

每日投资策略

宏观经济及公司点评

全球市场观察

- 周一（3 月 31 日）中国股市连续回调。港股资讯科技、可选消费与工业领跌，电讯、医疗保健等防御性板块跑赢。A 股消费者服务、国防军工与建筑跌幅居前，电信服务、日常消费零售、家电、公用事业与银行上涨。中概股下跌，国债收益率和人民币汇率基本持平。特朗普全面关税计划推升市场避险情绪。财政部注资国有大行利好银行板块。国资委称推动国企加大布局新能源汽车、集成电路等具有发展基础但未形成竞争优势的产业，鼓励国企运用并购重组、股权投资、产业基金等多种方式，加快在生物医药等产业基础薄弱领域形成产业影响力。
- 欧洲股市下挫。特朗普全面关税打击市场信心，汽车股大跌，信息技术、工业与可选消费跌幅居前，能源、地产与通讯服务跑赢。德国国债收益率小幅上涨，欧元基本走平。德国财政“不惜一切代价”的历史性转变推动欧债收益率升至多年高点，可能削弱法国、意大利等政府债务率较高国家的财政政策空间。随着政策利率从 4% 降至 2.5%，欧央行官员对进一步降息空间开始产生分歧，部分鹰派成员支持 4 月暂停降息，因特朗普关税可能推升通胀和欧洲军事支出增加。预计今年欧央行可能进一步降息两次共 50 个基点。
- 美股低开高走，标普 500 收涨，纳指小幅收跌。必选消费、金融与原材料领涨，可选消费、信息技术与通讯服务跑输。特朗普计划推进全面关税计划，市场避险情绪推动黄金、美债等避险资产价格上涨。芝加哥 PMI 数据超预期小幅改善市场情绪。纽约联储主席称绝对存在通胀上升风险，政策利率暂时不宜下调。里士满联储主席表示对就业与通胀感到紧张，不急于降息。目前市场预期年内三次降息，美联储点阵图中值预测降息两次，我们预计美联储将在下半年降息 1-2 次。
- 贸易战将削弱经济前景，美债收益率回落。美元指数小幅上涨。油价上涨，特朗普对伊朗和俄罗斯发出威胁，称如果伊朗不尽快达成核协议将考虑动武，同时将考虑对俄能源出口实施制裁。贸易战和地缘局势不确定性推升金价。铜价收跌。

宏观经济

■ 中国经济 - PMI 显示复苏势头持续

3 月制造业 PMI 继续保持复苏势头，新订单和生产均强劲增长。但通缩压力依然存在，原材料采购和出厂价格指数进一步收缩。原材料和制成品库存下降，显示企业不愿扩大资本支出和库存投资。服务业 PMI 因需求改善而小幅上升，而建筑业 PMI 进一步扩张。

受益于房地产市场改善、耐用品销售强劲以及贸易顺差扩大，今年第一季度 GDP 增速可能达到 5.2%。但是 4 月和 5 月外部冲击风险将会上升，特朗普的对等关税和极限施压可能会抑制全球贸易活动、商业投资和市场信心。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	23,120	-1.31	35.62
恒生国企	8,517	-1.05	47.64
恒生科技	5,395	-2.03	43.31
上证综指	3,336	-0.46	12.13
深证综指	2,005	-1.04	9.10
深圳创业板	2,104	-1.15	11.23
美国道琼斯	42,002	1.00	11.44
美国标普 500	5,612	0.55	17.65
美国纳斯达克	17,299	-0.14	15.24
德国 DAX	22,163	-1.33	32.31
法国 CAC	7,791	-1.58	3.28
英国富时 100	8,583	-0.88	10.99
日本日经 225	35,618	-4.05	6.43
澳洲 ASX 200	7,843	-1.74	3.33
台湾加权	20,696	-4.20	15.42

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	38,826	-0.22	30.19
恒生工商业	13,428	-1.98	45.43
恒生地产	15,641	-0.60	-14.66
恒生公用事业	34,744	-0.05	5.69

资料来源: 彭博

中国可能在 6 月或 7 月采取进一步刺激政策来提振国内消费。央行可能在第二季度下调存款准备金率 50 个基点，随后在下半年下调政策利率 20 个基点。
([链接](#))

