



2025 年中国市场策略展望：柳暗花明又一村

展望 2025 年，我们预计：1. 市场可能以结构性行情为主；2. 特朗普 2.0 或会对人民币汇率、企业盈利和资金流带来挑战；3. 中资股中 A 股的回报或将较稳健；4. 小盘成长风格有望在超预期增量政策下更占优；5. 建议聚焦三大投资主题：央国企高息股、品牌和产能/产业链出海概念股、新质生产力概念股。

1. 趋势性行情还是结构性行情？短期来看，中国市场仍主要受政策面的驱动，后续如果有显著的增量利好政策出台，有望推动市场情绪得到进一步修复。而在后续的刺激政策陆续揭开面纱之后，**中长期信心的复苏还有待观察政策措施的落实和经济基本面的改善情况**。如果明年政策刺激继续加码，尤其是在刺激消费和稳地产等方面，或有助于扩大内需促进经济复苏。在更多的政策刺激出台前，**我们预计中国市场或更多呈现结构性行情**，可能更多是行业 and 个股的机会。

2. 特朗普 2.0 对中国市场有何影响？若特朗普执意大幅提高自中国进口商品关税，对中国贸易和 GDP 的影响较 2018-2019 年关税战或加倍，对中国企业盈利较为负面。另外，特朗普主张限制移民，对外加征关税，对内减税，或将对通胀带来上行风险。如果在长期通胀中枢上行的情况下，美债利率中枢可能会重新上行。中国央行明年仍有一定的降息的空间，中国利率或小幅走低。因此，中美利差或将有所缩窄，但仍将维持较高水平。如果美国经济韧性较强，美元可能继续走强，或会对人民币汇率形成压力，可能会导致部分持有中国资产的外资回流至美元资产。

3. A 股、港股还是中概股？如果人民币汇率走弱，或对市场情绪产生负面影响，但 A 股受全球经济周期和地缘政治风险的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，相比海外中国股票彰显出较强韧性。外资对离岸市场的流动性直接影响更大，我们预计外资的趋势性回流或需待基本面出现扭转，而内地投资者在港股的定价权或进一步提升。基于政策面、盈利增速、资金盘、流动性和市场情绪等因素来判断，我们预期**明年 A 股整体表现可能较海外中资股更稳健**。若市场出现修复行情，港股和中概股的反弹幅度可能更大。

4. 行业和风格快速轮动下如何布局？我们看好防御性较强的**电信服务**行业、以及预期业绩增长弹性较大的**可选消费和医疗健康**行业，这些行业有望获得资金青睐。小盘成长风格有望在超预期增量政策带动下跑赢大盘价值股。**建议聚焦三大投资主题**：一、基本面稳健、估值合理、现金流充裕的央国企高息股，有助于提升投资组合的稳定性；二、出海 4.0 时代下，提前进行全球化布局，已进行产能或产业链出海，并拥有较强品牌力的公司；三、受惠于新质生产力发展的专精特新“小巨人”中的隐形冠军。

投资风险：政策刺激不及预期，地方政府债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

赖焯焯

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 0411

2024 年 11 月 27 日

浦银国际

主题研究

2025 年中国市场策略展望



扫码关注浦银国际研究

目录

2024 年中国市场回顾	3
2025 年中国市场展望	6
中国宏观经济：政策驱动下的内需恢复年	7
盈利增长或将面临内外部挑战	9
估值修复空间仍较大	13
增量资金或以本土资金为主，外资趋势性回流或需基本面出现扭转	16
行业配置、轮动与风格切换	21
聚焦三大投资主题，把握结构性行情	29
投资主题一：关注优质央国企高息股	29
投资主题二：出海 4.0 时代下的新机遇	36
投资主题三：新质生产力概念股	48
浦银国际重点关注股票组合更新	53
投资风险	55

2025 年中国市场策略展望：柳暗花明又一村

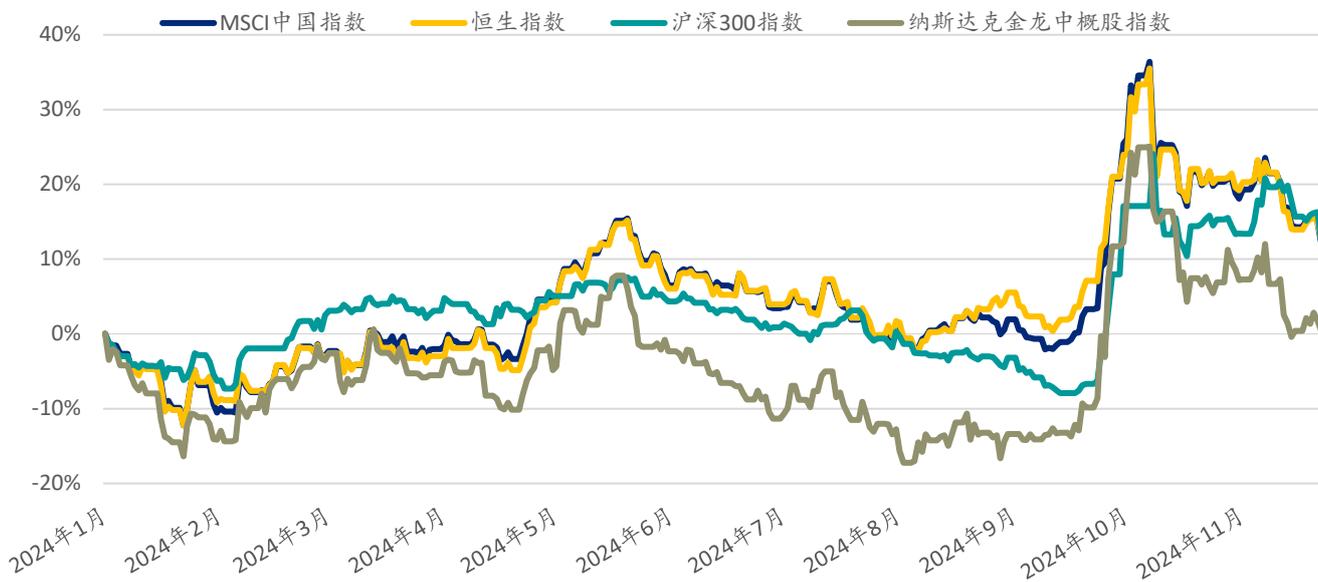
2024 年中国市场回顾

政策面出现拐点带动市场反弹。2024 年一季度，中国经济数据超预期，而美国经济韧性较强及通胀仍较顽固导致降息预期有所降温，中国股票的性价比凸显。4 月下旬，全球资金风险偏好提升，带动外资流入中国市场，以被动型外资为主，“捡便宜”或为该轮反弹行情的交易逻辑。进入三季度，经济数据较为疲软，企业盈利增速有所放缓，使得市场情绪较为低迷。三季度末，政策面出现明显转向，国新办发布会宣布了一系列货币宽松政策以及房地产和资本市场支持政策，整体规模大超市场预期。两天后罕见地在九月召开的政治局经济会议进一步确认政策宽松基调，政策转向使得市场信心大受鼓舞，刺激中国股票市场大幅反弹。9 月底，无论是主动型还是被动型外资均大幅净流入中国。然而，随着第一波政策陆续出台后进入了观察期，市场静待更多增量政策出台，乐观市场情绪有所消化，外资开始录得净流出，股指重回震荡态势。值得注意的是，虽然外资还未出现趋势性回流，但年初至今国内增量资金维持强劲，市场成交量和流动性大幅提升。

市场交易逻辑出现转变。今年前三季度，在市场情绪尚未扭转前，如果经济数据或企业盈利出现不及预期的情况，大多数情况下股指会承压。“924”新政公布后，市场情绪大幅扭转，若基本面不及预期，超预期政策出台的可能性或会加大，反而会提升市场情绪，驱动股指反弹，整体市场交易逻辑已发生转变。截至 11 月 22 日，今年中国主要股票指数皆录得上涨，其中 MSCI 中国指数上涨 12.2%，沪深 300 指数上涨 12.7%，恒生指数上涨 12.8%，纳斯达克金龙中概股指数上涨 0.4%（图表 1）。

估值扩张是市场向上核心驱动力。从市场回报的三大要素来看，估值扩张仍是驱动市场上涨的核心驱动力，但盈利预期下修和人民币贬值对市场有一定的负面影响。2024 年初至今，各板块的表现主要受估值的影响，但盈利增长开始成为部分板块股价向上的驱动力，例如电信服务和可选消费等板块。MSCI 中国指数中，估值扩张驱动金融、信息技术和电信服务板块涨幅领先，但医疗健康和必选消费较为落后（图表 2）；恒生综合指数中，受估值扩张驱动，信息技术和材料板块大幅上涨，医疗健康板块表现较为落后，估值收缩抵消了盈利预期上调的正面影响（图表 3）。与之类似，估值扩张驱动了大部分 A 股板块上涨，例如金融、电信服务和可选消费板块涨幅居前，但医疗健康和必选消费板块表现落后（图表 4）。

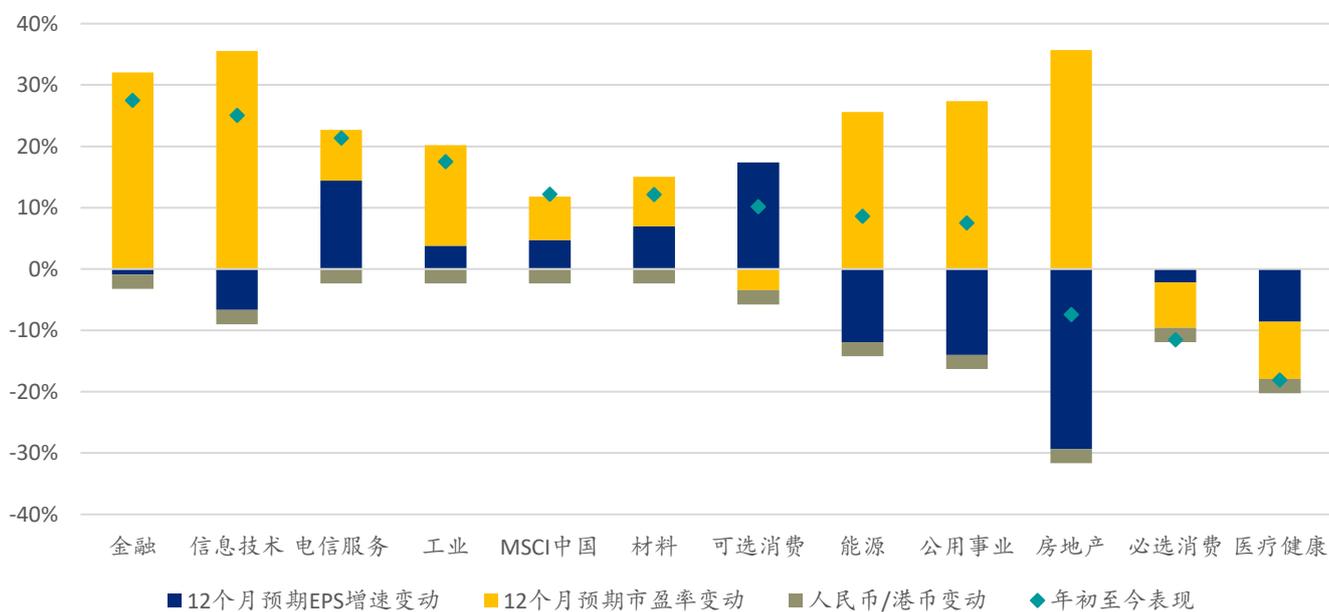
图表 1：年初至今，主要中国股指的走势较为波动



注：数据截至2024年11月22日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

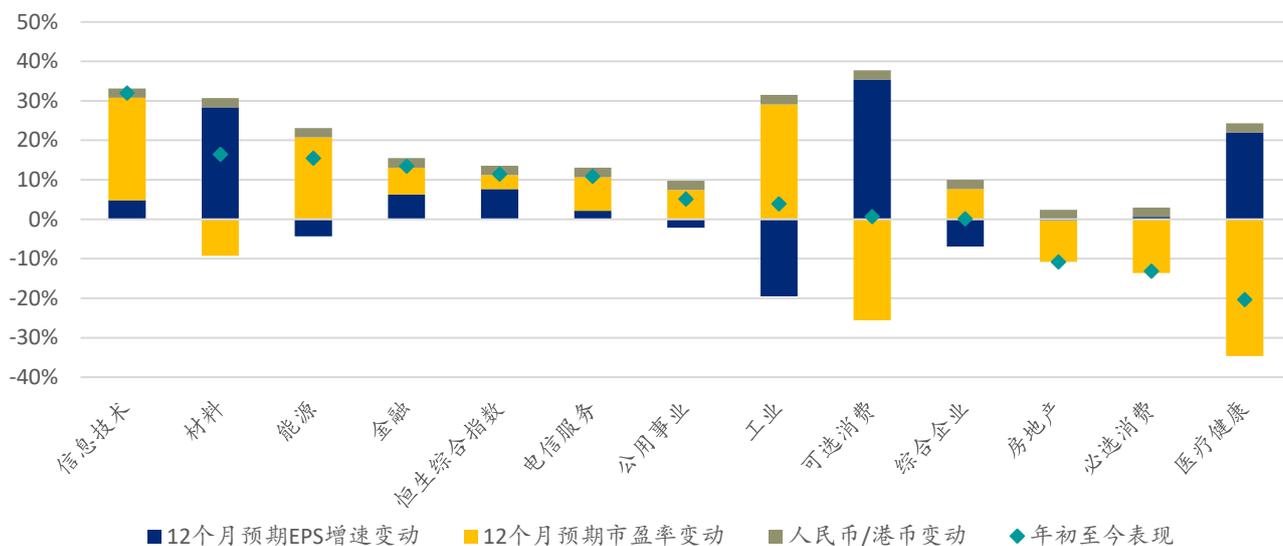
图表 2：MSCI 中国指数中，估值扩张驱动大部分板块上涨，金融、信息技术和电信服务板块涨幅居前，盈利增长开始成为部分板块向上的驱动力



注：数据截至2024年11月22日。

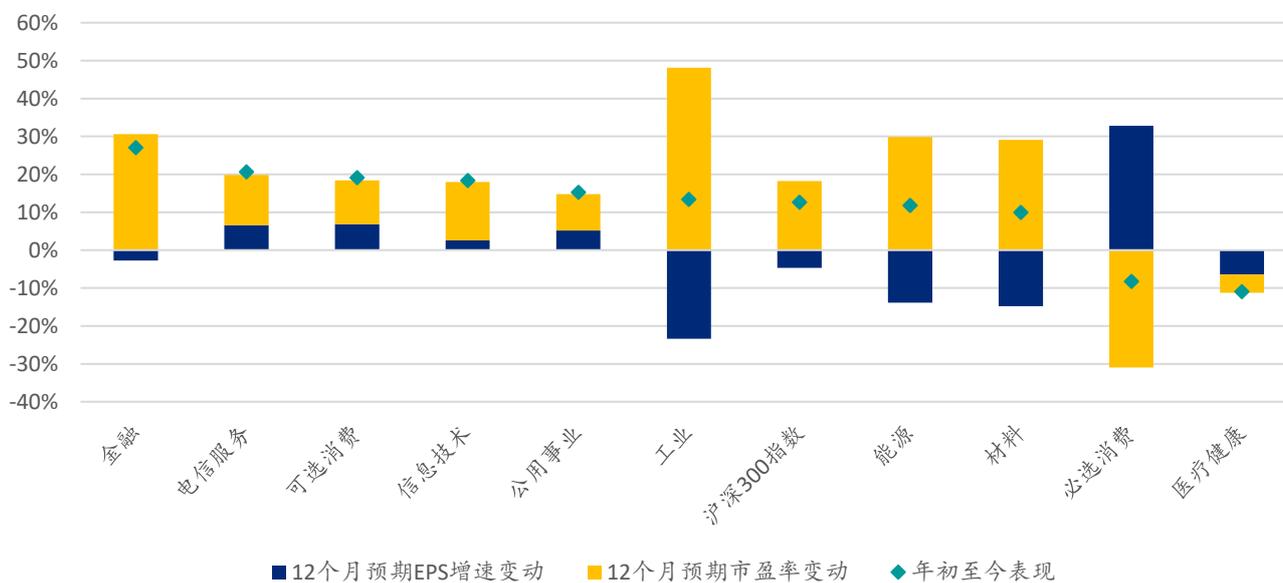
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 3: 恒生综合指数中, 估值是板块表现的核心驱动力, 信息技术和材料涨幅领先, 但医疗健康较落后



注: 数据截至 2024 年 11 月 22 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 沪深 300 指数中, 受到估值扩张的驱动, 金融、电信服务和可选消费板块涨幅居前, 但医疗健康和必选消费较为落后



注: 数据截至 2024 年 11 月 22 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

2025 年中国市场展望

政策面的变化或仍是市场关注重点。短期来看，中国市场仍主要受政策面的驱动，后续如果有显著的增量利好政策出台，有望推动市场情绪得到进一步修复。而在刺激政策陆续揭开面纱之后，**中长期信心的复苏还有待观察政策措施的落实和经济基本面的改善情况**。建议重点关注预计将在 12 月召开的中央经济会议和政治局会议，中央经济会议通常会总结当前经济形势并为明年的经济工作定调，而更多具体增量政策可能需要等到明年 3 月召开“两会”时出台，但也不排除会提前出台。如果明年政策刺激继续加码，尤其是在刺激消费和稳地产等方面，或有助于扩大内需，促进经济复苏。在更多的政策刺激出台前，**我们预计中国市场或更多呈现结构性行情**。

特朗普 2.0 或会对人民币汇率、企业盈利和资金流带来挑战。若特朗普执意提高所有自中国进口商品关税到 60%，中美贸易摩擦升温，对中国贸易和 GDP 的影响较 2018-2019 年关税战或加倍，对中国企业盈利较为负面。另外，特朗普主张对限制移民，对外加征关税，对内减税，或将对通胀带来上行风险。如果在长期通胀中枢上行的情况下，美债利率中枢可能会重新上行。中国央行明年仍有一定的降息的空间，中国利率或小幅走低。因此，中美利差或将有所缩窄，但仍将维持较高水平。如果美国经济韧性较强，美元可能继续走强，或会对人民币汇率形成压力，可能会导致部分持有中国资产的外资回流至美元资产。此外，如果人民币汇率走弱，或对市场情绪产生负面影响，但 A 股受全球经济周期和地缘政治风险的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，相比海外中国股票彰显出较强韧性。外资对离岸市场（港股和中概股）的流动性直接影响更大，我们预计外资的趋势性回流或需待基本面出现扭转。而内地投资者在港股的定价权或进一步提升，若美元维持强势，以美元/港币定价的港股资产相对吸引，南向资金净流入港股或维持强劲。

基于政策面、盈利增速、资金盘、流动性和市场情绪等因素来判断，我们预期明年 **A 股整体表现可能较海外中资股更稳健**。若市场出现修复行情，港股和中概股的反弹幅度可能更大。

如何把握结构性机会？行业风格轮动较快下，**我们看好防御性较强的电信服务行业、以及预期业绩增长弹性较大的可选消费和医疗健康行业**，有望获得资金青睐。小盘成长风格有望在超预期增量政策带动下跑赢大盘价值股。**建议聚焦三大投资主题**：一、基本面稳健、估值合理、现金流充裕的央国企高息股，有助于提升投资组合的稳定性；二、出海 4.0 时代下，提前进行全球化布局，已进行产能或产业链出海，并拥有较强品牌力的公司；三、受惠于新质生产力发展的专精特新“小巨人”中的隐形冠军。

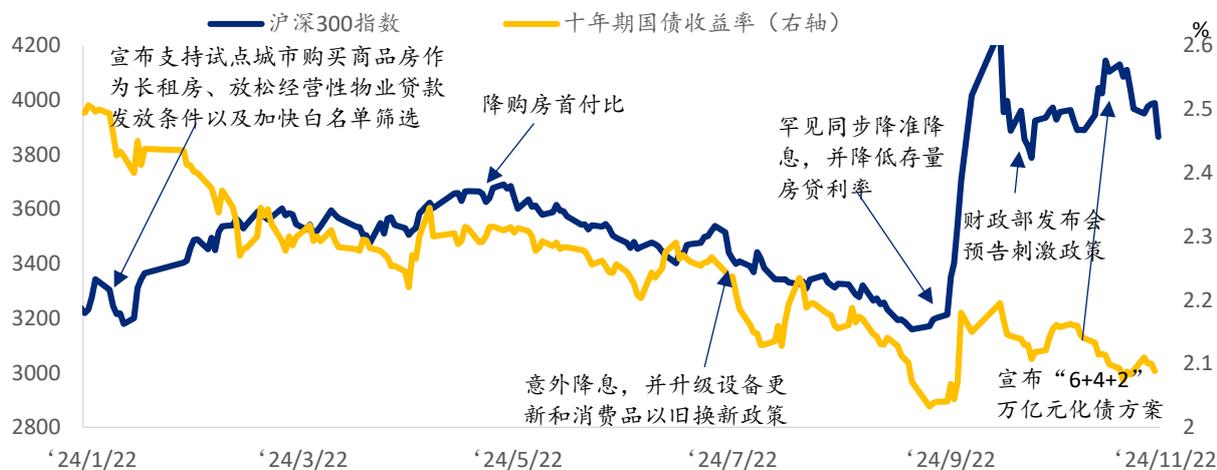
中国宏观经济：政策驱动下的内需恢复年

我们的首席宏观分析师金晓雯预测 2025 年 GDP 增速为 4.5% (2024E: 4.9%)，其中消费和投资的贡献加起来达到 4.7%，出口的贡献为 -0.2%。具体分项上看，预计固定资产投资增速为 4.4% (2024E: 3.6%)，但房地产投资增速仍为负，社会消费品零售增速或上升至 5.0% (2024E: 3.6%)。在关税战明年下半年再起的基本假设下，预计明年出口增速将下滑 4 个百分点到 1.0%，进口增速大致维持在 2.0% 左右。通胀率将在经济复苏的环境下温和回升，预计 CPI 通胀率明年将回升至 0.8% (2024E: 0.3%)，帮助名义 GDP 增速回升 0.5 个百分点到 4.7%，这将有助于企业盈利恢复。我们预计央行或会允许人民币汇率适度贬值以抵消关税对出口的影响。

政策支持仍需继续加码以化解风险、稳增长和促通胀。在财政政策上，我们预计明年两会将制定 3.5%-4.0% 的赤字率，并将新增专项债额度增加到 4.2-4.5 万亿元。化解风险和稳增长或是 2025 年财政政策的两大主线，其中稳增长依然是促消费和稳投资两手抓。在货币政策上，我们相信宽松的政策取向仍将继续，预计明年还有 20-30 个基点的降息以及 50-100 个基点的降准。央行亦可能积极使用结构性工具以达到支持重点行业和特定领域的目的，尤其是支持收购存量土地专项再贷款的设立。在房地产政策上，短期内重点将聚焦近期预告政策的落实以及成效观望，特别是专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造。在政策稳健推进的前提下，我们预计房产销售最快在明年年中企稳。

资本市场的信心或从目前的政策驱动型逐渐转变成内生动能驱动型。目前市场似乎仅对显著政策刺激才做出明显的正面反应，这包括 2 月初新一轮房地产支持政策、9 月 24 日起显著的政策转向等。我们预计明年如果政策成效显著，或将更多地由内生动能去驱动市场情绪的改善。

