施投资+地产投资+采矿投资

图 19: 中国挖掘机月度销量



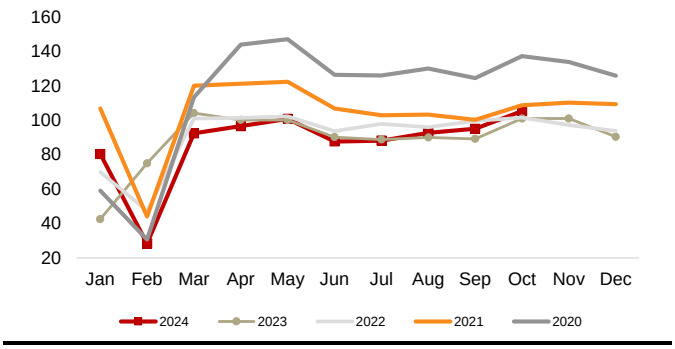
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 20: 中国挖掘机月度出口量



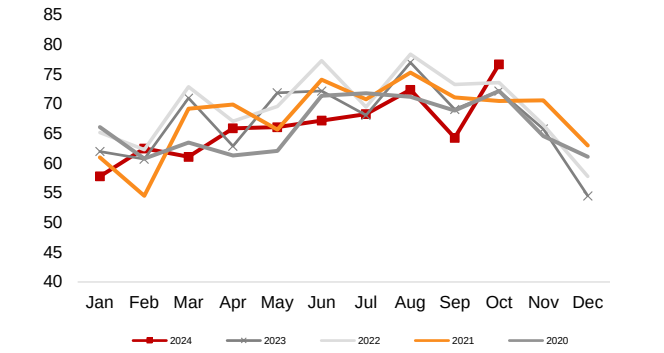
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 21: 小松挖掘机在中国的月度利用小时数



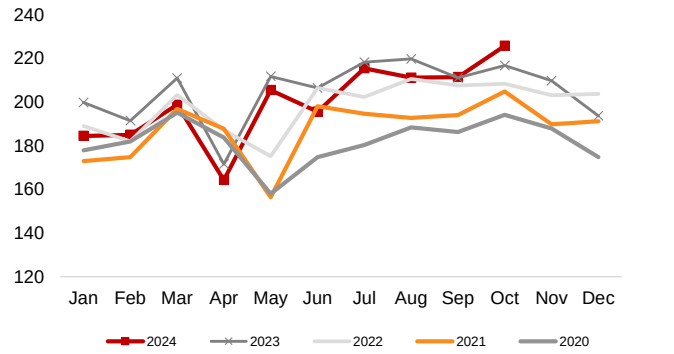
资料来源：Komatsu, 招银国际环球市场

图 22: 小松挖掘机在北美的月度利用小时数



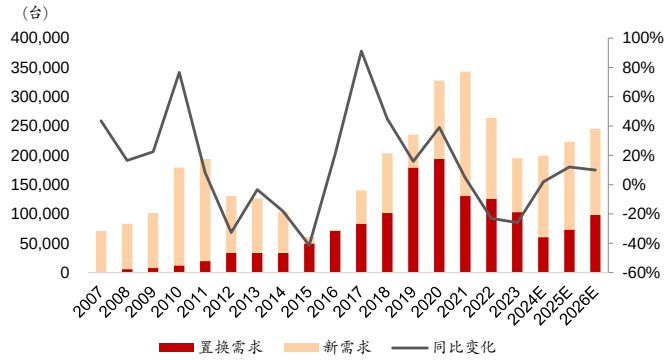
资料来源：Komatsu, 招银国际环球市场

图 23: 小松挖掘机在印尼的月度利用小时数



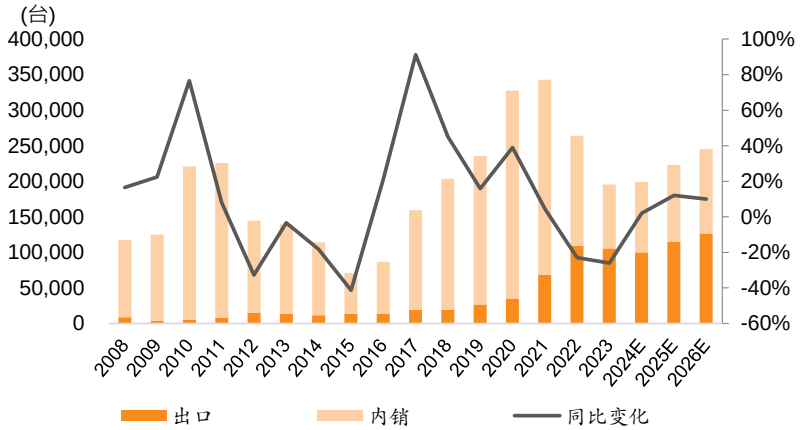
资料来源：Komatsu, 招银国际环球市场

图 24: 招银国际环球市场对挖掘机销量的预测



资料来源：中国工程机械工业协会、Wind、招银国际环球市场预测

图 25: 招银国际环球市场对挖掘机销量的预测（按地区拆分）



资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场预测

汽车起重机和塔式起重机：出口驱动增长

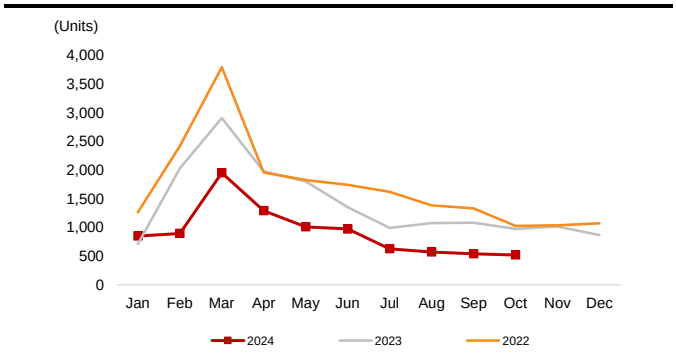
中国市场：国内汽车起重机和塔式起重机需求仍疲弱，2024 年 1-10 月的销量同比分别下降 38%和 67%。塔式起重机需求在各类主要工程机械中尤为疲软，因其需求高度依赖于房地产投资（接近 100%）。

出口市场：汽车起重机出口在 2024 年 1-10 月同比增长 20%，尤其在 3Q24 增速加快。自 8 月份以来，其月度出口销量已超过国内销量。塔式起重机出口表现优于国内销量，在 2024 年 1-10 月同比降幅仅为 2%。不过，塔式起重机的出口仅占总销量的 25%。

我们的预测：

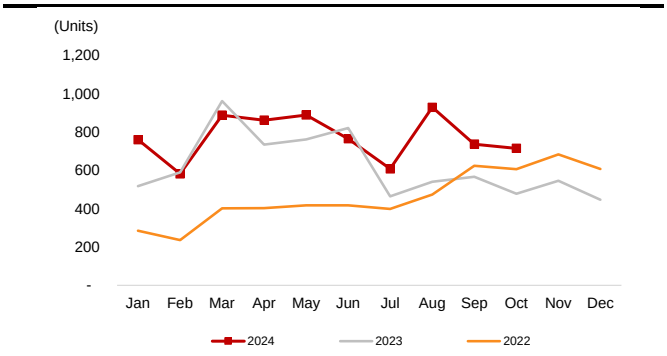
- 汽车起重机：我们预计 2025 年总销售量（国内销量加出口）同比增长 5%，其中出口增长约 10%，国内销量保持稳定。
- 塔式起重机：我們预计 2025 年塔式起重机总销售量（国内销量加出口）将保持不变。我们假设出口增长 5%，但受国内疲弱需求拖累所抵消，主要由于中国房地产在建面积仍然继续承压。

图 26: 中国汽车起重机国内销量



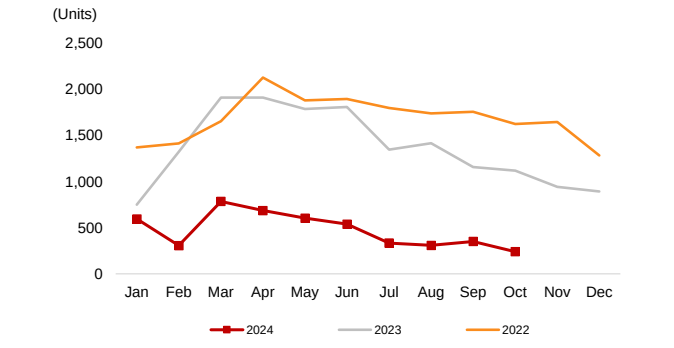
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 27: 中国汽车起重机出口量



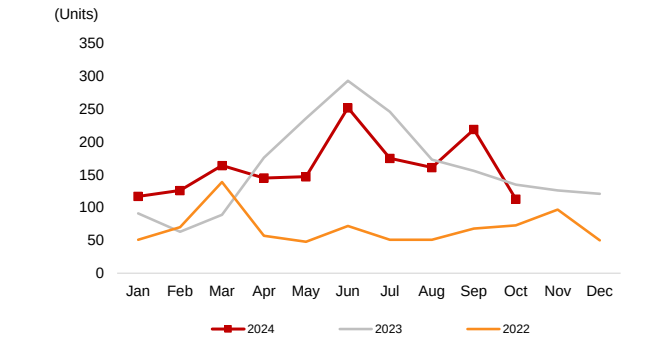
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 28: 中国塔式起重机国内销量



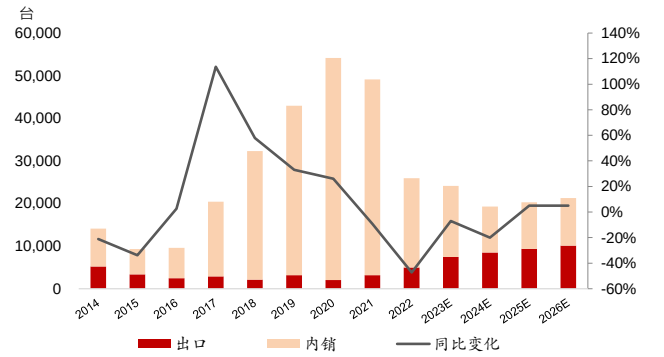
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 29: 中国塔式起重机出口量



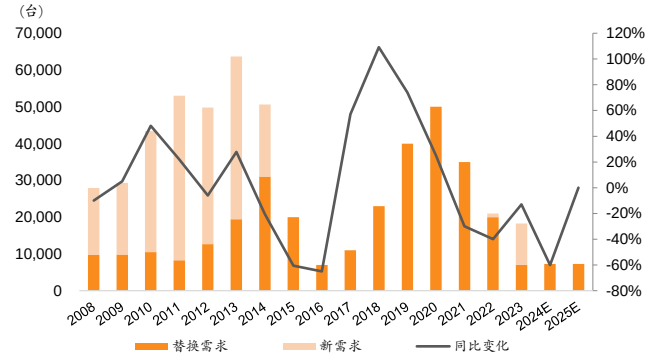
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 30: 招银国际环球市场对卡车起重机销量的预测



资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场预测

图 31: 招银国际环球市场对塔式起重机销量的预测



资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场预测

高空作业平台

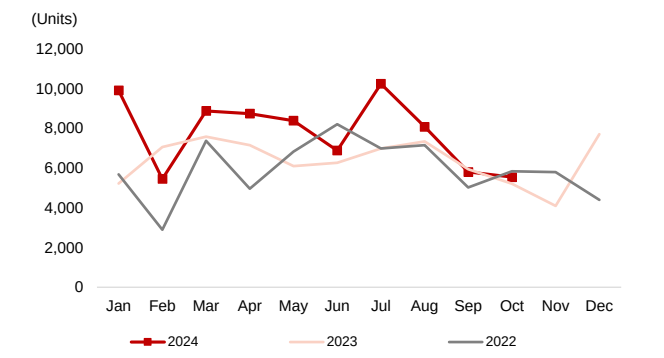
中国市场：根据中国工程机械协会数据，自 2023 年中期以来，中国高空作业平台销量持续走弱，2024 年 1-10 月同比下滑 34%。宏信建发（9930 HK，买入）和华铁应急（603300 CH，未评级）等主要高空作业平台租赁公司因高空作业平台供给过剩，继续保持严格的资本支出控制，因此我们预计 2025 年高空作业平台市场将继续走弱，预计销量将同比下降约 10%，至约 7.7 万台。

海外市场：与国内疲软的需求相比，高空作业平台的出口表现更具韧性。根据中国工程机械工业协会数据，2024 年 1-10 月，中国的高空作业平台出口同比增长 20%。展望 2025 年，我们预计高空作业平台出口将同比增长 15%。

美国市场：主要得益于数据中心、半导体工厂、电动车与电池工厂等超大型建设项目的拉动，高空作业平台租赁公司，如 United Rentals （URI US，未评级），仍然能够提升了高空作业平台租金。至于美国本土的中小型项目，考虑到特朗普就任后的政策不确定性，部分项目决策出现延迟。我们预计 2025E 高空平台需求将主要集中在下半年发力。

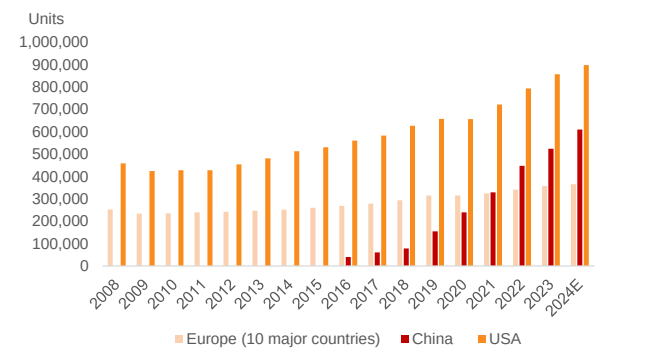
欧洲市场：我们预计高空作业平台需求受相对疲软的宏观经济影响而继续走弱。不过，考虑到欧洲在 11 月已经确定了对中国高空作业平台征收的反倾销税，市场的不确定性已得到消除。格外值得关注的是，鉴于浙江鼎力的反倾销税率最少（为 20.7%，显著低于同业），相比于中国同业公司将享受竞争优势。至于其他中国生产商，如中联重科，欧盟的反倾销政策将加速其高空平台业务产能在海外的本地化进程，已避开关税的影响。

图 32: 中国高空作业平台出口量



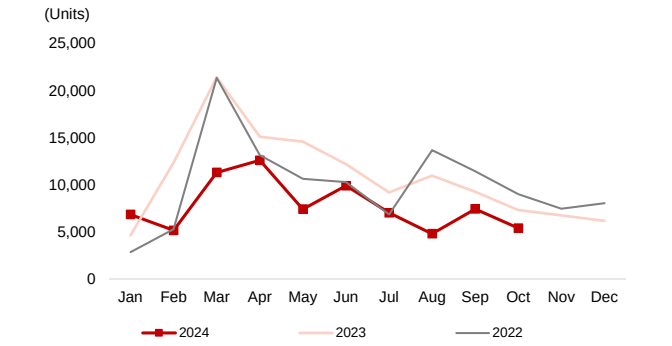
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 33: 高空作业平台保有量区域分布



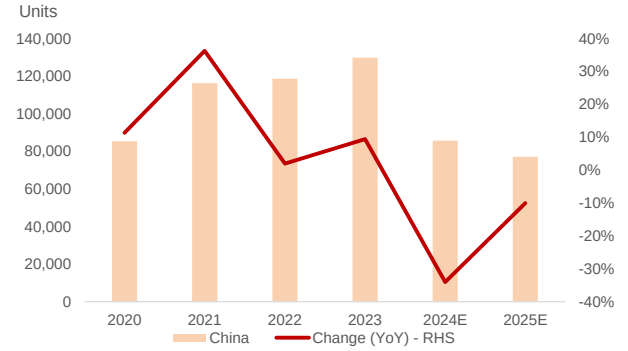
资料来源：The International Powered Access Federation (IPAF)、中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 34: 中国高空作业平台月度销量



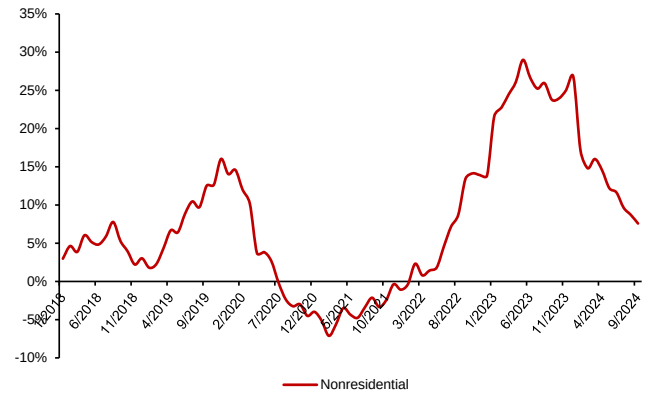
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场

图 35: 招银国际环球市场对中国高空作业平台销量预测



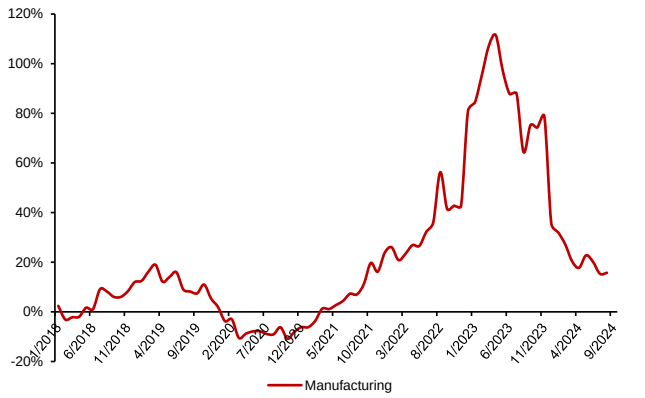
资料来源：中国工程机械工业协会、招银国际环球市场预测

图 36: 美国非住宅支出增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 37: 美国制造业支出增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 38: 欧盟对中国高空作业平台制造商的反倾销税

Company	AD duties
Dingli	20.7%
Oshkosh JLG (Tianjin)	22.5%
Terex (Changzhou)	22.9%
Sinoboom	49.3%
Other cooperating companies	30.2%
All other companies	49.3%

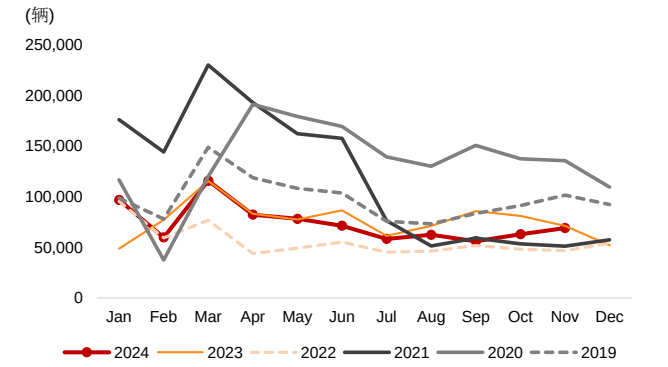
资料来源：公司资料、Access Briefing、招银国际环球市场

重卡：预计国内市场在以旧换新补贴政策下将有所改善

我们的预测：我们预计 2024 年重卡销量（国内销量加出口）将同比下滑 5%，但在 2025/26 年则有所恢复，分别同比增长 10%/9%，达到 95.4 万台和 100 万台。

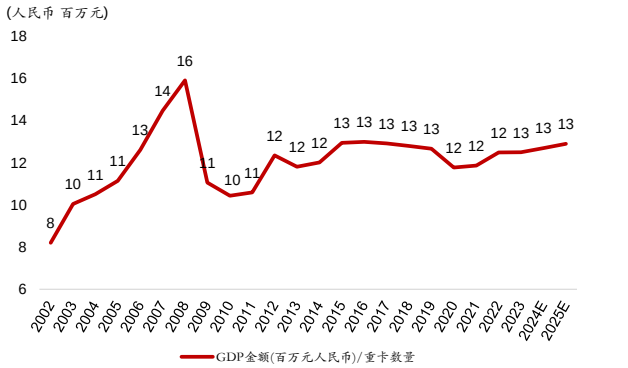
中国市场：在 2024 年中推出的设备以旧换新政策尚未显着拉动重卡需求，我们认为主要原因包括：（1）卡车车主信心不足；（2）国三重卡的保有量规模有限（约有 20 万台，根据我们的预测，仅占重卡总保有量的~2%）。展望 2025 年，由于国四重卡保有量规模更大（我们预计其占重卡总保有量的~30%），因此我们认为未来以旧换新补贴政策拓展到国四重卡，将成为刺激需求的关键所在。事实上，我们观察到部分省份和城市已经在 2024 年率先推出针对国四重卡的以旧换新补贴政策，我们相信在 2025 年会有更多的地方政府跟进。

图 39: 中国重卡月度销量



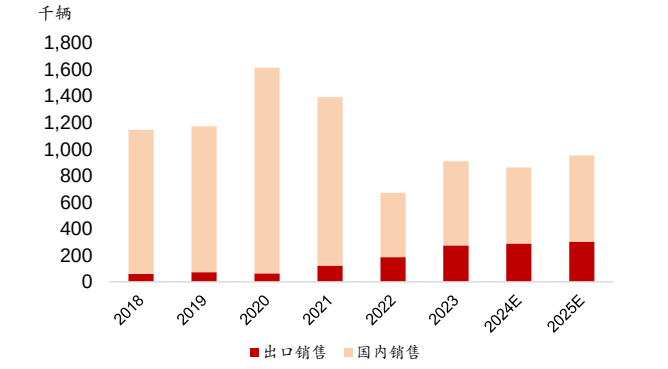
资料来源：第一商用车, Wind, 招银国际环球市场
注：国内销售加出口

图 40: 运营中重卡的单位 GDP 产出



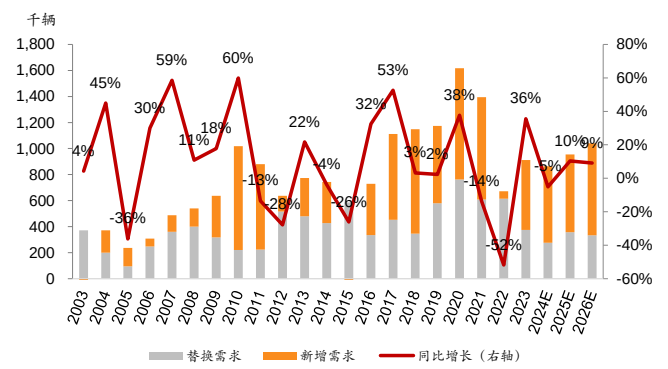
资料来源：第一商用车, Wind, 招银国际环球市场

图 41: 中国重卡国内销量与出口量



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 42: 招银国际环球市场对重卡的销量预测



资料来源：第一商用车, Wind, 招银国际环球市场预测
注：国内销售加出口

图 43: 国四重卡以旧换新补贴政策

省份	城市	政策有效期	车型	补贴类别	补贴（万元/车）
	北京市	26/8/2024-10/12/2024	重型卡车	报废	4.5
				更新新能源	9.5
				报废国四+更新国六	8.5
			中型卡车	报废	2.5
				更新新能源	3.5
			轻型卡车	报废	1.5
				更新新能源	2.0
			新能源冷链货车购置		3.5
山西省			重型卡车	报废（提前满1年）	1.2
				报废（提前满2年）	3.5
				报废（提前满4年以上）	4.5
				更新国六（2轴）	4.0
				更新国六（3轴）	5.5
				更新国六（4轴及以上）	6.5
				更新新能源（2轴）	7.0
				更新新能源（3轴）	8.5
				更新新能源（4轴及以上）	9.5
			中型卡车	报废（提前满1年）	1.0
				报废（提前满2年）	1.8
				报废（提前满4年以上）	2.5
				更新国六	2.5
				更新新能源	3.5
			新能源冷链货车购置		3.5
江苏省		7/3/2024-31/12/2024	重型卡车	报废（提前满1年）	1.2
				报废（提前满2年）	3.5
				报废（提前满4年以上）	4.5
				更新国六（2轴）	4.0
				更新国六（3轴）	5.5
				更新国六（4轴及以上）	6.5
				更新新能源（2轴）	7.0
				更新新能源（3轴）	8.5
				更新新能源（4轴及以上）	9.5
			中型卡车	报废（提前满1年）	1.0
				报废（提前满2年）	1.8
				报废（提前满4年以上）	2.5
				更新国六	2.5
				更新新能源	3.5
			新能源冷链货车购置		3.5
浙江省	上海市	15/8/2024-31/12/2028	重型卡车	报废（2013年及以前）	2.2
				报废（2014年及以前）	3.2
				报废（2015年及以前）	4.1
				报废（2016年及以后）	5.0
				更新新能源（大于等于280kWh）	630元/kWh
				更新新能源（小于280kWh）	600元/kWh
			中型卡车	报废（2013年及以前）	1.2
				报废（2014年及以前）	1.6
				报废（2015年及以前）	2.0
				报废（2016年及以后）	2.5
				更新新能源（大于等于70kWh）	450元/kWh
				更新新能源（小于70kWh）	400元/kWh
	杭州市	13/5/2023-30/6/2024	重型卡车	报废（车龄不足8年）	4.4
				报废（车龄满8年不足9年）	3.7
				报废（车龄满9年不足10年）	3.0
			中型卡车	报废（车龄不足8年）	3.1
				报废（车龄满8年不足9年）	2.6
				报废（车龄满9年不足10年）	2.1
			轻型卡车	报废（车龄不足8年）	1.7
				报废（车龄满8年不足9年）	1.5
				报废（车龄满9年不足10年）	1.3
	宁波市	1/1/2024-12/31/2024	重型卡车	报废（车龄不足7年）	5.7
				报废（车龄满7年不足8年）	5.0
				报废（车龄满8年不足9年）	4.0
				报废（车龄满9年不足10年）	3.3
				报废（车龄10年及以上）	2.8
			中型卡车	报废（车龄不足7年）	2.2
				报废（车龄满7年不足8年）	1.8
				报废（车龄满8年不足9年）	1.6
				报废（车龄满9年不足10年）	1.4
				报废（车龄10年及以上）	1.3
福建省	龙岩市	31/7/2024-31/12/2024	重型卡车	报废（提前满1年）	1.2
				报废（提前满2年）	3.5
				报废（提前满4年以上）	4.5
				更新国六（2轴）	4.0
				更新国六（3轴）	5.5
				更新国六（4轴及以上）	6.5
				更新新能源（2轴）	7.0
				更新新能源（3轴）	8.5
				更新新能源（4轴及以上）	9.5
			中型卡车	报废（提前满1年）	1.0
				报废（提前满2年）	1.8
				报废（提前满4年以上）	2.5
				更新国六	2.5
				更新新能源	3.5
			新能源冷链货车购置		3.5

资料来源：地方政府、招银国际环球市场

天然气重卡：2025 年存在不确定性

由于液化天然气与柴油的价差在 3Q24 收窄（从 1H24 的 0.64 收窄至 3Q24 的 0.71，数字越低，价差越大），天然气重卡销量在 3Q24 扭转了上半年的增长趋势。2024 年 1-9 月，天然气重卡占重卡总销量的~21%。

然而，最新的已重新擴大至 0.65。对于重卡买家而言，若基于当前天然气价格（约 6.8 元/kg）和柴油价格（约 4.5 元/升）计算，天然气重卡的投资回收期为 2.6 年，低于柴油重卡的投资回收期的 3.2 年。因此，我们预计在 2025 年初天然气重卡需求将反弹。

但考慮到 2024 年新能源重卡销量大幅上涨的背景下，我们預計天然气重卡的市场份额将会新能源重卡蚕食，因此我们预计在 2025E 天然气重卡销量占比将下降至 15%~20%。

图 44: 柴油价格对投资回收期的敏感性分析

		Transport service income (RMB / tonne km)				
		0.243	0.2565	**0.27**	0.2835	0.297
	5.5	4.5	3.2	2.4	2.0	1.7
	6.2	5.8	3.8	2.8	2.2	1.8
Diesel price	**6.8**	8.1	4.6	**3.2**	2.5	2.0
(RMB/litre)	7.5	13.5	6.0	3.8	2.8	2.2
	8.2	40.4	8.5	4.7	3.3	2.5

资料来源：招银国际环球市场 注：指柴油重卡

图 45: 液化天然气价格对投资回收期的敏感性分析

		Transport service income (RMB / tonne km)				
		0.243	0.2565	**0.27**	0.2835	0.297
	3.6	3.5	2.8	2.3	2.0	1.7
	4.0	3.9	3.0	2.5	2.1	1.8
LNG price	**4.5**	4.3	3.3	**2.6**	2.2	1.9
(RMB/kg)	4.9	4.8	3.6	2.8	2.3	2.0
	5.3	5.5	3.9	3.0	2.5	2.1

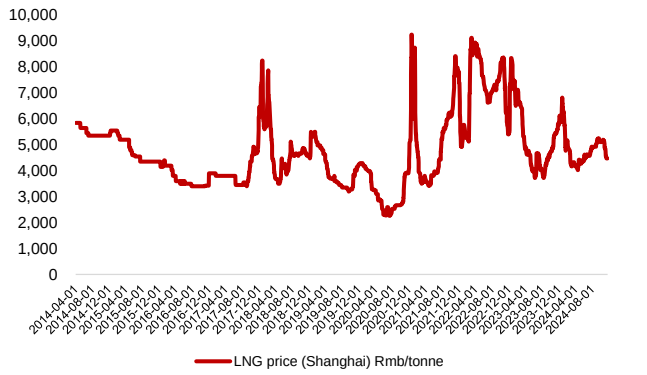
资料来源：招银国际环球市场 注：指天然气重卡

图 46: 山东地区柴油价格



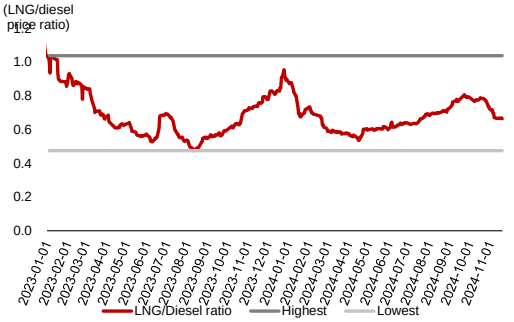
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 47: 上海地区液化天然气价格



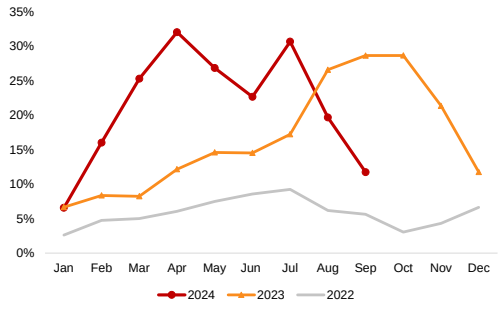
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 48: 液化天然气与柴油价格比



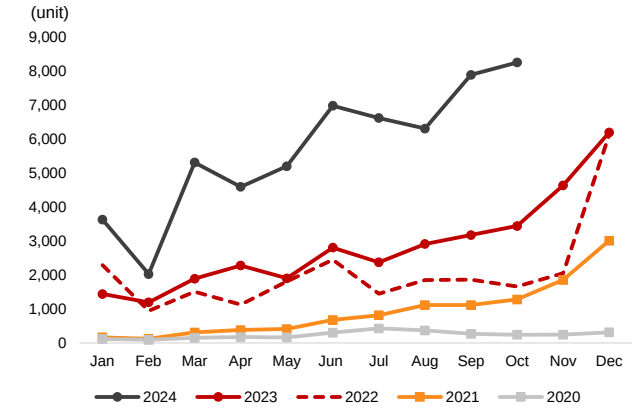
资料来源：Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 49: 天然气重卡占重卡总销量的比例



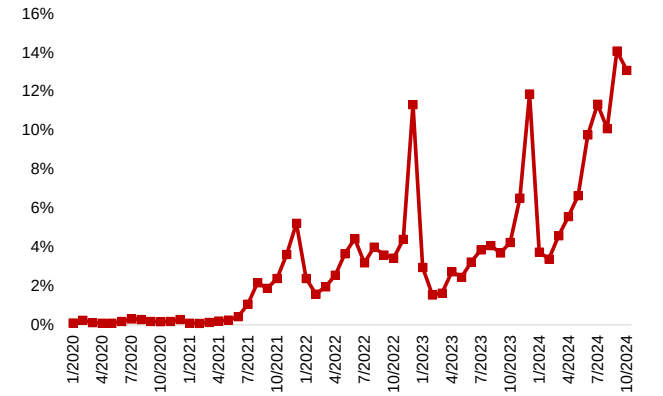
资料来源：Wind, Cvworld, 招银国际环球市场

图 50: 新能源重卡占重卡总销量的比例



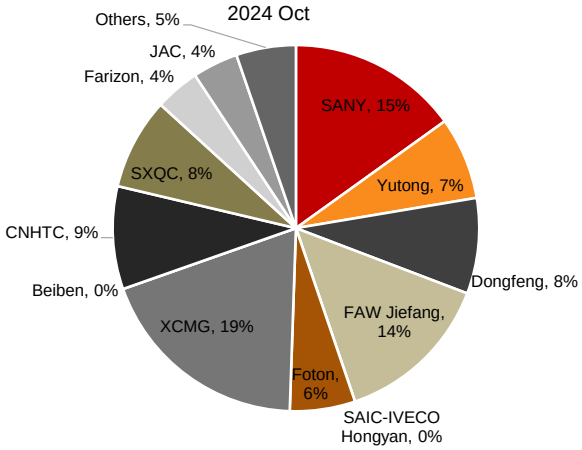
资料来源：Cvworld, 招银国际环球市场

图 51: 新能源重卡占重卡总销量的比例



资料来源：Wind, Cvworld, 招银国际环球市场

图 52: 新能源重卡品牌在中国市场的份额（2024 年 10 月）



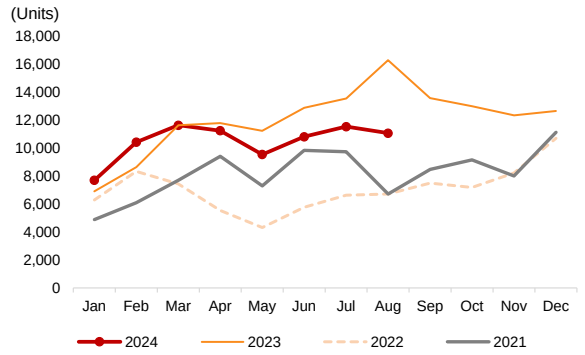
资料来源：Cvworld, 招银国际环球市场

俄罗斯市场：中国重卡出口已见顶

俄罗斯是中国重卡最大的出口目的地。基于我们的测算，在 2024 年 8 月中国品牌占俄罗斯重卡市场的~67%，创历史新高。然而，为了保护本土生产商，俄罗斯政府于 2024 年 10 月进一步抬升了向进口卡车和重型机械征收的进口报废税。除此之外，根据 ASM Holding，自 2024 年 4 月份以来，俄罗斯重卡销量已持续下降，7 月/8 月降幅同比为 15%/32%。我们预计未来 12 个月内受高基数效应，俄罗斯重卡销量将继续下降。

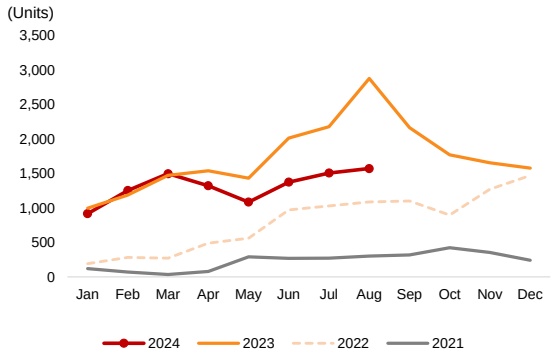
我们预计受高基数效应以及高进口报废税的影响，未来对俄罗斯的重卡出口将继续下降。我认为中国重卡品牌在俄罗斯的增长故事已经到达尾声。

图 53: 俄罗斯卡车月度销量



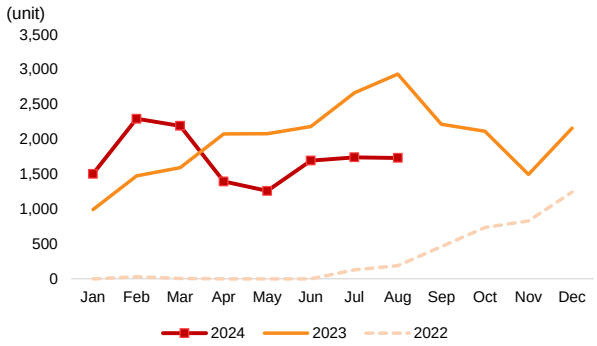
资料来源：ASM Holding, 招银国际环球市场

图 54: 陕汽在俄罗斯的销量



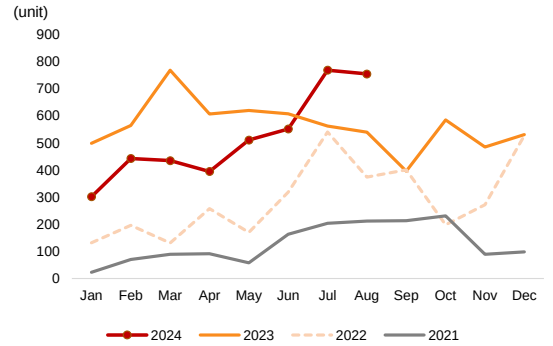
资料来源：ASM Holding, 招银国际环球市场

图 55: 中国重汽 SITRAK 品牌在俄罗斯的销量



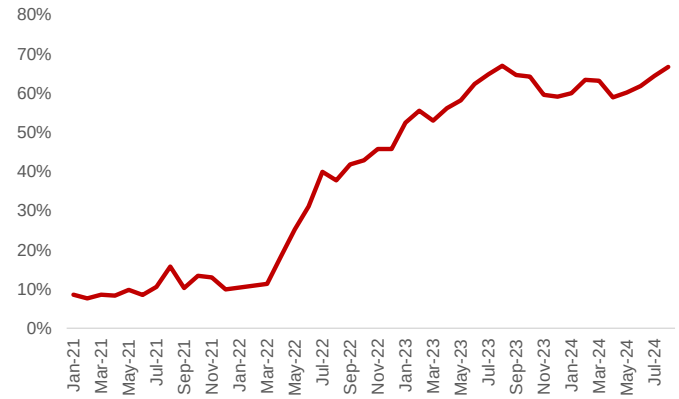
资料来源：ASM Holding, 招银国际环球市场

图 56: 中国重汽 HOWO 品牌在俄罗斯的销量



资料来源：ASM Holding, 招银国际环球市场

图 57: 中国品牌在俄罗斯重卡市场的份额



资料来源：ASM Holding, 招银国际环球市场

中国天然铀板块

优于大市

冯键嵘, CFA: waynefung@cmbi.com.hk

天然铀受惠于全球核电未来十年的结构上升周期

我们通过拆解两个时间阶段对未来 15 年的天然铀供需关系进行全面分析：在中期视角下(2024E-29E)，由于核电和天然铀矿具备长周期属性，因此需求端和供给端的发展已有相对确定的规划。我们通过自下而上的方式测算供需关系，判断在全球核电发展重启以及天然铀供应不稳的背景下，天然铀供应紧张的状态将至少持续至 2028 年。在长期视角下(2030E-40E)，我们判断，天然铀价格需保持高企才足以激励更多铀矿开发，以满足（1）人工智能、（2）全球减碳、（3）能源自主，以及（4）小型模块化核电(SMR)渐趋普及的因素下全球电力需求的大幅提升。**中广核矿业(1164 HK, 买入)**和 **Cameco (CCJ US, 未评级)**将会成为主要受惠者。

全球核电重回增长通道。根据 IAEA 和 WNA，截至 2024 年 9 月全球共有 62 个在建核电机组，其中大多数将在 2029 年前投入运营。我们基于在建项目的建设进度，同时考虑美国和日本潜在的复工项目，预计 2024E-29E 每年新增核电机组分别达 7、10、9、15、8 和 8 座，平均每年新增核电装机容量将达到 11 GW，远超 1988-23 年每年平均的 2.1 GW。年末核电机组净容量将从 2024 年的 376 GW 上升至 2029 年的 432 GW。如果仅考虑在建项目和计划项目，我们预计 2040 年核电容量将达 500 GW，对应天然铀需求 92,000 tU (2024 年预计为 61,586tU)。上述的基础情景测算可以理解为未来核电发展的“下限”情况，实际发展情况可能更为乐观。

2028 年前天然铀供需缺口仍然较大，将继续支持铀价。我们测算 2024-2028 年的一级供需缺口将分别达到 12,433 tU、9,763 tU、7,738 tU、4,371 tU 和 1,228 tU。总体供需失衡的情况虽相对于前几年有所缓解，但由于供需缺口将持续消耗二级供应，加上一级供应持续受到种种因素的干扰,供需缺口或有机会再度扩大。

中广核矿业(1164 HK, 买入) - 中广核矿业，通过和哈原工(KAP)的两家合营公司持有四个位于哈萨克的低成本铀矿，将受惠于铀价上升的长期趋势。我们假设 2024 年全年平均铀价为 85 美元/lb (同比上升 30%+)，2025/26 年每年上升 8%。我们预测 2026 年盈利将有机会较 2023 年翻倍。给予买入评级，3x 净现值(NPV)目标价 2.36 港元 (详见 11 月 19 日公司首次覆盖报告”低成本铀矿具优势”)。

Cameco (CCJ US, 未评级) - 在地缘政治因素推动供应链安全的背景下，Cameco 作为欧美地区的头部天然铀和核燃料公司值得关注。天然铀生产方面，Cameco 是世界第二大生产商（2023 年），依托旗下高品位铀矿，并通过构建以长期合约为主的合约组合，Cameco 有效地控制了单位天然铀利润的下行风险，且能享受其随天然铀价格上涨而带来的上行空间。我们观察到，股价的关键催化剂为近期美国因数据中心发展对潜在核电装机有所提升。除天然铀生产外，Cameco 已全面覆盖核燃料周期各生产环节，涵盖转化、浓缩、制备，将持续受益于核电行业的上升趋势。

天然铀市场复苏背景

2022 年前的天然铀市场

核能发电作为天然铀最主要的下游应用，其需求变化直接影响了天然铀价格的变动方向。2000-2007 年，核电发展稳定以及大宗商品超级周期拉动了天然铀价格上涨；而在 2011 年福岛核电事故后，全球核电发展受到压制，天然铀价格受拖累进入下行通道。

从供给周期的维度，历史上的供给冲击一方面在天然铀需求旺盛的市场环境下加速了价格的上升趋势，另一方面在天然铀需求疲弱的市场环境下缓解了价格下跌趋势。2000-2007 年天然铀价格处于上升通道，大型铀矿 McArthur River Mine、Cigar Mine、Range Mine 受天气影响减产，进一步催化了天然铀价格的上涨；之后在天然铀价格持续疲软的情景下，2017 年世界最大的铀矿 McArthur River Mine 宣布停产，以及 2020 年全球铀矿供给受疫情影响生产受限，供给端的冲击缓冲了天然铀价格的下跌。

2022 年后的天然铀市场

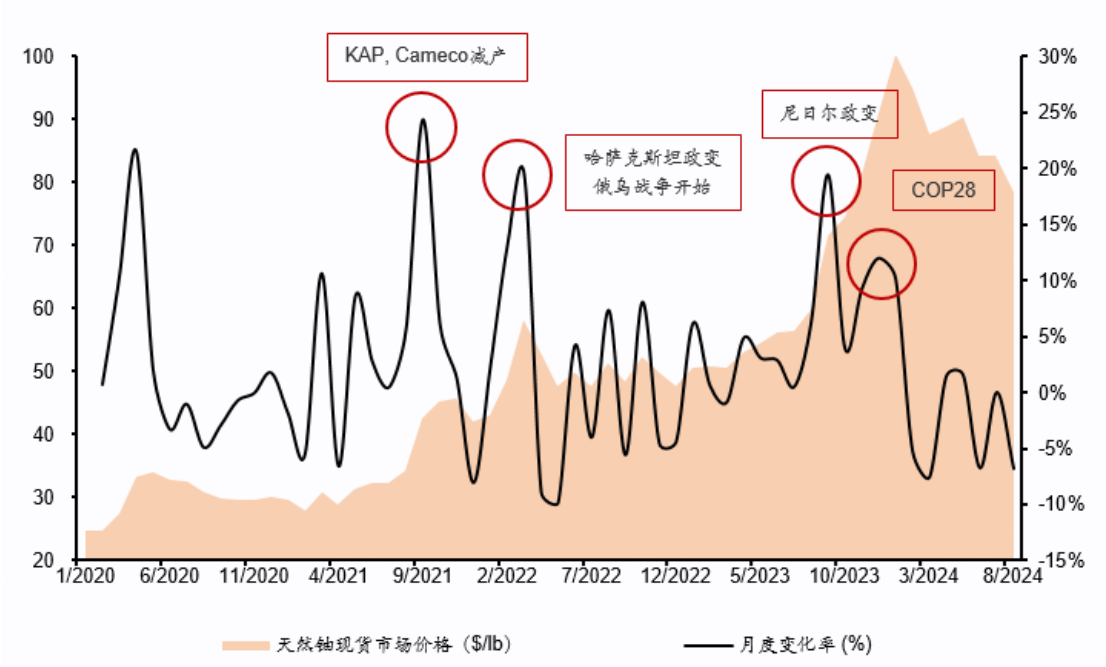
自 2022 年以来，天然铀价格进入上升通道，部分原因来自供给端冲击，包括主要天然铀生产商宣告减产，以及主要铀矿所处国家发生政治动荡。

但我们认为价格变动来源于更为深刻的需求变化，即在政策方面核电取得了各国政府更深入的重视：第一，俄乌战争让各国政府意识到能源安全的重要性，建设独立、自给、多元的能源供应体系已经上升到国家安全的高度；第二，COP28 上所提出的 3 倍核电目标充分彰显了各国政府发展核电以应对气候变化的决心。

由于核电行业对资本、基础设施、供应链、人才都有相当高的要求，核电的发展离不开政府的强力支持。因此，核电行业的发展显著地受政策驱动，政策的方向直接影响核电公司对未来的预期；而核电公司对未来的预期能够反映在天然铀现货市场与长贸市场的交易量上。在核电装机量基本无变化的情况下，天然铀长贸市场交易量在天然铀总交易量的占比大幅提升，2022 年和 23 年分别同比增加 24 个百分点和 11 个百分点，分别达到 65%和 74%。天然铀长贸市场的交易量占比已提升至 2011 年福岛核电事故之前的水平。重新活跃的长贸市场体现了公共事业公司对未来核电发展的乐观预期。

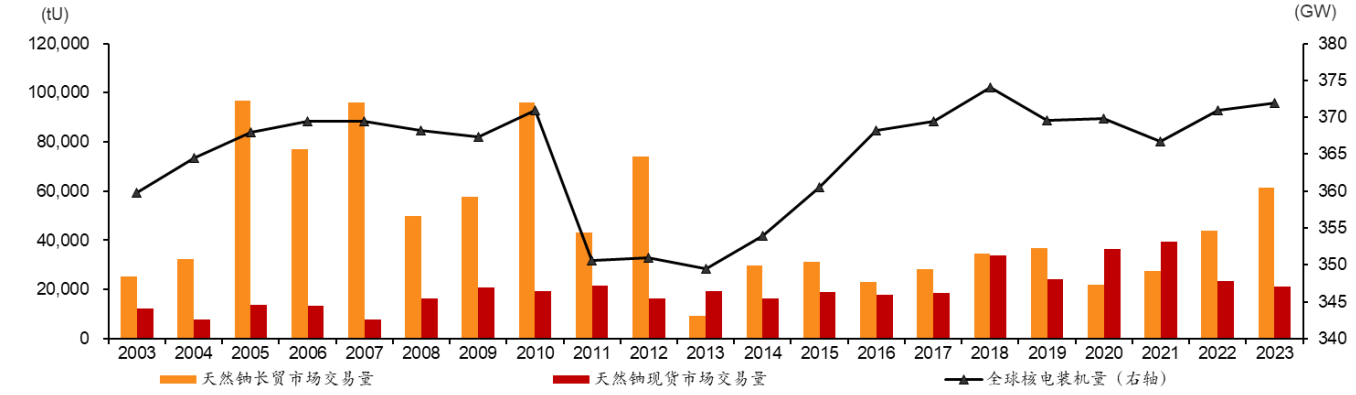
值得一提的是，据 UxC 统计，1H24 的现货市场交易量和长贸市场的交易量都有所下滑，分别为 8,462 tU 和 12,308 tU，同比减少 2,692 tU 和 32,692 tU。长贸市场交易量下降的原因主要有两方面：其一，1H23 欧洲市场为减少对俄依赖，大幅增加了天然铀的采购，因此形成较高基数；其二，1H24 美国政府对俄罗斯的制裁政策以及制裁豁免条款的实践标准仍有部分不确定性，因此美国公共事业公司总体采取观望态度，减缓了对天然铀的长期采购。我们预计，对俄制裁的豁免条款的实践标准真正落地后，美国公共事业公司仍将增加在长贸市场的购置活动。

图 1: 2020 年后天然铀现货价格主要催化剂



资料来源：Cameco, UxC, TradeTech, 招银国际环球市场预测

图 2: 天然铀现货市场、长贸市场交易量及全球核电装机量



资料来源：IAEA, Cameco, UxC, 招银国际环球市场预测

天然铀中期供需关系（2024E-29E）

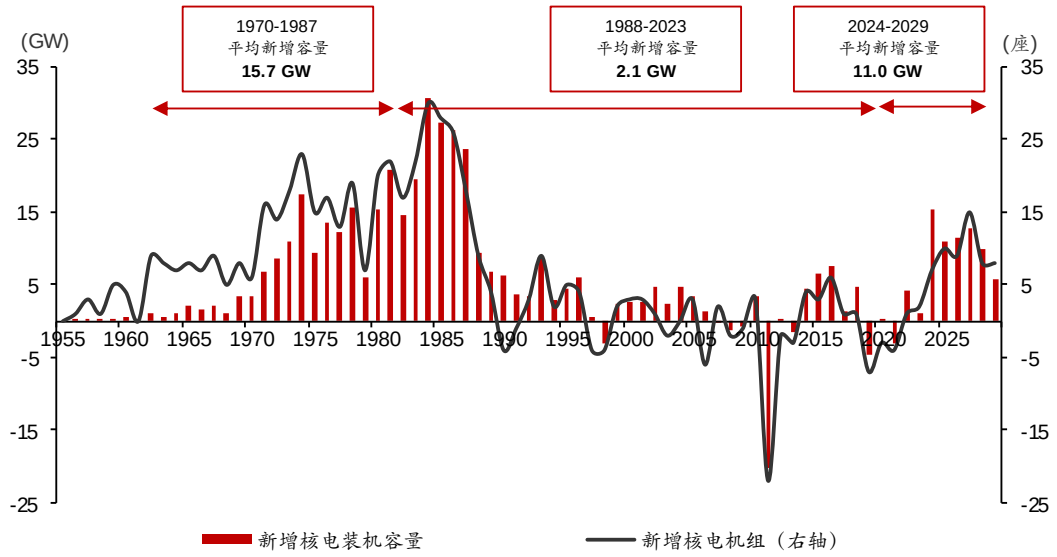
中期需求

■ **一次需求：预计全球核电重回增长通道**

根据 IAEA 统计，截至 2024 年 9 月全球共有 62 个在建核电机组；根据 WNA 分析，其中大多数的在建项目将在 2029 年前完工并投入运营。我们基于核电项目的建设进度，同时考虑美国和日本潜在的复工项目，预计 2024E-2029E 每年新增核电机组分别达 7、10、9、15、8 和 8 座；假设新增核电机组都在每年的年内并网，年末核电机组净容量将达到 376.0 GW、387.3 GW、398.4 GW、409.8 GW、422.5 GW 和 432.4 GW。

纵观历史，1970-1980 年代是全球核电建设的高峰，在 1970-1987 年每年平均新增核电装机容量为 15.7 GW。1986 年切尔诺贝利事故后，核电新增容量出现断崖式减少；2011 年福岛核电事故之后，全球核电发展受到进一步压制，1988-2023 年平均新增核电装机容量仅为 2.1 GW。然而，我们认为在建核电项目的落成将助力全球核电发展重回增长通道，预计 2024-2029 年每年平均新增核电装机容量将达到 11 GW。

图 3:全球核电历史新增装机容量与数量



资料来源：IAEA, 招银国际环球市场预测

核电装机量的增长将直接拉动天然铀需求。假设核电装机量单耗为 160 tU/GW/年，我们预计 2024E-29E，核电机组发电所需要的天然铀数量将分别达到 60,160 tU、61,974 tU、63,737 tU、65,567 tU、67,600 tU 和 69,191 tU。

此外，核电机组还需要战略性地储备天然铀。按照 IAEA 的建议，核电站应当储存不少于用于保障 24 个月发电的天然铀。实践中，核电机组的储量或多于或少于 24 个月存量，但是以 IAEA 的建议作为测算假设仍然能反映合理的储备需求量。因此，我们测算每年新增核电机组将需要额外采购 1,427 tU、3,628 tU、3,526 tU、3,661 tU, 4,065 tU 和 3,183 tU 的天然铀用于战略性储备, 相当于 2.3-5.7%的年度天然铀总需求。

综合核电机组发电需求与储备需求，我们预计 2024-2029 年，核电机组对天然铀的需求将分别达到 61,586 tU、65,601 tU、67,262 tU、69,228 tU、71,665 tU 和 72,374 tU。

图 4：全球核电机组天然铀需求测算

	单位	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
年末核电机组数量	座	420	430	439	454	462	470
新增核电机组容量：2024年	GW	4.5	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
新增核电机组容量：2025年	GW		6.9	13.8	13.8	13.8	13.8
新增核电机组容量：2026年	GW			4.1	8.3	8.3	8.3
新增核电机组容量：2027年	GW				7.3	14.6	14.6
新增核电机组容量：2028年	GW					W	10.8
新增核电机组容量：2029年	GW						4.5
核电机组容量净变化	**GW**	**4.5**	**11.3**	**11.0**	**11.4**	**12.7**	**9.9**
年末核电机组容量	**GW**	**376.0**	**387.3**	**398.4**	**409.8**	**422.5**	**432.4**
假设：核电装机量单耗	tU/GW	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0
假设：核电机组周积要求	年	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
天然铀需求：核电机组发电	tU	60,160.0	61,974.0	63,737.0	65,567.0	67,600.0	69,191.0
核电总需求占比		*97.7%*	*94.5%*	*94.8%*	*94.7%*	*94.3%*	*95.6%*
天然铀需求：核电机组周积	tU	1,427.0	3,628.0	3,526.0	3,661.0	4,065.0	3,183.0
核电总需求占比		*2.3%*	*5.5%*	*5.2%*	*5.3%*	*5.7%*	*4.4%*
天然铀需求：核电机组	**tU**	**61,586.0**	**65,601.0**	**67,262.0**	**69,228.0**	**71,665.0**	**72,374.0**
同比增长率		*3.3%*	*6.5%*	*2.5%*	*2.9%*	*3.5%*	*1.0%*

资料来源：招银国际环球市场预测

■ **二次需求：金融机构实物投资将进一步拉动需求**

在需求端，除了上述来自核电机组的需求，二次需求是另一个重要来源。二次需求包括行业外部各类机构的储存需求，以及金融机构的交易和投资需求。

储存需求方面，不仅核电公司需要储备天然铀，其他天然铀生产环节中的公司也需要储备天然铀作为营运库存以满足生产需要。生产商也会在市场上购买天然铀以完成合约交付，例如 Cameco 在 1H24 在市场上购置了 769 tU 的天然铀以进行合约交付。此外，部分国家会基于能源安全的战略增加天然铀库存，并且基于建设和计划的核电项目提前准备天然铀。由于用于储备目的的天然铀购置量并不透明，加之影响该部分的购买数量所涉及的变量过多，我们在供需模型中不做预测。

交易与投资需求方面，包括套利交易与实物投资。由于天然铀的即期价格与远期价格存在价格差，套利交易员通过多空即期合约与远期合约寻求套利机会。此外，投资银行自营团队和对冲基金也会交易天然铀。根据 UxC 统计，2023 年公开交易基金以及对冲基金购买了约 5,770 tU 的天然铀，约占当年现货交易市场的 23%。

在市场上也存在以“买入持有”策略投资实物天然铀的投资机构，这些机构长期看好天然铀的发展前景并且坚持长期持有。长线投资者不断购入以持续构建天然铀库存的投资策略将有效地拉动天然铀需求。实物天然铀投资机构包括 SPUT、Yellow Cake、Zuri-Invest AG、ANU Energy 等。

未来来自交易与投资的需求量取决于包括价格在内的多种变量，显然难以准确预测具体的数量，因此我们仅根据历史数据进行示意性预测：我们测算在 2024E-2029E，交易与投资需求每年将达 7,000 tU。

图 5: SPUT 和 Yellow Cake 介绍

基金	成立时间	储存量（tU）（截至 2024 年 9 月）	年均采购量（tU）	备注
SPUT	2021	25,000.0	8,333.0	2024 年基金募集说明书表示，SPUT 每年实物天然铀购买上限为 3,500 tU
Yellow Cake	2018	8,000.0	1,333.0	2027 年前，每年可向 KAP 购买价值 1 亿美元的天然铀（约相当于 567 tU 的天然铀，假设价格为$80/lb）

资料来源：SPUT, Yellow Cake, 招银国际环球市场预测

中期供给

■ **一级供应：部分铀矿生产因不同因素干扰而受限**

中期视角下，主要的供给端冲击包括哈原工 Kazatomprom (KAP)生产受限于硫酸短缺，以及尼日尔铀矿生产受制于当地军事政变。

KAP 方面，硫酸是天然铀生产的必需原料，而近年受俄乌战争影响，哈萨克斯坦供应链受限，当地硫酸短缺，使 KAP 产能利用率受到显著限制。KAP 已着手自建硫酸厂以应对硫酸短缺问题。我们预计在硫酸厂建成后，KAP 将具备 150 万吨的硫酸产能，能够覆盖其天然铀生产的硫酸需求。但预计 2027 年开始硫酸短缺问题才得以缓解。

尼日尔方面，政变后当地军政府撤回了 Orano 在 Imouraren 铀矿（预计年产量达 5,000 tU）以及 GoviEx 在 Madaouela 铀矿（预计年产量达 1,000 tU）的生产许可。上述两个铀矿还未投产，未来开始运营的时间具有不确定性。而且，由于政变后当地政府限制了天然铀的出口，Orano 的 Somair 铀矿经营受到严重影响。

在考虑了主要的供给端冲击后，我们通过自下而上的分析方式，重点测算主要铀矿的生产计划；而且进一步综合考虑在 2029 年及以前新增及重启铀矿的生产情况。我们预计 2024E-29E 的全球天然铀产量为 56,154 tU、62,839 tU、66,884 tU、71,856 tU、77,437 tU 和 82,879 tU。

图 6: 全球天然铀产量测算

天然铀生产量（tU）	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
哈萨克斯坦	23,000	25,750	28,087	31,636	33,636	33,636
加拿大	13,846	14,154	14,077	14,077	15,615	21,038
纳米比亚	5,613	7,247	7,247	8,593	8,759	8,759
澳大利亚	4,714	5,185	5,185	5,185	5,185	5,185
乌兹别克斯坦	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300
俄罗斯	2,508	2,508	2,508	2,508	4,308	4,308
尼日尔	101	101	1,204	1,204	1,204	1,204
中国大陆	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
印度	600	600	600	600	600	600
南非	200	200	200	200	200	200
乌克兰	100	100	100	100	100	100
美国	364	1,461	1,519	1,595	1,672	1,692
巴基斯坦	45	45	45	45	45	45
巴西	43	43	43	43	43	43
伊朗	20	20	20	20	20	20
马拉维	0	425	850	850	850	850
芬兰	0	0	200	200	200	200
全球	**56,154**	**62,839**	**66,884**	**71,856**	**77,437**	**82,879**
全球增长率	*7%*	*12%*	*6%*	*7%*	*8%*	*7%*

资料来源：招银国际环球市场预测

■ **二次供应：并非中期视角分析的关键变量**

在供给端，生产商从铀矿直接产出的天然铀称为一级供应，此外还有二次供应。二次供应的铀以天然铀和浓缩铀形式存在，来自各类来源：核电站、政府、金融机构、核燃料制造商持有的民用库存、军用核弹头、铀和钚的回收、贫铀的再浓缩，以及浓缩厂的不充分供料。

目前二次供应的大部分为库存。库存包括商业实体的库存和政府库存，由于商业秘密和政府机密等原因，这类库存较难具体量化。铀的库存可以用于调节天然铀短期内的供需平衡：当一次供应产能不足时，各商业机构和政府会释放原有的天然铀或浓缩铀库存以满足市场供应；当一次供应产能过剩时，多余的天然铀则会进入政府和商业机构的库存中，以备未来投放使用。

从各国的库存水平来看，根据 WNA 的数据，截至 2020 年底全球天然铀总库存估计值为 282,000tU，其中美国的库存为 41,000tU、欧盟的库存为 42,000tU、中国库存为 129,000tU、印度的库存为 9,600tU、其他东亚国家的库存为 60,000tU。根据美国能源信息署（EIA）和欧洲原子能共同体供应机构（ESA）数据，截至 2023 年底，美国和欧盟的公用事业的天然铀库存分别为 44,516 tU 和 37,655 tU，各国主要根据未来核电设施的需求调整库存水平，并会按照战略需求进行对天然铀库存进行管理。

各铀矿生产公司也会管理一定的天然铀库存。根据官网数据，2024 年 6 月，目前全球最大的天然铀生产公司 KAP 天然铀库存达 5,797 tU，以满足未来增长的销售预期和长期协议。此外，二次市场的投资机构也储备有大量的铀矿，投资机构会根据现货市场价格收购和交易天然铀。

目前的市场共识是总体二次供给将逐年耗尽，但是我们预计在中期视角，即在 2029 年前，二次供给相对于供需缺口而言相对充裕，因此二次库存并非是中期视角下价格变动的关键变量。

供需关系：预计中期供需紧张维持至 2028 年

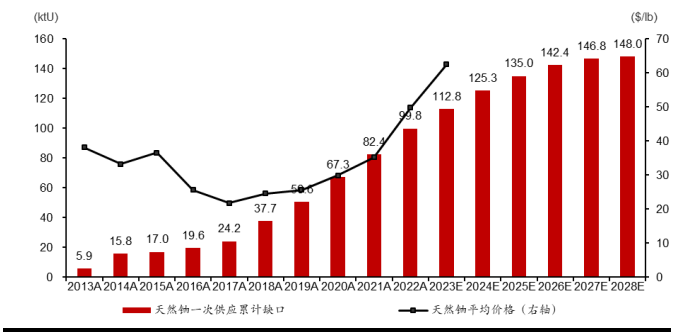
综上，我们测算 2024-2028 年的供需缺口将达到 12,433 tU、9,763 tU、7,738 tU、4,371 tU 和 1,228 tU。总体供需失衡的情况相对于前几年有所缓解。但由于供需缺口将持续消耗二级供应，将有机会导致供给缺口再度扩大。我们判断 2028 年前一次供应与需求的缺口仍然较大，相对紧张的供需关系能够继续支持铀价。

图 7:全球天然铀供需缺口测算

	单位	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
天然铀需求	tU	68,586	72,601	74,262	76,228	78,665
天然铀供给	tU	56,154	62,839	66,884	71,856	77,437
供需缺口	tU	**(12,433)**	**(9,763)**	**(7,378)**	**(4,371)**	**(1,228)**
一级供给占需求比例	%	*82%*	*87%*	*90%*	*94%*	*98%*

资料来源：招银国际环球市场预测

图 8: 天然铀一级供应累计缺口与天然铀平均价格



资料来源：WNA, Cameco, 招银国际环球市场预测

长期供需 (2030E-40E)

长期需求：核能发电受益于行业政策、人工智能发展与新一代核电技术

■ **核电计划项目提供了长期前景的基础指引**

据 WNA 统计，截至 2024 年 9 月，全球共有在建核电项目 67 个，核电容量为 73.2GW；计划核电项目 87 座，核电容量 83.8GW；提议核电项目 344 个，核电容量为 365GW。其中，计划核电项目的定义为已经通过政府核准、完成融资的核电项目，通常预计在 15 年以内开始运营；提议核电项目的运营时间则不能确定。

目前世界的核电项目建设管线可以为我们提供关于未来核电容量基础情景的粗略指引：如果仅考虑在建项目和计划项目，我们预计 2030 年核电容量将达到 443 GW，当年核电对天然铀的需求预计达到 82,000 tU；2040 年核电容量将为 500 GW，当年核电对天然铀的需求预计达到 92,000 tU。上述的基础情景测算可以表示为未来核电发展的“下限”情况。

图 9: WNA 和招银国际对 2040E 的核电机组数量、容量和天然铀需求的测算

2040E 预测	我们仅考虑核电在建项目与计划项目的基础情景预测	WNA 下行情景预测	WNA 参考情景预测	WNA 上行情景预测
核电机组数量（座）	543	493	656	841
核电机组容量（GW）	500	486	686	931
当年天然铀总需求（tU）	92,000	87,000	130,000	184,300

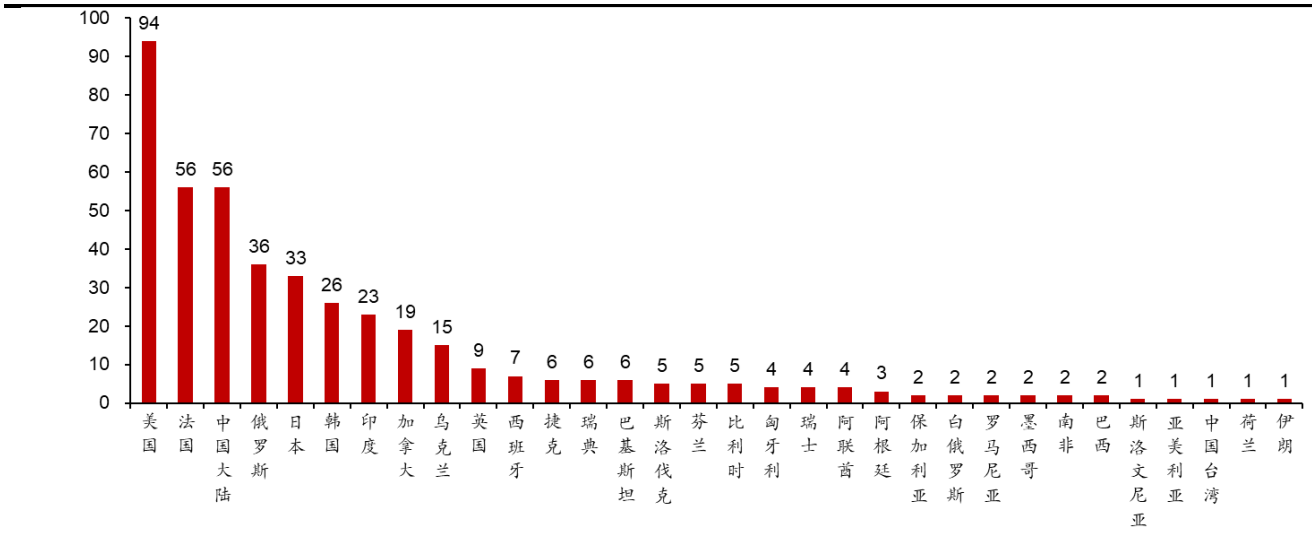
资料来源：WNA, 招银国际环球市场预测

■ **行业政策是推动核电增长的主要驱动力**

5) 清洁能源政策的转变将推动核能发展

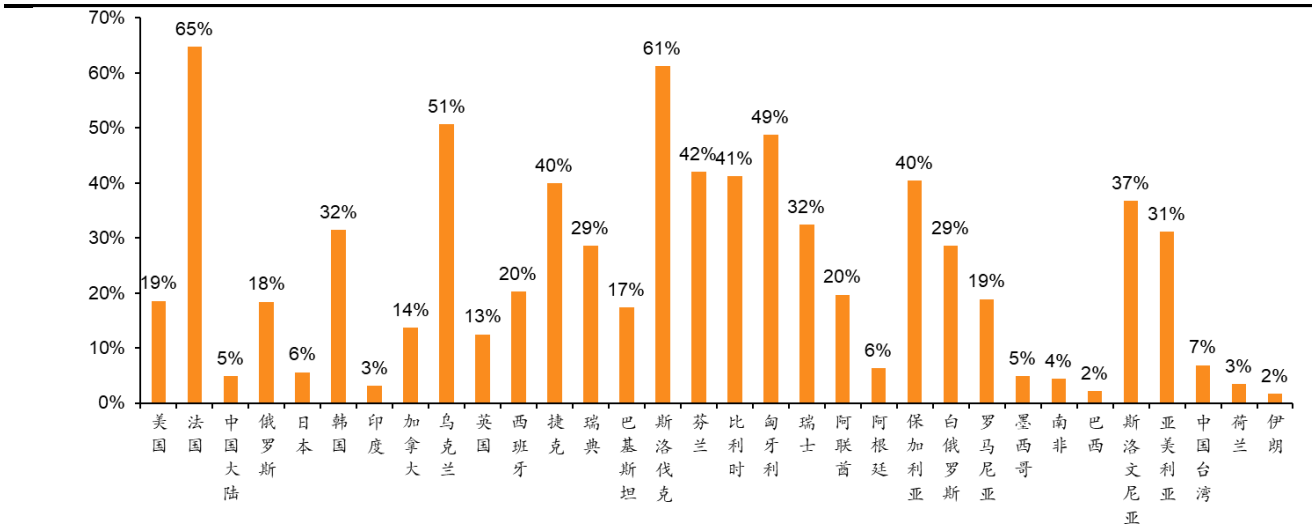
当前世界各国已充分认识到改变能源结构与减少碳排放的重要性。美国、欧盟、日本、英国、加拿大等发达国家提出在 2050 年前达成本国碳中和目标。中国则提出在 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和。在此政策框架下，发展核电成为了世界主要国家应对气候变化的重要途经。为了达成控制全球气温相比于前工业化时期上升幅度低于 1.5 摄氏度的目标（IPCC 2018），在 2023 年举办的第 28 届联合国气候大会（COP28）上，多国承诺将共同推进核电建设，力争达成在 2050 年前全球核电装机容量增长至当时容量的 3 倍（若按照 2023 年底全球在运核电装机容量 372GW 计算，届时全球核电装机容量将突破 1,100 GW）。

图 10: 2023 年全球各国及地区核电机组数量



资料来源：WNA, 招银国际环球市场预测

图 11: 2023 年全球各国及地区核能发电比重



资料来源：WNA, 招银国际环球市场预测

图 12: 天然铀现货市场、长贸市场交易量及全球核电装机量

时间	国家	政策内容	类型
2020	美国	能源部的先进反应堆示范计划（ARDP）为核示范和降低风险项目提供了大量资金。获奖者包括第四代反应堆供应	资助
2021-3	中国	实施能源资源安全战略，加强战略性矿产资源规划管控，提升储备安全保障能力；构建现代能源体系，积极有序推	战略
2021-10	中国	积极安全有序发展核电。合理确定核电站布局和开发时序，在确保安全的前提下有序发展核电，保持平稳建设节	战略
2022-1	中国	积极安全有序发展核电。在确保安全的前提下，积极有序推动沿海核电项目建设，保持平稳建设节奏，合理布局新	目标
2022	中国	2021 年中国政府工作报告提出「在确保安全的前提下，积极有序发展核电」	战略
2022-8	美国	生产税收抵免(PTC)（IRC 第 45U 条）	资助
2023-1	韩国	韩国宣布计划到 2030 年将其核电发电占比提升至 32.4%，高于其他能源的发电占比；到 2036 年核电发电比重将较	目标
2023-1	美国	1 月，美国能源署发布《短期能源展望》，表示预计未来两年，其核电占比保持在 19%左右（2022 年核电占比约为	目标
2023-2	欧盟	以法国为首的 11 个欧盟成员国联合成立欧洲「核联盟」，宣布将在核能领域「加强欧盟合作」，并重申核能在脱	合作
2023-2	日本	日本宣布正式从《核反应堆等规制法》中删除「核电站原则上运行 40 年、最长 60 年」的相关规定	延寿
2023-4	欧洲	欧洲最大核电机组芬兰奥尔基卢奥托岛核电站 3 号正式投运，将为芬兰提供约 30%的电力	新增
2023-5	意大利	意大利议会下院政府拟引入第四代核技术，是其继 1987 年的全民公投中确定弃核之后、重返核电迈出的第一步	转变
2023-6	美国、英国	6 月，为了尽量减少对俄罗斯核燃料依赖，美国和英国成立核能合作联合常设委员会并鼓励新建基础设施和发展核	安全

