

每日投资策略

行业/公司点评

行业点评

■ 中国汽车行业 - 比亚迪或将引领新一轮价格战

根据我们的测算，12 月全行业平均折扣环比扩大 0.6 个百分点，主要由比亚迪、零跑和长安等中国车企带动。考虑到规模效应的改善和折扣的回收，我们预计主要的头部中国车企 4Q24 盈利将保持韧性。另一方面，大部分外资品牌的折扣均在 2024 年创下历史新高，但外资品牌的合计市占率却同比下滑约 10 个百分点。考虑到 2025 年将有超过 140 款全新新能源车型上市，甚至高于 2024 年的 127 款，我们预计价格战将继续蔓延至 2025 年。

蔚小理和零跑：蔚来 12 月平均折扣环比保持稳定，约为 4.3%，我们测算蔚来 4Q24 平均折扣环比收窄 1.9 个百分点，主要是由于乐道 L60 的销量占比提升。虽然蔚来 4Q24 整车毛利率或环比改善，但我们预计其他收入的毛利率会环比收窄。理想汽车 12 月平均折扣环比上升 0.4 个百分点，尽管我们测算理想汽车 4Q24 平均折扣环比扩大 0.9 个百分点，但我们预计其四季度整车毛利率仍将保持 20% 以上，主要得益于车款组合的改善和供应商返利。小鹏 12 月平均折扣环比保持稳定，其 4Q24 平均折扣环比收窄 3.3 个百分点，主要得益于 Mona M03 和 P7+ 的销量增长。管理层指引 4Q24 总毛利率将维持在中低双位数的水平，我们认为这主要是因为整车毛利率的改善被技术服务收入的占比降低所抵消。零跑 12 月平均折扣环比扩大 2.6 个百分点至 6.3%，4Q24 平均折扣环比保持稳定。我们预计零跑 4Q24 毛利率将环比改善，带动全年毛利率达到 6.5% 或以上。

长城、吉利、比亚迪：长城 12 月的平均折扣环比收窄 0.4 个百分点至 10.1%，4Q24 平均折扣也环比略有收窄。虽然坦克和出口的占比环比有所下滑，但是考虑到规模效应的改善，管理层指引不考虑年底奖金的情况下 4Q24 的毛利率环比是提升的。吉利 12 月平均折扣环比保持稳定在 10.3%，4Q24 平均折扣环比收窄 0.9 个百分点，主要得益于银河 E5、星愿和星舰 7 的销量增长。2025 年吉利将进一步加快新能源车型的推出节奏，规划 5 款全新银河车型，并指引其总销量同比增长 25% 至 271 万辆。比亚迪 12 月平均折扣环比上升 1.8 个百分点至 4.9%，4Q24 平均折扣环比扩大 0.7 个百分点。考虑到销量环比增长 34%，我们预计比亚迪 4Q24 毛利率仍将保持韧性。考虑到比亚迪通常会在春节后推出大批改款车型，我们预计届时可能引发新一轮价格战。

广汽、宝马、奔驰：传祺和埃安 12 月平均折扣环比基本保持稳定，传祺 4Q24 平均折扣环比扩大 1 个百分点，而埃安则环比收窄 1.7 个百分点。因此，我们预计广汽 4Q24 毛利率将环比略有回升。广汽丰田 4Q24 折扣环比收窄 0.5 个百分点，广汽本田则环比扩大 0.3 个百分点，我们预计 2H24 广汽丰田仍有正的盈利贡献，而广汽本田则尚未出现拐点信号。由于 12 月向经销商压库存，我们认为埃安和广汽本田在 1Q25 的折扣将环比扩大。华晨宝马 12 月折扣环比扩大 0.3 个百分点至 30.7%，再创新高。4Q24 平均折扣环比扩大 2.4 个百分点。考虑到整车厂的返利，我们估计宝马在中国的经销商 2H24 新

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,760	0.70	15.91
恒生国企	7,159	0.97	24.11
恒生科技	4,403	1.05	16.97
上证综指	3,211	-1.57	7.95
深证综指	1,856	-2.65	1.01
深圳创业板	2,016	-2.16	6.59
美国道琼斯	42,732	0.80	13.38
美国标普 500	5,942	1.26	24.58
美国纳斯达克	19,622	1.77	30.71
德国 DAX	19,906	-0.59	18.83
法国 CAC	7,282	-1.51	-3.46
英国富时 100	8,224	-0.44	6.35
日本日经 225	39,895	0.00	19.22
澳洲 ASX 200	8,250	0.60	8.69
台湾加权	22,908	0.33	27.76

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	34,031	-0.08	14.11
恒生工商业	11,183	1.17	21.11
恒生地产	14,785	0.51	-19.33
恒生公用事业	34,913	-0.02	6.20

资料来源：彭博

车毛利率或与上半年持平。但因为下半年宝马总销量环比下滑约 10%，经销商的新车毛亏损会环比收窄。北京奔驰 12 月折扣环比保持稳定，其 4Q24 平均折扣环比扩大 1.6 个百分点。根据我们的测算，奔驰 2H24 平均折扣仍比宝马低 4.6 个百分点。2025 年中国市场将有更多高端新能源产品上市，会使传统豪华品牌面临更加激烈的竞争。（[链接](#)）

