交銀國際
BOCOM International

市场展望

2026

勇立潮头 向“新”而行



交银国际研究团队

研究部副主管	宏观策略	金融	房地产	科技	互联网	消费	汽车	医疗	新能源
谷馨瑜	蔡瑞 李少金 钱昊	万丽	谢骐聪	王大卫 童钰枫	谷馨瑜 孙梦琪 赵丽 蔡涵	谭星子	陈庆 李柳晓	丁政宁 诸葛乐懿	郑民康 文昊

交银国际
研究团队介绍

谷馨瑜 研究部副主管；互联网行业首席分析师 CPA



拥有13年丰富的行业研究经验，2010年加入交银国际，主要研究范围包括本地生活、电商、广告、游戏、文娱等互联网及相关子行业。曾带领团队在2018年《亚洲货币》评选中获得香港（地区）软件与互联网服务业最佳研究团队第六名，所在团队也在《机构投资者》2013、2014和2016年评选中获选为亚洲区最佳互联网行业研究团队前二十五名。曾参与IPO项目包括美团、京东物流、乐享互动、快狗打车等。硕士毕业于澳大利亚莫纳什大学。

蔡瑞 首席策略分析师 CFA



从事宏观及策略研究十余年，2022年加入交银国际，曾任职于浦银国际首席策略师，研发各类原创指标、分析框架，受到中外一线投资机构客户好评。曾任职泰康资产负责全球宏观以及股市策略研究，并从事全球股市资产配置，还曾参与全球多资产基金专户的产品筛选评判工作，熟悉全球知名基金的投资策略，投资视角兼顾自上而下以及自下而上，拥有丰富的跨市场、跨资产投资经验，其所属团队在以MSCI World为基准的全球同业中表现优异。本科毕业于上海财经大学，硕士毕业于英国兰卡斯特大学。

万丽 金融行业首席分析师 CFA, FRM



拥有14年丰富的金融行业研究经验，2009年加入交银国际，2009-2017年覆盖H股银行业，2018年至今覆盖保险行业和证券行业。目前覆盖领域包括内地/泛亚寿险；内地财险；内地互联网保险；内地证券；港美股互联网券商。于《亚洲货币》2018 年评选中，获得多元金融最佳研究团队第9名和保险最佳研究团队第10名。曾参与多个H股IPO上市项目，包括中信证券、海通证券、重庆银行、光大银行、山东国信 、国银租赁、中关村科技租赁及瀚华金控。本科毕业于南开大学，硕士毕业于清华大学五道口金融学院。

王大卫 科技行业首席分析师 PhD



加入交银国际前，曾在瑞银担任科技主题研究分析师。大卫的职业生涯始于信息科技领域的研发工程师，致力于利用最先进的电子技术彻底改变设备的学习和通讯方式。他的高科技产业经验包括在诺基亚贝尔实验室和英特尔担任研究科学家，跨越多个半导体和技术周期。他的研究工作在多个领域具有开创性包括4G/5G 无线通信系统的算法和协议开发以及相应的半导体调制解调器的开发、智能视讯内容学习和分类、智慧射频频段共享和传输策略以及人类活动的学习算法设计和手势检测。发表了 10 篇学术研究论文，其中包括在两本电信领域最有权威性的期刊IEEE Transaction on Communications 和 IEEE Transaction on Wireless Communications 上发表文章。他还拥有无线通信和人工智能领域的 30 多项技术专利。分别在香港科技大学和加州大学圣地亚哥分校获得电机工程学士和博士学位。

谢骐聪 房地产行业首席分析师 CFA, FRM, MRICS



拥有约18年房地产研究经验，2015年加入交银国际，曾任职于工银国际及马来亚银行、第一太平戴维斯、世邦魏理仕、戴德梁行及领展房地产信托基金。目前覆盖的子行业包括中国/香港开发商、中国物业服务公司和香港房地产信托基金。于2019汤森路透全球卖方分析师评选获得（亚洲）房地产管理及开发行业选股能力第一名、（中国大陆及香港地区）房地产行业选股能力第二名、（亚洲）综合选股能力第五名及（中国大陆及香港地区）综合选股能力第三名，并在2018年的同一评选中获（中国大陆及香港地区）房地产行业选股能力第三名。曾参与IPO上市项目包括绿景（中国）、浙江开元酒店管理、越秀服务、海天地悦旅等。本科毕业于香港大学，硕士毕业于密歇根大学迪尔伯恩分校。

陈庆 汽车行业首席分析师



拥有约13年丰富的证券研究经验，2015年加入交银国际，曾任职国泰君安国际及香港上市公司合和公路基建。主要覆盖汽车行业，包括汽车制造、经销、零部件。曾参与IPO上市项目包括北京汽车、百得利控股、泉峰控股和雅迪控股等。本科和硕士毕业于澳大利亚卧龙岗大学。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

丁政宁 医药行业首席分析师



从事医药研究多年，2023年加入交银国际，曾任职于浦银国际、担任医药首席分析师，覆盖创新药、CXO、传统制药、诊断服务、互联网医疗等子板块，对行业专业覆盖和及时更新、高效安排多场路演和调研活动，受到客户好评。此前曾就职于摩根士丹利医疗团队，参与多家生物科技IPO的上市前研究，所在团队连续多年获得亚洲机构投资者（Institutional Investor Survey II Asia）最佳医疗团队前三名。拥有美国伊利诺伊大学金融学硕士学位和南京大学生物科学学士学位。

郑民康 公用事业及新能源首席分析师



拥有超过15年丰富的研究经验，2017年加入交银国际。目前覆盖中国风电及光伏、氢能及燃气分销等行业。以往曾覆盖行业包括石油/天然气上游开发、油田服务、金属/煤炭开采及相关设备、环保（污水/供水、固废处理）等。于2020年路孚特分析师评选获得（亚洲）公用事业行业最佳选股第三名，以及在2018年《亚洲货币》评选中获得香港（地区）公用事业最佳研究团队第五名。曾参与IPO项目包括兴泸水务、四川能投、嘉兴燃气以及湖州燃气等。本科毕业于香港中文大学。

孙梦琪 互联网行业分析师



拥有超过8年丰富的行业研究经验，2015年加入交银国际，覆盖范围包括电商（直播电商）、OTA、游戏、物流。所在团队于2016年《机构投资者》评选中获选为互联网行业首20大亚洲分析团队之一，2018年，所在团队在《亚洲货币》评选中获得香港（地区）软件与互联网服务业最佳研究团队第六名。曾参与IPO项目包括京东物流、快狗打车、乐享互动。硕士毕业于英国布里斯托大学。

赵丽 互联网行业分析师 CFA



拥有超过5年互联网行业研究经验，2018年加入交银国际，曾任职穆迪分析咨询。主要覆盖互联网文娱行业，包括短视频、在线音乐、长视频、直播等。曾参与IPO项目包括粉笔、稻草熊、优趣汇、福禄控股等。本科毕业于大连外国语大学。

文昊 新能源行业分析师 CPA



拥有6年研究经验，2017年加入交银国际，目前覆盖光伏、风电行业。重点领域包括光伏玻璃、多晶硅、运营商等。本科毕业于复旦大学，拥有统计学硕士学位。

李少金 宏观策略分析師



拥有约6年的宏观及策略研究经验，于2023年加入交银国际，任宏观策略分析师一职。曾就职于国泰君安国际，任策略分析师，从事海外宏观及大类资产配置策略研究。本科毕业于东南大学，硕士毕业于香港科技大学。

李柳晓 汽车行业分析师 PhD, CFA



拥有超过3年证券行业研究经验，2022年加入交银国际，曾就职于国信证券（香港）担任投资分析师。覆盖医药行业，包括创新药、医疗服务、CXO等。新加坡南洋理工大学材料科学与工程博士，香港城市大学博士后。

谭星子 消费行业分析师 FRM



拥有约3年研究经验，2023年加入交银国际，曾任职星展银行（香港）和安永（香港）。主要覆盖消费板块，包括家电、纸品、餐饮等。硕士毕业于香港中文大学。

市场展望

2025 年市场展望：勇立潮头，向“新”而行

- **宏观经济及策略：谋定而动。**全球经济正步入周期转换阶段。货币政策由紧转松，金融体系流动性迎来改善。然而地缘形势、贸易保护主义抬头等结构性挑战暗流涌动，后紧缩时代下的增长格局面临政策宽松与结构性挑战的博弈，投资者唯有谋定而后动，方可在变局中把握先机，而非简单依循传统的顺周期投资逻辑。
- **金融行业：均衡配置，兼顾防御性与弹性。**我们预计 2025 年股市既有支撑，也面临扰动，建议均衡配置。保险：资负两端均面临较高基数，但兼具防御性与弹性，推荐平安和太保；银行：把握高股息主线，适度增加弹性，关注国有行和招行；证券：预计业务趋势向好，但估值合理，推荐中信和华泰。
- **房地产行业：止跌回稳，温和复苏。**中国内地：预计购房情绪温和复苏，基本面有所恢复，成交面积同比上升 15%，若销售势头延续会有助房企财务回稳。中国香港：一些因素正出现转机並有助稳定住宅和零售市场，对办公楼板块仍谨慎。降息是未来 12-18 个月的正面催化剂，领展为行业首选。
- **科技行业：一枝独秀还是百花齐放？**人工智能基础投入继续增长，硬件供应或仍有缺口。CSP 云服务业务再加速，支持 AI 基础设施长期投入。硬件企业库存稳中有降，智能手机、服务器&PC 的库存天数下降较为明显。建议人工智能至少维持相关敞口，同时更分散地配置科技行业。
- **互联网行业：需求复苏，看好估值吸引之优质平台。**新政推进对线上线下消费的拉动效果或将最快体现。建议关注核心业务稳健增长、盈利能力改善以及高股东回报带来的估值修复机会。看好 OTA/本地生活的竞争缓和及持续业绩稳健，电商>教育>游戏>软件估值修复机会大。**建议重点关注**阿里/携程/网易/腾讯/好未来/新东方/美团，及超低估值公司的回调机会。
- **消费行业：消费持续温和复苏，把握结构性机会。**在预期中国消费于 2025 年延续温和复苏的趋势下，确定性更高的结构性趋势更具备吸引力：政策激励给予白电板块更强的确定性，体育用品整体需求较为稳定，承压的啤酒行业也不乏优秀成绩单，乳制品则将受益于成本红利。展望未来，悦己消费、健康等主题或将有不错表现。总体而言，中国消费市场长期前景仍然乐观。
- **汽车行业：增程/混动高歌猛进，智能驾驶加速落地。**展望 2025 年，随着增程/混动技术提升，我们预计 2025 年新能源汽车渗透率升至 60%，智驾有望快速渗透到 20 万元以下市场；2025 年天然气重卡渗透率有望提升至 31%，中国重汽市占率提升；两轮车行业消费情绪回暖，行业龙头雅迪市占率有望提升；预计 2024-26 年全球电池需求 CAGR 14%，行业集中度将提升。
- **医药行业：拐点已至，政策空间可期。**我们看好 2025 年医药板块跑赢大盘的机会，基于政策和流动性改善空间、出海热潮延续、板块基本面复苏。投资主线包括创新能力及产品出海潜力突出、以及估值底部+业绩反转的机会。**重点推荐**创新药子板块的康方生物、传奇生物、云顶新耀、康诺亚等，及处方药子板块的先声药业和中生制药。
- **新能源行业：政策预期与基本面重新平衡中，优先考虑防守性。**我们维持行业**领先**评级，对子板块的顺序为运营商>逆变器>光伏玻璃>多晶硅。我们偏好高分红及估值较合理的运营商板块，中国电力是我们 2025 年的行业**首选**。另外，市场对光伏行业供给侧改革的预期已相当充分，行业的进一步估值提升应视乎 2025 年利润率的改善。

交银国际研究团队

谷馨瑜, CPA | 研究部副主管

宏观策略
蔡瑞, CFA
李少金
钱昊

金融
万丽, CFA, FRM

房地产
谢骐聪, CFA, FRM

科技
王大卫, PhD, CFA
童钰枫

互联网
谷馨瑜, CPA | 研究部副主管
孙梦琪
赵丽, CFA
蔡涵

消费
谭星子, FRM

汽车
陈庆
李柳晓, PhD, CFA

医药
丁政宁
诸葛乐懿

新能源
郑民康
文昊, CPA

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

目录

2025 年全球宏观经济与策略展望：谋定而动 6
金融行业 2025 年展望：均衡配置，兼顾防御性与弹性 51
房地产行业 2025 年展望：止跌回稳，温和复苏 71
科技行业 2025 年展望：一枝独秀还是百花齐放? 86
互联网行业 2025 年展望：需求复苏，看好估值吸引之优质平台 114
消费行业 2025 年展望：消费持续温和复苏，把握结构性机会 152
汽车行业 2025 年展望：增程/混动高歌猛进，智能驾驶加速落地 167
医药行业 2025 年展望：拐点已至，政策空间可期 186
新能源行业 2025 年展望：政策预期与基本面重新平衡中，优先考虑防守性 208

全球宏观

2025 年展望：谋定而动

全球经济正步入一个新的转折期。货币政策由紧转松，为经济复苏铺设基础；然而地缘形势及贸易保护主义抬头等结构性挑战，正在重塑全球经济格局。在政策宽松与结构性挑战的博弈中，唯有谋定而后动，方能在变局中把握先机，抓住经济周期转换带来的机遇。

蔡瑞, CFA
Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金
Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

钱昊
Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

经济研判：后紧缩时代下的增长格局

- 全球主要央行进入降息周期带动流动性改善，但地缘等结构性挑战可能制约复苏动能，经济体间的复苏节奏可能进一步分化。
- 中国经济政策有望进一步加码。稳增长政策向结构性方向倾斜，政策重心料将继续围绕扩大内需展开，而房地产政策双向发力加速存量去化与需求激活，经济内生动能有望进一步释放活力。

海外流动性研判：宽松可能不会逆转

美联储已开启降息周期，且当前政策利率距离中性利率仍有较大空间。预计特朗普首年政策主张对美联储利率路径影响有限：1）基于美联储独立性和法律保护，政策干预难度较大；2）预计 2025 年美国消费和投资仍较稳健，但财政政策的支持力度可能不如此前，且利率尚处限制性向中性的过渡阶段内。经济还将面临移民收紧、关税等偏收缩性的影响；3）特朗普主张的政策组合（移民收紧、关税上调、减税）的实际影响将呈现渐进性特征，综合来看，2025 年特朗普政策组合整体偏紧，反而可能削弱经济增长动能，为美联储维持降息步伐提供空间。

周期转换下的大类资产配置：

股票：权益资产偏乐观。港股低估值提供较高安全边际，市场对内需改善的敏感度提升，建议围绕高弹性和高股息两条主线布局。美股虽面临估值压力，但在经济软着陆预期增强和流动性改善支撑下仍具吸引力，重点关注 AI 科技、能源及小盘股机会。

债券：预计 2025 年美债 10 年期收益率合理中枢在 3.5-4.0%之间。短期受益于美联储降息，但长期均衡水平可能升至 4.5-5%，主要考虑实际利率和财政赤字走高带来的期限溢价回升。

外汇：美元指数预计在 100-105 区间波动，呈现“先下后上”走势。人民币汇率有望保持双向合理浮动，中美利差边际收窄和外汇结汇改善有助于汇率企稳。

大宗：原油中性，需求回升可能有限，但供给短期亦难有明显提升；美元走强可能与政策宽松相互博弈，使得黄金短期震荡，而长期依然看涨。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

2025 年经济研判：后紧缩时代下的增长格局

2025 年全球经济格局呈现货币政策宽松与结构性挑战并存特征。主要央行进入降息周期带动流动性改善，但潜在的贸易保护主义抬头或制约复苏动能。在经济体复苏节奏分化加剧背景下，大类资产配置需重点把握结构性机会，同时注重风险对冲和策略灵活性。

中国经济政策有望进一步加码。稳增长政策向结构性方向倾斜，政策重心料将继续围绕扩大内需展开，而房地产政策双向发力加速存量去化与需求激活，经济内生动能有望进一步释放活力。

货币政策宽松与结构性挑战并存

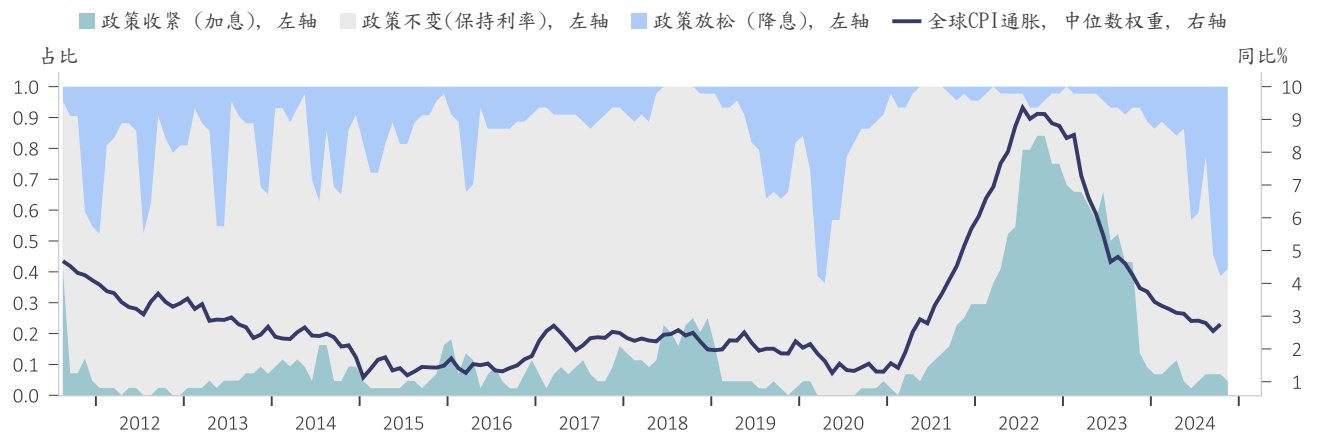
随着全球通胀压力明显缓解，主要经济体的货币政策迎来拐点。美联储、欧央行等主要央行已经迈入降息周期，标志着全球货币政策进入新的调整阶段。政策利率的下调不仅有助于缓解实体经济的融资压力，也为资本市场提供了流动性支持。值得注意的是，地缘、供应链调整等背景下，以及特朗普 2.0 时期潜在带来的关税上调等贸易保护主义措施或将重新引发通胀压力，使得各国央行在降息节奏上不得不保持谨慎。

金融体系流动性迎来改善。货币环境的改善正逐步传导至金融体系。从具体指标来看，全球主要经济体的 M2 增速开始触底回升，这种趋势性变化预示着信用周期可能迎来拐点。货币供应的扩张有望带动私营部门投资意愿的恢复，为经济增长注入新的动能。

与此同时，全球经济仍面临深层次的结构性挑战。从贸易数据来看，全球出口额占 GDP 的比例持续下降，反映了全球化进程面临阻力，贸易格局正在发生变化。地缘、供应链重构以及各国产业政策的调整等因素，使得全球贸易额或难以重返 2017 年之前的快速增长轨道。而这一趋势在特朗普 2.0 时代可能进一步加剧，或主要表现为中美经贸关系的不确定性上升、全球关税水平的潜在上调、供应链去全球化和本土化趋势的加速，以及地缘因素导致的贸易分化加深。

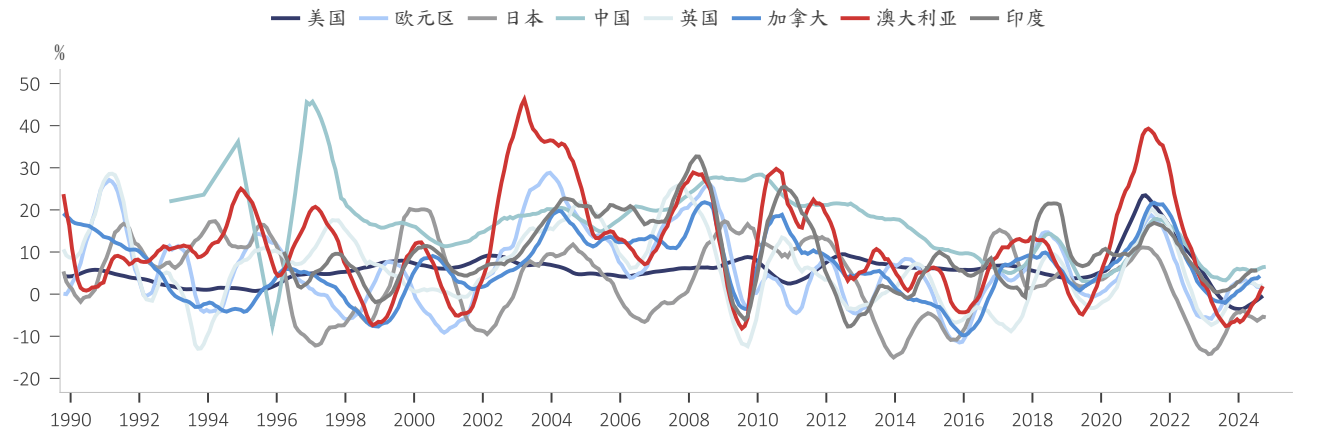
复杂宏观环境下，不同经济体之间的复苏节奏可能出现显著分化，而不同步性必将加剧全球金融市场的波动。**面对新增长格局，大类资产配置的方法论亦需调整：**首先，需要更全面宏观分析框架，将货币政策、地缘、贸易格局、供应链变革等多维因素纳入考量；其次，更注重识别结构性机会，包括政策支持方向、产业重构趋势和区域经济格局的变迁；第三，在组合构建上需要更加强调风险对冲，确保在不同市场环境下都能保持韧性；最后，投资策略的执行需要保持足够的灵活性，能够根据宏观环境的快速变化及时调整，而非简单依循传统的顺周期投资逻辑。

图表 1: 随着全球通胀降温，主要央行基本转入降息阶段



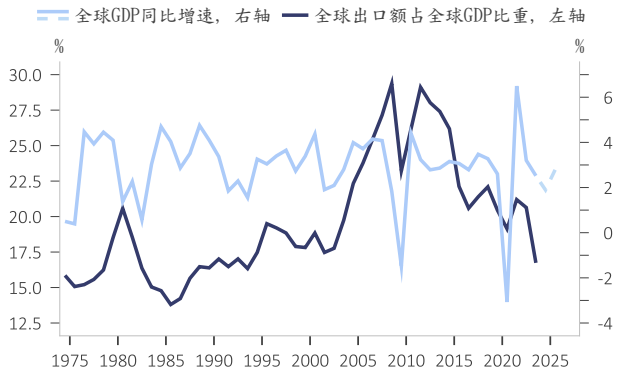
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 2: 全球主要经济体 M2 增速开始上行



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 3: 全球出口额占 GDP 比重下降



资料来源: Macrobond，交银国际。注：虚线为 World Bank 预计增速

图表 4: 全球贸易额与 2010-2017 年以来的趋势

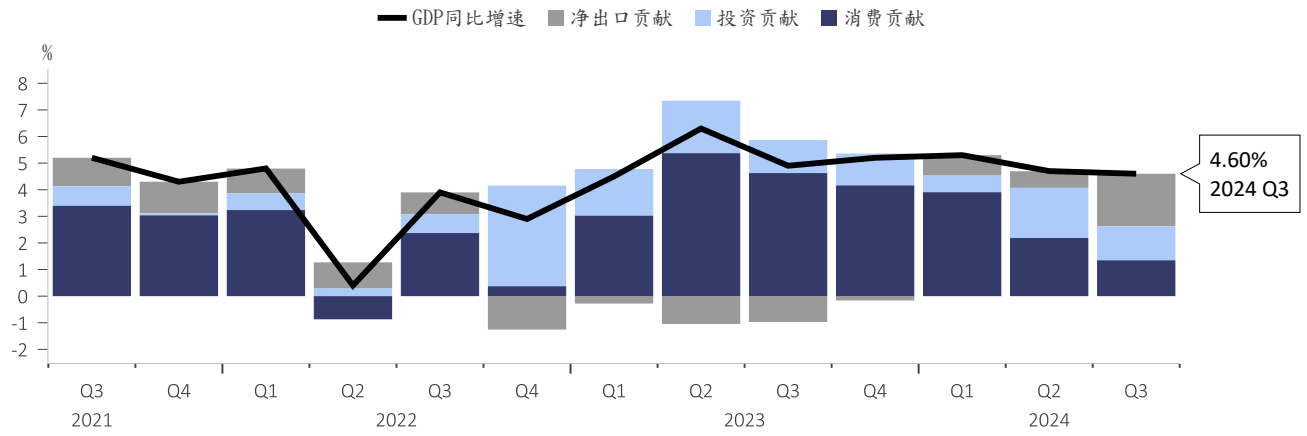


资料来源: Macrobond，交银国际

中国经济：多措并举，激活内需潜力

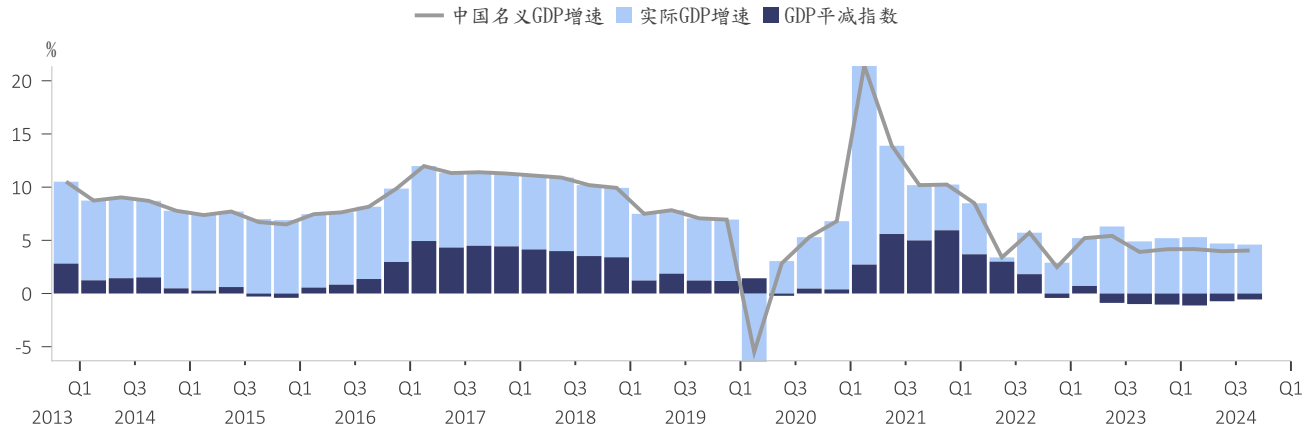
中国经济在 2024 年前三季度实现了 4.8%的增长，全年增速有望实现 5%左右的经济工作目标。**从结构来看，经济运行呈现出供给端稳健、需求端潜力逐步释放的特点。**具体而言，制造业产能利用率整体维持在较高水平，出口增长对 3 季度经济的超预期表现贡献显著。与此同时，消费和投资对经济增长的贡献潜力仍有进一步释放的空间，这也体现在名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速，GDP 平减指数连续六个季度处于负值区间，但降幅已开始收窄，显示价格指标有望逐步向常态回归。

图表 5: 中国 2024 年前三季度实际 GDP 增速达到 4.8%，预计全年经济增速应在 5%目标附近



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 6: 中国 GDP 平减指数降幅有所收缩，期待进一步转正

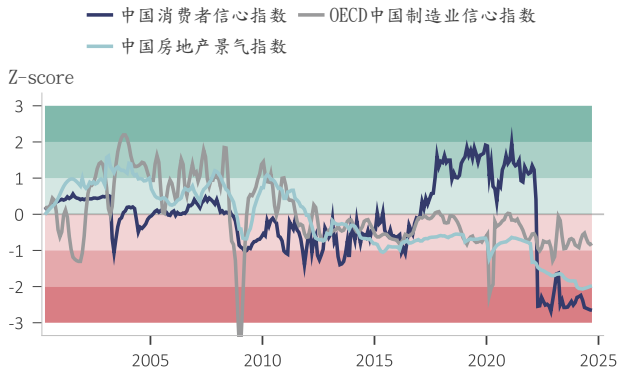


资料来源: Macrobond，交银国际

从景气度指标来看，在政府对实体经济的有力支持下，制造业企业信心呈现平稳态势，而房地产市场正在企稳阶段，消费者信心指数也显示居民消费潜力仍有进一步激活空间。在当前阶段，广义社融增速有待进一步企稳，反映了政府部门、企业和居民部门的偏谨慎态度。

展望 2025 年，政府部门有望在财政政策方面发挥更积极作用，通过扩大有效投资带动企业投资活力提升，并通过完善政策组合促进居民消费能力增强，推动经济良性循环的形成。**随着前期政策效应的持续显现，叠加新的改革举措落地，中国经济有望在高质量发展道路上取得新的进展。**

图表 7: 中国消费者、制造业企业信心以及房地产景气指标仍待提振



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 8: 中国经济意外指数已接近回到正区间，而通胀意外指数仍在负区间



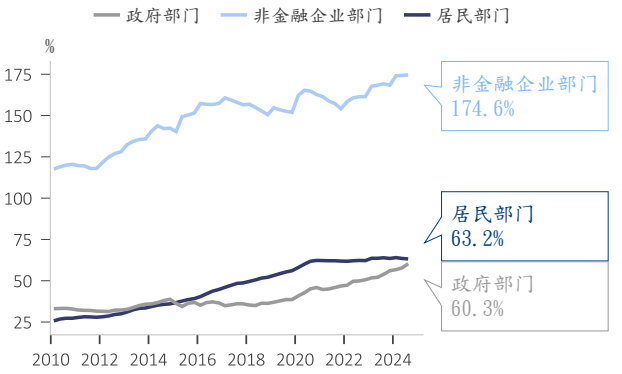
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 9: 广义社融同比尚需企稳



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 10: 中国政府部门杠杆率仍有空间



资料来源: Macrobond，交银国际

中国外需：关税不确定性上升，但应对能力料显著提升

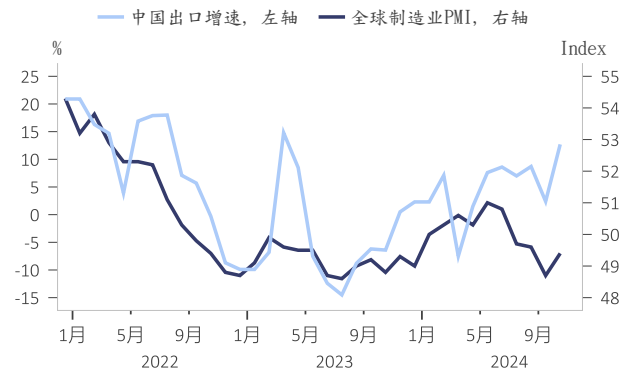
全球需求回暖叠加竞争优势上升，中国外贸韧性持续彰显。出口在 2024 年整体表现亮眼，一方面得益于全球经济的积极变化，另一方面也反映出中国出口竞争力的提升。全球主要经济体开启降息周期，带动经济景气度逐步回升，同时全球制造业 PMI 触底反弹，带动相关产业链需求回暖。特别是在全球半导体上升周期的带动下，中国高新技术产品出口呈现强劲增长态势，新能源汽车、锂电池等新兴产业出口连续实现跨越式增长，展现出产业升级的显著成效。

图表 11: 出口整体表现强劲



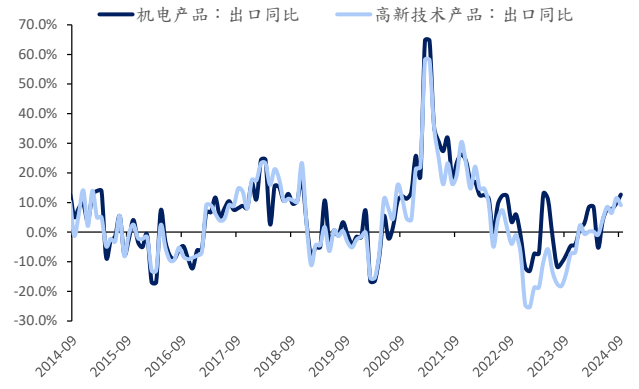
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 12: 中国出口与全球制造业 PMI



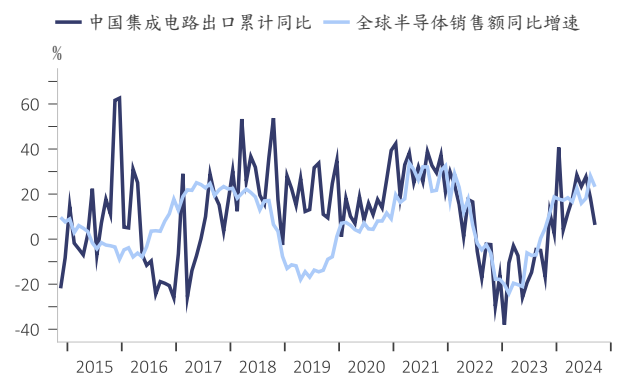
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 13: 中国高新技术产品出口保持高增速



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 14: 全球半导体高景气度带动集成电路出口



资料来源: Macrobond，交银国际

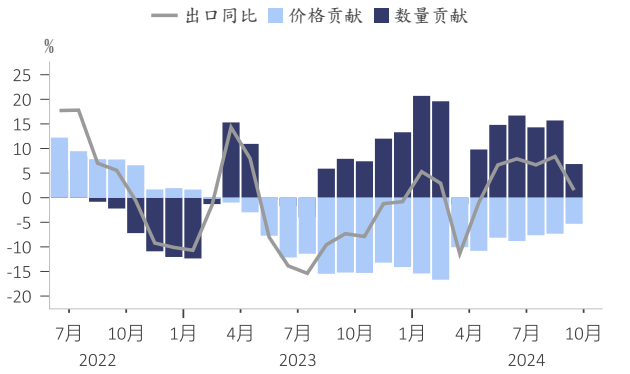
在出口保持韧性增长的同时，进口增速相对温和，从而导致贸易顺差持续扩大，也反映了国内需求潜力仍有激活空间。值得关注的是，相比价格端，当前出口增长主要来自数量端的贡献。

图表 15: 贸易顺差持续增加



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 16: 出口仍主要来自量的贡献



资料来源: Macrobond，交银国际

关税政策的不确定性是 2025 年外需环境面临的重要议题。

特朗普主张对中国加征 60%关税方案目前仍存在较大变数，参考 2018 年的经验，最终实施的关税水平往往低于初始提议。当时 45%的关税主张最终落地为 25%，此次 60%的关税提议很可能也是谈判策略的一部分，包括增加中国对美国产品的进口等诉求。即便关税政策推进，根据以往经验，从法案通过到实际执行预计需要相当时间，实施时点可能会推迟到 2025 下半年，并可能采取分阶段实施的方式。

不同以往的是，中国应对外部挑战的能力较 2018 年已有显著提升。

- 在政策层面，近年来持续完善产业政策布局，加强供应链安全建设，并着力推动内需发展。产业结构方面，制造业整体竞争力提升，高新技术产业占出口比重不断提高。区域布局上，中国对美国出口依存度逐步降低，与东盟等区域的经贸联系日益紧密，完整的产业链优势为应对外部不确定性提供了支撑。

- 企业层面展现出较强的适应能力。2024 年前三季度，企业把握外需回暖机遇，出口实现较好增长。自 2018 年以来，企业通过产能优化布局、技术创新升级等多种方式应对外部挑战，显著提升了风险应对能力。因此，预计企业可能会进一步加大研发投入，优化产品结构，提升市场竞争力。同时，继续推进全球化布局，在“走出去”过程中注重提质增效，推动产业链向更高水平迈进。

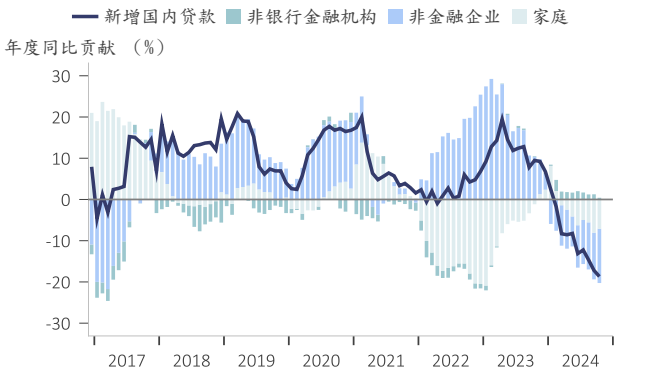
我们认为随着全球经济的温和复苏和中国产业竞争力的进一步提升，尽管短期前景仍有不确定性，但仍有望保持良好势头。特别是在新一轮科技革命和产业变革的背景下，中国在新能源等新兴领域的优势将进一步显现，为外贸增长提供新的动能。同时，外部环境的变化也给中国经济转型带来新的契机。一方面促使企业加快创新升级步伐，提升产品质量和品牌价值，有助于实现出口增长从量到质的转变。另一方面也推动产业结构向更高质量方向发展。政策层面亦期待在扩大内需、产业升级等方面继续发力，推动内外需再平衡，为经济发展提供更多支撑。

中国内需：逆周期调节力度有望加大

在外部不确定性上升的背景下，2025 年内需政策预计将进一步加码。从“924”金融新政（详见报告）及随后的中央政治局会议（详见报告）可以看出，政策出台的力度和节奏更为坚决。基于此，我们预计 2025 年逆周期调节政策将继续加码，通过多措并举为激活内需潜力提供有力支撑。

我们预计 2025 年政策发力方向将更为全面，包括通过化解地方债务降低政府债务压力，重新激活地方投资动能；推进房地产市场去化进程，稳定重点城市房价预期；实施多元化消费刺激措施，如扩大以旧换新范围、推进个税改革、加大对低收入群体的补贴支持等，以增强居民实际收入；同时继续深化资本市场改革，通过提升市场活力增强居民财富效应。

图表 17: 2024 年新增国内贷款



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 18: 2024 年中国信贷脉冲



资料来源: Macrobond，交银国际

我们认为扩内需政策可能分两步走，第一步是化解债务，第二步是刺激消费。

化债先行，为政府拉动经济腾挪出财政空间

隐债置换有利于形成正向循环。2024 年 11 月推出的隐债置换方案将显著减轻地方政府债务压力，释放财政空间，使地方政府能够将更多资源投入经济建设，带动企业投资和居民消费，形成经济发展的良性循环。具体来看：

* 总量上：截至 2023 年末，中国地方政府官方口径的隐形债务余额为 14.3 万亿元人民币，此次共计约 10 万亿元隐债化债资源以及 2 万亿元无需提前偿还的棚户区隐债，将使得地方政府在 2028 年前所需偿还的隐形债务总额降至 2.3 万亿元。

* 价格上，隐债置换还将大幅节省利息。此次债务置换将使得隐债“浮出水面”变成显性债，由于法定债务利率远低于隐性债务利率，债务置换后将大幅节约利息支出，而财政部部长蓝佛安在新闻发布会上估算未来五年地方政府累计可节约6,000亿元左右。不仅如此，隐债置换方案大大降低了地方政府及城投平台的债务违约风险，有利于提升信用，降低利差，从而减轻再融资债的债务成本。

隐债置换方案有效释放了财政支出空间，有望充分发挥地方政府的财政乘数效应。综合考量新增的 6 万亿元限额、无需提前偿还的 2 万亿元棚改隐债、每年 8,000 亿元的专项债化债，和未来五年节约的 6,000 亿元利息支出，大致估算未来三年可累计释放约 4.12 万亿元的财政空间，约每年 1.37 万亿元。原本用于化债的空间可以腾挪出来，提高政府的支出能力，更多的财政资源用于基建、民生等领域，发挥乘数效应，带动企业投资以及居民消费，从而促进经济增长。

对于 2025 年可期待的增量财政政策，蓝佛安部长在 2024 年 11 月人大常委会新闻发布会上明确提出了五个政策发力方向：

（1） 积极利用可提升的赤字空间；

（2） 扩大专项债券发行规模；

（3） 继续发行超长期特别国债；

（4） 加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模；

（5） 加大中央对地方转移支付规模等措施。

预计 2025 年净融资规模有望较上一年增加 2-3 万亿元

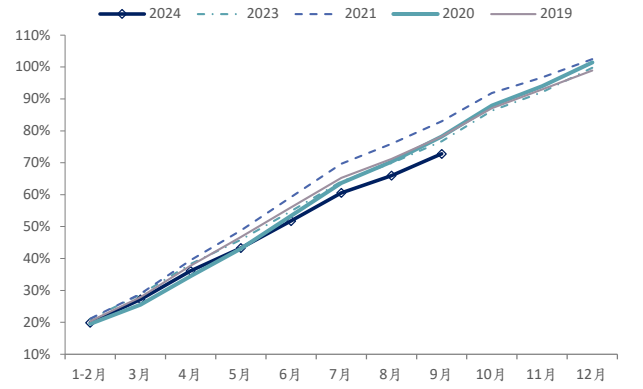
1. 财政赤字空间扩容

2024 年财政收入增长面临一定挑战：我们估计 2024 年一般公共预算收入（1-9 月同比-2.2%）预计全年约 21.2 万亿元，完成年度目标的 94.7%；政府性基金收入（1-9 月同比-20.2%）预计全年约 5.6 万亿元，完成年度目标的 79.7%。

基准情景下，在 2025 年财政支出可能要进一步加强的情况下，我们预计财政赤字率有望从 3%提升至 4%，规模约 5.5 万亿元，较 2024 年增加 1.44 万亿元。

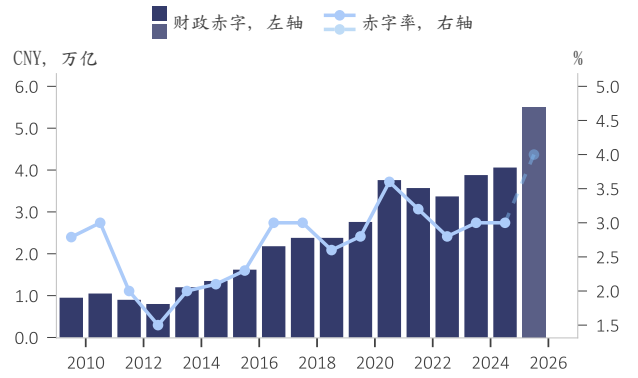
保守情景下，参考过去 10 年最高水平（2020 年 3.6%），规模约 5.1 万亿元，较 2024 年增加约 1 万亿元。

图表 19: 2024 年一般财政预算收入完成进度



资料来源: 万得，交银国际

图表 20: 2025 年财政赤字率预计有望提升至 4%



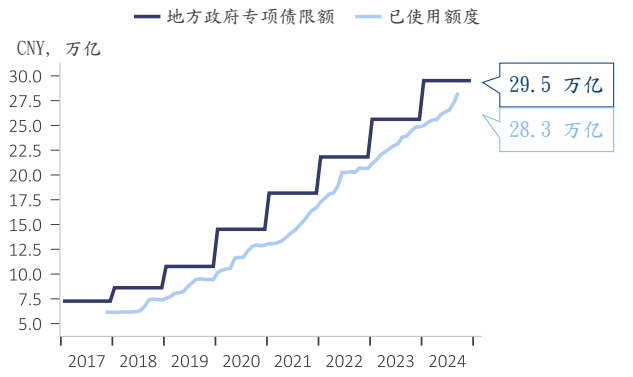
资料来源: Macrobond，交银国际

2. 扩大专项债发行规模

2024 年，地方政府专项债限额为 29.5 万亿元，较上一年新增限额 3.9 万亿元。预计 2025 年新增专项债限额可能增加至 4.5 万亿元左右的水平。

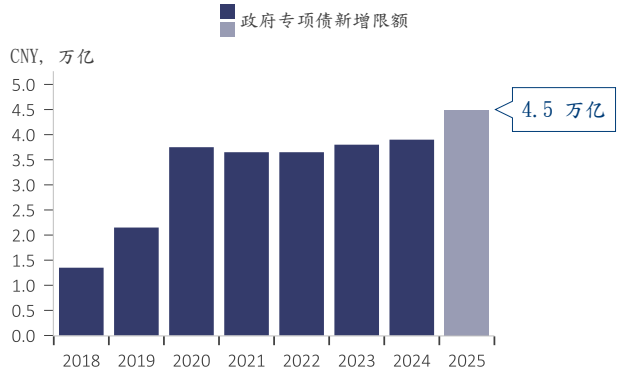
除去 2 万亿元隐债置换限额以及 8,000 亿元专项债化债额度，预计将有 1.7 万亿元（约 GDP 的 1.2%左右）新增专项债限额投入到经济建设中。

图表 21: 政府专项债限额及使用情况



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 22: 2025 年新增专项债限额有望提升 4.5 万亿元



资料来源: Macrobond，交银国际

3. 加大力度支持“两重”、“两新”

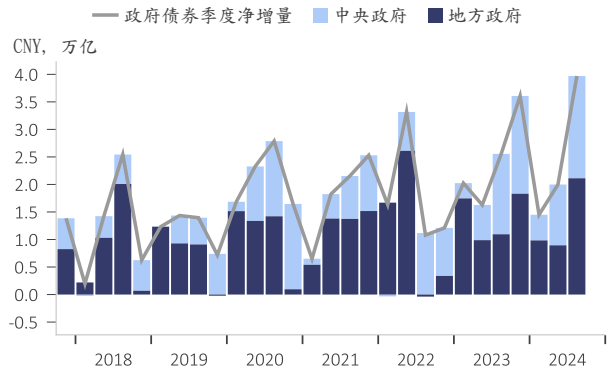
- **“两重”**，即国家重大战略实施和重点领域安全能力建设方面：今年 10 月国家发改委已明确表示，将会继续发放长期特别国债，预计 2025 年仍将发放超长期特别国债 1 万亿元。
- **“两新”**，即大规模设备更新和消费品以旧换新：2024 年 3 季度以来，3,000 亿元国债资金全数下达，预计 2025 年仍有望延续同等甚至更大规模的国债支持力度。

综合考虑到还要继续推出的补充国有大型商业银行核心一级资本等措施（预计规模 1 万亿元），2025 年增量财政政策的净融资规模有望达到 11-12 万亿元，较 2024 年增加 2-3 万亿元。

4. 加大中央政府对地方转移支付的规模

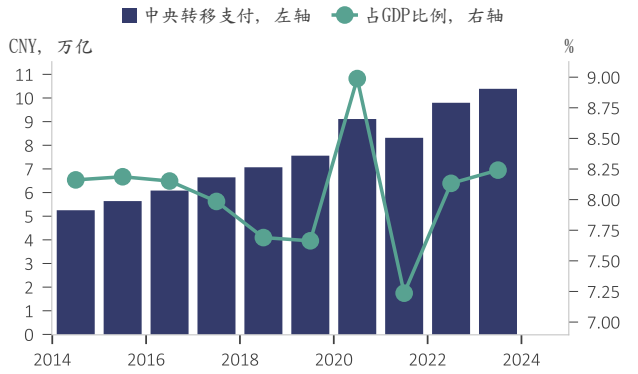
近年来，中央政府持续加大对地方的转移支付力度，这一趋势在 2025 年有望进一步强化。从历史数据来看，中央对地方的转移支付规模逐年提升，体现了中央政府对地方财政的持续支持。与此同时，税收制度改革的推进也可能为地方带来更多财政权，这将有助于增强地方政府的财政自主性和可持续性。

图表 23: 政府债净增量



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 24: 中央转移支付强度预计将继续增加



资料来源: Macrobond，交银国际

货币政策配合财政，形成政策合力

- 在财政政策强力扩张的背景下，货币政策预计将保持积极配合态势。从量的角度看，为配合增加的净融资额需求，货币政策将通过多种渠道补充市场流动性。当前我国存款准备金率仍有进一步下调空间，这将是重要的政策工具之一。
- 从价格角度看，目前实际利率水平仍然相对偏高。为此，货币政策可能需要通过进一步降息来降低实体经济融资成本，提振投资意愿，刺激消费需求，并与财政扩张形成良性互动，共同推动经济增长。

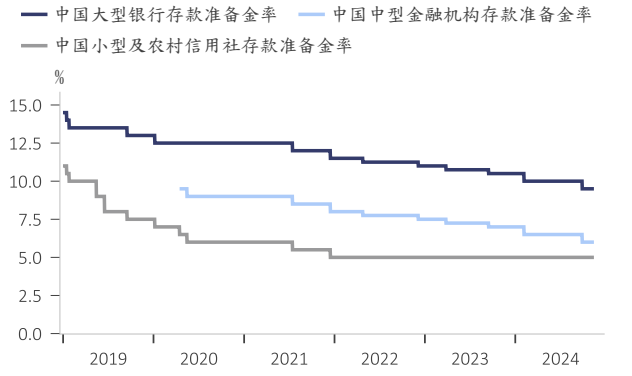
通过财政与货币政策的协同配合，一方面可以确保充足的市场流动性来支持扩大的财政支出，另一方面也能通过降低融资成本来提升政策效果，从而形成有效的政策组合，为经济增长提供更强有力的支撑。

图表 25: 实际利率仍相对偏高



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 26: 存款准备金率仍有进一步下调空间



资料来源: Macrobond，交银国际

房地产：政策双向发力，企稳步伐有望加快，进一步释放经济内生动能潜力

房地产市场企稳是激活内需潜力关键环节。1）从存量角度看，房地产是中国居民重要的财富配置品种，房地产市场的稳定有利于提振居民财富预期和消费信心。2）从增量角度看，房地产市场的回暖将激活购房需求，带动房企投资信心，同时提升土地市场活跃度，增厚地方政府性基金收入，为扩内需政策的落地创造更大空间。

房地产市场健康发展还与居民大额耐用品消费密切相关。房地产市场的景气度直接影响到家具、建材等相关产业的销售，同时政府收入也会影响到社会消费品零售总额的表现。因此，实现房地产市场企稳，对于稳定宏观经济、提振内需具有重要意义。这不仅关系到房地产行业本身的健康发展，更是关系到整体经济的良性循环。

房地产市场正迎政策暖风，有望加快企稳步伐：一是供给端结构持续改善，政府有望加大存量资产盘活力度，有助于市场形成新的供需平衡。二是需求端政策持续优化，通过降低购房成本、优化信贷条件等措施，将有效提升购房性价比。

图表 27: 一手房房价近期再次出现企稳趋势



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 28: 二手房房价亦有同样的企稳趋势



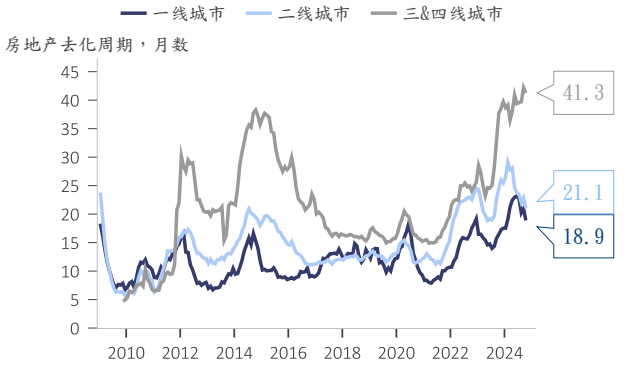
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 29: 商品房待售面积有所回落



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 30: 三四线城市去化仍有空间



资料来源: Macrobond，交银国际

房地产市场的企稳，需要供给和需求两端政策同时发力。1）供给端的重点在于存量去化，主要通过闲置土地回收、收购存量房等手段实现；值得注意的是，2024 年房地产政策出现了重要转变，从此前主要依靠需求端刺激，转向需求、供给双向调控措施。2）需求端着重降低成本，包括放松购房限制、降低房地产相关税费、优化按揭比率和贷款利率等措施，以减轻居民购房负担。

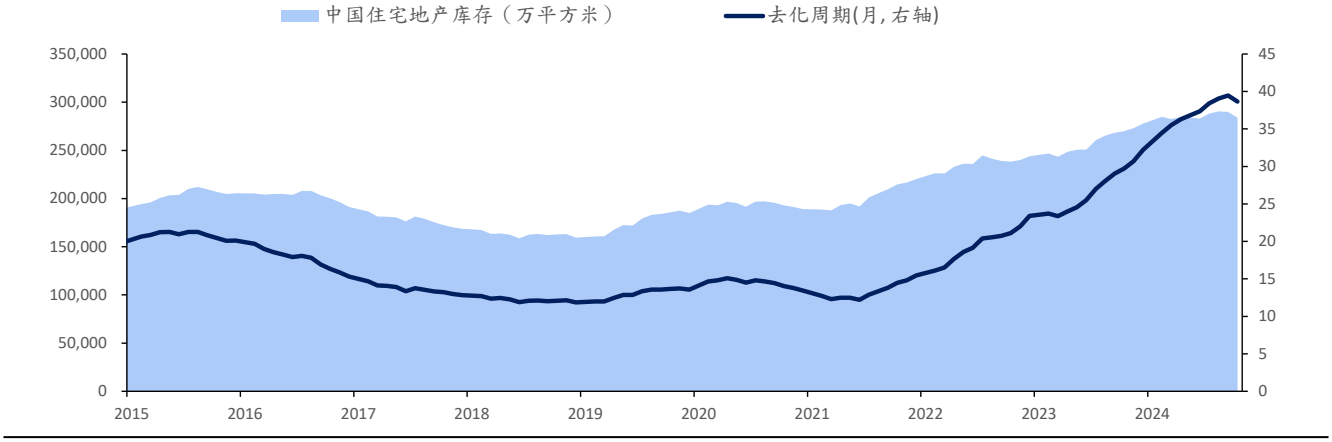
供给端：多项政策合力，推动“缩量提质”

当前商品房待售面积已较峰值回落。不过，各线城市的去化表现出明显分化：一二线城市去化周期显著缩短，其中一线城市的去化周期已降至19个月以下，达到相对合理水平；而三四线城市的去化改善程度有限。**在这一背景下，财政部在11月人大常委会新闻发布会上提出了研究专项债收储等政策细则，释放了积极信号。**预计未来新增专项债的使用范围将进一步扩大，通过回收闲置土地、收储存量房源以及增加保障房供给等多种手段，共同推动去化周期的加快下降，促进房地产市场尽快实现企稳。

我们认为，当前使用狭义库存这一指标，或可一定程度上反映中国当期住宅地产库存的情况。狭义库存包含已竣工待售库存、已开工未竣工可售库存以及已开工未竣工不可售库存，即囊括了当前可出售的地产库存以及未来潜在可出售的地产库存。

根据我们的测算，当前中国住宅地产库存约为28.4亿平方米，将其除以最近12个月商品住宅销售面积则可得出当前中国住宅地产的去化周期约为38.7个月。从2015年至2021年底，中国地产的去化周期平均在15个月，而一般认为较为健康的去化周期为18个月（自然资源部对18个月以上去化周期的商品住宅判定为“盘活多少、供应多少”），若套用当前的住宅地产库存水平来看，则18个月的去化周期对应年住宅销售面积约为18.9亿平方米。假设2024年全年住宅销售面积能达到9-10亿平方米，则超量库存约为9-10亿平方米。

图表31: 中国住宅地产库存水平和去化周期已开始由峰值回落



资料来源: 万得，交银国际

图表 32: 2022 年以来房地产供给端出台一系列支持性政策

时间	发布主体	政策内容
2022 年 11 月	央行、银监会	通知包含 16 项具体措施，信贷相关的主要措施有：稳定房地产开发贷款投放；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期、支持开发性政策性银行提供"保交楼"专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持等。
2022 年 11 月	证监会	1）恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2）恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3）调整完善房地产企业境外市场上市政策；4）进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；5）积极发挥私募股权投资基金作用。
2022 年 12 月	央行	人民银行创设保交楼贷款支持计划，发放对象为工行、农行、中行、建行、交行和邮储银行共 6 家全国性金融机构，可扩展至 18 家全国性金融机构，支持其向已售逾期难交付住宅项目发放保交楼贷款。对于符合要求的贷款，按贷款本金的 100%予以资金支持。实施期为 2022 年 11 月至 2024 年 5 月末，按季操作。
2023 年 2 月	自然资源部	对住宅用地出让公告不再要求"全年不超过 3 次"，不是要取消集中供地制度，而是优化完善集中供地政策，更好发挥充分公开披露信息对于稳定和引导市场预期的积极作用。
2023 年 2 月	央行	央行创设租赁住房贷款支持计划，在重庆市、济南市、郑州市、长春市、成都市、福州市、青岛市、天津市等 8 个城市开展试点，支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给。试点发放对象为开发银行、工行、农行、中行、建行、交行和邮政储蓄银行共 7 家全国性金融机构。对符合要求的贷款，按贷款本金 100%予以资金支持。实施期为 2023 年 2 月至 2024 年末，按季操作。
2024 年 1 月	住建部	住建部召开城市房地产融资协调机制部署会提出，充分赋予城市房地产调控自主权，要求地方政府因地制宜调整房地产政策，以编制住房发展规划为抓手，完善"保障+市场"的住房供应体系，建立人、房、地、钱要素联动新机制，健全房屋全生命周期基础性制度，实施保障性住房建设、平急两用公共基础设施建设、城中村改造等。
2024 年 3 月	国务院	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。坚持以高质量发展促进高水平安全，以高水平安全保障高质量发展，标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定。优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。
2024 年 5 月	央行	设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。
2024 年 10 月	五部门发布会	"四个取消"：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。"四个降低"：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低"卖旧买新"换购住房的税费负担。"两个增加"：新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造、年底前将"白名单"项目的信贷规模增加到 4 万亿元。
2024 年 10 月	金融监管总局、住房城乡建设部	1）制定"白名单"项目扩围增效方案，推动商品住房项目贷款全部纳入"白名单"，做到"应进尽进"，进一步发挥相关支持政策作用，推动城市房地产融资协调机制落地见效。2）进入"白名单"的项目，商业银行要做到"应贷尽贷"，逐项目落实贷款投放进度，适度下放审批权限，提高审批和放款效率。3）优化贷款资金的拨付方式，做到"能早尽早"。今后商业银行可在与房地产项目公司协调一致的前提下，根据房地产项目公司提供的用款计划，将全部贷款提前发放至房地产项目公司开立的项目资金监管账户，后续依据实际用款申请。
2024 年 11 月	自然资源部	发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度，明确优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的土地，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回收购范围。土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应，在落实"五类调控"的同时，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的 50%。收回收购土地用于民生领域和实体经济项目的，不受上述限制。

资料来源: 中国国务院，人民银行，交银国际

期待供给端多项工具形成合力，进一步见效。保障性住房金融支持工具正在加快落地。前期已设立 3,000 亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。截至 2024 年 6 月末，金融机构已发放 247 亿元租赁住房贷款，保障性再贷款余额达 121 亿元。随着政策持续优化和各方共识的增强，该工具有望进一步见效。未来通过完善收储定价机制、扩大适用房源范围、优化城投平台资金使用效率等举措，保障性住房再贷款将在盘活存量资产、促进供需匹配方面发挥更大作用。

地方政府运用专项债券收购闲置土地的推进速度预计较快。因不存在如城中村改造等方式较为复杂的博弈，参与土地回收的双方能较好协商沟通，预计收储的去库存效果会更明显。

城中村改造亦有望短期内助力去化。2024 年 10 月 17 日住建部发布会提出通过货币化安置方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造。从上一轮棚改货币化安置的经验来看，根据官方公布口径，2016 年棚改货币化安置套数为 294 万套，消化楼市库存 2.5 亿平方米，平均单套面积为 85 平方米。假设本次城中村改造单套面积不变，则 100 万套对应消化楼市库存预计为 8,500 万平方米。

需求端：期待更有力的刺激措施

供给端政策持续优化的同时，需求端政策亦不断发力。当前对需求端的调控较 2014 年提出更高要求，主要原因在于居民部门杠杆率已处于较高水平。在此情况下，市场需求预计将主要来自首套房购买和改善型住房等刚性需求群体，而这些群体对购房成本的敏感度较高。

需求端措施的核心目标是通过多维度降低购房门槛和成本，提升居民的购房意愿和支付能力，从而实现市场需求的有效激活。同时，收入分配领域的改革也将促进房地产市场的长期健康发展。预计需求端政策仍需在以下方面持续发力：

- 进一步降低房地产相关税费，加大减税降费力度；
- 持续优化房贷利率水平，降低居民购房融资成本；
- 放松购房限制和户籍限制，扩大潜在购房群体；
- 通过收入分配制度改革，提升低收入群体的购买力。

图表 33: 2022 年以来房地产需求端政策一览

时间	发布主体	政策内容
2023 年 1 月	央行	决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。具体来看，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2023 年 8 月	住建部、央行、金监局	居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，无论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023 年 8 月	央行、金监局	首套商贷最低首付比例统一为不低于 20%，二套最低首付款比例统一为不低于 30%。二套住房商贷利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。
2024 年 5 月	央行	1）降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房/二套房最低首付比例由 20%/30%调整为不低于 15%/25%。2）下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。3）取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。
2024 年 9 月	央行	降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25%下调到 15%。将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60%提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件由今年年底到期延至 2026 年底。
2024 年 10 月	央行	央行副行长汇报时指出，目前除北京、上海、深圳三个一线城市自主采取差异化安排外，全国绝大多数城市不再区分首套、二套住房，此前仍维持部分区域限购的海南、广州和天津均已全面放开限购，同时最低首付比例统一调整为 15%。
2024 年 11 月	财政部 税务总局 住房城乡建设部	**关于住房交易契税政策** 1）对个人购买家庭唯一住房（家庭成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女，下同），面积为 140 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 140 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。 2）对个人购买家庭第二套住房，面积为 140 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 140 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。 **关于有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后相关土地增值税、增值税政策** 1）取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例》第八条第一项，纳税人建造普通标准住宅出售，增值额未超过扣除项目金额 20%的，继续免征土地增值税。 2）北京市、上海市、广州市和深圳市，凡取消普通住宅和非普通住宅标准的，取消普通住宅和非普通住宅标准后，与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策，对该城市个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。
2024 年 11 月	国家税务总局	《国家税务总局关于降低土地增值税预征率下限的公告》将预征率下限降低了 0.5 个百分点，除保障性住房外，东部地区省份预征率下限为 1.5%，中部和东北地区省份预征率下限为 1%，西部地区省份预征率下限为 0.5%。

资料来源: 中国国务院，中国人民银行，交银国际

其他针对扩内需政策亦值得期待，包括刺激消费、增加居民收入等措施：在消费刺激方面，可期待新一轮消费券发放计划；同时，通过针对低收入群体和失业人员的定向补助，以及调整个税起征点、优化税率结构、增加专项附加扣除等措施，以及生育补贴等社会福利支持等措施，切实提高居民实际可支配收入。配套政策方面，同时实施积极的就业政策和职业培训支持，并持续加大对数字经济、绿色消费等新兴领域的政策支持力度，并通过养老金调整等措施增强居民消费信心，为内需市场持续扩张提供动力。

2024 年末及 2025 年中国重要会议事件关注：

- 2024 年 12 月中央经济工作会议：经济定调、经济增长目标的初步设定
- 2025 年 3 月全国人大：经济增长、财政预算目标
- 2025 年 4 月中央政治局会议
- 2025 年 7 月中央政治局会议

2025 年海外流动性研判：宽松可能不会逆转

美联储已开启降息周期，且当前政策利率距离中性利率仍有较大空间。预计特朗普首年政策对美联储利率路径影响有限：1）基于美联储独立性（鲍威尔任期至 2026 年）和法律保护，政策干预难度较大；2）特朗普主张的政策组合（移民收紧、关税上调、减税）的实际影响将呈现渐进性特征——移民政策可能率先冲击就业市场，而关税影响主要体现在 2026 年后，减税方案规模及实施有不确定性。综合来看，2025 年特朗普政策组合整体偏紧，反而可能削弱美国经济增长动能，为美联储维持降息步伐提供空间。

降息路径：政策干扰有限，基本面仍是主导方向

美国已正式步入降息周期。自美联储 9 月以 50 个基点的力度开启降息以来，联邦基金利率已从 5.25-5.5%的峰值下调至 4.5-4.75%区间。然而，当前利率水平仍具有显著的限制性，与约 3.0-3.5%的中性利率水平相比，仍有至少 100 个基点的下调空间。

⊖ 基于美联储的独立性，降息路径或不会因新政府政策预期而显著变化

- 美联储独立性是其有效运作的关键。其中，美联储主席鲍威尔将任期至 2026 年 6 月份，几乎贯穿此轮降息周期。鲍威尔亦多次强调美联储的独立性，并表示不会因政治压力而辞职。同时，美联储主席的任期受到法律保护，根据《联邦储备法》，美联储主席只能因“正当理由”被解雇，而非出于政策分歧。

- 其次，考虑到美联储在经济政策中的重要性，强行更换美联储主席还可能面临国会和公众的反对，并带来高昂的政治成本。因此，尽管预期特朗普新政府对某些货币政策持不同意见，但直接干预美联储领导层的可能性极小，更有可能是通过正常的沟通渠道和政策协调机制来影响经济政策的整体方向。

- 此外，鉴于当前经济环境的复杂性和不确定性，保持货币政策连续性和可预测性对维护经济和金融市场稳定至关重要。降息路径可能不会因新政府的政策预期而发生显著变化。短期内，特朗普当选预计不会对美联储政策决定产生影响，美联储预计不会立即因新政府的政策预期而改变其降息路径，将继续保持其依赖数据的利率决策方式。

- 长期来看，美联储将根据政策实施后的实际经济影响，在其经济模型和预测中逐步调整，从而可能影响未来的利率决策。但基于美联储的独立性，任何政策变化都将通过美联储的双重使命（充分就业和价格稳定）框架来评估，**因而特朗普政策的影响将被视为众多影响利率决策的因素之一，而非单独决定降息路径的因素。**

美国经济：限制性利率+财政退坡下，经济增速预计平稳

降息周期启动下，美国经济有望实现“软着陆”。在过去几年强有力的财政政策支撑下，美国经济渡过了近四十年来最激进的加息周期，并展现出一定韧性。美国经济各分项的轮动式增长—消费需求稳健、住宅与非住宅投资交替回暖，使得经济避免了失速的风险。

图表 34: 美国经济持续韧性，主要体现在经济各分项的轮动式增长

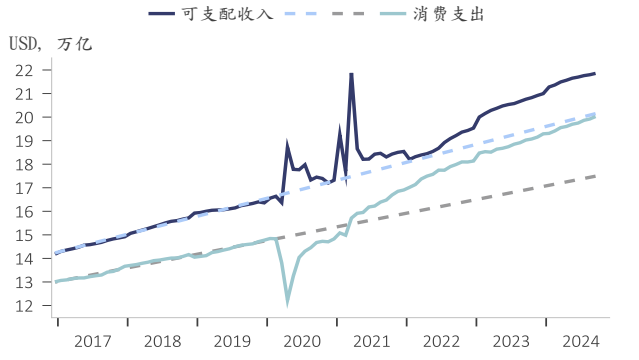


资料来源: Macrobond，交银国际

⊖ 消费支出仍有望稳健

美国消费支出维持韧性，即便在疫情期间积累的超额储蓄逐步消耗殆尽后，美国消费动能尚未出现显著减弱。进入 2025 年，消费支出预计仍将稳健，支撑因素包括：1）通胀压力持续缓解，实际工资收入稳步提升接棒了超额储蓄的支撑作用。2）美股自 2022 年底以来的持续走强带来的财富效应，推动美国居民资产净值增加，或支撑居民的消费意愿。

图表 35: 美国居民消费持续偏强



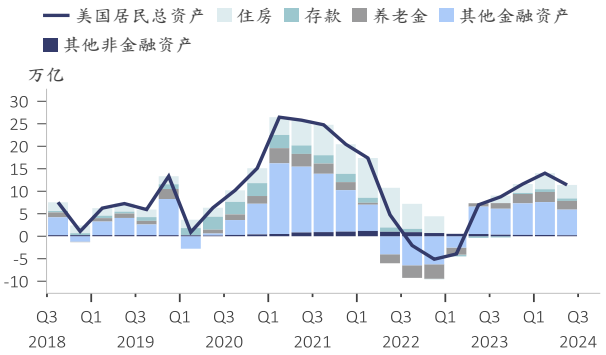
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 36: 工资增速平稳且超过通胀水平



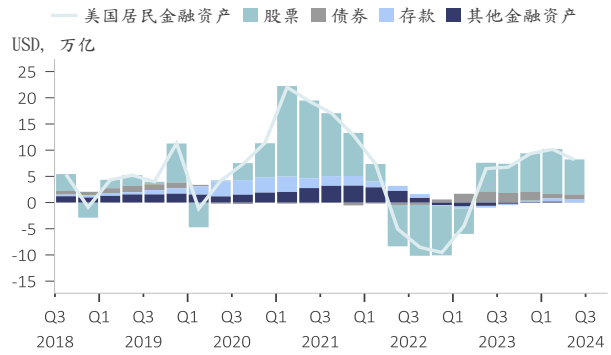
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 37: 美国居民总资产自 2023 年 2 季度以来持续上升，住房和金融资产贡献最大



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 38: 在美国居民金融资产中，主要贡献来自股票价值的增长



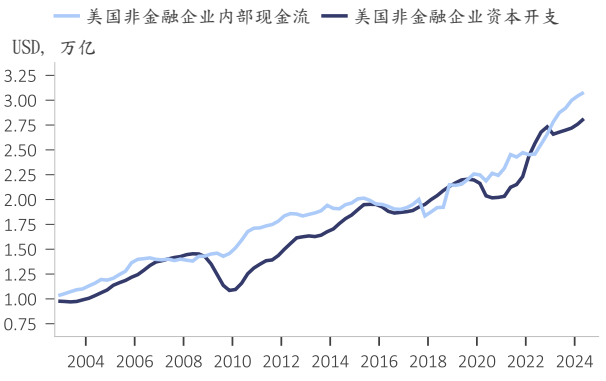
资料来源: Macrobond，交银国际

⊖ AI 或继续带动私人部门投资增长，但“特朗普新政”效应仍需观察

AI 投资热度有望在 2025 年延续。在过去两年的 AI“投资热”以及拜登政府芯片法案的助推下，制造业投资增速较快，但目前主要集中在建筑支出领域，预计设备投资有望后续阶段逐步跟进。

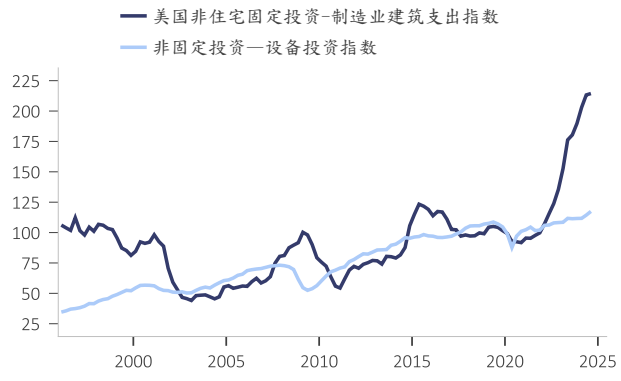
与此同时，当前美国非金融企业内部现金流充裕，且普遍高于资本开支需求，有望为未来投资扩张提供充足弹药。但值得注意的是，尽管“特朗普新政”有望带来一些潜在的提振效应，包括：监管环境趋于宽松、政府效率提升、关税政策调整以及减税措施等，这些政策组合的确利好激励科技与制造业企业扩大投资。但由于实施的实施的力度和节奏仍有不确定性，企业投资预计 2025 年暂时可能不会出现显著的扩张趋势。

图表 39: 美国非金融企业内部现金流较为充足，且大于资本开支



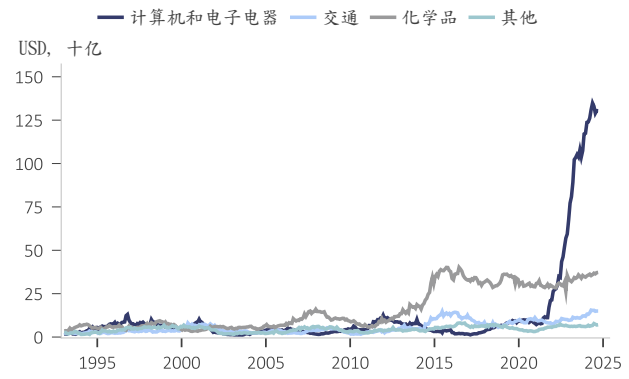
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 40: 美国基建、芯片法案带动其制造业建筑支出加大，但设备投资尚未见明显增速



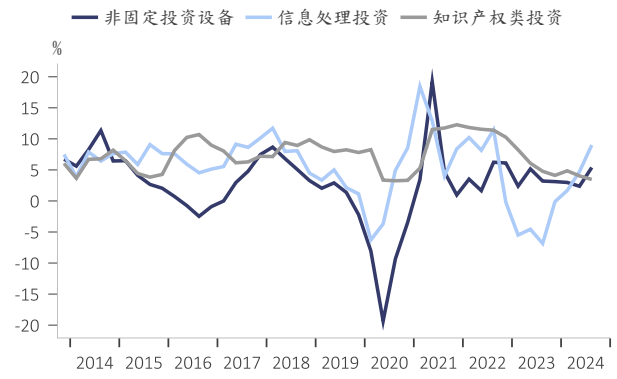
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 41: 美国制造业建筑投资中，主要集中在计算机和电子电器领域



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 42: 美国设备投资中，数据中心等建设推动信息类投资在加快



资料来源: Macrobond，交银国际

Θ 政策利率由紧转向中性，信贷规模或企稳

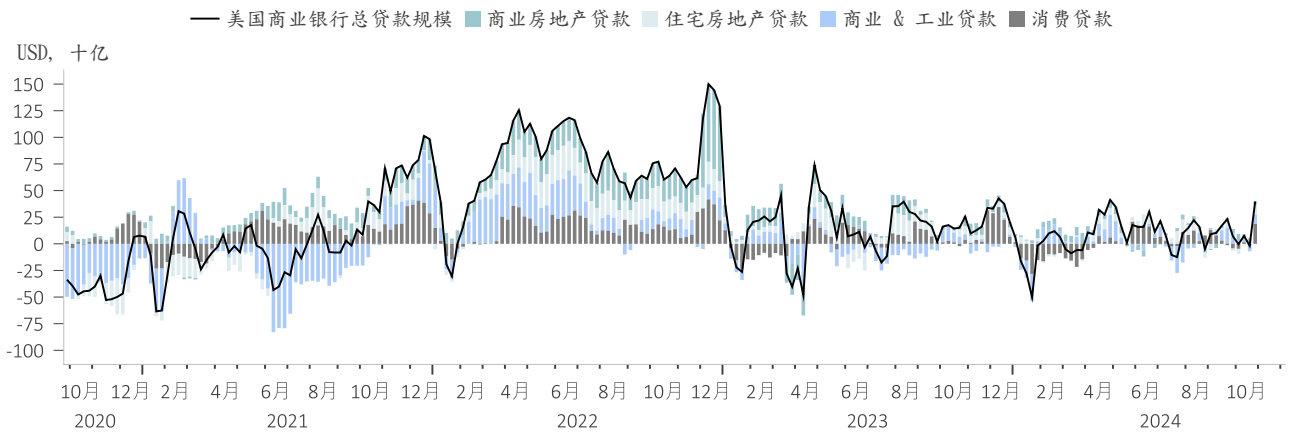
美国在本轮加息周期内长期处于紧信用状态，直至 2023 下半年才出现转折迹象，开始缓慢向宽信用方向演进，主要体现在信贷标准的边际放松和企业融资环境的逐步改善。然而，由于美联储仍维持高利率水平，实体经济的借贷需求受到显著抑制：企业债务融资成本居高不下，房贷利率维持在较高水平，消费信贷增速放缓。

图表 43: 自 2023 下半年以来，美国紧信用开始转向…



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 44: ...但高利率限制了银行借贷规模



资料来源: Macrobond，交银国际

美联储已经开启新一轮降息周期。政策利率的逐步下调将带来多重积极影响：一方面，融资成本的下降将提振企业投资意愿，带动商业信贷需求回升；另一方面，房贷利率的回落将刺激房地产市场活跃度，推动按揭贷款需求增长。同时，消费信贷环境的改善也将为居民消费提供支持。尽管如此，当前政策利率仍有限制性，2025 年是美联储政策利率由限制性转向中性的阶段，意味着整体利率环境不会特别宽松，信贷规模有望企稳，但回升幅度可能有限。

预计 2025 年美国消费和投资仍趋稳健，但财政政策的支持力度可能不如此前，且利率尚处限制性向中性的过渡阶段内。同时，经济还将面临移民收紧、关税等偏收缩性的影响。因此，美国经济增速预计维持平稳，上行风险有限。

特朗普政策影响：节奏与优先级是关键

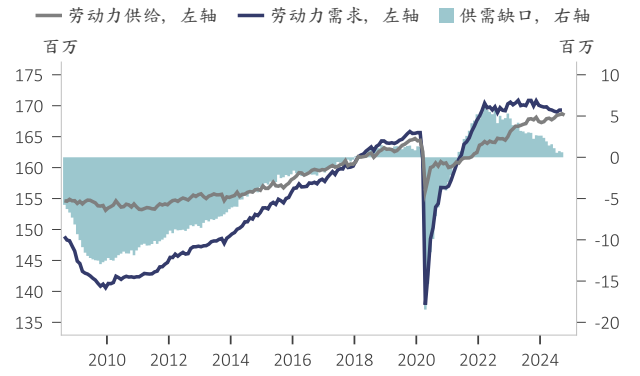
市场普遍关注的一个潜在阻力是特朗普政策组合可能推升通胀，从而制约美联储降息进程。随着共和党成功拿下参、众两院，为特朗普竞选主张落地的主要障碍也已扫清。**但政策实施仍需考虑其优先级排序与时序安排。基于政策复杂度、优先级以及特朗普首个任期的施政特点，我们认为，其政策推进顺序可能依次为：移民政策、关税政策和减税政策。**

Θ 移民政策或将率先落地，推动劳动力市场走弱的速度或快于通胀上行

* 特朗普承诺，就职首日即启动大规模驱逐非法移民行动，这可能对经济产生最快速而直接的影响。回顾近期美国劳动力市场再平衡进程，主要得益于供给端改善：合法与非法移民的持续流入缓解了其就业市场压力，且这些就业主要集中在休闲酒店、专业商业服务等低工资部门，有效抑制了工资通胀。

* 驱逐无证移民政策可能在短期内造成特定行业的劳动力缺口，进而推升工资增速。然而，我们认为这一影响可能相对有限：1）当前就业市场已显著降温，供需基本达到平衡，工资上涨动能有限；2）移民政策影响将首先反映在私营部门就业数据中，而特朗普计划成立的政府效率部可能同步推动政府部门就业收缩。考虑到美联储当前对就业与通胀风险的评估更趋均衡，且劳动力市场走弱的速度可能快于通胀上行，预计美联储仍将维持相对稳定的降息步伐。

图表 45: 美国劳动力市场供需已大致平衡



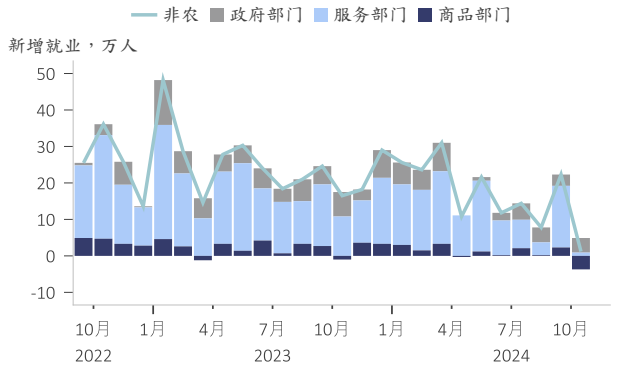
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 46: 美国职位空缺数与寻找全职的失业人数之比已低于 2019 年水平



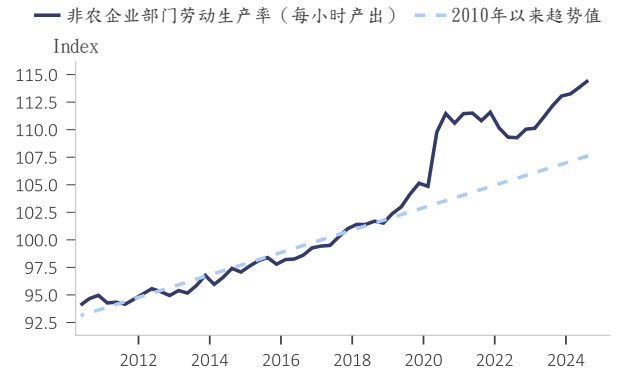
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 47: 政府部门及服务业中的休闲酒店业等部门是美国非农新增就业的主要贡献



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 48: 美国劳动生产率的持续提高或可一定程度对冲移民减少带来的通胀冲击



资料来源: Macrobond，交银国际

⊖ 关税政策：2025 年中可能落实，但主要冲击将在 2026 年及以后逐步体现

* **关税政策的一大特点是实施的高度自主性。**现行贸易法律框架赋予总统显著的自由裁量权，无需经过国会直接批准，这为政策快速落地提供了制度保障。基于特朗普竞选主张（全球商品加征 10%关税，中国商品加征 60%关税）及历史经验，我们预计 2025 上半年政府将着手准备相关行政令并开展商务部调查，并于 2 季度或年中附近时点宣布提高关税，于 3 季度通过 232 条款实施全球关税，同期启动 301 条款对华关税调查，并在 3 季度开始分阶段实施。然而，考虑到政策实施过程中将面临本土成本上升压力、国际贸易组织质疑以及贸易谈判等多重掣肘，最终落地的力度和覆盖范围可能较原定计划有所收窄。

* 根据彼得森国际经济研究所的分析，10%的全球普遍关税可能推升通胀约 1 个百分点，而潜在的 60%的对华关税将进一步抬升物价水平。从时间维度看，关税政策的通胀效应预计将从 2025 年 4 季度开始显现，进口商可能率先调整价格，部分消费品价格出现明显上涨。到 2026 上半年，通胀压力将向更广泛的经济领域扩散，供应链调整带来的成本传导逐步显现。考虑到政策的渐进性实施特征，我们预计关税政策对 2025 年内的通胀影响相对有限，完整的通胀效应需要 9-12 个月才能充分显现，主要冲击将在 2026 年及以后逐步体现。

⊖ 减税政策：落地规模有不确定性，对经济的支持作用可能在 2026 年往后

- 与关税政策的行政自主性不同，减税政策的推进面临更为严格的制度约束。任何税收政策的调整都必须经过国会批准，需要遵循既定的预算和税收立法程序，这显著提高了政策落地的难度。虽然 2025 年共和党将获得两次预算调节程序的机会，但考虑到现行减税法案将于 2025 年底到期，政策延续和调整的时间窗口较为紧迫。

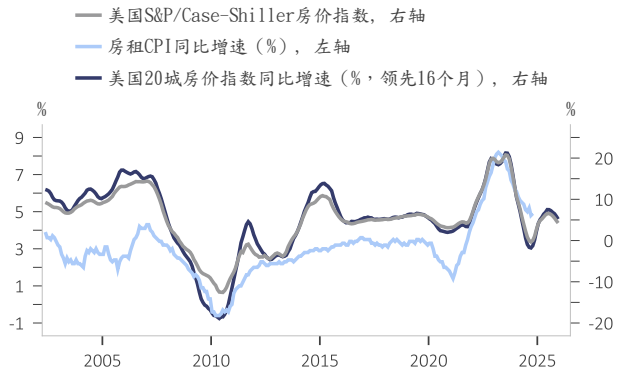
- 参考特朗普首个任期的施政经验，预算调节程序很可能成为推进税改的关键路径。2025 年初的第一轮预算调节（1-4 月）预计将优先关注支出端的调整，包括暂停民主党此前推动的通胀削减法案，以及削减新能源补贴等措施，这些举措本质上具有财政收缩效应。而真正的减税政策框架讨论，可能要等到第二轮预算调节程序（2025 年 4 季度）才能展开，这意味着新的减税方案可能要到 2026 年才能正式落地实施。

综合评估特朗普的政策组合效应与宏观影响，**我们认为，从特朗普的三大核心政策主张来看，2025 年可能形成一个整体偏紧的政策组合。**移民政策的收紧将影响劳动力供给，关税政策短期内推升物价的影响可能有限，而削减民主党既有支出计划（如通胀削减法案）和精简政府机构等财政措施，也都具有收缩性特征。这些政策叠加效应可能导致经济增长动能减弱，反而不利于通胀持续走高。

在此背景下，美联储的政策空间，尤其是 2025 上半年可能较为宽裕。首先，劳动力市场在移民收紧和经济放缓双重影响下可能继续走弱，工资增长压力有望缓解。其次，财政政策的整体收缩倾向将部分对冲关税带来的输入型通胀压力。因此，除非出现显著的外部冲击，通胀大幅反弹的可能性相对有限，这为美联储继续推进降息创造了有利条件。

值得注意的是，政策间的相互作用可能带来一些意外效果。例如，移民政策收紧可能加剧某些行业的劳动力短缺，进而推高局部工资水平；关税政策可能刺激企业加快供应链调整，带来阶段性成本上升。这些因素都需要美联储在政策制定时予以权衡。**总体而言，我们预计美联储将在 2025 年保持相对独立的政策立场，根据经济数据来把握降息节奏，但可能会更多考虑政策组合效应对经济的整体影响。**

图表 49: 美国 CPI 住房通胀的滞后回落即将结束



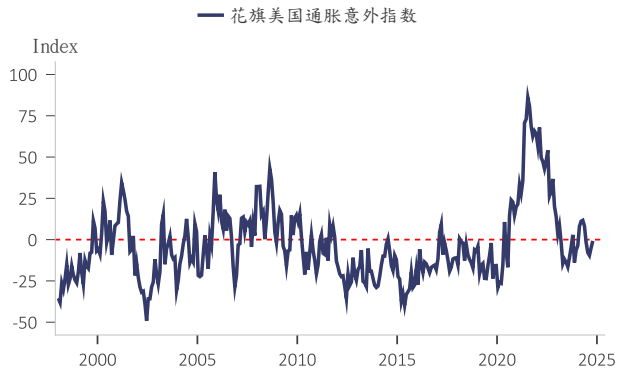
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 50: 美国租金已企稳，CPI 房租回落空间有限



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 51: 美国通胀意外指数处在相对低位



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 52: 美国通胀预期仍然很好被锚定



资料来源: Macrobond，交银国际

2025 年周期转换下的全球大类资产配置

图表 53: 2025 年全球大类资产研判观点总结

周期转换下的全球大类资产研判	2025年资产观点
股票	
权益资产偏乐观。 **中国股市：更加响应内需的积极变化。** 1. 港股低估值提供较高安全边际，市场对内需改善的敏感度提升。 2. 基于当前的宏观环境与市场特征，港股行业配置上，我们建议采取“**攻守兼备**”的配置策略，重点布局两大投资主线：**高弹性+高股息** **美国股市：经济前景正向预期有望消化高估值** 1. 美股虽面临估值压力，但在经济软着陆预期增强和流动性改善支撑下仍具吸引力。 2. 重点关注：1）以AI为核心驱动力的大型科技股，这些公司在技术创新和市场份额方面具有显著优势；2）可能受益于特朗普政策的能源股和公用事业板块；3）从投资风格来看，小盘股和顺周期板块可能在经济复苏和政策支持的双重推动下获得超额收益。	**审慎乐观**
利率	
1. 预计2025年美债10年期收益率合理中枢在3.5-4.0%之间，短期受益于美联储降息。 **2. 但长期均衡水平可能升至4.5-5%，主要考虑实际利率和财政赤字走高带来的期限溢价回升。**	**美债10年期** 收益率合理中枢 3.5-4.0%
外汇	
1. 美元指数预计在100-105区间波动。预计美元走势将呈现出明显的**时间差特征**：2025上半年在政策不确定性和市场预期调整的影响下可能出现一定程度回落，但在2025下半年可能将重拾升势。	**美元指数** 波动区间 100-105
2. 人民币汇率有望保持双向合理浮动。情绪冲击可能影响有限。中美利差边际收窄和外汇结汇改善有助于汇率企稳。	**人民币汇率** 有望保持双向 合理浮动
大宗商品	
1. 原油：中性 需求回升可能有限，但供给短期亦难有明显提升。1）**需求端：**主要受到以美国为首的主要经济体增长前景的制约。**2）供给端**值得关注的是，特朗普潜在的对外政策转向可能缓解地缘风险。	**中性**
2. 黄金：短期中性，长期仍看多 **短期：**美元指数的压制作用和美联储政策利率的下行趋势、以及特朗普政策带来的不确定性带来的支撑作用相互博弈，使得金价可能在一定区间内呈现震荡态势。 **中长期：**美国财政赤字持续攀升；地缘因素和全球央行维持黄金储备的结构性因素支撑；以及黄金作为传统避险资产的战略价值在全球货币体系面临挑战下正得到重新审视，使得黄金上涨趋势仍然清晰可辨。	**中性**

资料来源：交银国际

中美股市：权益资产偏乐观

⊖ 中国股市：更加响应内需的积极变化

目前中国股市已在很大程度上消化了市场的悲观预期。虽然政策刺激曾带动市场出现阶段性反弹，但当前估值仅回归历史均值水平，主要反映情绪面的修复，尚未充分计入未来盈利增长预期。这种估值水平为市场提供了较强的安全边际，使得市场对外部冲击的敏感度降低，更多转向关注内生性因素的改善。

2025 年我们对港股前景保持乐观，主要基于以下支撑：

* 中国逆周期政策有望加码，而前期政策刺激效应的持续释放，有望带动宏观经济指标持续改善；
* 在积极的宏观政策支持下，企业盈利预期有望转好；
* 全球流动性环境仍将偏宽松。尽管美联储降息节奏可能较市场预期更为谨慎，但整体宽松方向确定性高，有利于港股估值修复。

同时，当前港股估值仍具有较高的性价比，且低估值提供了较高的安全边际，使得港股目前更响应内需的积极变化，而对外需有所脱敏。且在政策的持续支持作用下，盈利前景亦有较大的改善空间。具体来看：

低估值仍是港股的安全垫。经历 2024 年 3 季度末的一轮快速上涨后，恒生指数估值虽有所恢复，但仍处于历史均值以下一个标准差的位置，显示出较强的投资价值。

图表 54: 恒指动态市盈率仍处于过去 10 年均值以下一倍标准差下方



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 55: 恒指市净率同样处于过去 10 年均值以下一倍标准差下方



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 56: 恒指相较于 10 年美债收益率的风险溢价位于均值以下一倍标准差附近



资料来源: Macrobond，交银国际

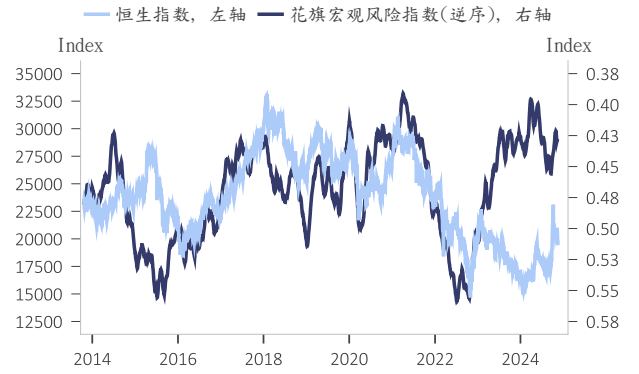
图表 57: 恒指相较于 10 年中债收益率的风险溢价处于均值上方



资料来源: Macrobond，交银国际

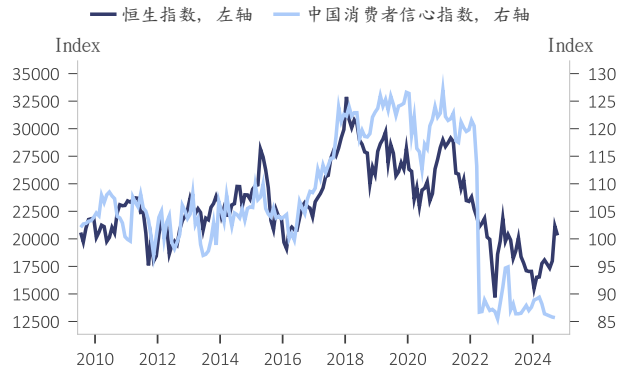
恒指会更响应内需的变化。更为重要的是，港股市场对内需变化的敏感度明显提升。自 2023 年以来，港股对外部冲击的敏感度已经显著降低，而对内生性变量（如消费者信心指数）的反应则更为强烈。这种特征一方面源于市场结构中消费股占比较高，另一方面也反映了市场对中国经济内生性变量边际改善的预期。