2023-6	法国	法国参议员和国民议会通过了《加速核能发展法案》的草案，放弃“2035 年核电份额削减至 50%”的目标，而设立	目标
2023-7	美国	7 月，美国唯一在运商业铀浓缩设施尤尼斯铀浓缩厂宣布将产能提升 15%（约 700tSWU/a），显示出在俄乌战争之	安全
2023-7	日本	7 月、9 月，日本陆续批准重启高滨核电站 1、2 号核电机组，这两台机组已运行年限均超过 40 年	延寿
2023-7	加拿大	加拿大安大略省宣布筹建 30 年来首座新大型核电厂，计划选址地位于布鲁斯核电站旁	新增
2023-7	英国	英国政府宣布将向本国核能产业提供共计 1.57 亿英镑的发展资金，以推动政府承诺在 2025 年「让核能满足 25%民	资助
2023-8	法国	8 月，法国核安全局批准特里卡斯坦核电站 1 号机组延长运行十年，为法国第一座获准运行超过 40 年的核电站	延寿
2023-8	加拿大	加拿大布鲁斯核电站 6 号机组在完成主要部件更换项目后恢复商业运行，实现核电站寿命延长至 2064 年（寿期达	延寿
2023-10	捷克	捷克内阁发布《国家气候与能源规划》，指出至 2050 年，本国核电装机容量将从 2023 年的 4.3GWe 增至 5.9GWe	目标
2023-10	韩国	10 月，韩国政府宣布向本国核能行业相关公司提供共计 1,500 亿韩元（约 1.14 亿美元）的低息贷款，以扶持核电	资助
2023-11	美国	美国批准代阿布洛峡谷(Diablo Canyon)核电站延寿至 2030 年退役，该核电站原定于 2025 年关闭，但加州于 2022	延寿
2023-11	日本	11 月，川内核电站 1、2 号机组获批延寿 20 年（分别至 2044、2045 年退役）	延寿
2023-11	瑞典	11 月，瑞典发布核电发展路线图，取消国内在运核电机组的数量限制，计划 2035 年前新建 2 座反应堆、2045 年前	转变
2023-12	比利时	比利时批准多伊尔核电站 4 号机组和蒂昂热核电站 3 号机组延寿 10 年至 2035 年	延寿
2023-12	联合国	2023 年 12 月，《联合国气候变化框架公约》第二十八次缔约方大会（「COP28」）中 22 个国家发布《三倍核能	目标
2023-12	美国	美国进出口银行（EXIM）和美国国务院宣布推出 “EXIM SMR 融资工具包”，这是一套支持 SMR 部署并帮助美国	资助
2024-1	英国	英国发布 2050 年前核能发展路线图，计划届时将英国核电装机容量提升至 24GWe（2023 年的 4 倍）英国能源安	目标
2024-1	英国	英国政府追加 13 亿英镑建设 Sizewell C 核电站。	资助
2024-1	美国	美国参议院发布总价值为 1,180 亿美元的《紧急国家安全补充法案》草案，将从「民用核信用计划」专项基金划拨	资助
2024-1	美国	美国向已关停的密歇根州 Palisades 核电站提供 15 亿美元贷款以推进其重启。	重启
2024-2	印度	印度计划至 2032 年新建 18 座核反应堆，总计将带来 13.8GWe 的新增装机容量。	目标
2024-2	日本	日本将铀添加至「特定重要物资」名单，以在《经济安全促进法》的保护下获得稳定供应。	天然铀
2024-3	多国	30 余国参加“首届核能峰会”。共同探讨核能在减少化石燃料使用、加强能源安全、促经济发展等方面的重要作	合作
2024-3	美国	美国公布《2025 年度财政预算计划》，将拨款 16 亿美元发展美国核燃料供应，以应对对俄制裁	资助
2024-5	美国	2024 年 4 月美国参议院通过《禁止俄罗斯铀进口法案》，美国总统拜登于 5 月正式签署该法案，将在签署后 90 天	安全
2024-5	美国	白宫成立核电项目管理和交付工作组，以缓解项目的成本压力以及项目延迟的风险	管理
2024-6	越南	越南与俄罗斯政府探讨核能领域的潜在合作机会，并签署核电合作备忘录。	合作
2024-6	美国	美国能源部发布核电发展目标，即到 2050 年将核电容量增加三倍（增加 200GWe）	目标
2024-7	美国	美国陆军为用于军事基地的微型核反应堆招标。招标要求包括在 2030 年在军事基地部署 2 个微型反应堆，能产生	新技术
2024-7	美国	美国能源部发布一项通知书将提供 9 亿美元资金，以支持美国第三代+核电站和 SMR 的建设。其中 8 亿美元用于支	资助
2024-9	美国	美国国防部正在资助 Pele 项目，以开发可移动微型反应器（第 IV 代）原型设计，供未来在国防设施中使用。2024	新技术

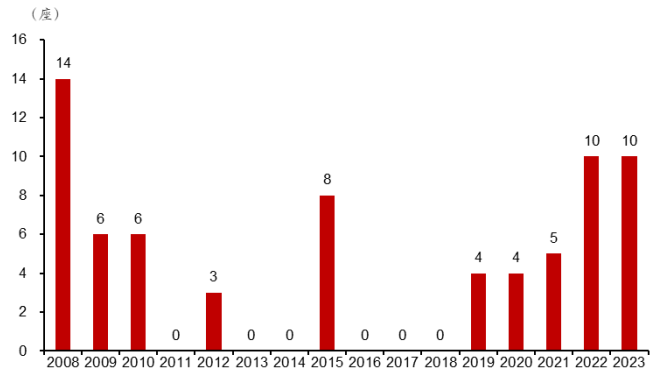
资料来源：招银国际环球市场预测

在主要核电国家中，中国是近年来核电发展势头最强的国家。我们预计未来中国是全球核电装机容量增量的主要贡献国家，其发展进度将很大程度地影响天然铀的长期需求情况。根据 WNA 数据，全球核电机组主要集中在美国、法国、中国、俄罗斯和日本，核电机组数量分别为 94、56、55、36 和 33 个，核电装机净容量分别达 96.95GW、61.37GW、54.15GW、26.80GW 和 31.58GW。虽然中国运行核电机组数量及净容量水平均处于世界前列，但仍有着巨大的增长潜力。2023 年中国核能发电仅占全国总发电量约 4.9%，低于世界的平均水平的 9%。

中国正在大力推进核电。截至 2024 年 9 月，中国在建核电机组数量高达 28 个，净容量为 30.7 GW，达到 2023 年在运核电机组净容量的 58%。而且近年来，新批准的核电机组数量也从 2019 年的 4 个增加到了 2023 年的 10 个。

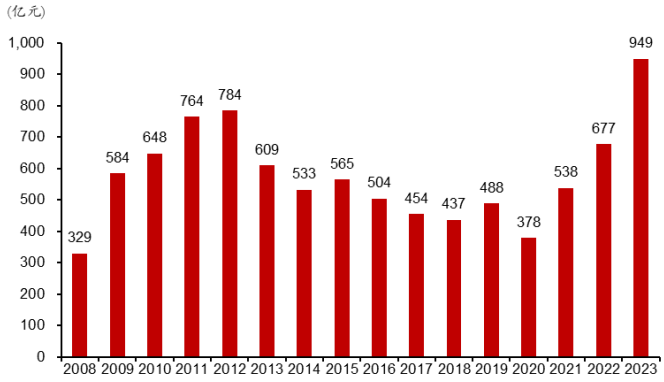
根据我们的预测，在中期视角下（即 2024E-2029E），中国将为全球核电新增容量做出主要贡献。在更长期的视角下，中国同样是全球核电发展的最主要力量。根据 WNA 统计，中国的计划核电站项目与提议核电站项目，无论是数量上还是容量上，均占全球相应项目的绝大部分：计划核电项目的装机容量达到 44.7 GW，占全球计划核电装机容量的 53%；提议核电项目的装机容量达到 186.5 GW，占全球提议核电装机容量的 51%。

图 13: 2008-2023 年中国新增核准核电机组数量



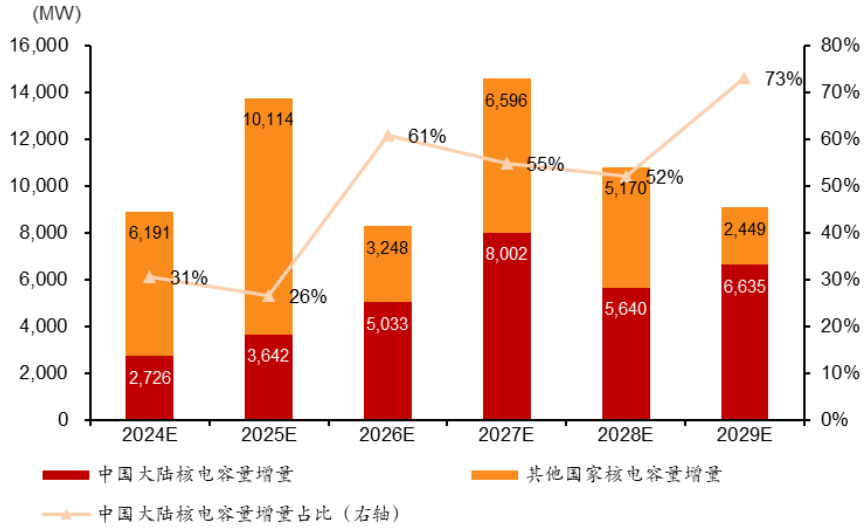
资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 14: 2008-2023 年中国核电基本建设完成额



资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 15: 中国是 2024E-2029E 全球核电增量的主要贡献国家



资料来源：招银国际环球市场预测

6) 发展核电以应对能源安全威胁，成为各国政府更为迫切的要求

2022 年爆发的俄乌战争直接冲击了欧美、日本等国家的能源供应，大幅提升了能源使用成本，凸显了上述国家能源供应体系的脆弱性。面临地缘政治的不确定性，多国加速推动能源多元化战略。

俄乌战争后，法国、英国提出了明确的核电发展计划，比利时推迟了其核电的退役时间表，瑞典取消国内在运核电机组的数量限制并提出核电建设规划，意大利计划取缔核电发展禁令；俄罗斯为新核能发展计划拨款约 1,000 亿卢布（约 10 亿美元）；而高度依赖能源进口的日本，自福岛核事故关闭所有核电站后，在 2022 年 2 月决定重启核电。此外，各国政府也通过延期核电站运行许可年限的方式保持核电产出。美国已延长其大部分核电机组的运行周期，从 40 年延长至 60 年；日本则取消了核电机组运行寿命为 60 年的限制。

■ 人工智能带动前所未有的核电需求

数据中心是人工智能和云服务的重要基础设施。随着人工智能产业日益蓬勃的发展，数据中心的用电需求大幅膨胀。人工智能计算所需要的电力是传统互联网的数倍，数据中心需要大量的电力为高强度计算与冷却系统供电。

根据 IEA 统计，2022 年数据中心用电需求占全球用电需求的 1-1.3%，预计 2026 年该占比将达到 1.5-3%。根据国际数据中心（IDC）的预测，2023-2028 年全球数据中心用电量将以 CAGR 19.5%高速增长，2028 年用电量将达到 857 Twh。据美国电力研究所（EPRI）预测，2030 年美国数据中心用电量将消耗全国 9%的发电量。据日本政府预测，受日益增长的数据中心和半导体工厂的电力需求驱动，到 2050 年日本全国的电力产量将上升 35%到 50%，将达到 1.35-1.5 万亿 kWh。

然而，数据中心的发展势头可能会受限于当地较落后的电网建设情况，因此不少数据中心开始寻求核能发电作为解决方案。区别于其他发电稳定性不足的清洁能源（如太阳能和风能），核电具备 24/7 全天候稳定发电的特性，同时核能发电免受飓风和极寒等极端天气的影响，这使其成为数据中心最受青睐的清洁能源供电方式之一。2023 年，亚马逊收购了由 Susquehanna 核电站直接供电的数据中心；2024 年，Oracle 宣称计划建设由 3 个 SMR 供电的兆瓦级别数据中心；2024 年 9 月，Constellation Energy 宣布重启容量为 800 MW 的三哩岛 1 号核电站，并以长期购电协议的方式向微软提供核电。三哩岛 1 号的重启进一步验证了数据中心发展和核电发展的紧密关系，同时也预示了美国停运核电机组重启的可能性；2024 年 10 月，谷歌宣布将从 SMR 开发公司 Kairos Power 购买电力；亚马逊子公司 AWS 宣布与 Dominion Energy 签署协议，以探索开发 SMR。

■ **SMR 将增加未来核电的能源渗透率**

SMR（小型模块化核电机组）是核电领域的发展热点之一。SMR 的最大容量为 300 MW，大概相当于传统大型核电机组容量的三分之一。实际上 SMR 的设计容量从 10 MW 到 300 MW 不等。SMR 的优势可以总结为 3 个方面：（1）安全性优势：SMR 的设计建立了被动安全系统，而且很多 SMR 设计在地下运营，总体安全性较高；（2）灵活性优势：其所需要的空间和冷却水相比于大型核电站更少，使其选址也更加灵活；SMR 可以部署在传统大型核电站不适合部署的地方，例如电网建设欠发达、核电行业人才匮乏的农村和偏远地区也可以相对容易地使用 SMR；SMR 的应用场景也更多元，供电供暖方面可以替换煤炭发电厂、煤炭发热厂和柴油发电机，除此之外还可以满足包括混合能源系统、海水淡化和生产工业用蒸汽在内的多种应用场景；（3）成本优势：小型化和模块化特点使其建设阶段所需要的时间与成本都比传统核电机组更少，生产阶段的成本也更低。

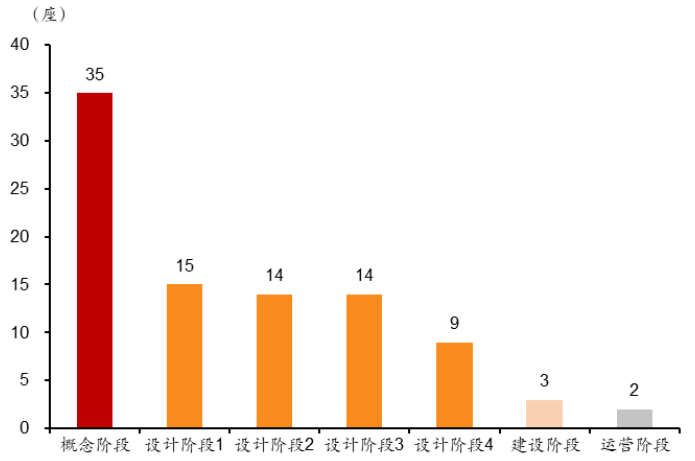
根据 WNA 统计，截至 2024 年 8 月全球目前有 96 个 SMR 项目正处于设计开发阶段计划，有 4 个处于建设阶段，有 2 个处于运营阶段。

SMR 的建设是达成 COP28 的 3 倍核电容量目标的必然要求。根据 NEA 测算，要实现 3 倍核电容量的目标，必须结合三种方式缺一不可：（1）在运核电机组延寿运行；（2）建设大型第三代核电机组；（3）建设 SMR。

很多国家都正在积极推动 SMR 建设。欧盟在 2024 年成立欧洲 SMR 工业联盟以加速 SMR 建设，并计划于 2030 年代初部署第一批 SMR 项目；美国启动了 PHOENIX 计划，致力于将燃煤发电厂转换为 SMR；英国建立 Great British Nuclear（GBN）机构，目的是在世界各地选择最先进的 SMR 技术并且在下一届议会期间协助政府完成 2 项 SMR 投资决策；俄罗斯和中国处于 SMR 技术发展前沿，当前 SMR 的在建项目和运营项目均来自这两个国家。

OCED 和 NEA 预计 2030 年采用 LWR（液态金属冷却反应堆）技术路线的 SMR 将投入市场，2035 年采用非 LWR 技术路线的 SMR 将投入市场。SMR 的安全性、灵活性与成本优势将深刻地变革核电行业，并且将大幅拉动天然铀需求。根据 WNA 的上行情景预测，在假设 SMR 核电容量占全球容量 10%的条件下，2040 年天然铀需求将达到 184,300 tU。

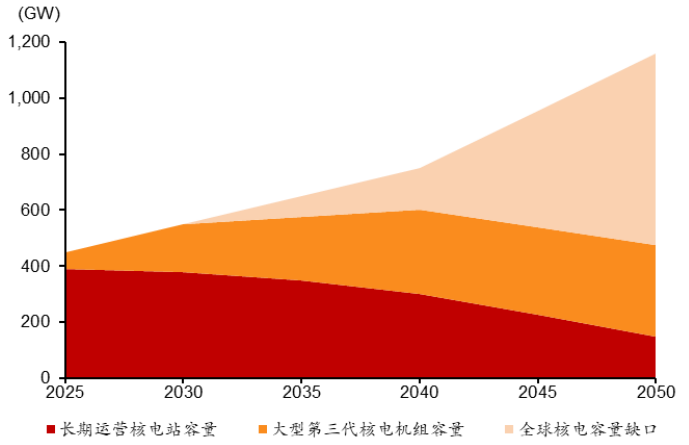
图 16: 全球 SMR 项目建设进度



资料来源：NEA, 招银国际环球市场预测

注：NEA 根据政府批准、选址、融资、供应链、参与程度、燃料等方面划分 4 个阶段

图 17: 达成 COP28 目标需要 SMR 建设填补缺口



资料来源：NEA, 招银国际环球市场预测

长期供给

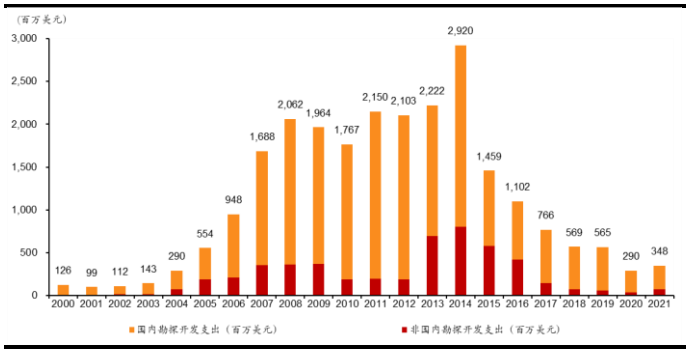
■ **近年较低的勘探开发支出或将导致未来的供给受限**

自 2011 年福岛核电事故后，全球核电发展受到压制，影响了天然铀需求并导致天然铀价格持续处于低位，从而进一步使得天然铀一级供给持续收缩。2022 年后，需求快速恢复，但是因为供给端的反应相对滞后，未来的供给周期和需求周期可能出现错配。

一级供给可以分为运营铀矿、停运铀矿、潜在铀矿三部分。运营铀矿可以通过增加产能利用率的方式扩大生产，但是长期来看铀矿始终会面临寿命耗尽的情况；停运铀矿的复产通常需要 12-18 个月，滞后性相对较小，但是停运铀矿的总产能占比较低；潜在铀矿开发周期长，所以我们认为潜在铀矿是分析供给周期和需求周期错配的关键变量。据 IAEA 和 NEA 统计，2017-2021 年，全球勘探开发支出始终保持在低位，或会在未来影响供给。

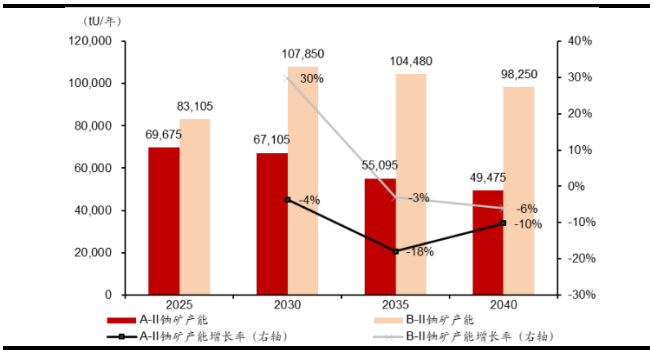
考虑已有铀矿退出生产，和新增铀矿开始生产的情况，IAEA 和 NEA 预测了 A-II 和 B-II 铀矿的产能情况。A-II 铀矿包括在运铀矿、承诺投产铀矿和闲置的铀矿；B-II 铀矿在 A-II 基础上增加了计划建设的铀矿和潜在开发的铀矿。在 2025E-2040E，A-II 铀矿产能将持续减少；B-II 铀矿产能在 2030 年达到顶峰，随后持续减少。

图 18: 全球勘探开发支出



资料来源：IAEA, NEA, 招银国际环球市场预测

图 19: 2025E-2040E 全球铀矿产能预测



资料来源：NEA, 招银国际环球市场预测

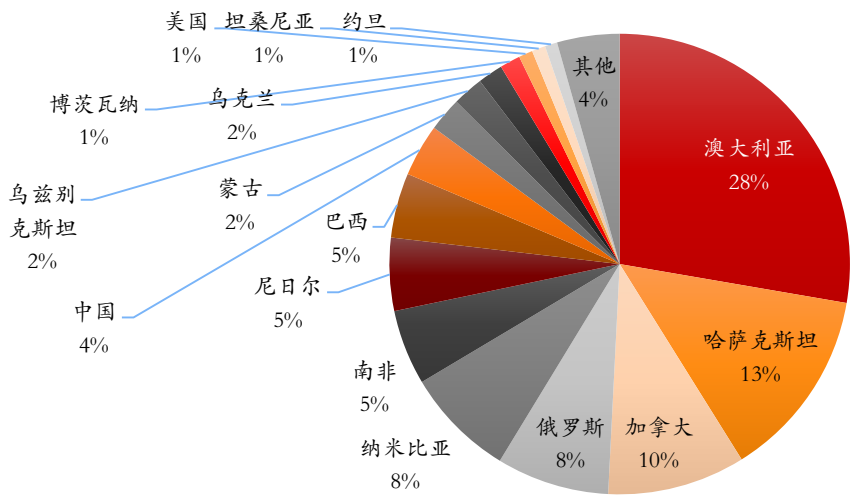
■ **天然铀行业特性可以避免一级供应增长过快**

首先，公用事业公司绝大部分的天然铀交易都在长贸市场完成，只有小部分酌情的购置通过现货市场满足。长贸市场的订单长达 6-10 年乃至更长，天然铀公司可以根据合约需求决定生产数量，从而规避过度生产。

其次，在天然铀不是稀有矿物资源的前提下，主要生产商都能意识到过度生产对天然铀价格的负面影响，因此近年来头部生产商都采取了有纪律的生产与销售方式以避免过度供给。Cameco 明确表示不会建立过剩的库存；而且其年度产量通常低于年度交付额，通过在现货市场和长贸购买天然铀以弥补差额，不仅控制了产出还支撑了现货市场价格。KAP 采取市场导向的战略，并且主动减少产出。在 2017-2023 年，KAP 相比于铀矿底土协议减少了 42,800 tU 天然铀产出，并且预计在 2024 年的产出相比于铀矿底土协议还会减少 6,000 tU。

天然铀的产量集中度与铀矿开采成本相关。根据 NEA 统计，截至 2021 年 1 月，全球可开采成本范围内（<130 美元/kgU），天然铀储量为 6,079 千吨，其中澳大利亚、哈萨克斯坦、加拿大、俄罗斯和纳米比亚储量占比分别为 28%、13%、10%、8%和 8%。进一步细化开采成本标准，<80 美元/kgU 和<40 美元/kgU，截至 2021 年铀矿储量分别为 1,991 千吨和 776 千吨，分别占总储量的 34.8%和 13.6%。目前全球低成本铀矿资源储量主要集中在哈萨克斯坦。哈萨克斯坦的铀矿储量中，开采成本低于 80 美元/kgU 的部分占全球比例约 37%。相较之下，储量同样丰富的加拿大这一比例仅为 15%。

图 20: 中国是 2024E-2029E 全球核电增量的主要贡献国家



资料来源：WNA, 招银国际环球市场预测

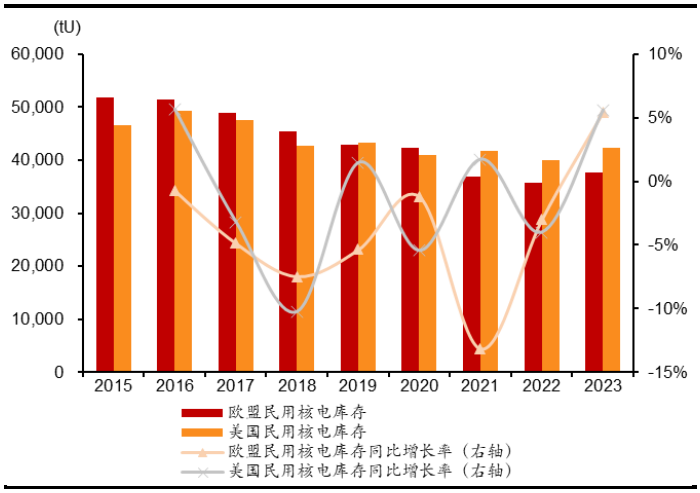
■ **二次供应的持续消耗将继续维持供需缺口**

正如在中期视角下所分析的，未来的供需缺口将不断地消耗二次供应。不仅如此，由于历史上天然铀市场长期低迷，目前天然铀的二次供应库存已降至历史低位。根据 WNA 统计，2018-2022 年年均一次供应缺口达到 23%，缺口主要由二次供应中的商业库存补足。未来二次供应的继续减少已经成为行业和市场的共识。WNA 预测，2050 年二次供应在总供给的占比将有所下降，未来仅能满足 4%-11%的天然铀需求。

此外值得提及的是，美国对俄制裁可能会引起浓缩铀环节发生工艺转变的趋势：欠料供应（underfeeding）转向丰料供应（overfeeding）。原本欠料供应的工艺所能提供的二次供应在未来或将不断减少。天然铀变为核电燃料需要经过转换（conversion）、浓缩（enrichment）、制备（fabrication）等主要步骤，其中浓缩环节受俄罗斯制裁影响最大。2023 年，俄罗斯浓缩

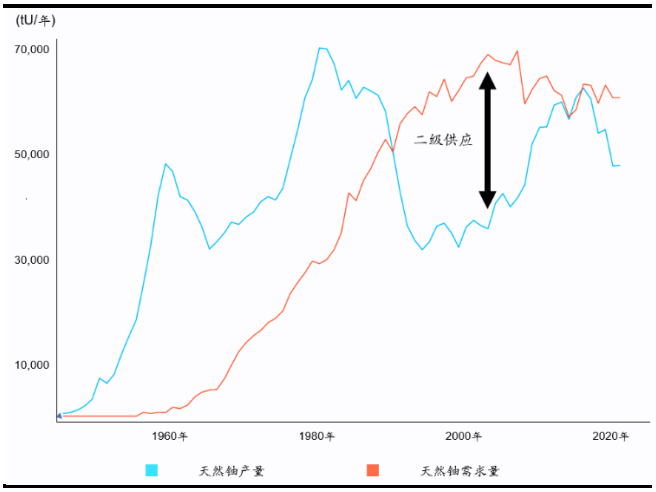
铀产量在全球产量占比约 40%，是全世界浓缩铀产量最大的国家。浓缩铀原本处于过度供给的状态，但一旦剔除俄罗斯的供应，浓缩铀供给就难以满足欧美地区核发电需求。面临这种情况，欧美国家开始将提高本土浓缩铀产能提上日程。在产能补足完成前，浓缩厂可以通过改变工艺以提升浓缩铀产量，丰料供应将导致浓缩环节需要对天然铀有更高的需求。但是，部分欧美浓缩铀生产商还在观望状态，首先因为美国对俄制裁法案中还有豁免条款，豁免的难易程度目前还具有不确定性；其次俄罗斯可能通过第三国出口浓缩铀，美国具体的制裁执法细节也具有不确定性。另一方面，如果俄罗斯采取反制行动，主动禁止浓缩铀的出口，那么欧美地区的浓缩铀供需关系将更快失衡。

图 21: 美国和欧盟民用天然铀库存及变化率



资料来源：IAEA, NEA, 招银国际环球市场预测

图 22: 全球天然铀生产量和需求量（1949-2021 年）



资料来源：IAEA, NEA, 招银国际环球市场预测

■ 供需关系：需要更高的天然铀价格鼓励新增供应

结合上述分析，我们可对长期趋势形成定量和定性的判断。

需求端方面，我们基于目前的在建项目与计划项目测算未来的天然铀需求；供给端方面，我们参考 NEA 对未来铀矿产能的预测，并且加入产能利用率因素综合考量。如果仅考虑 A-II 铀矿（即运营、闲置、即将运营的铀矿）的供给，无论是 2030 年还是 2040 年，即使产能利用率达到 100%也无法满足关于核电天然铀需求的保守预测，更不用说满足诸如囤积与投资的二次需求；如果考虑 B-II 铀矿供给（在 A-II 铀矿基础上，B-II 还包括潜在运营的铀矿），在 2030 年供给能够覆盖核电天然铀需求的保守预测，但是由于 2040 年开始供给覆盖率大幅减少，若产能利用率只有 80%的话未来将会出现供需缺口。而且，B-II 的产能还取决于投产的时间线，如果部分大型铀矿的投产时间不及预期，那么供需情况会更加严峻。

我们认为在更长期的供需关系中供需缺口持续存在的可能性高于供给过剩、需求不足的情况。最核心的变化在于需求端，无论是政府转变能源结构以及实现能源安全的决心，还是数据中心的蓬勃发展，或是 SMR 的远景目标，都是历史性的变革；而在供给端，由于供给从低谷开始转向具有滞后性，加上主要生产商恪守纪律的生产销售模式，以及储量产量高度集中化的供给端结构，还有不断消耗的二次供应，供给缺口的情况可能将会持续。

图 23: 长期视角下天然铀供需缺口测算

	2030E	2040E	2030E	2040E
	仅考虑建设与计划项目的测算		WNA参考情景预测	
核电机组（座）	470	543	474	656
核电容量（GW）	430	500	444	686
当年天然铀需求（tU）	79,143	91,920	83,840	130,000
	供需缺口		供需缺口	
A-II: 90%产能（tU）	(18,748)	(47,392)	(23,446)	(85,473)
B-II: 90%产能（tU）	17,922	(3,495)	13,225	(41,575)

资料来源：WNA, 招银国际环球市场预测

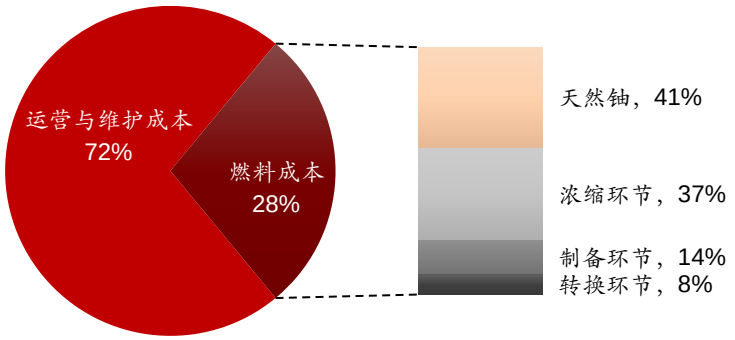
■ **核电对天然铀价格不敏感**

核电站对天然铀的需求弹性较小，因此我们预计即使天然铀价格持续上行，公共事业公司对天然铀的需求也不会因此而受到压制。

最主要的原因是天然铀是核电发电的必需原料，而且天然铀成本仅占核电站运营成本的较小部分。根据 IEA 统计，核电成本中，72%为运营与维护成本，余下的 28%则为燃料成本。根据 WNA，在燃料成本中天然铀、转换环节、浓缩环节、制备环节分别占 41%、8%、37%、14%。因此综合而言，天然铀成本仅占核电站全生命周期成本的 11%。

另一个原因是核电站停运后再重启的成本高达十几亿美元，核电公司保持持续运营的投资回报率更高。以美国的核电站重启项目为例，Palisades（净容量为 805 MW）和 Three Mile Island-1（净容量为 819 MW）的预估重启成本分别达到 20 亿和 16 亿美元。而一般来说一座净容量为 800 MW 的核电站每年需要购买的天然铀仅价值 2,250 万美元（假设天然铀价格为 80 美元/磅）。

图 24: 核电机组的成本结构



资料来源：IEA, 招银国际环球市场预测

风险

1. 如果在建与计划核电项目的实际落地时间不及预期，那么在某些时间段内可能不会出现天然铀供需失衡的局面
2. 由于核电建设需要大量的资金，如果一些国家及地区发生经济衰退，那么这些国家及地区的核电项目的进展很有可能会停滞
3. 如果储能技术的发展可以使得原本不稳定的发电方式（如：光电、风电）能够实现全天候的稳定发电，那么部分地区的核电将存在被替代风险；
4. 如果天然气、页岩油等能源价格大幅下降，那么不排除存在某些国家将优先使用成本更低的能源的可能，核电发展将有可能有所延后

5. 如果出现核电事故，可能会导致民众反感核电，从而影响政府发展核电的计划
6. 如果俄乌战争得以结束，欧美国家摆脱对俄依赖的紧迫程度可能会减少；美国对俄制裁法案也有可能放松豁免条款，核电燃料周期中的浓缩环节可能将重新回归至过度供给的状态，从而减少了对天然铀的需求
7. 如果核聚变技术超预期发展（核聚变发电不需要使用天然铀），那么天然铀需求将会被大幅削弱
8. 如果第四代核裂变技术普遍使用铀-238 而非铀-235 发电，那么就算核电发电量大幅提升，在相当长的时间内也不需要开采额外的天然铀
9. 如果核裂变技术在能源利用率技术方面超预期发展，那么天然铀需求将会被削弱

中国保险板块

优于大市

马毓泽：nikama@cmbi.com.hk

拨云见日终有时，价值增长曙光现

2024 年中国保险业在政策呵护和低利率环境下迈入高质量转型新阶段。人身险行业出于防范利差损风险的考量，两年内监管下调寿险定价利率上限 100bps，开启此轮寿险定价利率的下行周期。未来，寿险产品预定利率或与市场利率进一步挂钩，参照包括 10 年期国债利率等在内的市场利率为基准，推动行业动态调整负债成本。财险行业伴随新能源车保有量和渗透率的快速提升，车险保费有望进一步打开增量空间；非车险创新类产品的推出和监管持续强化风险减量管理，为行业多元化经营和高质量发展奠定基础。投资方面，近年来受长期利率下行和存量非标资产到期的影响，上市险企净投资收益率快速下行（1H24 均值: 3.4%），市场对利差损风险的担忧成为压制上市险企估值上行的主要原因。完善资产负债久期匹配并建立均衡的大类资产配置体系，是险企穿越经济周期实现稳健经营的必由之路。

寿险：2024 年上市险企寿险新业务价值增长持续超出市场预期。不同于 2023 年 NBV 增长得益于新单保费增长和新业务价值率提升共同带动，2024 年 NBV 主要靠价值率的大幅提升驱动。我们认为 2025 年寿险新业务价值增长以新业务价值率提升为驱动的模式将得以延续，得益于：1) 预定利率下调带动新单负债成本下行，扩大“利差”；2) 监管窗口指导，调降浮动收益型产品（如分红险、万能险）的结算利率和实际分红水平，降低存量负债成本；3)全渠道推行“报行合一”，个险渠道的产品费率已随新产品备案，“费差”有望进一步改善；4) 分红险占比逐步提升，优化传统险“一险独大”的产品结构，压降刚性负债成本；5) 长期期交保费占比有望随代理人产能提升和增值服务供给进一步上行。3Q24 上市险企新单保费恢复正增长，主要受 9-10 月预定利率下调导致客户承保需求前置的影响。 我们预计 4Q24-1Q25 开门红期间，行业新单保费增速将回归中高单位数，主要受前期客户需求消耗的影响。

寿险销售动能的回暖，一方面反映储蓄型寿险在低利率环境下居民对长期确定性收益产品的青睐，推动险企负债规模扩张；另一方面也加大了险企投资端的压力，造成利差损风险。近年来上市保险公司的净投资收益率(NIY)持续下行，从 2022 年平均 4.4%下滑至 1H24 的 3.4%，反映在利率中枢下移、“资产荒”和避免信用下沉的背景下，保险公司中长期获取较高绝对收益的投资难度增大，负债端较高的刚性成本对险企净资产和长期稳健经营带来挑战。我们看好资负匹配和增长动能持续向好的中国太保、中国平安、中国太平和友邦保险。

财险：2024 年财险行业整体呈现保费增速放缓、巨灾频发导致赔付上行的特点。从全年维度看，车险保费增速不及年初预期，主要受自主定价系数进一步放开后，行业车均保费下滑以及前三季度乘用车销量增速不及预期的影响。3Q24 头部险企的车均保费企稳增长；同时，伴随“以旧换新”补贴政策的加码，10 月国内乘用车销量大幅回暖，带动 10 月单月车险保费同比增长 18.6%，创下年内最高单月保费增幅；新能源乘用车的渗透率稳步上行。

我们预计 2025 年车险行业保费增速为 6%，新能源车保有量和渗透率提升有望进一步打开增量空间。非车险 2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾加剧赔付率上行的影响，保费增速和承保盈利出现季节性波动；展望 2025 年，我们认为《财险高质量发展行动方案》的落地和险企主动出清高赔损业务，有助于非车险业态创新，贡献不同类型的财险公司差异化竞争优势；看好个人非车业务（如非车意健险）承保利润和保费增速上行空间。

投资：战略资产配置提升高息股比例，战术资产配置把握结构性行情。面对长端利率下行和新会计准则的实施，金融资产公允价值变动大幅增加险企净利润和净资产对信用和权益市场波动的敏感度。2024 年保险公司增加高股息权益配置，展望未来，**我们认为险资在战略资产配置(SAA)方面，有望稳步加大高息股配置比例。在战术资产配置(TAA)方面，会更多把握结构性行情，通过波段操作获取资本利得，增厚投资收益。**据金融监管总局披露数据，3Q24 人身险和财产险公司的核心权益投资提升，其中人身险公司股票/基金投资同比增长 17.2%/4.3%至 2.18/1.57 万亿元，占比 13%；财产险公司股票/基金投资同比提升 14.9%/18.1%至 1,506/2,118 亿元，占比 17%，反映在市场预期好转下险资积极布局权益。

我们预计未来险企会逐步加大 FVOCI 权益科目下高息股的配置占比，以实现增厚股息收益和降低公允价值变动对净利润波动的双重目的。除权益投资外，保险资金运用余额中债券投资占比最高，三季度人身险/财产险公司的债券投资比例 49%/37%，上市险企债券投资比例介于 50%-70%。尽管当前债券配置占比已较高，我们认为近期出台的非银同业存款利率自律管理《倡议》，可能会导致部分险资存款到期后流入债市，进一步推升债券投资比例。

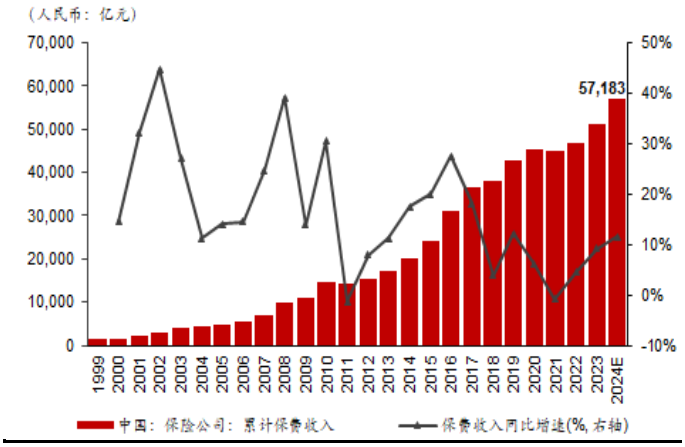
偿付能力：2025 年偿二代二期工程将全面落地执行。三季度末，保险行业核心偿付能力为 135.1%，较年初提升 6.9 个百分点，实现逐季回暖；其中人身险/财产险公司的核心偿付能力充足率为 119.5%/203.9%，较年初分别增长 9.0/下降 2.3 个百分点。截至 12 月 6 日，我们统计年内共有 13 家保险公司累计发行 16 笔规模总计为 1,096 亿元的资本补充工具，其中资本补充债券共计 11 笔，累计规模 796 亿元，占比 72.6%，永续债 5 笔，累计规模 300 亿元，占比 27.4%。**我们认为在当前利率下行周期中，保险公司通过发债补充资本的方式更具经济效益，相较增资扩股易导致股权稀释等问题，外源性资本补充方式或更具吸引力。**

2020 年，行业有 21 笔规模总计 780 亿元的资本补充债将于 2025 年可赎回。当前资本补充债发行的票面利率为 2.15%-2.90%，显著低于 5 年前的 3.30%-6.25%，预计当年发行资本补充债券的险企在 2025 年“借新还旧”的动力更大。基于此，我们预计 2025 年险企发债融资补充资本的规模仍有望维持在千亿以上。鉴于资本补充债仅能补充附属一级资本，对险企核心偿付能力充足率无法起到“增值”的作用；而发行永续债可补充核心二级资本，提升险企的核心偿付能力充足率，预计 2025 年险企发行永续债的规模有望进一步扩大。

投资建议：当前板块估值交易于 0.2-0.5 倍 FY25 P/EV 和 0.4-0.9 倍 FY25 P/BV，股息率为 4%-7%。四季度保险板块股价震荡回调，更多反映对政策端预期的博弈。维持板块“增持“评级，推荐买入资负匹配更优、增长动能持续向好的头部险企**中国太保(2601 HK, 买入，目标价：35.5 港元)、中国人寿(2628 HK, 买入，目标价：20.0 港元)、中国平安（2318 HK, 买入，目标价：65.1 港元）和友邦保险（1299 HK，买入，目标价：94.0 港元）。**

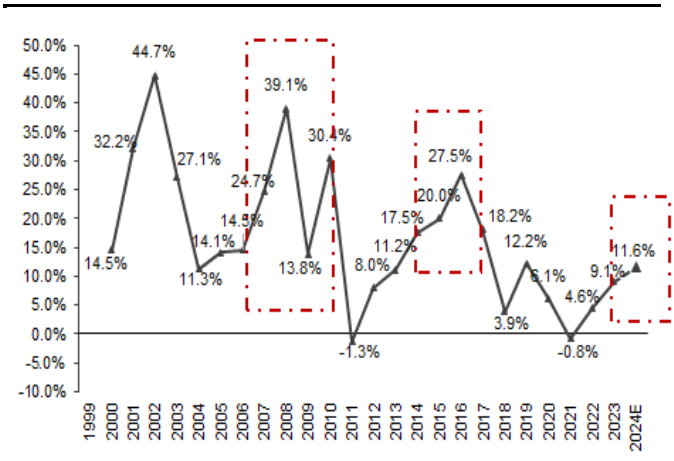
重要图表

图 1: 2000-2024E 中国保险行业保费规模及同比增速 (%)



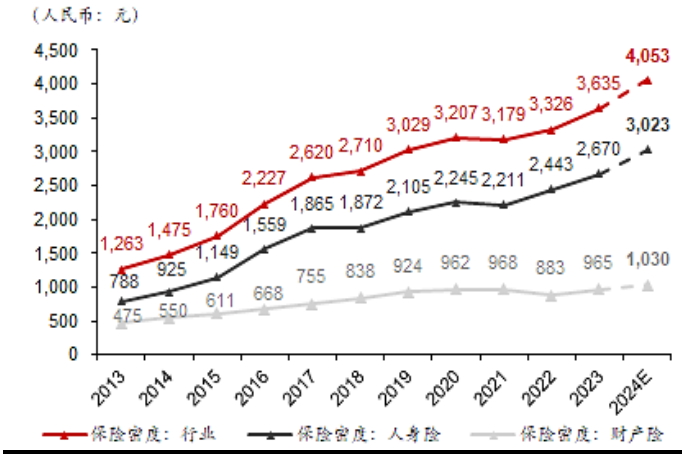
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场预测

图 2: 2000-2024E“国十条”政策对行业保费增速带动



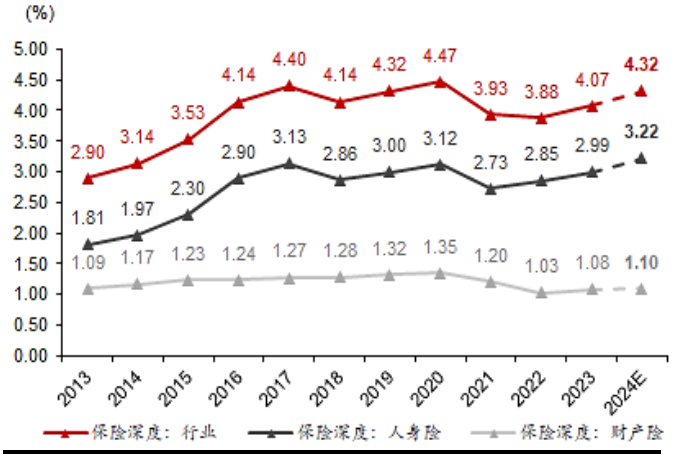
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场预测

图 3: 中国保险业 - 保险密度指标及预测 (%)



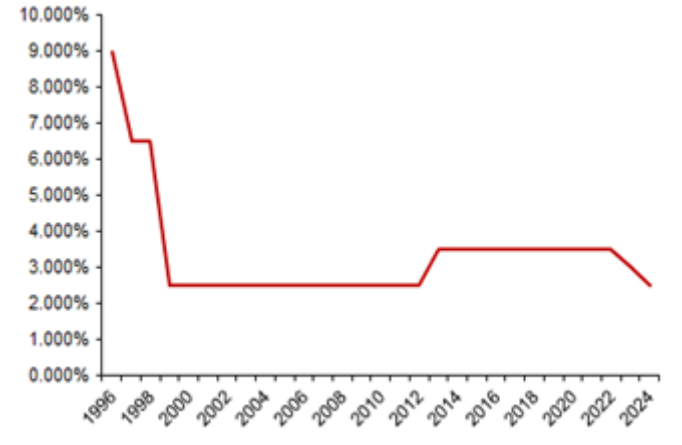
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场预测

图 4: 中国保险业 - 保险深度指标及预测 (%)



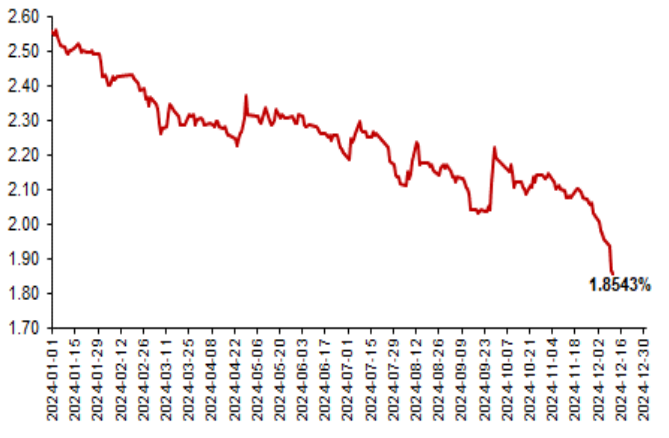
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场预测

图 5: 普通型人身险预定利率上限调整 (1996 - 2024)



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 6: 中国 10 年期国债收益率持续下探 (%)



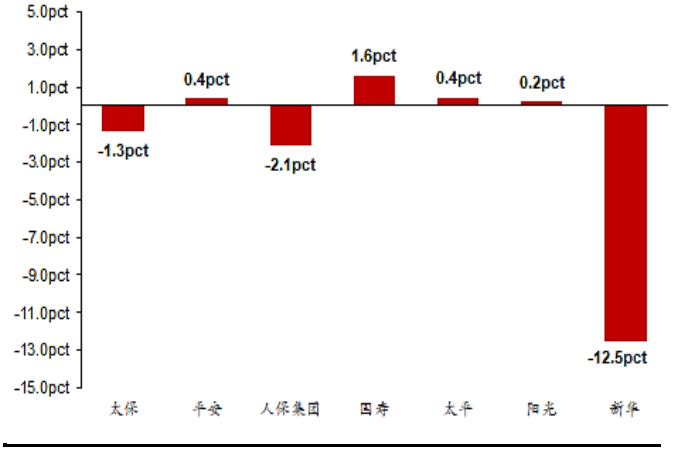
资料来源：Wind，招银国际环球市场 | 数据截至 2024 年 12 月 11 日。

图 7: 1H24 险企资产/负债久期错配轧差及对净资产影响



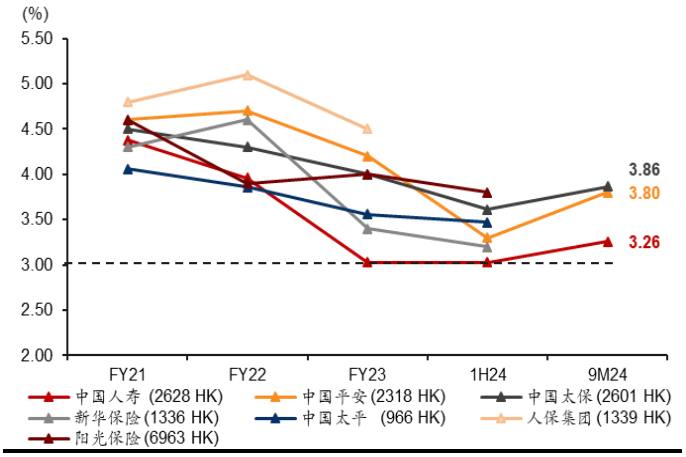
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 8: 1H24 险企资产/负债久期错配轧差影响的变动幅度



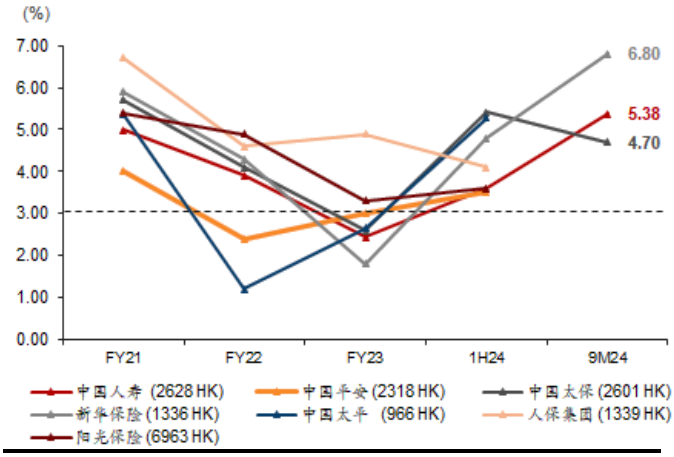
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 9: 上市险企净投资收益率(NIY)表现，FY21-9M24



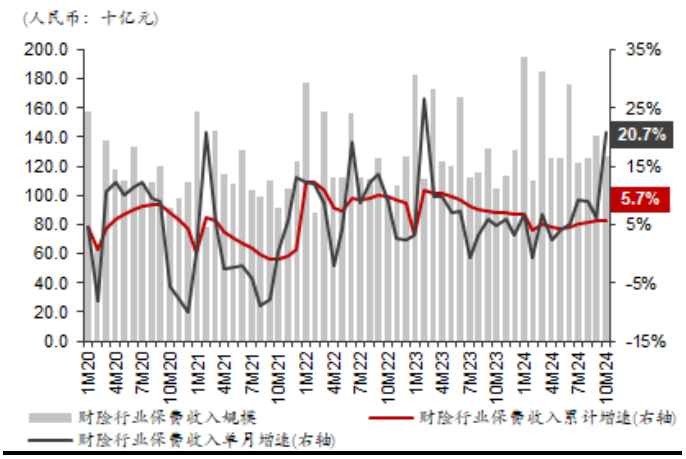
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 10: 上市险企总投资收益率(TIY)表现，FY21-9M24



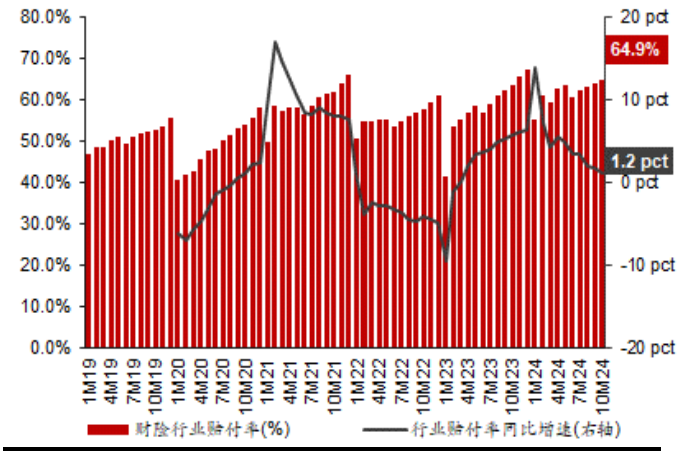
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 11: 财产险行业保费收入规模及累计/月度同比增速(%)



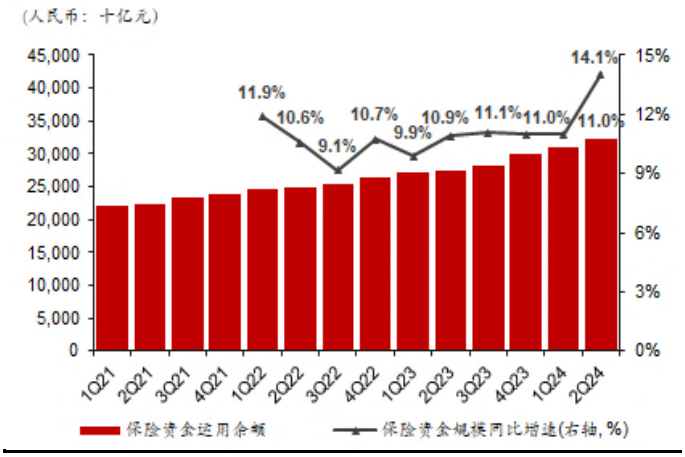
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 12: 财产险行业赔付率及同比增速 (pct)



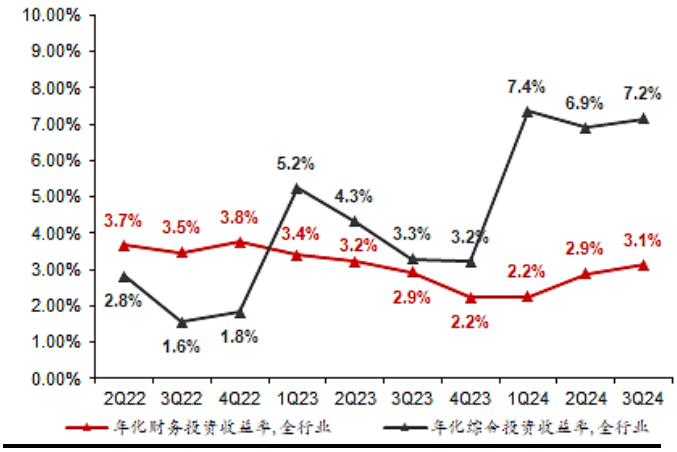
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 13: 保险业资金运用余额及同比增速 (%)



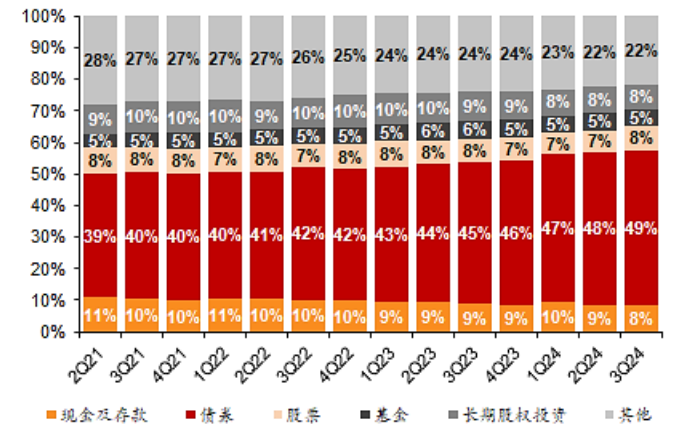
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 14: 保险业年化财务投资收益率和综合投资收益率 (%)



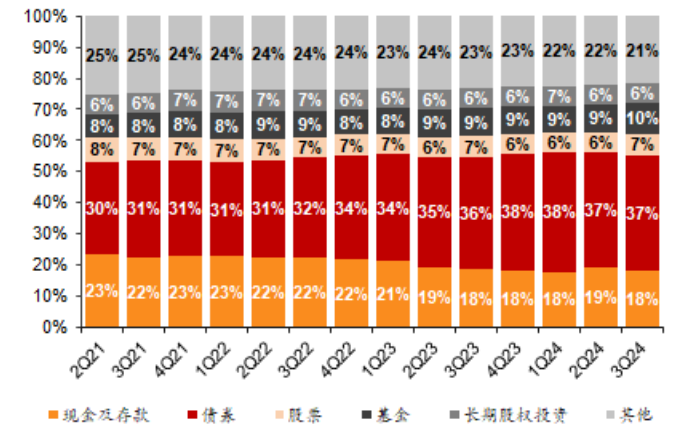
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 15: 人身险公司保险资金运用的资产配置结构(%)



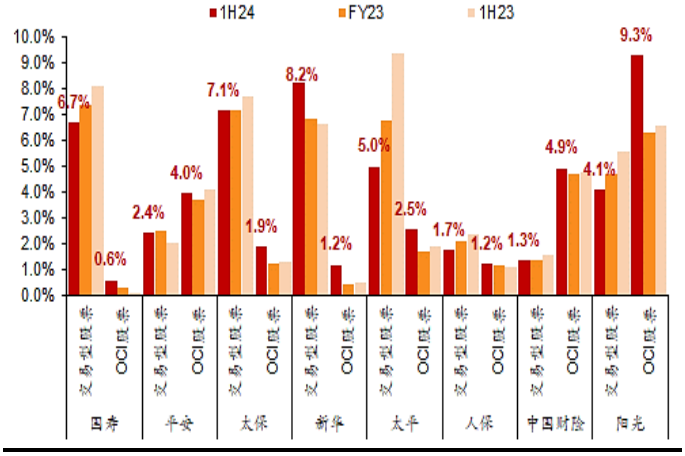
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 16: 财产险公司保险资金运用的资产配置结构(%)



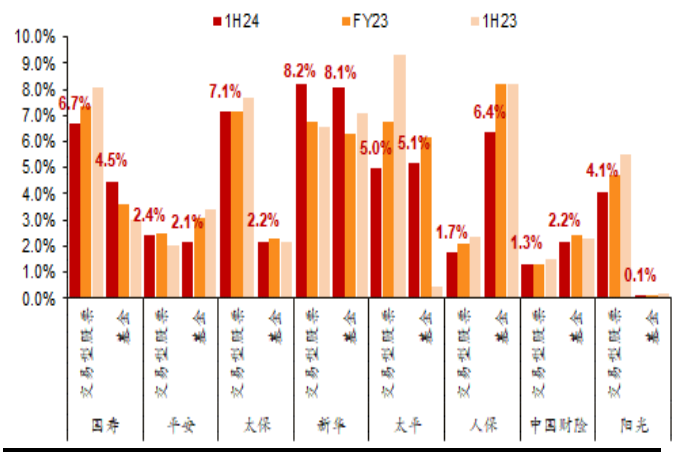
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 17: 交易型股票(FVTPL)和 OCI 股票(FVOCI)配置占比



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 18: 交易型股票(FVTPL)和基金配置占比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

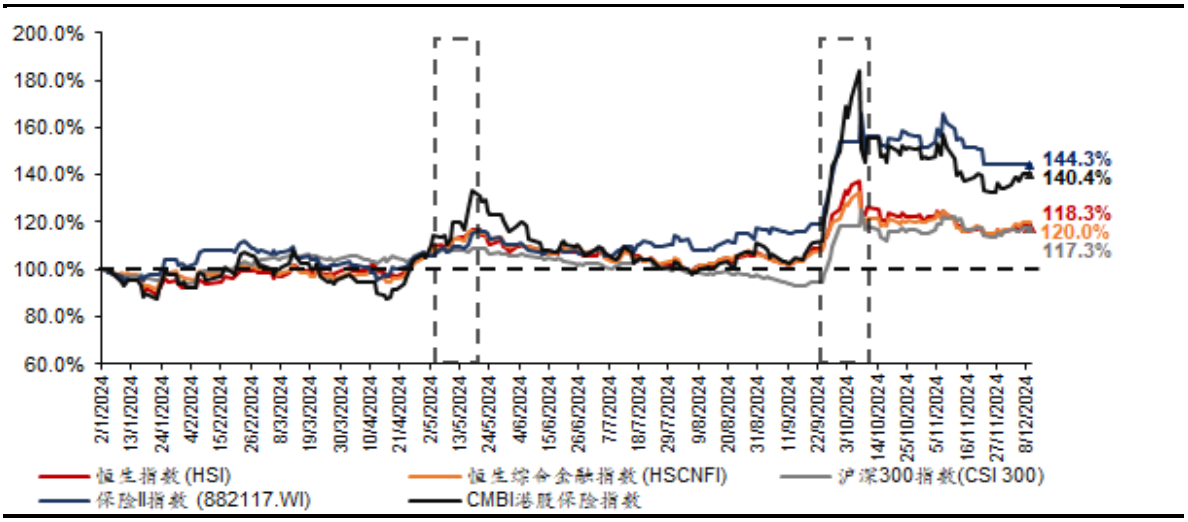
2024 年股价回顾及 2025 年行业展望

2024 年保险股价回顾：9.24 新政催化板块股价大幅反弹构筑年内高点

我们用市值加权法编制了 CMBI 中资港股保险指数，包括 8 家港股上市的中资寿险和财产险公司，并将其与恒生指数(HSI)、恒生综合金融指数(HSCNFI)、沪深 300 指数(CSI 300)和申万保险 II 指数(882117.WI)进行对比，以此回顾 2024 年 1-12 月（截至 2024 年 12 月 8 日）中资保险板块的股价表现。

如下图所示，1Q24 保险指数与市场综合指数走势相若，市场对险企在低利率环境下资产端中长期投资收益无法覆盖刚性负债成本而感到担忧，寿险股估值持续磨底。2Q24 在地产 5.17 新政刺激下，市场流动性边际改善，板块开始出现反弹，中国太保(2601 HK/601601 CH)/中国太平(966 HK)和中国平安(2318 HK/601318 CH)受益于南下资金配置偏好、高权益弹性和地产关联标的等利好因素，股价表现优于同业。3Q24 板块股价回落，直至 9 月底至 10 月初，继 9.24 新政后，板块股价在贝塔行情中大幅反弹，其中，申万保险 II 指数表现超越 CMBI 中资港股保险指数，主要因此轮行情下财险公司股价反弹幅度弱于寿险。申万保险 II 指数追踪 5 家 A 股上市保险公司，而 CMBI 中资港股保险指数在此基础上亦纳入中国财险(2328 HK)和众安在线(6060 HK)。截至 12 月 8 日，这两家公司股价较年初分别+34%/-27%，弱于纯寿险标的（较年初升 60%-70%）和综合保险集团（较年初升 37%-90%）。

图 19: 2024 年年初至今保险指数跑赢市场综合指数（以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比）



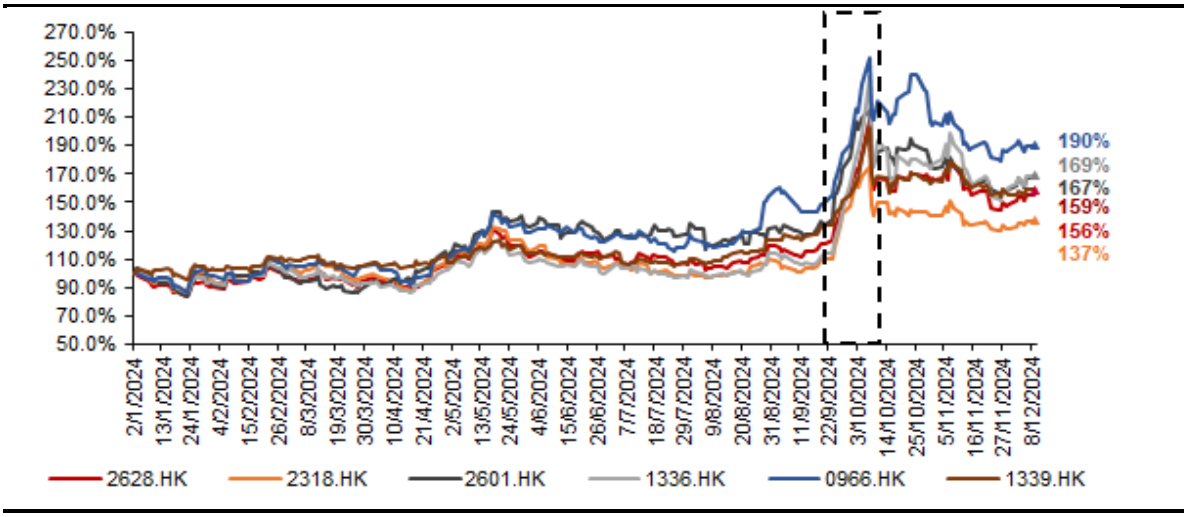
资料来源：Wind、招银国际环球市场

注：CMBI 港股保险指数纳入 8 家港股上市的中资寿险、财险和保险集团，成分股包括：中国人寿（2628 HK）、中国平安（2318 HK）、中国太保（2601 HK）、新华保险（1336 HK）、中国太平（966 HK）、中国人保集团（1339 HK）、中国财险（2328 HK）和众安在线（6060 HK）。

申万保险 II 指数（882117.WI）成分股包括：中国人寿（601628 CH）、中国平安（601318 CH）、中国太保（601601 CH）、新华保险（601336 CH）、中国人保集团（601319 CH）、天茂集团（000627 CH）

中国太平(966 HK)股价自中期业绩披露后持续走强。四季度保险板块震荡回调，更多反映政策端预期博弈。四季度太平和新华受益于前期低估值、高权益弹性和基本面预期改善等三大因素，估值弹性大，股价表现优于同业。截至 12 月 8 日，这两家公司的股价较年初分别上涨 90%/69%。

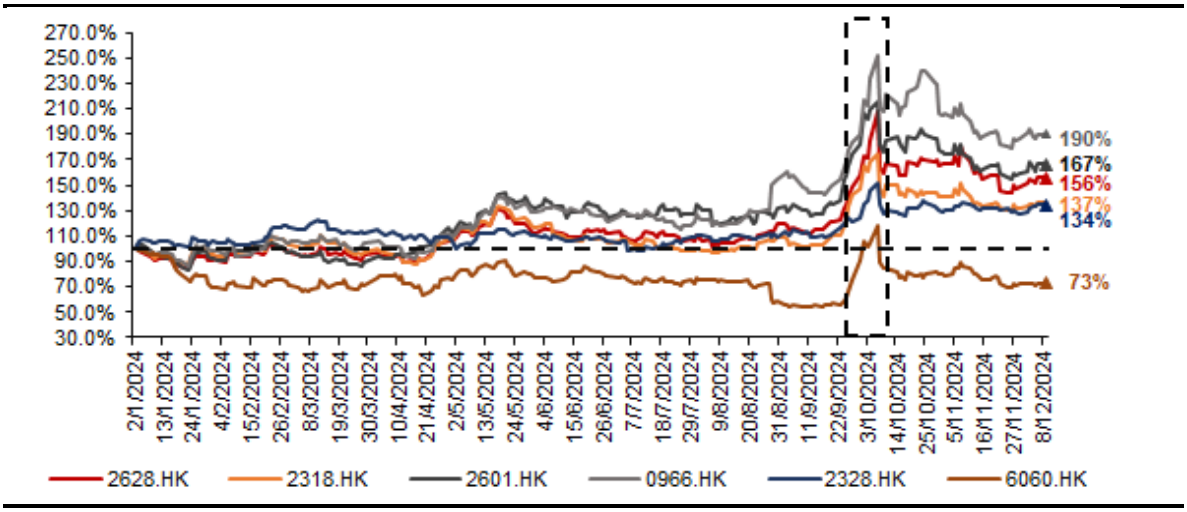
图 20: 2024 年年初至今中资寿险股价表现（以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比）



资料来源：Wind、招银国际环球市场

财险公司在 9.24 新政行情下反弹幅度弱于寿险。中国财险(2328 HK)和众安在线(6060 HK)年初至今股价分别+34%/-27%，主要因财险业务具备刚需属性，公司股价更多反映业务规模的稳健增长和承保盈利。值得注意的是，众安年内股价跑输同业，主要受公司投资收益大幅波动拖累盈利不及预期，1H24 公司净投资亏损达 1.71 亿元，拖累税前利润下降 63%。

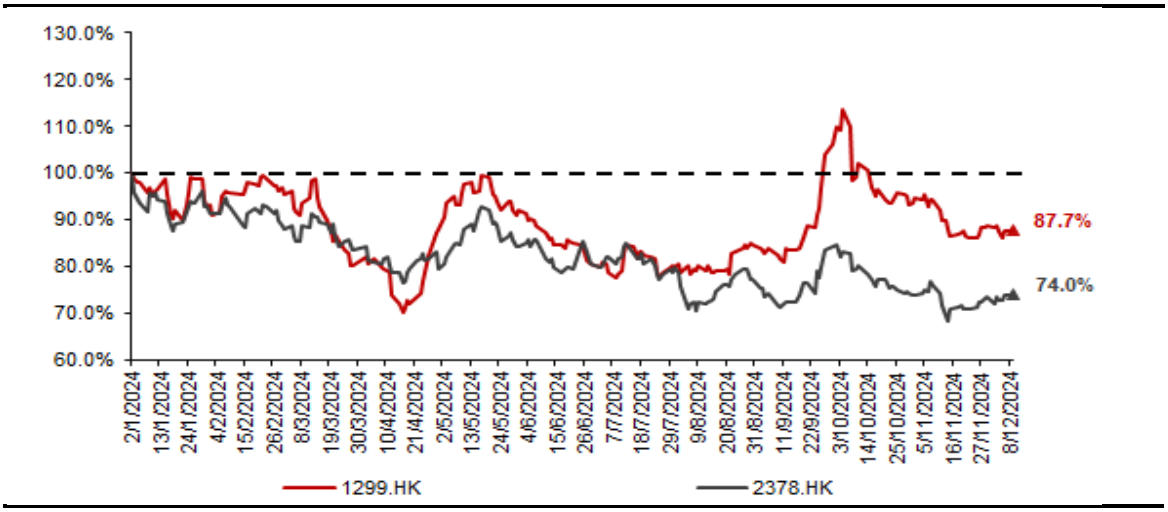
图 21: 2024 年年初至今财险板块股价表现（以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比）



资料来源：Wind、招银国际环球市场

友邦(1299 HK)和保诚 (2378 HK)年内股价表现不及中资险企。年初至今，两家公司股价震荡下行。截至 12 月 8 日，友邦和保诚股价较年初下降 12%/26%。尽管二、三季度股价走势反映国内政策利好，但受宏观经济扰动和资金配置需求的影响，股价表现未反映基本面。

图 22: 2024 年年初至今友邦和保诚股价表现（以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比）



资料来源：Wind、招银国际环球市场

2025 年投资观点：聚焦资负匹配经营的龙头险企

■ 高质量价值增长趋势已现

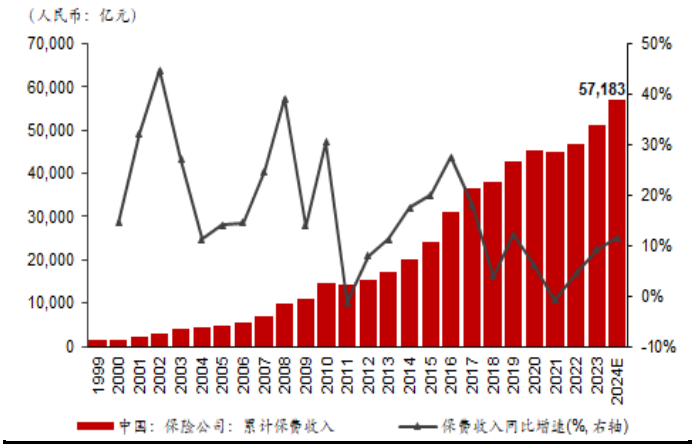
自 2023 年 7 月监管下调传统险预定利率和 8 月规范银保“报行合一”，到 2024 年 8 月再次下调传统险、分红险和万能险的预定利率和最低保证利率上限，两年内监管引导下调人身险定价利率上限 50-100bps，开启此轮定价利率的下行周期。结合近两年监管对保险渠道和产品政策的出台，我们认为保险业在当前低利率环境下，迈入了向高质量转型新阶段。

自 2017 年监管出台《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》限制快返型年金产品起，人身险行业从产品和渠道方面开始呈现“强监管”态势。2024 年 9 月，“国十条”3.0 的颁布进一步明确了严监管是未来 5-10 年保险行业发展的总基调。从历史保费数据看，我国保险业的发展受政策驱动呈现一定周期性特征：在 2006 年 6 月“国十条”1.0 和 2014 年 8 月“国十条”2.0 发布后的 1-2 年内，行业保费收入增速达到小周期内的峰值（图 18）。

我们预计 2024 年行业总保费规模有望突破 5.7 万亿元，同比增长 11%，显著高于名义 GDP 5.0%的增长目标。保险密度（总保费收入/总人口）预计为 4,053 元/人，同比提升 11.5%（图 19）；保险深度（总保费收入/国内生产总值）预计为 4.32%（假设 GDP 增长 4.5%-5.0%，图 20），同比提升 0.3 个百分点。人身险仍将是行业保费收入贡献的主力军，在居民风险偏好下行、储蓄意愿旺盛的背景下，我们认为寿险保费有望随经济增长进一步上行。