公司点评

■ 石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价: 5.71 港元) - 对外授权抵消销售压力, 肿瘤产品持续去库存

2024 年石药集团总收入同比下降 7.8% 至 290 亿元, 其中成药销售下降 7.4% 至 237 亿元人民币。这一疲软态势主要由于肿瘤药物销售同比下降 28.3% 至 44 亿元, 以及心血管药物销售下降 14.8% 至 21 亿元。肿瘤收入的大幅下降主要是由于津优力和多美素在集采下的大幅降价, 这也引发了 2024 年下半年的去库存。管理层预计 2025 年肿瘤销售额将进一步降至 30 亿元。然而公司预计 2025 年新推出的产品将带来约 15 亿元的新增销售额, 这将有助于部分抵消老产品的拖累。与此同时, 管理层以及恩必普的销售将保持稳定。公司目标是在 2025 年恢复正向的有机收入增长。

对外授权将成为可持续的收入来源: 自 2024 年底以来, 公司在创新资产对外授权方面取得了显著进展, 已经成功签订了 YS2302018 (脂蛋白[a]抑制剂)、SYH2039 (MAT2A 抑制剂) 和 SYS6005 (ROR1 ADC) 的交易协议。石药集团建立了 40-50 个具有商业发展潜力的丰富资产管线。公司计划每年对外授权 3-4 个资产。我们认为公司多个候选产品具有对外授权潜力, 包括 EGFR ADC、PD-1/IL15 融合蛋白、GFRAL 单抗、ActRII 单抗、B7-H3 ADC 等。

EGFR ADC (SYS6010) 临床进展顺利: SYS6010 目前正在进行全球 3 期开发。在中国, 两项关键试验正在进行中: (1) 一项 3 期研究, 比较 SYS6010 单药与化疗在二线 TKI 耐药的 EGFRm NSCLC 中的疗效; (2) 一项 1b/3 期试验, 评估 SYS6010 联合奥希替尼与单独使用奥希替尼在一线 EGFRm NSCLC 中的疗效。在美国, 石药集团计划在 2025 年下半年启动两项 3 期试验: 一项针对三线 EGFRm NSCLC (基于 ORR), 另一项针对 2L+ EGFRm NSCLC。早期数据将在今年公布, 其中单药数据将在 AACR 会议上展示, 联合治疗结果预计在 ASCO 会议上公布。与此同时, 石药集团正在积极探索 SYS6010 的全球商业发展机会。

维持买入评级: 石药集团持续的对外授权交易将是推动盈利增长的关键因素。我们预计石药集团 2025/2026 年的收入和归属于公司的净利润将分别同比增长 1.6%/0.6% 和 3.5%/5.5%。我们将目标价下调至 5.71 港元。([链接](#))

■ 九毛九 (9922 HK, 持有, 目标价: 2.56 港元) - 仍需时间加大产品和店型改革力度

九毛九集团在 2025 财年会持续变革。进入 2025 财年, 公司将: 1) 继续将产品质量视为生命线, 确保每道菜维持在高标准, 2) 集中资源于核心区域 (华南、香港和澳门), 改良门店模式和供应链等, 3) 优化和简化公司架构 (削减部分管理层级, 提高透明度, 使业务能更快更好的应对各种变化), 4) 将数字化作为重点和更好地利用广州的新供应链中心 (包括中央厨房和加工工厂)。九毛九品牌将更专注于广东和海南, 提升门店运营效率 (引入更多自动化设备), 并进一步改良不同门店模型 (如儿童店、外卖店和机场店)。太二品牌将: 1) 对新店扩张持非常谨慎的态度 (招银国际预计开店 30-40 家, 关店 20 家), 2) 对关店也非常果断, 若表现不达预期, 将快速关闭门店,

3) 优化门店模型（特别是广州新推出的强调新鲜活杀与食材新鲜度的模式）。怂火锅品牌亦将增加鲜货的比例，提高员工满意度，从而为顾客提供更贴心、更具场景感和仪式感的服务，以满足顾客的情感需求。