■ 中国科技行业 - 国家补贴范围扩大至智能手机、平板电脑和智能手表领域；对换机需求持正面看法

中国发改委在 1 月 3 日宣布将国家补贴计划扩大至更多产品品类，包括智能手机、平板电脑和智能手表，该计划发布早于市场预期。虽然自 2024 年 8 月以来，一些省份已经开始将补贴计划扩大到智能手机/平板电脑（补贴为销售价格的 10-20%；最高达 600-2000 元），我们相信国补的宣布将推动其他省份加快推动政策落地，这将在短期内提振智能手机整体换机需求。我们认为，在中国品牌/市场中占比较高的相关公司将受益，包括小米（品牌商）、舜宇光学/丘钛科技（光学）、比亚迪电子/通达集团（外壳）、瑞声科技（声学/光学/铰链）、立讯精密（声学/触觉/ODM）和鸿腾精密（连接器）。（[链接](#)）

■ 中国科技行业 - CES 2025 前瞻：AI 仍为重点主题；更多关于 AI 眼镜/家居/汽车/卫星/PC/机器人信息

2025 年消费电子展（CES）将于 1 月 7 日至 10 日在美国拉斯维加斯举行。我们相信人工智能仍然是今年最热门的话题。虽然人工智能在 2024 年国际消费电子展上无处不在，但我们预计 2025 年会有更多的现实生活中可应用的人工智能设备，包括人工智能眼镜、智能家居和可穿戴设备。对于汽车技术，我们期待智能座舱、显示器和更多电动汽车原型等最新技术。此外，卫星通信、个人电脑、AR/VR 和机器人技术将继续在 2025 年国际消费电子展中登场。对于个股，我们更喜欢边缘 AI 供应链相关公司（AI 眼镜/PC/可穿戴设备），包括立讯精密、小米、舜宇光学、丘钛科技、瑞声科技；对于汽车电子，我们喜欢比亚迪电子、京东方精电、鸿腾精密、立讯精密和英恒科技。对于 AR/VR 和机器人技术，我们对舜宇光学、瑞声科技、立讯精密、比亚迪电子持正面看法。（[链接](#)）

公司点评

■ 百胜中国 (9987 HK, 买入, 目标价: 450.26 港元) - 展望仍可乐观, 现金回报仍然吸引

销售趋势仍面临一定压力。我们预计四季度同店销售预计下降约 3%，与三季度相若，肯德基/必胜客分别为下降 2%/下降 5%。客单价可能因促销和理性消费而下降，但客流量保持正增长，整体表现领先于餐饮行业平均水平。

但利润率持续提升。预计毛利率维持在 70% 左右，得益于鸡肉价格下降及 CPI 与 PPI 差距扩大缓解原材料压力。此外，销售与管理费用占比持续优化。整体来说，我们预计四季度销售增长 4%，净利润增长 17%。

新开店或保持快节奏。受季节性推动，我们预计四季度会新增约 500 家门店，全年新增门店数达 1,715 家，接近指引区间的上限（1,500-1,700 家）。必胜客 WOW 门店和 K-Coffee 门店数亦达到了约 200 家和 700 家，分别达到和超过了目标，我们认为对 2025 财年的同店增长都比较有利。

现金回报仍然具吸引力。2024 财年的回购股票约为 12.36 亿美元，外加约 2.5 亿美元股息，总回报可达 15 亿美元，2025 财年计划维持相同规模，约占市值 9%。当前估值为 17 倍 2025 财年市盈率，风险回报比具吸引力。

目前 2025 财年的初步展望。预计 2025 年 SSSG 约 1%，由肯德基 2%提价和必胜客降价推动，结合门店扩张、新品推出及运营效率提升，我们预计持续改善的方向不会改变。

维持“买入”评级，并把目标价微调至 450.26 港元（前值：451.11 港元），基于 2025 财年 22 倍预测市盈率，当前 17 倍市盈率仍低于过去 5 年 25 倍平均值，相当具吸引力。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.75	30.00	21%	3.9	N/A	3.7		13.4	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.18	19.00	34%	8.8	11.8	1.4		19.3	3.4%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.48	19.60	71%	6.2	5.7	1.0		18.3	10.1%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.78	6.05	60%	12.2	10.5	2.5		25.4	7.3%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.52	17.61	1%	9.5	8.6	3.6		40.6	8.1%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	354.00	451.11	27%	162.4	133.6	20.6		12.0	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.86	133.86	60%	21.9	17.6	6.1		31.8	1.5%
百济神州	ONC US	医疗	买入	180.82	276.02	53%	N/A	N/A	42.0		N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	126.84	162.81	28%	67.8	N/A	5.1		7.8	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.00	35.50	54%	5.7	5.7	0.7		14.9	5.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.74	14.00	19%	8.2	7.8	1.0		13.1	5.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	414.20	525.00	27%	17.4	16.0	3.7		20.1	1.1%
网易	NTES US	互联网	买入	88.25	125.50	42%	1.8	1.6	2.9		21.5	2.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	85.54	132.20	55%	1.4	1.2	1.4		N/A	1.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.85	6.13	59%	16.7	14.3	1.5		9.7	4.4%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.41	4.38	28%	131.2	79.3	8.8		7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	36.25	32.70	-10%	36.6	29.2	4.6		11.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.15	44.41	8%	20.9	15.3	2.7		18.6	1.4%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	123.01	186.00	51%	25.6	17.7	7.0		31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	375.10	426.00	14%	34.3	26.4	6.6		21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.03	10.80	34%	N/A	116.4	3.2		N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 1 月 3 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误差、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定完全由投资者自己承担风险。

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析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。