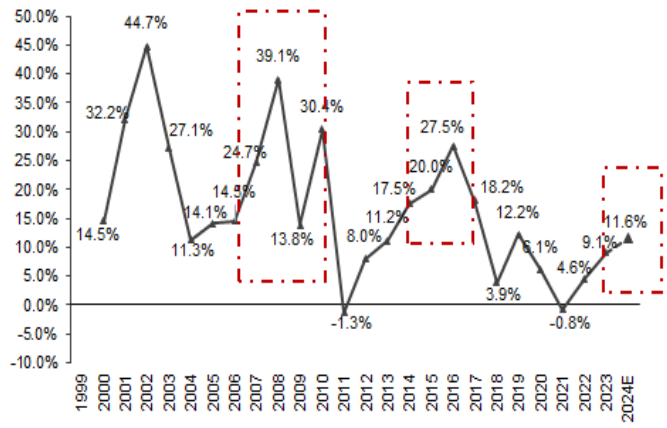
尽管周期性因素或能驱动行业保费规模上行，我们认为在“国十条”3.0 的指导下，过去追求规模和速度扩张的业务模式不可为继。2024 年上市险企新业务价值增长超出市场预期，而不同于 2023 年 NBV 增长靠新单保费和新业务价值率的双向提升带动，2024 年 NBV 更多靠价值率大幅提升所驱动。7 家上市险企 1H24 新业务价值率均值升至 19.6%，较年初均值（13.4%）高 6.2 个百分点。**我们认为行业转型、聚焦高质量价值增长的趋势已现；预计 2025 年寿险 NBV 有望在价值率提升的驱动下进一步实现增长。预计在 4Q24-1Q25“开门红”期间，新单保费增速回归中高单位数，主要受前期产品切换导致部分需求消耗的影响。**

图 23: 2000-2024E 中国保险行业保费规模及同比增速



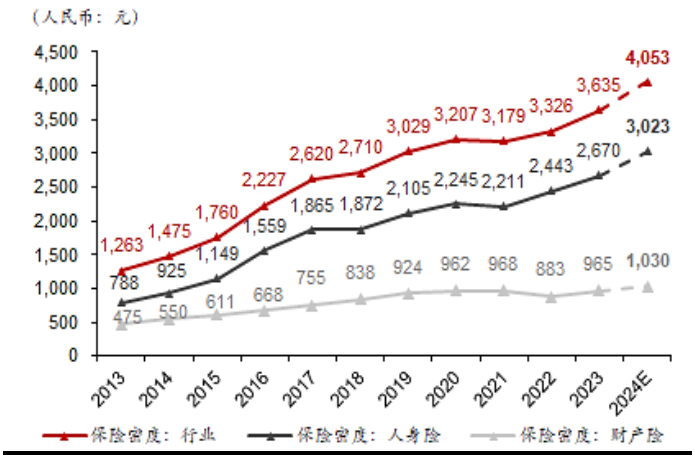
资料来源：Wind，招银国际环球市场预测
注：2024 年保费收入及同比增速为招银国际预测值。

图 24: 2000-2024E“国十条”政策对行业保费增速带动



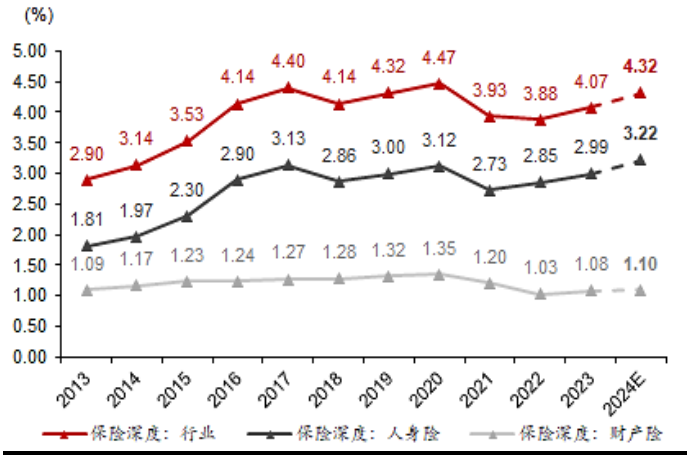
资料来源：Wind，招银国际环球市场预测
注：2024 年保费收入增速为招银国际预测值。

图 25: 近十年我国保险密度持续增长，人身险占比 >70%



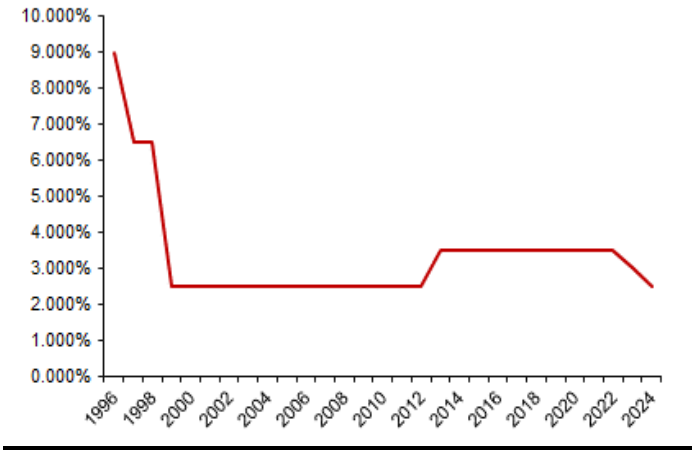
资料来源：Wind，金融监管总局，保险年鉴，招银国际环球市场预测
注：2024 年保险密度为招银国际预测值。

图 26: 保险深度微幅振荡，预计 2024E 达到 4.32%



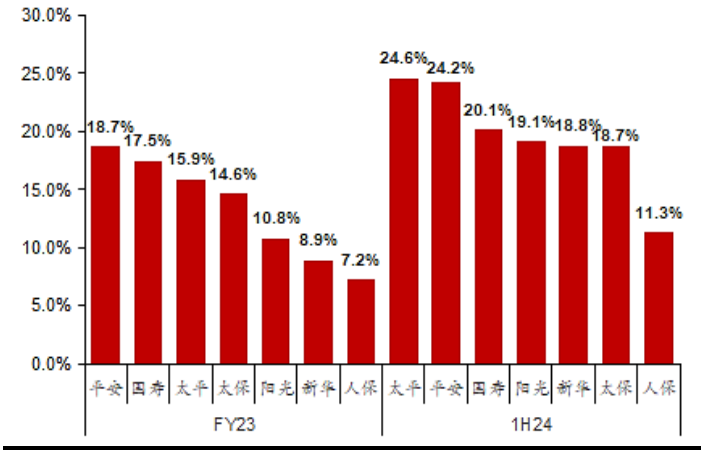
资料来源：Wind，金融监管总局，保险年鉴，招银国际环球市场预测
注：2024 年保险密度为招银国际预测值。

图 27: 普通型人身险预定利率上限调整 (1996 - 2024)



资料来源：Wind、金融监管总局，招银国际环球市场

图 28: 上市险企年内新业务价值率(NBVM)显著提升



资料来源：公司公告，招银国际环球市场预测
注：新业务价值率按上市公司披露的新单保费可比口径计。

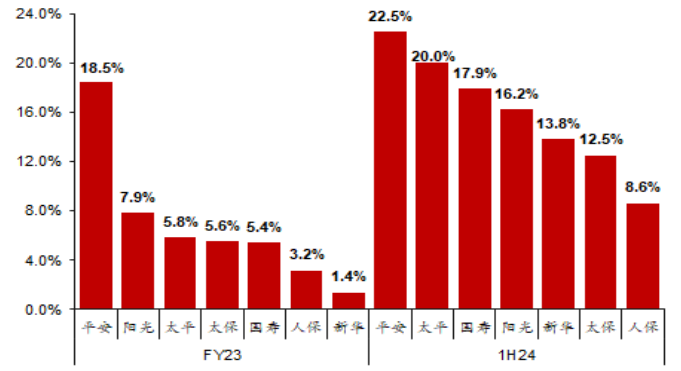
■ 银保价值率升幅亮眼，为个险报行合一提供例证

上市险企银保新业务价值率快速增长，主要得益于报行合一改善产品“费差”水平。截至 1H24，平安维持业内银保新业务价值率最高水平；太平、国寿和新华的价值率较年初和去年同期均提升超过 10 个百分点。具体来看，险企银保新业务价值率排序为：平安(22.5%) > 太平(20.0%) > 国寿(17.9%) > 阳光(16.2%) > 新华(13.8%) > 太保(12.5%) >人保(8.6%)；对比年初，仅平安一家银保新业务价值率为双位数。银保价值率的提升带动银保新业务价值在渠道新单保费下滑的基础上仍实现快速增长。上市险企 1H24 银保新业务价值增速排序为：太平(+304%) > 人保(+250%) > 新华(+97%) > 国寿(+81%) > 阳光(+31%) > 太保(+27%)。

今年年初，监管开始在专业中介代理渠道推行“报行合一”，要求渠道实际销售费用不得超过产品定价假设中所蕴含的费用水平，禁止险企对渠道销售费用进行额外补贴。以银保和中介渠道为前例，我们预计个险“报行合一”有望在 2025 年落地。参考银保渠道，我们认为个险“报行合一”可能存在三点影响：**1) 费差改善，产品利润率提升，利好个险 NBV 上行；2) 个险新单保费可能出现较大幅度下滑，一方面费率降低利好产品定价下行，另一方面代理人销售动能减弱，新单销售或将边际放缓；3) 佣金收入下滑对代理人规模造成负面影响，但预计核心绩优人力保持稳定。**此外，分红险对代理人的销售技能要求更高，因而对资深代理人的留存更为依赖；预计实施后，险企需加大对不同层级销售队伍的培训力度。

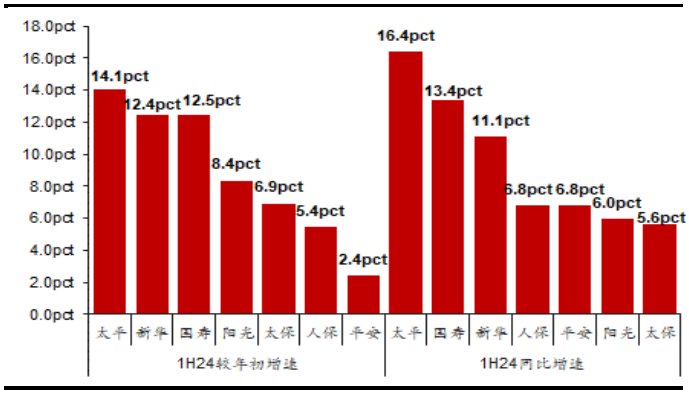
短期内，我们预计险企新单产品结构仍将以传统险为主，考虑到分红险销售培训到技能提升仍需时间；但中长期来看，在当前定价利率下行周期中，分红险销售有望重回行业主流。

图 29: 上市险企银保新业务价值率 NBVM (新单保费口径)



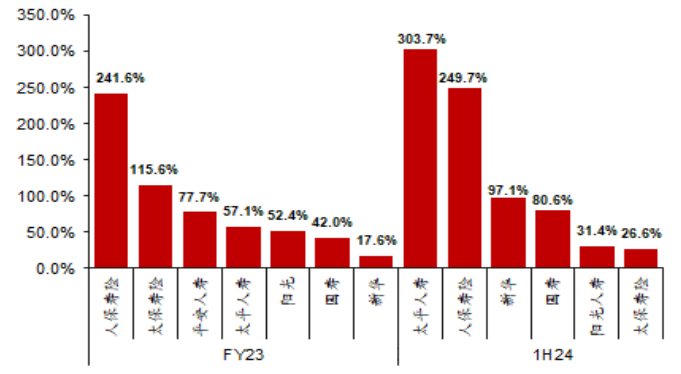
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 30: 上市险企银保新业务价值率较年初及同比变动幅度



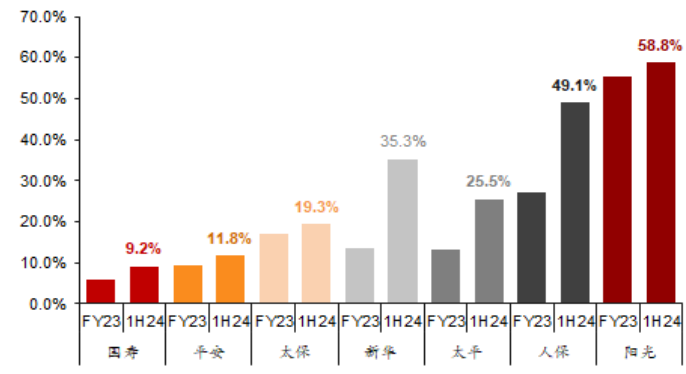
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 31: 上市险企银保新业务价值增速对比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 32：上市险企银保渠道新业务价值贡献比例 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

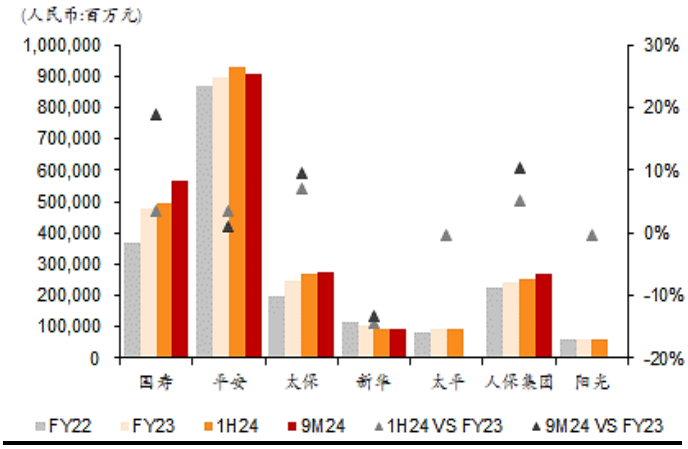
■ 资负久期匹配降低利率风险敞口

寿险公司的利润来源可分为利差、费差和死病差三个部分，其中利差是最主要利润来源。近年来受长端利率下行、存量非标资产到期等影响，险企投资收益，尤其是净投资收益率大幅下滑。截至 3Q24，国寿、平安和太保的年化净投资收益率为 3.26%/3.80%/3.86%，较年初下降 44bps/40bps/14bps；1H24 上市险企平均年化净投资收益率仅为 3.4%，对比 2022/2023 年分别为 4.4%/3.8%，降幅显著。净投资收益率持续下行导致保险公司的利差空间被逐步压缩，若以 3.0%的负债成本计，近两年上市险企的平均利差降幅均超过 50bps。

利差损的实质问题在于资产和负债久期错配。寿险公司负债端期限普遍长于资产端，导致在利率下行周期中，资产端重定价将面临再投资风险；中长期看，再投资较低的收益若无法覆盖存量负债成本，即构成利差损。利差损对险企的估值不利，是近两年来上市寿险公司估值磨底的主要原因。从久期维度看，险企资负久期的错配导致险企天然存在利率风险，即负债对利率变动的敏感性高于资产对利率变动的敏感性。因此，利率下行一方面利好险企资产端公允价值增长，带来正向的投资收益。另一方面负债准备金计提的涨幅可能更大，导致在新会计准则下，净资产的波动上升。截至 3Q24，5 家 A/H 上市险企的净资产较年初平均上升 5.3%，对比 1H24 平均为升幅 1.0%来说，变动幅度明显加大。金融资产的分类，如是否将债权产品划入 FVOCI，可成为险企在资负匹配基础上平滑净资产波动的解决方案。

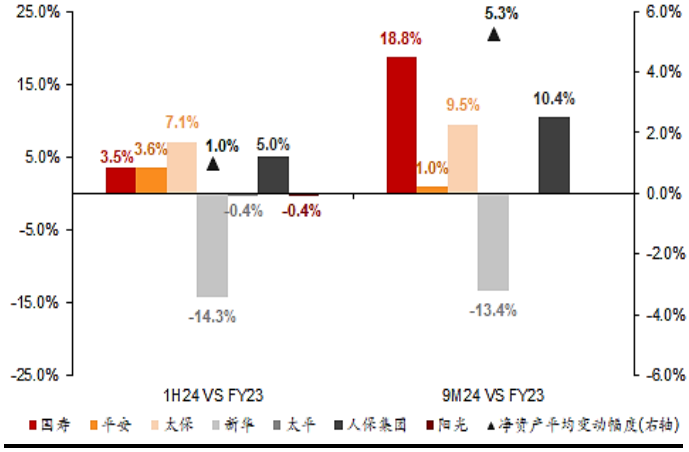
通过统计上市险企公允价值轧差对净资产的影响，我们认为可侧面量化险企资产和负债久期匹配情况，**从 1H24 的结果来看，上市险企资负久期匹配程度的排序为：太保(-0.9%) > 平安 (-1.7%) > 人保 (-2.9%) > 国寿 (-3.2%) >太平 (-7.7%) > 阳光 (-8.7%) > 新华 (-26.6%)。推荐资负久期匹配更优且持续改善的头部险企中国人寿、中国平安、中国太保。**

图 33: 上市险企净资产及 1H24/9M24 较年初变动幅度



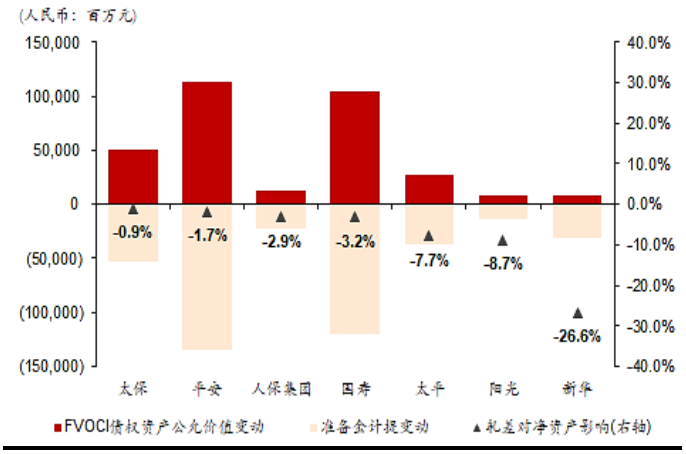
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 34：上市险企 3Q24 净资产较年初变动幅度加大



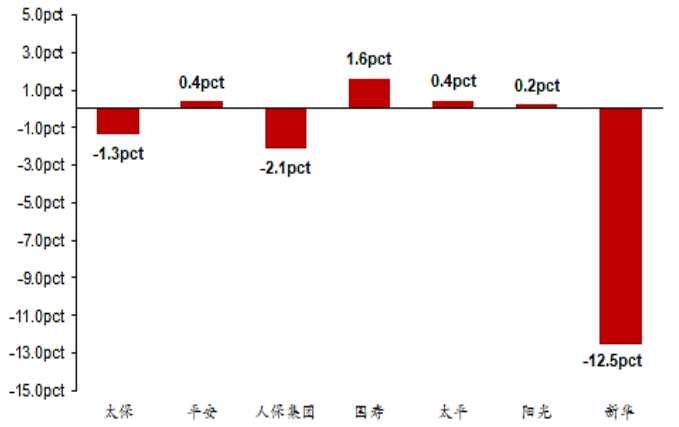
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 35: 资产/负债久期错配对险企净资产的影响测算，1H24



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 36：1H24 资产/负债久期错配轧差较年初变动幅度



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

估值

图 37: 同业估值对比

公司	股票代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/下行空间	市值 (LC bn)	P/EV(x) FY24E	P/EV(x) FY25E	P/B (x) FY24E	P/B (x) FY25E	Div. Yield (%) FY24E	Div. Yield (%) FY25E
中国保险公司												
中国平安 (H)	2318 HK	买入	65.10	47.0	*38.5%*	997	0.54 x	0.51 x	0.80x	0.73x	6.1%	6.5%
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	20.00	15.4	*29.9%*	1,099	0.28 x	0.26 x	0.71x	0.68x	9.3%	5.4%
中国太保 (H)	2601 HK	买入	35.50	25.2	*40.9%*	332	0.37 x	0.35 x	0.81x	0.75x	4.5%	4.6%
中国财险 (H)	2328 HK	买入	14.00	12.1	*16.1%*	266	n.a	n.a	0.99x	0.92x	5.2%	5.4%
众安在线 (H)	6060 HK	买入	22.00	12.8	*72.4%*	19	n.a	n.a	0.82x	0.78x	0.0%	0.0%
新华保险 (H)	1336 HK	-	n.a	25.3	-	144	0.28 x	0.27 x	0.70x	0.66x	4.6%	5.0%
中国太平 (H)	966 HK	-	n.a	12.3	-	45	0.15 x	0.14 x	0.47x	0.44x	3.3%	3.7%
人保集团 (H)	1339 HK	-	n.a	3.9	-	326	0.48 x	0.44 x	0.61x	0.56x	5.0%	5.5%
阳光保险 (H)	6963 HK	未评级	n.a	2.9	n.a	4	0.28x	0.27x	0.49x	0.47x	6.5%	7.3%
						平均值	**0.34x**	**0.32x**	**0.7x**	**0.7x**	**4.9%**	**4.8%**
区域型保险公司												
友邦保险(H)	1299 HK	买入	94.0	58.2	61.7%	631	1.14 x	1.00 x	1.61 x	1.61 x	3.0%	3.4%
保诚(H)	2378 HK	买入	125.0	65.9	89.7%	177	0.45 x	0.39 x	1.16 x	1.02 x	2.6%	2.8%
						平均值	**0.80x**	**0.70x**	**1.38 x**	**1.31 x**	**2.8%**	**3.1%**

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测 （截至 2024 年 12 月 11 日）

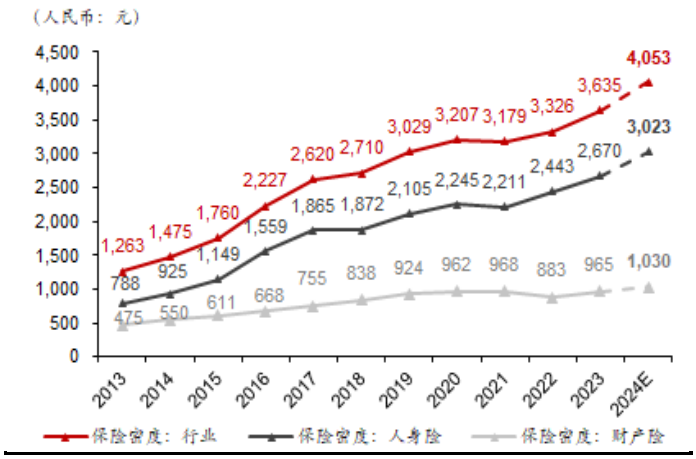
注：阳光保险为未评级，新华保险/中国太平/中国人保集团估值相关数据参考彭博一致预期。

2025 年行业展望：聚焦高质量价值增长龙头

寿险：低利率时代下资产负债联动转型是必由之路

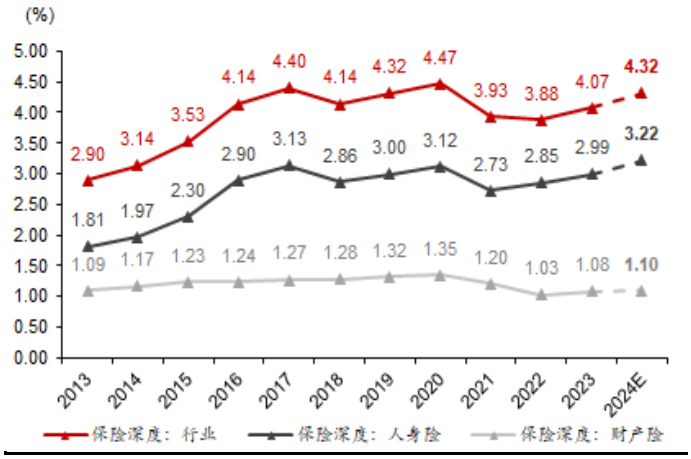
我们预计 2024 年行业保费收入有望实现历史性的突破，总保费规模超过 5.7 万亿元，同比增长 11%，显著高于名义 GDP 5.0%的增长目标。保险密度（总保费收入/总人口）预计为 4,053 元/人，同比提升 11.5%；保险深度（总保费收入/国内生产总值）预计为 4.3%（假设 GDP 增速 4.5%-5.0%），同比增长 0.3 个百分点。尽管我国的保险密度和保险深度近十年来快速增长，但与全球平均水平仍存在一定差距。根据瑞再保险研究报告 2023 年数据，2023 年全球保险密度为 889 美元/人，中国为 516 美元/人（以美元/人民币 = 7.05 汇率计），其中人身险贡献超过 70%。2023 年全球保险深度为 7.0%（中国为 4.07%），美国、新加坡、日本、中国香港和台湾地区的保险深度分别为 11.9%、9.2%、8.9%、17.2%和 10.3%，是我国保险深度的 2-4 倍。展望未来，我们预计人身险仍将是贡献行业保费增长的主力军，其中寿险保费在居民风险偏好下行、储蓄意愿旺盛的背景下，有望随经济增长进一步上行。

图 38: 近十年我国保险密度持续增长，人身险占比 >70%



资料来源：Wind，金融监管总局，保险年鉴，招银国际环球市场预测

图 39: 保险深度微幅振荡，预计 2024E 达到 4.32%



资料来源：Wind，金融监管总局，保险年鉴，招银国际环球市场预测

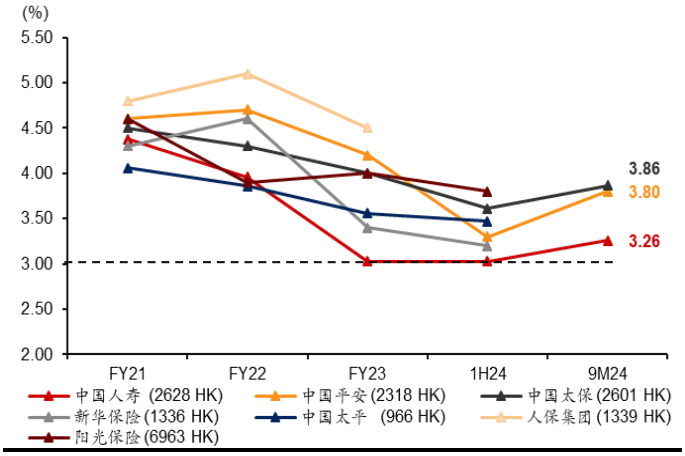
上市险企 2024 年新业务价值增速（可比口径下）超出市场预期。不同于 2023 年 NBV 由新单保费增长和新业务价值率提升的共同带动，2024 年 NBV 增长主要靠价值率的大幅提升驱动。**我们认为 2025 年寿险新业务价值以新业务价值率提升驱动的模式有望延续**，主要因：1）预定利率下调带动新单负债成本下行，扩大“利差”；2）监管对浮动收益型产品（如分红险、万能险）结算利率和实际分红水平进行窗口指导，利好降低存量负债成本；3）全渠道推行“报行合一”，个险产品费用结构已随新产品备案，有望大幅改善“费差”；4）分红险占比逐步提升，优化以传统险“一险独大”的产品结构，压降刚性负债成本；5) 长期期交保费占比有望随代理人产能提升和增值服务供给进一步上行；头部险企代理人规模企稳。

■ 预定利率下调优化增量负债成本，预计 25 年新业务价值率再提升

寿险公司的核心利润来源可分为利差、费差和死病差三个部分，其中利差是最主要的来源。近年来受长端利率下行和存量非标资产到期等影响，保险公司净投资收益率大幅下滑。截至 3Q24，国寿、平安和太保的年化净投资收益率为 3.26%/3.80%/3.86%，较年初下降 44bps/40bps/14bps；1H24 上市保险公司平均年化净投资收益率为 3.4%，对比 2022/2023 年分别为 4.4%/3.8%，降幅明显。净投资收益率持续下行导致险企的利差空间被逐步压缩。若以 3.0%的负债成本粗略计算，近两年上市险企平均利差降幅超过 50bps。随寿险产品定价利率

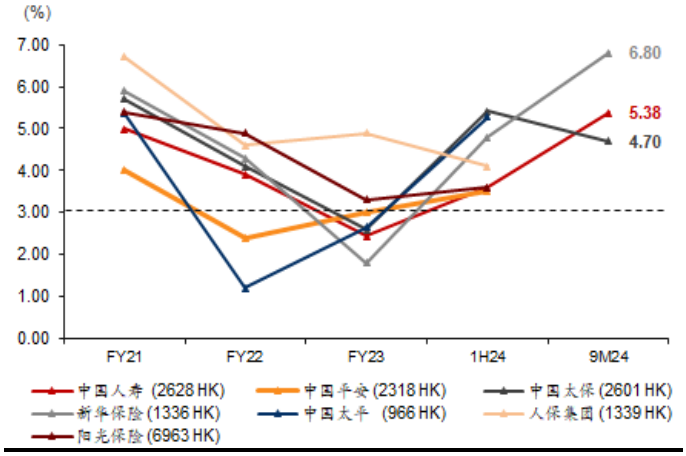
上限的下调，险企新销售保单的保证成本下移，降低增量负债成本，提高产品利润率。**我们预计 2025 年寿险新业务价值增长有望倚赖新业务价值率提升驱动。**

图 40: 低利率环境下上市险企净投资收益率较快下行



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：数据为年化收益率口径

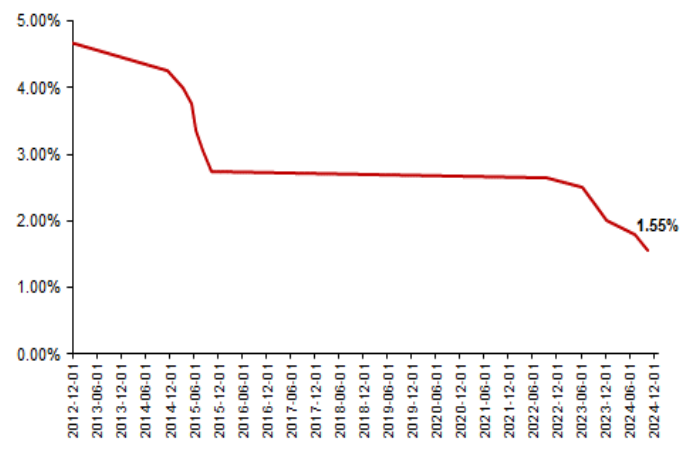
图 41: 总投资收益率得益于买卖价差收益增长而上行



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：数据为年化收益率口径

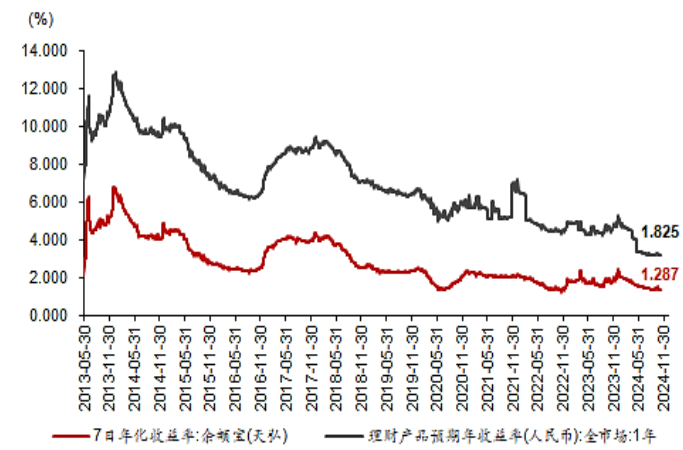
目前，传统险、分红险和万能险的预定利率和最低保证利率上限已下调至2.5%、2.0%和1.5%。传统险预定利率已是历史区间下限，与 1997-2012 年相同。此次下调是自 2013 年定价利率上调后的首次全险种下调，显示监管对行业利差管理的重视。从投资竞品的角度对比，传统险定价利率下调后，较当前银行定期存款和理财等产品仍具备一定优势。继 10 月商业银行集中下调存款挂牌利率后，当前，四大国有行 5 年期定期存款利率（整存整取）仅为 1.55%（图 35）；短期限投资品种收益率降幅更大，截至 12 月 9 日，1 年期理财产品预期年化收益率降至 1.83%，而余额宝 7 天年化收益率不足 1.30%（图 36）。

图 42: 中国工商银行 5 年期定期存款利率（整存整取）



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 43: 中国工商银行 5 年期定期存款利率（整存整取）

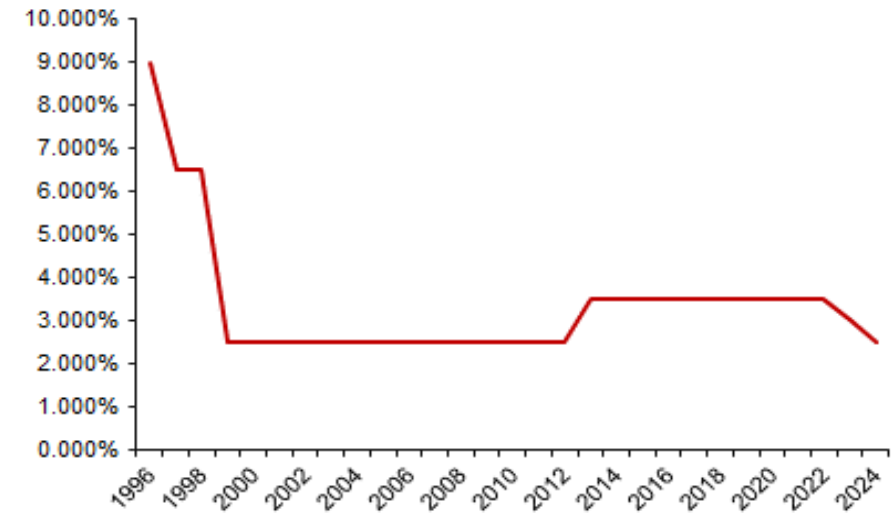


资料来源：Wind，招银国际环球市场

尽管从增量负债成本的角度看，人身险预定利率下调利好险企的利差改善；但新产品价格因定价利率调降而普遍上涨，预计对消费者购买保单的需求构成影响。**从利率敏感性角度看，预定利率下调对不同险种保费增幅的排序为：终身寿险 >年金险 > 重疾险 > 两全险 > 定期寿险。**预计4Q24-1Q25“开门红”期间，主力产品仍将以储蓄型增额终身寿险、年金险和两全险为重心，并在部分产品中加入保底2.0%的分红功能；考虑前期客户需求透支和代理人分红险销售技能提升仍需时间，**我们预计2025年开门红新单保费增速将回归单位数。**

8 月，监管发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，参考 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR)、5 年起定期存款基准利率、10 年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率的基准值；在达到触发条件后，各保险公司需按照市场化原则及时调整产品定价。**我们认为未来监管将进一步落地人身险预定利率与市场利率联动机制，推动险企负债成本随基准利率动态调整，降低管理的滞后性。**

图 44: 监管下调传统险预定利率上限，当前定价利率水平与 1999-2012 年期间一致



资料来源：Wind，金融监管总局，招银国际环球市场

■ 发展浮动型收益产品，优化存量负债成本

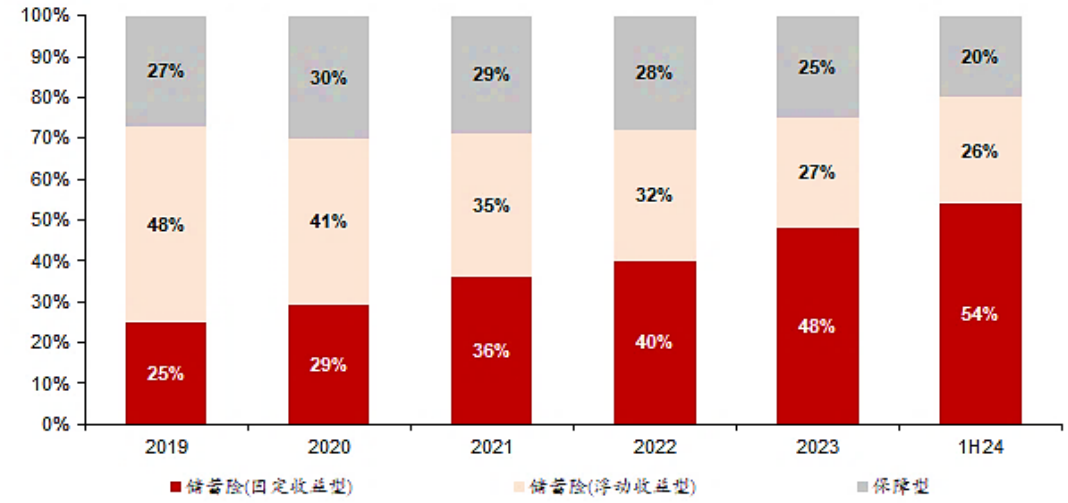
3月，监管对行业进行窗口指导，调降浮动型产品实际分红和利率水平，包括对中小公司的万能险结算利率要求不超过3.3%，大型保险公司的万能险结算利率不超过3.1%；分红险实际分红水平降至与万能险结算利率相同，即对上市保险公司而言，分红险的实际分红水平最高不超过3.1%。目前，分红险和万能险产品的预定利率和最低保证利率为2.0%和1.5%。

作为浮动型收益产品的代表，分红险销售需每年披露产品的红利实现率指标，即该产品历史实际分红金额占其演示分红金额的比例。参考上市险企披露的分红实现率多为75%-80%，假设产品的演示分红收益率为4.0%，按分红险2.0%的预定利率上限计，我们测算客户的实际收益率（年化）为3.0%-3.1%；若分红实现率降至50%，在其他条件不变情况下，我们测算客户实际收益率（年化）为2.7%，仍高于传统险2.5%的保证利率。

除2.0%的保证收益外，分红险的浮动收益变动与其关联账户的投资收益息息相关。2024年伴随权益市场回暖，上市险企的总投资收益率大幅增长，利好保单持有人的可分配盈余上行，带动分红险实现率在今年低基数上回升，从而为明年分红险新单保费的增长奠定基础。

展望2025年，我们预计分红险新单保费占比有望逐步上行。因其给予投保人的浮动收益部分不计入险企的刚性负债成本，保险公司未来将持续加大分红险的销售力度，完善代理人销售技能培训，以更好适配新产品结构。此外，今年险资优异的投资表现，将带动明年现金分红实现率提升，为2025年分红险新单保费的增长创造条件。

图 45: 7 家上市险企寿险产品结构（按规模保费口径计）- 固定收益型储蓄险占比升高

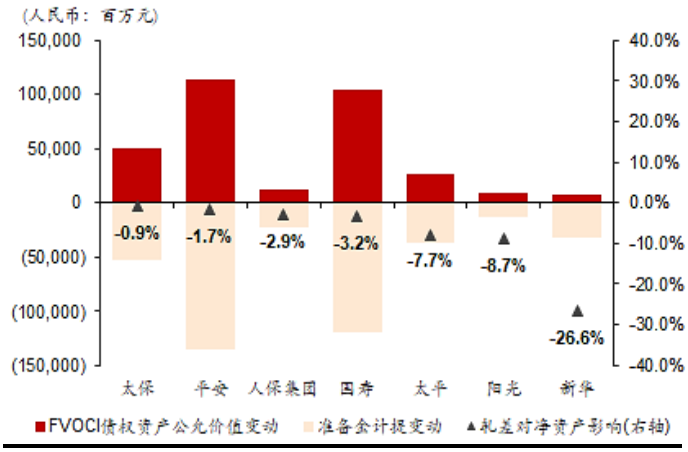


资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：上市险企包括中国人寿、中国平安、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平和阳光保险；储蓄险(固定收益型)产品计入传统险和年金险；储蓄险(浮动收益型)产品计入分红险和万能险；保障型产品计入意外险和健康险。

险企的综合负债成本有望在存量和增量成本的下降中显著优化，改善利差损担忧。我们认为**利差损的实质问题在于资产和负债久期错配。**寿险公司负债端期限长于资产端，导致在利率下行周期中，资产端重定价天然面临再投资风险。中长期看，再投资较低的收益若无法覆盖存量负债成本，即构成利差损。利差损对险企的估值不利，是近两年来上市寿险公司估值磨底的主要原因。从久期维度看，险企资负久期的错配导致险企天然存在利率风险，即负债对利率变动的敏感性高于资产对利率变动的敏感性。因此，利率下行一方面利好险企资产端公允价值增长，带来正向的投资收益；另一方面负债准备金计提的涨幅可能更大，导致在新会计准则下，净资产的波动上升。截至 3Q24，5 家 A/H 上市险企净资产较年初平均上升 5.3%，对比 1H24 平均升幅为 1.0%来说，变动幅度明显加大。金融资产的分类，如是否将债权资产划入 FVOCI，可成为险企在资负匹配基础上平滑净资产波动的解决方案。

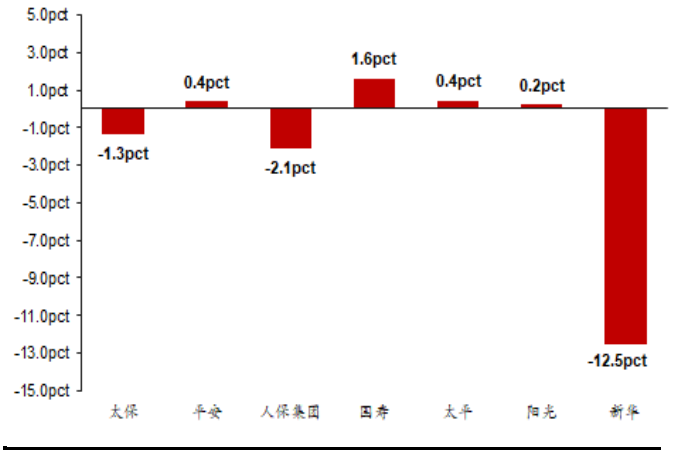
我们测算上市险企因利率变动导致资负两端公允价值变动轧差对净资产的影响，并以此作为侧面量化险企资产负债久期匹配度的指标。**从 1H24 的结果看（图 33），上市险企资产和负债久期匹配的排序为：太保(-0.9%) > 平安 (-1.7%) > 人保 (-2.9%) > 国寿 (-3.2%) >太平 (-7.7%) > 阳光 (-8.7%) > 新华 (-26.6%)**；其中，利率变动对净资产的负向影响较年初下降的有国寿(+1.6pct)、平安(+0.4pct)、太平(+0.4pct)、阳光(+0.2pct)（图 34），反映公司通过增配 FVOCI 债权类资产，用以抵消利率下行导致准备金计提大幅增加的影响。除新华外，1H24 其他上市险企的 FVOCI 债权资产余额较年初均有增长，其中国寿、平安和太平增幅领先同业，分别增长 9.6%/9.2%/21.7%（图 41），与我们的观点互为印证。**我们看好资负久期匹配更优且持续改善的头部险企—中国人寿(2628 HK)、中国平安(2318 HK)和中国太保(2601 HK)。**

图 46: 资产/负债久期错配对险企净资产的影响测算，1H24



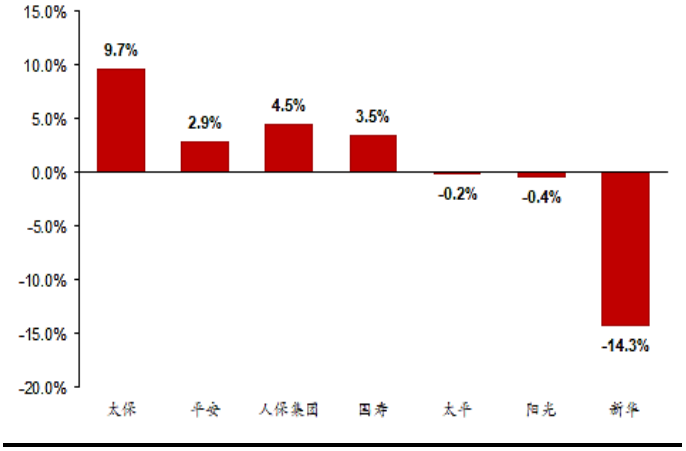
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 47: 1H24 资产/负债久期错配轧差较年初变动幅度



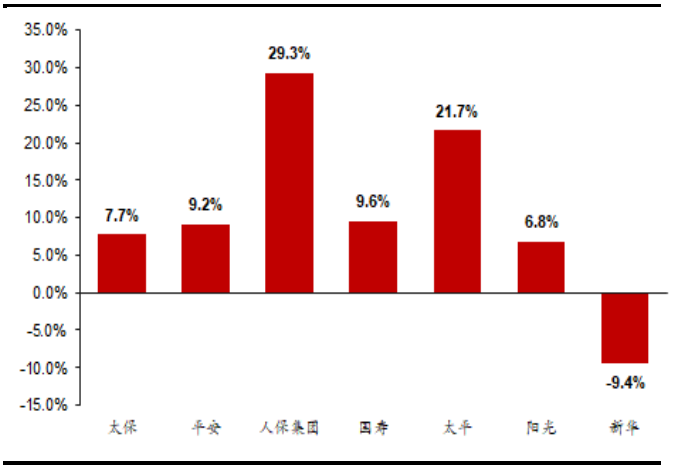
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 48: 上市险企 1H24 净资产较年初变动幅度 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 49: 上市险企 1H24 FVOCI 债权资产配置较年初增幅



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

■ 银保费差大幅改善，为个险报行合一实施奠基

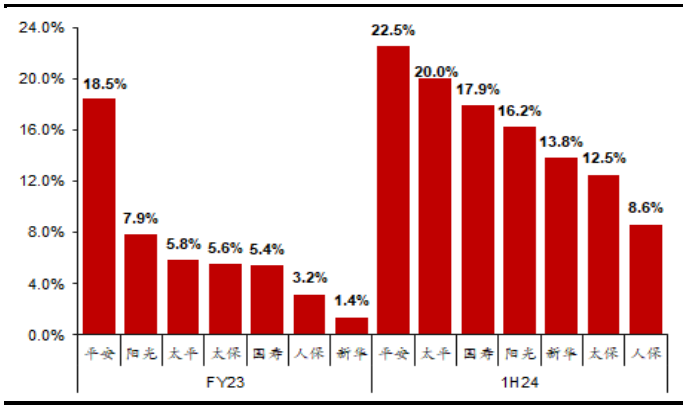
银保是寿险行业不可或缺的重要渠道，尤其对业内中小保险公司而言，其主要的新单保费和价值贡献均来自于银保渠道。截至2023年底，除平安外，上市险企银保的新业务价值率均为单位数，主要因过去银保在发展过程中费用投放普遍较为粗放，“费差损“业内普现。自去年 8月银保实施“报行合一”后，上市险企银保新业务价值率快速增长，主要得益于产品“费差”大幅改善。据金融监管总局披露数据，银保渠道手续费及佣金费用整体压降30%。

截至1H24，平安维持业内银保新业务价值率最高水平；太平、国寿和新华的价值率较年初和去年同期提升超过10个百分点。具体来看，银保新业务价值率的排序为：平安(22.5%) > 太平(20.0%) > 国寿(17.9%) > 阳光(16.2%) > 新华(13.8%) > 太保(12.5%) >人保(8.6%)；对比年初，仅平安一家银保新业务价值率为双位数。银保价值率的提升带动银保新业务价值在渠道新单保费下滑的基础上仍实现快速增长。上市险企1H24银保新业务价值增速排序为：太平(+304%) > 人保(+250%) > 新华(+97%) > 国寿(+81%) > 阳光(+31%) > 太保(+27%)。

今年年初，监管开始在中介代理渠道推行“报行合一”，要求渠道实际销售费用不得超过产品备案定价假设中蕴含的费用水平，禁止险企对渠道销售费用进行额外补贴等。以银保和中介渠道为前例，我们预计个险“报行合一”有望在 2025 年落地。参考银保渠道，我们认为个险“报行合一”存在三点潜在影响：**1) 改善个险费差，提高新业务价值率，利好个险 NBV 上行；2) 个险新单保费出现较大幅度下滑，一方面费率降低利好产品定价下行，另一方面代理人销售动能减弱，新单销售或边际放缓；3) 佣金收入下滑对代理人规模造成负向影响，但预计核心绩优人力保持稳定。**此外，分红险对代理人的销售技能要求较高，因而对资深代理人的留存更为依赖；预计实施后，险企需加大对不同层级销售队伍的培训力度。

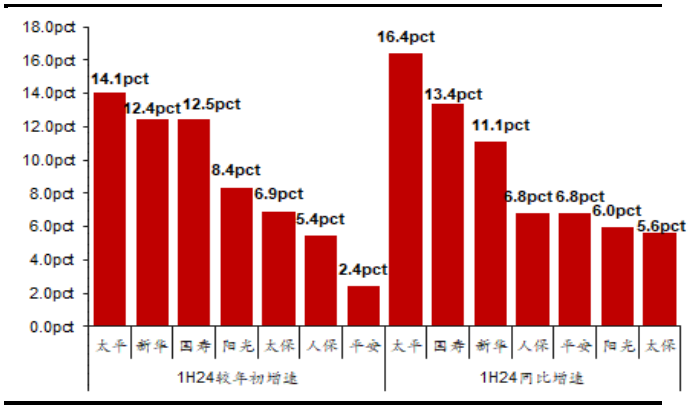
短期内，我们预计险企新单产品结构仍将以传统险为主，考虑到分红险销售培训到技能提升仍需时间；但中长期看，在当前定价利率下行周期中，分红险的销售有望重回行业主流。

图 50: 上市险企银保新业务价值率 NBVM (新单保费口径)



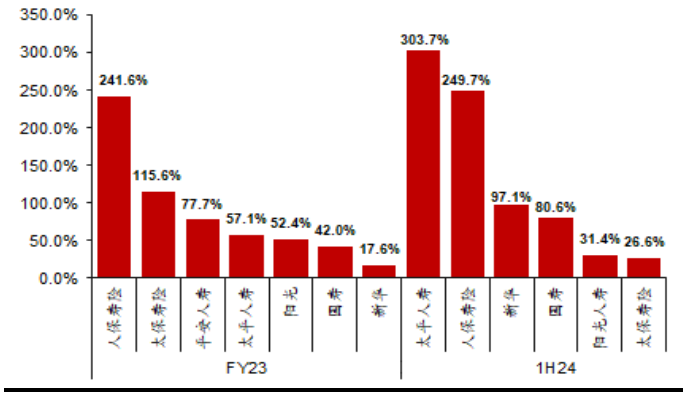
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 51: 上市险企银保新业务价值率较年初及同比变动



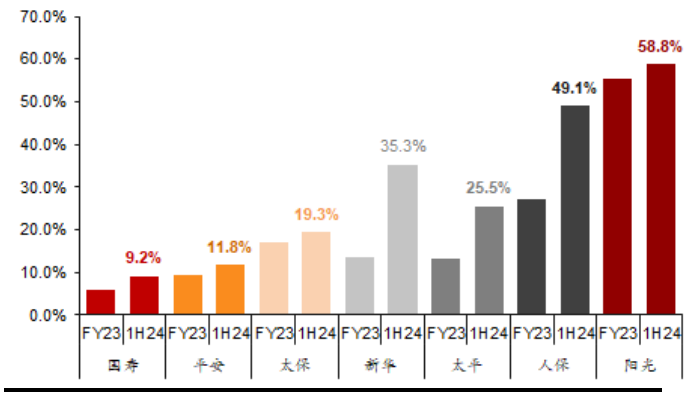
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 52: 上市险企银保新业务价值增速对比 (%)



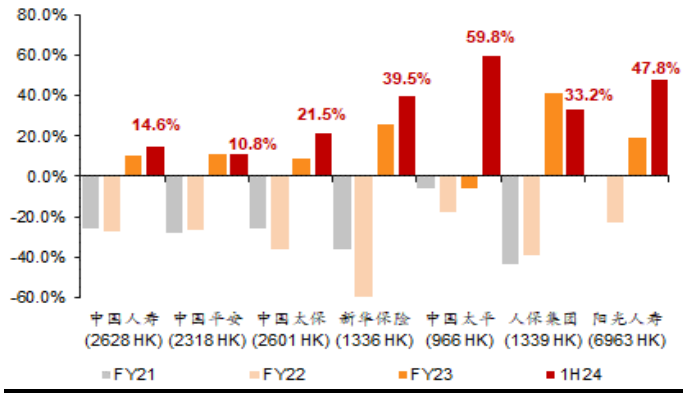
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 53: 上市险企银保渠道新业务价值贡献比例 (%)



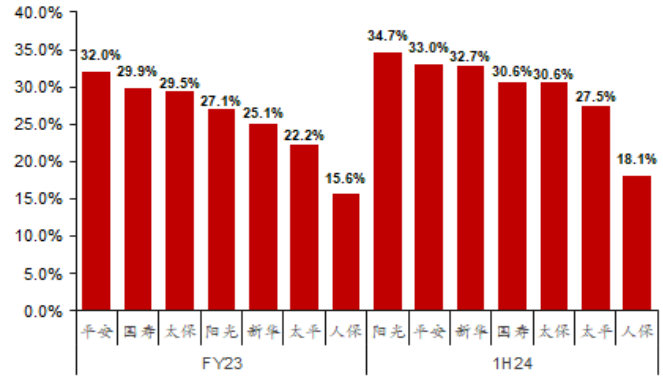
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 54: 上市险企个险新业务价值同比增速 (FY21-1H24)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 55: 上市险企个险新业务价值率(新单保费口径)



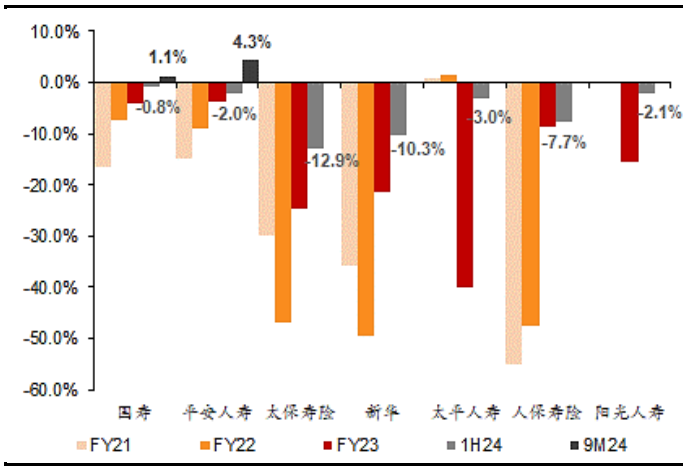
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

■ 代理人规模企稳，核心绩优产能加码

自2020年个险营销体系改革开始，代理人队伍持续出清。截至2023年底，国内寿险代理人数量为281万人，相较于2019年代理人总数达912万人的峰值而言，降幅近70%。历经5年改革后，3Q24 国寿和平安代理人数量分别为64.1万人、36.2万人，较年初增长1.1%/4.3%，率先实现企稳回升；其他上市险企1H24代理人降幅显著收窄，其中太平、人保、太保和新华代理人数量较年初分别下降0.67万人、0.68万人、1.6万人和1.6万人，体现险企普遍从以往粗放的“人海”战术向绩优“人力”的战略转型。经测算，1H24上市险企代理人的人均NBV产能（可比口径下）同比提升29%，其中人保、太平和新华同比实现翻倍增长。

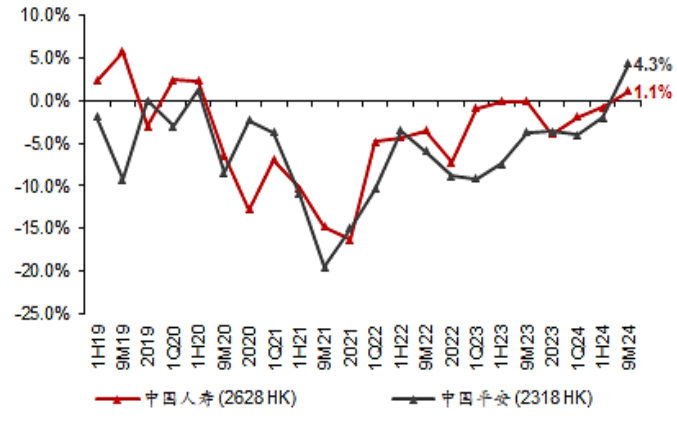
我们认为头部险企代理人数量的企稳回升，预示着行业整体队伍清虚渐入尾声。绩优人力产能的提升有望带动个险NBV在利差和费差改善的背景下快速上行，预计各家代理人规模将随公司产品和渠道的差异化布局，基本稳定在合理水平。

图 56: 个险代理人规模降幅显著收窄，3Q24 实现企稳回升



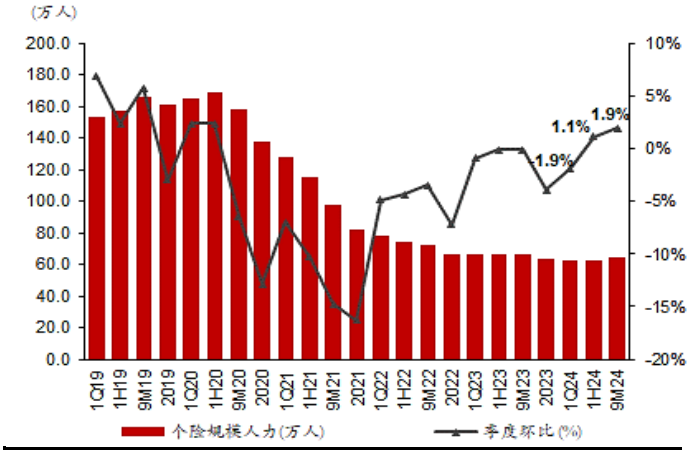
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 57: 3Q24 国寿和平安代理人规模增速较年初增长



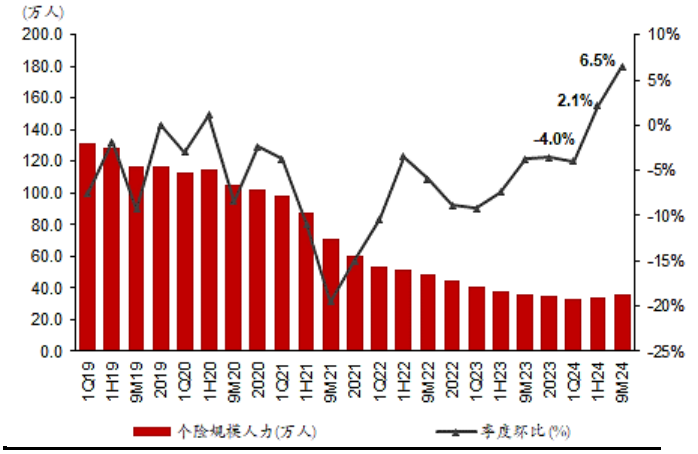
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 58: 国寿个险销售人力已实现两个季度环比实现转正



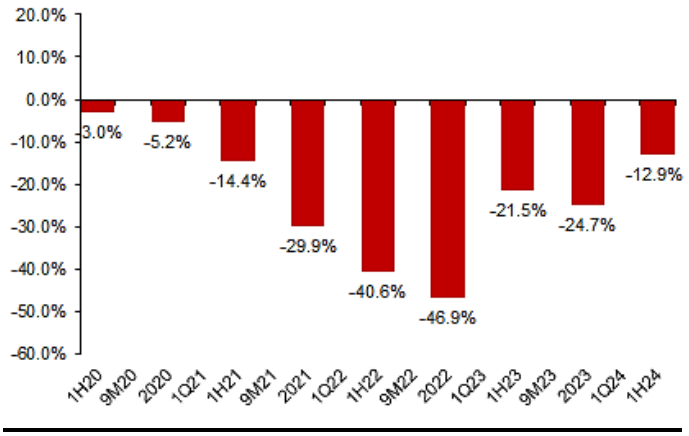
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 59: 平安代理人规模及季度环比增速(%)



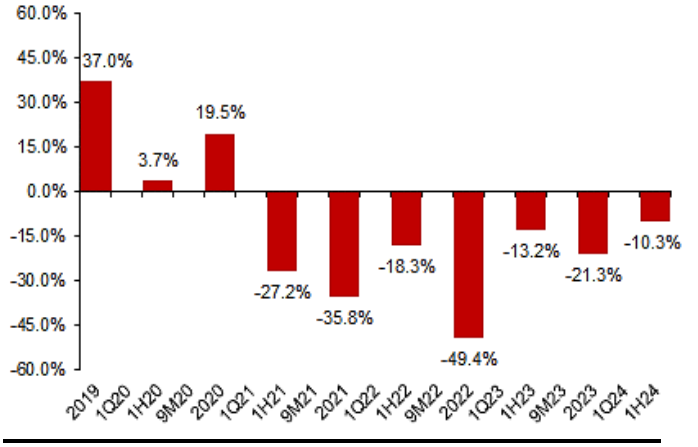
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 60: 太保月均举及人力规模及同比增速(%)



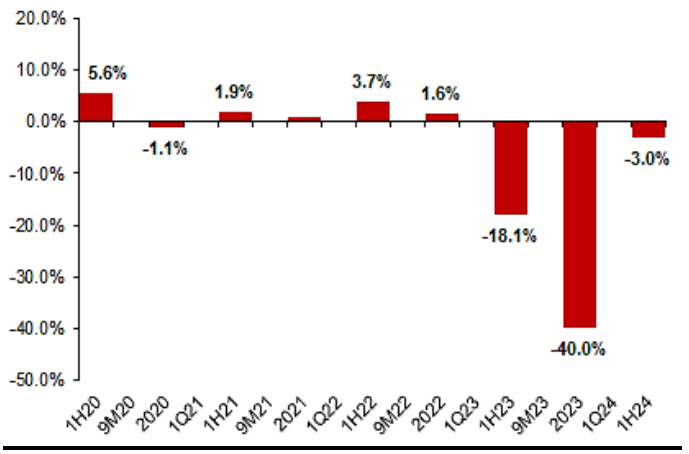
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 61: 新华个险规模人力及同比增速 (%)



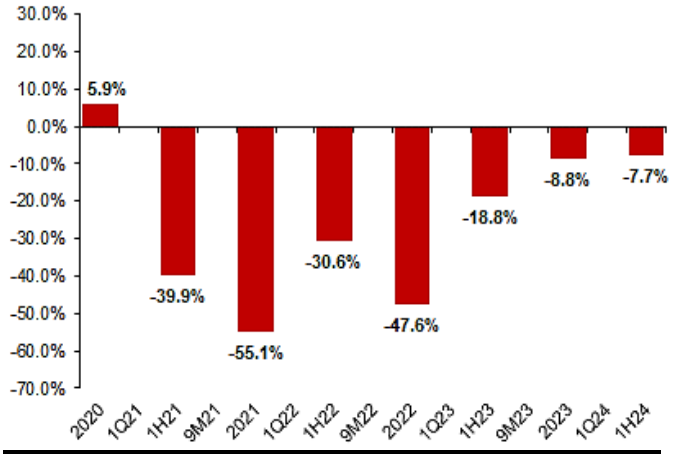
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 62: 太平个险月均举绩人力及同比增速(%)



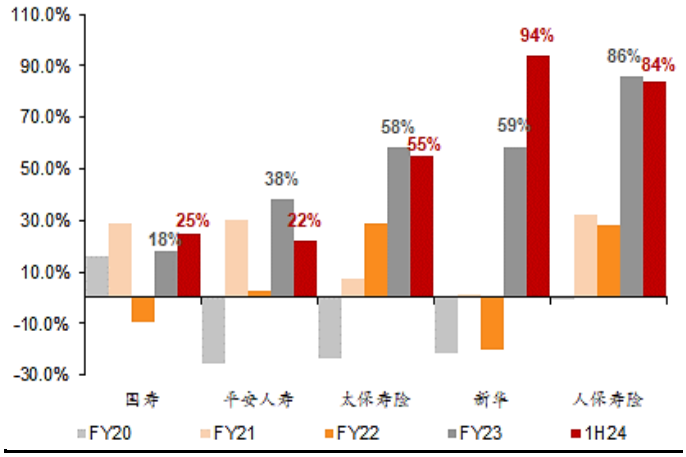
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 63: 人保个险营销员规模人力及同比增速 (%)



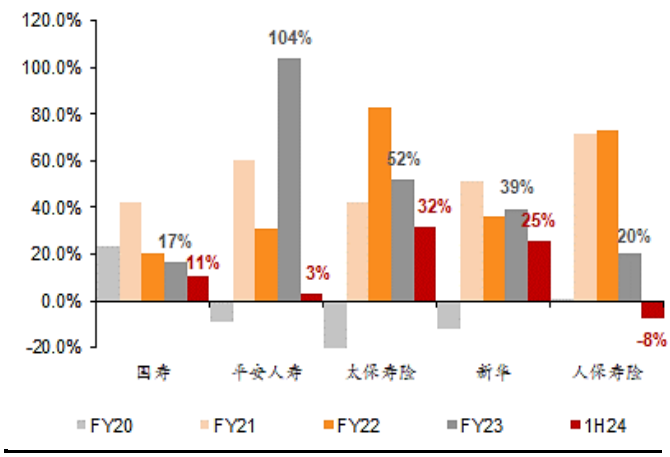
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 64: 个险代理人产能：人均新业务价值同比增速 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 65: 个险代理人产能：人均新单保费同比增速 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

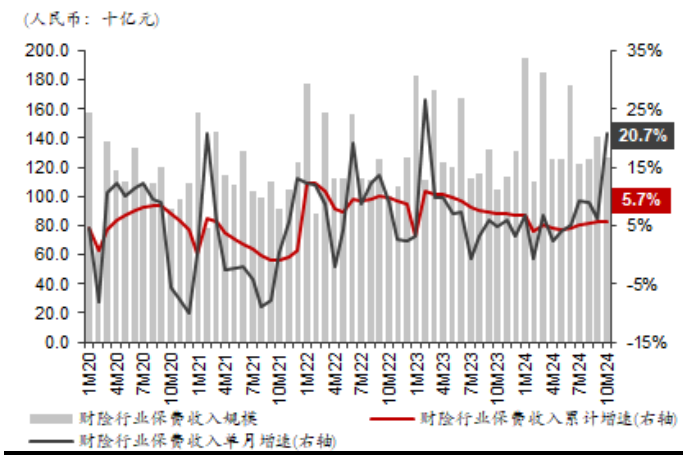
财险：新能源车险增量空间可期，非车贡献多元化增长曲线

2024 年财险行业整体呈现保费增速放缓、巨灾频发导致赔付率上行的特点。截至 10 月底，财险行业累计保费收入达 1.2 万亿元，同比增长 5.5%，年内行业保费收入累计增速多为中低单位数；行业赔付率 64.9%，同比上升 1.2 个百分点，自 4 月起，赔付率维持在 60%以上（图 59/图 60）。从保费结构上看，全年车险保费增速不及年初预期，1-10 月车险累计保费收入同比增长 4.8%至 7,376 亿元。其中，10 月单月车险保费同比增长 20.7%，而前 9 个月单月车险保费增速均呈单位数。1-10 月行业非车险累计保费收入同比增长 8.8%至 6,957 亿元，10 月单月非车险保费收入同比增长 25%，前 9 月保费增速较为波动（图 61/图 62）。

我们认为前三季度车险保费增速不及预期，主要受自主定价系数进一步放开后，行业车均保费下滑以及前 9 个月国内乘用车销量增速放缓的影响。3Q24 头部险企的车均保费企稳增长。同时，伴随 9 月以来各地“以旧换新”补贴政策的加码，10 月国内乘用车销量大幅回暖，带动 10 月单月车险保费同比增长 18.6%，创下年内最高单月增幅。新能源车渗透率稳步上行，10 月，国内新能源乘用车渗透率为 49.8%，环比 9 月提高 0.93 个百分点；新能源车渗透率为 46.8%，环比提高 1.03 个百分点。根据我们汽车行业组的预测，2025 年国内新能源车市场份额有望上升至 57.8%，同比增长逾 10 个百分点，增量空间可期（图 63/图 64）。

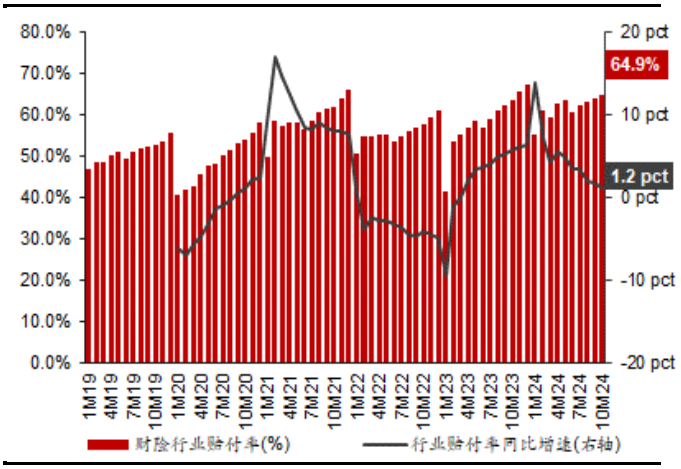
我们预计 2025 年车险行业保费增速为 6%，新能源车保有量和渗透率的快速提升有望进一步打开增量空间。非车险方面，2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾多发加剧赔付上行等影响，保费增速和险企承保盈利均出现季节性波动。展望 2025 年，我们认为《财险高质量发展行动方案》的落地和险企主动出清高赔损业务，有助于非车险业态创新，为不同类型财险公司贡献差异化竞争优势。同时，《方案》鼓励行业兼并重组和有条件的财险公司“迁册化险”，利好行业风险出清。业务层面，**我们看好个人非车业务，如非车意健险保费收入和承保盈利的上行空间。我们预计头部险企将持续通过风险减量管理和多元化业务经营来实现其承保综合成本率稳重有降。我们对财险老三家 2024/2025 年承保综合成本率的预测为：中国财险 97.7%/97.4%，平安财险 98.3%/97.2%，太保财险 97.5%/97.4%。**

图 66: 财产险行业保费收入规模及累计/月度同比增速 (%)



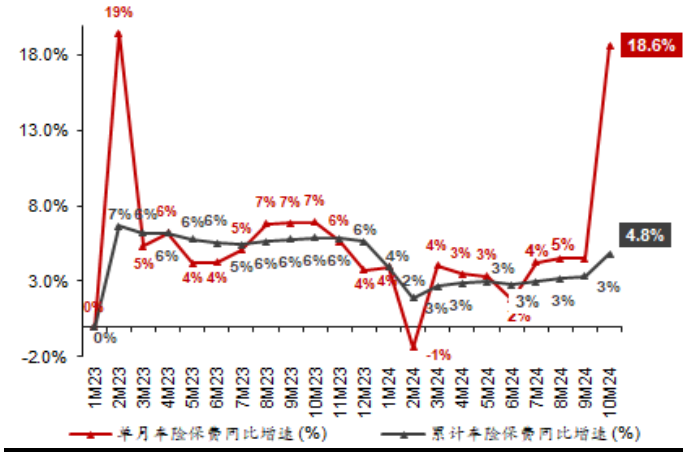
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 67: 财产险行业赔付率及同比增速 (pct)



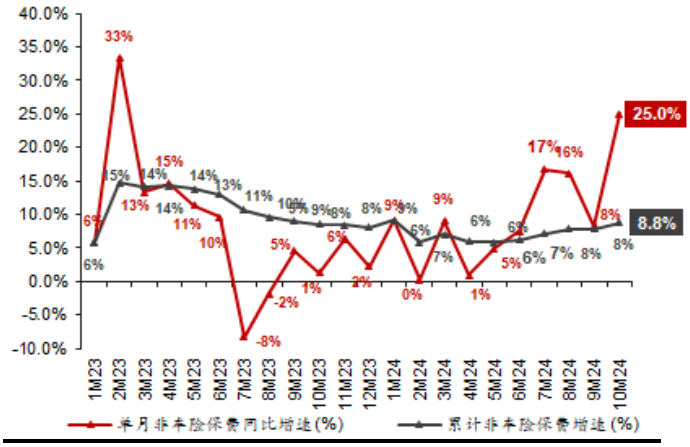
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 68:车险行业保费收入同比增速 (%)



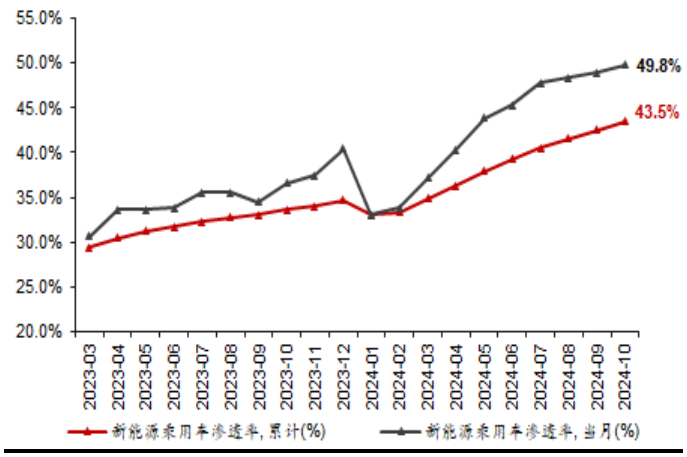
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 69:非车险行业保费收入同比增速 (%)



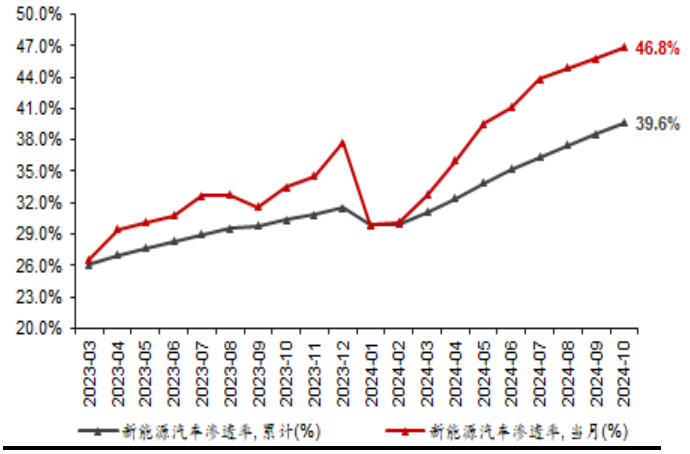
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 70: 国内新能源乘用车渗透率，年内持续上行至 49.8%