2025 财年利润率方面仍需保持谨慎。我们认为 2025 财年财务表现受两大因素影响：1) 同店销售增长及翻台率趋势，2) 与潜在关店相关的减值损失。我们目前假设：1) 2025 财年翻台率与 2024 财年持平，在 2 季度到 3 季度见底，并在 4 季度出现同比增长，2) 2025 财年门店关闭减值与 2024 年相似，（预计今年将关闭约 20 家太二门店，而去年则关闭了约 14 家太二门店和 10 家怂火锅门店）。我们预计 2025 财年/ 2026 财年净利润率分别为 0%/ 3.3%。

2025 财年 1 季度趋势依然疲软，但环比略有改善。管理层指出，2025 财年初至今单店日均销售额较 2024 财年 4 季度有所改善，但由于高基数以及春节后的疲软趋势，预计 2025 财年 1 季度同店销售仍将同比负增长。

2024 财年业绩符合盈警预期。2024 财年，九毛九销售同比仅增长 1% 至 61 亿元人民币，符合此前公布的业绩预告。净利润同比下降 88% 至 5,600 万元人民币，同样符合盈警预期。2024 财年，九毛九/太二/怂火锅的同店销售增长分别为 -13%/-19%/-32%，翻台率为 1.7 次/2.5 次/2.0 次，客单价分别为 55/71/103 元。值得注意的是，九毛九/太二/怂火锅的同店销售增长从 2024 财年 1 季度的 -4%/-14%/-35% 恶化至 4 季度的 -19%/-25%/-27%，翻台率下降，但客单价相对稳定。因此，九毛九/太二/怂火锅的餐厅级别营业利润率在 2024 财年分别降至 15.4%/13.2%/8.6%，低于 2023 财年的 17.6%/19.3%/12.2%。整体来看，净利润的大幅下降主要受以下因素影响，包括：1) 同店销售下降带来的负运营杠杆，2) 门店关闭相关的减值损失。唯一的亮点是 2024 财年派息率达到 92.5%，历史股息率约为 1.3%。

维持“持有”评级，将目标价小幅下调至 2.56 港元，对应 15 倍 2026 财年预测市盈率。

我们下调 2025 财年/2026 财年净利润预测 100%/ 52%，以反映：1) 同店销售增长疲软；2) 扩张放缓，3) 门店关闭数量增加。新目标价基于 2026 财年 15 倍预测市盈率，目前现价估值为 2026 财年 17 倍，吸引力有限。（[链接](#)）

■ 中国太保 (2601 HK, 买入, 目标价: 34.00 港元) – 寿险营运利润超预期增长, 带动股息增速优于集团营运利润增速

太保公布全年业绩，在寿险营运利润、新业务价值和合同服务边际(CSM)等方面增长超预期。集团营运利润同比增长 2.5% 至 344 亿元，寿险营运利润同比增长 6.1% 至 276 亿元，较我们的预期高 2%。全年集团净利润同比增长 64.9% 至 450 亿元，对应 4Q 净利润 67 亿元，同比增长 62%，其中 4Q 保险服务业绩同环比+11.6%/+130%，4Q 净投资服务业绩同比增长近 4.6 倍。每股股息为 1.08 元，同比增长 5.9%，对应营运派息比 30.2%，同比提升 1 个百分点。新业务价值可比口径下增长 57.7%（实际口径增长 21%），受益于新业务价值率提升和寿险期交保费增长的双向带动。公司下调经济假设至 1) 中长期投资收益率假设下调 50bps 至 4.0%（原：4.5%）；2) 风险贴现率假设下调 50bps 至 8.5%（原：9.0%）。假设调整对公司 NBV 的影响为 -23%；根据内含价值敏感性分析，我们测算若再有 50bps 长期投资收益率和风险贴现率假设的下调，对公司 NBV/寿险 EV/集团 EV 的影响分别为 30%/12%/9%。个险销售人力同比下滑 6% 至 18.8 万人，核心代理人规模持续扩容，同比增长 10% 至 5.3 万人。合同服务边际 2H24/FY24 同环比增长 5.6%/11%，得益

于新业务 CSM (+57%) 和调整 CSM 的估计变更(+264%)大幅增长的带动；CSM 摊销首次转向正增长，2H24 同环比增加 2.4%/5%，带动寿险营运利润可比口径/实际口径下同比增长 6.1%/2%。