图表 58: 恒指对于外部宏观冲击的反应在 2023 年开始已经明显减弱



资料来源: Macrobond，交银国际

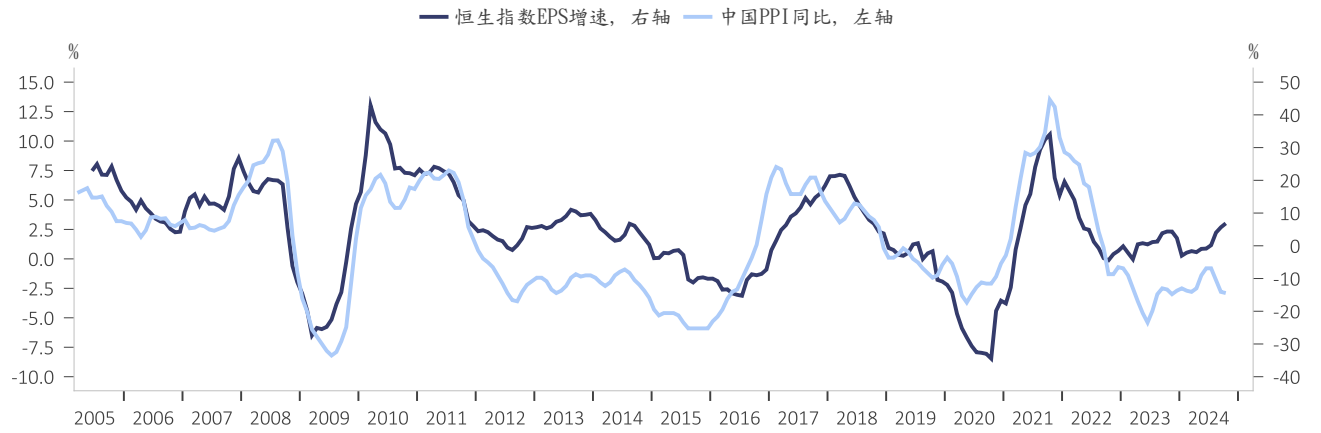
图表 59: 恒指对于内生性的反应会更大，预计消费者信心回暖将提振恒指走势



资料来源: Macrobond，交银国际

随着政策效应的逐步显现，企业盈利能力有望逐步改善，为市场提供更坚实的基本面支撑。从盈利角度观察，恒生指数的盈利增速与中国 PPI 走势呈现较强的相关性。考虑到目前 PPI 基数较低，叠加政府持续推出的扩内需政策效应逐步显现，PPI 有望在未来几个季度实现转正。这将有助于改善企业的价格传导能力，带动企业利润率回升，为市场估值修复提供更坚实的基本面支撑。

图表 60: 恒指盈利增速与中国 PPI 同比走势呈现较强相关性，预计 2025 年 PPI 有望随政策效应显现而转正



资料来源: Macrobond，交银国际

基于当前的宏观环境与市场特征，港股行业配置上，我们建议采取“攻守兼备”的配置策略，重点布局两大投资主线：高弹性+高股息

⊖ 高弹性成长板块

高弹性成长板块有望在流动性宽松和扩内需政策加码的双重驱动下率先受益，且兼具景气成长和产业趋势驱动。我们特别关注科技创新领域，包括科技互联网、半导体和人工智能三大分支。

* **科技互联网板块：**当前互联网政策环境明朗，平台经济已从流量红利转向提质增效，而 AI 等新技术的应用则为行业注入新的增长动能。同时，在扩内需政策支持下，消费复苏亦有望带动线上广告及电商业务增长。建议**重点布局**：具备产业数字化转型能力、在供应链和技术基础设施领域具有护城河的平台龙头；在 AI 技术应用和商业化方面具备先发优势的科技公司，特别关注在大模型训练和落地应用方面有突破的企业；在下沉市场和产业互联网领域具有创新业务模式和增长潜力的平台企业。亦可**重点关注**经营性现金流持续改善、技术创新能力突出、且商业模式已被市场验证的企业。

- **半导体板块：**产业链正迎来国产替代和产业升级的历史性机遇。在全球供应链重构背景下，以及新质生产力的推动下，本土化需求持续释放，产业链配套逐步完善，生态体系日趋成熟。**建议优选**具备技术壁垒的设计制造龙头企业，**重点布局**关键材料和设备国产化环节，特别是那些已成功进入国际供应链、具备核心竞争力的企业，将在产业升级和进口替代进程中获得更大发展空间。

- **人工智能概念板块**正处于商业化加速期，产业应用场景持续拓展，叠加政策支持力度加大，行业发展同样处于重要机遇期。全球 AI 竞争加剧也在驱动本土技术创新，加速产业升级。**投资布局应聚焦**基础架构和算力提供商，以及在 AI 应用落地方面具有先发优势的企业。同时，应**重点筛选**具备自主知识产权的核心技术公司，把握产业快速发展带来的投资机会。

消费方向也值得重点关注，包括家电、运动鞋服等可选消费品，以及新能源车板块将直接受益于内需刺激政策和消费升级。

- **关注可选消费板块在消费结构优化背景下的配置机会。**其中，**家电领域**受益于全国大规模以旧换新政策支持，叠加能效升级和智能化趋势，高端品类需求显著提升；随着消费环境改善和品牌调整到位，**运动鞋服**板块有望在健康意识提升和国货品牌崛起的双重推动下，呈现出品牌势能与渠道效率的良性循环。龙头企业通过产品创新和渠道精细化运营，市场份额持续提升，盈利能力显著改善。**建议聚焦两类标的：**一是受益于以旧换新政策的家电龙头，特别是在高端化、智能化转型中具备技术积累和品牌优势的企业；二是具备供应链优化空间和渠道效率提升潜力的运动鞋服企业，重点布局在下沉市场渗透和产品创新方面形成双重竞争优势，兼具成本管控优势的龙头公司。

- **新能源汽车产业链在全球竞争格局重塑中迎来新机遇。**中国市场方面，随着补贴退坡后的市场化竞争加剧，行业加速向智能化、高端化方向演进，龙头企业通过技术创新和成本优化持续提升竞争力；海外市场方面，虽然面临欧美贸易壁垒和关税压力，但凭借性价比优势和供应链完整性，中国企业在东南亚、中东等新兴市场快速扩张，全球化布局逐步深化。政策层面，智能网联、换电等新基建持续获得支持，同时“以旧换新”等消费刺激政策助力需求释放。**建议聚焦**具备海外布局优势且供应链本地化能力突出的整车制造商，特别是在新兴市场已形成品牌影响力的企业；以及在技术迭代和成本管控方面具有领先优势的核心零部件供应商，尤其是在全球竞争中已确立技术壁垒的动力电池龙头企业。

⊖ 高股息板块

考虑到市场波动风险，我们同时建议配置具备稳定现金流和高股息板块作为组合防御底仓，可关注能源、公用事业以及电信板块：

- **能源板块**在当前中国经济转型背景下展现出独特价值。随着我国能源安全战略持续推进，传统能源企业特别是港股上市的国有能源龙头，正积极布局新能源转型，估值优势明显。以“三桶油”为代表的传统能源企业，目前平均股息率维持在 8%以上，市净率仅 1 倍左右，处于历史低位。**建议重点关注：**具备传统能源稳定现金流基础，同时在新能源、氢能等清洁能源领域有前瞻布局的综合性能源企业；受益于天然气等清洁能源消费占比提升的中游管网运营商；在“双碳”战略下具备转型升级潜力的传统能源企业。

- **公用事业板块**作为政策支持的民生保障行业，在当前经济企稳阶段具有显著的配置价值。公用事业领域受益于政府支持的定价机制和稳定的市场需求，现金流表现稳健。当前公用事业价格改革有助于使得公用事业定价机制更灵活，并疏导上游成本带来的压力，以提高盈利的稳定性。目前港股公用事业板块整体股息率保持在 5-6%水平，具有较强的配置吸引力。**建议聚焦**：水务、燃气等公用事业龙头；在智慧能源、绿色基建等新型基础设施领域具备创新优势的企业；具有稳定特许经营权且受益于电力消费升级的电力公司。

- **电信运营商**作为高股息防御性板块的优质标的，具备多重投资亮点：电信运营商具有稳定的现金流和较高的派息率，2023 年三大运营商平均股息率达 5%以上。在中国积极推动工业和制造领域数字化转型的背景下，算力网络建设和产业数字化转型为运营商带来新的增长点。特别是在“国资云”和“国家云”等专属云建设浪潮中，电信运营商凭借其在网络基础设施和数据中心建设方面的优势，以及数据安全性保障能力，有望在云服务领域持续扩大市场份额，这已成为运营商最具潜力的业务增长点之一。**重点关注：**具备高股息率优势且分红持续性强的龙头标的；在云服务和数字化转型领域布局领先、具备明显竞争优势的企业。

建议采取三维度配置策略：核心配置聚焦具备核心竞争力和市场领先地位的龙头企业；弹性配置布局快速成长期的细分领域新锐企业；防御配置纳入具有稳定现金流和高股息率的优质企业。

在时间维度上：1）短期把握政策催化和业绩超预期带来的交易性机会；2）中期布局行业格局改善和竞争优势强化的结构性机会；3）长期重视具备产业升级和技术创新能力的战略性机会。

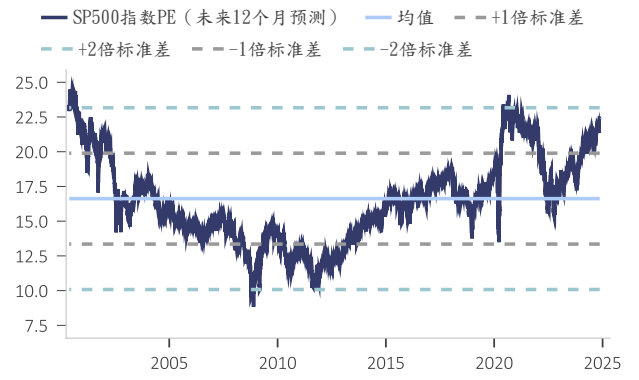
⊖ 美国股市：经济前景正向预期有望消化高估值

我们对美股 2025 年的走势保持正向预期。核心支撑因素包括：

* 美国经济实现“软着陆”甚至“不着陆”的概率提升，特朗普政府减税等政策可能对经济形成提振，经济正向前景的预期有望消化当前的估值。
* 美联储货币政策路径虽有扰动，但整体宽松方向确定性高，政策利率回归中性过程中，有望继续支撑市场流动性。

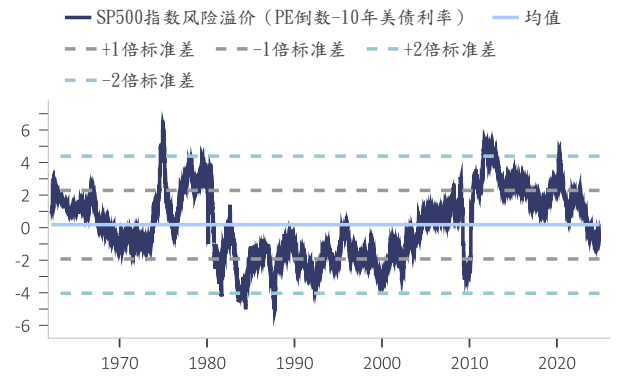
估值端：尽管当前美股无论是前向估值还是历史估值都处于相对高位，且与消费者信心水平相比仍显偏高。随着美国降息周期开启和软着陆预期增强，消费者信心持续处于上升通道。我们认为，经济基本面带来的正向预期有望逐步消化当前的高估值水平。

图表 61: 美股估值仍在历史高位



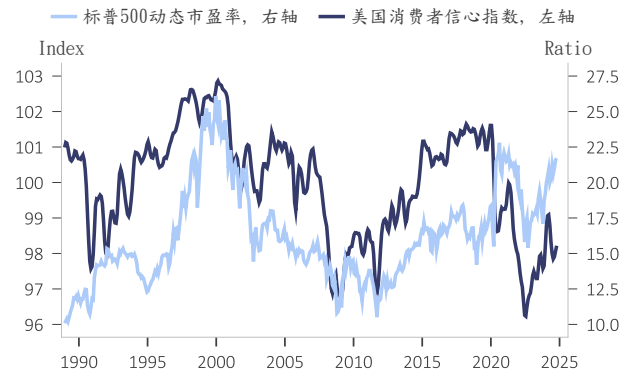
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 62: 风险溢价处于历史均值水平



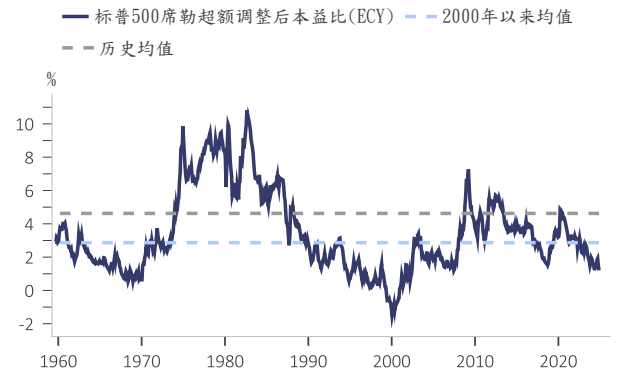
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 63: 美股估值相较于消费者信心偏高



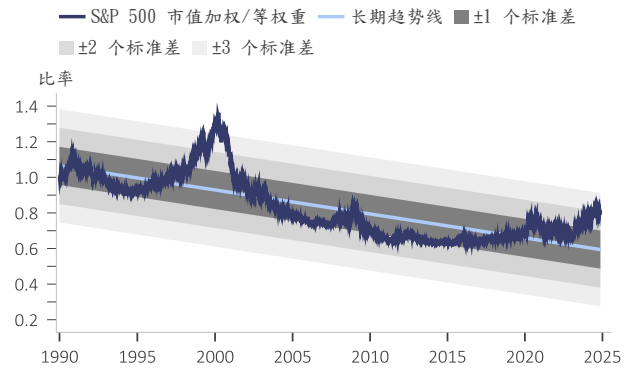
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 64:本益比亦显示当前美股估值处于历史高位



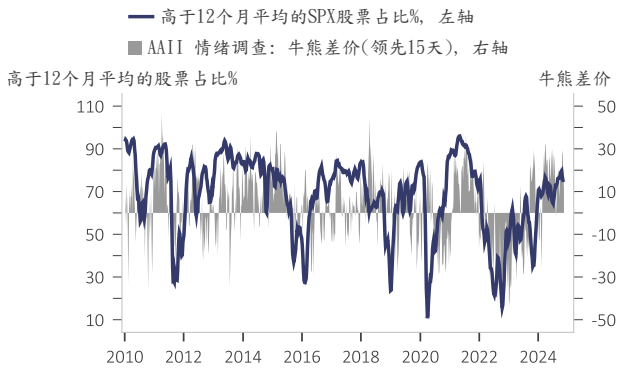
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 65: 美股集中度仍相对较高



资料来源: Macrobond，交银国际

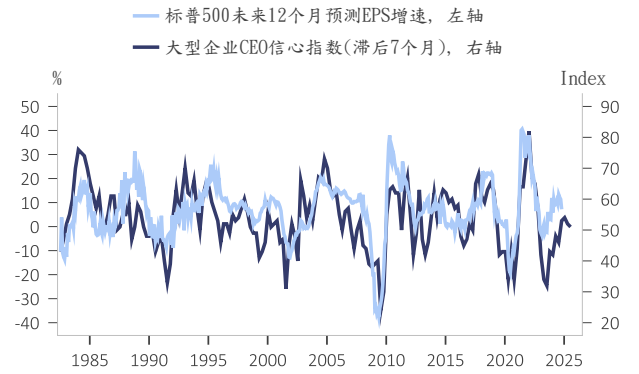
图表 66: 美股整体情绪仍处于上行阶段



资料来源: Macrobond，交银国际

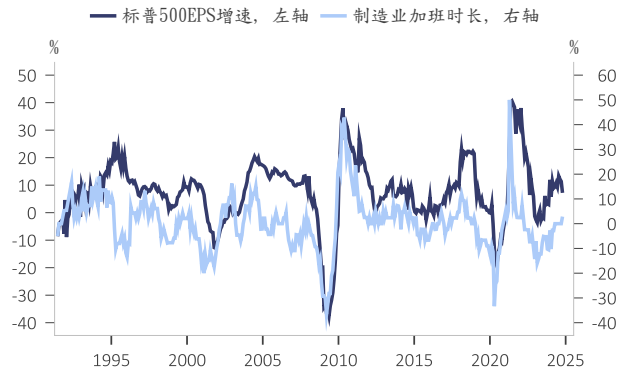
盈利端：随着特朗普一系列减税、放松监管的利好，预计消费势头趋于正面，并推动企业增加投资，盈利前景有望增强。从前瞻性指标来看，大型企业的信心指数在回升，作为美股的领先指标，大型企业 CEO 信心指数通常领先美股盈利增速 7 个月。随着降息周期开启，制造业正逐步复苏，这将为企业盈利提供额外支撑，另一个指标同样显示，美国制造业加班时长的增加与美股企业盈利大致同步。

图表 67: 企业信心回暖有望支撑美股盈利增速



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 68: 制造业加班时长增加同样支持美股盈利



资料来源: Macrobond，交银国际

在具体投资布局上，我们建议**重点关注**三个方向：首先是以 AI 为核心驱动力的大型科技股，这些公司在技术创新和市场份额方面具有显著优势；其次是可能受益于特朗普政策的能源股和公用事业板块；最后，从投资风格来看，小盘股和顺周期板块可能在经济复苏和政策支持的双重推动下获得超额收益。

风险提示：1）经济韧性超预期导致降息预期修正，推动美元指数及美债收益率走强，对估值形成压制；2）当前美股估值处于历史高位，全球资产配置再平衡可能导致部分资金流向估值更具吸引力的新兴市场；3）特朗普潜在的贸易保护政策可能加剧地缘风险，影响市场风险偏好。

美债利率：短期合理中枢预计在 3.5-4.0%

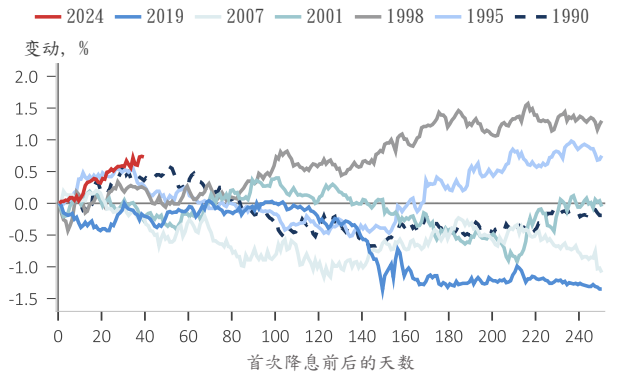
短期来看，我们认为 2025 年美债 10 年期利率合理的中枢在 3.5-4.0%之间

基于对美国经济和货币政策的判断：美国经济软着陆的预期增强，但增速预计较为平稳，在潜在收缩性财政作用下，美国经济在 2025 年可能缺乏大幅上冲的动力；同时，预计美联储降息将持续，特朗普政策影响在2025 年可能有限，不会对降息路径造成特别大的干扰。

从历史复盘来看，纵观美国历史上的降息周期，美债收益率通常呈现出相对一致的运行规律。即在绝大多数降息周期中，美债 10 年期收益率最终都会跟随政策利率方向回落。

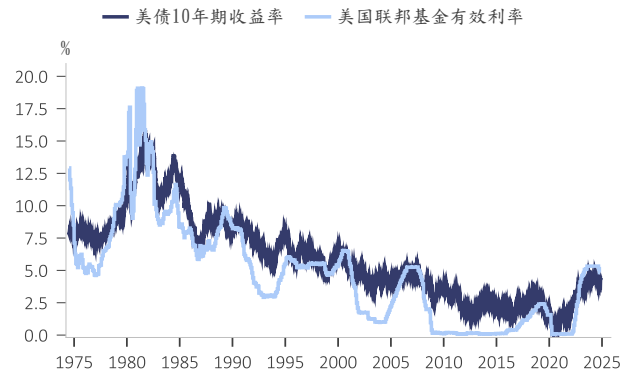
同时，我们回顾 1990 年以来的降息周期中，美债 10 年期收益率在首次降息上行后多回落，而目前美债利率的上涨幅度已经超过了 1995 年美国经济成功实现软着陆时期的水平，短期回落的概率较大。尽管我们也注意到 1998 年美债 10 年期收益率在回落后又重新上升并超过了当时的峰值，但 1998 年降息属于当时由于外部冲击导致的被动降息。

图表 69: 1990 年以来的降息周期中，美债 10 年期收益率在首次降息上行后多回落



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 70: 降息周期内，美债 10 年期收益率多随着政策利率的回落而回落



资料来源: Macrobond，交银国际

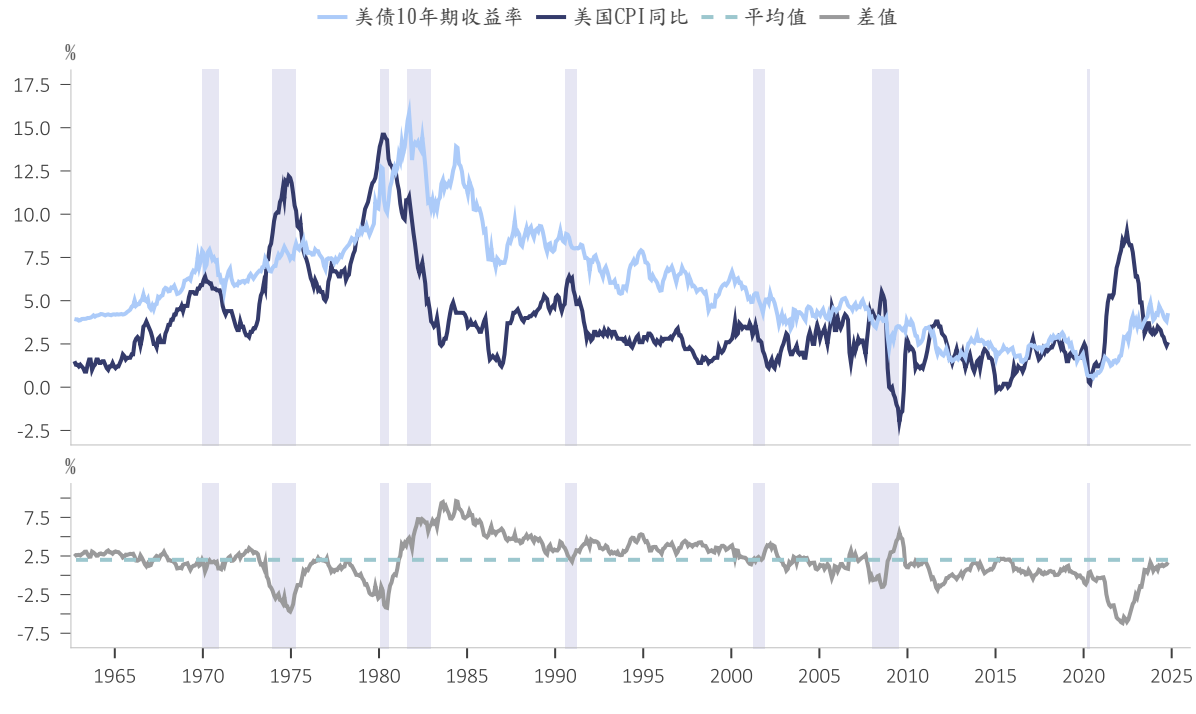
长期美债利率均衡水平可能在 4.5-5%

当前围绕长期利率中枢的讨论主要围绕着通胀叙事和财政赤字叙事。我们以两个框架来衡量。通胀叙事我们用美债 10 年期收益率=通胀预期+实际利率来进行拆解；而财政赤字叙事则可以用美债 10 年期收益率=期限溢价+中性利率来拆解。

⊖ 通胀叙事下，长债收益率中枢在 4.5%附近

实际利率通常以美债 10 年期收益率减去名义 CPI 同比作为粗略衡量。从历史区间来看，美债10年期收益率在平稳经济运行条件下（即非衰退和复苏时期），与 CPI 通常所在的差值在 2.5%附近，我们以此作为稳定的实际利率水平，而通胀预期通常稳定在 2.0-2.1%左右的水平。因此，从这个框架来看，美债收益率长期可能在 4.5%左右的合理水平。

图表 71: 美债 10 年期收益率与 CPI 同比差值历史均值在 2.5%附近的水平



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 72: 以 10 年美债实际利率分离出来的通胀预期通常在历史均值 2%附近



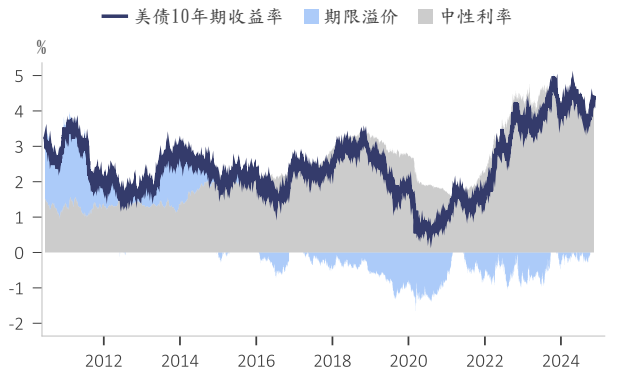
资料来源: Macrobond，交银国际

Θ 财政赤字叙事下，长债利率中枢可能在 4.0-5.0%

关于财政赤字叙事，我们关注期限溢价和中性利率。从该框架我们可以观察到，在过去 10 年，美债 10 年期收益率上涨主要由中性利率推动，而期限溢价在大多数时候均是负值。从历史区间上来看，期限溢价的均值约为 1.5%，而 2000 年以来也有 0.7%。从这个角度来看，我们认为期限溢价很可能被低估，特别是考虑未来几年美国政府财政赤字会大幅上升。

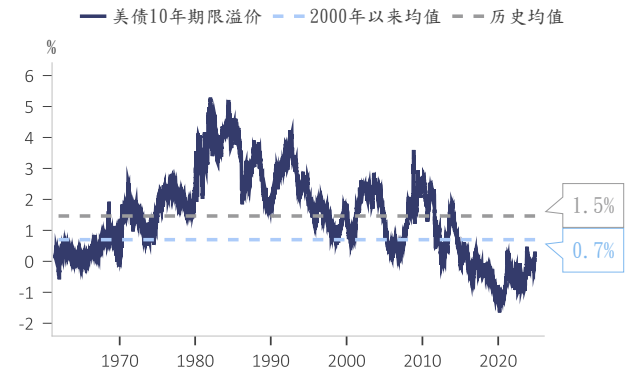
中性利率通常我们用美联储长期政策利率作为衡量，该值已经从过去 10 年 2%左右的水平，上升到了 2.9%。而市场预测目前中性利率的水平可能在 3-3.5%左右。结合到期限溢价 1-1.5%左右的水平，则美债 10 年期收益率应在 4.0-5.0%左右的水平。

图表 73: 过去 10 年美债收益率主要由中性利率推动



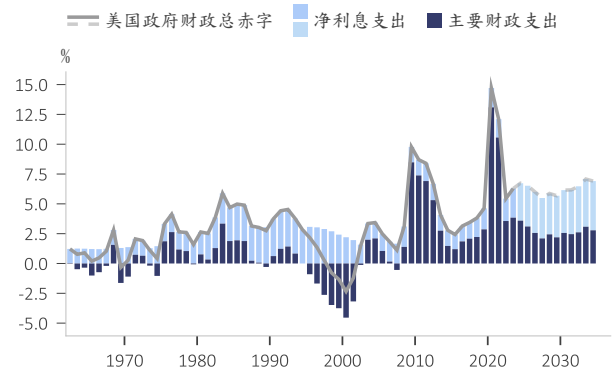
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 74: 与历史区间相比，当前期限溢价相对较低



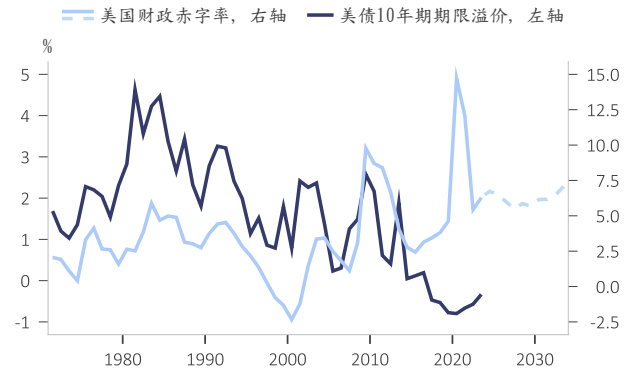
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 75: 美国赤字率持续走高...



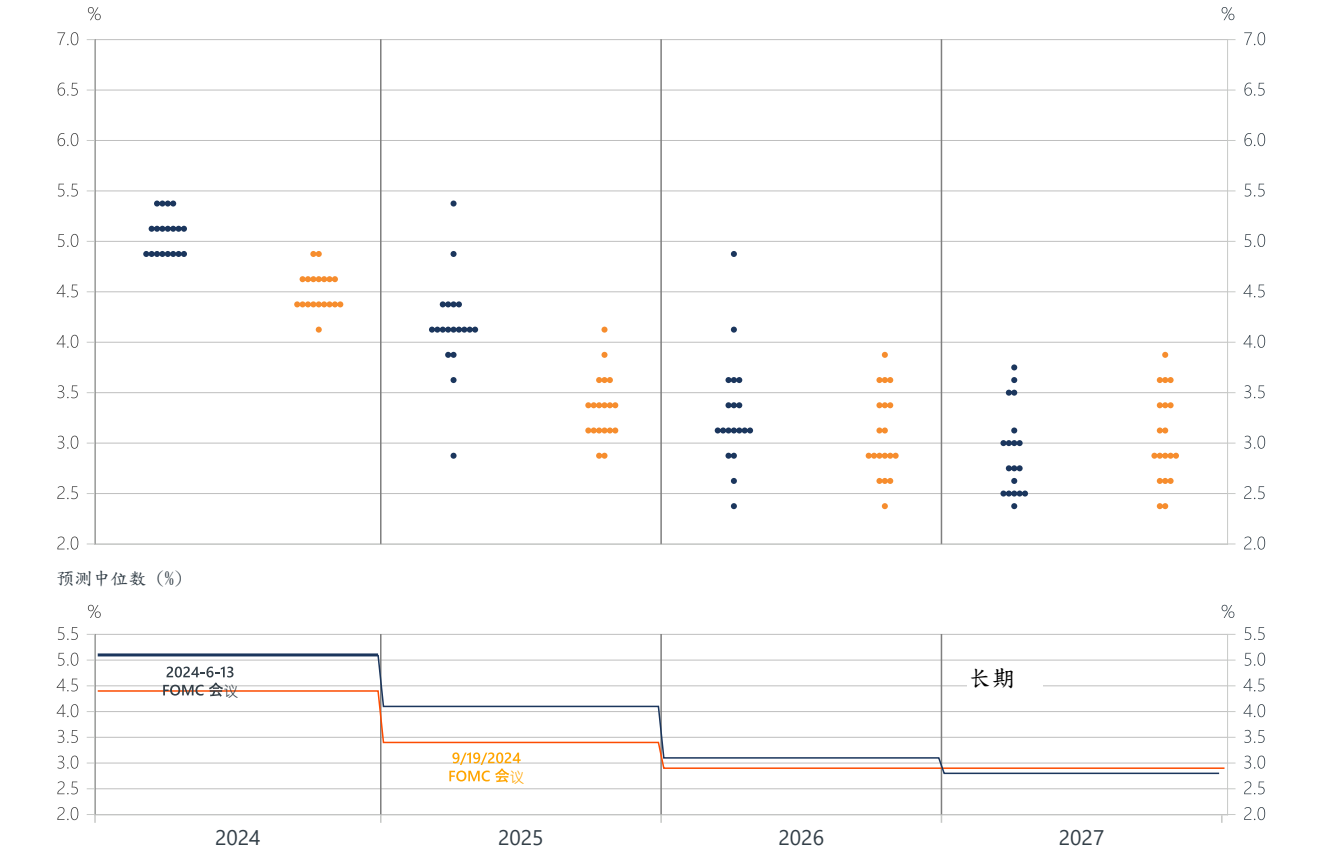
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 76: ...可能对应期限溢价的回升



资料来源: Macrobond，交银国际；虚线为美国 CBO 预测

图表 77: 美联储 2024 年 9 月 FOMC 会议点阵图显示长期政策利率中枢已抬升到 2.9%的水平



资料来源: Macrobond, 美联储, 交银国际

外汇：美元指数“先下后上”，人民币双向合理浮动

⊖ 美元：预计美元指数 2025 年在 100-105 区间内波动

当前市场已经在很大程度上提前反映了特朗普潜在的政策影响，包括贸易保护、财政扩张等关键举措。然而，考虑到政策从提出到实际落地仍需经过复杂的立法和执行过程，目前的美元估值可能略显偏高。

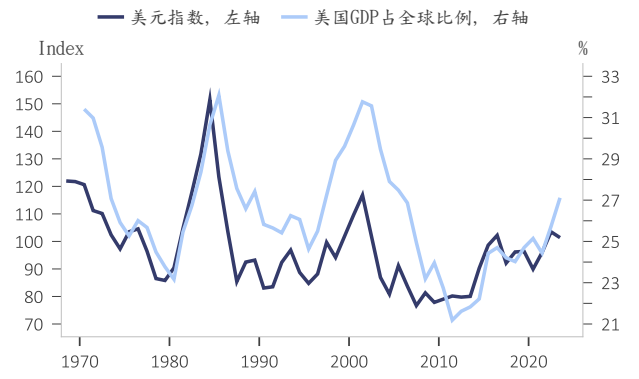
基于对政策实施节奏的分析，我们预计美元走势将呈现出明显的时间差特征：2025 上半年在政策不确定性和市场预期调整的影响下可能出现一定程度回落，但在 2025 下半年可能将重拾升势，特别是在关税政策等外部冲击逐步落地的背景下，其他经济体货币被动贬值可能推动美元重返强势。

从中期视角来看，美元走势将更多取决于基本面因素和政策取向的互动。虽然特朗普政府可能试图通过干预汇率市场或施压美联储等方式来压制美元走强，但这种影响可能仅具有短期效应。

随着 2026 年及以后财政扩张政策的持续推进，包括基建投资、减税措施等，如果美国经济能够维持相对强劲的增长态势，美元很可能会延续强势格局。在这种情况下，新兴市场经济体将面临持续的汇率贬值压力，这不仅会影响其国内经济稳定，还可能触发新一轮的资本流动和金融市场波动。

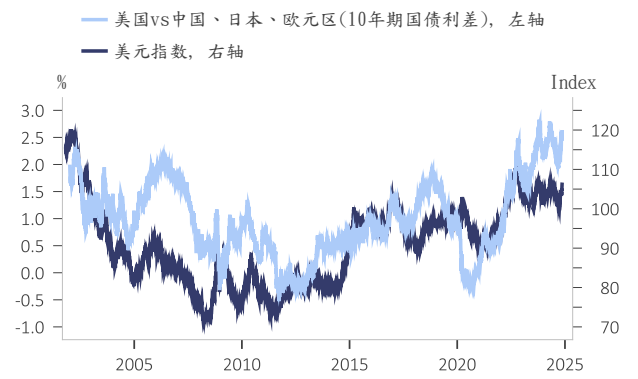
值得注意的是，美元走势还将受到全球地缘局势、主要经济体货币政策分化以及国际贸易格局重塑等因素的影响。特别是在当前全球经济格局加速重构的背景下，美元作为主导性储备货币的地位虽然短期内难以撼动，但其估值水平的波动可能会更加频繁和剧烈。

图表 78: 美元指数与美国 GDP 占全球比例走势一致



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 79: 利差也是推动美元走强的重要因素



资料来源: Macrobond，交银国际

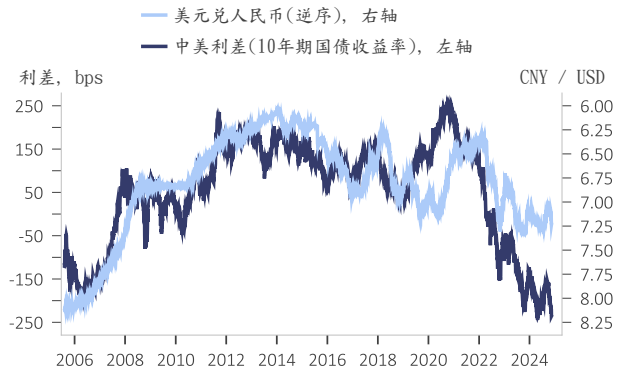
⊖ 人民币汇率有望保持双向合理浮动

情绪冲击可能影响有限。回顾 2018-19 年贸易摩擦时期，人民币兑美元累计贬值接近 10%，有效缓冲了关税上调对出口部门的冲击。然而，当前市场环境已发生显著变化：市场参与者对中美经贸关系的预期更为理性，加之中国经济结构调整取得进展，预计情绪面的冲击将相对温和。这种变化既反映了市场的成熟度提升，也体现了中国经济韧性的增强。

从中美利差视角观察，虽然特朗普政府的政策取向可能推动美债收益率上行，但在美联储降息周期背景下，政策利率下调将在一定程度上抑制美债收益率的上涨空间。同时，中国债券收益率目前处于相对低位，下行空间有限，而随着经济内生动能的恢复，收益率存在适度回升的可能。因此，我们判断中美利差可能出现边际收窄，而美元利率的回落，亦有利于外汇美元结汇，从而利于人民币的回稳。

在央行政策层面，维护人民币汇率稳定仍然是政策框架的重要组成部分。考虑到防范资本外流、维护人民币国际化进程以及保持金融市场稳定的需要，央行将继续坚持市场化改革方向，同时保持汇率在合理区间内双向浮动，预计核心波动区间在 7.0-7.3 之间。

图表 80: 中美利差与人民币走势



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 81: 中国贸易结汇较出口金额之比回落



资料来源: Macrobond，交银国际

大宗商品：原油中性，黄金长期看多

⊖ 原油：中性

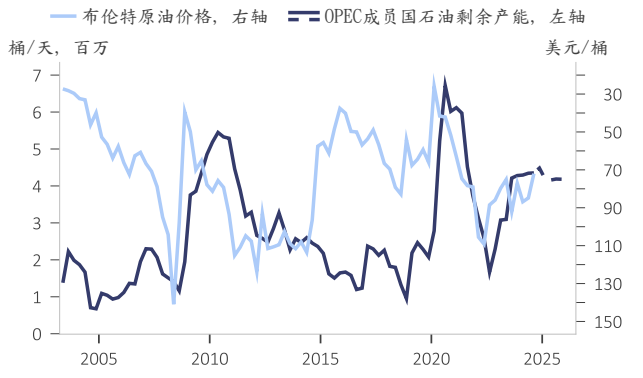
需求回升可能有限，但供给短期亦难有明显提升。

- **需求端**主要受到以美国为首的主要经济体增长前景的制约。美国作为全球最大原油消费国，在财政政策空间收窄和货币政策趋于中性的背景下，经济增长动能或将趋缓。限制性的政策利率环境持续影响实体经济，使得经济扩张力度受到抑制，这直接影响到原油需求的增长潜力。

- **供给端**值得关注的是，特朗普潜在的对外政策转向可能缓解地缘风险。其对中东地区和乌克兰局势的政策立场，有望降低供给端的不确定性，从而减少原油价格的波动性。虽然特朗普政府支持传统能源发展，但这种政策导向对油价的影响更多体现在长期。考虑到近年来原油行业资本支出持续低位，即便 2025 年开始扩大投资，短期内也难以显著提升原油供给量。

从价格水平来看，当前油价已处于相对低位。考虑到页岩油生产成本区间在 50-60 美元/桶，加之欧佩克国家在油价低于 80 美元时倾向于维持减产政策，这些因素共同构成了油价的支撑位。因此，我们预计油价将在当前区间内维持震荡走势，大幅下行的可能性有限。

图表 82: 欧佩克剩余产能预计将略有回落



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 83: 裂解价差已达到相对低点



资料来源: Macrobond，交银国际

⊖ 黄金：短期中性，长期仍看多

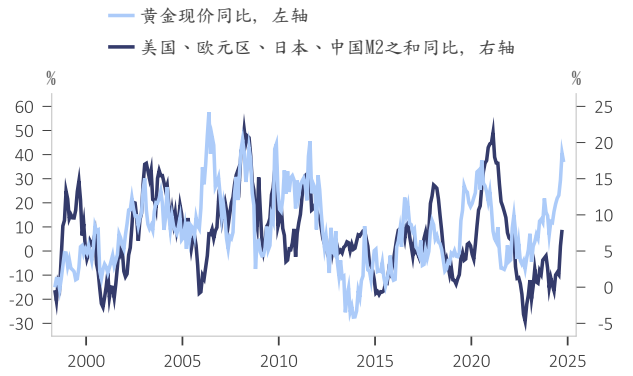
黄金市场预计将呈现短期震荡、中长期上行的走势格局。

在短期内，市场面临两股相互抵消的力量：一方面，美元指数预计呈现先抑后扬的走势，对黄金价格形成压制；另一方面，美联储政策利率的下行趋势、以及特朗普政策带来的不确定性将为黄金提供支撑。这种力量的相互博弈，使得黄金价格可能在一定区间内呈现震荡态势。

然而，从中长期视角来看，黄金的上涨趋势仍然清晰可辨。

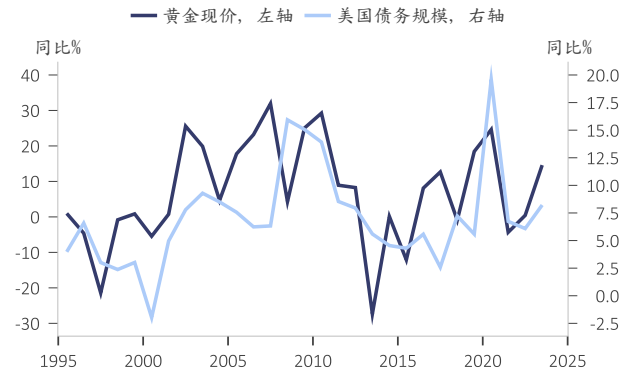
- 最核心的支撑因素来自美国持续攀升的财政赤字，这不仅影响美元的长期信用基础，也增加了市场对避险资产的配置需求。
- 地缘的不确定性持续存在，加之全球央行维持增持黄金储备的趋势，这些结构性因素将为黄金价格提供长期支撑。
- 在全球货币体系面临挑战的背景下，黄金作为传统避险资产的战略价值正在得到重新审视，这可能推动其在未来走出一轮持续性的上涨行情。

图表 84: 流动性回升一定程度上支撑金价



资料来源: Macrobond，交银国际

图表 85: 美国债务规模与黄金价格同比变动



资料来源: Macrobond，交银国际

金融行业

2025 年展望：均衡配置，兼顾防御性与弹性

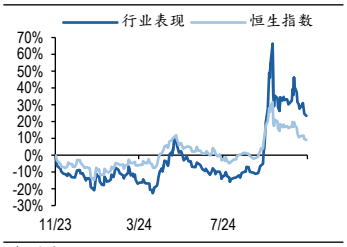
- **我们预计 2025 年股票市场既有支撑，也面临一定扰动，建议均衡配置。**从国内来看，已出台的增量政策仍将继续落地，中央财政仍有发力空间，经济有望呈现复苏趋势；从外部环境来看，美国通胀前景不确定性仍存，影响 A 股和港股市场的流动性和风险偏好。在这样的背景下，我们建议均衡配置，兼顾弹性和防御性。从盈利预期来看，我们预计 2025 年证券行业（同比+20%以上）>银行业（保持平稳）>保险行业（高基数上有下降压力）。从估值水平来看，我们认为证券板块已经接近合理，保险板块仍显著低于历史平均水平，在较高的 ROE 支持下仍有提升空间；银行板块仍具低估值、高股息属性。

- **保险行业：资产、负债端均面临较高基数。**2024 年前三季度寿险行业资产端和负债端均表现强劲，但我们预计 2025 年由于面临较高盈利比较基数，增长可能面临一定压力；受益于新业务价值率的提升，2024 年新业务价值增长强劲，但 2025 年在较高基数上面临增长压力，向分红险的转型成效仍需时间验证。我们认为保险板块在当前估值水平上兼具防御性与弹性，推荐平安（2318 HK/**买入**）和太保（2601 HK/**买入**）。

- **银行业：把握高股息主线，适度增加弹性。**2024 年 3 季度上市银行盈利呈现企稳回升态势，盈利增长主要来自规模增长、投资收益和拨备贡献。我们预计 2025 年息差仍面临下行压力，但降幅有望较 2024 年有所收窄；预计上市银行盈利增速有望保持平稳。预计 2025 年拨备释放能力继续为左右盈利增速的关键因素，我们建议继续关注拨备仍有释放空间的标的。我们预计支撑高股息策略的环境可能会发生阶段性变化。总体上，我们建议对于银行板块的投资继续关注国有行和招行（3968 HK/未评级）。

- **证券行业：预计 2025 年各项业务有望趋势向好，但估值已接近合理。**2024 年前三季度证券行业盈利降幅收窄，增长主要来自自营投资收益。我们预计随着已出台政策的后续落地，包括互换便利和股票回购、增持再贷款扩大规模，以及财政政策加大力度，股票市场有望保持成交活跃态势。我们预计 2024 年证券行业盈利同比增长 12.4%，平均 ROE 为 5.2%，较 2023 年提高 0.4 个百分点。我们预计 2025 年券商各项业务呈现回升态势，证券行业盈利同比增长 22.7%达到 1,900 亿元人民币，平均 ROE 为 6.0%，同比提高 0.8 个百分点。从估值来看，我们认为证券板块估值已经接近合理水平，推荐业务结构较为均衡的头部券商，维持中信证券（6030 HK）和华泰证券（6886 HK）的**买入**评级。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM
wanli@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5331

投资要点

我们预计 2025 年股票市场既有支撑，也面临一定扰动。从国内来看，已出台的增量政策仍将继续落地，中央财政仍有发力空间，经济有望呈现复苏趋势；从外部环境来看，美国通胀前景不确定性仍存，影响 A 股和港股市场的流动性和风险偏好。

建议采取均衡配置策略，兼顾受益于后续政策预期的弹性和具有应对外部扰动的稳健性（高股息属性）。

从盈利预期来看，我们预计 2025 年证券行业（同比+20%以上）>银行业（保持平稳）>保险行业（高基数上有下降压力）；

从估值水平来看，我们认为证券板块已经接近合理，保险板块仍显著低于历史平均水平，在较高的 ROE 支持下仍有提升空间；银行板块仍具低估值、高股息属性。

具体到个股，保险板块我们推荐平安（2318 HK/**买入**）和太保（2601 HK/**买入**），证券板块我们推荐中信（6030 HK/**买入**）和华泰（6886 HK/**买入**），银行板块建议关注国有行和招行（3968 HK）。

催化剂因素

1） 政府部门前期出台的支持经济和稳定资本市场的政策继续落地，后续财政政策加大力度，经济增长预期进一步改善，市场信心得到提振；

2） 美联储降息进度加快，美元指数升值放缓，缓解人民币汇率压力。

风险提示

1） 美国经济增长韧性和通胀黏性超预期，美联储降息进度放缓，对于市场流动性和风险偏好形成压制；

2） 特朗普当选之后，采取高关税、产业回流等政策，为国内经济带来外部不确定性。

保险行业：资产、负债端均面临较高基数

2024 年前三季度寿险行业资产端和负债端均表现强劲。受益于 9 月 24 日以来股票市场的回升态势，寿险公司投资收益和盈利显著提升，但我们预计 2025 年由于面临较高盈利比较基数，增长可能面临一定压力；受益于新业务价值率的提升，2024 年新业务价值增长强劲，但 2025 年在较高基数上面临增长压力，向分红险的转型成效仍需时间验证。

我们认为保险板块在当前估值水平上兼具防御性与弹性，推荐平安（2318 HK/**买入**）和太保（2601 HK/**买入**）。

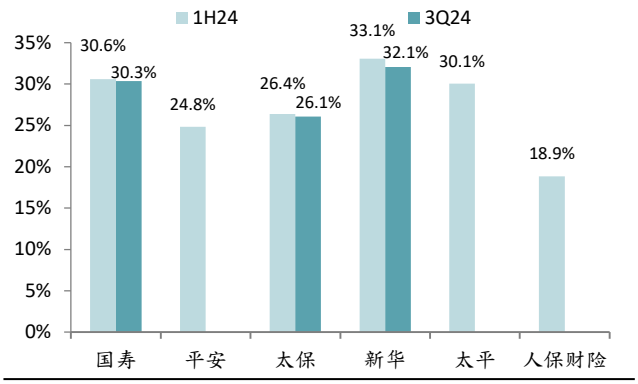
1、预计 2025 年面临较高盈利比较基数

新会计准则下，保险投资资产中交易性金融资产占比较高，尤其是股票和股票型基金大部分计入交易性金融资产，保险公司投资收益相对股票市场的弹性加大，投资收益和盈利的波动性也显著提升。

2024 年前三季度受益于较低同比基数，以及 9 月 24 日以来股票市场的快速回升态势，上市保险公司前三季度盈利同比大幅增长。新华和国寿由于交易性金融资产占比相对高于同业，盈利增幅更为显著。

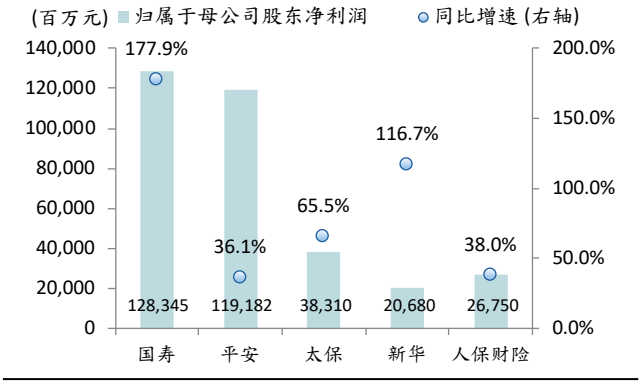
展望 2025 年，我们预计由于 2024 年盈利大幅增长将形成较高可比基数，2025 年面临一定增长压力。

图表 86: 新会计准则下，交易性金融资产占比较高，加剧投资收益和盈利的波动性



资料来源：公司资料，交银国际

图表 87: 受益于股市回升，前三季度上市险企盈利大幅增长

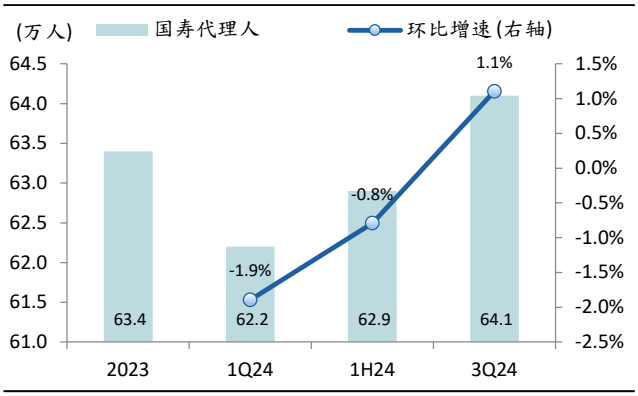


资料来源：公司资料，交银国际

2、2024 年新业务价值增长强劲，2025 年面临一定增长压力

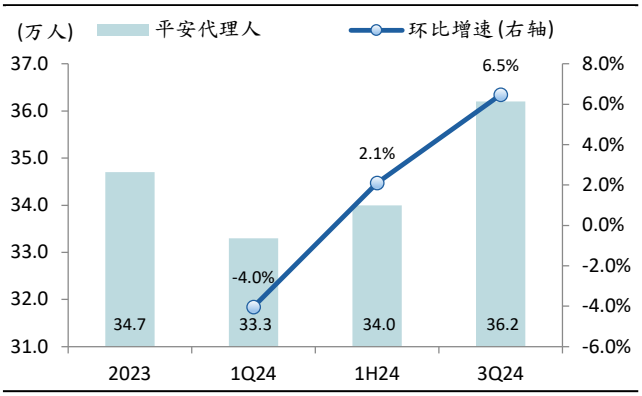
在低利率环境下，能够提供相对较高保证收益的储蓄型保险具有较高市场热度，同时寿险公司转型战略取得成效，代理人产能和收入均显著提升，代理人规模呈现企稳回升态势。截至 2024 年 3 季度末，国寿代理人环比增长 1.1%；平安环比增长 6.5%。我们预计 2025 年代理人队伍有望延续企稳态势。

图表 88: 国寿代理人环比企稳回升



资料来源：公司资料，交银国际

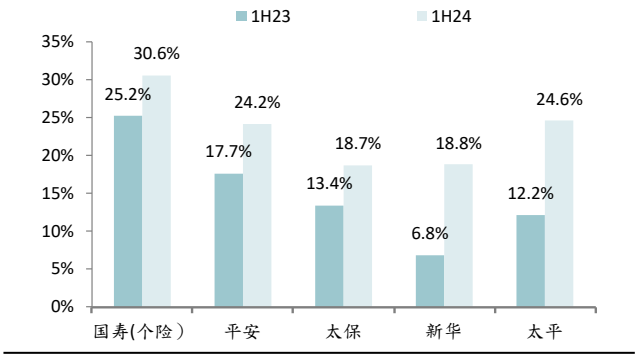
图表 89: 平安代理人呈环比回升态势



资料来源：公司资料，交银国际

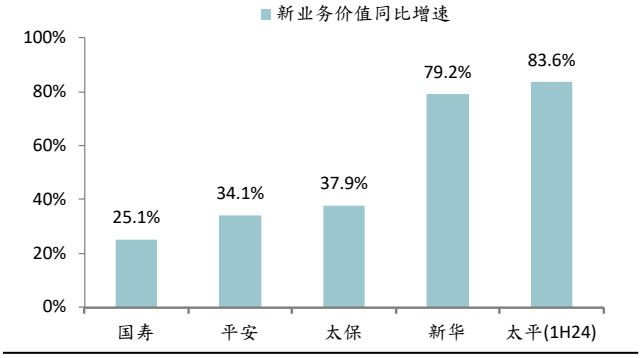
受益于新业务价值率提升，2024 年前三季度上市寿险公司新业务价值同比显著增长。新业务价值率提升主要受三方面因素影响：1）预定利率下调，2023 年 8 月传统险预定利率从 3.5%降至 3.0%，2024 年 9 月开始进一步降至 2.5%，从 2024 年 10 月开始分红型/万能型保险产品预定利率上限/最低保证利率上限分别降为 2.0%/1.5%；2）2023 年 8 月以来，银保渠道推行报行合一，手续费率显著下降；3）险企自身优化业务结构，10 年期以上期交保费占比提升。

图表 90: 新业务价值率同比显著提升



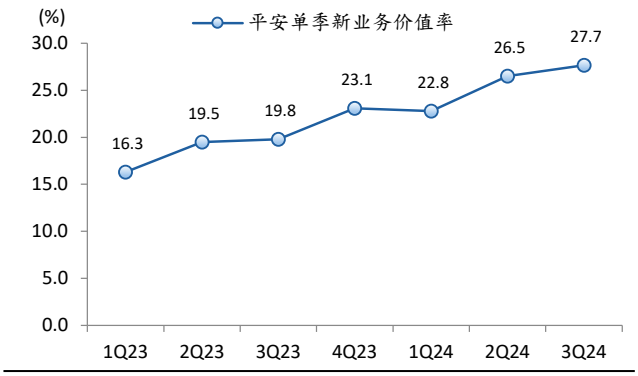
资料来源：各公司资料，交银国际

图表 91: 前三季度新业务价值增速较高



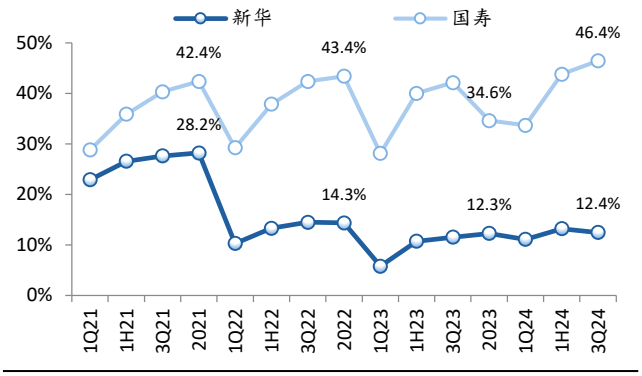
资料来源：各公司资料，交银国际

图表 92: 平安单季新业务价值率呈回升趋势，3Q24 进一步提升



资料来源：公司资料，交银国际

图表 93: 国寿和新华 10 年期以上期交占新单期交的比重显著提升



资料来源：各公司资料，交银国际

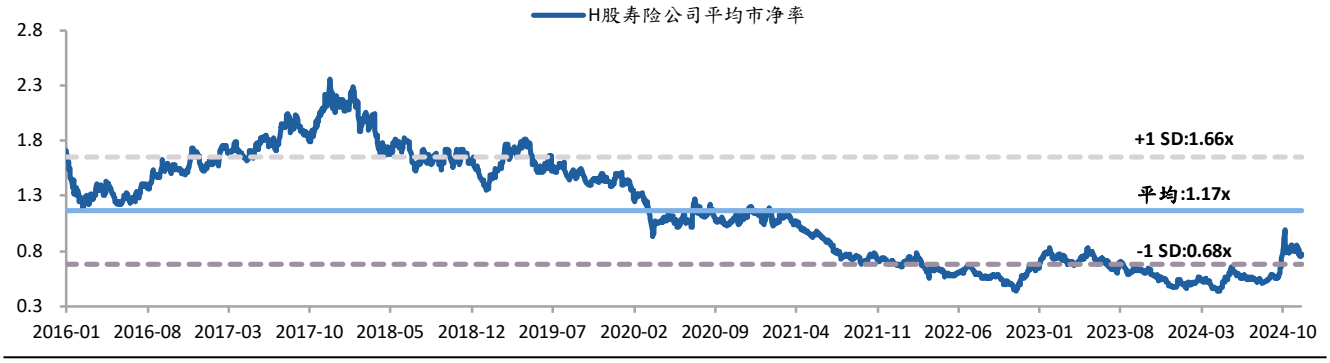
我们预计 2025 年负债端延续增长态势面临一定压力：1）2024 年的高增长形成较高基数；2）2024 年 3 季度预定利率进一步下调，储蓄型产品收益率的吸引力进一步下降，叠加部分需求在预定利率下调前提前释放；3）分红险是 2025 年的销售重点，对于消费者来说，分红型产品在较低的保证利率水平上能够提供一定的向上弹性，对于寿险公司来说，分红型产品能够降低负债成本，缓解利差损风险，但是从市场的接受程度和渠道培训上预计仍需要时间。

我们预计 2024 年五家上市寿险公司新业务价值合计同比增速超过 30%，2025 年同比增长约 4%左右。

3、目前估值水平上保险板块兼具防御性和弹性

从防御性的角度来看，我们预计 2025 年上市寿险公司平均 ROE 仍将超过 10%，但目前板块估值仍显著低于历史平均水平；平安（2318 HK）、太保（2601 HK）和人保财险（2328 HK）股息率仍高于 4%。从弹性角度来看，我们预计国内财政政策仍有发力空间，推动经济增长预期改善，股票市场仍有回升空间。上市保险公司交易性金融资产占投资资产比重普遍超过四分之一，资产端对于股票市场表现仍具较高弹性。

图表 94: H 股上市寿险公司平均市净率仍显著低于 2016 年以来的平均水平



资料来源: 万得，交银国际，截至2024年11月26日

我们认为寿险板块兼具防御性和弹性，推荐平安（2318 HK）和太保（2601 HK）。主要理由：1）交易性金融资产占比低于同业，盈利表现更为稳健；2）分红基于营运利润，有望保持平稳增长；3）股息率目前仍处在较高水平；4）在分红险销售上具备更为丰富的经验。

图表 95: 主要指标预测

	国寿	平安	太保	新华	太平
新业务价值增速 (%)					
2023	11.9	36.2	19.1	24.8	26.0
2024E	20.1	34.4	46.6	87.8	55.7
2025E	3.7	4.3	6.6	4.0	5.5
盈利增速 (%)					
2023	-30.7	-22.8	-27.1	-59.5	44.1
2024E	177.9	67.9	69.1	198.9	40.3
2025E	-18.2	11.7	-12.8	-26.9	3.7
ROAE (%)					
2023	11.0	9.7	12.2	8.6	6.9
2024E	24.0	15.2	17.2	25.2	8.8
2025E	16.4	15.2	13.4	18.2	8.5

资料来源：交银国际预测

图表 96: 上市保险公司估值表（交银国际预测）

	代码	评级	目标价	收盘价	——盈利增速——		——市净率 (倍)——		——P/EV (倍) ——		股息率
			(港元)	(港元)	2023	2024E	2023	2024E	2023	2024E	2024E
国寿	2628 HK	买入	19.0	14.3	-30.7%	177.9%	0.79	0.63	0.30	0.26	3.8%
平安	2318 HK	买入	60.0	44.3	-22.8%	67.9%	0.83	0.75	0.54	0.50	6.1%
太保	2601 HK	买入	32.0	24.2	-27.1%	69.1%	0.87	0.76	0.41	0.37	4.9%
新华	1336 HK	买入	30.5	22.8	-59.5%	198.9%	0.63	0.65	0.26	0.23	4.7%
太平	966 HK	买入	15.0	11.9	44.1%	40.3%	0.45	0.42	0.21	0.19	3.4%
寿险平均							0.71	0.64	0.34	0.31	
众安	6060 HK	买入	15.0	12.2	-126.4%	-3.8%	0.83	0.82	-	-	0.0%
中国财险	2328 HK	买入	14.9	12.2	-15.7%	31.3%	1.09	1.00	-	-	4.4%
友邦	1299 HK	买入	84.0	56.7	13.0%	30.1%	2.00	1.99	1.22	1.15	2.9%

资料来源: 万得，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 26 日

银行业：把握高股息主线，适度增加弹性

2024 年 3 季度上市银行盈利呈现企稳回升态势。盈利增长主要来自规模增长、投资收益和拨备贡献。连续四年的拨备释放使得拨备释放空间有所收窄，拨备对于盈利增长的贡献程度呈下降态势。

我们预计 2025 年息差仍面临下行压力，但降幅有望较 2024 年有所收窄；预计上市银行盈利增速有望保持平稳。预计 2025 年拨备释放能力继续为左右盈利增速的关键因素，我们建议继续关注拨备仍有释放空间的标的：1）拨备覆盖率仍较高；2）信用成本高于不良净生成率。

我们预计支撑高股息策略的环境可能会发生阶段性变化。从外部环境来看，美国通胀前景不确定性仍存，如果美联储放缓降息进程，则可能对 A 股和港股市场的流动性和风险偏好带来扰动，国有行股价表现有望好于同业；而如果国内财政政策力度超出市场预期，进一步提振投资者对于经济的增长预期，投资者风险偏好提升，兼具零售银行和财富管理业务差异化优势的招行（3968 HK）预计具有相对更高的弹性。总体上，我们建议继续关注国有行和招行。

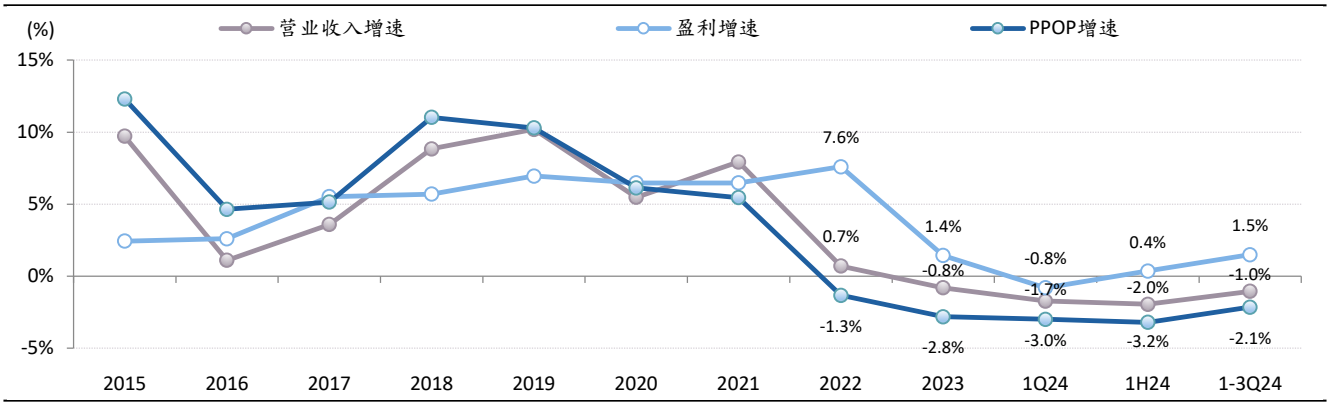
1、2024 年 3 季度上市银行盈利呈现企稳回升态势

2024 年上市银行盈利呈现企稳回升态势。2024 年前三季度，上市银行盈利同比增长 1.5%，年初以来逐季回升。从盈利驱动因素来看，主要来自规模增长、拨备释放和投资收益。2024 年前三季度受手工补息清理，减少套利贷款的影响，资产增速有所放缓；由于利率下行，债券投资收益显著增长，以及“924 新政”以来股票市场呈现回升态势，带动整体投资收益对于盈利贡献提升；拨备释放继续对于盈利形成正向贡献。

从息差来看，2024 年前三季度公布息差数据的上市国有行和股份行平均净息差同比降幅为 19 个基点，相比 2023 年的 24 个基点有所收窄，但仍拖累盈利。

从手续费佣金净收入来看，主要受银保渠道报行合一代销手续费下降影响，2024 年前三季度上市银行同比下降 10.8%，但“924”新政发布以来，股票市场成交活跃，预计财富管理业务相关中收增速呈回升态势。

图表 97: 2024 年前三季度上市银行盈利增速企稳回升



资料来源: 万得，交银国际

2、拨备释放仍是盈利增长主要驱动因素，但拨备释放空间收窄

从盈利增长驱动因素分解来看，2021 年以来息差呈下行态势，上市银行盈利增长主要来自拨备贡献。2024 年前三季度息差继续收窄，显著拖累盈利，拨备和投资收益是盈利增长的主要贡献因素。同时，连续四年的拨备释放使得拨备释放空间有所收窄，拨备对于盈利增长的贡献程度呈下降态势。

图表 98: 上市银行盈利增速分解

(百分点)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1-3Q24
资产增速 (%)	13.3	13.8	6.7	6.5	9.0	10.3	7.9	11.4	11.3	8.2
息差变动的贡献	-6.3	-18.7	-1.5	1.6	-0.6	2.0	-2.9	-8.4	-14.2	-11.4
净利息收入增速 (%)	7.0	-4.9	5.3	8.1	8.4	12.3	5.0	3.0	-2.9	-3.2
净利息收入贡献	*5.4*	*-3.7*	*3.7*	*5.9*	*6.0*	*8.7*	*3.8*	*2.2*	*-2.2*	*-2.4*
净手续费收入贡献	*2.8*	*1.7*	*0.1*	*0.3*	*1.2*	*-2.5*	*0.9*	*-0.4*	*-1.1*	*-1.5*
投资收益贡献	*0.9*	*1.6*	*-1.6*	*4.5*	*1.0*	*-0.6*	*2.1*	*-1.6*	*2.5*	*2.2*
其他收入贡献	*0.6*	*1.5*	*1.4*	*-1.9*	*2.0*	*-0.1*	*1.1*	*0.5*	*-2.8*	*0.7*
营收增速 (%)	9.7	1.1	3.6	8.8	10.2	5.5	7.9	0.7	-3.5	-1.0
成本费用节约	2.6	3.5	1.6	2.2	0.1	0.7	-2.5	-2.0	0.7	-1.1
PPOP 增速 (%)	12.3	4.6	5.1	11.0	10.3	6.1	5.5	-1.3	-2.8	-2.1
拨备贡献	-10.5	-4.3	-1.9	-7.3	-2.9	-6.6	6.8	6.2	3.4	2.6
营业利润增速 (%)	1.8	0.3	3.3	3.8	7.4	-0.5	12.3	4.8	0.6	0.5
所得税贡献	0.8	3.1	1.8	1.7	0.0	1.1	0.1	2.4	1.2	1.0
净利润增速 (%)	2.6	3.4	5.1	5.5	7.4	0.6	12.4	7.2	1.8	1.5

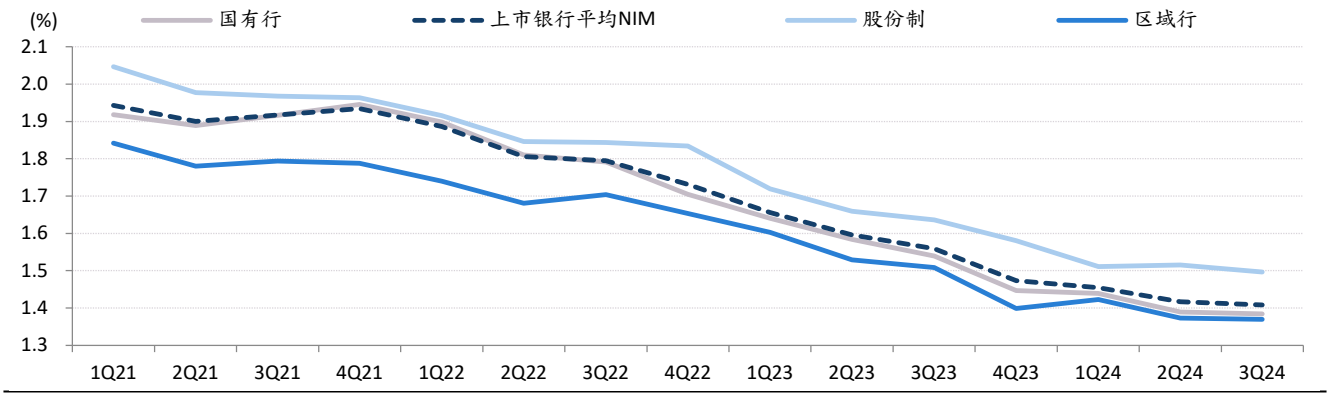
*资料来源: 万得，交银国际 *2023 年增速未采用2022 年重述数据*

3、2025 年息差仍面临下行压力，但降幅有望较 2024 年有所收窄

从上市银行盈利驱动因素分解来看，2021 年以来，息差呈收窄态势，对于盈利增长形成较大拖累。2021-23 年净息差降幅逐年扩大。从上市国有行和股份行平均净息差来看，2022 年下降 14 个基点，2023 年下降 24 个基点，2024 年前三季度同比下降 19 个基点，降幅较 2023 年略有收窄。

2024 年 3 季度息差环比降幅呈收窄态势。我们计算 3 季度上市银行单季净息差（净利息收入/期初期末平均总资产）为 1.41%，环比略降 1 个基点，较前期降幅呈收窄态势。

图表 99: 上市银行单季测算净息差



资料来源: 公司资料，交银国际

9 月 24 日，在国务院新闻办新闻发布会上，央行、金融监管总局和证监会公布多项新的政策举措。“924 新政”以来，存量房贷利率下调 50 个基点，1 年期和 5 年期 LPR 均下降 25 个基点。我们预计存量房贷利率调整、贷款重定价和信贷需求偏弱将使得 2025 年净息差下降 14 个基点左右。

11 月 8 日，财政部公布总体金额达到 12 万亿元地方化债计划，由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，估算五年累计可节约6,000亿元（人民币，下同）左右。根据化债计划，2025-27 年每年置换地方政府隐形债务的规模为 2.8 万亿元，假设银行表内资产（贷款+非标）占据其中 90%；我们预计存量城投贷款的利率为 6%左右，而地方政府债券利率在 3%左右。如果通过置换使得这部分资产的利率下降 3 个百分点，将影响银行利息收入约 800 亿元，对于息差的影响在 3 个百分点左右。

但另一方面，存款利率下调和存款端重定价效果也将逐步显现，资本市场活跃带来活期存款占比有望小幅提升。以工行为例，10 月 18 日，1 年期和 5 年期存款利率分别下降 10 和 20 个基点。我们预计存款成本下降将提升净息差 10 个基点。

总体上，在不考虑 2025 年进一步降息的背景下，我们预计 2025 年上市银行净息差下降幅度在 10 个基点左右，较 2024 年的降幅有望收窄。

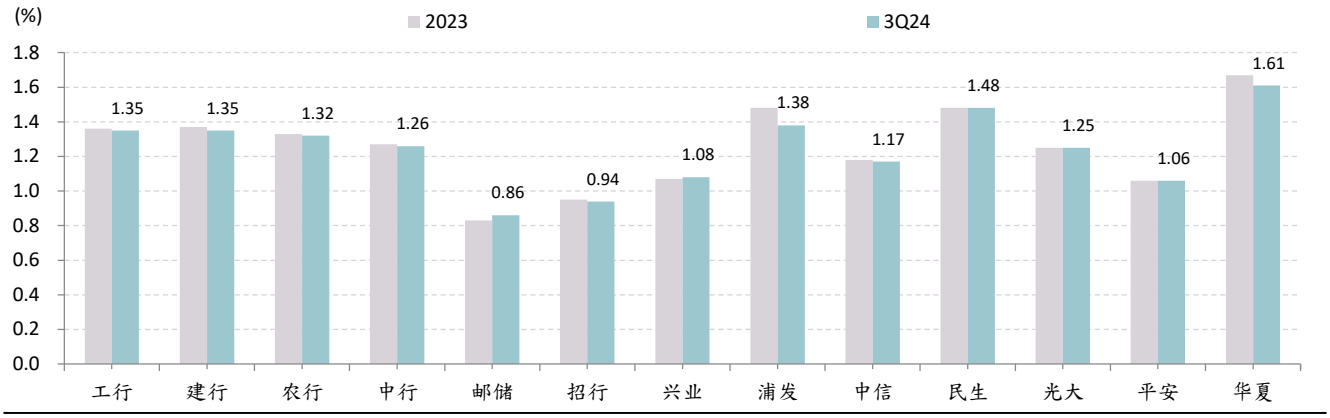
4、预计 2025 年上市银行盈利增速有望保持平稳

展望 2025 年，我们有以下预测：1）预计贷款增速略有放缓。2024 年受手工补息清理等因素影响，形成较低基数，对于经济增长的支持政策有望持续出台，零售贷款需求有望呈回升态势，但化债预计将使得贷款增速放缓，总体贷款增速较 2024 年略有放缓；2）息差仍有下行压力，但预计降幅较 2024 年有所收窄；3）2024 年银行手续费佣金净收入主要受银保渠道报行合一影响形成较低基数，2025 年预计资本市场相关手续费收入有望回升，带动手续费佣金净收入恢复正增长；4）2024 年受利率下行债券公允值正向变动和“924 新政”以来股市上涨影响，投资收益形成较高基数，预计 2025 年可能有所波动。总体上我们预计上市银行盈利增速有望保持平稳。

从资产质量来看，2024 年前三季度上市银行不良率基本保持稳定。根据财政部 11 月 8 日公布的化债计划，采用地方政府专项债置换隐形地方政府债务，将显著降低银行城投基建类相关贷款的资产质量风险；9 月 26 日，中央政治局会议提出的“要促进房地产市场止跌回稳”，提振房地产需求和缓解房企财务压力的政策陆续出台，包括取消限购、限售、限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低存量房贷利率；恢复专项债用于土地储备等，预计后续仍有支持房地产行业的政策出台，有利于缓解银行房地产相关贷款的资产质量压力。我们预计财政政策仍有发力空间，提振内需和促进消费也将是重点投入方向之一。预计 2025 年银行业资产质量呈稳中向好态势。

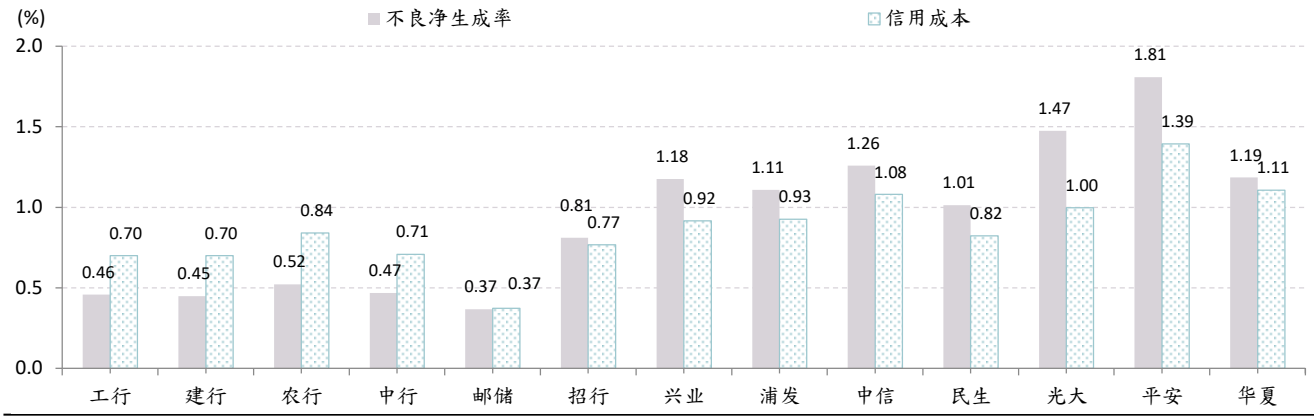
预计 2025 年拨备释放能力继续为左右盈利增速的关键因素，我们建议继续关注拨备仍有释放空间的标的：1）拨备覆盖率仍较高；2）信用成本高于不良净生成率。建议继续关注国有行和招行。

图表 100:上市银行不良率保持平稳



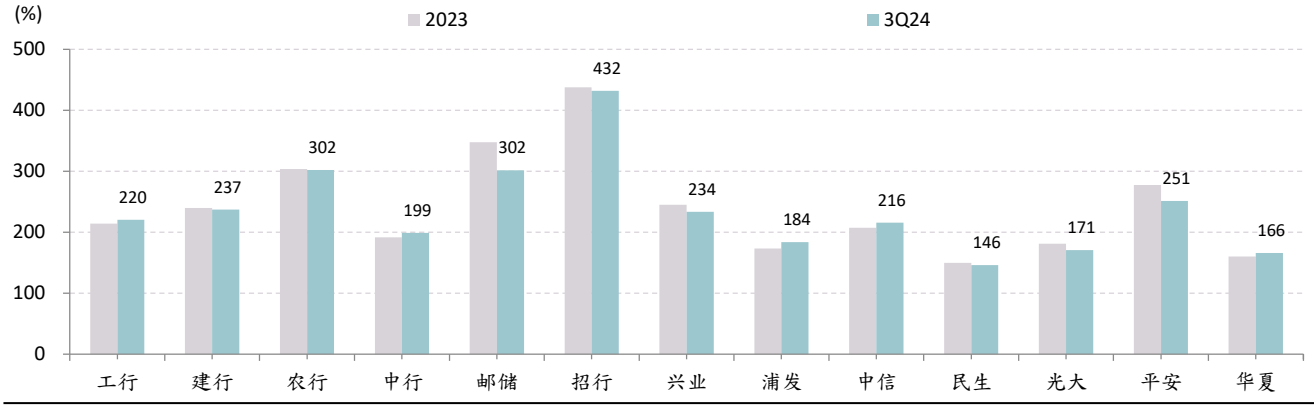
资料来源: 万得，交银国际

图表 101: 国有行信用成本仍高于不良净生成率（1H24）



资料来源: 各公司资料，交银国际

图表 102: 上市银行拨备覆盖率，招行高于同业，国有行相对高于股份行



资料来源: 万得，交银国际

5、把握高股息主线，建议继续关注国有行和招行

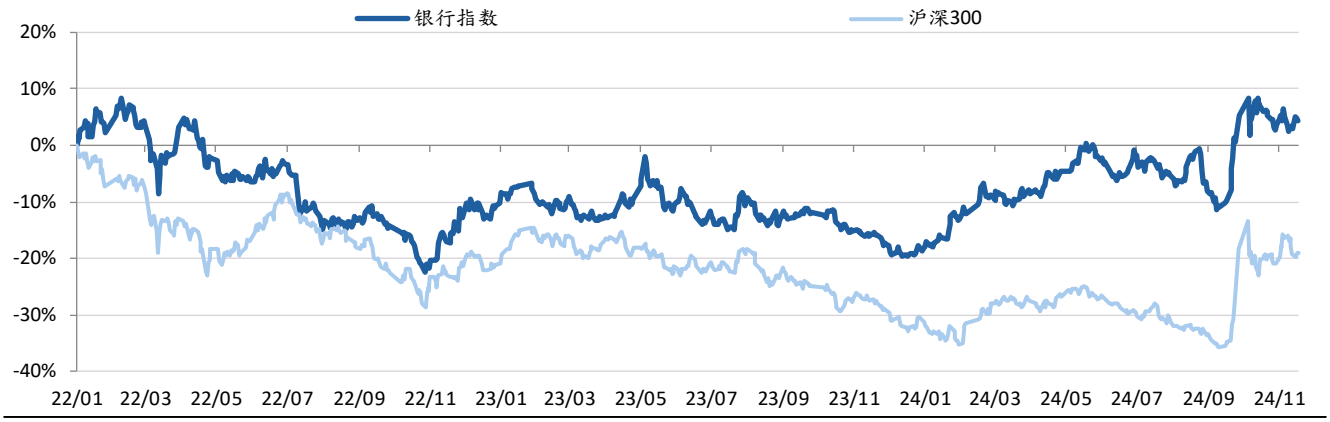
2022 年以来，A 股银行业指数连续三年跑赢沪深 300 指数；银行板块内部，国有行股价表现显著好于城商行和股份行，主要由于国有行总体盈利表现更为稳定，而城商行和股份行内部呈现显著分化。我们认为在“924 新政”之前支撑高股息策略有两个核心因素。1）美联储的高利率水平，制约国内货币政策宽松空间，并且对于股票市场流动性和投资者风险偏好形成压制；2）国内低利率环境和股票市场波动下，投资者追求稳健的投资标的。而“924 新政”以来，A 股和港股市场呈回升态势，投资者风险偏好提升，银行业指数走势弱于整体市场。

展望 2025 年，一方面美联储开始进入降息周期，但美国通胀前景不确定性仍存，影响 A 股和港股市场的流动性和风险偏好；另一方面，央行创设互换便利和股票增持回购再贷款使得股票市场得到托底，支持经济和稳定资本市场的政策有望持续出台，投资者风险偏好有望呈提升态势。从监管导向上来看，监管机构侧重提升上市公司质量，督促上市公司加大分红和回购力度，提升股东回报，有利于支持高股息策略。

我们预计支撑高股息策略的环境可能会发生阶段性变化。如果美国通胀水平重新回升使得美联储放缓降息进程，A 股和港股市场可能重回高股息策略占优的环境，国有行股价表现有望好于同业；而如果国内财政政策力度超出市场预期，进一步提振投资者的于经济增长预期，投资者风险偏好提升，兼具零售银行和财富管理业务差异化优势的招行（3968 HK）预计具有相对更高的弹性。

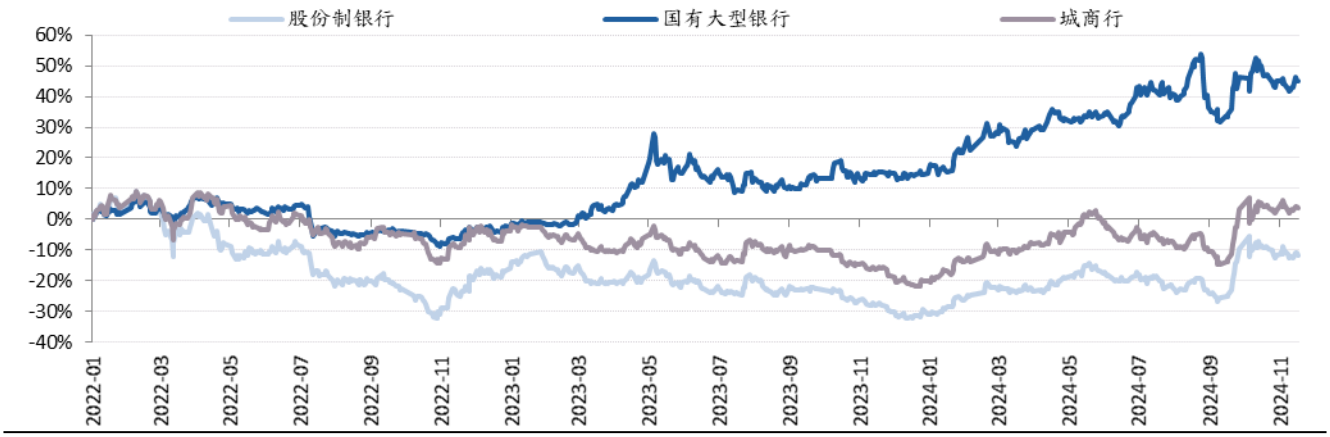
总体上，我们建议对于银行板块继续关注国有行和招行。

图表 103: 2022 年以来银行业指数显著跑赢沪深 300 指数



资料来源: 万得，交银国际

图表 104: 银行板块内部，国有行股价表现好于城商行和股份行



资料来源: 万得，交银国际

图表 105: H 股上市银行估值表（万得一致预期）

代码	公司	收盘价	总市值	—EPS (人民币)—		————盈利增速————			—市盈率 (倍)—		—市净率 (倍)—		ROE	股息率
		(港元)	(亿元人民币)	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2024E
1398 HK	工行	4.57	20,273	1.0	1.0	0.8%	-0.5%	1.5%	4.2	4.1	0.41	0.39	9.8	7.2%
939 HK	建行	5.84	13,740	1.3	1.4	2.4%	0.1%	1.7%	4.1	4.0	0.42	0.39	10.5	7.4%
1288 HK	农行	3.89	16,461	0.8	0.8	3.9%	2.0%	2.8%	4.6	4.5	0.49	0.45	10.0	6.5%
3988 HK	中行	3.61	13,307	0.8	0.8	2.4%	-1.9%	2.3%	4.3	4.2	0.41	0.38	9.1	6.9%
1658 HK	邮储	4.50	5,053	0.9	0.9	1.2%	1.1%	4.0%	4.8	4.6	0.48	0.44	9.6	6.3%
3328 HK	交行	5.76	4,741	1.2	1.2	0.7%	-3.7%	1.5%	4.5	4.4	0.40	0.37	8.6	6.7%
3968 HK	招行	34.50	8,970	5.8	6.0	6.2%	-0.2%	3.0%	5.5	5.4	0.78	0.71	13.8	6.1%
998 HK	中信	4.97	3,284	1.4	1.4	7.9%	-0.6%	2.8%	3.4	3.3	0.35	0.32	9.8	7.7%
1988 HK	民生	3.02	1,626	0.8	0.8	1.6%	-0.9%	1.1%	3.5	3.4	0.20	0.19	5.7	7.6%
6818 HK	光大	2.70	1,982	0.7	0.7	-9.0%	0.5%	4.0%	3.6	3.5	0.30	0.28	7.8	6.9%
2016 HK	浙商	2.13	731	0.6	0.6	10.5%	2.2%	5.1%	3.5	3.4	0.32	0.30	8.6	8.5%

资料来源: 万得一致预期，截至2024年11月26日

证券行业：预计 2025 年各项业务有望趋势向好，但估值已接近合理

2024 年前三季度证券行业盈利降幅收窄，增长主要来自自营投资收益。我们预计随着已出台政策的后续落地，包括互换便利和股票回购、增持再贷款扩大规模，以及财政政策加大力度，股票市场有望保持成交活跃态势。我们预计 2024 年 A 股日均成交金额为 1 万亿元，同比增长 14%，预计 2025 年在后续政策预期的推动下，有望同比增长 20%至 1.2 万亿元。

我们预计 2024 年证券行业盈利同比增长 12.4%，平均 ROE 为 5.2%，较 2023 年提高 0.4 个百分点。我们预计 2025 年券商各项业务呈现回升态势，证券行业盈利同比增长 22.7%达到 1,900 亿元，平均 ROE 为 6.0%，同比提高 0.8 个百分点。

从估值来看，我们认为证券板块估值已经接近合理水平，推荐业务结构较为均衡的头部券商，维持中信证券（6030 HK）和华泰证券（6886 HK）**买入**评级。

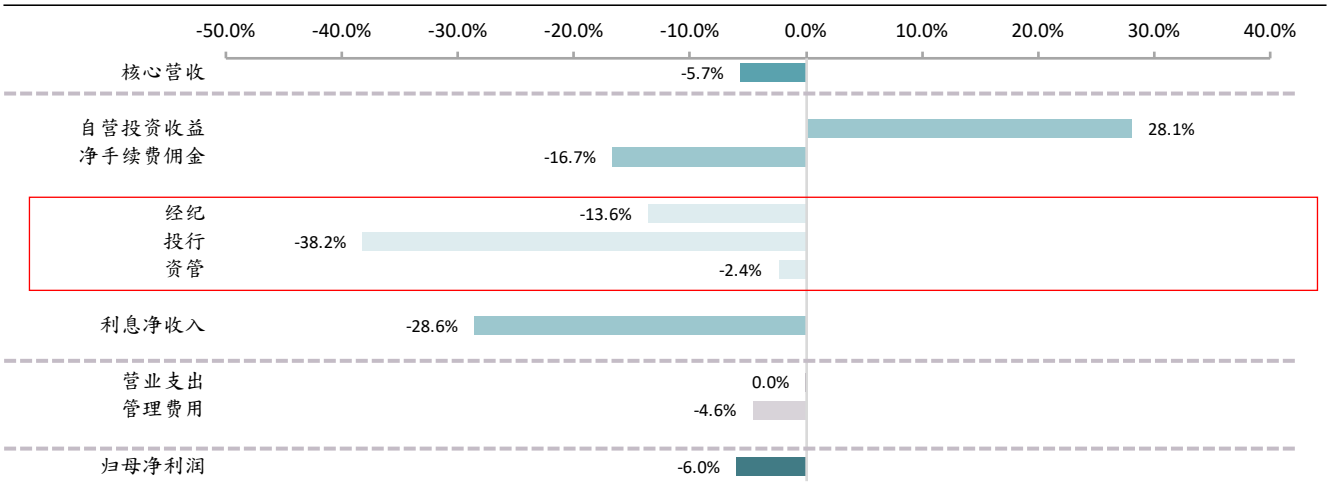
1、2024 年前三季度盈利降幅收窄，增长主要来自自营投资收益

43 家 A 股上市券商前三季度归母净利润下降 6%，降幅较上半年收窄 16.2 个百分点，3 季度单季同比增长 41.7%，盈利增长主要来自自营投资收益。

前三季度上市券商核心营收同比下降 5.7%，降幅较上半年收窄 11.3 个百分点，其中自营投资收益同比增长 28.1%，但手续费佣金净收入同比下降 16.7%，经纪、投行和资管同比分别下降 13.6%、38.2%和 2.4%，以及净利息收入同比下降 28.6%，拉低核心营收增速。