图表 5：中国——金融市场变动主要受重大政策调整驱动



资料来源：Wind，浦银国际

图表 6：中国——宏观经济关键数据及预测（2020-2025E）

指标名称	单位	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
实际 GDP 增速	同比%	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.5
最终消费贡献	百分点	-0.2	4.9	1.2	4.3	2.3	2.9
资本形成	百分点	1.8	1.7	1.4	1.5	1.5	1.8
净出口	百分点	0.6	1.9	0.4	-0.6	1.2	-0.2
名义 GDP 增速	同比%	2.7	13.4	4.8	4.6	4.2	4.7
固定资产投资	同比%	2.9	4.9	5.1	3.0	3.6	4.4
房地产	同比%	7.0	4.4	-10.0	-9.6	-10.5	-5.0
基础建设（不包括电力）	同比%	0.9	0.4	9.4	5.9	4.3	5.0
制造业	同比%	-2.2	13.5	9.1	6.5	9.4	7.0
社会消费品零售	同比%	-3.9	12.5	-0.2	7.2	3.6	5.0
出口	同比%	3.6	29.6	5.6	-4.7	5.0	1.0
进口	同比%	-0.6	30.1	0.7	-5.5	1.8	2.0
贸易差额	亿美元	5240	6704	8379	8221	9453	9287
经常账户顺差	占 GDP%	1.7	1.8	2.3	1.4	1.6	1.2
GDP 平减指数	同比%，平均	0.5	4.6	1.8	-0.6	-0.7	0.2
CPI	同比%，平均	2.5	0.9	2.0	0.2	0.3	0.8
PPI	同比%，平均	-1.8	8.1	4.1	-3.0	-2.0	-0.6
赤字率	占 GDP%	-3.7	-3.1	-2.8	-3.8	-3.0	-3.5~4.0
政策利率（7 天逆回购）	%，年末	2.2	2.2	2.0	1.8	1.5	1.2-1.3
10 年期国债收益率	年末	3.2	2.8	2.9	2.6	2.1	2.0

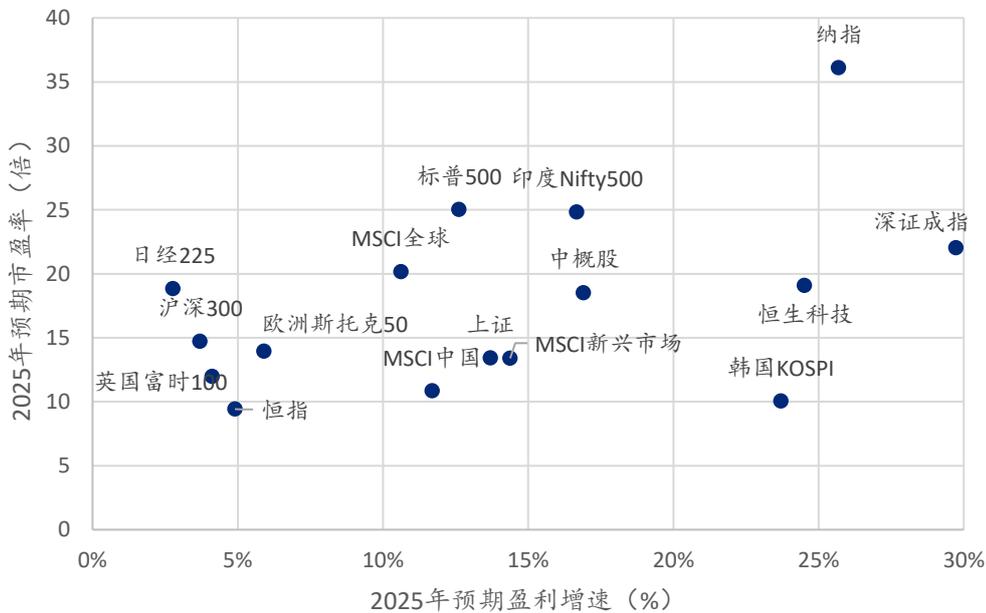
E=浦银国际预测

资料来源：Wind，浦银国际

盈利增长或将面临内外部挑战

全球主要市场中，美股科技股 2025 年预期盈利增速较领先。根据彭博，MSCI 全球指数 2025 年预期盈利增速为 10.6%。全球主要股票市场，盈利增速较强劲的股指来自美国、韩国、印度和中国。其中，韩国 KOSPI 指数和印度 Nifty 500 指数预计同比增长 23.7%和 16.7%，科技成长属性较强的美股纳斯达克指数预计同比增长 25.7%。中国市场方面，深证成指和恒生科技指数盈利增速也较为强劲，预期同比分别增长 29.7%和 24.5%，但恒指盈利预期增速偏低。然而，日经指数 2025 年预期盈利增速仅为 2.8%。欧洲市场 2025 年的预期盈利增速也较为落后，欧洲斯托克 50 预计同比增长 5.9%，英国富时 100 指数预计同比增长 4.1%（图表 7）。

图表 7：全球主要市场盈利增速与估值

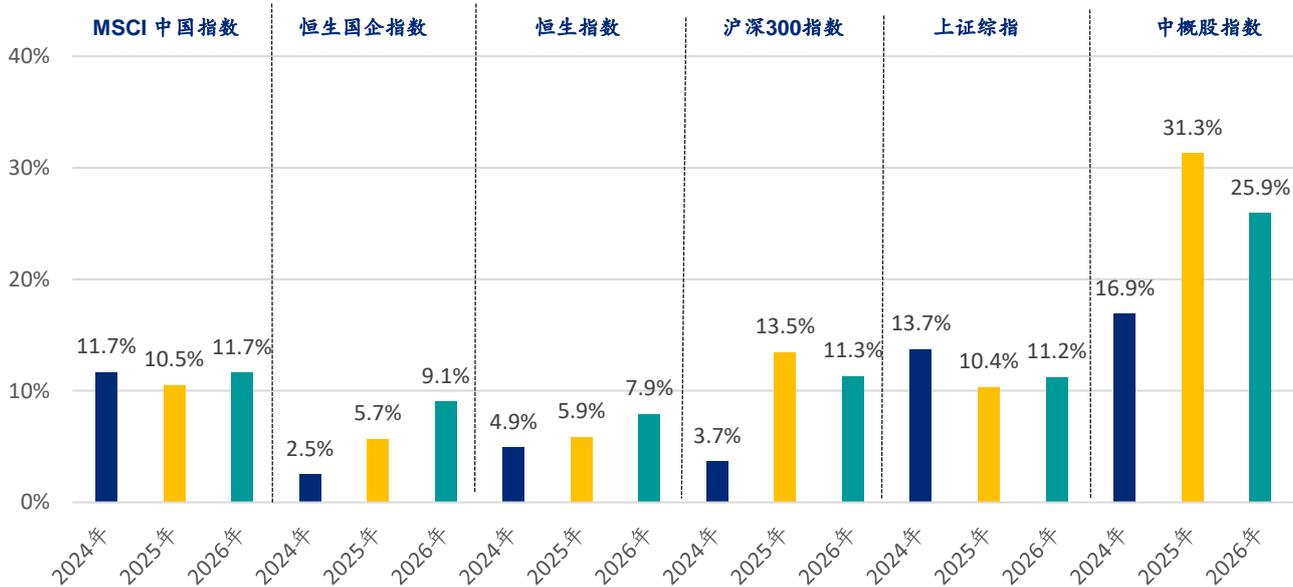


注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

主要中国股指的预期盈利增速下调趋势仍未扭转。根据彭博，卖方分析师对 MSCI 中国指数 2025 年/2026 年的预期盈利增速为 10.5%/11.7%（2025 年预期盈利年初至今下调 3.6 个百分点）。恒生指数 2025/2026 年的预期盈利增速为 5.9%/7.9%（2025 年预期盈利年初至今下调 1.1 个百分点）。上证综合指数 2025/2026 年预期盈利增速为 10.4%/11.2%（2025 年预期盈利年初至今下调 3.1 个百分点）。值得注意的是，追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数预期盈利增速较强，2025/2026 年为 31.3%/25.9%（2025 年预期盈利年初至今上调 2.2 个百分点）（图表 8）。

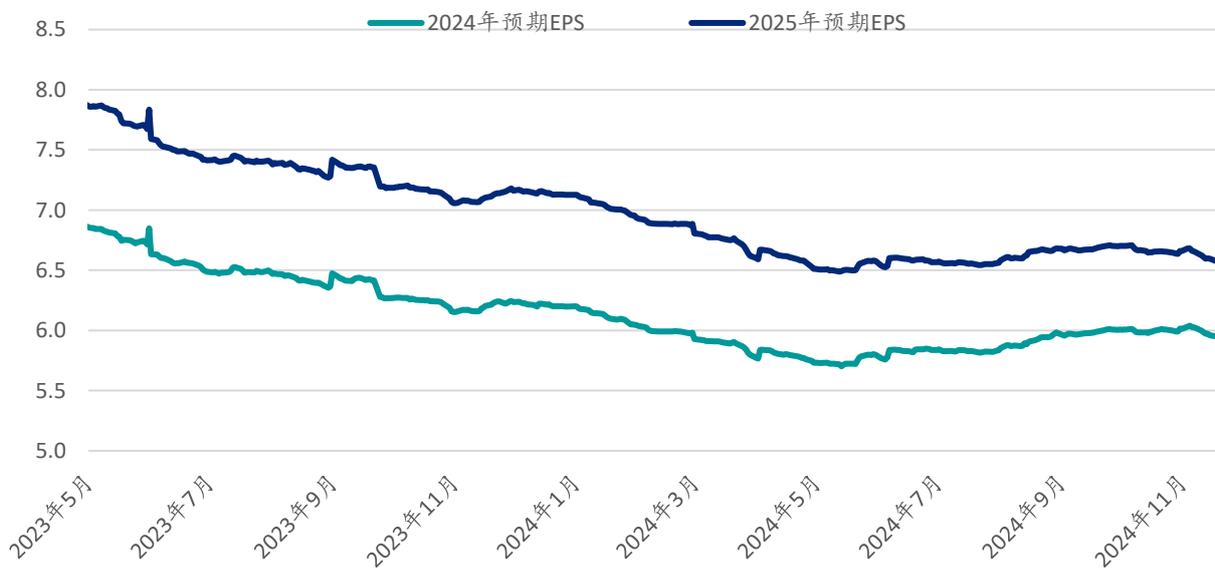
图表 8：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：中概股和 A 股较领先



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

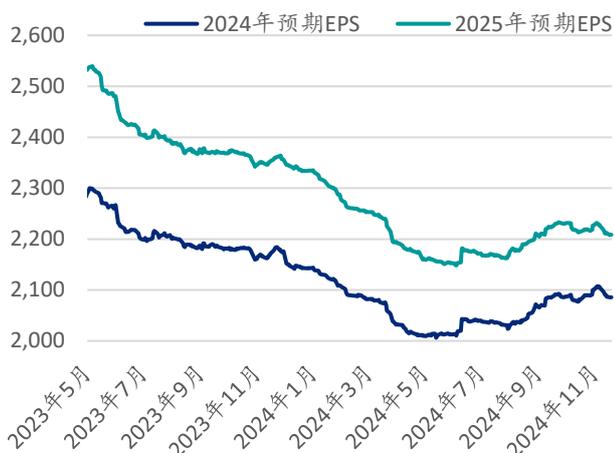
图表 9：MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期：持续被下调，但幅度有所缓和



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。

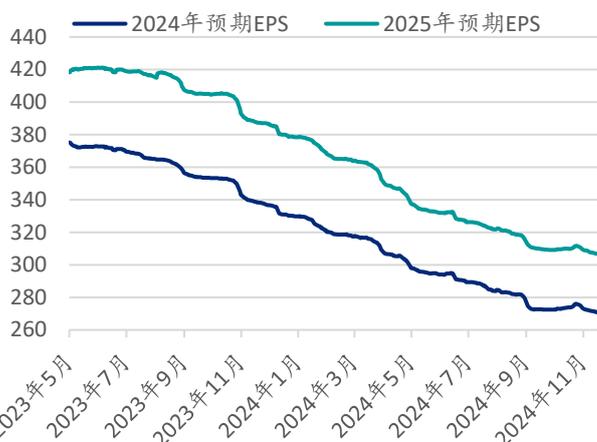
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10: 恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 短期上调后又重新被下调



注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 沪深 300 指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 持续被下调

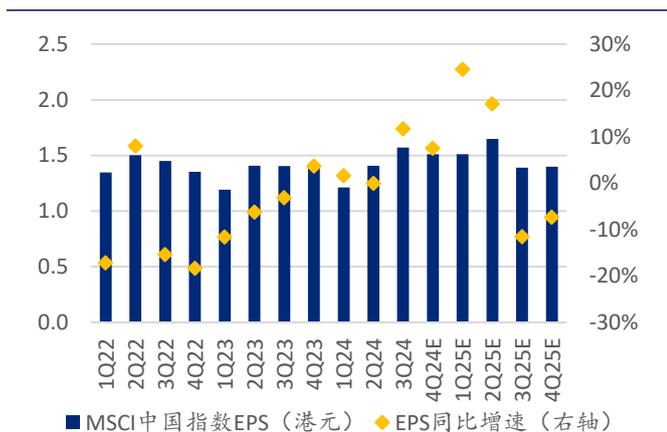


注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

前三季度企业盈利增速持续下滑, 但 MSCI 中国盈利韧性较强。MSCI 中国指数 3Q24 每股盈利为 1.57 港元, 同比增长 11.8%, 环比上升 11.4% (图表 12)。恒生综合指数 3Q24 每股盈利为 74.15 港元, 同比增长 2.0%, 环比上升 3.4% (图表 14)。然而, 上证综合指数 3Q24 每股盈利为人民币 56.79 元, 同比下降 10.2%, 环比下降 1.4% (图表 13)。追踪中概股的纳斯达克金龙指数 3Q24 每股盈利为 96.74 美元, 同比下降 2.0%, 环比下降 20.8% (图表 15)。根据彭博的一致预期, 预计明年上半年企业盈利增长或将改善。MSCI 中国指数中, 今年前三季度盈利增速持续改善的板块为可选消费、电信服务等, 根据彭博预期可选消费、医疗健康等板块未来几个季度盈利增速较为领先 (图表 16)。

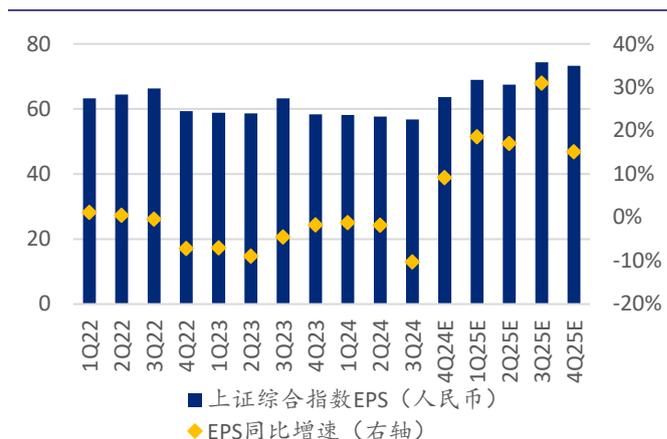
明年企业盈利增长或将面临内外部的挑战。外部不确定性可能加剧, 美联储降息预期在近期大幅缩减, 特朗普的当选引发了中美关税战再起的担忧, 近期美元指数的快速升值以及关税战的担忧升温使得人民币兑美元汇率有所贬值。从内部条件看, 当前的政策刺激或尚不足以完全稳固经济增速, 进一步的政策支持有待出台。近期经济数据因为此前政策推动作用而边际改善, 叠加国内加快发展新质生产力, 培育新增长动能的支持, 有望抵消部分上市公司盈利端的压力。根据彭博的一致预期, 预计明年上半年企业盈利增长或将有所改善。如果政策支持在明年继续发力, 政策成效逐步显现, 中国经济基本面进入复苏通道, 我们预计盈利增长预期下调趋势有望扭转, 届时盈利增长或将重新成为市场向上的主导力量。

图表 12: MSCI 中国指数季度盈利增速



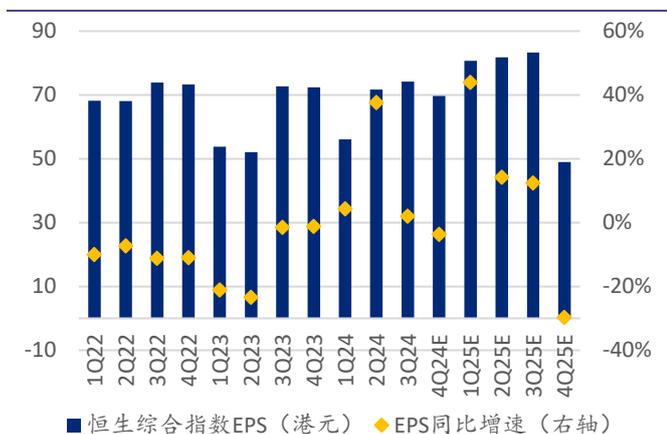
注: 4Q24-4Q25 为彭博一致预期的增速。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 13: 上证综合指数季度盈利增速



注: 4Q24-4Q25 为彭博一致预期的增速。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 14: 恒生综合指数季度盈利增速



注: 4Q24-4Q25 为彭博一致预期的增速。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 纳斯达克金龙中概股指数季度盈利增速



注: 4Q24-4Q25 为彭博一致预期的增速。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增速

MSCI 中国行业	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
日常消费	15%	36%	-15%	-14%	-7%	-13%	14%	-3%	63%	91%	-7%	-1%
可选消费	17%	56%	58%	31%	26%	24%	32%	19%	-3%	49%	4%	25%
能源	-15%	-8%	-42%	-7%	40%	-16%	-2%	-7%	60%	9%	14%	18%
金融	-15%	2%	0%	-4%	-12%	-10%	0%	8%	30%	-2%	11%	6%
医疗健康	71%	24%	-6%	-3%	-12%	-21%	18%	15%	42%	111%	19%	26%
工业	-8%	-24%	-32%	-17%	14%	-16%	5%	2%	8%	28%	-382%	-363%
信息技术	13%	10%	-16%	-12%	-42%	-32%	-35%	-18%	18%	23%	68%	30%
材料	-49%	-49%	-52%	-34%	-10%	-23%	16%	29%	44%	89%	34%	18%
电信服务	8%	24%	43%	73%	60%	40%	32%	7%	16%	15%	9%	16%
公共事业	256%	465%	30%	31%	79%	-3%	-7%	-24%	4%	172%	-2%	28%
房地产	-56%	-54%	-85%	-85%	-47%	-48%	172%	205%	41%	57%	40%	27%

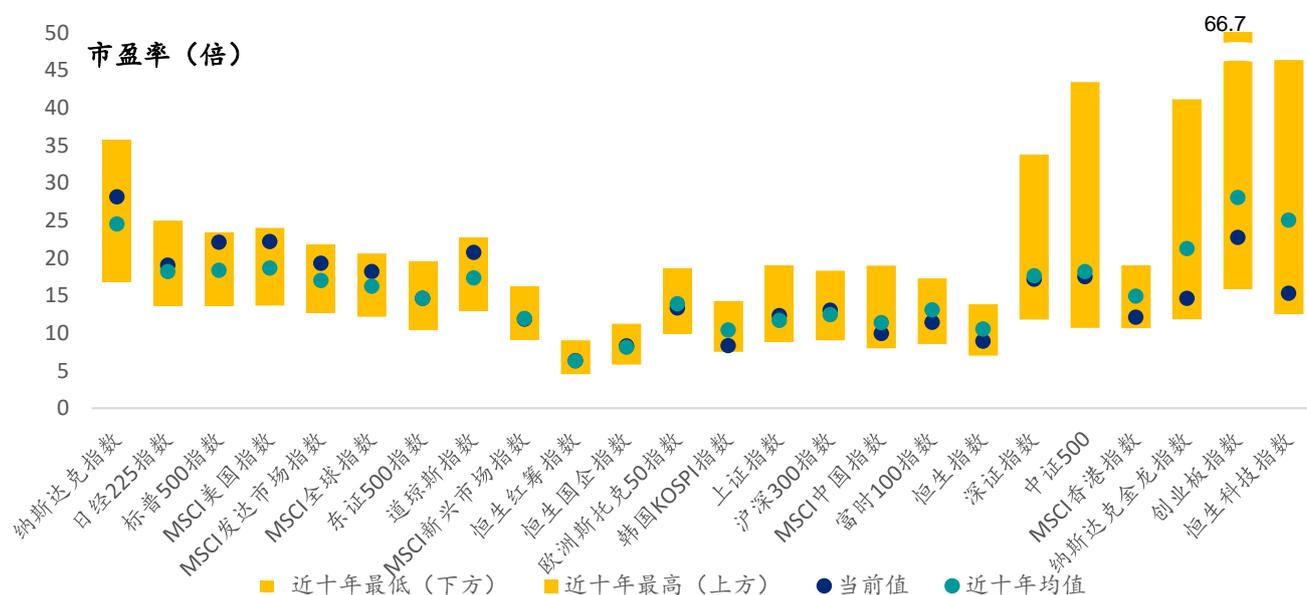
注: 4Q24-4Q25 为彭博一致预期的增速。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

估值修复空间仍较大

美国利率的变动在一定程度上影响着全球股市的定价逻辑。由于全球经济增速持续下行，主要经济体已进入降息周期，瑞士和瑞典等国已在上半年率先开始降息，欧洲、英国、澳洲和加拿大等央行也在下半年开始降息，美联储在9月开启了降息周期，拓宽了各国货币政策操作的空间。美联储开启降息后，美国经济软着陆的可能性进一步上升，美债收益率作为全球金融市场无风险利率的主要参考指标或将进入下行通道，有助于提升全球权益资产的估值。

在全球主要股市中，美股和日股估值偏高，而中国和欧洲股市估值偏低。截至11月20日，MSCI全球指数前瞻市盈率为18.2倍，高于其过去十年的均值（16.2倍）。全球主要股票市场中，美股和日股估值偏高，纳斯达克指数和日经指数的前瞻市盈率分别为28.1倍/19.0倍，高于它们过去十年均值（24.5倍/18.2倍）。中国和欧洲股市的估值仍偏低。中国市场，MSCI中国指数的前瞻市盈率为9.9倍，低于其过去十年均值11.4倍。欧洲市场中，欧洲斯托克50指数前瞻市盈率为13.3倍，低于其过去十年均值13.9倍，英国富时100指数前瞻市盈率为11.4倍，低于其过去十年均值13.1倍（图表17）。

图表 17：全球主要股票指数估值水平



注：数据截至2024年11月20日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

市场情绪改善有利于估值扩张。9月24日出台一揽子增量政策以来，市场情绪面也得以扭转，中国主要股指的估值均有明显修复。然而，随着第一波政策陆续出台后进入了观察期，市场静待更多增量政策出台，乐观市场情绪有所消化，估值明显收缩。如果明年政策刺激继续加码，尤其是在刺激消费和稳地产等方面，或有助于扩大内需，促进经济复苏，这将有利于市场情绪的持续改善，有望驱动估值进一步修复。

中国市场的估值水平仍较吸引。截至11月20日，MSCI中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为9.9倍和8.9倍，分别位于它们过去五年负0.7倍和负0.7倍标准差附近。沪深300指数前瞻市盈率在13.1倍，约为过去五年正0.3倍标准差。近期，MSCI中国指数相对MSCI新兴市场指数的估值折扣较此前有所收缩（截至11月20日约为16%），但折扣仍较大，显示中国市场较新兴市场在估值上更具吸引力（图表18-21）。