财险 COR 不及预期。财产险保险服务收入同比增长+8.1%至 1,914 亿元，但受制于保险服务费用(+8.5%)和承保财务损益(+28.3%)大幅增长，FY24 承保利润同比下滑 35.5%至 26.7 亿元；2H 对应承保亏损 4.27 亿元。COR 同比增长 0.9 个百分点至 98.6%，其中赔付率同比+1.7 个百分点至 70.8%；费用率同比-0.8 个百分点至 27.8%。车险/非车险综合成本率同比上升 0.6/1.4 个百分点至 98.2%/99.1%，主要受大灾频发带动赔付率上行的影响。我们测算车险/非车险 2H24 综合成本率分别为 99.4%/101.7%，同比+2.1/+4.1 个百分点。

估值：公司股价交易于 0.36 倍 FY25E P/EV 和 0.71 倍 FY25E P/B，对应未来 3 年 ROE 均值 14%，FY25E 股息率 5%。考虑到投资收益波动，我们小幅调整 FY25-27E EPS 预测 -3%/-1%/+1%至 4.18/4.63/5.17 元。维持“买入”评级，新目标价为 34.00 港元/股，对应 0.54 倍 FY25E P/EV 和 1.05 倍 P/B。
([链接](#))

■ 中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 15.8 港元) – FY25 综合成本率改善指引超预期

中国财险公布 2024 年业绩，全年综合成本率(CoR)不及预期，但 25 年 CoR 改善指引超预期。公司全年净利润为 322 亿元，同比增长 30.9%，与我们的预期持平。全年 CoR 为 98.8%，高于预期，同比增长 1 个百分点，其中赔付率同比上行 2.4 个百分点至 73.0%，费用率下行 1.4 个百分点至 25.8%。承保利润为 57.1 亿元，同比下滑 44%；4Q24 承保亏损 7.3 亿元。结构上看，车险综合成本率为 96.8%，同比下降 0.1 个百分点，达到年初小于 97%的指引，车险赔付率同比上行 2.2 个百分点至 72.6%，费用率同比下降 2.3 个百分点至 24.2%。非车险综合成本率 (101.9%) 不及年初预期(<100%)，同比增长 2.8 个百分点，我们测算 2H/4Q 非车 COR 同比增长 3.6/3.3 个百分点至 107.4%/123.6%。鉴于去年大灾频发，24 年公司净赔付损失金额达 155.7 亿元，较近 5 年平均损失金额高 51.2%，较 FY23 全年净损失金额同比增长 32%。我们认为在公司业务结构改善、车险费用管控及准备金计提充足的背景下，2025 年承保利润有望在低基数上实现较快增长，预计 FY25 综合成本率为 97.2%。管理层给出 FY25E 车险及非车险综合成本率将控制在 96%/99%以内，超出市场预期；预计将带动公司保险服务业绩增长较大幅改善。全年股息为 0.54 元/股，同比增长 10.4%，对应派息率 37.3%。

考虑到公司对 FY25 车险/非车险 CoR 指引超预期，我们上调 FY25-27E EPS 预期 6/11%/18%至 1.58/1.74/1.93 元，并采用 FY25 净资产估值，得到新目标价为 15.8 港元，维持“买入”评级。当前股价交易于 1.09 倍 FY25 P/B，公司未来三年平均 ROE 为 13.5%，股息率 4.7%。看好财险当前的财务业绩韧性及公司 COR 指引超预期利好，上调目标价至 15.8 港元/股（原：14 港元/股），对应 1.19 倍 FY25E P/B（原：1.09 倍）。([链接](#))

■ 通达集团 (698 HK, 买入, 目标价: 0.11 港元)：安卓需求复苏和创智业务驱动盈利复苏；维持“买入”评级

在通达集团公布业绩后我们与公司管理层进行交流。我们认为 2024 年净利润主要受苹果业务处置和非现金减值拨备所拖累。剔除苹果业务影响，在消费

电子 (+17.5%) 和家居及体育用品 (+19%) 增长驱动下, 2024 年的收入同比增长 17.8%。展望 2025 年, 管理层相信增长动力包括安卓需求复苏、高毛利率的创智业务以及经过两年业务重组后 GPM 恢复到 15-16%。苹果业务处置后, 2024 年经营现金流入为 45.85 亿港元 (2023 年为 700 万港元), 净现金达到 6.35 亿港元 (净债务为 12.67 亿港元)。考虑到 2024 年业绩、未来业务前景和公司更健康的资产负债表, 我们将 FY25/26E 的每股收益调整了 -8%/-3%, 我们新的目标价 0.11 港元是基于此前的 6.0x FY25E 市盈率。该股目前估值为 4.4x/3.1x FY25/26E 市盈率, 净现金为 6.35 亿港元, 我们认为该股具有吸引力。维持买入评级。 ([链接](#))