资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

图 71: 国内新能源汽车渗透率逐月上行至 46.8%



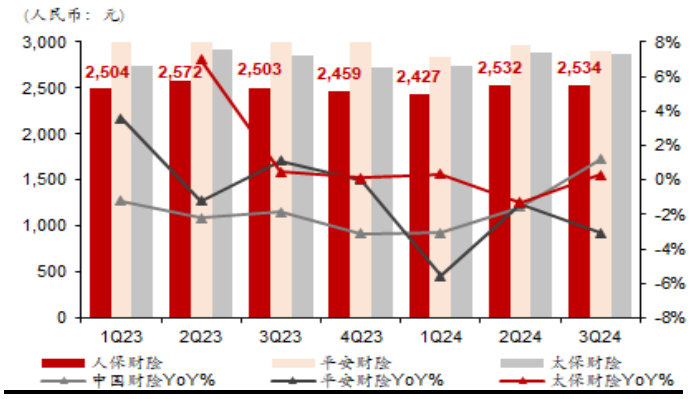
资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

■ 刚性承保需求稳健，预计 2025 年保费增速回暖

12月6日，监管发布《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》，提出要进一步丰富新能源车险产品，研究出台推动新能源车险高质量发展的政策措施，持续深化车险综改。这一论述是继9月保险业“国十条”后，监管再次强调新能源车险发展和车险综改。展望2025年，我们认为行业有望迎来新能源车商业险发展新规，针对当前行业高赔付、高出险和承保难等痛点，从上至下规范监管指引。今年10月，在各地“以旧换新”政策支持下，车险保费实现年内最高涨幅，同比提升18.6%；11月，国内乘用车零售销量增速进一步回暖，同比增长16.5%（10月: 11.3%），带动1-11月零售乘用车销量同比增长4.7%至2,026 万辆。**我们维持2024全年车险保费增长4%的预测，并预计2025年车险保费增长6%。**

3Q24 头部险企的车险件均保费企稳增长。上半年受车险自主定价系数放宽和新车销量放缓的影响，头部险企车均保费出现下滑。1Q24/2Q24 中国财险车均保费同比下降3.1%/1.6%，平安财险和太保财险亦呈现类似趋势。3Q24头部险企的车均保费企稳上行，预计随着新能源车保有量和渗透率的快速提升，行业车均保费有望回归上行通道。**承保盈利层面，我们预计车险费用率有望在车险综改背景下持续压降，赔付率随风险定价模型的完善逐步企稳。**

图 72：财险老三家车均保费于 3Q24 止跌企稳



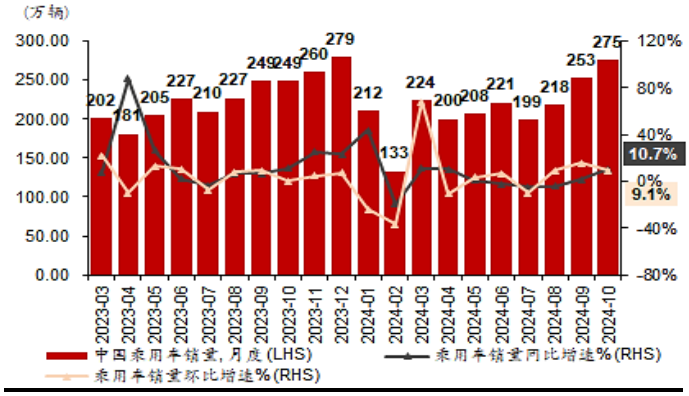
资料来源：中国保险行业协会，招银国际环球市场

图 73:非车险行业保费收入同比增速 (%)



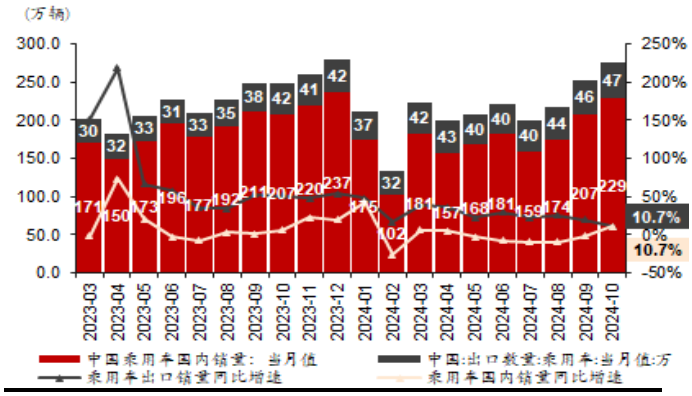
资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

图 74: 中国乘用车销量及同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

图 75: 中国乘用车国内和出口销量及同比增速 (%)

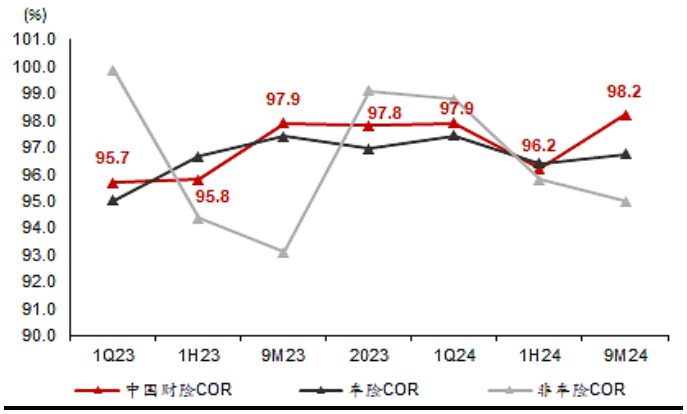


资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

非车险增速分化，看好个人非车业务增长空间。受制于政策类业务招标节奏放缓和法人业务赔付率上行，前三季度非车险承保综合成本率上行，拖累险企承保利润。3Q24 中国财险非车综合成本率为100.5%（中国财务准则口径），同比上升1.9个百分点，影响公司整体综合成本率上升0.3个百分点至98.2%。展望2025年，我们预计农险保费有望在政策支持和商业性农险降赔付的

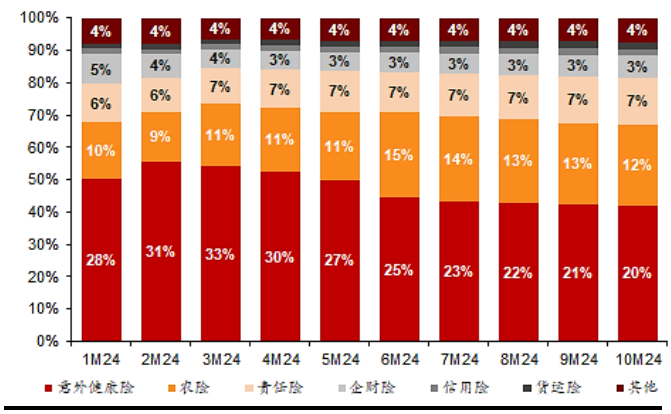
基础上回暖；创新型产品拓类利好非车业态创新，贡献不同类别的财产险公司差异化竞争优势，以及个人非车业务，如意健险、家财险的综合成本率持续下行。

图 76: 中国财险：公司、车险和非车险承保综合成本率



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：一季度车险/非车险承保综合成本率非公司披露值数据，招银国际研究线性外推测算；指标数据均以国际财务会计准则(IFRS) 口径为准。

图 77: 中国财险：非车险产品结构占比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

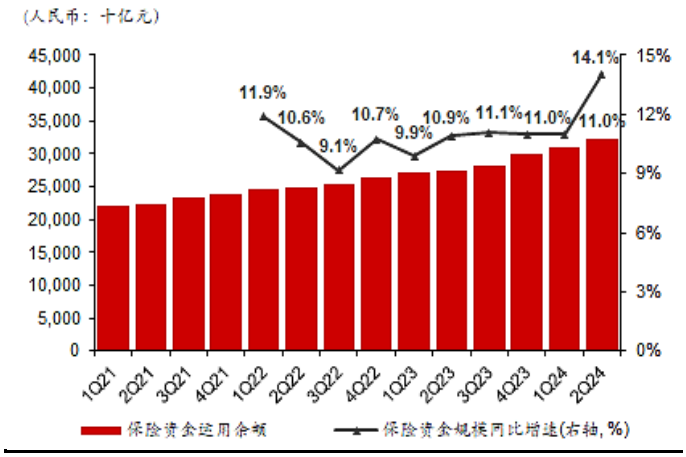
投资：增配高股息平滑财务冲击，预计部分存款资金流入债市

面对长端利率下行和新会计准则的实施，金融资产公允价值变动大幅增加险企净利润和净资产对信用和权益市场波动的敏感度。我们认为未来保险公司的投资仍将以大类资产配置为主，结合战略(SAA)和战术(TAA)资产配置策略：**在战略配置层面，有望稳步加大高息股的配置比例；在战术配置层面，把握结构性行情，通过波段操作获取资本利得以增厚收益。**

据金融监管总局披露数据，3Q24 保险业资金运用余额为 32.2 万亿元，同比增长 14.1%，高于 1-9 月全行业保费收入的增速（12.7%）；财务投资收益率重回 3%以上，同/环比提升 0.20/0.25 个百分点，综合投资收益率大幅上行至 7.16%，同比提升 3.88 个百分点。人身险公司保险资金规模达 28.9 万亿元，同比提升 14.9%，高于行业保险资金的增速，主要得益于年内人身险保费收入大幅增长的带动（1-9 月人身险保费收入增速为 15.5%）；人身险财务投资收益率为 3.04%，同比提升 0.11 个百分点，综合投资收益率显著上行 4.0 个百分点至 7.30%。财产险公司保险资金余额为 2,136 亿元，同比提升 6.7%；财务投资收益率 3.14%，环比小幅下行；综合投资收益率 5.47%，同比升 2.26 个百分点，与行业趋势一致。

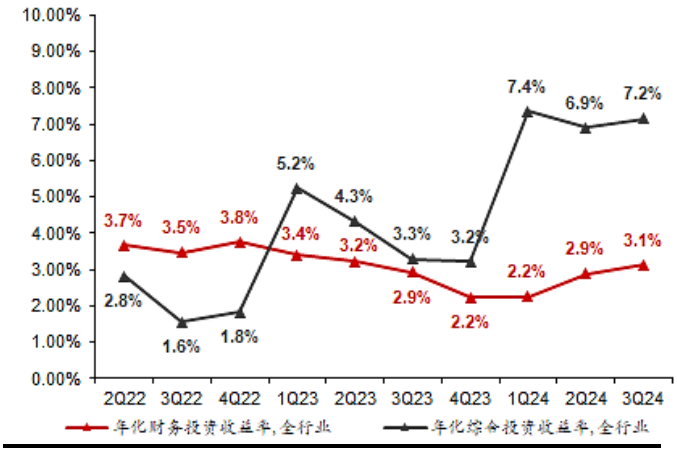
从资金配置结构上看，人身险和财产险公司三季度增配权益资产，其核心权益资产（股票和证券投资基金）占总投资资产比例为 13%/17%，环比增长 0.5/1.7 个百分点；其中，人身险公司股票投资同比增长 17.2%，占比 7.55%，基金投资同比增长 4.3%，占比 5.42%；财产险公司股票和基金投资规模大幅增长 14.9%/18.1%，占比升至 7.05%/9.92%。我们认为 9.24 新政后市场预期好转带动权益市场反弹，是三季度保险公司投资业绩大幅增长的主要催化。**展望未来，在长端利率下行和新会计准则实施的背景下，保险公司面临要提高投资收益和稳定投资收益波动的双重考验，增配高股息权益、平衡交易型和 OCI 股票配置将是关键。**

图 78: 保险业资金运用余额及同比增速 (%)



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

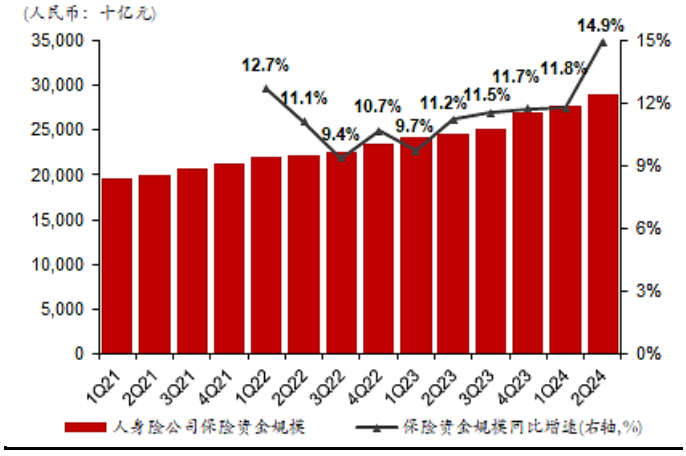
图 79: 保险业年化财务投资收益率和综合投资收益率 (%)



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市

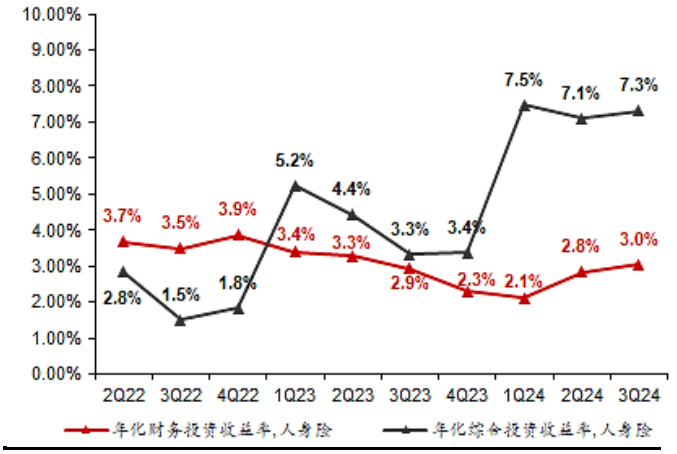
据三季度保险资金运用数据显示，人身险和财产险公司的核心权益资产投资规模均有较大幅度上升，人身险公司股票/证券投资基金同比增长 17.2%/4.3%至 2.18/1.57 万亿元，占人身险投资金额 13%；财产险公司股票/证券投资基金同比提升 14.9%/18.1%至 1,506/2,118 亿元，占财产险投资金额 17%，反映三季度市场预期好转下，保险资金积极布局权益资产。

图 80: 人身险公司保险资金运用余额及同比增速 (%)



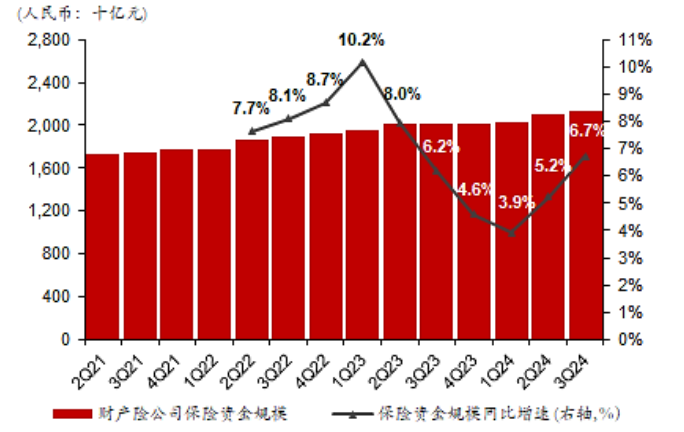
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 81: 人身险公司年化财务和综合投资收益率 (%)



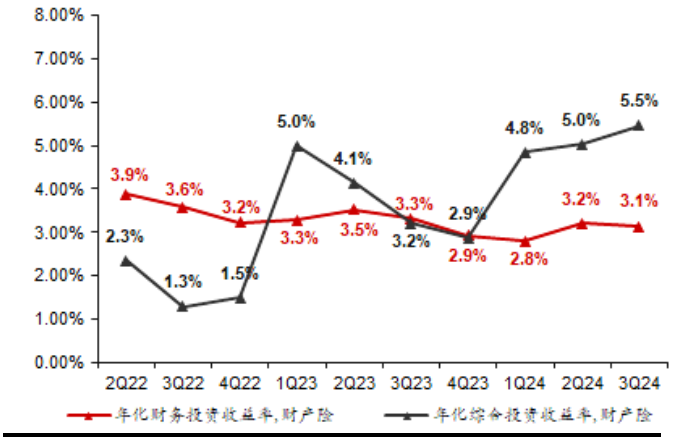
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 82: 财产险公司保险资金运用余额及同比增速 (%)



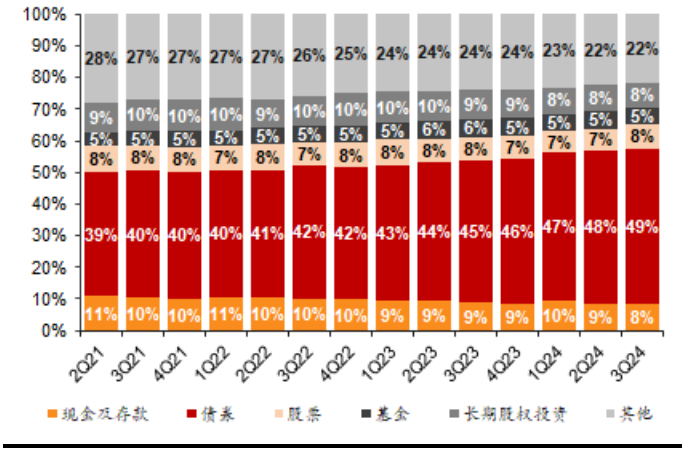
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图83: 财产险公司年化财务和综合投资收益率 (%)



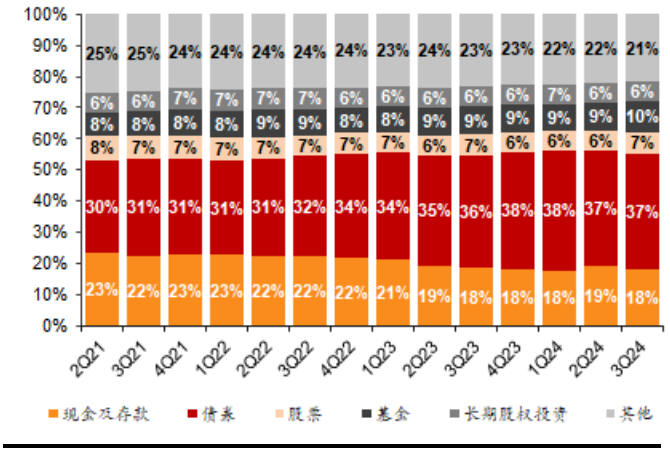
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 84: 人身险公司保险资金运用的资产配置结构(%)



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 85: 财产险公司保险资金运用的资产配置结构(%)



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

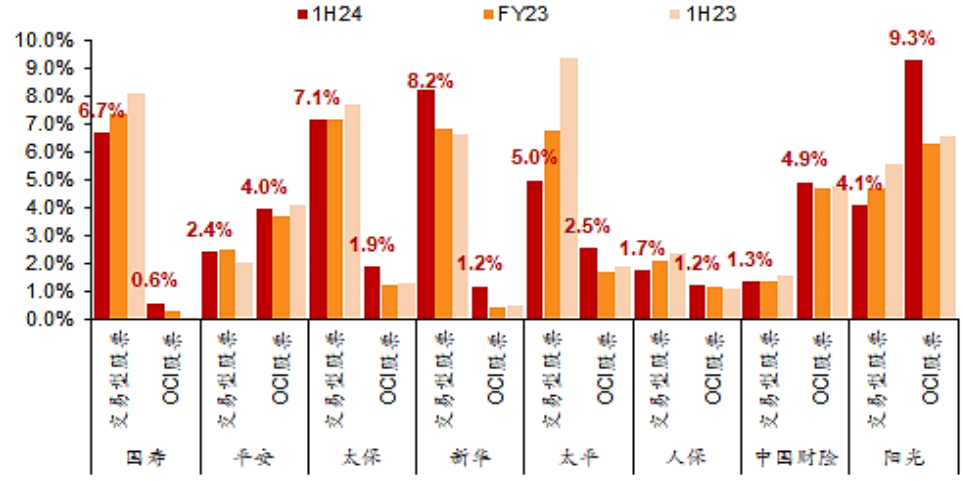
■ 增配高股息权益资产仍存空间

2024 年上市险企普遍增配高股息资产，尽管存在偿付能力资本消耗等限制，我们认为在当前利率下行环境下，险企需要增配部分权益资产以达成投资收益目标。截至 3Q24，人身险公司的权益配置占比（含股票、基金和长期股权投资）为 20.9%，综合偿付能力充足率为 188.9%，距离监管对此偿付能力充足率水平所核准的权益配置比例上限 25%仍有空间。

我们预计未来险企会逐步加大 FVOCI 权益科目下高息股的配置占比，以增厚股息收益，同时降低股票公允价值波动对公司净利润的影响。1H24 上市险企配置 OCI 股票的比例仍不高。8 家上市险企 OCI 股票的平均配置占比仅为 3.2%，低于交易型股票(FVTPL)配置占比 4.6%；其中，阳光、中国财险和平安的 OCI 股票占比较高，分别为 9.3%、4.9%、4.0%。

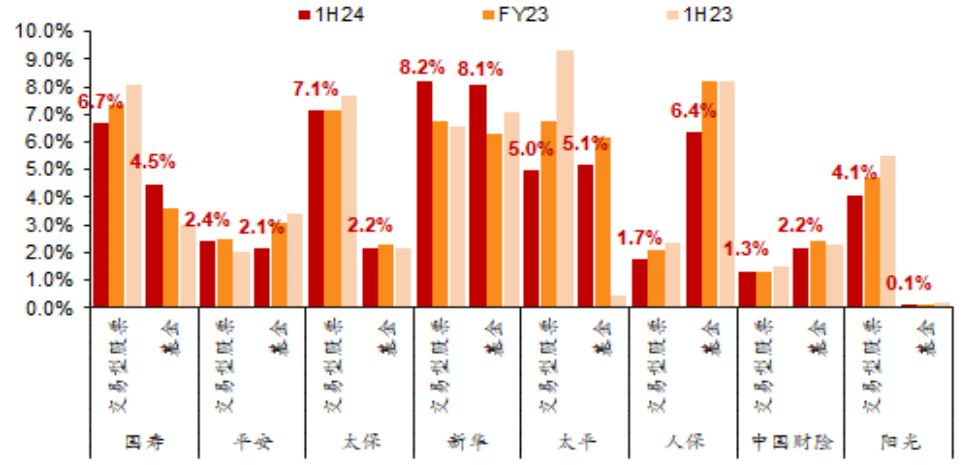
我们统计了上市险企 OCI 股票的配置比例较年初变动幅度，可排序为：阳光(+3.0pct) > 太平(+0.9pct) > 新华 (+0.8pct) > 太保(+0.7pct) >国寿 (+0.3pct) > 中国财险(+0.26 pct) > 平安(+0.25pct) >人保 (+0.1pct)。交易型股票配置比例较年初的变动幅度为：新华(+1.4pct) > 中国财险(-0.01pct) > 太保(-0.03 pct) > 平安(-0.1pct) > 人保(-0.3pct) > 阳光 (-0.6pct) > 国寿(-0.64pct) > 太平(-1.8pct)。新华是上市同业中唯一一家交易型股票和 OCI 股票配置占比均有提升的险企，这也解释了公司充分受益于 9 月底以来市场大幅反弹所带来的投资收益增长。

图 86: 8 家上市险企交易型股票(FVTPL)和 OCI 股票(FVOCI)配置占比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 87: 8 家上市险企交易型股票(FVTPL)和基金配置占比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：基金仅考虑上市险企披露的权益基金投资，未包含债券基金投资。

■ 同业存款《倡议》增加险资存款流入债市可能性

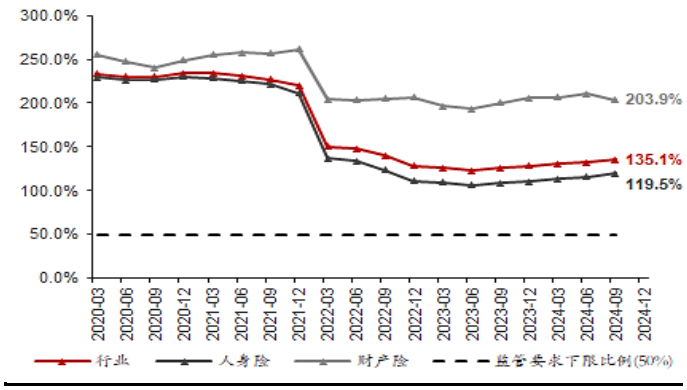
近期监管出台非银同业存款利率自律管理两项《倡议》，分别对非银同业活期存款利率和对公协议存款利率纳入市场自律管理提出意见，并将于 2025 年 1 月 1 日起实施（*报告链接*）。考虑到当前银行给予非银机构的同业活期存款利率大概在 1.7%-1.9%；纳入自律管理后，同业活期存款利率要与央行公开市场操作 7 天逆回购利率 1.5%挂钩，对应隐含 20-40bps 存款利率的调降。我们认为《倡议》的落地会导致部分险资存款，在到期后流出转入债市，从而进一步提高保险公司的债券投资占比。据金融监管总局数据，三季度人身险/财产险公司的债券投资占比为 49%/37%(图 77/图 78)，上市险企的债券投资介于 50%-70%。

偿付能力：偿二代二期全面执行，险企发债融资更具经济效益

2025 年偿二代二期工程将全面落地执行。截至三季度，保险业核心偿付能力为 135.1%，较年初提升 6.9 个百分点，实现逐季回暖；其中人身险/财产险公司的核心偿付能力充足率为 119.5%/203.9%，较年初分别增长 9.0/下降 2.3 个百分点。据 Wind 数据，我们统计年内共有 13 家保险公司累计发行 16 笔规模总计为 1,096 亿元的资本补充工具，其中资本补充债券共计 11 笔，累计规模 796 亿元，占比 72.6%，永续债 5 笔，累计规模 300 亿元，占比 27.4%。**我们认为在当前市场利率下行周期中，保险公司通过发债补充资本的方式更具有经济效益，相较于增资扩股易导致股权稀释等衍生问题，发债融资的方式更具备吸引力。**

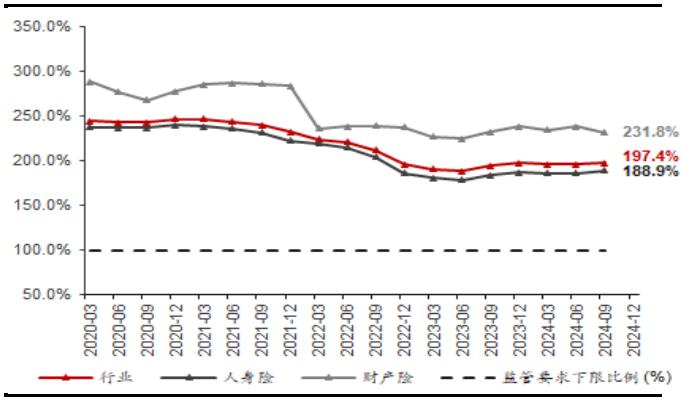
2020 年，行业有 21 笔规模总计 780 亿元的资本补充债将于 2025 年可赎回。当前资本补充债发行的票面利率为 2.15%-2.90%，显著低于 5 年前的 3.30%-6.25%，预计当年发行资本补充债券的险企在 2025 年“借新还旧”的动力更大。**基于此，我们预计 2025 年险企发债融资补充资本的规模仍有望维持在千亿以上。考虑到资本补充债仅能补充险企的附属一级资本，对核心偿付能力充足率无法起到“增值”作用，而发行永续债可直接补充核心二级资本，提升险企的核心偿付能力充足率，预计 2025 年永续债的发行规模有望进一步扩容。**

图 88: 全行业/人身险/财产险公司的核心偿付能力充足率



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 89: 全行业/人身险/财产险公司的综合偿付能力充足率



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 90: 2024 年保险公司发行资本补充债和永续债情况汇总

公司名称	证券简称	债券类型	发行总额(亿元)	债券期限(年)	票面利率	起息日期
中华联合财险	24 联合财险资本补充债	资本补充债	40	10		2024-12-09
平安人寿	24 平安人寿永续债	永续债	100	5		2024-12-06
中国财险	24 人民财险资本补充债 01	资本补充债	120	10	2.33%	2024-11-28
华泰人寿	24 华泰人寿资本补充债 01	资本补充债	8	10	2.90%	2024-11-25
太平财险	24 太平财险资本补充债 01	资本补充债	30	10	2.48%	2024-11-20
中国人寿	24 中国人寿资本补充债 01BC	资本补充债	350	10	2.15%	2024-09-26
中银三星人寿	24 中银三星人寿资本补充债 01	资本补充债	18	10	2.36%	2024-09-23
中英人寿	24 中英人寿永续债 02	永续债	15	5	2.36%	2024-07-25
泰康人寿	24 泰康人寿永续债 01	永续债	90	5	2.48%	2024-07-16
平安财险	24 平安产险资本补充债 01	资本补充债	100	10	2.27%	2024-07-12
中英人寿	24 中英人寿永续债 01	永续债	15	5	2.50%	2024-06-27
新华保险	24 新华人寿资本补充债 01	资本补充债	100	10	2.27%	2024-06-20
太保寿险	24 太保寿险永续债 01	永续债	80	5	2.38%	2024-06-18
利安人寿	24 利安人寿资本补充债 03	资本补充债	10	10	2.59%	2024-06-14
利安人寿	24 利安人寿资本补充债 02	资本补充债	10	10	2.78%	2024-05-30
利安人寿	24 利安人寿资本补充债 01	资本补充债	10	10	2.75%	2024-04-26

资料来源：Wind，公司公告，招银国际环球市场

投资建议

当前板块估值交易于0.2-0.5倍FY25 P/EV和0.4-0.9倍FY25 P/BV，股息率为4%-7%。四季度保险板块股价震荡回调，更多反映资金对政策端预期的博弈。维持板块“增持“评级，推荐买入资负匹配更优、增长动能持续向好的头部险企**中国太保(2601 HK，买入，目标价：35.5港元)、中国人寿(2628 HK，买入，目标价：20.0港元)、中国平安（2318 HK，买入，目标价：65.1港元）和友邦保险（1299 HK，买入，目标价：94.0港元）。**

风险提示

1) 宏观经济波动，经济数据不及预期；财政增量政策不及市场预期；长端利率持续下行；权益市场大幅波动等；2）政策严监管持续，加速按行业机构和产能出清；3）寿险产品和渠道改革成效不及预期；个险营销体系改革节奏放缓；代理人规模超预期下滑；4）新车销量不及预期，赔付超预期上行导致承保亏损；5）内生性资本补充动力不足，导致偿付能力充足率不及监管要求等。

中国房地产板块

优于大市

张苗：zhangmiao@cmbi.com.hk
李昀嘉：bellali@cmbi.com.hk

脱虚向实，迈向健康发展

初步恢复由刚改带动，投资需求基本消失

2024 年 1-10 月全国商品房住宅累计销售 6.54 亿平方，同比下降 17%，较 23 年跌幅扩大。高频数据显示 11 月 30 城新房销售面积环比增 16%，系 924 政策包效果得以延续。二手房方面，截至 11 月 30 日，年初至今销量同比已回正，11 月单月环比增 15%。房价方面，前 11 个月新房跌幅较去年明显扩大，二手房 11 月见少许城市环比止跌。渠道调研显示政策对原本被抑制的刚性购房需求释放有较好的效果，而投资需求几乎消失，我们认为基于真实需求的销售恢复更符合行业长期发展目标。

供给锐减，城投兜底比例降低

土地供应量价齐缩，前 10 个月住宅类供地面积同比降 33%，成交率降 8 个百分点至 71%，住宅土地出让金占综合土地出让金的比例下降 7 个百分点至 73%。住宅平均楼面价自 21 年首次转跌，同比降 13%，除了受购房情绪低迷、开发商投资信心影响外，城投拿地比例减少也是原因之一，2023 年城投兜底拿地使地价停留在真实供需所反映价格之上，24 年城投流动性压力较大兜底比例降低，故地价逐步脱水。

展望：24 年末翘尾，25 年持续缩量

我们预计 2024、25 年全年新房销售额增速分别为-20%、-11%至 7.4、7.0 万亿，二手房成交额分别达 7.1、7.5 万亿，并正式成为房地产市场主导，主要基于 1）政策端：已出台政策效果尚有余温且多项措施正在落地中尚需时日观察，故推测短期内出台重磅政策（如更多一线城市解开限购等）可能性较小；同时收储等政策推进仍有难点，可能在 25 年较难大规模消化库存；2）供应端：土地供应规模大幅削减、开发商拿地强度大降导致后续优质可售资源减少；且配售型保障房供应增加可能分流部分需求；3）需求端：在新房交付担忧推动下需求继续向二手房转移等；假设详情及情景分析请参考图 41。

投资建议

回顾 24 年，我们看到跑赢行业的地产股主要为“困境反转”标的及“业绩见底回升”标的（图 47），物业股主要为“拓展能力突出”及“母公司困境反转”标的（图 48）。虽然销售端展现初步恢复，但行业库存仍在历史高位，且部分关键政策落地仍需时日，故我们认为行业基本面见底信号并未显现，我们建议：1）关注商业运营能力较强的标的如华润置地、新城发展、龙湖集团等，由于开发持续缩量，零售业务可抗风险。经济企稳回暖时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产相对更容易获得增量融资。2）关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳（BEKE.US）作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升。从服务角度，物业管理是存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、保利物业 (6049 HK)、滨江服务 (3316 HK)、万物云 (2602 HK)等。 3）开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源的标的，如拿低强度和拿地质量双优的企业。 4）短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

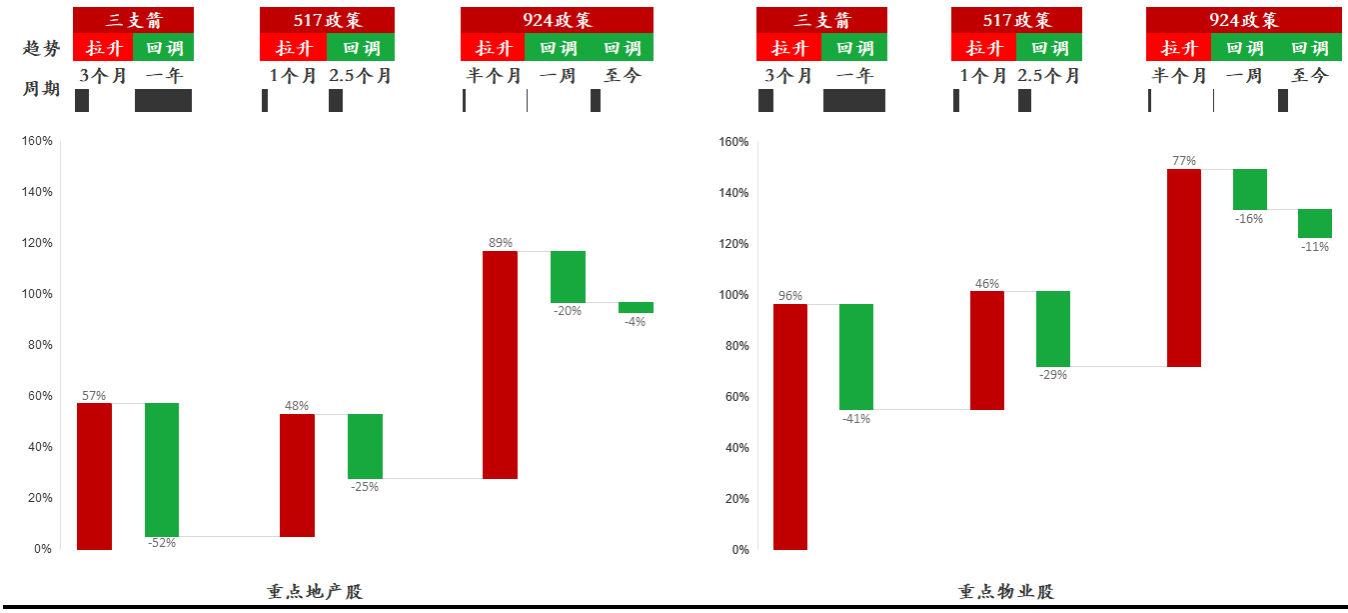
重要图表

图 1: 房地产销售预测

销售额 (万亿)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	**10.96**	**10.30**	**8.26**	**7.37**	**7.13**
同比	*-33%*	*-6%*	*-20%*	*-11%*	*-3%*
二手房	**5.50**	**7.10**	**7.14**	**7.51**	**7.81**
同比	*-21%*	*29%*	*1%*	*5%*	*4%*
一二手综合	**16.46**	**17.40**	**15.40**	**14.88**	**14.94**
同比	*-29%*	*6%*	*-11%*	*-3%*	*0%*
销售量 (亿方)	**2022**	**2023**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
新房	**10.33**	**9.48**	**8.02**	**7.42**	**7.26**
同比	*-34%*	*-8%*	*-15%*	*-7%*	*-2%*
二手房	**3.84**	**5.59**	**6.62**	**7.33**	**7.78**
同比	*-21%*	*46%*	*18%*	*11%*	*6%*
一二手综合	**14.17**	**15.07**	**14.64**	**14.75**	**15.03**
同比	*-29%*	*6%*	*-3%*	*1%*	*2%*
销售均价 (元每方)	**2022**	**2023**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
新房	**10,610**	**10,864**	**10,298**	**9,924**	**9,826**
同比	*2%*	*2%*	*-5%*	*-4%*	*-1%*
二手房	**14,328**	**12,698**	**10,794**	**10,254**	**10,049**
同比	*n.a.*	*-11%*	*-15%*	*-5%*	*-2%*
一二手综合	**11,617**	**11,545**	**10,522**	**10,088**	**9,941**
同比	*n.a.*	*-1%*	*-9%*	*-4%*	*-1%*

资料来源：国家统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

图 2: 三次政策密集出台阶段板块表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场（截止于 2024 年 12 月 4 日）

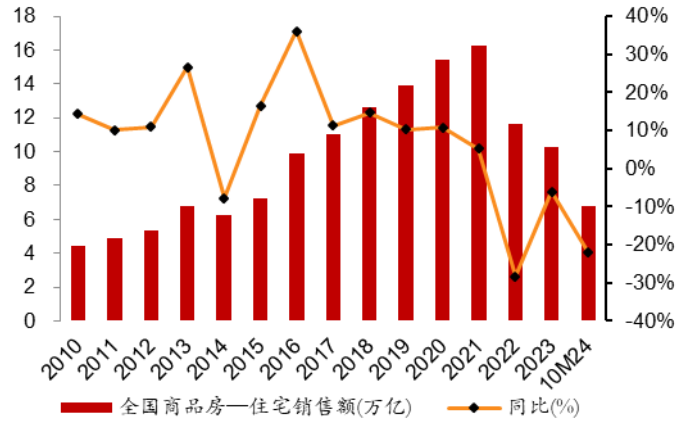
销售：新房规模持续收缩，存量房时代开启

新房

■ **总量持续收缩**

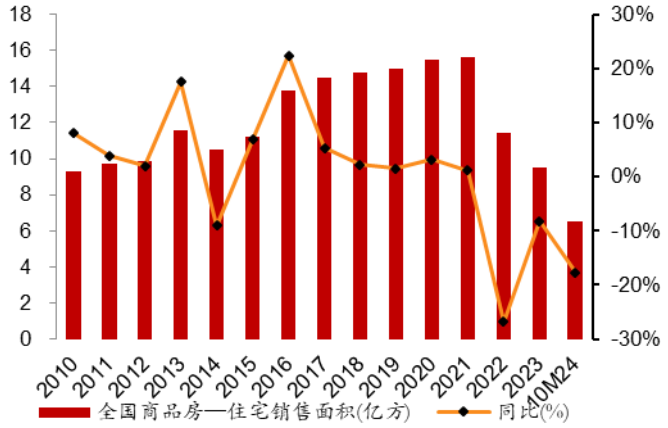
根据国家统计局数据，2024 年 1-10 月，全国商品房销售金额累计 6.75 万亿元，同比下降 22.0%；商品房住宅销售面积累计 6.54 亿平米，同比下降 17.7%，较 2023 跌幅均显著扩大，在经济下行、居民企业收入增长预期较弱的背景下新房规模持续收缩。年内需求端政策持续加码，517 政策包对 6 月销售起到短期提振，924 政策包效果略超预期，9 月冲高后 10 月也维持了不错的表现， 10 月单月销售金额为 7246 亿元，环比下跌 7.3%，同比回正至+0.8%；销售面积为 6580 万平米，环比下跌 17.5%，同比仅下跌 0.5%。

图 3: 全国商品住宅销售额-累计



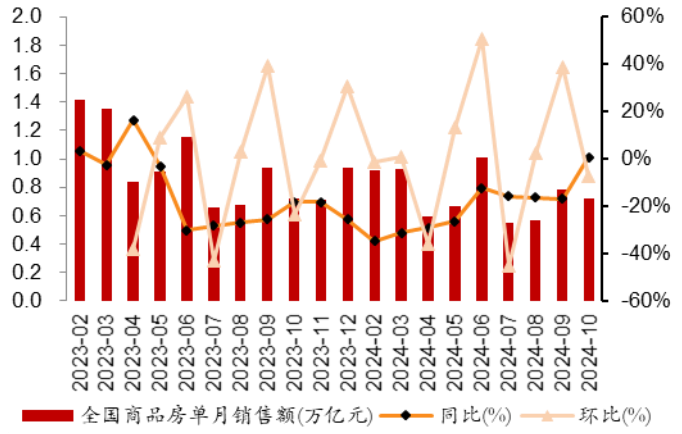
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 4: 全国商品住宅销售面积-累计



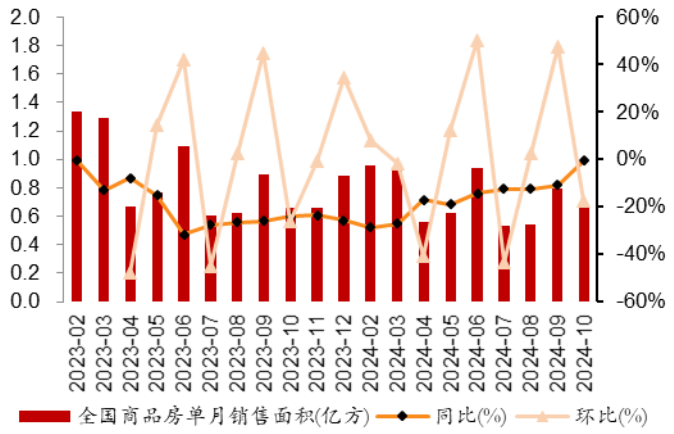
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 5: 全国商品住宅销售额-单月



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

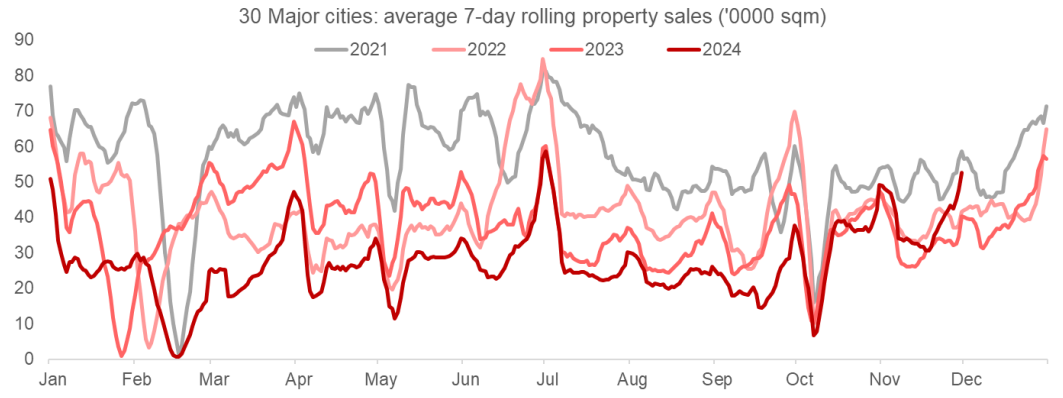
图 6: 全国商品住宅销售面积-单月



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

根据我们跟踪的高频数据（网签），11 月新房销售继续维持强劲，截至 2024 年 11 月 30 日，30 个主要城市的新房销售面积月同比增长 20%，月环比涨 16%；年初至今跌幅约 27%。

图 7: 30 城新房销售面积-日度（截至 2024 年 11 月 30 日）



YoY 周比 - new home	vs 2023	vs 2022	vs 2021	vs 2020	vs 2019
Jan - Feb	-39%	-47%	-60%	-20%	-49%
Mar	-47%	-23%	-58%	-23%	-49%
Apr	-39%	-20%	-62%	-46%	-54%
May	-38%	-23%	-57%	-52%	-52%
Jun	-19%	-45%	-49%	-50%	-45%
Jul	-16%	-39%	-59%	-60%	-56%
Aug	-24%	-42%	-52%	-63%	-56%
Sep	-32%	-48%	-54%	-67%	-62%
Oct	-4%	-6%	-23%	-41%	-38%
Nov MTD	**20%**	1%	-24%	-38%	-33%
QTD	**8%**	-2%	-23%	-39%	-35%
YTD	**-27%**	-32%	-52%	-48%	-49%

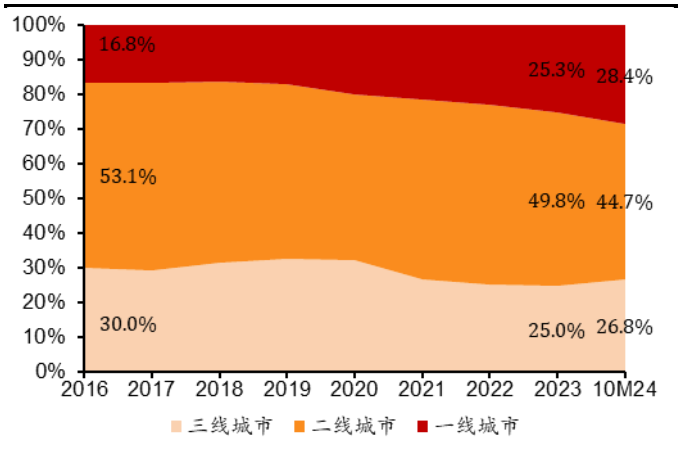
MoM 月环比	
Feb	-50%
Mar	118%
Apr	-11%
May	5%
Jun	24%
Jul	-21%
Aug	-10%
Sep	-4%
Oct	46%
Nov MTD	**16%**
WoW 周环比	
2024 Nov 30	**33%**

资料来源：Wind，招银国际环球市场

■ 能级分布现哑铃化趋势

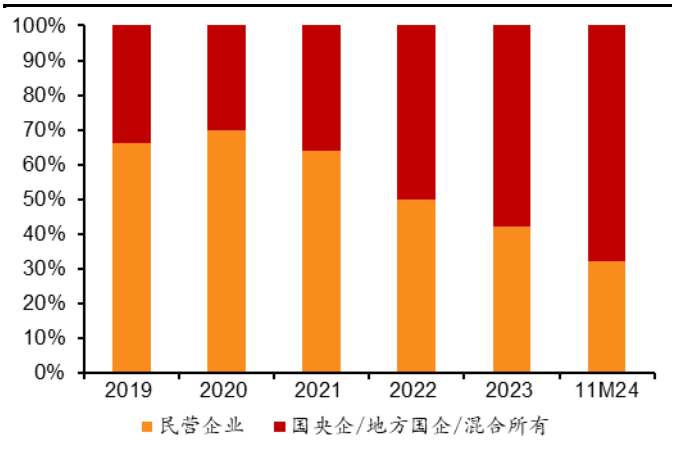
随着我国人口数量见顶回落、城镇化进程逐步进入尾声，高能级城市由于其产业优势和经济韧性继续保持着人口净流入，进而维持了较好的房价预期。我们看到 30 大中城市中，一线城市商品房销售套数占比自 2016 年的 16.8%逐步增加 2023 年的 25.3%，并在 2024 年持续攀升，至 10M24 达 28.4%，二线城市、三线城市占比在 2016-2023 年期间持续缩减，至 2024 发生了转变，三线城市在 2024 年出现份额的上升，占比从 2023 年的 25%提高至 10M24 的 26.8%，使整体销售结构呈现一、三线集中度提高，二线集中度降低的哑铃型结构，我们认为这可能是由失业人员返乡就业推动，该趋势可能在 25 年持续。

图 8: 各能级城市商品房销售套数占比



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9: 销售金额 Top 50 房企民营企业数量占比



资料来源：中指院，招银国际环球市场

■ 民企参与度持续降低

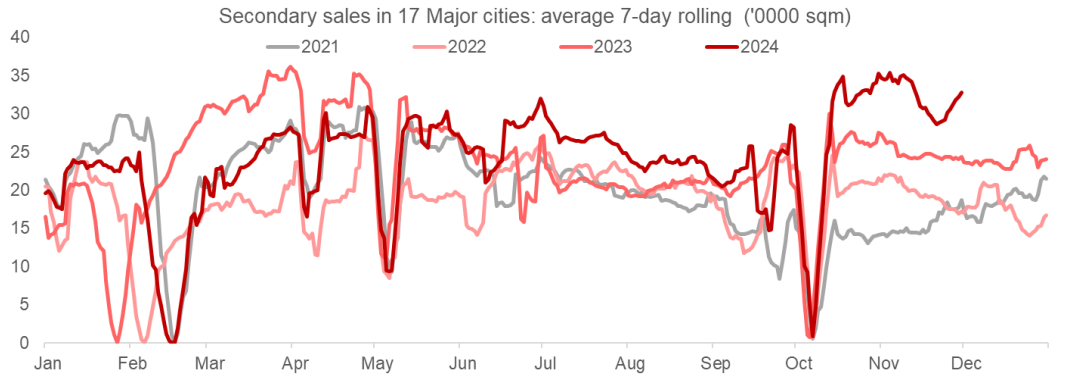
上行周期中民营企业扩张较为激进，国央企较为保守，因此下行周期中国央企受影响远小于民营企业，自 2021 年 8 月房地产危机爆发以来，国央企在融资方面的信用优势远超民企，面临的流动性压力更小，仍具备拿地能力，而民营企业则大规模减缓或停止拿地，其可售资源急剧减少，且销售流速受“烂尾担忧”的影响严重，因此销售表现层面国央企与民企继续分化，民企持续退出市场。根据中指院数据，在房企销售 Top 50 榜单中民营企业数量由 2019 年的 33 家逐步减少到 11M24 的 16 家，占比从 66%减少至 32%（图 9）。

二手房

■ 存量市场维持优越表现

2024 年二手房市场延续了 2023 年的态势，表现持续优于新房市场。根据我们跟踪的高频数据，截至 2024 年 11 月 30 日，16 城二手房成交面积在去年高基数的基础上仍同比增加 3%， 11 月单月录得月环比+15%、同比+27%的涨幅。二手房交易的亮眼表现主要受益于以下几点原因：1）市场长期信心较弱，越来越多房东选择尽早套现离场导致供应量大幅增加； 2）挂牌量增加带来竞卖压力导致二手房价格自然下跌（图 11），使二手房较新房逐渐显现性价比；3）民营房企暴雷导致购房者对新房存在“烂尾担忧”，国央企销售承压、回款压力加大而持续推行降本增效导致购房者对房屋交付质量有较多不满，越来越多购房需求从新房市场被挤压至二手房市场；4）经济下行消费降级背景下，刚需购房者重视居住属性远大于投资属性，二手房较新房在配套设施等方面更具备优势；5）多地政策包中包含针对二手房市场的刺激措施，同时二手房交易较新房交易更为便捷高效，对普惠性政策反应也更为迅速。

图 10: 16 城二手房销售面积-日度（截至 2024 年 11 月 30 日）

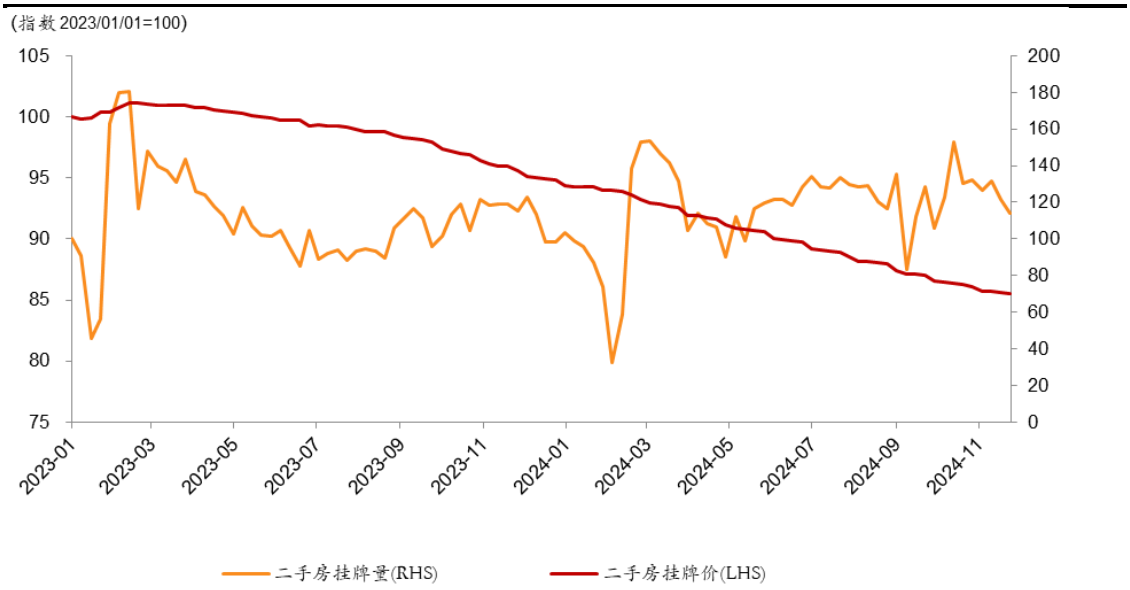


YoY 同比 - Second hand	vs 2023	vs 2022	vs 2021	vs 2020	vs 2019
Jan - Feb	-3%	26%	-11%	67%	12%
Mar	-31%	24%	-10%	53%	0%
Apr	-8%	36%	-3%	20%	-7%
May	-5%	43%	12%	9%	-8%
Jun	10%	17%	18%	-4%	7%
Jul	37%	26%	29%	-2%	6%
Aug	9%	11%	25%	-7%	-3%
Sep	4%	18%	50%	-13%	-2%
Oct	21%	60%	147%	50%	44%
Nov MTD	**27%**	61%	93%	39%	48%
QTD	**24%**	61%	115%	44%	46%
YTD	**3%**	31%	22%	18%	8%

MoM 月环比	
Feb	-52%
Mar	114%
Apr	8%
May	-3%
Jun	6%
Jul	8%
Aug	-14%
Sep	-7%
Oct	23%
Nov MTD	**15%**
WoW 周环比	
2024 Nov 30	**13%**

资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 11: 二手房出售挂牌量/价指数（截至 2024 年 11 月 30 日）



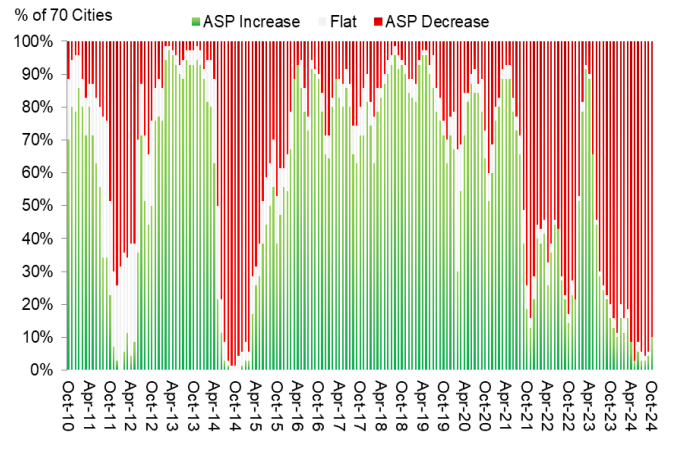
资料来源：Wind，招银国际环球市场

房价

■ **新房价格年内跌幅史上最大**

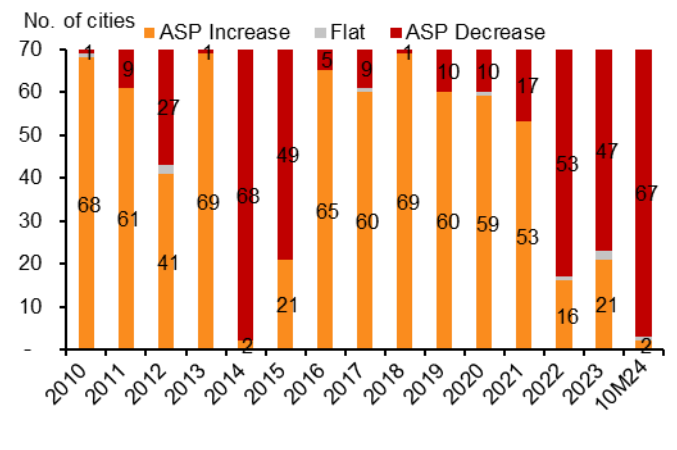
根据国家统计局数据，2024 年 11 月，70 大中城市中有 63 个城市新建商品住宅价格环比下跌，自年初以来该数字一直维持在 55 以上的高位。2024 年 1-10 月，共 67 个城市新建商品住宅价格累计下跌，仅 2 个城市累计上涨，较 2022 年的 53 个下跌 16 个上涨有所缓解。 分能级来看，70 城新房价格累计下跌 5.6%，较 2023 年的-1%跌幅扩大明显，创下史上最低，三线城市为主要拖累（累计下跌 5.9%），一、二线城市年内分别累计下跌-4.0%、-5.4%。自图 15 可观察到，2021 年三季度以来，高低能级新房价格趋势逐渐分化，二、三线城市拖累 70 城价格逐渐进入下行通道，一线城市则仍处于波动上行趋势直至 23 年 6 月，此后也难抵下行压力转入下跌态势。

图 12: 70 城新房价格环比涨跌城市数量占比



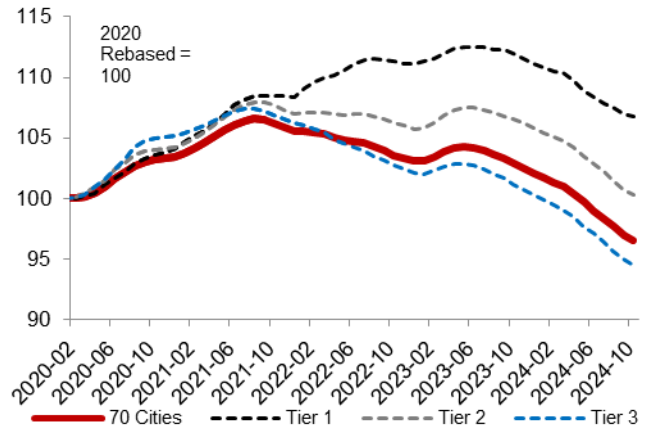
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 13: 70 城新房价格年度涨跌数量



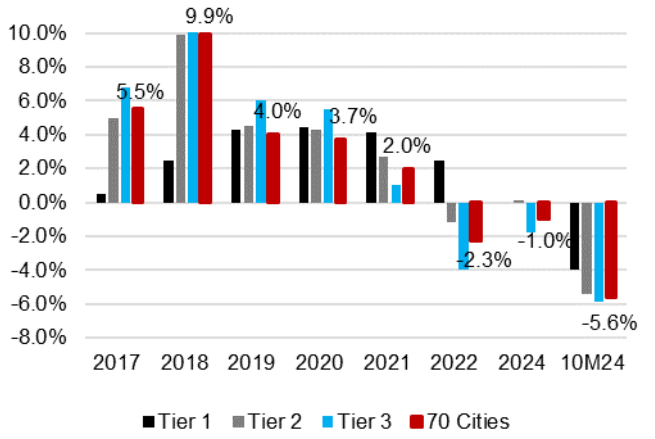
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 14: 70 城新房价格走势



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

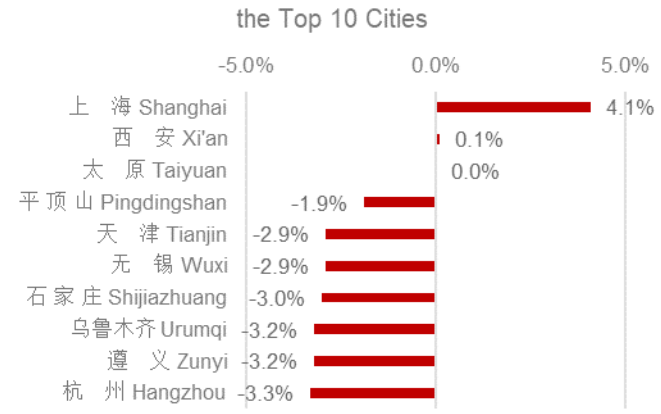
图 15: 70 城新房价格涨跌幅 - 年度



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

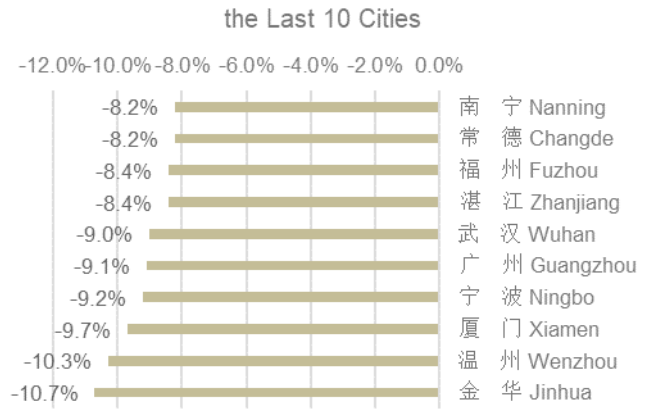
从城市表现来看，2024 年 1-10 月，新建商品住宅价格累计表现最好的 10 个城市如下图所示，其中仅上海、西安录得正增长，太原持平，其余城市均表现出负增长。表现排在末尾的 10 个城市中跌幅在 8-11%之间，其中长三角占三城，两广地区占三城，福建省独占两城。

图 16: 新建商品住宅价格累计涨幅前十（24 年 1-10 月）



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 17: 新建商品住宅价格累计跌后十（24 年 1-10 月）

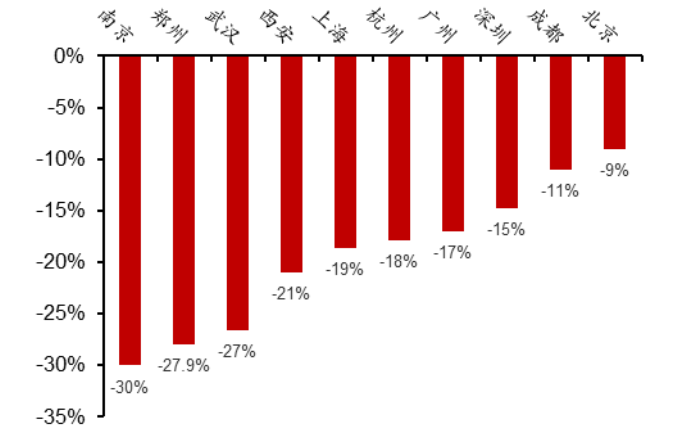


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ **二手房持续以价换量**

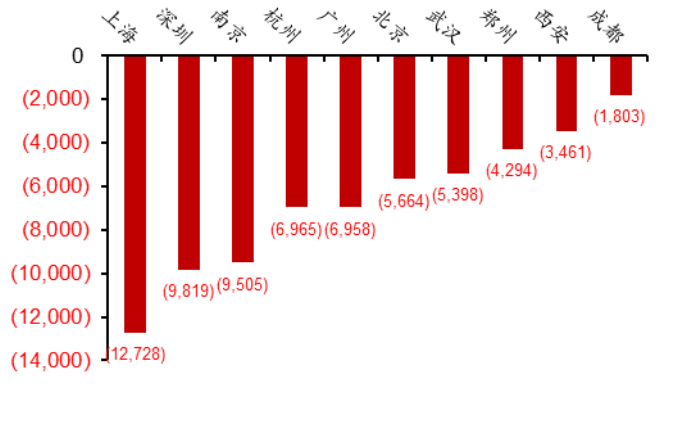
根据我们从房天下获取的数据可观察到，二手房成交价格自 2021 年 8 月以来维持下行态势已 3 年有余，目前未现企稳信号。截至 2024 年 11 月，我们跟踪的 10 个重点城市二手房成交价格自前峰值（21 年 8 月）平均下跌 19%，其中下跌较深的城市包括南京、郑州、武汉，分别下跌 30%、28%、27%，一线城市上海、广州、深圳、北京分别下跌 19%、17%、15%、9%。从实际价格来看，上海、深圳、南京每平米成交单价分别下降约 12,700 元、9,800 元、9,500 元。

图 18: 二手房成交价下跌百分比(自前峰值至 24 年 11 月)



资料来源：房天下，招银国际环球市场

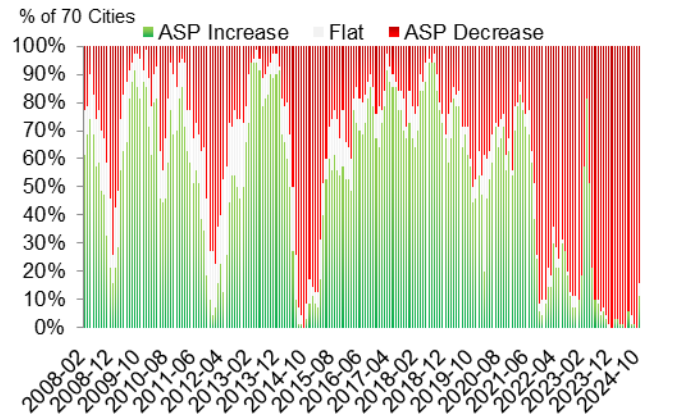
图 19: 二手房成交单价下跌金额(自前峰值至 24 年 11 月)



资料来源：房天下，招银国际环球市场

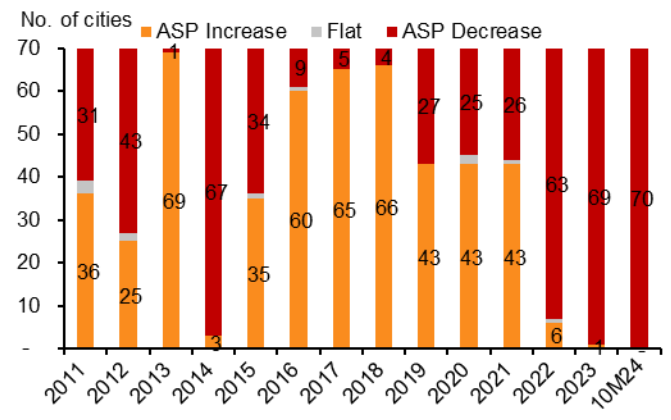
看年内表现，全国整体二手房价格相较新房价格下跌更为明显。根据国家统计局数据， 2024 年 1-10 月，共 70 个城市二手住宅价格累计下跌，与 2023 年相当。70 城整体二手住宅价格年内累计下跌 7.7%，较 2023 年全年累计的-4.2%继续扩大。一线，二线、三线城市 10M24 累计跌幅-7.4%、-7.6%、-7.7%，均较 2023 年全年跌幅明显扩大。

图 20: 70 城二手住宅价格环比涨跌城市数量占比



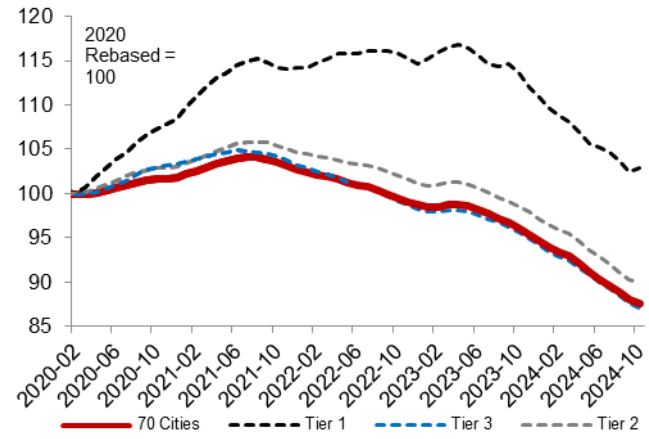
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 21: 70 城二手价格年度涨跌数量



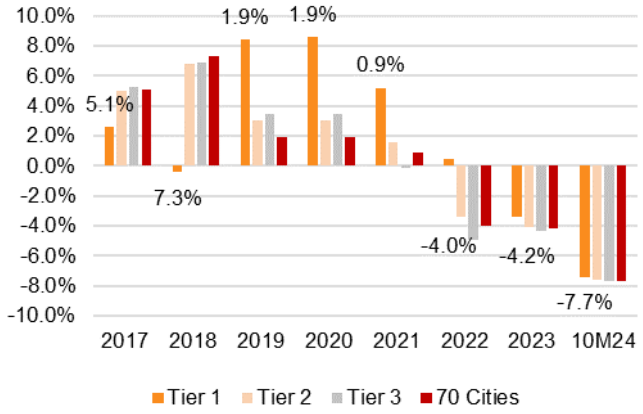
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 22: 70 城二手住宅价格走势



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

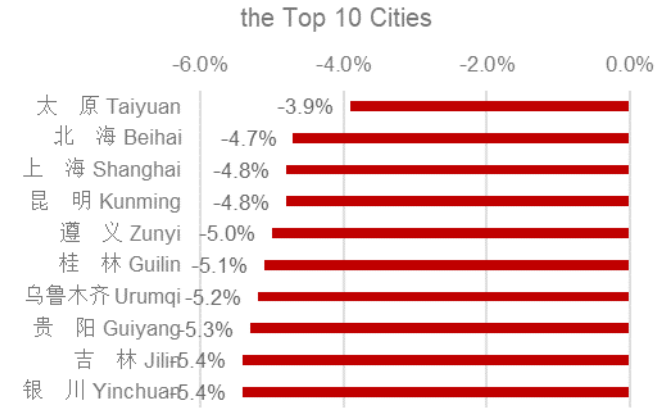
图 23: 70 城二手住宅价格涨跌幅 - 年度



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

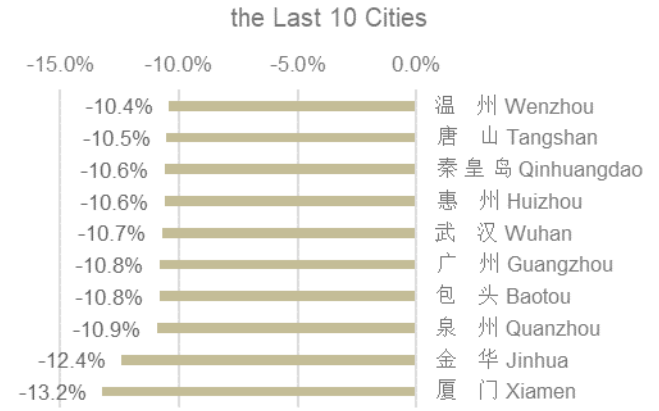
从城市表现来看，2024 年 1-10 月，二手住宅价格累计表现排名前 10 的城市如下图所示，太原在 70 城中表现最好，仅下跌 3.9%。跌幅最大的城市中，福建两城、浙江两城、广东两城、河北两城。

图 24: 二手住宅价格累计表现前十（24 年 1-10 月）



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 25: 二手住宅价格累计跌幅前十（24 年 1-10 月）



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ 少许城市环比止跌

从单月数据观察发现，在 924 政策组合的刺激下，交易量大幅提振带来部分城市房价月环比止跌，2024 年 10 月，70 大中城市中有 8 个城市二手住宅价格环比止跌，为去年 5 月以来最多的月份。主要包括北京、杭州、深圳、重庆、成都、上海、武汉。

图 26: 70 城二手住宅价格环比变化 – 2024 年 10 月

Tier 1	Tier 2	Tier 3	70 Cities						
一线	二线	三线	70城						
0.40%	-0.40%	-0.60%	-0.50%						
Beijing	Tianjin	Shijiazhuang	Taiyuan	Hohhot	Shenyang	Dalian	Changchun	Harbin	Shanghai
北 京	天 津	石家庄	太 原	呼和浩特	沈 阳	大 连	长 春	哈尔滨	上 海
1.00%	-0.30%	-0.60%	-0.70%	-1.20%	0.00%	-1.00%	-0.50%	-0.70%	0.20%
Nanjing	Hangzhou	Ningbo	Hefei	Fuzhou	Xiamen	Nanchang	Jinan	Qingdao	Zhengzhou
南 京	杭 州	宁 波	合 肥	福 州	厦 门	南 昌	济 南	青 岛	郑 州
-0.40%	0.80%	-0.20%	-0.70%	0.00%	0.10%	-0.30%	-0.80%	-0.50%	-0.80%
Wuhan	Changsha	Guangzhou	Shenzhen	Nanning	Haikou	Chongqing	Chengdu	Guiyang	Kunming
武 汉	长 沙	广 州	深 圳	南 宁	海 口	重 庆	成 都	贵 阳	昆 明
0.10%	-0.50%	-0.40%	0.70%	-1.00%	-0.40%	0.50%	0.40%	-0.50%	-1.00%
Xi'an	Lanzhou	Xining	Yinchuan	Urumqi	Tangshan	Qinhuangdao	Baotou	Dandong	Jinzhou
西 安	兰 州	西 宁	银 川	乌鲁木齐	唐 山	秦皇岛	包 头	丹 东	锦 州
-0.90%	-1.40%	-0.40%	-0.20%	-0.50%	-1.10%	-1.20%	-1.30%	-1.50%	-1.00%
Jilin	Mudanjiang	Wuxi	Yangzhou	Xuzhou	Wenzhou	Jinhua	Bengbu	Anqing	Quanzhou
吉 林	牡丹江	无 锡	扬 州	徐 州	温 州	金 华	蚌 埠	安 庆	泉 州
-0.70%	-0.40%	0.00%	-0.30%	-0.50%	-0.50%	-0.60%	-0.20%	-0.30%	-1.20%
Jiujiang	Ganzhou	Yantai	Jining	Luoyang	Pingdingshan	Yichang	Xiangfan	Yueyang	Changde
九 江	赣 州	烟 台	济 宁	洛 阳	平顶山	宜 昌	襄 阳	岳 阳	常 德
-0.60%	-0.30%	-0.30%	-0.10%	-0.60%	-0.30%	-1.30%	-1.00%	-0.80%	-0.50%
Huizhou	Zhanjiang	Shaoguan	Guilin	Beihai	Sanya	Luzhou	Nanchong	Zunyi	Dali
惠 州	湛 江	韶 关	桂 林	北 海	三 亚	泸 州	南 充	遵 义	大 理
-0.60%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.20%	-0.80%	-1.00%	-0.20%	-0.50%	-0.70%

