

每日投资策略

宏观经济、公司点评

宏观经济

■ 美国经济 - PMI 显示经济放缓但仍有韧性

美国 1 月服务业 PMI 超预期回落但仍处于扩张状态，显示经济温和放缓但仍有韧性，分项指数显示服务业需求放缓、通胀回落但就业扩张，令部分投资者相信美国经济仍处于金发姑娘状态。制造业 PMI 时隔 10 个月重回荣枯线以上，需求、生产、就业、价格和进出口均明显回升，可能因为房地产与耐用消费复苏、供应链修复和关税预期下进出口抢跑效应，但特朗普关税政策可能为制造业未来前景蒙上阴影。

总体来看，PMI 数据小幅减轻市场对通胀反弹的担忧，加上美国财长重申降通胀和不干预联储的承诺，美股和美债受到提振，但特朗普不确定性并未消失。由于近几个月美元利率反弹、汇率走强、美股波动增加和特朗普不确定性，未来两个季度美国经济和通胀可能温和放缓。但由于特朗普政策推升中期通胀不确定性，美联储对降息更加谨慎，预计 3 月和 5 月可能继续暂停降息，6 月和 9 月可能两次降息各 25 个基点。（[链接](#)）

公司点评

■ 百胜中国 (9987 HK, 买入, 目标价: 484.83 港元) - 4 季度基本面良好, 25 财年展望仍能乐观

24 财年 4 季度业绩符合预期，基本面改善令人鼓舞。百胜中国 24 财年销售和净利润分别增长 4% 和 10%，均符合招银国际/市场预期。24 财年 4 季度销售额和净利润分别增长 4% 和 19%，也基本符合预期。增长主要由外卖业务 (+14%) 推动，而堂食和外带下降 2%。毛利率改善（原材料价格下降）和运营效率提升（人力、租金、广告、折旧等等）是利润增长的主要因素。此外，4 季度同店销售下降 1%，比 3 季度下滑 3% 有所改善，主要受客流增长（KFC/ Pizza Hut 分别 +3%/ +12%）的提振，但客单价仍有下调（KFC/ Pizza Hut 分别 -4%/ -10%）。更重要的是，KFC/ Pizza Hut 餐厅经营利润率也同比提升了 1.3/2.0 个百分点至 13.3%/9.3%。

春节表现良好，但仍需保持谨慎。管理层提到 2025 年春节期间同店销售增长为正，受益于高性价比的产品和奥运冠军及热门 IP 的营销活动，表现好于市场预期。然而，考虑到宏观环境仍存不确定性，消费者在节后可能更加谨慎消费，我们认为需保持审慎态度。

管理层对 25 财年的指引如下：1) 系统销售增长约中单位数，2) 原材料价格小单位数下降，3) 人工成本小至中单位数增长，部分用来应对外卖骑手人工和外卖费用的增加，4) 核心营业利润率基本持平或有小幅改善。

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	20,892	1.43	22.55
恒生国企	7,690	1.64	33.32
恒生科技	5,059	2.62	34.40
上证综指	3,271	1.27	9.94
深证综指	1,965	2.34	6.89
深圳创业板	2,121	2.80	12.13
美国道琼斯	44,748	-0.28	18.73
美国标普 500	6,084	0.36	27.54
美国纳斯达克	19,792	0.51	31.85
德国 DAX	21,902	1.47	30.75
法国 CAC	8,008	1.47	6.16
英国富时 100	8,727	1.21	12.85
日本日经 225	39,067	0.61	16.74
澳洲 ASX 200	8,521	1.23	12.25
台湾加权	23,317	0.67	30.04

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	35,658	0.67	19.57
恒生工商业	11,974	1.85	29.68
恒生地产	14,695	1.68	-19.82
恒生公用事业	33,901	0.73	3.13

资料来源: 彭博

受惠于多个增长驱动因素的支持，我们对 25 财年仍然乐观。管理层预计 25 财年系统销售增长将快于 24 财年（中单位数，对比 24 财年的 4%），但门店扩张节奏略有放缓（11%，对比 24 财年的 12%），因此同店销售增长大概率会有改善，甚至转正。KFC 的增长因素包括：1) 外卖销售增长（配送费减低和小型订单的增加），2) 新品推出（如香辣原味鸡），3) K-Coffee 门店扩张（25 财年预测门店数将达 1,300 家，可贡献约单位数的销售增长），4) 2024 年 12 月实施的客单价上调（近两年来首次，并未对客流造成负面影响），5) 更高效的营销（在相同广告预算下通过 AI 优化 ROI）。Pizza Hut 的增长因素包括：1) Pizza Hut WOW 门店扩张（性价比高、选址优越，能吸引学生、家庭等不同客群），2) 耳目一新的新菜单（40 款高性价比新品，预计能带动客流，因为低于 50 元的披萨销售在 24 财年的同比增长能达到 50%），3) 产品类别扩展（如披萨汉堡）。在利润率方面，毛利率有望继续改善（原材料价格下降和 Redeye 项目的延续），运营利润率也可通过简化、自动化、集中化和数字化等来提升效率。