■ **新秀丽 (1910 HK, 买入, 目标价: 25.35 港元) - FY24 受到 TUMI&AT 拖累, 预计 1Q25 营收下滑中低单位数**

新秀丽 FY24 营收符合预期, 净利润较招银国际预期低 8%。FY24 和 4Q24 净销售额分别同比 -0.2%/+1% (按不变汇率口径计算), 主要由于 2023 年报复性旅游恢复带来高基数。全年净销售额达 35.9 亿美元, 核心市场亚洲和北美分别同比降 3.6% 和 1.2%, 而负面影响被欧洲和拉丁美洲抵消, 二者分别增 3.1% 和 17%。净利润同比降 13% 至 3.46 亿美元, 主要由于: 1) 收入规模收缩和新店开业 (FY24 净增 67 家) 带来销售费用率上升; 2) 减值冲回较 FY23 更少。尽管 3Q24 以来业绩呈逐季改善的趋势, 但管理层仍预计 1Q25 销售额或有低至中单位数降幅, 由于亚洲市场正在复苏, 但美国消费信心低迷的状况可能持续。考虑到出行频率恢复正常以及高端零售复苏步伐存在不确定性, 我们预计 FY25 销售额 / 净利润将分别同比增 1.5%/1.8%, 而持续的股票回购和双重上市进展或会对股价形成一定支撑。维持买入评级, 目标价下调至 25.35 港元, 主要反映盈利下调目标价对应 13x 25E P/E。

新秀丽品牌稳健表现被 TUMI 及 AT 抵消。新秀丽品牌 FY24 实现 3.3% 净销售额增长 (不变汇率), 4Q24 同比增 4.6%, 得益于强劲的假日购物季及美国批发商订单时间错位。TUMI 全年表现较弱, 净销售额同比降 0.8%, 但 4Q24 表现强劲, 在欧洲/拉丁美洲/北美等地表现强劲, 分别同比增 12%/17%/5%, 亚洲市场则表现较弱同比降 0.2%。American Tourister 因北美批发商需求疲软以及印度市场竞争激烈而表现疲软, 净销售额同比下降 6.1% (不包括印度市场下降 1.9%)。

中国航旅动态追踪。随着出行活动持续回暖及国际旅行限制逐步放宽, 航空客运量呈现稳步增长。2025 年前两个月, 中国旅客的国际线数量较 2019 年恢复率达 119%, 国内线的旅客数量恢复率为 107%, 依然为旅行消费品市场提供积极的增长动能。

2M25 中国线上销售表现平稳。2025 年前两个月, 主品牌天猫/淘宝和京东的销售额分别同比下降 7% 和 18%, 抖音的销售额则因战略性营销投入同比增长 200%。TUMI 目前欲定位为兼顾商务与生活方式的品牌, 在不同平台表现分化, 天猫渠道下降 11%, 而京东则实现同比 +26% 的稳健增长。尽管销售存在波动, 随着公司在数字营销和本地化策略上的不断优化, 我们预计品牌价值将逐步增强。

估值。由于出行频率恢复正常以及高端零售行业复苏步伐存在不确定性, 我们预计 FY25 有机销售额 / 净利润同比分别增长 1.5%/1.8%, 而持续的股票回购和双重上市的进展可能会对股价形成一定支撑。鉴于盈利预期下调, 我

们维持买入评级，下调基于 DCF 的目标价 7%至 25.35 港元 (WACC: 8.6%, growth rate: 2.0%)，相当于 13.4x 25E P/E。 ([链接](#))