资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

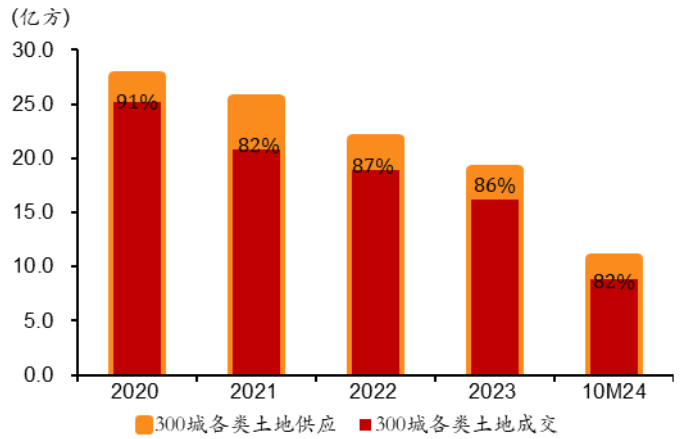
供给：土地供应缩量加速，头部房企拿地锐减

土地供应量价齐缩，住宅类占比持续走低

■ **土地供应缩量，住宅类土地成交率明显降低**

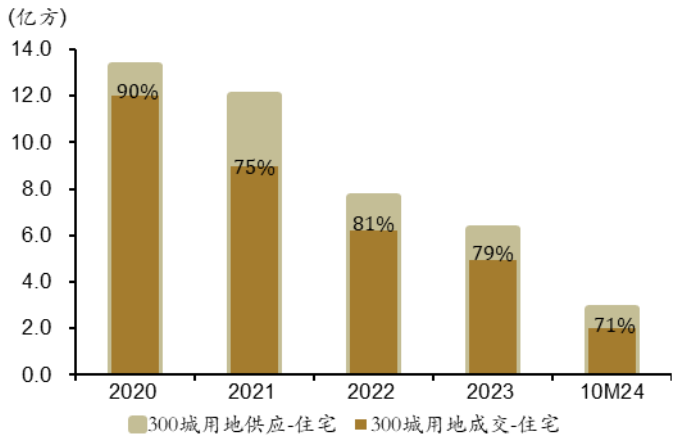
2024 年 1-10 月，300 城推出各类用地 10.7 亿平米，仅达到去年全年的 57%，同比下降 20%，降幅较去年的 12.9%显著扩大，供应缩量有所加速。成交建面 8.8 亿平米，仅达去年全年的 54%，同比下降 16%，较去年全年的 14.3%有所扩大，成交率自去年全年的 86%下跌到 82%。住宅类用地 1-10 月供应 2.8 亿平米，仅为去年全年的 45%，同比下降 33%（2023 全年降幅-18%）；成交建面 2.0 亿平米，仅为去年全年的 41%，同比下降 31%（2023 年全年-20%），成交率自去年全年的 79%下降至 10M24 的 71%，远低于商办类供地的成交率 78%，在销售情绪低迷的背景下，开发商信心持续走弱。

图 27: 各类土地供应、成交面积及成交百分比



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 28: 住宅类土地供应、成交面积及成交百分比

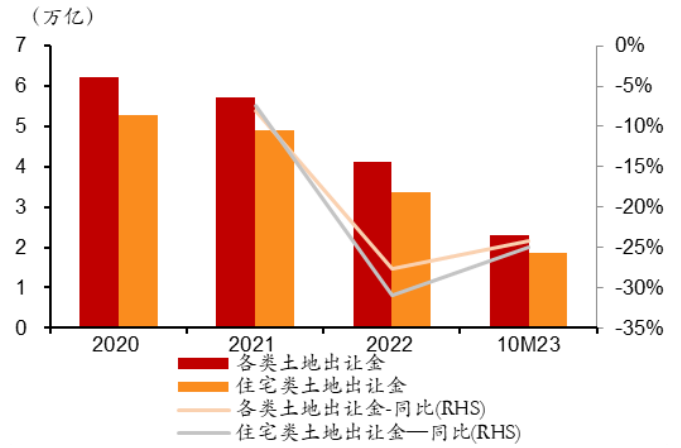


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ **住宅类供应占比进一步降低，楼面价转跌反映信心持续走弱**

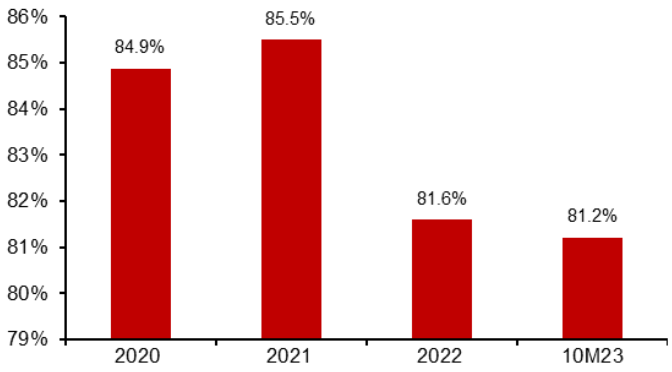
各类供地建面中住宅类土地占比由 2023 年全年的 33%大幅降低至 10M24 的 26%，成交建面中，住宅类占比也由去年全年的 31%降至 10M24 的 23%。土地出让金方面，10M24 各类土地出让金达 1.6 万亿，同比降幅自 23 年全年的-14%扩大至-34%，住宅类土地出让金 1.16 万亿，同比降幅自 23 年的-15%扩大至-40%，住宅类出让金占比较去年全年显著降低，由 2023 年的 80.7%降至 10M24 的 72.9%。出让金降幅整体大于成交建面降幅反映土地成交楼面均价下降明显，10M24 各类土地成交楼面价同比下降 16%至 1792 元/平米，住宅类土地楼面价同比下降 13%至 5832 元/平米，自 21 年以来首次转跌，主要由于 1）购房情绪低迷，销售流速承压，房企资金面仍存在多重压力，对未来信心持续走弱，故投资态度愈发审慎；2）2023 年各地城投的参与一定程度上推高了地价，销售市场并未恢复，部分城投的能力不足以支撑其持续在土地市场继续活跃，故该影响在 2024 年逐渐消退。

图 29: 土地出让金及同比变化



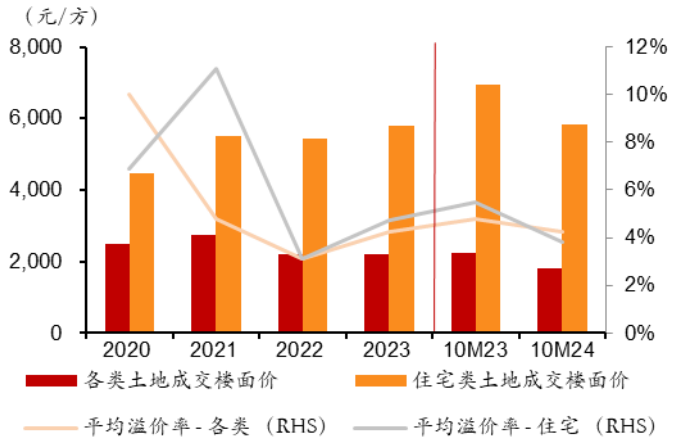
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 30: 住宅类土地出让金占比



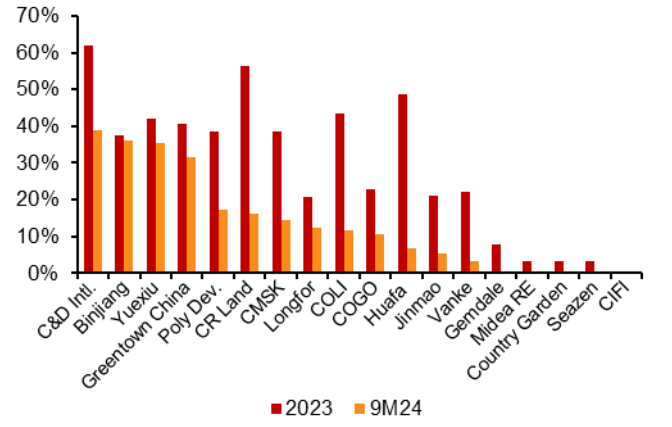
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 31: 土地成交楼面价



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 32: 重点企业 9M24 拿地强度



资料来源：国家统计局，公司资料，招银国际环球市场

重点企业拿地强度锐减

从我们关注的 18 家重点企业拿地强度来看，各家 2024 年前三季度拿地强度明显较 2023 全年锐减，平均拿地销售比自 2023 年的 28%降至 9M24 的 13%。头部房企中滨江、越秀、绿城等强度降幅最小。 拿地强度的锐减意味着 25 年优质可售资源的锐减。

政策：宽松力度加码，效果持续性有待观察

2024 年在行业销售及投融资全面下行的背景下，房地产相关政策密集出台，重要拐点为 4 月政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，自 2016 年以来首次在该级别会议中出现去库存相关表述。随后央行跟进宽松政策，提出将首套/二套房最低首付比例降低 5 个百分点至 15%/25%、将个人住房公积金贷款利率下调 0.25%个百分点，并取消全国层面首套、二套房商业性个人住房贷款利率下限。517 系列政策对 6 月一二手房销售有显著的提振，但随着 7-8 月进入销售淡季，政策效果未得以延续。经过 2 个月的销售低迷，各部门在 9-10 月再次出台系列政策，包括央行调降存量房贷利率，住建部宣布新增城中村改造、危旧房改造套数，扩大白名单规模等。11 月财政部也给出重磅宽松政策——调降契税、下调开发商土增税，并扩大增值税优惠范围等。以上措施对 3 季度末 4 季度初的一二手销售带来有效提振，且提振效果的可持续性显著拉长。我们认为在经济恢复节奏较为缓慢的背景下，居民收入预期依然较弱，购房信心仍然较低，叠加部分政策落实难度较大导致市场对政策信任度仍有待提高，政策刺激效果的可持续性依然有待观察。

图 33: 2024 年重要政策及重点事件

时间	类型	主体	重要政策/重点事件
2024-01	融资端	央行	央行等提出放松经营性物业贷款发放条件
2024-01	需求端	住建部	2024年1月：住建部提出赋予城市房地产调控自主权
2024-01	融资端	金融监管总局	2024年1月：金融监管总局提出加快筛选房地产项目“白名单”
2024-02	需求端	央行	2024年2月：央行调降5年期LPR25基点
2024-04	供给端	国务院	2024年4月：中央政治局会议提出要统筹研究消化存量房和优化增量住房的政策措施，再提“去库存”
2024-05	供给端	央行	2024年5月：央行提出设立保障房再贷款3000亿，用于收购已建未出售商品房
2024-05	需求端	央行	2024年4月：央行提出降首付比、公积金贷款利率，取消住房贷款利率下限： 1. 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限； 2. 首套和二套住房商业性个人贷款最低首付比降至15%和25%（此前为20%和30%） 3. 下调个人住房工资公积金贷款利率0.25个百分点。
2024-05	需求端	地方	2024年5月：北京宣布5月18日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点
2024-05	需求端	地方	2024年5月：广州调整首套房首付比例至不低于15%，取消利率下限；二套房首付比例至不低于25%，取消利率下限。
2024-05	需求端	地方	2024年5月：深圳将首套房最低首付比例由30%调整至20%，商贷利率下限由LPR-10调整至LPR-45；二套房最低首付比例由40%调整至30%，商贷利率下限由LPR+30BP调整至LPR-5BP。
2024-05	需求端	地方	2024年5月：杭州、西安等城市全面取消限购
2024-07	需求端	央行	2024年7月：央行调降1年期和5年期LPR10个基点
2024-07	需求端	地方	2024年7月：部分城市调整公积金贷款额度、公积金贷款利率、公积金提取规则等
2024-09	供给端	央行	1. 调整存量房贷利率至新发房贷利率附近，预计平均降幅为0.5个百分点； 2. 将全国层面二套房贷最低首付比由25%下调至15%，统一首套房和二套房首付比； 3. 央行3000亿保障房再贷款资金支持比例由60%提高至100%
2024-10	需求端	住建部	2024年10月17日：住建部提出降低公积金贷款利率0.25个百分点，并降低换购住房税费负扣
2024-10	需求端	住建部	住建部新闻发布会宣布：城中村改造、危旧房改造新增100万套，采取货币化安置。（调查显示35大中城市城中村改造需求170万套、危旧房改造需求50万套）
2024-10	融资端	住建部	住建部新闻发布会宣布：年底前白名单信贷规模增加到4万亿。将所有房地产合格的项目都拿取纳入（所有住房项目均纳入白名单便于管理）1
2024-10	需求端	央行	2024年10月：央行调降5年期LPR25个基点
2024-11	需求端	财政部	财政部11月13日宣布契税优惠门槛从90平提高到140平，北上广深纳入范围。今后全国范围内，买房不论首套二套，只要面积不超过140平统一按1%的税率缴纳契税
2024-11	供给端	财政部	财政部宣布开发商土增税预征率下限下调 - 2024年12月1日起执行
2024-11	需求端	财政部	财政部宣布全国统一增值税标准，出售购买了2年以上住房免征增值税
2024-11	需求端	地方	一线城市取消普通住宅和非普住宅标准

资料来源：中指院，招银国际环球市场

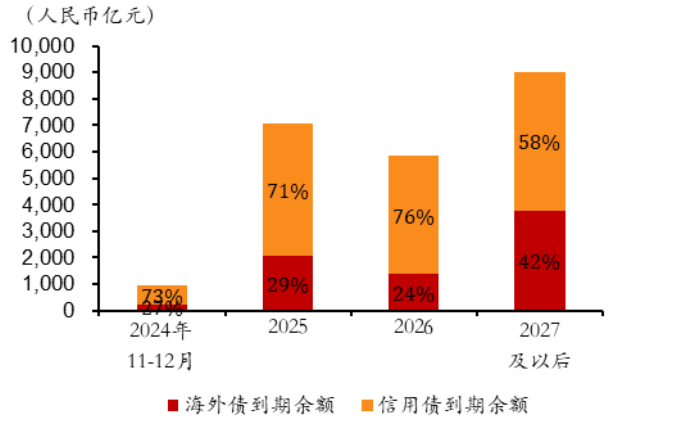
融资：海外债持续缩量，民企占比继续降低

■ **海外债规模收缩，民企到期压力继续后延**

房企仍然面临较大的债务压力。根据中指院数据，153 家样本房企年内（11-12 月）到期债务约 250 亿元，其中海外债占比 27%，境内信用债占比 73%。与 2024 年相比，2025 年的总到期规模相若，仍达 7000 亿之多，2026 年会迎来规模的大幅削减，约 5800 亿元，其中海外债到期从 2023 的 1/3 左右降低至 2025、26 年的 29%、24%，主要由于近年房企信用风险逐步增加，发行海外债难度较大。

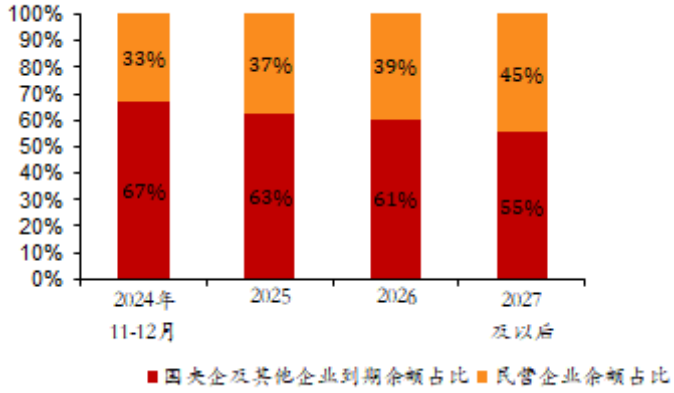
从企业性质来看，2025 年到期债务中属于国央企及混合所有制企业的占比自 24 年 50%左右提升至 63%，属于民营企业的余额占比则降至 37%，主要由于民营房企融资难度较国央企更大。同时看到民营企业的占比将在 26 年、27 年及以后回到 45%左右的水平，主要由于大量民企债务大量展期。

图 34: 样本房企债务到期余额及海内外占比



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 35: 样本房企债务到期分企业性质占比



资料来源：中指院，招银国际环球市场

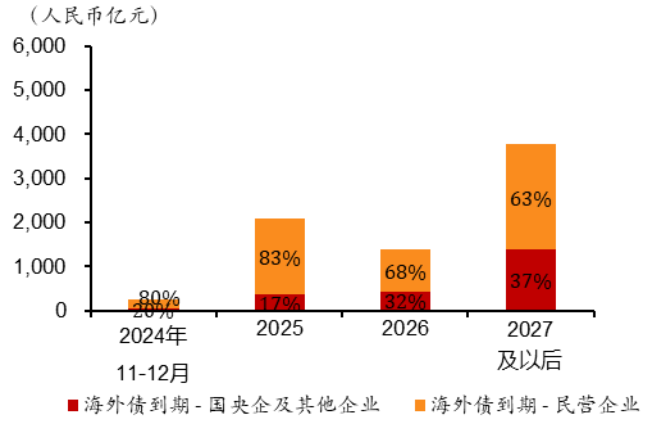
■ **海外债缩量，民企压力 25 年来自海外债，26 年来自境内债**

年内到期的海外债余额中， 80%来自民营企业，2025、2026 年有 83%、68%来自民营企业，由于国央企在境内融资渠道较通畅，发行海外债需求相对较低。26 年民企占比也大幅降低主要由于国央企海外债到期规模保持稳定，而民企该年份海外债规模骤降 45%。

年内到期的境内信用债余额中，来自国央企及混合所有制的占比为 84%，2025、2026 年占比为 81%、69%；该比例较高原因来自于民营企业近年信用受损严重，其在境内再融资所面临的困难较大。

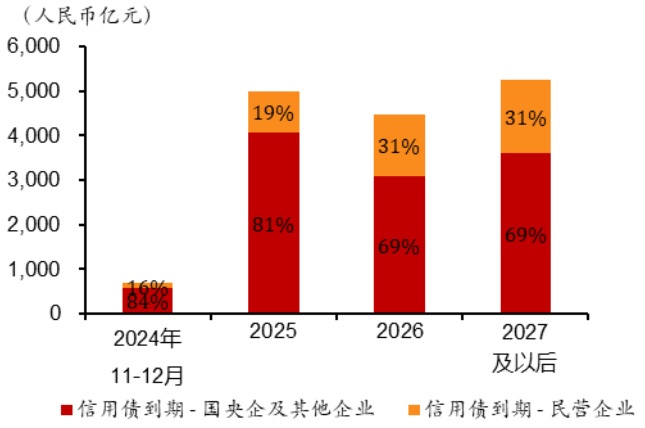
总体来看，民营企业在 25 年主要压力来自海外债，26 年压力则转向境内债。国央企和混合所有制的到期压力则主要在境内债。

图 36: 海外债到期



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 37: 信用债到期

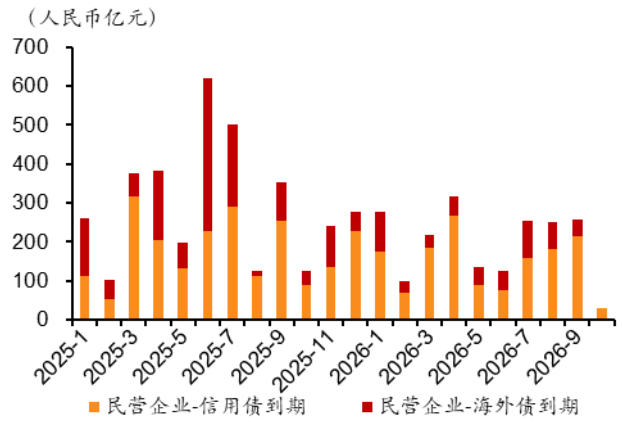


资料来源：中指院，招银国际环球市场

■ 民企 2Q25 再迎偿债高峰

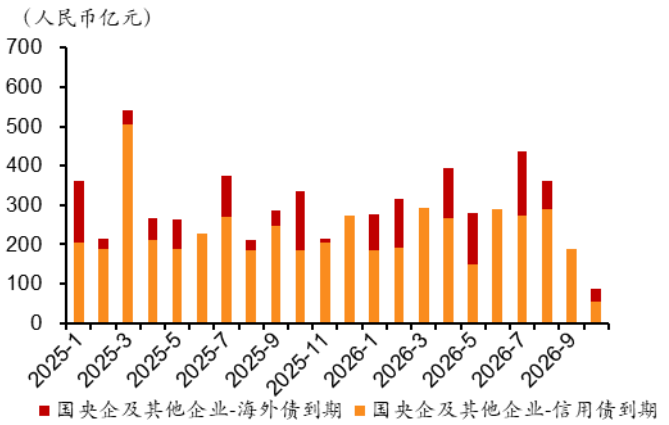
根据中指院提供的样本企业数据，民营企业 2025 年仍将面临一些偿债压力（尤其海外债方面），其债务到期较高的月份主要集中在 3-4 月及 6-7 月；国有企业及混合所有制企业除了在 25 年 1 月及 3 月有较多到期债务外，其余月份到期分布相对均匀，我们看到近期国央企采用多种手段积极融资系为明年 1 季度到期债务做一定准备。对于民营企业而言，若 25 年 2-3 季度销售回款节奏显著慢于预期，且没有更进一步的融资支持，可能会出现更多展期或违约等事件。

图 38: 民营房企债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 39: 国央企及混合所有制企业债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

展望

新房销售：24 年翘尾，25 年缩量

■ 24 年末销售翘尾有望

如上文所述，924 政策包对新房销售的提振幅度、可持续性超出预期，虽未带动投资需求，但对原本被抑制的刚性购房需求释放有较好刺激效果，更符合行业长期健康发展的目标；同时二手房市场换手率显著提高释放了一定改善型需求；在政策效果持续叠加开发商年末集中推盘、集中网签等因素的影响下，12 月或将维持 11 月的翘尾趋势，并可能达到单月同比回正。综上，我们估计 2024 年商品房住宅销售面积下降约 15%至 8.02 亿平米。价格方面，年初至今跌幅在 5%左右，我们预计全年维持该跌幅，故预计 2024 年商品房销售额下降约 20%至 8.26 万亿元。

图 40: 房地产销售预测

销售额 (万亿)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	**10.96**	**10.30**	**8.26**	**7.37**	**7.13**
同比	*-33%*	*-6%*	*-20%*	*-11%*	*-3%*
二手房	**5.50**	**7.10**	**7.14**	**7.51**	**7.81**
同比	*-21%*	*29%*	*1%*	*5%*	*4%*
一二手综合	**16.46**	**17.40**	**15.40**	**14.88**	**14.94**
同比	*-29%*	*6%*	*-11%*	*-3%*	*0%*
销售量 (亿方)	**2022**	**2023**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
新房	**10.33**	**9.48**	**8.02**	**7.42**	**7.26**
同比	*-34%*	*-8%*	*-15%*	*-7%*	*-2%*
二手房	**3.84**	**5.59**	**6.62**	**7.33**	**7.78**
同比	*-21%*	*46%*	*18%*	*11%*	*6%*
一二手综合	**14.17**	**15.07**	**14.64**	**14.75**	**15.03**
同比	*-29%*	*6%*	*-3%*	*1%*	*2%*
销售均价 (元每方)	**2022**	**2023**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
新房	**10,610**	**10,864**	**10,298**	**9,924**	**9,826**
同比	*2%*	*2%*	*-5%*	*-4%*	*-1%*
二手房	**14,328**	**12,698**	**10,794**	**10,254**	**10,049**
同比	*n.a.*	*-11%*	*-15%*	*-5%*	*-2%*
一二手综合	**11,617**	**11,545**	**10,522**	**10,088**	**9,941**
同比	*n.a.*	*-1%*	*-9%*	*-4%*	*-1%*

资料来源：国家统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

■ 预计 2025 年新房继续缩量

展望 2025 年，我们预计：1）已经出台的全方位宽松政策组合的效果余温可能延续至春节后。2）诸多支持政策正在落地途中，可能接下来一个阶段将进入效果观察期，故我们认为短时间内继续出台针对房地产层面的重磅宽松政策（如一线城市解开限购等）的可能性较小。3）由于宏观经济恢复节奏依然较缓慢，根据 CMBI 宏观团队预估，央行明年可能两次下调法定存款准备金率共 0.5 个百分点，一次下调政策利率，两次下调存款利率， 1 年和 5 年 LPR 分别下调 10 和 20 个基点。但我们认为这对购房需求的刺激效果与 2024 年相比可能边际减弱。4）如我们在“融资”部分所述，由于销售流速仍然较缓且可能难以恢复至高点水平，所以开发商在 2025 年债务规模与 24 年相当的背景下均面临一定的流动性压力，尤其民营企业，在融资环境没有实际改善的情况下可能继续出现展期或违约，这将加重购房者对新房的交付质量担忧和烂尾担忧，同时相关负面消息可能会一定程度拖累新房购买情绪，导致需求向二手房转移。5）如我们在“供应”章节所述，24 年住宅土地成交规模降幅扩大至 30%左右，供应量加速缩减；重点房企 9M24 拿地强度仅达到 2023 全年的 46%左右，相比多年累计的库存，新成交地块才是市场的优质可售资源，故市场在 2025 年可能面临更少的优质可售资源供应。6）同时政府/国央企收购库存转化为保障房的推进可能仍需要一定时间，故我们认为其对 2025E 的销售影响可忽略不计。7）以深圳

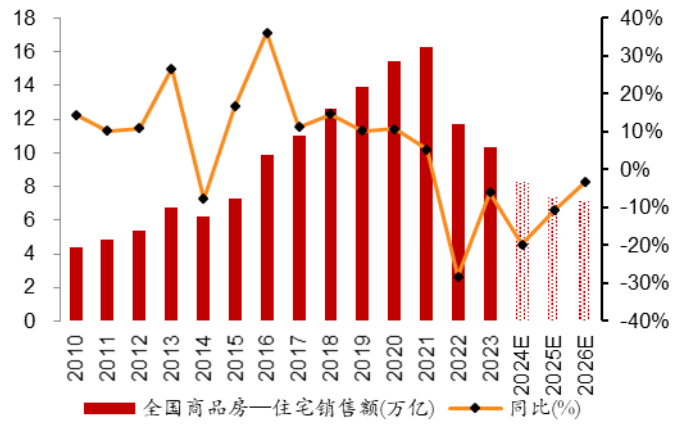
等城市为首，各重点城市推出的配售型保障房可能对新房需求有一定吸收，从目前已公开的规划来看，我们预计该举措合计对销售额的负面影响可能在 0.5%之内。基于以上背景，我们预估 2025 年全年新房销售面积（商品房住宅）同比下降 7%至 7.4 亿平米，销售额同比下降 11%至 7.4 万亿元，对应单价同比下跌 4%。此为我们的中性预估。我们的乐观及悲观预期及其假设请见图 41。

图 41: 2025 年房地产销售分情景预测

人民币（万亿）	乐观	中性	悲观
新房	**7.78**	**7.37**	**6.96**
同比	*-6%*	*-11%*	*-16%*
二手房	**7.86**	**7.51**	**7.14**
同比	*10%*	*5%*	*0%*
一二手综合	**15.63**	**14.88**	**14.11**
同比	*1%*	*-3%*	*-8%*
假设	**乐观**	**中性**	**悲观**
已出台需求端宽容政策：	效果余温延续至一季度末	效果余温延续至春节后	效果于春节前消退
需求端政策：	有一线城市跟进解除限购	不继续出台重磅宽松政策	不继续出台重磅宽松政策
货币政策：	降息降准对需求有一定刺激效果	降息降准对需求刺激效果较 24 年边际减弱	降息降准对需求刺激效果不显著
配售型保障房分流需求：	对全年销售影响忽略不计	对全年销售额影响在 0.5%之内	对全年销售额影响在 0.5%之上
收储对销售贡献：	收储有一定进展，对 25 年销售有 5%的贡献	收储工作推进仍需时间，对销售的影响可忽略不计	收储工作推进仍需时间，对销售的影响可忽略不计
新房交付质量担忧导致需求转移：	需求转移部分较小，可忽略不计	需求转移比例较 24 年更多	需求转移影响 25 年新房全国销售额 5%以上
开发商 24 年拿地强度锐减：	对全年新房销售的影响在 5%以内	对全年新房销售的影响达 10%	对全年新房销售的影响达超过 15%

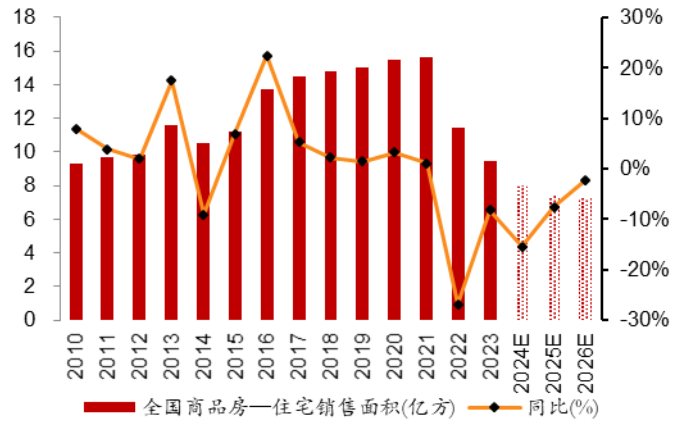
资料来源：国家统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

图 42: 商品房住宅销售额预估



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

图 43: 商品房住宅销售面积预估

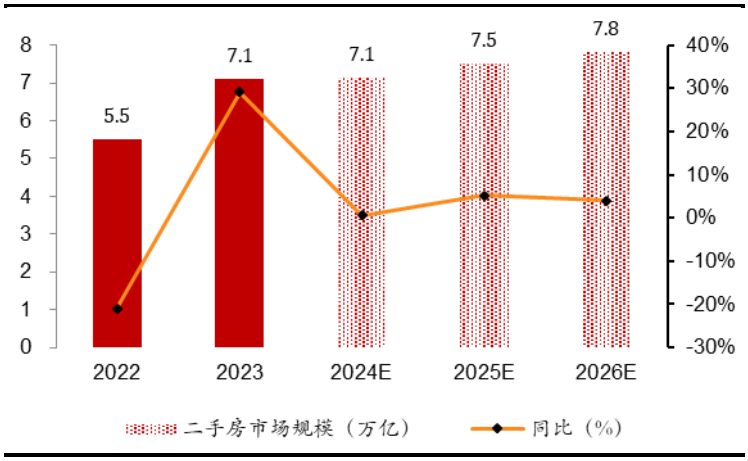


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

二手房成交：将于 25 年超越新房销售成为主导市场

根据年初至今二手房的稳健表现，我们预估 2024 年全年销售额与 2023 年几乎持平，微增 1%至 7.1 万亿元，对应房价同比下跌 15%，销售面积同比增加 11%。展望 2025 年，我们认为 1）各项政策的效果仍在持续显现，二手房换手率在刺激提升后会释放部分卖旧买新持续支持成交，故政策效果在存量市场的效果持续性更长。2）如上文所述，购房者对新房的交付质量担忧以及烂尾担忧可能继续蔓延，并继续将部分需求从新房转移至二手房；3）二手房挂牌量持续攀升，购房者选择更多使换手率自然提高对成交量形成一定支撑。综上，我们预估二手房换手率 2025、2026 年提高 0.1%、0.05%个百分点，对应市场规模同比增加 5%、4%至 7.5 万亿、7.8 万亿元，反映二手房价下跌 5%、4%，销售面积同比增加 11%、6%。相较于我们预估的 25 年 7.37 万亿元的新房市场规模，二手房规模将于 25 年首次超越新房成为主导市场。

图 44: 二手房市场规模



资料来源：贝壳，招银国际环球市场预测

房地产开发投资

图 45: 房地产主要指标预估

	2025E	YoY	2024E	YoY	2023	YoY	备注
商品房销售面积（百万方）	885	-7%	956	-14%	1,117	-9%	土地供应持续缩量，新房价格微跌
商品房销售额（十亿）	8,389	-11%	9,408	-19%	11,662	-7%	
新开工面积（百万方）	646	-12%	734	-23%	954	-20%	随销售继续下行
竣工面积（百万方）	735	-8%	799	-20%	998	17%	白名单扩容，化债措施正向影响竣工
房地产开发投资（十亿）	901	-9%	994	-10%	1,109	-10%	新开工、竣工面积及土地购置均继续下行，但幅度较小

资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

■ **新开工面积**

截至 2024 年 10 月，新开工面积同比下降 23%，在目前销售仅现初步恢复、可持续性有待观察、开发商仍有偿债压力、融资端支持有待进一步落地的背景下，开发商流动性仍然存在一些挑战。但考虑到 24 年城投兜底拿地比例较 23 年更少，售出地块中可开发可售的比例相应提升，我们预估 2024 年、2025 年新开工面积变化分别为同比-23%、-12%。

■ **竣工面积**

截至 2024 年 10 月，竣工面积同比降 24%，考虑到 11、12 月是传统完工大月，通常 11 月能完成平常月份的 2 倍，12 月则完成平常月份均值的 5-6 倍左右，同时考虑白名单支持继续为“保交楼”形成支持，我们预估 2024 年全年竣工面积降幅约为 20%。展望 2025 年，白名单扩容可能会为竣工提供一定支持，同时化债措施可能对完工产生积极影响，预估 2025 年竣工面积同比降 8%。

■ **房地产开发投资**

截至 2024 年 10 月，房地产开发投资增速为-10.3%，我们预估全年降幅维持在该水平。展望 2025 年，从其构成考虑，由于新开工面积增速降幅收窄，与新开工面积走势接近的构成部分在投资开发中比例也逐渐缩小，而在白名单扩容和化债措施的积极影响下，完工面积降幅也收窄；土地购置方面量价齐缩，且降幅可能大于开工及完工，故我们估计土地购置费用在开发投资中占比继续降低。通过以上各项占比变化及其各自的增速变化，我们预估房地产开发投资在 2024、2025 年的增速分别为-10%、-9%。

板块表现

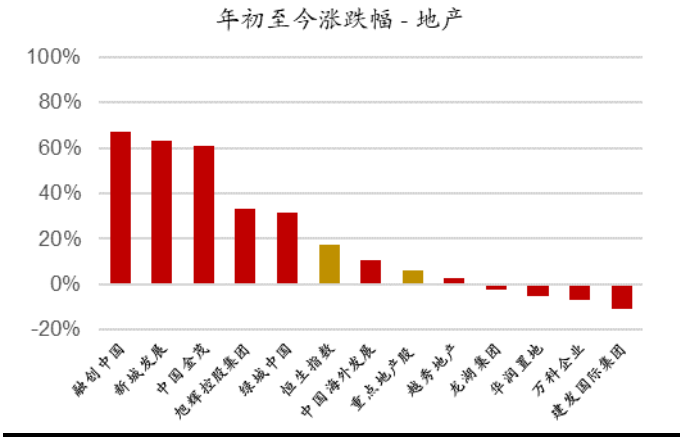
年初至今，我们关注的重点地产标的（14 个）平均涨幅为 6.1%， 重点物业标的（11 个）平均涨幅为 19.5%，仅物业股跑赢恒生指数（+17.6%）约 2 个点。个股方面，地产股方面表现较好的主要为“困境反转概念”以及“风险释放充分业绩有望见底回升”的标的。物业股方面表现较好的主要为“三方拓展能力突出”以及“母公司风险缓释”的标的。

图 46: 地产物业股 vs.恒生指数



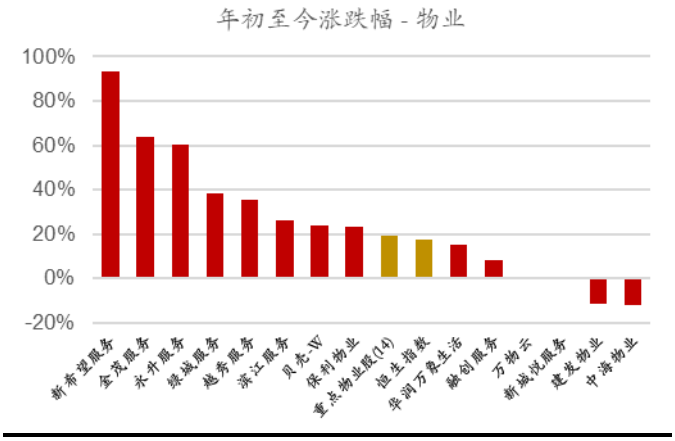
资料来源：Wind，招银国际环球市场预测

图 47: 港股重点地产股涨跌幅



资料来源：Wind，招银国际环球市场预测

图 48: 港股重点物业股涨跌幅

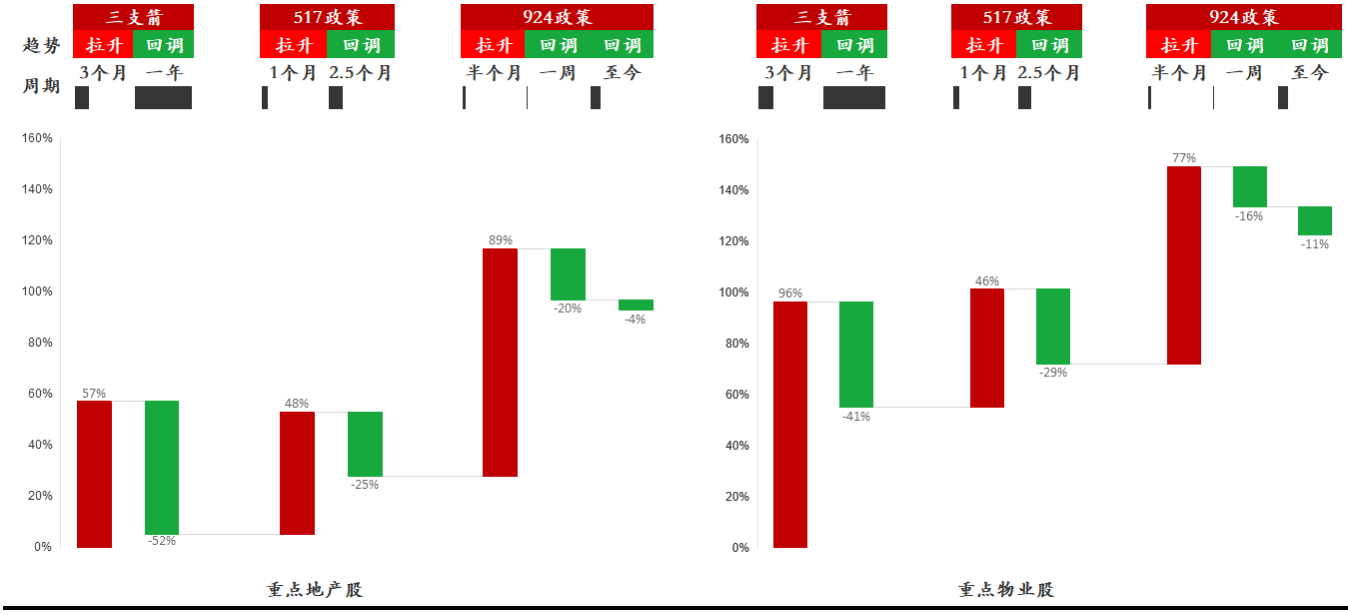


资料来源：Wind，招银国际环球市场预测

年内出现两次由政策推动的估值修复窗口，我们看到自 22 年末以来一共有三次类似的窗口，分别为三支箭（2022 年 10 月），517 政策包（2024 年 5 月），924 政策包（2024 年 9 月），三次窗口股价变动周期和重点公司拉升回调幅度如图 49 所示，我们可以观察到 1）股价上涨周期逐渐缩短，从三支箭的 3 个月，到 517 的 1 个月，到 924 的半个月；回调周期也迅速缩短，从三支箭期间的一年，缩短至 517 的 2.5 个月及 924 的一周左右。 虽然这与政策力度有一定关系，但我们认为更多的是反映市场对行业的长期信心。市场逐步接受行业长期将走向健康发展的道

路，不论客观条件还是主观意愿都不再支持其重回之前周期的高增长态势。2）虽然基于以上原因三次波动更多由情绪和资金面推动，但板块的估值还是得到一定的修复，我们看到每个窗口的回调幅度并没有完全大过涨幅，主要由于虽然政策对行业深层次的修复作用传导到基本面所需的时间较长这点已形成共识，但每一次组合政策的出台都会一定程度缩短行业见底所需的时间。

图 49: 三次政策密集出台阶段板块表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场（截至 2024 年 12 月 4 日）

投资建议

需求端政策持续加码，但其对基本面的提振效果仍然呈边际递减趋势，收储等政策大规模落地仍存在较多难点，供给端持续缩量带来新房规模继续收缩的背景下，行业基本面见底信号并不清晰，所以我们建议：

1） 关注商业资产运营能力较强的标的如华润置地、新城发展、龙湖集团等，在开发持续缩量背景下，零售业务不至于坍塌，故具备抵御风险能力。经济企稳回暖时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更容易获得增量融资。
2） 关注存量市场发展受益者。交易角度，我们预计存量市场成交额将于 25 年首次超过新房销售额，成为房地产市场主导。贝壳作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升。
从服务角度，物业管理的商业逻辑是可收费面积永续，是存量市场的长期受益者。 建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、保利物业 (6049 HK)、滨江服务(3316 HK)、万物云(2602 HK)等。
3） 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。
4） 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

风险

宏观经济下行幅度超预期、政策效果可持续性继续缩短。

估值

图 50: 估值对比 - 开发商

公司	证券代码	收盘价	总市值	市盈率 (x)			市净率 (x)			净利润增速(%)			派息比例	股息率	
		(交易币种)	(美元,百万元)	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	23A	23A	24E
华润置地	1109.HK	23.40	21,439	5.3 x	5.2 x	4.8 x	0.5 x	0.5 x	0.5 x	(8.0)	3.3	7.1	33%	6.8%	6.3%
中国海外发展	0688.HK	13.54	19,040	5.6 x	5.3 x	5.0 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	(4.2)	4.7	6.0	31%	5.9%	5.6%
保利发展	600048.SH	10.15	16,911	10.5 x	9.9 x	9.2 x	0.6 x	0.6 x	0.5 x	(4.1)	6.2	7.8	41%	4.0%	3.6%
招商蛇口	001979.SZ	11.37	14,339	17.3 x	15.8 x	13.7 x	0.9 x	0.9 x	0.8 x	(5.6)	9.1	15.6	49%	2.8%	2.5%
中国金茂	0817.HK	1.12	1,943	7.6 x	7.3 x	6.3 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	扭亏为盈	5.0	15.9	NA	NA	NA
万科企业	2202.HK	6.37	13,554	NA	NA	NA	0.3 x	0.3 x	0.3 x	转亏	NA	NA	NA	NA	NA
龙湖集团	0960.HK	10.84	9,593	6.1 x	5.9 x	5.6 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x	(11.4)	2.2	6.6	26%	5.6%	4.7%
建发国际集团	1908.HK	12.82	3,323	5.0 x	4.5 x	4.1 x	0.7 x	0.6 x	0.5 x	(4.8)	9.5	10.2	45%	10.1%	8.7%
滨江集团	002244.SZ	9.30	4,027	10.6 x	9.2 x	8.4 x	1.0 x	1.0 x	0.9 x	8.4	14.9	9.5	11%	1.0%	1.6%
越秀地产	0123.HK	5.60	2,896	6.6 x	6.1 x	5.5 x	0.4 x	0.3 x	0.3 x	(0.3)	8.0	11.2	40%	6.8%	7.4%
华发股份	600325.SH	6.66	2,551	10.9 x	10.0 x	9.2 x	0.8 x	0.8 x	0.7 x	NA	NA	NA	NA	0.0%	4.2%
绿城中国	3900.HK	9.39	3,057	5.6 x	5.3 x	6.2 x	0.6 x	0.5 x	0.5 x	26.2	4.5	(13.9)	35%	5.0%	5.1%
美的置业	3990.HK	2.89	533	5.6 x	4.4 x	3.5 x	0.2 x	0.2 x	0.1 x	(25.5)	26.9	27.6	NA	NA	NA
中国海外宏洋集团	0081.HK	1.81	828	3.2 x	3.3 x	3.0 x	0.2 x	0.2 x	0.2 x	(20.4)	(2.5)	11.1	22%	9%	5%
新城控股	601155.SH	13.34	4,188	26.6 x	23.3 x	19.9 x	0.5 x	0.5 x	0.5 x	53.5	14.1	16.8	NA	0%	0%
平均				**7.8 x**	**7.3 x**	**6.6 x**	**0.5 x**	**0.5 x**	**0.5 x**	**(1.8)**	**5.1**	**7.1**	**27%**	**4.1%**	**3.8%**

资料来源: 公司资料, Wind, 招银国际环球市场预估 （截至 2024 年 12 月 6 日）

图 51: 估值对比 – 物业

公司	证券代码	收盘价	总市值	市盈率 (x)			净利润增速(%)			派息比例	股息率	
		(交易币种)	(美元,百万)	24E	25E	26E	24E	25E	26E	23A	23A	24E
华润万象生活	1209.HK	28.85	8,460	16.8 x	14.3 x	12.2 x	23.6	17.8	16.5	100%	4.9%	3.8%
万物云	2602.HK	21.20	3,191	12.6 x	11.0 x	9.8 x	(6.6)	13.8	12.6	66%	5.7%	6.3%
碧桂园服务	6098.HK	5.57	2,392	10.9 x	8.7 x	8.3 x	NA	24.5	5.7	NA	5.8%	5.5%
保利物业	6049.HK	32.00	2,275	10.5 x	9.4 x	8.4 x	12.9	11.9	11.3	40%	3.4%	3.6%
中海物业	2669.HK	5.27	2,224	10.1 x	8.8 x	7.7 x	17.3	15.3	14.9	31%	2.7%	3.0%
招商积余	001914.SZ	10.84	1,600	14.1 x	12.7 x	11.3 x	10.4	11.7	12.6	24%	1.6%	2.4%
绿城服务	2869.HK	3.65	1,484	14.5 x	12.3 x	10.7 x	21.4	18.0	15.2	72%	4.1%	4.3%
绿城管理控股	9979.HK	3.05	788	5.2 x	4.6 x	4.1 x	11.3	13.4	12.1	100%	18.0%	15.0%
融创服务	1516.HK	1.77	695	NA	6.6 x	5.4 x	NA	NA	NA	NA	22.1%	8.6%
滨江服务	3316.HK	17.90	636	7.9 x	6.7 x	5.8 x	17.0	17.5	15.5	70%	7.7%	8.8%
越秀服务	6626.HK	3.20	622	7.9 x	6.8 x	5.9 x	15.6	16.9	15.3	50%	5.5%	6.3%
建发物业	2156.HK	2.57	465	6.7 x	5.5 x	4.6 x	7.3	22.1	17.7	67%	10.1%	8.0%
永升服务	1995.HK	1.96	435	6.2 x	5.5 x	4.6 x	16.6	11.8	18.8	50%	7.0%	10.5%
新城悦服务	1755.HK	2.87	321	4.6 x	4.4 x	4.2 x	12.0	5.5	4.5	39%	7.8%	NA
金茂服务	0816.HK	2.62	304	5.5 x	5.0 x	4.6 x	18.6	10.0	7.3	42%	6.5%	NA
宝龙商业	9909.HK	2.40	198	3.6 x	3.5 x	0.0 x	(12.6)	4.0	NA	19%	6.3%	8.1%
卓越商企服务	6989.HK	1.24	194	4.3 x	3.9 x	3.5 x	7.0	11.7	9.1	69%	15.3%	NA
新希望服务	3658.HK	1.99	208	6.4 x	5.7 x	5.1 x	9.5	11.9	11.7	59%	8.7%	NA
平均				**12.2 x**	**10.7 x**	**9.3 x**	**12.9**	**15.8**	**13.1**	**61%**	**5.7%**	**4.8%**
贝壳-W	2423.HK	48.50	22,589	27.3 x	22.1 x	18.7 x	0.9	23.6	18.1	74%	2.8%	1.3%
平均				**27.3 x**	**22.1 x**	**18.7 x**	**0.9**	**23.6**	**18.1**	**73.9%**	**2.8%**	**1.3%**

资料来源: 公司资料, Wind, 招银国际环球市场预估 （截至 2024 年 12 月 6 日）

行业首选股份

- 中国半导体板块 – 中际旭创 (300308 CH)、北方华创 (002371 CH)
- 中国科技板块 – 小米集团 (1810 HK)、比亚迪电子 (285 HK)、鸿腾精密 (6088 HK)
- 中国互联网板块– 腾讯控股 (700 HK)、阿里巴巴 (BABA US)、网易 (NTES US)
- 中国软件板块 – Salesforce (CRM US)、派拓网络 (PANW US)
- 中国必选消费板块 – 农夫山泉 (9633 HK)
- 中国可选消费板块 – 瑞幸咖啡 (LKNCY US)、百胜中國 (9987 HK)
- 中国汽车板块 – 吉利汽车 (175 HK)、小鹏汽车 (XPEV US)、途虎养车 (9690 HK)
- 中国医药板块 – 药明康德 (603259 CH)
- 中国工程机械/天然铀板块 – 中联重科 (1157 HK)、中广核矿业 (1164 HK)
- 中国保险板块 – 中国太保 (2601 HK)、中国平安 (2318 HK)、中国财险 (2328 HK)
- 中国房地产板块 – 绿城服务 (2869 HK)

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

中际旭创 (300308 CH)

对公司发展前景保持乐观；重申买入评级

中际旭创是全球人工智能产业发展的主要受益者之一。公司 2024 年前三季度收入同比大幅增长 146%，毛利率维持在 33%-34%之间。随着四大云厂商对 AI 基础设施的持续投资，我们看好中际旭创后续的增长轨迹。我们认为在公司 800G 光模块需求保持强劲、1.6T 光模块加速上量的推动下，中际旭创 2024/25 年的销售额有望实现 126%/41%的同比增长。**维持“买入”评级，目标价为 186 元人民币。**

- **维持对 AI 行业长期增长的积极展望，公司需求将保持强劲。**2024 年前三季度，三大云厂商（微软、谷歌和亚马逊）和 Meta 的资本支出总额同比增长 49%至 1,560 亿美元。根据彭博一致预期，明年这四家公司的资本支出总额将再度增长 18%至 2,480 亿美元。此外，云厂商、云服务公司、互联网企业、主权国家和产业客户（如汽车和生物医疗行业）均展现出对算力层面的大量需求，预计将创造出数十亿美元的垂直市场。我们维持对 AI 行业长期增长的积极展望，并相信在后续的多轮 AI 投资周期中（如 AIGPU/CPU 的迭代、AI 应用的爆发，以及变现策略的实现等），产业链核心受益标的仍存在投资机会。
- 中际旭创是 AI 基础设施投资大幅增长趋势下的主要受益者之一。公司 1.6T 光模块产品已全面完成了前期的送测和认证工作，预计于 2024 年 12 月开始出货。管理层强调，公司业绩在第三季度受到美元/人民币汇率波动带来的不利影响。剔除这一影响（约 1 亿元人民币），公司仍实现了双位数的环比增长（2024 年一季度/二季度环比增长 31%/23%）。此外，管理层还指出，由于关键物料的供应链瓶颈导致出货量增速放缓，本季度实际订单增速大于销售收入增速。
- **维持“买入”评级，目标价为 186 元人民币，对应 26.9 倍 2025 年预测市盈率。**公司目前的估值为 18.0 倍 2025 年预测市盈率。潜在风险包括：1）中美贸易关系持续恶化；2）原材料成本上升；3）产能爬坡速度不及预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	9,642	10,718	24,269	34,149	41,026
同比增长 (%)	25.3	11.2	126.4	40.7	20.1
毛利率 (%)	29.3	33.0	33.3	32.3	31.4
净利润 (百万人民币)	1,224.0	2,173.5	5,276.3	7,624.6	9,252.7
同比增长 (%)	39.6	77.6	142.8	44.5	21.4
每股收益 (人民币)	1.10	2.00	4.81	6.95	8.43
市销率 (倍)	10.4	9.4	4.1	2.9	2.4
市盈率 (倍)	113.7	62.6	26.0	18.0	14.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	186.00 人民币
潜在升幅	48.7%
当前股价	125.10 人民币

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	100,430.3
3 月平均流通量(百万人民币)	5,299.4
52 周内股价高/低(百万人民币)	185.83/70.57
总股本 (百万)	802.8

资料来源：FactSet

股东结构

山东中际投资控股有限公司	11.3%
王伟修	6.2%

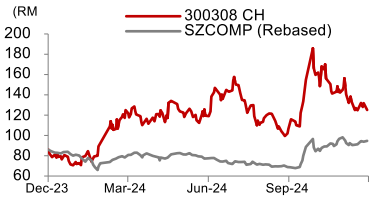
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-12.0%	-10.4%
3 -月	22.6%	-10.8%
6 -月	4.7%	-14.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**7,695**	**9,642**	**10,718**	**24,269**	**34,149**	**41,026**
销售成本	(5,727)	(6,816)	(7,182)	(16,183)	(23,133)	(28,124)
毛利润	**1,968**	**2,826**	**3,536**	**8,087**	**11,016**	**12,901**
运营费用	**(1,005)**	**(1,499)**	**(1,042)**	**(1,843)**	**(1,933)**	**(1,910)**
税金及附加	(21)	(63)	(51)	(45)	(33)	(30)
销售及管理费用	(507)	(598)	(558)	(853)	(1,036)	(1,150)
研发费用	(541)	(767)	(739)	(988)	(817)	(732)
其他	64	(71)	306	44	(46)	2
运营利润	**963**	**1,327**	**2,494**	**6,244**	**9,083**	**10,991**
营业外收入	1	28	2	5	7	9
营业外支出	(4)	(4)	(4)	(2)	(2)	(3)
税前利润	**960**	**1,352**	**2,492**	**6,247**	**9,087**	**10,996**
所得税	(73)	(118)	(285)	(776)	(1,181)	(1,408)
税后利润	**886**	**1,234**	**2,208**	**5,471**	**7,906**	**9,589**
非控股权益	10	10	34	195	282	336
净利润	**877**	**1,224**	**2,174**	**5,276**	**7,625**	**9,253**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**10,022**	**9,587**	**11,319**	**18,355**	**25,870**	**34,899**
现金与现金等价物	3,515	2,831	3,317	6,329	10,110	16,292
应收账款	1,997	1,509	2,581	3,802	4,993	5,798
存货	3,799	3,888	4,295	6,701	8,890	10,527
预付款项	72	64	59	140	197	237
其他流动资产	638	1,295	1,067	1,384	1,680	2,045
非流动资产	**6,543**	**6,970**	**8,687**	**10,109**	**11,840**	**13,616**
物业及厂房及设备（净额）	3,152	3,217	3,948	4,657	5,582	6,526
使用权资产	21	11	27	318	681	1,068
递延所得税资产	46	48	82	117	154	199
无形资产	382	322	401	476	547	603
商誉	1,980	1,949	1,939	1,929	1,920	1,910
其他非流动资产	962	1,422	2,291	2,612	2,956	3,311
总资产	**16,565**	**16,557**	**20,007**	**28,464**	**37,710**	**48,515**
流动负债	**3,166**	**3,264**	**4,360**	**6,802**	**8,755**	**10,925**
短期债务	794	385	62	194	314	502
应付账款	1,205	1,136	1,857	3,463	4,522	5,649
应交税费	68	93	213	303	401	516
其他流动负债	932	1,349	2,039	2,548	3,125	3,757
合同负债	1	22	3	28	40	48
应付职工薪酬	166	279	187	266	353	454
非流动负债	**1,796**	**1,224**	**872**	**1,347**	**1,603**	**1,902**
长期债务	1,262	696	319	561	561	561
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	277	264	216	307	407	524
其他非流动负债	258	264	337	480	635	817
总负债	**4,962**	**4,488**	**5,232**	**8,150**	**10,358**	**12,827**
股本	800	801	803	803	803	803
未分配利润	2,861	3,893	5,870	10,696	17,323	25,166
其他储备	7,828	7,251	7,589	8,107	8,236	8,394
股东权益总额	**11,489**	**11,945**	**14,261**	**19,606**	**26,362**	**34,363**
少数股东权益	114	124	513	708	990	1,326
总负债和股东权益	**16,565**	**16,557**	**20,007**	**28,464**	**37,710**	**48,515**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**960**	**1,352**	**2,492**	**6,247**	**9,087**	**10,996**
折旧摊销	436	493	525	550	719	922
税款	(73)	(118)	(285)	(776)	(1,181)	(1,408)
营运资金变化	(587)	291	(830)	(1,733)	(1,846)	(860)
其他	77	432	(6)	(130)	(122)	(95)
净经营现金流	**813**	**2,449**	**1,897**	**4,158**	**6,658**	**9,556**
投资现金流						
资本开支	(840)	(792)	(1,704)	(1,736)	(1,982)	(2,198)
收购与投资	(1,529)	(5,967)	(3,971)	0	0	0
处理短期投资所得现金	1,109	5,167	4,435	0	0	0
其他	42	40	65	(139)	(93)	(71)
净投资现金流	**(1,219)**	**(1,553)**	**(1,176)**	**(1,874)**	**(2,075)**	**(2,269)**
融资现金流						
已支付股息	(168)	(233)	(207)	(411)	(929)	(1,319)
净借贷	(259)	(699)	(884)	419	120	188
发行股票所得现金	2,665	33	(109)	433	0	0
其他	26	(742)	884	259	22	22
净融资现金流	**2,264**	**(1,641)**	**(316)**	**700**	**(787)**	**(1,110)**
净现金流变动						
年初现金	1,648	3,489	2,809	3,234	6,241	10,024
汇率变动	(17)	64	20	0	0	0
其他	1,859	(745)	405	3,008	3,783	6,181
年末现金	**3,489**	**2,809**	**3,234**	**6,241**	**10,024**	**16,206**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	9.2%	25.3%	11.2%	126.4%	40.7%	20.1%
毛利润	9.8%	43.6%	25.1%	128.7%	36.2%	17.1%
经营利润	(2.7%)	37.9%	87.9%	150.4%	45.5%	21.0%
净利润	1.3%	39.6%	77.6%	142.8%	44.5%	21.4%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	25.6%	29.3%	33.0%	33.3%	32.3%	31.4%
营业利益率	12.5%	13.8%	23.3%	25.7%	26.6%	26.8%
股本回报率	9.1%	10.4%	16.6%	31.2%	33.2%	30.5%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
流动比率（倍）	3.2	2.9	2.6	2.7	3.0	3.2

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	144.7	113.7	62.6	26.0	18.0	14.8
市盈率（摊薄）	144.7	113.7	63.5	26.0	18.0	14.8

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

北方华创 (002371 CH)

半导体产业链自主可控趋势下的主要受益者

北方华创是我们在中国半导体产业链自主可控主题下的首选标的。随着美国政府为遏制中国国内半导体技术进步而不断收紧出口管制措施，我们认为中国半导体供应链的自主可控将成为长期且可持续的趋势。北方华创是中国领先的半导体设备商，拥有全面且丰富的产品组合。我们看好北方华创的增长前景，主要由于：1）中国半导体产业链自主可控趋势；2）政策方面的强力支持；3）产品覆盖范围以及市场份额的持续扩张。维持买入评级，目标价为 426.0 元人民币。

- **我们预计美国政府近期公布的对华半导体产业制裁措施对公司的影响有限。**我们预计北方华创本次被列入实体清单将不会对其业务产生实质性影响。管理层表示，为确保供应链的安全可控，公司已经做了关键部件和原材料的相关替代方案，实现了从美国以外其他地区的关键零部件的采购。我们预计，在政策支持以及国内存储行业资本支出增长（如下游存储芯片供应商长鑫存储尚未被列入实体清单）的推动下，公司收入将在 2024/2025 年分别增长 26%/24%。
- **2023 年，中国半导体设备市场主要由海外设备商主导。**根据 WSTS 的数据，2023 年中国半导体设备市场规模为 370 亿美元，全球排名前五的海外设备龙头（ASML、应用材料、泛林研究、KLA 和东京电子）共同占据了 73%的市场份额，为国内同业在未来追赶留出了充足的空间。2023 年中国市场的国产替代率在 20%以下，受益于半导体产业链自主可控趋势的加强，巨大的国产替代空间将为北方华创等国内设备厂商带来前所未有的增长潜力。
- **北方华创前三季度销售额同比增长 39.5%。**在本土晶圆代工企业资本支出持续增长的推动下，中国前三季度半导体设备销售额同比增长 47%。我们预计公司将于明年年初公布 2025 年的订单情况，作为预测未来增长的可靠指标，公司订单仍将作为投资者关注的焦点。维持“买入”评级，目标价为 426.0 元人民币，对应 30 倍 2025 年预测市盈率。潜在风险包括：1）中美贸易关系的持续恶化；2）地缘政治风险的不断升级；3）公司新产品研发进度不及预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	14,688	22,079	30,856	39,030	48,443
同比增长 (%)	51.7	50.3	39.7	26.5	24.1
毛利率 (%)	43.8	41.1	43.7	44.3	45.3
净利润 (百万人民币)	2,352.7	3,899.1	5,806.1	7,546.5	9,872.6
同比增长 (%)	118.4	65.7	48.9	30.0	30.8
每股收益 (人民币)	4.46	7.36	10.93	14.21	18.59
市销率 (倍)	14.6	9.7	7.0	5.5	4.4
市盈率 (倍)	90.9	55.1	37.1	28.5	21.8
股本回报率 (%)	12.8	17.7	21.3	22.5	23.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	426.00 人民币
潜在升幅	5.0%
当前股价	405.59 人民币

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	215,070.7
3 月平均流通量(百万人民币)	3,588.6
52 周内股价高/低(百万人民币)	486.69/221.06
总股本 (百万)	530.3

资料来源：FactSet

股东结构

北京七星华电科技集团	33.6%
北京电子控股有限责任公司	9.4%

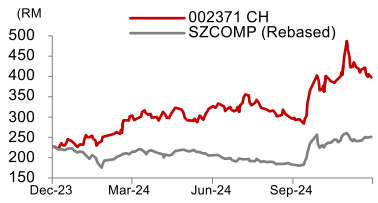
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-9.4%	-7.8%
3 -月	37.0%	-0.4%
6 -月	27.4%	4.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 http:// www.cmbi.com.hk 下载更多招银国际环球市场研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
营业收入	**9,683**	**14,688**	**22,079**	**30,856**	**39,030**	**48,443**
营业成本	(5,867)	(8,250)	(13,005)	(17,381)	(21,734)	(26,487)
毛利润	**3,817**	**6,438**	**9,075**	**13,475**	**17,296**	**21,956**
运营费用	**(2,580)**	**(3,571)**	**(4,627)**	**(6,674)**	**(8,453)**	**(10,383)**
税金及附加	(84)	(135)	(167)	(203)	(237)	(270)
销售及管理费用	(1,705)	(2,224)	(2,836)	(3,532)	(4,312)	(5,158)
研发费用	(1,297)	(1,845)	(2,475)	(3,703)	(4,606)	(5,619)
其他收益	507	633	852	763	701	664
营业利润	**1,236**	**2,867**	**4,448**	**6,801**	**8,843**	**11,573**
营业外收入	18	14	22	20	22	24
营业外支出	(2)	(27)	(4)	0	0	0
税前利润	**1,253**	**2,854**	**4,466**	**6,821**	**8,865**	**11,597**
所得税费用	(59)	(313)	(433)	(1,023)	(1,330)	(1,740)
净利润	**1,193**	**2,541**	**4,033**	**5,797**	**7,535**	**9,858**
非控股权益	116	188	134	(9)	(11)	(15)
归属于母公司股东的净利润	**1,077**	**2,353**	**3,899**	**5,806**	**7,547**	**9,873**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**22,323**	**31,117**	**38,226**	**44,723**	**50,314**	**59,110**
现金及现金等价物	9,068	10,435	12,451	10,866	11,125	12,852
应收账款	1,899	2,995	3,767	6,377	7,524	8,933
存货	8,035	13,041	16,992	23,009	25,818	31,509
预付款项	658	1,551	1,480	1,446	1,439	1,543
其他流动资产	2,663	3,096	3,535	3,025	4,409	4,272
非流动资产	**8,732**	**11,434**	**15,399**	**19,153**	**22,927**	**26,921**
固定资产	2,423	2,484	3,352	5,735	6,755	7,870
使用权资产	68	147	215	266	306	326
递延税项	473	363	450	493	566	665
无形资产	2,063	2,003	2,547	5,536	8,037	10,208
商誉	17	18	27	27	27	27
其他非流动资产	3,689	6,419	8,808	7,095	7,235	7,825
总资产	**31,054**	**42,551**	**53,625**	**63,876**	**73,241**	**86,030**
流动负债	**11,268**	**15,770**	**19,083**	**24,041**	**26,119**	**29,133**
短期债务	0	227	23	23	49	81
应付账款	3,499	5,592	6,117	11,026	12,553	15,022
应付税项	110	130	209	107	122	144
其他流动负债	2,096	1,841	3,418	3,075	3,430	4,296
合同负债	5,046	7,198	8,317	8,962	8,991	8,448
应付职工薪酬	517	782	999	848	972	1,142
非流动负债	**2,588**	**6,797**	**9,717**	**9,327**	**9,696**	**10,415**
长期借款	0	3,740	5,835	5,297	5,103	5,053
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	0	2	4	4	4	4
其他非流动负债	2,587	3,055	3,877	4,026	4,589	5,358
总负债	**13,856**	**22,567**	**28,800**	**33,368**	**35,814**	**39,548**
股本	526	529	530	531	531	531
留存收益	2,924	5,159	8,776	14,168	21,098	30,169
其他储备	13,448	14,058	15,061	15,360	15,360	15,360
股东权益总额	**16,898**	**19,746**	**24,367**	**30,059**	**36,989**	**46,060**
少数股东权益	301	238	458	449	438	423
总负债和股东权益	**31,054**	**42,551**	**53,625**	**63,876**	**73,241**	**86,030**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**1,253**	**2,854**	**4,466**	**6,821**	**8,865**	**11,597**
折旧摊销	460	552	730	946	1,594	2,197
税款	(59)	(313)	(433)	(1,023)	(1,330)	(1,740)
营运资金变化	(3,133)	(4,424)	(3,409)	(3,613)	(3,316)	(3,592)
其他	703	603	1,012	(2,325)	(2,798)	(3,510)
净经营现金流	**(777)**	**(728)**	**2,365**	**805**	**3,014**	**4,953**
投资现金流						
资本开支	(447)	(1,409)	(1,980)	(1,792)	(2,160)	(2,761)
收购与投资	0	(15)	(81)	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	3	0	0	0
其他	0	1	0	221	341	504
净投资现金流	**(447)**	**(1,423)**	**(2,058)**	**(1,571)**	**(1,819)**	**(2,258)**
融资现金流						
已支付股息	(114)	(241)	(388)	(589)	(781)	(963)
净借贷	(602)	3,453	1,888	(523)	(168)	(17)
发行股票所得现金	8,497	157	212	299	0	0
其他	(101)	(24)	(66)	1	0	0
净融资现金流	**7,680**	**3,345**	**1,647**	**(812)**	**(949)**	**(980)**
净现金流变动						
年初现金	2,578	9,031	10,261	12,229	10,665	10,923
汇率变动	(4)	37	14	11	12	12
其他	6,457	1,194	1,954	(1,575)	247	1,715
年末现金	**9,031**	**10,261**	**12,229**	**10,665**	**10,923**	**12,651**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	59.9%	51.7%	50.3%	39.7%	26.5%	24.1%
毛利润	71.8%	68.7%	40.9%	48.5%	28.4%	26.9%
经营利润	84.8%	131.9%	55.1%	52.9%	30.0%	30.9%
净利润	100.7%	118.4%	65.7%	48.9%	30.0%	30.8%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	39.4%	43.8%	41.1%	43.7%	44.3%	45.3%
营业利益率	12.8%	19.5%	20.1%	22.0%	22.7%	23.9%
股本回报率	9.1%	12.8%	17.7%	21.3%	22.5%	23.8%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
流动比率（倍）	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	188.8	90.9	55.1	37.1	28.5	21.8
市盈率（摊薄）	188.9	91.2	55.3	37.1	28.5	21.8

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

小米集团 (1810 HK)

“人-车-家”战略持续推进，重申买入评级

买入 (维持)

目标价	32.70 港元
潜在升幅	4.3%
当前股价	31.35 港元

中国科技

伍力恒
(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

刘梦楠
claudialiu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	637,721.7
3 月平均流通量(百万港元)	4,594.1
52 周内股价高/低(百万港元)	31.60/12.12
总股本 (百万)	20342.0

资料来源： FactSet

股东结构

林斌	8.6%
Smart Mobile Holdings Ltd	8.6%

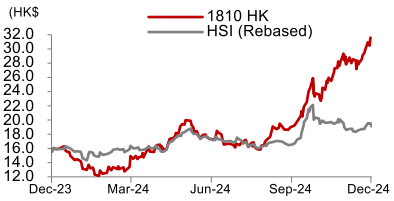
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	8.5%	7.7%
3 -月	63.1%	41.9%
6 -月	78.5%	61.9%

资料来源： FactSet

股价表现



资料来源： FactSet

小米集团 3Q24 业绩再次超越市场前期预期，主要是由于电动车和核心业务利润率表现强劲，以及受益于金融工具公允价值变动相关收益。本季度小米电动车业务毛利率达到 17.1% （对比 2Q24 的 15.7%），超越此前市场预期。管理层认为小米电动车业务毛利率将有望在四季度环比进一步提升，并且提高了全年电动车交付目标至 13 万辆（对比先前 10 万辆年度交付目标）。另外，小米官方也于 12 月 9 日公布了其全新 SUV 车型 YU 7，预计将于 2025 年 6-7 月份正式上市。展望公司业务前景，我们看好小米“人-车-家”战略稳步推进，伴随全球手机业务市场份额进一步提升、AIoT 业务加快拓展爆品品类并优化产品组合以及电动车新品发布和出货量提升。我们重申 “买入”评级，目标价 32.7 港元，对应 24.3 倍的 FY25E 市盈率倍数。近期催化剂包括 SUV 车型发布、手机/AIoT 业务在全球市场份额提升以及电动车出货量、利润率情况更新。

- **3Q24 业绩表现超预期，手机/AIoT/互联网/电动车业务利润率表现亮眼。**小米三季度全球手机出货量同比增长 3.2%，ASP 同比增长 10.6%，高端机型销量显著提升。分业务线收入来看，手机/AIoT/互联网部门收入分别同比增长 14%/26%/9%，主要受益于全球手机/AIoT 产品市场份额提升，以及全球小米用户基数的不断增长。手机业务毛利率为 11.7%，与先前市场预期相近，依然受到 BOM 成本上升的影响；AIoT 业务毛利率为 20.8%，环比进一步提升，主要由于高毛利的大家电和可穿戴产品销售持续旺盛。本季度 EV 电动车业务毛利率为 17.1%，并在 4Q24E 有持续上升的空间。
- **FY25E 展望：EV 电动车及核心业务发展持续强劲，新零售战略拓展加速。**小米电动车在 10 月单月交付量达到 2 万辆，管理层在 3Q24 业绩会中提升了小米电动车全年出货量目标至 13 万辆，小米汽车工厂生产效率和交付节奏提升明显；我们看好小米全新 SUV 车型将在 2025 年中发布，并给小米汽车业务带来新的成长动力。在新零售战略拓展方面，管理层提升小米之家店铺数量目标至截至 FY24/25 年底达到 1.5 万/2 万家。管理层表示新零售战略推进将有利于 AIoT 大家电产品及 EV 电动车销售，且新零售战略在低线级城市的拓展也值得关注。总的来说，我们预计小米经调整净利润将在 FY24/25E 年同比增长 28%/25%。
- **EV 电动车与核心业务加速发展；重申“买入”评级。**我们看好小米集团“人-车-家”战略加速推进，维持公司“买入”评级，目标价 32.7 港元，依然是基于 24.3 倍的 FY25E 市盈率倍数。近期催化剂包括 SUV 车型发布、手机/AIoT 业务在全球市场份额提升以及电动车出货量/利润率情况更新。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	280,044	270,970	354,314	423,870	466,371
同比增长 (%)	(14.7)	(3.2)	30.8	19.6	10.0
调整后净利润 (百万人民币)	8,518.0	19,272.8	24,667.0	30,735.9	36,107.2
同比增长 (%)	(61.4)	126.3	28.0	24.6	17.5
调整后每股收益 (人民币)	0.34	0.77	0.99	1.24	1.46
市场平均预估每股收益 (人民币)	N/A	N/A	0.88	1.03	1.20
市盈率 (倍)	85.5	37.9	29.5	23.7	20.2
市净率 (倍)	5.1	4.4	4.0	3.5	3.1
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本回报率 (%)	1.8	11.3	11.3	13.1	13.8
净负债比率 (%)	70.9	76.9	86.1	58.2	58.2