受益于股票市场回升，3 季度自营投资收益显著增长。上市券商 3 季度自营投资收益同比增长 1.74 倍，拉动前三季度自营投资收益同比增长 28.1%，主要由于政策预期提振市场信心和投资者风险偏好，推动股票市场的回升态势。

图表 106: 1-3Q24 上市券商营收和盈利增速



资料来源: 万得，交银国际

2、后续仍有政策空间，股票市场成交有望持续活跃

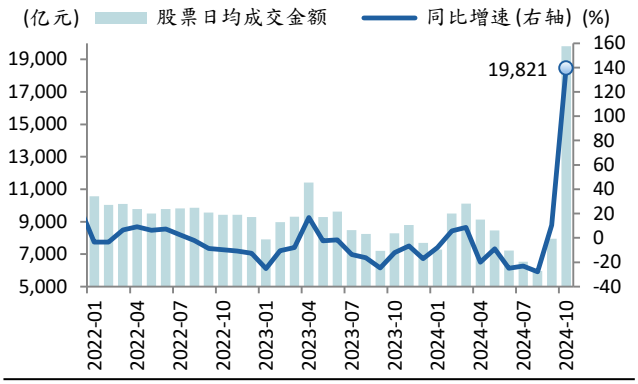
在 9 月 24 日国新办新闻发布会上金融监管部门发布多项支持经济增长和稳定资本市场的政策举措，其中央行创设两项新的结构性货币政策工具：证券、基金、保险公司互换便利和股票回购、增持再贷款，显著改善股票市场流动性，推动股票市场在目前较低估值水平上呈现回升态势。

市场成交活跃，市场指标持续回升。从日均成交金额来看，2024 年 10 月 A 股日均成交金额接近 2 万亿元，创下历史新高；两融余额呈持续回升态势，截至 2024 年 11 月中旬已经超过 1.8 万亿元，回到 2021 下半年水平；两融成交金额占日均成交金额的比重在 2024 年 10 月达到 10.8%，回升至 2016 年以来的较高水平；A 股 IPO 仍保持在低位，但港股 IPO 在 9 月大幅回升至 358 亿港元，10 月有所回落，但仍显著高于前期水平，2024 年 1-10 月港股 IPO 规模已经达到 2023 年全年的 1.5 倍。

我们预计随着已出台政策的后续落地，包括互换便利和股票回购、增持再贷款扩大规模，以及财政政策上赤字水平提升，对于经济增长力度加大，预计股票市场有望保持成交活跃态势。

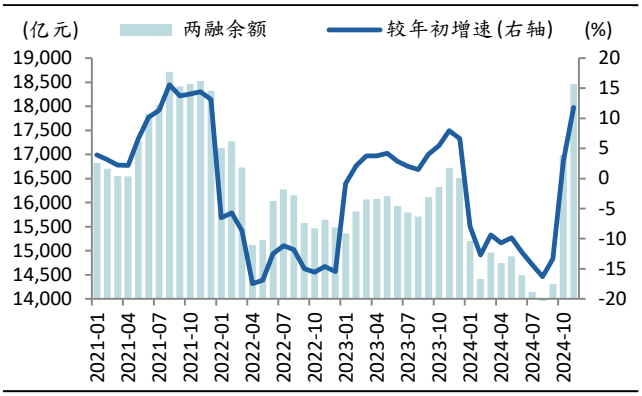
我们预计 2024 年 A 股日均成交金额为 1 万亿元，同比增长 14%，预计 2025 年在后续政策预期的推动下，有望同比增长 20%至 1.2 万亿元。

图表 107: 2024 年 10 月日均成交金额近 2 万亿元



资料来源：万得，交银国际

图表 108: 两融余额回到 2021 下半年水平



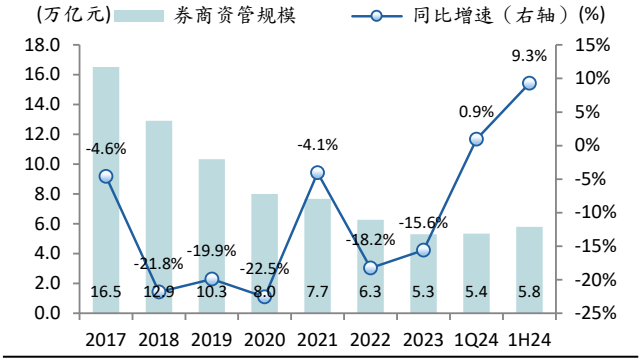
资料来源：万得，交银国际

图表 109:两融交易占比回升至 2016 年以来的较高水平



资料来源：万得，交银国际

图表 110: 券商私募资管 AUM 呈企稳回升态势



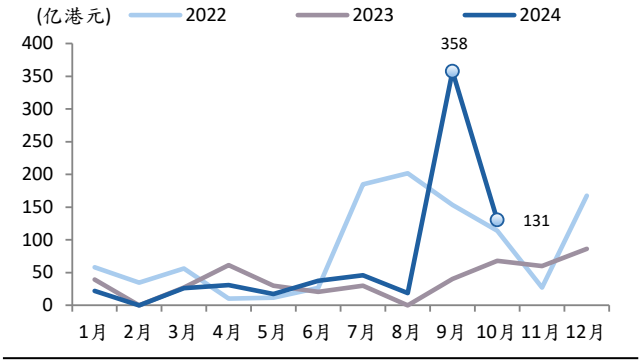
资料来源：万得，交银国际

图表 111: A 股 IPO 仍维持低位



资料来源：万得，交银国际

图表 112: 港股 IPO 在 9、10 月显著上升



资料来源：万得，交银国际

3、预计 2025 年证券行业各项业务呈回升态势，推动盈利较快增长

我们预计 2024 年证券行业（证券业协会母公司口径）盈利主要来自自营投资收益的拉动，投行和净利息收入仍拖累盈利，预计 2024 年盈利同比增长 12.4%，平均 ROE 为 5.2%，较 2023 年提高 0.4 个百分点。

我们预计 2025 年券商各项业务呈现回升态势：证券行业经纪业务、投行业务和资管业务有望在 2024 年的低基数上呈现回升趋势，自营投资收益在 2024 年相对较高的基数上仍有提升空间；净利息收入随着两融需求回暖而恢复同比正增长。我们预计 2025 年证券行业盈利同比增长 22.7%达到 1,900 亿元，平均 ROE 为 6.0%，同比提高 0.8 个百分点。

图表 113: 证券行业主要财务指标预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
主要指标							
营业收入（亿元）	3,605	4,485	5,024	3,950	4,059	4,245	5,069
同比增速	35.4%	24.4%	12.0%	-21.4%	2.8%	4.6%	19.4%
净利润（亿元）	1,231	1,575	1,911	1,423	1,378	1,550	1,901
同比增速	84.8%	28.0%	21.3%	-25.5%	-3.1%	12.4%	22.7%
净利润率	34.1%	35.1%	38.0%	36.0%	34.0%	36.5%	37.5%
净资产（亿元）	20,200	23,100	25,700	27,900	29,500	30,662	32,183
平均 ROE	6.3%	7.3%	7.8%	5.3%	4.8%	5.2%	6.0%
收入增速							
代理买卖证券收入	788	1,161	1,338	1,135	984	1,085	1,313
同比增速		*47.4%*	*15.3%*	*-15.2%*	-13.3%	10.2%	21.0%
投资银行	483	672	700	659	543	326	407
同比增速		*39.3%*	*4.1%*	*-5.8%*	-17.6%	-40.0%	25.0%
资产管理	275	300	318	271	225	247	287
同比增速		*8.9%*	*6.1%*	*-14.8%*	-17.0%	10.0%	16.1%
净利息收入	464	589	662	633	532	480	552
同比增速		*26.9%*	*12.6%*	*-4.4%*	-16.1%	-9.7%	15.0%
投资收益（含公允值变动）	1,222	1,263	1,377	608	1,217	1,582	1,930
同比增速		*3.4%*	*9.0%*	*-55.8%*	100.1%	30.0%	22.0%
收入结构							
证券经纪	23.1%	28.7%	30.4%	32.6%	27.5%	28.6%	29.0%
其中：代理买卖证券收入	21.8%	25.9%	26.6%	28.7%	24.3%	25.6%	25.9%
投资银行	13.4%	15.0%	13.9%	16.7%	13.4%	7.7%	8.0%
资产管理	7.6%	6.7%	6.3%	6.9%	5.5%	5.8%	5.7%
资本中介	12.9%	13.1%	13.2%	16.0%	13.1%	11.3%	10.9%
证券投资	33.9%	28.2%	27.4%	15.4%	30.0%	37.3%	38.1%
小计	90.8%	91.7%	91.3%	87.5%	89.4%	90.7%	91.6%

资料来源: 证券业协会，万得，交银国际预测

图表 114: 证券行业主要业务指标及假设

(亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
经纪业务							
股票日均成交金额	5,222	8,511	10,616	9,277	8,769	10,000	12,000
同比增速	40.7%	63.0%	24.7%	-12.6%	-5.5%	14.0%	20.0%
股基日均成交金额	5,599	9,076	11,370	10,234	9,917	11,206	13,560
同比增速	35.3%	62.1%	25.3%	-10.0%	-3.1%	13.0%	21.0%
股基成交金额	1,366,233	2,204,491	2,762,968	2,476,710	2,399,928	2,711,919	3,281,422
平均佣金率	2.88%	2.63%	2.42%	2.29%	2.05%	2.00%	2.00%
投行业务							
IPO 募资额	2,532	4,793	5,426	5,870	3,565	679	814
同比增速	83.8%	89.3%	13.2%	8.2%	-39.3%	-81.0%	20.0%
股权融资额	15,426	16,778	18,182	16,867	11,344	3,316	4,146
同比增速	27.4%	8.8%	8.4%	-7.2%	-32.7%	-70.8%	25.0%
资管业务							
资管 AUM	108,310	85,531	82,352	68,740	59,251	59,411	68,323
同比增速	-18.9%	-21.0%	-3.7%	-16.5%	-13.8%	12.0%	15.0%
投资业务							
沪深 300 指数 (点)	4,097	5,211	4,940	3,872	3,431		
变动	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%		
中债综合指数 (点)	201	207	218	225	236		
变动	4.6%	3.0%	5.1%	3.3%	4.8%		
资本中介							
两融余额	10,192	16,190	18,322	15,404	16,509	18,500	19,500
同比增速	34.9%	58.8%	13.2%	-15.9%	7.2%	12.1%	5.4%

资料来源: 万得，交银国际预测

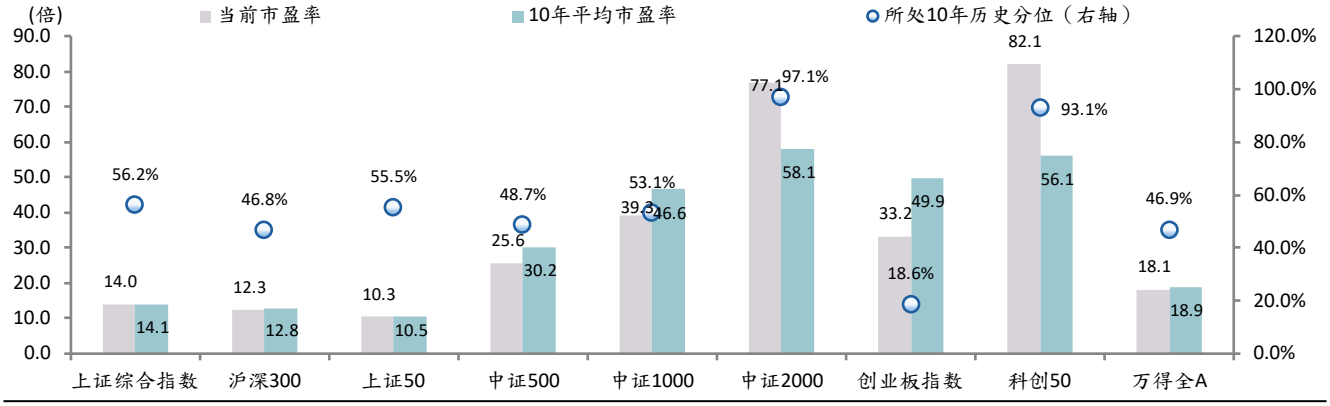
4、证券行业估值已接近合理水平

目前沪深 300 指数市盈率为 14 倍，A 股主要市场指数整体估值水平略高于过去 10 年平均水平；从历史分位数来看，除创业板指数仍处于过去 10 年 20%历史分位数左右，其他均已经超过 40%。

目前 A 股上市券商市净率为 1.5 倍左右，处于过去 10 年 38%历史分位数。我们使用证券行业平均 ROE 与 A 股证券行业指数市净率进行测算，如果 2025 年证券行业平均 ROE 可以达到 6%，对应合理市净率在 1.7 倍左右。我们认为 A 股证券行业市净率已经接近合理估值水平。

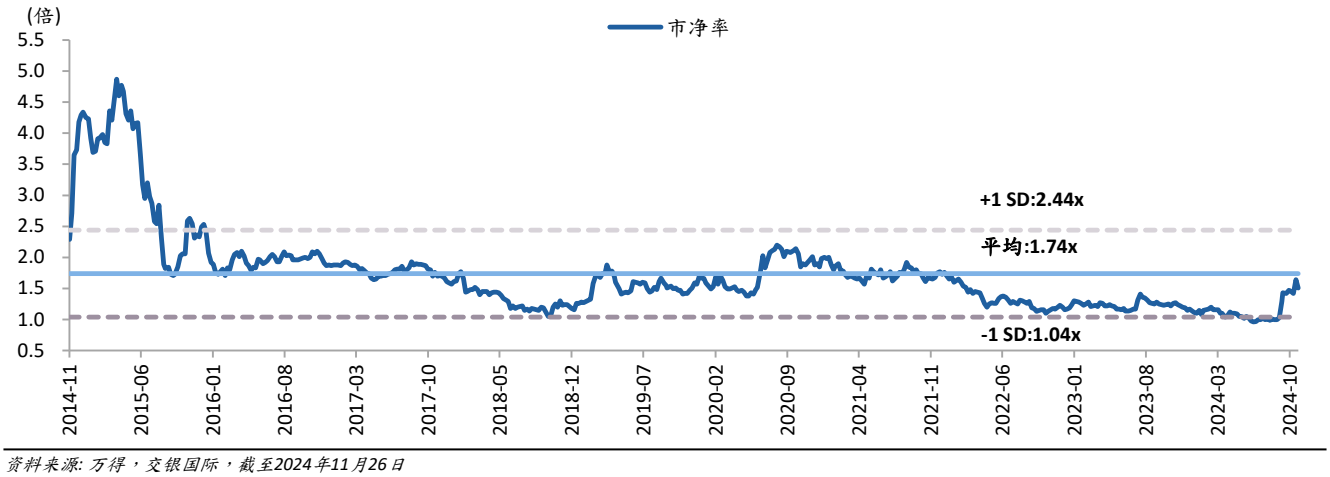
目前 H 股券商平均市净率为 0.67 倍，我们使用 H 股券商平均 ROE 与 H 股券商平均市净率进行测算，根据万得一致预期，如果 2025 年 H 股券商平均 ROE 达到 6%，则对应合理市净率为 0.75 倍左右，已经较为接近合理估值水平。

图表 115: 目前市场整体达到过去 10 年平均 TTM 市盈率



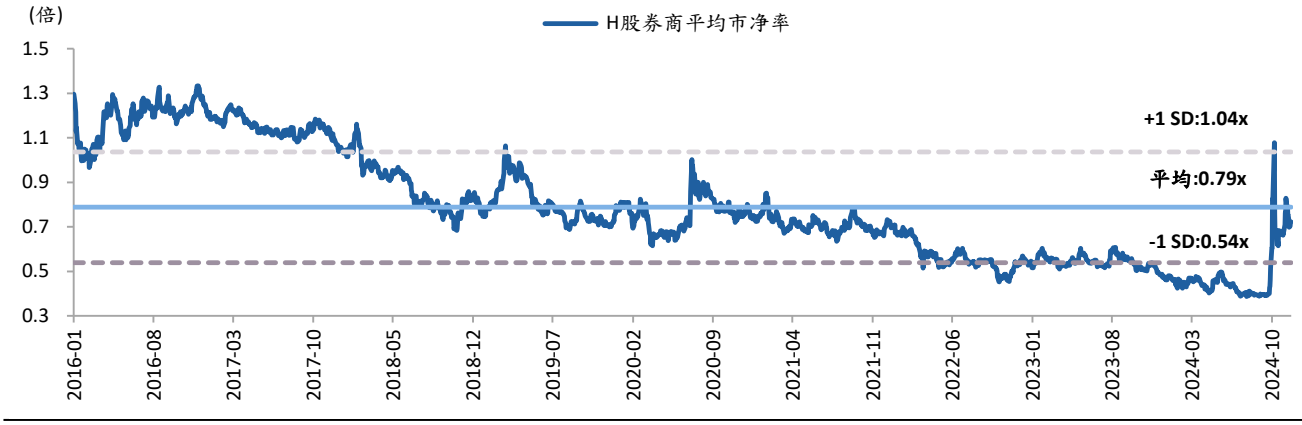
资料来源: 万得，交银国际，截至2024年11月26日

图表 116:A 股上市券商市净率处于过去 10 年 38%历史分位数



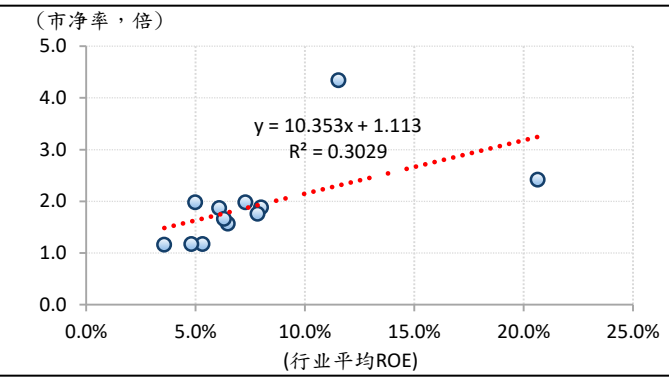
资料来源: 万得，交银国际，截至2024年11月26日

图表 117:H 股上市券商平均市净率接近 2016 年以来的平均水平



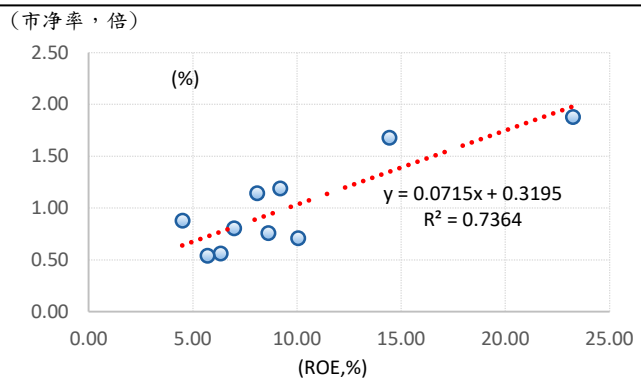
资料来源: 万得，交银国际，截至2024年11月26日

图表 118: A 股上市券商市净率 vs. ROE



资料来源: 万得，交银国际

图表 119: H 股上市券商平均市净率 vs. ROE



资料来源: 万得，交银国际

5、推荐业务结构均衡的头部券商

我们预计 2025 年股票市场既有支撑，也面临一定扰动，推荐业务结构较为均衡的头部券商，维持中信证券（6066 HK）和华泰证券（6886 HK）的**买入**评级。另外，券商并购重组预期有望保持持续活跃。

图表 120：交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	13.12	17.50	33.4%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	9.92	12.00	21.0%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	12.90	17.00	31.8%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	21.00	25.00	19.0%	2024 年 10 月 30 日	内地综合性证券公司
6837 HK	海通证券	中性	6.69	7.00	4.6%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	12.22	15.00	22.7%	2024 年 08 月 28 日	内地互联网财险公司
966 HK	中国太平保险	买入	11.88	15.00	26.3%	2024 年 11 月 23 日	内地寿险公司
1336 HK	中国人寿	买入	14.30	19.00	32.9%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2628 HK	中国太保	买入	24.15	32.00	32.5%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2601 HK	新华保险	买入	22.75	30.50	34.1%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	44.30	60.00	35.4%	2024 年 10 月 22 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	12.18	14.90	22.3%	2024 年 10 月 30 日	内地财险公司
QFIN US	乐信集团	买入	3.40	4.20	23.5%	2024 年 11 月 26 日	金融科技
LX US	奇富科技	买入	33.85	38.40	13.4%	2024 年 11 月 20 日	金融科技
FINV US	信也科技	买入	6.24	7.20	15.4%	2024 年 11 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	56.65	84.00	48.3%	2024 年 05 月 27 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	84.00	108.00	28.6%	2024 年 11 月 20 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 26 日

房地产行业

行业评级
内地： 同步
香港： 同步

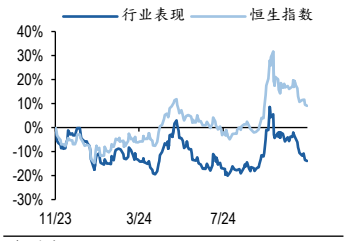
2025 年展望：止跌回稳，温和复苏

- **中国内地房地产：市场将止跌回稳，房企温和复苏。**在政策加持下，我们预计 2025 年整体购房情绪将持续温和复苏，行业基本面也将有所恢复。我们相信一手市场的供应量会减少，缓解开发商降价去化的压力，一手价格可望稳定在现在水平。同时，我们相信需求端在全面取消限购后，2025 年成交面积有望同比上升 15%。我们看见市场回稳，预计销售势头如果可以延续，会对部分房企财务提供有力支持。如果银十月的销售势头延续到明年春节后，我们相信这会有助更多的房企从财务上及基本面上“止跌回稳”。政策展望方面，我们相信 2025 年政策出台主要方向包括：1）收储；2）旧改/棚户/城中村改造；以及 3）盘活存量土储。**投资建议：**我们对中国内地房地产的偏好排序为：估值不高的国企/国企背景开发商>拥有一/二线城市土地储备的民企龙头>其他民企开发商。

- **中国香港房地产：降息后的新世界。**我们认为宏观不确定性因素在 2025 年仍将影响香港房地产市场的前景，但一些关键因素正在出现转机，可能有助于房地产市场稳定，尤其是香港住宅市场，包括香港人口反弹和开始降息，我们预计 2025 年租金上涨 5%，中小户型价格上涨 3-5%。另外，我们还预计零售市场将温和复苏，北上出行消费趋势也渐稳定，入境游客量逐步好转，部分缓解一些本地零售商的压力。同时，我们对办公楼板块保持谨慎，我们认为最差情况已过，但由于空置率仍将居于高位，2025-26 年也有不少大型项目落成，限制了办公楼市场的反弹空间，预计主要中央商务区的甲级办公楼租金将在 2025 年同比下降约 3-5%，主要由于办公楼区的空置率仍将保持高位。

- **投资建议：**降息的时间和幅度有一定不确定性，但仍是未来 12-18 个月一个正面的潜在催化剂，同时房地产信托短期内可能加入港股通是另一个行业重估的催化剂。我们对中国香港房地产行业偏好如下：零售房地产投资信托>低负债住宅开发商>零售业主>拥有大量办公楼业务的房地产投资信托基金/业主/开发商；我们选择领展（823 HK/**买入**）作为我们对中国香港房地产的首选。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谢骐聪, CFA, FRM
philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
新鸿基地产	16 HK	买入	96.10	75.75	7.697	8.425	9.8	9.0	0.36	0.35	5.0
华润置地	1109 HK	买入	24.94	22.40	3.549	3.664	5.9	5.7	0.52	0.48	6.3
领展房托	823 HK	买入	47.70	33.35	2.631	2.649	12.7	12.6	0.48	0.47	7.8
越秀地产	123 HK	买入	6.60	5.49	0.813	0.901	6.3	5.7	0.36	0.34	6.4
碧桂园服务	6098 HK	买入	6.08	5.46	0.795	0.712	6.4	7.1	0.46	0.45	3.9
中海物业	2669 HK	买入	6.30	5.16	0.470	0.543	10.2	8.8	3.04	2.46	3.0
新世界发展	17 HK	买入	11.44	6.65	0.547	0.655	12.2	10.2	0.09	0.09	3.0
越秀服务	6626 HK	买入	4.72	3.06	0.361	0.433	7.9	6.6	1.17	1.07	6.3
雅生活服务	3319 HK	买入	3.20	2.88	0.718	0.886	3.7	3.0	0.31	0.29	2.7
雅居乐集团	3383 HK	买入	1.16	0.78	-0.965	-0.983	NA	NA	0.06	0.07	0.0
恒基地产	12 HK	中性	23.84	24.40	2.245	2.449	10.9	10.0	0.36	0.36	7.7
时代邻里	9928 HK	中性	0.60	0.46	0.183	0.211	2.3	2.0	0.28	0.25	6.5
平均							**8.0**	**7.3**	**0.62**	**0.56**	**4.9**

资料来源：FactSet、交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

中国内地房地产：市场将止跌回稳，房企温和复苏

政策拐点以稳定市场预期

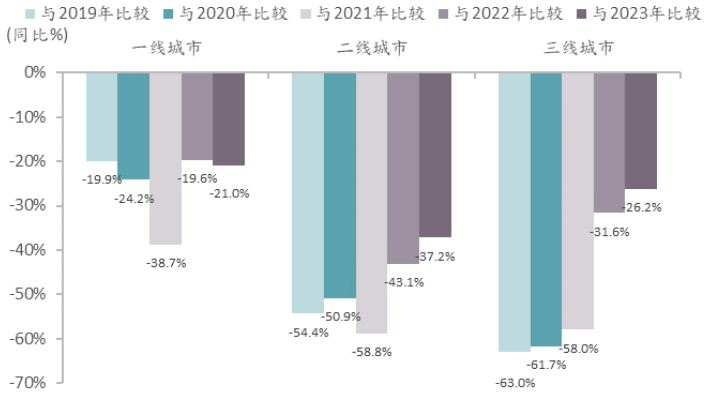
自 2022 年开始，中央政府开始加大政策支持力度，每轮的政策力度不一。另外，我们过往也看见中央政府容许地方政府有更多空间因应各自的情况因城施策，但在今年最近的一轮的政策上，我们更多看见的是全国性的措施以提振市场信心。

2024 年 9 月 24 日，国新办公布多项楼市新政，包括降低存量房贷利率和首付比例、加大保障性住房再贷款资金支持、支持收购房企存量土地等。到 9 月 26 日政治局会议首提要促进房地产市场止跌回稳后，各地政府迅速作出响应，相继在限购政策、首付比例、税收等方面进行调整。进入 10 月，我们看见国家层面楼市支持政策纷纷落地。同时，10 月 17 日国新办座谈会上公布了“四个取消、四个降低、两个增加”的政策组合拳，紧接着央行降息落地。地方层面也积极响应，各地加快落地楼市宽松政策，包括下调首付比例、住房贷款利率下限及公积金贷款利率等，基本上在过去十多年的管理需求端的行政手段已全面取消。我们认为当前国家稳定房地产行业的信号明确，直指行业“止跌回稳”。在政策加持下，我们对于行业回暖的可持续性有信心，预计 2025 年整体购房情绪将持续温和复苏，行业基本面也将有所恢复。

在过去两年全国卖地和开发商拿地数量大幅下降的情况下，我们相信一手市场的供应量会减少，缓解一手市场库存情况，并有助降低开发商降价去化的压力，一手价格可望稳定在现在水平。同时，我们相信需求端在全面取消限购后，有助成交面积的持续反弹，在 2024 年的较低基数下，有望同比上升 15%。

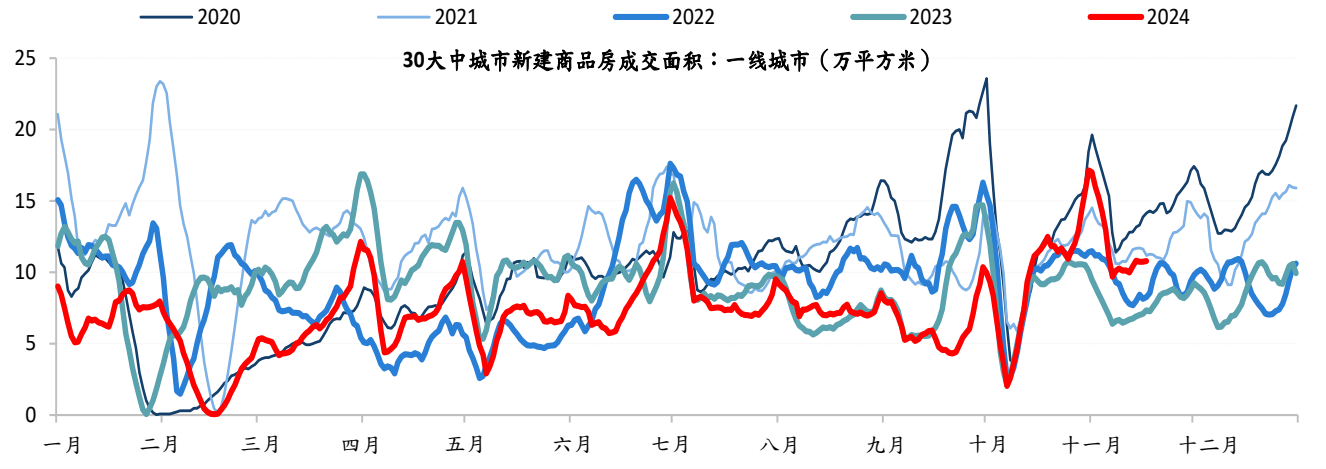
一线城市，强者恒强。我们看到一线城市的成交量在过去数个月保持相对稳定。2024 年前十个月，一线城市的一手市场成交面积基本恢复到 2019 年约 80%的水平，而二/三线城市约 60%/40%。我们认为，2025 年将延续渐进复苏态势，但我们相信在较高的需求以及较好的经济活动支持下，高线城市成交量复苏势头相对较好。

图表 121: 2024 年前十个月三十大城市按一/二/三线城市销售成交比较



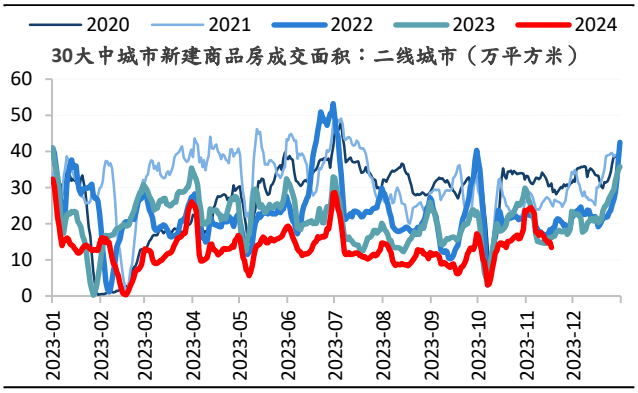
资料来源：万得，交银国际

图表 122: 30 大主要城市 - 一线城市成交量 2020-24 年水平



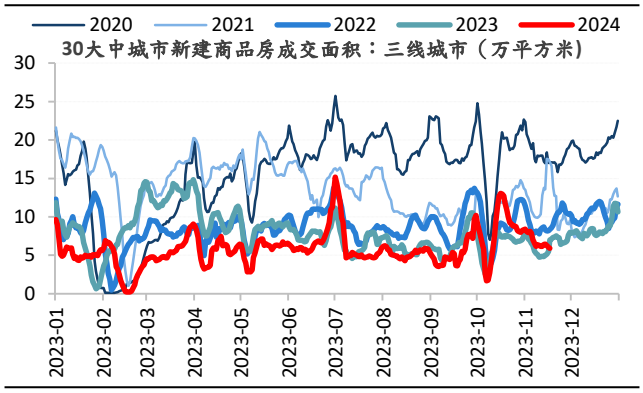
资料来源：万得，交银国际

图表 123: 30 大主要城市 - 二线城市成交量约为过去五年平均的 60%



资料来源：万得，交银国际

图表 124: 30 大主要城市 - 三线城市成交量约为过去五年平均的 50%



资料来源：万得，交银国际

政策落地促进市场回稳，房企则温和复苏，国企、地方龙头处于领先地位，未来弹性更大。

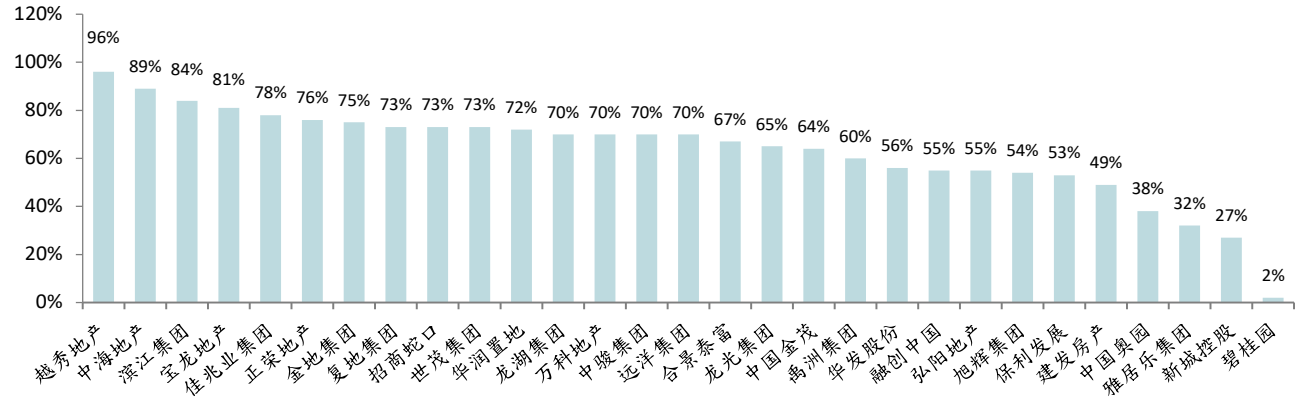
随着政策落地，房企销售数据在 2024 年 3 季度开始有所改善。2024 年 10 月前百开发商销售数据明显回暖，环比提高 70%。根据克而瑞数据，10 月在行业支持政策陆续落地加上进入传统旺季，前百开发商的销售额环比出现明显提升。2024 年 10 月全口径销售总额由 9 月 2,736 亿元（人民币，下同）环比显著增加 70.1%至 4,654 亿元。2024 年 10 月销售总面积约为 2,322 万平方米，环比提升 52.1%，但 2024 年前十个月合同销售总额同比下跌 34.8%至 33,258 亿元（2023 年前十个月：51,003 亿元）。

我们跟踪的 24 家主要上市开发商 10 月销售额明显回暖，环比提升 74.0%，主要由于量价齐升，销售面积大幅增加（环比+58.0%）的同时，销售均价也有所提高（环比+7.4%）。同时，虽然 24 家开发商首十月销售额与去年同期相比仍下跌，但下跌幅度有所收窄。其中国企的跌幅普遍小于民企，国企合同销售跌幅基本在 15-25%（上半年约 30-40%），而民企跌幅则达到 45-65%（上半年约 50-60%）。

我们看见市场回稳，预计销售势头如果可以延续，会对部分房企财务提供有力支持。我们认为未来 3-6 个月需要重点关注回暖可持续性，如果银十月的销售势头可延续到明年春节后，我们相信会有助更多的房企从财务上及基本面上“止跌回稳”，进而提振购房者以及融资端的信心，进一步有利市场修复。

从土地资源和布局来说，我们认为一、二线城市的需求相对更加平稳，土储以一线及二线/特大城市为主的开发商在未来两三年的销售更有保证。我们继续预计国企开发商表现较好，因国企开发商可凭借其更优质的土储布局，较新的土储年龄及较高的市场认可度，提振其销售和保持相对稳定的利润。

图表 125:主要开发商一/二线城市 2023 年底土储占比



资料来源：克而瑞，各公司资料，交银国际

图表 126: 2024 年 10 月主要开发商的合同销售额

		——合同销售额(十亿人民币)——			————销售面积(千平方米)————			——销售均价(每平方米人民币)——		
公司名称	股票代码	2024 年 10 月	环比 (%)	同比 (%)	2024 年 10 月	环比 (%)	同比 (%)	2024 年 10 月	环比 (%)	同比 (%)
保利发展	600048 CH	41.9	97%	16%	2,429	100%	12%	17,250	-2%	4%
中海地产	688 HK	41.6	121%	66%	1,543	91%	84%	26,960	16%	-10%
华润置地	1109 HK	31.0	83%	13%	1,240	50%	7%	25,000	22%	6%
招商蛇口	001979 CH	22.3	57%	9%	1,010	74%	23%	22,079	-10%	-11%
万科地产	2202 HK	21.2	27%	-32%	1,506	27%	-19%	14,090	0%	-16%
建发房产	1908 HK	18.7	148%	44%	845	126%	17%	22,142	10%	23%
绿城中国	3900 HK	14.8	35%	-16%	637	68%	15%	23,218	-20%	-27%
越秀地产	123 HK	12.9	66%	42%	444	122%	28%	29,099	-25%	11%
龙湖集团	960 HK	11.7	46%	-19%	731	20%	-27%	16,060	22%	10%
中国金茂	817 HK	11.6	66%	-7%	650	63%	1%	17,846	2%	-8%
保利置业	119 HK	8.2	122%	205%	350	119%	148%	23,429	1%	23%
融创中国	1918 HK	7.4	439%	58%	200	60%	50%	36,950	237%	5%
碧桂园	2007 HK	5.7	9%	-29%	711	9%	-29%	8,073	0%	0%
美的置业	3990 HK	5.0	100%	11%	445	85%	8%	11,236	8%	3%
世茂集团	813 HK	3.1	5%	38%	246	2%	43%	12,602	3%	-3%
旭辉集团	884 HK	2.9	39%	-36%	234	31%	-33%	12,222	6%	-3%
新城控股	1030 HK	2.6	14%	-56%	359	23%	-55%	7,270	-7%	-3%
时代中国	1233 HK	1.3	138%	51%	117	149%	109%	11,197	-4%	-28%
宝龙地产	1238 HK	1.1	79%	-32%	90	73%	-39%	12,333	3%	11%
中骏集团	1966 HK	1.0	96%	1%	96	66%	1%	10,625	19%	0%
龙光集团	3380 HK	0.8	50%	-25%	57	50%	-10%	13,158	0%	-17%
合景泰富	1813 HK	0.4	-24%	-46%	31	15%	-24%	13,226	-34%	-29%
雅居乐	3383 HK	0.3	-70%	-81%	12	-82%	-91%	23,333	68%	118%
建业集团	832 HK	0.2	-77%	-78%	20	-82%	-85%	9,000	29%	47%
平均			***74.0%***	***8.4%***		***58.0%***	***1.5%***		***7.4%***	***0.4%***

资料来源：克而瑞，交银国际

政策展望 – 执行和增量政策

随着中央政府发出稳定房地产市场的明确信号，我们预计 2025 年的政策重点将是为地方政府和国有企业提供更多资源，以便他们能够合作支持现有政策方向的实施和执行。

我们相信 2025 年政策出台主要方向包括：

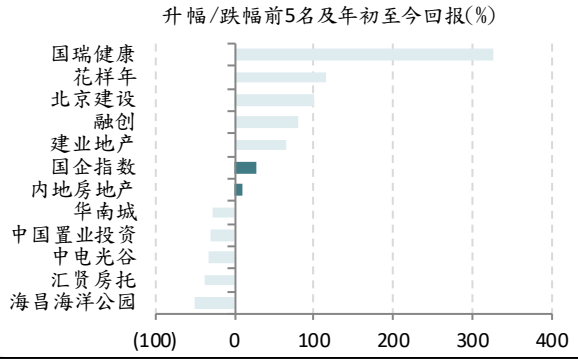
收储：我们预计一线城市和主要二线城市的市政府将建立新平台，或让当地已有房地产/建筑业务的国有企业，购买商品住宅单位作为社会住房。我们预计国有企业和当地领先的民营开发商的已建成库存和面积在 90 平方米以下的单位将是收购的首要任务，主要是这些项目具有更好的声誉和更高的质量。同时，我们认为这可以部分缓解一些民营开发商的财务压力，从而间接支持其他在建项目的完成和保交付任务。

旧改/棚户/城中村改造：我们认为另一个关键领域是重点城市的城市更新项目和货币化补偿。一方面，我们认为对受城市更新项目影响的居民进行货币化补偿可以直接产生更多的购房需求。此外，通过重建一些生活和居住环境质量不达标的旧村，也可以改善公众的整体生活质量和社区环境。

盘活存量土储：我们认为过去几个月宣布的新政策重点之一是控制未来的供给。我们预计新政策将向地方政府提供更多资金，以收回开发商不再适合住宅或商业开发的闲置土地储备。同时，我们预计地方政府可以将这些地块重新划分为其他用途，以支持其他新兴及新质生产力的行业发展，例如科技、低空经济及医疗保健行业等。

投资建议：在资本市场方面，我们相信市场还会按土地储备质量、规模和品牌，对一些主要开发商重新评估其生存概率。我们预计机会主要来自两个方面：1）国有企业或国有企业大股东的开发商将更直接地受益于近期的宽松政策；2）一些拥有更高土地储备质量的民企领头羊将会获得重估，并赶上市场复苏期间的购买力。我们对中国内地房地产的偏好排序为：估值不高的国企/国企背景开发商>拥有一/二线城市土地储备的民企龙头>其他民企开发商。

图表 127: 内地房地产行业前 5 大涨跌股（按 2024 年初至今总回报）



*资料来源：彭博，交银国际　*截至 2024 年 11 月 25 日*

图表 128: 行业资产净值折让



*资料来源：彭博，交银国际　*截至 2024 年 11 月 25 日*

中国香港房地产：降息后的新世界

降息迎来拐点，恢复可期

我们认为，宏观不确定性因素在 2025 年仍将影响香港房地产市场的前景，包括 1）多年来相对较高的利率环境后全球经济增长放缓；及 2）外部不确定性。

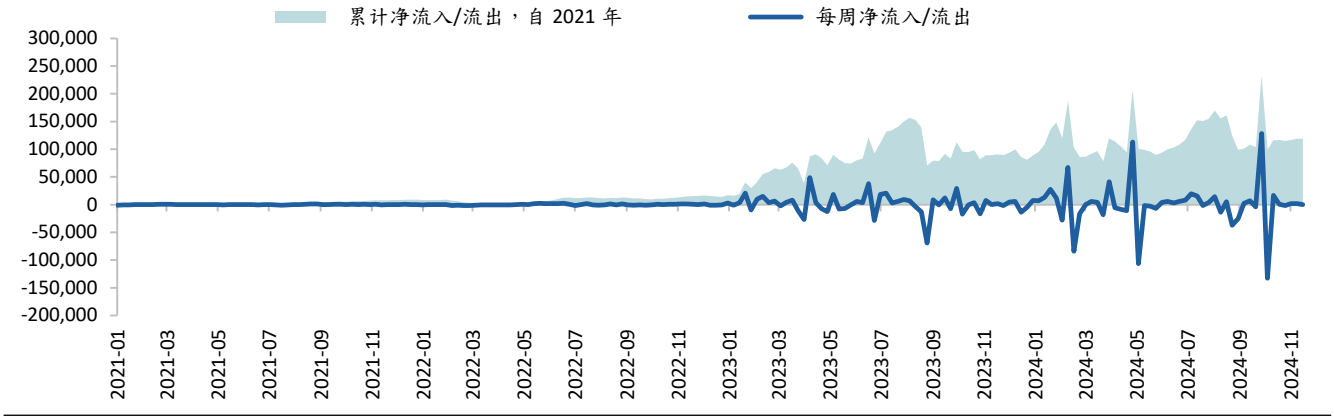
然而，我们也认为一些关键因素正在出现转机，有望帮助于香港房地产市场稳定，尤其是住宅市场，包括香港人口反弹和开始降息。我们还预计零售市场将温和复苏，北上出行消费趋势也渐稳定，这可能会部分缓解一些本地零售商的压力。同时，我们对办公楼板块保持谨慎，我们认为由于空置率仍将居于高位，2025-26 年也有不少大型项目落成，限制了办公楼市场的反弹空间。

住宅：预计租金上涨 5%，中小户型价格上涨 3-5%

我们继续看到住宅价格和租赁市场的分化趋势从 2023 年开始延续至今。根据差饷物业估价署的初步统计数字，整体市场房价指数在 2024 年 8 月回落至 292.1，截至 2024 年前八个月下跌 6.2%，同比则下跌 13.3%（历史峰值 2021 年 9 月：398.1，回落 26.6%）。另一方面，整体市场房屋租金指数已升至 197.5，截至 2024 年 8 月上涨 6.2%，同比上涨 6.8%。与 2019 年的历史峰值相比，租金指数仅从 2019 年 8 月的 200.1 下跌 1.3%。

我们认为，无论是香港居民回流，还是政府推出的人才引进计划，人口的涌入都将带来住房需求的增量，并推动短期租金增长。根据入境事务处每日边境管制统计数据，即使排除 2024 年第一周因去年圣诞假期旅客回流的强劲人口流入，我们仍然看到 2024 年初至今（截至 2024 年 11 月 18 日）人口净流入约 92,000 人，其中包括约 55,000 名香港居民和约 27,000 名/10,000 名来自内地/其他国家的人。我们预计人口的持续涌入将继续带来住房需求，尤其是租赁需求。我们认为 2025 年租金水平将普遍上涨约 5%，鉴于新来港人口的偏好，靠近主要中央商务区和重点大学地区将表现出色。

图表 129:自 2021 年至今从内地累计净流入约 12 万人口



资料来源：入境事务处，交银国际

另一方面，美联储已于 9 月份开始下调目标联邦基金利率，9 月首次下调 50 个基点，11 月再次下调 25 个基点。尽管特朗普赢得美国总统大选可能会对进一步降息产生影响，但据彭博统计，市场仍预计 12 月将再次下调 25 个基点，2025 年另外再次下调 50 个基点。各大银行也已将其主要贷款最优惠利率总计下调 50 个基点，如果美联储继续降息，我们预计未来各大银行还会进一步下调最优惠利率。因此，我们预计未来 12-18 个月实际按揭贷款利率仍将呈下行趋势，并将跌至低于香港住宅中小户型物业的租金收益率。凭借正向利差和预期租金增长，我们相信住宅物业市场风险回报状况的改善，将支持 2025 年价格温和反弹 3-5%。

零售：北向出行放缓，料租金趋稳

即使在全球经济前景不明朗以及对消费外流的担忧下，我们也看到本地消费情绪基本稳定，必需品消费在 2024 年前八个月仍保持了较大的弹性，如食品和超市消费只录得同比低单位数的下跌。

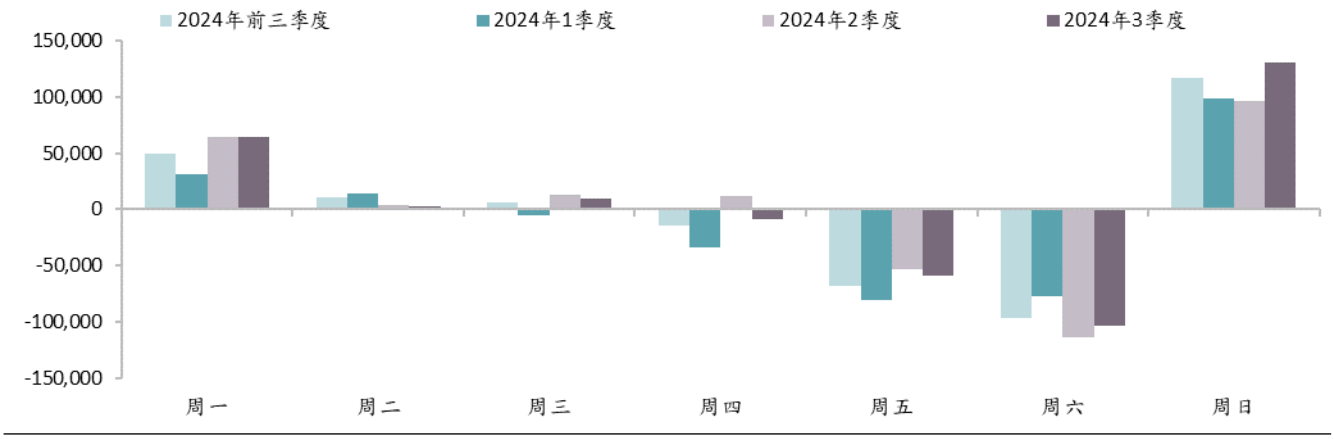
自 2023 下半年开始，我们看到周末消费外流以及北上消费的影响，加上 2023 上半年基数较高，导致 2024 上半年零售额数据较弱。然而，我们看到近几个月周末出行净流出量略有下降。根据每日出入境边境管制统计数据，2024 年 1 季度周四到周六净出境人数（出境减入境人数）约为 19 万人次，而 2 季度和 3 季度则下降至约 15.4 万和 17.1 万人次，我们预计北上消费情况渐趋稳定，并将部分缓解香港零售市场的业务压力。

图表 130:上半年基数较高，2024 年 8 月数据落后，但前八个月必需消费品大致保持稳定

零售店类型	——2024 年 8 月—— 零售销售货值 (百万港元)	同比 (%)	——2024 年前八个月—— 零售销售货值 (百万港元)	同比 (%)
合计	**29,182**	**-10.1**	**249,805**	**-7.7**
食品、酒精饮料和烟草（超市除外）	**3,010**	**+0.2**	**23,924**	**-4.4**
-鱼、牲畜和家禽，新鲜或冷冻	640	-4.0	6,205	-8.6
-新鲜的水果和蔬菜	359	-0.2	2,384	-13.7
-面包、糕点、糖果和饼干	663	-8.0	5,208	-11.5
-其他未在别处分类的食品	935	+0.7	7,149	-1.2
-酒精饮料和烟草	413	+25.2	2,978	+26.7
超市	4,386	-3.6	33,658	-2.0
燃料	820	-9.9	6,243	-12.2
服装、鞋类及相关产品	**3,142**	**-12.3**	**30,028**	**-11.0**
-穿着服饰	2,605	-13.4	25,822	-11.3
-鞋类、相关产品及其他服装配件	537	-6.3	4,206	-9.0
耐用消费品	**3,904**	**-15.8**	**35,551**	**-13.0**
-车辆及其零部件	997	-35.1	11,329	-10.3
-家具和固定装置	449	-21.3	3,958	-12.2
-其他未分类的电气产品和其他耐用消费品	2,457	-2.8	20,264	-14.6
百货商店	2,407	-15.8	19,682	-15.6
珠宝首饰、钟表和贵重礼品	3,932	-24.0	34,184	-15.8
其他消费品	**7,580**	**-1.9**	**66,535**	**+1.5**
-书籍、报纸、文具及礼品	617	+3.0	4,092	+10.1
-中药和草药	386	-11.9	3,216	-16.6
-眼镜店	200	-17.0	1,731	-15.0
-药品和化妆品	2,747	+4.5	23,025	+6.8
-其他未在别处分类的消费品	3,629	-5.0	34,471	+0.2

资料来源：政府统计署，交银国际

图表 131: 2024 年平均每天口岸净出入境人数



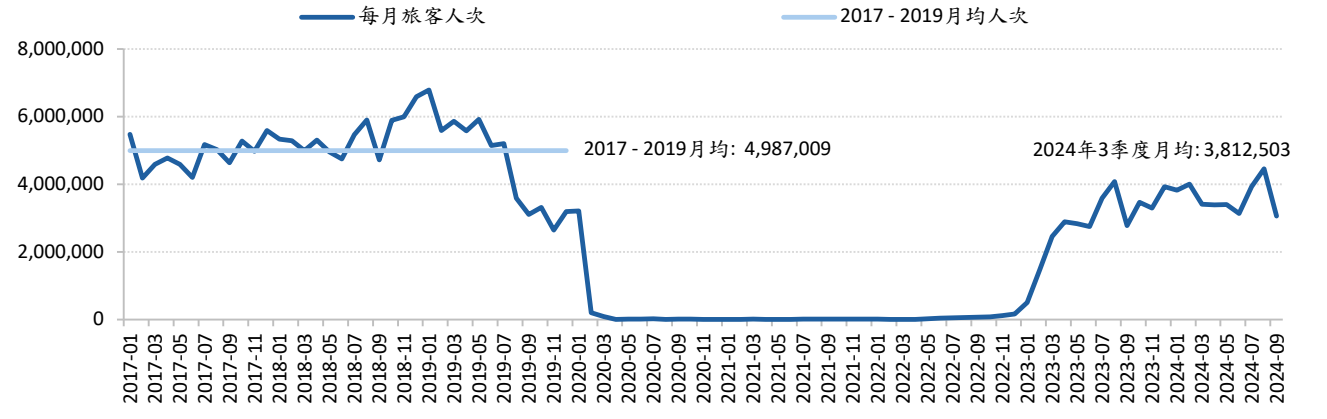
资料来源：入境事务处，交银国际

入境游客量逐步好转

另外，随着政府不断努力举办更多活动以吸引更多游客，我们看到 2024 年 3 季度的游客人数同比增长 9.6% 至 1,144 万人次，月均旅客入境人数为 381 万人次，约为 2019 年 3 季度月均旅客入境人数的 88%，或 2017-2019 年 3 季度月均游客人数的 80%。以 2024 年前三季度计，入境旅客总数为 3,259 万人次，同比增长 39.7%。

我们认为，游客数量的增加，加上北上消费趋势的放缓，将使餐饮和杂货等行业受益，因这些行业更加依赖消费者的客流量。因此，我们预计 2024 年零售租金可能基本保持稳定，旅游业进一步改善以及更多居民周末留港消费将为租金带来潜在上涨空间。

图表 132: 2024 年 3 季度月均旅客入境人次恢复到 2017-19 年的 80%水平



资料来源：入境事务处，交银国际

预计整体零售租金将温和回升

我们预计游客数量的增加将继续改善高端购物中心的销售和租金承受能力。同时，我们认为空置率的降低可能导致核心购物区的租金适度上涨，我们预计2024年核心购物区的租金将同比增长3-5%。另外，对于非核心购物区，我们认为未来的不确定性可能更多来自于电商的冲击，但预料整体仍然能保持韧性。至于社区商场，由于购物体验更好、租户组合更多样化，降低了对受消费流失影响更大的零售业的依赖，我们认为影响较小，我们预计社区商场在2025年的租金将保持稳定。

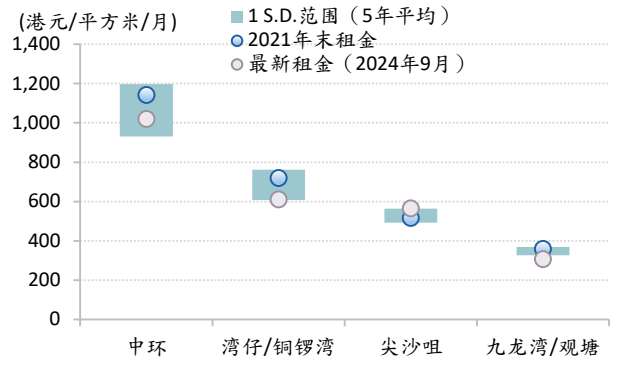
办公楼市场仍充满挑战，但料最差情况已过

虽然股票市场有所好转，但我们仍然认为办公楼市场在未来2-3年内仍将面临挑战。我们注意到空置率仍然处于历史高位，但近月已开始缓慢下跌。另外，办公楼市场自去年4季度开始已连续四个季度录得正吸纳，同时业主正在放缓办公楼开发项目，放缓出租的步伐，我们相信这有助降低未来2年落成量较高的影响。在空置率仍然偏高的情况下，我们相信办公楼市场仍是充满挑战。我们继续看到大多数业主的甲级办公楼市场租值与过去的租金水平间存在较大差距，续租时会带来下行压力。我们预计，在租金预期发生变化或经济前景显著改善之前，主要中央商务区的甲级办公楼租金将在**2025年同比下降约3-5%**，主要是由于办公楼区的空置率仍将保持高位。

空置率较历史高位有所改善

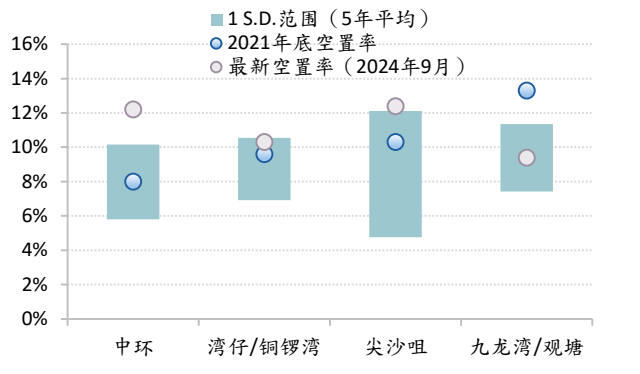
根据仲量联行的研究，2024上半年甲级办公楼区的整体空置率一直上升，但到了3季度开始下跌。除了中环空置率仍在上升，九龙和香港岛东区均有稳定迹象。截至2024年9月，中环空置率上升至12.2%，为历史新高，但湾仔/铜锣湾、港岛东区、尖沙咀和九龙东区的空置率分别为10.3%、12.4%、9.4%和18.5%，较近两年高位的10.4%、13.5%、11.2%和20.2%有明显改善，同时带动整体空置率从2024年7月高位的13.7%回落至9月的13.4%。

图表133: 核心区甲级办公楼租金



资料来源：差饷物业估价署，交银国际

图表134: 核心区甲级办公楼空置率



资料来源：仲量联行，交银国际

预租进度缓慢，但连续四个季度录得正吸纳，料空置率维持稳定

就过去 12 个月的新落成量而言，大部分甲级办公楼位于中环，而 2025-26 年仍有大量项目落成。根据我们从各房地产中介渠道查询，我们注意到租赁进程仍然缓慢，恒基兆业的出租率约为 60%，长江中心二期的出租率仍维持在非常低的水平。但根据 Cushman & Wakefield 的估计，2024 全年，各主要办公区的甲级办公楼市场净吸纳量约为 97.7 万平方英尺，并自 2023 年 4 季度开始已连续四个季度录得正吸纳。

图表 135: 自 2023 年 4 季度连续四个季度录得正净吸纳量

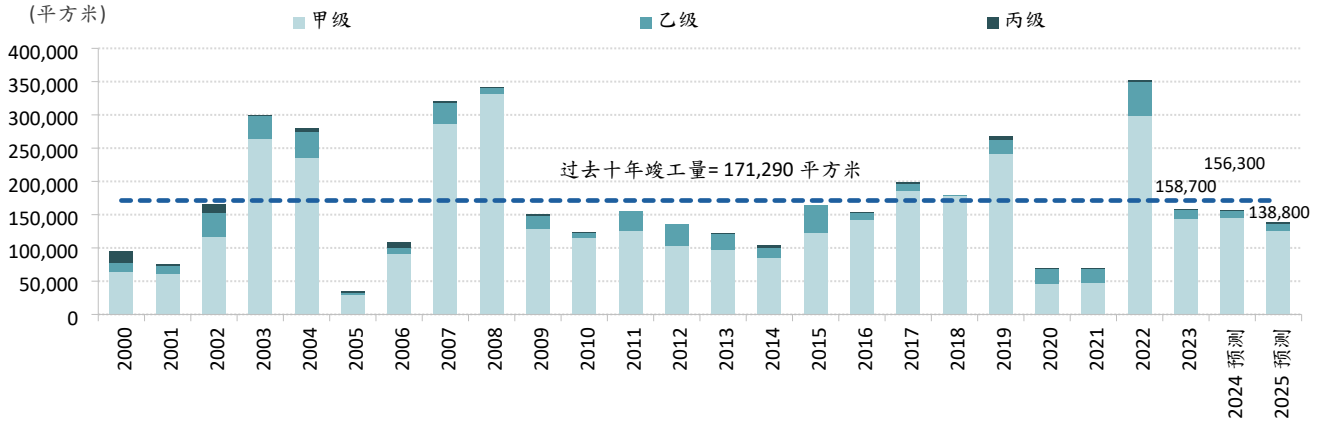
细分市场（平方英尺）	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	9M24
中环	(427,700)	(507,600)	10,400	(224,400)	(330,500)	(49,700)	130,800	28,000	109,100
湾仔/铜锣湾	(187,100)	(429,500)	(261,700)	181,300	(59,800)	47,000	94,100	26,200	167,300
香港东	195,700	(279,400)	(241,500)	105,400	(118,400)	(20,500)	18,400	(19,000)	(21,100)
香港南	11,100	(82,400)	(20,800)	46,900	(17,300)	13,400	(61,400)	15,700	(32,300)
尖沙咀	149,300	(532,200)	(152,500)	37,400	(259,400)	41,800	24,300	86,300	152,400
东九龙	645,700	(334,000)	(59,300)	1,500	216,800	289,700	173,600	136,300	599,600
西九龙	3,500	(130,000)	146,800	102,400	309,800	(57,400)	9,300	50,600	2,500
总计	**390,500**	**(2,295,100)**	**(578,600)**	**250,500**	**(258,800)**	**264,200**	**389,100**	**324,100**	**977,400**

资料来源：戴德梁行 2024 年 3 季度市场报告，交银国际

供应高峰预计在 2025 下半年或 2026 年

根据差饷物业估价署的数据，预计 2024 年和 2025 年的整体落成量将分别降至 15.63 万平方米和 13.88 万平方米。相比之下，高纬环球估计 2024 年和 2025 年的落成量分别为约 16 万平方米和 333 万平方米。我们认为主要区别在于新鸿基地产的大型高铁西九龙站项目（XRL 项目）的落成时间（2025 下半年或 2026 年），预计该项目将提供总建筑面积为 260 万平方英尺的办公室和另外 60 万平方英尺的零售空间。我们看见连续的正吸纳有助缓解对租金的下行压力，但大量供应仍会压制租金上行的可能。同时高铁项目的高建筑规格和较低的租金水平可以轻松吸引一些中环主力租户将其总部搬迁并整合到新项目中，并给中环中央商务区带来进一步的出租率和租金压力。

图表 136：2000 年以来办公楼竣工面积（平方米）



资料来源：差饷物业估价处、交银国际

预计 2025 年中央商务区租金将下降约 3-5%。由于主要中央商务区的空置率仍在创历史新高，且未来几年竣工项目租赁进度缓慢，我们预计 2025 年中央商务区甲级办公楼整体租金将进一步下降 3-5%。同时，我们预计其他区域的空置率在新供应量减少的情况下，下行的情况会有所好转，但在商业和宏观环境明朗化之前，企业将继续对办公空间扩张采取观望态度，不会出现明显的反弹。

投资建议

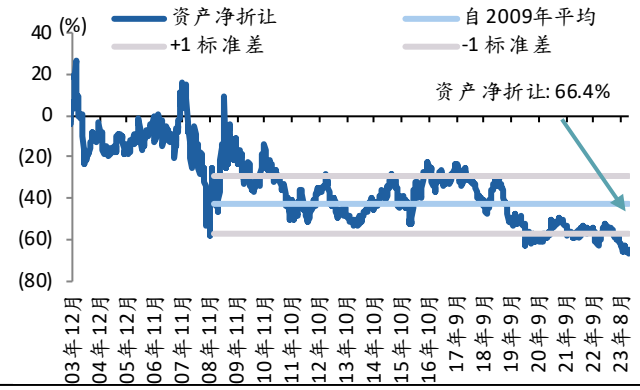
我们对中国香港房地产行业保持审慎乐观的看法，并认为在不确定因素下，不同子版块会呈现分化表现。我们认为住宅和零售租金会保持相对稳定，而办公楼前景仍然有待复苏。虽然，降息的时间和幅度仍然有一定的不确定性，但我们仍相信这在未来 12-18 个月是一个正面的潜在催化剂。另外，我们相信房地产信托短期内加入港股通会是另一个行业重估的催化剂。我们对中国香港房地产行业偏好如下：零售房地产投资信托基金>低负债住宅开发商>零售业主>拥有大量办公楼业务的房地产投资信托基金/业主/开发商；我们选择领展（823 HK/**买入**）作为我们中国香港房地产的首选。

选股建议：领展（823 HK/买入）

领展房地产信托基金目前是亚洲最大的房地产信托基金（按市值计算），其收益率与长期美国国债收益率之间的差距通常较小。由于近期单位价格调整，该公司目前在 2024 年 11 月的派息收益率约为 8%，与最新 10 年期美国国债收益率之间的差距大于 350 个基点，比领展房地产信托基金上市以来的平均收益率差距低超过 1 个标准差。除金融危机期间以及 2021-22 年外，我们认为领展房地产信托基金当前的收益率差距与长期估值低谷相当接近，公司通常交易价格为 +/- 0.8 个标准差。

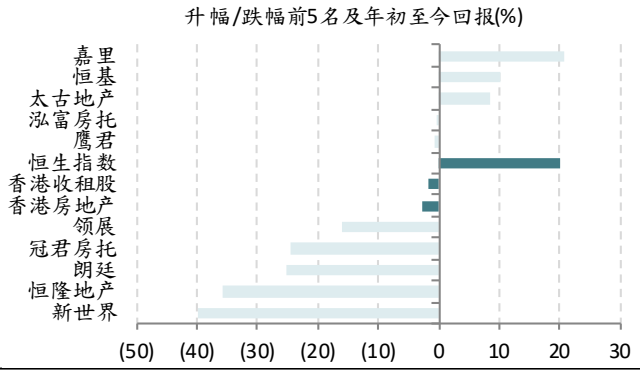
主要风险：1）利率轨迹和变化幅度超出预期；2）股市和宏观环境的不确定性；以及 3）游客量和消费市场复苏慢于预期。

图表 137: 行业净资产折让近 64%，低于平均一个标准差



*资料来源：彭博，交银国际 *截至 2024 年 11 月 25 日*

图表 138: 香港房地产前 5 大涨跌股（按 2024 年初至今总回报）



*资料来源：彭博，交银国际 *截至 2024 年 11 月 25 日*

图表 139: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
17 HK	新世界发展	买入	6.72	11.44	70.3%	2024 年 10 月 04 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	75.65	96.10	27.0%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	33.70	47.70	41.5%	2024 年 05 月 29 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	24.25	23.84	-1.7%	2023 年 08 月 23 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	22.65	24.94	10.1%	2024 年 08 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	5.45	6.60	21.1%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.77	1.16	50.6%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
2669 HK	中海物业	买入	5.10	6.30	23.5%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	5.45	6.08	11.6%	2024 年 08 月 26 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.90	3.20	10.4%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	3.09	4.72	52.8%	2024 年 08 月 09 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.46	0.60	31.9%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 26 日

科技行业

2025 年展望：一枝独秀还是百花齐放?

如我们在 2024 年展望报告中所预期的，AI 主题在 2024 年全球科技行业投资中表现优异；进入 2025 年，我们认为，投资者在把握 AI 投资主题的同时，或可以更加分散和灵活地布局科技各子板块，以捕捉更多关键机遇。建议关注半导体设备、晶圆制造、存储、服务器&PC、智能手机、PCB 以及软件行业等。

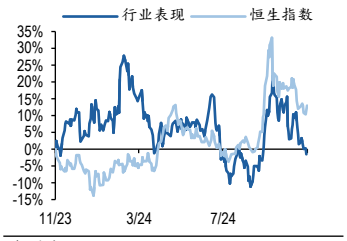
- **2024 年复盘：科技股继续跑赢大盘。**回顾今年全球科技公司的股价表现，内地科技企业股价在 2024 年 9 月之后表现亮眼，年初至今申万电子和通信指数均跑赢沪深 300 指数，而恒生科技指数亦跑赢大盘。美股方面，NASDAQ100 与 S&P500 表现相仿，而“Magnificent 7”科技巨头则贡献了绝大多数涨幅，其中英伟达贡献 NASDAQ100 近一半的涨幅。亚太地区，台积电和 SK 海力士拉动 SMCI IT 指数跑赢 SMCI 亚太指数。

- **人工智能基础投入需求继续增长，硬件供应或仍有缺口。**展望 2025 年，从海外主要云服务商资本开支看，我们认为市场一致预期的 META、谷歌、微软和亚马逊 AWS 2025 年资本开支超过 2,252 亿美元（同比增 19%）的预期仍有进一步上调空间。内地互联网公司和电信运营商在人工智能上的投入亦较 2024 年继续上升。供给侧，主要供应商或对 CoWoS 进行扩产，但我们认为先进封装产能或仍是算力芯片的主要瓶颈。我们认为英伟达继续保持对计算加速芯片市场的支配地位，预计 2025 年数据中心业务收入或超 1,700 亿美元，市占率或超 87%。我们预测 AMD/博通/迈威尔加速芯片市占率分别达到 4.9%/6.0%/0.8%。存储芯片方面，三星电子是否通过英伟达 HBM3e 验证或将决定 2025 年 HBM 供需平衡的关键。我们认为，如果三星通过验证发生在 2025 年初，则 2025 年中之后或出现 HBM 市场供大于求的情况。通信芯片方面，我们认为以太网和 Infiniband 的解决方案或齐头并进。人工智能应用端，我们发现，主要 CSP 的云服务业务增速近期都出现再次加速，而市场预测的 2025 年资本开支低于云业务增速或预示着市场对资本开支依然低估。

- **硬件企业库存稳中有降，但半导体公司库存仍在高位。**在我们统计的主要全球硬件公司库存中，内地企业情况积极向好，平均库存天数由 1H23 最高的 149 天下降到 3Q24 的 138 天。分产品看，智能手机、服务器&PC 的库存天数下降较为明显。半导体公司综合库存天数仍有所增长，我们认为这主要受对于汽车、工业和通信设备等下游有敞口的半导体设计公司所驱动。而内地晶圆代工企业的库存则在本土化等积极因素作用下有所下降。

- **投资建议：**我们认为人工智能主题或继续是投资长期的主线，投资者或至少维持相关敞口。虽然我们认为海外半导体设计公司盈利预期仍然有上修空间，但相较之前上修空间或正在逐渐减小。我们看到包括智能手机、服务器&PC 在内的硬件设备需求温和回升，我们建议投资者更分散地配置科技行业资产，包括中国内地的半导体（制造、设计和设备）和硬件行业。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA
Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫
Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
超微半导体	AMD US	买入	183.00	136.24	1.506	3.479	90.5	39.2	3.68	3.23	0.0
中芯国际	981 HK	买入	32.00	25.70	0.647	1.003	5.1	3.3	1.26	1.19	NA
韦尔股份	603501 CH	买入	133.00	98.49	2.819	3.700	34.9	26.6	4.94	4.26	NA
卓胜微	300782 CH	买入	106.00	93.00	1.015	1.548	91.6	60.1	4.85	4.54	NA
平均							**55.5**	**32.3**	**3.68**	**3.31**	**0.0**

资料来源：FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)

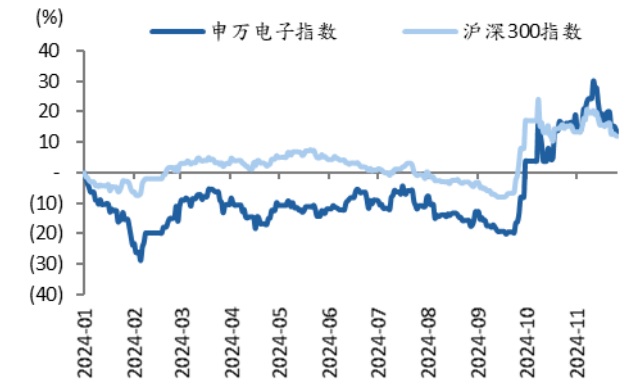
2024 年科技行业表现回顾：百舸争流，齐头并进

2024 年 3 季度之后，内地科技企业关注度显著上升

市场流动性改善叠加需求复苏，内地科技股 3 季度开始跑赢大盘。2024 年前 8 个月，申万电子/计算机指数走势大幅落后大盘，主要受估值回调的影响。截至 8 月底，申万电子/计算机市盈率分别同比下滑 7%和 31%，而沪深 300 指数同比增长 5%。此外，上半年部分 MCU、功率半导体、半导体代工等行业公司仍不同程度地受到下游去库存、稼动率和市场价格承压等影响，业绩相较 2023 年上半年未有明显改善。进入 2024 年 9 月，政策利好成为估值和股价最大的推动力，前期跌幅较大的电子板块估值回升也最为明显，叠加三季度电子行业下游需求开始逐步复苏，基本面迎来较大改善。截至 11 月 26 日收盘，申万电子指数年初至今增长 13.2%，跑赢沪深 300 指数 11.9%的涨幅；申万计算机指数涨幅为 6.0%，与沪深 300 指数的差距显著缩小。内地通信指数走势与大盘基本一致，并在 9 月底释放政策利好以来开始跑赢大盘。申万通信指数自 9 月底以来的估值快速提升，光通信企业估值修复明显。截至 11 月 26 日，申万通信指数年初至今上涨 20.9%，跑赢大盘。

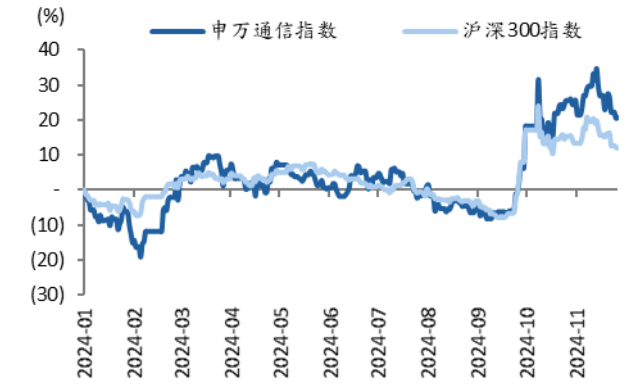
恒生科技指数 9 月以来追赢大盘。2024 年前 8 个月，恒生科技指数走势跑输大盘，我们认为这主要由于在流动性偏紧的背景下，市场资金更青睐低估值、高股息的金融、能源等行业。9 月底之后，大盘估值整体提振，而前期跌幅较大的科技股估值反弹幅度也相对更大。截至 11 月 26 日收盘，恒生科技指数年初至今涨幅为 12.2%，与恒生指数 12.4%的涨幅接近。

图表 140: 2024 年申万电子指数表现：3 季度开始跑赢大盘



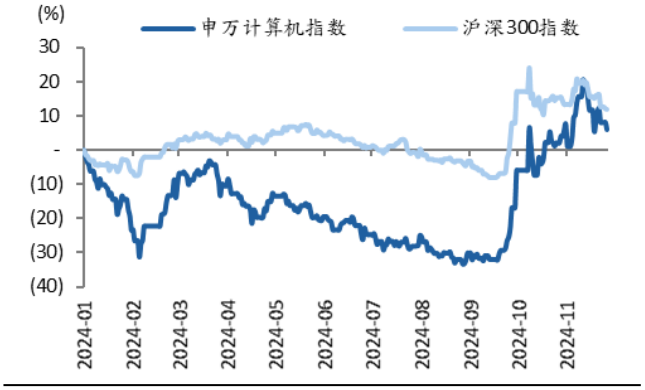
资料来源: 万得，交银国际，指数表现以 2023 年底为基准，数据截至 2024 年 11 月 26 日收盘。

图表 141: 2024 年申万通信指数表现：3 季度开始跑赢大盘



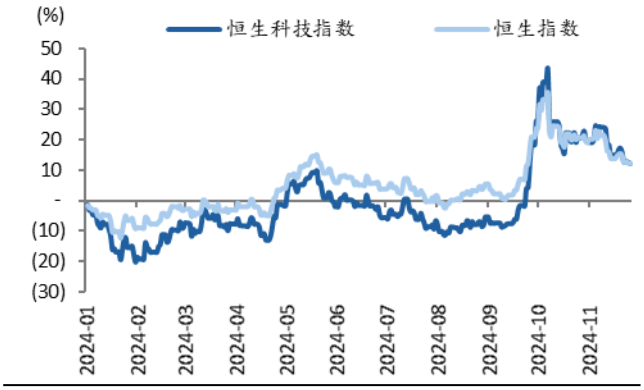
资料来源:万得，交银国际，指数表现以 2023 年底为基准，数据截至 2024 年 11 月 26 日收盘。

图表 142: 2024 年申万计算机指数表现：3 季度开始与大盘差异显著缩小



资料来源: 万得，交银国际，指数表现以 2023 年底为基准，数据截至 2024 年 11 月 26 日收盘。

图表 143:2024 年恒生科技指数表现：9 月以来追赢大盘



资料来源: 彭博，交银国际，指数表现以 2023 年底为基准，数据截至 2024 年 11 月 26 日收盘。

海外人工智能行业热度不减

⊖ 美股科技股

2024 年初至今，大型科技股仍是推动美股市场指数上涨的主要原因。截至 11 月 26 日收盘，NASDAQ 100 的走势与 S&P500 基本一致，NASDAQ 100 年初至今上涨 24.3%，S&P500 年初至今上涨 26.2%。然而，剔除包括英伟达在内的“Magnificent 7[1]”科技股巨头之后，NASDAQ 100 年初至今基本持平，大幅跑输大盘，这表明今年以来，海外大型科技股仍是大盘上涨的最大推动力。另外，如果剔除英伟达之后，NASDAQ 100 指数年初至今表现为涨 14.6%。而英伟达年初至今涨幅接近 200%，贡献了 9.8%的 NASDAQ 100 的涨幅。2024 年 1 季度，受益于对全球经济复苏的乐观预期、美联储降息预期，叠加以英伟达为首的海外大型科技股亮眼的业绩表现，使得 S&P500 有较为明显的涨幅。进入二至三季度，市场对经济复苏的预期有所降温，美联储货币政策的不确定性也增加，但科技股的业绩表现依然强劲，短期回调后 S&P500 便迎来第二波上涨。10 月以来，在美国大选的不确定性影响下，科技大盘小幅波动。美国大选结果出炉后，特朗普减税、放松监管等政策主张被市场解读为对科技股的利好，市场对美股科技股未来增长潜力保持信心。自大选结果公布以来，NASDAQ 100 和 S&P500 都迎来上涨。

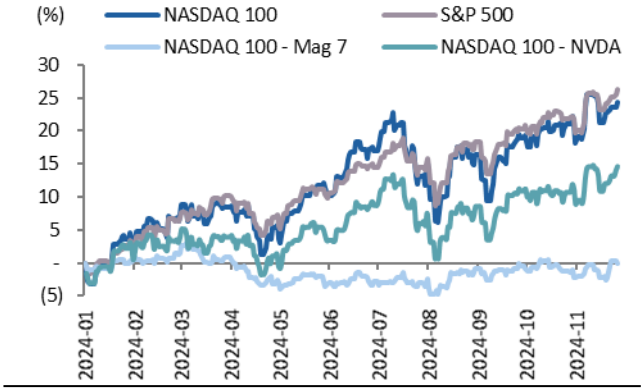
⊖ 亚太市场科技股

亚太市场科技股年初至今跑赢大盘，仍主要受益于人工智能基础设施主题。与美股类似，亚太的科技大盘表现也经历了两轮上涨，此后在今年 10 月开始进入小幅波动区间，但整体波动幅度更小。此外，亚太科技股跑赢大盘的幅度更为显著。截至 11 月 26 日收盘，MSCI 亚太 IT 指数上涨 11.9%，超过 MSCI 亚太指数 7.7%的涨幅，这样的涨幅差异在年中时更为明显，一度达到 MSCI 亚太 IT 指数 23.9%的涨幅 vs MSCI 亚太指数 10.3%的涨幅。作为支持人工智能基础设施

[1] *Magnificent 7 包括当前科技领域最具影响力的七家公司：微软（MSFT US）、亚马逊（AMZN US）、Meta Platforms（META US）、Alphabet（GOOGL US）、苹果（AAPL US）、特斯拉（TSLA US）、英伟达（NVDA US）*

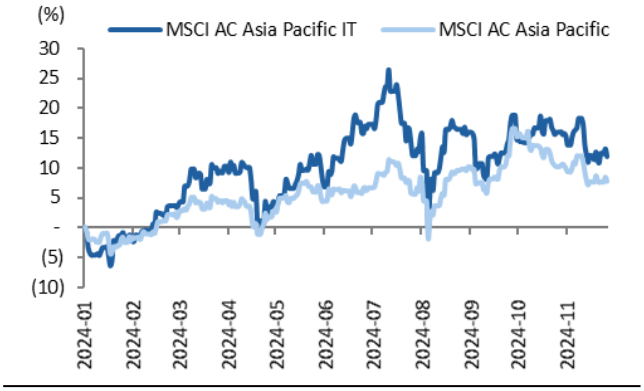
建设的重要技术，未来短期内先进封装技术 CoWoS 和存储器芯片 HBM 仍将供不应求。与之对应地，供应链消息显示，SK 海力士 5 月传出旗下 LPDDR5、LPDDR4 等产品的涨价消息。SK 海力士 CEO 郭鲁正表示，其 AI 存储芯片 2025 年订单几乎已满。台积电从今年 6 月宣布其 3 纳米工艺涨价 5%，以及先进封装涨价 10%-20%后，之后再 7 月下旬，又陆续向多家客户发出通知，2025 年 1 月起 5nm、3nm 制程产品价格将再度调涨，涨幅约在 3-8%。公司表示订单满载状态将持续至 2026 年。台积电（2330 TW）股价年初至今涨幅 72%，SK 海力士（000660 KS）年初至今涨幅为 25%。

图表 144: 2024 年美股科技指数表现：大型科技股仍是主要推动力



资料来源: 彭博，交银国际 指数表现以 2023 年底为基准，数据截至 2024 年 11 月 26 日收盘。

图表 145: 2024 年亚太科技指数表现：年初至今跑赢大盘



资料来源: 彭博，交银国际 指数表现以 2023 年底为基准，数据截至 2024 年 11 月 26 日收盘。

2025 年人工智能基础设施投入或继续增长

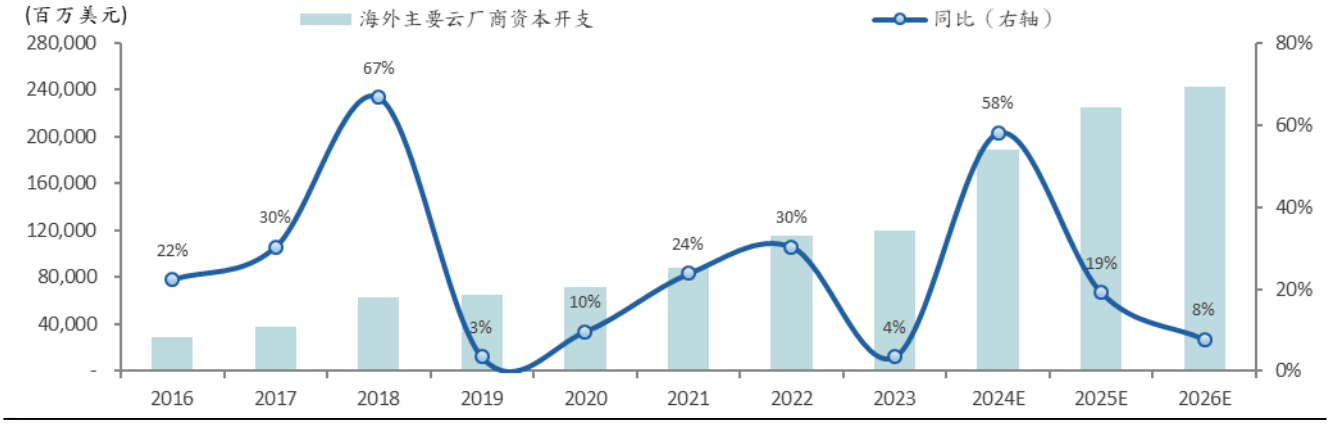
从**需求侧**看，我们认为 2025 年云服务商对于人工智能基础设施建设的热情会继续高涨，市场一致预测亚马逊、谷歌、META 和微软等四大主要云服务商 2025 年资本支出将超 2,250 亿美元，我们认为或仍然有上调的空间。

供给侧看，计算类芯片英伟达或继续保持一家独大局面，我们预计 2025 年全球市场份额超 87%，英伟达数据中心业务 2025 年收入或超过 1,700 亿美元。存储芯片方面，我们认为三星电子的 HBM3e 芯片是否可以通过英伟达的验证，或是决定供需关系是否变化的关键。如果三星电子可以较早进入英伟达 HBM3e 的供应商，则市场或出现供大于求的情况。而通信芯片方面，我们测算，2025 年，以迈威尔和博通为代表的以太网标准供应商或有望得到约 27%的市场份额。从应用来变现角度看，我们认为云服务商云业务收入的再次加速，或将成为 2025 年驱动公司持续投入人工智能基础设施的关键因素。

需求侧：云服务商资本支出继续加速

经历 2023 年的资本开支增长停滞之后，海外云服务商（CSP）在 2024 年的资本开支大幅上升。我们统计了市场对 2024 年亚马逊（AMZN US）、谷歌（GOOGL US）、META（META US）和微软（MSFT US）等四大主要云服务商的资本开支测算，发现 2024 全年资本开支或达到 1890 亿美元（其中，亚马逊 AWS 部分的资本开支统计来自 Visible Alpha 数据），同比增长 58%，比我们 2024 年中报时统计的全年资本开支 1679 亿美元上调了 12.6%。

图表 146: 主要海外云服务提供商资本开支历史及预测



资料来源: 彭博，Visible Alpha，交银国际 E=彭博/Visible Alpha 一致预测，主要海外云厂商资本开支选取 META、谷歌、微软、亚马逊 AWS 资本开支

而对于2025年，市场一致预期四大云服务商的资本开支或可达到2252亿美元，比我们上次（2024年中报）统计的1797亿美元增长了25.3%（超450亿美元），同比2024年亦有19%的增长。其中亚马逊和META的资本开支的增长最为乐观，均超过25%。我们认为，考虑到低基数的影响，2024年资本开支同比58%的增速实为少见，而2025年的主要服务商的资本支出或依然有上调的空间。

从更长期看，我们对2026年甚至更长期的资本支出几乎没有能见度，一方面，到2025年4季度，生成式人工智能兴起已近三年，这或许已经接近之前一项关键技术兴起的投资周期。另一方面，生成式人工智能带来的产业转型和效率提高机会影响深远，其投资周期或超过之前类似5G等技术兴起时的一般周期。

图表 147: 主要海外云服务提供商资本开支历史及预测（百万美元）

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
META	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,568	48,004	53,308
谷歌	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	51,520	56,633	60,047
微软	9,114	8,696	14,223	13,546	17,592	23,216	24,768	35,202	55,160	64,616	69,519
亚马逊 AWS	5,193	9,190	9,783	13,058	16,530	22,047	27,755	24,843	44,797	55,926	59,758
总计	**29,010**	**37,803**	**63,060**	**65,254**	**71,566**	**88,593**	**115,439**	**119,562**	**189,045**	**225,179**	**242,631**
同比											
META	*78%*	*50%*	*107%*	*9%*	*0%*	*23%*	*68%*	*(13%)*	*38%*	*28%*	*11%*
谷歌	*3%*	*29%*	*91%*	*(6%)*	*(5%)*	*11%*	*28%*	*2%*	*60%*	*10%*	*6%*
微软	*39%*	*(5%)*	*64%*	*(5%)*	*30%*	*32%*	*7%*	*42%*	*57%*	*17%*	*8%*
亚马逊 AWS	*11%*	*77%*	*6%*	*33%*	*27%*	*33%*	*26%*	*(10%)*	*80%*	*25%*	*7%*
总计	***22%***	***30%***	***67%***	***3%***	***10%***	***24%***	***30%***	***4%***	***58%***	***19%***	***8%***

资料来源: 彭博，Visible Alpha，交银国际 E=彭博/Visible Alpha 一致预测，主要海外云厂商资本开支选取 META、谷歌、微软、亚马逊 AWS 资本开支

我们认为，虽然具体的2025年资本开支计划或在2025年1月底的业绩会上会有更明确的表述，但是管理层在最近一次CY3Q24业绩会上对之后资本支出的计划或一定程度上反映了2025年甚至之后云服务商资本支出的趋势。我们认为，从各个云服务商管理层的表达看，大概率2025年资本开支会高于现在市场的一致预期。

⊖ 亚马逊（AMZN US）

公司管理层在关于之后的资本支出时提到："…我们预计2024年将花费约750亿美元。我们估计2025年我们会在这方面花费更多。其中大部分用于AWS，具体来说，这里的增长实际上是由生成式AI驱动的…我们的AI业务是一个价值数十亿美元的业务，其年增长率达到三位数，在其发展阶段的增长速度是AWS本身的三倍。我们认为AWS增长相当快。""我们在客户使用这些资源赚钱之前会提前投资所有这些。当然，很多这些资产都是多年使用寿命的资产。例如，数据中心是20到30年的有用资产。""…我认为，我们的客户、企业和股东都会对我们积极（aggressively）追求的长期目标感到满意。"

我们认为，2025公司AWS业务的资本较大幅度增长基本已成定局，考虑到AWS业务本身的增长加速和公司对该项业务积极的表述，针对AWS的资本支

出同比 25%以上的增速是合理的假设。而公司提到 20-30 年的折旧和公司提到股东的理解或预示着即便人工智能业务变现不及预期，公司加大投入的决心不会改变。

♾ META（META US）

公司在 2024 年 3 季度业绩交流会上提到："我们预计 2024 年全年资本支出将在 380 亿美元至 400 亿美元之间，较之前的 370 亿美元至 400 亿美元有所更新。我们继续预计 2025 年资本支出将大幅增长。""预计 4Q24 的资本支出将较 3Q24 有所增加，部分原因是服务器支出增加，而数据中心资本支出增加的程度较小。"

我们认为，META 之前曾经调高 2024 年资本开支，这次 META 再次调高 2024 年资本开支并强调 4 季度会比 3 季度资本开支更高，足见其进一步参与大模型开发的决心。而现在市场对 2024 年的资本开支预期或过于保守。公司在近两年业务营收高速增长的背景下，指引 2025 年资本开支会**大幅增长**。而在过去 10 年的资本支出增速排名中，2025 年 28%的预期增速排名第六，增速不算最快。

♾ 谷歌（GOOGL US）

"展望未来，我们预计 4 季度的季度资本支出将与 3 季度保持相似的水平…""当我们展望 2025 年时，我们确实看到了 2025 年的增长。我们将在 4 季度电话会议上对此提供更多细节，可能不会像 2023 年和 2024 年之间那样相同的百分比增长，但是会有增加。"

我们认为，谷歌作为 2024 年资本支出同比大幅增加之后在 2025 年资本支出增速放缓可以理解。考虑到谷歌 Gemini 系统谷歌上线要晚于 GPT 产品近一年时间，或还在进一步迭代过程中，对算力要求或高于市场预期，因此我们认为市场一致预期 10%的资本支出增速或仍有上升的空间。

♾ 微软（MSFT US）

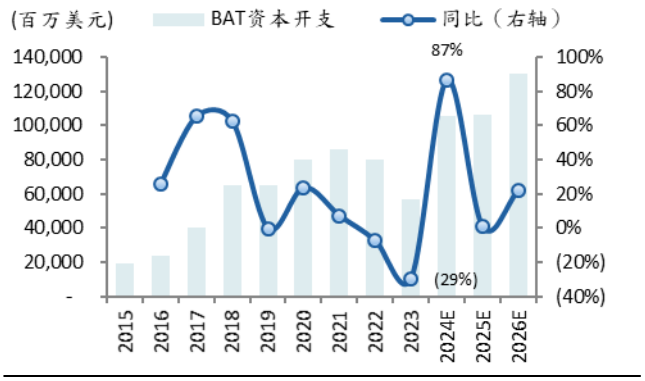
"…资本支出的增长将会放缓，而收入的增长将会加快…这两个数字会随着时间的推移越来越紧密地联系在一起。而这两者的速度完全取决于采用的速度。""我们在云计算和人工智能方面的支出中，大约有一半将继续用于支持未来 15 年及以后货币化的长期资产。"