■ **中国重汽 (3808 HK, 持有, 目标价: 20.50 港元) - 对出口保持谨慎**

中国重汽 2024 年净利润为 58.6 亿元人民币 (同比增长 10%)，较我们/彭博共识预期高 3%/低 4%。中国重汽建议派发每股 0.55 港元的末期股息。加上中期股息，派息率为 55% (高于 2023 年的 50%)。在业绩发布后电话会议上，管理层预计 2025 年重卡行业销量约 90-100 万辆 (同比增长 0-10%)。管理层透露，公司的出口量将在 2025 年下降，这与我们的观点一致，主要由于主要出口市场俄罗斯基数高，导致出口面临压力。我们小幅下调 2025/26 年盈利预测 2%/3%，主要因于我们下调出口量假设以及发动机的分部利润率。我们的新目标价为 20.50 港元 (前值: 21.40 港元)，基于 5 倍 EV/EBITDA (相当于历史平均水平)。维持持有评级。相对而言，我们较看好潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH, 买入)，主要由于增长动力较多。 ([链接](#))

■ **李宁 (2331 HK, 买入, 目标价: 19.81 港元) - 2025 财年指引保守，但符合预期**

2024 财年业绩符合市场预期，净利润下降主要受非核心因素拖累。2024 财年李宁销售同比增长 4%至 287 亿元人民币，净利润同比下降 5%至 30 亿元人民币 (净利率 10.5%)，基本符合市场预期和公司指引。若剔除 3.33 亿元人民币投资物业减值损失，调整后净利润同比增长 5%，调整后净利率达 11.7%。

2024 财年 4 季度业绩优于预期。2024 财年 4 季度零售销售额增速回升至高单位数，大幅好于 3 季度的中单位数下滑，也优于我们预期的 3%增长。库存销售比维持在约 4 个月，与 2 季度的 3.9 个月接近，在暖冬及 2025 年春节提前的背景下，我们认为该水平相当健康。然而，线下的零售折扣同比略有恶化，电商渠道则保持稳定。

2025 年 1-3 月表现向好。管理层表示，2025 财年 1 季度迄今零售销售额在各渠道仍保持正增长 (但 2025 年 3 月因天气不利趋势有所转弱)。库存销售比仍处于健康水平，零售折扣预计同比和环比均有改善。尽管管理层对 2025 财年给出了较为保守的指引，但我们认为 1 季度的趋势相对正面。

李宁 2025 财年指引较为谨慎。管理层预计 2025 财年销售额增长持平，净利率维持高单位数水平，我们估计已经包含了潜在的投资物业及门店关闭减值。从品类来看，2024 财年跑步/篮球/训练/生活方式品类的销售额增速分别为 25%/-21%/6%/-6%。2025 财年管理层将维持跑步和篮球业务发展，并着力改善生活方式品类。从单价和销量看，管理层预期 2025 财年均会比较平稳。综合来说，我们认为市场对公司的指引是有一定的预期的。毛利率预计持平或小幅改善，主要驱动因素包括：1) 零售折扣的潜在改善 (主要是线下渠道)，2) 渠道结构优化 (电商增速仍较快)。但经营利润率可能下滑，主要因广告营销投入增加 (2025 财年占销售或超 10%)、研发和人才引进。尽管不良门店关闭、渠道结构优化 (电商利润率较高且增速更快)、门店关闭相关减值逐步减少等积极因素存在，但投资物业潜在减值 (李宁在香港、深圳和上海的物业账面价值超 30 亿元人民币) 可能抵消部分正面影响。

维持“买入”评级，上调目标价至 19.81 港元（前值：19.58 港元），基于 18 倍 2025 财年预测市盈率）。我们将 2025/2026 财年净利润预测下调 23%/20%，以反映销售增速放缓、更高的营销费用和减值损失。目前公司估值为 16 倍 2025 财年预测市盈率，虽不算便宜，但大部分负面因素已反映，且 1 季度的趋势已在改善，有望迎来拐点，因此我们对李宁保持乐观，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **达势股份 (1405 HK, 买入, 目标价: 118.57 港元) — 长期仍然看好, 但短期同店增长可能略有回调**