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 http:// www.cmbi.com.hk 下载更多招银国际环球市场研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**328,309**	**280,044**	**270,970**	**354,314**	**423,870**	**466,371**
销售成本	(270,048)	(232,467)	(213,494)	(279,970)	(332,898)	(364,151)
毛利润	**58,261**	**47,577**	**57,476**	**74,344**	**90,972**	**102,219**
销售费用	(20,981)	(21,323)	(19,227)	(24,966)	(29,247)	(32,180)
行政费用	(4,739)	(5,114)	(5,127)	(5,874)	(6,994)	(7,695)
研发费用	(13,167)	(16,028)	(19,098)	(23,433)	(28,399)	(29,381)
其他收入	827	1,136	740	1,073	1,073	1,073
以公允价值计量的盈亏	8,132	(1,662)	3,501	(904)	(904)	(904)
投资盈亏	275	(400)	46	364	364	364
EBIT	**26,029**	**2,816**	**20,009**	**20,933**	**27,864**	**34,496**
净利息收入(支出)	**(1,612)**	**1,117**	**2,002**	**4,006**	**4,006**	**4,006**
外汇收益/损失	(2,580)	(1,369)	1,697	330	1,000	1,000
其他	0	0	0	0	0	0
税前利润	**24,417**	**3,934**	**22,011**	**24,939**	**31,870**	**38,502**
所得税	(5,134)	(1,431)	(4,537)	(5,193)	(6,055)	(7,315)
非控股权益	(56)	29	(1)	(54)	(70)	(85)
净利润	**19,283**	**2,503**	**17,474**	**19,746**	**25,815**	**31,186**
调整后净利润	**22,039**	**8,518**	**19,273**	**24,667**	**30,736**	**36,107**
净股息	0	0	0	0	0	0

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**185,851**	**160,415**	**199,053**	**234,713**	**261,291**	**296,507**
现金与现金等价物	23,512	27,607	33,631	22,577	65,391	66,230
应收账款	23,095	19,625	21,924	33,053	28,879	37,303
存货	52,398	50,438	44,423	80,008	67,946	93,899
预付款项	19,852	18,578	20,079	20,079	20,079	20,079
短期银行存款	31,041	29,875	52,798	52,798	52,798	52,798
以公允价值计入损益的资产	30,910	9,846	20,194	20,194	20,194	20,194
其他流动资产	5,045	4,446	6,005	6,005	6,005	6,005
非流动资产	**107,040**	**113,092**	**125,195**	**130,263**	**135,964**	**141,678**
物业及厂房及设备（净额）	6,965	9,138	13,721	18,790	24,490	30,204
递延税项	1,662	2,278	2,161	2,161	2,161	2,161
合资及联营公司投资	10,231	7,932	6,922	6,922	6,922	6,922
无形资产	5,579	4,630	8,629	8,629	8,629	8,629
以公允价值计入损益的资产	50,114	55,980	60,200	60,200	60,200	60,200
其他非流动资产	32,490	33,134	33,562	33,562	33,562	33,562
总资产	**292,892**	**273,507**	**324,247**	**364,976**	**397,255**	**438,184**
流动负债	**115,727**	**89,628**	**115,588**	**136,571**	**143,034**	**152,777**
短期债务	5,527	2,151	6,183	6,183	6,183	6,183
应付账款	74,643	53,094	62,099	83,081	89,545	99,288
应付税款	2,335	1,384	1,838	1,838	1,838	1,838
其他流动负债	33,222	32,999	45,467	45,467	45,467	45,467
非流动负债	**39,732**	**39,957**	**44,398**	**44,398**	**44,398**	**44,398**
长期债务	20,720	21,493	21,674	21,674	21,674	21,674
递延收入	1,203	983	1,494	1,494	1,494	1,494
其他非流动负债	17,809	17,480	21,230	21,230	21,230	21,230
总负债	**155,459**	**129,584**	**159,986**	**180,969**	**187,432**	**197,175**
股本	407	406	407	407	407	407
其他储备	137,212	143,658	163,995	183,795	209,680	240,951
股东权益总额	**137,432**	**143,923**	**164,262**	**184,008**	**209,823**	**241,009**
少数股东权益	220	265	266	213	142	58
总负债和股东权益	**292,892**	**273,507**	**324,247**	**364,976**	**397,255**	**438,184**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**24,417**	**3,934**	**22,011**	**24,939**	**31,870**	**38,502**
折旧摊销	3,062	3,707	(1,383)	2,018	2,777	3,613
税款	(2,442)	(3,420)	(4,083)	(5,193)	(6,055)	(7,315)
营运资金变化	(15,725)	(21,255)	25,862	(25,732)	22,699	(24,633)
其他	474	12,644	(1,107)	0	0	0
净经营现金流	**9,785**	**(4,390)**	**41,300**	**(3,968)**	**51,291**	**10,167**
投资现金流						
资本开支	(7,169)	(5,800)	(3,200)	(7,086)	(8,477)	(9,327)
收购与投资	(1,086)	(25)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	166,947	23,136	0	0	0	0
其他	(203,699)	(1,763)	(31,969)	0	0	0
净投资现金流	**(45,008)**	**15,549**	**(35,169)**	**(7,086)**	**(8,477)**	**(9,327)**
融资现金流						
净借贷	9,227	(2,791)	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
股票回购	(7,007)	(2,386)	0	0	0	0
其他	2,278	(2,677)	(505)	0	0	0
净融资现金流	**4,499**	**(7,855)**	**(505)**	**0**	**0**	**0**
净现金流变动						
年初现金	55,580	24,339	27,607	33,631	22,577	65,391
汇率变动	791	398	0	0	0	0
年末现金	**24,339**	**27,607**	**33,631**	**22,577**	**65,391**	**66,230**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	33.5%	(14.7%)	(3.2%)	30.8%	19.6%	10.0%
毛利润	58.5%	(18.3%)	20.8%	29.3%	22.4%	12.4%
EBIT	8.3%	(89.2%)	610.4%	4.6%	33.1%	23.8%
净利润	(5.1%)	(87.0%)	598.3%	13.0%	30.7%	20.8%
调整后净利润	69.5%	(61.4%)	126.3%	28.0%	24.6%	17.5%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	17.7%	17.0%	21.2%	21.0%	21.5%	21.9%
调整后净利润率	6.7%	3.0%	7.1%	7.0%	7.3%	7.7%
股本回报率	14.8%	1.8%	11.3%	11.3%	13.1%	13.8%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	1.0	0.7	0.8	0.9	0.6	na
流动比率（倍）	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8	1.9
应收账款周转天数	15.6	19.4	16.1	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	63.6	80.7	81.1	45.4	45.4	45.4
应付帐款周转天数	99.2	100.3	98.5	94.6	94.6	94.6

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	37.8	85.5	37.9	29.5	23.7	20.2
市盈率（摊薄）	33.2	85.5	37.9	29.5	23.7	20.2
市帐率	5.3	5.1	4.4	4.0	3.5	na
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

比亚迪电子 (285 HK)

苹果业务、EV 产品和 AI 服务器为 25 年增长动力

买入 (维持)

目标价	44.41 港元
潜在升幅	29.3%
当前股价	34.35 港元

我们为比亚迪电子举办了业务展望电话会，管理层对各业务板块在 4Q/2025 年的前景持正面看法：1）苹果/安卓：iPad 份额增长、捷普自动化率提升和高端安卓需求；2）新能源汽车：高端 ADAS 和悬架产品渗透率和搭载率提高以推动增长；3）AI 服务器：通过与 Nvidia 合作，积极推动服务器业务和 GB200 零部件产品路线图。目前估值为 11.9 倍 FY25E 市盈率，我们认为具有吸引力。分部估值法目标价为 44.41 港元，对应 15.0 倍 2025 年市盈率。维持“买入”评级。

- **智能手机业务：iPad 份额增加、捷普盈利和高端安卓手机需求。**对于苹果业务，管理层对 iPad/金属份额增加持正面看法，捷普业务在 4Q 盈利能力提升主要由于自动化、UTR 上升和更优良率。对于安卓业务，管理层认为高端机型增长的趋势将持续，公司将受益三星/小米/荣耀新机型推出和新订单获取。
- **汽车业务：预计 2025 年收入达到 300 亿元。**管理层强调以下几点：1）热管理和高端智能驾驶产品将在 2024 年实现强劲增长；2）母公司订单将推动智能驾驶产品增长；3）悬架产品将于 2024 年底量产上车，并在 2025 年贡献收入增长；4）2025 年高端 ADAS 渗透率和出货量增长。管理层表示在 ADAS、悬架和新产品渗透率不断提高驱动下，预计 2025 年汽车收入将达到 300 亿元、长期有望达到 500 亿至 600 亿元。
- **AI 服务器业务：服务器 ODM 进展顺利；预计 FY24/25E 收入 10 亿/30-50 亿元。**管理层重申向国内 CSP 客户发货的 AI 服务器业务进展顺利。对于 GB200 服务器部件，管理层表示正在与英伟达密切合作并进行产品认证，包括液冷板、高速连接器、电源板和 CDU，并预计将于 2025 年开始交付。管理层指引 AI 服务器收入在 FY24E 将达到 10 亿元、在 FY25E 将达到 30-50 亿元。指引服务器部件 GPM 可能与同行厂商相似，约为 10%。
- **维持“买入”评级。**我们看好公司 2025 年 iPhone AI 周期、稳定的安卓旗舰需求、高端新能源汽车产品和 AI 服务器业务。目前估值为 11.9 倍 FY25E 市盈率，我们认为具有吸引力。基于分部估值法的目标价为 44.41 港元，对应 2025 年市盈率 15.0 倍。维持“买入”评级。比亚迪电子是我们的行业首选。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	107,186	129,957	171,961	196,265	215,397
同比增长 (%)	20.4	21.2	32.3	14.1	9.7
净利润 (百万人民币)	1,857.6	4,041.4	4,428.1	6,070.2	7,567.4
同比增长 (%)	(19.6)	117.6	9.6	37.1	24.7
每股收益 (人民币)	0.82	1.79	1.97	2.69	3.36
市场平均预估每股收益 (人民币)	0.00	1.79	2.02	2.67	3.15
市盈率 (倍)	38.6	17.7	16.2	11.8	9.5
市净率 (倍)	2.8	2.4	3.9	3.2	2.6
股息 (%)	0.5	1.7	1.9	2.5	3.2
股本回报率 (%)	7.5	14.7	18.6	29.7	30.0
净负债比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

中国科技

伍力恒
(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

李汉卿
lihanqing@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	76,946.9
3 月平均流通量(百万港元)	606.5
52 周内股价高/低(百万港元)	40.00/23.60
总股本 (百万)	2253.2

资料来源：FactSet

股东结构

金菱环球有限公司	65.8%
金蜻蜓	5.0%

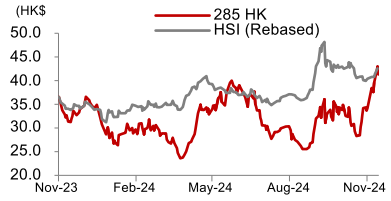
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	34.0%	34.8%
3 -月	61.8%	36.3%
6 -月	19.0%	6.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**89,057**	**107,186**	**129,957**	**171,961**	**196,265**	**215,397**
销售成本	(83,028)	(100,836)	(119,523)	(159,019)	(179,976)	(196,392)
毛利润	**6,029**	**6,350**	**10,434**	**12,942**	**16,289**	**19,005**
销售费用	(275)	(535)	(720)	(1,930)	(2,257)	(2,477)
行政费用	(1,041)	(1,235)	(1,288)	(1,627)	(1,865)	(2,046)
研发费用	(3,308)	(3,969)	(4,722)	(5,181)	(6,084)	(6,677)
运营利润	**1,405**	**611**	**3,705**	**4,204**	**6,083**	**7,804**
其他收入/支出	1,104	1,386	1,165	1,202	1,202	1,202
税前利润	**2,465**	**1,939**	**4,681**	**4,943**	**6,977**	**8,698**
所得税	(155)	(81)	(640)	(515)	(907)	(1,131)
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	**2,310**	**1,858**	**4,041**	**4,428**	**6,070**	**7,567**
调整后净利润	**2,310**	**1,858**	**4,041**	**4,428**	**6,070**	**7,567**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**27,630**	**40,488**	**54,607**	**45,111**	**62,935**	**51,917**
现金与现金等价物	2,825	6,244	10,537	10,000	8,765	8,876
应收账款	9,240	10,471	23,011	11,381	27,872	15,207
存货	10,567	17,046	18,541	21,213	23,781	25,317
短期银行存款	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,998	6,727	2,517	2,517	2,517	2,517
非流动资产	**12,314**	**15,006**	**29,647**	**41,242**	**44,717**	**48,325**
物业及厂房及设备（净额）	11,182	12,941	19,709	18,859	22,682	26,651
递延税项	201	481	620	620	620	620
其他非流动资产	931	1,583	9,318	21,763	21,415	21,054
总资产	**41,175**	**56,994**	**87,219**	**90,477**	**112,124**	**105,075**
流动负债	**16,220**	**30,143**	**54,751**	**59,201**	**76,599**	**64,252**
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	11,724	22,002	29,939	18,990	36,387	24,041
应付税款	184	363	607	607	607	607
其他流动负债	4,312	7,777	24,204	39,604	39,604	39,604
非流动负债	**928**	**1,216**	**3,138**	**3,138**	**3,138**	**3,138**
递延收入	150	231	290	290	290	290
其他非流动负债	404	395	1,206	1,206	1,206	1,206
总负债	**17,148**	**31,359**	**57,888**	**62,339**	**79,737**	**67,390**
股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
其他储备	19,975	21,583	25,278	14,279	18,528	23,826
股东权益总额	**24,027**	**25,635**	**29,330**	**18,331**	**22,580**	**27,878**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	**41,175**	**56,994**	**87,219**	**80,670**	**102,317**	**95,268**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**2,465**	**1,939**	**4,681**	**4,943**	**6,977**	**8,698**
折旧摊销	1,717	1,987	2,315	2,748	3,243	3,786
营运资金变化	(2,228)	2,568	(6,098)	(1,991)	(1,661)	(1,218)
其他	(187)	(124)	(346)	(51)	(599)	(823)
净经营现金流	**1,768**	**6,370**	**552**	**5,649**	**7,960**	**10,443**
投资现金流						
资本开支	(3,206)	(3,859)	(4,678)	(6,191)	(7,066)	(7,754)
其他	0	0	0	(13,605)	0	0
净投资现金流	**(3,206)**	**(3,859)**	**(4,678)**	**(19,795)**	**(7,066)**	**(7,754)**
融资现金流						
已支付股息	(232)	(372)	(1,212)	(1,328)	(1,821)	(2,270)
其他	(43)	(59)	(189)	14,937	(308)	(308)
净融资现金流	**(275)**	**(430)**	**(1,401)**	**13,608**	**(2,129)**	**(2,578)**
净现金流变动						
年初现金	3,466	2,825	6,244	10,537	10,000	8,765
汇率变动	1,072	1,337	9,821	0	0	0
年末现金	**2,825**	**6,244**	**10,537**	**10,000**	**8,765**	**8,876**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	21.8%	20.4%	21.2%	32.3%	14.1%	9.7%
毛利润	(37.4%)	5.3%	64.3%	24.0%	25.9%	16.7%
经营利润	(75.8%)	(56.5%)	506.5%	13.5%	44.7%	28.3%
净利润	(57.5%)	(19.6%)	117.6%	9.6%	37.1%	24.7%
调整后净利润	(57.5%)	(19.6%)	117.6%	9.6%	37.1%	24.7%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	6.8%	5.9%	8.0%	7.5%	8.3%	8.8%
营业利益率	1.6%	0.6%	2.9%	2.4%	3.1%	3.6%
调整后净利润率	2.6%	1.7%	3.1%	2.6%	3.1%	3.5%
股本回报率	10.0%	7.5%	14.7%	18.6%	29.7%	30.0%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率（倍）	1.7	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	48.4	33.6	33.5	36.5	36.5	36.5
存货周转天数	38.4	50.0	50.0	45.6	45.6	45.6
应付帐款周转天数	43.7	61.0	60.8	56.2	56.2	56.2

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	31.0	38.6	17.7	16.2	11.8	9.5
市盈率（摊薄）	na	na	na	na	na	na
市帐率	3.0	2.8	2.4	3.9	3.2	2.6
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	0.3	0.5	1.7	1.9	2.5	3.2
企业价值	24,027.1	25,635.1	29,330.4	18,330.8	22,580.3	27,877.8
企业价值 / 销售额	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

鸿腾精密 (6088 HK)

FY24E 业绩展望维持不变，看好未来三年收入 CAGR 20%目标

买入 (维持)

目标价	4.38 港元
潜在升幅	32.5%
当前股价	3.31 港元

近期我们为鸿腾精密举行了一系列 NDR 投资者会议，我们认为公司 FY24 业务开展符合先前公司给出的业绩指引目标，即收入高个位数百分比同比增长，毛利率达到 20%以上，以及核心经营利润率达到 4.5%。展望 4Q24，我们看好鸿腾精密的 AI 服务器/链接产品相关业务收入将随着英伟达 GB200 产品出货显著成长，其中涉及的主要产品料号为计算板上链接产品、电源母线排产品、液冷快接头产品以及光模块（400G/800G）产品等。另外，Auto-Kabel 公司收购并表也将在 FY25/26E 年显著贡献收入，给公司提供新的成长动能。总的来说，我们对于鸿腾精密未来在多个业务线的明确成长趋势持正面看法，并乐于看到公司提出的 FY25-27E 收入增长目标稳步推进。我们维持公司“买入”评级，目标价 4.38 港元。公司近期股价驱动因素包括 Auto-Kabel 收购案完成、GB200/GB300 供应链情况更新以及 GPU 插槽产品的创新应用。

- **4Q24 AI 服务器相关产品出货量显著提升。**在 NDR 会议当中，管理层重申了 FY24E 公司 AI 服务器相关产品收入目标（总收入占比 7-9%，每个计算板上 500-1,000 美元价值量），并且表示四季度电源母排及液冷快接头产品出货进展顺利。400G/800G 光模块产品也已经出货给下游客户，升级版高速产品将在 2025 年上半年逐步放量。背板连接线/连接器产品目前正在客户验证阶段，而且我们认为英伟达 GB300 产品方案中有可能应用的 GPU 插槽产品也有望为公司在 FY25-26E 年带来新的业务增长机会。
- **FY25/26E 展望：AI 服务器相关产品及汽车电子业务将成为主要成长驱动力。**管理层在会议中重申了 FY25-27E 三年收入增长目标，以及公司对于“3+3 战略”持续推进的信心。在 AI 服务器/互联产品方面，英伟达服务器背板连接线/连接器产品、Switch 板上互联产品及 GPU 插槽产品均有望成为公司未来业务成长突破点；在汽车电子业务方面，Auto-Kabel 公司收购案有望在年内完成，并在 FY25 年起显著贡献收入增量。在 AirPods 业务方面，公司在印度的第一条产线有望在 2025 年初开始量产，且第二条产线有望在 2025 年上半年开工建设。
- **FY24-25E 多个业务成长驱动力显现，重申“买入”评级，目标价 4.38 港元。**目前公司股价对应 16.4x/9.8x FY24/25E 市盈率倍数，考虑到公司 FY24/25E 年预估 EPS 同比增速 42%和 67%，我们认为估值依然具有吸引力。维持买入评级，目标价 4.38 港元，依然是基于 13 倍的 FY25E 市盈率倍数。公司近期股价驱动因素包括 Auto-Kabel 收购案完成，GB200/GB300 供应链情况更新，以及 GPU 插槽产品的创新应用。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万美元)	4,531	4,196	4,555	5,896	7,131
同比增长 (%)	0.9	(7.4)	8.6	29.4	20.9
净利润 (百万美元)	170.1	129.6	184.2	308.1	403.2
同比增长 (%)	24.5	(23.8)	42.2	67.2	30.9
每股收益 (美分)	2.42	1.82	2.59	4.34	5.67
市场平均预估每股收益 (美分)	N/A	N/A	2.58	3.98	4.74
市盈率 (倍)	17.6	23.4	16.4	9.8	7.5
市净率 (倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本回报率 (%)	7.2	5.4	7.3	11.1	12.9
净负债比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

中国科技

伍力恒
(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

刘梦楠
claudialiu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	24,053.8
3 月平均流通量(百万港元)	131.0
52 周内股价高/低(百万港元)	3.73/0.90
总股本 (百万)	7267.0

资料来源：FactSet

股东结构

Foxconn Far East Ltd	71.1%
Lu Sung-Ching	5.5%

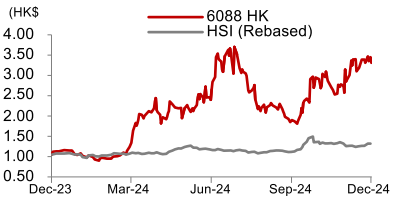
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	5.4%	4.6%
3 -月	74.2%	51.5%
6 -月	24.9%	13.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万美元）						
销售收入	**4,490**	**4,531**	**4,196**	**4,555**	**5,896**	**7,131**
销售成本	(3,817)	(3,763)	(3,388)	(3,613)	(4,651)	(5,603)
毛利润	**673**	**768**	**807**	**942**	**1,245**	**1,528**
销售费用	(105)	(93)	(105)	(128)	(147)	(178)
行政费用	(161)	(130)	(191)	(210)	(259)	(307)
研发费用	(301)	(296)	(308)	(353)	(430)	(513)
其他	70	58	61	69	71	71
运营利润	**177**	**307**	**263**	**321**	**479**	**601**
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	(8)	(46)	(50)	(38)	(38)	(38)
利息支出	(2)	(14)	(33)	(33)	(30)	(26)
税前利润	**167**	**248**	**179**	**250**	**411**	**538**
所得税	(31)	(78)	(50)	(65)	(103)	(134)
非控股权益	(1)	1	1	0	1	1
净利润	**137**	**170**	**130**	**184**	**308**	**403**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万美元）						
流动资产	**3,034**	**2,764**	**3,112**	**2,794**	**3,793**	**4,266**
现金与现金等价物	769	914	1,316	886	1,184	1,416
应收账款	1,033	720	807	851	1,295	1,300
存货	982	967	802	870	1,127	1,363
短期银行存款	98	66	4	4	4	4
非流动资产	**1,973**	**1,783**	**1,982**	**2,498**	**2,426**	**2,317**
物业及厂房及设备（净额）	823	753	900	1,416	1,344	1,235
递延税项	133	131	126	126	126	126
合资及联营公司投资	172	123	73	73	73	73
无形资产	634	601	700	700	700	700
其他非流动资产	211	175	182	182	182	182
总资产	**5,007**	**4,547**	**5,094**	**5,291**	**6,219**	**6,583**
流动负债	**1,937**	**1,539**	**2,563**	**2,577**	**3,196**	**3,157**
短期债务	690	453	1,383	1,383	1,383	1,383
应付账款	1,138	971	1,095	1,108	1,727	1,688
应付税款	94	98	70	70	70	70
其他流动负债	15	18	17	17	17	17
非流动负债	**674**	**661**	**93**	**93**	**93**	**93**
长期债务	576	575	0	0	0	0
融资租赁承担	46	43	41	41	41	41
其他非流动负债	52	43	52	52	52	52
总负债	**2,611**	**2,200**	**2,656**	**2,670**	**3,289**	**3,250**
股本	139	142	142	142	142	142
其他储备	2,348	2,295	2,384	2,569	2,877	3,280
股东权益总额	**2,396**	**2,347**	**2,437**	**2,622**	**2,930**	**3,333**
少数股东权益	1	2	3	3	3	3
总负债和股东权益	**5,007**	**4,547**	**5,094**	**5,291**	**6,219**	**6,583**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万美元）						
经营现金流						
税前利润	**167**	**248**	**179**	**250**	**411**	**538**
折旧摊销	251	232	220	434	472	509
税款	(91)	(79)	(75)	(65)	(103)	(134)
营运资金变化	(257)	93	146	(99)	(82)	(280)
其他	15	63	103	0	0	0
净经营现金流	**85**	**556**	**574**	**519**	**698**	**632**
投资现金流						
资本开支	(216)	(113)	(243)	(950)	(400)	(400)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
其他	(4)	47	(167)	0	0	0
净投资现金流	**(220)**	**(66)**	**(410)**	**(950)**	**(400)**	**(400)**
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
净借贷	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
股票回购	(1)	(2)	(1)	0	0	0
其他	121	(268)	250	0	0	0
净融资现金流	**120**	**(270)**	**249**	**0**	**0**	**0**
净现金流变动						
年初现金	766	769	914	1,316	886	1,184
汇率变动	19	(75)	(10)	0	0	0
年末现金	**769**	**914**	**1,316**	**886**	**1,184**	**1,416**

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

腾讯控股 (700 HK)

竞争优势稳固，驱动盈利稳健增长

基于公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道的稳固竞争优势，我们看好腾讯在 2025 年维持稳健的收入及盈利增长，良好的现金流水平有望支撑可观股东回报。展望 2025 年，重点关注：1）游戏业务收入健康增长，得益于 DNF 手游贡献全年收入以及海外游戏收入增量；2）营销业务收入有望维持快于行业增长，持续获取市场份额，主要受益于微信生态内新的广告形式贡献增量以及 AI 提升广告 ROI；3）金融科技及企业服务（FBS）业务增长将与宏观以及消费复苏情况较为一致。我们预计公司 FY25 总收入/Non-IFRS 运营利润同比增长 8%/10%，公司当前估值对应约 14x FY25 Non-IFRS PE（剔除战略投资对应 12x PE）。考虑腾讯稳固的竞争优势、较高的盈利增长确定性以及持续的股东回报，公司仍然是我们行业首选之一。我们基于 SOTP 的目标价为 525.0 港元，维持“买入”评级。

- **各业务线维持健康增长趋势。**我们预计腾讯 FY25 年总收入同比增长 8%，分板块看：1）我们预计游戏收入同比增长 8%，DnF 手游将带来全年游戏收入贡献，海外游戏流水加速增长将进一步反映到收入端；2）我们预计广告收入同比增长 17%，视频号/小程序/搜索等微信广告场景将持续贡献增量，AI 及广告技术优化将提升广告 ROI 及价格；3）我们预计 FBS 业务收入同比增长 7%，主要增量来自于电商技术服务费及 AI 算力租赁，金融科技业务的恢复取决于消费情绪的复苏。利润率层面，我们预计 FY25 Non-IFRS 运营利润率同比改善约 1ppt，利润率提升节奏将有所放缓，主因较高的基数、员工数恢复增长以及公司重新投入到新业务（例如 AI 及电商等）。
- **关注增量业务发展机会。**展望 2025 年，重点关注潜在催化：1）微信电商生态持续完善，微信小店 GMV 实现快速增长，带来增量广告及电商技术服务费收入；2）2025 年重点新游戏如《胜利女神：新的希望》《爆裂小队》上线后流水表现好于预期；3）消费复苏带动金融科技业务增长好于预期；4）进一步提升股东回报水平（对比 2024 年全年股票回购超 1000 亿港币，约占市值 3%）。
- **竞争优势稳固，盈利增长具备确定性，维持买入。**我们基于 SOTP 的目标价为 525.0 港元，其中游戏/社交网络/广告/金融科技/云计算业务估值分别为 202.9/30.4/102.6/84.5/22.6 港元，净现金/战略投资估值分别为 13.3/68.8 港元。剔除战略投资，公司目前现价仅对应 12 倍 FY25 Non-IFRS PE，考虑腾讯稳固的竞争优势、较高的盈利增长确定性以及持续的股东回报，公司仍然是我们行业首选之一。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	554,552	609,015	655,999	708,019	757,848
毛利率 (%)	43.1	48.1	53.2	53.7	54.3
调整后净利润 (百万人民币)	115,649.0	157,688.0	224,393.7	241,928.8	257,732.6
调整后每股收益 (人民币)	12.13	16.66	23.17	24.98	26.61
市场平均预估每股收益 (人民币)	12.13	16.66	22.41	24.73	27.39
市销率 (倍)	6.4	5.9	5.4	5.0	4.7
市盈率 (倍)	57.9	33.9	20.9	18.3	18.3

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	525.00 港元
潜在升幅	27.7%
当前股价	411.20 港元

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	##########
3 月平均流通量(百万港元)	9,929.1
52 周内股价高/低(百万港元)	478.40/262.20
总股本 (百万)	9281.5

资料来源：FactSet

股东结构

MIH TC	25.6%
Advance Data Services Limited	8.4%

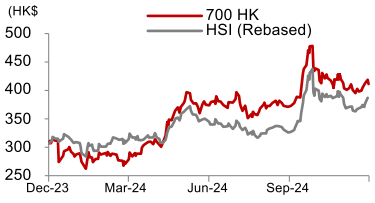
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-2.3%	-0.3%
3 -月	11.6%	-5.3%
6 -月	9.7%	-0.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**560,118**	**554,552**	**609,015**	**655,999**	**708,019**	**757,848**
销售成本	(314,174)	(315,806)	(315,906)	(307,218)	(327,821)	(346,678)
毛利润	**245,944**	**238,746**	**293,109**	**348,781**	**380,198**	**411,170**
运营费用	**19,026**	**(127,919)**	**(133,035)**	**(138,908)**	**(147,793)**	**(156,972)**
销售费用	(40,594)	(29,229)	(34,211)	(35,752)	(38,233)	(40,924)
行政费用	(89,847)	(106,696)	(103,525)	(110,208)	(116,823)	(123,529)
其他	149,467	8,006	4,701	7,052	7,263	7,481
运营利润	**264,970**	**110,827**	**160,074**	**209,872**	**232,405**	**254,198**
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	(16,444)	(16,129)	5,800	21,942	21,942	5,486
利息收入	6,650	8,592	13,808	15,933	15,904	3,996
利息支出	(7,114)	(9,352)	(12,268)	(12,770)	(2,866)	(3,156)
税前利润	**241,412**	**85,346**	**153,606**	**219,044**	**251,481**	**256,527**
所得税	(20,252)	(21,516)	(43,276)	(45,214)	(52,233)	(59,032)
税后利润	**221,160**	**63,830**	**110,330**	**173,830**	**199,248**	**197,495**
非控股权益	(2,988)	(466)	(2,832)	(3,027)	(3,238)	(3,442)
净利润	**218,172**	**63,364**	**107,498**	**170,803**	**196,010**	**194,053**
调整后净利润	**123,788**	**115,649**	**157,688**	**224,394**	**241,929**	**257,733**
总股息	12,704	20,256	28,485	44,219	47,309	50,285

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**484,812**	**565,989**	**518,446**	**554,189**	**637,523**	**815,570**
现金与现金等价物	167,966	156,739	172,320	182,522	220,708	355,547
应收账款	49,331	45,467	46,606	48,100	50,357	52,284
存货	1,063	2,333	456	900	951	998
预付款项	65,390	76,685	88,411	86,249	90,296	97,206
短期银行存款	83,813	104,776	185,983	213,880	245,321	280,662
以公允价值计入损益的资产	10,573	27,963	14,903	15,648	16,431	17,252
其他流动资产	106,676	152,026	9,767	6,889	13,460	11,620
非流动资产	**1,127,552**	**1,012,142**	**1,058,800**	**1,118,131**	**1,195,803**	**1,255,358**
物业及厂房及设备（净额）	61,914	53,978	53,232	73,106	91,901	107,052
递延税项	26,068	29,882	29,017	24,813	33,286	28,901
合资及联营公司投资	323,188	252,715	261,665	273,109	284,919	297,084
无形资产	171,376	161,802	177,727	205,942	236,893	265,187
以公允价值计入损益的资产	192,184	206,085	211,145	211,145	211,145	211,145
其他非流动资产	352,822	307,680	326,014	330,017	337,659	345,988
总资产	**1,612,364**	**1,578,131**	**1,577,246**	**1,672,320**	**1,833,326**	**2,070,928**
流动负债	**403,098**	**434,204**	**352,157**	**345,907**	**367,376**	**391,563**
短期债务	19,003	22,026	55,698	53,891	57,217	60,210
应付账款	109,470	92,381	100,948	93,066	98,314	107,441
应付税款	12,506	13,488	17,664	16,835	17,604	18,245
其他流动负债	256,673	299,955	171,693	175,961	188,086	199,513
Lease liabilities	5,446	6,354	6,154	6,154	6,154	6,154
非流动负债	**332,573**	**361,067**	**351,408**	**370,841**	**382,467**	**395,222**
长期债务	136,936	163,668	155,819	156,074	156,150	156,173
应付公司债	145,590	148,669	137,101	139,672	140,981	141,642
递延收入	4,526	3,503	3,435	12,289	13,113	13,867
其他非流动负债	45,521	45,227	55,053	62,807	72,223	83,539
总负债	**735,671**	**795,271**	**703,565**	**716,748**	**749,843**	**786,784**
留存收益	669,911	705,981	813,911	984,775	1,169,448	1,366,666
其他储备	136,388	15,410	(5,320)	(97,320)	(157,320)	(157,320)
股东权益总额	**806,299**	**721,391**	**808,591**	**887,455**	**1,012,128**	**1,209,346**
少数股东权益	70,394	61,469	65,090	68,117	71,355	74,797
总负债和股东权益	**1,612,364**	**1,578,131**	**1,577,246**	**1,672,320**	**1,833,326**	**2,070,928**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**241,412**	**85,346**	**153,606**	**219,044**	**251,481**	**256,527**
折旧摊销	56,818	60,230	55,298	58,620	63,120	74,949
税款	(20,252)	(21,516)	(43,276)	(45,214)	(52,233)	(59,032)
营运资金变化	(2,844)	(28,405)	16,661	(3,390)	11,018	11,670
其他	(99,948)	50,437	39,673	15,933	5,818	21,486
净经营现金流	**175,186**	**146,091**	**221,962**	**244,994**	**279,204**	**305,600**
投资现金流						
资本开支	(34,931)	(33,892)	(36,477)	(38,505)	(40,727)	(42,722)
收购与投资	(117,642)	59,711	(105,332)	(37,007)	(66,718)	(50,433)
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(25,976)	(130,690)	16,648	(68,203)	(72,140)	(75,672)
净投资现金流	**(178,549)**	**(104,871)**	**(125,161)**	**(143,716)**	**(179,585)**	**(168,827)**
融资现金流						
净借贷	45,239	31,982	30,834	7,943	14,898	15,633
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(23,619)	(91,935)	(113,407)	(99,019)	(76,331)	(17,567)
净融资现金流	**21,620**	**(59,953)**	**(82,573)**	**(91,076)**	**(61,434)**	**(1,933)**
净现金流变动						
年初现金	152,798	167,966	156,739	172,320	182,522	220,708
汇率变动	(3,089)	7,506	1,353	0	0	0
年末现金	**167,966**	**156,739**	**172,320**	**182,522**	**220,708**	**355,547**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	16.2%	(1.0%)	9.8%	7.7%	7.9%	7.0%
毛利润	11.0%	(2.9%)	22.8%	19.0%	9.0%	8.1%
经营利润	49.5%	(58.2%)	44.4%	31.1%	10.7%	9.4%
净利润	42.7%	(71.0%)	69.7%	58.9%	14.8%	(1.0%)
调整后净利润	0.9%	(6.6%)	36.4%	42.3%	7.8%	6.5%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	43.9%	43.1%	48.1%	53.2%	53.7%	54.3%
营业利益率	47.3%	20.0%	26.3%	32.0%	32.8%	33.5%
调整后净利润率	22.1%	20.9%	25.9%	34.2%	34.2%	34.0%
股本回报率	28.9%	8.3%	14.1%	20.1%	20.6%	17.5%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
流动比率（倍）	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7	2.1
应收账款周转天数	32.1	29.9	27.9	26.8	26.0	25.2
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	16.8	57.9	33.9	20.9	18.3	18.3
市盈率（摊薄）	17.1	58.8	34.5	21.2	18.5	18.6
市帐率	4.5	5.1	4.5	4.0	3.5	2.9
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

阿里巴巴 (BABA US)

在实现既定发展目标的路上执行得力

从全年维度来看，我们将阿里巴巴列为行业首选股，主因：1）在目前宏观较弱已经计入预期且消费或不会边际更弱的基准情形下，阿里巴巴股东回报水平（每年减少 3%流通股的指引+分红）相较 8x FY26E PE 估值具备吸引力；2）淘天集团增量技术服务费收取自 4Q24 起将带来全季度积极影响，且全站推广持续渗透有望带来增量变现；3）增量消费刺激政策出台及金融科技相关监管进一步更新或有望助推估值重估。我们认为，阿里巴巴正沿着实现其既定发展目标上前行，包括 2HFY25 CMR 和 GMV 增速一致、云业务收入实现两位数同比增长、且 FY25 AIDC 的单位经济效益（UE）改善，非核心业务有望在 1 至 2 年内实现盈亏平衡。基准情形下，我们预测在增量技术服务费收入、全站推带来增量变现支撑下，FY26E 阿里巴巴营收/调整后 EBITA 增速有望提升至 8%/14%（FY25E：5/6%）。我们基于 SOTP 的目标价为 132.2 美元，对应 13x FY26E PE。

- **淘天集团：在驱动变现率提升的路上处于正轨。**2QFY25 增量技术服务费收取影响了淘天平台部分运营费用敏感商家的 GMV 贡献（单位数影响），但此部分 GMV 对客户管理收入的贡献或有限。我们认为在通过投资提升优质质价比商品供给以及增强用户体验的推动下，阿里巴巴正朝着驱动其 GMV 增长重回与行业平均水平一致的方向稳步迈进。4600 万 88VIP 会员是 GMV 市占恢复及中长期变现提升的关键支撑因素，其数量持续实现两位数同比增长，且在双十一购物节期间下单的 88VIP 会员数量同比增长超过 50%。我们认为，核心用户参与度的提升会随着时间推移推动商家更多地在阿里巴巴平台投入资源以及增加广告支出。基准情形下，在增量技术服务费收取及全站推持续渗透的推动下，我们预测淘天集团 FY26 收入同比增速将回升至 4%（FY25E: 2%）。
- **非核心业务持续减亏缓冲核心业务投入带来的影响。**尽管阿里巴巴在核心淘天集团、国际数字商业及菜鸟业务持续投入，但其在持续驱动非核心业务减亏，为利润带来支撑。本地生活服务集团、数字媒体及娱乐集团以及其他所有业务的合计亏损在 2QFY25 同比收窄至人民币 22 亿元（2QFY24 亏损：人民币 42 亿元），我们预测这三个业务集团 FY25E/FY26E 亏损将减少至 100/59 亿人民币，在实现盈亏平衡的路上稳步前进。
- **增量促消费政策及金融科技监管进展更新或有望带来催化。**目前看，家电以旧换新已一定程度为提振消费带来增量，而 11 月 18 日财政部部长表示 2025 年将“扩大消费品以旧换新的品种和规模”，或预示增量促消费政策有望出台。此外，11 月 11 日，中国人民银行《设立经营个人征信业务的机构许可信息公示表》显示，钱塘征信有限公司（蚂蚁集团持股 35%）征信牌照获批，或隐含蚂蚁集团业务整改获得监管认可更进一步。我们认为，增量促销费政策及金融科技监管进展更新或有望为阿里巴巴估值带来增量催化。
- **稳健的股东回报水平为估值提供支撑。**FY24 阿里巴巴的股东回报合计为 165 亿美元（回购 125 亿+股息 40 亿），占目前市值的 8%。阿里巴巴计划于 2027 年 3 月前，每年通过回购净减少 3%的流通股，并将维持股息绝对值水平稳中有升。我们认为公司稳健的股东回报水平将为估值提供支撑。

财务资料

(截至 03 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	868,687	941,168	991,911	1,073,912	1,146,515
同比增长 (%)	1.8	8.3	5.4	8.3	6.8
净利润 (百万人民币)	72,509.0	79,741.0	130,698.2	145,966.1	157,320.2
调整后净利润 (百万人民币)	143,991.0	158,359.0	152,928.1	171,203.0	183,690.0
调整后每股收益 (人民币)	54.91	62.77	62.49	72.13	78.97
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	62.32	69.78	75.90
市盈率 (倍)	24.3	21.3	12.6	10.9	9.9
股本回报率 (%)	7.4	8.0	11.2	10.3	9.9

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	132.20 美元
潜在升幅	43.2%
当前股价	92.32 美元

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	222,975.9
3 月平均流通量(百万美元)	866.3
52 周内股价高/低(百万美元)	117.52/68.05
总股本 (百万)	2415.3

资料来源：FactSet

股东结构

软银集团	12.0%

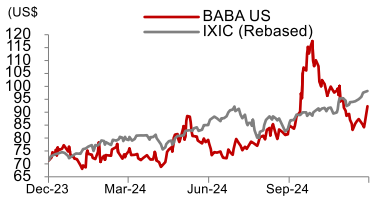
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-2.0%	-4.8%
3 -月	10.2%	-5.6%
6 -月	16.4%	0.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 http:// www.cmbi.com.hk 下载更多招银国际环球市场研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 03 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**853,062**	**868,687**	**941,168**	**991,911**	**1,073,912**	**1,146,515**
销售成本	(539,450)	(549,695)	(586,323)	(609,033)	(659,382)	(703,960)
毛利润	**313,612**	**318,992**	**354,845**	**382,878**	**414,530**	**442,555**
运营费用	**(243,974)**	**(218,641)**	**(241,495)**	**(235,224)**	**(241,093)**	**(250,514)**
销售	(151,721)	(145,679)	(157,126)	(173,584)	(175,585)	(182,869)
研发费用	(55,465)	(56,744)	(52,256)	(55,547)	(57,991)	(59,619)
其他	(36,788)	(16,218)	(32,113)	(6,092)	(7,517)	(8,026)
运营利润	**69,638**	**100,351**	**113,350**	**147,654**	**173,437**	**192,041**
利息收入	(15,702)	(11,071)	(9,964)	17,160	4,296	4,357
利息支出	(4,909)	(5,918)	(7,947)	(9,522)	(10,310)	(10,433)
其他收入/支出	10,523	5,823	6,157	0	5,907	5,733
税前利润	**59,550**	**89,185**	**101,596**	**155,292**	**173,329**	**191,697**
所得税	(26,815)	(15,549)	(22,529)	(31,058)	(34,666)	(42,173)
其他	14,344	(8,063)	(7,735)	4,960	5,370	5,733
税后利润	**47,079**	**65,573**	**71,332**	**129,193**	**144,033**	**155,256**
非控股权益	15,170	7,210	8,677	1,785	1,933	2,064
其他	(290)	(274)	(268)	(280)	0	0
净利润	**61,959**	**72,509**	**79,741**	**130,698**	**145,966**	**157,320**
调整后净利润	**143,515**	**143,991**	**158,359**	**152,928**	**171,203**	**183,690**

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 03 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**638,535**	**697,966**	**752,864**	**921,896**	**1,049,523**	**1,186,387**
现金与现金等价物	189,898	193,086	248,125	410,914	527,233	654,353
Restricted cash	37,455	36,424	38,299	38,299	38,299	38,299
预付款项	145,995	137,072	143,536	149,779	161,087	170,831
以公允价值计入损益的资产	265,187	331,384	322,904	322,904	322,904	322,904
非流动资产	**1,057,018**	**1,055,078**	**1,011,965**	**1,163,067**	**1,237,849**	**1,313,679**
物业及厂房及设备（净额）	171,806	176,031	185,161	296,503	343,755	393,055
合资及联营公司投资	219,642	207,380	203,131	203,842	204,962	206,446
无形资产	59,231	46,913	26,950	122,587	146,224	169,352
商誉	269,581	268,091	259,679	259,679	259,679	259,679
以公允价值计入损益的资产	223,611	245,737	220,942	220,942	220,942	220,942
其他非流动资产	113,147	110,926	116,102	59,515	62,287	64,205
总资产	**1,695,553**	**1,753,044**	**1,764,829**	**2,084,963**	**2,287,372**	**2,500,066**
流动负债	**383,784**	**385,351**	**421,507**	**401,287**	**434,305**	**466,636**
短期债务	8,841	7,466	12,749	13,243	14,338	15,307
应付税款	21,753	12,543	9,068	26,400	28,426	33,317
其他流动负债	81,730	89,392	101,807	88,869	96,216	102,720
Accrued expenses	271,460	275,950	297,883	272,776	295,326	315,292
非流动负债	**229,576**	**244,772**	**230,723**	**233,331**	**240,969**	**247,732**
长期债务	38,244	52,023	55,686	54,849	54,849	54,849
递延收入	3,490	3,560	4,069	4,227	4,576	4,885
其他非流动负债	187,842	189,189	170,968	174,256	181,544	187,998
总负债	**613,360**	**630,123**	**652,230**	**634,617**	**675,274**	**714,368**
股本	1	1	1	1	1	1
资本盈余	410,506	416,880	397,999	524,875	542,594	560,939
留存收益	563,557	599,028	597,897	810,015	955,981	1,113,301
其他储备	(15,930)	(16,394)	1,375	2,511	2,511	2,511
股东权益总额	**958,134**	**999,515**	**997,272**	**1,337,402**	**1,501,088**	**1,676,752**
少数股东权益	124,059	123,406	115,327	112,944	111,011	108,947
总负债和股东权益	**1,695,553**	**1,753,044**	**1,764,829**	**2,084,963**	**2,287,372**	**2,500,066**

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 03 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**59,550**	**89,185**	**101,596**	**155,292**	**173,329**	**191,697**
折旧摊销	48,065	46,938	44,504	6,943	7,517	8,026
税款	(26,815)	(15,549)	(22,529)	(31,058)	(34,666)	(42,173)
营运资金变化	(18,150)	13,482	(13,749)	48,094	22,745	24,040
其他	80,109	65,696	72,771	18,097	20,456	20,767
净经营现金流	**142,759**	**199,752**	**182,593**	**197,367**	**189,381**	**202,356**
投资现金流						
资本开支	(53,309)	(34,330)	(32,087)	(45,628)	(47,252)	(49,300)
收购与投资	(15)	(22)	(842)	(31,154)	(31,154)	(31,154)
处理短期投资所得现金	(106,984)	(61,086)	71,426	0	0	0
其他	(38,284)	(40,068)	(60,321)	4,249	4,249	4,249
净投资现金流	**(198,592)**	**(135,506)**	**(21,824)**	**(72,533)**	**(74,157)**	**(76,205)**
融资现金流						
净借贷	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	109	11	843	0	0	0
股票回购	(61,225)	(74,746)	(88,745)	0	0	0
其他	(3,333)	9,116	(20,342)	(344)	1,095	969
净融资现金流	**(64,449)**	**(65,619)**	**(108,244)**	**(344)**	**1,095**	**969**
净现金流变动						
年初现金	356,469	227,353	229,510	286,424	410,914	527,233
汇率变动	(8,834)	3,530	4,389	0	0	0
年末现金	**227,353**	**229,510**	**286,424**	**410,914**	**527,233**	**654,353**

增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 03 月 31 日						
销售收入	18.9%	1.8%	8.3%	5.4%	8.3%	6.8%
毛利润	5.9%	1.7%	11.2%	7.9%	8.3%	6.8%
经营利润	(22.3%)	44.1%	13.0%	30.3%	17.5%	10.7%
净利润	(58.8%)	17.0%	10.0%	63.9%	11.7%	7.8%
调整后净利润	(19.8%)	0.3%	10.0%	(3.4%)	12.0%	7.3%

盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 03 月 31 日						
毛利率	36.8%	36.7%	37.7%	38.6%	38.6%	38.6%
营业利益率	8.2%	11.6%	12.0%	14.9%	16.2%	16.8%
调整后净利润率	16.8%	16.6%	16.8%	15.4%	15.9%	16.0%
股本回报率	6.5%	7.4%	8.0%	11.2%	10.3%	9.9%

资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 03 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
流动比率（倍）	1.7	1.8	1.8	2.3	2.4	2.5
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na

估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 03 月 31 日						
市盈率	29.2	24.3	21.3	12.6	10.9	9.9
市盈率（摊薄）	29.5	24.5	21.4	12.4	10.8	9.8
市帐率	1.9	1.8	1.7	1.2	1.0	0.9
市现率	20.5	10.7	11.4	10.7	11.1	10.1
股息（%）	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

网易 (NTES US)

新游戏产品周期支撑基本面及估值修复

新产品驱动下，我们看好网易基本面以及估值在 2025 年呈现改善趋势。3Q24 相对较弱的业绩（总收入-4% YOY）以及持续承压的估值（12X FY25E PE，对比 2 年平均 15X PE）已经反映公司短期业务调整的影响以及投资者悲观预期。展望未来，24 年 12 月《漫威争锋》和《燕云十六声》的推出是值得关注的主要催化，其表现将成为网易 FY25 估值和收入增长的关键驱动因素。在新游戏上线、暴雪游戏回归、相对较低的基数效应下，我们看好网易 FY25 游戏收入重新加速增长，而游戏业务收入增速的恢复也有望支持估值的修复。我们预计 FY25 公司总收入/运营利润同比增长 7/13%，我们基于 SOTP 的目标价为 125.5 美元，维持“买入”评级。

- **看好 FY25 游戏收入增长重新加速。**我们预计网易 FY25 游戏及其他增值服务收入同比增长 7%，相较 FY24（预计+2% YoY）有所加速，主要得益于《燕云十六声》《漫威争锋》《界外狂潮》等新游戏的增量贡献、暴雪游戏回归带来的增量收入以及《永劫无间》手游带来全年收入贡献。2025 年也是网易寻求游戏品类拓展的关键一年，公司在过去产品储备较少的品类，如射击和二次元等，将有多款重点游戏在 25 年上线接受市场验证，若游戏表现好于预期，有望进一步打开公司游戏业务长期增长空间。利润端，我们预计网易 FY25 运营利润率也有进一步提升空间（约 1.6 个百分点），主要得益于公司持续提升经营效率，优化低 ROI 项目。
- **关注多款重点新游戏上线。**展望未来，重点关注的催化机会包括：1）多款重点新游上线，包括《燕云十六声》（24 年 12 月）、《漫威争锋》（24 年 12 月）、《界外狂潮》（1H25 海外上线）、《命运：崛起》等；2）开放世界 RPG 游戏《无限大》25 年 1 月开启首次线下玩家测试；3）持续提升股东回报，公司 3Q24 加快股份回购，投入 5.43 亿美元回购约 630 万股 ADS（环比增长 98%，占市值约 1%）。
- **进入新游戏产品周期，基本面及估值有望迎来修复。**我们看好公司 2025 年进入新的游戏产品周期，驱动基本面改善、股东回报水平提升，以及估值修复。公司当前股价仅对应 12X FY25E PE，对比 2 年平均 15X PE 存在约 25%修复空间。我们基于 SOTP 的目标价为 125.5 美元，其中游戏/有道/网易云音乐/创新业务估值分别为 118.4/0.7/3.2/1.5 美元，净现金估值为 1.7 美元。维持“买入”评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	96,496	103,468	106,020	113,155	119,557
毛利率 (%)	54.7	60.9	62.9	63.3	63.4
调整后净利润 (百万人民币)	22,808.4	32,608.3	32,527.9	35,318.7	37,537.9
同比增长 (%)	15.4	43.0	(0.2)	8.6	6.3
调整后每股收益 (人民币)	34.95	50.69	50.15	54.45	57.87
市场平均预估每股收益 (人民币)	34.95	50.69	49.90	53.31	60.73
市销率 (倍)	4.9	4.6	4.5	4.2	4.0
市盈率 (倍)	24.3	16.1	16.3	14.9	14.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	125.50 美元
潜在升幅	24.3%
当前股价	100.96 美元

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	64,971.8
3 月平均流通量(百万美元)	74.8
52 周内股价高/低(百万美元)	113.14/76.28
总股本 (百万)	643.5

资料来源：FactSet

股东结构

丁磊	44.2%
景顺	2.2%

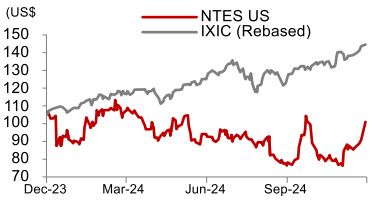
资料来源：公司资料

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	31.5%	28.5%
3 -月	32.1%	14.0%
6 -月	7.2%	-6.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 http:// www.cmbi.com.hk 下载更多招银国际环球市场研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**87,606**	**96,496**	**103,468**	**106,020**	**113,155**	**119,557**
销售成本	(40,635)	(43,730)	(40,405)	(39,296)	(41,550)	(43,705)
毛利润	**46,971**	**52,766**	**63,063**	**66,724**	**71,605**	**75,853**
运营费用	**(30,554)**	**(33,138)**	**(35,354)**	**(37,637)**	**(38,699)**	**(39,573)**
销售费用	(12,214)	(13,403)	(13,969)	(15,479)	(16,068)	(16,499)
行政费用	(4,264)	(4,696)	(4,900)	(4,559)	(4,526)	(4,543)
研发费用	(14,076)	(15,039)	(16,485)	(17,599)	(18,105)	(18,531)
运营利润	**16,417**	**19,629**	**27,709**	**29,087**	**32,906**	**36,279**
投资盈亏	2,948	54	1,307	1,045	836	418
其他盈亏	710	847	1,054	0	0	0
利息收入	1,520	2,150	4,120	5,002	4,638	4,123
外汇收益/损失	(490)	1,571	(133)	0	0	0
税前利润	**21,104**	**24,250**	**34,057**	**35,135**	**38,380**	**40,821**
所得税	(4,128)	(5,032)	(4,700)	(5,622)	(6,908)	(7,348)
税后利润	**16,976**	**19,218**	**29,357**	**29,513**	**31,471**	**33,473**
非控股权益	(119)	494	59	(590)	315	335
净利润	**16,857**	**19,713**	**29,417**	**28,923**	**31,786**	**33,808**
调整后净利润	**19,762**	**22,808**	**32,608**	**32,528**	**35,319**	**37,538**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**113,120**	**131,603**	**142,693**	**162,808**	**183,669**	**203,839**
现金与现金等价物	14,498	24,889	21,429	31,065	39,837	46,903
Restricted cash	2,877	2,699	2,777	2,916	3,062	3,215
应收账款	5,508	5,003	6,422	6,449	6,746	6,985
存货	965	994	695	676	715	752
预付款项	6,236	5,448	6,077	6,102	6,382	6,609
短期银行存款	70,755	84,948	100,856	110,942	122,036	134,239
其他流动资产	12,282	7,623	4,436	4,658	4,891	5,135
非流动资产	**40,524**	**41,158**	**43,232**	**47,740**	**53,103**	**59,420**
物业及厂房及设备（净额）	5,434	6,342	8,075	10,281	13,090	16,666
其他非流动资产	35,090	34,815	35,157	37,458	40,013	42,754
总资产	**153,644**	**172,761**	**185,925**	**210,548**	**236,771**	**263,259**
流动负债	**50,501**	**56,829**	**53,842**	**57,796**	**61,736**	**64,560**
短期债务	19,352	23,876	19,240	23,313	25,113	25,955
应付账款	985	1,507	881	857	906	953
应付税款	4,537	2,813	2,572	2,635	2,812	2,971
其他流动负债	16,266	17,252	18,219	18,416	19,608	20,694
Accrued expenses	9,361	11,381	12,930	12,576	13,297	13,986
非流动负债	**3,719**	**7,059**	**3,998**	**4,009**	**4,262**	**4,495**
其他非流动负债	3,719	7,059	3,998	4,009	4,262	4,495
总负债	**54,220**	**63,888**	**57,841**	**61,805**	**65,998**	**69,054**
股东权益总额	**95,328**	**104,731**	**124,286**	**144,355**	**166,700**	**190,465**
少数股东权益	4,096	4,142	3,798	4,389	4,074	3,739
总负债和股东权益	**153,644**	**172,761**	**185,925**	**210,548**	**236,771**	**263,259**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	21,104	24,250	34,057	35,135	38,380	40,821
折旧摊销	3,276	2,858	3,055	4,038	5,141	6,545
税款	(4,128)	(5,032)	(4,700)	(5,622)	(6,908)	(7,348)
营运资金变化	3,188	3,497	376	(152)	1,525	1,479
其他	1,487	2,135	2,543	0	0	0
净经营现金流	24,927	27,709	35,331	33,399	38,137	41,497
投资现金流						
资本开支	(3,038)	(2,602)	(4,266)	(6,198)	(7,904)	(10,076)
净投资现金流	(7,078)	(7,370)	(17,043)	(18,843)	(21,577)	(25,078)
融资现金流						
已支付股息	(4,240)	(6,724)	(8,014)	(8,854)	(9,441)	(10,042)
净借贷	3,992	5,119	(8,305)	4,073	1,800	842
发行股票所得现金	(2,297)	(274)	0	0	0	0
其他	(10,040)	(8,359)	(5,148)	0	0	0
净融资现金流	(12,586)	(10,238)	(21,467)	(4,781)	(7,642)	(9,199)
净现金流变动						
年初现金	12,169	17,376	27,588	24,207	33,981	42,899
汇率变动	(55)	110	(202)	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
年末现金	17,376	27,588	24,207	33,981	42,899	50,118

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	18.9%	10.1%	7.2%	2.5%	6.7%	5.7%
毛利润	20.5%	12.3%	19.5%	5.8%	7.3%	5.9%
经营利润	12.9%	19.6%	41.2%	5.0%	13.1%	10.3%
净利润	39.7%	16.9%	49.2%	(1.7%)	9.9%	6.4%
调整后净利润	34.4%	15.4%	43.0%	(0.2%)	8.6%	6.3%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	53.6%	54.7%	60.9%	62.9%	63.3%	63.4%
营业利益率	18.7%	20.3%	26.8%	27.4%	29.1%	30.3%
调整后净利润率	22.6%	23.6%	31.5%	30.7%	31.2%	31.4%
股本回报率	19.0%	19.7%	25.7%	21.5%	20.4%	18.9%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
流动比率（倍）	2.2	2.3	2.7	2.8	3.0	3.2
应收账款周转天数	22.9	18.9	22.7	22.2	21.8	21.3
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	8.8	12.6	8.0	8.0	8.0	8.0

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	29.0	24.3	16.1	16.3	14.9	14.0
市盈率（摊薄）	29.3	24.6	16.2	16.5	15.0	14.1
市帐率	5.1	4.6	3.8	3.3	2.8	2.5
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

Salesforce (CRM US)

Agentforce 成为主要催化

Salesforce 3QFY25 业绩总收入同比增长 8%至 94.4 亿美元，非 GAAP 净利润同比增长 12%至 23.2 亿美元。3QFY25 cRPO 同比增长 10%，好于公司指引（同比增长 9%），主要得益于部分客户提前续订，良好的新签订单表现以及 Agentforce 的强劲势头。展望 4QFY25E，公司预计总收入同比增长 7-9%至 99-101 亿美元。公司略微上调 FY25 非 GAAP 营业利润率预期至 32.9%（前值：32.8%）。基于 Agentforce 和 Einstein，Salesforce 目前已是全球最大的企业 AI 解决方案提供商之一，Einstein 平台一周处理约 2 万亿 AI 相关请求。我们预计 Salesforce 将持续从 AI 应用发展中受益，我们的目标价为 410 美元，基于 24 倍 FY25 EV/EBITDA。维持“买入”评级。

- **cRPO 增长势头延续。**3QFY25 固定汇率下 cRPO 同比增长 10%，超出此前预期（同比增长 9%），主要由于部分客户提前续约以及 AI 相关订单的强劲势头。3QFY25 新签订的 AI 相关订单数量同比增长超过三倍，达到 2000 笔，其中包括超 200 笔 Agentforce 订单（Agentforce 于 10 月推出）。多云交叉销售的强劲势头也在延续，3QFY25 前 25 大交易平均每笔采购约 5 朵云服务。按业务板块看，销售/服务/平台与其他/营销与商业/集成与分析云收入在 3QFY25 分别同比增长 11%/10%/8%/8%/5%。
- **Agentforce 释放 AI 商业化潜力。**Salesforce 的 AI 智能体平台 Agentforce 在 10 月推出后需求强劲，3QFY25 新签超 200 笔 Agentforce 订单。尽管目前大多数 Agentforce 订单仍集中在服务云领域，Salesforce 计划在 12 月推出 Agentforce 2.0，我们预计这将覆盖更多应用场景并进一步释放 AI 变现机会。Salesforce 数据云作为落地 AI 的重要基础，企业 AI 转型也推动了企业对数据云的需求。3QFY25 超过 100 万美元订单中三分之一的订单以及前 10 大订单中的 8 笔订单均包含了数据云产品。
- **运营效率改善及费用控制支撑利润率提升。**公司 3QFY25 非 GAAP 营业利润率同比提升 1.9 个百分点至 33.1%，管理层指引 FY25 全年营业利润率将同比提升 2.4 个百分点至 32.9%，主要得益于运营效率的提升和严格的费用控制，部分被公司对于 Agentforce 和数据云等增长机会的投资所抵消。Salesforce 还将利用 AI 能力例如 Agentforce 去提高公司自身运营效率，我们预计这将支持其长期利润率扩张。

财务资料

(截至 01 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万美元)	31,352	34,857	37,938	41,049	44,169
调整后净利润 (百万美元)	5,224.0	8,087.0	9,743.8	11,037.1	12,299.0
同比增长 (%)	12.1	54.8	20.5	13.3	11.4
调整后每股收益 (美元)	5.27	8.30	10.16	11.50	12.82
市场平均预估每股收益 (美元)	5.27	8.30	10.10	11.16	12.74
市盈率 (倍)	1,676.7	82.8	54.0	46.1	40.1

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	410.00 美元
潜在升幅	16.6%
当前股价	351.57 美元

美股互联网与软件

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	337,331.4
3 月平均流通量(百万美元)	1,213.4
52 周内股价高/低(百万美元)	367.87/218.01
总股本 (百万)	959.5

资料来源：FactSet

股东结构

The Vanguard Group	8.6%
BlackRock	7.5%

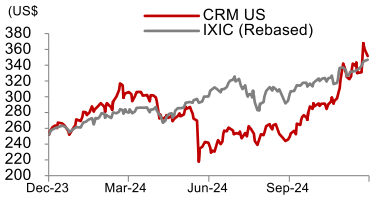
资料来源：公司资料

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	9.2%	6.7%
3 -月	42.8%	23.2%
6 -月	45.4%	26.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 01 月 31 日（百万美元）						
销售收入	**26,492**	**31,352**	**34,857**	**37,938**	**41,049**	**44,169**
销售成本	(7,026)	(8,360)	(8,541)	(8,728)	(9,028)	(9,574)
毛利润	**19,466**	**22,992**	**26,316**	**29,210**	**32,021**	**34,595**
运营费用	**(18,918)**	**(21,962)**	**(21,305)**	**(21,701)**	**(23,124)**	**(24,249)**
销售费用	(11,855)	(13,526)	(12,877)	(13,203)	(14,142)	(14,761)
行政费用	(2,598)	(3,381)	(3,522)	(3,035)	(3,235)	(3,428)
研发费用	(4,465)	(5,055)	(4,906)	(5,463)	(5,747)	(6,060)
运营利润	**548**	**1,030**	**5,011**	**7,510**	**8,897**	**10,346**
其他费用	(227)	(131)	216	379	328	265
其他盈亏	1,211	(239)	(277)	(76)	(82)	(88)
税前利润	**1,532**	**660**	**4,950**	**7,813**	**9,144**	**10,523**
所得税	(88)	(452)	(814)	(1,563)	(1,829)	(2,105)
税后利润	**1,444**	**208**	**4,136**	**6,250**	**7,315**	**8,418**
净利润	**1,444**	**208**	**4,136**	**6,250**	**7,315**	**8,418**
调整后净利润	**4,659**	**5,224**	**8,087**	**9,744**	**11,037**	**12,299**

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 01 月 31 日（百万美元）						
流动资产	**22,850**	**26,395**	**29,074**	**35,806**	**41,517**	**49,318**
现金与现金等价物	5,464	7,016	8,472	14,108	19,390	26,832
应收账款	9,739	10,755	11,414	12,423	12,770	13,053
预付款项	1,120	1,356	1,561	1,648	1,730	1,805
以公允价值计入损益的资产	5,073	5,492	5,722	5,722	5,722	5,722
其他流动资产	1,454	1,776	1,905	1,905	1,905	1,905
非流动资产	**72,359**	**72,454**	**70,749**	**69,421**	**68,756**	**68,768**
物业及厂房及设备（净额）	2,815	3,702	3,689	3,764	3,804	4,168
递延税项	2,623	2,800	3,433	3,433	3,433	3,433
合资及联营公司投资	4,784	4,672	4,848	4,848	4,848	4,848
无形资产	8,978	7,125	5,278	3,874	3,171	2,818
商誉	47,937	48,568	48,620	48,620	48,620	48,620
其他非流动资产	5,222	5,587	4,881	4,881	4,881	4,881
总资产	**95,209**	**98,849**	**99,823**	**105,227**	**110,273**	**118,085**
流动负债	**21,788**	**25,891**	**26,631**	**27,347**	**26,463**	**27,073**
应付账款	5,356	6,486	6,111	5,495	4,832	4,355
其他流动负债	4	1,182	999	999	999	999
Lease liabilities	800	847	518	518	518	518
Contract liabilities	15,628	17,376	19,003	20,335	20,114	21,201
非流动负债	**15,290**	**14,599**	**13,546**	**13,546**	**13,546**	**13,546**
长期债务	10,592	9,419	8,427	8,427	8,427	8,427
其他非流动负债	4,698	5,180	5,119	5,119	5,119	5,119
总负债	**37,078**	**40,490**	**40,177**	**40,893**	**40,009**	**40,619**
股本	1	1	1	1	1	1
资本盈余	50,919	55,047	59,841	58,278	56,894	55,677
留存收益	7,377	7,585	11,721	17,971	25,286	33,705
其他储备	(166)	(4,274)	(11,917)	(11,917)	(11,917)	(11,917)
股东权益总额	**58,131**	**58,359**	**59,646**	**64,333**	**70,264**	**77,466**
总负债和股东权益	**95,209**	**98,849**	**99,823**	**105,227**	**110,273**	**118,085**

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 01 月 31 日（百万美元）						
经营现金流						
税前利润	**1,532**	**660**	**4,950**	**7,813**	**9,144**	**10,523**
折旧摊销	3,298	3,786	3,959	3,504	2,918	2,321
税款	(88)	(452)	(814)	(1,563)	(1,829)	(2,105)
营运资金变化	(2,869)	(1,830)	(2,573)	(380)	(1,313)	251
其他	4,127	4,947	4,712	3,187	3,366	3,534
净经营现金流	**6,000**	**7,111**	**10,234**	**12,562**	**12,287**	**14,524**
投资现金流						
资本开支	(717)	(798)	(736)	(948)	(1,026)	(1,104)
收购与投资	(14,876)	(439)	(82)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(1,495)	(3,006)	(2,250)	0	0	0
其他	2,552	2,254	1,741	(1,228)	(1,228)	(1,228)
净投资现金流	**(14,536)**	**(1,989)**	**(1,327)**	**(2,176)**	**(2,254)**	**(2,332)**
融资现金流						
净借贷	6,705	(4)	(1,182)	0	0	0
股票回购	0	(4,000)	(7,620)	(4,750)	(4,750)	(4,750)
其他	1,133	442	1,325	0	0	0
净融资现金流	**7,838**	**(3,562)**	**(7,477)**	**(4,750)**	**(4,750)**	**(4,750)**
净现金流变动						
年初现金	6,195	5,464	7,016	8,472	14,108	19,390
汇率变动	(33)	(8)	26	0	0	0
年末现金	**5,464**	**7,016**	**8,472**	**14,108**	**19,390**	**26,832**

增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 01 月 31 日						
销售收入	24.7%	18.3%	11.2%	8.8%	8.2%	7.6%
毛利润	23.1%	18.1%	14.5%	11.0%	9.6%	8.0%
经营利润	20.4%	88.0%	386.5%	49.9%	18.5%	16.3%
净利润	(64.5%)	(85.6%)	1,888.5%	51.1%	17.0%	15.1%
调整后净利润	1.7%	12.1%	54.8%	20.5%	13.3%	11.4%

盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 01 月 31 日						
毛利率	73.5%	73.3%	75.5%	77.0%	78.0%	78.3%
营业利益率	2.1%	3.3%	14.4%	19.8%	21.7%	23.4%
调整后净利润率	17.6%	16.7%	23.2%	25.7%	26.9%	27.8%
股本回报率	2.9%	0.4%	7.0%	10.1%	10.9%	11.4%

资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 01 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	na	na	na	na	na	na
流动比率（倍）	1.0	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8
应收账款周转天数	134.2	125.2	119.5	119.5	113.5	107.9
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	(278.2)	(283.2)	(261.2)	(229.8)	(195.3)	(166.0)

估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 01 月 31 日						
市盈率	232.5	1,676.7	82.8	54.0	46.1	40.1
市盈率（摊薄）	237.1	1,685.2	83.6	54.6	46.6	40.5
市帐率	5.8	6.0	5.7	5.2	4.8	4.4
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

派拓网络 (PANW US)

平台化战略持续取得进展

买入 (维持)

目标价	232.20 美元
潜在升幅	15.4%
当前股价	201.24 美元

美股互联网与软件

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

我们持续看好 PANW 从日益增长的网络安全需求中受益，其广泛且持续强化的产品组合有望提供平台一体化的解决方案、帮助客户降低对单一孤立的网络安全产品的需求，从而降低客户端安全软件的总拥有成本（TCO）并提升运营效率。我们认为公司加速推进的平台化战略已初见成效，有助于推动其长期市场份额提升，且公司有望持续从快速发展的 Gen-AI 相关机会中受益。公司于 12 月 16 日（美国时间）进行 1 拆 2 的股票分拆。我们维持此前财务预测假设不变，反映股票分拆结果后的新目标价对应更新为 232.2 美元，（前值：464.4 美元）仍基于不变的 16.0x 2025E EV/Sales 目标估值，重申买入评级。

- **NGS 产品持续实现稳健增长。** 截至 1QFY25 期末，NGS 年度经常性收入（ARR）达到 45.2 亿美元，同比增长 40%。关键运营指标方面：1）使用 SASE 产品的客户数量同比增长 20%，且在 1QFY25 期间，超出 40% 的新增 SASE 客户为公司新客户；与此同时，SASE 产品百万美元以上的订单数量同比增长 40%；2）Cortex 产品的 ARR 突破 10 亿美元，主要来自 XSIAM 产品的强劲推动；目前有 40 位 XSIAM 客户的 ARR 规模已超过 100 万美元，同比增长 180%。我们预计，在 SASE 和 XSIAM 产品持续渗透的推动下，2QFY25 期间 NGS 的 ARR 有望同比增长 35%至 47 亿美元。

- **平台化战略与客户产生良好共鸣。**截至 1QFY25，PANW 在其前 5000 大客户中已完成总计 1100 笔（4QFY24：>1000）平台化整合，环比净增超 70 笔（4QFY24：>90）。管理层强调，与 24 财年平均水平相比，1QFY25 期间每笔实现平台化的客户所带来的 NGS ARR 增长了 6%。我们维持乐观，预计平台化进程的加快在长期将有望推动公司市场份额提升及利润率扩张。

- **有望从蓬勃发展的生成式人工智能相关机会中受益。**我们认为，PANW 可能从 GenAI 的快速发展中受益于两个方面：1）随着人工智能的发展，AI 驱动下网络攻击频次提升且威胁加速，对 PANW 产品和服务的需求有望增加；2）随着 GenAI 的赋能，用户体验的改善和运营效率的提升或有望推动 PANW 产品需求提升和价格上涨。

- **优异的财务表现为估值水平提供支撑。**在 FY24-27 年预期收入复合年增长率为 15%的情况下，我们预测其 non-GAAP 净利润的年复合增长率将达 17%。我们预测公司 FY25 营收将同比增长 14%，而自由现金流利润率将达 37%，持续符合 50 法则，为公司的估值提供支撑。

财务资料

(截至 07 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万美元)	6,893	8,028	9,149	10,641	12,274
同比增长 (%)	25.3	16.5	14.0	16.3	15.3
净利润 (百万美元)	439.7	2,577.6	1,436.2	1,786.2	2,321.6
调整后净利润 (百万美元)	1,440.0	1,948.1	2,261.3	2,652.6	3,142.0
同比增长 (%)	79.4	35.3	16.1	17.3	18.5
调整后每股收益 (美元)	4.43	5.67	3.22	3.75	4.43

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

公司数据

市值(百万美元)	141,177.1
3 月平均流通量(百万美元)	599.6
52 周内股价高/低(百万美元)	405.90/201.24
总股本 (百万)	701.5

资料来源：FactSet

股东结构

Vanguard Group Inc	30.8%
Blackrock Inc.	25.8%

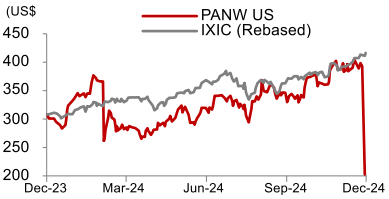
资料来源：纳斯达克股票交易所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-48.0%	-51.5%
3 -月	-39.0%	-46.8%
6 -月	-36.5%	-43.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 07 月 31 日（百万美元）						
销售收入	**5,502**	**6,893**	**8,028**	**9,149**	**10,641**	**12,274**
销售成本	(1,719)	(1,910)	(2,059)	(2,334)	(2,610)	(2,976)
毛利润	**3,783**	**4,983**	**5,968**	**6,815**	**8,031**	**9,297**
运营费用	**(3,972)**	**(4,596)**	**(5,284)**	**(5,645)**	**(6,324)**	**(7,045)**
销售费用	(2,149)	(2,544)	(2,795)	(3,127)	(3,517)	(3,962)
行政费用	(405)	(448)	(681)	(521)	(583)	(619)
研发费用	(1,418)	(1,604)	(1,809)	(1,997)	(2,223)	(2,464)
运营利润	**(189)**	**387**	**684**	**1,170**	**1,708**	**2,252**
其他收入	9	206	313	342	322	392
利息支出	(27)	(27)	(8)	(4)	(4)	(3)
税前利润	**(207)**	**566**	**988**	**1,508**	**2,026**	**2,642**
所得税	(60)	(127)	1,589	(72)	(240)	(320)
其他	0	0	0	0	0	0
净利润	**(267)**	**440**	**2,578**	**1,436**	**1,786**	**2,322**
调整后净利润	**803**	**1,440**	**1,948**	**2,261**	**2,653**	**3,142**