门店扩张节奏保持稳健。24 财年公司净增 1,751 家门店，快于 1,500-1,700 家的指引，其中 KFC/Pizza Hut 的加盟门店占比 30%/10%。尽管增长率从 23 财年的 13% 放缓至 12%，但更多门店的关闭只是战略调整的一部分，很多店不单能优化选址也能降低租金。25 财年的目标是净增 1,600-1,800 家门店，资本支出预计为 7-8 亿美元，KFC/Pizza Hut 的加盟门店占比将提升至 40% 以上/20% 以上。

维持“买入”评级，上调目标价至 484.83 港元（前值：450.26 港元）。新目标价是基于 22 倍 25 财年预测市盈率（维持不变），仍低于过去 5 年 25 倍的均值。目前公司股价估值为 17 倍左右，并不高，同时现金回报计划也有吸引力。（[链接](#)）

■ Thermo Fisher (TMO US, 买入, 目标价: 690 美元) - 值得期待的 2025 年

Thermo Fisher (TMO) 发布 4Q24 业绩，收入和经调整 EPS 同比增长 4.7% 和 7.6%，分别比一致预期高 1.0% 和 2.7%，各业务板块均呈现季度改善趋势。管理层预计 25 年收入同比增长 1.4-2.6%，经调整 EPS 同比增长 5.7-7.5%。

稳健的需求展望。公司在 4Q24 看到客户需求的显著回升，主要得益于持续的医药创新以及 biotech 融资的积极复苏趋势，并且这种积极的需求趋势预期将得以延续。TMO 管理层表示从年初跟客户的沟通来看，大药企客户对于未来非常有信心，特别是受益于 GLP-1 药物的药企，此外，biotech 客户对于未来的看法也是正面的。管理层非常有信心行业恢复至 4-6% 的长期增速区间，同时认为公司将以 7-9% 的内生增速增长并持续获得市场份额。值得注意的是，为满足客户增长的需求，TMO 的 capex 预计在 25 年将达到 14-17 亿美元，同比增长 11%（按照中值计算），这将是 capex 在 2021 年后首次预计增长。

所有业务板块收入均取得增长。Life Science 板块 4Q24 收入同比增长 5.5%，是 1Q22 后首次正增长，得益于 bioproduction 和 biosciences 业务的增长。尽管受到中国市场需求慢的拖累，Analytical Instruments 板块 4Q24 同比增长 7.3%，为公司增长最快的板块，主要由电子显微镜、色谱层析和质谱仪业务驱动。Laboratory Products and Biopharma Services 收入同比增长 3.8%，由 CDMO 和 research and safety market channel 驱动，临床 CRO 收入同比低单位数增长。基于公司各板块的全球领先竞争力，我们有信心公司各板块收入增速在 25 年维持改善趋势。

中国将继续成为战略市场。24 年中国市场收入同比低单位数增长，年内逐季度呈现改善趋势，相比 23 年的高单位数下降有显著复苏，表明中国市场企稳的趋势。管理层表示中国的设备更新刺激政策已经在 4Q24 产生了收入，且设备订单强劲。中国作为 TMO 的第二大单一市场，是公司重要的战略市场。考虑到中国政府不断出台的经济刺激政策，我们认为中国市场的企稳以及潜在复苏将是 TMO 业绩持续改善的重要催化剂。

维持“买入”评级，上调基于 DCF 估值的目标价至 690 美元（前值：670 美元；WACC：7.32%，永续增长率：2.0%）。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 收入同比增长 2.9%/ 5.3%/ 8.1%，Non-GAAP 净利润同比增长 5.6%/ 9.9%/ 10.6%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 27.7x/ 25.8x/ 23.0x。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.40	19.00	16%	9.9	13.3	1.6	19.3	3.1%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	17.10	16.00	-6%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.43	6.80	25%	11.3	10.1	0.8	6.9	6.4%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.98	19.60	51%	7.0	6.5	1.1	18.3	9.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	29.50	33.80	15%	25.4	19.2	0.8	26.6	0.0%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	83.85	126.68	51%	18.2	17.0	3.6	23.3	3.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	364.20	484.83	33%	136.4	121.8	20.6	12.0	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	82.53	133.86	62%	21.5	N/A	6.0	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.96	18.84	58%	17.9	N/A	2.2	16.3	4.1%
百济神州	ONC US	医疗	买入	228.87	282.71	24%	N/A	467.1	9.2	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	119.02	162.81	37%	74.9	48.0	4.8	7.8	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.60	35.50	50%	5.3	6.0	0.7	16.2	5.2%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.12	14.00	7%	9.1	8.7	1.1	13.1	4.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	420.40	525.00	25%	18.3	16.8	3.8	N/A	1.1%
网易	NTES US	互联网	买入	103.21	125.50	22%	2.1	1.9	0.5	21.5	13.7%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	100.38	132.20	32%	1.6	1.4	0.2	11.2	6.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.52	6.13	74%	15.3	13.0	1.3	9.7	4.8%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.85	4.79	24%	154.0	87.5	9.9	7.1	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	40.55	N/A	N/A	144.8	162.2	5.1	11.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	53.75	48.66	-9%	27.3	20.0	3.5	14.7	1.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	101.00	186.00	84%	21.0	14.5	5.7	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	411.30	426.00	4%	37.7	29.0	7.3	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT 服务	买入	10.78	10.80	0%	N/A	156.2	4.2	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 2 月 6 日）

注：小米集团(1810 HK)的目标价仍在审视中

免责声明及披露

分析员声明

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

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

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