2024 财年业绩强劲，表现优于预期。2024 财年销售同比增长 41% 至 43 亿元人民币，分别超出市场/招银国际预期 2%/1%，调整后净利润同比大增 1394% 至 5,500 万元人民币，超出市场/招银国际预期 20%/12%，主要受毛利率改善和经营杠杆带动。同店销售增长从 2023 财年的 8.9% 放缓至 2.5%（2024 财年下半年为 1.6%，上半年为 3.6%），但仍远优于同行（肯德基：-2%，必胜客：-5%，太二：-19%，九毛九：-13%，海底捞：3.6%）。2024 财年单店日均销售额同比增长 4.3% 至 13,126 元，其中订单量增长 10%（145 增至 160），平均客单价下降 5%（87 元降至 82 元）。客单价下降主要由于外卖销售占比下降（59% 降至 46%）及新市场占比提升（北京/上海外卖占比 70% 以上，新市场 30% 以上）。门店层面经营利润率从 2023 财年的 13.8% 提升至 2024 财年的 14.5%。

2025 财年业绩展望更为谨慎。管理层对 2025 财年展望较为保守。一方面，门店扩张仍将保持较快速度，目标新增 300 家门店，同比增长 30%，与 2024 财年的 31% 增速基本持平。我们对目标的实现有信心，主要因为：1) 公司品牌力和口碑依然强劲，2) 公司在现有门店已培养和储备了大量员工，3) 公司在 2024 圣诞节及 2025 春节期间已进入 13 个新城市（2024 财年仅进入 10 个），今年还将进入至少 1-2 个新城市。但另一方面，我们对同店销售额增长和经营利润率扩张保持谨慎。尽管 2025 财年第一季度同店销售仍然有正增长，但到 25 年四季度，我们不排除可能转负，原因包括：1) 宏观不确定性，2) 新市场表现良好的门店在 18 个月后会，同店增长通常会下滑，并需经历 12 个月的正常化期，3) 新城市的销售互相蚕食（当一个城市开到第 5-10 家门店时，前 1-4 家门店的单店销售可能被稀释）。此外，我们预计 2025 财年经营利润率可能持平于 3.9%，原因是供应链效率提升带来的毛利率改善将被零售折扣的增加所抵消，而员工成本上涨（为未来扩张培养和保留员工）则将被新市场高效门店带来的销售贡献所弥补。受益于规模效应提升和更优的税率，我们预计 2025 财年净利率将从 2024 财年的 1.3% 提升至 1.9%。

考虑到短期压力，我们下调了 2025/2026 财年盈利预测 44%/54%，以反映更保守的同店增长假设和经营杠杆。但我们仍对公司在中国的长期发展保持高度信心，即便当前估值对应 2.3 倍 2025 财年预测市销率，对比同行 1.2 倍溢价 93%，但考虑到 2024-2027 财年销售额/调整后净利润复合年增长率预测分别为 24%/35%，远高于上市同行，我们认为该估值溢价仍会持续。维持“买入”评级，上调目标价至 118.57 港元（前值：81.20 港元），基于 2.7 倍 2025 财年预测市销率。（[链接](#)）

■ **卡罗特 (2549 HK, 买入, 目标价: 6.44 港元) - 宏观因素仍然是关键**

卡罗特仍维持 2025 财年 30% 以上的销售额增长目标，但利润率指引将稍后公布。管理层对 2025 财年实现 30%+ 销售增长目标仍有信心，并且已充分考

虑宏观的不确定性（如关税及经济增长放缓）。公司预计美国市场亚马逊平台有 20% 以上增长，线下渠道有 50% 以上增长（门店数从 2024 财年的 1,300 家增至 2025 财年的 3,000 家，并渗透至前三大超市）。管理层计划推出新品牌，与卡罗特核心品牌区分，在不同渠道销售不同价位产品。中国市场目标实现正增长，将通过京东销售恢复（叠加核心的天猫/淘宝及快速增长的抖音）及引入更多 SKU（拓展至厨房和餐厅用品）支撑。西欧市场预计在 2025 财年会有 30% 以上的增长，尽管增速在 2024 财年 4 季度受重组影响（外部团队改为内部团队运营），管理层仍然认为当地市场潜力巨大，将同步发展线上和线下渠道。日本市场在 2025 财年仍预计有 30% 以上的增长，线下渠道增速可能达 50% 以上。但鉴于美国市场 1 季度增长较慢，而且在 2 季度后可能需要提价，后续加速增长并非易事，因此我们将 2025 财年增长预期从 35% 下调至 23%。