图表 18: 沪深300指数前瞻市盈率



注：数据截至2024年11月20日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 19: 恒生指数前瞻市盈率



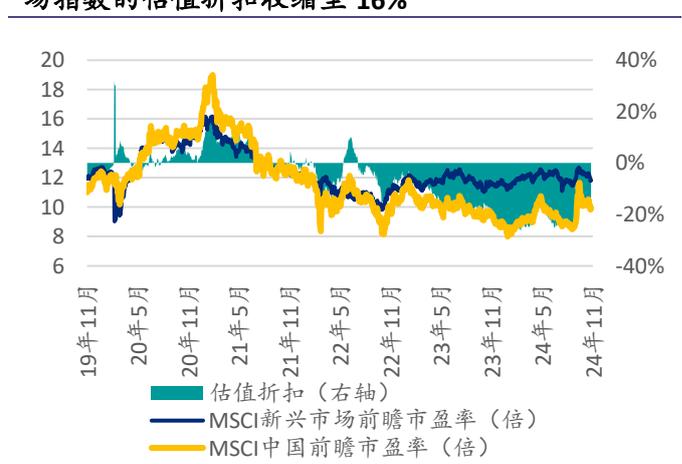
注：数据截至2024年11月20日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 20: MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至2024年11月20日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 21: 目前，MSCI 中国指数相对 MSCI 新兴市场指数的估值折扣收缩至 16%



注：数据截至2024年11月20日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

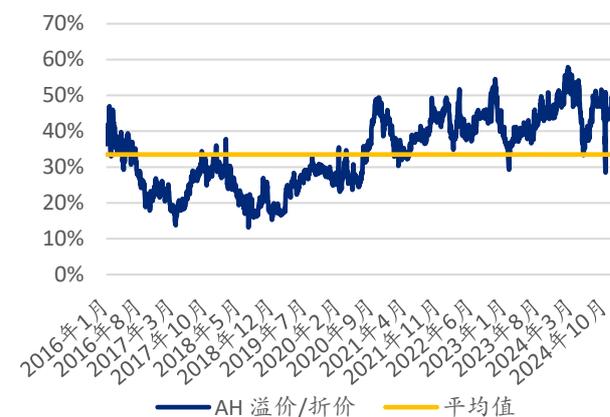
AH 溢价可能维持较高水平。9 月底开始港股在国内外共振下强势拉升，背后逻辑是同时受益于国内政策面扭转和美联储开启降息周期，估值明显修复，导致 AH 溢价大幅收缩，一度收窄至 28%。然而，由于 A 股较港股受国内政策刺激更加直接，同时海外风险有所攀升，AH 溢价再度扩大。截至 11 月 20 日，AH 溢价为 46%，反映港股相对 A 股仍有较大折扣，港股仍具备配置价值（图表 22-23）。然而，明年海外仍存在较多不确定性，而港股受海外风险因素影响较大，中美利差扩大会对港股估值有所压制，因此我们预计 AH 溢价或将维持较高水平。

图表 22：中美风险溢价差有所扩大



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 23：年初至今，AH 溢价一度收窄至 28%，但随后重新扩大至 46%



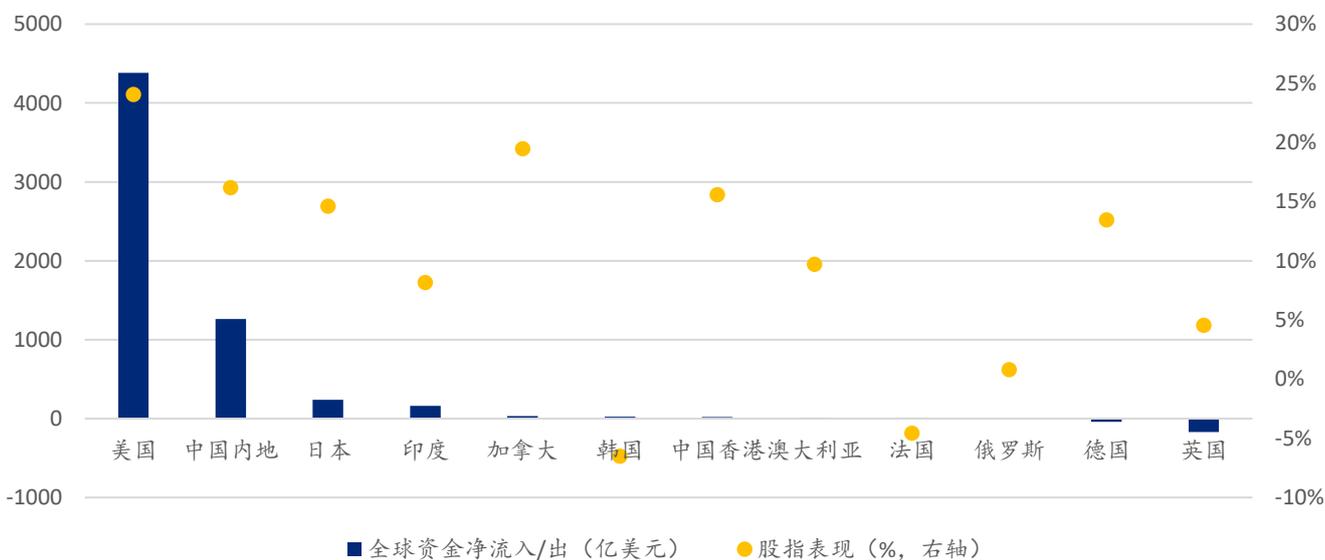
注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

增量资金或以本土资金为主，外资趋势性回流或需基本面出现扭转

年初至今，全球资金风险偏好持续上升吸引资金流入股市。年初至今，全球资金风险偏好持续上升，大部分主要国家和地区股市均录得净流入，进入股市的增量资金持续扩大，侧面反映全球资金风险偏好明显上升。录得全球资金净流入较多的股市涨幅居前。截至 11 月 20 日，年初至今录得净流入规模最大的美国、中国内地和日本股市年初至今分别上涨 24%、16%和 15%。美国、中国和日本股市均获本土资金加仓。截至 11 月 20 日，无论是海外资金和本土资金均净流入美国和日本股市。虽然仍受外资减持，但在本土资金的强劲净流入下，中国内地市场仍录得净流入（图表 24-25）。

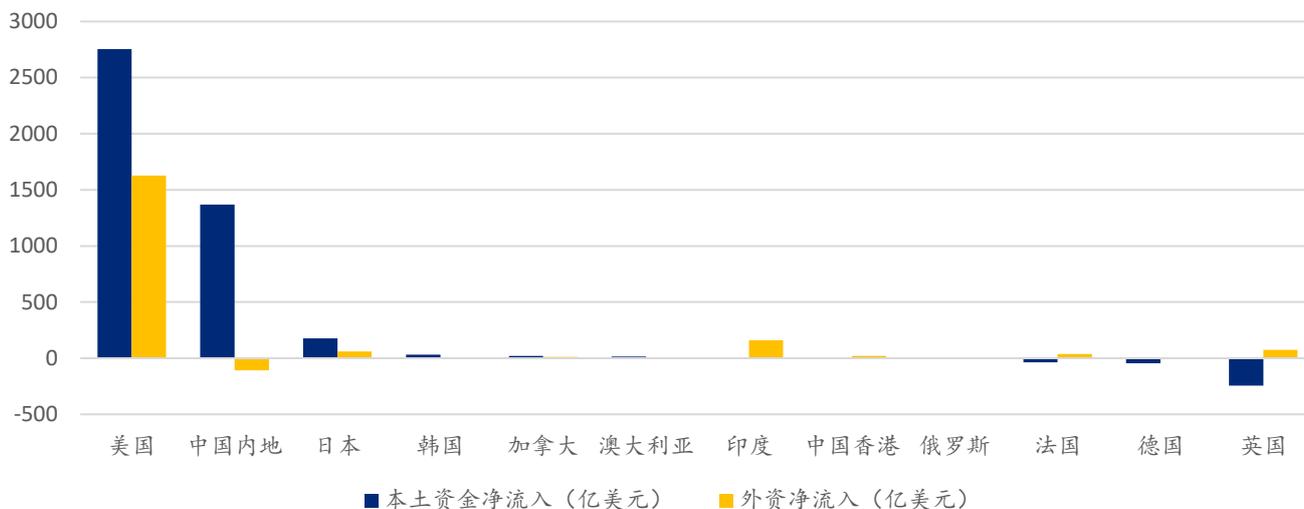
美国、中国、日本股市对全球资金的吸引力最强。截至 11 月 20 日，年初至今美国股市录得全球资金（包含本土+海外资金）净流入 4383 亿美元，虽然外资仍净流出中国市场，但在本土增量资金驱动下中国内地市场录得净流入 1263 亿美元，中国香港市场录得净流入 22 亿美元。日本股市录得 239 亿美元，印度股市录得净流入 162 亿美元。此外，欧洲主要市场中，法国股市录得净流入 0.7 亿美元，德国股市录得净流出 41 亿美元，英国股市录得净流出 170 亿美元。（图表 25）。

图表 24：全球主要市场资金流向：截至 11 月 20 日，今年美国和中国内地股市累计录得净流入规模较大



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：EPFR, Bloomberg, 浦银国际

图表 25：年初至今，美国、中国内地和日本股市均获本土资金的大幅加仓

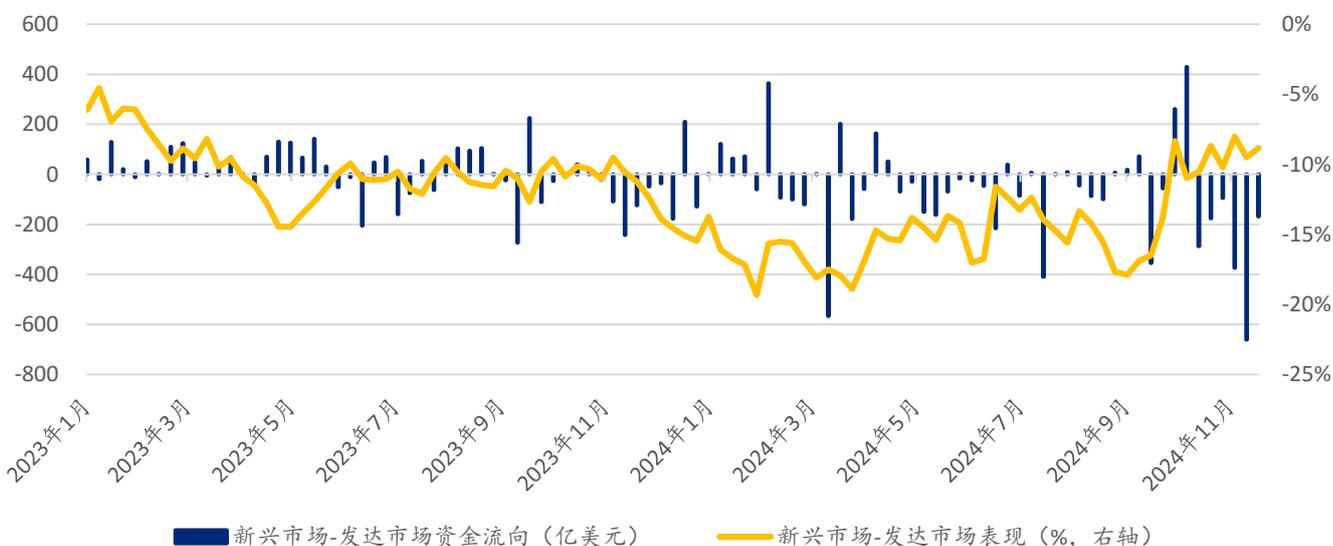


注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。

资料来源：EPFR，浦银国际

明年全球资金或更青睐发达市场。年初至今，截至 11 月 20 日，发达市场录得净流入 4603.8 亿美元（2023 年同期净流出 479.3 亿美元），新兴市场录得净流入 1624.1 亿美元（2023 年同期净流入 905.2 亿美元）。期间，新兴市场（+7%）股价跑赢发达市场（+1%）（图表 26）。展望明年，由于全球多个区域地缘政治风险仍存，或将导致全球资金更倾向于回流至美元资产避险。此外，如果美国经济增长韧性较强，美元或将继续走强，将会吸引资金净流入以美股为首的发达市场。因此，相对于新兴市场，我们预计明年资金或更青睐发达市场。

图表 26：资金更青睐发达市场，但新兴市场股价大幅跑赢发达市场



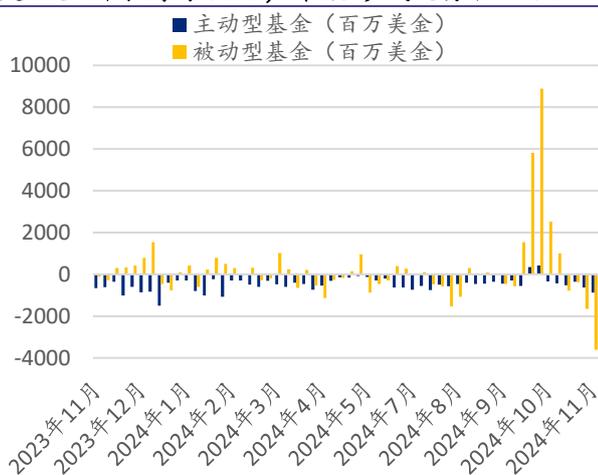
注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。

资料来源：EPFR，浦银国际

外资净流出趋势尚未扭转，但对中国资产的兴趣有所提升。根据 EPFR，截至 11 月 20 日，年初至今有 106.7 亿美元资金净流出中国市场，去年同期录得净流入 68.4 亿美元，其中主动基金净流出 203.2 亿美元（去年同期：净流出 106.7 亿美元），被动基金净流入 96.5 亿美元（去年同期：净流入 175.1 亿美元）（图表 27）。我们观察到今年外资对中国资产配置的兴趣有所上升。4 月下旬，全球资金风险偏好提升，带动外资流入中国市场，以被动型外资为主，“捡便宜”或为背后的交易逻辑。三季度末，政策面出现明显转向，市场信心大受鼓舞，刺激中国股市大幅反弹。9 月底，无论是主动型还是被动型外资均大幅净流入中国。然而，第一波政策陆续出台后进入了观察期，市场静待更多增量政策出台，乐观市场情绪有所消化，外资开始录得净流出，股指重回震荡态势。由于目前外资在中国股市的仓位仍然偏低，若接下来市场情绪重新高涨，外资仍有较大的回流空间。

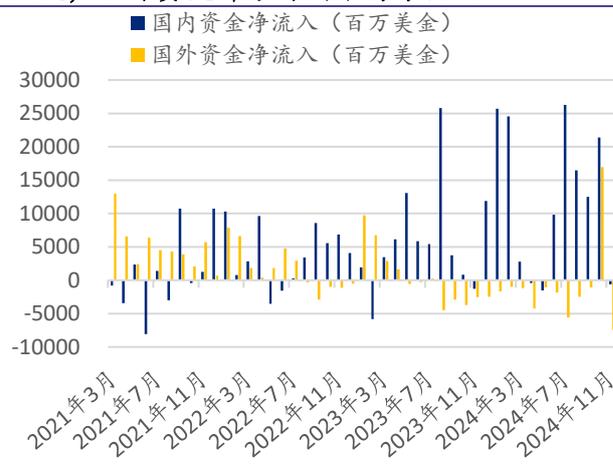
国内增量资金净流入较强劲。年初至今，共有 1369.8 亿美元的国内资金净流入中国市场，较 2023 年同期大幅增加 132%。我们观察到今年追踪大盘指数的股票型 ETF 净申购额持续放量，除了“国家队”或仍在持续入场之外，本地投资者（机构+零售）交易积极性显著提升（图表 28）。

图表 27：9 月，外资曾一度净流入中国市场，但随后重新录得净流出，未能形成趋势性回流



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：EPFR，浦银国际

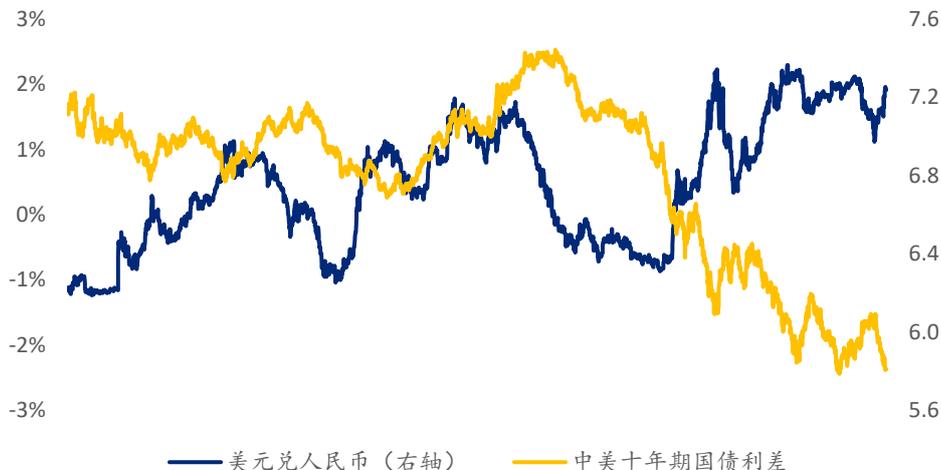
图表 28：年初至今，国内资金净流入仍保持较大规模，但外资大部分时间维持净流出



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：EPFR，浦银国际

外资或仍有一些净流出的压力。目前，由于美国经济韧性较强，市场预期美联储明年降息的步伐或将减慢，美元可能继续走强，或会提升美元计价资产对全球资金的吸引力。截至 11 月 20 日，美国十年期国债收益率为 4.41%，中国十年期国债收益率为 2.09%，中美利差为 2.32%，已重新扩大至历史较高水平，可能会导致部分持有中国资产的外资倾向回流至美元资产（图表 29）。

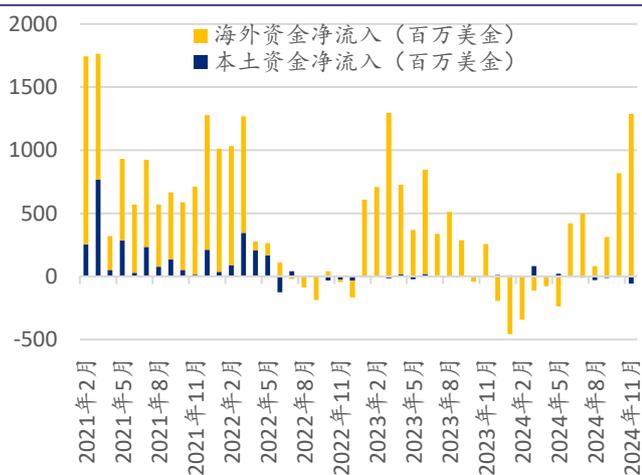
图表 29: 目前, 中美利差已重新扩大至历史较高水平



注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源: EPFR, 浦银国际

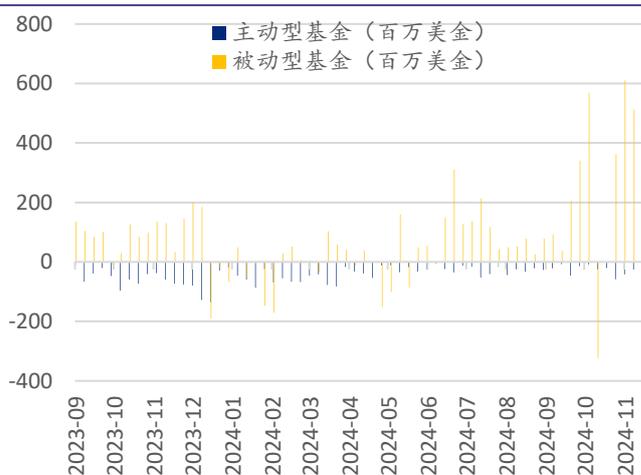
外资已连续 6 个月持续净流入港股, 且规模持续扩大。根据 EPFR, 截至 11 月 20 日, 年初至今有 21.9 亿美元海外资金净流入港股 (去年同期录得净流入 57.9 亿美元), 其中主动基金净流出 17.0 亿美元 (去年同期: 净流出 11.1 亿美元), 被动基金净流入 38.9 亿美元 (去年同期: 净流入 69.0 亿美元), 显示对冲型和交易型基金或在持续积极地交易港股 (图表 30)。我们观察到, 自 6 月开始外资已经连续 6 个月持续净流入港股, 回流趋势或已确立。11 月 1 日至 11 月 20 日, 有 12.9 亿美元外资净流入港股市场, 较 10 月净流入 8.1 亿美元大幅扩大, 其中主动基金净流出 1.3 亿美元 (10 月: -1.2 亿美元), 被动基金净流入 14.2 亿美元 (10 月: +9.5 亿美元) (图表 31)。

图表 30: 外资已连续 6 个月持续净流入港股.....



注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源: EPFR, 浦银国际

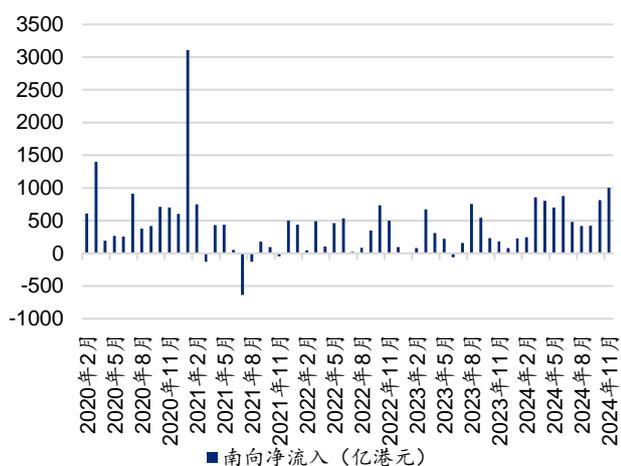
图表 31:主要由被动型外资驱动



注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源: EPFR, 浦银国际

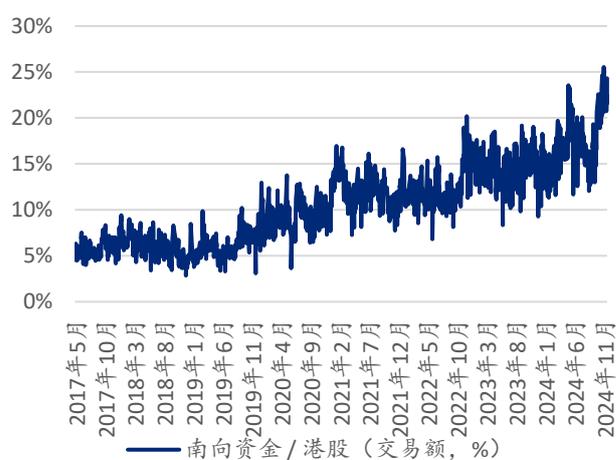
南向资金有望保持净流入势头。年初至今，截至 11 月 20 日南向资金累计共录得净流入 6853.1 亿港元，较去年同期翻倍（2023 年同期：净流入 3109.5 亿港元）（图表 32），反映内地投资者对港股兴趣明显加大，预期明年南向资金或仍保持净流入。截至 11 月 20 日，下半年南向资金的日均成交额在港股日均总成交额的占比为 18.1%，较上半年的 16.5% 明显上升（图表 33）。我们预计，内地投资者在港股的参与度有望持续提升，有助于推动香港市场的成交额和换手率的上升，明年南向资金在港股成交额的占比或将提升至 25% 以上，内地投资者在港股的定价权或进一步提升。

图表 32：年初至今，南向资金净流入十分强劲.....