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 07 月 31 日（百万美元）						
流动资产	**6,415**	**6,048**	**6,850**	**10,188**	**15,234**	**22,052**
现金与现金等价物	2,119	1,135	1,535	4,228	8,367	14,107
应收账款	2,143	2,463	2,619	2,974	3,590	4,331
其他流动资产	2,154	2,450	2,696	2,985	3,277	3,613
非流动资产	**5,839**	**8,453**	**13,141**	**14,958**	**15,871**	**15,918**
物业及厂房及设备（净额）	358	355	361	405	479	598
递延税项	0	0	0	0	0	0
合资及联营公司投资	1,052	3,048	4,173	4,120	4,120	4,120
无形资产	385	315	375	688	525	362
商誉	2,748	2,927	3,350	4,051	4,051	4,051
其他非流动资产	1,297	1,809	4,882	5,695	6,697	6,788
总资产	**12,254**	**14,501**	**19,991**	**25,146**	**31,105**	**37,970**
流动负债	**8,306**	**7,738**	**7,683**	**9,117**	**10,740**	**12,307**
应付账款	128	132	116	132	145	168
其他流动负债	7,318	6,666	6,505	7,593	8,988	10,814
Accrued expenses	860	939	1,061	1,393	1,606	1,325
非流动负债	**3,737**	**5,015**	**7,139**	**8,141**	**9,482**	**11,236**
长期债务	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,737	5,015	7,139	8,141	9,482	11,236
总负债	**12,044**	**12,753**	**14,821**	**17,258**	**20,222**	**23,543**
留存收益	(1,667)	(1,227)	1,350	3,623	5,410	7,731
其他储备	1,877	2,976	3,820	4,265	5,474	6,696
股东权益总额	**210**	**1,748**	**5,170**	**7,888**	**10,884**	**14,427**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	**12,254**	**14,501**	**19,991**	**25,146**	**31,105**	**37,970**

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 07 月 31 日（百万美元）						
经营现金流						
税前利润	(207)	566	988	1,508	2,026	2,642
折旧摊销	283	282	283	318	312	302
税款	(60)	(127)	1,589	(72)	(240)	(320)
营运资金变化	521	563	910	699	(589)	2,153
其他	1,448	1,492	(513)	1,158	2,853	1,222
净经营现金流	1,985	2,778	3,258	3,612	4,362	5,998
投资现金流						
资本开支	(193)	(146)	(157)	(201)	(223)	(258)
其他	(741)	(1,888)	(1,353)	(500)	0	0
净投资现金流	(933)	(2,034)	(1,510)	(700)	(223)	(258)
融资现金流						
股票回购	(892)	(273)	(567)	0	0	0
其他	86	(1,454)	(776)	(220)	0	0
净融资现金流	(807)	(1,726)	(1,343)	(220)	0	0
净现金流变动						
年初现金	1,874	2,119	1,135	1,535	4,228	8,367
汇率变动	0	0	0	0	0	0
其他	(0)	(1)	(5)	2	0	0
年末现金	2,119	1,135	1,535	4,228	8,367	14,107

增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 07 月 31 日						
销售收入	29.3%	25.3%	16.5%	14.0%	16.3%	15.3%
毛利润	26.9%	31.7%	19.8%	14.2%	17.8%	15.8%
经营利润	na	na	76.6%	71.1%	46.0%	31.9%
净利润	na	na	486.2%	(44.3%)	24.4%	30.0%
调整后净利润	30.8%	79.4%	35.3%	16.1%	17.3%	18.5%

盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 07 月 31 日						
毛利率	68.8%	72.3%	74.3%	74.5%	75.5%	75.7%
营业利益率	(3.4%)	5.6%	8.5%	12.8%	16.0%	18.4%
调整后净利润率	14.6%	20.9%	24.3%	24.7%	24.9%	25.6%
股本回报率	(54.8%)	44.9%	74.5%	22.0%	19.0%	18.3%

资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 07 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	na	na	na	na	na	na
流动比率（倍）	0.8	0.8	0.9	1.1	1.4	1.8
应收账款周转天数	140.2	128.7	117.4	117.0	121.5	127.0
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	31.7	28.7	23.2	22.9	22.3	22.3

估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 07 月 31 日						
市盈率	ns	288.0	52.0	95.2	77.4	60.2
市盈率（摊薄）	ns	288.0	52.0	95.2	77.4	60.2
市帐率	196.9	72.4	25.9	17.3	12.7	9.7
市现率	23.1	48.1	43.2	40.1	33.4	24.3
股息（%）	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

农夫山泉 (9633 HK)

茶饮占比提升可能缓释利润率压力

公司上半年业绩略逊于预期，营收未达指引，原因是其包装水市场占有率下降。鉴于消费情绪依然低迷，我们预计全年该业务板块实现低个位数的营收增长。上半年茶饮料取代包装水成为公司最大的利润来源（经营利润占比 46% vs. 包装水的 34%）。考虑到 2024 年下半年消费情绪未见明显好转信号，我们预计公司达成全年收入双位数的增长目标颇具挑战。然而，高频数据显示公司茶饮销售表现远超包装水，其收入利润占比可能进一步提升，故而减缓 2025 年利润率压力。我们维持“买入”评级，目标价 50.38 港元，对应 40x 的 2024E P/E。

- **绿瓶水策略维持包装水板块市场份额。**1H24 公司营业收入同比增 8.4%，低于双位数增长的指引，主要受包装水拖累。板块收入同比降 18%，由于 2 月以来受舆论影响使得销量下降，导致市占率下滑。我们预计瓶装水全年收入将录得低单位数增长，反映小包装水的下滑被中大包装水增长部分对冲。瓶装水 1H24 OPM 受绿瓶水拖累下降 4.2 个百分点，拖累整体毛利率下降 1 个百分点。但绿瓶水策略仍将支撑公司保住包装水市场份额。
- **茶饮占比提升可能缓解利润率压力。**1H24 茶饮收入在高基数下仍然强势同比增长 59%，受渗透率提高以及人均消费提升拉动，其占收入比重也提升至历史新高 38%，与包装水接近。由于渗透率可在下沉市场进一步提升，公司预计茶饮增长可以持续。由于茶饮板块经营利润率比包装水高约 10 个百分点，其经营利润贡献占比高达 46%，替代包装水（利润贡献 34%）成为公司主要利润驱动。高频数据显示 2H24 茶饮表现远超包装水，这将一定程度为公司缓解绿瓶水带来的毛利率压力 **2H24 依然艰难，25 年将会出现更多潜在积极信号。考虑到 2H24 消费情绪未见明显好转信号，我们预计公司在 2024E 难以达成双位数收入增长。但是，我们认为茶饮占比进一步提升是积极信号。维持“买入”评级，目标价 50.38 港元，对应 40x 的 2024E P/E。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	33,239	42,667	47,853	55,402	63,554
同比增长 (%)	11.9	28.4	12.2	15.8	14.7
净利润 (百万人民币)	8,495.3	12,079.5	12,534.3	14,357.0	16,361.4
同比增长 (%)	18.6	42.2	3.8	14.5	14.0
每股收益 (人民币)	0.76	1.07	1.11	1.28	1.46
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	1.12	1.26	1.48
市盈率 (倍)	45.0	31.7	30.5	26.7	23.4
市净率 (倍)	15.9	13.4	11.7	10.0	8.6
股息 (%)	2.0	2.2	2.3	2.6	3.0
股本回报率 (%)	37.9	45.9	40.9	40.5	39.5
净负债比率 (%)	(53.1)	(73.5)	(73.1)	(73.5)	(75.3)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	50.38 港元
潜在升幅	38.2%
当前股价	36.45 港元

中国必选消费

张 苗
(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

李昀嘉
(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	183,514.8
3 月平均流通量(百万港元)	561.1
52 周内股价高/低(百万港元)	47.95/24.35
总股本 (百万)	5034.7

资料来源：FactSet

股东结构

钟睒睒	38.3%
养生堂有限公司	25.9%

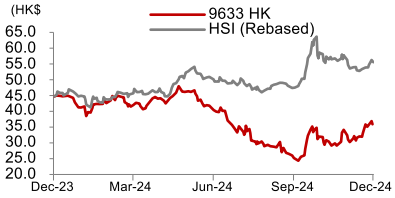
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	17.4%	15.6%
3 -月	46.1%	25.0%
6 -月	-8.5%	-18.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图表 1: 1H24 业绩概览

人民币 百万	1H23	2H23	1H24	YoY	HoH
收入	**20,462**	**22,205**	**22,173**	**8.4%**	**-0.1%**
包装水	10,442	9,820	8,531	-18%	-13%
茶饮	5,286	7,373	8,430	59%	14%
功能性饮料	2,457	2,445	2,550	4%	4%
果汁类饮料	1,686	1,847	2,114	25%	14%
其他	591	720	548	-7%	-24%
毛利润	**12,310**	**13,097**	**13,032**	**5.9%**	**-0.5%**
经营利润	**7,724**	**8,655**	**8,169**	**5.8%**	**-5.6%**
包装水	3,802	3,545	2,743	-28%	-23%
茶饮	2,280	3,342	3,717	63%	11%
功能性饮料	986	1,081	1,050	6%	-3%
果汁类饮料	497	448	499	0%	11%
其他	158	238	159	0%	-33%
净利润	**5,775**	**6,304**	**6,240**	**8.0%**	**-1.0%**
每股净利润 (人民币)	0.51	0.56	0.55	**7.8%**	**-2.5%**
毛利率	**60.2%**	**59.0%**	**58.8%**	**-1.4 ppt**	**-0.2 ppt**
经营利润率	**37.7%**	**39.0%**	**36.8%**	**-0.9 ppt**	**-2.1 ppt**
包装水	36.4%	36.1%	32.2%	-4.2 ppt	-3.9 ppt
茶饮	43.1%	45.3%	44.1%	1.0 ppt	-1.2 ppt
功能性饮料	40.1%	44.2%	41.2%	1.0 ppt	-3.1 ppt
果汁类饮料	29.5%	24.3%	23.6%	-5.9 ppt	-0.7 ppt
其他	26.8%	33.0%	28.9%	2.1 ppt	-4.1 ppt
净利率	**28.2%**	**28.4%**	**28.1%**	**-0.1 ppt**	**-0.3 ppt**
经营利润构成	100.0%	100.0%	100.0%		
包装水	49.2%	41.0%	33.6%	-15.6 ppt	-7.4 ppt
茶饮	29.5%	38.6%	45.5%	16.0 ppt	6.9 ppt
功能性饮料	12.8%	12.5%	12.9%	0.1 ppt	0.4 ppt
果汁类饮料	6.4%	5.2%	6.1%	-0.3 ppt	0.9 ppt
其他	2.1%	2.7%	1.9%	-0.1 ppt	-0.8 ppt

来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**29,696**	**33,239**	**42,667**	**47,853**	**55,402**	**63,554**
销售成本	(12,040)	(14,144)	(17,260)	(20,243)	(23,569)	(27,159)
毛利润	**17,656**	**19,095**	**25,407**	**27,610**	**31,833**	**36,394**
运营费用	**(8,984)**	**(9,656)**	**(11,446)**	**(12,709)**	**(14,714)**	**(16,879)**
销售费用	(7,233)	(7,821)	(9,284)	(10,412)	(12,055)	(13,829)
行政费用	(1,751)	(1,835)	(2,162)	(2,297)	(2,659)	(3,051)
运营利润	**9,077**	**10,503**	**14,797**	**15,387**	**17,605**	**20,001**
其他收入	543	1,086	850	500	500	500
其他费用	(139)	(22)	(14)	(14)	(14)	(14)
EBITDA	**11,050**	**11,926**	**16,592**	**18,094**	**20,703**	**23,491**
折旧	(2,370)	(2,478)	(2,620)	(3,180)	(3,570)	(3,960)
其他摊销	(8)	(9)	(11)	(13)	(15)	(16)
EBIT	**8,672**	**9,440**	**13,960**	**14,901**	**17,119**	**19,515**
净利息收入(支出)	**278**	**547**	**892**	**892**	**1,041**	**1,248**
税前利润	**9,354**	**11,050**	**15,688**	**16,279**	**18,646**	**21,249**
所得税	(2,192)	(2,555)	(3,609)	(3,745)	(4,289)	(4,888)
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	**7,162**	**8,495**	**12,079**	**12,534**	**14,357**	**16,361**
核心净利润	**7,281**	**8,743**	**12,079**	**12,534**	**14,357**	**16,361**
总股息	5,061	7,648	8,435	8,752	10,025	11,425

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**17,836**	**18,361**	**28,461**	**31,405**	**36,488**	**42,620**
现金与现金等价物	14,784	15,211	24,125	27,014	31,266	36,710
应收账款	476	479	547	247	302	348
存货	1,809	2,108	3,092	3,447	4,222	4,865
预付款项	558	560	695	695	695	695
其他流动资产	208	3	3	3	3	3
非流动资产	**15,060**	**20,893**	**20,676**	**22,035**	**23,000**	**23,572**
物业及厂房及设备（净额）	12,800	15,398	17,180	18,456	19,358	19,885
Right-of-use assets	724	853	947	1,018	1,074	1,115
递延税项	293	433	921	921	921	921
无形资产	65	58	74	86	94	98
其他非流动资产	1,178	4,151	1,554	1,554	1,554	1,554
总资产	**32,896**	**39,255**	**49,137**	**53,440**	**59,488**	**66,193**
流动负债	**11,589**	**14,601**	**19,877**	**20,080**	**20,523**	**20,892**
短期债务	2,500	2,425	3,121	3,121	3,121	3,121
应付账款	1,153	1,425	1,770	1,973	2,417	2,785
应付税款	1,050	1,500	2,054	2,054	2,054	2,054
其他流动负债	4,488	6,506	9,289	9,289	9,289	9,289
Lease liabilities	47	69	58	58	58	58
Contract liabilities	2,351	2,677	3,585	3,585	3,585	3,585
非流动负债	**566**	**569**	**690**	**690**	**690**	**690**
长期债务	0	0	0	0	0	0
融资租赁承担	43	31	31	31	31	31
其他非流动负债	522	538	658	658	658	658
总负债	**12,154**	**15,171**	**20,566**	**20,770**	**21,213**	**21,581**
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
资本盈余	0	0	0	0	0	0
留存收益	19,617	22,959	27,446	31,546	37,150	43,486
其他储备	0	0	0	0	0	0
股东权益总额	**20,742**	**24,084**	**28,571**	**32,670**	**38,275**	**44,611**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	**32,896**	**39,255**	**49,137**	**53,440**	**59,488**	**66,193**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**9,354**	**11,050**	**15,688**	**16,279**	**18,646**	**21,249**
折旧摊销	(2,378)	(2,487)	(2,631)	(3,193)	(3,584)	(3,976)
营运资金变化	1,795	2,335	2,839	149	(387)	(321)
其他	2,629	1,143	1,409	2,641	2,880	3,064
净经营现金流	**11,400**	**12,042**	**17,305**	**15,876**	**17,555**	**20,016**
投资现金流						
资本开支	(2,462)	(4,193)	(4,714)	(4,552)	(4,550)	(4,548)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	12	80	27	0	0	0
其他	(2,865)	(5,313)	(9,596)	0	0	0
净投资现金流	**(5,316)**	**(9,426)**	**(14,284)**	**(4,552)**	**(4,550)**	**(4,548)**
融资现金流						
已支付股息	(1,912)	(5,059)	(7,646)	(8,435)	(8,752)	(10,025)
净借贷	18	(157)	615	0	0	0
股票回购	0	0	0	0	0	0
其他	21	16	120	0	0	0
净融资现金流	**(1,893)**	**(5,370)**	**(7,022)**	**(8,435)**	**(8,752)**	**(10,025)**
净现金流变动						
年初现金	6,056	10,188	7,821	3,876	6,764	11,017
汇率变动	(59)	388	56	0	0	0
年末现金	**10,188**	**7,821**	**3,876**	**6,764**	**11,017**	**16,460**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	29.8%	11.9%	28.4%	12.2%	15.8%	14.7%
毛利润	30.7%	8.2%	33.1%	8.7%	15.3%	14.3%
经营利润	31.2%	15.7%	40.9%	4.0%	14.4%	13.6%
EBITDA	28.5%	7.9%	39.1%	9.1%	14.4%	13.5%
EBIT	30.0%	8.8%	47.9%	6.7%	14.9%	14.0%
净利润	35.7%	18.6%	42.2%	3.8%	14.5%	14.0%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	59.5%	57.4%	59.5%	57.7%	57.5%	57.3%
营业利益率	30.6%	31.6%	34.7%	32.2%	31.8%	31.5%
税息折旧及摊销前利润	37.2%	35.9%	38.9%	37.8%	37.4%	37.0%
股本回报率	39.5%	37.9%	45.9%	40.9%	40.5%	39.5%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
流动比率（倍）	1.5	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0
应收账款周转天数	5.9	5.3	4.7	4.7	4.7	4.7
存货周转天数	54.8	54.4	65.4	65.4	65.4	65.4
应付帐款周转天数	35.0	36.8	37.4	37.4	37.4	37.4

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	53.4	45.0	31.7	30.5	26.7	23.4
市盈率（摊薄）	53.4	45.1	31.7	30.5	26.7	23.4
市帐率	18.5	15.9	13.4	11.7	10.0	8.6
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	1.3	2.0	2.2	2.3	2.6	3.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

瑞幸咖啡 (LKNCY US)

让同业望尘莫及的成本效益，品牌力和产品创新力

- **瑞幸咖啡是中国最大且增长最快的咖啡品牌。**自 2017 年 6 月成立以来，瑞幸咖啡主要销售中价高质咖啡（每杯约 10 到 20 元人民币），并且非常注重数字化、便利性和价格竞争力。截至 2023 年，公司已拥有 16,248 家门店（10,628 家自营店和 5,620 家合伙店），实现销售 249 亿元人民币，净利润 28.5 亿元人民币，占据中国连锁咖啡市场 21.7%的市场份额。截至 2024 年第三季度，瑞幸咖啡在销售（102 亿元人民币）和门店数量（21,343 家）均已成为中国最大的咖啡品牌。
- **真正的竞争护城河是巨大的规模效应。**瑞幸咖啡的竞争优势在于其规模效应，实现了采购、生产和物流的成本效率。与星巴克和库迪相比，瑞幸的性价比更高（优质咖啡豆和获奖配方等）。持续的供应链投资和优化（如昆山烘焙设施）进一步降低每杯成本（从 5.3 元人民币降至 4.8 元人民币）和提高毛利率。
- **高性价比与强大的品牌力。** 瑞幸咖啡凭借其低价（平均每杯 16 元人民币）和高品质（大众点评评分 4.13，高于行业平均 4.09，库迪的 4.06 和星巴克的 3.96）脱颖而出。其品牌知名度和笔记数在百度指数、小红书和抖音等平台上均超过星巴克和库迪。
- **强大的研发能力与扩展潜力。** 瑞幸咖啡凭借强大的研发能力不断推出爆款产品，例如“轻轻茉莉轻乳茶”在上市首周便取得强劲销售。同时，公司亦通过推出更多饮料型咖啡产品、切入茶饮市场以及海外市场扩展（新加坡、马来西亚、美国）来吸引更多消费者，尽管短期内可能会产生亏损。
- **我们预计 23 财年到 26 财年销售/ 净利润复合年增长率分别为 29%/ 23%。**主要增长来源包括：1）快速扩展门店，2）通过原材料采购和供应链投资降低成本，3）单店销售/同店增长回覆稳定及运营杠杆（客单价和消费频率的提升），4）规模经济（总部和其他管理费用相对固定）等。
- **目标价为 33.80 美元，评级为“买入”。**我们的目标价是基于 20 倍 25 财年预测市盈率，较大中华区餐饮同业平均 22.0 倍折让 9%（对比中位数 17.3 倍有 15%溢价）。尽管成立历史较短，但由于其增长潜力大、规模庞大、在成本、品牌和数字化水平上的领先地位以及相对高成瘾性和功能性的刚需产品特性，我们认为该溢价是合理的。当前股价仅相当于 14 倍 25 财年预测市盈率，对比 29%/ 23%的销售/净利润复合年增长率，仍然相当吸引。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	13,293	24,903	35,528	45,075	52,846
同比增长 (%)	66.9	87.3	42.7	26.9	17.2
EBITDA (百万人民币)	1,548.1	3,630.2	4,617.2	6,183.2	7,700.4
净利润 (百万人民币)	488.2	2,847.9	2,974.1	3,947.5	4,997.5
每股收益 (人民币)	0.19	1.12	1.16	1.54	1.93
同比增长 (%)	(39.6)	479.6	3.4	32.1	26.0
市盈率 (倍)	111.5	19.2	18.6	14.1	11.2
企业价值/EBITDA (倍)	33.8	14.9	12.0	9.0	7.3
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本回报率 (%)	8.3	34.9	26.6	26.9	26.1

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	33.80 美元
潜在升幅	41.8%
当前股价	23.83 美元

中国可选消费

胡永匡
(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	7,619.3
3 月平均流通量(百万美元)	55.5
52 周内股价高/低(百万美元)	28.53/18.01
总股本 (百万)	2557.9

资料来源： FactSet

股东结构

大钰资本	32.4%
愉悦资本	4.7%

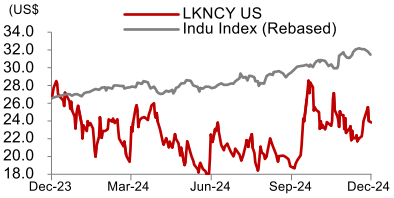
资料来源： 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-1.9%	-1.8%
3 -月	26.8%	19.5%
6 -月	8.1%	-4.8%

资料来源： FactSet

股份表现

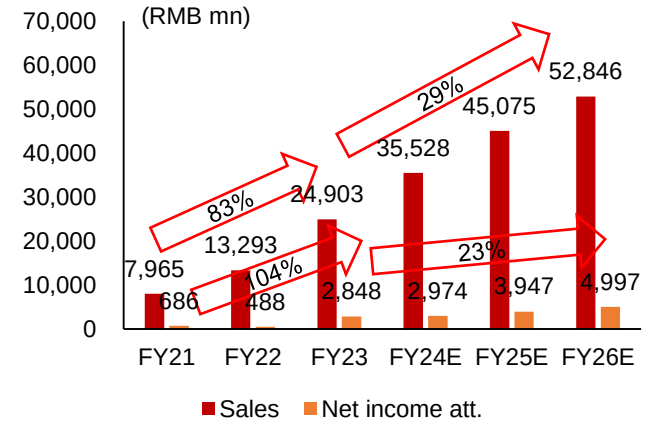


资料来源： FactSet

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 http:// www.cmbi.com.hk 下载更多招银国际环球市场研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

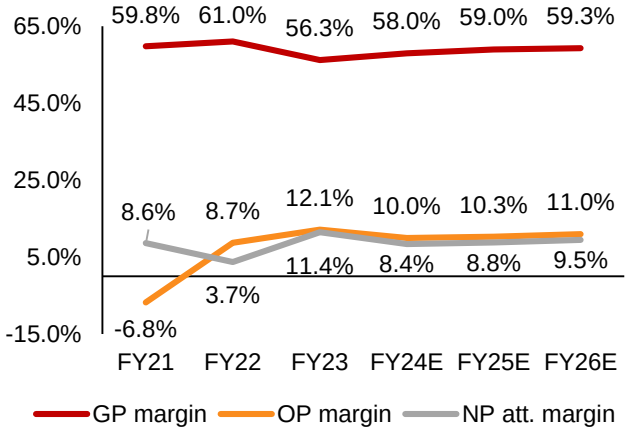
焦点图表和表格

图 1: 销售，净利润和年复合增长率



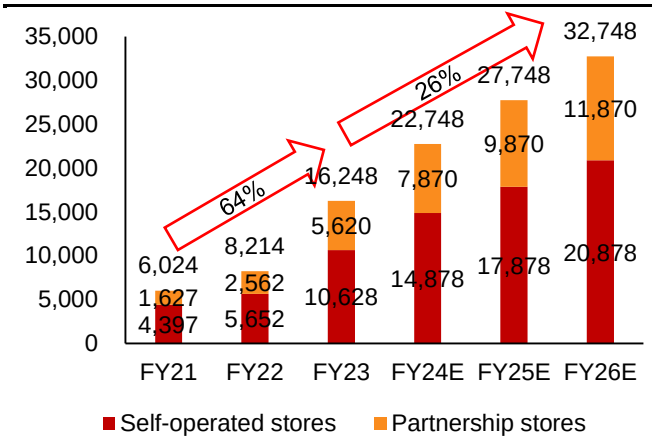
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 2: 毛利率、营业利润率和净利润率



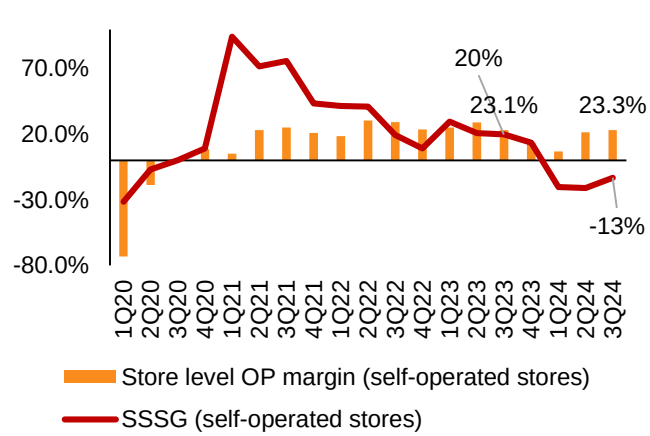
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 3: 门店数量,按渠道划分



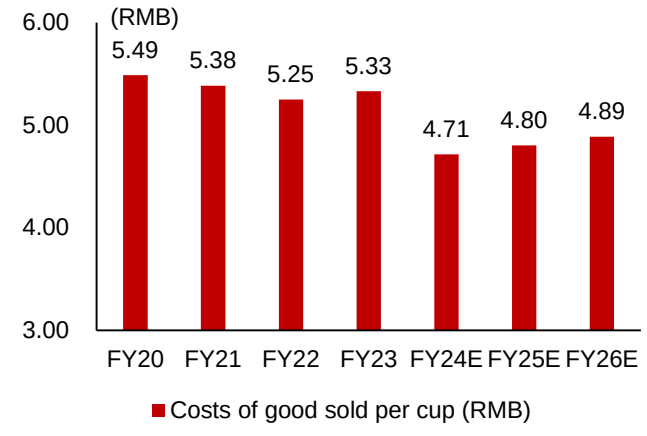
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 4: 自营店同店销售增长及门店经营利润率



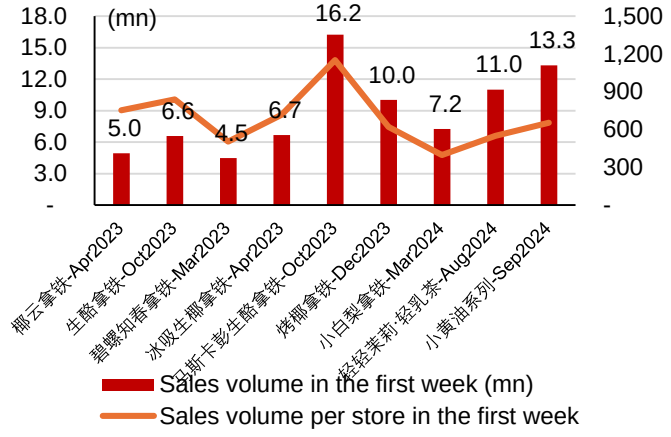
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 5: 瑞幸咖啡每杯成本



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 6: 热销商品销量及单店销量（首周）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**7,965**	**13,293**	**24,903**	**35,528**	**45,075**	**52,846**
销售成本	(3,199)	(5,179)	(10,892)	(14,922)	(18,481)	(21,508)
毛利润	**4,767**	**8,114**	**14,011**	**20,606**	**26,594**	**31,338**
运营费用	**(5,306)**	**(6,958)**	**(10,985)**	**(17,060)**	**(21,971)**	**(25,525)**
销售费用	(1,622)	(2,335)	(3,902)	(5,832)	(7,419)	(8,546)
行政费用	(1,270)	(1,460)	(1,830)	(2,764)	(3,290)	(3,669)
员工成本	(1,147)	(1,586)	(3,036)	(5,288)	(7,017)	(8,302)
其他租金及相关开支	(678)	(900)	(1,482)	(2,252)	(2,892)	(3,421)
其他	(589)	(676)	(736)	(924)	(1,352)	(1,585)
运营利润	**(414)**	**1,279**	**3,217**	**3,739**	**4,874**	**6,185**
其他收入	22	38	83	92	120	149
其他盈亏	1,059	(114)	(27)	71	180	211
EBITDA	**(74)**	**1,548**	**3,630**	**4,617**	**6,183**	**7,700**
EBIT	**543**	**1,080**	**3,082**	**3,709**	**4,924**	**6,173**
利息收入	102	85	109	100	131	223
税前利润	**623**	**1,127**	**3,107**	**3,718**	**4,934**	**6,247**
所得税	64	(639)	(259)	(744)	(987)	(1,249)
税后利润	**686**	**488**	**2,848**	**2,974**	**3,947**	**4,997**
非控股权益	(0)	(0)	0	0	0	0
净利润	**686**	**488**	**2,848**	**2,974**	**3,947**	**4,997**
调整后净利润	**686**	**488**	**2,848**	**2,974**	**3,947**	**4,997**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**8,383**	**6,037**	**7,600**	**8,134**	**11,622**	**16,531**
现金与现金等价物	6,536	3,542	2,992	2,757	5,019	8,912
Restricted cash	0	0	100	100	100	100
应收账款	210	211	295	361	458	536
存货	593	1,206	2,204	2,248	2,785	3,241
预付款项	1,044	1,078	1,545	2,204	2,796	3,278
其他流动资产	0	0	464	464	464	464
非流动资产	**3,929**	**4,443**	**10,692**	**14,063**	**15,658**	**16,677**
物业及厂房及设备（净额）	1,805	1,867	4,169	7,539	9,135	10,154
Right-of-use assets	1,238	2,004	5,187	5,187	5,187	5,187
递延税项	703	208	350	350	350	350
合资及联营公司投资	0	0	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0	0
以公允价值计入损益的资产	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	183	363	986	986	986	986
总资产	**12,312**	**10,480**	**18,292**	**22,197**	**27,280**	**33,208**
流动负债	**6,592**	**2,829**	**5,463**	**6,393**	**7,529**	**8,460**
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	1,616	1,817	3,372	4,302	5,438	6,369
应付税款	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,378	131	240	240	240	240
Lease liabilities	598	881	1,851	1,851	1,851	1,851
非流动负债	**575**	**1,024**	**3,115**	**3,115**	**3,115**	**3,115**
长期债务	0	0	0	0	0	0
Convertible bonds	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	575	1,024	3,115	3,115	3,115	3,115
总负债	**7,167**	**3,853**	**8,578**	**9,508**	**10,644**	**11,575**
股本	16,553	17,615	17,855	17,855	17,855	17,855
留存收益	(11,409)	(11,024)	(8,309)	(5,335)	(1,387)	3,610
其他储备	3	36	168	168	168	168
股东权益总额	**5,146**	**6,627**	**9,714**	**12,689**	**16,636**	**21,634**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	**12,312**	**10,480**	**18,292**	**22,197**	**27,280**	**33,208**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**623**	**1,127**	**3,107**	**3,718**	**4,934**	**6,247**
折旧摊销	(696)	421	523	900	1,249	1,454
税款	(64)	494	(142)	(744)	(987)	(1,249)
营运资金变化	0	0	0	161	(89)	(87)
其他	261	(2,023)	(588)	171	311	434
净经营现金流	**123**	**20**	**2,900**	**4,206**	**5,418**	**6,799**
投资现金流						
资本开支	(173)	(782)	(2,750)	(4,441)	(3,155)	(2,907)
收购与投资	250	0	(100)	0	0	0
处理短期投资所得现金	1	3	2	0	0	0
其他	(78)	(19)	(599)	0	0	0
净投资现金流	**0**	**(798)**	**(3,447)**	**(4,441)**	**(3,155)**	**(2,907)**
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
净借贷	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	1,515	63	0	0	0	0
股票回购	0	0	0	0	0	0
其他	0	(2,340)	0	0	0	0
净融资现金流	**1,515**	**(2,276)**	**0**	**0**	**0**	**0**
净现金流变动						
年初现金	4,916	6,536	3,542	2,992	2,757	5,019
汇率变动	(22)	77	7	0	0	0
其他	1,642	(3,071)	(558)	(235)	2,263	3,892
年末现金	**6,536**	**3,542**	**2,992**	**2,757**	**5,019**	**8,912**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	97.5%	66.9%	87.3%	42.7%	26.9%	17.2%
毛利润	133.9%	70.2%	72.7%	47.1%	29.1%	17.8%
经营利润	na	na	151.5%	16.2%	30.4%	26.9%
EBITDA	na	na	134.5%	27.2%	33.9%	24.5%
EBIT	na	99.0%	185.4%	20.4%	32.7%	25.4%
净利润	na	(28.9%)	483.3%	4.4%	32.7%	26.6%
调整后净利润	na	(28.9%)	483.3%	4.4%	32.7%	26.6%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	59.8%	61.0%	56.3%	58.0%	59.0%	59.3%
营业利益率	(5.2%)	9.6%	12.9%	10.5%	10.8%	11.7%
税息折旧及摊销前利润	(0.9%)	11.6%	14.6%	13.0%	13.7%	14.6%
调整后净利润率	8.6%	3.7%	11.4%	8.4%	8.8%	9.5%
股本回报率	17.6%	8.3%	34.9%	26.6%	26.9%	26.1%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率（倍）	1.3	2.1	1.4	1.3	1.5	2.0
应收账款周转天数	5.8	5.8	3.7	3.7	3.7	3.7
存货周转天数	49.6	63.4	57.1	55.0	55.0	55.0
应付帐款周转天数	28.7	25.9	21.0	16.0	16.0	16.0

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	67.3	111.5	19.2	18.6	14.1	11.2
市盈率（摊薄）	67.3	111.5	19.2	18.6	14.1	11.2
市帐率	10.1	8.3	5.7	4.4	3.3	2.6
市现率	374.3	2,746.9	18.9	13.2	10.3	8.2
股息（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值	45,467.0	52,303.8	54,006.4	55,553.9	55,831.7	56,110.9
企业价值 / 销售额	5.7	3.9	2.2	1.6	1.2	1.1
企业价值 / EBIT	83.8	48.4	17.5	15.0	11.3	9.1
企业价值 / EBITDA	(617.2)	33.8	14.9	12.0	9.0	7.3

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

百胜中國 (9987 HK)

三季度各项指标相当强劲，四季度展望转趋乐观

- **百胜中国 3 季度业绩强劲，销售、利润和资本回报计划均超出预期。**三季度销售同比增长 5%至 31 亿美元，分别好于市场和招银国际预期的 1%和 3%，其中 KFC 同店销售增速略高于预期。净利润同比上升 22%，达到 2.97 亿美元，比市场和招银国际预期高出 14%，主要由于不俗的毛利率以及“Red Eye”和“Fresh Eye”项目带来的成本下降和效率提升。这些项目分别优化供应链支出和简化门店运营流程，显著提升效率 。公司将股东资本回报计划提升约 50%，从原计划 24 到 26 财年约 30 亿美元的股东回报，上调至 45 亿美元，这也代表 25 财年和 26 财年将会每年额外多派 7.5 亿美元，相当于当前市值的约 4%。我们认为这个是巨大的惊喜。
- **展望四季度，公司提到国庆期间同店销售增长转正，但旺季之后的表现相当平淡。**尽管如此，由于去年的低基数，我们仍然预期百胜中国四季度的同店销售增长可达 2%，利润率也会进一步提高，主要受以下战略的支持: 1)客户群的扩大：公司通过提供更多入门级或高性价比产品来吸引价格敏感的消费者，并通过小份餐抢占一人餐的需求。2)外卖增长的优化：百胜中国加强与第三方外卖平台的合作，并推出更多低价组合产品，以满足增量需求。3)新店业态的突破：包括 K-coffee 和 Pizza Hut WOW 门店的快速扩展。在三季度，K-coffee 门店数量已达到 500 家，预计 24 年年底将达 600 家；Pizza Hut WOW 店也已达 150 家，计划在到年底增至 200 家。K-coffee 店型可以在现有同店销售基础上增加个位数的销售增长，更好地提升门店整体利润率，而 Pizza Hut WOW 店，尽管客单价比原有 Pizza Hut 店低，但凭藉其强劲的客流，销售对比升级前也有大幅增长。
- **门店拓展与资本支出计划维持不变。**公司在三季度新开了 438 家门店，同比增长 12.5%。全年计划净新开 1,500 到 1,700 家门店的目标仍然保持不变。资本支出目标也保持在 7 亿至 8.5 亿美元之间。值得注意的是，公司加速了加盟门店的扩展，KFC/Pizza Hut 的加盟新店比例分别达 27%和 7%，已经超出原先 15%-20%的目标，未来计划进一步提升至 40%-50%和 20%-30%。此举有望提升公司 ROIC，因为与直营店相比，加盟店所需的资本支出更低但利润相当 。
- **维持“买入”评级，目标价为 451.11 港元。**目标价是基于 22 倍 25 财年预测市盈率（从 15 倍上调），相对五年平均 25 倍的估值仍然吸引。现价估值为 18 倍。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万美元)	9,569	10,978	11,193	12,082	12,977
同比增长 (%)	(2.9)	14.7	2.0	7.9	7.4
运营利润 (百万美元)	629.0	1,106.0	1,157.4	1,288.3	1,386.6
净利润 (百万美元)	442.0	827.0	897.8	983.7	1,071.5
每股收益 (美元)	1.04	1.97	2.18	2.65	3.20
同比增长 (%)	(54.4)	89.3	10.5	21.6	20.9
市盈率 (倍)	48.1	25.4	23.0	18.9	15.6
市净率 (倍)	2.8	3.0	2.5	2.0	1.6
股息 (%)	1.0	1.1	1.2	1.5	1.8
股本回报率 (%)	5.9	11.6	12.0	11.9	11.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	451.11 港元
潜在升幅	16.1%
当前股价	388.60 港元

中国可选消费

胡永匡
(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	150,388.2
3 月平均流通量(百万港元)	248.6
52 周内股价高/低(百万港元)	400.00/228.40
总股本 (百万)	387.0

资料来源： FactSet

股东结构

摩根大通公司	10.5%
景顺	8.0%

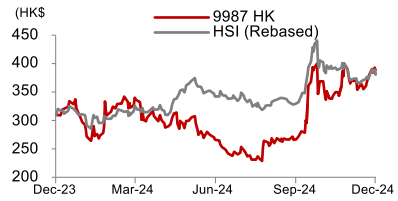
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	4.8%	4.0%
3 -月	45.8%	26.8%
6 -月	45.5%	32.0%

资料来源： FactSet

股份表现



资料来源： FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万美元）						
销售收入	**9,853**	**9,569**	**10,978**	**11,193**	**12,082**	**12,977**
销售成本	(2,812)	(2,836)	(3,224)	(3,359)	(3,575)	(3,838)
毛利润	**7,041**	**6,733**	**7,754**	**7,834**	**8,507**	**9,139**
运营费用	**(6,298)**	**(6,010)**	**(6,648)**	**(6,677)**	**(7,219)**	**(7,752)**
销售费用	0	0	0	0	0	0
行政费用	(663)	(704)	(779)	(728)	(797)	(856)
员工成本	(2,258)	(2,389)	(2,725)	(2,781)	(2,983)	(3,228)
其他租金及相关开支	(959)	(884)	(935)	(932)	(979)	(1,027)
其他	(1,902)	(1,431)	(1,756)	(1,615)	(1,793)	(1,925)
运营利润	**1,386**	**629**	**1,106**	**1,157**	**1,288**	**1,387**
其他收入	643	(94)	0	0	0	0
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**1,902**	**1,231**	**1,559**	**1,779**	**1,954**	**2,102**
折旧	(505)	(582)	(423)	(561)	(622)	(699)
其他摊销	(11)	(20)	(30)	(61)	(44)	(17)
利息收入	60	84	169	120	149	179
利息支出	0	0	0	0	0	0
净利息收入(支出)	**60**	**84**	**169**	**120**	**149**	**179**
其他收入/支出	(54)	(26)	(49)	34	(12)	(13)
税前利润	**1,392**	**687**	**1,226**	**1,311**	**1,426**	**1,553**
所得税	(369)	(209)	(325)	(347)	(371)	(404)
税后利润	**1,023**	**478**	**901**	**963**	**1,055**	**1,149**
非控股权益	(33)	(36)	(74)	(66)	(71)	(78)
净利润	**990**	**442**	**827**	**898**	**984**	**1,072**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万美元）						
流动资产	**4,716**	**3,940**	**3,431**	**4,239**	**4,998**	**5,858**
现金与现金等价物	1,136	1,130	1,128	1,916	2,614	3,407
Restricted cash	2,860	2,022	1,472	1,472	1,472	1,472
应收账款	67	64	68	67	73	78
存货	432	417	424	438	466	501
预付款项	221	307	339	346	373	401
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产	**8,507**	**7,886**	**8,600**	**8,539**	**8,684**	**8,812**
物业及厂房及设备（净额）	2,251	2,118	2,310	2,477	2,640	2,785
Right-of-use assets	2,612	2,219	2,217	2,217	2,217	2,217
合资及联营公司投资	292	266	332	332	332	332
无形资产	272	159	150	89	46	29
商誉	2,142	1,988	1,932	1,765	1,791	1,791
其他非流动资产	938	1,136	1,659	1,659	1,659	1,659
总资产	**13,223**	**11,826**	**12,031**	**12,778**	**13,683**	**14,670**
流动负债	**2,383**	**2,166**	**2,422**	**2,435**	**2,533**	**2,642**
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	830	727	786	788	839	901
应付税款	51	68	90	90	90	90
其他流动负债	1,502	1,371	1,546	1,557	1,604	1,651
非流动负债	**2,918**	**2,500**	**2,490**	**2,490**	**2,490**	**2,490**
长期债务	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,918	2,500	2,490	2,490	2,490	2,490
总负债	**5,301**	**4,666**	**4,912**	**4,925**	**5,023**	**5,132**
股本	4,967	4,291	4,095	4,095	4,095	4,095
留存收益	2,892	2,191	2,310	2,731	3,444	4,221
其他储备	63	678	714	1,027	1,121	1,223
股东权益总额	**7,922**	**7,160**	**7,119**	**7,852**	**8,660**	**9,539**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	**13,223**	**11,826**	**12,031**	**12,778**	**13,683**	**14,670**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万美元）						
经营现金流						
税前利润	**1,392**	**687**	**1,226**	**1,311**	**1,426**	**1,553**
折旧摊销	516	602	453	621	666	716
税款	160	(20)	(10)	(347)	(371)	(404)
营运资金变化	53	0	49	(7)	36	41
其他	(990)	144	(245)	167	(26)	0
净经营现金流	**1,131**	**1,413**	**1,473**	**1,745**	**1,731**	**1,906**
投资现金流						
资本开支	(689)	(679)	(710)	(728)	(785)	(844)
收购与投资	(115)	(23)	(20)	0	0	0
其他	(51)	180	(13)	0	0	0
净投资现金流	**(855)**	**(522)**	**(743)**	**(728)**	**(785)**	**(844)**
融资现金流						
已支付股息	(203)	(202)	(216)	(230)	(247)	(271)
净借贷	0	2	164	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
股票回购	(75)	(466)	(613)	0	0	0
其他	(35)	(178)	(51)	0	0	0
净融资现金流	**(313)**	**(844)**	**(716)**	**(230)**	**(247)**	**(271)**
净现金流变动						
年初现金	1,158	1,136	1,130	1,128	1,916	2,614
汇率变动	15	(53)	(16)	0	0	0
其他	(37)	47	14	788	699	792
年末现金	**1,136**	**1,130**	**1,128**	**1,916**	**2,614**	**3,407**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	19.2%	(2.9%)	14.7%	2.0%	7.9%	7.4%
毛利润	18.9%	(4.4%)	15.2%	1.0%	8.6%	7.4%
经营利润	44.2%	(54.6%)	75.8%	4.6%	11.3%	7.6%
EBITDA	34.8%	(35.3%)	26.6%	14.1%	9.8%	7.6%
净利润	26.3%	(55.4%)	87.1%	8.6%	9.6%	8.9%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	71.5%	70.4%	70.6%	70.0%	70.4%	70.4%
营业利益率	14.1%	6.6%	10.1%	10.3%	10.7%	10.7%
税息折旧及摊销前利润	19.3%	12.9%	14.2%	15.9%	16.2%	16.2%
股本回报率	13.8%	5.9%	11.6%	12.0%	11.9%	11.8%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	na	na	na	na	na	na
流动比率（倍）	2.0	1.8	1.4	1.7	2.0	2.2
应收账款周转天数	3.1	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2
存货周转天数	53.9	54.6	47.6	47.6	47.6	47.6
应付帐款周转天数	99.8	100.2	85.6	85.6	85.6	85.6

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	21.9	48.1	25.4	23.0	18.9	15.6
市盈率（摊薄）	21.9	48.1	25.4	23.0	18.9	15.6
市帐率	2.8	2.8	3.0	2.5	2.0	1.6
市现率	19.2	15.0	14.3	11.8	10.7	8.8
股息（%）	0.9	1.0	1.1	1.2	1.5	1.8
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

吉利汽车 (175 HK)

百尺竿头更进一步

随着银河 E5 和星愿的上市即热销，吉利今年的新能源车发展超出市场预期。吉利汽车作为我们在 2024 年行业策略中推荐的首选标的，今年股价表现跑赢其他主要的港股整车厂。考虑到公司今年下半年以来展现的产品能力和组织架构优化，我们认为吉利已经找准新能源发展的节奏，将进入新能源销量增长的快车道，有望迎来销量和利润增长的共振。2025 年吉利仍为我们在传统整车厂中的首推标的。

- **新能源发展步入快车道。**随着今年 8 月上市的银河 E5 取得成功，我们认为吉利已经找到了现阶段打造新能源爆款车型的可行思路。10 月上市的吉利星愿再次成为爆款，也令我们对即将于 12 月上市的星舰 7 PHEV 和计划于明年 2 季度推出的银河中型 PHEV 轿车（对标比亚迪秦 L）更有信心。通过推出更具经济性的 GEA 平台并将混动架构升级为雷神 EM-i，我们估计吉利新能源车型的单车成本有望下降 5,000-7,000 元。叠加销量提升带来的规模效应改善，我们预计吉利明年新能源板块（含极氪和领克）有望实现整体的扭亏为盈。我们预测明年吉利的新能源总销量（含极氪和领克）将同比提升 50%至 131 万台，占到我们对吉利明年总销量预测 238 万台（同比+10%）的 55%。

- **品牌整合，重新聚焦。**极氪和领克的整合有望于明年 1 季度完成，届时极氪上市公司（ZK US，未评级）将通过收购母公司（20%）和沃尔沃（30%）持有的领克股份以及增资的方式持有领克合资公司合计 51%的股权，满足并表要求，吉利汽车上市公司将持有剩余 49%。我们认为极氪和领克的整合有利于进一步理清品牌定位，降低集团内部的销量蚕食和资源浪费，提升协同效应。明年极氪和领克将分别推出两款全新车型。此外，近期吉利旗下新能源系列几何和银河也实现并网销售，实质上回归一个吉利品牌。这些品牌和业务的整合令我们回忆起 2014 年帝豪、全球鹰和英伦合并为一个吉利品牌的往事，该次合并后吉利的总销量于 2015-17 年分别增长 22%，50%和 62%。

- **盈利预测和估值。**剔除今年因为成立 Horse 动力总成合资公司带来的一次性收益 75 亿元，我们预测吉利的核心净利润有望从今年的 91 亿元增长 36%至明年的 125 亿元。近期大股东和管理层的增持也体现了集团内部对公司发展的信心。我们重申买入评级，目标价 19 港元，基于分部估值，其中极氪部分目标价 4 港元，基于 0.7x 极氪 25 年核心收入预测；吉利其他业务 15 港元，基于 12x 吉利其他业务 25 年的净利润预测。我们估值和目标价的主要风险包括低于预期的新能源车销量和毛利率，以及全行业的估值倍数下行。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	147,965	179,204	240,904	276,930	299,715
同比增长 (%)	45.6	21.1	34.4	15.0	8.2
净利润 (百万人民币)	5,260.4	5,308.4	16,602.9	12,459.3	13,551.1
同比增长 (%)	8.5	0.9	212.8	(25.0)	8.8
每股收益 (人民币)	0.52	0.53	1.65	1.23	1.32
市盈率 (倍)	25.8	25.7	8.2	11.0	10.2
市净率 (倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
股息 (%)	1.4	1.5	2.4	3.3	3.5
股本回报率 (%)	7.3	6.8	19.3	12.9	12.7
净负债比率 (%)	(33.2)	(38.8)	(46.4)	(54.8)	(58.0)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	19.00 港元
潜在升幅	30.9%
当前股价	14.52 港元

中国汽车

史 迹, CFA
(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA
(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

梁晓钧
(852) 3900 0856
austinliang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	146,237.5
3 月平均流通量(百万港元)	1,223.1
52 周内股价高/低(百万港元)	15.04/7.34
总股本 (百万)	10071.5

资料来源：FactSet

股东结构

李书福	41.4%
其他	58.6%

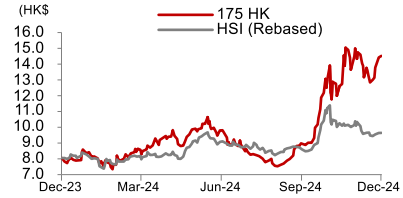
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-0.1%	4.9%
3 -月	62.8%	45.2%
6 -月	48.0%	39.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 http:// www.cmbi.com.hk 下载更多招银国际环球市场研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**101,611**	**147,965**	**179,204**	**240,904**	**276,930**	**299,715**
销售成本	(84,199)	(127,069)	(151,789)	(203,580)	(233,854)	(253,505)
毛利润	**17,412**	**20,896**	**27,415**	**37,323**	**43,076**	**46,211**
运营费用	**(13,020)**	**(17,506)**	**(22,962)**	**(27,150)**	**(30,160)**	**(32,035)**
销售费用	(6,323)	(8,228)	(11,832)	(13,041)	(14,692)	(15,267)
行政费用	(8,036)	(10,435)	(12,497)	(15,242)	(17,218)	(18,692)
其他	1,339	1,157	1,367	1,133	1,750	1,924
运营利润	**4,393**	**3,389**	**4,453**	**10,173**	**12,915**	**14,176**
其他费用	(1,213)	(1,489)	(646)	(1,662)	(606)	(415)
其他盈亏	0	1,750	0	7,470	0	0
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	1,205	651	599	925	1,829	2,178
EBITDA	**11,823**	**13,551**	**13,570**	**26,199**	**24,995**	**28,478**
折旧	6,893	8,318	8,203	8,190	9,485	10,888
EBIT	**4,930**	**5,233**	**5,367**	**18,009**	**15,509**	**17,590**
利息收入	545	931	961	1,103	1,371	1,651
利息支出	(265)	(551)	(417)	(364)	(406)	(400)
净利息收入(支出)	**280**	**380**	**544**	**739**	**965**	**1,251**
外汇收益/损失	125	(79)	(126)	(400)	0	0
税前利润	**4,665**	**4,682**	**4,950**	**17,645**	**15,103**	**17,190**
所得税	(312)	(32)	(15)	(925)	(1,593)	(1,801)
税后利润	**4,353**	**4,650**	**4,935**	**16,720**	**13,511**	**15,389**
非控股权益	494	611	373	(117)	(1,051)	(1,837)
净利润	**4,847**	**5,260**	**5,308**	**16,603**	**12,459**	**13,551**
总股息	1,788	1,916	2,033	3,288	4,485	4,878

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**65,296**	**79,064**	**113,635**	**123,214**	**147,082**	**163,212**
现金与现金等价物	28,014	33,341	35,746	47,233	60,560	69,627
Restricted cash	4	387	943	943	943	943
应收账款	31,549	34,392	42,711	57,025	65,553	70,946
存货	5,522	10,822	15,422	17,848	19,862	21,531
预付款项	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	207	121	18,813	164	164	164
非流动资产	**69,046**	**78,762**	**78,963**	**106,029**	**114,544**	**122,119**
物业及厂房及设备（净额）	30,859	32,201	27,351	26,901	25,750	24,345
Right-of-use assets	3,436	3,402	3,600	3,551	3,512	3,475
递延税项	2,435	4,573	6,342	6,342	6,342	6,342
合资及联营公司投资	10,205	14,235	15,703	35,317	37,470	39,905
无形资产	20,901	22,548	23,920	31,391	38,586	44,944
商誉	58	61	34	34	34	34
以公允价值计入损益的资产	352	0	0	0	0	0
其他非流动资产	801	1,742	2,013	2,494	2,849	3,074
总资产	**134,341**	**157,826**	**192,598**	**229,243**	**261,626**	**285,331**
流动负债	**60,351**	**68,953**	**96,824**	**117,860**	**138,265**	**149,754**
短期债务	1,907	0	0	0	0	0
应付账款	57,393	65,481	87,398	116,320	136,725	148,213
应付税款	853	773	774	774	774	774
其他流动负债	0	2,143	7,898	13	13	13
Lease liabilities	198	557	754	754	754	754
非流动负债	**3,770**	**12,677**	**10,622**	**11,898**	**12,529**	**12,885**
长期债务	0	2,758	2,840	2,340	2,340	2,340
应付公司债	1,901	6,000	2,600	3,500	3,500	3,500
Convertible bonds	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,869	3,919	5,182	6,058	6,689	7,044
总负债	**64,120**	**81,631**	**107,446**	**129,758**	**150,795**	**162,639**
股本	183	184	184	185	187	188
其他储备	68,423	74,947	80,325	91,070	101,394	111,446
股东权益总额	**68,606**	**75,130**	**80,509**	**91,255**	**101,581**	**111,634**
少数股东权益	1,615	1,065	4,643	8,230	9,251	11,058

总负债和股东权益	134,341	157,826	192,598	229,243	261,626	285,331
现金流量表	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**4,665**	**4,682**	**4,950**	**17,645**	**15,103**	**17,190**
折旧摊销	6,893	8,318	8,203	8,190	9,485	10,888
税款	(1,197)	(2,082)	(2,307)	(925)	(1,593)	(1,801)
营运资金变化	5,161	5,672	11,238	12,577	10,139	4,557
其他	(174)	(571)	259	(7,273)	(1,975)	(2,788)
净经营现金流	**15,348**	**16,018**	**22,342**	**30,214**	**31,160**	**28,045**
投资现金流						
资本开支	(6,100)	(10,337)	(15,322)	(15,176)	(15,650)	(16,058)
收购与投资	(2,609)	(2,831)	(1,570)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
处理短期投资所得现金	(323)	0	0	0	0	0
其他	1,873	1,037	748	1,767	2,167	2,514
净投资现金流	**(7,159)**	**(12,130)**	**(16,145)**	**(14,408)**	**(14,483)**	**(14,544)**
融资现金流						
已支付股息	(1,611)	(1,788)	(1,916)	(2,033)	(3,288)	(4,485)
净借贷	0	4,603	(6,306)	(500)	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	2,527	(1,490)	5,458	(1,785)	(62)	50
净融资现金流	**916**	**1,325**	**(2,764)**	**(4,319)**	**(3,350)**	**(4,435)**
净现金流变动						
年初现金	18,977	28,014	33,341	35,746	47,233	60,560
汇率变动	(68)	114	(1,029)	0	0	0
年末现金	**28,014**	**33,341**	**35,746**	**47,233**	**60,560**	**69,627**
增长率	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
年结 12 月 31 日						
销售收入	10.3%	45.6%	21.1%	34.4%	15.0%	8.2%
毛利润	18.2%	20.0%	31.2%	36.1%	15.4%	7.3%
经营利润	(11.6%)	(22.8%)	31.4%	128.5%	27.0%	9.8%
EBITDA	(2.3%)	14.6%	0.1%	93.1%	(4.6%)	13.9%
EBIT	(25.4%)	6.1%	2.6%	235.6%	(13.9%)	13.4%
净利润	(12.4%)	8.5%	0.9%	212.8%	(25.0%)	8.8%
盈利能力比率	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
年结 12 月 31 日						
毛利率	17.1%	14.1%	15.3%	15.5%	15.6%	15.4%
营业利益率	4.3%	2.3%	2.5%	4.2%	4.7%	4.7%
税息折旧及摊销前利润	11.6%	9.2%	7.6%	10.9%	9.0%	9.5%
股本回报率	7.3%	7.3%	6.8%	19.3%	12.9%	12.7%
资产负债比率	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
流动比率（倍）	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1
应收账款周转天数	116.5	88.7	91.1	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	24.0	31.2	37.2	32.0	31.0	31.0
应付帐款周转天数	253.7	193.2	217.3	215.0	220.0	220.0
估值指标	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
年结 12 月 31 日						
市盈率	27.4	25.8	25.7	8.2	11.0	10.2
市盈率（摊薄）	27.6	26.1	25.9	8.3	11.1	10.3
市帐率	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
市现率	8.7	8.5	6.1	4.5	4.4	4.9
股息（%）	1.3	1.4	1.5	2.4	3.3	3.5
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

小鹏汽车 (XPEV US)

新起点，新征程

我们认为今年 8 月底上市的 Mona M03 标志着小鹏汽车本轮强产品周期的开启，11 月上市的 P7+作为降本后全新技术方案下的首款新车再次取得开门红。明年公司计划将这套全新技术方案逐步应用到现有车型之上，并将推出四款全新车型（含首款长续航增程车型），我们预计小鹏有望在明年实现销量和盈利水平的大幅提升，为公司 2026 年扭亏为盈带来曙光。在本次 2025 年度策略中，我们将小鹏作为造车新势力中的首选标的，明年公司新车型的逐季上市有望成为股价催化剂。

- **智驾虽好，销量为王。**领先的自动驾驶技术作为小鹏品牌的内在基因在过去几年业已成为市场共识，我们认为这也是其估值倍数通常高于可比公司的主要原因。但是技术转化为销量和盈利需要好的产品作为载体，今年小鹏通过 Mona M03 的推出再次展示了其打造爆款的能力，扭转了小鹏品牌原有车型的销量困境。11 月新推出的 P7+更是将中大型纯电轿车的价格进一步降至 20 万以内，Mona M03 的热销趋势在 P7+上得到进一步的延续，也体现了公司产品定义能力的提升和技术降本的实力。这也令我们对公司明年将推出的四款全新车型（含首款增程车型）更有信心，有望为公司明年的股价提供更多的催化剂。我们预测小鹏明年的销量将同比增长 110%至 39 万台，2026 年有望继续增长 26%至 49 万台。
- **盈亏平衡的信号已现。**得益于公司规模效应的改善、成本的降低以及有效的费用控制，我们预计小鹏明年的净亏损有望在今年的基础上进一步大幅收窄，2026 年有望实现扭亏为盈。我们估计全新 P7+和明年新车型的毛利率有望高于 10%，将带动小鹏明年的整体毛利率达到 15.1%。我们预测明年的销管研费用合计比率将从今年的 32.6%下降至明年的 21%。综上，我们预测小鹏明年的净亏损将收窄至 22 亿元，2026 年随着综合毛利率提升至 15.3%，有望首次实现全年盈利约 1 亿元。
- **估值和评级。**重申买入评级，目标价 16 美元，基于 1.5x FY25E P/S。考虑到小鹏领先的自动驾驶能力，高速的销量增长，以及盈亏平衡拐点的临近，我们认为公司高于同行的目标估值倍数是合理的。我们估值和目标价的主要风险包括低于预期的新能源车销量和毛利率，以及全行业的估值倍数下行。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	26,855	30,676	40,377	71,790	88,440
同比增长 (%)	28.0	14.2	31.6	77.8	23.2
毛利率 (%)	11.5	1.5	14.2	15.2	15.3
运营利润 (百万人民币)	(8,705.5)	(10,889.4)	(6,920.7)	(3,403.3)	(1,510.9)
净利润 (百万人民币)	(9,139.0)	(10,375.8)	(5,999.9)	(2,166.8)	106.5
每股收益 (人民币)	(5.34)	(5.96)	(3.17)	(1.14)	0.06
市销率 (倍)	3.2	2.8	2.1	1.2	1.0
市净率 (倍)	2.1	2.2	2.8	3.0	3.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	16.00 美元
潜在升幅	27.6%
当前股价	12.54 美元

中国汽车

史 迹, CFA
(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA
(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

梁晓钧
(852) 3900 0856
austinliang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	11,907.9
3 月平均流通量(百万美元)	97.4
52 周内股价高/低(百万美元)	16.00/6.63
总股本 (百万)	1899.2

资料来源： FactSet

股东结构

何小鹏	18.6%
大众集团	5.0%

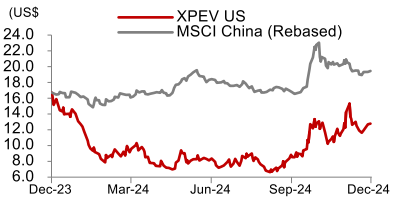
资料来源： 纽交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	2.0%	6.9%
3 -月	46.8%	26.6%
6 -月	50.0%	42.0%

资料来源： FactSet

股份表现



资料来源： FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**20,988**	**26,855**	**30,676**	**40,377**	**71,790**	**88,440**
销售成本	(18,366)	(23,767)	(30,225)	(34,648)	(60,848)	(74,936)
毛利润	**2,623**	**3,088**	**451**	**5,729**	**10,942**	**13,504**
运营费用	**(9,202)**	**(11,794)**	**(11,341)**	**(12,650)**	**(14,345)**	**(15,015)**
销售	(5,305)	(6,688)	(6,559)	(6,750)	(8,045)	(8,715)
研发费用	(4,114)	(5,215)	(5,277)	(6,400)	(7,000)	(7,300)
其他	218	109	495	500	700	1,000
运营利润	**(6,579)**	**(8,706)**	**(10,889)**	**(6,921)**	**(3,403)**	**(1,511)**
以公允价值计量的盈亏	671	84	(635)	(290)	(170)	0
其他盈亏	384	(1,424)	139	100	150	150
EBITDA	**(3,944)**	**(7,571)**	**(7,963)**	**(2,878)**	**1,215**	**3,748**
折旧	573	915	1,646	2,028	2,311	2,584
使用权资产折旧	229	379	182	258	273	283
其他摊销	36	116	279	514	531	552
EBIT	**(4,782)**	**(8,982)**	**(10,070)**	**(5,678)**	**(1,900)**	**330**
利息收入	743	1,059	1,260	1,412	1,474	1,591
利息支出	(55)	(132)	(269)	(322)	(267)	(204)
税前利润	**(4,837)**	**(9,114)**	**(10,339)**	**(6,000)**	**(2,167)**	**125**
所得税	(26)	(25)	(37)	0	0	(19)
税后利润	**(4,863)**	**(9,139)**	**(10,376)**	**(6,000)**	**(2,167)**	**107**
其他	0	0	0	0	0	0
净利润	**(4,863)**	**(9,139)**	**(10,376)**	**(6,000)**	**(2,167)**	**107**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**48,831**	**43,527**	**54,522**	**50,213**	**69,459**	**84,320**
现金与现金等价物	11,025	14,608	21,127	14,982	23,923	28,903
Restricted cash	610	106	3,175	3,000	2,000	2,000
应收账款	2,673	3,873	2,716	3,319	5,901	7,269
存货	2,662	4,521	5,526	5,221	8,335	10,265
短期银行存款	25,858	15,349	16,812	18,000	20,000	25,000
以公允价值计入损益的资产	2,834	1,262	781	591	601	611
其他流动资产	3,169	3,808	4,384	5,100	8,700	10,272
非流动资产	**16,821**	**27,964**	**29,641**	**32,089**	**31,909**	**29,985**
物业及厂房及设备（净额）	5,425	10,607	10,954	10,854	10,493	9,854
Right-of-use assets	1,561	1,955	1,456	1,398	1,225	1,042
合资及联营公司投资	1,549	2,295	2,085	1,805	1,655	1,755
无形资产	879	1,043	4,949	4,599	4,285	3,954
其他非流动资产	7,407	12,064	10,197	13,433	14,251	13,380
总资产	**65,651**	**71,491**	**84,163**	**82,302**	**101,368**	**114,305**
流动负债	**18,013**	**24,115**	**36,112**	**38,284**	**58,244**	**69,901**
短期债务	0	2,419	3,889	4,260	0	0
应付账款	12,362	14,223	22,210	25,630	45,011	55,432
应付税款	23	28	6	40	50	50
其他流动负债	5,254	6,954	9,640	8,017	12,890	14,162
Lease liabilities	373	491	366	337	293	257
非流动负债	**5,492**	**10,465**	**11,722**	**13,279**	**14,243**	**15,106**
长期债务	1,675	4,613	5,651	6,651	6,151	5,851
递延收入	479	694	669	1,005	1,406	1,899
其他非流动负债	3,338	5,158	5,403	5,623	6,686	7,356
总负债	**23,505**	**34,580**	**47,834**	**51,563**	**72,487**	**85,007**
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	59,987	60,697	70,258	70,658	70,958	71,258
留存收益	(17,840)	(23,787)	(33,930)	(39,920)	(42,076)	(41,960)
其他储备	0	0	0	0	0	0
股东权益总额	**42,147**	**36,911**	**36,329**	**30,739**	**28,882**	**29,298**
总负债和股东权益	**65,651**	**71,491**	**84,163**	**82,302**	**101,368**	**114,305**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**(4,837)**	**(9,114)**	**(10,339)**	**(6,000)**	**(2,167)**	**125**
折旧摊销	838	1,411	2,107	2,800	3,115	3,419
营运资金变化	3,584	(2,709)	7,352	103	11,921	6,270
其他	(679)	2,181	1,836	(189)	(423)	(751)
净经营现金流	**(1,095)**	**(8,232)**	**956**	**(3,287)**	**12,446**	**9,063**
投资现金流						
资本开支	(4,318)	(4,680)	(2,312)	(2,250)	(2,500)	(2,500)
收购与投资	(1,033)	(619)	(699)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(27,762)	9,736	2,837	(3,185)	1,000	(2,000)
其他	37	408	805	1,412	1,474	1,591
净投资现金流	**(33,076)**	**4,846**	**631**	**(4,022)**	**(26)**	**(2,909)**
融资现金流						
净借贷	(143)	6,119	3,110	1,007	(4,260)	(1,000)
发行股票所得现金	13,110	(2)	5,020	0	0	0
其他	1,660	(113)	(114)	(18)	(219)	(173)
净融资现金流	**14,627**	**6,004**	**8,015**	**989**	**(4,479)**	**(1,173)**
净现金流变动						
年初现金	31,542	11,635	14,714	24,302	17,982	25,923
汇率变动	(363)	462	(15)	0	0	0
年末现金	**11,635**	**14,714**	**24,302**	**17,982**	**25,923**	**30,903**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	259.1%	28.0%	14.2%	31.6%	77.8%	23.2%
毛利润	886.0%	17.8%	(85.4%)	1,169.9%	91.0%	23.4%
EBITDA	na	na	na	na	na	208.5%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	12.5%	11.5%	1.5%	14.2%	15.2%	15.3%
营业利益率	(31.3%)	(32.4%)	(35.5%)	(17.1%)	(4.7%)	(1.7%)
税息折旧及摊销前利润	(18.8%)	(28.2%)	(26.0%)	(7.1%)	1.7%	4.2%
股本回报率	(12.7%)	(23.1%)	(28.3%)	(17.9%)	(7.3%)	0.4%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	na	na	na	na	na	na
流动比率（倍）	2.7	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2
应收账款周转天数	46.5	52.6	32.3	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	52.9	69.4	66.7	55.0	50.0	50.0
应付帐款周转天数	245.7	218.4	268.2	270.0	270.0	270.0

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	ns	ns	ns	821.1
市盈率（摊薄）	ns	ns	ns	ns	ns	821.1
市帐率	1.8	2.1	2.2	2.8	3.0	3.0
市现率	ns	ns	82.9	ns	7.0	9.7
股息（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

途虎养车 (9690 HK)

科技赋能汽车服务

买入 (维持)

目标价	26.00 港元
潜在升幅	24.7%
当前股价	20.85 港元

中国汽车

窦文静, CFA
(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

史 迹, CFA
(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

梁晓钧
(852) 3900 0856
austinliang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	16,928.1
3 月平均流通量(百万港元)	56.1
52 周内股价高/低(百万港元)	32.80/10.46
总股本 (百万)	811.9

资料来源： FactSet

股东结构

腾讯控股	19.6%
陈敏	10.1%

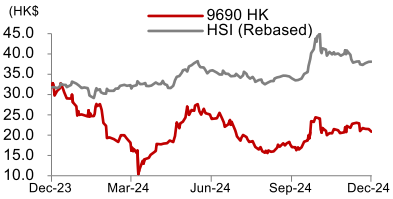
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	0.2%	5.3%
3 -月	22.4%	9.1%
6 -月	-12.2%	-17.1%

资料来源： FactSet

股份表现



资料来源： FactSet

我们认为途虎作为行业头部的独立汽车服务商有望在中国车龄增长、消费偏好理性化的趋势中获益。途虎通过自研系统，实现对供应链和门店的强管控，产品和服务标准化保持行业领先，更加满足年轻用户的消费习惯，实现了较低的获客成本和较高的用户粘性。我们认为途虎的门店网络扩张足以抵消潜在的单店增长压力，而自有自控产品占比的提升对公司的利润和利润率均有正面帮助。途虎是宏观经济波动中很好的防御性标的，我们将其作为本次 2025 年度策略中汽车服务板块的首选标的。

- **标准化服务+门店强管控，树立行业壁垒。**随着中国市场平均车龄的增长，我们认为独立的汽车售后服务商仍有较大的市场增长空间。途虎通过自研系统、自控供应链和对门店的管理能力，塑造了较高的行业壁垒。通过标准化的产品和服务，途虎实现了介于传统 4S 店和街边夫妻老婆店之间的精准定位，线上下单的方式也更符合年轻人的消费习惯，有利于用户粘性的培养。
- **消费降级带来新的市场机会。**随着宏观环境的不确定性增强，用户的消费偏好变得更加理性，在此过程中我们认为途虎有望承接更多从传统 4S 店流出的客户。除了通过品牌产品满足中高端客户的需求外，途虎的自有自控产品凭借较高的性价比可以抓住更多“消费降级”的客户。而自有自控产品的毛利率通常较高，综合来看，途虎甚至可能获得比品牌产品更高的毛利润，帮助公司在获客和利润增厚方面实现良性循环。
- **门店网络扩张抵御单店压力。**考虑到经济波动和门店逐步往低线城市延伸，我们认为途虎的平均单店贡献或面临增长压力，而网络的扩张有望带动整体收入和利润实现良性增长。得益于目前店端较好的盈利情况，管理层表示今年上半年新开店申请同比增长 22%，8-9 月又有进一步的提升，有望支撑其下半年和明年的开店计划。我们预计途虎工场店的数量有望从今年上半年的约 6,300 家增长至今年年底的约 7,000 家，以及明年的约 7,900 家。
- **盈利预测和估值。**我们预测途虎今年和明年的收入将分别同比增长 10%和 15%至人民币 149 亿元和 171 亿元，毛利率改善至 26.0%和 26.8%，调整后净利润有望分别增长 64%和 46%至约 7.9 亿元和 11.5 亿元。重申“买入”评级，目标价 26 港元，基于 17x FY25E 调整后 P/E，相比海外同类公司（奥莱利（ORLY US，未评级），汽车地带（AZO US，未评级））20-30x 的估值倍数仍有折价。主要风险包括低于预期的网络扩张、收入和毛利率，行业估值下行。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	11,547	13,601	14,936	17,127	18,494
同比增长 (%)	(1.5)	17.8	9.8	14.7	8.0
净利润 (百万人民币)	(2,136.2)	6,702.9	634.2	1,028.6	1,245.1
同比增长 (%)	na	na	(90.5)	62.2	21.0
调整后净利润 (百万人民币)	(551.9)	481.3	790.3	1,151.9	1,356.7
每股收益 (人民币)	(14.82)	20.80	0.78	1.25	1.50
市盈率 (倍)	ns	0.9	25.1	15.5	13.0
调整后市盈率 (倍)	ns	13.0	20.1	13.9	11.9
市净率 (倍)	ns	1.4	3.2	2.6	2.1
股本回报率 (%)	na	na	13.4	18.4	18.1