我们认为，微软之前一直强调其资本支出增速将与云业务收入增速相仿。在经过 2023/2024 两年超过 40%的资本开支增长之后，微软资本支出增长增速或在 2025 年下降。而微软云业务增速一般保持在 20%+， Azure 业务增速则保持在 30%+。市场一致预期的 17%的资本开支增速与其尚有距离。我们因此认为，微软 2025 年资本开支的增速或仍有上调空间。

同样地，内地互联网巨头 2024 年资本开支也有较大增长。我们认为，互联网巨头仍是目前国内 AI 资本开支的主要投入者，在经历 2023 年的资本开支增长停滞之后，市场预计 2024 年国内 AI 资本开支大幅增长，且 2025 年的资本开支规模预计同比继续小幅增长。根据彭博一致预测，2024 年 BAT（百度（9888 HK/BIDU US）、阿里（9988 HK/BABA US）、腾讯（700 HK））资本支出合计或达 1053 亿人民币，同比增长 87%，相比年中时 969 亿人民币的预期进一步增长了 9%。对于 2025 年，彭博一致预期 BAT 的资本开支或达到 1062 亿美元，同比增长 1%。在 3Q24 的业绩会上，腾讯管理层表示，公司有渐进式的资本支出计划，特别是考虑到云业务和人工智能的发展。在 CY3Q24 的业绩会上，阿里巴巴管理层表示，公司目前许多资本支出都投入在云端，尤其是人工智能基础设施。就短期需求而言，人工智能的需求持续呈爆炸式增长，公司会积极投资。从长远来看，公司管理层将生成式人工智能视为一个"历史性"机遇。

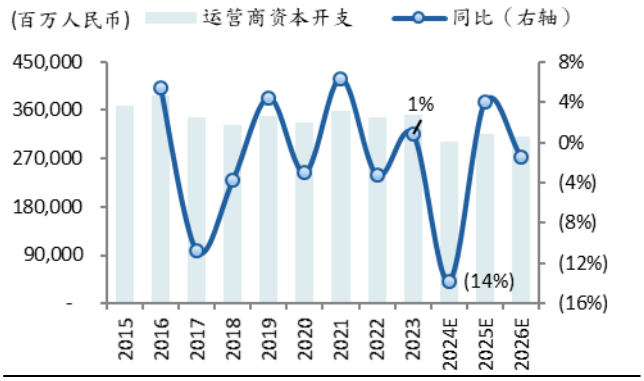
对于内地电信运营商来说，虽然受传统通信网络周期影响，资本支出总量出现下降趋势，**但在数据中心和算力投资占比或逐年增加。**内地三大运营商（中国移动（0941 HK）、联通（0762 HK）、电信（0728 HK）此前在展望 2024 年和之后的资本开支时，均表示 2024 年的资本开支较 2023 年会有所减少，资本开支率也将在未来几年或呈现下降趋势。彭博一致预测三大电信运营商资本开支在 2024 年同比下降 14%，2025 年同比增长 4%。我们认为，运营商资本开支总量的压缩主要来自 5G 的开发建设的高峰时期已过，这并不表示投入到人工智能的资本开支会减少。随着 5G 网络覆盖进入尾声，运营商有理由将投资中心转移至云计算、人工智能为代表新兴领域，运营商资本开支有望在未来几年结构持续优化。中国联通年中表示，公司投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务。中国电信也将2024 年中国电信将重点聚焦战新业务，在产业数字化方面的投资占比预计为 38.5%，比 2023 年提升 2.5 个百分点。我们认为运营商的投资方向与政策方向一致， 国资委在 2024 年初提出，央企要更加注重提升经济增加值，通过提升经济增加值，优化资本投向和布局，遏制盲目投资冲动，减少低效无效资本的占用，形成更多有利润的收入、有经营现金流的利润。

图表 148: BAT 资本开支历史及预测



资料来源: 彭博，彭博一致预测

图表 149: 内地电信运营商资本开支历史及预测



资料来源: 彭博，彭博一致预测

供给侧：部分计算、存储、通信供应仍有缺口

计算芯片：英伟达或继续保持支配地位

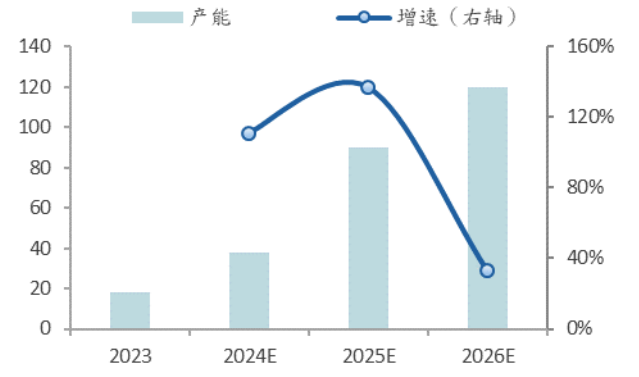
考虑到需求高涨，我们认为供给侧产能或是限制计算类芯片 2025 年市场规模的主要因素。从 CoWoS 产能看，随着台积电等晶圆厂的扩产，我们认为全球逻辑芯片 CoWoS 产能或从 2024 年底的 3.8 万片/月增加到 2025 年底 9 万片/月（其中台积电占总产能的 85%以上。根据台积电的披露，或有越来越多的封测产业链伙伴加入 CoWoS 产能建设）。我们预测 2025 年 CoWoS 平均产能或可达到 6.4 万片/月，即全年一共近 77 万片的产能。按照一个晶圆可以容纳 29 个芯片和 40%的良率估算，我们预计生产 891 万枚逻辑芯片，其中包括 GPU 加速芯片和 ASIC 加速芯片。

我们对于各主要人工智能加速芯片制造商的展望如下：

- **英伟达（NVDA US）**

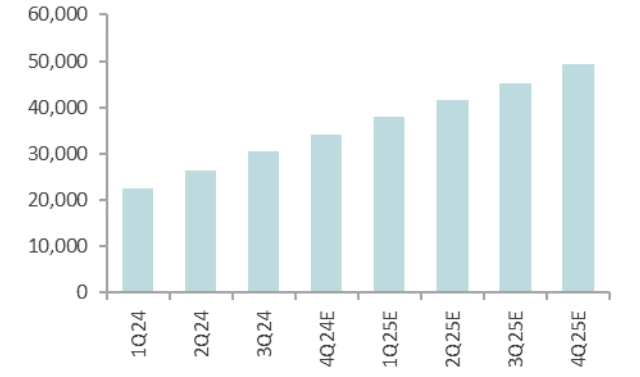
我们预测英伟达或可以得到 2025 年全球 66%的 CoWoS 产能，对应 50.7 万片 CoWoS 产能。同样按照一个晶圆可以容纳 29 个芯片和 40%的良率估算，或可使得英伟达生产超 580 万枚芯片，其中 Blackwell 产品或可占超过 350 万片，而剩余的则为 Hopper，以及年末少量的 Rubin 系列等芯片。按照每枚芯片 3 万美元的配套单价计算，英伟达 2025 年数据中心业务收入或可超过 1700 亿美元，我们预测为 1734 亿美元（同比+53%）。我们认为虽然上游供应商涨价、新品上市、库存减值或会影响公司毛利率，但大幅度下修毛利率的可能性不大，且毛利率或在 Blackwell 上量之后有望逐步改善。同时我们认为，除了公司自身业绩以外，2025 年 1 月云服务提供商对于 2025 年资本开支的展望或是英伟达股价的重要催化剂。

图表 150: 全球 CoWoS 年底产能（千片/月）



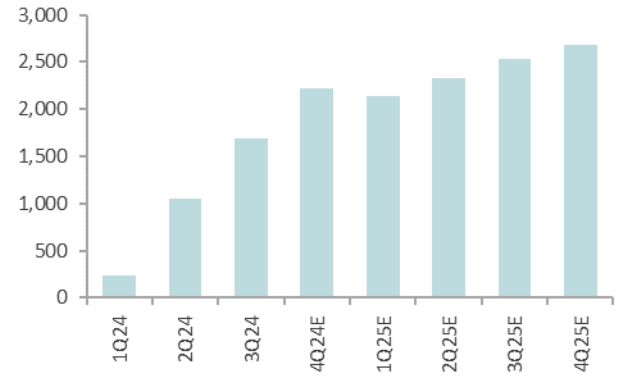
资料来源: 彭博，交银国际预测

图表 151: 英伟达数据中心收入（百万美元）



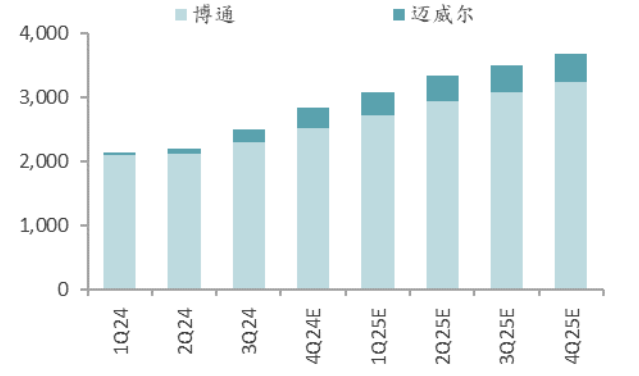
资料来源: 英伟达，交银国际预测

图表 152: AMD 数据中心 GPU 收入预测（百万美元）



资料来源: AMD，交银国际预测

图表 153: ASIC 加速芯片收入预测（百万美元）



资料来源: 博通，迈威尔，交银国际预测

⊖ 超微半导体（AMD US）

我们的基础假设是 AMD 可以获得 2025 年全球 8.7%的 CoWoS 产能，对应 6.7 万片 CoWoS 产能，这将意味着 AMD 或可出货 77.5 万枚 Instinct 系列的 GPU 芯片。MI325X 已在 2024 年 3 季度之后陆续上市，我们预测 2025 年有超过一半的 GPU 产品为 MI325X，另外 2025 年 3 季度之后 MI350 或开始陆续上市，我们预测会在 2025 年产生少量收入。而其余则为 MI300X 产品。考虑到 AMD 产品单价要远低于英伟达，以 1.2 万美元左右计算，我们预测 AMD 数据中心 GPU 2025 年收入为 97 亿美元。管理层最近一次指引 2024 全年 GPU 收入超过 50 亿美元，我们预测 2024 年 GPU 收入为 52 亿美元。我们认为，虽然每个季度出货量或有起伏，但 4Q24 之后每季收入或都将超过 20 亿美元。

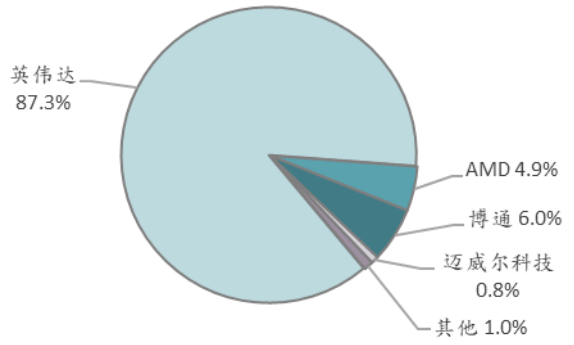
⊖ 博通（AVGO US）

公司之前指引 FY2024（截至到 2024 年 10 月）人工智能相关收入达 110 亿美元以上，我们预测或可达到 120 亿美元，其中，ASIC 算力部分或达到 81 亿美元。CY2023 之前，博通的人工智能算力部分的主要收入贡献者是谷歌的 TPU 业务（CY2023 计算 ASIC 收入为 41 亿美元），之后博通陆续增加三家客户（META，字节跳动和 OpenAI）。长期看，这四个客户业务体量应该相仿，但考虑到博通与谷歌合作超过 8 年之久，之后的三个客户 ASIC 上量或需时日。我们预计，CY2025 博通算力 ASIC 收入或可达到 120 亿美元。我们的基础假设是博通或可分配到 2025 年全球 13%的 CoWoS 产能，对应 10 万片产能和 116 万枚 ASIC 芯片出货。由于大客户主导的原因，我们认为博通季度间收入 2025 年或呈现较大起伏。我们认为投资者或不应该以公司一个季度财务表现而快速改变投资决策。单个季度出现的收入下滑和股价下跌或为长期持有股票提供买入机会。

⊖ 迈威尔（MRVL US）

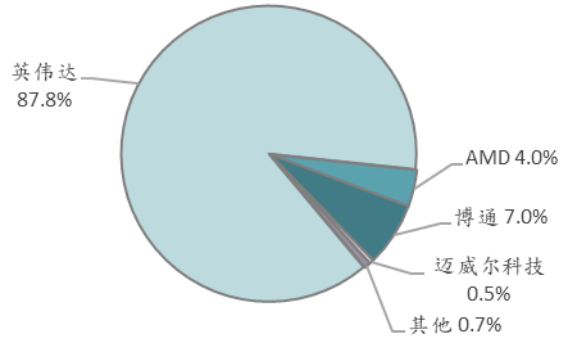
作为和世芯电子一起争夺AWS ASIC（包括训练用Trainium和Inferentia）业务的半导体公司，我们认为两者或共享AWS算力部分红利。我们认为，在经历一系列的技术迭代后，二代的Trainium 2或在CY3Q24之后贡献更多收入。公司指引CY2024/2025来自人工智能的收入分别达到15亿和25亿美元。我们的基础假设是迈威尔2025年或将获得2025年全球2%（对应1.54万片）的CoWoS产能。我们推算得到这或将对应17.8万枚ASIC芯片出货，虽然Trainium和Inferentia单价难以预测，但我们认为迈威尔在CY2025年人工智能业务中，通信或与算力部分收入相仿，预测全年通信/算力部分收入分别15/16亿美元。人工智能总收入或达到30亿美元，超过公司之前指引。我们认为2025年之后迈威尔收入的35%以上或将来自人工智能，成为人工智能主要受益股之一。迈威尔今后有望增加两个主要客户，我们认为或包括谷歌ARM架构下的CPU和微软数据中心业务。

图表 154: 2025 年全球人工智能加速计算市场份额（按照销售金额计算）



资料来源: 英伟达，AMD，博通，迈威尔，交银国际预测

图表 155: 2024 年全球人工智能加速计算市场份额（按照销售金额计算）



资料来源: 英伟达，AMD，博通，迈威尔，交银国际预测

存储芯片：三星入局依然是关键

HBM (High Bandwidth Memory) 以其卓越的读写（I/O）性能成为配合人工智能加速计算芯片的主要 DRAM 形式。从第二代 HBM 存储器 HBM2 之后，HBM 标准自 2023 年之后经历了几次大的跨越。以英伟达 GPU 加速器作为行业基准，其 H100 GPU 装配 HBM 3 标准（80GB），而 H200 则开始装配更先进的 8 层 HBM 3e（141GB）存储器。业界一般认为，对于英伟达的 Blackwell GPU 产品，12 层 HBM3e（256GB）或将是标准配置，考虑到 2025 年或有一半以上的加速芯片为 Blackwell，包括三星电子、SK 海力士等在内的各家存储器供应商的 12 层 HBM 3e 的供货能力和产品进度，或将是决定 2025 年 HBM 甚至 DRAM 价格的主要因素。我们总结各家产品进度和产能如下：

⊖ SK 海力士（000660 KS）

SK 海力士或是 HBM 技术最坚定的支持者和产品领先者。研发进度、制造良率和效率或都领先竞争对手，之前公司表示其到 2025 年 HBM 产能已经全部被预订完毕。我们认为 SK 海力士的 12 层 HBM3e 芯片或是 2024 年 4 季度之后开始出货的英伟达 Blackwell 的主力供应来源。之前其 8 层 HBM3e 芯片是最早进入英伟达 Hopper 系列的供应商，从 2024 年 1 季度开始装配 H200。我们预计 SK Hynix 2025 年底 HBM 的产能或可达到 15 万片每月 12 英寸等效，相较 2024 年底约 8 万片每月 12 英寸等效增长近 88%。

⊖ 三星电子（005930 KS）

三星电子曾在 HBM 技术上处于领先地位，但因战略调整，公司在 2022 年前后将 HBM 放在相对次要的战略位置，导致之后公司 HBM 技术在其成为 AI 基础设施主流技术之后落后于主要竞争对手。公司 8 层 HBM3e 开发进度远不及市场预期，间接导致主管三星电子存储业务负责人于 2Q24 辞职。据媒体报道，经过一波三折，三星电子 8 层 HBM3e 产品最终可以在 3Q24 开始量产。据公司管理层在 2024 年 3 季度业绩会上的表述，我们认为三星电子 HBM3e 8 层和 12 层产品或仍待通过英伟达的验证过程，这就意味着相较于 SK 海力士与北美厂商的 8 层 HBM3e 1Q24 的发货时间，三星在 8 层 HBM3e 上的产品进度或至少晚三个季度以上。产能方面，我们预计三星电子 HBM 产能或可从 2024 年底的 72 万片每月 12 英寸等效增长近 104%到 2025 年底的 147 万片每月 12 英寸等效。

⊖ 其他美国存储厂商

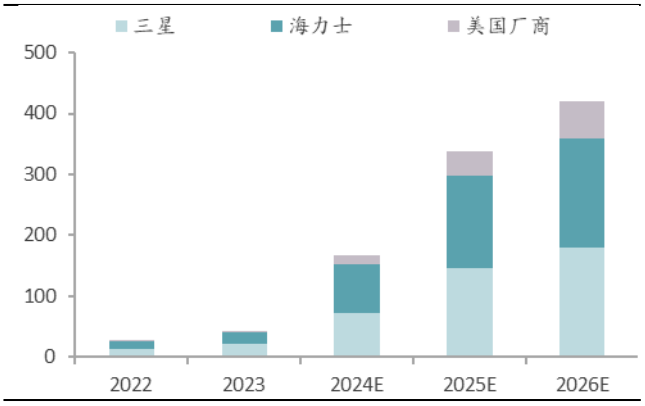
包括部分美国企业在内的存储芯片公司，虽然在 HBM 领域起步较晚，但其策略是跳过 HBM3 而直接进入 HBM3e 存储器市场，其 8 层 HBM3e 亦是英伟达 H200 早期的供应商之一。我们预计主要北美存储公司 12 层 HBM3e 产品亦可成为英伟达 Blackwell 的早期供应商，但生产良率和产品性能或略逊于 SK 海力士。从产能角度看，我们预测其产能或将从 2024 年底的 1.5 万片每月 12 英寸等效增长近 167%到 2025 年底的 4 万片每月 12 英寸等效。

图表 156: 主要存储芯片厂商 HBM 产品进程

厂商	种类	层数	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
三星	HBM2E	4/8层												
	HBM3	8层												
		12层												
	HBM3E	8层												
		12层												
	HBM4	12/16层												
海力士	HBM2E	4/8层												
	HBM3	8层												
		12层												
	HBM3E	8层												
		12层												
	HBM4	12/16层												
美国厂商	HBM2E	4/8层												
	HBM3	NA												
	HBM3E	8层												
		12层												
	HBM4	12/16层												
											量产			试产验证

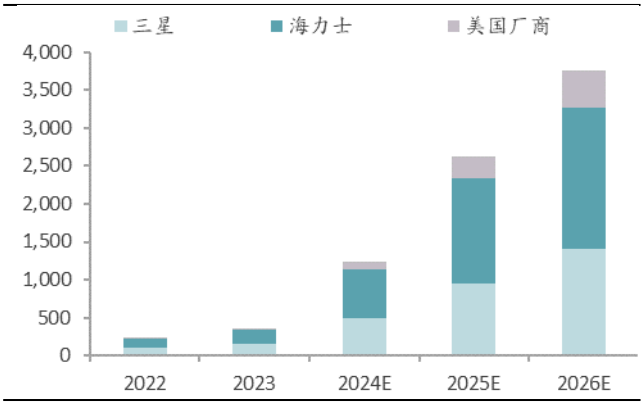
资料来源: 公司资料，交银国际预测；■=量产；■=试产验证

图表 157: HBM 年末月产能（千片/月，12 英寸等效)



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 158: HBM 出货量（百万 GB）



资料来源: 公司资料，交银国际预测

我们认为，三星电子8层和12层HBM3e最终通过英伟达的验证过程为高概率事件，之前英伟达曾表示会寻求与三星电子长期合作的机会，但具体通过验证的进度仍待观察。我们认为，若三星电子在2025年初可以完成8层和12层的HBM3e验证，则全年HBM或将面临供过于求的情况，而HBM产品价格在2025年则或有较大波动。我们测算，假设2025年全年HBM平均为9层，每层平均携带内存从2024年的24GB上升到2025年的25GB，同时假设每个12存晶圆2024/2025年分别制造570/540个晶粒，则主要存储器厂商2024/2025年分别HBM总产能共计分别为1.24/2.63 bnGB。考虑到我们之前计算的2025年CoWoS计算加速芯片产能为891万枚，按照每枚计算加速芯片平均使用225 GB计算，2025年HBM需求约为2bn GB，则2025年出现HBM市场供大于求的情况。而如果三星电子的HBM产品2025年全

年都不能通过英伟达验证，则其产能（约 950mnGB）贡献则不能得到落实，市场剩余产能或不能完全满足市场对HBM 的需求，HBM 或将在 2025 年出现供不应求的情况。**我们由此得到三星电子的 HBM 验证成功或将是影响 2025 全年 HBM 市场价格和产量供需情况的关键所在。**我们预计，按照现有进度，三星电子产品迟于市场 3 个季度的差距或一直存在，其 12 层 HBM3e 量产或发生在 2025 年下半年的概率较大。

对于 HBM 另一个用户 AMD 来说，由于其芯片产品在 Chiplet 技术上的优势，AMD 对于 HBM 系统的质量（功率、散热等）要求或会适当低于英伟达 Blackwell GPU 产品。AMD Instinct MI325X 最先计划使用 288GB 12 层 HBM3e 存储器，之后 AMD 将存储器改为 256GB 12 层 HBM3e。我们认为内存的减少对 AMD MI325X 的性能表现影响不大。我们同时认为，三星电子自 2023 年开始为 AMD 提供 HBM3 芯片，三星电子通过 AMD 8 层 HBM3e 的验证过程也远早于英伟达。我们认为三星电子通过 AMD 的 12 层 HBM3e 的验证过程应较英伟达的验证过程更加顺利。从另一个角度看，三星电子可以顺利通过 AMD 的验证侧面印证其产品性能有一定保障，只是在更加苛刻工程运行环境下（英伟达之前 Blackwell 也有工程设计和散热问题），对于英伟达的产品仍然需要时间打磨。

同时，我们认为 HBM4 会成为英伟达 Rubin 的主要型号。SK 海力士或继续在 HBM4 上继续领先，如果三星电子 12 层 HBM3e 可以在 2025 年 2 季度之前完成验证并向英伟达发货，则意味着三星追赶进度加快，预计 HBM4 差距也会进一步接近。

通信芯片：Infiniband 和以太网或齐头并进

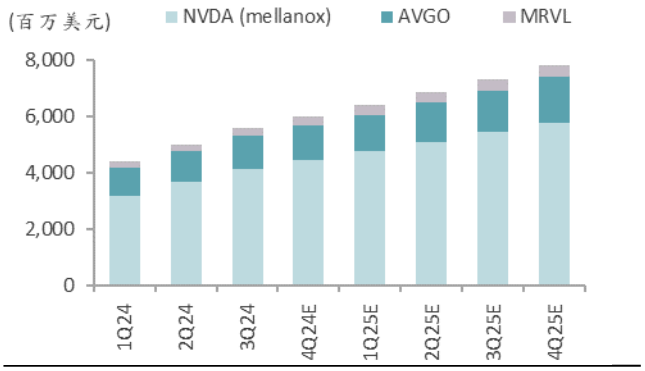
我们认为，对于人工智能服务器网络，光纤通信或将长期成为前端网络（Frontend Network）和后端网络（Backend Network）的主要介质，而现有主流的光通信标准以太网（Ethernet）和 Infiniband 或将作为后端网络的标准长期并存，而以太网或将是前端网络的主要标准形式。

对于各家主要光通信芯片供应商在 2025 年的表现前景，我们展望如下：

⊖ 迈威尔（MRVL US）

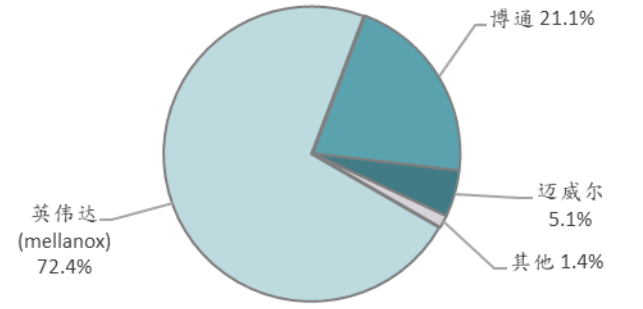
公司光模块 800G PAM4 产品已在 2024 年 3 季度大规模发货，并成为驱动人工智能收入上行的主要动力，而 1.6T PAM4 或在 2025 年 3 季度之后投入市场，这意味着 Blackwell 前期的网络将是 800G 的通信网络。如前文所述，迈威尔指引 CY24/25 来自人工智能的收入分别达到 15 亿和 25 亿美元以上。我们认为公司最终业绩超预期的可能性较大，我们预测 2024 年公司人工智能收入或达到 17.2 亿美元（2023 年为 5.7 亿美元），其中通信/算力部分收入分别为 10.9/6.3 亿美元。2025 年，我们预测人工智能带来的收入或超过 30 亿美元，高于公司的指引。根据公司指引的通信或与算力部分收入相仿，我们预测全年通信，算力部分收入分别 15/16 亿美元。公司之前曾展望 AI 收入到 CY2028 将达到 150 亿美元。

图表 159: 主要人工智能基础设施通信芯片公司收入预测



资料来源: 英伟达，博通，迈威尔，交银国际预测

图表 160: 2024 年主要人工智能基础设施通信芯片市场份额（按照销售金额计算）



资料来源: 英伟达，博通，迈威尔，交银国际预测

♾ 博通（AVGO US）

公司之前指引 FY24（截至到 24 年 10 月）人工智能收入达 110 亿美元以上，我们预测或可以达到 120 亿美元，其中 ASIC 算力部分或达到 81 亿美元，主要来自大客户谷歌。我们认为随着新客户的拓展，人工智能基础设施每季度 30 亿美元的收入或有继续上升的空间。我们分别预测 FY25（截至到 25 年 10 月）人工智能芯片收入为 167 亿美元（算力/通信 113/54 亿美元），同比增长 39%。博通39%的同比增速相对于英伟达和AMD来说增速较慢，这主要是因为博通之前基数相对较高的原因。我们同时预测 CY25 人工智能芯片收入为 178 亿美元（算力/通信 120/58 亿美元）。

♾ 英伟达（NVDA US）

由于公司不披露其通信部分 Mellanox 的收入数据，我们根据之前其占数据中心收入的比例进行估算，且预计通信部分的收入占比或有所减少，我们同时预计 Infiniband 和以太网的技术路线或将长期共存。

应用端：云业务增长加速，期待多种变现场景落地

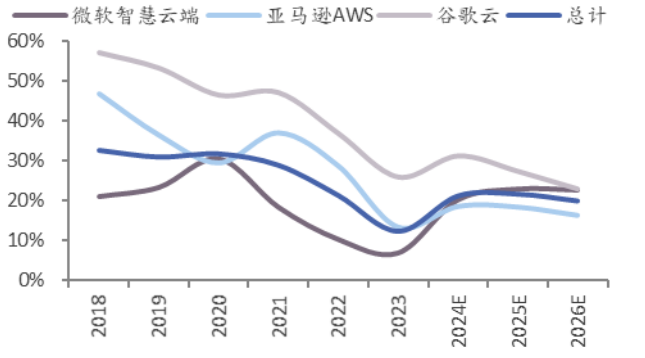
总结人工智能落地变现的进度和前景，我们依然保持在 2024 年中展望报告时的观点，即从云服务商的角度看，通过生成式人工智能变现更多是结合其自身原有业务从而提高原有业务，特别是云业务的收入。而通过基于生成式人工智能技术开发的独立新产品服务而产生现金流的变现场景，依然还在进一步探索之中。

观察海外各家主要云服务商云业务收入的变现情况，我们发现，竞争格局较 2024 年中有所变化。主要云服务商微软（Azure），亚马逊（AWS）和谷歌云各自业务从 2018 年到 2023 年之间，除了居家办公需求上升的 2020/2021 年以外，云业务增速呈现下降趋势。直到生成式人工智能兴起之后，各家云服务收入在 2024 年实现了重新加速。其中，微软凭借其在人工智能上的先发优势云服务增长，从 2023 年 2 季度及之前的负增长大幅跃升，在 2023 年 3 季度之后

实现 20+%的同比增长，但是从 2024 年 2、3 两个季度的表现来看，微软云业务增速有小幅下降。反观亚马逊 AWS 和谷歌云，两家云业务则有加速追赶的趋势。即两家云业务增速见底要晚于微软的 2023 年 2 季度，但在 2024 年 2、3 两个季度呈现出加速增长的趋势，在微软增长放缓的情况下依然加速增长。我们认为，这或许与亚马逊和谷歌在人工智能领域加大产品和资本投入（谷歌 Gemini 2023 年 4 季度发布）有关。

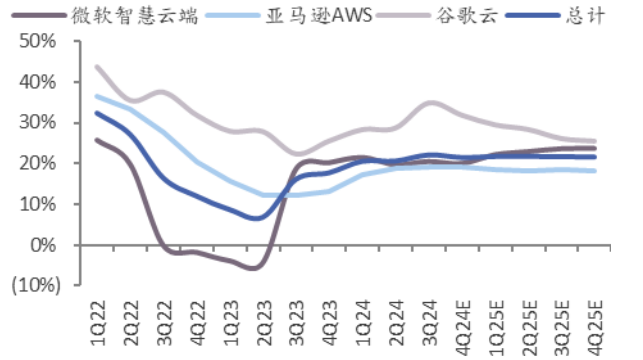
我们认为，云服务商云业务收入的加速上涨或将是中短期内云服务商增加资本支出的主要驱动因素，2024 年各家云服务厂商年度云业务加速增长或将管理层增强 2025 年增加资本开支的信心。

图表 161: 主要云服务商年度云业务收入同比增速



资料来源: 彭博，谷歌，微软，亚马逊，交银国际 E=彭博一致预测

图表 162: 主要云服务商季度云业务收入同比增速



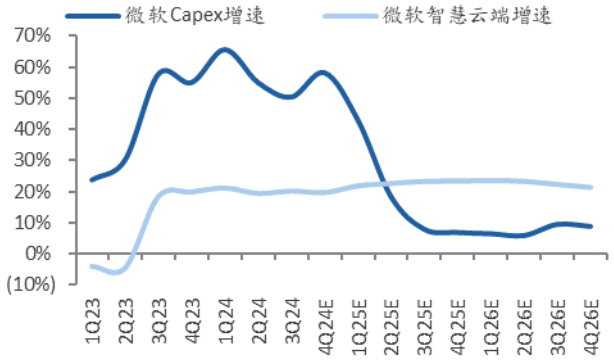
资料来源: 彭博，谷歌，微软，亚马逊，交银国际 E=彭博一致预测

另外，对于 META 来说，公司主营广告/推荐业务亦在 2024 年表现收入加速上涨的趋势。我们同样无法完全拆分收入上行的主要驱动因素是人工智能提高了业务运营效率抑或是宏观经济复苏向好，但我们认为，公司自身基本面的客观向好，或继续支持公司投入工人智能基础设施建设的脚步。

同时，我们观察市场对各家云业务增速和资本开支增速的预期的比较，发现对于微软、亚马逊 AWS 和谷歌云，市场普遍预计其资本开支增速或将在 2025 年甚至是 2024 年 4 季度回落到云业务增速之下。我们认为，这可能意味着两重意义：**1**）市场对于资本开支的预期或依然保守；包括微软管理层在内的云服务商曾经表示过将资本开支增速控制在云业务收入增速相仿的水平，生成式人工智能还处于技术迭代早期，市场或低估了公司继续投入的意愿；**2**）生成式人工智能或在一定程度上已经从高投入周期逐步过渡到变现落地阶段。

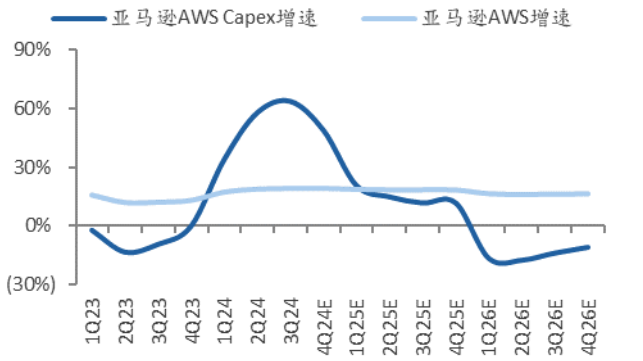
从另一个角度看，如果我们观察各家云服务商 2024/2025 年度资本开支占其自由现金流的占比，我们发现，除了微软由于其云业务增速加快，资本支出比例有明显上升之外，谷歌和 META 资本开支水平均没有达到 2016 年之后的最高点。**考虑到科技公司在技术发展期一般会努力通过增加投入而获取市场先机，我们更倾向于之前提到的看法，即市场对于资本开支的预期或依然保守**。

图表 163: 市场预测微软资本支出或回到云业务同比增速之下



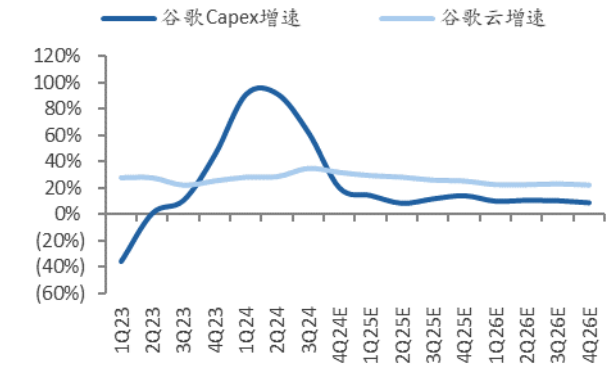
资料来源: 彭博，MSFT，交银国际 E=彭博一致预测

图表 164: 市场预测亚马逊 AWS 资本支出或回到云业务同比增速之下



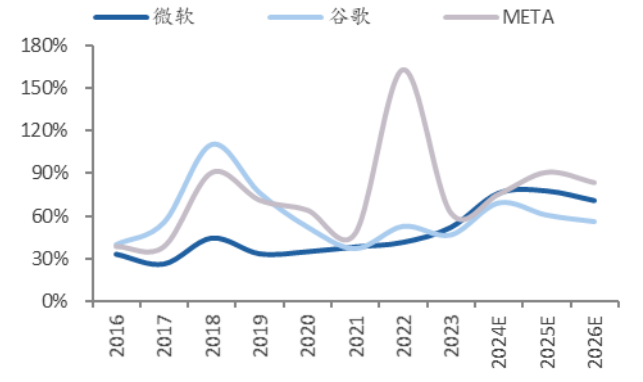
资料来源: 彭博，亚马逊，交银国际 E=VA 一致预测

图表 165: 市场预测谷歌资本支出或回到云业务同比增速之下



资料来源: 彭博，谷歌，交银国际 E=彭博一致预测

图表 166: 云服务商资本开支/自由现金流



资料来源: Visible Alpha，微软、谷歌、META，交银国际 E=彭博一致预测

从长期看，我们认为，如果有个别云服务厂商的云服务收入呈现出加速增长的趋势，其竞争对手即会试图追赶，从而推高其资本开支的前景。2023 下半年到 2024 年上半年，微软抢占生成式人工智能先机之后在云业务上的积极表现迫使谷歌、亚马逊甚至 META 在 2024 年加大投入人工智能，并在 2024 年下半年之后开始发力。我们认为类似的竞争格局仍会延续。我们同时认为，目前来看，云服务商间的竞争主要通过加大研发和资本支出投入以提升产品质量，而非价格战，所以竞争格局较为良性和可持续，有助于推动行业的整体发展。

但是与此同时，我们亦需要提醒投资者，自生成式人工智能现象级软件 ChatGPT 2022 年 11 月面世以来，人工智能基础设施建设高涨的热情已持续近两年。我们认为，人工智能给人类社会的带来的进步和发展或长期存在，但从基础设施建设的周期来说，2025 将是本轮建设的第三年。之前技术更新换代（如 4G、5G）建设高峰一般不超过 3 年。我们认为本轮周期或远长于之前基础设施建设周期，且在 2025 年依然保持较高增速，但仍不能完全排除 2025 年下半年之后周期见顶的可能。

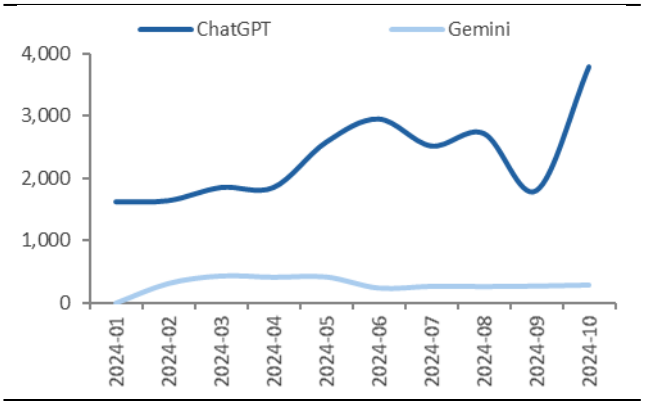
图表 167: 主要海外云服务云业务收入 2024 年再次加速

自然年(百万美元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
微软智慧云端	25,964	29,269	35,447	43,754	57,165	67,667	74,602	79,671	95,823	117,866	144,695
亚马逊 AWS	12,219	17,459	25,655	35,026	45,370	62,202	80,096	90,757	107,587	127,369	148,120
谷歌云	1,668	3,706	5,821	8,918	13,059	19,206	26,280	33,088	43,407	55,277	67,943
总计	**39,851**	**50,434**	**66,923**	**87,698**	**115,594**	**149,075**	**180,978**	**203,516**	**246,817**	**300,513**	**360,758**
同比增速											
微软智慧云端	*8%*	*13%*	*21%*	*23%*	*31%*	*18%*	*10%*	*7%*	*20%*	*23%*	*23%*
亚马逊 AWS	*55%*	*43%*	*47%*	*37%*	*30%*	*37%*	*29%*	*13%*	*19%*	*18%*	*16%*
谷歌云	*11%*	*122%*	*57%*	*53%*	*46%*	*47%*	*37%*	*26%*	*31%*	*27%*	*23%*
总计	***19%***	***27%***	***33%***	***31%***	***32%***	***29%***	***21%***	***12%***	***21%***	***22%***	***20%***

资料来源: 彭博，谷歌、微软、亚马逊，交银国际 E=彭博/VA 一致预测

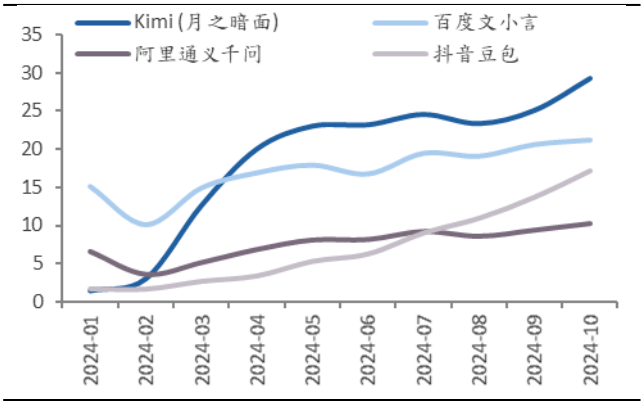
观察我国人工智能应用情况，与海外 OpenAI 的产品大幅度跑赢竞争对手相比，中国目前有多个大模型同时受到市场关注。根据 AI 产品榜数据显示，统计今年以来中国主流 AI 应用月度访问量，月之暗面的 Kimi 大模型以 2,928 万的访问量位居第一，年初至今访问量增长接近 19 倍；而代表性互联网巨头的大模型百度文小言、阿里通义千问、抖音豆包也分别有 2,125/1,028/1,713 万的访问量。我们认为从产品布局和竞争格局看，中国互联网巨头差异化竞争趋势明显，且与独角兽公司存在着竞争追赶与合作共赢。阿里通义千问主要针对企业客户，赋能阿里云，访问量增速也相比其他 2C 的大模型增速更为缓和。百度作为国内 AI 技术领头羊，其文小言相比其他模型更早的触及到大量 C 端用户，且其生成式 AI 技术也被赋能百度文库、千帆大模型平台、Apollo 等特定应用场景。抖音豆包凭借抖音平台广泛用户基础，以及高效的市场推广，积累了大量的流量基础。Kimi 虽不直接出自互联网巨头，但其投资和算力资源与互联网巨头密不可分，阿里巴巴在 2024 财年向月之暗面投资约 8 亿美元，购入约 36%的股份；腾讯则参与了月之暗面的 B 轮融资；而 Kimi 的硬件资源或是来自互联网公司。

图表 168: 全球主流 AI 应用月度访问量（百万次）



资料来源: AI 产品榜，交银国际

图表 169: 国内主流 AI 应用月度访问量（百万次）



资料来源: AI 产品榜，交银国际

2025 年硬件需求：服务器继续强劲，PC 边际进一步改善

通过观察全球下游 100 多家科技企业截至 2024 年 3 季度财报的库存情况（50+为下游硬件公司，50+为半导体公司），我们认为全球科技硬件需求或已大致走出 2022/2023 年高库存的行业低谷，但离需求完全复苏尚需时日。

综合看，全球科技硬件各个主要终端市场的平均库存天数基本保持稳定，而内地的平均库存天数则出现积极改善态势，由 2023 年上半年最高的 149 天下降到 2024 年 3 季度的 138 天。

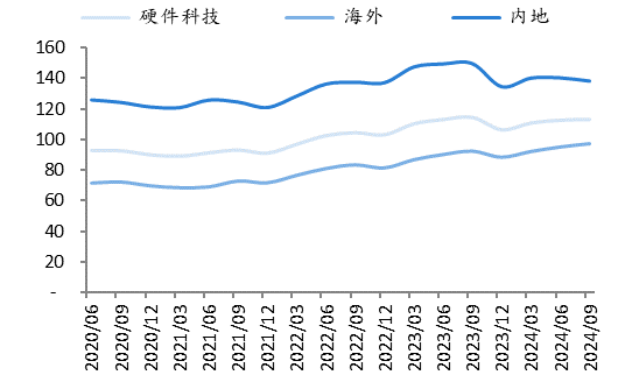
从不同行业的景气度来看，我们认为站在 2025 年初的时点来看，下游需求景气度排序依次为：服务器 >手机 > 个人电脑（PC）>通信设备>汽车>消费电子>工业。

从上游半导体公司的库存水平看，我们认为内地库存水平基本稳定且好于海外企业略有上升的库存水平。**我们建议**投资者配置对下游景气度较高的智能手机（内地）、服务器和 PC 的半导体和硬件公司。

硬件公司：库存水平仍然分化，智能手机库存下降明显

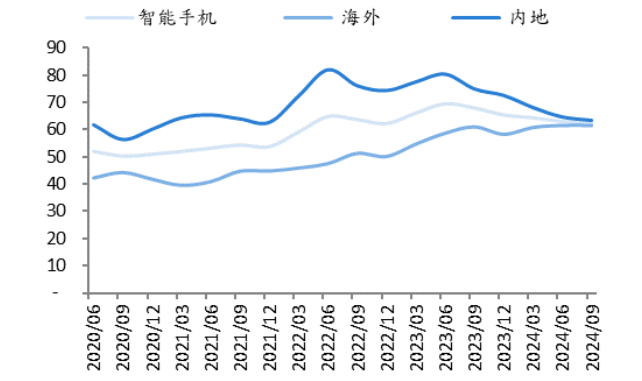
我们认为，**智能手机**需求持续表现出周期向上的态势，特别是内地手机企业（小米、传音等），叠加本土化的趋势，2024 年 3 季度的平均库存水平已经 2022 年 2 季度最高的 82 天下降到 2024 年 3 季度的 63 天。而海外智能手机的库存水平（苹果、三星等）则保持相对稳定。

图表 170: 2024 年内地科技硬件公司库存（天数）出现回落迹象



资料来源: 彭博，交银国际

图表 171: 2024 年内地手机公司库存（天数）下降明显

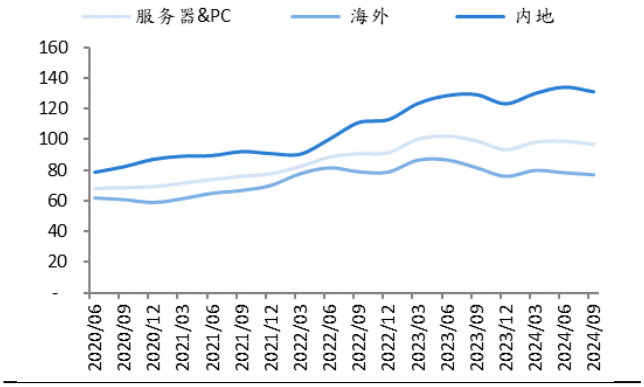


资料来源: 彭博，交银国际

海外与内地的**服务器**与**个人电脑**的库存水平均呈现出积极改善的趋势，海外库存从 2023 年 1 季度的 87 天下降到 2024 年 3 季度的 77 天，而内地库存水平则在 2024 年保持基本持平的水平。作为现阶段生成式人工智能最直接的硬件抓手，服务器和 PC 或随市场对人工智能的高需求继续保持景气状态。

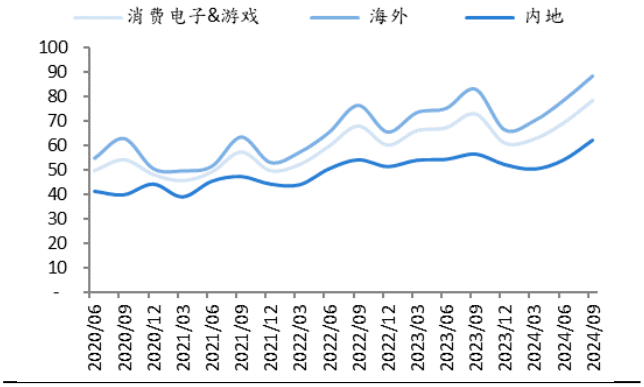
另一方面，**消费电子**和**游戏公司**的库存水平虽受季节性影响，但仍然处于高位。我们认为，游戏需求的产品周期影响，或是造成此类公司库存高企的主要原因。而家电以旧换新和中国消费电子出海等因素或驱动智能家电等消费电子需求旺盛。消费电子需求上升亦是驱动中芯国际（0981 HK/**买入**）和华虹半导体（1347 HK）2024 年 3 季度业绩超过市场预期的主要因素之一。展望 2025 年，我们认为游戏电子产品需求周期或在 2025 年下半年甚至 2026 年随新产品发布企稳，而家电类消费电子或在 2025 年上半年延续旺盛的需求。

图表 172: 2024 年服务器和 PC 公司库存（天数）稳中有降



资料来源: 彭博，交银国际

图表 173: 2024 年消费电子和游戏公司库存（天数）震荡

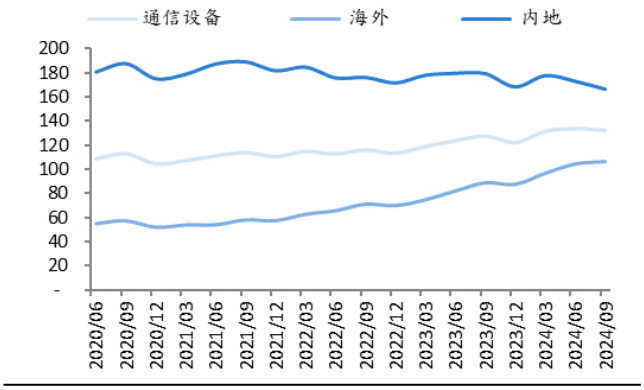


资料来源: 彭博，交银国际

通信设备方面，内地与海外库存出现分化，其中，内地通信设备以较之前高点有所下降，而海外则受到 5G 通信周期影响，库存水平处于历史高位。我们认为虽然内地通信运营商资本开支或在 2025 年同比增加，但从全球范围来看，2025 年基础设施建设的重点或还在人工智能数据中心而非传统通信设备。

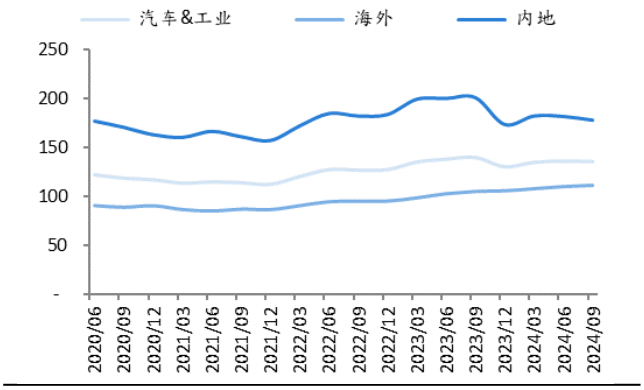
汽车和工业方面，虽然之前内地库存水平出现反复，但 2Q24 虽然总体库存还在高位，内地企业出现库存边际向好迹象，而海外则依然有库存上升趋势。

图表 174: 2024 年内地通信设备公司库存（天数）下降海外则继续上升



资料来源: 彭博，交银国际

图表 175: 2024 年汽车&工业库存（天数）仍处高位，内地公司库存企稳

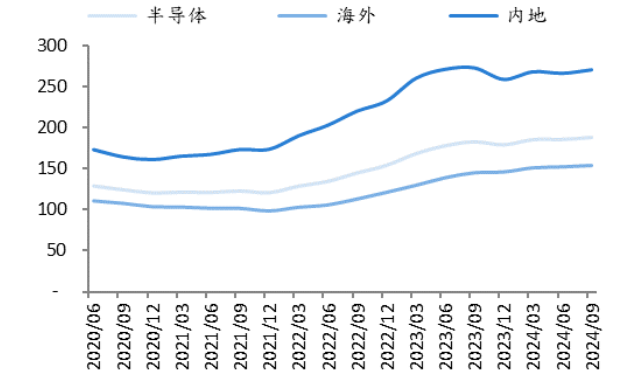


资料来源: 彭博，交银国际

上游半导体公司：库存水平仍有上升

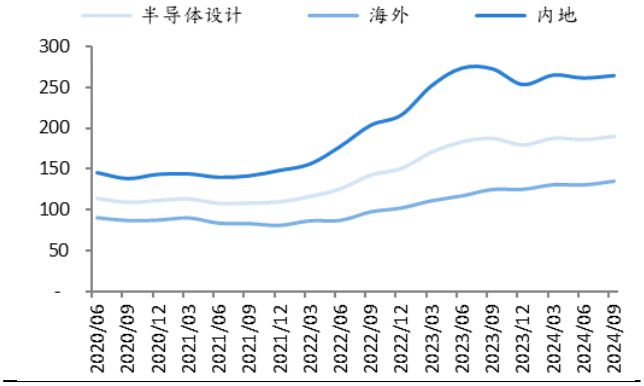
对于**半导体公司**，2024 年初至今，库存水平总体保持平稳，全球平均库存水平从 2023 年 3 季度的 184 天上升 5 天至 2024 年 3 季度的 189 天，预示着总体半导体需求仍未完全走出 2022 年之后产能过剩库存高企的周期底部。其中，半导体设计公司的库存起到关键作用，除部分对于人工智能，智能手机，服务器有较大敞口的半导体设计公司去库存趋势明显以外，总体半导体设计公司库存仍呈上升趋势。我们认为这或主要受对于汽车、工业和通信设备等下游有敞口的半导体设计公司等所驱动。我们在之前的中国半导体设计公司报告中，建议投资者关注下游处于周期上行的半导体设计公司。

图表 176: 2024 年半导体公司综合库存（天数）平稳



资料来源: 彭博，交银国际

图表 177: 2024 年半导体设计公司库存（天数）仍呈上升趋势



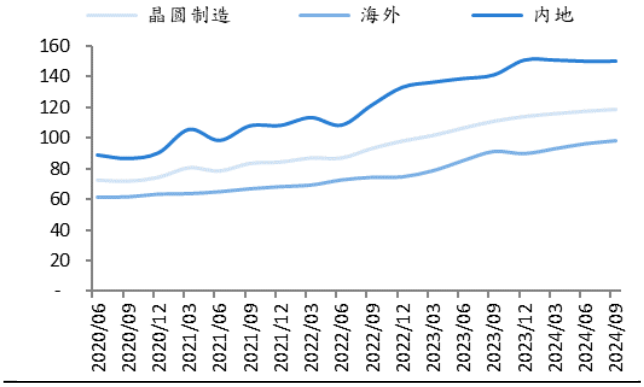
资料来源: 彭博，交银国际

晶圆代工公司方面，如我们在中芯国际首次覆盖报告中提到的，内地晶圆代工厂 2024 年以来产能利用率和盈利能力随着下游需求恢复，出现触底反弹的趋势，内地半导体制造公司平均库存天数 2024 年以来持续下降。而海外半导体制造行业，除先进制程产品供不应求外，总体库存依然上升。

从**半导体设备**库存看，内地企业的库存水平呈现上升趋势，而海外公司则在 3Q24 出现略微下降。对于半导体设备的库存，由于其备货周期长，我们认为，适当的库存上升或意味着管理层对今后的市场需求有信心。

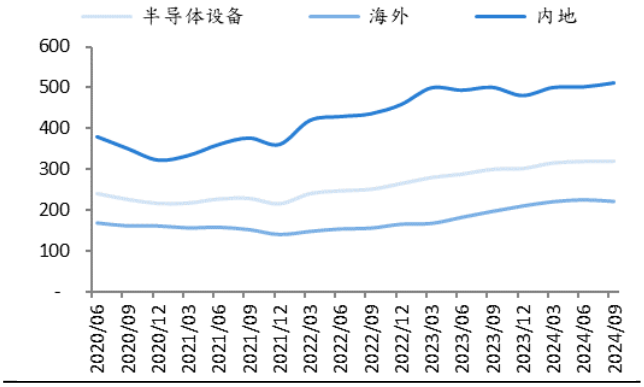
半导体封测方面，内地企业库存在 2024 年出现一定程度的波动，而全球总体库存则出现下降趋势。**存储芯片**库存虽然有 HBM 产品供不应求的正面影响因素，但总体库存仍然维持高位。

图表 178: 2024 年内地晶圆代工库存（天数）略有下降



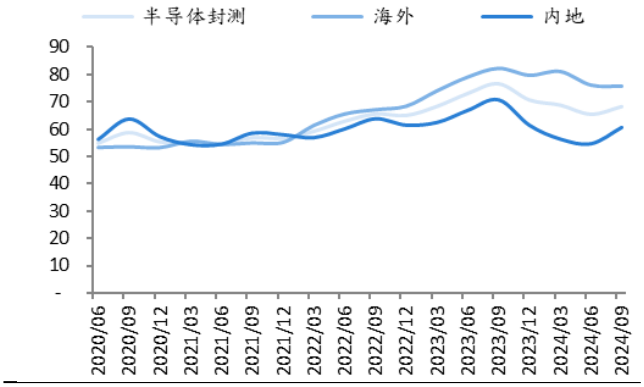
资料来源: 彭博，交银国际

图表 179: 2024 年半导体设备库存（天数）基本稳定



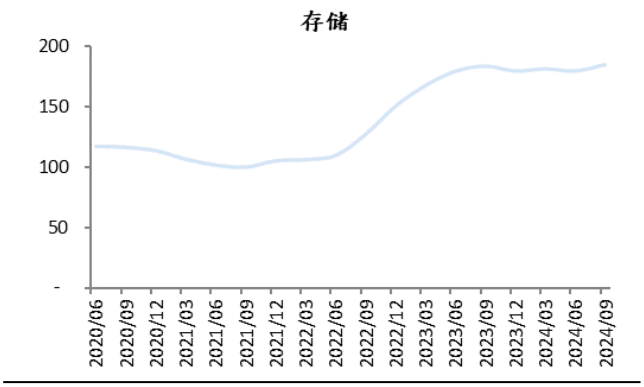
资料来源: 彭博，交银国际

图表 180: 2024 年半导体公司封测库存（天数）有所下降



资料来源: 彭博，交银国际

图表 181: 2024 年半导体存储器库存（天数）基本稳定



资料来源: 彭博，交银国际

2025 年科技行业板块配置观点

AI 主题在 2024 年全球科技行业投资中表现优异；进入 2025 年，我们认为，投资者在把握 AI 投资主题的同时，或可以更加分散和灵活地布局科技各子板块，以捕捉更多关键机遇。建议关注半导体设备、晶圆制造、存储、服务器&PC、智能手机、PCB 以及软件行业等。

结合我们之前的分析，我们认为**人工智能**的主题或还将是投资长期的主线，投资者或至少维持基础设施硬件的敞口。但是，我们认为，人工智能主题强势行情已经持续近两年，一部分对于行业成长的预期或已经反映在股价。虽然我们认为包括**海外半导体设计公司**盈利预期仍然有上修空间，但相较于 2023 年底和 2024 年中的展望来看，此类上修空间或正在逐渐减小。与此同时，我们看到包括智能手机，个人电脑，服务器在内的**硬件设备**需求温和回升，部分工业和汽车类硬件需求下降速度减缓，**我们建议投资者更分散地配置科技行业资产**。尤其是中国内地的半导体和硬件行业，我们看到包括**半导体设备、设计和制造**等子行业的业绩均同比改善，加之资本市场的流动性增强，行业表现出较高的市场关注度。同时，我们看到**软件行业**市场表现在 2024 年下半年有较大反弹，亦建议投资者密切关注此类标的。

半导体

我们判断对了什么？我们在之前预测中成功地抓住了与人工智能相关的半导体设计与 IDM 的机会，持超配观点海外半导体设计/IDM 板块在 2024 年依然表现亮眼。我们也正确判断了 A/H 股半导体制造以及海外半导体制造受国产替代，周期性恢复和人工智能红利的综合影响，A/H 股半导体制造在 2024 年表现出色，而海外半导体制造则全年表现稳定。同时，内地半导体设备行业受到内地对行业长期的高投入推动，在 2024 年表现亮眼。

⊖ 2025 年的新变化

半导体设计方面，我们认为人工智能的高需求或将至少持续到 2025 年底，虽然可能出现的超预期幅度或小于 2023 及 2024 年，但我们依然认为超配海外半导体设计标的是近期收获人工智能上行红利的最直接方式之一。2024 年，内地半导体设计受内地部分算力芯片股价的推动，全年表现出色。虽然部分内地算力芯片公司估值或已经充分反映基本面的上行空间，**我们仍将 A/H 股半导体设计板块配置观点从标配上调到超配**，主要由于我们看好对下游包括韦尔股份（603501 CH/**买入**）和卓胜微（300782 CH/**买入**）在内的对于智能手机和电动汽车有较大敞口的芯片设计公司。我们认为，**本土化和周期上行是驱动此类公司业绩向好的关键因素**。

我们继续保持对海外及 A/H 股的半导体制造超配的观点，主要考虑到人工智能基础设施建设或使海外半导体制造龙头企业受益。而内地半导体制造产能利用率、利润率以及库存水平亦有边际改善，包括中芯国际（981 HK/**买入**）在内的公司 2022-2024 年资本开支前置，我们认为随着资本开支的正常化，其利润率或在 2025 年下半年进一步改善。市场方面，在市场流动性向好的条件下，我们认为 A/H 股的半导体制造公司估值或将迎来进一步修复。

半导体设备方面，**我们将海外半导体设备配置观点从标配下调到低配**，这主要是因为 **1**）前期半导体制造行业资本投入加速，特别是中国内地半导体制造公司预防性的提前拉货，导致 2025 年需求有所下降；**2**）地缘因素导致包括阿斯麦（ASML US）在内的海外半导体设备公司存在较大订单和维护业务不确定性，市场情绪较为敏感。相反地，我们**维持对于 A/H 股半导体设备行业超配**的看法，我们认为国产半导体产业链本土化或将是长期趋势。

我们**维持对半导体架构子板块标配**的观点，主因对新签约用户的能见度仍待进一步清晰。同样地，**半导体封测**行业在 CoWoS 等先进封装充分在行业应用后或有更高的能见度，**维持标配观点**。

之前我们将海外**存储芯片**的配置观点从标配上调至**超配**，主要考虑到 HBM 或将在 2025 年之前保持供不应求，存储芯片企业库存下降。我们预测，本轮存储芯片由于存在 HBM 等有技术进一步升级的产品，其上行周期区段或长于之前几次行业上行过程。虽然受到下游需求波动影响，传统 DRAM 的价格或有见顶趋势，但我们认为，总体看，市场或对人工智能所需的 NAND 的体量准备不足，加之 HBM 需求旺盛造成 DRAM 价格相对前几轮周期相对稳定，**我们维持超配的看法**。

图表 182: 2025 半导体板块配置策略/ 关注公司

子板块	市场	2025子板块配置观点	2025展望	建议关注公司		2024年初至今涨跌幅	2024平均涨跌幅
半导体设计/IDM	欧美和亚太其他	超配	对云服务器等相对高景气的行业的敞口相对较大。下游云服务上对于人工智能基础设施建设的高投入至少会继续延续到2H25。	英伟达	NVDA US Equity	176%	36%
				高通	QCOM US Equity	9%	
				博通	AVGO US Equity	48%	
				AMD	AMD US Equity	(7%)	
				迈威尔	MRVL US Equity	54%	
				英特尔	INTC US Equity	(52%)	
				联发科	2454 TT Equity	26%	
	A&H股	超配（上调）	行业库存天数稳步改善，下游子行业需求复苏，国产替代加速，国产化打开中长期增量空间。	韦尔	603501 CH Equity	(10%)	44%
				卓胜微	300782 CH Equity	(36%)	
				海光信息	688041 CH Equity	66%	
				紫光国微	002049 CH Equity	(6%)	
				兆易创新	603986 CH Equity	(10%)	
				寒武纪	688256 CH Equity	260%	
半导体制造	欧美和亚太其他	超配	部分受益于人工智能基础设施建设。内地半导体制造产能利用率提高，利润水平提高，库存企稳下降，或有估值修复空间，资本支出前置，2025年或保持稳定。	台积电	2330 TT Equity	70%	9%
				联华电子	UMC US Equity	(19%)	
				格罗方德	GFS US Equity	(27%)	
				世界先进	5347 TT Equity	12%	
	A&H股			中芯国际	981 HK Equity	24%	13%
				华虹	1347 HK Equity	3%	
半导体设备	欧美和亚太其他	低配（下调）	前期部分内地晶圆厂资本开支前置，海外半导体设备厂提前拉货，造成2025年设备出货同比或受影响。同时，受地缘政治和国产替代影响，我们对于海外半导体设备持谨慎态度	应用材料	AMAT US Equity	7%	(1%)
				泛林集团	LRCX US Equity	(7%)	
				科磊	KLAC US Equity	9%	
				阿斯麦	ASML US Equity	(11%)	
				东京电子	8035 JT Equity	(10%)	
				ASMPT	522 HK Equity	(2%)	
				ASM国际	ASM NA Equity	7%	
	A&H股	超配	存在技术变革，新质生产力思想指导下内地半导体行业资本强度或将进一步增加。	中微公司	688012 CH Equity	34%	31%
				北方华创	002371 CH Equity	67%	
				盛美上海	688082 CH Equity	4%	
				拓荆科技	688072 CH Equity	22%	
半导体封测	欧美和亚太其他	标配	抑或在CoWoS等先进封装充分在行业应用后有更好能见度，但内地封测公司或受益于半导体周期上行。	日月光	3711 TT Equity	15%	15%
	A&H股			长电	600584 CH Equity	26%	31%
				华天	002185 CH Equity	36%	
半导体架构	欧美和亚太其他	标配	我们依然未对新签约用户有可信的能见度，股价波动较大	ARM	ARM US Equity	82%	82%
存储芯片	欧美和亚太其他	超配	HBM需求旺盛，存储周期受人工智能基础设施建设影响，上行周期较以往更长。DRAM和NAND价格基本稳定。	三星电子	005930 KS Equity	(26%)	13%
				SK海力士	000660 KS Equity	25%	
				西部数据	WDC US Equity	39%	

资料来源: 彭博，交银国际 涨跌幅以截至 11 月 26 日收盘价为基准

硬件及硬件设备

我们判断对了什么？2024 年初至今，我们年初看好的海外和 A/H 股数据中心，服务器和 PC 硬件行业表现出色。海外方面，除了超微电脑因近期审计师辞职问题股价下跌以外，我们观察的其余标的几乎均录得 20%+以上的股价涨幅。A/H 股方面，以中科曙光，工业富联为代表内地服务器企业同样受到市场关注，我们观察的标的股价跑赢海外同行。无独有偶，手机产业链方面，随着内地手机公司库存水平的下降和需求上升，内地手机产业链景气度强于海外。而对于智能手机和服务有较大敞口的下游 PCB 需求也水涨船高，我们观察的 A/H 股 PCB 方向的股票领跑所有硬件版块。

⊖ 2025 年新变化

对于**通信基础设施**，我们在 2024 年中期展望中将配置观点由低配上调到标配。随着下游运营商资本开支逐步上升，通信基础设施在 2H24 出现一定程度的反弹，我们认为，行业触底回升已一定程度反映在股价表现上，且行业还处于大产品周期中段。因此**维持对于海外和 A/H 通信基础设施板块标配**看法。

对于**数据中心、服务器和个人电脑**行业，我们**维持对于海外和 A/H 股数据中心，服务器和个人电脑行业超配的配置观点**。与看好半导体设计行业的逻辑类似，我们认为生成式人工智能驱动数据中心及相关服务器需求或将在 2025 年持续。一些传统的数据中心或亦到达更新换代的时机。个人电脑亦受到 AI PC 上市、周期性换机和 Windows 更新等因素影响，需求或在 2025 年延续相对景气的行情。同时，我们认为，由于生成式人工智能主要用于改善工作效率，因此，相较于智能手机，我们更加看好更多用于工作的个人电脑上实现端侧 AI 落地的前景。

我们认为，**智能手机**及其产业链或在 2025 年继续保持相对景气。特别是对于内地的智能手机产业链，我们认为本土化和高端化是驱动国产智能手机景气的因素。从周期角度来看，我们看到智能手机下游的库存水平持续下降，行业或还在上升周期。虽然对端侧 AI 在智能手机端落地的前景仍待进一步观察，但我认为端侧 AI 至少可以为换机带来一定宣传促进作用。

基于下游部分子行业库存依然较高，行业尚处周期底部的原因，我们**维持海外和 A/H 股的显示与屏幕和多种元器件标配的观点**。

对 **PCB 以及电路板衬底**行业，基于海外企业竞争力不强，行业本土化进程加快的原因，我们将**海外** PCB 以及电路板衬底行业配置观点**由超配下调到标配**。我们依然看好 **A/H 股**的 PCB 以及电路板衬底行业，**维持超配观点**，主要是对于下游敞口较大的智能手机，PC 和服务器的需求在 2025 年或依然保持旺盛。

对于**功率电子行业**，我们认为下游敞口较大的汽车、新能源和工业等行业的库存依然较高，行业或仍处于周期底部，换言之，汽车/工业或是一个对于周期“后进后出”的子行业。但是，我们近期也看到下游出现一些积极变化，例如，新能源汽车出货量在 2024 年 4 季度之后有一定程度的上升，出于保守的考量，我们暂且维持对于**海外和 A/H 股功率电子行业标配**的配置观点，行业或在 2025 年上半年看到更为清晰的复苏机会。

图表 183: 硬件板块配置策略/ 关注公司

子板块	市场	2025子板块配置观点	2025展望	建议关注公司		2024年初至今涨跌幅	2024平均涨跌幅
通信基础设施	欧美和亚太其他	标配	内地和海外运营商资本支出或触底反弹，且市场或已充分估计到通信基础设施行业下行。	诺基亚	NOK US Equity	22%	23%
				爱立信	ERIC US Equity	30%	
				思科	CSCO US Equity	18%	
	A&H股			中兴通讯	763 HK Equity	6%	6%
数据中心、服务器和PC	欧美和亚太其他	超配	数据中心服务器需求方兴未艾，人工智能基础设施的高需求或至少延续到2025年。端侧PC或先于智能手机实现人工智能落地，且PC市场依然周期上行。	华硕	2357 TT Equity	26%	39%
				鸿海科技	2354 TT Equity	56%	
				广达	2382 TT Equity	32%	
				纬创资通	3231 TT Equity	22%	
				戴尔	DELL US Equity	85%	
				超微电脑	SMCI US Equity	21%	
				惠普	HPQ US Equity	30%	
	A&H股			海康威视	002415 CH Equity	(15%)	27%
				大华股份	002236 CH Equity	(14%)	
				工业富联	601138 CH Equity	46%	
				浪潮信息	000977 CH Equity	36%	
				中科曙光	603019 CH Equity	93%	
				中际旭创	300308 CH Equity	58%	
				联想	992 HK Equity	(17%)	
智能手机及其产业链	欧美和亚太其他	标配	端侧人工智能应用落地前景少有能见度头部品牌在新兴市场依然有竞争压力。	苹果	AAPL US Equity	22%	(2%)
				三星电子	005930 KS Equity	(26%)	
	A&H股	超配	国产品牌市场份额提升，且智能手机产业链总体库存水平进一步优化，预计2025年延续行业补库存和增长趋势。	小米	1810 HK Equity	74%	18%
				立讯精密	002475 CH Equity	8%	
				传音	688036 CH Equity	(15%)	
				歌尔	002241 CH Equity	10%	
				蓝思	300433 CH Equity	51%	
				华勤	603296 CH Equity	4%	
				大族激光	002008 CH Equity	21%	
				瑞声科技	2018 HK Equity	55%	
				比亚迪电子	285 HK Equity	(8%)	
				舜宇光学科技	2382 HK Equity	(19%)	
显示与屏幕	欧美和亚太其他	标配	行业竞争激烈，未见结构性行业基本面改善的机会。	LG显示	034220 KS Equity	(16%)	(16%)
	A&H股			三安光电	600703 CH Equity	(8%)	(9%)
				京东方	000725 CH Equity	7%	
				视源股份	002841 CH Equity	(19%)	
				信维诺	002387 CH Equity	(4%)	
				深天马	000050 CH Equity	(19%)	
多种元器件	欧美和亚太其他	标配	下游子行业需求分化，下游部分子行业库存较高，未见下游各行业全面复苏迹象。	LG电子	066570 KS Equity	(7%)	(5%)
				松下	6752 JT Equity	9%	
				索尼	6758 JT Equity	11%	
				村田制作所	6981 JT Equity	(16%)	
				日本电产	6594 JT Equity	(1%)	
				京瓷	6971 JT Equity	(28%)	
	A&H股			中航光电	002179 CH Equity	1%	10%
				TCL科技	000100 CH Equity	5%	
				三环股份	300408 CH Equity	18%	
				紫光股份	000938 CH Equity	25%	
				环旭电子	601231 CH Equity	(5%)	
				顺络电子	002138 CH Equity	14%	
PCB及电路板衬底	欧美和亚太其他	标配（下调）	人工智能基础设施的高需求或至少延续到2025全年。智能手机，PC，服务器等需求旺盛。内地企业竞争力强于海外企业，国产替代趋势加速。	欣兴电子	3037 TT Equity	(10%)	(19%)
				揖斐电	4062 JT Equity	(42%)	
				Shinko Electric	6967 JT Equity	(5%)	
	A&H股	超配		生益科技	600183 CH Equity	12%	38%
				沪电股份	002463 CH Equity	66%	
				深南电路	002916 CH Equity	37%	
				东山精密	002384 CH Equity	35%	
功率电子	欧美和亚太其他	标配	行业竞争加剧，汽车，新能源和工业等功率电子主要下游库存较高，行业或还处于周期底部。	英飞凌	IFX GY Equity	(19%)	(20%)
				恩智浦	NXPI US Equity	(0%)	
				意法	STM US Equity	(49%)	
				三菱	8058 JT Equity	14%	
				罗姆	6963 JT Equity	(47%)	
	A&H股			华润微	688396 CH Equity	10%	0%
				闻泰科技	600745 CH Equity	(8%)	
				士兰微	600460 CH Equity	17%	
				斯达	603290 CH Equity	(25%)	
				扬杰	300373 CH Equity	20%	
				宏微	688711 CH Equity	(37%)	
				新洁能	605111 CH Equity	24%	

资料来源: 交银国际 涨跌幅以截至 11 月 26 日收盘价为基准

软件及服务

我们判断对了什么？我们之前预测人工智能或在海外大型的软件公司最先开启落地和变现，并建议投资者关注微软、Adobe 等龙头公司。我们认为，微软 AI 业务在 2024 年上半年落地稳定推进，但 2024 年下半年之后其云业务变现受到互联网企业的挑战，股价震荡。

2025 年新变化：如之前所说，考虑到生成式人工智能独立落地产生现金流或仍尚需时日，我们将海外大型软件企业的配置观点由超配下调至标配。我们看到，传统数据库服务商 SAP 和甲骨文的云业务在公司业务向 AI 基础设施服务提供商方向转型的作用下，2024 年下半年之后股价表现亮眼，但我们对 2025 年企业对软件产品需求缺乏进一步的能见度。同时我们注意到，11 月中旬以来，部分软件行业公司业绩通过 AI 得到优化，市场关注提高，我们提醒投资者关注个股和行业整体上行的机会。A/H 股方面，包括 CRM/SaaS，安全软件等软件公司股价虽然在 9 月之后随大盘有一定反弹，但我们认为之后尚需要进一步观察宏观形势和企业支出意愿。

图表 184: 软件板块配置策略/ 关注公司

子板块	市场	2025子板块配置观点	2025展望	建议关注公司		2024年初至今涨跌幅	2024平均涨跌幅
大型综合类软件服务	欧美和亚太其他	标配（下调）	作为整体，生成式人工智能落地变现能见度较低，云及软件收入受到互联网公司云业务竞争。	微软	MSFT US Equity	14%	(6%)
				Snowflake	SNOW US Equity	(14%)	
				Unity	U US Equity	(43%)	
				Datadog	DDOG US Equity	27%	
				Adobe	ADBE US Equity	(12%)	
	A&H股	标配	市场情绪边际改善，股价已有一定程度反映。内地宏观形势改善，但需进一步观察地方政府化债之后信创投入与软件需求。	金山办公	688111 CH Equity	(10%)	3%
				科大讯飞	002230 CH Equity	1%	
				昆仑万维	300418 CH Equity	15%	
				中国软件	600536 CH Equity	44%	
				宝信软件	600845 CH Equity	(33%)	
				恒生电子	600570 CH Equity	(2%)	
CRM/SaaS	欧美和亚太其他	标配	海外B端客户仍然存在通胀过后企业支出不确定性的影响，且部分海外行业企业执行力有待进一步观察。 A&H股方面股价随大盘反弹，需进一步观察宏观形势和企业支出意愿。	Salesforce	CRM US Equity	30%	6%
				Autodesk	ADSK US Equity	31%	
				Intuit	INTU US Equity	2%	
				Zoominfo	ZI US Equity	(41%)	
	A&H股			用友	600588 CH Equity	(29%)	(33%)
				金蝶	268 HK Equity	(28%)	
				广联达	002410 CH Equity	(28%)	
				有赞	8083 HK Equity	(33%)	
				微盟	2013 HK Equity	(45%)	
传统数据库	欧美和亚太其他	标配	商业模式转型AI服务。AI催生对训练数据存储的需求上升。	SAP	SAP US Equity	52%	66%
				甲骨文	ORCL US Equity	81%	
安全软件	欧美和亚太其他	标配	地缘政治影响下安全软件支出意愿上升，2025之后安全支出预算能见度不高。从长期看，生成式人工智能确实或可以提高安全软件的表现，但在安全软件领域落地缺乏必要的可见度。	Checkpoint	CHKP US Equity	19%	40%
				Fortinet	FTNT US Equity	65%	
				CrowdStrike	CRWD US Equity	43%	
				Palo Alto Networks	PANW US Equity	34%	
	A&H股			三六零	601360 CH Equity	52%	(7%)
				启明星辰	002439 CH Equity	(39%)	
				深信服	300454 CH Equity	(13%)	
				奇安信	688561 CH Equity	(27%)	
通信软件	欧美和亚太其他	低配	近三年红利释放结束，板块未有人工智能落地抓手，之前2020-2022年过度建设。	Twilio	TWLO US Equity	38%	5%
				Zoom	ZM US Equity	16%	
				Five9	FIVN US Equity	(48%)	
				RingCentral	RNG US Equity	14%	

资料来源:交银国际　涨跌幅以截至 11 月 26 日收盘价为基准

主要风险

- 下游需求不及预期：生成式人工智能变现存在不确定性，云厂商若对变现进度有疑问，或降低变现需求。下游云厂商自身经营情况亦可改变其对人工智能芯片的需求；对于游戏类 GPU，下游需求随宏观经济形势和游戏开发进度而变化，或有不及预期的可能。
- 供应链不确定性：半导体产业链环节众多，技术门槛高，可替代性也相对较弱，关键供应链可能面临产能不足，安全生产等风险。
- 地缘因素：地缘因素和跨国贸易限制或使公司失去一部分海外市场。
- 智能手机、汽车、消费电子、电信设备、PC、服务器和工业设备等下游应用需求弱于预期。

图表 185:交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	买入	25.70	32.00	24.5%	2024 年 11 月 05 日	晶圆代工
AMD US	超微半导体	买入	136.24	183.00	34.3%	2024 年 11 月 20 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	93.00	106.00	14.0%	2024 年 10 月 31 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	98.49	133.00	35.0%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 27 日

互联网行业

行业评级
领先

2025 年展望：需求复苏，看好估值吸引之优质平台

- 伴随新政陆续推进，我们认为其对线上线下消费的拉动效果将最快体现。看好互联网交易平台中，相对刚需且可快速拉动的消费品类，以及受益于 AI 赋能/信创恢复的软件行业。另外，我们建议关注核心业务稳健增长、盈利能力改善以及高股东回报带来的估值修复机会。

- **子行业：看好 OTA/本地生活的竞争缓和及持续的业绩稳健，电商>教育>游戏>软件估值修复机会大，**OTA：内地酒店 ADR 压力减弱，出境业务持续复苏，假期延长或提振出游周期及花费。电商：以旧换新政策利好，加之促消费政策预期持续，以及变现率提升空间。教育：素质素养培训需求仍然强劲，教学点扩张及单校规模均有提升空间。游戏：新游发布及老游戏用户粘性提升将持续拉动游戏行业的稳健增长。软件：化债举措或将利好地方政府财政回暖，促进地方政府/企业信创需求释放，AI 加持提升客户转化，或带动行业估值进一步回升。

- 建议重点关注**阿里/携程/网易/腾讯/好未来/新东方/美团，以及资本市场波动影响下的超低估值公司的回调机会：**

  阿里巴巴（BABA US/9988 HK）：淘天收入有望在变现率提升的带动下加速增长，预计 2025 日历年/2026 财年变现率提升 0.17/0.23 个百分点。看好在技术能力提升带动下淘天收入及利润增长的潜力，为其带来反转机会。

  携程（9961 HK/TCOM US）：内地酒店 ADR 压力减弱，市场竞争缓和，出境业务延续恢复趋势，释放盈利能力。纯国际业务持续投入，亏损率缩窄。

  网易（NTES US/9999 HK）：端游增势强劲，成为短期收入增长主要动力，预计手游也将在消化高基数影响后迎来边际改善，新游上线或带动估值修复。

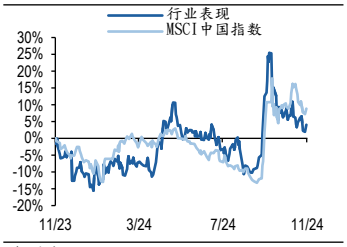
  腾讯（700 HK）：游戏收入加速增长，视频号/搜一搜/小程序广告需求强劲、转化效果提升，高毛利率业务占收比提升带动利润快于收入增长预期不变。

  好未来（TAL US）：培优素养收入保持增长动能，收入增长确定性强。学习机出货量领先行业，我们预计 2025 财年收入增 45%，运营利润率 4%。AI 相关研发投入进入稳定期，我们预计未来利润仍有优化空间。

  新东方（9901 HK/EDU US）：教培服务需求强劲，教学点扩张持续。东方甄选对利润贡献虽有不确定性，但财务数据或已触底，同时教育服务利润率在产品结构随市场需求及时调整下有优化空间。

  美团（3690 HK）：行业竞争缓和，核心商业进入稳健增长期。即时零售行业竞争虽仍然激烈，但公司也仍将受益于其用户粘性、商户运营能力及配送效率，持续获取市占。对应公司 2025 年 25%左右利润增速及 1 倍 PEG 仍是公司可触达估值范围。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	——每股盈利——		——市盈率——		——市销率——		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
腾讯控股	700 HK	买入	513.0	393.8	23.0	24.6	16.0	14.9	5.2	4.8	0.9
阿里巴巴	BABA US	买入	111.0	85.2	61.3	68.2	10.1	9.1	1.5	1.3	NA
拼多多	PDD US	买入	144.0	99.3	83.9	104.4	8.6	6.9	2.5	1.9	NA
美团	3690 HK	买入	228.0	164.3	6.6	8.3	23.2	18.4	2.8	2.4	NA
网易	NTES US	买入	113.0	86.2	48.7	53.1	12.8	11.8	3.8	3.5	2.1
京东	JD US	买入	56.0	35.3	30.0	32.3	8.5	7.9	0.4	0.3	2.3
携程	9961 HK	买入	605.0	500.5	26.2	27.3	17.8	17.1	5.7	5.0	NA
百度	BIDU US	买入	107.0	83.5	72.8	77.6	8.3	7.8	1.6	1.6	NA
快手	1024 HK	买入	54.0	46.8	4.0	5.0	10.8	8.7	1.5	1.3	NA
腾讯音乐	TME US	买入	14.0	11.1	4.4	4.9	18.3	16.2	4.9	4.5	1.4
新东方	9901 HK	买入	75.0	46.2	0.3	0.4	17.8	13.3	1.9	1.6	NA
京东物流	2618 HK	买入	18.0	13.8	1.3	1.2	10.3	10.4	0.5	0.4	NA
哔哩哔哩	BILI US	买入	25.0	18.1	(0.2)	4.7	NA	28.0	2.1	1.9	NA
好未来	TAL US	买入	14.0	10.1	0.3	0.4	38.8	25.4	3.0	2.3	NA
同程	780 HK	买入	24.0	18.7	1.2	1.5	14.4	11.8	2.4	2.0	NA
金山软件	3888 HK	买入	33.0	31.0	1.9	2.0	15.1	14.4	3.8	3.4	1.0
云音乐	9899 HK	买入	120.0	113.1	7.1	7.0	14.9	15.2	2.8	2.6	NA
爱奇艺	IQ US	买入	2.9	2.0	1.7	2.1	8.3	7.0	0.5	0.5	NA
途虎	9690 HK	买入	24.0	21.4	1.0	1.6	19.8	12.5	1.1	1.0	NA
顺丰同城	9699 HK	买入	13.5	9.6	0.2	0.4	52.6	22.9	0.5	0.5	NA
高途	GOTU US	买入	4.6	2.5	(4.1)	(1.0)	NA	NA	1.1	0.9	NA
网龙网络	777 HK	买入	14.0	9.9	2.0	2.3	4.6	4.0	0.7	0.7	7.6
有道	DAO US	买入	7.3	6.1	0.7	1.3	62.7	33.8	0.9	0.8	NA
阅文集团	772 HK	中性	29.0	25.4	1.4	1.6	17.0	14.5	3.1	3.0	NA
欢聚时代	YY US	中性	38.0	35.0	4.6	5.2	7.6	6.7	0.9	0.9	NA
东方甄选	1797 HK	中性	14.9	14.7	0.4	0.4	35.8	31.2	3.1	2.7	NA
汇通达	9878 HK	中性	21.0	19.5	0.6	0.9	31.8	19.9	0.1	0.1	NA
挚文集团	MOMO US	中性	5.9	6.3	6.1	8.1	7.5	5.7	0.8	0.8	8.2
移卡	9923 HK	中性	13.0	9.9	0.3	0.9	27.3	10.1	1.2	1.1	NA
达达	DADA US	中性	1.4	1.3	(2.7)	(1.7)	NA	NA	0.3	0.2	NA
平均							**19.3**	**14.5**	**2.0**	**1.8**	**3.3**

*资料来源：彭博，交银国际预测 *每股盈利基于 Non-GAAP 基础，截至 2024 年 11 月 26 日收盘价*

2025 年投资逻辑：促消费政策拉动业绩增长、股东回报及估值合理是核心

“924 新政”以来，我们覆盖的行业股价表现波动较大，2025 年，我们认为随着政策持续推进，对线上线下消费的拉动或将最快体现，看好互联网交易平台相关，相对刚需且可快速拉动的消费品类，如 1）青少年素质素养培训相关刚需消费；2）受益于假期延长的 OTA 出游消费；3）以旧换新补贴/促消费政策相关的电商品类；4）降息/消费券补贴的推动下可支配收入比例提升带来的小额消费，如本地生活服务等品类。

针对教育行业，素质素养培训仍是目前教培行业贡献增长的主要产品，教培机构 2024-25 财年快速开设教学点，单校规模仍有提升空间，或在 2026 财年放量。智能学习机市场围绕智能和内容两大热点，持续产品迭代拉动行业出货量增长，但推新对公司利润率仍可能有负面影响。行业需求仍在，竞争虽较此前有所加剧，但具有教育内容积累及品牌优势的公司仍将领先行业，收入稳健增长、利润持续释放趋势不改。

针对文娱内容类平台公司，新游发布及老游戏用户粘性提升或持续拉动游戏行业的稳健增长。其他内容品类中，音乐付费会员增长降速，发力会员精细化运营提升人均付费，视频类平台用户竞争持续，短剧贡献行业增量，并成为维系用户的重要抓手之一。

针对 2B 软件行业，行业平均市销率（TTM）较我们发布《软件定义一切（上）：AI+推动变局；毛利率是估值关键》时的 5.8 倍提升至 6.6 倍。人大常委会审议通过化债举措，或将利好地方政府财政回暖，促进地方政府/企业信创需求逐步释放，带动软件行业估值进一步回升。

对于地缘风险，互联网相关行业估值虽可能受影响，但在港二次上市、允许在港审计等举措已缓释相关风险，其他包括移民政策、关税政策基本可通过区域分散等途径缓释。

同时考虑稳健的股东回馈及估值合理性，我们看好**阿里/携程/网易/腾讯/好未来/新东方/美团**：

阿里巴巴（BABA US/ 9988 HK）：淘天收入有望在变现率提升的带动下加速增长，预计受益于技术服务费收取及全站推拉升平台 ROI 吸引广告主增量广告投入，2025 日历年/2026 财年变现率提升 0.17/0.23 个百分点。我们预计 2025 日历年淘天 GMV/CMR 增 4%/9%，云收入在公有云及 AI 产品拉动下恢复双位数增长，跨境收入保持快速增长，但仍在投入期。

携程（9961 HK/TCOM US）：内地酒店 ADR 压力趋缓，2024 年 4 季度开始交通业务增长恢复常态化。出境业务延续恢复趋势，我们预计 2024/25 年收入同比增 50%+/20%+。国际业务持续投入，并贡献收入增量。内地市场竞争缓和，出境利润更佳，国际业务亏损率缩窄，我们预计 2025 年利润仍维持增势。

网易（NTES US/9999 HK）：端游增势强劲，我们预计将在未来一段时间内成为收入增长的主要动力，而手游也将在消化高基数影响及《炉石传说》的带动下边际改善，预计 2025 年游戏收入增 10%。关注公司新游上线计划。

腾讯（700 HK）：受益于长青游戏在运营优化下恢复增长及新游上线，我们预计 2024 下半年/2025 年游戏收入加速增长。视频号/搜一搜/小程序广告需求强劲、转化效果持续提升拉动广告收入稳健增长。我们预计 2024/25 年收入增 8%/9%，运营利润增 23%/13%，高毛利率业务占收比提升带动利润快于收入增长预期不变。看好公司业绩稳健、年超 1,000 亿港元的股东回馈及行业龙头带来估值溢价。

好未来（TAL US）：培优小班收入保持增长动能，得益于强劲需求及教学点扩张下招生人数上升，学习机出货量领先行业，我们预计 2025 财年收入增 45%，运营利润率 4%。看好培优素养业务需求带来收入增长确定性强，AI 相关研发投入进入稳定期，我们预计未来利润仍有优化空间。

新东方（9901 HK/EDU US）：教学点扩张持续，教培服务需求仍然强劲，我们预计 2025 财年教育文旅收入增 31%。东方甄选对利润贡献仍有不确定性，但教育服务在产品结构随市场需求及时调整下，预计利润率有优化空间。公司整体利润率提升趋势不变，我们预计 2025 财年调整后运营利润增 17%。

美团（3690 HK）：行业竞争缓和，核心商业进入稳健增长期。即时零售行业竞争虽仍然激烈，但公司也仍将受益于其用户粘性、商户运营能力及配送效率，持续获取市占。对应公司 2025 年 25%左右利润增速及 1 倍 PEG 仍是公司可触达估值范围。