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：港交所，Bloomberg，浦银国际

图表 33：.....在港股成交量占比有望持续提升



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：港交所，Bloomberg，浦银国际

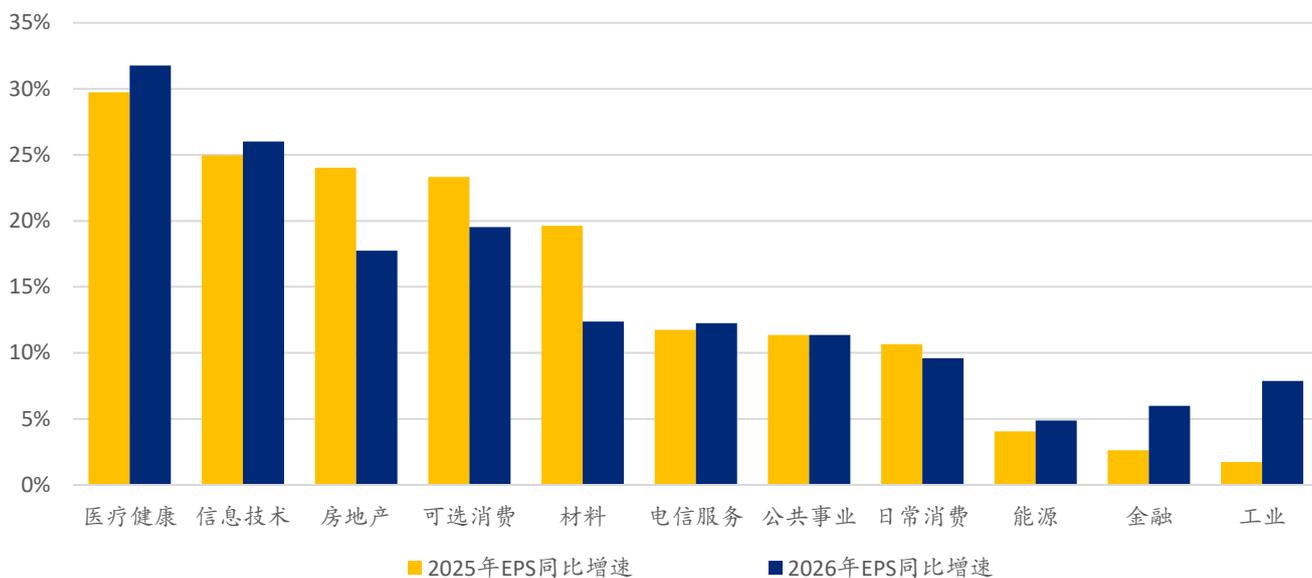
行业配置、轮动与风格切换

MSCI 中国指数行业配置：2025 年我们看好可选消费、电信服务和医疗健康行业。电信服务行业的基本盘业务稳固，资本开支维持谨慎，利润和现金流水平表现稳健。随着数字化转型的推进，三大电信运营商有望成为我国智算中心建设及云业务等领域发展的引领者。在国企改革和高股息的加成下，估值重构逻辑或持续演绎。此外，电信服务板块具有低估值、高成长性和高分红的特点，具有较强的配置价值。**可选消费行业**在政策面持续刺激内需扩大、消费力复苏的大前提下，预计有望录得更强的股价表现。扩内需、促消费相关的政策支持对可选消费行业（包括餐饮、旅游等）的业绩帮助更直接。可选消费的股价和业绩早前受消费力下降的影响更大，所以在消费力恢复的情况下有望表现出更大的弹性。我们看好品牌力更强、基本面相对更稳健的内需驱动型可选消费企业。同时，我们依然看好在特朗普 2.0 之下出海空间受影响较小的出口驱动型消费企业。**医疗健康行业**随着反腐影响的逐步消退、国家政策对于创新药发展的明确支持、数个国产重磅创新药物（包括国产 ADC、GLP-1 双靶点药物、自免药物）于 2024 年底/2025 年陆续获批，以及近期多个双抗药物成功出海凸显国际药企对中国企业研发能力的持续认可，我们对 2025 年整体医药板块持乐观态度。叠加医药板块在过去一年持续被低估（目前 MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 22.8x，较历史平均值低 1 个标准差；2024 YTD MSCI 中国医药卫生指数/恒生生物科技指数分别下跌 19%/15%），估值具备较高吸引力。细分板块上我们持续看好创新药和创新高值耗材。

中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。中国的经济结构正在从传统制造业和房地产等领域向高科技、高附加值领域转型升级。我们预期高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等行业有望成为中国未来经济增长的驱动力，这些领域有望崛起新的龙头企业，带来新的投资机遇。这些都是值得投资者中长期布局的优势领域，未来有望涌现更多新的细分赛道和龙头公司。我们将紧密跟踪这些重点关注新兴赛道的发展动态，并挖掘相关的投资机遇。

从盈利端来看，医疗健康、信息技术和房地产板块的 2025 年预期盈利增速最快，医疗健康、信息技术和可选消费板块 2026 年预期盈利增速领先，但工业、金融和能源板块 2025/2026 年预期盈利增速较为落后。过去一个月，MSCI 中国指数中材料、信息技术板块上调幅度较大，但医疗健康和工业板块下调幅度较大。**从估值端来看**，除信息技术、材料和房地产外，其他板块的前瞻市盈率皆低于其过去 5 年的均值，尤其消费、医疗健康和电信服务板块，预计这些板块估值扩张的空间较大。**从 ROE 上看**，必选消费和电信服务板块的 ROE 均高于 15%。**从股利收益率上看**，能源、金融和公用事业板块较高（图表 34-37）。

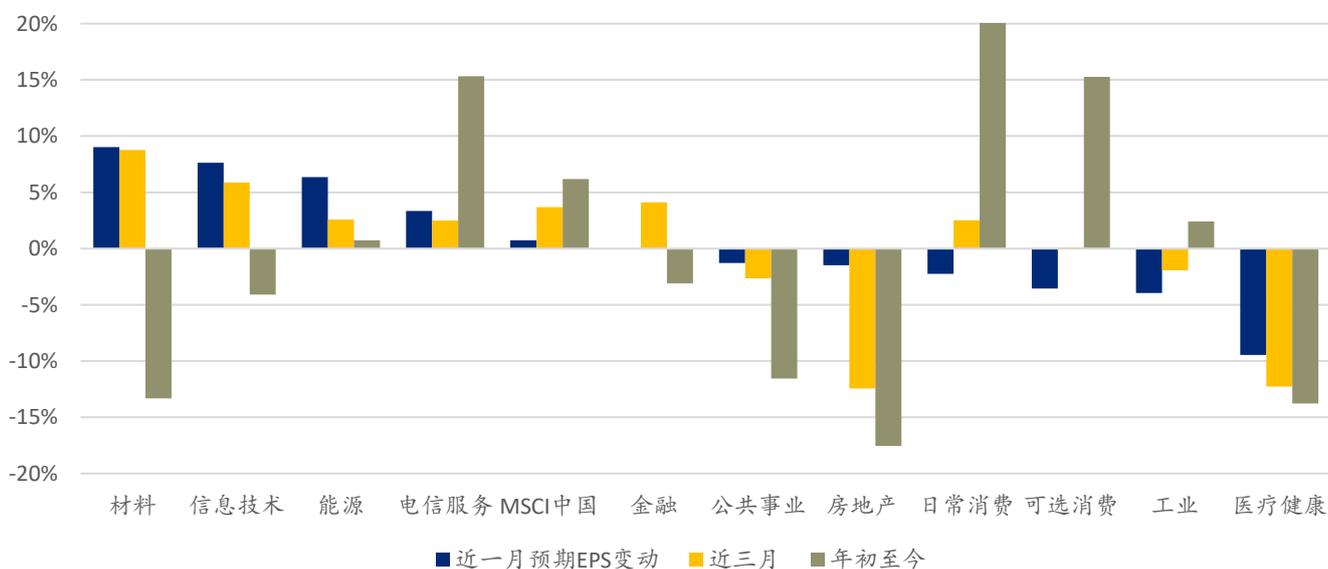
图表 34：MSCI 中国各板块：医疗健康和信息技术板块 2025/2026 年 EPS 增速较为领先



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 35：盈利增速预期调整：近一月，材料、信息技术板块上调幅度明显，医疗健康和工业板块下调幅度较大



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

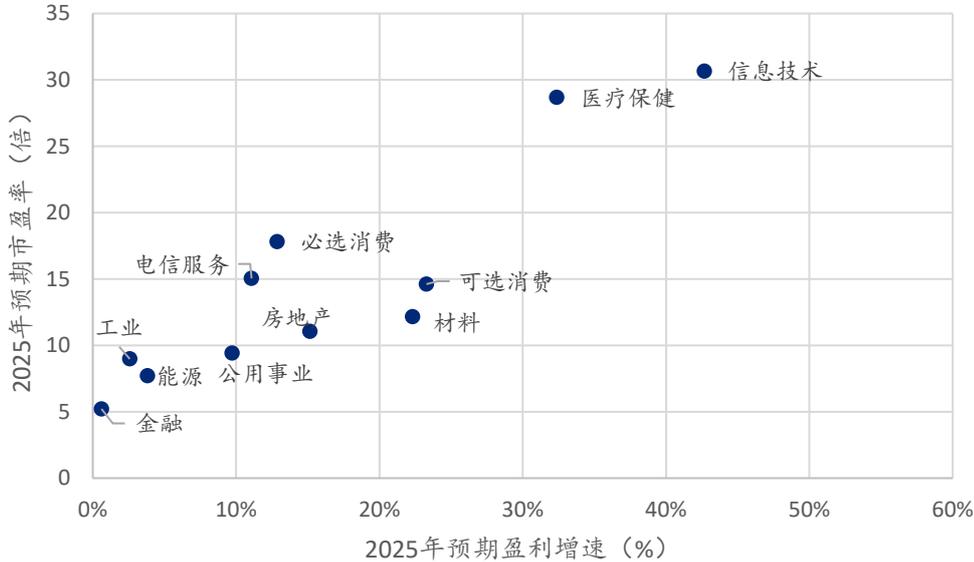
图表 36: MSCI 中国指数各板块估值

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息科技	材料	电信服务	公用事业	房地产	MSCI 中国
前瞻市盈率												
当前	17.8	14.6	7.7	5.2	28.7	9.0	30.7	12.2	15.0	9.4	11.0	10.9
过去五年	25.6	29.4	8.2	5.2	44.0	9.1	22.4	10.4	23.0	10.4	7.3	13.1
过去十年	24.7	24.1	13.1	6.0	32.8	9.6	25.9	11.1	19.3	11.3	7.3	12.6
前瞻市净率												
当前	3.1	2.2	0.8	0.6	2.2	0.9	2.7	1.2	2.7	1.0	0.7	1.3
过去五年	4.6	3.2	0.7	0.6	3.7	1.0	2.8	1.3	2.9	1.2	0.8	1.5
过去十年	3.9	2.9	0.8	0.8	3.3	1.0	3.9	1.2	2.3	1.3	0.9	1.5
2023-2026 年 EPS	11.7%	29.1%	4.6%	0.4%	19.9%	6.9%	26.0%	16.8%	16.0%	12.0%	8.9%	9.9%
年复合增长率												
ROE	16.9%	13.4%	10.6%	10.7%	7.7%	10.6%	8.2%	10.4%	15.5%	10.5%	6.3%	11.4%
股利收益率	3.2%	1.2%	7.4%	5.8%	1.3%	4.1%	0.9%	3.1%	1.1%	5.0%	3.5%	2.6%

注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出, 市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 37: MSCI 中国指数行业中, 可选消费和材料板块性价比较高



注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

我们在下面的计分卡中提供了 MSCI 中国指数的板块视图。我们根据一组客观标准分配板块得分。这并不是纯粹的量化模型，而是一种工具，可以帮助我们系统地评估预计将在未来几个季度推动相对表现的因素。

标准如下：

- 市盈率估值：如果板块的未来 12 个月动态市盈率低于板块的 5 年平均市盈率，则减 0.5 个标准差，得分为 1 分。
- 盈利增长：如果板块的未来 12 个月动态每股盈利增速高于 MSCI 中国指数，则得分为 1 分。
- 股息率：如果板块的未来 12 个月动态股息率高于 5 年均值，则得分为 1 分。
- 资产回报率：如果板块的未来 12 个月动态自由资产回报率高于 5%，则得分为 1 分。
- 12 个月滚动自由现金流回报率：如果板块的 12 个月滚动自由现金流收益率高于 4%，则得分为 1 分。
- 30 天波动率：如果板块的 30 天波动率低于 30%，则得分为 1 分。

图表 38：MSCI 中国指数各板块记分卡

	前瞻市盈率	前瞻每股盈利增速	股息率	前瞻资产收益率	前瞻自由现金流回报率	30 天波动率	分数
	<5 年平均-0.5*5 年标准差	>MSCI 中国指数	>5 年平均	>5%	>4%	<30%	
必选消费	√		√	√	√		4
可选消费	√	√	√	√	√		5
能源					√	√	2
金融					√	√	2
医疗健康	√	√	√			√	4
工业			√			√	2
科技		√					1
材料		√				√	2
电信服务	√	√	√	√	√	√	6
公用事业			√			√	2
房地产		√					1
MSCI 中国					=		3

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 39：我们对 MSCI 中国指数各板块的观点

板块	观点
电信服务	<p>建议关注电信服务板块。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 预期基本盘业务稳固，资本开支维持谨慎，利润和现金流水平表现稳健。 • 在业务结构上，来自第二增长曲线的营收有望提升，随着 5G 网络的全面推进，中国 5G 基站的建设速度位居全球前列。在国家对数字经济和智慧城市建设驱动下，三大电信运营商也在新兴领域持续发力，聚焦低空经济、卫星通信、智算、AI 等方向进行差异化布局，有望成为我国智算中心建设及云业务等领域发展的引领者。 • 电信服务板块具有低估值、高成长性和高分红的特点，具有较强的配置价值。在国企改革和高股息的加成下，估值重构逻辑或持续演绎。
可选消费	<p>建议关注可选消费板块。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 在政策面持续刺激内需扩大、消费力复苏的大前提下，我们预计 2025 年可选消费板块有望录得更强的股价表现。 • 扩内需、促消费相关的政策支持对可选消费行业（包括餐饮、旅游等）业绩促进更直接。 • 可选消费的股价和业绩早前受消费力下降的影响更大，所以在消费力恢复的情况下有望表现出更大的弹性。我们看好品牌力更强、基本面相对更稳健的内需驱动型可选消费企业。同时，我们依然看好在特朗普 2.0 之下出海空间受影响较小的出口驱动型消费企业。 • 新能源车：中国新能源车行业渗透率处于上扬阶段。我们预期 2025 年中国新能源乘用车销量将在今年 1200 万辆以上的基础上继续高速增长，明年渗透率有望从今年的 45% 左右快速上扬至 50% 以上，提供行业的增量基础。虽然新能源车行业竞争烈度不低，但是今年三季度以来，多家新能源车的毛利率改善明显，这主要得益于技术进步、规模成长和促销缓和。这些趋势有望在明年延续。新能源车企海外布局持续加速，寻找中国市场以外的增量。同时，智能驾驶，尤其是端到端大模型，开始上车交付。这在带来智驾体验改善的同时，也带来头部智驾车企的差异化竞争。因此，我们对于 2025 年新能源车行业销量以及新技术进步保持乐观判断。
医疗健康	<p>建议关注医疗健康板块。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 随着反腐影响的逐步消退、国家政策对于创新药发展的明确支持、数个国产重磅创新药物（包括国产 ADC、GLP-1 双靶点药物、自免药物）于 2024 年底/2025 年陆续获批，以及近期多个双抗药物成功出海凸显国际药企对中国企业研发能力的持续认可，我们对 2025 年整体医药板块持乐观态度。叠加医药板块在过去一年持续被低估（目前 MSCI 中国医药指数前瞻市盈率为 22.8x，较历史平均值低 1 个标准差；2024 YTD MSCI 中国医药卫生指数/恒生生物科技指数分别下跌 19%/15%），估值具备较高吸引力。细分板块上我们持续看好创新药和创新高值耗材。 • 创新药：看好研发能力强、核心产品商业化潜力大、出海前景光明、短期有重磅创新药物获批和重点研发管线读出的生物科技企业或龙头创新药企。 • 医疗器械：看好创新高值耗材、医疗设备板块。其中高值耗材股价弹性更高，2025 业绩增速有望在今年业绩低基数的基础上实现复苏，医疗设备 2025 年则有望充分享受设备更新政策落地带来的增量需求。 • CXO：随着海外降息的推进及融资的逐步复苏，新签订单有望更多地转化为 CXO 公司的收入，提升 CXO 公司短期业绩。但另一方面，中美地缘政治长期挑战仍然存在，后续生物安全法案进展需密切关注。
必选消费	<ul style="list-style-type: none"> • 我们认为政策支持对必选消费的帮助相对有限，且必选消费行业今年估值下调并不显著，因此必选消费 2025 年的业绩与股价弹性恐怕不如可选消费。 • 另一方面，我们认为不少必选消费的原材料价格已基本在今年见底，因此企业明年毛利率继续扩张的空间可能会大幅减小。 • 但在较大的市场不确定性下，我们认为现金流与基本面稳定、利润率有望持续扩张、且保持较高股息率的必选消费企业依然将受到市场追捧。
信息科技 (包括硬件+软件)	<ul style="list-style-type: none"> • 互联网行业：关注行业估值修复机会，目前主要互联网公司 2025E 平均市盈率 10x 左右，弹性较大，修复机会或来自于：持续回购分红，提升股东回报；AI 应用落地，助力降本增效；竞争格局改善，受益政策利好。同时，仍需警惕地缘政治风险带来的短期市场情绪波动。细分板块推荐顺序依次为：1. 电商：估值具有吸引力，政策利好带来结构性机会；2. 游戏：行业步入新产品周期，带动行业回暖；3. O2O：竞争格局或保持稳定，关注利润率提升空间；4. SaaS：需求仍有压力，“信创”或迎估值修复。 • 硬件及半导体：展望 2025 年，生成式 AI 依然是科技行业的主要增量。一方面，AI 大模型带来的算力芯片、AI 服务器等需求仍然处于高速增长的初期阶段。另一方面，生成式 AI 向端侧快速渗透率，有望带

动智能手机、个人电脑等出货量维持温和增长趋势。而且，AI 算力芯片带来整个半导体行业增量，并在短中长期持续增长。从半导体基本面周期看，存储等价格触顶，带来上游元器件成本下降。同时，中国半导体，受益于 AI 算力芯片的溢出效应，包括中国的晶圆代工和功率半导体也都有望在本轮周期中稳步上行。因此，我们对于终端品牌、组装平台、AI 服务器、AI 算力芯片等子行业保持乐观判断。

能源

- 通过分析当前的供需关系，我们预期明年**油价可能整体呈现区间波动的态势**。考虑到全球宏观经济和地缘政治均面临较多不可预测的因素，可能对油价有所支撑。
- 从供给端看，石油输出国组织 OPEC 的自愿减产计划可能会小幅延续到明年，但特朗普上台后将支持加大传统能源开发，可能会增加美国的石油产量，根据国际能源署（IEA）的预测，明年全球石油市场或面临 100 万桶/天的供应过剩。
- 从需求端看，全球经济增速放缓，欧美经济增速下行，中国经济复苏的持续性仍待确认，加上新能源汽车渗透率不断提升，或降低对汽油和柴油的需求，明年需求端或较疲弱。
- 在能源安全战略计划推进下，“三桶油”深化海外业务布局，海外收入的提升有望提升他们的盈利能力。“三桶油”作为高息股，在国企改革背景下，估值有望持续得到重估。

金融

- 我们预计，**券商板块有望受益于中国市场交易活跃度提升**，明年 IPO 有望复苏，有助于成交额和换手率位于较高位置。另外，券商并购重组有助于优化行业资源配置，提升行业整体竞争力和利润率，可关注潜在并购重组预期的标的。
- 在利率下行周期中，**银行或面临息差下行的压力**。近期，十万亿隐性债务置换计划公布，将有助于提升银行资产信用等级，改善资产质量，信用成本的下降或能对冲利息收入的减少，可关注资产负债表上的地方政府债务敞口较大的大型银行，它们或是主要的受益者。
- 如果房地产行业企稳，将有利于银行基本面的改善和风险预期修复。
- 此外，目前银行板块的估值偏低，估值修复空间较大。

公用事业

- 明年，预计全国范围内生产要素价格将持续上调，包括居民用燃气、用电、用水等方面，这将有助于推动各地燃气公司、电厂和水务企业资产回报市场化，促进收入和利润恢复。
- 此外，**关注部分受益于“碳中和”政策和能源结构转型细分行业，如风电、光伏等新能源行业**，这些行业有望维持高景气度。预计明年能源结构进一步优化，风电和光伏装机有望保持快速增长，水电核电有序推进，储能、氢能、抽水蓄能或将进入快速发展阶段。

工业

- 今年前三季度工业企业利润同比有所下降，但利润总额超过 5 万亿元，其中以高技术制造业为代表的新动能行业利润增速领先。
- 工业板块有望受益于能源转型、电网投资和数据中心投资等，电气化产品需求有望维持高景气。然而，由于欧洲和亚太部分地区出口复苏放缓，工业自动化业务需求仍待回暖。
- 随着“大规模设备更新和消费品以旧换新”政策的实施，有望带来**工业机械、铁路设备、电网设备、通用工业装备**等细分行业的投资机会。
- 此外，关注**先进制造业相关赛道**，如航空航天与国防、工业机器人等。

材料

- 传统基础设施和房地产相关的铁矿石等原材料需求仍存在较大的不确定性。
- 新能源汽车和可再生能源相关的原材料，例如镍、钴、锂等仍面临产能过剩的挑战。
- 供给侧产能优化有助于水泥行业生态的好转，盈利有望恢复至合理水平。