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**11,724**	**11,547**	**13,601**	**14,936**	**17,127**	**18,494**
销售成本	(9,854)	(9,277)	(10,242)	(11,047)	(12,531)	(13,443)
毛利润	**1,870**	**2,270**	**3,359**	**3,889**	**4,596**	**5,051**
运营费用	**(3,184)**	**(3,034)**	**(3,198)**	**(3,383)**	**(3,678)**	**(3,893)**
销售费用	(1,681)	(1,542)	(1,715)	(1,859)	(2,073)	(2,223)
行政费用	(351)	(399)	(420)	(426)	(443)	(466)
研发费用	(620)	(621)	(580)	(591)	(614)	(627)
其他租金及相关开支	(654)	(627)	(600)	(621)	(658)	(689)
其他	122	156	117	113	110	112
运营利润	**(1,314)**	**(764)**	**162**	**506**	**918**	**1,157**
其他盈亏	(4,441)	(1,339)	6,465	0	0	0
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	(53)	(34)	(11)	(10)	(7)	(6)
EBITDA	**(5,440)**	**(1,716)**	**7,106**	**1,090**	**1,607**	**1,985**
折旧	121	157	160	215	272	323
使用权资产折旧	182	203	196	210	230	254
其他摊销	2	4	5	5	6	6
EBIT	**(5,744)**	**(2,080)**	**6,744**	**659**	**1,099**	**1,402**
利息收入	64	57	129	163	188	251
利息支出	(66)	(28)	(19)	(18)	(19)	(21)
税前利润	**(5,810)**	**(2,108)**	**6,725**	**641**	**1,081**	**1,381**
所得税	(35)	(31)	(25)	(10)	(54)	(138)
税后利润	**(5,845)**	**(2,138)**	**6,701**	**632**	**1,027**	**1,243**
非控股权益	4	2	2	3	2	2
净利润	**(5,841)**	**(2,136)**	**6,703**	**634**	**1,029**	**1,245**
调整后净利润	**(1,264)**	**(552)**	**481**	**790**	**1,152**	**1,357**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**7,746**	**6,906**	**8,271**	**9,241**	**11,401**	**13,004**
现金与现金等价物	1,472	2,686	2,715	2,270	3,707	5,162
Restricted cash	2,480	1,507	1,455	1,330	1,482	1,440
应收账款	203	174	218	246	282	304
存货	1,714	1,543	1,800	1,816	2,060	2,210
以公允价值计入损益的资产	1,338	540	1,587	3,089	3,354	3,381
其他流动资产	539	456	496	491	516	507
非流动资产	**2,086**	**2,108**	**3,493**	**3,522**	**3,680**	**4,021**
物业及厂房及设备（净额）	539	671	899	1,023	1,090	1,106
Right-of-use assets	518	468	467	413	390	394
合资及联营公司投资	194	279	363	353	346	340
无形资产	63	70	58	56	54	53
商誉	16	16	20	20	20	20
以公允价值计入损益的资产	201	227	191	176	168	160
其他非流动资产	555	378	1,495	1,481	1,612	1,949
总资产	**9,832**	**9,014**	**11,765**	**12,763**	**15,081**	**17,026**
流动负债	**5,743**	**5,572**	**6,602**	**6,912**	**7,924**	**8,345**
短期债务	264	0	1	8	0	0
应付账款	3,240	3,119	3,887	4,086	4,806	4,972
应付税款	68	97	120	121	164	289
其他流动负债	1,464	1,566	1,720	1,816	1,991	2,062
Lease liabilities	148	137	132	114	123	150
Contract liabilities	559	653	743	767	840	871
非流动负债	**19,454**	**22,398**	**704**	**843**	**977**	**1,114**
长期债务	0	0	8	50	100	150
其他非流动负债	19,454	22,398	697	793	877	964
总负债	**25,197**	**27,971**	**7,306**	**7,755**	**8,901**	**9,459**
股本	0	0	0	0	0	0
其他储备	(15,367)	(18,957)	4,460	5,012	6,186	7,574
股东权益总额	**(15,367)**	**(18,957)**	**4,460**	**5,012**	**6,186**	**7,575**
少数股东权益	2	0	(2)	(4)	(6)	(8)
总负债和股东权益	**(15,364)**	**(18,957)**	**4,458**	**5,008**	**6,180**	**7,566**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**(5,810)**	**(2,108)**	**6,725**	**641**	**1,081**	**1,381**
折旧摊销	305	364	362	431	508	583
税款	(2)	(1)	(5)	(8)	(10)	(12)
营运资金变化	771	(197)	269	393	446	51
其他	4,638	1,630	(6,330)	57	(3)	(75)
净经营现金流	**(99)**	**(313)**	**1,021**	**1,514**	**2,021**	**1,928**
投资现金流						
资本开支	(347)	(401)	(362)	(343)	(344)	(345)
收购与投资	(32)	(136)	(69)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(518)	1,346	(2,108)	(1,436)	(265)	(228)
其他	(21)	(328)	167	168	188	251
净投资现金流	**(918)**	**481**	**(2,372)**	**(1,611)**	**(421)**	**(322)**
融资现金流						
净借贷	(1,749)	(264)	(1)	49	43	50
发行股票所得现金	0	0	1,168	0	0	0
股票回购	0	0	0	(191)	0	0
其他	3,157	1,200	182	(207)	(205)	(201)
净融资现金流	**1,408**	**936**	**1,350**	**(349)**	**(162)**	**(151)**
净现金流变动						
年初现金	1,165	1,472	2,686	2,715	2,270	3,707
汇率变动	(84)	109	30	0	0	0
年末现金	**1,472**	**2,686**	**2,715**	**2,270**	**3,707**	**5,162**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	33.9%	(1.5%)	17.8%	9.8%	14.7%	8.0%
毛利润	73.2%	21.4%	48.0%	15.8%	18.2%	9.9%
经营利润	na	na	na	213.1%	81.5%	26.1%
EBITDA	na	na	na	(84.7%)	47.5%	23.5%
EBIT	na	na	na	(90.2%)	66.8%	27.6%
净利润	na	na	na	(90.5%)	62.2%	21.0%
调整后净利润	na	na	na	64.2%	45.7%	17.8%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	16.0%	19.7%	24.7%	26.0%	26.8%	27.3%
营业利益率	(11.2%)	(6.6%)	1.2%	3.4%	5.4%	6.3%
税息折旧及摊销前利润	(46.4%)	(14.9%)	52.2%	7.3%	9.4%	10.7%
调整后净利润率	(10.8%)	(4.8%)	3.5%	5.3%	6.7%	7.3%
股本回报率	na	na	na	13.4%	18.4%	18.1%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	na	na	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(0.9)
流动比率（倍）	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6
应收账款周转天数	6.3	5.5	5.9	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	63.5	60.7	64.1	60.0	60.0	60.0
应付帐款周转天数	120.0	122.7	138.5	135.0	140.0	135.0

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	0.9	25.1	15.5	13.0
市盈率（摊薄）	ns	ns	32.6	20.9	14.2	12.1
市帐率	ns	ns	1.4	3.2	2.6	2.1
市现率	ns	ns	6.1	10.5	7.9	8.4
股息（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

药明康德 (603259 CH)

生物安全法案大概率立法失败，看好估值修复

当地时间 12 月 7 日，美国参议院和众议院军事委员会对外公布了经两院委员会最终协商后的 2025 财年国防授权法案（National Defense Authorization Act，以下简称 NDAA）文本。该法案有待美国总统签字后生效。生物安全法案（Biosecure Act，编号 S.3558/H.R.8333）并没有被纳入 2025 财年 NDAA 的修正案中，这意味着生物安全法案试图通过加入 NDAA 的立法路径失败。生物安全法案仍可以推进单独立法，但考虑到仅剩 2 周窗口期，我们认为单独立法的成功率极低。长期来看，我们看好公司在全球医药研发产业链中将保持强大的竞争优势，维持稳定的市场份额。此外，我们预期随着全球生物医药融资复苏，公司的订单持续快速增长，多肽业务高速增长，驱动业绩修复。（药明康德深度报告链接）

- **25 财年 NDAA 不包含生物安全法案，生物安全法案大概率立法失败。**12 月 7 日，经参众院协商的最终版本 NDAA 公布，其中不包含生物安全法案。我们认为这反映出了生物安全法案在美国国会立法进程存在阻力。现为美国参议院国土安全委员会高级成员（ranking member）的 Rand Paul 是今年 3 月份该委员会对生物安全法案进行小范围投票时唯一投反对票的议员。Rand Paul 将在明年担任参议院国土安全委员会主席。关于该方案的单独立法路径，众议院在 9 月 9 日投票通过了生物安全法案（H.R.8333），目前仍待参议院全体投票，以及总统签署才可完成立法流程。本届国会的会议期限仅剩余 2 周，我们认为窗口期很短，单独立法成功率极低。
- **预计公司仍将在中长期保持全球化学药 CDMO 领先地位，海外同行较难超越。**我们整理了 30 家位于欧洲、美国和印度的从事 API 和化学药 CDMO 业务的公司情况，发现这些公司在收入体量和产能投入上显著落后于药明康德。印度专门从事 API 和化学药 CDMO 的公司大多提供大宗和特色原料药，对于创新药领域的涉足相对有限。与药明康德相比，印度同行公司的研发团队规模很小。欧洲的制药工业基础较好，区域内有众多历史悠久的化学药 CDMO 公司。但欧洲的化学药 CDMO 企业偏重制剂业务。同时，他们的产能主要分布在中欧和西欧地区，导致人工成本高于药明康德。
- **看好全球生物医药融资复苏，拉动订单快速增长。**由于海外生物医药融资的复苏以及 MNC 药企研发投入的韧性，药明康德的订单已经反映了海外客户需求的增长。公司截至 9 月底的在手订单同比增长 35%，其中 TIDES 订单同比增长 196%。我们预计，随着美国降息周期持续，全球生物医药融资有望持续复苏，拉动公司订单快速增长。
- **维持买入评级。**给与药明康德目标价 78.51 元（WACC：9.42%，永续增长率：2.0%），以反映法案的不确定性降低以及在手订单增长带来的业绩复苏。我们预计公司在 2024E/ 25E/ 26E 收入同比变化-3.6%/+11.4%/ +13.6%，经调整 non-IFRS 净利润同比变化-3.9%/ +11.9%/ +15.5%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	39,355	40,341	38,906	43,332	49,225
同比增长 (%)	71.8	2.5	(3.6)	11.4	13.6
调整后净利润 (百万人民币)	9,399	10,854	10,427	11,668	13,474
同比增长 (%)	83.2	15.5	(3.9)	11.9	15.5
调整后每股收益 (人民币)	3.21	3.70	3.61	4.04	4.67
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	3.32	3.70	4.12
调整后市盈率 (倍)	18.4	15.9	16.3	14.6	12.6

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	78.51 人民币
(此前目标价	78.51 人民币)
潜在升幅	33.1%
当前股价	58.98 人民币

中国医药

武 煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA
huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	170,333.8
3 月平均流通量(百万人民币)	3,760.4
52 周内股价高/低(百万人民币)	76.71/36.87
总股本 (百万)	2888.0

资料来源：FactSet

股东结构

李革及其一致行动人	20.5%
香港投资者	18.2%

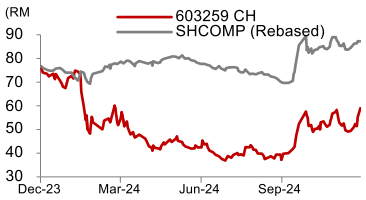
资料来源：公司财报

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	5.1%	6.6%
3 -月	58.2%	27.6%
6 -月	39.1%	24.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**22,902**	**39,355**	**40,341**	**38,906**	**43,332**	**49,225**
销售成本	(14,592)	(24,677)	(23,729)	(22,960)	(25,369)	(28,525)
毛利润	**8,310**	**14,678**	**16,612**	**15,946**	**17,963**	**20,700**
运营费用	**(3,898)**	**(5,372)**	**(5,318)**	**(5,256)**	**(5,605)**	**(6,368)**
销售费用	(699)	(732)	(701)	(807)	(812)	(922)
行政费用	(2,203)	(2,826)	(2,879)	(2,714)	(2,936)	(3,335)
研发费用	(942)	(1,614)	(1,441)	(1,414)	(1,532)	(1,740)
其他	(54)	(200)	(297)	(321)	(326)	(370)
运营利润	**4,412**	**9,306**	**11,294**	**10,691**	**12,358**	**14,332**
以公允价值计量的盈亏	(93)	770	(38)	(199)	100	200
投资盈亏	1,356	188	234	45	100	200
净利息收入(支出)	**(84)**	**248**	**338**	**784**	**451**	**515**
其他收入/支出	425	106	4	283	300	300
税前利润	**6,016**	**10,618**	**11,832**	**11,604**	**13,308**	**15,547**
所得税	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,752)	(1,996)	(2,332)
税后利润	**5,136**	**8,903**	**9,700**	**9,852**	**11,312**	**13,215**
非控股权益	(39)	(89)	(94)	(94)	(108)	(127)
净利润	**5,097**	**8,814**	**9,607**	**9,757**	**11,204**	**13,089**
调整后净利润	**5,131**	**9,399**	**10,854**	**10,427**	**11,668**	**13,474**
总股息	1,529	2,644	2,882	2,927	3,361	3,927

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**21,986**	**23,997**	**30,422**	**34,848**	**38,838**	**46,441**
现金与现金等价物	8,239	7,986	13,764	18,352	21,559	27,420
应收账款	4,668	6,047	7,922	7,462	7,717	8,766
存货	5,905	5,669	4,736	5,034	5,562	6,254
预付款项	303	291	244	244	244	244
以公允价值计入损益的资产	527	2	11	11	11	11
其他流动资产	2,344	4,003	3,746	3,746	3,746	3,746
非流动资产	**33,142**	**40,693**	**43,247**	**45,663**	**49,123**	**51,462**
物业及厂房及设备（净额）	8,554	14,171	17,190	19,359	23,230	25,779
递延税项	390	492	367	367	367	367
合资及联营公司投资	678	1,203	2,216	2,216	2,216	2,216
无形资产	1,600	1,785	1,864	1,706	1,548	1,390
商誉	1,926	1,822	1,821	1,821	1,821	1,821
以公允价值计入损益的资产	8,714	8,954	8,626	9,483	9,683	10,083
其他非流动资产	11,280	12,265	11,164	10,712	10,259	9,807
总资产	**55,127**	**64,690**	**73,669**	**80,511**	**87,961**	**97,903**
流动负债	**12,985**	**14,499**	**14,756**	**18,674**	**18,172**	**18,826**
短期债务	2,261	3,874	3,667	7,667	6,667	6,667
应付账款	1,931	1,659	1,645	1,563	2,061	2,715
应付税款	536	882	1,374	1,374	1,374	1,374
其他流动负债	8,256	8,084	8,070	8,070	8,070	8,070
非流动负债	**3,385**	**3,264**	**3,396**	**3,396**	**3,396**	**3,396**
长期债务	0	279	687	687	687	687
应付公司债	607	502	0	0	0	0
融资租赁承担	1,019	984	1,099	1,099	1,099	1,099
其他非流动负债	1,759	1,499	1,610	1,610	1,610	1,610
总负债	**16,370**	**17,764**	**18,152**	**22,069**	**21,568**	**22,222**
股本	2,956	2,961	2,969	2,969	2,969	2,969
资本盈余	25,732	26,512	28,401	35,231	43,074	52,236
其他储备	9,804	17,118	23,753	19,753	19,753	19,753
股东权益总额	**38,492**	**46,590**	**55,122**	**57,953**	**65,795**	**74,957**
少数股东权益	266	337	395	489	598	724
总负债和股东权益	**55,127**	**64,690**	**73,669**	**80,511**	**87,961**	**97,903**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**6,016**	**10,618**	**11,832**	**11,604**	**13,308**	**15,547**
折旧摊销	1,363	1,718	2,288	2,214	2,516	2,837
税款	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,752)	(1,996)	(2,332)
营运资金变化	(1,151)	(298)	(105)	80	(284)	(1,088)
其他	(759)	294	1,504	(414)	(426)	(691)
净经营现金流	**4,589**	**10,616**	**13,387**	**11,731**	**13,117**	**14,273**
投资现金流						
资本开支	(6,936)	(9,966)	(5,517)	(4,000)	(6,000)	(5,000)
收购与投资	(858)	(161)	(22)	0	0	0
处理短期投资所得现金	2,766	82	(2,321)	(1,000)	0	0
其他	189	355	299	0	0	0
净投资现金流	**(4,839)**	**(9,690)**	**(7,561)**	**(5,000)**	**(6,000)**	**(5,000)**
融资现金流						
已支付股息	(916)	(1,598)	(2,756)	(2,143)	(2,911)	(3,411)
净借贷	1,071	1,668	178	4,000	(1,000)	0
发行股票所得现金	104	150	247	0	0	0
其他	(1,983)	(1,497)	(1,610)	(4,000)	0	0
净融资现金流	**(1,724)**	**(1,278)**	**(3,941)**	**(2,143)**	**(3,911)**	**(3,411)**
净现金流变动						
年初现金	10,228	8,175	7,984	13,764	18,352	21,559
汇率变动	(79)	161	132	0	0	0
年末现金	**8,175**	**7,984**	**10,001**	**18,352**	**21,559**	**27,420**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	38.5%	71.8%	2.5%	(3.6%)	11.4%	13.6%
毛利润	32.3%	76.6%	13.2%	(4.0%)	12.6%	15.2%
经营利润	41.1%	110.9%	21.4%	(5.3%)	15.6%	16.0%
净利润	72.2%	72.9%	9.0%	1.6%	14.8%	16.8%
调整后净利润	41.1%	83.2%	15.5%	(3.9%)	11.9%	15.5%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	36.3%	37.3%	41.2%	41.0%	41.5%	42.1%
营业利益率	19.3%	23.6%	28.0%	27.5%	28.5%	29.1%
调整后净利润率	22.4%	23.9%	26.9%	26.8%	26.9%	27.4%
股本回报率	14.4%	20.7%	18.9%	17.3%	18.1%	18.6%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率（倍）	1.7	1.7	2.1	1.9	2.1	2.5
应收账款周转天数	66.4	49.7	63.2	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	107.4	85.6	80.0	80.0	80.0	80.0
应付帐款周转天数	107.8	75.5	75.6	75.6	75.6	75.6

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率（调整后）	33.5	18.4	15.9	16.3	14.6	12.6
市帐率	4.4	3.7	3.1	2.9	2.6	2.3
市现率	37.5	16.3	12.9	14.5	13.0	11.9
股息（%）	0.9	1.5	1.7	1.7	2.0	2.3

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

中联重科 (1157 HK)

受益于新兴市场的增长

买入 (维持)

目标价	**6.80 港元**
潜在升幅	**24.1%**
当前股价	**5.48 港元**

中国装备制造

冯键崚, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

我们继续看好中联重科的全球扩张战略。在产品方面，中联重科以有效的直销模式向海外市场提供全系列产品，成功提升了关键市场的渗透率；在区域方面，中联重科优先扩张至中东、中亚和东南亚等新兴经济体，而非欧洲和北美的发达市场，降低了潜在的地缘政治和潜在关税风险。尽管中联重科 3Q24 的海外收入同比增速放缓至 20%（1H24 为 44%），但公司预计 4Q24E 海外收入增速将回升至 40%-50%。我们的目标价为 6.8 港元，基于 13x 2024E P/E。12 月初开始的股份回购将成为短期催化剂。维持买入评级。

- **海外增长仍然令人期待。**3Q24 海外收入占总收入 57%（而三年前该比例不到 10%）。中联重科将东南亚、中东和俄罗斯视为**一线市场**，该类市场的产品需求与中国类似，因此不需要对产品型号进行大幅调整；**二线市场**为南美、印度和非洲，该区域 9M24 收入同比增长 70%+；**三线市场**则为欧洲和北美（因为低基数，9M24 收入同比增长超过 2 倍），欧美市场对品牌、产品和售后服务的要求更高。
- **拥有海外 13 家工厂。**中联重科已逐步完成土耳其、墨西哥和印度工厂的建设。目前中联重科在海外拥有 13 家工厂，潜在年产值达 100 亿元人民币。
- **美国市场的收入占比<1%，关税风险有限。**中联重科的墨西哥高空作业平台工厂的年设计产值~10 亿人民币（满产产值占中联重科总收入~2%）。墨西哥工厂生产的产品将供应北美和南美市场。我们预计如果美国征收过高的关税，中联重科将把销售转向其他区域。
- **主要风险：**(1) 中国房地产投资低于预期；(2) 海外需求放缓；(3) 运费上涨。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	41,631	47,075	52,384	61,449	70,524
同比增长 (%)	(38.0)	13.1	11.3	17.3	14.8
调整后净利润 (百万人民币)	2,347.0	3,550.0	3,946.3	4,488.1	5,131.7
每股收益 (人民币)	0.28	0.43	0.48	0.54	0.62
同比增长 (%)	(63.3)	54.9	11.2	13.7	14.3
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	0.53	0.67	0.80
市盈率 (倍)	18.5	11.9	10.7	9.4	8.2
市净率 (倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
股息 (%)	6.1	6.2	6.2	7.1	8.1
股本回报率 (%)	4.4	6.9	7.5	8.3	9.2
净负债比率 (%)	7.3	12.2	19.5	22.1	23.5

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

公司数据

市值(百万港元)	47,555.4
3 月平均流通量(百万港元)	93.8
52 周内股价高/低(百万港元)	6.35/3.68
总股本 (百万)	8678.0

资料来源：FactSet

股东结构

湖南省国资委	15.0%
管理层	8.0%

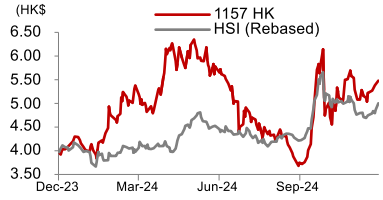
资料来源：港交所、上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-1.8%	-0.3%
3 -月	46.1%	23.4%
6 -月	-5.2%	-14.7%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

1. Capital Goods - 2025 Outlook: Emerging markets the key growth driver; China market to be stabilized – 9 Dec 2024 (link)
2. Capital Goods – 3Q24 earnings review: SANY Heavy beat; Zoomlion missed; Weichai in-line – 31 Oct 2024 (link)
3. Zoomlion (1157 HK / 000157 CH, BUY) – 1H24 earnings below expectations; Growth of emerging markets on track – 2 Sep 2024 (H: link) (A: link)
4. Capital Goods sector - RMB300bn capital to finance equipment replacement – 26 Jul 2024 (link)

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**67,131**	**41,631**	**47,075**	**52,384**	**61,449**	**70,524**
销售成本	(51,280)	(32,543)	(34,109)	(37,644)	(44,084)	(50,441)
毛利润	**15,851**	**9,088**	**12,966**	**14,741**	**17,365**	**20,083**
销售费用	(3,473)	(2,635)	(3,557)	(4,138)	(4,793)	(5,501)
行政费用	(2,729)	(2,846)	(3,068)	(3,667)	(4,056)	(4,514)
研发费用	(3,865)	(2,507)	(3,441)	(3,667)	(4,240)	(4,796)
其他收入	1,413	982	935	1,239	1,039	939
其他盈亏	0	0	0	0	0	0
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	154	130	153	137	165	171
EBITDA	**8,096**	**3,116**	**5,135**	**5,940**	**6,799**	**7,730**
折旧	899	1,034	1,300	1,433	1,485	1,518
EBIT	**7,197**	**2,082**	**3,835**	**4,507**	**5,315**	**6,212**
利息收入	970	989	914	873	707	634
利息支出	(964)	(689)	(630)	(670)	(673)	(676)
净利息收入(支出)	**6**	**300**	**284**	**203**	**34**	**(42)**
税前利润	**7,357**	**2,512**	**4,272**	**4,847**	**5,514**	**6,340**
所得税	(938)	(86)	(457)	(557)	(662)	(793)
非控股权益	(116)	(79)	(265)	(343)	(364)	(416)
净利润	**6,419**	**2,426**	**3,815**	**4,289**	**4,852**	**5,548**
调整后净利润	**6,303**	**2,347**	**3,550**	**3,946**	**4,488**	**5,132**
总股息	2,777	2,694	2,777	2,762	3,142	3,592

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**72,714**	**73,602**	**78,006**	**75,155**	**86,411**	**88,183**
现金与现金等价物	13,190	13,791	13,606	9,326	7,552	6,333
应收账款	32,108	33,962	32,033	36,856	38,903	46,113
存货	13,501	14,203	22,504	18,749	28,355	24,160
短期银行存款	1,775	1,708	2,265	2,265	2,265	2,265
以公允价值计入损益的资产	6,408	4,011	1,767	1,767	1,767	1,767
其他流动资产	5,732	5,927	5,831	6,191	7,569	7,545
非流动资产	**49,268**	**49,915**	**52,819**	**59,795**	**62,509**	**65,569**
物业及厂房及设备（净额）	9,740	13,903	17,364	20,249	20,589	20,399
递延税项	1,148	1,907	2,303	2,303	2,303	2,303
合资及联营公司投资	4,190	4,476	4,497	4,634	4,799	4,970
无形资产	1,850	1,926	1,988	1,820	1,645	1,367
商誉	1,908	2,562	2,641	2,641	2,641	2,641
以公允价值计入损益的资产	2,418	2,263	2,669	2,669	2,669	2,669
其他非流动资产	28,014	22,878	21,357	25,479	27,863	31,220
总资产	**121,982**	**123,517**	**130,825**	**134,949**	**148,920**	**153,752**
流动负债	**49,675**	**48,393**	**49,996**	**52,608**	**64,489**	**66,915**
短期债务	11,011	11,018	7,377	7,477	7,577	7,677
应付账款	36,600	35,259	40,513	43,025	54,806	57,132
应付税款	97	107	154	154	154	154
其他流动负债	1,967	2,009	1,952	1,952	1,952	1,952
非流动负债	**14,047**	**18,185**	**21,698**	**21,698**	**21,698**	**21,698**
长期债务	7,894	10,962	14,922	14,922	14,922	14,922
其他非流动负债	6,153	7,223	6,776	6,776	6,776	6,776
总负债	**63,722**	**66,578**	**71,694**	**74,306**	**86,187**	**88,613**
股东权益总额	**56,831**	**54,705**	**56,371**	**57,540**	**59,266**	**61,256**
少数股东权益	1,429	2,234	2,760	3,103	3,467	3,883
总负债和股东权益	**121,982**	**123,517**	**130,825**	**134,949**	**148,920**	**153,752**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**7,357**	**2,512**	**4,272**	**4,847**	**5,514**	**6,340**
折旧摊销	899	1,034	1,300	1,433	1,485	1,518
税款	(1,361)	(436)	(457)	(557)	(662)	(793)
营运资金变化	(4,602)	(2,015)	(2,837)	(3,088)	(3,684)	(4,071)
其他	12,421	3,929	6,266	7,059	8,375	9,686
净经营现金流	**2,189**	**1,951**	**2,292**	**2,295**	**2,454**	**2,866**
投资现金流						
资本开支	(1,401)	(1,027)	(803)	(4,000)	(1,500)	(1,000)
收购与投资	0	(191)	0	0	0	0
其他	4	2,259	946	773	607	634
净投资现金流	**(1,397)**	**1,041**	**143**	**(3,227)**	**(893)**	**(366)**
融资现金流						
已支付股息	(3,041)	(2,777)	(2,694)	(2,777)	(2,762)	(3,142)
净借贷	76	2,751	319	100	100	100
发行股票所得现金	6,088	(1,556)	(1,085)	0	0	0
其他	(703)	(912)	816	(670)	(673)	(676)
净融资现金流	**2,420**	**(2,494)**	**(2,644)**	**(3,347)**	**(3,336)**	**(3,718)**
净现金流变动						
年初现金	10,086	13,190	13,791	13,606	9,326	7,552
汇率变动	(108)	103	24	0	0	0
年末现金	**13,190**	**13,791**	**13,606**	**9,326**	**7,552**	**6,333**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	3.1%	(38.0%)	13.1%	11.3%	17.3%	14.8%
毛利润	(14.9%)	(42.7%)	42.7%	13.7%	17.8%	15.7%
EBITDA	(14.5%)	(61.5%)	64.8%	15.7%	14.5%	13.7%
EBIT	(16.7%)	(71.1%)	84.2%	17.5%	17.9%	16.9%
净利润	(12.9%)	(62.2%)	57.3%	12.4%	13.1%	14.3%
调整后净利润	(13.6%)	(62.8%)	51.3%	11.2%	13.7%	14.3%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	23.6%	21.8%	27.5%	28.1%	28.3%	28.5%
税息折旧及摊销前利润	12.1%	7.5%	10.9%	11.3%	11.1%	11.0%
调整后净利润率	9.4%	5.6%	7.5%	7.5%	7.3%	7.3%
股本回报率	12.4%	4.4%	6.9%	7.5%	8.3%	9.2%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	(0.0)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
流动比率（倍）	1.5	1.5	1.6	1.4	1.3	1.3
应收账款周转天数	235.3	413.2	343.9	328.0	313.0	308.0
存货周转天数	100.2	155.4	196.4	200.0	195.0	190.0
应付帐款周转天数	274.0	403.0	405.4	405.0	405.0	405.0

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	6.8	18.5	11.9	10.7	9.4	8.2
市盈率（摊薄）	na	na	na	na	na	na
市帐率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	6.2	6.1	6.2	6.2	7.1	8.1
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

中广核矿业 (1164 HK)

低成本铀矿具优势

我们判断未来 10 年天然铀需求将受惠于核电结构性增长趋势，同时在铀矿供应受限的背景下，铀价将在未来数年保持高企（详见深度报告"原材料-天然铀受惠于全球核电未来十年的结构上升周期"）。中广核矿业，通过和哈原工(KAP)两家合营公司持有四个位于哈萨克的低成本铀矿，将受惠于铀价上升的长期趋势。我们假设 2024 年全年平均铀价 85 美元/lb (同比上升 30%+)，2025/26 年每年上升 8%。我们预测 2026 年盈利将有机会较 2023 年翻倍。给予**买入**评级，基于 3x 净现值(NPV)目标价 2.36 港元。

- **合资参股哈萨克的低成本铀矿。**中广核矿业目前权益包括铀矿位于哈萨克斯坦的谢公司和奥公司（各持股 49%）。2023 年谢公司和奥公司旗下四个矿山开采平均成本价分别为每磅 17-27 美元，在全球范围而言处于偏低水平。展望未来，哈萨克把矿山资源税(MET)上调，2025 年的税率将会从 2024 年的 6%上调至 9%，而 2026 年的税率将进一步分为按量和按价计算，由于谢矿和扎矿年产量都在 500 吨以下，以量定税下税率为 4%，而伊矿/中矿税率分别为 6%/9%，但总体上由于矿山规模不算大，新增税额仍然在可控的范围内。此外，由于预计硫酸供应将仍然偏紧，因此我们预计 2025/26 年矿山单位生产成本将上升 12%/9% 。
- **预期 2026 年盈利较 2023 年翻倍。**我们预计中广核矿业今年净利润同比下跌 11%至 4.4 亿港元，主要由于 1H24 所得税支出同比大幅增加 2.8 倍至 2.1 亿港元，原因是哈萨克斯坦政府收紧税收政策口径，因此公司于 1H24 一次性补交过去几年的分红预提税。我们预计 2025/26 年净利润将回复增长态势，分别上升 52%/63% 。盈利敏感度方面，我们推算 2025 年铀现货价每上升 1%，中广核矿业净利润将会上升 0.7%。
- **目标价 2.36 港元。**我们采用净现值(NPV)计算估值，即未来的现金流(按矿山储量寿命或经营牌照年期)折换成现值计算。由于公司的盈利来源主要来自合营的矿山，因此现金流主要来自合营公司的股息分派。我们的目标价是基于 3x NPV，以反映当前的上升周期以及资源量转化成储量的潜力。长期假设包括：2027-31 年铀价从 101 美元起每年上升 1.5%；2032-42 年铀价 107 美元假设不变；2027-42 年：铀生产成本以每年上升 1%，以反映通胀。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万港元)	3,649	7,363	10,992	11,852	13,084
同比增长 (%)	(5.5)	101.8	49.3	7.8	10.4
调整后净利润 (百万港元)	514.9	497.1	443.4	675.4	1,099.6
同比增长 (%)	188.5	(3.5)	(10.8)	52.3	62.8
调整后每股收益 (港元)	0.07	0.07	0.06	0.09	0.14
市场平均预估每股收益 (港元)	na	na	0.07	0.11	0.15
市盈率 (倍)	23.3	25.5	28.6	18.8	11.5
市净率 (倍)	3.8	3.3	2.9	2.6	2.1
股息 (%)	0.0	0.0	0.5	0.8	1.3
股本回报率 (%)	18.7	13.8	10.8	14.6	20.2
净负债比率 (%)	68.8	18.8	22.5	7.1	(2.3)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	2.36 港元
潜在升幅	41.5%
当前股价	1.67 港元

中国原材料

冯键荣, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	12,693.1
3 月平均流通量(百万港元)	132.8
52 周内股价高/低(百万港元)	3.03/1.32
总股本 (百万)	7600.7

资料来源：FactSet

股东结构

中广核集团公司	56.9%
中国诚通控股集团	10.0%

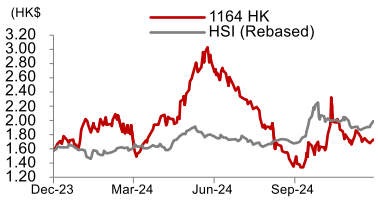
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-3.9%	-2.4%
3 -月	26.3%	6.6%
6 -月	-39.1%	-45.2%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

原材料-天然铀受惠于全球核电未来十年的结构上升周期- 2024 年 11 月 19 日 (链接)

中广核矿业(1164 HK) - 低成本铀矿具优势 – 2024 年 11 月 19 日 (链接)

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万港元）						
销售收入	**3,860**	**3,649**	**7,363**	**10,992**	**11,852**	**13,084**
销售成本	(3,771)	(3,501)	(7,231)	(11,097)	(12,004)	(12,848)
毛利润	**88**	**148**	**132**	**(105)**	**(151)**	**235**
销售费用	(14)	(13)	(19)	(11)	(12)	(13)
行政费用	(42)	(49)	(52)	(55)	(59)	(65)
其他	(1)	(3)	(6)	(11)	(7)	(8)
其他收入	8	16	12	20	18	20
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	205	523	606	948	1,031	1,114
EBITDA	**41**	**101**	**69**	**(161)**	**(212)**	**169**
折旧	2	2	2	1	0	0
EBIT	**40**	**100**	**67**	**(162)**	**(212)**	**169**
利息收入	2	6	18	28	35	53
利息支出	(50)	(62)	(131)	(87)	(87)	(86)
净利息收入(支出)	**(48)**	**(56)**	**(114)**	**(60)**	**(52)**	**(34)**
税前利润	**197**	**567**	**559**	**727**	**768**	**1,250**
所得税	(18)	(52)	(62)	(283)	(92)	(150)
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	**178**	**515**	**497**	**443**	**675**	**1,100**
调整后净利润	**178**	**515**	**497**	**443**	**675**	**1,100**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万港元）						
流动资产	**1,933**	**2,447**	**2,214**	**3,644**	**3,142**	**4,991**
现金与现金等价物	81	52	1,017	823	1,496	2,033
应收账款	99	343	462	562	607	612
存货	1,743	2,048	697	2,221	1,002	2,307
其他流动资产	9	2	38	38	38	38
非流动资产	**4,416**	**4,419**	**4,536**	**4,702**	**4,882**	**5,078**
物业及厂房及设备（净额）	1	1	1	1	1	0
使用权资产	4	2	1	0	0	0
合资及联营公司投资	4,353	4,369	4,495	4,661	4,842	5,038
其他非流动资产	58	46	39	39	39	39
总资产	**6,350**	**6,866**	**6,750**	**8,346**	**8,024**	**10,069**
流动负债	**3,754**	**2,064**	**1,391**	**2,543**	**1,613**	**2,659**
短期债务	0	958	349	399	449	499
应付账款	1,103	1,044	999	2,102	1,121	2,117
应付税款	9	11	12	12	12	12
其他流动负债	2,640	50	30	30	30	30
租赁负债	1	2	1	1	1	1
非流动负债	**440**	**1,454**	**1,479**	**1,479**	**1,479**	**1,479**
长期债务	388	0	0	0	0	0
其他非流动负债	52	1,454	1,479	1,479	1,479	1,479
总负债	**4,194**	**3,518**	**2,870**	**4,022**	**3,092**	**4,138**
股东权益总额	**2,155**	**3,348**	**3,880**	**4,324**	**4,932**	**5,931**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	**6,350**	**6,866**	**6,750**	**8,346**	**8,024**	**10,069**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万港元）						
经营现金流						
税前利润	**197**	**567**	**559**	**727**	**768**	**1,250**
折旧摊销	2	2	2	1	0	0
税款	(19)	(15)	(35)	(283)	(92)	(150)
营运资金变化	233	24	989	(534)	188	(323)
其他	(155)	(465)	(476)	(878)	(972)	(1,073)
净经营现金流	**258**	**113**	**1,040**	**(967)**	**(109)**	**(296)**
投资现金流						
资本开支	(0)	(1)	(0)	0	0	0
收购与投资	(3,374)	0	0	0	0	0
其他	38	419	499	810	885	971
净投资现金流	**(3,337)**	**419**	**499**	**810**	**885**	**971**
融资现金流						
已支付股息	(33)	0	0	0	(67)	(101)
净借贷	(667)	570	(609)	50	50	50
发行股票所得现金	0	776	0	0	0	0
其他	2,681	(1,896)	27	(87)	(87)	(86)
净融资现金流	**1,981**	**(550)**	**(582)**	**(37)**	**(103)**	**(138)**
净现金流变动						
年初现金	0	81	52	1,017	823	1,496
汇率变动	1,179	(11)	8	0	0	0
年末现金	**81**	**52**	**1,017**	**823**	**1,496**	**2,033**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	34.8%	(5.5%)	101.8%	49.3%	7.8%	10.4%
毛利润	(56.5%)	67.7%	(10.9%)	na	na	na
EBITDA	(73.5%)	145.1%	(32.1%)	na	na	na
EBIT	(74.7%)	151.8%	(32.7%)	na	na	na
净利润	15.0%	188.5%	(3.5%)	(10.8%)	52.3%	62.8%
调整后净利润	15.0%	188.5%	(3.5%)	(10.8%)	52.3%	62.8%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	2.3%	4.1%	1.8%	(1.0%)	(1.3%)	1.8%
税息折旧及摊销前利润	1.1%	2.8%	0.9%	(1.5%)	(1.8%)	1.3%
调整后净利润率	4.6%	14.1%	6.8%	4.0%	5.7%	8.4%
股本回报率	16.6%	18.7%	13.8%	10.8%	14.6%	20.2%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	0.1	0.7	0.2	0.2	0.1	(0.0)
流动比率（倍）	0.5	1.2	1.6	1.4	1.9	1.9
应收账款周转天数	4.7	22.1	20.0	17.0	18.0	17.0
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	53.4	111.9	51.6	51.0	49.0	46.0

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	61.8	23.3	25.5	28.6	18.8	11.5
市盈率（摊薄）	na	na	na	na	na	na
市帐率	5.1	3.8	3.3	2.9	2.6	2.1
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	0.0	0.0	0.0	0.5	0.8	1.3
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

中国太保 (2601 HK)

集团营运利润增速转正可期

买入 (维持)

目标价	35.50 港元
潜在升幅	45.5%
当前股价	24.40 港元

中国保险

马毓泽
(852) 3900 0805
nikama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	234,736.3
3 月平均流通量(百万港元)	497.1
52 周内股价高/低(百万港元)	33.15/12.92
总股本 (百万)	9620.3

资料来源：FactSet

股东结构

Shareholder 1 Chinese Name	10.0%
Shareholder 2 Chinese Name	10.0%

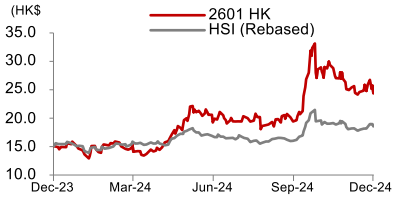
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-3.9%	-4.6%
3 -月	24.0%	7.8%
6 -月	24.7%	13.1%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

1. 中国太保 (2601 HK) - 3Q NBV growth accelerated; expect par sales to outgrow, Nov 1, 2024 (link)

2. 中国太保 (2601 HK) - Steam ahead with doubled 2Q net profit and strong NBV uptrend; revise up TP, Sep 5, 2024 (link)

3. 中国太保 (2601 HK) - VNB growth accelerated; NP turned positive YoY, May 6, 2024 (link)

我们预计公司 FY24 全年新业务价值有望同比增长 36.8%达到 150 亿元，这一亮眼的增速有望得益于 1）银保渠道新业务价值率持续改善，我们预计 2H24 银保新业务价值率有望在可比口径下进一步扩大至 14% (1H24: 12.5%)；2）分红险销售占比进一步提升，3Q24 分红险在新业务价值和新单期交保费上均实现翻倍增长。我们认为公司在产品结构中进一步提高浮动收益型产品（如分红险和万能险）占比，利好进一步压降刚性负债成本，提高产品利润率。尽管利润率有所提升，鉴于前三季度客户需求已部分被消耗，我们预计公司首年新单保费(FYP)将有所下滑。三季度财险承保综合成本率为 98.7%，主要受巨灾加大企财险、工程险和农业险赔付损失的影响；预计 FY24E/FY25E 综合成本率为 97.5%/97.4%。我们预计公司 2025 年新业务价值增长将继续以价值率提升为主要驱动。公司资产负债久期匹配较好，3Q24 净资产较年初增长 10%，反映利率下行对公司资产负债影响有限。**我们预计 FY24 寿险营运利润稳健增长，带动集团归母营运利润增速转正。维持“买入”评级，目标价 35.5 港元，对应 FY24E 0.5 倍 P/EV 和 1.1 倍 P/BV。**

- **FY24 新业务价值稳健增长。**3Q24 公司新业务价值同比增长 75.3%至 52 亿元，得益于 1）新业务价值率持续提升（同比+6.2 个百分点）和 2）新单期交保费同比提升 15.2%的共同影响。我们预计 2H24 新业务价值率有望进一步增长，主要因 1）分红险销售占比提升，利好降低增量负债成本，2）产品结构优化，长期期交保费占比显著提升，第三季度个险新单期交保费同比增长 37%，前 9 个月银保新单期交保费同比提升 23.2%。3Q24 首年新单期交保费同比增长 138%至 185 亿元，带动同期新单保费增长 15%（对比 2Q24: -29%）。我们预计公司全年新业务价值有望在价值率改善和新单保费增长的推动下，同比提升 37%至 150 亿元；预计 2025 年公司新业务价值率仍有一定的提升空间。
- **净投资收益率优于同业。**前三季度公司年化净投资收益率为 3.86%（招银国际测算），较国寿（3.3%）和平安（3.8%）更高。截至 1H24，公司 OCI 股票占比仅为 1.9%，较交易型股票（7.1%）和基金（2.2%）占比更低，预计未来 OCI 权益配置占比将稳步提升，以贡献稳定的股息收益，增厚净投资收益水平。公司资产负债匹配在上市同业中表现较好，3Q24 归母净资产较年初增长 10%，反映公司对 OCI 资产配置较优，利率下行对公司资产负债表的影响整体有限。
- **估值：**公司当前股价交易于 0.4 倍 FY24E P/EV 和 0.9 倍 FY24E P/BV，略高于其历史 3 年平均水平。维持对公司“买入”评级，目标价为 35.5 港元，对应 0.5 倍 FY24 P/EV 和 1.1 倍 FY24E P/BV。**下行风险：**长端利率持续下行；权益市场大幅波动；新单销售不及预期；四季度承保综合成本率超出预期等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
净收入 (百万人民币)	38,222	27,911	43,585	38,479	41,615
每股收益(RMB)	2.56	2.83	4.45	3.93	4.25
市场平均预估每股收益 (人民币)	n.a	n.a	4.55	3.97	4.32
市净率 (倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
市内含价值率 (倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
股息率 (%)	4.5	4.5	4.6	4.7	4.9
权益收益率 (%)	12.6	12.2	16.2	13.0	12.9

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测 | 注：股价截至 2024 年 12 月 13 日收市。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
总收入		**249,745**	**266,167**	**279,616**	**298,338**	**318,898**
投资收益		77,048	(4,273)	63,724	26,615	31,673
其他营业收入		3,984	4,129	4,073	4,183	4,375
其他运营费用		(16,032)	(14,051)	(16,606)	(14,460)	(15,629)
税前收入		**42,483**	**32,001**	**47,162**	**43,954**	**47,633**
所得税		(4,261)	(4,090)	(3,577)	(5,476)	(6,018)
净收入		**38,222**	**27,911**	**43,585**	**38,479**	**41,615**
普通股股东的净收入		**37,381**	**27,257**	**42,800**	**37,809**	**40,856**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
资产						
现金和短期投资	45,977	54,272	34,263	66,936	73,867	83,074
净财产、厂房和设备	19,218	19,756	21,384	21,169	20,955	20,744
其他资产	26,674	34,849	32,433	85,436	201,959	392,843
总资产	**1,849,005**	**2,071,336**	**2,343,962**	**2,628,293**	**3,007,757**	**3,546,994**
负债和股东权益						
保险单责任	1,486,435	1,664,848	1,872,620	2,117,820	2,438,241	2,812,376
其他负债	75,932	69,704	71,673	87,146	118,124	243,806
负债总额	**1,650,242**	**1,869,664**	**2,076,258**	**2,321,419**	**2,676,817**	**3,181,101**
留存收益	69,046	92,588	121,448	154,280	181,988	211,246
股票准备金	114,932	94,269	118,518	115,311	108,834	111,402
股东权益总额	**193,598**	**196,477**	**249,586**	**279,211**	**300,442**	**332,268**
总股本	**198,763**	**201,672**	**267,704**	**306,874**	**330,941**	**365,893**
总负债和股东权益	**1,849,005**	**2,071,336**	**2,343,962**	**2,628,293**	**3,007,757**	**3,546,994**

每股数据	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
每股股息	1.00	1.02	1.02	1.05	1.08	1.12
每股收益（报告）	2.79	2.56	2.83	4.45	3.93	4.25
市场平均预估每股收益	n.a	n.a	n.a	4.55	3.97	4.32
每股内含价值	51.80	54.01	55.04	63.56	66.06	68.20
每股新业务价值	1.39	0.96	1.14	1.56	1.68	1.81
基本股数	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
盈利能力	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
年结 12 月 31 日						
股本回报率	13.1%	12.6%	12.2%	16.2%	13.0%	12.9%
综合成本率	99.0%	97.0%	97.7%	97.5%	97.4%	97.3%
估值	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
年结 12 月 31 日						
市内含价值率 (倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
市净率 （倍）	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率（%）	4.4	4.5	4.5	4.6	4.7	4.9

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

中国平安 (2318 HK)

价值率提升驱动新业务价值增长

中国平安在 2024 年第三季度实现集团归母净利润和寿险及健康险新业务价值翻倍增长。前三季度集团归母营运利润同比增长 5.5%至 1,138 亿元，对应 3Q24 同比增长 22.1%，逐季稳步复苏（1Q24/2Q24 同比-3.0%/+1.9%）；其中 3Q24 寿险及健康险和财产险的营运利润同比提升 8%/455%，得益于投资收益大幅提升和承保业务结构的持续改善。前三季度寿险及健康险新业务价值同比增长 34.1%至 352 亿元；第三季度新业务价值同比翻倍，受益于各渠道新业务价值率提升的带动。前三季度新业务价值率为 25.4%，同比升 7.3 个百分点。我们预计 FY24E/FY25E 新业务价值同比增长 23%/12%，并将持续以价值率的提升为主要驱动。前三季度财险承保综合成本率为 97.8%，高赔损类业务如信用保证险的持续出清，有望带动公司承保综合成本率持续下行。预计 FY24/FY25 综合成本率为 98.3%/97.2%。

维持“买入”评级，目标价 65.1 港元，对应 FY24E 0.75 倍 P/EV 和 1.1 倍 P/BV。

- **价值率提升引领新业务价值增长。**前三季度平安寿险及健康险新业务价值同比增长 34.1%至 352 亿元，3Q24 新业务价值同比翻倍（+110.2%），受益于所有渠道新业务价值的强劲增长，包括 1）前三季度个险新业务价值同比增长 31.6%至 286 亿元，贡献整体新业务价值炒股欧 80%，我们测算 3Q24 个险新业务价值同比 95%；2）银保新业务价值同比大幅增长 68.5%，得益于产品价值率和分红险销售的快速增长；3）社区网格渠道新业务价值同比增长 300%，受益于 13 个月继续率的显著改善（同比+6.6 个百分点）。此外，在预定利率下调、产品结构优化和报行合一降低费率的影响下，前三季度新业务价值率（年化新单保费口径）大幅提升至 25.4%，同比增长 7.3 个百分点。展望 2025 年，我们认为寿险新业务价值有望在价值率持续提升的驱动下实现增长，预计 2024E/2025E 新业务价值同比增长 23%/12%。3Q24 寿险代理人规模企稳并实现小幅增长，较年初/环比+4.3%/+6.5%，预计 2025 年代理人规模保持稳健。
- **财产险承保结构优化；营运利润大幅增长。**3Q24 财险归母营运利润同比增长 455%至 40 亿元，得益于承保结构优化带动承保盈利的提升和投资服务业绩的大幅增长。前三季度承保综合成本率同比下降 1.5 个百分点至 97.8%，主要受公司主动出清高赔损业务，如信用保证险，带动赔付率显著下行。前三季度承保盈利同比增长 228%至 54 亿元，在去年同期低基数基础上大幅回升。车险综合成本率同比提升 0.8 个百分点至 98.2%，受三季度巨灾赔付和准备金计提增加的影响。展望 2025 年，我们预计车险费用率有望在深化车险综改背景下持续下行，非车险业务结构优化。预计 2024E/2025E 综合成本率 98.3%/97.2%。
- **估值/风险：**当前股价交易于 0.55 倍 FY24E P/EV 和 0.82 倍 FY24E P/BV，较其历史 3 年平均值高 0.6/0.2 个标准差。维持“买入”评级，目标价 65.1 港元，对应 0.75 倍 FY24E P/EV 和 1.1 倍 FY24E P/BV。下行风险：长端利率持续下行；权益市场大幅波动；资管板块营运利润低于预期；科技板块亏损加剧等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
净收入 (百万人民币)	134,817	109,274	159,710	161,138	166,893
每股收益(人民币)	8.78	4.84	7.44	7.57	7.90
市场平均预估每股收益 (人民币)	n.a	n.a	7.63	7.64	8.25
市净率 (倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
市内含价值率 (倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	5.5	5.7	6.1	6.6	7.2
权益收益率 (%)	18.2	9.7	13.9	12.9	12.4

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测 | 注：股价截至 2024 年 12 月 13 日收市。

买入 (维持)

目标价	65.10 港元
潜在升幅	40.5%
当前股价	46.35 港元

中国保险

马毓泽
(852) 3900 0805
nikama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	839,278.3
3 月平均流通量(百万港元)	3,667.9
52 周内股价高/低(百万港元)	59.70/29.80
总股本 (百万)	18107.4

资料来源：FactSet

股东结构

Charoen Pokphand Group Company Ltd	13.0%
UBS Group AG	10.3%

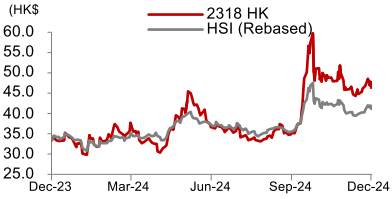
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-0.2%	-1.0%
3 -月	31.1%	14.0%
6 -月	27.0%	15.2%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

1. 中国平安 (2318 HK) - Robust 3Q doubled in NBV and earnings growth, Oct 23, 2024 (link)
2. 中国平安 (2318 HK) - 2Q NBV stabilized against a high base; expect to see Group OPAT turnaround, Aug. 27, 2024 (link)
3. 中国平安(2318 HK) - Expect $3.5bn CB dilutive effect to be short-term, Jul. 17, 2024 (link)
4. 中国平安(2318 HK) - 1Q24 NBV beat; Life OPAT y/y turned positive, Apr.15, 2024 (link)
5. 中国平安(2318 HK) - Resilient DPS despite OPAT decline; EV assumptions change cut VNB more than expected, Mar 27, 2024 (link)
6. 中国平安 2318 HK) – 1H23 NBV beat consensus; interim dividend up 1.1% YoY reinforcing a long-run growth story, Sep 4, 2023 (link)

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
截至 12 月 31 日（百万人民币）						
总收入		**525,981**	**536,440**	**556,227**	**606,998**	**671,384**
投资收益		(2,311)	33,324	52,094	59,697	64,691
其他营业收入		60,652	68,804	63,271	74,274	87,290
其他运营费用		(107,779)	(123,515)	(126,506)	(140,283)	(154,656)
税前收入		**142,335**	**120,117**	**187,701**	**183,304**	**184,297**
所得税		(7,518)	(10,843)	(27,991)	(22,165)	(17,405)
净收入		**134,817**	**109,274**	**159,710**	**161,138**	**166,893**
普通股股东的净收入		**111,008**	**85,665**	**131,498**	**133,763**	**139,617**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
截至 12 月 31 日（百万人民币）						
资产						
净财产、厂房和设备		53,657	50,401	49,576	48,765	47,967
递延所得税资产		89,321	101,337	97,316	93,454	89,746
无形资产		99,411	99,078	96,245	93,492	90,818
其他资产		205,825	367,427	704,379	673,559	500,937
总资产		**11,009,940**	**11,583,417**	**12,750,066**	**13,606,068**	**14,460,668**
负债和股东权益						
保险单责任		3,671,177	4,159,801	4,834,925	5,295,246	5,820,176
递延所得税负债		14,217	14,148	14,361	14,577	14,796
其他负债		1,455,807	1,388,743	1,369,238	1,350,007	1,331,046
负债总额		**9,823,944**	**10,354,453**	**11,421,903**	**12,176,698**	**12,936,577**
留存收益		593,183	622,050	709,737	795,554	883,026
股票准备金		268,724	263,752	267,745	275,338	274,609
库存股票		(10,996)	(5,001)	(5,001)	(5,001)	(5,001)
股东权益总额		**869,191**	**899,011**	**990,589**	**1,083,998**	**1,170,741**
总股本		**1,185,996**	**1,228,964**	**1,328,163**	**1,429,370**	**1,524,091**
总负债和股东权益		**11,009,940**	**11,583,417**	**12,750,066**	**13,606,068**	**14,460,668**

每股数据	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
截至 12 月 31 日						
每股股息	2.36	2.40	2.48	2.64	2.85	3.13
每股收益（报告）	5.77	8.78	4.84	7.44	7.57	7.90
市场平均预估每股收益	n.a	n.a	n.a	7.63	7.64	8.25
每股内含价值	76.34	77.89	76.34	81.27	84.88	88.73
每股新业务价值	2.07	1.58	1.71	2.07	2.33	2.61
基本股股数	18,280	18,280	18,210	18,107	18,107	18,107
盈利能力	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
截至 12 月 31 日						
股本回报率（%）		18.2%	9.7%	13.9%	12.9%	12.4%
新业务价值利润率（%）		20.7%	15.5%	19.3%	20.0%	20.7%
综合成本率（%）		100.3%	100.7%	98.3%	97.2%	96.7%
估值	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
截至 12 月 31 日						
市内含价值率 (倍)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率（%）	5.4	5.5	5.7	6.1	6.6	7.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。| 注：股价截止于 2024 年 12 月 13 日收市。

中国财险 (2328 HK)

全年承保综合成本率可达成指引

公司 3Q24 承保盈利大致符合预期，归母净利润和承保综合成本率整体稳健。尽管第三季度巨灾导致非车险赔付率超预期上行，我们认为非车综合成本率的峰值已经过去，并已于四季度公司股价的波动表现中有所反映。车险保费自 9 月以来持续回暖，受益于在财政部“以旧换新”政策带动下新车销量的增长和新能源车渗透率的稳步提升。展望 4Q24，我们预计车险保费有望逐月提升，带动全年车险保费增速达 4%；非车险赔付率有望在四季度边际改善，主要因：1）据应急管理部披露的数据看，四季度并非全年直接经济损失发生的高峰期；2）公司主动优化产品结构和实施风险减量管理；3）年底大灾风险责任准备金的释放，有望共同推动全年承保综合成本率下行。**预计 2024E/2025E 综合成本率为 97.7%/97.4%。维持公司“买入”评级，目标价为 14.0 港元，对应 1.09 倍 FY24E P/BV。**

- **预计全年非车赔付率峰值已过。**前三季度公司车险和非车险的承保综合成本率分别为 96.8%/95.0%（国际会计准则口径）和 96.8%/100.5%（中国会计准则口径），同比-0.6/+1.9 个百分点。非车综合成本率受大灾导致赔付率上行的影响，在去年较高基数上，增长幅度超出市场预期。前三季度公司承保综合成本率为 98.2%，同比增长 0.3 个百分点，主要受非车险赔付率上行的拖累。预计四季度非车赔付率有望改善，基于 1）据应急管理部门披露的行业数据看，四季度并非全年因大灾导致直接经济损失发生的高峰期；2）公司主动优化业务结构，降低高赔付法人类业务，如雇主责任险的承保规模，实施风险减量管理；3）大灾风险准备金将于年底一次性释放，利好平滑全年综合成本率上行。**我们认为公司仍有望于全年实现<97%/<100%的车险及非车险综合成本率指引，并预计 FY24E 其车险/非车综合成本率分别为 96.6%/99.4%。**
- **关注每股股息净值增长。**公司过去股息率与归母净利润挂钩，并已连续 5 年维持>40%以上的分红派息比。考虑到三季度权益投资收益大幅增长，带动公司净利润显著回升，预计 FY24 分红金额将有所受益。分红政策方面，管理层表示将更多关注每股股息绝对值的稳健增长，而非锁定固定的分红派息比。基于此，我们预计 2024/2025E 公司股息率为 5.2%/5.4%，随着业绩增长保持稳步上行。
- **估值及风险。**公司当前股价交易于 1.0 倍 FY24E P/BV，较其历史 3 年平均高 1.5 个标准差。基于负债端刚性承保需求，我们认为公司承保结构的持续改善有望推动承保利润稳健增长，带动股息率稳步上行，具备中长期投资价值。维持“买入”评级，目标价为 14.0 港元，对应 1.09 倍 FY24E P/BV。下行风险：四季度大灾赔付高于预期；新车销量不及预期；资本市场大幅波动等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
净收入 (百万人民币)	29,109	24,566	31,993	33,553	35,530
每股收益(RMB)	1.31	1.11	1.44	1.51	1.60
市场平均预估每股收益 (人民币)	n.a	n.a	1.44	1.48	1.61
综合成本率 (%)	96.6	97.8	97.7	97.4	97.2
市净率 (倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
股息率 (%)	4.3	4.4	5.2	5.4	5.7
权益收益率 (%)	13.5	10.8	13.1	12.7	12.6

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测 | 注：公司股价截至于 2024 年 12 月 13 日。

买入 (维持)

目标价	14.00 港元
潜在升幅	17.1%
当前股价	11.96 港元

中国保险

马毓泽
(852) 3900 0805
nikama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	266,014.3
3 月平均流通量(百万港元)	385.0
52 周内股价高/低(百万港元)	14.04/8.80
总股本 (百万)	22242.0

资料来源：FactSet

股东结构

花旗集团	10.9%
GIC Private Ltd.	6.0%

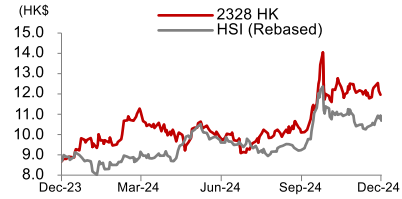
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-2.1%	-2.9%
3 -月	18.7%	3.2%
6 -月	22.2%	10.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

1. 中国财险(2328 HK) - 3Q CoR miss dragged by non-auto claims, Oct 31, 2024 (link)
2. 中国财险(2328 HK) - CoR sequentially improved turning to positive 2Q net profit growth; first interim dividend in place, Aug 30, 2024 (link)
3. 中国财险 (2328 HK) - 1Q24 catastrophe-induced claims fully released; FY24 CoR guidance sustained; exp. >40% payout, May7, 2024 (link)
4. 中国财险(2328 HK) - Non-auto CoR better than expected; sustain 40%+ payout in next two years, Apr 2, 2024 (link)
5. 中国财险 (2328 HK) - Expect FY23E CoR guidance met; underwriting of NEVs and individual A&H to drive new growth Feb 5, 2024 (link)

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
截至 12 月 31 日（百万人民币）						
总收入		**424,355**	**457,203**	**477,243**	**493,659**	**510,564**
投资收益		(3,706)	4,077	10,239	9,943	9,827
其他营业收入		1,064	195	160	168	181
承销和佣金		14,365	10,189	11,166	12,688	14,294
其他运营费用		(1,818)	(2,203)	(2,631)	(2,762)	(2,817)
税前收入		**34,021**	**28,035**	**35,070**	**36,743**	**38,882**
所得税		(4,912)	(3,469)	(3,077)	(3,191)	(3,353)
净收入		**29,109**	**24,566**	**31,993**	**33,553**	**35,530**
归属于普通股股东的净收入		**29,164**	**24,585**	**32,058**	**33,621**	**35,599**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
截至 12 月 31 日（百万人民币）						
资产						
现金和短期投资	17,414	21,250	16,526	20,041	19,741	20,487
净财产、厂房和设备	29,669	30,332	29,527	31,003	32,554	34,181
递延所得税资产	4,749	12,083	10,139	10,646	11,178	11,737
其他资产	24,986	27,176	27,312	28,678	30,111	31,617
总资产	**619,309**	**672,462**	**703,623**	**755,239**	**793,103**	**834,946**
负债和股东权益						
保险单责任	317,513	351,254	371,829	407,765	418,925	431,464
其他负债	39,789	43,145	46,007	39,338	47,697	56,989
留存收益	64,966	79,782	78,496	83,513	94,173	106,141
股票准备金	186,570	196,471	209,178	230,239	246,980	265,323
股东权益总额	**208,812**	**218,713**	**231,420**	**252,481**	**269,222**	**287,565**
总股本	**211,574**	**221,605**	**234,304**	**255,277**	**272,204**	**290,749**
总负债和股东权益	**619,309**	**672,462**	**703,623**	**755,239**	**793,103**	**834,946**

每股数据	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
截至 12 月 31 日						
每股股息	0.41	0.48	0.49	0.58	0.60	0.64
每股收益（报告）	1.01	1.31	1.11	1.44	1.51	1.60
市场平均预估每股收益	n.a	n.a	n.a	1.44	1.48	1.61
基本股数	22,242	22,242	22,242	22,242	22,242	22,242
稀释后股份数量	22,242	22,242	22,242	22,242	22,242	22,242
盈利能力	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
截至 12 月 31 日						
股本回报率		13.5%	10.8%	13.1%	12.7%	12.6%
综合成本率		96.6%	97.8%	97.7%	97.4%	97.2%
损失率		69.4%	70.6%	71.1%	71.1%	71.0%
费用率		27.2%	27.2%	26.5%	26.4%	26.2%
估值	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
截至 12 月 31 日						
市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
股息率（%）	3.6	4.3	4.4	5.2	5.4	5.7

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。| 注：公司股价截至 2024 年 12 月 13 日。

2024 年 12 月 18 日

招银国际环球市场 | 睿智投资 | 公司更新

绿城服务 (2869 HK)

经营提效，母公司转化大幅缓解三方竞争压力

公司 1H24 营收与核心运营利润分别同比增长 11%与 26%，营收符合市场预期，利润超出预期，亮眼表现主要得益于稳健的母公司、强劲的外拓以及多元化的增值服务业务形成支撑。核心运营利润率同比扩张 1.2 ppt 至 9.8%，受 0.6 ppt 的毛利率提升以及 0.6 ppt 的销管费用率改善拉动，反映了公司有效的成本管控。母公司项目的稳定转化，帮助公司缓解了外拓市场竞争激烈的不利因素。尽管面临严峻的行业环境，公司仍预计 2024 年全年核心运营利润增长超过 20%，现金增长超过 15%。公司亮点包括其高度的独立性、稳定的母公司背景、多元化的增值服务业务以及现金流的恢复。我们维持“买入”评级，目标价为 6.13 港元，对应 25X 2024E P/E，以反映优于同行的前景。

- **1H24 业绩逆势表现得益于经营效率提升。**公司收入与核心运营利润分别同比增长 10.6%与 25.8%，收入符合市场预期而核心运营利润则超出预期。这一表现主要得益于物业管理服务收入稳定增长 14.6%、业主与非业主增值服务板块均呈现积极增长，以及高效的成本管控落实，拉动毛利率提升 0.6 ppt.，销管费用率降低 0.6 ppt，共同推动核心运营利润率提升 1.2 ppt 至 19.2%。公司还将全年核心运营利润增长指引从超过 15%上调至超过 20%，且股权激励计划要求未来三年增长达到 60%。
- **母公司项目转化缓解第三方竞争压力。**来自母公司绿城地产的在管面积净增额相比第三方增长显著，导致关联方贡献的比例从 2023 年上半年的 14.8%和 2023 全年的 15.7%上升到 2024 年上半年的 18.2%。净新增在管面积中，来自绿城房产和三方分别为 1727 万方和 1603 万方，同比增速分别为 227%和-42%。
- **预计全年现金增长 15%。**公司现金余额达到人民币 43 亿元，同比下降 12%，原因包括：1) 应收账款从 2023 年底增加 24%至人民币 63 亿元，业主支付能力受宏观因素影响减弱且物业费主要集中在年底收取；2) 股份回购消耗部分现金。公司预计应收账款增长将在 2H24 放缓，并将继续积极回购股份，预计 2024 年底的在手现金将体现为同比增长 15%。
- **估值：**鉴于公司具有高度的独立性、稳定的母公司支持、多元化的增值服务业务，我们维持“买入”评级，目标价为 6.13 港元，对应 25X 2024E P/E，反映其相对于同行更好的发展前景。风险：三方竞争加剧。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	14,856	17,393	19,364	21,838	24,464
同比增长 (%)	18.2	17.1	11.3	12.8	12.0
净利润 (百万人民币)	547.5	605.4	724.6	867.7	1,018.9
每股收益 (人民币)	0.17	0.19	0.23	0.27	0.32
同比增长 (%)	(35.4)	11.7	19.7	19.7	17.4
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	0.24	0.29	0.32
市盈率 (倍)	20.7	18.6	15.5	12.9	11.0
市净率 (倍)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
股息 (%)	2.5	3.9	4.5	5.4	6.3
股本回报率 (%)	7.7	8.3	9.7	11.4	12.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	6.13 港元
潜在升幅	63.5%
当前股价	3.75 港元

中国物业服务

张 苗
(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

李昀嘉
(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	12,121.5
3 月平均流通量(百万港元)	18.3
52 周内股价高/低(百万港元)	5.52/2.40
总股本 (百万)	3232.4

资料来源： FactSet

股东结构

Orchid Garden Investment	31.9%
Lilac International Investment	13.3%

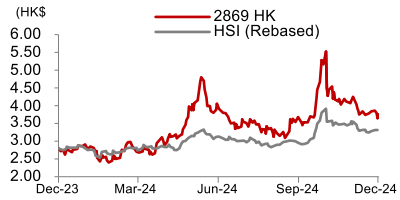
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-9.4%	-6.4%
3 -月	1.9%	-10.5%
6 -月	-4.3%	-11.0%

资料来源： FactSet

股份表现



资料来源： FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**12,566**	**14,856**	**17,393**	**19,364**	**21,838**	**24,464**
销售成本	(10,236)	(12,454)	(14,480)	(16,039)	(18,120)	(20,326)
毛利润	**2,331**	**2,402**	**2,913**	**3,325**	**3,718**	**4,139**
运营费用	**(1,251)**	**(1,421)**	**(1,617)**	**(1,758)**	**(1,928)**	**(2,099)**
销售费用	(201)	(266)	(343)	(378)	(415)	(453)
行政费用	(1,050)	(1,155)	(1,275)	(1,381)	(1,513)	(1,646)
运营利润	**91**	**(90)**	**(304)**	**(393)**	**(379)**	**(373)**
其他收入	98	157	112	30	30	30
其他费用	(38)	(74)	(168)	(155)	(175)	(196)
其他盈亏	11	(201)	(393)	(289)	(254)	(227)
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	21	29	145	20	20	20
净利息收入(支出)	**26**	**(37)**	**(2)**	**(5)**	**(12)**	**(24)**
其他	(5)	10	(18)	0	0	0
税前利润	**1,191**	**864**	**972**	**1,168**	**1,399**	**1,643**
所得税	(301)	(233)	(256)	(311)	(372)	(437)
税后利润	**890**	**631**	**716**	**857**	**1,026**	**1,205**
非控股权益	(44)	(84)	(111)	(133)	(159)	(186)
净利润	**846**	**548**	**605**	**725**	**868**	**1,019**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**9,278**	**10,841**	**12,112**	**12,744**	**13,799**	**14,932**
现金与现金等价物	4,307	4,183	4,531	4,731	4,972	5,241
Restricted cash	283	365	491	491	491	491
应收账款	3,055	4,610	5,045	5,616	6,334	7,096
存货	434	570	674	746	843	946
短期银行存款	21	0	0	0	0	0
以公允价值计入损益的资产	1,179	882	1,158	1,158	1,158	1,158
其他流动资产	0	230	212	0	0	0
非流动资产	**5,097**	**6,013**	**5,970**	**6,053**	**6,170**	**6,325**
物业及厂房及设备（净额）	773	917	1,039	2,365	2,427	2,530
Right-of-use assets	872	938	935	0	0	0
递延税项	237	356	519	519	519	519
合资及联营公司投资	722	688	847	867	887	907
无形资产	430	529	592	630	664	696
商誉	451	658	661	661	661	661
以公允价值计入损益的资产	877	1,039	475	475	475	475
其他非流动资产	734	889	901	536	536	536
总资产	**14,375**	**16,854**	**18,082**	**18,797**	**19,969**	**21,257**
流动负债	**5,789**	**7,387**	**8,558**	**9,082**	**9,782**	**10,524**
短期债务	5	124	267	267	267	267
应付账款	3,706	4,734	4,872	5,396	6,096	6,838
应付税款	512	685	902	902	902	902
其他流动负债	37	58	133	133	133	133
Lease liabilities	185	258	288	288	288	288
Contract liabilities	1,343	1,529	2,096	2,096	2,096	2,096
非流动负债	**1,216**	**1,590**	**1,299**	**1,299**	**1,299**	**1,299**
长期债务	147	187	23	23	23	23
其他非流动负债	1,068	1,403	1,276	1,276	1,276	1,276
总负债	**7,004**	**8,978**	**9,856**	**10,381**	**11,081**	**11,823**
股本	0	0	0	0	0	0
其他储备	7,019	7,121	7,406	7,463	7,777	8,136
股东权益总额	**7,019**	**7,121**	**7,406**	**7,463**	**7,777**	**8,136**
少数股东权益	351	755	820	952	1,111	1,297
总负债和股东权益	**14,375**	**16,854**	**18,082**	**18,797**	**19,969**	**21,257**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**1,191**	**864**	**972**	**1,168**	**1,399**	**1,643**
折旧摊销	378	433	485	490	506	518
税款	(242)	(202)	(205)	(311)	(372)	(437)
营运资金变化	(347)	(664)	(400)	(120)	(114)	(122)
其他	38	264	585	(15)	(8)	4
净经营现金流	**1,019**	**695**	**1,436**	**1,213**	**1,410**	**1,605**
投资现金流						
资本开支	(409)	(454)	(503)	(553)	(603)	(653)
收购与投资	(232)	(32)	(43)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(480)	193	112	0	0	0
其他	819	152	56	69	63	51
净投资现金流	**(302)**	**(141)**	**(378)**	**(483)**	**(540)**	**(602)**
融资现金流						
已支付股息	(542)	(543)	(285)	(507)	(607)	(713)
净借贷	5	159	(31)	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
股票回购	0	(78)	(131)	0	0	0
其他	(242)	(259)	(271)	(22)	(22)	(22)
净融资现金流	**(779)**	**(720)**	**(717)**	**(529)**	**(629)**	**(735)**
净现金流变动						
年初现金	4,437	4,307	4,183	4,531	4,731	4,972
汇率变动	(69)	43	6	0	0	0
年末现金	**4,307**	**4,183**	**4,531**	**4,731**	**4,972**	**5,241**

增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	24.3%	18.2%	17.1%	11.3%	12.8%	12.0%
毛利润	21.2%	3.1%	21.3%	14.1%	11.8%	11.3%
经营利润	(25.5%)	na	na	na	na	na
净利润	19.1%	(35.3%)	10.6%	19.7%	19.7%	17.4%

盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	18.5%	16.2%	16.8%	17.2%	17.0%	16.9%
营业利益率	0.7%	(0.6%)	(1.7%)	(2.0%)	(1.7%)	(1.5%)
股本回报率	12.2%	7.7%	8.3%	9.7%	11.4%	12.8%

资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	na	na	na	na	na	na
流动比率（倍）	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
应收账款周转天数	88.7	113.3	105.9	105.9	105.9	105.9
存货周转天数	15.5	16.7	17.0	17.0	17.0	17.0
应付帐款周转天数	132.2	138.7	122.8	122.8	122.8	122.8

估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	13.4	20.7	18.6	15.5	12.9	11.0
市盈率（摊薄）	na	na	na	na	na	na
市帐率	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	4.7	2.5	3.9	4.5	5.4	6.3
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

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之分析员，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有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 ：招银国际证券并未给予投资评级

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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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。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。

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篇制的报告。 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。