图表 186：覆盖公司 2025 年最低-最高估值测算，股价跌至估值底部回升几率大

公司名称	——收入增速——		调整后运营利润增速		调整后净利润增速		交银国际目标价	————2025 年估值区间估算————		
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E		估值倍数(倍)	股价区间(当地货币)	较现价上涨空间
腾讯	8%	9%	23%	13%	38%	5%	513.0	15-20x P/E	387 ~ 516	-2% ~ 31%
阿里巴巴	7%	11%	14%	21%	-4%	8%	111.0	8-13x P/E	73 ~ 119	-14% ~ 40%
拼多多	63%	34%	85%	31%	83%	26%	144.0	7-13x P/E	102 ~ 189	3% ~ 90%
美团	21%	15%	129%	35%	78%	25%	228.0	0.7-1.3x PEG	157 ~ 292	-4% ~ 78%
京东	5%	6%	17%	16%	28%	5%	56.0	8-13x P/E	34 ~ 56	-3% ~ 58%
网易	2%	10%	5%	17%	-3%	8%	113.0	11-15x P/E	80 ~ 109	-7% ~ 27%
携程	19%	14%	22%	20%	36%	4%	605.0	15-20x P/E	438 ~ 584	-12% ~ 17%
百度	-1%	3%	-3%	4%	-11%	6%	107.0	8-12x P/E	85 ~ 127	2% ~ 52%
快手	12%	10%	74%	34%	73%	23%	54.0	8-13x P/E	42 ~ 69	-9% ~ 48%
腾讯音乐	2%	8%	43%	16%	23%	13%	14.0	15-20x P/E	10 ~ 14	-7% ~ 23%
京东物流	9%	7%	346%	9%	187%	0%	18.0	10-15x P/E	13 ~ 20	-3% ~ 45%
新东方	18%	21%	17%	57%	45%	33%	75.0	10-18x P/E	45 ~ 80	-4% ~ 74%
哔哩哔哩	19%	11%	NA	NA	NA	NA	25.0	1.5-2.5x P/S	15 ~ 25	-17% ~ 38%
好未来	45%	30%	337%	126%	88%	53%	14.0	0.4-0.8x PEG	8.4 ~ 16.9	-17% ~ 67%
同程	44%	16%	27%	25%	25%	23%	24.0	10-15x P/E	16 ~ 24	-15% ~ 28%
金山软件	20%	10%	43%	12%	37%	2%	33.0	10-20x P/E	21 ~ 42	-33% ~ 34%
阅文	11%	2%	26%	26%	24%	19%	29.0	15-20x P/E	26 ~ 35	5% ~ 39%
云音乐	3%	7%	181%	6%	80%	4%	120.0	13-20x P/E	102 ~ 157	-10% ~ 39%
途虎	8%	14%	74%	69%	52%	58%	24.0	15-20x P/E	26 ~ 34	19% ~ 59%
欢聚	-1%	0%	-8%	2%	-5%	-1%	38.0	7-10x P/E	32 ~ 45	-10% ~ 29%
东方甄选	-29%	14%	-59%	32%	-41%	20%	14.9	15-35x P/E	7.3 ~ 17.1	-50% ~ 17%
爱奇艺	-8%	0%	-37%	16%	-40%	18%	2.9	6-10x P/E	1.7 ~ 2.8	-14% ~ 43%
汇通达	-14%	17%	-24%	54%	-28%	59%	21.0	0.3-0.5x PEG	17 ~ 29	-11% ~ 48%
挚文	-13%	-1%	-35%	-12%	-49%	29%	5.9	5-8x P/E	5.4 ~ 8.7	-14% ~ 37%
顺丰同城	20%	20%	704%	151%	209%	131%	13.5	0.5-0.6x P/S	10.5 ~ 12.6	9% ~ 31%
有道	5%	13%	NA	46%	NA	84%	7.3	15-20x P/E	5.1 ~ 6.8	-16% ~ 12%
高途	50%	25%	NA	NA	NA	NA	4.6	0.8-1.5x P/S	2.4 ~ 4.5	-5% ~ 78%
网龙	-8%	8%	1%	16%	8%	15%	14.0	4-5x P/E	10 ~ 12	-1% ~ 23%
移卡	-16%	14%	29%	83%	984%	169%	13.0	10-12x P/E	10 ~ 12	-2% ~ 18%
达达	-8%	6%	NA	NA	NA	NA	1.4	0.2-0.3x P/S	1.1 ~ 1.6	-19% ~ 21%

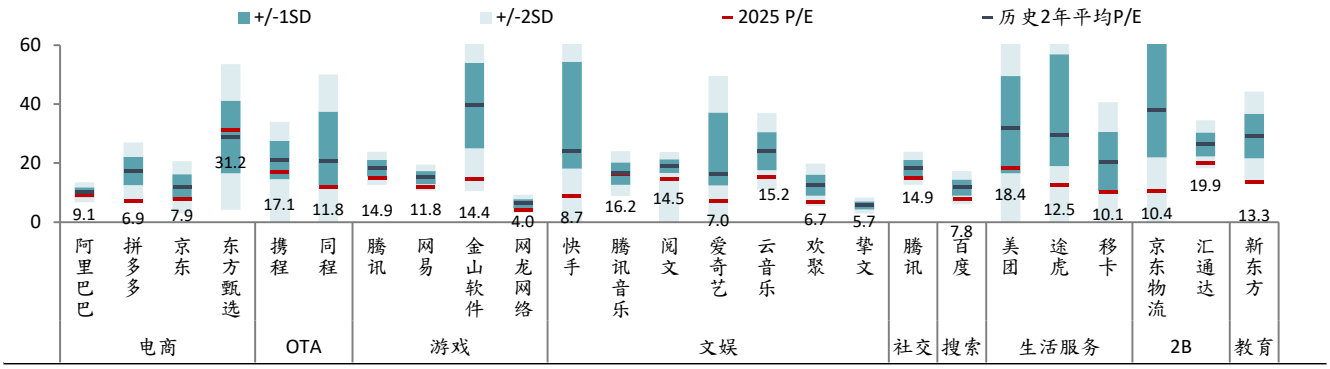
*资料来源: 公司资料，彭博，交银国际预测 *阿里巴巴/新东方/好未来/东方甄选收入及利润增速为 FY25/26，市盈率为 FY25，阿里巴巴调整后运营利润为调整后 EBITA；截至 2024 年 11 月 26 日*

图表 187: 2024 年挚文/欢聚/京东股东回报排名前 3，挚文/网龙/京东股息率排名前 3（2.3-8.2%）

公司	市值	回购计划额度	剩余回购额度	回购周期截至	剩余额度/市值	剩余额度/现金	2024 年已回购金额	2024 年已回购金额/市值	最新回购截至日期	2024 年股息率	2024年股东回报合计
	————百万美元————						百万美元				
挚文	1,185	286	112	2026.06	9.4%	5.7%	89	7.5%	2024.09	8.2%	15.6%
欢聚	1,999	400	282	2025.11	14.1%	8.4%	244	12.2%	2024.09	0.0%	12.2%
京东	57,241	5,000	5,000	2027.08	8.7%	17.8%	3,600	6.3%	2024.09	2.3%	8.6%
网龙	804	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.0%	NA	7.6%	7.6%
阿里巴巴	203,559	65,000	22,000	2027.03	10.8%	27.8%	14,700	7.2%	2024.09	0.0%	7.2%
网易	55,601	5,000	3,400	2026.01	6.1%	18.2%	956	1.7%	2024.09	2.1%	3.8%
腾讯	468,901	12,821	747	2024.12	0.2%	1.3%	12,074	2.6%	2024.11	0.9%	3.5%
达达	348	40	30	2026.03	8.7%	7.6%	10	2.8%	2024.06	0.0%	2.8%
美团	128,459	1,000	381	NA	0.3%	1.8%	3,610	2.8%	2024.09	0.0%	2.8%
新东方	9,824	700	242	2025.05	2.5%	4.9%	264	2.7%	2024.10	0.0%	2.7%
金山软件	5,322	NA	NA	NA	NA	NA	87	1.6%	2024.08	1.0%	2.6%
百度	29,283	5,000	3,600	2025.12	12.3%	10.8%	691	2.4%	3Q24	0.0%	2.4%
腾讯音乐	18,997	500	165	2025.03	0.9%	3.2%	161	0.8%	2024.09	1.4%	2.2%
高途	706	80	53	2025.11	7.5%	9.3%	15	2.1%	2024.08	0.0%	2.1%
顺丰同城	1,130	26	0	NA	0.0%	0.1%	20	1.8%	2024.09	0.0%	1.8%
快手	25,910	2,051	1,721	2027.05	6.6%	29.7%	330	1.3%	2024.11	0.0%	1.3%
有道	730	40	6	2025.11	0.8%	8.9%	9	1.2%	2024.09	0.0%	1.2%
阅文	3,316	139	104	2024.12	3.1%	11.7%	35	1.1%	2024.10	0.0%	1.1%
途虎	2,244	128	105	NA	4.7%	13.9%	23	1.0%	2024.04	0.0%	1.0%
好未来	6,449	504	491	2025.04	7.6%	13.2%	13	0.2%	2024.08	0.0%	0.2%
携程	41,419	300	300	NA	0.7%	2.4%	0	0.0%	2024.06	0.0%	0.0%
哔哩哔哩	7,612	200	200	2026.11	2.6%	9.2%	0	0.0%	2024.11	0.0%	0.0%

*资料来源：公司资料，彭博，交银国际 *截至最新公司公布数据/2024 年 11 月 26 日，计算现金为各公司最新财报公布数据*

图表 188: 估值空间：多数互联网公司估值在历史 2 年平均市盈率-1 个标准差以下，业绩增长确定性将有提振作用



*资料来源：彭博，交银国际预测 *阿里/新东方/好未来为 FY25，截至 2024 年 11 月 26 日*

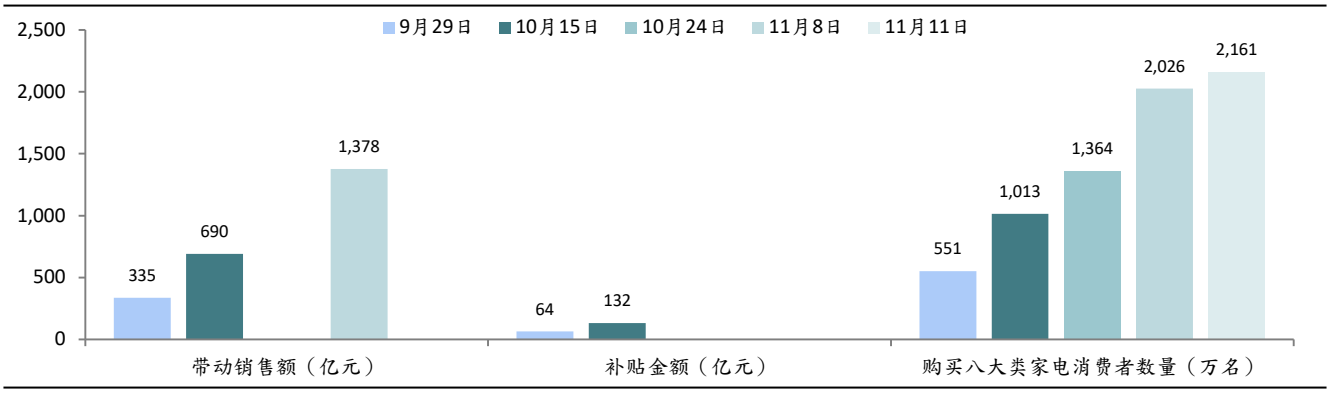
子行业 - 电商：以旧换新政策利好，关注平台变现率提升

家电以旧换新拉动消费数据改善，线上平台中，京东、天猫受益

根据商务部数据，截至 2024 年 11 月上旬，家电以旧换新政策拉动 2,161 万名消费者，购买 8 大类家电产品超过 3,272 万台，带动销售额超 1,378 亿元（人民币，下同）。受政策利好拉动，9/10 月社零家电品类分别同比增 21%/39%，对比 1-8 月增速 2.5%。商务部大数据显示，11 月上旬，重点监测零售企业家电/通信器材销售额分别同比增 45%/28%。

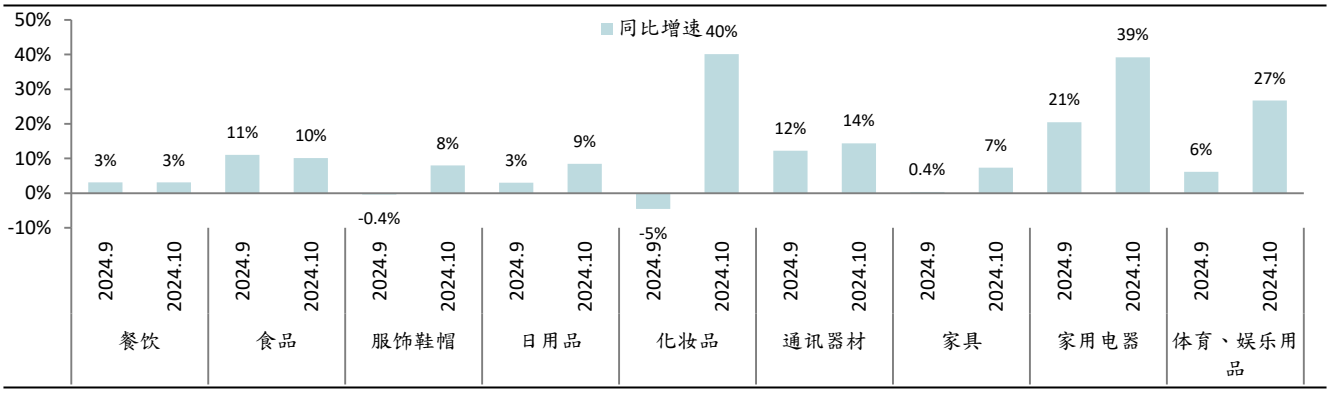
受家电消费利好，截至 11 月中旬，京东零售带电品类增长呈逐月改善趋势，双十一电商增长数据好于预期。我们看好后续消费刺激政策扩大覆盖品类及规模对平台消费的拉动持续。我们预计 2025 年电商大盘 GMV 增 5%，阿里/京东分别增 4%/6%。

图表 189: 截至 2024 年 11 月 11 日，家电以旧换新政策拉动 2,161 万名消费者购买八大类家电产品超过 3,272 万台，带动销售额超 1,378 亿元



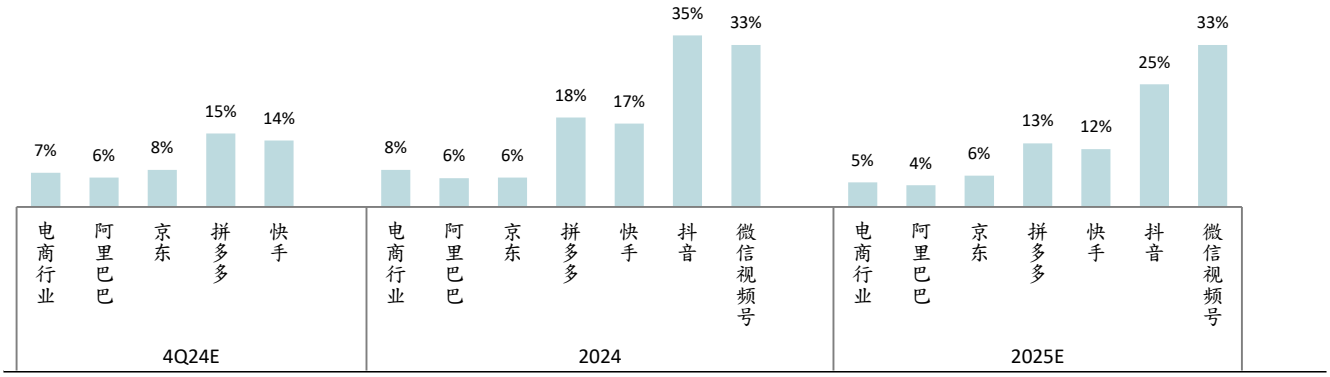
资料来源：商务部，交银国际

图表 190: 2024 年 10 月以旧换新补贴拉动家电加速增长，通讯器材维持双位数增速，双十一大促带动服饰/日用品/化妆品/家具增速恢复



资料来源：万得，交银国际

图表 191: 我们预计 2025 年电商大盘 GMV 增速 5%

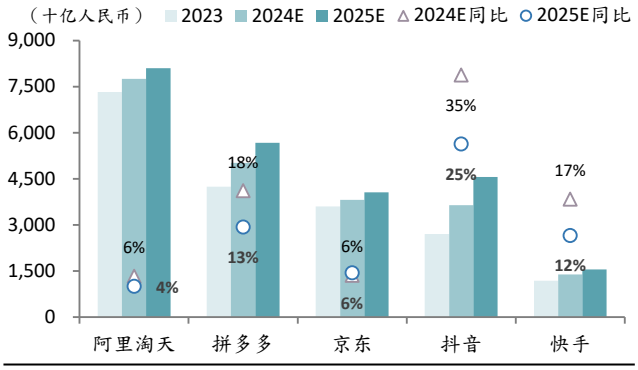


*资料来源：公司资料，统计局，交银国际预测 *微信视频号为下单口径*

2025 年关注平台变现率提升，阿里有望迎来拐点

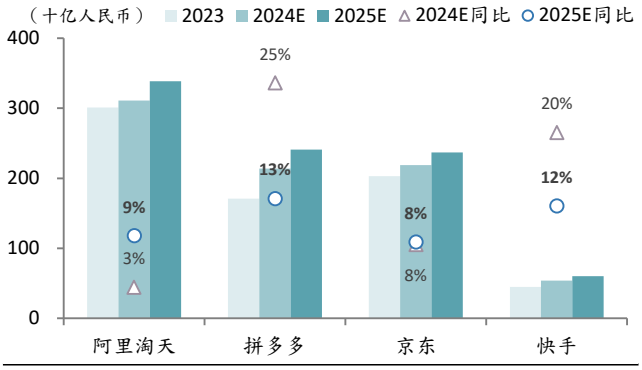
我们预计 2025 年电商平台收入增速区间在 8-14%，1）阿里淘天收入有望在变现率提升的带动下较 2024 年加速增长，预计受益于淘宝收取技术服务费以及全站推拉升平台 ROI 吸引广告主增量广告投入，2025 日历年/2026 财年变现率提升 0.17/0.23 个百分点。2）京东电商服务收入增长主要受 GMV 增长拉动，变现率持稳，商家生态仍在培育期。3）拼多多电商服务收入与 GMV 增速持平，主要受商家百亿减免政策影响，预计变现率短期呈现同比持平的趋势。

图表 192: 2024-25 年平台 GMV 预期



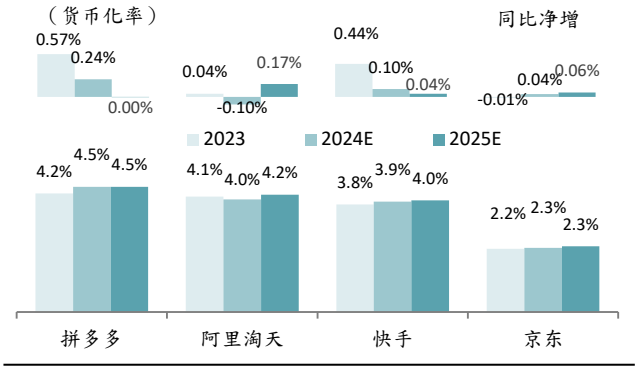
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 193: 2024-25 年平台收入预期



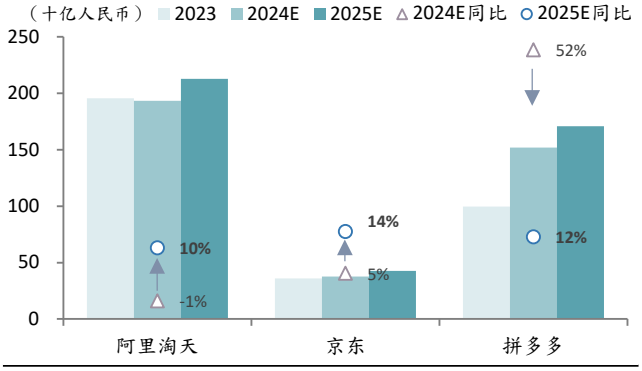
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 194: 2024-25 年平台货币化率预期



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 195: 2024-25 年平台运营利润预期



资料来源：公司资料，交银国际预测

选股及估值

现价对应 2025 日历年市盈率：阿里 9.6 倍/京东 7.9 倍/拼多多 6.9 倍/快手 8.7 倍。展望 2025 年，阿里淘天收入有望在 GMV 恢复增长及变现率提升带动下加速增长，京东带电品类增长与后续国补政策力度及范围的关联度较高，拼多多因商家百亿减免政策变现率或短期趋平，快手仍受行业竞争影响，但购买用户渗透仍有提升潜力。个股偏好阿里巴巴，看好在技术能力提升带动下淘天收入及利润增长的潜力，为其带来反转机会。

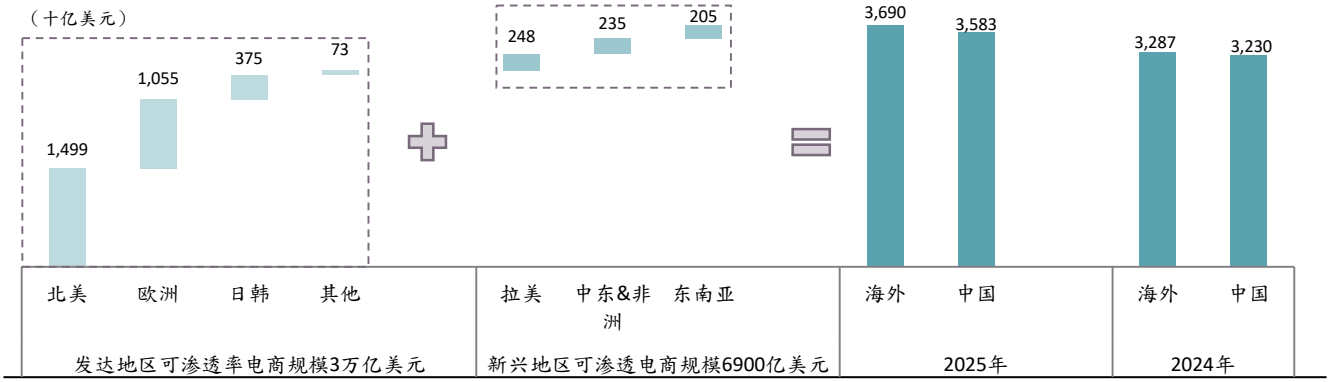
跨境电商：地区多元化布局是战略重点，盈利水平有望改善

我们估算，2025 年中国电商平台出海可渗透市场规模达到 3.7 万亿美元（不包括印度地区）。重点布局海外市场的电商或跨境电商平台，包括阿里海外平台、SHEIN、TikTok 和 TEMU 于 2024 年合计实现交易规模约 2,500 亿美元，我们预计 2025 年交易规模将达到 3,500 亿美元，占可渗透市场规模约 10%。

2025 年跨境电商行业或迎来增收关税的政策落地，预期扰动下或有短期波动，但我们认为凭借国内产品价格优势仍将保持一定韧性，跨境平台通过分散国家集中度、发展海外本地仓等措施减弱影响。跨境平台通过加快布局新兴市场，单一国家占比降至 3 成以下，半托管业务占比也在明显提升。

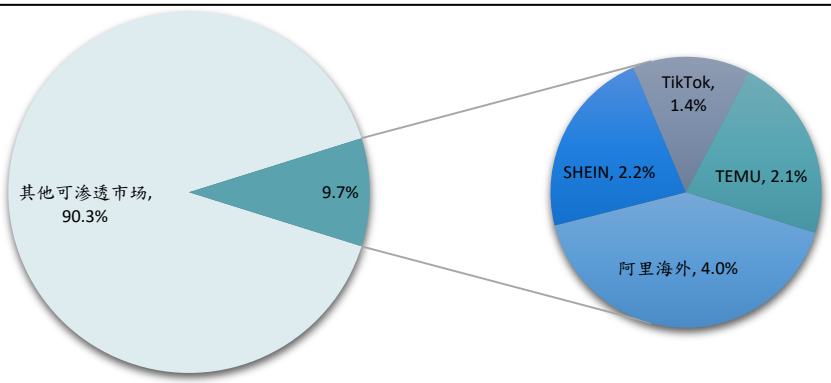
当前跨境电商业务不计入平台整体估值的考量中，以降低单一市场风险及减少对公司整体利润影响为主要关注点。半托管模式一方面可以提升平台商品供给的丰富度和用户物流体验，另外也可以降低平台物流运力瓶颈和投入力度。预计 2025 年跨境电商平台成熟地区有望实现盈利，抵消新兴市场的战略投入，整体盈利水平有望改善。我们预计 2025 年阿里海外业务亏损收窄，TEMU 也有望接近实现盈亏平衡。

图表 196: 2025 年中国电商平台出海可渗透市场规模达 3.7 万亿美元



*资料来源：eMarketer，交银国际预测 *不包括印度地区*

图表 197：预计 2025 年阿里海外平台、SHEIN、TikTok 和 TEMU 渗透海外电商交易规模达到约 10%



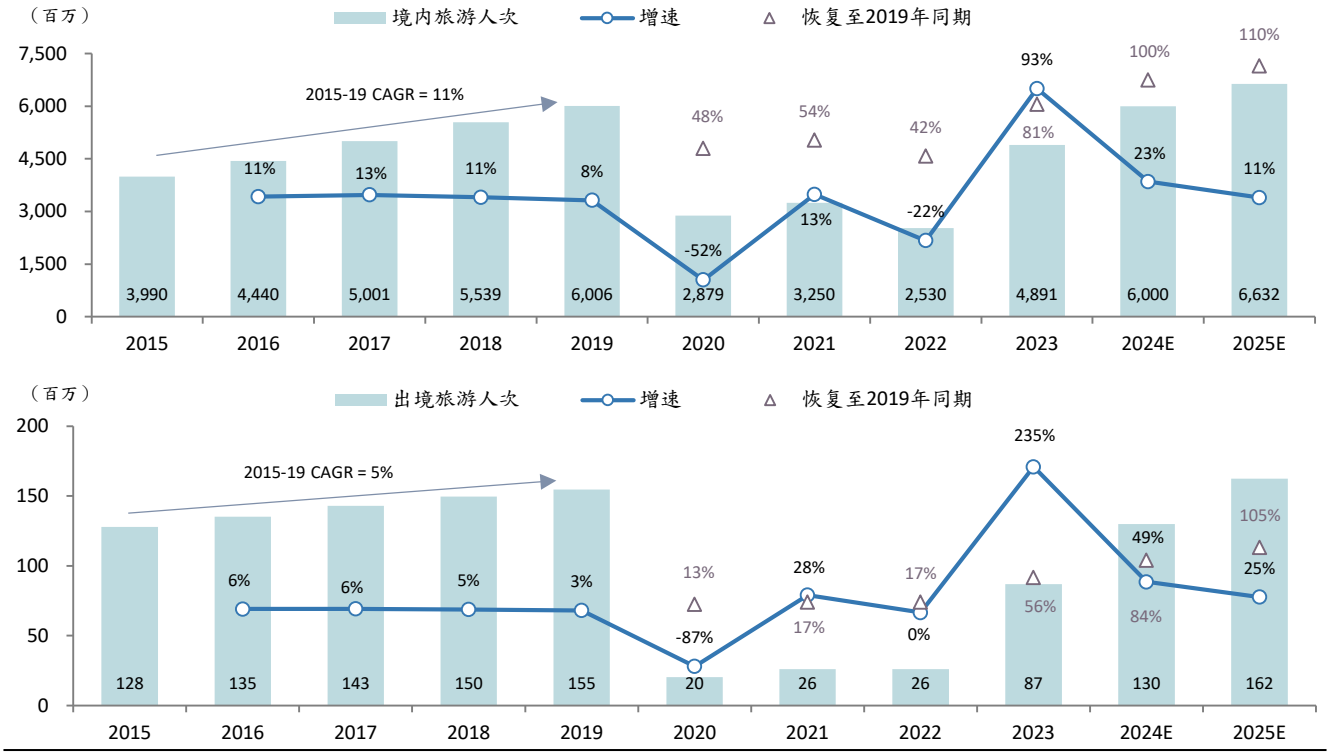
资料来源：eMarketer，FastData，雨果跨境，公司资料，交银国际预测

子行业 - OTA：竞争环境良好，假期延长或提振出游周期及花费

旅游行业出游需求增长持续

我们预计 2025 年旅游行业出游人次平稳增长，其中，境内游同比增 11%至 66 亿人次，亲子游、银发及年轻群体出游热情持续，出境游人次有望恢复至 2019 年的 105%，航班供给及出游目的地基础设施完善带动人次实现 25%的增长。

图表 198:预计 2025 年境内/出境出游人次同步增 11%/25%，需求释放持续

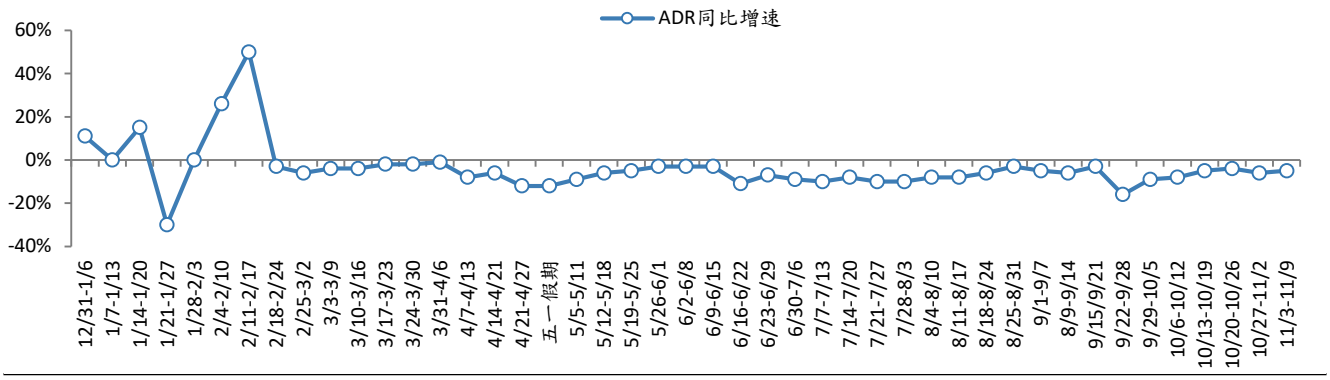


资料来源：统计局，万得，UNWTO，交银国际预测

内地酒店 ADR 因高基数而下降的趋势有望在 2024 年 4 季度迎来边际改善，并延续至 2025 年

内地酒店 ADR 因消化 2023 年高基数影响及供应增加而下降，2024 年 3-4 季度看到下降幅度较 2 季度有边际改善，预计 4 季度同比接近持平。我们预计 2025 年行业供给理性释放，ADR 有望持稳，减弱对平台盈利的影响。

图表 199: 内地酒店 ADR 同比下降趋势持续，2024 年消化价格高基数

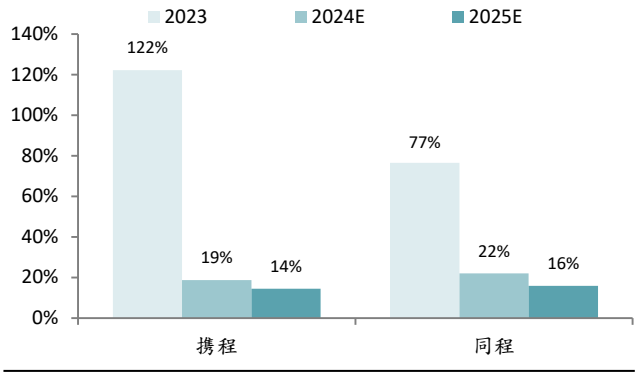


资料来源：STR，交银国际

竞争温和，各平台收入增速均在 15%+

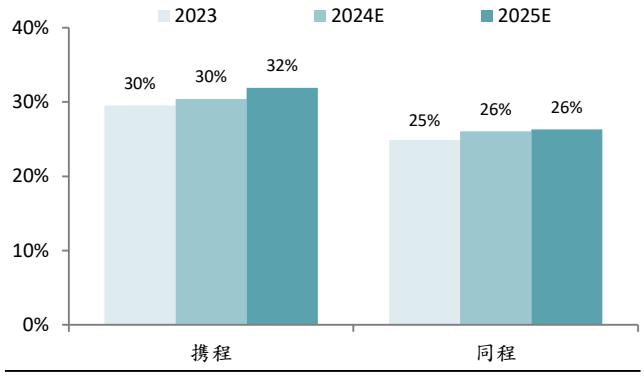
因行业竞争温和，2024 年平台补贴率下降抵消酒店 ADR 下降的影响。我们预计 2025 年行业竞争格局继续保持温和，主要 OTA 平台收入均有望实现双位数增长，具备用户心智优势的平台运营利润率优化趋势持续。

图表 200: 2024-25 年主要 OTA 平台收入增速预期



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 201: 2024-25 年主要 OTA 平台运营利润率预期



资料来源：公司资料，交银国际预测

⊖ OTA 首选携程

OTA 选股我们偏好携程，预计 2025 年收入仍有近 15%的增长潜力，其中内地高个位数/出境 20%/Trip.com ~50%，经营杠杆提升下利润率每年有 1-2 个百分点的优化空间。

亮点：1）内地酒店：公司持续抢占市场份额，预计间夜量保持高于行业增长，交叉销售率持续提升；2）出境继续释放盈利能力；3）入境带动纯国际业务快速增长，并有望实现盈利。

估值：公司现价对应 2025 年市盈率 17 倍，按国际 OTA 平台平均 20 倍市盈率，对应目标价 605 港元/78 美元，较现价仍有 21%的上调空间。

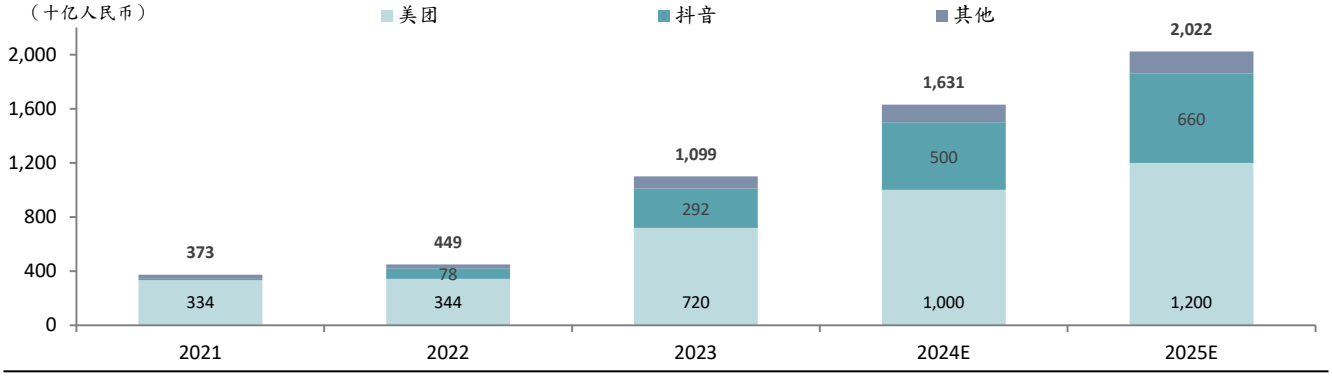
子行业 - 本地生活：竞争趋缓，利润释放

本地生活服务行业竞争压力缓解，市场格局稳定

与我们去年展望报告中判断的市场格局基本一致，预计本地生活服务行业市场格局将趋于稳定。我们估算 2024 全年，美团/抖音本地生活服务规模分别为 1 万亿元/5,000 亿元，相比年初预测高 1,000 亿元/750 亿元（超预期约 11%/17%），较 2023 年 GMV 规模增 39%/71%。美团/抖音 GMV 规模仍然维持 2:1，美团在本地生活服务行业深耕多年，神会员进一步提升用户粘性，为 2025 年规模稳健增长奠定基础。预计 2025 年行业规模达到 2 万亿元，同比增 24%。

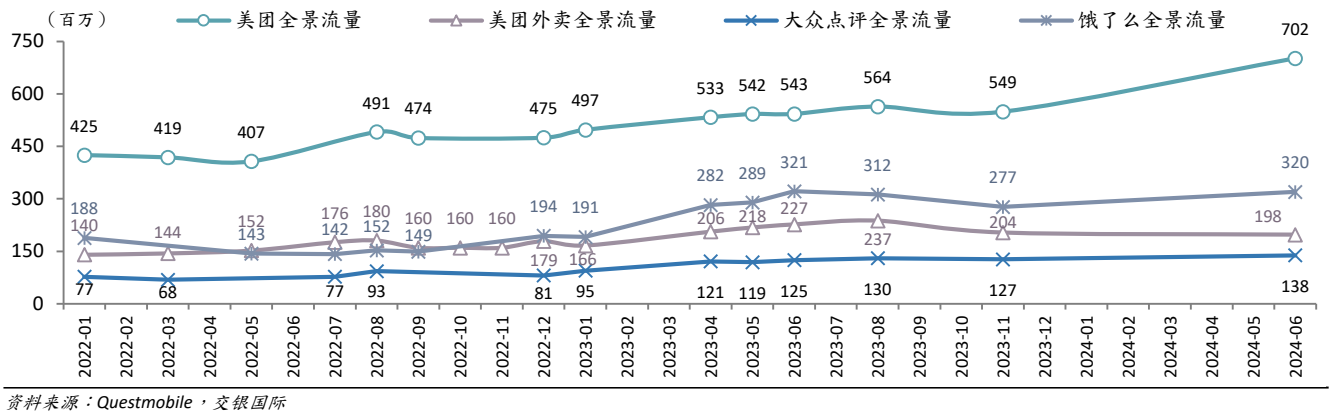
根据 Questmobile 数据，本地生活代表 App 用户数仍看到持续上涨趋势，美团全景月活用户已超 7 亿，较 2023 年底提升 1.5 亿，一方面受益于行业用户渗透率的潜在空间（交易类平台电商 MAU 渗透率 30 %+/OTA ~70%/非餐即配~5%/餐饮外卖~30%），另一方面受益于平台运营活动的持续带动。

图表202: 本地生活服务市场规模及格局（含到店餐饮、综合服务及酒旅）



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表203: 本地生活代表App全景流量仍呈上升趋势



资料来源：Questmobile，交银国际

从核心经营指标来看，美团虽然从 2023 下半年起用利润换取增长（调整后运营利润率下降至 28-29%），但对 GMV 增长的拉动效果显著。2024 上半年开始调整后运营利润率逐季度恢复，2 季度已经恢复至常态 35%的水平，竞争趋缓。虽然未来仍会有更多新平台加入，例如小红书、微信视频号等等，对本地生活服务仍是本地化运营优势突出的平台更加受益，行业格局变化仍需较长时间及资金投入，我们认为在未来较长的时间内，行业将以现有格局稳健增长。

图表 204: 美团、抖音本地生活服务业务财务数据

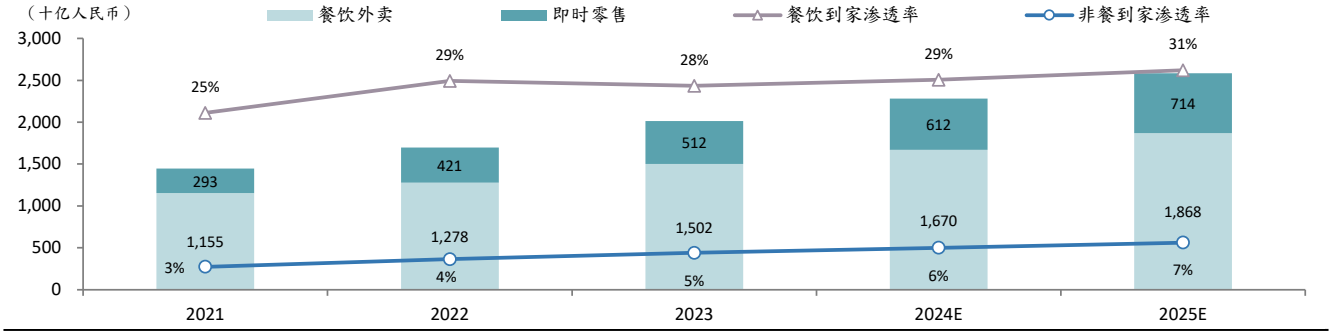
	美团到店酒旅				抖音本地生活			
百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
GMV (核销前)	344,049	719,517	1,000,238	1,200,259	78,000	291,804	500,203	660,411
增速	*3%*	*109%*	*39%*	*20%*		*274%*	*71%*	*32%*
收入	31,125	44,537	56,311	74,425	3,120	20,426	35,014	46,229
增速	*-4%*	*43%*	*26%*	*32%*		*555%*	*71%*	*32%*
占核心收入%	*19%*	*22%*	*22%*	*25%*				
调整后运营利润	14,814	15,615	19,078	26,017		613	2,801	6,934
增速	*5%*	*5%*	*22%*	*36%*			357%	148%
运营利润率	48%	35%	34%	35%		*3%*	*8%*	*15%*
占 GMV%	4.3%	2.2%	1.9%	2.2%		0.2%	0.6%	1.1%
占核心业务利润%	50%	40%	38%	40%				

资料来源：公司资料，交银国际预测

即时零售规模仍有提升空间，模式探索及创新持续

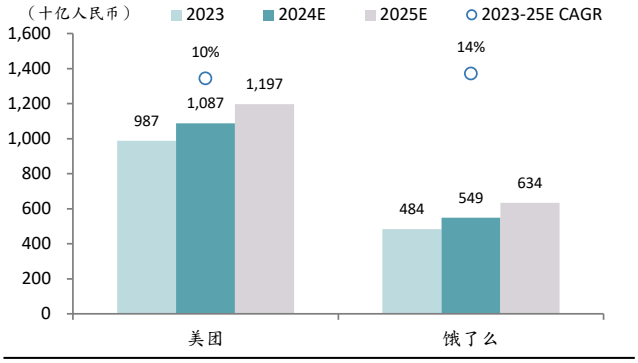
即时零售仍是各交易类平台重点拓展的业务品类，餐饮外卖品类发展最为成熟，我们预计 2024 年餐饮外卖行业规模约 1.67 万亿元，同比增 11%，2025 年维持稳健增长，预计规模超过 1.8 万亿元，低客单价餐品供给提升（如美团拼好饭），预计订单增速仍将快于 GMV 增速。我们以 2025 年拼好饭单量占比约 10%为基数，估算每提升 1 个百分点占比，对外卖整体 AOV 影响约-0.4 元，因此我们认为，在维持 AOV 相对稳健以及稳定的盈利性的前提下，拼好饭单量提升比例或将较 2023-24 年有所放缓。

图表205: 到家服务规模及线上化率



资料来源：公司资料，统计局，交银国际预测

图表 206: 餐饮外卖主要平台 GMV 预期



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 207: 美团拼好饭单量贡献对 AOV 影响分析

年份	常规餐 AOV(元)	拼好饭单量占比	平均 AOV(元)	拼好饭+1ppt AOV 下降(元)	UE (元)
2023	53.3	6%	51.0		1.21
2024E	53.2	10%	49.4		1.45
2025E	53.5	10%	49.6		1.58
		11%	49.3	-0.4	1.45
		12%	48.9	-0.8	1.44
		13%	48.5	-1.2	1.43
		14%	48.1	-1.5	1.42
		15%	47.7	-1.9	1.41

资料来源：公司资料，交银国际预测

非餐即时零售模式多样，包括以平台为主的美团闪购、饿了么、京东到家，前置仓为主的小象超市（原美团买菜）、叮咚买菜，以及线下超市如山姆、盒马、七鲜等。2024 年行业整体交易规模超 6,000 亿元，行业渗透率仍然处于个位数，相比电商/餐饮外卖均有提升空间。

非餐即时零售用户下单频次低于外卖，但盈利能力也正经历加速提升阶段，例如 2024 年 2、3 季度，我们看到叮咚买菜在配送、仓储及运输的优化，长期利润/GMV 或可对标传统超市的运营利润率。而美团闪购与餐饮外卖配送单的互补，配送效率优势持续体现，在后续单均补贴与餐饮补贴趋同的情况下，也将看到其与餐饮外卖相当的单均盈利能力（UE 超过 1 元/单）。

我们预期未来非餐即时零售平台也仍然将面临激烈竞争，一方面由于其对传统行业的渗透率仍低，另一方面，相比于电商渠道，即时配送效率时效性高，线下商超 SKU 多样，相比电商多 SKU 分单配送情况下，配送成本有优化空间，我们认为这也是美团闪电仓加速布局的核心原因。有成熟配送网络及用户下单频次和粘性较高的优质平台竞争优势仍然明显。

图表 208: 前置仓（叮咚买菜）vs.平台模式（美团闪购）下，即时零售盈利对比

	叮咚买菜				美团闪购		
(元)	2023	2Q24	3Q24	(元)	2023	2Q24	3Q24
AOV	**70.2**	**70.2**	**71.5**	**AOV**	**75~80**	**75~80**	**75~80**
收入	**63.8**	**63.2**	**64.3**	**收入**	6.8	7.7	7.4
销售产品成本	(44.3)	(44.2)	(45.2)				
配送及分拣成本	(8.3)	(8.0)	(7.9)	配送成本*	(6.2)	(5.9)	(6.5)
租金及中心仓运输费用	(6.7)	(6.1)	(5.9)	其他成本	(0.6)	(0.6)	(0.6)
				补贴	(1.6)	(1.8)	(1.8)
营销费用	(1.2)	(1.4)	(1.4)	其他营销费用	(0.8)	(0.8)	(0.8)
其他费用（研发+管理）	(3.4)	(2.4)	(2.7)	其他费用（研发+管理）	(1.4)	(1.5)	(1.4)
调整后 UE	**0.0**	**1.0**	**1.4**	**调整后 UE**	(0.1)	0.4	0.0
OP/GMV	**0.0%**	**1.4%**	**1.9%**	**OP/GMV**	0.0%	0.5%	0.0%

*资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团闪购配送成本考虑~45%的 1P 配送单量*

美团预期及估值逻辑更新

美团仍是本地生活服务行业领先平台，外卖、团购及即时零售相关布局完善。综合来看，我们认为，2025 年，美团关注重点在于：

1）外卖日单量峰值预计到 2025 年实现 1 亿，外卖单量增速预计约 10%，单均盈利相比 2024 年的 1.4 元进一步提升至 1.5 元以上；

2）闪购业务重点关注单量及变现能力的提升，盈利性仍不是短期重点，对公司整体利润影响较小；

3）到店酒旅 GMV 预计增 20%至 1.2 万亿元，对应收入增速 30%+，利润增速 35%+，利润率恢复至 35%+，竞争趋缓；

4）新业务中，零售相关业务如小象超市，对标行业其他公司，同时考虑美团生态的优质流量，未来应可实现 3%+运营利润率。社区团购业务预计仍将亏损，但相比 2023 年的 200 亿元亏损，2024 年的 80 亿元亏损，将进一步收窄。其他业务如单车、网约车、充电宝等稳定运营，海外扩张虽加大投入，但预计 10 亿元投入规模对公司整体利润的负面影响非常有限。

估值逻辑来看，我们认为目前美团外卖、到店两大业务仍然贡献公司整体利润的 120%，神会员将外卖、到店业务的营销打通，新业务的减亏趋势显著，但仍需考虑第二增长曲线的投入以及长期对估值的拉动，我们认为，相比 SOTP 估值，对公司整体业务进行估值更为合理。我们预计 2025 年公司调整后净利润增速 25%，考虑公司历史 PEG 低于 1 倍，按成熟公司 PEG 1 倍为合理区间，对应 25 倍 2025 年市盈率，公司目标价 233 港元。若对标电商/消费行业 1.3 倍 PEG，目标价潜在上调空间最高 30%。

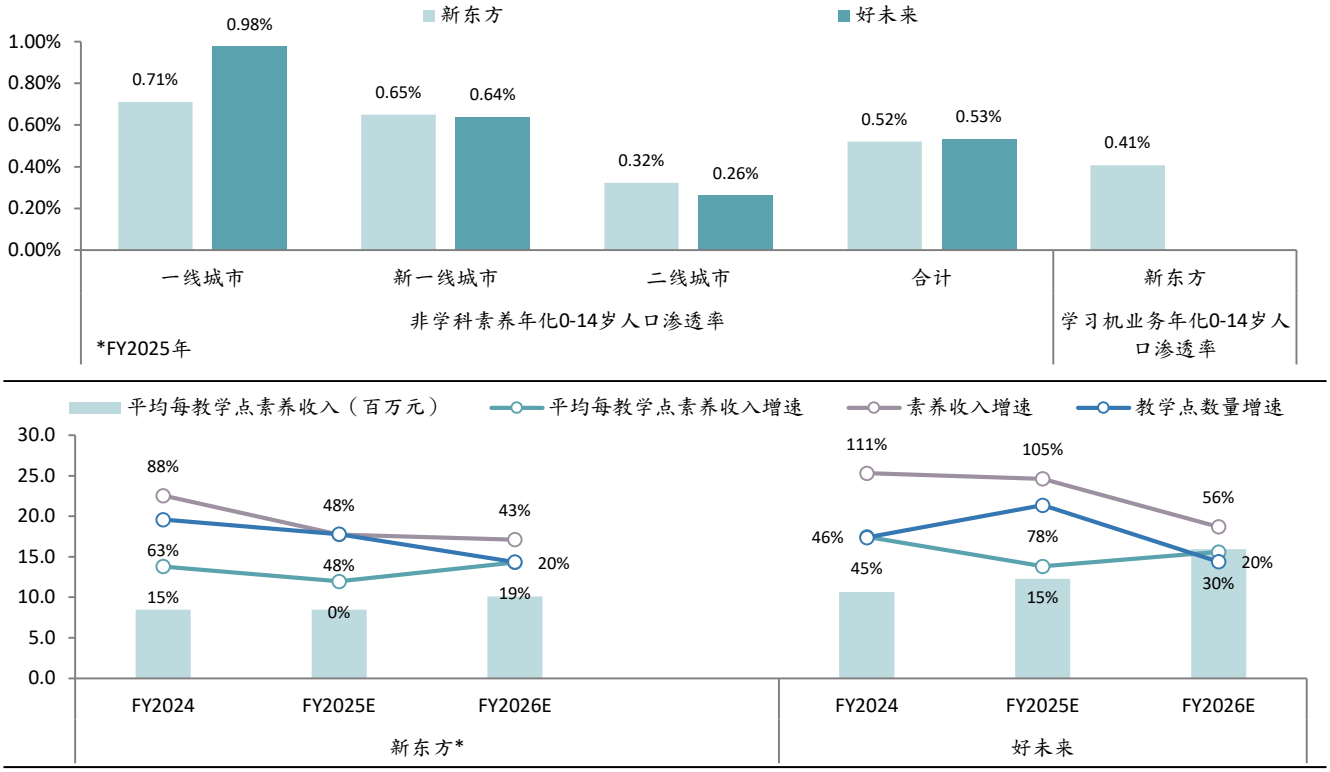
子行业 - 教育教培：优质内容仍具备口碑效应

素质素养培训仍是目前教培行业贡献增长的主要产品，人口渗透率低于 1%，单校规模仍有提升空间

我们按 2025 财年新东方、好未来素养业务年化报名人数估算其对各城市区域 K9 人口数的渗透率，好未来在高线城市更为领先，但从年龄段和产品布局来看，新东方通过素养、学习机业务，人口覆盖更广。

对比素养业务扩张规模，2024-25 财年，新东方、好未来教学点开设速度均较快，新东方在新增教学点数量上快于好未来，因此单教学点收入规模增速或慢于好未来，对短期利润或有负面影响，但 2026 财年或将是单店规模放量的一年，收入增速或可持续维持 40%+。好未来在 2025 财年加速扩张，2026 年恢复稳健节奏持续释放收入，我们预计收入增速 50%+。

图表 209: K9 教培新东方 vs. 好未来：新东方学生渗透率高，2025 财年好未来单店效益好于新东方



*资料来源：统计局，公司资料，交银国际预测 *为方便对比，假设新东方财年口径与好未来一致*

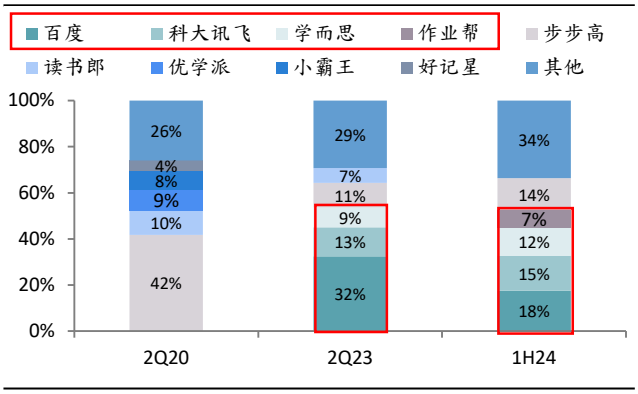
学习机硬件以智能、内容为两大主题

根据 IDC 数据，智能学习机主要厂商出货市占率在 2020-24 年间变化较大。2023 年起，市场主要玩家从此前的传统学习机厂商为主，向智能软/硬件提供商及拥有丰富学习内容的教育公司转移。2023-24 年，新玩家市占率合计超过 50%，其中小度品牌受公司战略变化影响 2024 年市占率下降，科大讯飞/学而思市占率稳步提升，作业帮的小猿学练机销量在 2024 上半年加速增长，市占率升至 7%。

学而思学习机自 2022 年底推出，出货量持续提升。2023 年 10 月新款 xPad2 Pro 及 xPad2 Pro Max 推出后，带动整体销量创新高，2024 年 5 月推出“2024 年经典版”继续拉动整体销量。2024 年 11 月季度销量增长趋势预计将持续，主要受到新款“学练机”的推出，预计整体销量再次超 10 万台。

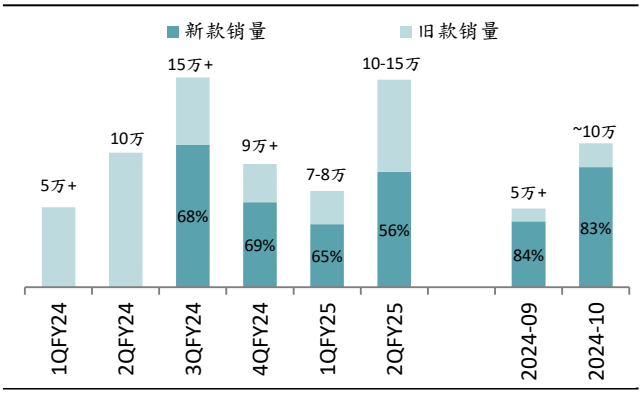
我们认为智能学习机市场未来趋势仍然将围绕智能、内容两大热点，持续拉动行业出货量增长，但也应注意行业竞争仍然激烈，持续推新对公司利润率仍可能为负面影响。

图表 210: 学习机出货量市占率变化：智能、内容是主线



资料来源：IDC，交银国际

图表 211: 学而思智能学习机销量趋势：新款产品持续拉动整体学习机销量



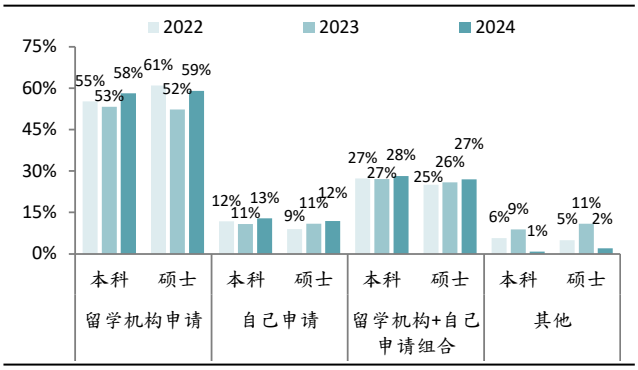
资料来源：蝉妈妈，交银国际

留学机构仍向头部集中，留学目的地有所分散

我们根据新华网联合发布的《中国留学生白皮书》，现阶段，中国留学生人选择英/美大学比例仍高，但英国、新加坡、日本、澳大利亚选择意愿提升，目的地有所分散。

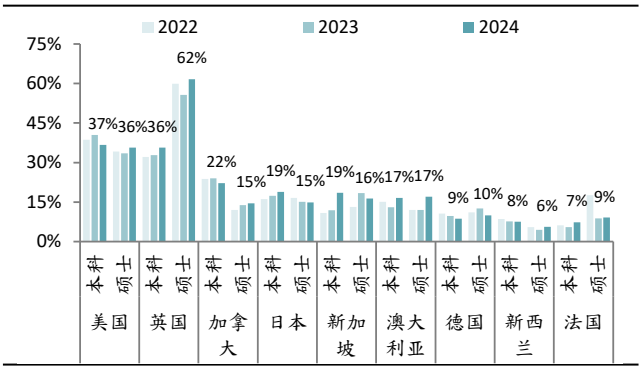
此前新东方曾在业绩会中表示海外留学相关业务受宏观因素影响，收入增速或从 20-25%区间降至接近 20%。我们认为，留学机构仍是留学申请的主要途径，比例相比 2022-23 年继续提升。未来留学机构仍是出国留学申请的主要途径，并将呈现头部集中趋势，领先公司仍将受益。公司也将受益于此前多年的教学内容及运营经验积累，快速调整课程产品，预计下一财年留学相关业务收入增长也将维持在 20%左右，仍快于行业。

图表 212: 大多数留学生采用留学机构申请，比例逐年提升



资料来源：新华网《中国留学生白皮书》，交银国际

图表 213: 留学生选择英/美为主要意向国，英国大学选择意愿提升



资料来源：新华网《中国留学生白皮书》，交银国际

教培行业仍看好好未来/新东方

相比于此前教培行业探索新业务模式的发展阶段，2024 年起，教培行业新业务非学科素养收入贡献逐渐提升，是带动收入增长及利润优化的主要动力。预计 2026 财年（截至 2026 年 2 月）的新东方/好未来素养业务收入增速可达到 40%+/50%+，教学服务相关收入增速预计 23%/33%。我们认为，虽然行业竞争相比此前有所加剧，但两家公司受益于其多年积累的内容经验及品牌效应，仍将领先行业。虽有部分业务或受投入影响利润，但教育服务相关业务仍可持续释放利润。新东方/好未来现价对应 2026 财年市盈率分别 13/25 倍，对应 PEG 仅分别为 0.4/0.5 倍。

图表 214: 收入对比：新东方/好未来素养收入增长持续；新东方或受留学、东方甄选增长不确定性影响

	新东方									好未来								
百万美元	FY2024 (截至 2024 年 2 月)			FY2025E (截至 2025 年 2 月)			FY2026E (截至 2026 年 2 月)			FY2024 (截至 2024 年 2 月)			FY2025E (截至 2025 年 2 月)			FY2026E (截至 2026 年 2 月)		
收入分布	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	收入占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比	增速
素质素养	466	12%	56%	688	14%	48%	982	17%	43%	366	25%	77%	750	35%	105%	1,173	42%	56%
素养-线上										252	17%	3%	315	15%	25%	381	14%	21%
高中	1,007	25%	20%	1,226	25%	22%	1,475	25%	20%	275	18%	7%	320	15%	16%	368	13%	15%
学习机	293	7%	69%	486	10%	66%	657	11%	35%									
海外留学	962	24%	28%	1,143	23%	19%	1,320	23%	15%	74	5%	43%	96	4%	31%	122	4%	26%
成人/大学生	155	4%	29%	200	4%	29%	239	4%	20%									
智能硬件										230	15%	683%	362	17%	57%	423	15%	17%
图书/内容	226	6%	18%	243	5%	7%	238	4%	-2%	204	14%	14%	218	10%	7%	247	9%	13%
东方甄选	821	20%	47%	671	14%	-18%	684	12%	2%									
文旅	20	0%	NA	156	3%	678%	188	3%	21%									
其他业务	88	2%	28%	76	2%	-14%	77	1%	2%	90	6%	-13%	99	5%	10%	101	4%	1%
总收入	**4,037**	**100%**	**35%**	**4,888**	**100%**	**21%**	**5,861**	**100%**	**20%**	**1,490**	**100%**	**39%**	**2,160**	**100%**	**45%**	**2,815**	**100%**	**30%**
教育服务	3,217	80%	32%	4,218	86%	31%	5,178	88%	23%	1,261	85%	21%	1,798	83%	43%	2,391	85%	33%
K12	**1,766**	**44%**	**35%**	**2,401**	**49%**	**36%**	**3,115**	**53%**	**30%**	**892**	**60%**	**26%**	**1,384**	**64%**	**55%**	**1,922**	**68%**	**39%**

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 215: 教育公司估值概览

公司名称	股票代码	市值	股价	调整后净利润			净利润增速		PE			PEG
				2024E/ FY25E	2025E/ FY26E	2026E/ FY27E	2025E/ FY26E	2026E/ FY27E	2024E/ FY25E	2025E/ FY26E	2026E/ FY27E	
		百万美元	交易货币	百万财报货币					倍			
新东方	EDU US	9,695	58.6	518	691	886	33%	28%	17.5	13.1	10.9	0.4
新东方	9901 HK	9,824	46.2	518	691	886	33%	28%	17.8	13.3	11.0	0.4
好未来	TAL US	6,449	10.1	160	245	342	53%	40%	38.8	25.4	18.2	0.5
有道	DAO US	730	6.1	83	154	317	84%	106%	62.7	33.8	16.4	0.4
学大教育	000526 CH	711	41.8	211	276	358	31%	30%	24.5	18.7	14.5	0.6
高途	GOTU US	706	2.5	51	(1,075)	(267)	NA	NA	NA	NA	22.1	NA
昂立教育	600661 CH	510	12.9	34	167	225	399%	35%	NA	22.3	16.6	0.1
卓越教育	3978 HK	383	3.5	183	303	373	65%	23%	15.4	9.6	7.7	0.1
思考乐教育	1769 HK	368	5.1	176	246	323	40%	31%	15.0	10.9	8.3	0.3
平均									27.4	18.4	14.0	0.3

*资料来源：彭博，交银国际预测 *截至 2024 年 11 月 26 日*

图表 216: 新东方/好未来市盈率在历史平均-1 个标准差



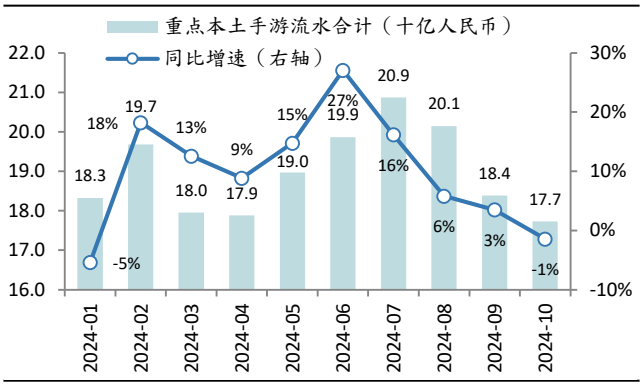
*资料来源：彭博，万得，交银国际 *截至 2024 年 11 月 26 日*

子行业 - 游戏：端游或小幅加速，手游维持健康增长

新游拉动手游市场健康增长

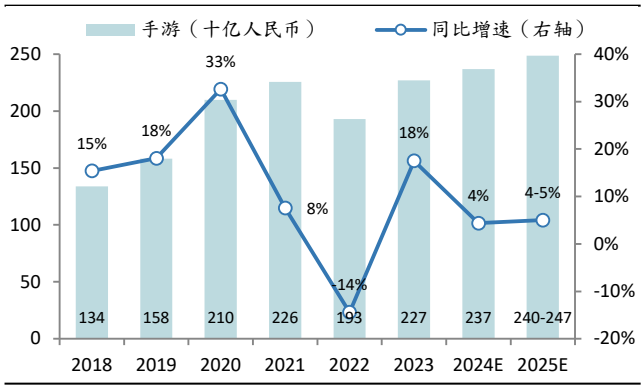
本土手游市场受新游拉动效果显著，暑期档前后热门新游密集上线拉动市场增长加速，但随着新游逐步进入稳态期，我们跟踪的重点手游流水合计自 6 月以来增速有所放缓，新游上线及后续游戏运营活动将是关注重点。展望 2025 年，我们预计本土手游维持中个位数增长，主要考虑：1）《MDnF》等重点新游 2024 下半年高基数；2）各公司热门 IP 手游储备丰富，重点关注腾讯《星之破晓》/《无畏契约：源能行动》/《胜利女神：新的希望》、网易《燕云十六声》上线进度。

图表 217: 手游大盘增速较上半年有所放缓



资料来源：伽马数据，Sensor Tower，点点数据，七麦数据，交银国际

图表 218: 预计 2025 年本土手游维持中个位数增长

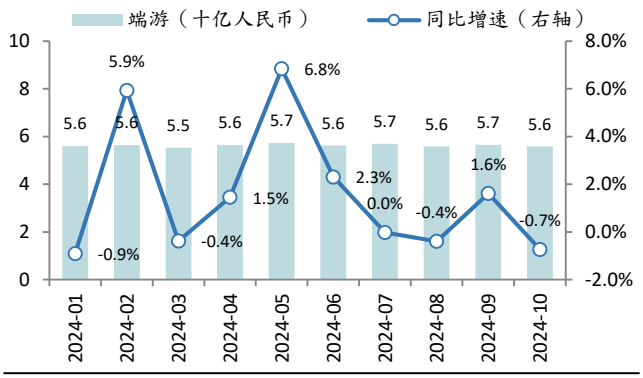


资料来源：伽马数据，Sensor Tower，点点数据，七麦数据，交银国际预测

端游市场或小幅加速

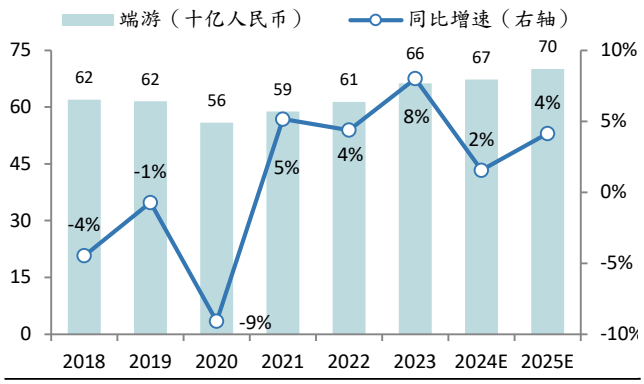
2024 年，端游市场规模基本持稳，《三角洲行动》等新游上线以及网易代理《魔兽》/《炉石》回归抵消《地下城与勇士》等游戏调整影响。我们预计 2025 年端游市场或小幅加速增长，因：1）腾讯《暗区突围：无限》/网易《燕云十六声》等新游上线贡献流水增量；2）腾讯《无畏契约》/《三角洲行动》、网易《永劫无间》等随用户规模扩大逐渐释放更高变现潜力；3）腾讯《地下城与勇士》调整影响有所缓释。

图表 219: 端游市场基本持稳



资料来源：伽马数据，统计局，CNNIC，交银国际

图表 220: 预计 2025 年本土端游市场小幅加速



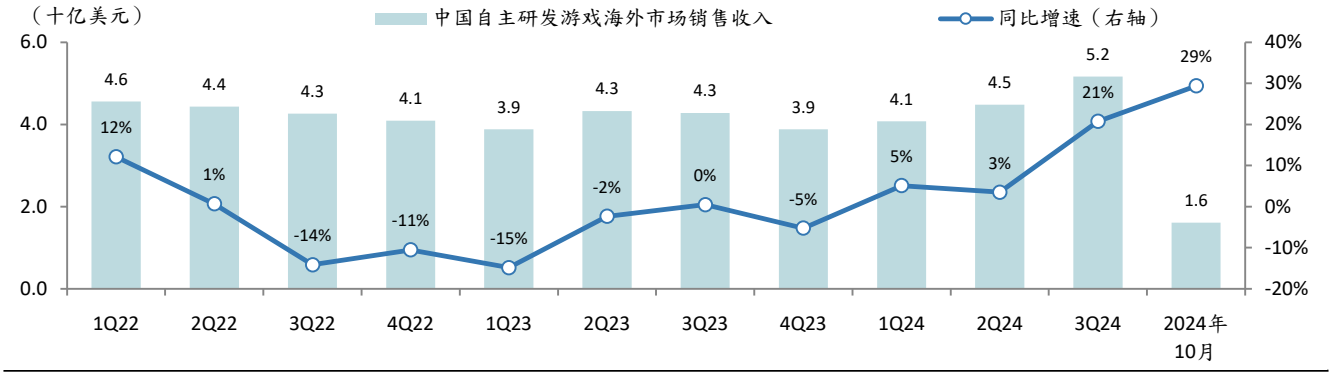
资料来源：伽马数据，Sensor Tower，交银国际预测

游戏公司出海增长加速

受《无尽冬日》海外服及《铃兰之剑》等新游带动，中国游戏厂商出海收入增长加速，2024 年 3 季度同比增 21%，对比 1/2 季度 5%/3%。本土市场用户存量竞争压力持续，海外发行规模扩大、变现能力释放将成为各公司长期游戏收入增长及估值提升的重要抓手之一。

预计 2025 上半年出海收入在《PUBG》/《荒野乱斗》等老游变现增长及新游增量带动下维持双位数增长，下半年受高基数影响增速放缓，但全年仍有望维持高个位数增长。

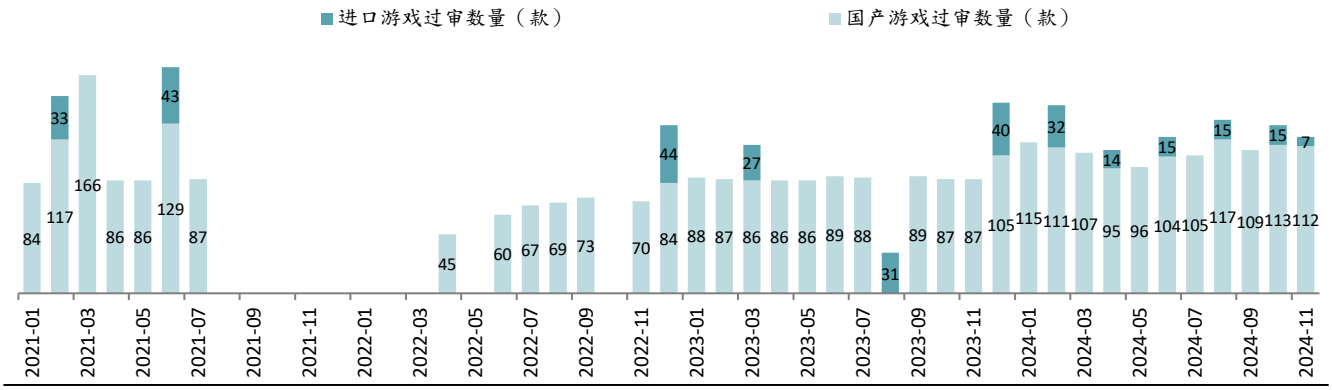
图表 221: 新游带动出海收入加速增长



资料来源：伽马数据，交银国际

版号新游储备

图表 222: 游戏版号常态化发放趋势不变



资料来源：国家新闻出版署，交银国际

图表 223: 重点游戏厂商游戏储备

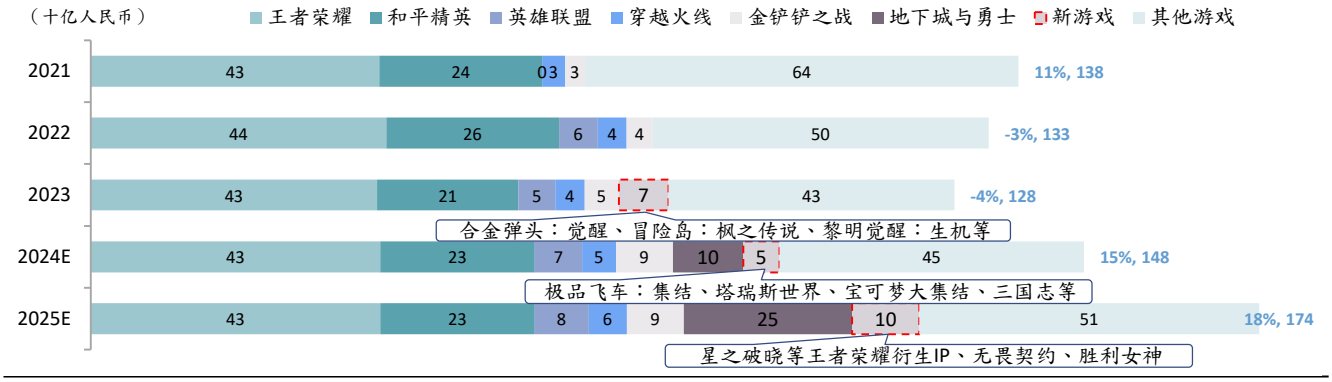
公司	游戏名称	品类	平台	上线地区	获得版号时间	测试阶段/(预计)上线时间
	大航海时代:海上霸主	SLG	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2023 年 9 月付费删档测试
	王者万象棋	策略/自走棋	手游	中国大陆	2023 年 2 月	NA
	星之破晓	**横版格斗/动作**	手游	中国大陆	**2023 年 6 月**	**2024 年 9 月 9 日不删档测试**
	航海王:壮志雄心	横版动作	手游	中国大陆	2023 年 8 月	2024 年 6 月 2 日首测结束
	三国志异闻录	回合制 RPG	手游	中国大陆	2023 年 10 月	2024 年 4 季度上线
	全境封锁:曙光	开放世界/射击	手游	中国大陆	2023 年 11 月	NA
	宝可梦大集结	休闲 MOBA	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2024 年 11 月 7 日公测
	饥困荒野	沙盒/生存	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2023 年 10 月计费删档测试
	刺客信条:侠隐	开放世界/动作	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2023 年 7 月海外服测试
	逆战:未来	FPS	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2024 年 3 季度首测
	热血美职蓝	竞技	手游	中国大陆	2024 年 1 月	2024 年 12 月 31 日 公测*
腾讯	**无畏契约:源能行动**	**FPS**	手游	中国大陆	**2024 年 6 月**	**2024 年 9 月限量测试**
	洛克王国:世界	开放世界/收集	手游	中国大陆	2024 年 6 月	2024 年 9 月首测结束
	暗区突围:无限	射击	PC/主机	中国大陆	2024 年 7 月	2024 年 11 月测试
	最终幻想 14:水晶世界	MMORPG	手游	中国大陆	2024 年 8 月	NA
	胜利女神:新的希望	**二次元射击**	**手游**	**中国大陆**	**2024 年 10 月**	**2025 年上半年公测**
	爆裂小队	SLG	手游	中国大陆	2024 年 10 月	NA
	龙石战争	SLG	手游	中国大陆	2024 年 10 月	NA
	王者荣耀:世界	**开放世界**	手游	中国大陆	**NA**	**2024 年 7 月二测，10 月线下试玩**
	Exoborne	射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年发售
	Last Sentinel	开放世界/动作	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA
	Dune: Awakening	开放世界/生存	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年开启测试
	Den of Wolves	多人射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA
	九畿：岐风之旅	冒险	手游	中国大陆	2022 年 11 月	2023 年 11 月首测
	突袭：暗影传说	策略 RPG	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2023 年 12 月付费删档
	零号任务	射击	手游	中国大陆	2023 年 3 月	2023 年 11 月曙光测试
	七日世界	开放世界/生存	手游	中国大陆	2023 年 5 月	2025 年 1 月 9 日 公测*
	燕云十六声	**开放世界/武侠**	手游	中国大陆	**2023 年 6 月**	**端游 2024 年 12 月上线，手游晚于端游**
网易	四方域之诗	RPG	手游	中国大陆	2023 年 12 月	NA
	破碎之地	生存/TPS	手游	中国大陆	2024 年 4 月	2024 年 10 月付费删档测试结束
	漫威争锋	**FPS**	**PC/主机**	**全球**	**2024 年 8 月**	**2024 年 12 月 6 日 上线**
	界外狂潮 FragPunk	射击	PC/主机	全球	2024 年 8 月	2025 年上线
	命运:崛起 Destiny: Rising	射击 RPG	手游	港澳台+海外	NA	2025 年公测
	代号:无限大	**开放世界/RPG**	手游	全球	**NA**	**2024 年末开启技术测试**
米哈游	星布谷地	二次元/经营	手/端	中国大陆	2024 年 7 月	NA
哔哩	咒术回战:幻影夜行	二次元/卡牌	手游	港澳台+海外	NA	2024 年 4 季度
	三国:谋定天下	SLG	手游	港澳台+海外	NA	NA
金山	无限暖暖	开放世界/换装	手游	中国大陆	2024 年 2 月	2024 年 4 月 24 日限号不计费删档测试

资料来源：公司资料，Sensor Tower、TapTap、微博、微信、游戏陀螺等公开资料，交银国际
*蓝色为近期待上线手游，带*标志上线时间为苹果应用商店显示，如无特殊备注，则为本土发行*

看好腾讯稳健增长，新游储备丰富，海外布局释放增长潜力

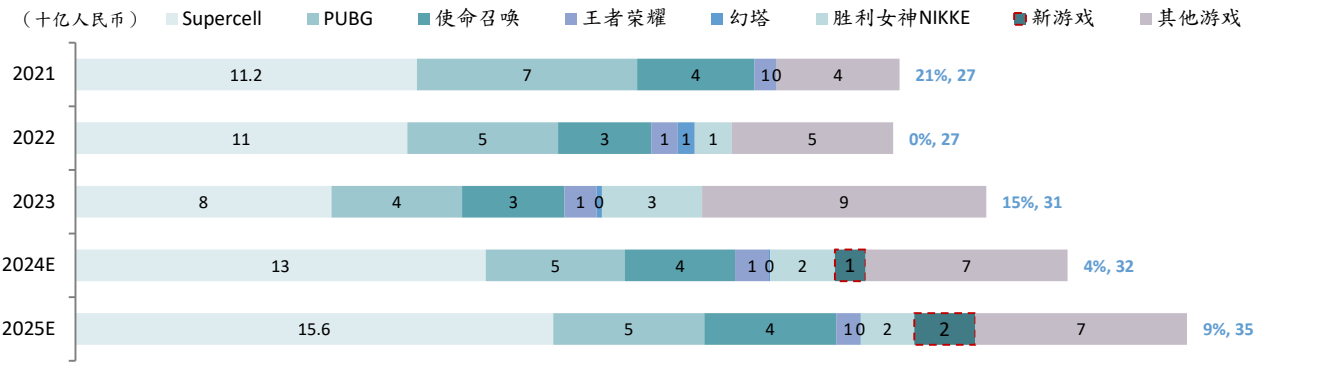
看好腾讯丰富的游戏储备及海外增长潜力。腾讯老游戏表现稳定，并维持竞技类游戏领先优势，新游储备丰富，《星之破晓》、《王者荣耀》等新游 IP 或陆续定档，《胜利女神：新的希望》拿到国服版号，或于 2025 上半年公测，有望抵消 2024 下半年《MDnF》高基数影响，拉动本土手游收入维持双位数增长。海外子公司强化运营提升旗舰手游变现能力，因摊销周期延长，流水高增长对收入拉动将持续释放，预计 2025 年同比增 9%。端游工作室多年布局积累逐步开花结果，《Exoborne》等新游定档或带动海外端游增长加速，预计海外游戏收入维持 30%+收入占比。

图表 224: 预计 2025 年腾讯本土手游收入增 18%



资料来源：Sensor Tower，交银国际预测

图表 225: 预计 2025 年腾讯海外手游收入增 9%



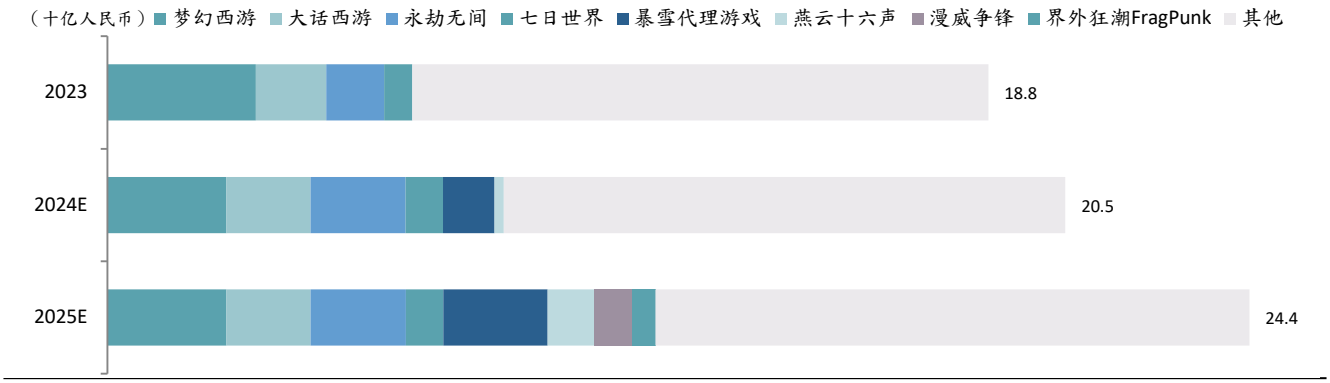
资料来源：Sensor Tower，交银国际预测

网易：端游带动短期收入增长，手游边际改善

2025 年新游上线计划值得期待，预计端游将在未来一段时间内成为公司收入增长的主要动力，而手游也将在消化高基数影响以及《炉石传说》的带动下逐渐企稳，预计 2025 年游戏收入增 10%。

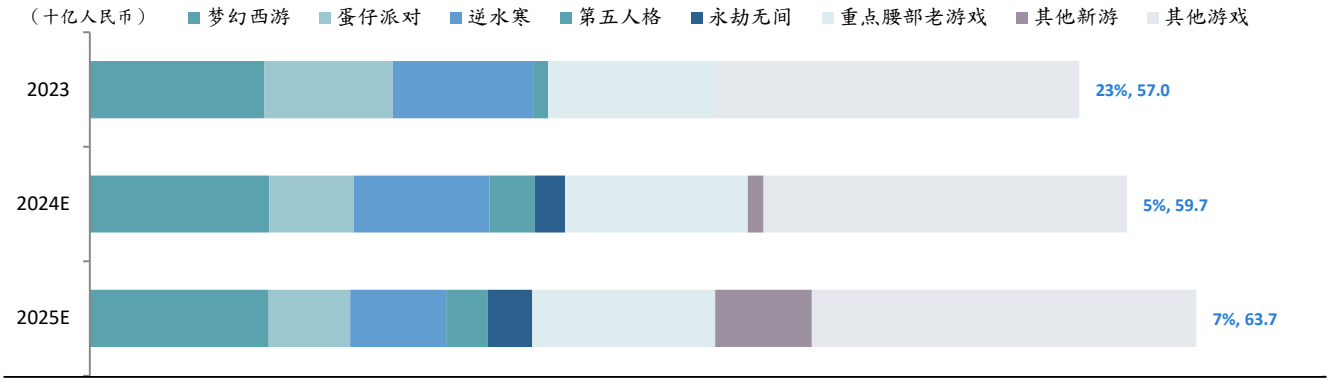
新游戏上线计划。1）《燕云十六声》端游 2024 年 12 月底上线，手游略晚于端游上线。2）漫威争锋定档 12 月 6 日。3）《界外狂潮 FragPunk》、命运系列《Destiny: Rising》手游将在 2025 年上线。《代号无限大》将在今年底开启线下技术测试。

图表 226: 预计网易 2025 年端游收入增 19%



资料来源：伽马数据，Sensor Tower，交银国际预测

图表 227: 预计网易 2025 年手游收入增 7%



资料来源：伽马数据，Sensor Tower，交银国际预测

**重点腰部老游戏：幸土+荒野海外+阴阳师+世界之外+明日之后+巅峰急速+大话西游+第五人格海外+实况足球+光遇*

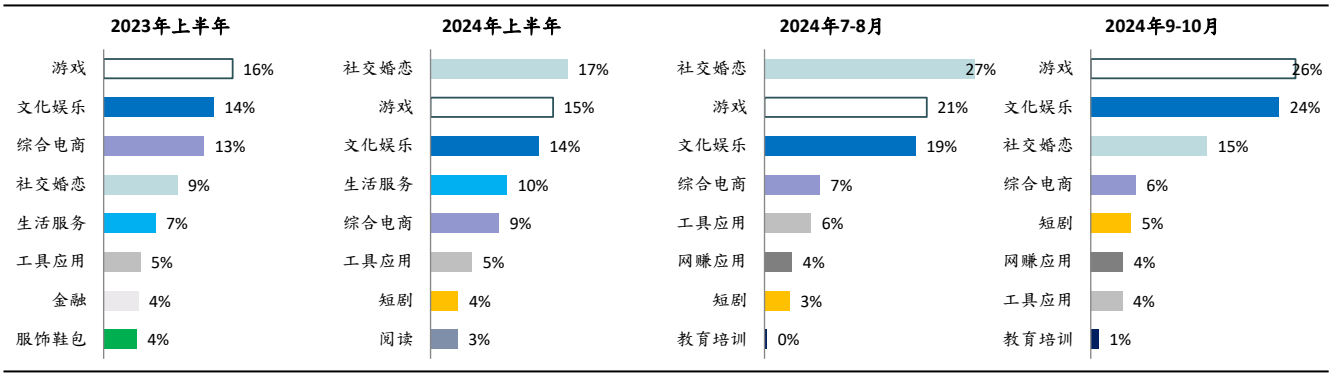
子行业 - 广告：行业投放分化，短视频及腾讯微信体系仍贡献最大增量

预计 2025 年互联网广告大盘增速小幅放缓

2024 年，不同行业广告投放趋势有所分化，其中，游戏、文化娱乐、短剧、教育等子行业增加营销预算，投放占比明显提升（据 AppGrowing 资料）。根据 QuestMobile 数据，2024 年 1-3 季度互联网广告大盘同比增 7%，考虑 4 季度电商大促周期拉长或带动平台电商及品牌投放预算加速增长，我们估算 2024 年全年互联网广告同比增 8%，与 2023 年增速一致。

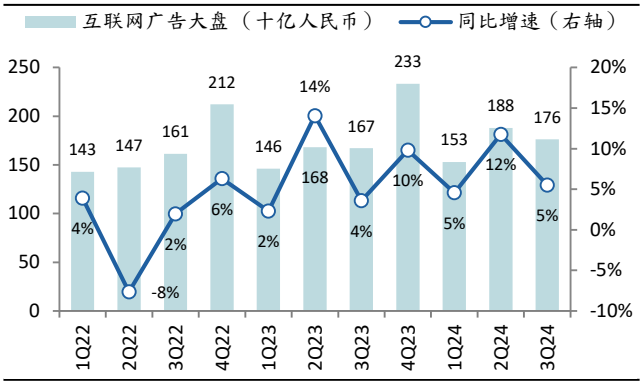
2025 年，我们预计互联网广告市场增速较 2024 年有所放缓，主要因核心增长驱动之一的短视频平台内循环广告增速放缓，同时部分外循环重点行业投放高基数，如游戏、教育等。但头部平台将受益于流量优势及持续的 AI 赋能，进一步提升营销效率，并获取更多投放预算份额。

图表 228: 2024 年，游戏、文化娱乐、短剧投放占比提升



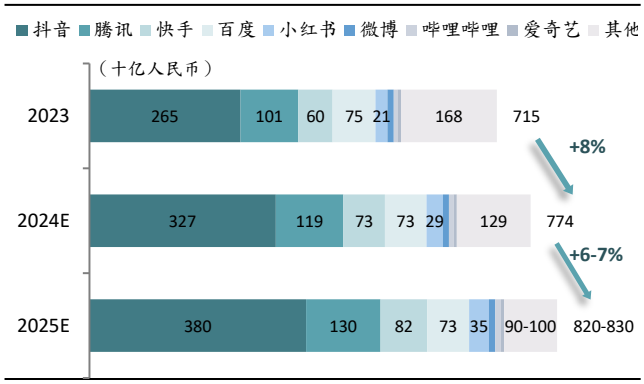
资料来源：AppGrowing，交银国际

图表 229: 2024 年 1-3 季度，互联网广告大盘同比增 7.4%



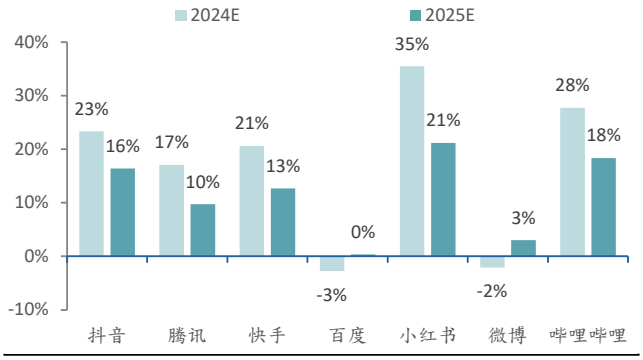
资料来源：QuestMobile，交银国际

图表 230: 2025 年，预计抖音/腾讯/快手广告收入增量分别为 535/116/92 亿元



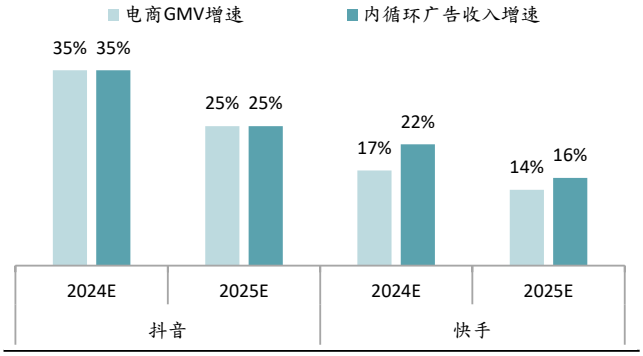
资料来源：QuestMobile，彭博，36 氪，晚点，公司资料，交银国际预测
抖音/快手广告收入中约 50%为电商内循环广告

图表 231: 各平台在线广告收入增速



资料来源：QuestMobile，彭博，36 氪，晚点，公司资料，交银国际预测

图表 232: 短视频内循环广告增速放缓



资料来源：QuestMobile，彭博，36 氪，晚点，公司资料，交银国际预测

持续看好腾讯视频号广告增长潜力

看好腾讯广告收入维持稳健增长，并领先行业大盘增速，主要考虑：1）电商平台互联互通增量释放仍未完全体现，2）对比其他短视频平台，微信视频号流量/广告加载率仍有潜在提升机会，仍有较大增量，3）AIGC 应用促进内容投放的精准性，持续提升营销效率及用户转化。

图表 233: 视频号增长空间估算

	2024E	2025E	2026E	增长空间	假设逻辑
微信 MAU，百万	**1,374**	**1,393**	**1,405**	1,400	
微信视频号用户渗透率	80%	80%	80%	80%	
微信视频号 MAU	**1,099**	**1,114**	**1,124**	1,065	
DAU/MAU	45%	45%	45%	60%	
DAU,15 秒完播口径，百万	495	501	502	639	
直播					
短视频付费用户，百万	17	19	20	32	
短视频直播付费用户渗透率	1.5%	1.7%	1.8%	3.0%	快手/抖音全平台 MAU 的付费用户渗透率 8%/9%
ARPPU/月，元	50	50	50	50	快手 ARPPU 约 50 元
视频号付费/打赏收入/年，百万元	**9,981**	**11,531**	**12,978**	**19,170**	
占腾讯 VAS（非游戏）收入	8%	9%	9%	22%	
电商					
微信视频号直播电商买家数/年，百万	222	224	224	320	
占视频号 MAU 比例	20%	20%	20%	30%	对标快手、抖音 AAC/MAU 比例 40%-50%
年消费金额/用户	2,000	2,500	2,500	3,000	对标快手、抖音电商 ARPU 约 3000-3500 元
直播电商 GMV，百万元	**443,200**	**558,800**	**563,600**	**958,500**	
货币化率	1.2%	1.2%	1.2%	2.0%	对标直播电商佣金率，快手/抖音 1-2%
直播电商收入/年，百万元	**5,141**	**6,482**	**6,538**	**19,170**	
信息流广告					
DAU, 15 秒完播口径，百万	495	501	502	639	
日人均时长，分钟	84	89	90	90	对标快手/抖音 110+分钟
视频数量，百万	126	134	135	135	
广告加载率	4.1%	4.5%	4.5%	7.0%	快手 8-9%，抖音 15%+
eCPM，元	24	24	25	30	抖音 37-40 元
流量开放比例	90%	90%	90%	100%	
视频号广告收入，百万元	**19,752**	**23,744**	**24,935**	**66,122**	
占腾讯广告收入	17%	18%	18%	72%	
视频号潜在收入，百万元/年	**34,874**	**41,757**	**44,451**	**104,462**	
占总收入比例	5%	6%	6%	15%	