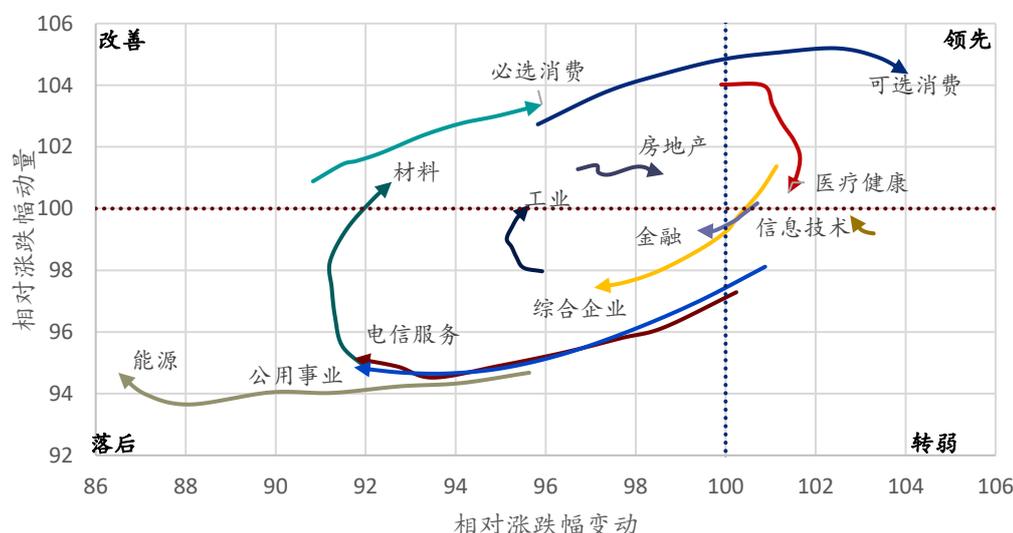
房地产

- 9 月末政治局会议提出“**促进房地产市场止跌企稳**”，释放了积极的信号，市场预期明显修复。中央各部门政策组合拳逐步落地，多地积极出台进一步优化政策，有助于提升购房需求，一、二手房销量和价格有望回稳。
- 近期，十万亿隐性债务置换计划公布，若债务得以化解有助于推进房地产市场企稳回暖。
- **我们预计房地产政策仍有进一步加码的空间**，比如各地或将进一步放松限制政策，提供税收优惠等政策，房贷利率或仍有进一步下调的空间。
- **土地收储和商品房收储政策有望进一步优化**。收储政策本质上是供给侧的政策。如果中央政府和地方各级政府通过向开发商收购未售新房减少市场里新房的供给，补充保障性住房房源，打通商品房和保障房的良性循环，那么供需关系有望改善，同时这也有助于解决开发商短期的现金流问题，有望边际改善部分房企的基本面。
- 短期资金可能较为关注财务状况较稳健的头部央企国企房企，财务较稳健、土储集中在核心城市核心地段的房企，以及受益于存量房流动性增加的中介平台等。

资料来源：浦银国际预测

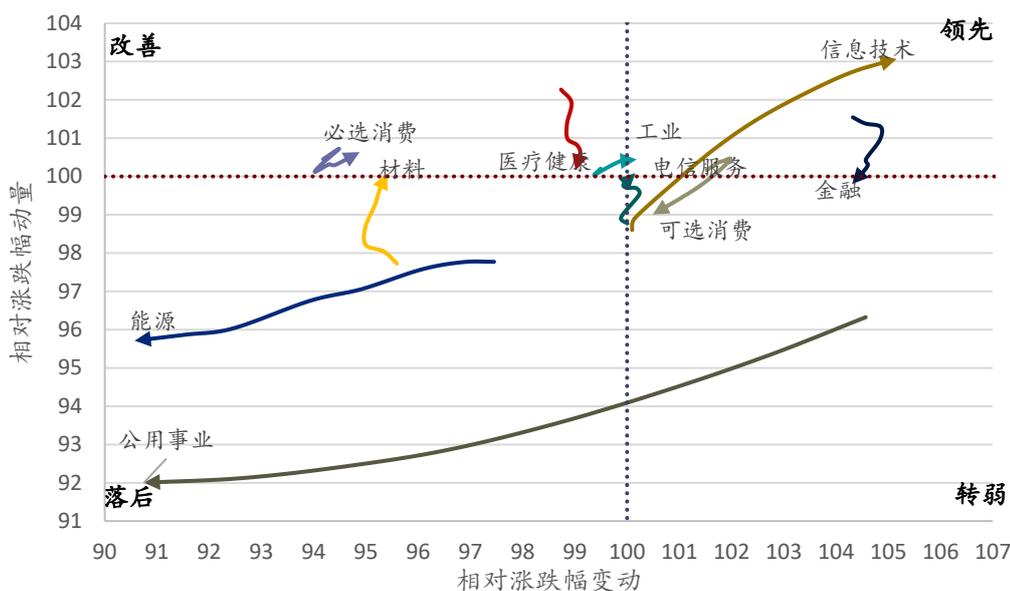
近期行业轮动加快，材料行业的动能较强。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来直观地显示板块轮动，X轴代表相对强度（RS-Ratio），而Y轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum），界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一般按照顺时针方向移动。由于行业轮动较快，我们主要观察过去8周的短期趋势。恒生综合指数中，大部分板块处于落后区间，可选消费和医疗健康板块的动能较为强势，必选消费、材料、工业和房地产板块的动能正在改善，金融、电信服务、能源、公用事业、综合企业等板块较为落后（图表40）。沪深300指数中，信息技术、电信服务和工业板块的动能维持强势，必选消费、医疗健康和材料板块动能正在改善，可选消费和金融板块正在转弱，能源和公用事业板块较为落后（图表41）。

图表 40：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至2024年11月20日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

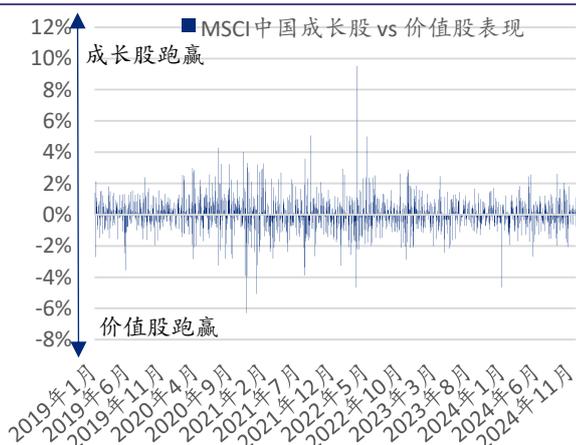
图表 41：沪深 300 指数轮动热力图



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

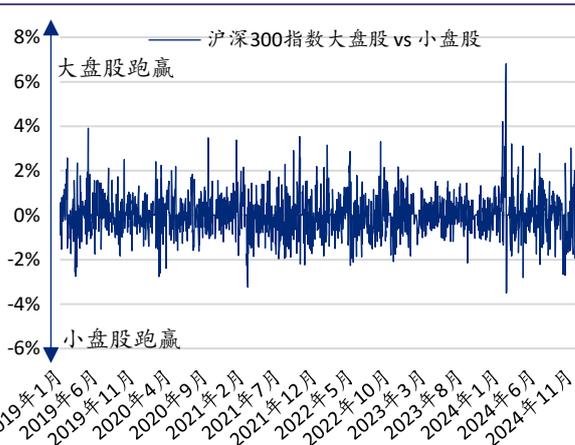
小盘成长风格短期可能占优。接下来，如果有更多的增量措施出台，政策逐步反映在基本面上，使得国内经济进入复苏通道，业绩增长领先的成长股和业绩弹性较高的小盘股有望得到重估。此外，小盘股的营业收入主要来自于国内，业绩受到海外风险的影响相对较小。而且如果市场出现短期反弹，市场乐观情绪高涨，成长股和小盘股反弹的幅度往往较大盘价值股更大。但需留意市场风格切换。由于海外不确定仍存，美联储降息的步伐可能会放缓，若避险情绪升温，资金或较青睐防御性更强的大盘价值股。

图表 42：年初至今，价值股跑赢成长股……



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 43：……大盘股跑赢小盘股



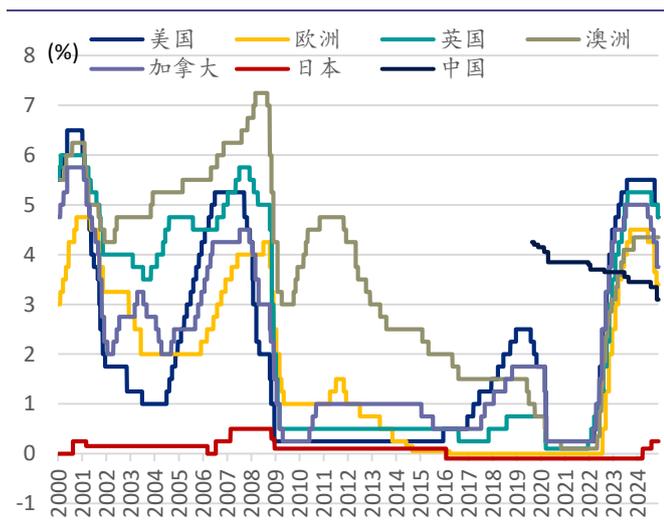
注：数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

聚焦三大投资主题，把握结构性行情

● 投资主题一：关注优质央企高息股

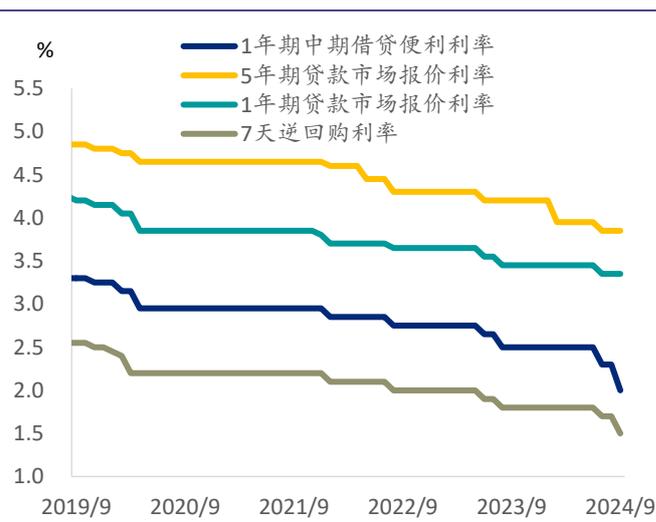
在利率下行趋势下，优质高息股获得相对收益的确定性更高。由于全球经济增速持续下行，主要经济体已进入降息周期，瑞士和瑞典等国已在上半年率先开始降息，欧洲、英国、澳洲和加拿大等央行也在下半年开始降息，美联储在9月开启了降息周期，拓宽了各国货币政策操作的空间。目前，与全球主要经济体相比，中国的利率处于较低水平（图表 44）。我们预计，为推动经济回升向好，宽松的货币政策或将持续，中国央行在降低政策利率的同时调低存款利率的降息方式使得央行仍有小幅降息空间（图表 45）。我们认为，在利率下行的趋势下，资金或倾向流入风险资产，有望进一步利好优质高息股的表现。

图表 44：全球多国央行进入降息通道（除日本外）



注：数据截至 2024 年 10 月 31 日
资料来源：iFinD，浦银国际

图表 45：中国的利率水平呈下行趋势



注：数据截至 2024 年 9 月 30 日
资料来源：iFinD，浦银国际

无论从短期或中长期角度来看，当下均是进行高息股投资不错的时间点。短期来看，海内外风险仍未完全消除，我们预期中国股票市场或将维持波动的态势。海外市场方面，地缘政治风险仍存，俄乌冲突仍未结束，巴以冲突可能面临进一步升级，中东多地局势紧张，红海危机可能会持续发酵，加上市场对美国经济是否能避免衰退以及降息的步伐及幅度仍存在较大分歧，叠加特朗普上任后政策不确定性较强，这些因素均可能增加市场波动性和降低市场风险偏好。中国市场方面，虽然在政策转向后多个重磅政策陆续出台及落地扭转了市场情绪，但政策还未完全出完，导致部分投资者仍持有观望态度。中长期来看，在全球不确定性日益增加的背景下，资金对于高质量、稳定的股息投资兴趣将逐步走高。

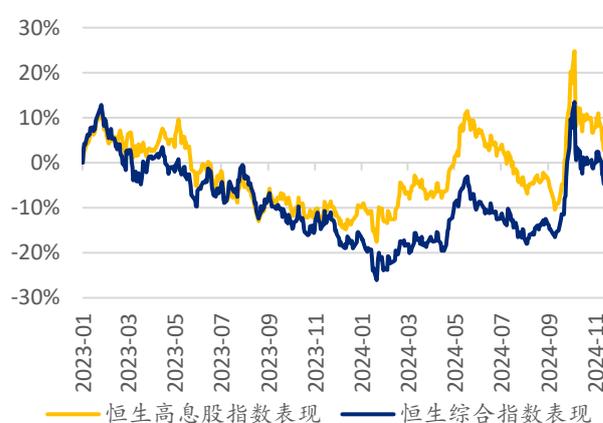
优质高息股防御性较强。从历史表现看，优质的高息股在波动市场中通常回撤较小，呈现出较好的防御性，能为投资者提供相对稳定的现金流回报，从而减轻市场波动对投资组合的影响。年初至今，上证高股息指数上涨 12%，跑赢了上证指数两个百分点，恒生高股息率指数上涨 15%，跑赢了恒生综合指数两个百分点（图表 46-47）。我们认为优质的高息股除了股息率高以外，还需具备一定能力实现盈利增长，支持分红的可持续性，从而在中长期为投资者提供更高的回报。我们中长期看好中国经济发展趋势向好，这有助于上市企业的盈利增长，中国股票市场有望为投资者提供稳定的股息回报和股价上涨带来的资本收益。

图表 46：上证高股息指数 vs 上证综指表现



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日
资料来源：iFinD，浦银国际

图表 47：恒生高股息率指数 vs 恒生综指表现



注：数据截至 2024 年 11 月 20 日
资料来源：iFinD，浦银国际

三中全会再次确立国有企业改革为中期投资主线。7 月 21 日，《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》公布，重点部署未来五年的重大改革举措。会议强调，“要深化国资国企改革，完善管理监督体制机制，增强各有关管理部门战略协同，推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力。进一步明晰不同类型国有企业功能定位，完善主责主业管理，明确国有资本重点投资领域和方向。”

国资委将全面推开上市央企市值管理考核。1 月 24 日，国务院国资委产权管理局负责人表示国资委已推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。我们预计央国企将更加注重市值管理和股价表现，并将增大回购和分红力度，以提升投资者的回报，符合“中特估”概念的个股或将受到资金青睐。

新“国九条”发布实施后，国企高息股是较值得重点关注的投资方向。4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（下文简称为新“国九条”），这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件，是资本市场第三个“国九条”，充分体现了党中央、国务院对资本市场的高度重视和殷切期望，具有重大意义。新“国九条”重点提出强化上市公司现金分红监管和推动上市公司提升投资价值。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量（图表48）。

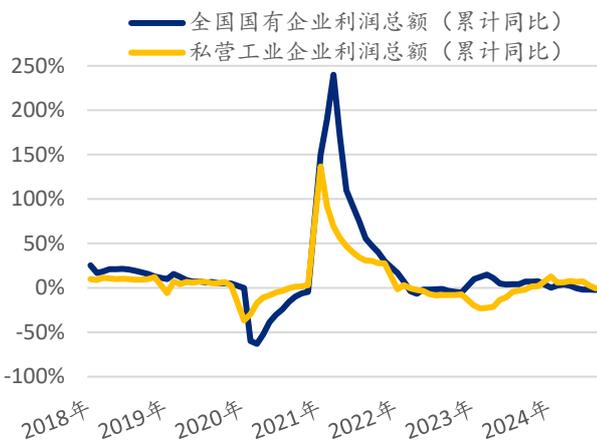
图表 48：新“国九条”与前两次“国九条”核心意见对比

2024年 《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	2014年 《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	2004年 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》
一、总体要求：坚守资本市场工作的政治性、人民性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线。分阶段提出了未来5年、2035年和本世纪中叶资本市场发展目标。	一、总体要求：到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。	一、充分认识大力发展资本市场的重要意义。
二、严把发行上市准入关。	二、发展多层次股票市场。	二、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务。
三、严格上市公司持续监管。	三、规范发展债券市场。	三、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展。
四、加大退市监管力度。	四、培育私募市场。	四、健全资本市场体系，丰富证券投资品种。
五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。	五、推进期货市场建设。	五、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作。
六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性。	六、提高证券期货服务业竞争力。	六、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平。
七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。	七、扩大资本市场开放。便利境内外主体跨境投融资；逐步提高证券期货行业对外开放水平；加强跨境监管合作。	七、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平。
八、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展。	八、防范和化解金融风险。	八、加强协调配合，防范和化解市场风险。
九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力。	九、营造资本市场良好发展环境。	九、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放。

资料来源：国务院，中国政府网，浦银国际整理

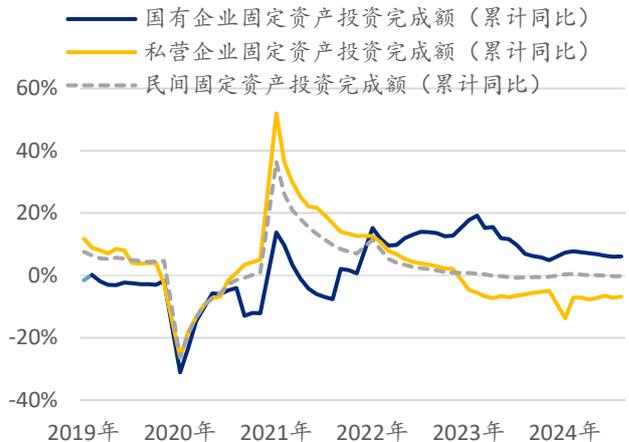
在政策支持下，国企投资意愿维持强劲。根据财政部数据，2024 年前 9 个月，国有企业整体利润总额同比下降 2.3%，民营企业利润同比下降 0.6%。在去年的高基数下，今年国有企业利润总额增长有所放缓（图表 49）。在投资方面，受政策的支持，国有企业的固定资产投资维持较强韧性，但民营企业的投资意愿有所降低，投资增速跌入负增长区间（图表 50）。我们预期国有企业将成为新一轮产业革命和产业转型的中坚力量，它们持续投资和布局发展先进制造业、新能源、数字经济、人工智能等战略性新兴产业，有望成为中国未来经济发展的重要引擎。

图表 49：国企盈利增速有望改善提升



资料来源：iFinD，浦银国际

图表 50：国企投资在政策支持下维持较强韧性

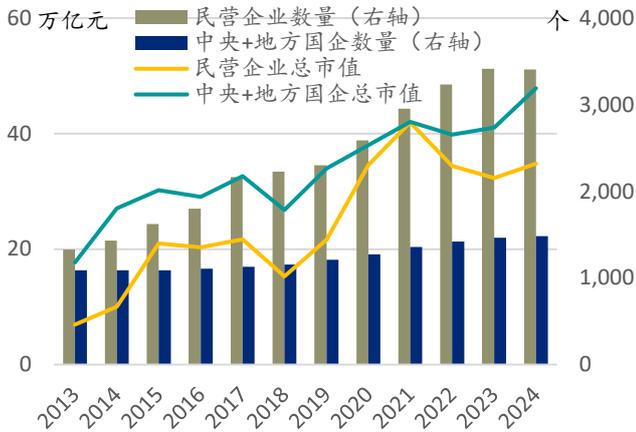


资料来源：iFinD，浦银国际

虽然央国企上市公司较民企更少，但市值较大。无论在 A 股还是港股市场，中央国企或地方国企的数量均较民企上市数量更少，但市值较大，侧面反映出央国企上市公司的发展较为成熟，市场波动性相对较小。截至 11 月 20 日，A 股中共有 1485 家中央和地方国企，不及民企数量的一半（3407 家），总市值分别为 48 和 35 万亿元（图表 51）。我们观察到，选择在港股上市的国企较 A 股更少，只有 344 家中央和地方国企赴港上市，而且大部分为两地双重上市的公司，市值共约为 20 万亿港元。港股中，民企、公众企业和外资企业的数量分别为 939 家、624 家和 656 家，市值分别为 13、11 和 4 万亿港元（图表 53）。

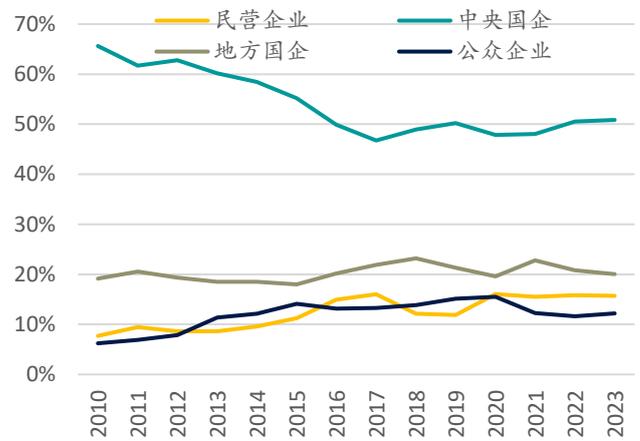
过去三年，央国企利润维持较高水平。从 2021-2023 年的净利润上看，央国企利润在 A 股上市公司利润总额占比持续扩大。2023 年，中央国企和地方国企的净利润在 A 股利润总额占比分别为 50.8%、20%，而民企仅为 15.7%（图表 52）。2021-2023 年，港股央国企利润维持在较高水平，大幅高于民企、公众企业和外企的净利润总额，但过去两年的同比增速偏低（图表 54）。

图表 51: 虽然 A 股上市民企数量较多, 但央国企市值更高



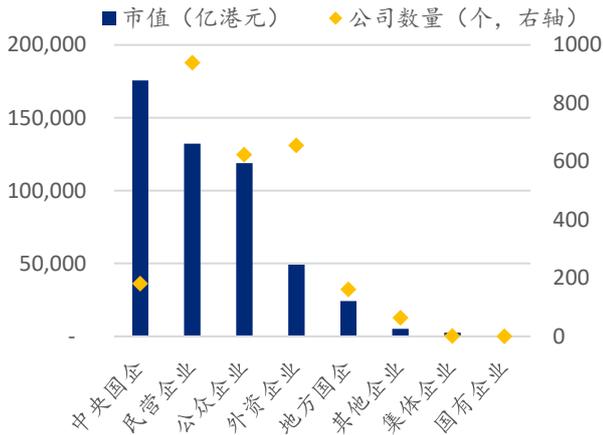
注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 52: 过去三年, 央国企利润在 A 股上市公司利润总额占比持续扩大



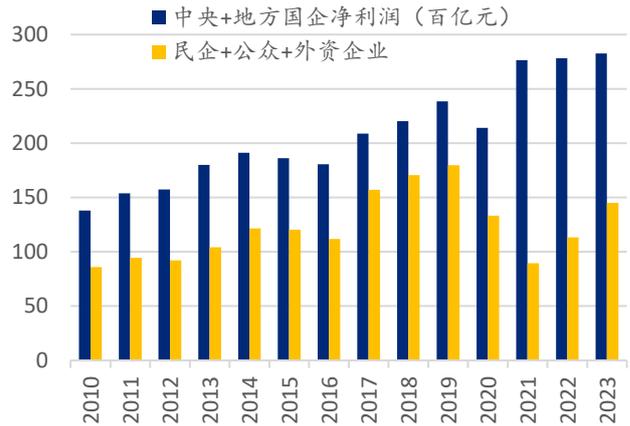
资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 53: 港股国企与民企的数量和市值情况均与 A 股类似



