

每日投资策略

宏观策略/行业/个股首发及点评

宏观策略

■ 中国经济 - PMI 显示复苏延续但有所放缓

12 月中国制造业 PMI 小幅回落，但连续三个月保持扩张。新订单和生产指数是 PMI 延续扩张的主要支撑因素。但价格仍在低位，原材料购进价格和产成品出厂价格指数收缩加剧。由于近期刺激措施温和提振消费者信心，服务业 PMI 显著升至扩张区间。

展望 2025 年，在持续的政策刺激下，中国房地产和消费需求可能温和改善，但出口和私人投资可能在特朗普冲击下面临压力。中国财政政策将更有扩张性，广义财政赤字将高于我们的预期，而货币政策将更加宽松，包括进一步降准降息。预计中国 GDP 增速将从 2024 年的 4.9% 小幅放缓至 2025 年的 4.7%。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国汽车行业 - 多数头部车企 12 月新能源车销量创历史新高

11 家中国车企昨天公布了 12 月新能源车销量，合计销量同比增长 54%，环比增长 5%，其中 9 家车企的销量创历史新高。我们预计 12 月行业整体新能源车乘用车零售销量将环比增长 13% 至约 140 万台，新能源市占率收窄至 47%。我们估计 2024 年全年新能源车零售销量将同比增长 49% 至约 1,090 万台（市占率 46%），2025 年有望继续增长 23% 至 1,335 万台（市占率 58%）。我们预测特斯拉 12 月在中国的销量有望环比增长 16% 至 8.6 万台，创历史新高，全年销量或同比增长 9% 至约 67 万台。

理想和蔚来符合预期，小鹏略超预期：理想汽车 12 月交付量环比增长 20%、同比增长 16% 至 5.9 万台，创历史新高，4Q24 总交付量为 15.9 万台辆，略低于其此前 16-17 万的销量指引。我们预计理想 2025 年销量将同比增长 32% 至 66 万台，主要得益于 L6 和全新纯电车型的增量贡献。蔚来的 12 月交付量环比增长 51% 至 3.1 万台，创历史新高，4Q24 总交付量为 7.3 万台，符合此前的销量指引。蔚来 2025 年的销量目标是同比翻倍至约 44 万台，比较激进，我们维持此前的销量预测，即 2025 年销量有望同比增长 62% 至 36 万台，主要考虑到全新 ET9、萤火虫以及乐道新车型的增量贡献。小鹏 12 月交付量环比增长 19%、同比增长 82% 至 3.7 万台，其中 Mona M03 交付量超过 1.5 万台，P7+ 超过 1 万台，小鹏 4Q24 总交付量 9.2 万台，略高于此前的指引。Mona M03 和 P7+ 的成功令我们对小鹏 2025 年的四款新车型更具信心，我们预测小鹏 2025 年总销量将同比增长超过 100% 至 39 万台。

比亚迪、长城、深蓝、零跑、极氪和小米新能源车销量均创下历史新高：比亚迪 12 月新能源乘用车批发量环比略有增长至约 51 万台，2024 年全年销量（含商用车）同比增长 41% 至 427 万台。我们认为比亚迪 2025 年的销量和

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	20,060	0.09	17.67
恒生国企	7,290	0.13	26.37
恒生科技	4,468	-0.72	18.70
上证综指	3,352	-1.63	12.67
深证综指	1,957	-2.54	6.51
深圳创业板	2,142	-2.93	13.23
美国道琼斯	42,544	-0.07	12.88
美国标普 500	5,882	-0.43	23.31
美国纳斯达克	19,311	-0.90	28.64
德国 DAX	19,909	0.00	18.85
法国 CAC	7,381	0.92	-2.15
英国富时 100	8,173	0.64	5.69
日本日经 225	39,895	0.00	19.22
澳洲 ASX 200	8,159	-0.92	7.49
台湾加权	23,035	-0.67	28.47

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	35,137	0.21	17.82
恒生工商业	11,250	0.01	21.84
恒生地产	14,913	0.27	-18.63
恒生公用事业	35,663	0.27	8.49

资料来源：彭博

利润仍将具有韧性。零跑 12 月批发量环比增长 6%至约 4.3 万台，略高于我们之前的预测。零跑 2025 年的销量目标为 50 万台，比我们此前的预测高出 11%。极氪 12 月交付量环比略有增长至 2.7 万台。极氪 2025 年的销量目标为 32 万台，与我们的预测一致，而吉利汽车 2025 年的总体销量目标为 271 万台，高于我们的预期，主要因为公司对银河系列的预期更高。（[链接](#)）

个股首发/点评

■ 伟仕佳杰 (856 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 7.20 港元) - 亚洲领先的 IT 分销商, 受益于 AI 及企业出海发展

伟仕佳杰成立于 1991 年, 是亚洲领先的 IT 分销商和云服务提供商之一。凭借公司坚实的市场领先地位、全球化布局和多样化的 IT 解决方案, 伟仕佳杰有望受益于 AI 计算需求的快速增长、中国 IT 信创需求以及东南亚数字化需求的强劲增长。伟仕佳杰 2023 年总收入达到 739 亿港元, 其中企业系统/消费电子/云计算分别占总收入的 55%/41%/4%。伟仕佳杰目前已在 9 个国家建立了超 80 个办事处, 并与 300 多家领先的上游科技供应商和超过 50,000 家下游渠道合作伙伴建立了合作关系, 为终端用户提供高质量的 IT 解决方案。我们对伟仕佳杰的目标股价为 7.20 港元, 基于 10 倍 2025 年 P/E, 首次覆盖给予“买入”评级。（[链接](#)）