资料来源：公司资料，QuestMobile，交银国际预测

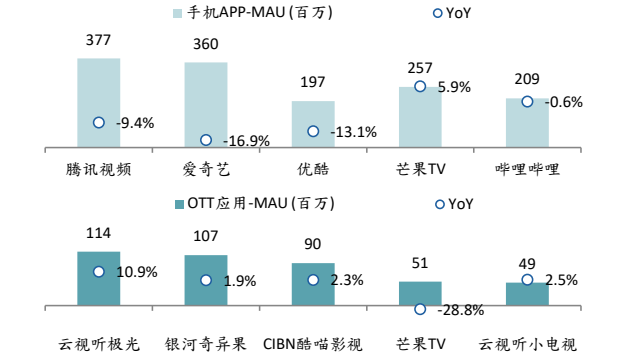
子行业 - 文娱：短剧加速扩张，音乐格局稳定，关注 ARPPU 提升

短视频/长视频用户竞争持续，短剧增长超预期

长视频用户增长承压，大屏渗透率提升。2024 下半年，长视频手机端 MAU 同比延续下降趋势，部分被短视频/短剧分流。但从 OTT 端看，用户维持稳中有升，且用户时长明显高于手机端，显示大屏渗透率提升（腾讯视频/爱奇艺均为 23%）及好于手机端的用户粘性。

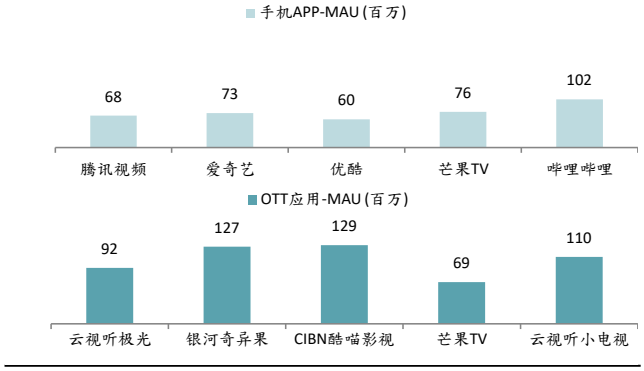
短视频用户小幅增长，短剧用户加速扩张。根据 QuestMobile，2024 年 9 月短视频用户同比增 4.7%，主要受益于多样化垂类内容布局。另外字节跳动加码短剧布局，推出免费短剧 App 红果短剧，用户增长迅猛，2024 年 9 月 MAU 已达 1.22 亿，较 6 月净增 4,600 万（+61%），已达爱奇艺/优酷的 34%/62%。

图表 234: 长视频 OTT 应用 MAU 增长好于手机端



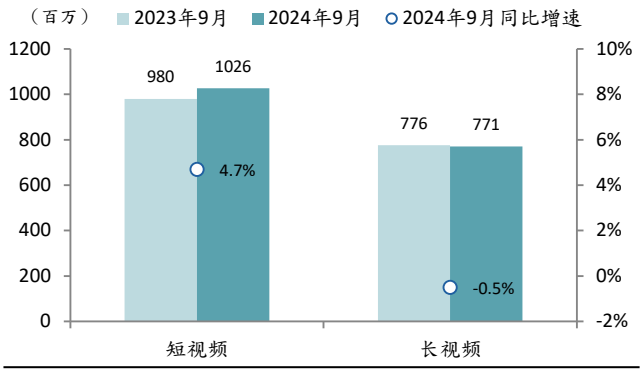
*资料来源：QuestMobile，交银国际 *2024 年 9 月*

图表 235: 长视频 OTT 应用用户时长>手机端



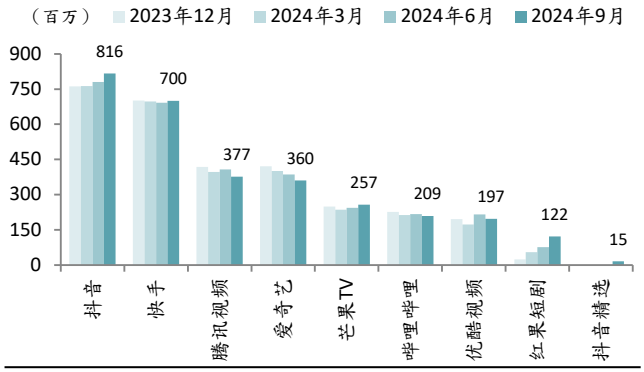
*资料来源：QuestMobile，交银国际 *2024 年 9 月*

图表 236: 短视频 MAU 小幅增长，长视频用户依赖内容表现



资料来源：QuestMobile（仅包括手机 App），交银国际

图表 237:红果免费短剧 App 用户增势迅猛，9 月 MAU 超 1.2 亿



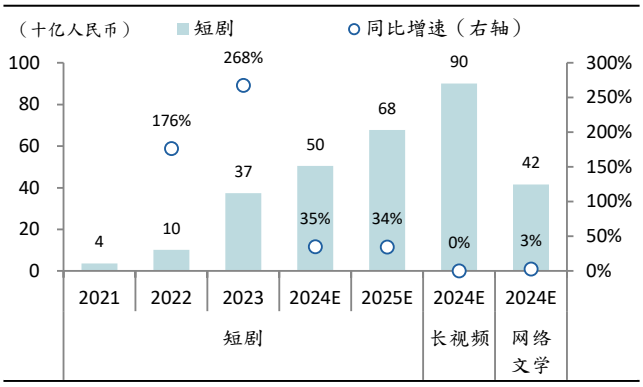
资料来源：QuestMobile（仅包括手机 App），交银国际

短剧市场增长超预期。短剧投资小、周期短、试错成本低，吸引更多平台方及制作方入局，维持快速增长。根据艾媒咨询，2024 年短剧市场规模或超 500 亿元，好于年初市场预期的 400 亿元，为长视频规模的 56%，并已超过网络文学市场。预计 2025 年短剧市场仍将维持 30%+的快速增长，主要驱动包括：

1）供给侧：伴随政策引导纠偏，电视台/长视频平台以及更多优质制作方陆续加入，有望拉动短剧制作精品化发展。如东方卫视与抖音达成短剧联合出品合作，爱奇艺推出“微短剧”和“短剧”剧场，面向会员免费提供精品短剧，抖音联合周星驰推出精品微短剧项目“九五二七”剧场。

2）需求侧：用户侧仍有增长潜力。根据 CNNIC 数据，截至 2024 年 6 月，微短剧用户规模达 5.76 亿，网民渗透率达 52%，对比短视频渗透率 95.5%仍有提升空间。随着供给增加和内容同质化发展，短剧变现模式更加多样化，一方面付费定价更趋合理，另一方面，红果的崛起也带动免费模式快速发展，拓展行业潜在用户规模，预计网民渗透率将持续提升。

图表 238: 2024 年短剧市场规模或超 500 亿元，>年初市场预期的 400 亿元



资料来源：艾媒咨询，拓普数据，交银国际预测

图表 239: 供给增加和内容同质化促使收费模式更趋多样化以及价格更趋合理化

用户端付费模式	点播付费	会员付费	免费模式
代表平台	抖、快部分小程序短剧； 付费短剧 App 河马	爱奇艺微短剧、短剧剧场（会员免费观看）； 抖音短剧卡	抖、快部分小程序短剧； 免费短剧 App 红果
变现示例	抖音短剧《妈妈你在哪儿》，全集解锁 7 元	抖音短剧卡 8 元(刊例价 18 元)	抖音内：单集解锁广告 15 秒； 红果：8 秒广告/集
对应制作方收入	付费收入分账-投流	会员收入分账	广告收入分账

资料来源：抖音，爱奇艺，新腕儿，交银国际

短剧对覆盖互联网公司影响分析：

1）腾讯视频号、快手、哔哩哔哩等中短视频平台：作为重点内容品类之一，主要作为维系用户、提升时长的重要抓手。从变现角度，短剧贡献投流增量，拉动效果广告增长。

2）爱奇艺等长视频平台：短剧作为内容补充，提升对会员吸引力。但从竞争看，一方面长剧集成功率的不稳定导致用户流失，另一方面，在竖屏短剧竞争角度，长视频平台不敌短视频的先发及流量优势，或需回归“内容为王”策略，在行业同质化发展趋势中，打造差异化精品内容。

3）阅文等网络文学公司：短剧将进一步释放中腰部网络文学 IP 改编潜力。

音乐：用户格局稳定，维持会员+ARPPU 双轮驱动

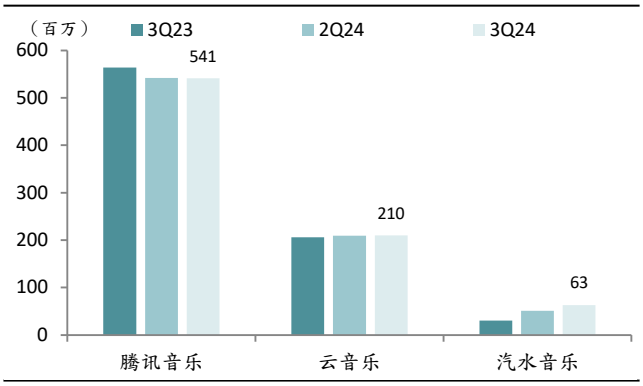
2024 年 3 季度，腾讯音乐 MAU 环比止跌，云音乐环比稳中有小幅增长，但占比基本稳定。字节旗下汽水音乐用户维持快速增长，截至 2024 年 9 月，MAU 达 6,300 万（QuestMobile），短期用户时长较低，对行业竞争格局无显著影响，长期需关注是否会增加大版权布局。

付费订阅方面，各平台维持会员+ARPPU 双轮驱动，但伴随会员增速放缓，ARPPU 运营战略性地位逐步提升。ARPPU 增长核心驱动来自降折扣及高端会员占比提升。以腾讯音乐为例，

1）假设 SVIP 月 ARPPU 维持 19 元不变，基于 SVIP 占比提升及普通会员月 ARPPU 优化测算长期 ARPPU 有机会超 14 元。

2）通过有效的内容/跨设备/粉丝向权益运营，SVIP ARPPU 自身亦有提升机会，基于目前电商平台 SVIP 最低价格区间，我们假设长期 SVIP 月 ARPPU 可达 23 元，对应整体音乐 ARPPU 实现 15 元目标确定性较强。

图表 240: 腾讯音乐、云音乐用户格局基本稳定，汽水音乐维持快速增长



资料来源：公司资料，QuestMobile，交银国际

图表 241: 腾讯音乐 ARPPU 敏感性分析

SVIP ARPPU 19 元		SVIP 占比			
		8%	10%	20%	30%
普通会员 ARPPU (元)	10	10.7	10.9	11.8	12.7
	11	11.6	11.8	12.6	13.4
	12	12.6	12.7	13.4	14.1
	13	13.5	13.6	14.2	14.8
SVIP ARPPU 23 元		**SVIP 占比**			
		8%	10%	20%	30%
普通会员 ARPPU (元)	10	11.0	11.3	12.6	13.9
	11	12.0	12.2	13.4	14.6
	12	12.9	13.1	14.2	15.3
	13	13.8	14.0	15.0	16.0

资料来源：公司资料，交银国际

图表 242: 腾讯音乐、云音乐主要运营/财务指标对比

百万元人民币	腾讯音乐			云音乐			Spotify	TME / 网易云音乐
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2024E
财务数据								
收入	**27,752**	**28,241**	**30,483**	**7,867**	**8,104**	**8,651**		**3.5x**
YoY	*-2%*	*2%*	*8%*	*-13%*	*3%*	*7%*		
收入/MAU	50	52	57	38	39	40		
毛利率	**35%**	**42%**	**44%**	**27%**	**34%**	**36%**		
在线音乐	33%	42%	44%	20%	33%	35%	30%	
社交娱乐	40%	42%	43%	35%	37%	38%		
运营费用率	15%	14%	14%	21%	20%	20%	22%	
经调整运营利润	**5,513**	**7,857**	**9,099**	**414**	**1,168**	**1,332**		**6.7x**
YoY		*43%*	*16%*		*182%*	*14%*		
经调整运营利润率	20%	28%	30%	5%	14%	15%	8%	
经调整净利润	**5,923**	**7,288**	**8,223**	**819**	**1,479**	**1,537**		**4.9x**
经调整净利率	22%	28%	29%	10%	18%	18%	8%	
在线音乐								
收入	**17,325**	**21,676**	**24,722**	**4,351**	**5,261**	**5,921**		**4.1x**
YoY	*39%*	*25%*	*14%*	*18%*	*21%*	*13%*		
MAU，百万	560	542	536	206	210	216		2.6x
MPU，百万	101	118	126	44	52	57		2.3x
YoY	*20%*	*17%*	*7%*	*15%*	*18%*	*10%*		
付费率 (/音乐 MAU)	*18%*	*22%*	*24%*	*21%*	*25%*	*27%*	*39%*	
月 ARPPU，元	10.0	10.8	11.6	6.9	7.1	7.3		1.5x
YoY	*16%*	*8%*	*7%*	*5%*	*3%*	*3%*		
社交娱乐								
收入	**10,427**	**6,564**	**5,761**	**3,516**	**2,843**	**2,730**		**2.3x**
YoY	*-34%*	*-37%*	*-12%*	*-34%*	*-19%*	*-4%*		
MPU，百万	7.6	7.9	7.8	1.6	1.5	1.5		5.2x
付费率 (/音乐 MAU)	*1.4%*	*1.5%*	*1.5%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*		
月 ARPPU，元	114	69	62	179	154	150		

资料来源：公司资料，Visible Alpha，彭博，交银国际预测

- **文娱公司选股：建议关注估值处于低位、明年业绩可能有正向催化的公司，如阅文/欢聚/爱奇艺**

展望 2025 年，我们覆盖文娱公司中：

1）**哔哩哔哩/腾讯音乐/云音乐/快手**收入增长稳健，其中哔哩哔哩、快手 2025 年总收入有望维持双位数增长，领先其他文娱公司。**哔哩哔哩**仍在盈利初期，利润率优化趋势确定。快手受电商行业竞争影响持续，商家扶持加大致内循环广告收入增长放缓，AI 投入、短剧/电商补贴加大或影响运营利润率优化步调。**腾讯音乐/云音乐**直播收缩影响持续收窄，核心业务音乐付费在会员+ARPPU 共同拉动下有望维持双位数增长。

2）**欢聚/爱奇艺/阅文估值低于行业平均或历史平均：**

a) **阅文集团**在线业务持稳，短期受剧集排播影响收入增速有不确定性，但长期 IP 业务增长潜力仍将逐步释放，现价对应 2025 年市盈率仅 14.5 倍，低于过往 2 年平均估值及头部 IP 公司平均 18-20 倍市盈率，关注 2025 下半年估值修复机会。

b) **欢聚**现价对应 6.7 倍 2025 年市盈率，低于历史估值区间 8-12 倍。短期业务调整影响持续，2025 下半年核心海外直播业务或随用户企稳回升迎来拐点。若百度取消收购 YY 直播事件谈判落地，或重启股息分配，提升估值吸引。

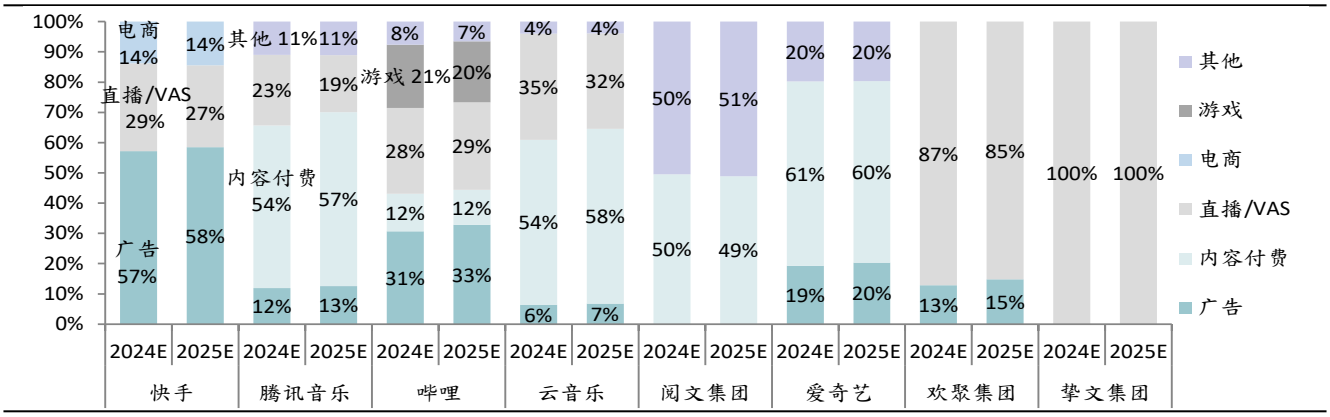
c) **爱奇艺** 2025 年市盈率/市净率分别为 7 倍/0.8 倍，均位于行业及历史较低估值水平，主要因受行业竞争及内容播放平淡影响，核心会员及广告收入持续承压，2025 年若有爆款内容播出，或有机会重启增长，带来估值回升。

图表 243: 2025 年覆盖文娱公司收入增速：哔哩/快手/腾讯音乐/云音乐核心业务增长稳健

公司	年份	总收入增速及各业务线收入增速							利润增速及利润率	
		总收入	广告	内容付费	直播/VAS	电商	游戏	其他	经调整运营利润增速	经调整运营利润率
快手	2024E	12%	21%		-6%	25%			74%	14%
	2025E	10%	13%		3%	15%			34%	17%
腾讯音乐	2024E	2%	28%	26%	-37%				43%	28%
	2025E	8%	14%	15%	-12%				16%	30%
哔哩	2024E	19%	28%	5%	13%		39%	-7%		0%
	2025E	, 2025	18%	3%	13%		7%	-6%		7%
云音乐	2024E	3%	13%	21%	-19%			34%	182%	14%
	2025E	7%	13%	13%	-4%			4%	14%	15%
阅文集团	2024E	11%		-2%				28%	26%	17%
	2025E	2%		1%				4%	22%	20%
爱奇艺	2024E	-8%	-9%	-12%				8%	-37%	8%
	2025E	0%	6%	-1%				0%	16%	9%
欢聚集团	2024E	-1%			-1%				-8%	5%
	2025E	0%			0%				2%	5%
挚文集团	2024E	-13%			-13%				-35%	16%
	2025E	-1%			-1%				-12%	14%

资料来源：公司资料，交银国际预测，公司按市值排序

图表 244: 覆盖文娱公司收入分布



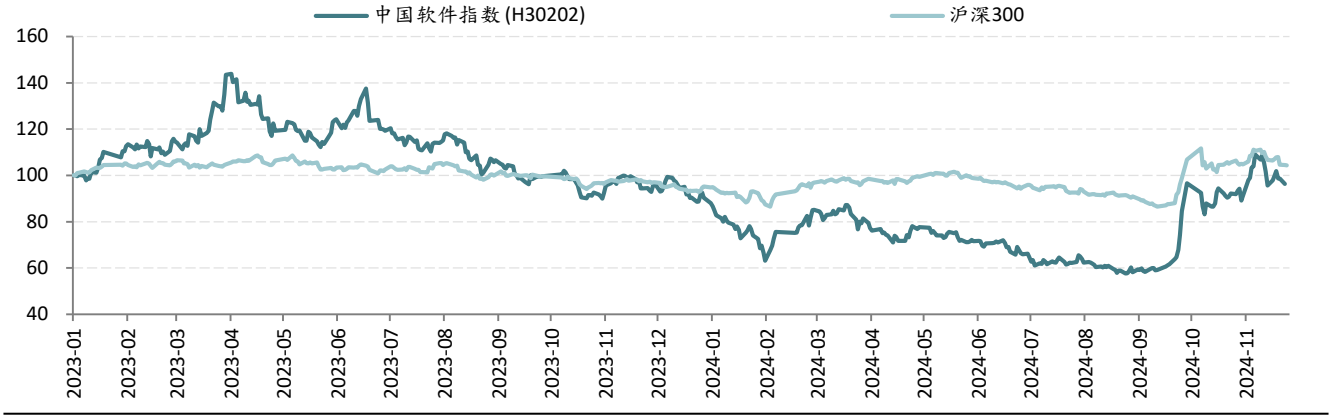
资料来源：公司资料，交银国际预测

子行业－软件：信创需求回暖或带动行业估值进一步回升

自 2024 年 9 月末我们发布《软件定义一切（上）：AI+推动变局；毛利率是估值关键》以来，软件行业受“924 新政”发布拉动随大盘估值回调，行业平均市销率（TTM）较我们发布报告时的 5.8 倍提升至 6.6 倍。2024 年 11 月 8 日，人大常委会审议通过化债举措，预计将利好地方政府财政回暖，促进地方政府/企业信创需求逐步释放，或带动软件行业估值进一步回升。

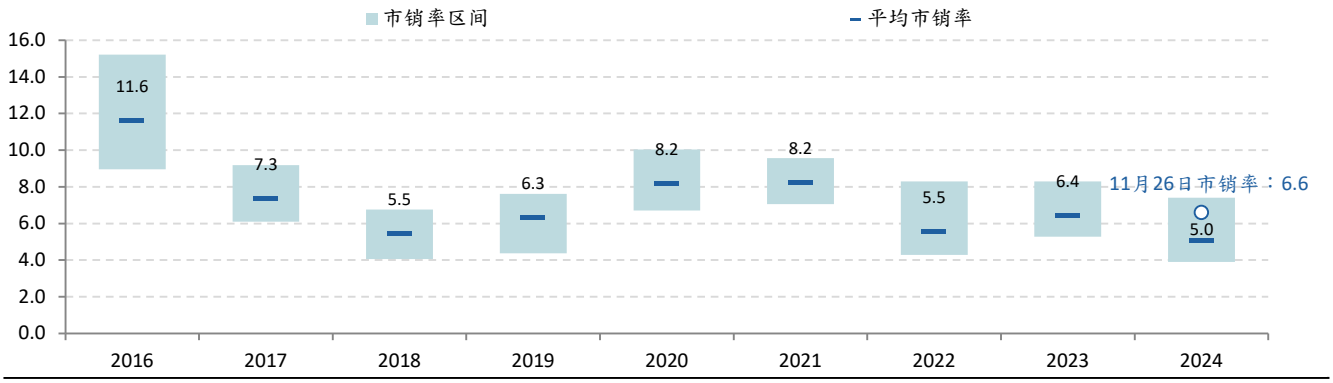
我们维持 9 月报告中的观点：我们认为软件企业毛利率与估值水平呈正相关性，毛利率可最快判断公司商业模式及企业健康度，是软件公司核心指标。中国软件公司未来投资及估值支撑点主要在于：信创、国产替代规模的潜在增长前景（目前替代率仅为个位数）；AI 投入的规模；产品标准化、收入持续性；潜力行业（工业/制造业、金融、医疗、交通、C 端应用）；以及拥有下游客户资源。

图表 245: 中国软件指数（H30202）已恢复至 2023 年初水平



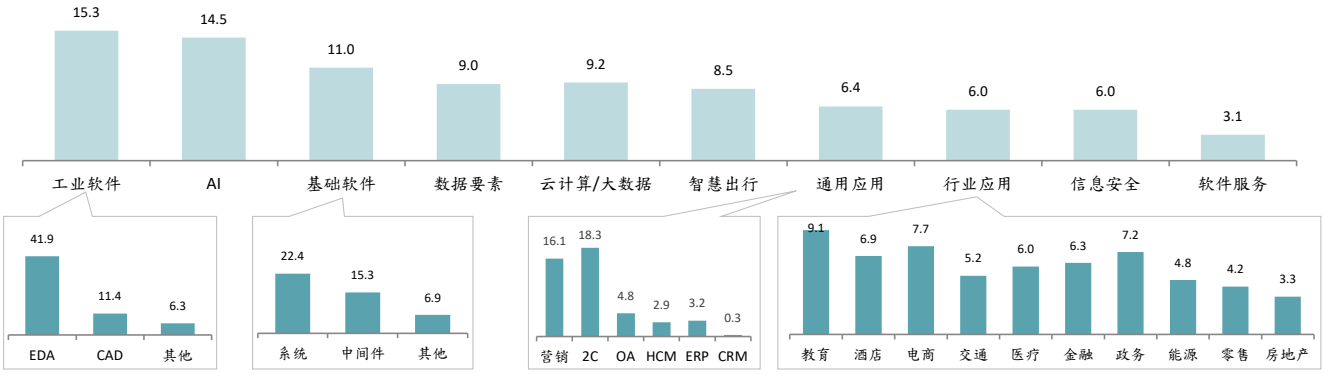
*资料来源：万得，交银国际 *以 2023 年 1 月 1 日为 100 计算，数据截至 2024 年 11 月 26 日*

图表 246: 2024 年 9 月末以来，中国软件指数（H30202）估值回调



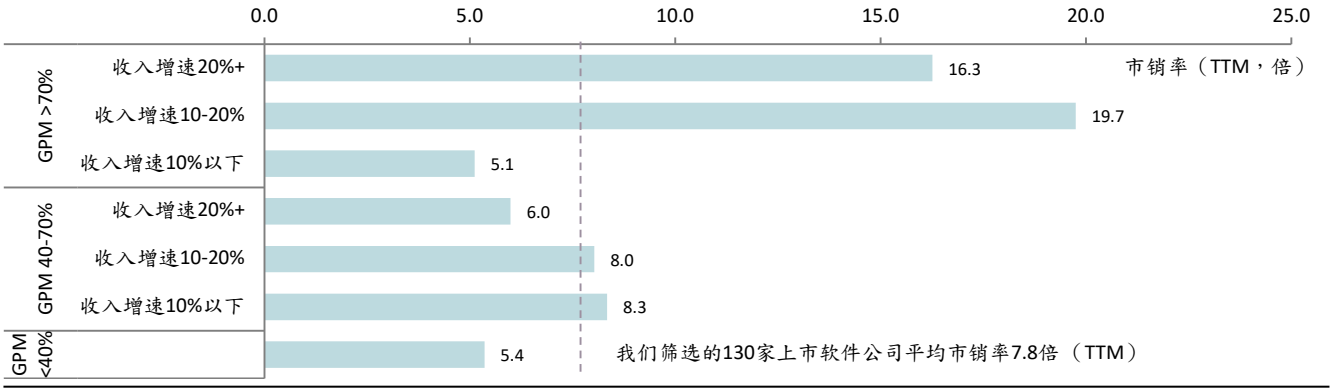
*资料来源：万得，交银国际 *市销率区间上沿/下沿对应当年最高/最低市销率，2024 年为截至 11 月 26 日数据*

图表 247: 细分行业平均市销率（TTM）：工业软件/AI/基础软件估值领先



*资料来源：公司资料，万得，交银国际 *数据截至 2024 年 11 月 26 日*

图表 248: 市销率倍数（TTM）和毛利润率的关系：具备正相关性，但也受公司收入增速、业务增长空间、行业技术壁垒等因素影响



*资料来源：公司资料，万得，交银国际 *数据截至 2024 年 11 月 26 日*

图表 249: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	84.82	107.00	26.1%	2024 年 11 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.15	2.90	34.9%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.87	25.00	32.5%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.40	54.00	13.9%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.51	14.00	21.6%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	114.10	120.00	5.2%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	38.70	38.00	-1.8%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.64	5.90	-11.1%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.20	29.00	6.6%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	98.80	144.00	45.7%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	37.19	56.00	50.6%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	86.59	111.00	28.2%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.36	14.90	3.8%	2024 年 11 月 27 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	10.34	14.00	35.4%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.87	4.60	60.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	6.45	7.30	13.2%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	45.30	75.00	65.6%	2024 年 11 月 06 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	31.05	33.00	6.3%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	400.00	513.00	28.3%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	9.99	14.00	40.1%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	86.56	113.00	30.5%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	172.20	228.00	32.4%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	21.55	24.00	11.4%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.06	18.00	28.0%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.66	13.50	39.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.43	1.40	-2.1%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.76	21.00	6.3%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	9.87	13.00	31.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.92	24.00	26.8%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	501.00	605.00	20.8%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源：FactSet，交银国际预测，收盘价截至 2024 年 11 月 28 日

消费行业

行业评级
领先

2025 年展望：消费持续温和复苏，把握结构性机会

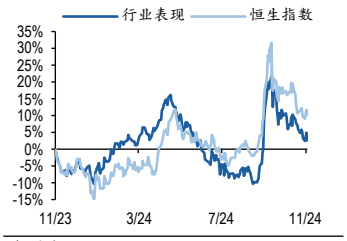
- **消费温和复苏的趋势下，建议关注结构性投资机会。**2024 年前三季度，中国整体零售销售额同比增长 3.3%，相较于去年有所放缓。在预期中国内地消费 2025 年延续温和复苏趋势的情况下，我们建议关注确定性更高的结构性趋势，推荐关注整体表现更加稳健、业绩成长确定性更强、在较弱环境中表现稳定，或是利润端有望受益于成本红利的板块，以在不确定的环境中获得相对确定的投资回报：政策激励给予白电板块更强的确定性（推荐业务布局更加多元的美的集团（000333 CH/**买入**）和海尔智家（6690 HK/**买入**），体育用品行业整体需求较为稳定（推荐更具风险分散力的安踏（2020 HK/**买入**）），承压的啤酒行业也不乏有优秀成绩单（较为推荐承压环境中业绩稳定且高端化进程延续的华润啤酒（291 HK/**买入**）），乳制品板块预计受益于成本红利（较为推荐产品和市场组合更多元的伊利股份（600887 CH/**买入**））。因行业压力和市场竞争等负面因素影响，婴儿配方奶粉、个护家清及餐饮行业的吸引力则略微逊色。
- **市场 2025 年的预期如何？**综合 104 家重点 H 股/A 股消费上市公司，目前市场一致预期 2025 年收入增长加快。与悦己消费心理、健康、出行有关的子行业预计出现明显的收入增长，可选消费将成为消费板块的主要拉动力。同时，综合 13 家在中国运营的全球消费品公司的观点，消费情况存在分化，既有挑战也有机遇，但几乎都表达了对长期前景乐观的态度。
- **成本红利有所减弱；下半年必选消费品毛利率或见提升并预计延续。**原材料价格经历 2022 年的大幅上涨后，2023 年开始普遍回落，但 2024 下半年该趋势明显放缓，大多数原材料价格开始稳定并趋于横向移动。值得一提的是，相比于其他必选消费品（年初至今原材料价格呈中低个位数下降），乳制品的成本顺风效应仍较为明显，2024 年初至今原奶价格已实现中双位数的下滑，预计在 2024 下半年和 2025 上半年持续有利于乳企公司毛利率水平。同时，食品类 CPI 于 2024 下半年呈同比增长，而食品制造的 PPI 同比下滑，CPI-PPI 差值超过 3 个百分点，预计 2024 下半年毛利率可能提升，该红利将可能延续至 2025 上半年。

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
美的集团	000333 CH	买入	89.90	70.60	5.429	5.993	13.0	11.8	3.35	3.17	4.6
海尔智家	6690 HK	买入	37.59	26.10	2.110	2.316	11.5	10.5	2.23	2.00	3.9
格力电器	000651 CH	买入	52.96	41.18	5.628	6.140	7.3	6.7	1.83	1.68	6.1
安踏	2020 HK	买入	135.00	77.05	4.863	5.150	14.8	14.0	3.34	2.98	3.5
伊利股份	600887 CH	买入	33.30	28.57	1.918	1.850	14.9	15.4	2.99	2.85	4.8
百威亚太	1876 HK	买入	9.39	7.41	0.057	0.063	16.7	15.1	1.16	1.13	4.5
申洲国际	2313 HK	买入	116.00	58.90	4.572	5.213	12.0	10.5	2.27	2.07	5.0
华润啤酒	291 HK	买入	37.29	25.75	1.643	1.812	14.6	13.3	2.39	2.18	3.4
蒙牛乳业	2319 HK	买入	16.04	16.70	1.293	1.397	12.0	11.1	1.41	1.35	4.1
光明乳业	600597 CH	买入	12.30	8.56	0.526	0.620	16.3	13.8	1.32	1.24	1.9
宝胜国际	3813 HK	买入	1.01	0.52	0.100	0.114	4.8	4.2	0.29	0.28	6.2
中国飞鹤	6186 HK	中性	4.00	5.36	0.429	0.471	11.7	10.6	1.71	1.62	6.2
李宁	2331 HK	中性	14.89	15.40	1.141	1.255	12.6	11.4	1.48	1.42	4.0
恒安国际	1044 HK	中性	27.01	21.80	2.324	2.438	8.7	8.3	1.09	1.07	7.7
滔搏国际	6110 HK	中性	3.06	2.48	0.357	0.237	6.5	9.7	1.46	1.61	15.6
妙可蓝多	600882 CH	中性	13.40	17.76	0.262	0.319	67.8	55.7	2.06	1.98	0.0
健合国际	1112 HK	中性	10.40	9.07	1.514	1.954	5.6	4.3	0.75	0.67	7.2
九毛九	9922 HK	中性	2.59	3.17	0.177	0.300	16.7	9.8	1.26	1.15	NA
平均							**14.9**	**13.1**	**1.80**	**1.69**	**5.2**

资料来源：FactSet、交银国际预测

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谭星子, FRM
kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

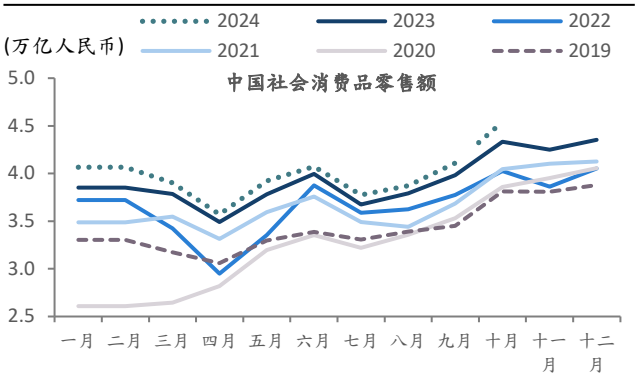
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

消费展望：2025 年延续温和复苏态势

消费品零售销售仍在复苏中：2024 年前十个月的社会消费品零售总额为 398,960 亿元（人民币，下同），同比增长 3.5%，而 2024 年前六个月的零售总额为 235,969 亿元，同比增长 3.7%。2024 年 9 月和 10 月的同比增长（3.2%/4.8%）好于 7 月和 8 月（分别为 2.7%/2.1%），主因国家出台的一系列刺激性政策。乳制品、体育用品、家电等子行业的消费品公司指出，消费力整体呈温和复苏态势，普遍来看，消费品公司对 2024 年的营收增速指引普遍低于 2023 年，利润增速则快于营收增速。

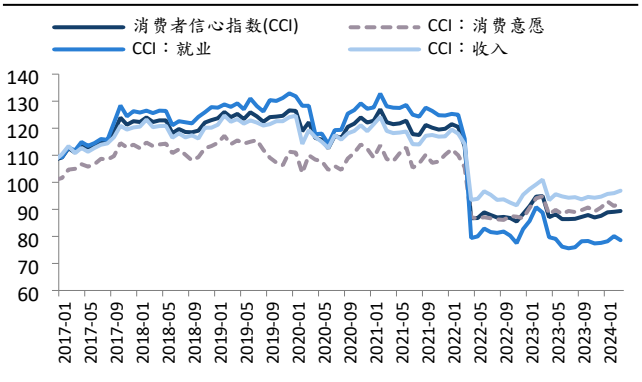
经济信号方面，就业情况（2024 年 10 月失业率约为 5.0%）和消费意愿保持稳定，而整体消费者信心指数略有波动（上半年平均为 88.0，7-9 月平均为 85.8）。同时，作为中国消费指标之一的进口，在 2024 年 4 月出现了强劲反弹（增长 8.4%），在下半年增速维持大致平稳。

图表 250：得益于政策刺激，中国社会零售额于 9 月和 10 月同比增速加快



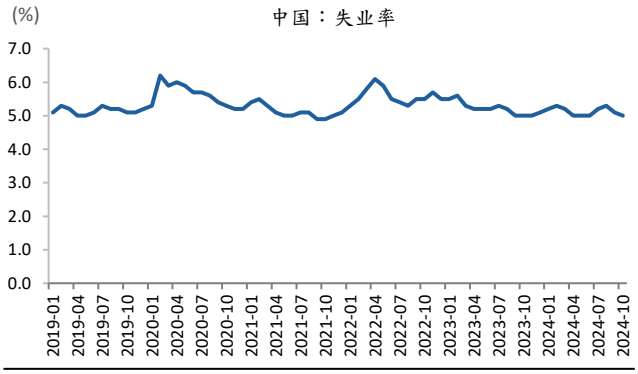
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 251：消费者信心指数复苏轨迹有所波动



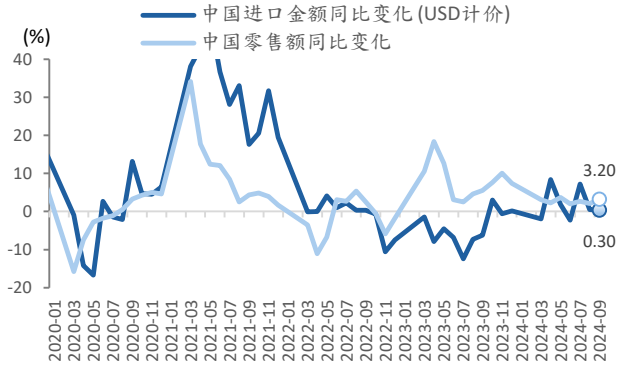
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 252：就业保持相对稳定，失业率在 2024 年 10 月为 5.0%，较为稳定



资料来源：国家统计局，交银国际，最新数据为 2024 年 10 月

图表 253：作为中国消费指标之一的进口，自 2024 年 4 月实现较大反弹后，在下半年增速维持大致平稳

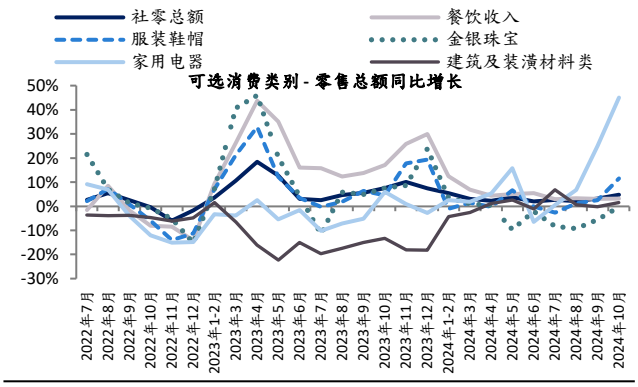


资料来源：国家统计局，交银国际

前十月零售额增速放缓至 3.7%

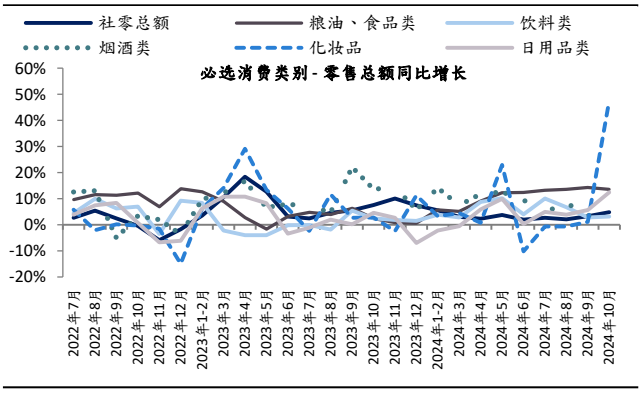
2024 年 1-10 月，中国整体零售销售同比温和增长 3.7%，较 2023 年全年 6.9%的增长率有所放缓。**在可选消费方面**，2023 年以来**餐饮销售**增长强劲，2023 年同比增速一度达到 40-50%，由于高基数的影响，2024 年至今的表现呈逐月放缓（从 1/2 月份约 12.5%的增长逐月放缓至 10 月 3.2%的增长），年初至今实现约 6%的同比增长。**服装/鞋类**和**珠宝**也呈现出类似趋势。因政府出台了大规模设备更新和消费品以旧换新支持性政策，并于 9 月在全国范围大规模落实，带领**家电和通讯器材类**商品零售额分别同比实现 7.8%/17.2%的增长。**在必选消费方面**，**烟酒**和**粮油食品**销售持续增长，引领整体必选消费的增长。**就渠道而言**，2024 年 1-9 月，线上销售同比增长 0.7%，其中，商品和服务分别增长了 0.3%和 3.1%。

图表 254：2024 年中国可选消费的零售额同比表现逐月放缓，家用电器品类受政策影响于 9 月和 10 月呈加速增长



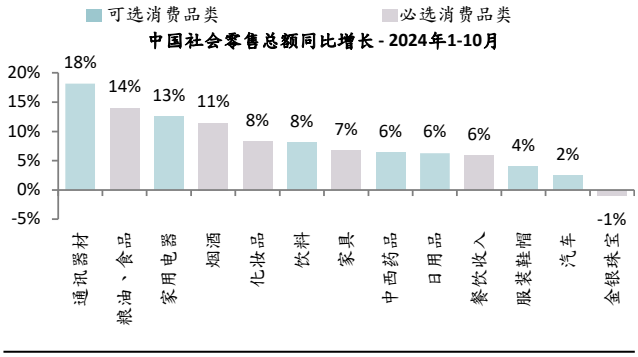
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 255：中国必选消费的零售额同比增速稍显稳定，烟草和酒类表现较好，化妆品类受到双十一促销节拉长的影响而在 10 月呈现较大提升



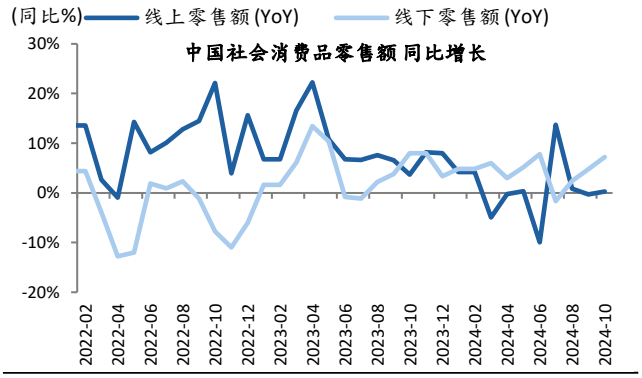
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 256：分类别来看，通讯设备、粮油食品、烟酒类今年以来表现优异



资料来源：国家统计局，交银国际，最新数据为 2024 年 10 月

图表 257：中国消费品零售额：线上 vs. 线下（同比增速%）



资料来源：国家统计局，交银国际，最新数据为 2024 年 10 月

2025 年增长的一致性预期

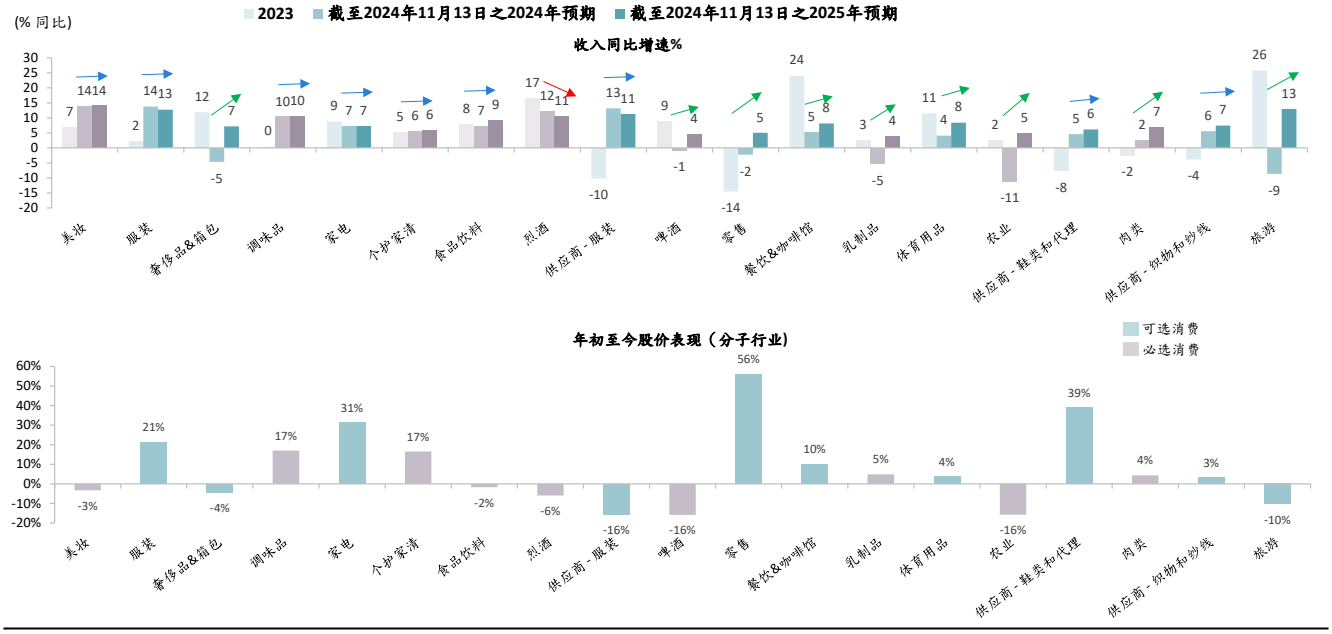
综合 104 家重点消费 H 股/A 股上市公司来看，目前市场一致预期 2025 年收入增长将加速。2024 年收入同比增速之预期为 3.8%，相较于 2023 年约 5%有所放缓，2025 年市场预期可以实现高个位数的收入增长（约为 8.3%）。我们跟踪的 54 家主要可选消费公司的收入预期提速，市场预计 2025 年增长 7.8%，对比 2024 年增长 3.8%；而我们跟踪的 50 家必选消费公司预计提速更强劲，从 2024 年的 3.8%提速至 8.7%。

与悦己消费心理、健康、出行相关的子行业，例如奢侈品、旅游、体育用品，预计出现较明显的收入增长。奢侈品行业将持续受益于消费者对个性化和高品质生活的追求，品牌方通过推出定制产品和限量版系列进一步推动市场的扩展，在整体经济预期呈现复苏的情况下预计表现良好。尽管因去年高基数的压力使得整体旅游板块表现不及预期，但消费者对出行的需求持续上升将共同积极作用于旅游板块明年的整体表现。体育用品行业在客流量承压的环境下今年仅呈现中个位数的营收增长。展望明年，随着客流量压力逐步减轻以及消费力温和提升，将带给该板块正面的反馈。

负增长的板块预计于 2025 年“转正”：2024 年受到高基数、客流量、消费力等因素而导致全年负增长的子行业（如奢侈品、零售、乳制品等）均预计在 2025 年回归约中个位数的增长。

分消费性质来看，多数必选消费品类（如美妆、调味品、个护家清）预计 2025 年同比增速持平。可选消费品类于 2023 年因略低于整体消费板块的增速表现而形成拖累，2024 年可选和必选品类对整体消费增速贡献均等。而进入 2025 年，可选消费品将成为消费板块的主要拉动力。

图表 258: 2024 年增长较高的子行业预计 2025 年增速维持或减弱，而 2024 年增长较低或呈负增长的子行业均有望在 2025 年提速或转正



资料来源：彭博一致预期，交银国际

相比于我们于 2024 年下半年展望报告中对全球消费品公司的看法梳理（第 6 页），公司整体语气基本维持一致或有所下调…耐克公司对长期发展持乐观态度，但也感受到了“流量特别疲软”。雅诗兰黛于下半年预期略有下调。百胜则表示市场条件和消费者情绪没有在 4 季度发生重大变化。

沃尔玛表示，今年以来山姆的中国会员数量维持强劲增长。达能公司表示，尽管定价方面微跌，但中国区的销量达到了两位数的增长。奢侈品行业之龙头爱马仕也指出，尽管客流量面临压力，但是 3 季度的客流量仍呈现增长。

总体来看，当前消费品行业正面临复杂的市场环境，既有挑战也有机遇。尽管一些知名品牌（如耐克和雅诗兰黛）对未来发展持谨慎态度，反映了整体市场的不确定性。但沃尔玛和达能等企业在部分细分市场中依然展现出强劲的增长潜力，表明消费者对优质产品和服务的持续需求。

图表 259：全球消费品公司管理层在自身业绩会上的发言

日期	公司	管理层评论
体育用品		
2024 年 10 月 29 日	**阿迪达斯**	在过去两个季度中，**大中华区的基本增长强劲**，北美地区的阿迪达斯品牌也早于预期转为正增长，这些都增强了我们对未来中期发展的信心。
2024 年 10 月 1 日	**耐克**	我们看到 NIKE Digital 和我们在大中华区的合作伙伴商店的**流量特别疲软**。 虽然我们对近期的展望有所缓和，但我们仍然看好体育和 NIKE 在中国的长期机遇。体育运动的参与率正在上升，我们相信我们对 NIKE 在大中华区的**长期发展前景持乐观态度**。
食品饮料		
2024 年 9 月 5 日	**可口可乐**	中国和欧亚大陆是我们看到面临压力的两个地区。
2024 年 9 月 8 日	**百事公司**	在中国市场，虽然我们的份额在增加，但增长速度却从两位数下降到了一位数。
2024 年 11 月 1 日	**卡乐比**	在亚洲/大洋洲，印尼和其他地区的销售额有所增长，但由于**大中华区表现低迷**，整体销售额有所下降。
2024 年 10 月 24 日	**达能**	在中国，你可以看到我们的销量增长非常快，实际上达到了两位数，但**定价却出现了负增长**，为负 2%。
2024 年 9 月 18 日	**通用磨坊**	在中国，我们继续面临挑战。
美妆		
2024 年 10 月 17 日	**雅诗兰黛**	第 3 季度，大中华区继续保持稳健增长。
2024 年 4 月 23 日	**金伯利**	中国连续第三个季度实现两位数的销量增长，尽管**市场仍有挑战**。
2024 年 7 月 30 日	**欧莱雅**	我们在新兴市场、欧洲和北美持续保持强劲的发展势头，**抵消了中国大陆美容市场的低迷**。
奢侈品		
2024 年 10 月 24 日	**爱马仕**	尽管自春节结束以来，**大中华区的客流量有所下降**，但第 3 季度该地区的客流量仍在增长。
零售		
2024 年 8 月 15 日	**沃尔玛**	在中国，强劲的会员制趋势和山姆会员商店继续推动两位数的销售额增长，我们在中国的销售额中约有一半是线上销售额。
餐饮		
2024 年 11 月 4 日	**百胜中国**	进入第 4 季度，我们**没有观察到市场条件和消费者情绪发生重大变化**。 我们仍然对中国的中长期发展机遇充满信心。

*资料来源：各公司资料，交银国际 *以上内容来自各公司管理层在公开场合发表的评论，如有异议，请以管理层英文原版为准*

我们对各消费子行业之基本面观点

家用电器 - 海外和支持性政策引领其表现远超平均

2024 年以来，家用电器行业（特别是白电领域）表现亮眼。截至 11 月 26 日，美的集团（000333 CH|0300 HK/**买入**）、海尔智家（600690 CH|6690 HK/**买入**）和格力电器（000651 CH/**买入**）的股价自年初以来均录得约 40%的增长，远超同期上证指数/恒生指数约 11%/15%的涨幅。

究其原因，主要为 1）家电行业于海外展现了优质的扩张能力，并且主要得益于 OBM 业务的强势发展，如美的集团和海尔智家在各自布局的新兴市场收入均呈现了双位数的增速，引领整体公司收入的增长；2）正如我们于年初发布的家电行业首次覆盖报告中所述，市场对其与地产关系的看法已调整，白电板块的独立行情显示其已减少对地产的依赖；3）今年 3 季度逐步落实家电以旧换新政策，相比于首轮家电支持性政策（2008-13 年），本轮政策的支持力度更强并且涉及之家电品类更广，在刺激家电消费的同时，使得资本市场持续对白电龙头企业保持信心。

展望明年，海外市场预计持续为龙头企业贡献收入增长动力，并且伴随着中国消费的复苏趋势，明年预计呈现稳健的收入增长。

体育用品品牌 - 客流量承压的环境下，多品牌策略优于单品牌策略

随着消费者变得越来越成熟，对体育用品的需求则带领整个中国体育用品行业朝着细分和专业的方向发展。然而行业客流量的压力延续至下半年，进入下半年之后，各个体育用品品牌的经营表现均呈现了环比下降。此时，多品牌策略不仅使得企业能够通过提供更具差异化的产品和购物体验而满足消费者的需求，也在具备不确定性的环境下分散了风险。

股价表现证实了我们这一观点：截至 2024 年 11 月 26 日，运行多品牌策略（7 个主要品牌：安踏、斐乐、迪桑特、可隆、始祖鸟、所罗门、Wilson）的安踏（2020 HK/**买入**）实现了 8%的上涨，而单品牌策略的李宁（2331 HK/**中性**）则出现了 24%的下滑。尽管李宁在其跑鞋系列持续获得市场的正面反馈（在客流量承压的 3 季度实现高双位数的增长），但单一品牌模式仍是市场对其可持续增长能力的担忧。因我们认为 2025 年消费力仍处于温和复苏的趋势，持平甚至加大的折扣率会导致价格的疲软，因此具有自主销量增长能力的企业预期呈现更好的业绩表现。

长期来看，我们依然对中国体育用品行业及国产品牌持积极态度。一方面，因为近几年消费者的健康意识增强，健身和运动（尤其是跑步）持续在消费群体中普及；另一方面，则是来自于国家对体育产业发展的政策支持（产业规模到 2025 年达到 5 万亿元）。

体育用品经销商 – 表现与体育用品品牌商相似

与体育用品品牌商一样，体育用品经销商同样面临着客流量压力。例如，宝胜表示其 2024 年 3 季度在高线城市的实体门店客流量同比跌幅超过 30%，这对整个行业的增长产生了显著影响。尽管健康和健身的趋势持续推动消费者对体育用品的需求，但经销商的市场环境却日益严峻。各大品牌逐渐重视零售能力的提升，并且越来越倾向于掌握整个销售过程，耐克和阿迪达斯等行业巨头正在转向直接面对消费者的模式，从而削弱了传统分销渠道的地位。此外，线上购物的兴起进一步加剧了这一挑战。消费者更加青睐便捷的在线购物体验，使得许多消费者减少了对实体店的依赖，这使得传统线下经销商，如滔搏（6110 HK/中性）、宝胜（3813 HK/买入）面临客流量不足和销售下降的双重压力。

啤酒 – 高端化趋势放缓，均价上升难抵销量下滑

2024 年，啤酒行业经历了高端化趋势的放缓与整体销量下滑的双重挑战。尽管消费者对高端和精酿啤酒的偏好依然存在，但整体销量却未能实现预期增长。高端产品的均价上升并未能完全弥补销量下降带来的影响。部分消费者转向性价比更高的普通啤酒，导致市场整体需求疲软。许多大型啤酒品牌，如华润啤酒（291 HK/**买入**）和百威亚太（1876 HK/**买入**）开始重新审视其市场策略，努力在维持高端化发展与满足大众需求之间找到平衡。尽管高端化产品在某些细分市场仍具备增长潜力，但整体市场的竞争加剧使得品牌面临更大的压力。总体而言，均价上升未能有效抵消销量下滑的影响。展望 2025 年，尽管啤酒行业的挑战将依然存在，但高端化或将在中国消费力恢复的情况下带来较大的业绩弹性，同时相对较低的估值水平或将在 2025 年因较高的性价比而产生吸引力。

乳制品 - 原奶供需差距有望缩窄，看好未来龙头盈利能力之修复；婴儿配方奶粉行业仍承压

尽管今年以来乳制品行业面临原奶供应过剩和液态奶需求疲软的挑战，进入下半年后，随着持续的结构优化、淘汰低效的产能供给，整体上游原奶供应逐渐放缓，供需差距有所缩窄。从成本端来看，原奶价格目前仍呈持续下滑的趋势（年初至今已下跌中双位数），积极作用于乳企 2024 下半年之毛利率。同时，因未来供需差距缩窄使得原奶成本在未来中期呈缓慢回升趋势，原材料价格优势减弱望出清部分中小企业，市场价格竞争逐渐回归理性则进一步有利于龙头企业的份额提升。辅以各个龙头于今年陆续开展渠道去库存，预期 2025 年整体情况应优于 2024 年。因此，我们对伊利股份（600887 CH/**买入**）和蒙牛乳业（2319 HK/**买入**）这样的龙头乳制品企业持积极态度。贡献妙可蓝多（600882 CH/**中性**）较大收入的奶酪棒业务因其较强的可选属性在目前消费情绪下中仍面临压力。考虑到公司仍是中国奶酪市场的领导者，我们将密切关注公司何时显示出销售好转的迹象。

对于婴儿配方奶粉行业而言，尽管龙年新生儿数量有所回升（山东、广东、江苏等省份的医院均表示“龙宝宝”数量较去年同期增加个位数至双位数不等），但行业长期前景在销量承压和均价已经很高的双重影响下吸引力逊于其他消费子版块，因此我们对像飞鹤（6186 HK/**中性**）这样的公司持保守态度。

餐饮 - 客流量压力致行业均价承压，龙头逐渐收回折扣

2024 年以来，从各个节假日的出行数据上可以观察到消费者对于出行的需求维持高水平。然而，从消费属性的角度来看，外出就餐更容易受到谨慎消费环境的影响。尽管各个餐饮公司在节假日期间一些经营指标（如翻台率、客单量）呈现了不错的表现，但是在节假日过后未能延续这样的增长趋势。与上半年不同的是，3/4 季度餐饮行业的大品牌（如九毛九、海底捞、百胜）在逐渐的收回折扣，因 1）在消费情绪不高的情况下，短期内依靠折扣吸引来的客户群难以提供长期的增长；2）折扣对经营质量存在负面的影响，各个餐饮公司逐渐转变策略为提升经营效率和管理效率。

考虑到多个餐饮龙头企业降低了今年开店指引，因为在不确定性的情况下进行大量的门店拓展需承担较高的风险，因此明年上半年的整体表现应为今年情况之延续，下半年表现有待观察。以开店作为增长动力的九毛九（9922 HK/**中性**）预计表现承压，但低线城市的扩张仍将是增长的来源。

个护家清 - 原材料价格大幅回落致竞争加剧，龙头或面临短期压力

木浆价格自 2022 年经历了大幅上涨之后，于 2023 年开始大幅回调（2023 年全年均价同比下跌 15%，其中下半年同比下跌约 21%）。最近几年消费者对于卫生和便利性的重视逐渐增强，随着整体需求的扩大以及“专纸专用”概念的逐渐普及，进入门槛较低的生活用纸行业展现了吸引力，辅以较低的原材料成本水平，部分中小企业重新回归市场竞争。短期来看，龙头或因对自己品牌形象的保护而不过度参与打折促销和价格竞争。另一方面，生活用纸行业属于一个充分饱和的存量市场，因此产品价格提升和高端化的发展成为重要的增长动力。然而我们预计 2025 年整体消费仍呈温和复苏的趋势，因此高端化的增长可能相对缓慢。总体来看，行业龙头恒安集团（1044 HK/**中性**）在未来短期内的收入增长预计将面临压力。

食品饮料 - 消费者对健康的关注引领细分品类发展

随着消费者健康意识的增强，食品饮料行业正朝着更健康、更可持续的方向发展。消费者越来越偏好天然无添加以及具备健康元素的饮品，这推动企业专注于研发低糖、无糖和富含维生素、电解质成分的产品。在茶饮市场，功能性茶饮料（如添加草本成分和提神抗疲劳的产品）受到热捧。冷泡茶和创新口味的茶饮料也因其健康属性和独特风味而备受青睐。果汁行业则在推动纯果汁和冷压果汁的发展。这些产品因其保留了更多的营养和风味而受到健康消费者的欢迎。此外，混合果蔬汁也因其丰富的营养价值逐渐流行。由于全民健身概念的普及，及运动人群的迅速增加，运动饮料在 2024 年以来表现良好。

总体而言，消费者对健康的关注正在引领茶饮、果汁和运动饮品向更健康、更创新的方向发展。同时，消费者出行的增加（2024 年国庆假期国内出游人次同比增长 5.9%，较 2019 年增 10.2%）和逐年上升的气温（2024 年夏季，全国大部分地区的平均气温较往年偏高；进入 11 月后，暖热仍在持续加码，中国多地气温将比往年同期高 6-12℃）均为食品饮料行业正面的催化剂。

消费行业：投资偏好顺序

我们综合考虑了客观和主观因素，得出了消费行业的投资偏好排序。在客观指标方面，我们根据以下指标权重对覆盖公司进行排名：价值（市盈率 vs. 历史均值、PEG）占 25%、增长（每股盈利增长）占 15%、质量（净资产收益率）占 15%、收益（股息率）占 20%。在主观指标上，我们评估行业趋势（10%）和公司个别因素（15%），包括环境、社会与企业管治表现（ESG）。

专注于 2025 年确定性更高的结构性趋势：鉴于整体宏观环境仍存较大不确定性，我们建议整体表现更加稳健且业绩成长确定性更强、在较弱环境中表现稳定、或是利润端有望受益于成本红利的板块，如家电、体育用品、啤酒、乳制品。

图表 260：消费行业：2025 年选股顺序

较偏好股票 ← → 较不偏好股票

公司	美的	海尔	安踏	格力	华润啤酒	百威亚太	伊利	蒙牛	李宁	宝胜	海提	中洲	光明乳业	妙可蓝多	九毛九	恒安	健合国际	飞鹤
股票代号	000333 CH	6690 HK	2020 HK	000651 CH	291 HK	1876 HK	600887 CH	2319 HK	2331 HK	3813 HK	6110 HK	2313 HK	600597 CH	600882 CH	9922 HK	1044 HK	1112 HK	6186 HK
主营业务	白色家电	白色家电	体育用品	白色家电	啤酒	啤酒	乳制品	乳制品	体育用品	体育用品经销商	体育用品经销商	纺服代工	乳制品	乳制品	餐饮	个护家清	婴儿配方奶粉	婴儿配方奶粉
股价货币单位	人民币	港币	港币	人民币	港币	港币	人民币	港币	港币	港币	港币	港币	人民币	人民币	港币	港币	港币	港币
股价（港元）	70.60	26.10	77.05	41.18	25.75	7.41	28.57	16.70	15.40	0.52	2.48	58.90	8.56	17.76	3.17	21.80	9.07	5.36
市值（十亿美元）	**77.1**	**36.6**	**29.5**	**33.8**	**11.4**	**13.1**	**26.0**	**8.3**	**5.4**	**0.4**	**2.0**	**11.0**	**1.7**	**1.3**	**0.6**	**3.3**	**0.8**	**6.6**
交银评级	买入	买入	买入	买入	买入	买入	买入	买入	中性	买入	中性	买入	买入	中性	中性	中性	中性	中性
市场评级（%）																		
覆盖券商数目	40	24	55	39	49	33	46	36	49	8	29	42	6	14	36	20	11	21
2025财年年底	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	26年2月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月	25年12月
每股盈利增长(%同比)																		
2024E	5.5	14.9	29.9	7.4	4.5	-11.6	13.1	-8.8	-2.8	5.3	-34.5	28.5	-41.4	94.4	-54.8	0.3	9.3	20.3
2025E	10.0	13.3	5.8	5.4	11.3	13.1	-3.5	16.9	12.0	16.0	24.4	14.4	6.1	55.5	46.8	5.5	38.3	7.6
2026E	9.0	11.1	13.3	7.3	13.2	11.6	8.3	11.2	11.1	20.7	14.4	12.9	9.0	17.8	28.8	3.9	8.4	3.8
CAGR ('24-26E)	**8.2**	**13.1**	**15.9**	**6.7**	**9.6**	**3.7**	**5.7**	**5.8**	**6.5**	**13.8**	**-2.3**	18.4	-12.2	52.7	-5.1	3.2	17.9	10.3
市盈率																		
2024E	14.2	12.6	16.2	7.8	15.3	16.2	16.0	13.9	12.6	5.0	9.7	13.6	21.2	74.7	19.9	8.6	9.1	11.9
2025E	12.9	11.1	15.3	7.4	13.7	14.3	16.5	11.9	11.3	4.3	7.8	11.9	20.0	48.0	13.6	8.1	6.6	11.1
2026E	11.8	10.0	13.5	6.9	12.1	12.8	15.3	10.7	10.2	3.6	6.8	10.5	18.3	40.8	10.5	7.8	6.1	10.7
PEG率	**1.6**	**0.8**	**1.0**	**1.1**	**1.4**	**3.8**	**2.9**	**2.0**	**1.7**	**0.3**	**-3.4**	**0.6**	**-1.6**	**0.9**	**-2.7**	**2.5**	**0.4**	**1.1**
市账率																		
2024E	2.9	2.1	3.5	1.8	2.5	1.2	3.3	1.3	1.5	0.3	1.4	2.2	1.4	2.1	1.3	1.1	0.9	1.8
2025E	2.7	1.9	3.1	1.6	2.2	1.2	3.1	1.2	1.4	0.3	1.4	2.0	1.3	2.0	1.1	1.1	0.9	1.8
净资产收益率(%)																		
2024E	20.9	17.3	23.2	23.6	16.5	7.4	20.8	9.5	12.0	6.0	15.1	16.9	6.6	2.9	6.6	13.3	9.1	15.1
2025E	20.6	17.5	21.7	21.7	16.8	8.2	18.8	10.3	12.5	6.7	17.6	17.6	6.5	4.3	9.1	13.3	11.4	15.5
股息率(%)																		
2024E	4.3	3.6	3.2	6.1	3.2	4.9	4.7	3.3	3.6	10.2	9.6	4.5	1.4	0.0	2.1	6.8	6.2	5.9
2025E	4.8	4.3	3.4	6.5	3.7	6.2	4.5	4.1	4.0	9.6	11.1	5.1	1.6	0.0	3.2	6.8	8.0	6.5

资料来源：彭博一致预期，交银国际；股价截至 2024 年 11 月 26 日

原材料 – 乳制品行业成本顺风明显

乳制品行业继续受益于原奶价格下降：经过2022年全球多种商品价格上涨后，2023年原材料成本普遍回落，这对必选消费的制造商构成了积极影响。然而，这种有利的外部环境在2024年开始减弱（下降趋势放缓，见图表261），大多数原材料的价格开始稳定并趋于横向移动（见图表263）。尽管如此，乳制品行业仍因其成本趋势的优势而显得尤为突出。

乳制品 – 回望2024年全年的表现，乳制品是唯一一个原材料顺风加速的子行业，即价格变化在第一（%同比）和第二导数（同比下降幅度增加）中均为负值。2024年原奶价格延续2023年下半年的下降趋势（-10%），上半年同比下降了12%，下半年的下降趋势有所加速（-15%）。2019年原奶供需情况紧张，下游乳企为了抢占奶源而加速布局上游。经过约两年的奶牛养殖周期，2021年原奶产能释放，供应增加。进入2023年，因为下游需求走弱而导致原奶价格持续下行。进入2024年，国家出台政策支持上游产业进行阶段性结构优化，淘汰低产供给，提高整体供应链质量，预计未来原奶价格下跌趋势有所缓和。

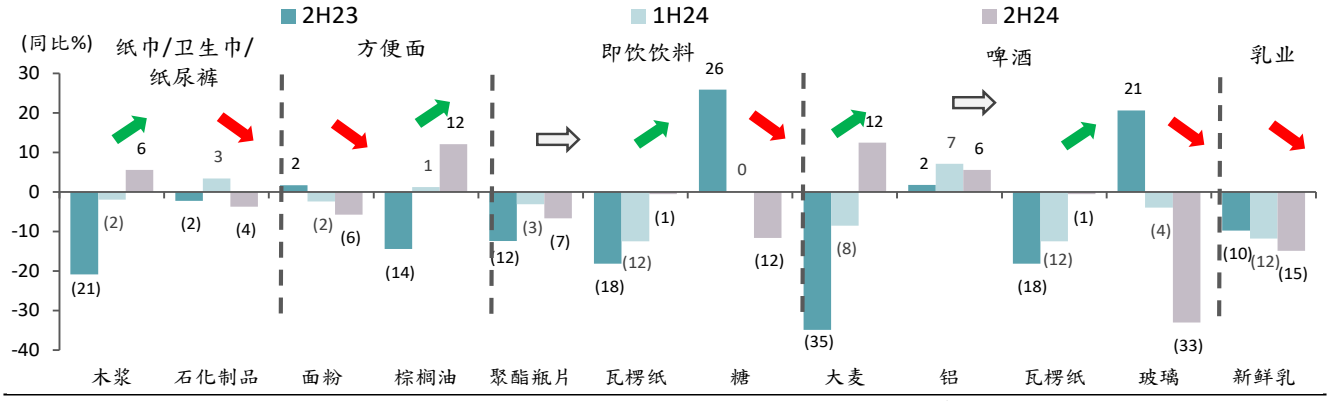
即饮饮料 – 原材料价格继续下降，幅度有所收窄，2024年下半年同比下降6%，主因自2023年9月糖价达到高峰（每吨7,750元）以来已下降20%，目前稳定在大约每吨6,300元。而聚酯瓶片价格的下降趋势有所减缓，瓦楞纸板的价格则预计出现较为明显的回升。

图表261: 各品类综合原材料价格变动估算（2H24）

综合原材料价格（同比%）	2023年下半年	2024年上半年	2024年下半年*	百分比变动
乳制品	-10%	-12%	-15%	-3
即饮饮料	-10%	-5%	-6%	0
啤酒	-7%	-3%	-1%	2
纸巾	-21%	-2%	6%	8
方便面	-5%	-1%	2%	3
卫生巾	-4%	3%	-3%	-6

*资料来源: 彭博，交银国际 *2024年下半年更新至2024年11月12日；价格是根据每个特定时期的日均价计算的，使用的是所述消费品生产中使用的关键原材料。*

图表262: 原材料价格变动：表现不一，大多数类别的成本顺风正在减缓



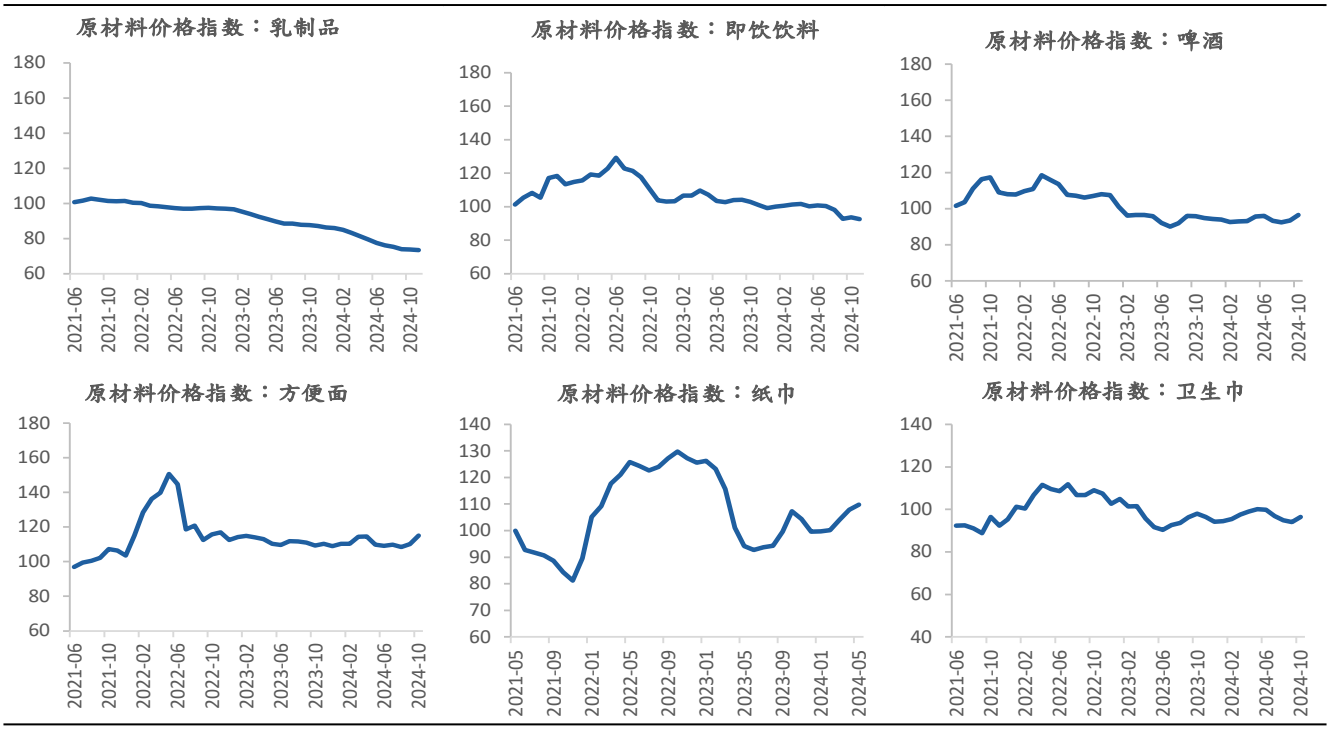
*资料来源: 彭博，交银国际，截至2024年11月12日 *注: 价格变动是指与消费品最相关的原材料在指定期间内的每日平均价格*

啤酒 - 原材料成本的顺风红利减弱，2024 年下半年下降了 1%（环比提升 2 个百分点），这一下降幅度较 2023 年下半年的 7%和 2024 年上半年的 3%有所收窄。大麦约占啤酒成本的 15%，在 2023 年 8 月中国取消对澳大利亚大麦的关税后，价格在 2023 年下半年下降了 35%，2024 年上半年继续下降 8%。然而，自 2024 年 4 月以来大麦价格似乎再次呈上升趋势，目前已转跌为升。铝材（约占啤酒成本的 25%）的价格变化趋势于上下半年均保持稳定。拉低成本的是玻璃价格的下降，上半年同比下跌 4%，下半年延续下降趋势，同比下降 33%（相比之下，2023 年下半年上涨了 21%）。

纸巾和卫生巾 - 这两个子行业在 2023 年下半年均成本大幅下跌。石油化工原材料的价格波动较为温和（2024 上半年同比-3%至 3%）。木浆价格在 2023 年下半年下降了 21%，但到 2024 上半年缩小至-3%，2024 下半年则因去年同期低基数的原因呈现 6%的同比增长。展望未来，像恒安这样的大型纸巾生产商预计，由于未来几年上游木浆产能的增加，木浆价格将保持稳定。对于卫生巾来说，关键原料是石化产品，其价格稳定程度与原油价格的趋势一致。

方便面 - 在 2023 年下半年下降了 5%之后，2024 年上/下半年棕榈油和面粉的价格基本持平（同比-1%至 2%），其中，棕榈油价格正在回升，而面粉价格则呈下降。因两大主要原材料升跌幅程度相若，预计 2025 年上半年成本保持稳定，产品高端化将是毛利率的关键。

图表 263：原材料价格指数（以 2021 年 5 月的价格为基数 100），基于各种必选消费产品类别的关键原材料加权平均价格

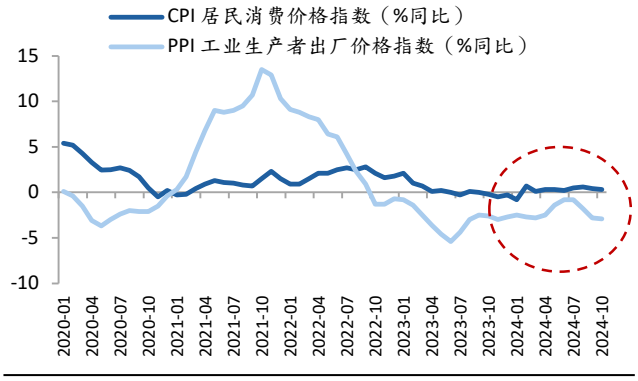


资料来源: 万得，彭博，国家统计局，各行业协会，交银国际，截至 2024 年 11 月 12 日

CPI-PPI 跟踪指标预示 2024 下半年毛利率预计提升，并可能延续至 2025 上半年

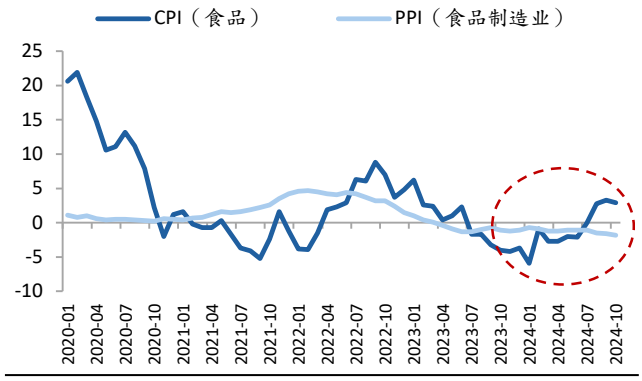
我们最新的 CPI-PPI 跟踪指标预测 2024 年下半年必选消费的毛利率预期提升。PPI 作为必选消费品生产商投入成本变化的指标，而 CPI 作为向最终消费者收取的价格的指标，因此 CPI-PPI 差异可以作为必选消费品生产商毛利率的指标。中国的 CPI（年初至今平均上涨 0.3%）和 PPI（年初至今平均下降 2.1%）表明总体上毛利率有扩张趋势，与上半年不同的是，下半年呈现明显上升趋势（如下方图表），并主要由食品相关的 CPI 与 PPI 拉动：8/9/10 月食品类 CPI 分别呈 2.1%/2.3%/2.0% 的同比增长，而食品制造的 PPI 于这三个月同比下滑 1.3%/1.6%/1.6%，导致 CPI-PPI 差值超 3 个百分点，意味着 2024 年下半年的毛利率有可能提升约 3%，该趋势有望延续至 2025 年上半年。

图表 264：CPI vs. PPI：PPI 持续低于 CPI 代表投入成本变化滞后于价格变化，对消费品公司的毛利率有利，且进入下半年后差距有所拉大



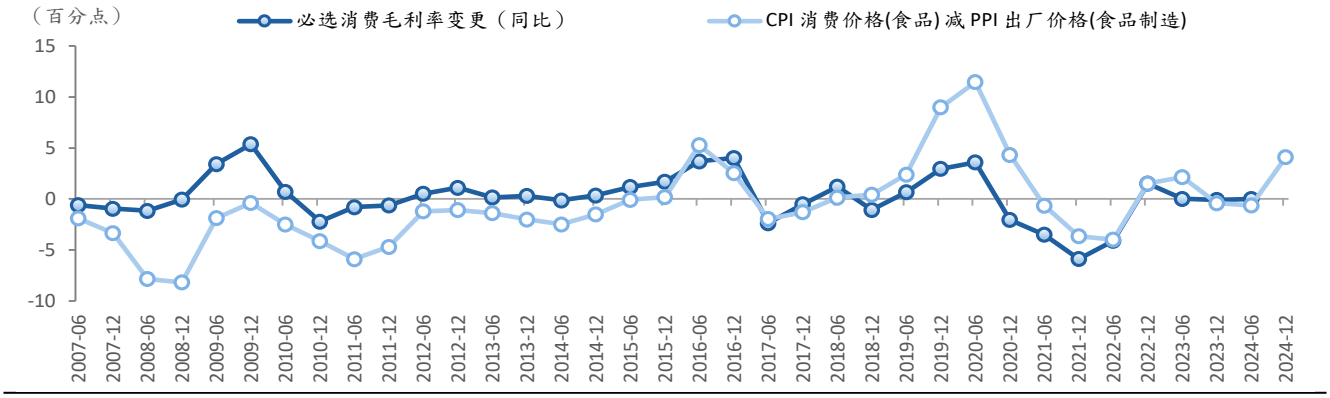
资料来源: 国家统计局、交银国际

图表 265：2024 年下半年，CPI（食品）反超 PPI（食品制造），这意味着必选消费的毛利率表现可能出现明显提升



资料来源: 国家统计局、交银国际

图表 266：必选消费公司的毛利率变化与食品 CPI-PPI 差异之间存在强烈的相关性。价格下降（CPI）预料将抵消成本下降（PPI），并带来约 3 个百分点的差距



资料来源：彭博、交银国际
注：涵盖以下子行业：啤酒、调味品、肉类、农业、乳制品、食品饮料以及个护产品。

消费行业估值比较

图表 267：可选消费：同业估值

股票代码	名称	货币	收盘价	市值	Beta	三个月日均交易	EPS 增长 '24E	EPS 增长 '25E	EPS 增长 '26E	CAGR '23-26E	PEG	市盈率 '24E	市盈率 '25E	市盈率 '26E	ROE '24E	ROE '25E	市净率 '24E	市净率 '25E	股息率 '24E	股息率 '25E	EV/EBITDA '24E	EV/EBITDA '25E
				十亿美元		百万美元	(%)	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(倍)	(倍)
体育用品				**39.1**			**3.8**	**14.4**	**13.8**	**9.9**	**0.9**	**10.1**	**9.0**	**7.9**	**13.2**	**13.8**	**1.4**	**1.3**	**6.3**	**6.5**	**4.6**	**4.7**
2020-HK	安踏体育	HKD	78.55	28.6	1.22	125.6	26.7	5.4	13.3	14.8	1.0	15.6	14.8	13.1	23.2	21.7	3.4	3.0	3.3	3.6	9.1	7.9
2331-HK	李宁	HKD	15.98	5.3	1.38	65.3	(2.8)	12.1	11.0	6.5	1.7	12.5	11.1	10.0	12.1	12.5	1.5	1.4	3.7	4.0	5.9	4.8
1368-HK	特步国际	HKD	5.27	1.8	1.26	7.1	18.4	12.4	12.9	14.5	0.6	10.5	9.3	8.3	12.9	13.4	1.3	1.2	7.6	5.5	6.4	5.7
1361-HK	361 度国际	HKD	3.91	1.0	0.96	2.2	17.0	15.6	13.8	15.5	0.4	6.7	5.8	5.1	11.5	12.8	0.7	0.7	6.0	7.2	1.3	0.9
3813-HK	宝胜国际	HKD	0.54	0.4	0.75	0.1	(2.1)	21.5	17.7	11.9	0.4	5.4	4.5	3.8	5.9	6.5	0.3	0.3	8.1	8.3	0.0	
6110-HK	滔搏国际	HKD	2.51	2.0	1.35	10.4	(34.7)	19.3	14.0	(3.9)	N/M	10.0	8.4	7.4	13.9	16.1	1.5	1.4	8.8	10.4	4.9	4.3
供应商 – 成衣				**18.0**			**149.1**	**23.0**	**28.9**	**52.1**	**0.2**	**14.3**	**12.0**	**9.9**	**14.9**	**16.2**	**2.4**	**2.2**	**4.2**	**5.2**	**9.8**	**8.5**
2313-HK	申洲国际	HKD	60	11.6	1.06	49.5	28.8	14.2	12.7	18.4	0.7	14.3	12.5	11.1	16.8	17.6	2.3	2.1	4.2	4.8	10.2	8.8
1476-TT	儒鸿企业	TWD	541	4.6	0.78	10.4	29.3	10.2	13.0	17.2	1.2	22.2	20.1	17.8	23.7	24.9	5.4	4.9	3.0	3.4	15.9	13.9
2232-HK	晶苑国际	HKD	4.21	1.5	0.66	0.6	22.8	11.4	14.1	16.0	0.4	7.7	6.9	6.1	13.3	14.2	1.0	1.0	7.2	8.7	3.3	2.9
2199-HK	维珍妮国际	HKD	2.1	0.3	0.55	0.0	515.4	56.3	76.0	156.7	0.1	13.1	8.4	4.8	5.9	8.2	0.7	0.7	2.4	3.8		
供应商 – 纱线				**2.3**			**33.6**	**34.4**	**24.6**	**27.9**	**0.2**	**8.8**	**6.6**	**5.5**	**6.7**	**9.1**	**0.6**	**0.6**	**7.1**	**9.9**	**9.8**	**9.1**
1382-HK	互太纺织	HKD	1.45	0.3	0.86	0.4	33.3	50.0	41.7	41.5	0.1	9.1	6.0	4.3	7.5	10.9			9.0	13.1		
2111-HK	超盈国际	HKD	2.89	0.4	0.62	0.1	61.7	14.8	8.1	26.1	0.2	5.4	4.7	4.3								
2678-HK	天虹国际	HKD	3.84	0.5	0.93	0.5		42.2	35.6		N/M	4.3	3.0	2.2	7.2	9.6	0.3	0.3	7.5	10.3		
601339-CH	百隆东方	CNY	5.95	1.2	0.73	5.0	5.9	30.6	13.2	16.1	0.8	16.5	12.7	11.2	5.5	7.0	0.9	0.9	4.9	6.3	9.8	9.1
供应商 – 鞋类				**9.0**			**33.0**	**10.1**	**11.9**	**17.6**	**0.6**	**12.7**	**11.3**	**10.1**	**16.7**	**17.8**	**2.5**	**2.4**	**6.9**	**10.2**	**6.5**	**5.9**
551-HK	裕元工业	HKD	17.16	3.5	0.75	5.7	57.3	5.2	9.9	22.1	0.4	8.2	7.8	7.1	9.4	10.1	0.8	0.8	7.3	7.8	3.3	3.1
9910-TT	丰泰企业	TWD	133	4.0	0.62	4.2	24.2	14.9	14.1	17.7	1.0	21.2	18.5	16.2	25.5	27.0	5.5	5.0	3.5	4.2	11.4	9.8
1836.HK	九兴	HKD	13.88	1.5	0.39	2.5	17.4	10.0	11.7	13.0	0.6	8.5	7.8	6.9	15.3	16.2	1.3	1.3	9.7	18.5	4.7	4.7
服装				**7.7**			**9.1**	**11.7**	**11.0**	**10.6**	**0.8**	**9.2**	**8.2**	**7.4**	**25.7**	**26.1**	**2.3**	**2.1**	**8.1**	**9.0**	**5.5**	**4.7**
3998-HK	波司登国际	HKD	4.31	6.1	0.77	18.2	17.3	14.2	12.1	14.5	0.7	12.1	10.6	9.4	23.8	24.7	2.9	2.6	6.7	7.7	6.6	5.7
1234-HK	中国利郎	HKD	3.8	0.6	0.58	0.6	5.4	12.8	12.5	10.2	0.7	7.6	6.7	6.0	13.6	14.7	1.0	1.0				
3306-HK	江南布衣	HKD	15.04	1.0	0.65	2.4	4.6	8.1	8.4	7.0	1.1	8.0	7.4	6.8	39.7	39.0	3.1	2.7	9.5	10.4	4.3	3.7
奢侈品及箱包				**35.8**			**(7.7)**	**13.4**	**8.8**	**5.7**	**1.8**	**11.4**	**10.1**	**10.1**	**16.5**	**17.0**	**2.0**	**1.8**	**5.1**	**5.8**	**5.7**	**5.1**
1929-HK	周大福珠宝	HKD	7.32	9.4	1.07	10.5	(4.9)	15.5	8.7	6.1	1.7	11.8	10.3	9.4	23.2	25.5	2.7	2.5	6.8	8.0	7.2	7.1
590-HK	六福	HKD	14.74	1.1	0.79	2.0	(13.7)	11.6	5.8	0.6	8.0	5.7	5.1	4.8	11.6	11.8	0.6	0.6	8.1	8.8	2.3	1.3
116-HK	周生生国际	HKD	6.42	0.6	0.73	0.5	(31.1)	19.4			N/M	6.2	5.2		5.7	6.5	0.3	0.3	6.4	7.6		
1913-HK	普拉达	HKD	54.95	18.1	0.67	10.6	20.6	13.0	11.2	14.9	1.3	21.3	18.8	16.9	19.5	20.3	4.0	3.6	2.5	2.9	9.1	8.4
600612-CH	老凤祥	CNY	50.55	2.9	0.83	18.2	(4.2)	10.7	10.1	5.3	2.1	12.5	11.3	10.2	16.9	16.6	2.0	1.8	3.3	3.6	3.6	2.7
1910-HK	新秀丽国际	HKD	20.5	3.7	0.57	21.8	(12.6)	10.2	8.5	1.5	6.9	11.2	10.1	9.3	21.8	21.4	2.3	2.0	3.5	4.1	6.4	6.0
零售商				**11.7**			**(71.1)**	**86.3**	**63.1**	**N/M**	**N/M**	**41.5**	**71.3**	**34.9**	**2.3**	**7.3**	**3.2**	**3.1**	**1.9**	**2.6**	**10.9**	**7.8**
002024-CH	苏宁易购	CNY	2.04	2.6	0.76	8.0					N/M	FALSE										
601933-CH	永辉超市	CNY	4.53	5.7	1.55	157.2	(77.3)		144.4		N/M		167.8	68.6	(4.0)	6.0	7.1	6.8	0.1	0.2	22.0	14.2
6808-HK	高鑫零售	HKD	2.45	3.0	1.17	2.3		72.5	60.9		N/M	57.1	33.1	20.6	1.4	3.1	1.0	1.0	0.9	1.6	3.3	2.6
178-HK	莎莎国际	HKD	0.65	0.3	0.94	0.3	(64.8)	100.0	(16.0)	(16.1)	N/M	26.0	13.0	15.5	9.4	12.7	1.6	1.6	4.8	5.8	7.3	6.7
家电				**187.2**			**0.6**	**7.3**	**12.8**	**6.1**	**1.8**	**12.4**	**11.5**	**10.3**	**19.8**	**19.7**	**2.2**	**2.0**	**4.4**	**4.9**	**9.3**	**8.3**
000333-CH	美的	CNY	71.32	74.9	0.56	357.2	4.9	10.2	9.5	8.2	1.5	13.8	12.5	11.4	20.9	20.5	2.8	2.6	4.4	4.9	11.3	9.9
000651-CH	珠海格力电器	CNY	42.09	32.5	0.57	258.0	7.5	5.1	7.1	6.5	1.1	7.5	7.1	6.7	23.7	21.7	1.7	1.5	6.2	6.7	5.0	4.3
600690-CH	海尔智家	CNY	28.77	35.2	0.82	162.2	14.5	11.7	11.7	12.6	1.0	14.0	12.6	11.3	16.9	17.0	2.4	2.1	3.3	3.7	7.8	6.8
6690-HK	海尔智家	HKD	26.9	35.2	0.94	58.8	14.4	12.7	11.7	12.9	0.8	12.2	10.9	9.7	17.3	17.7	2.0	1.8	3.8	4.5	8.0	6.8
002032-CH	浙江苏泊尔	CNY	52.5	5.8	0.54	12.6	4.9	8.8	8.2	7.3	2.3	18.4	16.9	15.6	34.5	36.3			4.9	5.3	14.1	13.0
002508-CH	杭州老板电器	CNY	22.9	3.0	0.82	28.6	(2.5)	7.0	4.7	3.0	4.1	12.8	12.0	11.5	14.8	14.4	1.9	1.7	3.9	4.0	9.9	9.0
餐饮				**32.2**			**0.3**	**5.0**	**232.4**	**8.9**	**3.3**	**17.4**	**29.1**	**22.1**	**3.6**	**12.2**	**2.3**	**2.0**	**3.6**	**4.0**	**7.5**	**6.5**
9987-HK	百胜中国	HKD	362.2	17.7	1.10	24.9	15.3	11.2	14.4	13.6	1.3	20.2	18.1	15.9	13.8	14.9	2.8	2.7	1.4	1.6	10.5	9.3
6862-HK	海底捞国际	HKD	15.18	10.9	1.28	47.3	0.2	13.0	9.9	7.6	2.0	17.0	15.0	13.7	37.7	37.3	6.0	5.1	4.6	5.0	8.4	7.5
9922-HK	九毛九国际	HKD	3.32	0.6	1.74	16.8	(55.9)	66.4	16.2	(5.2)	N/M	20.4	12.2	10.5	6.4	9.0	1.3	1.1	2.1	3.4	3.5	2.7
2150-HK	奈雪的茶	HKD	1.47	0.3	1.29	3.1		(83.9)		14.5	N/M			76.1	(14.0)	(2.2)	0.6	0.6	0.0	0.0		
341-HK	大家乐	HKD	7.76	0.6	0.81	1.3	13.0	18.0	10.5	13.8	0.7	12.0	10.2	9.2	9.5	14.9		1.5	9.1	10.6		
520-HK	呷哺呷哺	HKD	0.87	0.1	1.73	1.4	29.2		1111.1		N/M		90.1	7.4	(31.7)	(0.7)	0.9	0.9	4.2	3.6		
其他				**14.8**			**0.7**	**22.4**	**20.7**	**15.0**	**1.5**	**27.2**	**22.3**	**18.3**	**16.4**	**17.1**	**3.4**	**2.9**	**2.0**	**2.4**	**18.4**	**15.2**
9896-HK	名创优品	HKD	36.95	6.0	1.11	38.3		23.2	17.2		N/M	15.8	12.8	10.9	25.6	26.1	3.9	3.3	3.1	3.8	10.4	8.5
6969-HK	思摩尔国际	HKD	11.16	8.9	1.23	20.9	0.7	21.6	24.2	15.0	2.1	38.7	31.8	25.6	7.2	8.0	2.8	2.6	0.9	1.1	26.4	21.8