注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日。
资料来源: iFinD, 浦银国际

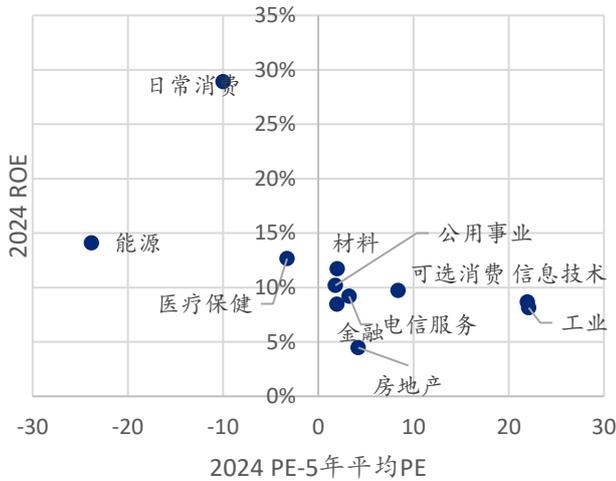
图表 54: 近三年, 港股央国企利润维持较高水平



资料来源: iFinD, 浦银国际

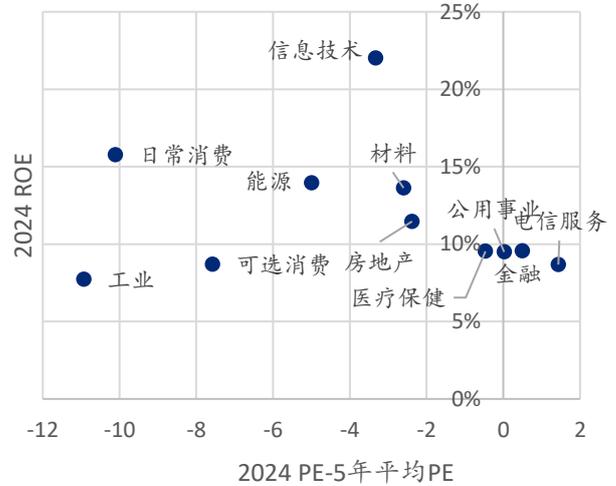
短期交易国企高息股或将延续估值修复逻辑, 更大机会可能在港股市场, A 股仍有估值洼地。为更深入地分析国企高息股行情的延续性, 我们构建了一个包含 780 个在 A 股或港股上市国企的股票池。为更好地反映市场预期和投资价值, 股票池中所有公司皆在万得有 2 个或以上的分析师覆盖, 并获中性或以上的评级。根据我们分析, 短期交易国企高息股更大机会可能在港股市场, 除了前期涨幅领先的电信服务和金融板块外, 目前大部分港股国企估值偏低且 ROE 较高。A 股国企高息股仍有估值洼地, 估值合理且 ROE 较高的行业, 如能源和日常消费, 有望继续吸引资金流入 (图表 55-56)。

图表 55: A股国企低估值、高 ROE 行业: 日常消费、能源、医疗保健和材料



注: 分析基于 A 股 627 家国有企业, 行业 ROE 和 PE 根据市值加权。
资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 56: 港股国企估值偏低且 ROE 较高



注: 分析基于港股 155 家国有企业, 行业 ROE 和 PE 根据市值加权。
资料来源: iFinD, 浦银国际

中长期国企高息股的投资逻辑将从估值的修复转变为估值的重塑，核心在于基本面的持续改善：提升业务创新性和成长性，改善组织架构和经营效率，增加投资者机构化和多元化。若短期估值修复行情完成，后市表现的驱动力或更多来自盈利的增长。从发展趋势和国家政策角度考虑，我们看好中国制造业升级带来的技术创新和生产效率的提升、“碳中和”目标引领的清洁能源和环保技术需求的增长，以及数字经济的发展带来的新商业模式和创新机会，预计相关领域的公司有望受益。

我们筛选出 14 个业绩确定性较高的优质高息股，它们均为基本面稳健的央国企上市公司，盈利能力较强，股息率较高，流动性较好，估值合理，有望提升投资组合的稳定性，获得超额收益。

筛选标准如下：

- 香港上市央国企
- 自由现金流可覆盖股息支出。
- 2024 年股息率大于 5%。
- 2024 年 ROE 大于 5%。
- 前瞻市盈率低于过去 5 年平均值。
- 近 3 个月日均市值 100 亿元以上。
- 近 3 个月日均成交额 1 千万元以上。

图表 57：14 个优质港股央企高息股

股票代码	公司名称	行业	市值 (亿元)	成交额 (百万元)	2025E EPS 同比增速	前瞻市盈率 (倍)	2024E ROE	2024E 股息率	2024E 每股派息	2024E 每股 自由现金流
0941.HK	中国移动	多元电信服务	15,566	2,012	5%	9.7	10%	7.1%	4.7	5.1
0857.HK	中国石油股份	石油天然气	11,149	1,166	-1%	5.7	11%	8.9%	0.4	0.9
3968.HK	招商银行	商业银行	9,220	1,031	4%	5.5	15%	6.1%	2.0	2.0
0883.HK	中国海洋石油	石油天然气	9,023	2,436	1%	5.1	21%	8.2%	1.3	2.2
1088.HK	中国神华	煤炭	6,630	701	0%	9.8	15%	7.5%	2.3	3.4
0728.HK	中国电信	多元电信服务	4,138	330	8%	10.7	7%	6.3%	0.3	0.4
0762.HK	中国联通	多元电信服务	2,030	323	10%	8.1	6%	6.5%	0.4	0.8
1898.HK	中煤能源	煤炭	1,245	215	2%	6.2	12%	8.8%	0.5	1.4
0135.HK	昆仑能源	燃气	668	114	8%	8.8	9%	6.2%	0.3	1.0
0144.HK	招商局港口	交通基础设施	534	79	-2%	7.1	7%	5.8%	0.9	1.5
3969.HK	中国通号	电气设备	330	43	13%	8.1	7%	5.9%	0.2	0.5
1072.HK	东方电气	电气设备	298	29	28%	5.5	9%	5.6%	0.5	1.4
0552.HK	中国通信服务	多元电信服务	286	35	6%	6.5	9%	5.8%	0.2	0.5
0598.HK	中国外运	航空运输	262	43	11%	5.3	10%	9.7%	0.3	0.5

注：数据截至 2024 年 11 月 25 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港币。

资料来源：iFinD, Bloomberg, 浦银国际

● 投资主题二：出海 4.0 时代下的新机遇

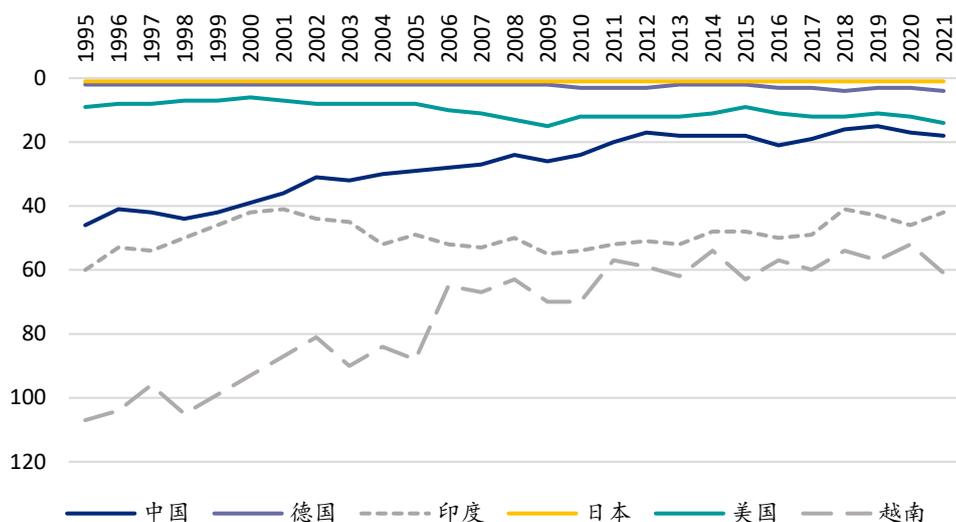
中国企业出海发展的四个阶段及主要模式。我们把中国出海发展的历程分为四个阶段，把出海模式分为两种，一种是产品出海，可以归类为商品出口海外，另外一种则是产业链和产能出海，可以归类为对外直接投资。**第一阶段（出海 1.0 时代）**始于 2001 年中国加入 WTO，通过全球贸易把“中国制造”的产品出口到世界各国，这个阶段出海的模式主要是商品出口海外。**第二阶段（出海 2.0 时代）**始于 2008 年跨境并购的兴起，中国企业通过入股和收购海外企业进行对外投资，此后中国企业海外并购金额出现了指数级的上升，这个阶段出海的模式主要是对外投资（以并购投资为主）。**第三阶段（出海 3.0 时代）**始于 2013 年“一带一路”倡议的提出，中国与沿线国家签署合作协议、完善基础设施建设，主要通过“中国品牌”产品出口的方式出海。**第四阶段（出海 4.0 时代）**始于 2018 年，中美贸易战使得“逆全球化”趋势愈发显现，同期跨境电商进入快速发展期，这个阶段出海的模式主要是“中国品牌”产品出口+对外投资的方式（以绿地投资为主）。我们下面将结合相应的案例对出海 4.0 时代的两种主要出海模式进行详细研究。

出海模式 1. “中国品牌”产品出海

过去 20 年“中国制造”持续往高附加值产业链攀升。自 2001 年加入 WTO 以来，中国的国际贸易规模飞速增长，占全球贸易规模比重从 18% 增长至 2023 年 25%。虽然早期“中国制造”的产品凭借人工成本低、大规模的生产优势快速销往全球，但在全球价值链中处于下游位置。过去十年，随着中国技术水平和效率的提升、高素质人才的积累，加工贸易产品结构不断优化，中国高附加值制造业出口专业化率持续提升，低附加值行业出口专业化率稳定保持在较高水平，“中国制造”的特征蜕变为“高性价比”。根据哈佛大学增长实验室发布的经济复杂性指数（ECI）——其用来衡量一个国家出口商品的多样性、技术复杂程度及出口量——2021 年中国出口复杂程度在全球排名第 18 位，较 2000 年的第 42 位大幅上升，而美国排名第 14 位，中美之间的差距在过去十年中缩小了一半以上（图表 58）。

出海初阶段以 ODM + OEM 为主。Original Equipment Manufacturer（简称 OEM），简单来说就是只生产不设计，即品牌方做设计后委托中国工厂代工生产。随着人工成本上升，利润下降，OEM 代工厂就开始转型至 ODM。Original Design Manufacturer（简称 ODM），也就是既设计也生产的“贴牌”模式，即中国厂家设计并生产一款产品或重要模块，而品牌方按需把具体的模块整合，或把成品冠上自己的品牌。比如像富士康、宁德时代等企业，在与苹果的合作中，主要采取这种模式。

图表 58：在全球产业链和价值链上，中国技术复杂性与多样性排名不断上升

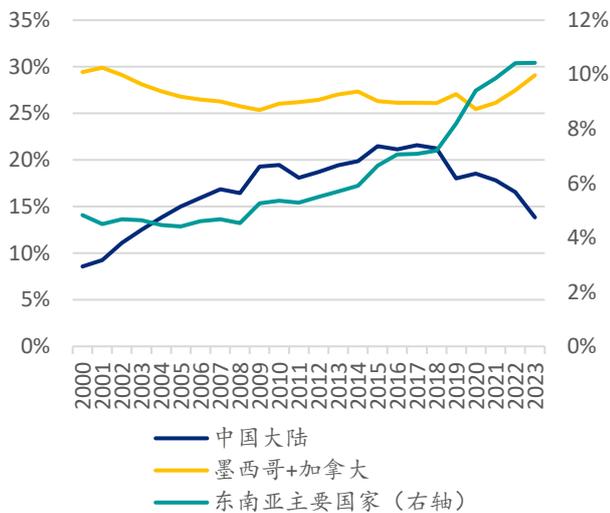


资料来源：Growth Lab at Harvard University, 浦银国际

从“中国制造”转型为“中国品牌”。经历了 ODM 和 OEM 模式，Original Brand Manufacturer（简称 OBM）也成为中国企业出海的主要模式。OBM 简单来说就是自己创立国际性品牌、生产、销售自主品牌产品的制造商。早期中国企业的出海发展路径通常是先打下国内市场再向海外扩张，产品以高性价比为核心竞争力，例如家电与消费电子品牌，例如美的、海尔、海信、联想等，以及汽车品牌，例如比亚迪、上汽、奇瑞等。之后更多中国企业一开始就选择把海外作为主战场，实施全球本土化战略，对外输出不再局限于高性价比产品，更多是智能化互联网购物支付体验，以及中国文化。例如 SHEIN（时尚服饰）、Anker（消费电子）、TEMU（全品类零售商）等跨境电商平台，Tiktok（短视频社交媒体）、以及 Insta360（专注户外运动和旅游拍摄）、Luvme Hair（专注黑人假发）等。另外，泡泡玛特（潮玩）、名创优品（生活用品杂货店）、《黑神话：悟空》（线上游戏）等通过输出 IP 影响力的方式出海。

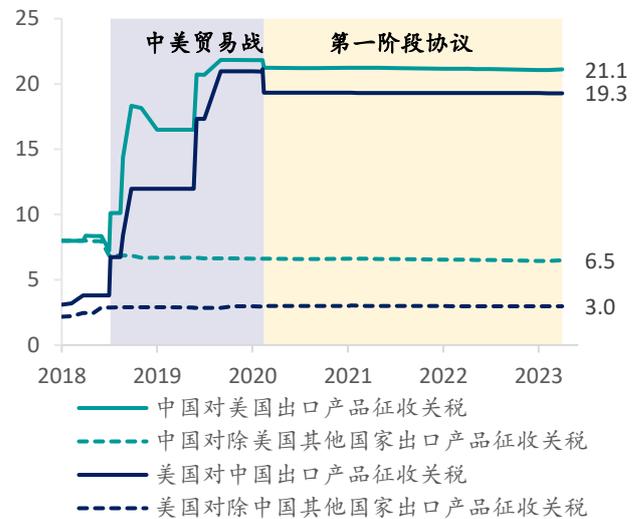
若新一轮中美贸易冲突升级，产品出海或将面临一些新挑战。若特朗普对中国应税商品税率由 19.3% 提升至 60%，可能引发新一轮中美贸易冲突升级，无论对美国还是中国经济增长的负面影响均较大，而对美国的影响可能比中国更大。2018 年后，中国对美出口在美国整体进口中的比例出现了明显下降，而墨西哥、加拿大、东南亚国家的占比持续提升。与此同时，墨西哥、加拿大、东南亚国家从中国进口的比例不断上升（图表 59-60）。过去几年，中国企业加快全球产业链布局，产品附加值不断提升，所以我们预计即使新一轮贸易冲突再起，对中国出口的实际影响或低于 2018 年，中期来看中国在全球价值链中的地位与作用或较难被削弱。

图表 59：2018 年后中国在美国进口占比明显下降，而墨西哥+加拿大、东南亚主要国家占比持续上升



注：东南亚主要国家包括越南、印度尼西亚、泰国、新加坡和印度。
资料来源：iFinD，浦银国际

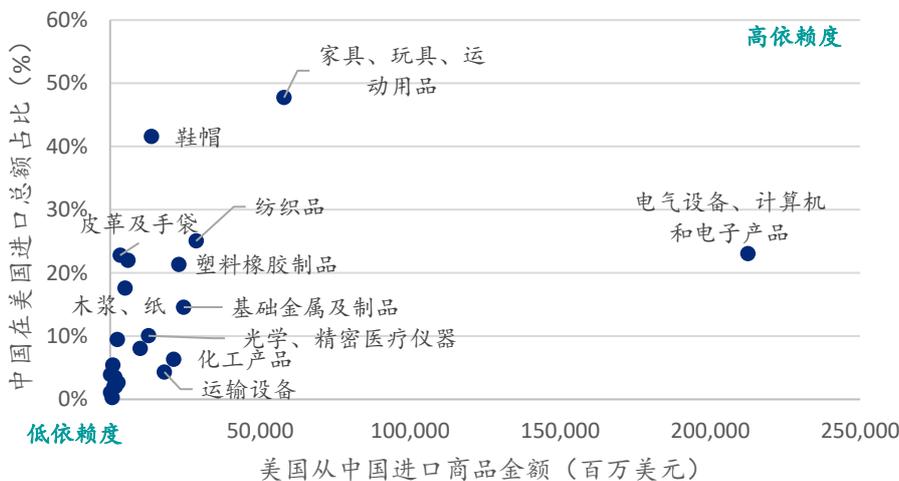
图表 60：自 2018 年以来中美关税税率 (%) 变动



资料来源：PIIE，浦银国际

美国对中国进口依赖度高的商品品类或受冲击较小，具强大品牌力的企业防御力较强。经过对 2023 年美国从中国进口商品的金额和占比进行分析，我们发现美国对中国进口的依赖度较高的品类有电气设备、计算机和电子产品制造、家具、玩具、运动用品、鞋帽、纺织品等，而依赖度较低的品类有矿产、艺术品及古董、植物产品、珍珠宝石、食品饮料烟酒等（图表 61）。如果本次采取分批、选择性加征关税的路径来降低对美国经济造成的负面影响，我们预计那些美国对中国依赖度较高的品类可能在关税加征初始阶段受到的冲击较小，而那些依赖度较低的品类可能受到的冲击更大。那些在海外已具有成熟的海外产能与供应链、具有强大的品牌力与产品力、在营销和渠道方面能够迎合海外的需求的企业则有较强的防御能力。

图表 61：2023 年美国从中国进口商品情况

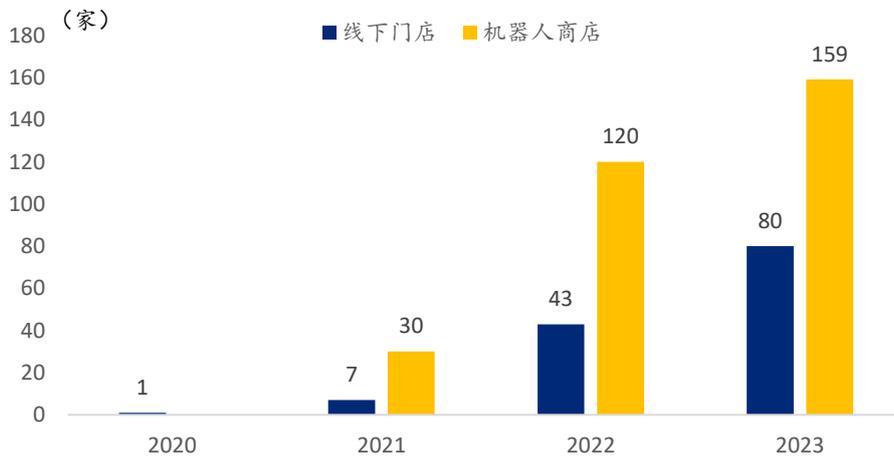


资料来源：UN Comtrade，浦银国际

品牌出海案例分析：潮玩龙头泡泡玛特 (9992.HK)

通过 D2C 传递品牌文化，提升海外市场品牌力。早在疫情前，主要中国潮玩玩家（包括泡泡玛特，52TOYS，TOPTOY，TOYCITY 等）都已开始积极布局海外市场。大部分玩家一开始都是通过 B2C 的模式（跨境电商）或 B2B 的模式（海外经销商或授权海外代理）打开海外市场。从 2020 年开始，泡泡玛特开始在海外市场向 D2C 转型，从线上向线下拓展，并在韩国首尔开设了其第一家海外线下直营门店。之后的三年里，泡泡玛特先后在中国港澳台地区、日本、东南亚、英国、美国、新西兰、澳大利亚、法国、荷兰等地开设了线下的直营零售门店或机器人商店。截至 2023 年末，泡泡玛特已通过跨境电商触达全球 80 多个海外国家与地区。同时，公司海外门店数达到 80 家（包含合营），机器人商店数量达到 159 家（包含合营及加盟），“直营门店+机器人店”组成的线下 DTC 销售网络已在超过 20 个国家和地区落地。

图表 62：泡泡玛特海外门店网络



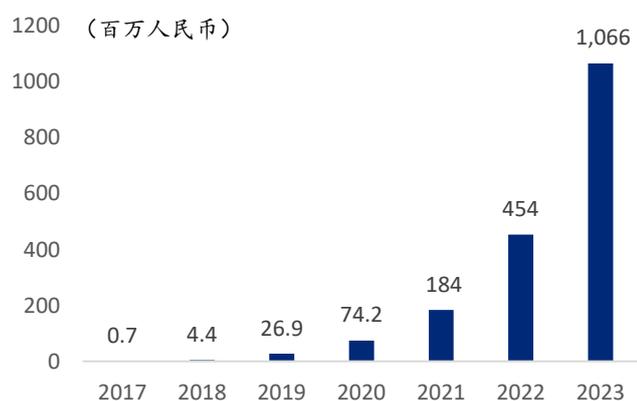
资料来源：公司资料、浦银国际

泡泡玛特丰富的艺术家 IP 和产品线满足不同市场的消费需求：基于丰富且风格多样的 IP 矩阵，泡泡玛特能够因地制宜地针对不同市场进行产品组合销售，来迎合当地消费者的需求。举例来说，韩国消费者与中国内地消费者偏好比较一致，卖得最好的 IP 为 Molly、Pucky，Dimoo 和 Skull Panda，而日本消费者更为钟情于可爱型的 IP 系列，比如 Dimoo、Pino、Labubu 等。与日本相反，美国市场更偏爱个性化的 IP，对可爱型的 IP 接受度较差。新加坡消费者偏爱收藏级商品，比如 MEGA Collection。

联手知名 IP 以及推出定制化和本土化产品来吸引当地消费者：泡泡玛特在盲盒领域强大的产品设计和营销能力以及绝对领先的市场地位也吸引了众多知名 IP 与之合作。即使泡泡玛特的自有艺术家 IP 在海外知名度尚待提升，但公司与知名合作品牌（包括迪士尼，漫威，DC 等）旗下的 IP 合作开发的盲盒产品依然能够吸引到众多的海外消费者的青睐。公司还会根据当地的文化来设计和推出一些本地限定款产品，比如在日本推出招财猫 Labubu、在墨西哥推出 Tycoco 骷髅头系列，在法国推出法国足球国家队手办等。

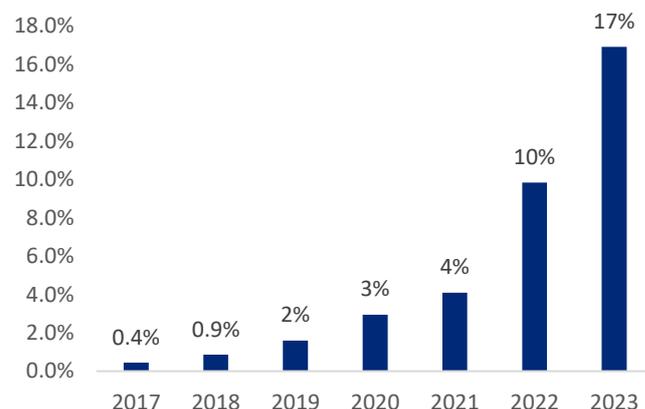
海外供应链不断强化支持业务版图扩张。2021-2023 年，泡泡玛特在海外（包括港澳台）的收入取得高速增长，复合增长率达到 140%以上。2023 年，泡泡玛特的海外收入达到人民币 10.7 亿元，占当年公司总收入的 17%。除了带来新的增长驱动力以外，泡泡玛特大力发展海外业务最大的正面意义是减少公司对中国单一市场的依赖程度，减小中国经济短期疲弱趋势带来的负面影响。另一方面，泡泡玛特在海外市场的布局相对较为分散，同样减少了海外业务对单一市场过大的依赖性。值得注意的是，今年 1 月 18 日，泡泡玛特对外宣布公司在越南的工厂已开始正式投产，并已完成其海外工厂的第一批产品生产。我们认为公司海外的产能和供应链未来将持续扩张，以满足海外业务的增长需求。这也意味着公司海外市场的供应链将逐步向海外转移，逐步实现海外业务生产和制造的本土化。这将大大减少地缘政治因素为公司海外业务带来的风险。

图表 63：泡泡玛特海外收入金额



资料来源：公司资料，浦银国际

图表 64：泡泡玛特海外业务占收入的比例



资料来源：公司资料，浦银国际

出海模式 2. 产业链/产能出海

从产品出海转向产业链出海。2018 年以来，为规避关税的影响，中资跨国企业积极地对产业链进行了全球化布局，把生产线转移至其他国家，由中国进口原材料或中间品，再将加工后产品出口至美国，而墨西哥、东南亚国家或成为了主要的中转国家。近年来，中资跨国企业出海的模式也从产品输出转变为产业链和产能输出，例如“新三样”新能源汽车、锂电池、光伏产品通过绿地投资方式加速出海。