■ 禾赛科技 (HSAI US, 首次覆盖-买入, 目标价: 16.30 美元) - 规模化智能驾驶之路由此启程; 首予买入

禾赛科技 (HSAI US) 是全球三维激光雷达解决方案的领军企业之一, 已开发并生产了全系列激光雷达解决方案及产品, 广泛应用于高级驾驶辅助系统 (ADAS)、自动驾驶出行 (AM) 及机器人领域。凭借强大的技术能力, 包括垂直整合技术和自主生产制造, 禾赛科技能够以更低的成本提供性能更优、质量更高且一致性更好的激光雷达产品, 这使其得以强化与核心客户的关系, 并扩大规模效应。禾赛科技的财务表现已处于行业领先水平, 我们看好其将随着激光雷达产品需求的增长而进一步发展。我们认为, 从长期来看, 机器人和工业市场更多的应用案例将推动禾赛科技的潜在市场规模进一步扩大。我们预计禾赛科技在 2024 年将迎来盈利转折点, 考虑到其现有激光雷达产品的出货量增加、2025 年有望推出具有成本效益的全新 AT 系列产品, 以及运营效率的提升, 我们预计公司 2024 年和 2025 年将分别实现非通用会计准则 (Non-GAAP) 下 900 万元人民币和 1.41 亿元人民币净利润。我们每 ADS 16.3 美元的目标价基于 4.8 倍的 2025 年预期市销率, 首次覆盖给予“买入”评级。（[链接](#)）

■ Vesync (2148 HK, 买入, 目标价: 6.4 港元) - 鉴于地缘政治、贸易战风险和严峻的资本市场环境, 公司提出私有化要约

事件: Vesync (2148 HK) 提出通过现金或股票要约进行私有化。Vesync (2148 HK) 宣布计划通过协议安排对公司进行私有化。对当前股东的要约为每股现金 5.6 港元, 或选择以 1 股 TopCo 股票换取每股 Vesync 股份。如果所有非要约人一致行动方的股份持有人 (约 186.5 百万股, 占总发行股份的 16.4%) 选择现金要约, 总对价可能高达约 9.4 亿港元。5.6 港元的要约价

较最后交易价格高出 33%，相当于约 9.7 倍 24 财年和 8.7 倍 25 财年的预测市盈率（基于招银国际的预测）。

招银国际点评：我们认为风险规避型投资者可能选择现金要约，而长线投资者可能选择换股方案。1) 需综合考虑过去的股息分红。有些投资者可能认为 5.6 港元的要约价吸引力不大，因为与 2020 年底的 IPO 价格 5.52 港元相差不大。然而，如果加上过去累计派发的 0.555 港元的股息，总回报率可提升至 12%。2) 要约价的估值与行业平均相比仍有折让。该要约价格隐含的估值约为 9 倍 25 财年预测市盈率，比中国/国际小家电同业的平均估值（13.6 倍/17.0 倍）折让 29%/43%。但考虑到短期的不利因素，包括：i) 额外进口关税的潜在压力，尤其对东南亚布局有限的企业影响更大，ii) 行业的渠道库存相对较高，iii) 运费和金属价格相对较高，iv) 美国 GDP 增长及零售销售增长可能放缓，v) 来自 SharkNinja、Dyson 或 SEB 等竞争对手的竞争加剧，我们认为对风险规避的投资者来说，接受这个要约是合理的。3) 长线投资者仍可选择换股。尽管短期存在不确定性，我们对公司的长线前景依然乐观，基于：i) 其具有吸引力的估值（如果资本市场情绪向好，我们不排除 Vesync 的估值被重新评级至 15 倍的可能性，如 SharkNinja 在美国市场估值达 20 倍，而此前在香港市场不到 10 倍），ii) 美国空气净化器渗透率较低的市场潜力，iii) 优秀的战绩（Vesync 在开发新品牌和新产品类别方面有许多成功案例）。此外，Vesync 未来仍有在美国市场上市的可能性。

因为仍然有换股的可能性，我们维持“买入”评级，新目标价为 6.40 港元，基于 10 倍 25 财年预测市盈率（之前为 11 倍 24 财年预测市盈率），考虑到 23 财年到 28 财年的 5 年预测净利润复合增长率为 10%。目前股价约对应 8.2 倍 25 财年预测市盈率。（[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											
理想汽车	LI US	汽车	买入	23.99	30.00	25%	3.8	2.3	3.7	13.4	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.54	19.00	31%	9.0	12.1	1.5	19.3	3.4%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.54	19.60	70%	6.2	5.7	1.0	18.3	10.1%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.93	6.05	54%	12.7	10.9	2.6	25.4	7.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	17.54	17.61	0%	9.5	8.6	3.6	40.6	8.1%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	374.20	451.11	21%	171.7	141.2	21.8	12.0	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.70	133.86	58%	22.1	17.8	6.1	31.8	1.5%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	184.71	276.02	49%	N/A	N/A	42.7	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	126.40	162.81	29%	67.6	N/A	5.1	7.8	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.80	35.50	43%	6.1	6.1	0.8	14.9	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.12	14.00	16%	8.4	8.0	1.0	13.1	5.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	417.00	525.00	26%	17.5	16.1	3.7	20.1	1.1%
网易	NTES US	互联网	买入	89.21	125.50	41%	1.8	1.6	2.9	21.5	2.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	84.79	132.20	56%	1.4	1.2	1.4	N/A	1.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.83	6.13	60%	16.7	14.2	1.5	9.7	4.4%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.65	4.38	20%	140.4	84.9	9.4	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	34.80	32.70	-6%	35.2	28.1	4.4	11.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.00	44.41	6%	21.3	15.6	2.7	18.6	1.4%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	123.51	186.00	51%	25.7	17.8	7.1	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	391.00	426.00	9%	35.8	27.5	6.9	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	8.30	10.80	30%	N/A	120.3	3.3	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 12 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。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。