利润率方面仍需谨慎。由于宏观不确定性（如中国商品 20% 进口关税和铝/钢产品 25% 全球关税），管理层将在与美国业务伙伴协商后再提供利润率指引。但我们基于合理假设预计，美国市场的毛利率可能会从 2024 财年的 45%（招银国际测算）降至 2025/2026 财年的 36%/33%，基于：1）公司尚有一些未被征税的库存，所以预计 2025 财年只有约 8 个月会受影响；2）公司实际关税可能仅 35%（铝/钢产品关税按相关含量比例征税）；3）预期公司通过供应链优化转嫁约 15% 的关税，仅需消化余下的 20%；4）关税每上调 1%，美国市场毛利率将下降约 0.55%。因此，我们预计公司 2025/2026 财年整体毛利率分别为 35.2%/33.6%。

2025 财年 1 季度销售疲软，低于预期。管理层指出 1 季度销售增长基本持平，我们本已预期自 4 季度以来增速放缓，但实际仍低于我们预期，主要由于：1）2024 财年 1 季度基数高（当时同比增长 72%）；2）缺乏新产品上市及热销产品库存不足。此外，渠道调研显示中国市场销售在 1 季度仍面临压力。

2024 财年净利润超预期，但销售不及预期。卡罗特 2024 财年销售额同比增长 31% 至 21 亿元人民币，较招银国际预期低 14%（主要因 4Q24 中国销售下滑及美国增速放缓），但净利润同比大增 50% 至 3.56 亿元人民币，较招银国际预期高 3%，主要受下半年客单价提升推动毛利率上升至 40%（高于招银国际预期的 36.5%）。2024 财年库存周转天数升至 39 天（2023 财年为 27 天），因海外销售占比上升所致。股息支付率约 20%，虽符合公司指引，但略低于市场预期。

因长期竞争优势明显，维持“买入”，但下调目标价至 6.44 港元。考虑到不利的宏观因素，卡罗特主要竞争对手也将面临同样问题（大部分品牌产品均来自中国），但凭借其竞争优势（价格更低、成本更优、设计更佳），公司在长期仍有望跑赢同行。维持“买入”评级，但下调目标价至 6.44 港元（基于 10 倍 2025 财年预测市盈率；前值：8.97 港元），并下调 2025 财年/2026 财年净利润预测 28%/36%，反映销售放缓及毛利率的下降。当前估值对应 8.6 倍 2025 财年预测市盈率。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.64	23.00	38%	11.6	10.7	1.5	15.7	3.1%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.72	28.00	35%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.72	7.40	29%	11.2	10.0	0.8	7.2	6.7%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	85.40	120.86	42%	18.1	15.6	3.2	23.2	3.1%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	34.59	38.51	11%	16.6	14.3	1.3	26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	405.00	484.83	20%	143.6	131.5	24.1	14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	82.70	133.86	62%	21.6	17.3	6.0	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.44	18.61	29%	14.7	12.4	2.5	17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	272.17	359.47	32%	221.3	41.9	8.7	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	67.32	94.05	40%	16.5	13.8	2.9	19.1	1.9%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.45	35.50	45%	5.8	5.3	0.7	14.7	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.38	14.00	N/A	9.7	9.2	1.1	12.6	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	497.00	625.00	26%	17.5	16.2	3.7	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	54.35	80.00	47%	11.6	9.9	2.7	24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	132.23	157.70	19%	2.0	1.8	0.3	11.8	4.2%
携程	TCOM US	互联网	买入	63.58	70.00	10%	2.6	2.3	0.3	10.3	1.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.25	6.13	44%	15.7	13.3	1.5	11.4	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	49.20	59.52	21%	32.2	26.3	5.3	15.4	0.3%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	40.30	47.10	17%	14.1	11.2	2.3	17.2	2.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	98.64	186.00	89%	20.5	14.2	5.6	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	416.00	426.00	2%	38.2	29.3	7.4	21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	132.72	176.00	33%	48.3	30.9	6.6	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	268.36	388.0	45%	21.3	19.4	4.2	11.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 3 月 31 日）

免责声明及披露

分析员声明

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

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

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

重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

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

对于在新加坡的收件人

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