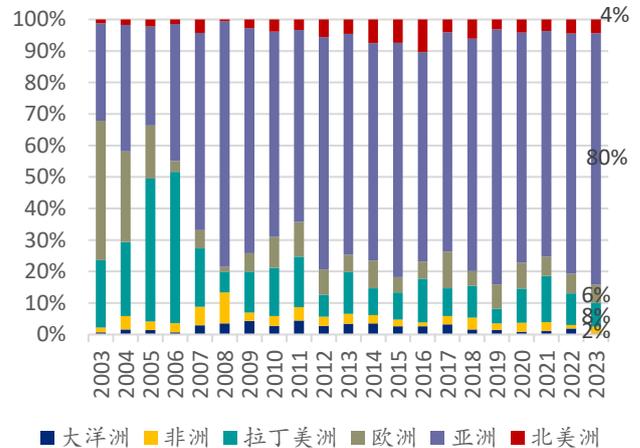
2023 年中国对外投资全球居前，对亚洲和非洲投资快速增长。2023 年，中国对外直接投资净额为 1772.9 亿美元，同比增长 8.7%，占全球份额的 11.4%，连续 12 年位列全球对外直接投资净额前三（图表 65）。从地域上看，中国对亚洲和非洲投资快速增长，2023 年流向亚洲的投资 1416 亿美元，同比增长 13.9%，占对外直接投资总额的 79.9%，主要流向中国香港和东盟 10 国。然而，中国对大洋洲和拉丁美洲投资降幅较大，2023 年流向拉丁美洲的投资 134.8 亿美元，同比下降 17.6%，流向大洋洲的投资 5.1 亿美元，同比下降 83.4%。2023 年，中国企业对共建“一带一路”国家直接投资 407.1 亿美元，同比增长 31.5%，占对外直接投资总额的 23%（图表 66）。

图表 65: 2023 年中国对外直接投资净额同比增长 8.7%，占全球份额上升 0.5 个百分点



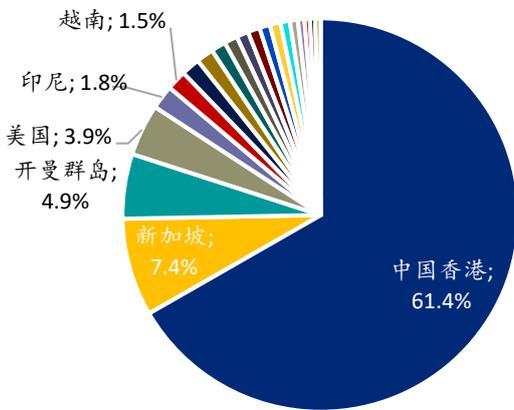
资料来源：商务部，国家统计局，国家外汇管理局，浦银国际

图表 66: 2023 年，中国对亚洲和非洲投资快速增长，对大洋洲和拉丁美洲投资降幅较大



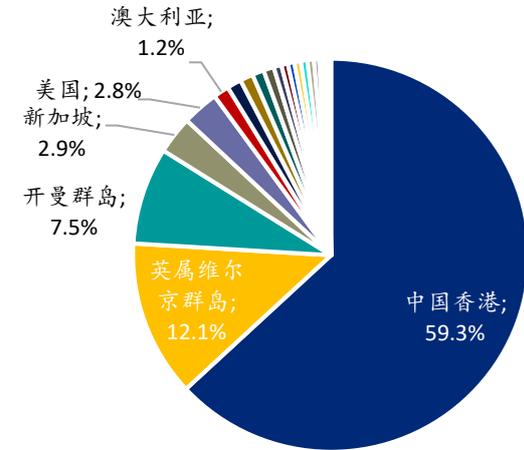
资料来源：商务部，国家统计局，国家外汇管理局，浦银国际

图表 67: 2023 年中国对外直接投资净额国家分布情况



资料来源：商务部，国家统计局，国家外汇管理局，浦银国际

图表 68: 2023 年末，中国对外直接投资存量国家分布情况

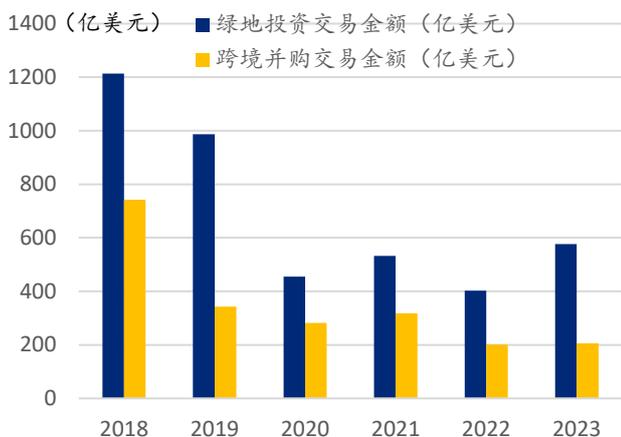


资料来源：商务部，国家统计局，国家外汇管理局，浦银国际

绿地投资已取代投资并购成为中国企业对外投资的重要形式。近年来，全球经济增速下行、地缘政治冲突加剧，保护主义、单边主义上升，全球跨国并购交易规模跌至过去十年来最低点。2023 年，中国企业对外投资并购交易总额为 205.7 亿美元，同比增长 2.5%，仍处于历史较低水平。2018 年以来，受到中美贸易摩擦和新冠疫情的冲击，加上国内要素成本上升、产业结构调整等因素，使得制造业外移的趋势越来越明显。最先行动的是跨国企业，采取“中国+N”的策略来进行全球化产业链布局，将部分在中国的生产线迁移到其他国家和地区。中资企业则通过绿地投资进行全球化布局。2023 年，中国绿地投资总额为 576.6 亿美元，同比增长 43.4%，绿地投资成为对外投资重要形式（图表 69）。

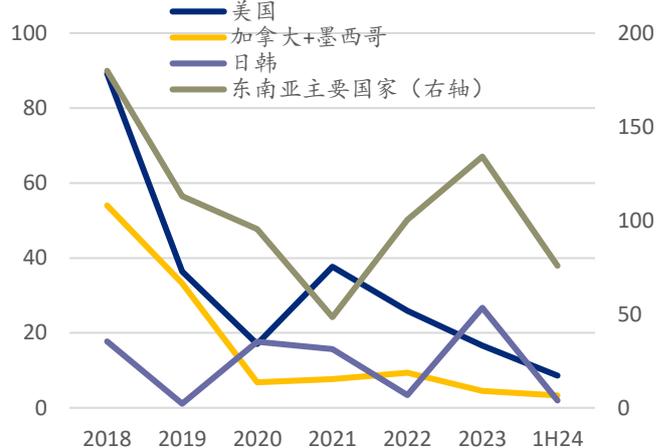
东南亚成为中国主要绿地投资目的地。东南亚国家与中国地理上相邻，人口红利丰厚，具有生产成本优势，不但能为劳动密集型产业提供充足的劳动力，还能提供广阔的销售市场。具体来看，中国向印尼、越南等国转移的产业类型以纺织服装、鞋帽皮革等劳动密集型制造业为主，向马来西亚等国转移以光学仪器、机电设备等资本和技术密集型制造业为主。从行业上看，交运在中国绿地投资上规模最大，细分行业包括车辆、航空、船舶、铁道、电车道机车及有关运输设备，属于制造业领域。北美是中国重要的贸易伙伴，墨西哥占据连接北美和拉美的战略地位，具有显著的供应链和运输成本优势，加上其制造业基础良好，劳动力资源丰富，吸引了不少中资企业选择去设厂（图表 70-72）。

图表 69：绿地投资成为中国对外投资的重要形式



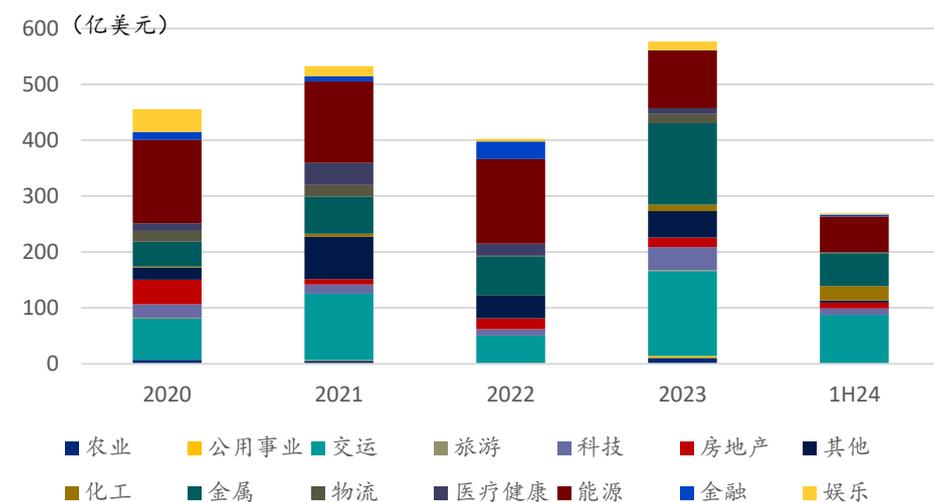
资料来源：AEI，浦银国际

图表 70：东南亚为中国主要绿地投资目的地



资料来源：AEI，浦银国际

图表 71：交运、金属和能源行业在中国绿地投资上规模居前



资料来源：AEI，浦银国际

图表 72：中国制造业绿地投资重点领域

行业	绿地投资目的地	重点领域及原因
汽车制造	匈牙利、德国等	重点投资新能源汽车领域，通过加强汽车产业本地化生产，有效规避贸易壁垒和反倾销调查、缩短供应链并实现成本的最优化
金属制品	印尼、玻利维亚、几内亚、南非等	重点投资铜、镍矿等领域
原材料	马来西亚、印尼、越南、埃及等	重点投资造纸和纸制品、纺织服装、鞋帽服饰、建筑材料等领域
家电及消费电子	墨西哥、巴西、中东	拉美和中东市场消费群体规模较大，是家电和消费电子产品主要出口地区
医疗制造	新加坡、科特迪瓦、智利等	新加坡是东南亚区域内生物医疗制造和研发的重要中心，同时中国药企也在非洲和南美建立药品生产设施帮助提高当地医疗卫生水平

资料来源：美国企业研究院 (AEI)，浦银国际整理

租赁和商务服务业、批发和零售业，以及制造业为中国对外投资主要领域。2023年中国对外直接投资主要流向租赁和商务服务业（541.7亿美元，同比增长24.6%）、批发和零售业（388.2亿美元，同比增长83.4%）、制造业（273.4亿美元，同比增长0.7%）和金融业（182.2亿美元，同比下降17.6%），这四大领域合计投资占总额的78.2%。2023年末，中国对外直接投资存量为29554亿美元，占全球份额的6.7%，排名第三，仅次于美国（9.4万亿美元）和荷兰（3.4万亿美元）。存量规模上千亿美元的行业有七个，其中占比最大的是租赁和商务服务业（11791亿美元，占39.9%），以投资控股为主要目的，主要分布在中国香港、英属维尔京群岛、开曼群岛、新加坡、美国、澳大利亚、英国、卢森堡等国家或地区。从2023年新增的投资净额占比上看，存量较大的租赁和商务服务业、批发和零售业和制造业等新增投资均超百亿美元（图表73）。

图表 73：2023 年中国对外直接投资净额及 2023 年末投资存量的行业分布情况

行业	2023 年投资流量 (亿美元)	同比增长 (%)	增量占比 (%)	2023 年末投资存量 (亿美元)	存量占比 (%)
租赁和商务服务业	541.7	24.6%	30.6%	11791	39.9%
批发和零售业	388.2	83.4%	21.9%	4214	14.3%
制造业	273.4	0.7%	15.4%	2834	9.6%
金融业	182.2	-17.6%	10.3%	3238.2	11.0%
采矿业	98.8	-34.6%	5.6%	1935.1	6.5%
交通运输、仓储和邮政业	84.4	-43.9%	4.8%	1042.6	3.5%
科学研究和技术服务业	50.5	4.8%	2.8%	585.2	2.0%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	46.5	-14.7%	2.6%	586.8	2.0%
建筑业	28.6	97.2%	1.6%	525	1.8%
信息传输、软件和信息技术服务业	22.8	34.9%	1.3%	1331.1	4.5%
农、林、牧、渔业	18.2	256.9%	1.0%	200.2	0.7%
房地产业	14.2	-35.8%	0.8%	885.2	3.0%
居民服务、修理和其他服务业	10.5	54.4%	0.6%	141.3	0.5%
住宿和餐饮业	9.5	9500.0%	0.5%	43.5	0.1%
水利、环境和公共设施管理业	2.4	33.3%	0.1%	27.6	0.1%
卫生和社会工作	1.6	-44.8%	0.1%	34.2	0.1%
教育	0.8	66.7%	0.0%	37.5	0.1%
文化、体育和娱乐业	-1.4	N/A	N/A	101.5	0.3%

资料来源：商务部，国家统计局，国家外汇管理局，浦银国际

产业链出海案例分析：新能源汽车行业

中国车企正在逐步走出国门，新能源产品出口销量大幅提升。根据乘联会数据，10月乘用车出口为44.1万辆，同比增长13%，环比增长2%，总体延续去年强势增长特征，主要动力仍来自于中国产品竞争力提升、欧美市场的小幅增长以及俄乌危机下的俄罗斯市场国际品牌撤退后中国车对空白市场进行补位。新能源乘用车出口12.0万辆，占乘用车出口的27%，同比增长7%，环比增长14%。从出口数据来看，纯电车型占新能源出口的80.8%，A0+A00级纯电占新能源出口的46%。伴随着中国新能源车的规模优势和市场扩张需求，中国制造的新能源车在海外的认可度持续提升，虽然近期受到一些外部扰动，但自主插混车型出口发展中国家增长依然迅猛。

目前，中国的新能源车企整车贸易出口与本地化建设并举，这将在长期利于中国车企加速向依托海外本地市场、全球设计工厂的策略迁移，带动海外份额提升。中国新能源车在技术水平和产品竞争力上，特别是智能驾驶相关的探索方面仍领先于海外的大部分传统车企，海外市场的突破有望为车企带来新的销量贡献和盈利来源。

自主车企和新势力都在寻求加速出海，积极探索本地化适应性开发，反向合资、技术合作成出海新模式。反向合资：零跑与Stellantis成立的合资公司零跑国际已于5月宣布完成所有必要性审批，正式成立并开启运营，计划2024年底前，依托Stellantis在欧洲的经销商网络，将零跑的海外销售网点拓展至200家，实践中国车企反向合资的出海新模式。技术合作：小鹏4月公告与大众汽车集团加深合作，签订电子电气架构技术战略合作框架协议，这表明小鹏在技术方面再次完成了先进性验证。长期而言，小鹏在海外看到了技术变现更大的想象空间。

关税提升或增加短期波动，但难改长期发展趋势。值得注意的是，当地时间10月29日，欧盟委员会（欧委会）公布了对华电动汽车反补贴调查终裁结果，决定对从中国进口的电动汽车（BEV）征收为期五年的最终反补贴税，连同原有关税，总税率最高达45.3%。其中，比亚迪为17.0%，吉利为18.8%，上汽集团为35.3%，其他合作公司为20.7%，其他所有非合作公司为35.3%。在提出个别审查请求后，特斯拉实施单独关税税率7.8%。以上动作实际上反映了欧美传统汽车制造商所面临的来自中国新能源车的挑战。另外，虽然欧洲市场的关税增加或将带来短期需求波动，但当前众多国家都制定了明确的新能源车发展规划，短期波动难改新能源车的长期发展趋势。此外，中国新能源车产品的技术领先性及成本优势、地缘政治背景下对独联体国家市场空白的填补、南美等地区市场开拓及需求恢复，也将降低欧洲市场的变化带来的影响。

图表 74：浦银国际覆盖新能源车企出海计划及现状

车企	出海现状及战略
蔚来	<ul style="list-style-type: none"> 2024年6月，蔚来在业绩会上表示会在今年晚些时候，于中东市场正式开始提供产品和服务，相关准备工作都在进展中。而对于欧洲关税相关的情况，公司将会根据具体情况再做调整和决定。 2024年9月，蔚来宣布ES8正式在挪威上市并开启用户交付，代表蔚来的“马可波罗计划”正式落地。同时，首家海外蔚来中心 NIO House Oslo 也在 10月1日开业。 2024年10月，蔚来与公司战略投资者 CYVN 签署战略合作协议，将与 CYVN 联合研发一款针对当地市场的全新车型。同时宣布正式在中东和北非开展业务，由公司与 CYVN 的合资企业进行业务运营。
小鹏	<ul style="list-style-type: none"> 2024年2月，与阿联酋、埃及等的经销商集团达成战略合作，G6、G9 将于 Q3 在阿联酋上市销售；P7、G9 将于 Q2 在约旦、黎巴嫩交付，将于 Q3 在埃及交付。 2024年3月，与泰国经销商集团 Neo Mobility Asia 建立长期战略合作伙伴关系，正式进军东盟市场。 2024年4月，宣布正式进军港澳市场，重点车型包括 G9、X9、G6 及 P7i 等。 2024年10月，小鹏在巴黎车展上公布了“出海 2.0”计划，目标到 2025 年底进入全球超过 60 个国家和地区市场，并表示未来 10 年的目标是海外销量占公司总销量的一半。 2024年11月，正式进入尼泊尔市场，上市并开启交付 G6；与欧洲经销商集团 IML 签订代理合作协议，正式进军英国市场，在当地推出的首款车型 G6 预计将于明年年初上市。
理想	<ul style="list-style-type: none"> 2024年2月，公司表示，考虑到公司通过平行出口的方式在海外形成了一定销量，为满足用户对售后服务的需求，出海时间相对提前。2024 年会进入中亚和中东，建立自己的售后服务体系，计划 Q4 真正开始到海外运营。 2024年5月，公司在业绩会上表示中东和中亚的建设现在正在进行，哈萨克斯坦阿拉木图直营服务中心已于 6 月底开启试营业、7 月正式开业。
比亚迪	<ul style="list-style-type: none"> 2024年1月，比亚迪第一艘汽车滚装运输船“BYD EXPLORER NO.1”，装载比亚迪新能源车 3,874 台，开启欧洲首航之行。当月，比亚迪乌兹别克斯坦工厂正式投产。 2024年3月，比亚迪巴西生产基地综合体正式开工，预计将在 2025 年投入生产。 2024年7月，比亚迪泰国工厂正式竣工投产，比亚迪第 800 万辆新能源汽车也在泰国工厂下线。 2024年下半年到 2026 年，比亚迪的海外产能将开始爬坡，初期阶段总产能为 70-80 万辆。
零跑	<ul style="list-style-type: none"> 2024年5月，Stellantis 集团和零跑汽车宣布合资公司已完成所有必要性审批，正式成立并开启运营。合资公司零跑国际将于今年 9 月起在法国、意大利、德国等欧洲 9 国率先推出相关车型，计划 2024 年底将欧洲销售网络拓展至 200 家；2025/26 年将达到 500 家。 2024年7月，零跑国际已将首批 C10 和 T03 由上海港发往欧洲；9 月 C10、T03 正式在欧洲上市。 2024年10月，零跑在巴黎车展期间举行全球战略发布会，B 系列首款全球化车型 B10 开启全球首秀。 2024年11月，零跑国际已经在 13 个欧洲国家拥有超过 200 家经销商，并计划 2025 年底前在欧洲设立 500 个销售点。公司同时计划从 4Q24 起将业务扩展至亚太、中东、非洲和南美洲。

资料来源：公开资料、浦银国际整理

我们与行业分析师自下而上地从浦银国际研究覆盖的行业中筛选出 25 个值得关注的出海概念股，它们中有的受益于中国品牌产品出海，有的受益于产能或产业链出海，其海外收入有望持续提升，成为全球化布局的公司。

图表 75：25 个值得关注的出海概念股

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	成交额 (亿元)	2024E 营收增速	2025E 营收增速	市盈率(倍)
消费						
泡泡玛特	9992.HK	813	5.7	90%	33.7%	29.6
名创优品	9896.HK	429	3.9	24%	21.1%	11.9
特海国际	9658.HK	85	0.1	16%	14.1%	20.8
互联网						
拼多多	PDD.US	12,615	151.5	62%	22.9%	7.7
大健云仓	GCT.US	72	2.8	58%	18.8%	6.5
昆仑万维	300418.SZ	480	33.1	11%	9.9%	116.3
心动	2400.HK	104	1.0	56%	8.5%	15.4
IGG	0799.HK	45	0.2	8%	6.5%	5.6
赤子城	9911.HK	39	0.2	39%	14.2%	7.0
雅乐科技	YALA.N	53	0.1	4%	11.1%	4.8
YY	YY.US	156	1.1	-1%	3.6%	8.4
汇量科技	1860.HK	40	1.8	40%	19.9%	35.4
网龙	0777.HK	55	0.1	-7%	7.1%	4.4
科技						
小米集团	1810.HK	5,902	39.9	30%	20.6%	24.0
传音控股	688036.SH	1,113	10.8	14%	16.8%	14.9
时代电气	3898.HK	417	1.4	17%	15.7%	8.7
扬杰科技	300373.SZ	251	7.5	14%	19.2%	21.0
新能源汽车						
比亚迪	1211.HK	7,771	159.4	26%	21.5%	14.7
小鹏汽车	9868.HK	819	9.4	35%	74.5%	N/A
零跑汽车	9863.HK	379	1.8	89%	81.6%	N/A
医疗健康						
恒瑞医药	600276.SH	3,281	23.6	18%	10.1%	47.3
百济神州	6160.HK	1,780	3.0	50%	25.1%	N/A
康方生物	9926.HK	564	6.2	-42%	57.6%	268.5
科伦博泰	6990.HK	398	0.8	15%	-7.1%	N/A
和黄医药	0013.HK	252	1.2	-20%	21.2%	83.2

注：数据截至 2024 年 11 月 25 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港币。

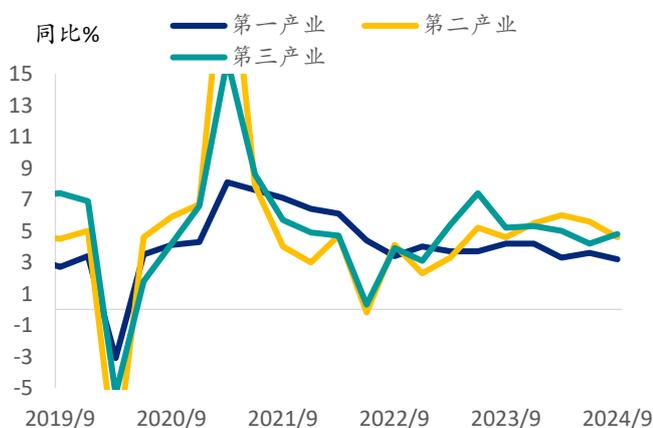
资料来源：iFinD, Bloomberg, 浦银国际

● 投资主题三：新质生产力概念股

发展新质生产力为中期投资主线。7月21日,《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》公布,重点部署未来五年的重大改革举措。会议指出,“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”,要“健全因地制宜发展新质生产力体制机制。鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本。”今年前三季度,第二产业增速下滑显著,以服务业为主的第三产业在低基数作用下回升(图表76)。近年来,高附加值产品已成为我国制造业出口的主力(图表77)。然而,目前我国经济正面临人口红利逐渐消失、投资需求不足,以及美国加深对中国关键科技领域的“卡脖子”等问题。要提升全要素生产率就必须大力发展新质生产力,构建完备的现代化产业体系,并在关键技术领域做到安全可靠,自主可控。新质生产力是创新起主导作用,摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径,具有高科技、高效能、高质量特征,符合新发展理念先进生产力质态。新质生产力由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生,以劳动者、劳动资料、劳动对象及其优化组合的跃升为基本内涵,以全要素生产率大幅提升为核心标志,特点是创新,关键在质优,本质是先进生产力(图表78)。