*资料来源: 各公司资料、彭博一致预测、交银国际 *截至 2024 年 11 月 26 日*

**注: 3M ADTV 代表 3 个月日均成交量*

图表 268：必选消费：同业估值

股票代码	名称	货币	收盘价	市值	Beta	三个月日均交易	EPS 增长 '24E	EPS 增长 '25E	EPS 增长 '26E	CAGR '23-26E	PEG	市盈率 '24E	市盈率 '25E	市盈率 '26E	ROE '24E	ROE '25E	市净率 '24E	市净率 '25E	股息率 '24E	股息率 '25E	EV/EBITDA '24E	EV/EBITDA '25E
				十亿美元		百万美元	(%)	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(倍)	(倍)
白酒				**434.5**			**11.1**	**10.8**	**11.6**	**11.1**	**1.4**	**17.6**	**15.8**	**14.2**	**27.8**	**26.8**	**4.9**	**4.2**	**3.6**	**3.9**	**11.0**	**9.7**
600519-CH	贵州茅台	CNY	1,519.05	263.2	1.22	831.3	15.8	12.2	11.0	13.0	1.5	22.1	19.7	17.7	35.9	35.4	7.7	6.8	3.4	3.6	14.4	12.8
000858-CH	五粮液	CNY	147.05	78.7	1.17	517.3	9.7	9.1	9.2	9.3	1.7	17.2	15.8	14.5	23.4	22.9	4.0	3.5	3.9	4.2	10.1	9.0
000568-CH	泸州老窖	CNY	138.87	28.2	1.25	286.0	8.9	9.5	10.6	9.7	1.3	14.1	12.9	11.7	30.9	29.3	4.3	3.7	4.2	4.6	9.3	8.4
600809-CH	山西汾酒	CNY	202.4	34.1	1.37	201.3	19.2	14.9	14.3	16.1	1.1	19.8	17.3	15.1	36.9	34.4	7.0	5.7	2.6	2.9	14.0	12.0
002304-CH	洋河	CNY	85.43	17.8	1.06	95.9	(10.6)	2.5	6.9	(0.7)	N/M	14.4	14.0	13.1	16.4	15.5	2.3	2.2	4.9	4.8	8.5	8.3
000596-CH	安徽古井	CNY	192.96	12.6	1.10	69.1	23.7	16.7	17.3	19.2	0.8	18.0	15.4	13.1	23.0	23.0	4.0	3.5	2.8	3.3	9.3	7.6
啤酒				**46.0**			**13.3**	**13.9**	**11.4**	**12.6**	**1.4**	**20.2**	**17.6**	**15.8**	**19.3**	**19.5**	**3.8**	**3.4**	**3.4**	**3.7**	**9.2**	**8.0**
1876-HK	百威啤酒	HKD	7.53	12.8	1.05	22.1	(10.1)	12.9	11.4	4.2	3.3	15.6	13.8	12.4	7.4	8.2	1.2	1.1	5.0	5.5	5.3	4.7
291-HK	华润啤酒	HKD	26.8	11.2	1.22	58.4	4.3	11.3	13.1	9.5	1.4	15.1	13.5	12.0	16.6	16.9	2.5	2.2	3.2	3.7	8.4	7.4
168-HK	青岛啤酒	HKD	49.4	11.2	1.09	35.6	4.7	7.9	8.1	6.8	1.9	14.0	13.0	12.0	15.8	16.0	2.2	2.0	4.5	4.9	9.8	8.9
600132-CH	重庆啤酒	CNY	61.76	4.1	1.35	36.5	1.5	6.1	5.1	4.2	4.9	22.0	20.8	19.8	61.7	59.6	13.0	11.2	4.4	4.6	6.9	6.4
002461-CH	广州珠江啤酒	CNY	9.04	2.8	0.75	12.6	28.9	16.1	11.0	18.4	1.2	25.0	21.6	19.4	7.7	8.4	1.9	1.8	1.8	2.0	14.7	12.3
000729-CH	燕京啤酒	CNY	10.19	4.0	0.83	30.4	50.2	29.1	19.6	32.4	0.7	29.6	23.0	19.2	6.7	8.2	2.0	1.9	1.4	1.6	10.2	8.3
调味品				**44.2**			**(9.7)**	**13.6**	**14.8**	**4.5**	**4.9**	**24.8**	**21.9**	**19.2**	**15.4**	**15.8**	**3.9**	**3.5**	**2.5**	**2.8**	**16.9**	**14.8**
603288-CH	海天味业	CNY	44.49	34.1	1.24	76.7	11.3	11.6	11.1	11.3	3.1	39.6	35.5	31.9	20.0	20.1	7.7	6.9	1.6	1.6	29.1	25.6
603027-CH	千禾味业	CNY	12.49	1.8	1.33	28.5	(7.5)	12.7	18.5	7.3	3.1	25.2	22.4	18.9	13.1	13.9	3.3	3.0	2.3	2.6	16.6	14.8
1579-HK	颐海国际	HKD	13.68	1.8	1.32	6.3	(4.6)	11.6	11.6	5.9	2.3	15.3	13.7	12.3	16.5	17.1	2.5	2.3	5.7	6.2	8.8	7.7
600298-CH	安琪酵母	CNY	34.41	4.1	0.74	45.0	7.3	15.1	15.7	12.7	1.5	21.8	18.9	16.4	12.5	13.1	2.7	2.5	1.6	2.0	14.0	12.2
600872-CH	中炬高新	CNY	22.2	2.4	1.31	45.9	(54.9)	16.8	17.2	(14.8)	N/M	22.4	19.1	16.3	14.7	15.0	3.3	2.9	1.5	1.6	15.9	13.6
肉类				**69.5**			**55.3**	**11.0**	**9.1**	**10.2**	**2.2**	**12.8**	**12.3**	**(2.9)**	**18.2**	**18.6**	**2.2**	**1.9**	**2.9**	**3.8**	**7.5**	**6.6**
288-HK	万洲国际	HKD	6.21	10.2	0.65	20.6	110.2	5.8	5.5	32.9	0.2	7.7	7.3	6.9	12.7	12.7	1.0	0.9	6.0	6.3	3.9	3.6
1610-HK	中粮佳家康	HKD	1.44	0.8	0.95	4.1		(22.2)		(5.9)	N/M	16.6	21.3	(53.7)	4.4	8.6	0.6	0.6	0.0	1.9		
002714-CH	牧原	CNY	40.99	30.9	0.83	196.5		37.1	(21.8)		N/M	12.0	8.8	11.2	24.0	23.6	2.8	2.2	1.6	2.9	6.3	5.4
000895-CH	双汇发展	CNY	24.36	11.6	0.58	48.5	0.4	7.8	3.0	3.7	4.2	16.6	15.4	15.0	23.4	24.3	3.9	3.6	5.2	5.7	11.3	10.4
300498-CH	温氏	CNY	17.33	15.9	0.67	121.6		26.4	49.4		N/M	11.2	8.8	5.9	26.7	24.1	2.7	2.2	1.9	2.4	8.4	6.8
畜牧业				**1.6**			**(86.4)**	**1504.9**	**43.0**	**53.1**	**0.2**	**160.9**	**9.2**	**6.7**	**0.4**	**5.0**	**0.4**	**0.4**	**0.1**	**0.7**	**6.9**	**6.6**
9858-HK	优然牧业	HKD	1.28	0.6	0.97	1.6		1076.5	56.5		N/M	70.2	6.0	3.8	0.6	6.4	0.4	0.4	0.0	0.0	7.8	7.4
1117-HK	现代牧业	HKD	0.81	0.8	0.76	0.8	(86.4)	1933.3	29.5	53.1	0.2	251.6	12.4	9.6	0.2	3.5	0.5	0.5	0.1	1.3	6.0	5.8
乳制品				**44.8**			**21.0**	**22.8**	**11.8**	**17.1**	**1.3**	**22.7**	**17.6**	**15.5**	**9.9**	**10.4**	**1.5**	**1.5**	**3.6**	**4.2**	**9.9**	**8.1**
2319-HK	蒙牛乳业	HKD	17.2	8.7	1.23	64.8	(9.1)	16.9	11.2	5.7	2.2	14.5	12.4	11.2	9.5	10.3	1.3	1.3	3.2	4.0	9.9	8.6
600887-CH	伊利	CNY	28.87	25.3	1.07	225.7	13.1	(3.5)	8.3	5.7	2.8	15.6	16.1	14.9	20.8	18.8	3.2	3.0	4.8	4.6	10.9	10.8
600597-CH	光明乳业	CNY	8.71	1.7	0.88	14.1	(42.9)	5.0	13.6	(12.0)	N/M	21.8	20.7	18.3	7.0	6.5	1.4	1.3	1.4	1.6		
6186-HK	中国飞鹤	HKD	5.66	6.6	1.12	16.8	20.3	7.6	3.8	10.3	1.1	11.9	11.0	10.6	15.1	15.5	1.8	1.7	5.9	6.5	5.1	4.9
1112-HK	健合国际	HKD	9.32	0.8	1.07	0.6	6.2	38.8	10.3	17.6	0.4	9.0	6.5	5.9	9.1	11.0	0.9	0.8	6.4	8.2	6.2	5.6
1717-HK	澳优	HKD	1.99	0.5	0.81	0.1	64.9	39.4	17.9	39.4	0.2	11.6	8.3	7.1	5.2	6.5	0.6	0.5			3.3	2.4
600882-CH	妙可蓝多	CNY	18.28	1.3	1.36	13.3	94.4	55.5	17.8	52.7	0.9	74.6	48.0	40.7	2.9	4.3			0.0	0.0	23.8	16.4
食品饮料				**86.3**			**32.6**	**29.7**	**11.5**	**22.7**	**1.3**	**25.9**	**19.4**	**17.3**	**18.5**	**19.6**	**3.7**	**3.4**	**3.5**	**4.0**	**12.6**	**10.8**
151-HK	中国旺旺	HKD	4.46	6.8	0.57	3.6	6.8	3.1	5.4	5.1	2.2	11.5	11.2	10.6	24.9	24.5	2.8	2.6	6.4	6.7	6.8	6.4
9633-HK	农夫山泉	HKD	32.55	47.0	0.86	59.7	4.1	13.5	13.4	10.2	2.3	27.2	24.0	21.2	39.8	38.6	10.1	8.6	2.5	2.8	17.5	15.3
322-HK	康师傅	HKD	10.18	7.4	0.76	14.4	14.8	11.0	9.1	11.6	1.2	14.9	13.5	12.3	25.0	27.0	3.8	3.6	6.7	7.4	6.8	6.4
603517-CH	绝味食品	CNY	19.54	1.7	1.39	43.5	61.6	10.9	9.0	25.0	0.8	21.6	19.5	17.9	8.1	8.6	1.7	1.6	2.8	2.9	10.3	9.6
220-HK	统一企业中国	HKD	6.89	3.8	0.73	6.3	13.2	8.7	9.1	10.3	1.3	14.7	13.5	12.4	13.9	15.0	2.0	2.0	6.9	7.6	7.7	7.0
1475-HK	日清食品	HKD	4.84	0.6	0.48	0.4	2.2	6.2	7.9	5.4	2.6	15.0	14.1	13.1	9.2	9.2			3.4	3.7	7.2	6.7
300783-CH	三只松鼠	CNY	29.99	1.7	0.89	44.5	80.7	36.7	29.5	47.4	0.5	30.2	22.1	17.0	14.3	17.1	4.3	3.8	1.2	1.6	18.4	15.1
605499-CH	东鹏饮料	CNY	212.92	15.3	0.74	43.7	60.9	30.6	24.7	37.9	0.7	33.7	25.8	20.7	39.6	39.1			1.5	2.0	24.4	18.7
345-HK	维他奶	HKD	11.5	1.6	0.82	5.8	89.8	61.0	10.6	50.1	0.7	56.1	34.8	31.5	7.6	12.0	3.9	3.7	1.4	1.9	14.6	12.1
1458-HK	周黑鸭	HKD	1.67	0.5	1.09	1.3	(8.0)	115.2	(4.0)	23.9	0.7	33.8	15.7	16.4	2.8	4.6	0.9	0.9	2.1	3.5		
603711-CH	香飘飘	CNY	14.26	0.8	1.29	11.9	8.2	19.7	17.0	14.9	1.1	19.4	16.2	13.8	8.5	9.2	1.7	1.5	1.3	1.5	8.1	6.5
002582-CH	好想你	CNY	7.35	0.5	0.98	12.6					N/M	FALSE	FALSE									
卫生护理用品				**6.4**			**(0.5)**	**5.1**	**42.6**	**12.7**	**3.0**	**8.7**	**38.6**	**23.0**	**5.2**	**8.3**	**1.7**	**1.7**	**3.9**	**4.1**	**4.3**	**19.5**
1044-HK	恒安国际	HKD	22.5	3.4	0.80	6.8	(0.5)	5.1	3.8	2.8	3.0	8.7	8.3	8.0	13.3	13.1	1.1	1.1	6.7	6.8	4.3	3.9
6993-HK	蓝月亮	HKD	4.06	3.1	1.00	1.1			81.4	22.6	3.0		68.8	37.9	(2.8)	3.5	2.3	2.2	1.1	1.5		35.1
化妆品				**6.6**			**(1.4)**	**25.5**	**19.7**	**12.6**	**1.8**	**28.5**	**22.6**	**18.9**	**17.2**	**17.3**	**4.0**	**3.3**	**1.1**	**1.4**	**19.5**	**15.8**
603605-CH	珀莱雅	CNY	91.73	5.0	1.26	57.7	29.6	23.4	20.4	24.4	0.8	23.5	19.1	15.8	29.6	28.9	6.6	5.3	1.4	1.8	16.2	12.6
600315-CH	上海家	CNY	16.93	1.6	1.23	15.3	(32.4)	27.6	19.0	0.9	29.7	33.4	26.2	22.0	4.8	5.7	1.4	1.4	0.9	1.1	22.8	19.0

*资料来源: 各公司资料、彭博一致预测、交银国际 *截至 2024 年 11 月 26 日*

**注: 3M ADTV 代表 3 个月日均成交量*

图表 269: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1876 HK	百威亚太	买入	7.37	9.39	27.3%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	25.70	37.29	45.1%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.51	33.30	16.8%	2024 年 11 月 06 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.64	16.04	-3.6%	2024 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.77	12.30	40.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.60	4.00	-28.6%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	18.34	13.40	-26.9%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.53	10.40	9.1%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	58.60	116.00	98.0%	2024 年 03 月 27 日	纺服代工
000333 CH	美的集团	买入	70.19	89.90	28.1%	2024 年 11 月 04 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	26.30	37.59	42.9%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	41.60	52.96	27.3%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	22.15	27.01	22.0%	2024 年 08 月 20 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.21	2.59	-19.2%	2024 年 08 月 27 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	75.55	135.00	78.7%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	15.60	14.89	-4.5%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.55	1.01	82.7%	2024 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.42	3.06	26.4%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商
9992 HK	泡泡玛特	买入	89.30	103.65	16.1%	2024 年 11 月 27 日	潮流玩具

资料来源：FactSet，交银国际预测，收盘价截至 2024 年 11 月 28 日

汽车行业

行业评级
领先

2025 年展望：增程/混动高歌猛进，智能驾驶加速落地

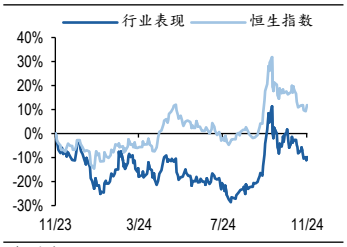
- **乘用车：预计 2025 年新能源渗透率接近 60%，20 万元以下市场智驾加快渗透。**我们预计 2024 年乘用车销量 2,235 万辆，同比增约 3%。在 2025 年部分购车需求前置以及 2024 年高基数下，我们预计 2025 年销量 2,237 万辆，同比持平。增程/混动技术提升有望推动新能源渗透，我们预计 2024/25 年新能源汽车销量 1,095 万/1,342 万辆，渗透率提升至 49%/60%。智驾将会加快在 20 万元（人民币，下同）以下市场渗透，降本需求下国产智驾方案供货商将受惠。随着传统车企如比亚迪、奇瑞、吉利和长城等布局，智驾将会快速渗透到 20 万元以下的主流消费市场。利润端，我们认为由于 2025 年新能源乘用车销量增长将进一步放缓，而各品牌都在积极布局以争夺市场份额，竞争将会异常激烈，利润预计受压。中欧贸易摩擦有望迎来转机，但中国车企在欧洲建厂将成为趋势。
- **重卡：政策有望驱动复苏，龙头市占率进一步提升。**我们预计 2025 年重卡销量同比增 2%，天然气重卡渗透率提升至 31%。2024 年前十月，重卡销量同比-5%，天然气重卡累计终端销售（交强险口径）15.7 万辆，同比增 21%，渗透率约 33%。随着更多地方出台报废更新操作细则和政策，重卡销量有望环比改善。我们预计 2024/25 年重卡销量约 88 万/90 万辆，同比-3%/+2%。考虑到季节性因素，我们预计 2024/25 年天然气重卡销量 17 万/20 万辆，天然气渗透率约 31%/35%。中国重汽（3808 HK）的市占率由 2023 年的 25.7%增加至 2024 年前十月的 27.4%。我们预计，2025 年中国重汽有望凭优秀的产品力和成熟的海内外销售渠道继续提升市占率。
- **两轮车：行业新规落地，看好龙头市场份额提升。**我们预计 2024 年行业整体销量同比下降 5%至约 5,200 万辆。随着电动两轮车新版 3C 认证标准正式实施，以及经销商开启补库，2025 年行业消费情绪有望回暖，预计中国两轮车销量同比增 8%至 5,600 万辆。从上一轮政策周期看，头部企业更能抓住政策机遇，预计行业龙头雅迪（1585 HK）市占率有望提升。
- **电池：储能提速，行业集中度仍将提升。**海外由于美国和欧洲电动化进程放缓，动力电池需求放缓，储能电池成为拉动行业需求的重要增量，我们预计 2024-26 年全球电池需求 1,109/1,289/1,439GWh，CAGR 14%，储能装机量占比从 2022 的 8%增长至 2026 年的 20%。随着政策推动，以及电池价格跌至成本，我们预计尾部产能加速出清，行业集中度将提升。

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
比亚迪股份	1211 HK	买入	379.22	259.00	18.253	23.261	13.2	10.4	2.99	2.29	0.1
理想汽车	2015 HK	买入	120.34	88.50	4.207	6.817	19.6	12.1	2.36	1.97	NA
长城汽车	2333 HK	买入	17.36	12.90	1.449	1.770	8.3	6.8	1.27	1.07	4.5
吉利汽车	175 HK	买入	18.50	13.14	1.148	1.356	10.7	9.0	1.54	1.38	3.9
蔚来汽车	9866 HK	买入	59.88	34.85	-9.920	-8.871	NA	NA	4.41	-21.73	NA
潍柴动力	2338 HK	买入	18.60	10.88	1.376	1.593	7.4	6.4	1.02	0.95	7.7
小鹏汽车	9868 HK	买入	77.36	46.20	-2.785	-1.356	NA	NA	2.38	2.58	NA
中国重汽	3808 HK	买入	26.49	22.25	2.331	2.710	8.9	7.7	1.44	1.31	5.6
雅迪控股	1585 HK	买入	13.55	12.22	0.821	0.989	13.9	11.5	3.63	3.07	4.0
九号公司	689009 CH	买入	53.74	43.72	1.611	2.126	27.1	20.6	4.99	4.27	2.5
广汽集团	2238 HK	中性	3.34	2.96	0.431	0.449	6.4	6.1	0.24	0.23	5.5
绿源集团	2451 HK	中性	6.24	6.50	0.405	0.508	15.0	11.9	1.55	1.41	1.5
平均							**13.0**	**10.3**	**2.32**	**-0.10**	**3.9**

资料来源：FactSet、交银国际预测

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

陈庆
angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA
joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

投资摘要

乘用车：智驾平权，增程/混动推动新能源渗透率进一步提升

预计 2025 年全年乘用车销量同比持平，新能源渗透率接近 60%。随着各以旧换新和购车补贴政策陆续出台、以及新车型开始密集上市，购车需求加速释放。我们预计 2024 全年销量 2,235 万辆，同比增长约 3%。在 2025 年部分购车需求前置以及 2024 年高基数的情况下，我们预计 2025 年乘用车销量 2,237 万辆，同比持平。增程/混动技术的提升有望推动新能源车渗透率提升，我们预计 2024/25 年新能源汽车销量 1,095 万/1,342 万辆，渗透率提升至 49%/60%。

智驾平权，智驾将会加快在 20 万元以下市场渗透，降本的需求下国产智驾方案供货商将受惠。随着一众传统车企如比亚迪、奇瑞、吉利和长城等纷纷布局智驾，智驾将会快速渗透到 20 万元以下的主流消费市场。

重卡：政策有望驱动复苏，龙头市占率进一步提升

预计 2025 年重卡销量同比增 2%，天然气重卡渗透率提升至 31%。2024 年前十月，我国重卡销量 75 万辆，同比-5%；天然气重卡累计终端销售（交强险口径）15.7 万辆，同比增 21%，渗透率约为 33%。后续更多地方会出台报废更新操作细则和政策，将有利重卡销量环比改善。我们预计 2024/25 年重卡销量约为 88 万/90 万辆，分别同比-3%/+2%。考虑到季节性因素，我们预计 2024/25 年天然气重卡销量为 17 万/20 万辆，天然气渗透率约 31%/35%。

从竞争格局来看，重卡行业集中度进一步提升，2024 年前十月 CR3 的市占率提升至 64.2%（2023 年为 62.4%）。其中，中国重汽（3808 HK）的市占率由 2023 年的 25.7%增加至 2024 年前十月的 27.4%。我们预计，2024 年中国重汽有望凭借优秀的产品力和成熟的海内外销售渠道继续提升市占率。

两轮车：行业新规落地，看好龙头市场份额提升

2024 年初的南京大火事件促使国家加大对电动两轮车行业的抽查力度，我们预计 2024 年行业整体销量同比下降 5%至约 5,200 万辆。11 月 1 日起，电动两轮车新版 3C 认证标准正式实施，随着经销商开启补库，**我们预计 2025 年两轮车行业消费情绪回暖，中国两轮车销量同比+8%至 5,600 万辆。**从上一轮政策周期看，两轮车头部企业更能抓住政策机遇，我们预计雅迪（1585 HK）作为行业龙头，市占率有望提升。

电池：储能提速，行业集中度仍将提升

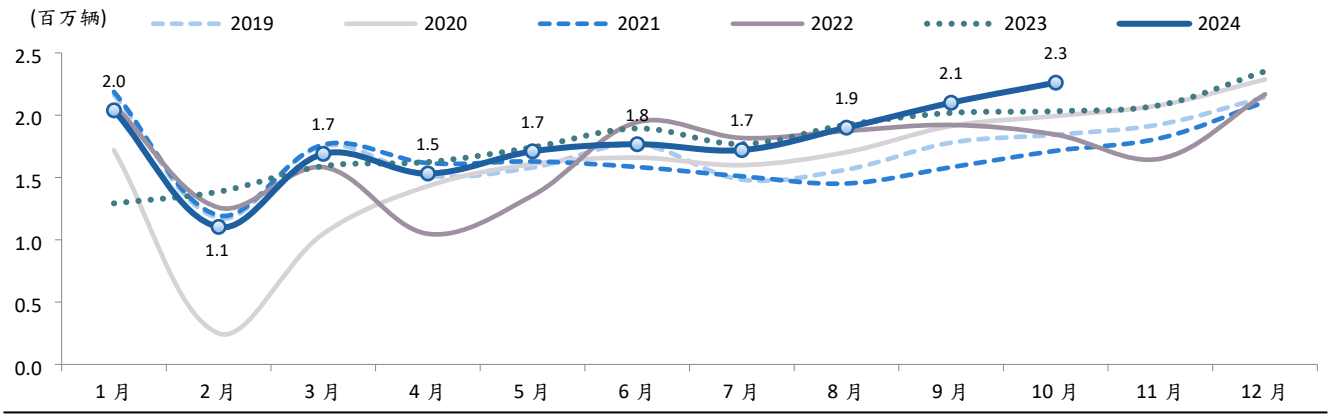
2024 年前十月中国动力电池装车量同比增 37.6%。海外由于美国和欧洲电动化进程放缓，动力电池需求放缓，储能电池成为拉动行业需求的重要增量，**我们预计 2024-26 年全球电池需求为 1109/1289/1439GWh，CAGR 14%，储能装机量占比从 2022 的 8%增长至 2026 年的 20%。**国内市场，目前仍然有近 40 家企业瓜分剩余 3%的市场份额，尾部企业的竞争仍然不够充分。2024 年前十月，中国电池装车量 CR10 达 96%，较 2023 年提升 1 个百分点，集中度进一步提升，其中宁德时代（300750 CH）占比 46%，结束 2022 年以来市占率下滑的趋势。随着政策推动，以及电池价格跌至成本，我们预计尾部产能加速出清，电池行业的集中度仍将提升。

乘用车：智能驾驶加速落地，混动推动新能源渗透率进一步提升

预计 2025 年全年乘用车销量同比持平

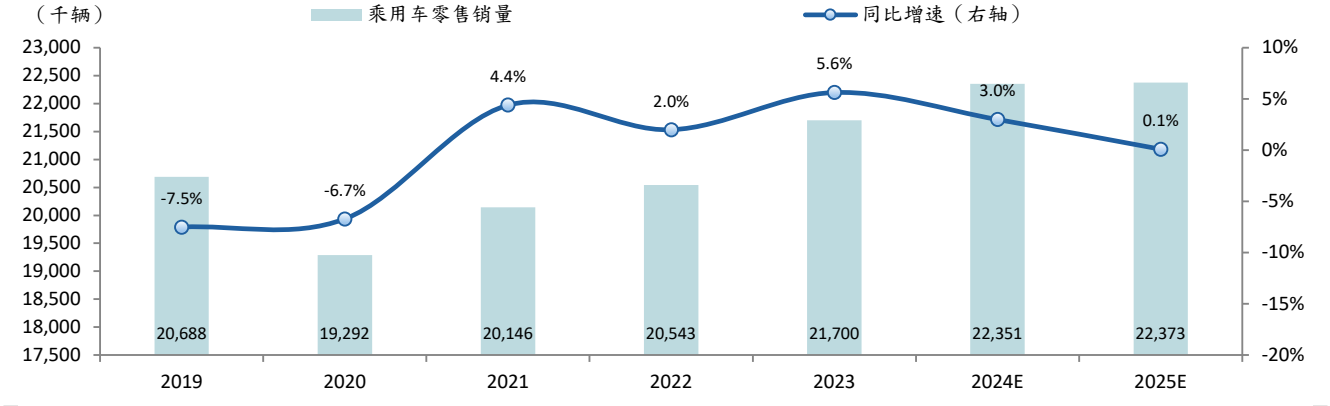
2024 年 9 月以来随着各地以旧换新和购车补贴政策陆续出台、以及新车型开始密集上市，购车需求加速释放。2024 年前十月，我国乘用车累计零售 1,783.5 万辆，同比增 3.2%。我们预计 2024 全年销量 2,235 万辆，同比增长约 3%。以旧换新和购车补贴活动能够激发消费者的潜在需求，但更多的是满足消费者原本就存在的换新需求，在 2025 年部分购车需求前置以及 2024 年高基数的情况下，我们预计 2025 年乘用车销量 2,237 万辆，同比持平。

图表 270: 2019 年以来的中国汽车月度销量



资料来源：乘联会，交银国际

图表 271: 2019-25 年中国乘用车零售销量及预测



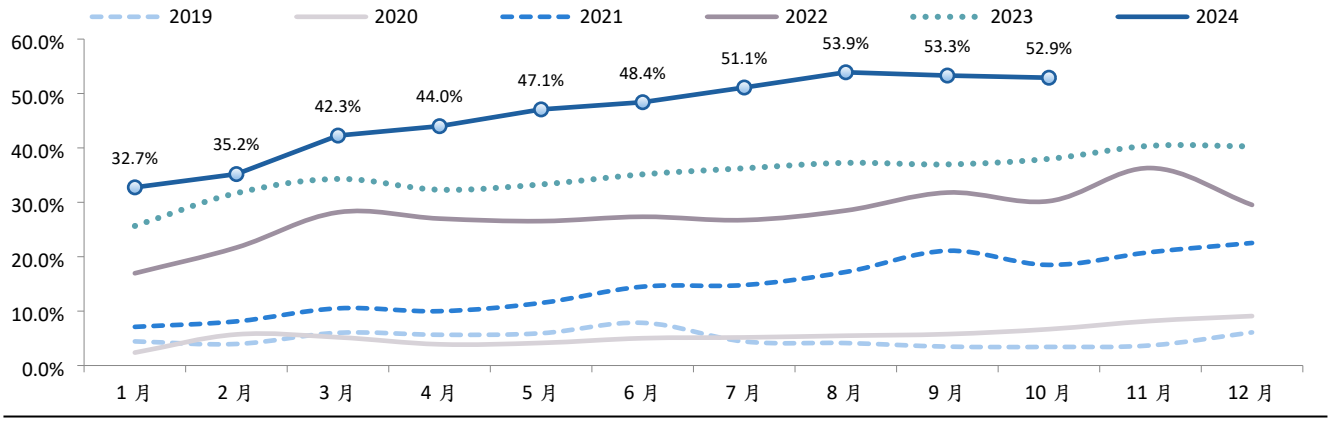
资料来源：乘联会，交银国际预测

增程/混动车型高歌猛进，预计 2025 全年新能源渗透率接近 60%

2024 年以来新能源车渗透率持续提升，7-10 月连续四个月突破 50%。根据乘联会数据，2024 年前十月新能源汽车累计销量 832.7 万辆，同比增 39.8%，累计渗透率达 47%，其中增程/混动车型销量 353.3 万辆，同比增 81%，占比 42%；同期 BEV 同比增 20%。

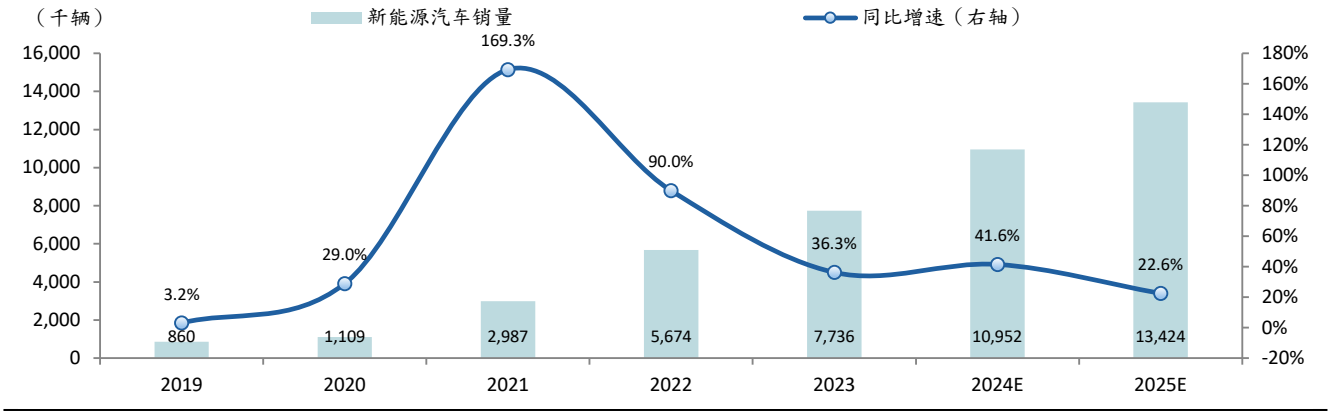
增程/混动车型由于成本低且能够缓解消费者里程焦虑，增速显著高于纯电。各家车企也加速布局混动车型，例如小鹏在 2024 年 11 月发布了混动技术，布局混动领域。10 月宁德时代正式发布了骁遥超级增混电池。官方信息显示，这是全球首款纯电续航在 400km 以上，且兼具 4C 超充的增混电池，10 分钟可以充入 280km 的续航里程。宁德时代骁遥超级增混电池已与理想、阿维塔、深蓝、启源、哪吒多家车企签署供货协议。我们预计到 2025 年，包括吉利、奇瑞、广汽、岚图等在内的近 30 款增混车型，都将配备该款电池。混动技术的提升有望推动新能源汽车渗透率进一步提升。我们预计 2024/25 年新能源汽车销量 1,095 万/1,342 万辆，新能源车渗透率提升至 49%/60%。

图表 272: 2019 年以来的中国新能源汽车零售渗透率



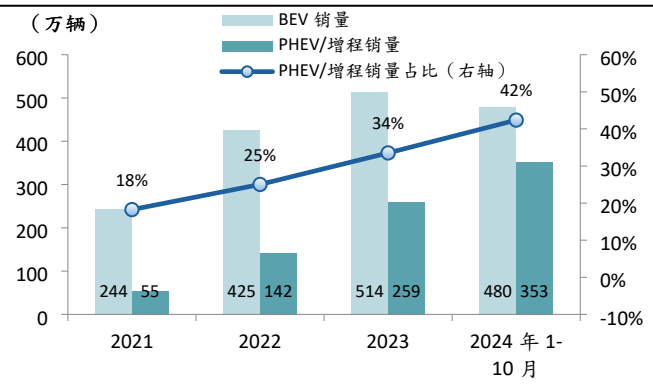
资料来源：乘联会，交银国际

图表 273: 2019-25 年中国新能源汽车零售销量及预测



资料来源：乘联会，交银国际预测

图表 274: 按车型划分新能源车销量，2024 年 1-10 月 PHEV/增程占比升至 42%



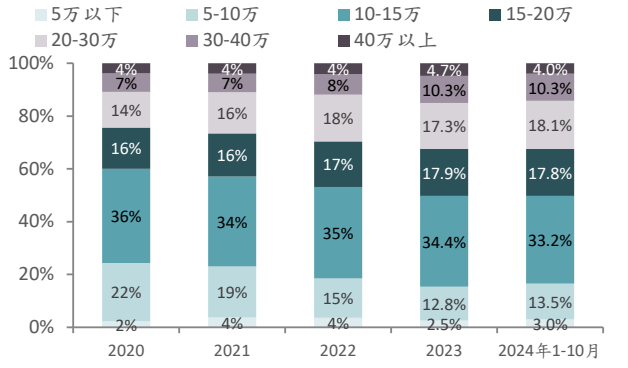
资料来源: 乘联会，交银国际

消费升级与价格战共存，预计 2025 年 10-20 万元价格带新能源渗透率提升速度超过行业整体

根据乘联会零售数据，2024 年中低端市场回暖，整体市场 5-10 万元价格带的销量占比从 2023 年的 12.8%提升至 2024 年前十月的 13.5%。新能源车市场中低端市场回暖的现象更为明显，5-10 万元价格带销量占比从 2023 年的 10.8%提升至 2024 年前十月的 14.8%，主要由于该价格带迎来激烈的价格战（例如，秦 Plus 荣耀版售价 7.98-12.58 万元）；15-20 万元价格带从 2023 年的 14.9%提升至 2024 年前十月的 16.0%。高端市场，40 万元以上的价格带虽然整体下滑 0.7 个百分点至 4.0%，但新能源车市场该价格带占比同比增 0.2 个百分点至 3.6%，显示汽车消费升级的趋势仍在继续，主要靠自主品牌的高端新能源汽车拉动。我们预计 2025 年 20 万元以下的价格带仍将面临较为激烈的竞争，随着积极的降价促销、新车型的投放和新玩家的加入（如小鹏的 M03 和 P7+，零跑 B10），20 万元以下的销量占比预计将提升。

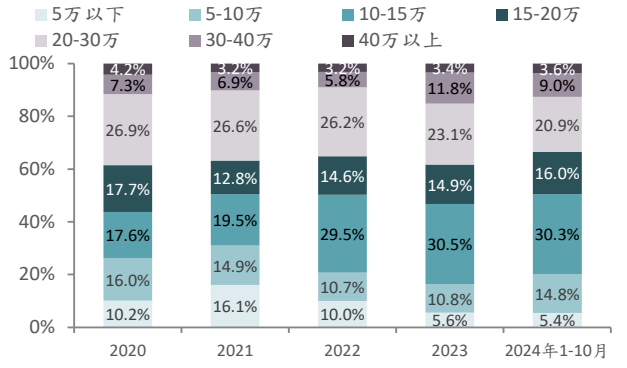
从新能源渗透率来看，2024 年以来 5-20 万元价格带新能源渗透率提升明显加速，2024 年前十月，15-20 万/10-15 万/5-10 万元价格带的新能源车渗透率分别为 42%/43%/51%（vs 2023 年的 30%/32%/30%）。随着更多增程车型在 2025 年发布，我们预计 10-20 万元价格带的新能源渗透率提升速度将超过乘用车市场整体。

图表 275: 乘用车价格段销量占比



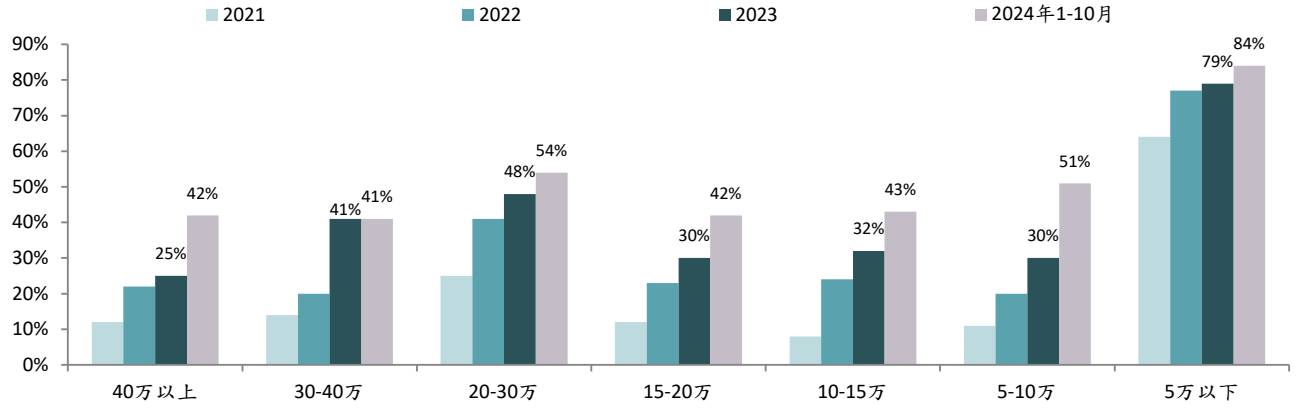
资料来源: 乘联会，崔东树公众号，交银国际

图表 276: 新能源乘用车价格段销量占比



资料来源: 乘联会，崔东树公众号，交银国际

图表 277: 中国乘用车不同价格带新能源渗透率（2021 年-2024 年 10 月）：2024 年以来 5-20 万元价格带新能源渗透率提升明显加速

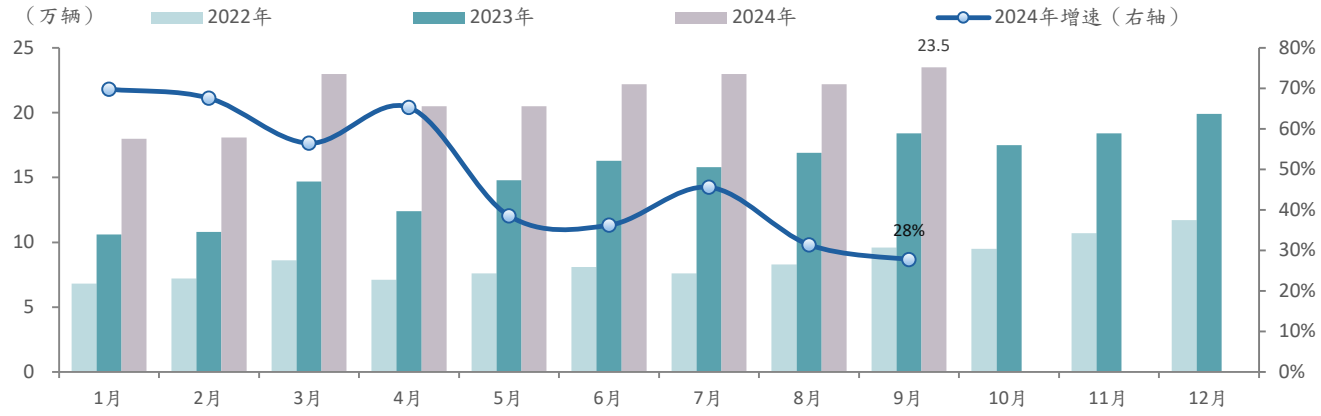


资料来源：乘联会，崔东树公众号，交银国际预测

自主品牌出口持续强势，预计 2025 年有望实现 25%的同比增速

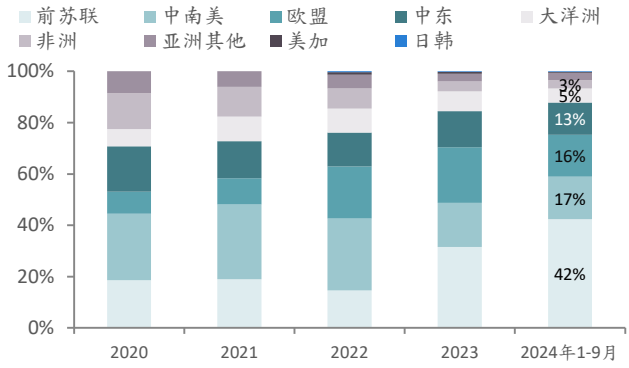
根据全球汽车协会和中国汽车工业协会数据，2024 年 1-9 月的中国海外市场自主品牌销量 192 万台，同比增长 47%，自主品牌汽车在海外市场的认可度逐步提升。分地区来看，出口至包括俄罗斯在内的前苏联地区销量同比增长 112%，占比达 42%，是第一大出口地区；出口欧盟销量同比增长 9%，占比 16%；出口美国和加拿大的销量同比下滑 32%。分车企来看，2024 年 1-9 月出口排名前三的自主车企为奇瑞/长城/吉利，分别占比 34%/22%/21%。考虑到中国汽车的性价比优势，我们预计 2024/25 年中国海外市场自主品牌销量增约 45%/25%。

图表 278: 中国自主车企在海外部分地区月度销量走势



资料来源：崔东树公众号，中国汽车工业协会，全球汽车协会，交银国际

图表 279: 中国自主车出口占比（按地区）



资料来源: 崔东树公众号，中国汽车工业协会，全球汽车协会，交银国际

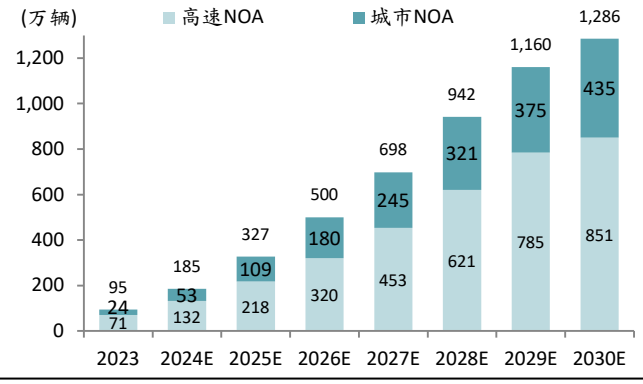
智驾平权，智驾将会加快在 20 万元以下市场渗透，降本需求下国产智驾方案供货商将受惠

我们认为随着高级辅助驾驶和高阶自动驾驶的普及和中国车企对智驾的积极布局，智驾将会加快在 20 万元以下市场渗透，实现智驾平权，而降本需求下国产智驾方案供货商将受惠。据盖世汽车数据显示，2023 年，国内搭载 NOA（自动辅助导航驾驶）功能的车辆数量为 95 万辆，渗透率有只 4%，其中高速和城区 NOA 分别为 3%和 1%。2024 年我们预计国内搭载 NOA 功能的车辆数量将会翻倍至 185 万辆，渗透率上升至 8%，其中高速和城区 NOA 分别为 6%和 2%。到 2030 年，我们预测随着各家车企比拼智驾能力和特斯拉 FSD 入华的鲇鱼效应下，NOA 渗透率有望突破 50%。

未来 NOA 技术将继续向着更加智能化的方向发展，BEV+Transformer 架构成为核心趋势之一，同时重感知、轻地图方案也越来越受到重视。这意味着车辆将更多依赖于实时数据处理来做出决策，而不是依赖于预先构建的地图信息。此外，算法优化、系统冗余设计及测试验证等方面的工作也将持续进行，以提升系统的安全性和可靠性。随着相关技术的成本逐渐下降，预计会有越来越多的中低端车型开始配备 NOA 功能，从而推动该技术的大规模普及。我们认为高速 NOA 的搭载车型售价可能降至 20 万元以下，甚至 15 万元以下，使得普通消费者也能享受到科技平权。

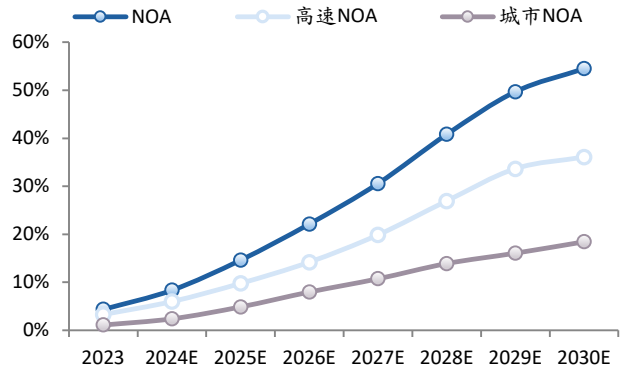
我们认为随着高级辅助驾驶和高阶自动驾驶解决方案持续普及，对两者的需求将迎来爆发式增长。端到端自动驾驶、舱驾融合等新趋势会对智驾芯片的算力、芯片架构、算子、内存带宽、异构计算等方面提出新的要求。外部环境的不确定性、对智驾差异化的需求以及降本的需求，促使部分车企选择自研智驾芯片，部分车企会选择在低端车型上使用国产芯片替代，在中高端车型上继续使用英伟达芯片/自研芯片。同时我们认为具备“软硬一体”能力的中国本土智能驾驶解决方案供货商在抢占市场上将会有较大优势，如地平线等。

图表 280: 国内搭载 NOA 功能的车辆数量；高速 NOA 和城市 NOA 将会成为智驾下一个战场



资料来源: 盖世汽车, 交银国际预测

图表 281: NOA 渗透率预计将快速上升，2030 年突破 50%



资料来源: 盖世汽车,交银国际预测

图表 282: 比亚迪新款汉 DM-i 和汉 EV 均搭载 DiPilot 300“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统



资料来源：比亚迪,交银国际

图表 283: 奇瑞 ICAR 03 可实现 L2++级别的智能驾驶辅助功能



资料来源：奇瑞,交银国际

竞争展望：新能源乘用车销量增长放缓，价格战和智驾投入下，利润端预计受压

我们认为由于 2025 年新能源乘用车销量增长将进一步放缓，而各品牌都在积极布局以争夺市场份额，竞争将会异常激烈，利润端预计受压。自主品牌在新能源汽车市场中的份额预计将继续扩大。到 2025 年，自主品牌的乘用车市场份额有望进一步上升至 65-70%，在新能源乘用车的市场份额已经达到 70%，我们预计将进一步上升，而美系、韩系及欧系品牌可能会面临退出中国市场的风险。同时，2025 年特斯拉、蔚来、小鹏等品牌都计划推出新车型，如特斯拉新款 Model Y/蔚来的第三品牌 Firefly 萤火虫以及乐道品牌，小鹏汽车则会推出搭载鲲鹏超级电动技术的新车型，该系统包括增程系统和纯电系统，支持较长的纯电续航里程。此外，理想汽车也将发布三款全新纯电 SUV，小米汽车则会发布首款 SUV。华为及其合作伙伴如鸿蒙智行则通过问界 M8 等车型强化了智能驾驶和用户体验方面的竞争力。

由于 2024 年的刺激政策、市场促销活动等导致消费者提前购买，2025 年 1 季度乘用车销量有可能放慢，触发下一轮价格战。根据历史数据，2009 年、2015 年和 2022-23 年推出的汽车消费刺激政策，均在短期内显著促进了汽车销量的增长。但其后刺激效果退坡迹象显现，增速回落。我们预计比亚迪依然会主导 2025 年价格战的节奏。在 2025 年增量市场有限，而各品牌都有非常多新车型发布的情况下，我们认为配置/智驾的激烈竞争在所难免，对利润端会有负面影响。部份有供应链优势和出口占比较多的头部车企，利润表现将会优于同行。同时我们预计价格战对乘用车供应链依然是偏负面的影响，车企已经向供应链开展 2025 年供货的降本要求，以应对 2025 年竞争更激烈的市场。根据中国证券报，比亚迪和上汽大通已要求供应商降价 10%，因此供应链利润同样可能受压。其中我们预期存在国产替代的零配件（车规芯片和制动等），为了争取进入供应链和定点，可能有更大降价空间。

图表 284: 国内车企 2024 年 3 季度业绩

品牌	营业总收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	扣非净利润 (亿元)	同比	1-9 月销量 (辆)	同比
比亚迪	2,011	24.04%	116.1	11.47%	108.8	12.67%	2,747,875	32.13%
长城汽车	508.3	2.61%	33.5	-7.82%	27.22	-10.98%	853,813	-1.18%
理想汽车	428.7	23.63%	28.14	-0.32%	-	-	341,812	39.96%
吉利汽车	604	20.50%	24.6	92.00%	-	-	1,489,690	32.10%
赛力斯	415.8	636.25%	24.13	354.09%	23.25	305.76%	369,417	170.07%
长安汽车	342.4	-19.85%	7.481	-66 4%	5.121	-74.96%	1,904,979	1.89%
江淮汽车	109.3	-5.52%	3.213	1,028.38%	-3.231	-13.20%	315,335	-4.72%
上汽集团	1458	-25.91%	2.797	-93.53%	0.29	-99.23%	2,649,333	-21.56%
江铃汽车	98.11	21.44%	2.706	-3.38%	2.735	14.05%	242,223	9.56%
零跑汽车	98.6	74.30%	-6.9	30.30%	-	-	172,861	94.00%
极氪汽车	183.6	30.71%	-12.26	16.92%	-	-	142,873	81.00%
广汽集团	284.9	-21.46%	-13.96	-190.40%	-15.32	-216.01%	1,335,050	-25.59%
小鹏汽车	101	18.43%	-18.08	53.50%	-	-	98,561	21.00%
北汽蓝谷	60.77	71.78%	-19.2	-50.99%	-19.29	-49.19%	67,849	23.92%
蔚来汽车	186.7	-2.10%	-51.42	-11.08%	-	-	149,281	35.70%

资料来源: 公司资料

中欧贸易摩擦有望迎来转机

根据欧洲汽车工业协会官方提供的数据显示，2023 年产自中国的电动车占据了欧盟电动车市场 21.7%份额，其中中国品牌电动车占据 7.6%份额。2023 年欧盟出口中国的电动车数量为 11,499 辆，价值不到 9 亿欧元，而中国出口到欧盟的电动车数量为 43.8 万辆，价值近 100 亿欧元。出于对本地电动车产业的保护，从 2024 年 10 月 30 日起，欧盟开始对从中国进口的电动汽车征收最高 45.3%的关税，为期五年。

我们预计这种贸易摩擦有望迎来转机。根据路透社消息，欧洲议会国际贸易委员会主席贝恩德·朗格在接受德国新闻电视台的采访时透露，欧盟同中国正接近就取消对华加征的进口电动汽车关税达成解决方案。尽管具体的解决方案尚未公布，但我们看到中欧双方对解决中国电动汽车关税问题的态度较为积极。此外，欧盟内部在对中国电动汽车加征关税问题上存在分歧。2024 年 1-9 月中国从德国进口 15 万辆，占中国汽车进口总量近 28%，德国车企约三分之一销售额来自中国市场，如果中国采取反制或对其产生直接冲击，德国财政部长林德纳就曾公开反对该决议。

中国车企在欧洲建厂将成为趋势。多家传统车企已经公布在欧洲建厂的计划并取得实质性进展。其中奇瑞汽车与西班牙埃布罗公司的合资工厂正式进入投产；2023 年 12 月底，比亚迪宣布将在匈牙利赛格德市建设新能源汽车整车生产基地，将同时生产整车与电池，计划于 2025 年投产。长安汽车、吉利汽车、上汽集团等均积极评估在欧洲建立自有组装工厂的可能性。此外，新势力品牌小鹏汽车和零跑汽车等也积极布局出海。其中零跑与 Stellantis 达成合作，双方在荷兰成立合资公司，未来有望利用 Stellantis 国外已有产能进行代工生产。

图表 285: 中国车企欧洲产能布局计划

车企	国家	投产时间
奇瑞汽车	西班牙	已投产
比亚迪	匈牙利	计划 2025 年
上汽集团	西班牙	计划中
零跑汽车	意大利（合作 Stellantis）	计划中

资料来源: 各公司资料, 交银国际

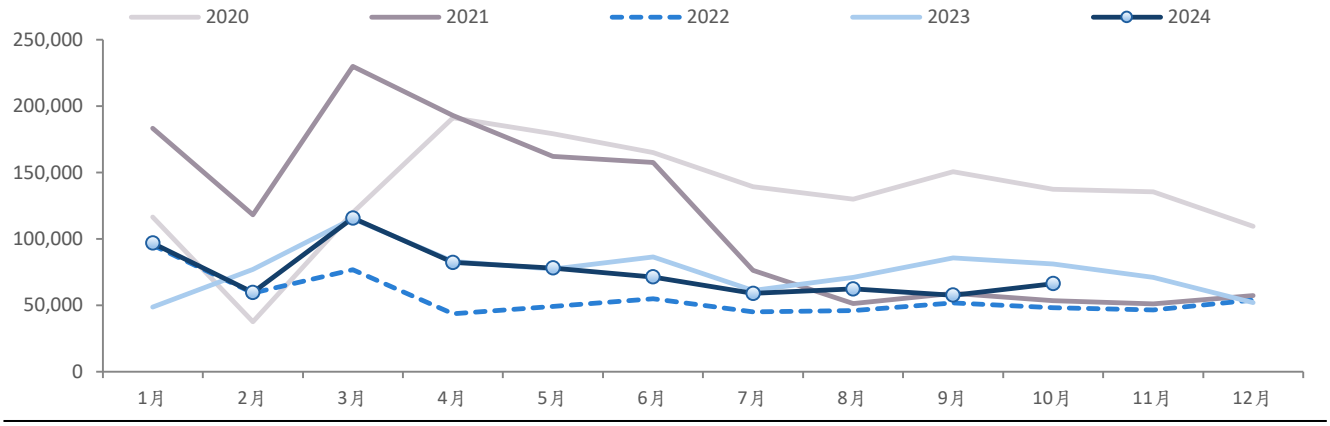
重卡：政策有望驱动复苏，龙头市占率进一步提升

政策有望驱动行业销量复苏，预计 2025 年重卡销量同比增 2%

2024 年 7 月以来国内重卡需求整体平淡，2024 年 1-10 月，我国重卡累计销量为 75 万辆（含出口），同比下降 5%。目前市场观望情绪较浓，主要是由于终端用户等待以旧换新政策的操作细则和地方实施政策出台。2025 年是十四五收官之年，我们认为后续更多地方会出台报废更新操作细则和政策，将有利重卡销量改善。我们预计 2024/25 年重卡销量（含出口）约为 88 万/90 万辆，分别同比-3%/+2%。

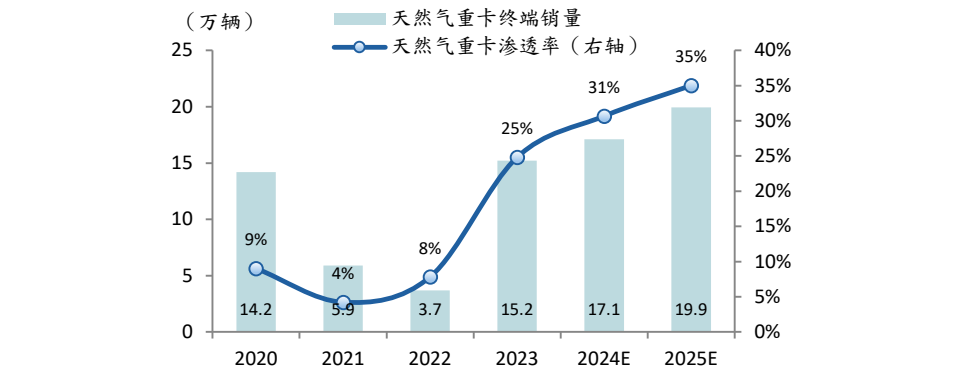
2024 年重卡行业的销量主要靠天然气重卡拉动，因汽油价格高企，而天然气价格处于低位，油气价差明显、天然气重卡经济性优势凸显，促使卡车司机由油车置换至天然气重卡。2024 年 1-10 月，中国天然气重卡市场累计终端销售（交强险口径）15.7 万辆，同比增 21%，天然气渗透率约为 33%。考虑到季节性因素，我们预计 2024/25 年全年天然气重卡销量为 17 万/20 万辆，天然气渗透率约 31%/35%。

图表 286: 2020 年以来重卡月度销量（含出口，辆）



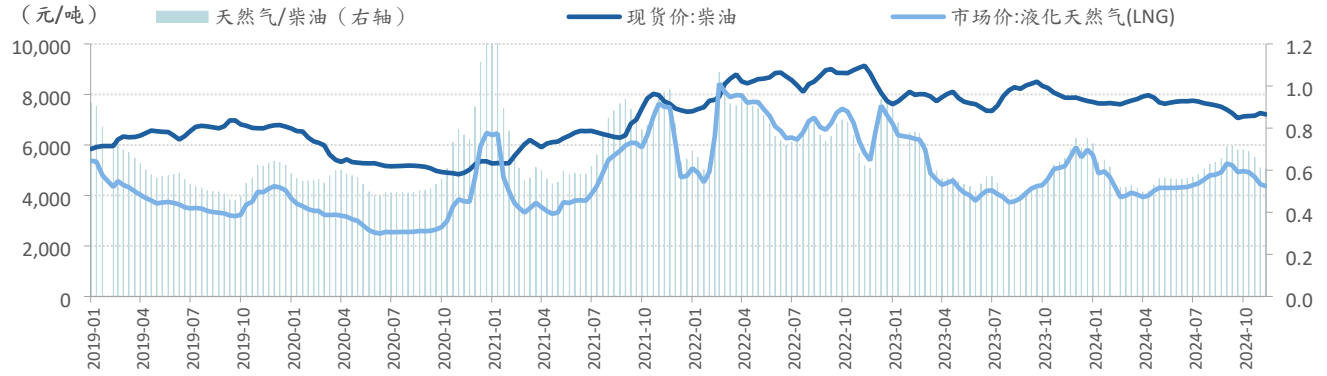
资料来源：中汽协，第一商用车网，交银国际

图表 287: 中国天然气重卡渗透率



资料来源:第一商用车网，交银国际预测

图表 288: 天然气/柴油价差比



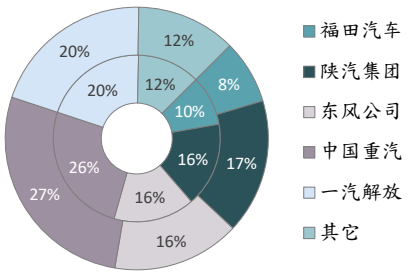
*资料来源：国家统计局，万得，交银国际 *数据更新至 2024 年 11 月 26 日*

龙头市占率进一步提升

从竞争格局来看，重卡行业集中度进一步提升，2024 年 1-10 月 CR3 的市占率提升至 64.2%（2023 年为 62.4%）。其中，中国重汽/陕汽的市占率由 2023 年的 25.7%/16.4%增加至 2024 年 1-10 月的 27.4%/16.6%；东风公司和一汽解放的市占率基本维持不变，而福田的市占率则出现下降。

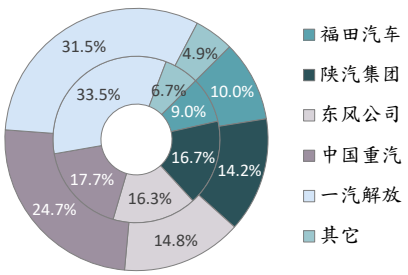
在 2024 年的热点细分市场—天然气重卡中，中国重汽的表现同样非常亮眼，市占率由 2023 年的 17.7%显著提升至 2024 年 1-9 月的 24.7%。福田汽车从 2023 年的 9.0%显著提升至 2024 年 1-9 月的 10.0%，而其他车企的市占率均有不同程度的下滑，显示中国重汽作为龙头企业，对行业趋势判断准确，抓住了天然气重卡的发展机遇，成功抢占更多的市场份额。我们预计，2025 年中国重汽有望凭借优秀的产品力和成熟的海内外销售渠道继续提升市占率。

图表 289: 重卡市场份额



*资料来源: 中汽协，交银国际 *内圈为 2023 年，外圈为 2024 年 1-10 月*

图表 290: 中国天然气重卡市场份额



*资料来源: 第一商用车，交银国际 *内圈为 2023 年，外圈为 2024 年 1-9 月*

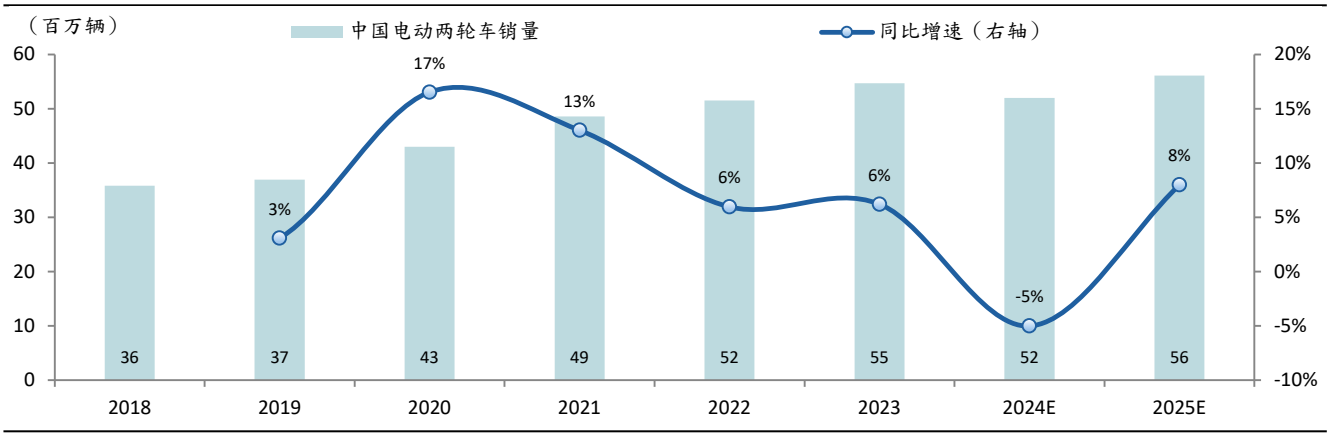
两轮车：行业新规落地，看好龙头市场份额提升

预计 2025 年中国电动两轮车销量增至 5,600 万辆

2024 年初的南京大火事件促使国家加大对电动两轮车行业的抽查力度，对终端门店销售产生了短期的影响，预计 2024 年行业整体销量同比下降 5%至约 5,200 万辆。11 月 1 日起，电动两轮车新版 3C 认证标准正式实施，叠加 2024 年去库影响基本已消化，随着经销商开启补库，我们预计 2025 年两轮车行业消费情绪有望回暖，2025 年中国两轮车销量同比增 8%至 5,600 万辆。

从上一轮政策周期看，电动两轮车头部企业更能抓住政策机遇，2019-23 年，雅迪电动两轮车销量从 609 万辆提升至 1,652 万辆，市占率从 2019 年 17%提升至 2023 年 30%；爱玛电动两轮车销量从 549 万辆提升至 1,074 万辆，市占率从 2019 年 15%提升至 2023 年 20%。CR2 市占率在 2019-21 年分别为 31%/39%/52%，并随后维持在 50%附近。我们预计雅迪作为行业龙头，其市占率有望进一步提升。

图表 291: 2018-25 年中国市场电动两轮车销量及预测



资料来源：中国自行车协会、中国摩托车商会、中国汽车工业协会、弗若斯特沙利文、交银国际预测

电池：储能提速，行业集中度仍将提升

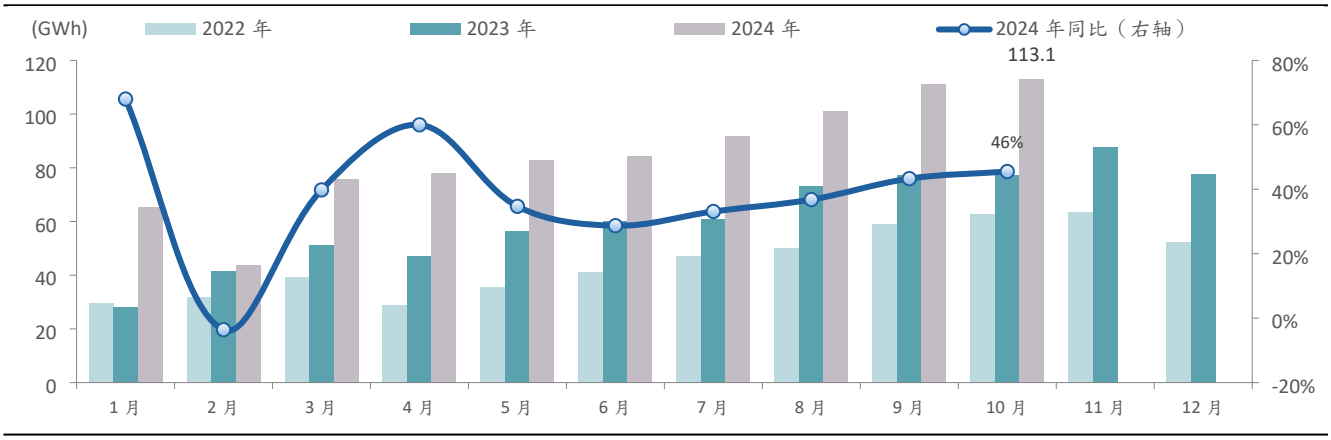
预计 2024-26 年全球电池装机量 CAGR 14%，储能占比提升

我们预计 2024-26 全球电池需求为 1,109/1,289/1,439GWh，CAGR 14%。储能电池成为拉动行业需求的重要增量，预计装机量占比从 2022 的 8%增长至 2026 年的 20%。

动力电池：受益于新能源车渗透率提升，2024 年 1-10 月中国动力电池累计装车量 405.8GWh，同比增 37.6%；海外由于美国和欧洲电动化进程放缓，动力电池需求放缓。我们预计 2024-25 年全球动力电池装车量为 935/1,057 GWh。

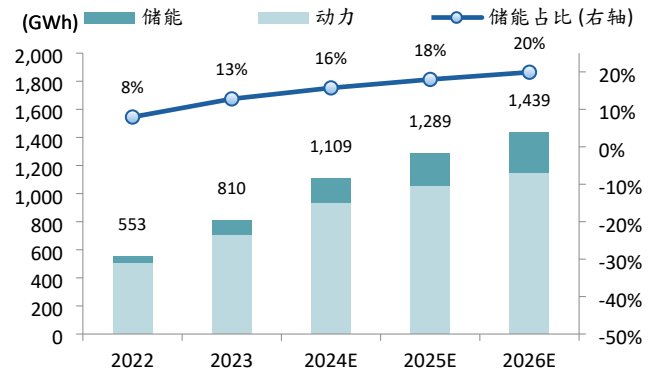
储能电池：中国储能采招需求旺盛，2024 年 1-10 月招标规模达 127GWh，有望支撑 2025 年装机量，我们预计 2024/25 年中国储能装机量为 90/120GWh。根据 EIA 数据，2024 上半年美国储能装机量 11.2GWh，我们预计 2024/25 年为 38/53GWh。欧洲户储退坡，但是大储发力。我们预计 2024-25 年全球储能电池装机量为 174/232GWh。

图表 292: 中国动力电池当月装车量及增速



资料来源: 动力电池联盟，交银国际

图表 293: 全球电池装机量测算，2024-26 年储能占比提升至 16%/18%/20%



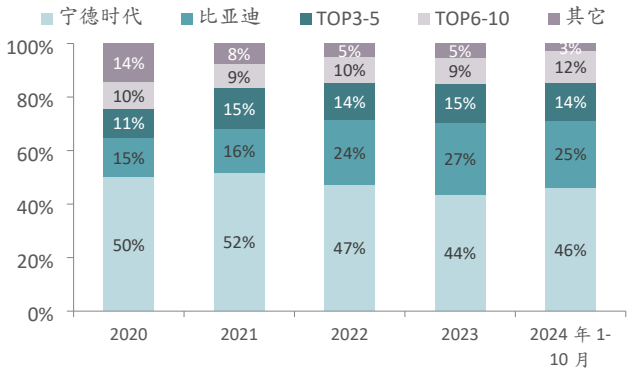
资料来源: Marklines，CNESA，北极星电力网，欧洲储能协会，SNE Research，交银国际预测

尾部企业出清中，预计集中度仍将提升

尽管中国实现动力电池装车企业数量已经从 2017 年的 102 家减少至 2024 年的 53 家，但仍然有近 40 家企业瓜分剩余 3%的市场份额，显然尾部企业的竞争仍然不够充分。2024 年 1-10 月，中国电池装车量 CR10 达 96%，较 2023 年提升 1 个百分点，集中度进一步提升，其中宁德时代占比 46%，结束 2022 年以来市占率变化下滑的趋势。

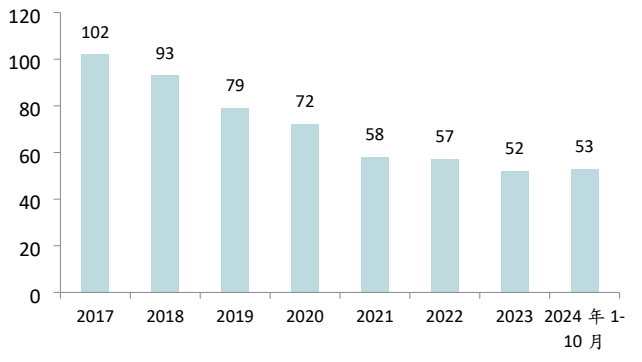
2024 年 5 月 8 日，工业和信息化部（以下简称“工信部”）发布《锂电池行业规范条件（2024 年本）》（征求意见稿）和《锂电池行业规范公告管理办法（2024 年本）》（征求意见稿），旨在提升动力电池市场的集中度。随着政策推动，以及电池价格跌至成本，我们预计尾部产能加速出清，电池行业的集中度仍将提升。

图表 294: 中国动力电池装车市场份额变化：宁德结束下滑趋势，CR10 进一步提升



资料来源: 动力电池联盟，交银国际

图表 295: 中国实现装车动力电池企业数量，截至 2024 年 10 月仍有 53 家



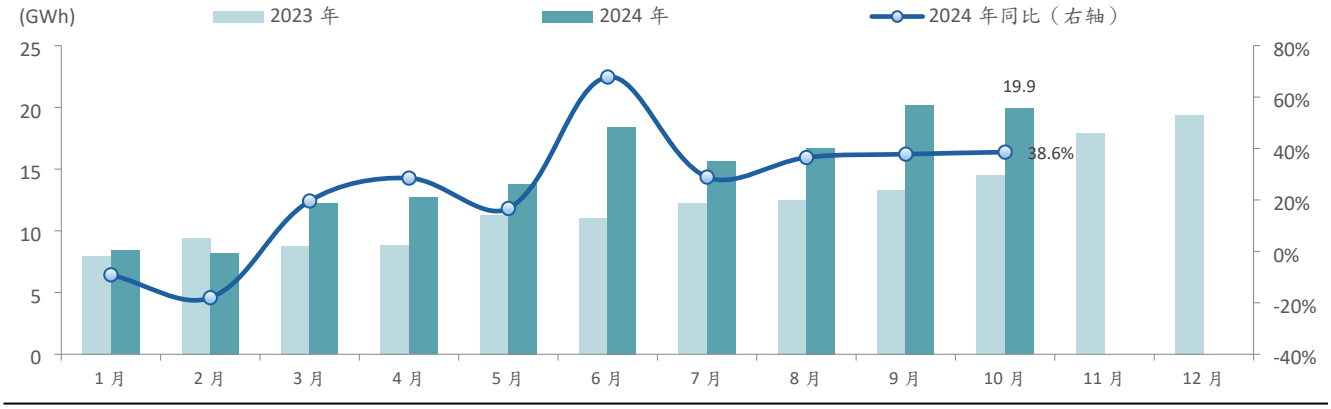
资料来源: 动力电池联盟，交银国际

受储能拉动电池出口，预计 2024/25 年出口增 30%/35%

2024 年 1-10 月，我国动力和其他电池累计出口达 146.0GWh，累计同比增长 26.5%。其中，动力电池累计出口量为 103.3GWh，同比增长 2.7%，占总出口量的 70.8%；根据 SNE Research 数据，2024 年 1-9 月中国企业在海外市场的份额提升至 34.3%，而日韩企业的市场份额下滑至 9.9%/46.0%。2024 年 1-10 月，储能及其他电池出口量为 42.6GWh，同比增长 189.5%，占总出口量的 29.2%。

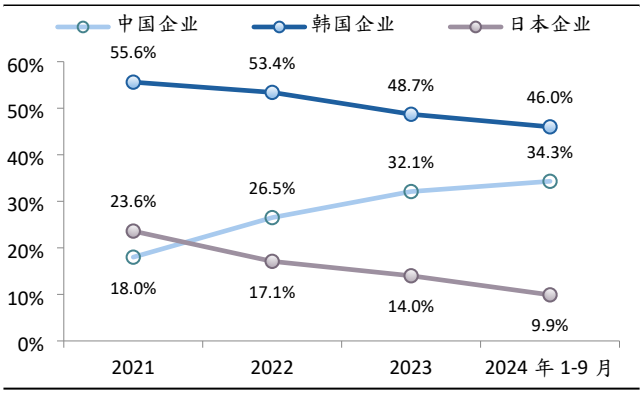
得益于海外储能需求强劲，但欧美汽车电动化放缓，我们认为储能仍将是拉动中国电池出口的重要增量，预计 2024/25 年中国电池出口 193/224GWh，其中储能及其他电池占比 30%/35%。

图表 296: 中国动力和其它电池当月出口量及增速



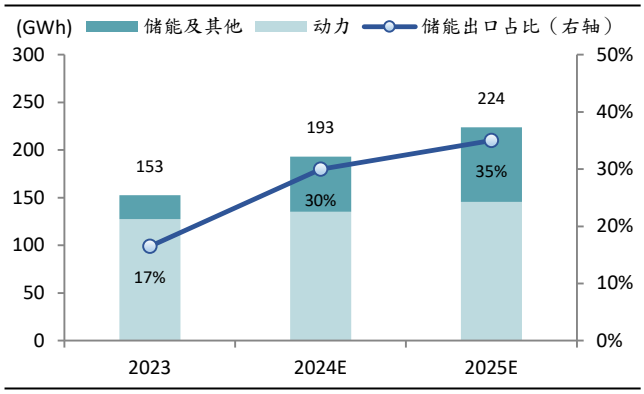
资料来源: 动力电池联盟，交银国际

图表 297: 海外动力电池市占率：中企市场份额提升，韩企和日企下滑



*资料来源: SNE Research，交银国际 *仅包括排名前十的电池企业*

图表 298: 储能电池出口增速远高于动力电池，预计 2024/25 年储能出口占比提升至 30%/35%



资料来源: 动力电池联盟，交银国际预测

估值表

图表 299: 乘用车及零配件行业估值比较

公司	股票代码	货币单位	价格	市值	市销率			市盈率			市净率			股息率			EV/EBITDA		
				(十亿美元)	24E (x)	25E (x)	26E (x)	24E (x)	25E (x)	26E (x)	24E (x)	25E (x)	26E (x)	24E (%)	25E (%)	26E (%)	24E (x)	25E (x)	26E (x)
传统整车厂																			
吉利	175 HK	HKD	13.14	17.0	0.5	0.4	0.4	9.1	11.0	8.9	1.3	1.2	1.1	3.6	3.3	3.9	5.0	4.2	3.1
比亚迪	1211 HK	HKD	259.00	106.8	1.0	0.8	0.7	18.6	14.8	12.3	4.2	3.4	2.8	1.5	1.8	2.1	7.1	5.3	4.0
长城	2333 HK	HKD	12.90	26.6	0.9	0.8	0.7	8.1	7.2	6.5	1.3	1.2	1.0	4.9	5.5	5.7	8.2	6.8	5.3
福特	F US	USD	11.10	44.1	0.3	0.3	0.3	6.3	6.6	6.5	1.0	0.9	0.9	5.9	6.6	6.4	2.5	2.6	2.5
通用	GM US	USD	54.79	60.2	0.3	0.3	0.3	5.4	5.4	5.4	1.0	0.8	0.6	0.9	1.1	1.3	2.8	2.9	2.6
长安	000625 CH	CNY	13.87	16.6	0.7	0.6	0.5	21.9	16.2	14.4	1.8	1.7	1.6	1.5	1.8	2.0	8.3	5.7	4.3
上汽	600104 CH	CNY	17.93	28.6	0.3	0.3	0.3	17.5	16.1	15.3	0.7	0.7	0.7	1.8	1.9	1.9	6.1	5.0	5.1
大众	VOW GR	EUR	82.60	43.0	0.1	0.1	0.1	3.6	3.3	2.9	0.2	0.2	0.2	7.7	9.1	10.2	0.2	-	-
本田	7267 JP	JPY	1,292.50	45.1	0.3	0.3	0.3	5.8	5.5	5.2	0.5	0.4	0.4	5.4	5.7	6.0	5.5	5.3	5.1
丰田	7203 JP	JPY	2,571.00	268.2	0.9	0.8	0.8	8.3	7.9	7.7	0.9	0.9	0.8	3.5	3.8	4.0	10.9	9.4	9.0
新势力整车厂																			
特斯拉	TSLA US	USD	338.23	1,085.7	10.9	9.3	7.8	138.9	103.1	81.2	15.7	13.6	11.5	0.0	0.0	0.0	70.4	52.4	41.8
小鹏	9868 HK	HKD	46.20	11.3	2.0	1.1	0.9	-	-	256.2	4.1	4.4	4.3	0.0	0.0	0.0	-	-	55.1
小鹏	XPEV US	USD	11.39	10.8	1.9	1.1	0.8	-	-	245.7	3.9	4.2	4.1	0.0	0.0	0.0	-	-	52.1
理想	2015 HK	HKD	88.50	24.1	1.2	0.9	0.7	17.4	13.5	9.9	3.5	3.2	2.7	0.0	0.0	0.2	9.6	5.1	2.5
理想	LI US	USD	21.83	23.2	1.1	0.9	0.7	16.7	13.0	9.5	3.3	3.1	2.6	0.0	0.0	0.2	8.8	4.6	2.1
蔚来	9866 HK	HKD	34.85	9.3	1.0	0.7	0.6	-	-	-	5.3	12.6	191.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
蔚来	NIO US	USD	4.31	9.0	0.9	0.6	0.5	-	-	-	5.1	12.1	183.8	0.0	0.0	0.0	-	-	-
Rivian	RIVN US	USD	11.55	11.8	2.5	2.3	1.6	-	-	-	1.9	3.1	3.3	-	-	-	-	-	-
零跑	9863 HK	HKD	28.85	5.0	1.1	0.6	0.5	-	-	24.8	3.4	3.5	2.8	0.0	0.0	0.0	-	-	4.7
工程机械																			
中国重汽	3808 HK	HKD	22.25	7.9	0.6	0.5	0.5	8.9	7.7	6.7	1.3	1.1	1.0	5.5	6.7	7.9	4.2	2.4	1.8
中国重汽	000951 CH	CNY	16.22	2.6	0.4	0.3	0.3	13.6	10.9	8.9	1.2	1.1	1.0	3.8	4.8	5.4	3.4	2.4	1.5
潍柴动力	2338 HK	HKD	10.88	15.1	0.5	0.5	0.4	7.7	6.7	6.1	1.0	1.0	0.9	6.7	8.0	8.6	2.1	1.5	1.0
潍柴动力	000338 CH	CNY	13.28	15.1	0.5	0.5	0.4	10.3	8.9	8.0	1.3	1.2	1.1	5.2	6.3	6.7	2.2	1.6	0.9
三一重工	600031 CH	CNY	17.36	20.3	1.9	1.7	1.5	23.8	18.5	14.8	2.0	1.9	1.7	1.6	2.1	2.6	14.7	12.1	9.6
中联重科	1157 HK	HKD	5.22	8.0	1.2	1.0	0.9	10.3	8.1	6.5	0.7	0.7	0.7	6.4	7.4	8.2	11.3	7.6	6.6
恒立液压	601100 CH	CNY	53.60	9.9	7.4	6.4	5.5	27.7	23.3	19.6	4.5	3.9	3.4	1.3	1.5	1.8	20.6	17.0	13.9
山推股份	000680 CH	CNY	10.79	2.2	1.2	1.0	0.9	17.1	13.5	11.2	2.6	2.2	1.9	1.4	1.9	2.1	10.4	7.7	6.0
柳工	000528 CH	CNY	11.29	3.1	0.7	0.6	0.5	14.3	10.6	8.2	1.3	1.2	1.0	2.2	2.9	3.7	11.0	8.2	6.6
两轮车																			
小牛	NIU US	USD	1.79	0.1	0.3	0.3	0.2	-	2595.2	-	1.1	1.0	-	0.0	0.0	0.0	-	-	-
绿源	2451 HK	HKD	6.50	0.3	0.5	0.4	0.4	15.7	13.0	11.0	1.5	1.4	1.3	1.3	1.7	2.0	8.8	7.0	5.4
雅迪	1585 HK	HKD	12.22	4.9	1.1	0.9	0.8	14.0	11.3	9.6	3.6	3.0	2.4	3.5	4.3	5.1	9.0	6.6	5.0
九号	689009 CH	CNY	43.72	4.3	2.2	1.7	1.4	26.3	10.2	5.1	0.6	0.6	0.4	6.9	9.0	11.5	17.2	12.3	9.1
爱玛	603529 CH	CNY	38.49	4.6	1.5	1.3	1.1	16.6	13.7	11.5	3.7	3.0	2.5	1.7	2.0	2.1	18.0	16.0	14.4
电池生产商																			
宁德时代	300750 CH	CNY	259.90	157.9	3.0	2.6	2.2	22.3	18.2	14.9	4.8	4.1	3.4	1.4	1.5	1.8	11.5	9.0	7.1
国轩高科	002074 CH	CNY	23.22	5.8	1.1	0.9	0.8	46.8	30.0	21.5	1.6	1.5	1.4	0.6	0.7	1.0	18.4	15.4	13.0
欣旺达	300207 CH	CNY	23.18	5.9	0.8	0.7	0.6	25.4	19.8	16.2	1.8	1.6	1.5	1.0	1.4	1.9	10.6	8.4	7.3
中创新航	3931 HK	HKD	12.32	2.8	0.6	0.5	0.4	29.3	17.1	14.0	0.6	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	11.7	8.9	7.4
瑞浦兰钧	666 HK	HKD	15.00	4.4	1.5	1.0	0.8	-	23.7	14.9	2.8	2.5	2.1	-	-	-	27.0	8.6	6.3
亿纬锂能	300014 CH	CNY	48.95	13.8	1.9	1.5	1.3	22.3	17.5	13.8	2.6	2.3	2.1	1.1	1.3	1.8	16.1	13.6	10.0

*资料来源: 彭博, 交银国际 *收盘价截至 2024 年 11 月 27 日*

风险因素

1）以旧换新政策、补贴政策等不及预期，对乘用车、商用车、两轮车和电池销量造成不利影响；

2）出口销量受国外经济和政策因素等影响低于预期；

3）价格战持续对企业盈利能力产生不利影响。

图表 300: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价（交易货币）	目标价（交易货币）	潜在涨幅	最新目标价/评级发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	43.72	53.74	22.9%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.22	13.55	10.8%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.50	6.24	-4.0%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	22.25	26.49	19.0%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	10.88	18.60	71.0%	2024 年 03 月 14 日	重卡
175 HK	吉利汽车	买入	13.14	18.50	40.8%	2024 年 11 月 14 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	259.00	379.22	46.4%	2024 年 10 月 31 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.90	17.36	34.6%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	46.20	77.36	67.4%	2024 年 10 月 14 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	88.50	120.34	36.0%	2024 年 05 月 24 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	34.85	59.88	71.8%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.96	3.34	12.8%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet，交银国际预测，收盘价截至 2024 年 11 月 27 日

交银国际研究

行业剖析

医药行业

行业评级

领先

2025 年展望：拐点已至，政策空间可期

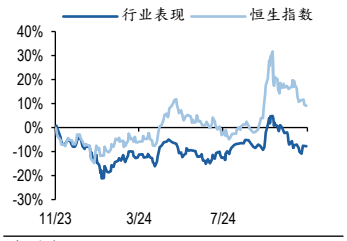
- **板块行情拐点已至，2025 年关注创新+基本面复苏两条主线：**医药板块在 2024 下半年终结了多年跑输大盘的颓势，我们看好 2025 年延续这一趋势的机会，考虑到：1）财政和医保/商保政策有较大宽松空间，医保收支压力有望显著改善；2）降息周期中行业投融资环境转暖迹象明显，创新药出海热潮延续；3）随着合规整治常态化、集采影响递减，基本面有望复苏，当前股价已充分反映市场负面预期。我们认为：1）短期内，宏观环境复苏+降息周期有望驱动整体板块反弹的 β 机会；2）α 机会可归纳为两条主线：a）创新能力突出且兼顾产品出海潜力；b）利空出尽后的估值底部+业绩反转的戴维斯双击机会。我们对于细分板块的偏好排序如下：
- **创新药——出海交易和产品销售驱动价值回归：**1）跨境 BD/收并购落地、海外临床/监管进展；2）全链条利好政策；3）医保收支情况改善趋势下的新增谈判品种和后续销售放量。推荐**康方生物（9926 HK）、传奇生物（LEGN US）、云顶新耀（1952 HK）、康诺亚（2162 HK）**等。
- **处方药——业绩增速和估值持续底部反弹：**集采和合规整治影响递减叠加新大单品上市放量，港股龙头收入和净利润增速有望重回或稳定在双位数。重点推荐**先声药业（2096 HK）、中国生物制药（1177 HK）**。我们也建议关注股息率高、有望受益于行业基本面改善的医药商业流通标的。
- **CXO——曙光已现：**生物安全法案的不确定性开始反转，2024 年 2 季度以来海外投融资持续回暖、订单复苏势头明显，CXO 行业景气度有望逐步触底回升。推荐细分赛道龙头**药明合联（2268 HK）和金斯瑞（1548 HK）**。
- **民营医疗服务——变局中优选高质量民营医院标的：**财政宽松、医保预付制度施行，推荐低基数反弹确定性强、竞争格局较好的专科标的如**海吉亚医疗（6078 HK）**，同时关注消费属性较强的民营医疗服务和医美标的。

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
阿斯利康	AZN US	买入	93.30	66.40	3.969	4.606	16.7	14.4	2.47	2.25	NA
百济神州	6160 HK	买入	159.00	113.70	-0.523	-0.229	NA	NA	6.15	5.77	NA
康方生物	9926 HK	买入	87.00	76.85	-0.302	0.934	NA	76.6	13.85	11.71	NA
信达生物	1801 HK	买入	60.00	38.40	-0.472	0.220	NA	162.7	4.74	4.45	NA
传奇生物	LEGN US	买入	76.00	42.69	-0.757	-0.269	NA	NA	NA	NA	NA
中国生物制药	1177 HK	买入	4.80	3.25	0.234	0.178	12.9	17.0	1.89	1.79	NA
和黄医药	13 HK	买入	40.40	27.45	-0.007	0.044	NA	80.2	NA	NA	NA
科伦药业	002422 CH	买入	42.50	31.05	1.853	1.956	16.8	15.9	2.51	2.33	NA
药明合联	2268 HK	买入	44.00	25.10	0.277	0.711	84.3	32.9	4.38	3.59	NA
金斯瑞生物	1548 HK	买入	28.75	10.48	1.082	0.030	1.2	44.5	0.79	0.78	NA
通化东宝	600867 CH	买入	14.00	8.41	0.635	0.733	13.2	11.5	2.05	1.81	NA
先声药业	2096 HK	买入	10.00	6.68	0.360	0.432	17.3	14.4	1.94	1.71	NA
荣昌生物	9995 HK	买入	24.00	17.02	-2.521	-1.963	NA	NA	2.45	2.77	NA
云顶新耀	1952 HK	买入	44.00	36.50	-3.104	-0.857	NA	NA	2.73	2.87	NA
康诺亚	2162 HK	买入	66.00	39.55	-2.969	-3.003	NA	NA	4.76	7.74	NA
海吉亚医疗	6078 HK	买入	24.50	16.36	1.257	1.483	12.1	10.3	1.84	1.41	NA
德琪医药	6996 HK	买入	4.40	0.66	-0.677	-0.349	NA	NA	NA	NA	NA
恒瑞医药	600276 CH	中性	45.00	48.68	0.896	0.980	54.3	49.7	7.11	6.40	NA
翰森制药	3692 HK	中性	20.40	18.64	0.750	0.681	23.1	25.5	3.51	3.08	NA
药明生物	2269 HK	中性	12.30	14.30	0.869	1.061	15.3	12.5	1.24	1.13	NA
石药集团	1093 HK	中性	5.80	5.05	0.425	0.425	11.1	11.1	1.53	1.43	NA
康宁杰瑞制药	9966 HK	中性	5.00	4.07	0.169	-0.100	22.5	NA	1.38	1.44	NA
百时美施贵宝	BMY US	沽出	33.10	58.78	-2.480	4.045	NA	14.5	4.25	3.75	NA
平均							**23.2**	**37.1**	**3.58**	**3.41**	**NA**