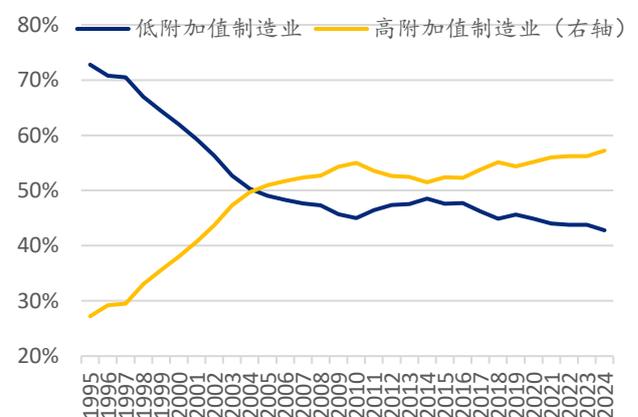
新质生产力概念股的投资逻辑与中国经济转型息息相关。中国经济结构转型也与我们的投资策略紧密相关,建议中期保持对新质生产力概念股的配置,其分布的行业符合中国未来经济增长的长期趋势(图表79)。新质生产力概念股在A股主要集中在供给侧,围绕制造业升级、国产替代、新能源、新旧动能切换等主题。我们预计,新一代信息技术、大数据、人工智能、生物制造、商业航天、低空经济、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等领域有望成为中国经济增长的新引擎,有望在中长期获得超额收益,建议可以逢低布局相关行业和龙头公司。

图表 76: 今年前三季度, 第二产业增速下滑显著, 第三产业在低基数作用下回升



资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 77: 高附加值产品逐步成为制造业出口主力



注: 数据截至 2024 年 9 月。较高附加值制造业: 机械、运输设备、专用仪器、钢铁、化工、橡胶制品等行业; 较低附加值制造业: 服装鞋帽、木制品、家具、纸制品、食品饮料等行业。资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 78：发展新质生产力的重点方向



资料来源：国家政府网、浦银国际

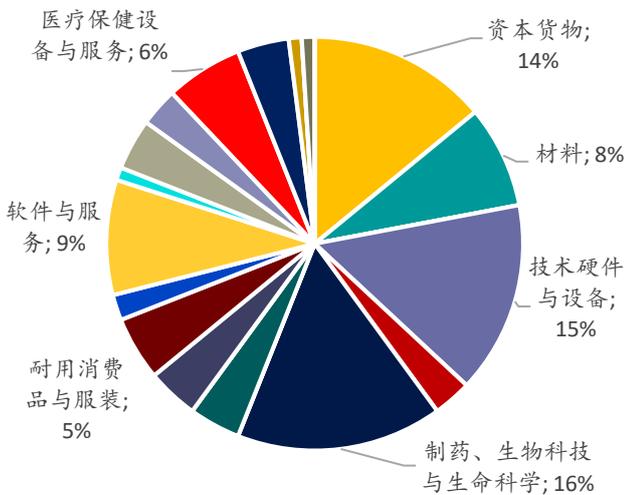
图表 79：加快发展新质生产力的三个方面措施

三大方面	具体措施
推动产业链供应链优化升级	实施制造业技术改造的升级工程
	培育壮大先进制造业集群
	创建国家新型工业化示范区
	推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型
	加快发展现代化生产性服务业
	促进中小企业专精特新发展
积极培育新兴产业和未来产业	加强标准引领和质量支撑，打造更多有国际影响力的“中国制造”品牌
	巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势
	加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展
	积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎
	开辟量子技术、生命科学等新赛道
深入推进数字经济创新发展	创建一批未来产业先导区
	积极推进数字产业化、产业数字化
	促进数字技术和实体经济深度融合
	深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动
	打造具有国际竞争力的数字产业集群
	实施制造业数字化转型行动
	加快工业互联网规模化应用
	推进服务业数字化
建设智慧城市、数字乡村	
适度超前建设数字基础设施，加快形成全国一体化算力体系	

资料来源：国家政府网，浦银国际整理

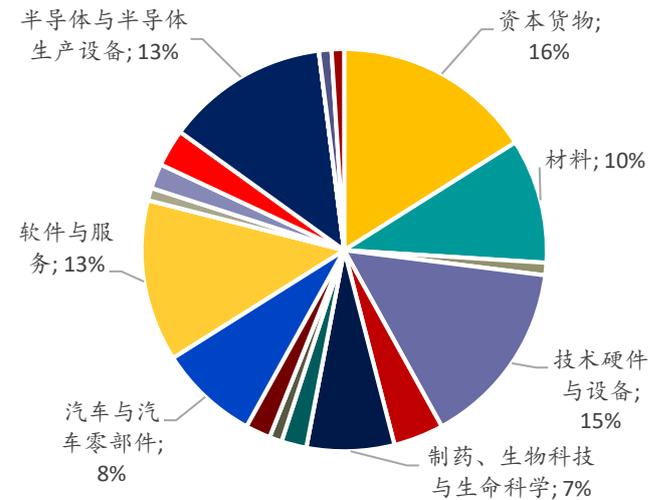
经济增长引擎转变也引发了 A 股领涨板块的变化。我们专门对 2018 年之前十年与 2018 年至今 A 股表现较好的个股进行分析，其所分布行业的变化也体现了中国经济增长引擎的转变。2008 年-2017 年，A 股累计涨幅排名前 100 的个股主要分布在制药、生物科技与生命科学、技术硬件与设备、资本货物等（图表 80）。然而，2018 年-2024 年 10 月，A 股累计涨幅排名前 100 的个股主要分布在资本货物、技术硬件与设备、半导体与半导体生产设备、软件与服务等板块（图表 81）。

图表 80：2008-2017 年 A 股涨幅前 100 个股行业分布



资料来源：iFinD，浦银国际

图表 81：2018-2024 年 10 月 A 股涨幅前 100 个股行业分布



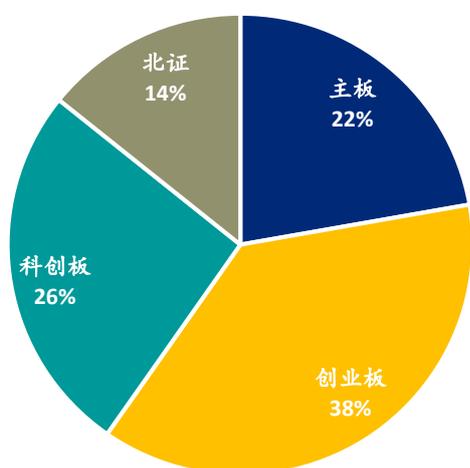
资料来源：iFinD，浦银国际

专精特新企业成为发展新质生产力的排头兵。专精特新企业主要聚焦在我国战略性新兴产业，包括新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源和新材料、机器人、高端装备制造等先进制造业领域，对于探索和明确新质生产力发展方向、带动产业链高质量发展具有重要作用。先进制造业是体现新质生产力的重要方面，它蕴含着工业生产技术、生产要素、产业转型的革命性突破。专精特新“小巨人”企业是专注于细分市场、创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优的排头兵企业。而 60% 以上的专精特新“小巨人”企业属于工业基础领域，70% 以上企业深耕行业十年以上，他们均是细分产业链条的重要环节，具有巨大的产业链关联作用，通过自身的科技创新可以牵引上下游企业的全面升级。

新质生产力以创新为主导，专精特新企业研发投入较高。根据中小企业创新发展研究院的数据，在专精特新“小巨人”企业中，有 50% 以上的企业研发投入在 1000 万元以上，80% 以上的企业处于本省细分行业第一的位置，他们是区域产业甚至是全国细分产业进一步科技创新的中坚力量。我们相信他们能够帮助中国实现技术突破、创新升级，提升在全球供应链中的竞争力。

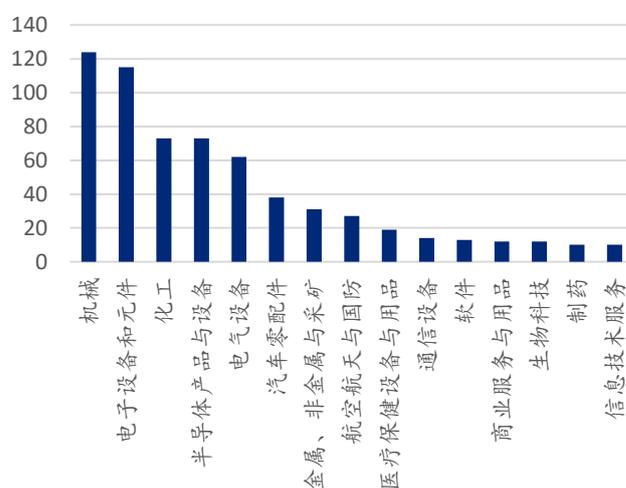
近年来，专精特新“小巨人”在 A 股崛起。根据工信部，被认定为专精特新“小巨人”的企业需要从事特定细分市场时间达到 3 年以上，主营业务收入总额占营收比重不低于 70%，近 2 年主营业务收入平均增长率不低于 5%，近 2 年研发费用占营收比重不低于 3% 等财务和运营标准。截至 11 月 20 日，专精特新中小企业达 14 万家、其中“小巨人”企业达 1.46 万家。我们对在 A 股上市的 675 家专精特新“小巨人”企业进行分析。从上市板块上看，他们主要在创业板、科创板上市，占比分别为 38% 和 26%，主板占比为 22%，北京证券交易所占比为 14%，这些公司的平均市值较主板低（图表 82）。2023 年，新上市的专精特新中小企业成为上市的主力军，占 A 股新上市企业的 70%。从行业分布来看，专精特新“小巨人”企业集中在机械、电子设备和元件、化工、半导体产品与设备等制造业（图表 83）。

图表 82：A 股专精特新“小巨人”主要在创业板和科创板上市



资料来源：iFinD，浦银国际

图表 83：A 股专精特新“小巨人”行业分布情况



资料来源：iFinD，浦银国际

专精特新“小巨人”兼具成长性和防御性。对于已经投资于中国大型和蓝筹公司的投资者来说，优质的中小型企业可能有助于分散配置，也让他们参与到新质生产力的成长过程中，共享经济成果。过去三年，这些公司在利润增长、研发比率和股本回报率方面均优于许多其他主板上市公司。根据工信部的数据，截至 2023 年底，中小企业占中国企业总数的 90% 以上，成为中国经济长期增长的主要推动力之一。此外，中小企业面临的外部地缘政治风险也较小，因为它们超过 85% 的收入是来自中国本土。

为挖掘专精特新“小巨人”的隐形冠军，我们筛选出了 25 个优质 A 股中小盘股以供参考。他们有益于中国经济结构性转型，属于政策大力支持的行业，盈利增速较强劲，基本面稳健，且流动性较好。

筛选标准如下：

- 符合北向交易资格。
- 近3年收入复合年增长率高于15%。
- 2023年毛利率高于20%。
- 2023年股本回报率（ROE）高于10%。
- 2023年研发费用占收入比例高于10%。
- 近3个月日均市值30亿元以上。
- 近3个月日均成交额1千万元以上。

图表 84：优选 25 个 A 股专精特新“小巨人”隐形冠军

证券代码	公司名称	行业名称	市值 (亿元)	成交额 (百万元)	收入 3Y CAGR (%)	毛利率 (%)	R&D 占 比 (%)	ROE (%)	PE (倍)
688082.SH	盛美上海	半导体产品与设备	426.3	234.3	56.9	52.0	15.8	15.2	51.7
688188.SH	柏楚电子	电子设备和元件	370.0	216.7	35.1	80.3	18.6	15.8	47.9
688120.SH	华海清科	半导体产品与设备	360.9	525.9	86.6	46.0	12.1	14.0	56.9
688617.SH	惠泰医疗	医疗保健设备	346.2	410.4	51.0	71.3	14.4	29.1	51.0
003031.SZ	中瓷电子	电子设备和元件	196.7	185.8	48.6	35.6	10.5	12.1	50.9
688100.SH	威胜信息	通信设备	189.5	80.8	15.4	40.8	10.2	18.6	33.2
688019.SH	安集科技	半导体产品与设备	161.0	349.2	43.1	55.8	19.1	22.1	45.4
301536.SZ	星宸科技	半导体产品与设备	159.6	242.1	19.2	36.5	24.4	10.4	102.7
688198.SH	佰仁医疗	医疗保健设备	151.8	43.0	26.8	89.8	26.7	10.0	168.1
688037.SH	芯源微	半导体产品与设备	147.0	574.6	73.5	42.5	11.5	11.2	155.4
688484.SH	南芯科技	半导体产品与设备	131.9	263.1	115.3	42.3	16.4	11.0	45.0
688016.SH	心脉医疗	医疗保健设备	116.0	308.1	36.2	76.5	14.6	17.7	20.9
688147.SH	微导纳米	半导体产品与设备	108.6	106.1	75.2	43.6	10.5	12.6	57.4
688439.SH	振华风光	半导体产品与设备	106.9	163.7	53.1	74.5	11.8	13.7	27.9
605116.SH	奥锐特	制药	91.2	52.6	20.5	55.9	10.8	15.9	27.8
688630.SH	芯碁微装	电子设备和元件	77.3	189.0	38.8	42.6	11.4	11.6	43.5
688003.SH	天准科技	机械	65.9	84.1	19.6	41.7	14.0	11.9	56.2
301031.SZ	中熔电气	电子设备和元件	57.5	79.2	67.3	40.9	11.4	12.8	51.2
688698.SH	伟创电气	电气设备	56.4	85.1	31.6	38.1	12.6	13.1	31.4
688601.SH	力芯微	半导体产品与设备	52.3	164.1	17.8	43.5	12.1	17.0	34.7
301488.SZ	豪恩汽电	汽车零部件	49.4	124.3	18.7	23.0	10.5	14.2	51.7
300354.SZ	东华测试	电子设备和元件	43.8	89.8	22.6	65.5	10.9	13.9	47.9
688621.SH	阳光诺和	生命科学工具和服务	41.9	112.0	39.0	56.7	13.3	19.1	24.0
301195.SZ	北路智控	电子设备和元件	38.8	61.8	32.2	45.9	10.7	10.2	22.8
300286.SZ	安科瑞	电气设备	38.1	78.7	16.0	46.4	11.4	16.4	23.7

注：数据截至 2024 年 11 月 14 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额。毛利率、毛利润率、ROE 为 2023 财年数据。PE 为 TTM。

资料来源：iFinD, Bloomberg, 浦银国际

浦银国际重点关注股票组合更新

组合表现回顾与更新。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨 25%，跑赢 MSCI 中国、恒生科技和中概股指数。其中，泡泡玛特和比亚迪电子的表现相对较好，但拼多多和腾讯表现相对较弱。本次组合加入台积电、京东、巨子生物、瑞幸咖啡、科伦博泰和亚朵集团，主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价；移出拼多多、安踏体育、中国飞鹤和比亚迪电子，因它们短期内缺乏新的催化剂，但不改变我们长期看好的观点。目前，重点关注新经济股票组合包含华虹半导体、零跑等 10 只股票(图表 85-86)。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。同时，结合行业分析师自下而上的分析，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 85：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	股票代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在 上升空间	市值 (亿港元)	成交额 (百万港元)	自上次更新 表现
维持								
腾讯控股	0700.HK	信息技术	395.20	500.00	27%	36,625	9,829	4%
泡泡玛特	9992.HK	可选消费	87.70	108.00	23%	1,178	566	78%
零跑汽车	9863.HK	可选消费	28.60	43.20	51%	382	178	22%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	19.94	27.70	39%	343	668	29%
移出								
拼多多	PDD.US	可选消费	100.69	129.00	28%	10,883	15,150	2%
安踏体育	2020.HK	可选消费	76.90	119.80	56%	2,176	1,197	9%
比亚迪电子	0285.HK	信息技术	34.35	34.20	0%	774	520	33%
中国飞鹤	6186.HK	必选消费	5.36	5.21	-3%	486	173	23%
平均表现								25%
市值加权表现								6%
新增								
台积电	2330.TW	信息技术	1030.00	1273.50	24%	64,079	9,942	N/A
京东	9618.HK	可选消费	133.30	162.00	22%	42,435	2,594	N/A
巨子生物	2367.HK	必选消费	50.25	62.00	23%	517	207	N/A
瑞幸咖啡	LKNCY.US	可选消费	22.08	34.10	54%	450	400	N/A
科伦博泰	6990.HK	医疗健康	172.10	230.00	34%	384	83	N/A
亚朵集团	ATAT.US	可选消费	25.92	31.50	22%	278	256	N/A
基准指数								
MSCI 中国指数	MXCN.US		62.16					12%
恒生科技指数	HSTECH.HK		4235.31					20%
中概股指数	HXC.US		6530.48					15%

注：收盘价截至 11 月 25 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。资料来源：Bloomberg, iFinD, 浦银国际

图表 86：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
京东 (9618.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 全国以旧换新政策推动核心品类家电产品短期回暖。 - 规模效应、产品结构优化推动中长期利润改善。 - 估值吸引，持续回购提升股东回报。
台积电 (2330.TT)	<ul style="list-style-type: none"> - 生成式 AI 算力需求增长最大受益者之一。 - 公司上调今年收入增速及资本开支指引。 - AI 算力产能持续紧张，推动公司基本面上行。
瑞幸咖啡 (LKNCY.US)	<ul style="list-style-type: none"> - 瑞幸凭借强大的产品创新力及优秀的营销能力已逐步占领消费者心智，并形成较强的护城河，从而有能力抵御竞争对手低价策略对杯量以及利润率带来的冲击。 - 展望 2025 年，我们相信瑞幸将继续通过门店网络扩张、单店杯量提升、运营效率优化来实现收入与利润的高速增长。我们预测瑞幸 2025 年的同店趋势相较 2024 年有望得到大幅改善。 - 瑞幸目前的估值只有 15x 2025 P/E，具有很高的性价比。
腾讯控股 (0700.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 游戏业务迎拐点，海外游戏明显改善，新游值得期待。 - 视频号加速变现，广告加载率仍有很大提升空间。 - 收入结构优化，毛利率持续改善。
巨子生物 (2367.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 巨子生物“双 11”期间交出高增长答卷，可复美与可丽金双品牌增长势能高于同业均值，也使公司达成全年指引的确定性增强。 - 线上平台架构进一步完善，但是销售费用率仍较同业处于较低水平。 - 医美产品在 2025 年待获批后上市，成为公司第二增长曲线。
华虹半导体 (1347.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 华虹二季度毛利率高于指引区间上限，三季度毛利率持续改善。 - 公司产能利用率提升，大部分产品价格在今年三四季度将持续提升。 - 华虹半导体将继续享受半导体基本面上行动能。明年第二个 12 寸厂提供产能增量。
泡泡玛特 (9992.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 泡泡玛特是中国消费板块为数不多出海逻辑已跑通的企业，海外扩张空间巨大。 - 作为潮玩龙头，其在中国的业务具有较强的抗周期能力，有望持续录得逆势增长。 - 基于公司不断提升的 IP 运营能力以及海外扩张能力，我们坚信其长期的增长具有很强的确定性与可持续性。
零跑汽车 (9863.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 新车型 C16 订单需求保持强劲，且不挤压 C11 和 C10 的需求增长。明年 B 系列有望推动销量持续增长。 - 公司毛利率预计今年下半年持续改善，全年有望达成 5% 的毛利率。 - 预期今年 9 月欧洲开出 200 家销售门店，持续推动波兰工厂在欧洲本地化生产能力提升。
亚朵集团 (ATAT.US)	<ul style="list-style-type: none"> - 门店快速扩张，在公司再次提升 2024 年全年开店目标至 450 家的带动下，2025 年达成 2000 家好店的目标的确定性增强。 - 随着疫后出行带来的高基数的影响退散，预计进入 2025 年，公司 RevPAR 水平有望企稳回升。 - 零售业务热度再度提升，“双 11”期间获多个榜首，零售业务业务高速增长，为公司住宿业务带来补充增长。
科伦博泰 (6990.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 公司是中国 ADC 行业龙头，自研 ADC 技术平台受到全球 MNC 企业默沙东的认可，且已与默沙东达成多项授权合作，国际化前景光明。 - 核心产品 SKB264 (TROP2 ADC) 是全球进度最快的三款 TROP2 ADC 之一，海外市场潜力巨大。 - 国内商业化蓄势待发，半年内有望迎来 4 款产品的上市，收入预计将快速增长。其中，核心产品 SKB264 最快有望于 2024 年底获批首个适应症，第二款 ADC 产品 A166 有望于 2024 年底/1H25 获批。

资料来源：浦银国际

投资风险

1. 地缘政治紧张局势升级

俄乌冲突带来的挑战仍存，巴以冲突可能面临进一步升级，中东多地局势紧张，红海危机可能会持续发酵，或给市场增加更多的不确定性，推升投资者的避险情绪。而且，新一任美国总统特朗普上任后，政策不确定性可能会加剧。他主张对全球各国无差别地加征 10%-20% 的关税，对中国加征 60% 的关税，可能会引发新一轮贸易冲突。一旦地缘政治风险升级，可能使得全球产业链和供应链面临艰巨的挑战，给全球经济带来严重的冲击，也可能对企业盈利的影响较大，或将给市场带来下行风险。

2. 中国政策推出及成效不及预期

目前，市场普遍认为本轮政策支持周期尚未结束，接下来政策持续发力至关重要。然而如果最终制定的赤字率和地方政府专项债额度远低于市场的预期、政策推出不及市场的预期，经济复苏的轨迹可能会受到一定影响。此外，即使政策如预期般推出，政策成效也还需观察。在中国传统的财政刺激政策模式下，政府似乎更愿意使用稳投资的方式来拉动经济增长。今年的财政刺激模式确有改变，不过是否有决心将“弹药”更多地使用在促消费上依然未知。此外，即便促消费政策如期推出，是否足够扭转目前偏弱的消费者信心亦不得而知。另外，如果房地产行业明年仍未实现企稳，那么房地产投资和消费品零售增速或会受到负面影响。如果通胀回升较慢，GDP 平减指数迟迟不能转正的话，那么或将会对后续经济活动造成负面影响。

3. 流动性环境趋紧

从流动性环境看，如果全球利率中枢维持高位，可能会导致货币环境整体偏紧，偏紧的金融环境将继续对居民消费、投融资和经济增长带来较大影响，或将给市场带来下行风险。高利率意味着借款成本增加，可能会抑制消费者的购买力和信贷需求。同时，高利率会增加融资成本，可能会限制企业的扩张计划或新项目的实施，进而可能对经济增长产生负面影响。此外，如果特朗普像上一次执政期间那样对中国进行金融制裁，通过限制美国投资者在大陆和香港的投资活动，或会引发外资大量流出香港市场。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(吉利汽车 175.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