资料来源：FactSet、交银国际预测

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

丁政宁
Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

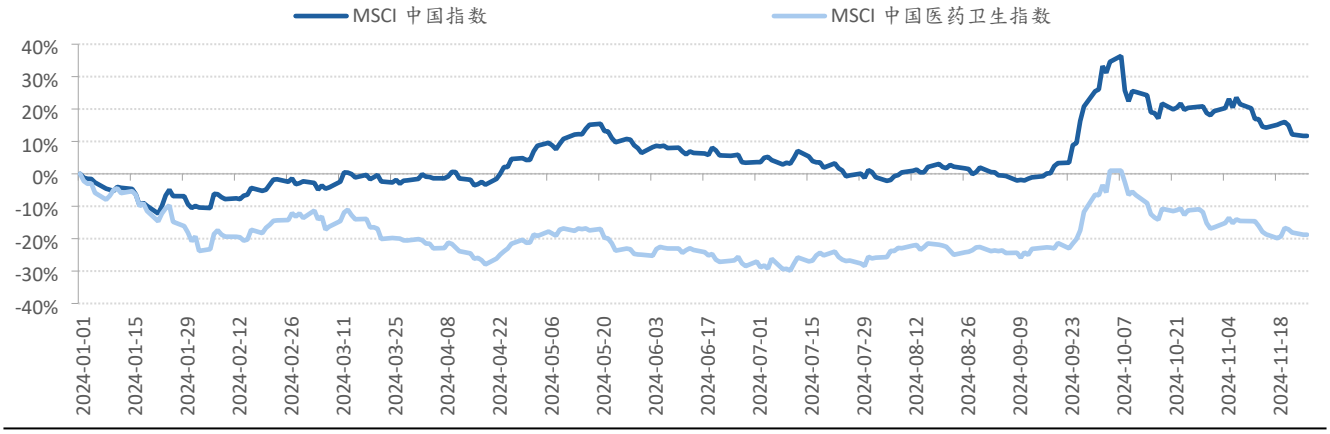
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

2024 年复盘：下半年扭转乾坤，估值处于修复周期

股价表现：上下半年分化明显，下半年跑赢大市

截至 2024 年 11 月 26 日收盘，MSCI 中国医药卫生指数年内下跌 18.8%，跑输 MSCI 中国指数（年内上涨 11.7%）30.5 个百分点，整体延续了 2021 年中以来的下跌趋势。在 2024 上半年的高利率环境下，医药行业由于受到国内外行业外部环境变化带来的情绪面+基本面双重影响，跑输大市幅度较大（-28.5% vs. +3.4%）。但进入下半年，得益于美联储降息周期的正式开启、行业合规整治常态化后业绩复苏态势良好、生物安全法案推进遇阻，低估已久的医药板块跑赢了大市（+18.5% vs. +16.5%）。

图表 301: MSCI 中国和 MSCI 中国医药卫生指数年初至今涨跌幅



*资料来源: 彭博, 交银国际 *数据截至 2024 年 11 月 26 日*

我们认为 2024 年影响医药板块走势的因素主要包括：

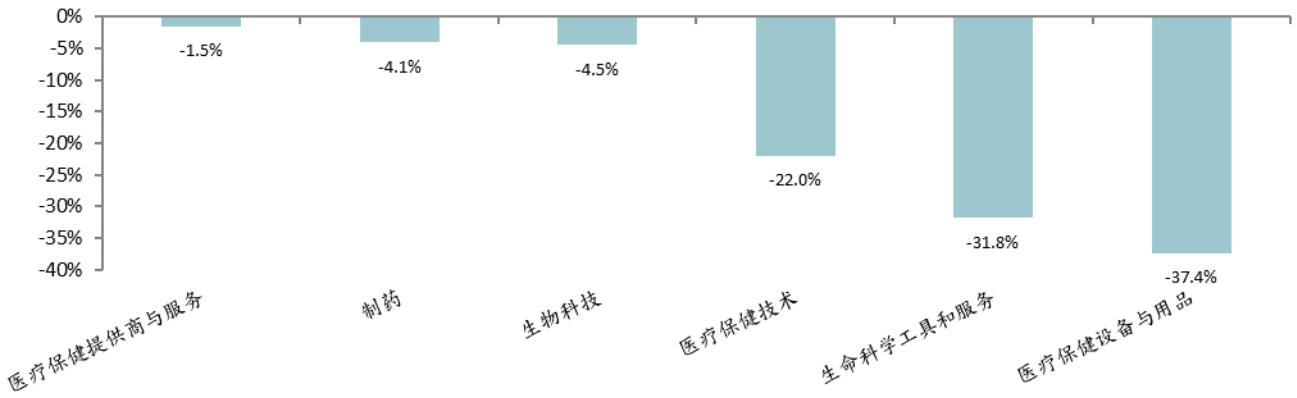
1）宏观环境变化：美联储的加息周期自 2022 年 3 月持续至 2024 年 9 月。在此期间，高利率对利率敏感型企业（包括未盈利生物科技、创新器械等）的估值和融资环境造成负面影响。2024 年 9 月 19 日，美联储宣布降息 50 个基点，并在 11 月 7 日进一步降息 25 个基点。随着降息周期的持续深入，市场风险偏好或将有所提升，成长性更高的创新药械企业可能在中短期内得到风险资金的更多青睐。此外，随着国内整体经济和消费环境改善、政策持续优化，消费属性较强的药品、器械、服务等领域的企业有望在未来迎来基本面复苏和相关标的投资机会。

2）医保控费和行业合规整治：医疗行业合规整治、更严格的医保审查以及全面执行 DRG/DIP 后的更严控费行为对医生处方行为形成了强约束，短期内院端需求出现一定波动。同时，各类集采持续提质扩面，价格管理也延伸至非集采药品，在此背景下投资者对企业的盈利能力产生较为悲观的预期。但进入下半年后，上述影响已基本进入常态化阶段，此前受影响较大的上市公司，在去年低基数的基础上录得较好的业绩反弹。随着集采的常态化，其对于相关企业的影响的逐步出清。全链条支持创新药发展、医保基金预付金制度、医疗设备更新换代、辅助生殖医保扩围等利好政策的集中落地也提振了板块投资情绪。

3）海外监管不确定性缓和：9 月 19 日，美国参议院发布 NDAA 草案，S. Amdt. 2166（生物安全法案）并未包含在内，意味着生物安全法案大概率无法联合其他法案立法，只剩单独立法途径，而年内单独立法可能性也有所下降。9 月 23 日，参议院的最新版 S.3558 号法案未纳入药明生物，但药明康德、华大基因、华大制造等依旧在列。根据美国立法流程，我们认为其他被提及的公司也有最终被除名的可能。

截至 2024 年 11 月 26 日，恒生指数年内上涨 12.4%，而恒生医疗保健指数下跌 19.2%，医药行业整体跑输大市。在细分板块中，各子板块均呈现下行趋势。具体来看，医疗保健提供商与服务（-1.5%）、制药（-4.1%）和生物科技（-4.5%）板块跌幅小于整体医药板块，医疗保健技术（-22.0%）、生命科学工具和服务（-27.1%）和医疗保健设备与用品（-36.0%）板块跌幅相对较大。

图表 302: 2024 年初至今恒生医药生物细分行业涨跌幅



*资料来源: 万得，交银国际 *截至 2024 年 11 月 26 日收盘*

基本面：外部扰动中业绩韧性强，前三季度医疗耗材、处方药业绩恢复较快增长，疫苗、诊断服务、CXO 有波动

前三季度 A 股医药板块整体业绩有所下行。2024 年前三季度，A 股医药板块各公司营业总收入同比-0.5%，扣非归母净利润同比-4.6%，在外部环境剧烈变动的一年中展现出强大韧性。分板块来看，前三季度业绩表现较优的板块包括医疗耗材、生物药、化学制剂，营业总收入分别同比+8.2%/+4.4%/+3.6%，扣非归母净利润分别同比+15.7%/-4.4%/+55.7%。正如我们此前的预测，处方药、创新药板块在去年同期合规整治低基数的基础上，2024 年 3 季度迎来较好复苏。表现较弱的板块包括疫苗、诊断服务、CXO，营业总收入分别同比-31.8%/-9.3%/-7.5%，扣非归母净利润分别同比-56.6%/-95.4%/-32.8%。

图表 303: 医药板块业绩表现

	营业总收入同比增长率（%）						扣非归母净利润同比增长率（%）					
板块名称	2020	2021	2022	2023	1-3Q23	1-3Q24	2020	2021	2022	2023	1-3Q23	1-3Q24
医药生物	**6.5**	**13.9**	**9.5**	**0.8**	**1.6**	**-0.5**	**29.1**	**51.8**	**10.5**	**-26.2**	**-22.5**	**-4.6**
化学制药	**-3.1**	**9.5**	**3.3**	**-0.1**	**1.4**	**3.5**	**30.0**	**-2.0**	**13.4**	**-22.2**	**-8.1**	**41.5**
原料药	4.6	15.2	7.0	-4.2	-2.3	3.4	70.2	-7.4	13.6	-40.3	-24.9	-1.4
化学制剂	-5.1	8.1	2.3	1.1	2.4	3.6	11.7	0.7	13.3	-11.7	0.2	55.7
中药	**-4.4**	**8.2**	**4.0**	**5.9**	**9.0**	**-3.2**	**-168.6**	**247.0**	**39.1**	**24.0**	**23.7**	**-8.8**
生物制品	**5.6**	**41.9**	**7.1**	**13.0**	**11.8**	**-16.5**	**7.2**	**547.4**	**-61.4**	**20.9**	**29.1**	**-31.8**
血液制品	11.6	17.0	19.6	15.1	20.3	-0.3	30.7	1.6	28.4	4.0	19.2	9.7
疫苗	20.2	54.2	8.9	6.9	4.7	-31.8	35.0	151.6	-27.1	-21.9	-15.5	-56.6
生物药	-9.3	38.4	1.7	21.8	20.6	4.4	-31.0	61.7	-940.1	44.0	60.0	-4.4
医药商业	**8.4**	**11.5**	**8.5**	**7.8**	**9.2**	**1.4**	**7.8**	**3.5**	**2.1**	**-2.3**	**2.2**	**-6.7**
医药流通	7.3	11.3	6.5	7.4	8.3	0.8	1.5	5.6	-7.6	-2.3	-2.3	-1.2
线下药店	25.0	14.3	30.2	10.8	17.0	7.2	33.5	-3.2	35.6	-2.4	18.0	-22.6
医疗器械	**59.0**	**19.7**	**21.6**	**-26.9**	**-28.6**	**1.1**	**178.9**	**15.2**	**18.6**	**-58.2**	**-58.8**	**-4.7**
医疗设备	27.7	14.0	13.6	8.8	13.5	-2.1	84.6	8.2	9.2	8.3	15.8	-14.6
医疗耗材	82.2	6.6	-15.4	-4.3	-4.0	8.2	226.5	-11.6	-56.8	-28.0	-20.4	15.7
体外诊断	78.8	40.3	70.7	-67.1	-69.9	-3.5	257.7	48.9	83.5	-89.6	-88.7	1.9
医疗服务	**16.0**	**31.4**	**32.9**	**-4.0**	**-3.5**	**-4.8**	**559.9**	**49.9**	**61.4**	**-15.2**	**-16.3**	**-29.8**
诊断服务	25.0	31.1	38.2	-39.8	-40.1	-9.3	181.4	46.1	18.0	-96.7	-87.1	-95.4
CXO	26.7	39.8	60.0	-0.9	1.8	-7.5	19.7	48.8	88.1	-13.2	-3.6	-32.8
医院	1.6	21.4	-2.5	27.2	23.6	1.5	104.9	80.7	-76.6	664.7	83.0	-8.6
其他医疗服务	30.9	21.5	5.1	0.6	0.8	5.1	120.0	427.7	-10.7	-25.3	-9.7	11.0

资料来源: 万得，交银国际

估值和机构持仓处于底部区间

估值：截至 2024 年 11 月 26 日收盘， MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 22.5 倍，相比 2021 年中阶段性高点 65 倍降幅达 65%，而且该估值水平低于过去五年均值 0.9 个标准差。虽然整体估值水平相较年中已有所修复，但和历史水平相比，板块仍处于明显低估的状态。分板块看，医药板块中大部分子板块估值倍数已低于过去五年均值。

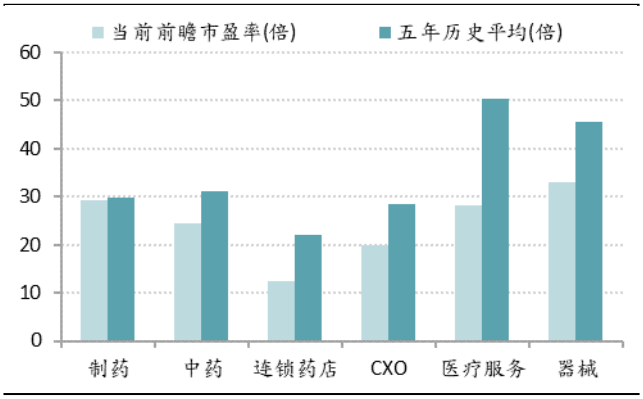
资金面：2024 年前三季度内资对 A 股医药板块的持仓出现回调，外资持仓略有增加。公募基金对医药板块的持股比例在总流通市值中下降至 12.8%（对比 2023 年 4 季度 13.6%），外资（陆股通）则略有回升至 2.9%（对比 2023 年 4 季度 2.8%）。港股医药方面，内资在前三季度继续加仓港股医药板块，而外资持仓微降，2024 年 3 季度末内外资在板块中的持股比例分别为 19.6%/34.4%，相比 2023 年 4 季度分别变动+3.6/-6.8 个百分点。

图表 304: MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率低于五年平均 0.9 个标准差



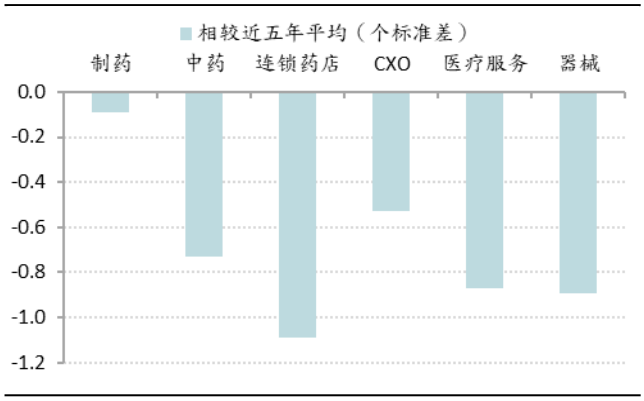
*资料来源: 万得，交银国际 *截至 2024 年 11 月 26 日收盘*

图表 305: 医疗行业子板块前瞻市盈率



*资料来源: 万得，交银国际 *截至 2024 年 11 月 26 日收盘*

图表 306: 医疗行业子板块前瞻市盈率较五年均值相距标准差



*资料来源: 万得，交银国际 *截至 2024 年 11 月 26 日收盘*

2025 年展望：板块迎来反弹机会，把握反弹确定性强、弹性大的个股机会

医疗行业合规整治从 2023 年 3 季度启动，在历经一年多的集中整治后逐渐步入常态化。同时，大多数处方药企的存量大品种已被纳入集采，负面影响日渐出清，第十批及后续批次仿制药集采的影响将逐步递减，但中药/OTC、器械/诊断等领域集采的范围和影响将进一步扩大。从全球环境来看，特朗普当选美国总统或将给 CXO 和医药供应链带来些许不确定性，但降息周期内订单复苏是大概率事件，同时创新药出海大趋势不改。当前医药板块的股价和估值仍处于底部区间，我们认为，市场负面预期已充分反映在当前股价中。考虑到板块投资性价比显著、机构持仓仍处于低位、全链条支持创新药相关利好政策持续落地，行业情绪有望跟随大盘逐步恢复，我们认为：1）短期内，宏观环境复苏+降息周期有望驱动整体板块反弹的β机会；2）α机会将来自**兼具较高反弹确定性和反弹力度的个股**，具体来看可归纳为两条主线：

1）**创新是行业长期发展的主题，关注创新能力突出且兼顾产品出海潜力的企业。**创新药研发是国家重点发展的生物制造新质生产力的最重要体现之一，随着《全链条支持创新药发展实施方案》的发布，我们认为未来更多利好政策将持续落地，有临床价值和新技术创新的创新药企有望得到重点支持。此外，考虑到优质资产的价格在低位徘徊、数家 MNC 药企开始面临核心品种专利悬崖，海外授权/收并购的交易热情或将在 2024 年底至 2025 年持续，而这些交易的出现对整个板块都是重要的催化剂。2025 年重点关注催化剂丰富的（BD 出海交易/海外研发进展、产品销售放量、盈亏平衡等）的创新药、创新器械等细分板块。

2）**利空出清后，把握估值底部+业绩反转的戴维斯双击机会，**包括：a）随着行业合规集中整治步入常态化、仿制药集采压力边际递减、创新产品持续放量，我们认为 2025 年处方药子板块业绩增长有进一步提速或维持在双位数水平；b）CXO 在经历了行业景气度下滑、下游投融资困境、生物安全法案等扰动后，订单复苏趋势明显，2025 年有望进一步转化为业绩复苏。c）政策宽松有望带动国内宏观和消费环境好转，民营医疗服务有望在低基数基础上恢复较快增长。

我们对于所覆盖的细分板块的偏好排序如下：**创新药>处方药>CXO>民营医疗服务**。

- **创新药——出海交易和产品销售驱动价值回归：**我们建议在选股时重点关注：1）更多跨境 BD/收并购落地、海外临床/监管进展；2）全链条利好政策；3）财政+商保支持、医保收支改善的趋势下，谈判新增纳入品种及后续销售放量。择时布局催化剂丰富且预期差较大的标的，关注临床数据读出和出海交易落地。推荐**康方生物（9926 HK）、传奇生物（LEGN US）、云顶新耀（1952 HK）、康诺亚（2162 HK）**等短期催化剂丰富、盈利高增长或盈亏平衡时间点明确、估值有较大修复弹性的创新药标的。
- **处方药——业绩增速和估值持续底部反弹：**集采和合规整治影响递减叠加新大单品上市放量，港股龙头收入和净利润增速有望重回或稳定在双位

数；同时加大分红和股份回购。重点推荐**先声药业（2096 HK）、中国生物制药（1177 HK）**。

- **CXO——曙光已现：**随着生物安全法案的不确定性开始反转，市场开始重新将注意力转向行业基本面，2024 年 2 季度以来海外投融资持续回暖、订单复苏势头明显，CXO 行业景气度有望逐步触底回升。我们推荐具潜力细分赛道龙头标的**药明合联（2268 HK）和金斯瑞（1548 HK）**。

- **民营医疗服务——变局中优选高质量民营医院标的：**2024 年前三季度板块受到整体消费环境波动及部分地区医保坏账的影响，增速不及预期。展望 2025 年，随着财政宽松、对医保进行补贴兜底，我们认为地方医保基金的收支情况和民营医疗机构的坏账情况均有望显著改善。我们推荐低基数反弹确定性强、竞争格局较好的专科标的，如**海吉亚医疗（6078 HK）**，同时关注消费属性较强的民营医疗服务和医美标的。

- 此外，**医药商业流通**标的有望受益于行业整体层面的基本面改善，较高的股息率使其在市场波动中也兼具一定防守性。可关注国药控股（1099 HK）、上海医药（2607 HK）、华润医药（3320 HK）等。

政策面：鼓励创新和国产替代、减轻支付压力大方向不变

2024 年前三季度，国家针对创新药械、仿制药等相关政策层出不穷。**整体来看，相关部门支持国产药械创新、鼓励国产替代、减轻医保和患者支付压力的大方向不变。**

1）**集采扩围提质方向不改。**第十批药品国采及第三批中成药集采已正式启动，截至目前，十轮药品带量采购共纳入 486 个品种，各企业的存量大品种也已相继完成集采，药品集采对医药行业的影响逐渐出清。第五批耗材集采涵盖了人工耳蜗类及血管介入类产品，这将有助于加速相关领域的国产替代进程。同时，地方耗材集采规则也在持续规范和完善中。

2）**新质生产力背景下，创新药政策东风已至。**2023 年 9 月，习近平总书记在黑龙江考察时首次提出“新质生产力”，对于生物制造行业而言，创新药研发是新质生产力的最重要体现之一。2024 年，创新药行业支持政策频出，国家层面发布《全链条支持创新药发展实施方案》，从中央层面对创新药发展予以多维度支持。地方层面也陆续跟随，北京、上海、广东相继出台创新药配套支持政策，进一步优化创新药行业的发展环境。

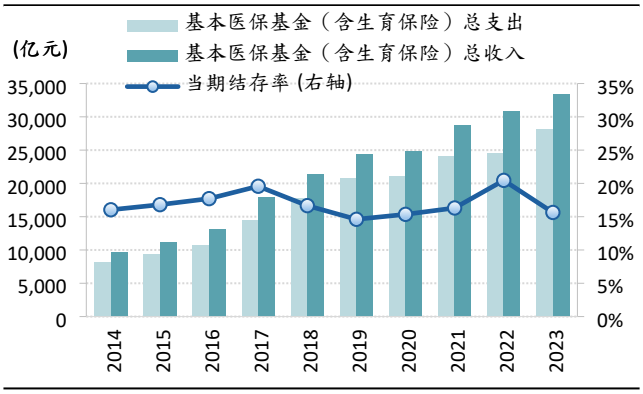
3）**大规模设备更新启动，财政发力激发设备更新动力。**包括江苏、广东、浙江在内的多个省份出台细则支持医疗设备更新。资金面上同样得到中央和地方政府的支持，其中人民银行宣布设立科技创新和技术改造再贷款，额度 5,000 亿元，利率 1.75%，旨在激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的支持力度。

进入 2025 年，我们认为扶持真实有效的医药创新、医保支付改革深化、药械集采扩围等政策大方向将和此前保持一致，利好政策的持续出台有望推动行业情绪和基本面预期稳步复苏。

医保基金运行整体健康良好，2025 年政策宽松空间可期

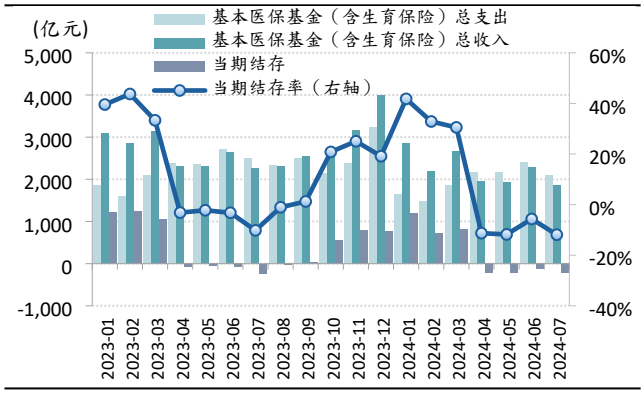
自 2018 年国家医保局成立以来，已连续七年开展医保药品目录动态调整，累计 861 种药品新增进入目录范围，其中 2024 年新增 117 种。2023 年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为约 3 万 3 千亿元及 2 万 8 千亿元，当期结存率 16%。进入 2024 年中，医保基金结余略有波动，但在 2023 年及以前年度，年中也曾出现类似波动、最终年度依旧录得正结余。因此，我们认为市场当前存在过度担忧的情况，并看好 2024 全年医保基金维持健康稳健的正结余。

图表 307: 中国基本医疗保险基金（含生育保险）年度收支（2014 年-2023 年）



资料来源: 国家医保局，交银国际

图表 308: 中国基本医疗保险基金（含生育保险）月度收支（2023 年 1 月-2024 年 7 月）



资料来源: 国家医保局，交银国际

展望 2025 年及以后，我们认为财政和商业保险将对医保形成较好补充，主要来自：1）地方财政压力缓解；2）财政有可能会对医保进行补贴兜底；3）宏观环境改善，医保基金收入有望恢复较快增长。医保结余的持续增长也将对创新药械支付提供更宽松的环境、减轻医疗机构的应收账款压力。

集采"扩围提质"方向不改，负面影响逐渐出清

第十批药品国采及第三批中成药集采正式启动。10 月 25 日，全国中成药第三批集采《全国中成药采购联盟集中采购文件》（征求意见稿）发布，宣布第三批中成药集采正式开启。此次中成药集采联盟地区进一步扩大至包含 31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团，采购品种清单涵盖了 20 个产品组，共计 95 个产品。11 月 1 日，国家组织药品联合采购办公室发布《关于开展第十批国家组织药品集中采购相关药品信息填报工作的通知》，宣布第十批国采正式启动。 此轮国采共纳入 62 个品种 263 个品规，其中共有 37 个注射剂大品种，占比近 60%。2018 年以来 10 轮药品带量采购已纳入 486 个品种，各企业存量大品种已相继完成集采，药品集采对于医药行业的影响逐渐出清。

第五批耗材国采启动，国产替代持续推进。本轮耗材国采当前共涉及两个品类，包括：

1）人工耳蜗类：2024 年 9 月 29 日，国家医用耗材联合采购平台发布《关于开展人工耳蜗类及外周介入类医用耗材集中维护工作的通知》，正式开启 2024 年度国采工作。人工耳蜗价格昂贵，内地市场发展与支付端政策密切相关。随着国采的纳入，人工耳蜗价格走低有望带来增量市场需求，为国产品牌创造市场份额替代空间。同时，外周介入行业也长期由外资主导，其进入集采后，在该行业有所布局的本土企业进院速度有望加快。

2）血管介入类：2024 年 10 月 16 日，河北医保局发布《关于血管介入类医用耗材省际联盟集中带量采购文件社会公开征求意见的通告》，河北省将牵头开展栓塞微球、血流导向密网支架、颅内球囊扩张导管、外周血管球囊扩张导管、外周血管介入导引通路共五类血管介入类医用耗材省际联盟带量采购工作。全国联采正式切入血管介入市场，有利于加速该板块的国产替代进程。

耗材集采规则逐渐规范和完善。整体耗材国采和省际联盟集采覆盖的器械品类持续扩张，扩围提质的方向不改，然而集采规则的制定日渐温和及完善。2024 年 10 月 7 日，国家医保局发布《国家医疗保障局对十四届全国人大二次会议第 2090 号建议的答复》，指明耗材集采规则及创新医疗器械落地使用的下一步工作考虑，耗材集采规则有望进一步规范和完善。

国家重点推进的新质生产力，创新药行业政策东风已至

发展新质生产力背景下，创新药配套支持政策持续加码。2023 年 9 月，习近平总书记在黑龙江考察时首次提出“新质生产力”，为新时代新征程加快科技创新、推动高质量发展提供了科学指引。作为新质生产力的重要体现之一，创新药行业在 2024 年迎来了支持政策的相继落地。2024 年 3 月，国务院《政府工作报告》首次将“创新药”纳入文件表述，明确要“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”。2024 年 7 月 5 日，国务院常务会议审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，从中央层面对创新药发展予以多维度支持，这极大的提振了市场信心，为创新药行业发展奠定了坚实的政策基础。

各地密集出台相关支持政策，鼓励创新药高质量发展。《全链条支持创新药发展实施方案》发布后，北京、上海、广东等地纷纷响应，出台创新药支持政策，从创新药临床研发、药械审评审批到应用推广等角度，进一步优化创新药行业的发展环境。我们认为，预计未来各地区针对医药创新发展的政策将持续落地，解决创新药企发展过程中的核心瓶颈，全面激发产业创新活力了，有临床价值和新技术创新的创新药企有望得到重点支持。

图表 309: 新质生产力相关政策梳理

时间	活动/会议/文件	具体内容
国家层面		
2023 年 9 月	黑龙江考察期间	首次提出"新质生产力"，为新时代新征程加快科技创新、推动高质量发展提供了科学指引。积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。
2023 年 12 月	中央经济工作会议	要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
2024 年 1 月	中央政治局第十一次集体学习会议	科技创新能够催生新产业、新模式、新动能，是发展新质生产力的核心要素。必须加强科技创新特别是原创性、颠覆性科技创新，加快实现高水平科技自立自强，打好关键核心技术攻坚战，使原创性、颠覆性科技创新成果竞相涌现，培育发展新质生产力的新动能。
2024 年 3 月	《政府工作报告》	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。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。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。开展"人工智能+"行动。
2024 年 3 月	十四届全国人大二次会议江苏代表团审议	1）发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点； 2）传统产业与新质生产力不是对立关系，关键是要用新技术改造提升传统产业，积极促进产业高端化、智能化、绿色化，统筹推进传统产业升级、新兴产业壮大、未来产业培育； 3）发展新质生产力必须实事求是、因地制宜，紧密结合本地资源禀赋、产业基础、科研条件等开展。
2024 年 7 月	《全链条支持创新药发展实施方案》	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
地方层面		
2023 年 7 月	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	1）多方合作加强商业健康保险产品供给，推动商业保险公司开发覆盖更多创新药械的商业健康保险产品，形成与基本医保目录的有机衔接；2）加大购买商业健康保险政策支持力度；3）完善创新药械价格形成机制。积极争取国家有关部门支持政策，对谈判纳入国家医保目录的创新药给予更多扶持，鼓励医药企业创新；4）加快创新药械临床应用；5）加大创新药械医保支付支持。
2024 年 4 月	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024 年）》	1）取消医疗机构药品数量限制，全年药事会召开不少于 4 次。2）《中关村创新医疗器械产品目录》按季度更新，实施创新药械"随批随进"。3）对符合条件的新药新技术费用，不计入 DRG 病组支付标准。4）国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制。
2024 年 4 月	《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》	对创新药、改良型新药和生物类似药，在中国临床试验研发费用投入 1,000 万元以上的，根据其临床研发进度，分阶段最高按实际投入临床研发费用的 40%给予资助：完成 I、II、III 期临床试验的，经认定，分别给予最高 1,000 万元、2,000 万元、3,000 万元扶持，单个企业每年最高资助 1 亿元。
2024 年 4 月	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（征求意见稿）》	对完成 I、II、III 期临床试验阶段，分别给予最高 300 万元、500 万元和 1,000 万元一次性奖励。对获得药品注册证书并实现销售的，最高给予 1,000 万元奖励。
2024 年 10 月	《关于进一步推动广东生物医药产业高质量发展行动方案的通知》	围绕创新机制、提升产品、集聚产业、营造环境等，聚焦卡点堵点难点，提出 38 项重点任务和举措。力争到 2027 年，广东生物医药与健康产业集群规模超万亿元，规上医药工业规模超 5,000 亿元，进一步推动生物医药产业集聚成势，助力广东高质量建设生物医药强省。
2024 年 10 月	《关于印发浙江省创新医药技术医保支付激励管理办法（试行）的通知》	对符合条件的创新医药技术经申报和认定后，可纳入 DRG 点数付费激励范围。《激励办法》明确了纳入 DRG 激励的创新医药技术的认定条件、认定程序、激励措施及相关工作要求，自 2024 年 11 月 15 日起执行。

资料来源:：政府网, 公开信息整理，交银国际

2024 年医保谈判完成，持续鼓励创新

2024 年医保目录谈判于 2024 年 10 月 27-30 日进行，预计扩容后的新版医保药品目录将于 11 月底对外发布，2025 年 1 月 1 日起正式实施。作为《全链条支持创新药发展实施方案》发布后的首次国家医保谈判，此次医保谈判的目的除了平衡医保收支、提高药品可及性外，还以"加快创新药的临床应用"为重点，支持企业创新发展。

国谈品种数维持增长态势。此轮谈判国家医保局组织了 25 名来自全国各个省份医保部门的谈判专家与相关药品企业开展现场谈判和竞价，共涉及 127 家企业、 162 种药品，其中医保目录外药品 117 种，医保目录内谈判续约药品 45 种。国谈第一天涉及品种包括慢病、抗病毒、抗感染等；第二天涉及品种以肿瘤、糖尿病为主；第三天聚焦在肿瘤和中药领域；最后一天多为非独家竞价品种。

图表 310: 历届国家医保谈判情况整理

时间	参加谈判/竞价产品数(个)	谈判/竞价成功产品数(个)	谈判/竞价成功率	药品平均降价幅度
2018	18	17	94.4%	56.7%
2019	150	97	64.7%	60.7%
2020	162	119	73.5%	50.6%
2021	117	94	80.3%	61.7%
2022	147	121	82.3%	60.1%
2023	143	121	84.6%	61.7%
2024	162	-	-	-

资料来源: 国家医保局，交银国际

谈判药品中，新、中成药品种数为历史新高。自 2018 年国家医保局成立以来，国医保目录已经实现了"一年一调"。过去 6 年，已有累计 744 种药品被纳入，目录内的西药和中成药数量也增加至 3,088 种。此轮国谈中药品的特征包括：**1）药品新。**共有约 41 个国产独家创新药（含引进）通过形式审查，包括 2023 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日期间新获批上市的 28 个创新药，以及 2023 年 7 月 1 日以前获批上市的 13 个创新药。其中多款创新药为首次进行医保谈判，涵盖肿瘤、代谢、神经、罕见病等多个疾病领域。**2）中成药品种数历史最多。**今年参与国谈的目录外中成药品种创历史新高，大于 20 个，其中 8 个品种为 1.1 类新药。

国谈新增药品销售额有望快速提升。根据医保局统计，2023 年通过谈判新增进入医保目录的 105 个药品，2024 年前三季度惠及 797.8 万人次，9 月份药品销售额是 1 月份的 7 倍。经过过去 6 年的国家医保谈判，已有累计 446 个药品进入医保目录，协议期内医保基金累计支出超过 3,400 亿元，惠及人数超过 8 亿人次，带动相关药品销售总额近 5,000 亿元，累计为群众减负超过了 8,000 亿元。此外，统计数据还显示，目前全国公立医院采购的药品中，目录内药品采购金额占比已超 90%。

图表 311: 2024 年医保目录调整重点品种（交银国际研究覆盖公司）

公司	品种	谈判类型
百济神州	替雷利珠单抗注射液	新增适应症（1L HCC、1L ES-SCLC）
	泽布替尼胶囊	新增适应症（≥2L FL）
	注射用戈舍瑞林微球	新增适应症（乳腺癌）
	注射用贝林妥欧单抗	目录外
	达妥昔单抗β注射液	目录外
翰森制药	甲磺酸阿美替尼胶囊	协议到期续约
	甲磺酸氟马替尼片	协议到期续约
	聚乙二醇洛塞那肽注射液	协议到期续约
恒瑞医药	富马酸泰吉利定注射液	目录外
	氟唑帕利胶囊	新增适应症（卵巢癌一线维持治疗）
	羟乙磺酸达尔西利片	协议到期续约
	奥特康唑胶囊	目录外
	注射用卡瑞利珠单抗	新增适应症/协议到期续约（仑伐替尼经治二线 HCC）
	瑞维鲁胺片	协议到期续约
	脯氨酸恒格列净片	新增适应症/协议到期续约（与二甲双胍和瑞格列汀联用，对二甲双胍血糖控制不佳人群配合饮食和运动改善 2 型糖尿病血糖控制）
康方生物	卡度尼利单抗注射液	目录外
	依沃西单抗注射液	目录外
	派安普利单抗注射液	目录外
科伦药业	ω-3 甘油三酯（2%）中/长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（16%）注射液	目录外
	复方氨基酸（16AA-Ⅱ）/葡萄糖(48%)电解质注射液	目录外
	注射用头孢他啶阿维巴坦钠/氯化钠注射液	目录外
	中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（36%）	协议到期续约
	注射用头孢他啶/5%葡萄糖注射液	协议到期续约
和黄药业/阿斯利康	赛沃替尼片	协议到期续约
石药集团	纳鲁索拜单抗注射液	目录外
	恩朗苏拜单抗注射液	目录外
	丁苯酞氯化钠注射液	协议到期续约
	丁苯酞软胶囊	协议到期续约
石药集团/倍而达	甲磺酸瑞齐替尼胶囊	目录外
信达生物	托莱西单抗注射液	目录外
	奥雷巴替尼片	新增适应症/协议到期续约（对一代和二代酪氨酸激酶抑制剂耐药和/或不耐受的慢性期 CML）
云顶新耀	布地奈德肠溶胶囊	目录外

资料来源:：政府网，公开信息整理，交银国际

图表 311:（续）2024 年医保目录调整重点品种（交银国际研究覆盖公司）

公司	品种	谈判类型
中国生物制药	贝莫苏拜单抗注射液	目录外
	盐酸安罗替尼胶囊	新增适应症（1L ES-SCLC）
	富马酸安奈克替尼胶囊	目录外
	派安普利单抗注射液	目录外
	枸橼酸依奉阿克胶囊	目录外
阿斯利康	甲磺酸奥希替尼	新增适应症/协议到期续约（联合培美曲塞和铂类化疗药物用于具有 EGFR L858R 置换突变的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗）
	注射用德曲妥珠单抗	目录外
	阿可替尼胶囊	新增适应症/协议到期续约（单药用于既往至少接受过一种治疗的成人 CLL / SLL 患者)
	醋酸戈舍瑞林缓释植入剂	协议到期续约
	赛沃替尼片	协议到期续约
	布地格福吸入气雾剂	协议到期续约
	格隆溴铵福莫特罗吸入气雾剂	协议到期续约
	利那洛肽胶囊	协议到期续约
	依库珠单抗注射液	新增适应症/协议到期续约（抗 AQP4 抗体阳性的 NMOSD）
BMS	玛伐凯泰胶囊	目录外
	氘可来昔替尼片	目录外

资料来源:：政府网，公开信息整理，交银国际

财政发力激发设备更新动力，设备更新市场需求充足

自 2024 年 3 月 7 日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》后，多个省份（包括广东省、江苏省、浙江省、湖南省、湖北省和北京市等）均已出台细则支持医疗设备更新。

资金面上也得到支持。中央层面：4 月 7 日，人民银行宣布设立科技创新和技术改造再贷款，额度 5,000 亿元，利率 1.75%，旨在激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的支持力度。各地政府也都在认真研究，会结合各自财力的实际情况，拿出一定的资金给予支持。

截至 2024 年 9 月 15 日，全国共批复项目金额 68.09 亿元。截至 9 月底，医疗设备更新采购意向预算总金额超过 110 亿元，项目总数为 372 个。进入 2025 年，我们认为意向采购意向有望进一步转化为院内招标采购公告，为医疗设备板块业绩提供充足增长动力。

图表 312: 国家和部分地区大规模设备更新政策梳理

时间	省份	政策名称	设备更新细则
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消品以旧换新行动方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
2024 年 4 月	广东	《推进卫生健康领域设备设施迭代升级工作方案》	到 2027 年，全省卫生健康领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上。到 2024 年底，更新医疗卫生机构医疗影像、放射治疗、远程诊疗以及手术机器人等设备 0.6 万台；到 2027 年底，更新以上设备超过 2 万台。到 2025 年底，全省救护车更新换代超 800 辆，达到国家院前急救设备配置标准。到 2027 年，1,800 间以上乡镇卫生院和社区卫生服务中心达到国家基本标准、700 间以上达到国家推荐标准。到 2024 年底，全省公共卫生机构更新换代实验室设备、执法应急设施 1,500 台以上，到 2027 年底共更新换代 3,000 台以上。
2024 年 4 月	湖北	《湖北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	强化医疗设备改造。加快推进全省数智化病理服务体系建设，支持各地建设规范化的区域病理诊断中心。加快以电子病历为核心的医院信息系统建设。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像类、放射治疗类、远程医疗类、手术机器人等医疗设备更新，提升基层医疗设备水平。实施医疗机构病房改造升级，增加二人间、三人间比例，完善无障碍化设施，力争到 2027 年，每年更新 CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备 300 台套，改造病床 10,000 个。
2024 年 4 月	浙江	《浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措》	开展以县级为重点的医疗装备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，到 2027 年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到 100%。支持具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，到 2027 年力争医疗装备投资规模较 2023 年增长 30%以上。
2024 年 4 月	北京	《关于印发进一步加强重点领域设备购置与更新改造贷款贴息实施方案的通知》	1）战略性新兴产业：医药健康：医药制造、医疗仪器设备及仪器仪表制造、CRO 与 CMO/CDMO 等平台服务体系涉及的设备购置与更新改造。细胞治疗与再生医学领域涉及的设备购置与更新改造。2）未来产业：基因技术领域涉及的设备购置与更新改造、合成生物领域涉及的设备购置与更新改造。3）先进制造与现代服务业融合发展：医药制造与健康服务融合："智能+"模式拓展远程健康管理、远程门诊、移动医疗、运动向导、精准照护等服务业态涉及的设备购置与更新改造，中医药同旅游、康养、教育、餐饮等产业融合发展涉及的设备购置与更新改造。4）社会投资公共服务：卫生健康：包括社会资本举办的综合医院、专科医院、中医医院、基层医疗卫生机构开展诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等涉及的设备购置与更新改造。养老：包括养老服务设施、医养结合服务设施、适老化改造涉及的设备购置与更新改造。
2024 年 4 月	湖南	《湖南省工业和信息化领域大规模设备更新实施方案》	2024、2025、2027 年工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 8%、15%、25%以上。开展医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。推动医疗卫生机构根据功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，淘汰更新已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医疗装备和信息化设施。鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗卫生机构服务器类、终端类、网络设备类、安全设备类等信息化设施更新换代，进一步提升医院数据互联互通、网络信息和数据安全、医院信息标准化建设水平。
2024 年 5 月	江苏	《江苏省推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	力争到 2027 年，工业、建筑、交通、农业、科教、文旅、医疗、能源环境等领域设备投资规模较 2023 年增长 30%左右；重点行业先进产能比重大幅提高，高质量耐用消费品市场份额显著增加，资源回收循环利用水平持续提升。
2024 年 5 月	国家发改委	《关于做好医疗卫生领域 2024 年设备更新工作的预通知》	加快重点医院先进医疗设备更新、推进县域医共体设备更新、加快城市医院设备更新换代、支持公共卫生机构设备更新等 4 项支持内容。
2024 年 5 月	国家发改委等四部委	《推动医疗卫生领域设备更新实施方案》	主要大型医疗设备百万人口拥有量基本达到中高收入国家平均水平，高端医疗设备短板加快补齐，县域基层医疗设备条件持续改善，有力支撑基层医疗服务能力提升和分级诊疗制度建设，应对重大公共卫生安全风险的医疗设备保障和应急能力明显提升。 医疗卫生领域设备更新所需资金，由超长期国债、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排对地方的医疗卫生领域设备更新项目，国债资金原则上按照东、中、西、东北部地区分别不超过项目总投资的 40%、60%、80%、80%的比例进行支持，享受特殊区域发展政策地区按照具体政策要求执行。
2024 年 7 月	国家发改委等部门	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排 3,000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换；对于符合《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》条件经营主体的银行贷款本金，中央财政贴息从 1 个百分点提高到 1.5 个百分点，贴息期限 2 年，贴息总规模 200 亿元。

资料来源:：公开资料整理，交银国际整理

预付金制度缓解医院回款压力，边际利好民营医疗服务

医保预付金制度缓解医院回款压力。2024 年 11 月 12 日，国家医保局、财政部办公厅联合发文，支持有条件的地区进一步完善预付金管理办法，通过预付部分医保基金的方式帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力。具体要求包括：

1）各统筹地区医保部门根据基金结余情况，商同级财政部门研究建立预付金制度，原则上该地区职工医保统筹基金累计结余可支付月数不低于 12 个月则可实施职工医保预付，居民医保基金累计结余可支付月数不低于 6 个月则可实施居民医保预付。2023 年已出现赤字或者按 12 个月滚动测算预计本年赤字的地区不能预付。

2）明确实施预付金的地区，原则上以过去 1-3 年医保基金月均支出额为基数，合理确定预付金的基础规模，并结合定点医疗机构年度综合评价、信用评价等情况进行调整，预付规模应在 1 个月左右。

3）该预付金主要用于药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出，不得用于医疗机构基础建设投入、日常运行、偿还债务等非医疗费用支出。药品和医用耗材集中带量采购医保基金专项预付按原规定执行。

民营医疗服务行业边际受益。我们认为，除医保基金直接结算的集采中选药耗品种和国谈药物外，医保施行 1 个月的医保预付（预计大部分统筹地区将满足预付实施条件），有望缓解医保定点医疗机构和商业配送公司的垫资压力、以及因医保拖欠垫付资金/报销款带来的坏账压力，从而有效降低医疗行业整体的债务风险。

海外投融资边际向好，国际化正当时

国际化一直是各大企业的战略方向。2023 年末至今，多款创新药赴美上市成功，且跨境 BD/收并购交易活跃，叠加海外投融资环境回暖，市场重燃起了对于创新药出海的期待。

1） **海外投融资边际向好。**2024 上半年海外新药融资案例数和融资总金额分别是 254 件和 134 亿美元，相较于 2023 年同期融资案例数减少了 9%，但总金额提高了 23%。

2） **跨境 BD/收并购交易活跃。**2023 年/2024 年前十个月分别完成 16 个/14 个总规模在 10 亿美元以上的 BD 交易。2023 年末至 2024 年初接连发生三起中国生物科技公司被海外药企并购的案例：阿斯利康收购亘喜生物（GRCL US）、诺华收购信瑞诺医药、Genmab 收购普方生物。

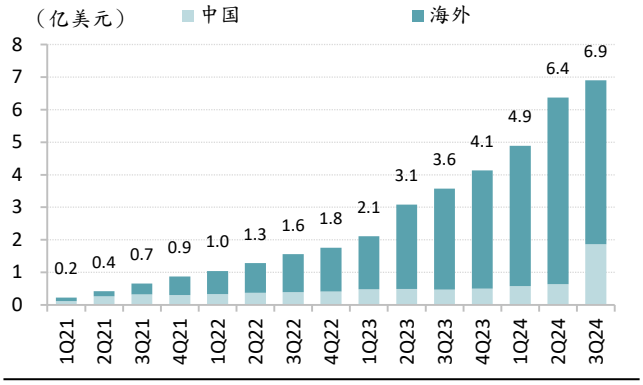
3） **国产创新药海外获批，打开商业天花板。**2023 年以来，三款国产创新药先后在美获批上市（包括亿帆医药的亿立舒®、君实的特瑞普利单抗、和黄的呋喹替尼）。

展望 2025 年，我们认为，考虑到优质资产的价格在低位徘徊、数家 MNC 药企开始面临核心品种专利悬崖，海外授权/收并购的交易热情或将持续，而这些交易的出现对整个板块都是重要的催化剂。

国产创新药海外获批，打开商业天花板

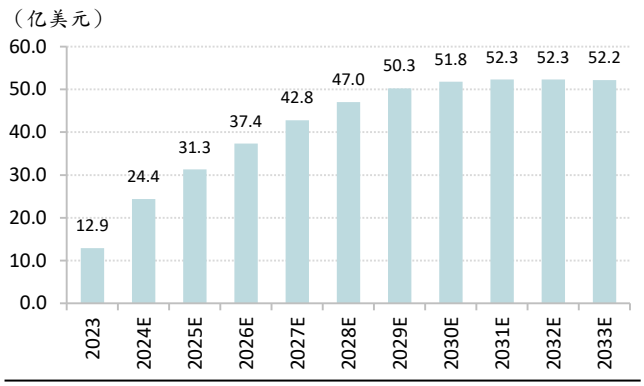
创新药出海一直是各大药企的战略方向。2023 年以来，三款国产创新药先后在美获批上市（包括亿帆医药的亿立舒®、君实的特瑞普利单抗、和黄的呋喹替尼），打开商业化天花板。第一款国产创新药泽布替尼于 2019 年 11 月首次被美国 FDA 加速批准上市，2024 年前三季度，泽布替尼全球销售额达 18.16 亿美元，其中中国/美国分别贡献 3.08 亿/15.09 亿美元，单季度销售环比迅速提升。

图表 313: 泽布替尼单季度销售额



资料来源: 公司资料，交银国际

图表 314: 泽布替尼销售额预测



资料来源: 公司资料，交银国际预测

伴随自主研发能力提升，中国创新药愈发受海外资本青睐

海外大药企看好性价比显著的国产创新药资产，BD/收并购交易活跃，反映产业资本对行业长期前景和创新药资产估值修复空间持乐观态度。随着中国创新药创新质量的提升，我们预计将有更多候选分子受到海外资本青睐。

BD：2023 年/2024 年初至今分别完成 16 个/14 个总规模在 10 亿美元以上的 BD 交易。分析近年来达成的大型 License-out 交易，我们观察到以下趋势：**1）MNC 大药企面临专利悬崖**，积极补足短板，在高利率环境下寻找性价比显著的创新药资产；**2）风口迅速切换，聚焦 ADC 等潜力赛道。**随着同靶点竞争日益拥挤、新型疗法快速迭代，2022 下半年/2023 年风口明显转向 ADC、双抗/多抗、CGT 等赛道；**3）聚焦高潜力疾病领域。**过去几年，肿瘤领域依旧最受海外药企关注，2023 年 10 亿美元以上的海外授权交易中，绝大部分围绕肿瘤创新药展开。此外，代谢和自免也是海外药企重点关注的方向。

收并购：2023 年末至 2024 年，接连发生三起中国生物科技公司被海外药企并购的案例：1）2023 年 12 月 26 日，阿斯利康宣布拟以 12 亿美元对价收购细胞治疗公司亘喜生物（GRCL US），相比公告前估值溢价约 100%。2）2024 年 1 月 5 日，诺华宣布收购信瑞诺医药，收购完成后，信瑞诺将整体并入诺华中国。3）2024 年 4 月 3 日，普方生物宣布将被丹麦生物技术公司 Genmab 收购，成为中国第一家被海外药企整体收购的 ADC 公司。4）2024 年 11 月 13 日，普米斯宣布与 BioNTech 达成股权收购协议，BioNTech 将以 8 亿美元预付款收购普米斯 100%已发行股本。另若达到双方约定的里程碑条件，将额外支付最高 1.5 亿美元的里程碑付款，交易总金额最高达 9.5 亿美元。但是，我们认为跨境收并购扩面尚需时日，主因：1）相比美国，中国生物科技公司的管线相对更庞大，单资产公司相对更少，而海外药企往往仅对其中一个或少数几个资产感兴趣；2）许多中国生物科技公司致力于成长为拥有综合研发和商业化能力的大型生物医药公司，尽管当前公司价值被明显低估，核心管理层和大股东往往对潜在收购方的意图和后续计划持有疑虑，或在心理上不愿接受公司被收购/不愿失去对公司的掌控。

图表 315: 2023 年以来 10 亿美元以上国产创新药跨境 license-out 交易

排名	合作项目	授权地区	授出方	引进方	总金额(亿美元)	交易达成时间
1	BL-B01D1（HER3/EGFR 双抗 ADC）	中国内地以外	百利天恒	BMS	84.0	2023 年 12 月
2	HRS-7535、HRS9531、HRS-4729（GLP-1）	大中华区以外	恒瑞	Hercules	60.4	2024 年 5 月
3	多个 RNAi 项目	全球	舶望制药	诺华	41.7	2024 年 1 月
4	LM-299（PD-1/VEGF 的双特异性抗体）	全球	礼新医药	默沙东	32.9	2024 年 11 月
5	IMM27M（CTLA-4）、IMM2510（PD-L1/VEGF 双抗）	大中华区以外	宜明昂科	Instil Bio	21.5	2024 年 8 月
6	YS2302018（小分子 Lp(a)抑制剂）	全球	石药集团	阿斯利康	20.2	2024 年 10 月
7	ECC5004（口服 GLP-1R）	全球	诚益生物	阿斯利康	20.1	2023 年 11 月
8	BB-1701（HER2 ADC）	大中华区以外	百力司康	卫材	20.0	2023 年 5 月
9	SR111、SR112、RIBO-Ga1STAR 平台（siRNA）	全球	瑞博生物	勃林格殷格翰	>20	2024 年 1 月
10	HS-20093（B7H3 ADC）	大中华区以外	翰森制药	GSK	17.1	2023 年 12 月
11	FG-M701（TL1A 抗体）	全球	明济生物	艾伯维	17.1	2024 年 6 月
12	DB-1303（HER2 ADC）、DB-1311（B7H3 ADC）	中国内地和港澳以外	映恩生物	BioNTech	16.7	2023 年 4 月
13	HS-20089（B7H4 ADC）	大中华区以外	翰森制药	GSK	15.7	2023 年 10 月
14	HRS-1167（PARP1）、SHR-A1904（Claudin 18.2 ADC）	中国内地以外	恒瑞医药	德国默克	14.0 (欧元)	2023 年 10 月
15	四款 TCE 双抗/多抗	全球	药明生物	GSK	15.0	2023 年 1 月
16	Ocedurenone（第三代非甾体类 MRA）	全球	亨利医药	诺和诺德	13.0	2023 年 10 月
17	CN201（CD19/CD3 双抗）	全球	同润生物	默沙东	13.0	2024 年 8 月
18	MTX-13（PTK7 ADC）	大中华区以外	麦科思生物	Day One	12.1	2024 年 6 月
19	多靶点新型分子胶降解剂、GlueXplorer 平台	全球合作开发	达歌生物	武田	12.0	2024 年 5 月
20	CMG901（Claudin 18.2 ADC）	全球	康诺亚/乐普生物	阿斯利康	11.9	2023 年 2 月
21	小分子抗肿瘤药	全球	百裕制药	诺华	11.7	2024 年 10 月
22	呋喹替尼	中国内地和港澳以外	和黄医药	武田	11.3	2023 年 1 月
23	LB2102（DLL3 CAR-T）	全球	传奇生物	诺华	11.1	2023 年 11 月
24	HBM9033（间皮素 ADC）	全球	和铂医药	辉瑞	11.0	2023 年 12 月
25	YL202（HER3 ADC）	全球	宜联生物	BioNTech	10.7	2023 年 10 月
26	PM8002（PD-L1/VEGF 双抗）	大中华区以外	普米斯	BioNTech	10.6	2023 年 11 月
27	YL211	全球	宜联生物	罗氏	10.5	2024 年 1 月
28	FS001	全球	昱言科技	Ipsen	10.3	2024 年 7 月
29	GQ1010（TROP2 ADC）	大中华区以外	启德医药	Pyramid	10.2	2023 年 4 月
30	ARTS-021 和一个临床前项目	大中华区以外	安锐生物	Avenzo	>10	2024 年 1 月

资料来源: 各家公司公告，交银国际

图表 316:主要中国生物科技公司 2024 年 BD 出海新进展预期

公司	后续海外授权机会	已授权出海项目后续新进展
荣昌生物	泰它西普、RC88、早期 ADC 项目	持续推进维迪西妥海外注册研究
康诺亚	TSLP、MASP-2、早期 CD3 双抗	CMG901 全球 PoC/注册临床推进
康方生物	卡度尼利单抗、CD47、NGF、早期 I/O 项目	依沃西单抗海外注册研究入组进展
信达生物	自研 I/O、ADC 及眼科项目	NA
和黄医药	SyK、CSF1R、第三代 BTK 等第二波、第三波创新项目	呋喹替尼海外销售放量情况、赛沃替尼全球注册
传奇生物	早期 CAR-T 项目	Cilta-cel 海外销售放量及新适应症审批情况、DLL3 CAR-T 后续临床推进
石药集团	siRNA、ADC 等技术平台	Claudin 18.2 ADC、Nectin-4 ADC、LP(a)等品种后续临床推进
恒瑞医药	多疾病领域综合临床管线	GLP-1、EZH2、TSLP、Claudin 18.2 ADC 等品种后续临床推进
翰森制药	EGFR/cMET ADC、Tyk2 抑制剂等	B7H3、B7H4 ADC 等品种后续临床推进
百济神州	早期 I/O 项目	NA

资料来源: 各家公司公告，交银国际

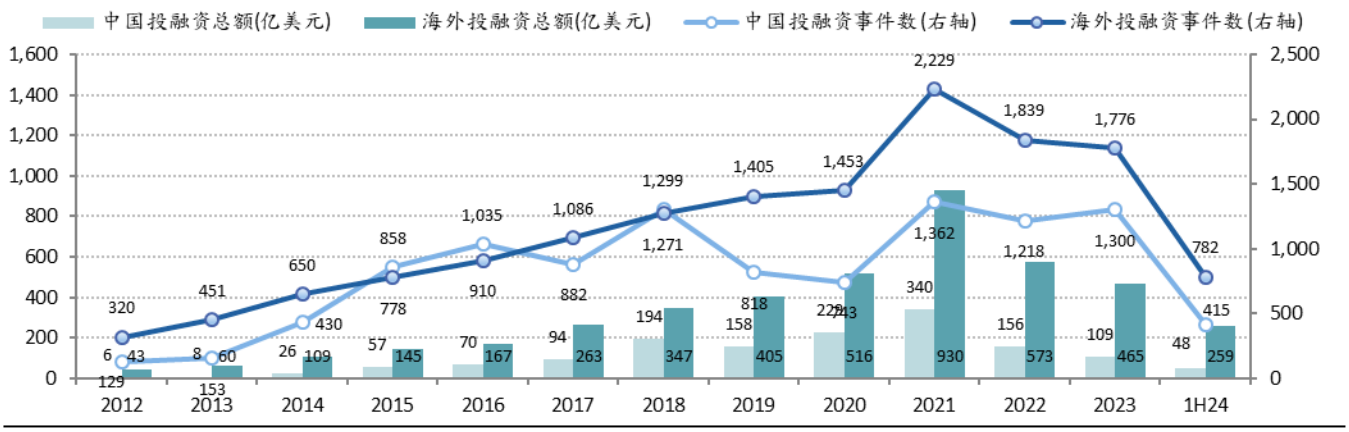
海外投融资边际向好

医疗健康领域投融资在经历 2020 年和 2021 年的巅峰后，于 2022 年出现下滑。2024 年至今，海外投融资金额企稳回升迹象明显。随着美国降息周期的开启，我们预计资金风险偏好和创新药资产的估值均有望提升。

海外：2024 上半年，海外医疗健康领域融资案例数和融资总金额分别是 782 件/259 亿美元，相较于 2023 年同期，融资案例数减少了 26%，但总金额提高了 11%，结束了 2022-23 年的下行趋势。

中国：2024 上半年，中国新药融资案例数和融资总金额分别是 415 件/48 亿美元，相较于 2023 年同期，融资案例数下降了 12%，总金额下降了 32%。中国单个项目投融资金额由 2020 年高峰时期的 0.31 亿美元下降 62%至 0.12 亿美元，下降程度明显大于海外。

图表 317: 中国及海外创新药投融资规模



资料来源: 动脉橙，交银国际

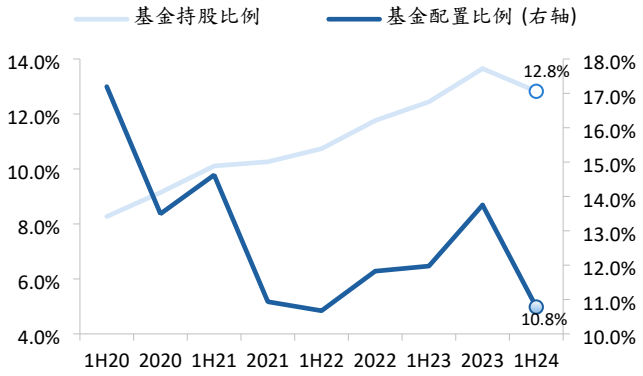
资金面：内资持续加仓港股医药

A 股医药板块 — 内资对医药板块持仓出现回调，外资持仓略有增加。2024 年前三季度，公募基金对 A 股医药板块的持仓开始回调，在总流通市值中的持股比例下降至 12.8%（对比 2023 年 4 季度 13.6%），外资（陆股通）持股比例则略有上升至 2.9%（对比 2023 年 4 季度 2.8%）。

港股医药板块 — 内资持续加仓，外资较上季度仓位微降。内资在 2024 年 1-3 季度继续加仓港股医药板块，而外资持仓微降，2024 年 3 季度末内资/外资在板块中的持股比例分别为 19.6%/34.4%，相比 2023 年 4 季度末分别变动+3.6/-6.8 个百分点。

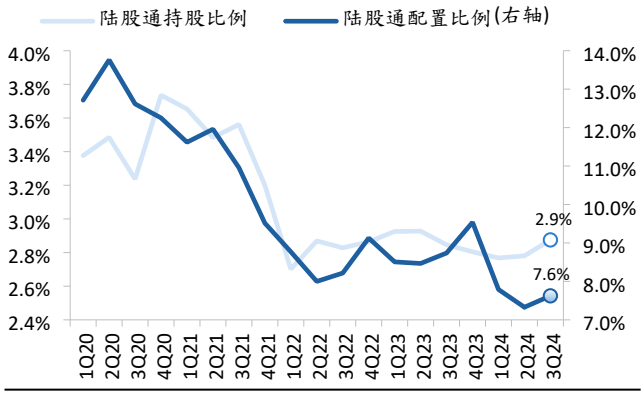
进入 2025 年，我们对于机构医药持仓有以下预期：当前 A 股医药板块机构持股比例和配置比例依旧低于历史水平，而对于港股医药内资持续加仓、外资仓位处于过去三年底部。考虑到板块估值仍低于历史均值，我们认为未来医药板块仍有较大机会吸引资金回流。

图表 318: 公募基金医药行业持股及配置比例



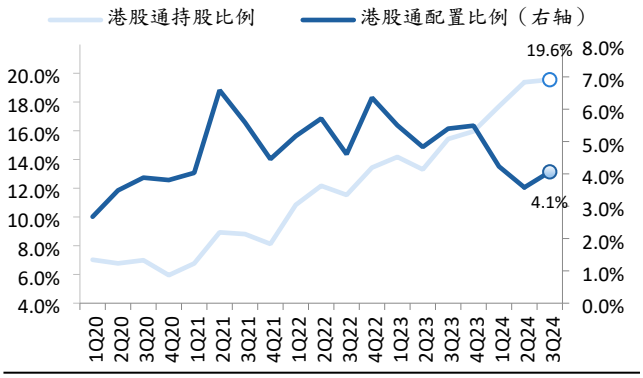
资料来源: 万得，交银国际

图表 319: 陆股通医药行业持股及配置比例



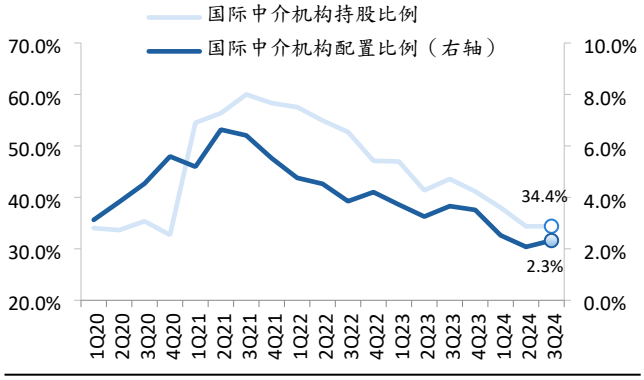
资料来源: 万得，交银国际

图表 320: 港股通医药行业持股及配置比例



资料来源: 万得，交银国际

图表 321: 国际中介机构医药行业持股及配置比例



资料来源: 万得，交银国际

图表 322: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
6160 HK	百济神州	买入	121.90	159.00	30.4%	2024 年 11 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	77.55	87.00	12.2%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	39.35	60.00	52.5%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	39.25	44.00	12.1%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	40.40	66.00	63.4%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	18.00	24.00	33.3%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	11.00	28.75	161.4%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	42.58	76.00	78.5%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	28.80	40.40	40.3%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.70	4.40	529.1%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.07	5.00	22.9%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	26.70	44.00	64.8%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	14.80	12.30	-16.9%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	16.60	24.50	47.6%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	66.36	93.30	40.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	58.74	33.10	-43.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
002422 CH	科伦药业	买入	32.66	42.50	30.1%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	6.82	10.00	46.7%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.30	4.80	45.5%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.49	14.00	64.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.18	5.80	11.9%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	49.99	45.00	-10.0%	2024 年 10 月 28 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	19.08	20.40	6.9%	2024 年 08 月 28 日	制药

资料来源: FactSet，交银国际预测，收盘价截至 2024 年 11 月 27 日

新能源行业

行业评级
领先

2025 年展望：政策预期与基本面重新平衡中，优先考虑防守性

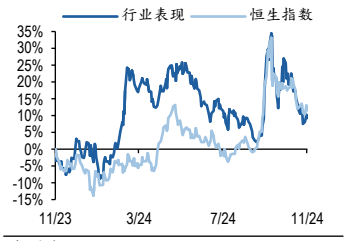
- **运营商：装机增长仍为盈利推动力，运营端改善视乎风速改善程度：**我们认为以下三大主题仍会在 2025 年延续：1）分红增长：我们覆盖的运营商 2024/25 年预期股息率平均在 5.9%/6.7%，仍有一定的吸引力；2）政策预期：对具补贴的新能源项目核查结果及由中央政府一次性加快发放补贴，我们认为在十四五收官的 2025 年应有所进展；3）盈利改善：如果全国风速同比改善，2025 年运营商仍有盈利端超预期的可能。

- **光伏：全行业亏损下供给侧改革预期强烈：**我们认为，由于行业亏损，光伏供给侧改革后续政策推出势在必行，利润率将持续改善；但光伏行业由民企主导，目前供给侧改革的方式和力度仍存不确定性。我们对各子行业的展望如下：1）逆变器：出口仍为增长助力，部分产品毛利率承压，但龙头企业仍可以量补价；2）光伏玻璃：行业集体减产后已供需平衡，价格回升可期；3）多晶硅：目前产能过剩幅度较大，大幅出清前价格难以明显上涨。

- **风电：新增装机将有突破，预期整机商利润触底:**随着内地整机商市占率逐渐稳定，加上未来一至两年内地及海外市场均有增长空间，我们亦留意到在 2024 年 2-3 季度，头部整机商风机销售的毛利率均出现环比改善，预期这趋势将延续至 2025 年，整体盈利增长则视乎风场出售总额。

- **我们目前对四个子板块的顺序为运营商>逆变器>光伏玻璃>多晶硅：**目前我们仍偏好高分红及估值较合理的运营商板块，预计 2025 年 1 季度业绩会有较好表现，我们以子行业中股息率靠前及具资产注入机会的中国电力（2380 HK/**买入**）作为我们 2025 年的行业首选。光伏行业方面，我们认为市场对供给侧改革的预期已相当充分，行业的进一步估值提升应视乎 2025 年利润率的改善。我们认为业绩增长相对较稳定的阳光电源（300274 CH/**买入**）及目前估值较低的信义光能（968 HK/**买入**）仍有估值提升的空间。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

郑民康
wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA
bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
阳光电源	300274 CH	买入	104.80	80.32	5.236	5.811	15.3	13.8	4.59	3.62	1.3
华润电力	836 HK	买入	25.02	17.98	2.502	3.450	7.2	5.2	0.93	0.83	5.6
中国电力	2380 HK	买入	4.56	2.97	0.364	0.504	7.6	5.5	0.85	0.79	8.4
信义光能	968 HK	买入	4.04	3.29	0.307	0.305	10.7	10.8	0.88	0.84	4.5
龙源电力	916 HK	买入	8.60	6.54	0.735	0.751	8.3	8.1	0.70	0.66	3.6
信义能源	3868 HK	买入	1.02	0.80	0.101	0.124	7.9	6.4	0.48	0.46	6.3
京能清洁能源	579 HK	买入	2.37	1.81	0.343	0.414	4.9	4.1	0.43	0.40	8.3
新特能源	1799 HK	买入	9.93	8.28	-1.163	-0.519	NA	NA	0.32	0.32	4.5
福莱特玻璃	6865 HK	中性	13.15	12.78	0.474	0.483	25.1	24.6	1.22	1.18	1.4
协鑫科技	3800 HK	中性	1.77	1.40	-0.143	-0.032	NA	NA	0.91	0.93	0.0
固德威	688390 CH	中性	57.10	47.27	0.613	2.490	77.1	19.0	3.71	3.26	0.4
大唐新能源	1798 HK	中性	1.92	1.99	0.263	0.305	7.0	6.1	0.70	0.64	3.2
凯盛新能	1108 HK	中性	3.80	3.95	-0.495	-0.152	NA	NA	0.55	0.56	0.0
平均							**17.1**	**10.4**	**1.25**	**1.12**	**3.7**

资料来源：FactSet、交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

运营商：装机增长仍为盈利推动力，运营端改善视乎风速改善程度

我们认为从目前行业及资本市场的发展来看，以下主题将在 2025 年延续：

- **分红增加：**在 2024 年 3 月的全年业绩期，国企及央企主动提升分红比率，叠加市场转向对价值型公司的偏好，增加分红的企业普遍在 2 季度有更好股价表现。目前按我们覆盖范围的公司，运营商分红率明显较高，但由于公司派息政策不一以及盈利同比变化所影响，目前我们预期运营商普遍 2024 全年分红不会有明显同比增长。虽然如此，我们覆盖的运营商 2024/25 年预期股息率平均在 5.9%/6.7%，仍有一定的吸引力。较值得留意的是预期分红同比仍会增加的中国电力。龙源电力则视乎 2024 年减值水平，我们认为仍有惊喜的可能性。

- **政策预期：**2024 年市场普遍对电改的看法是对运营商的盈利端带来利好，但目前除 2024 年已出台放宽限电率的上限外，仍有待后续政策落地。我们认为对加大社会绿电消纳的政策仍会按年提高，我们认为目前市场对电改的预期已有所下调，同时对绿电消纳的改善应需要更长时间。至于对具补贴的新能源项目核查结果及由中央政府一次性加快发放补贴，我们认为在十四五收官的 2025 年应有进展。

- **盈利改善：**目前我们覆盖的运营商主要为 2024 年因风速同比下降而受影响的运营商。除中国电力因去年大规模的收购增厚盈利基础，加上水电 2024 年来水情况大幅改善，是我们覆盖范围内仍保持盈利大幅度增长的公司。展望 2025 年，我们预计运营商装机将保持高增，如果全国风速同比改善，同时假设限电率没有进一步上升，2025 年运营商仍有盈利端超预期的可能。

图表 323: 运营商板块分红及盈利增长分析

年结 12 月 31 日		盈利同比 (%)			分红比率(%)			分红按年变化(%)		股息率(%)	
		2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
运营商											
龙源	916 HK	-0.6	2.2	31.1	30.0	30.0	30.0	-0.6	2.2	3.6	3.7
大唐新能源	1798 HK	-14.6	16.0	7.5	22.7	22.7	22.7	-14.6	16.0	3.2	3.7
华润电力	836 HK	9.4	37.9	21.1	61.9	40.0	40.0	-29.3	37.9	5.6	7.7
中国电力	2380 HK	69.1	38.7	29.1	61.4	65.0	50.0	76.3	8.4	8.4	9.1
京能	579 HK	-7.6	20.9	21.0	37.7	40.8	33.7	0.0	0.0	8.3	8.3
信义能源	3868 HK	-15.7	22.3	18.2	49.9	50.0	50.0	-15.5	22.3	6.3	7.8
平均		**6.7**	**23.0**	**21.3**	**43.9**	**41.3**	**37.7**	**2.7**	**14.5**	**5.9**	**6.7**

资料来源: 各公司资料，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 28 日收盘价

2024-25 年运营商普遍加快装机进度，2025 年以后或有融资需要

我们重申国企/央企新能源运营商未来两年将开始更积极推进项目，冲刺十四五装机目标。以下我们梳理了覆盖范围内主要运营商的装机目标及融资情况：

- **中国电力－十四五清洁能源在总装机占比将超过 90%：**目前最接近完成十四五目标（清洁能源在总装机的占比达 77%）的企业。在 2024 年 10 月开始了对水电资产重组的计划，预料在日后持有的 A 股公司作为水电发展的平台。除非公司需要额外资本注资至水电平台公司以保持股权占比，我们认为公司仍较倾向以银行贷款作项目融资。此外，公司维持整体回 A 计划不变。

- **龙源电力－十四五目标新增风光装机 30 吉瓦：**管理层重申十四五新增 30 吉瓦的目标（风/光各 15 吉瓦），自建项目方面，2024/25 年新增装机为 7.5/10.5 吉瓦，风/光装机应各占一半。目前在 2024 年 10 月收购母公司约 2 吉瓦的风光项目，短期内仍有另外 2 吉瓦可注入。因目前负债率仍有上升的可能，我们认为公司有股权融资的需要。公司应较倾向在 A 股增发作融资，唯时间点存不确定性。

- **华润电力－十四五目标风光装机新增 40 吉瓦：**十四五期间目标增加 40 吉瓦可再生能源装机的目标。华润电力的目标是到 2024 上半年完成 12 吉瓦的风电/光伏新增装机并网，我们目前仍预期华润电力将在 2024-25 年加快装机。公司早前在 2024 年 10 月已作增发，融资 72 亿港元。目前分拆新能源业务回 A 计划仍在推进。

- **大唐新能源－十四五目标风光装机到达 40 吉瓦：**公司十四五产能扩张计划是到 2025 年底达到 40 吉瓦，对比 2024 年中的 15 吉瓦，25 吉瓦的增量或有风险不能实现。由于收购计划不明确，我们认为公司暂未有急切股本融资需求。

图表 324: 主要运营商新增风光装机预测

年结 12 月 31 日	2021	2022	2023	2024E	2025E	十四五目标	目前完成程度 (1H24)
新装机(吉瓦)							
龙源	2.1	4.4	4.5	7.5	10.5	新增 30 吉瓦	新增 13 吉瓦
大唐新能源	0.8	1.1	1.2	1.8	2.1	到达 40 吉瓦	到达 15 吉瓦
华润电力	4.2	1.6	5.3	8.0	9.0	新增 40 吉瓦	新增 12 吉瓦
中国电力	3.2	5.0	13.4*	7.0	7.5	>90%*	77%*

*资料来源: 各公司资料，交银国际预测　*清洁能源在总装机的占比，计及收购*

图表 325: 运营商股本融资分析

年结 12 月 31 日	——负债/总股本比率(%)——			收购资产可能性	融资意愿
	2024E	2025E	2026E		
龙源	159	192	209	推进收购母公司资产	较倾向 A 股增发
大唐新能源	144	139	135	不明确	不明确
华润电力	138	130	119	没有明确意向	分拆新能源业务回 A
中国电力	171	170	163	重组水电资产	希望整体回 A

资料来源: 各公司资料，交银国际预测

光伏：全行业亏损下供给侧改革预期强烈

需求仍保持较快增长，美国市场风险加大

在光伏发电成本下降和各国能源转型推动下，光伏新增装机 2024 年在高基数下仍保持较快增长。2024 年前三季度内地新增装机 161 吉瓦，同比增长 24.8%，我们预计全年将达 255 吉瓦，同比增长 18%，尽管存在消纳等制约装机的因素，但在政府促进内需政策推动下，我们预计 2025 年仍将增长 10%至 280 吉瓦。

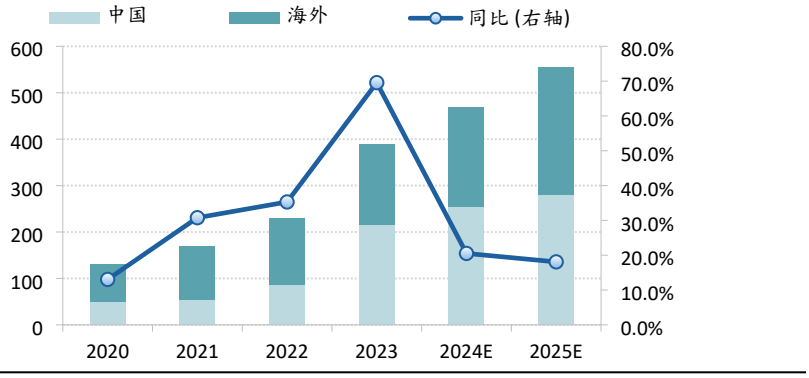
海外需求方面，根据中国光伏行业协会统计，2024 年 1-8 月中国光伏硅片、电池片、组件出口量为 47.1/36.4/170.3 吉瓦，同比增长 13%/39%/21%，合计 253.8 吉瓦，同比增长 22%。

2024 年 5 月美国商务部正式启动对东南亚四国电池、组件的双反调查，并于 10 月公布反补贴初裁，导致中国组件企业的东南亚产能对美出口受影响。11 月特朗普当选美国下一任总统，其计划减少对新能源的支持和提高进口商品的关税。我们预计这些政策将导致美国光伏装机增长放缓和中国光伏企业产品输美难度加大，但美国仅占全球装机约 10%，即使美国需求相比原先预计减少 20%，全球需求也仅将下降 2%，因此对多晶硅、玻璃等上游环节影响轻微，但对组件等盈利高度依赖美国高价市场的下游环节则影响较大。

我们预计 2024 年海外新增装机同比增长 24%至 215 吉瓦，其中印度、巴基斯坦、中东等新兴市场增长迅猛，欧美市场则受到高利率影响而增长较慢。在美国降息利好推动下，我们预计海外新增装机 2025 年将增至 275 吉瓦，增速提升至 28%。

综上，我们预计 2024/25 年全球新增装机将同比增长 21%/18%至 470/555 吉瓦，增速相比 2023 年的 70%放缓，但总体仍然较快。

图表 326: 全球光伏新增装机预测（吉瓦）

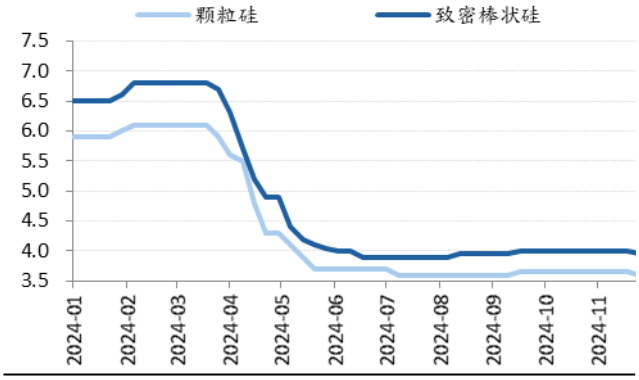


资料来源：中国光伏行业协会，交银国际预测

全行业亏损下供给侧改革预期强烈，有望加快产能出清

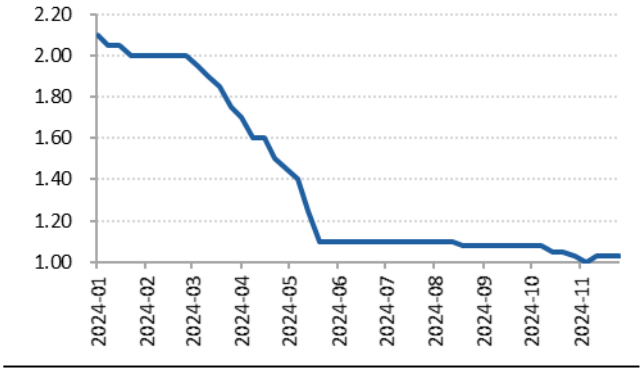
尽管需求仍保持较快增长，但近年来光伏各环节的快速扩产导致主材环节产能过剩，产品价格下跌。内地多晶硅/硅片/电池片/组件价格 2024 年以来跌幅达 38%/51%/43%/29%，目前市场主流的 TOPCon 组件均价为 0.71 元/瓦（人民币，下同），最低价至 0.62 元/瓦。在目前的低价下，光伏主材及辅材环节全行业亏损，而逆变器、支架等主产业链之外的光伏环节则由于同质化较低和海外售价较高而仍保持较高利润率。

图表 327: 内地多晶硅价格走势（万元/吨）



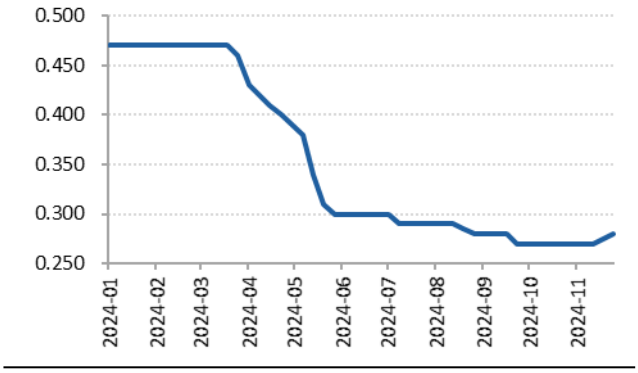
资料来源: Infolink，交银国际，资料截至2024年11月27日

图表 328: 内地 N 型硅片价格走势（元/片）



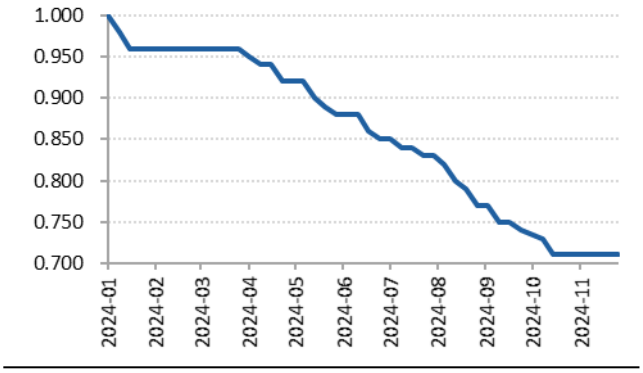
资料来源: Infolink，交银国际，资料截至2024年11月27日

图表 329: 内地 TOPCon 电池片价格走势（元/瓦）



资料来源: Infolink，交银国际，资料截至2024年11月27日

图表 330: 内地 TOPCon 组件价格走势（元/瓦）



资料来源: Infolink，交银国际，资料截至2024年11月27日

光伏行业已进入产能出清阶段，各环节均出现明显减产，推动近期价格企稳，但市场化出清需要价格在底部维持较长时间才能完成，此前市场普遍预期需要维持到 2025 下半年，但政府若能出台供给侧政策则可大大加速这一进程，我们看到在这方面已有诸多积极迹象。

7 月召开的中央政治局会议首次指出“要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”。8 月 1 日起《公平竞争审查条例》正式实施，明确规定没有法律、行政法规依据或者未经国务院批准，不得给予特定经营者税收优惠，选择性、差异化的财政奖励或补贴。

10 月 14 日光伏行业协会召开防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会。各头部企业就“强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”及行业健康可持续发展进行了充分沟通交流，并达成共识。光伏行业协会随后公开指出组件低于成本中标涉嫌违法，并公布当前一体化企业 N 型组件含税生产成本（不含折旧、运杂费）为 0.68 元/瓦，呼吁投标价格不应低于该成本。该呼吁起到了明显效果，此后的组件招投标中尽管仍有企业投标低于该价格，但中标候选人第一名均不低于该价格。我们认为该呼吁基本封杀了光伏组件价格继续下跌的空间，为上游价格修复营造了良好的环境。

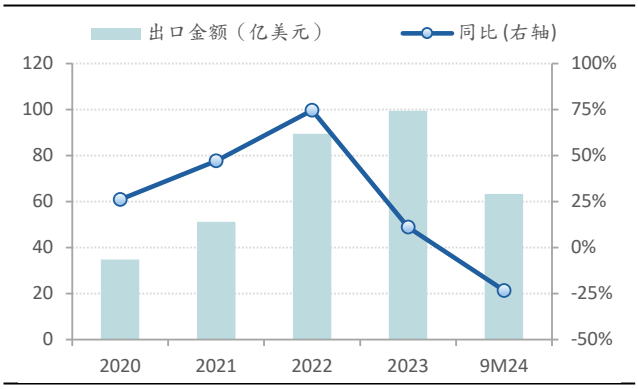
更为重要的是，据行业协会和企业反馈，近期政府已通过行业协会了解行业详细情况，正在针对光伏制造各环节制定供给侧改革政策，例如提高产品技术指标要求，其中多晶硅、光伏玻璃等高耗能环节或可通过提高能耗标准直接关停产能。在该信息刺激下，10 月下旬光伏板块股价大幅上涨，市场已形成对供给侧改革的强烈预期。

我们认为，光伏供给侧改革目前已成为政府和企业的共识，后续政策推出势在必行，有望加快产能出清，利润率将持续边际改善；但和此前进行供给侧改革的大多数行业由国企主导不同，光伏行业由民企主导，目前供给侧改革的方式和力度仍存不确定性；同时由于行业成本曲线趋于扁平，尽管产能出清后利润率将回升至合理水平，但也难以回到此前的较高水平，部分公司股价在大涨后或已充分反映了供给侧改革的利好预期，估值进一步提升有待政策落地。

逆变器：出口为增长动力，毛利率承压下龙头企业仍可以量补价

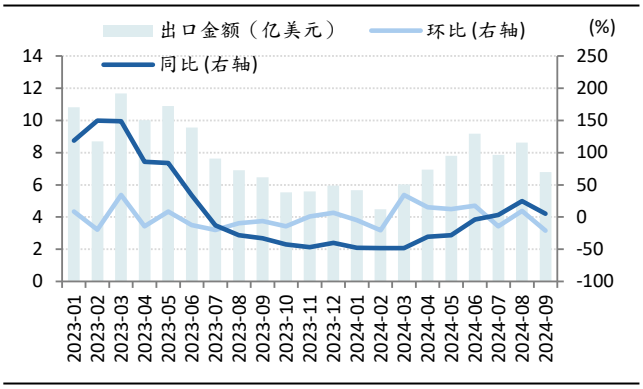
由于欧洲户储去库存，2023 年 4 月起逆变器月出口金额持续环比下降，并在 2024 年 2 月降至最低，但 3 月以来环比明显回升，6 月已回升至 2023 年 7 月以来的最高水平，此后 7-9 月由于台风、欧洲休假等短期因素则有所回落，同比增速 7 月起也转正，3 季度达 11%，2024 年前九个月同比降幅也由 2024 上半年的 35%收窄至 23%。增长主要来自印度、巴基斯坦、东南亚等新兴市场，欧洲恢复则仍较慢。

图表 331: 内地逆变器出口金额



资料来源: 海关总署，交银国际

图表 332: 内地逆变器月出口金额



资料来源: 海关总署，交银国际

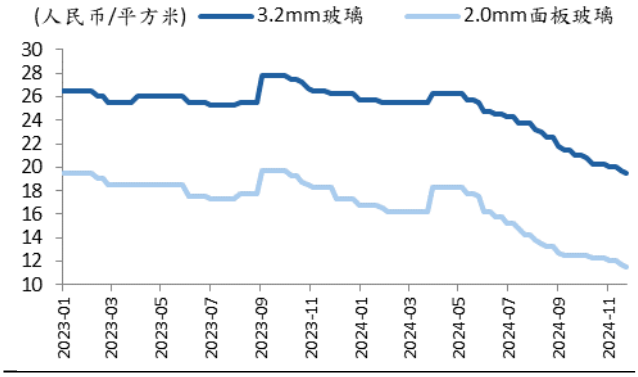
和光伏其他环节不同，逆变器环节同质化较低，且海外销售占比高，因此供过于求对售价影响较小，相反由于海外光储需求旺盛，部分企业 2024 上半年毛利率明显提升，例如阳光电源逆变器/储能系统毛利率同比分别提高 1.7/12.6 个百分点至 37.6%/40.1%。随着竞争加剧，我们预计部分产品目前毛利率或有下行压力，但仍可维持在相对较高水平，部分龙头企业凭借销量快速增长仍可以量补价。

光伏玻璃：行业集体减产后已供需平衡，价格回升可期

由于供过于求，2024 年 1-2 月光伏玻璃价格持续下跌，但 3 月组件产量环比大增约 50%，加之组件企业对此前较低的玻璃库存补库导致采购量超出实际需求，推动玻璃快速去库，4 月价格因此上涨 3%（2.0mm 面板上涨 2 元/平米但背板下跌 1 元/平米），加上纯碱和供暖季过后天然气价格下跌导致成本下降，行业利润率明显回升，但也推动大量新产能在 3-6 月点火。但组件从 6 月起明显减产，月产量至今尚未恢复至 3-5 月的高水平，而玻璃供给则快速增加，导致5月起累库至今，行业平均库存天数由4月最低时的不到20天增至目前的38天。在库存压力下，玻璃价格 5 月起下跌至今，2.0/3.2 毫米玻璃价格跌幅分别达 35%/24%。

成本方面，纯碱价格由年初的 2,870 元/吨跌至目前的 1,670 元/吨，随着光伏玻璃和浮法玻璃持续减产，我们预计纯碱价格仍有下跌空间。尽管纯碱价格大跌导致光伏玻璃成本下降，但仍不及玻璃价格下跌，导致光伏玻璃企业利润率下滑，2024 年 3 季度所有企业的光伏玻璃业务均已陷入净利亏损，一线企业凭借较大的成本优势毛利率仍为正，二三线企业则毛利率为负。

图表 333: 内地光伏玻璃价格走势



资料来源: 卓创资讯，交银国际，资料截至 2024 年 11 月 27 日

图表 334: 内地纯碱价格走势

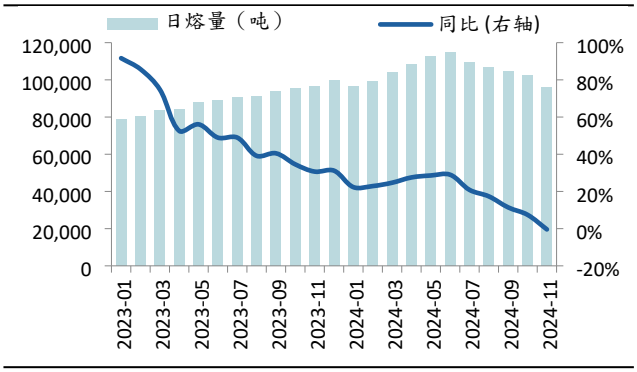


资料来源: 生意社 ，交银国际，资料截至 2024 年 11 月 27 日

7 月起行业开始大规模冷修，9 月起不再有新产能点火，内地名义日熔量由 6 月最高的 11.5 万吨持续降至目前的 9.6 万吨，降幅达 16%，由于部分在产产能也通过堵窑口减产，实际减产幅度或更大，目前已实现供需平衡，后续随着组件增产，玻璃有望进入去库周期，价格反弹可期。

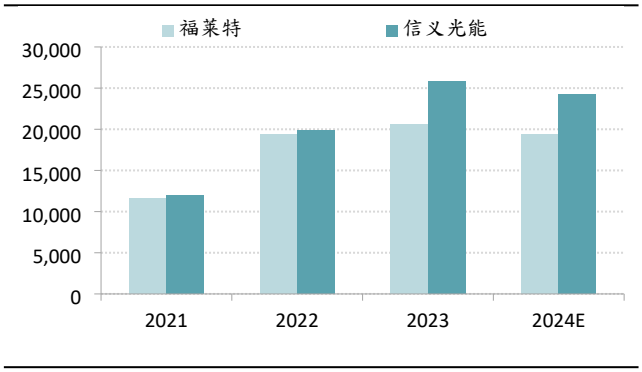
值得注意的是，两家一线企业之一的福莱特在 2023 年仅新增产能 1,200 吨的情况下，原本计划 2024 年点火 9,600 吨，但至今仅点火 2,400 吨并冷修 3,600 吨，目前在产产能降至 19,400 吨，仅和 2022 年底持平，和另一一线企业信义光能的产能差距由 2022 年底的 400 吨扩大至目前的 4,800 吨。我们认为福莱特短期内对市占率的重视程度明显下降，将有利于行业达成减产共识和竞争缓和。

图表 335: 光伏玻璃内地日熔量变化



资料来源: 卓创资讯 ，交银国际

图表 336: 福莱特和信义光能期末在产产能

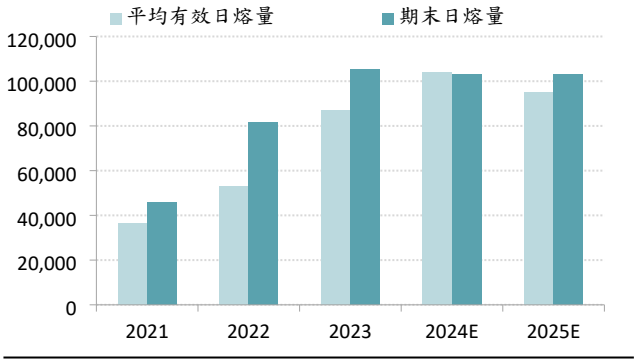


资料来源: 各公司资料 ，交银国际预测

在全球新增装机增长及双玻渗透率提高的共同推动下，我们预计 2024/25 年全球光伏玻璃日熔量终端需求同比分别增长 18%/15%至 8.7/10.1 万吨。

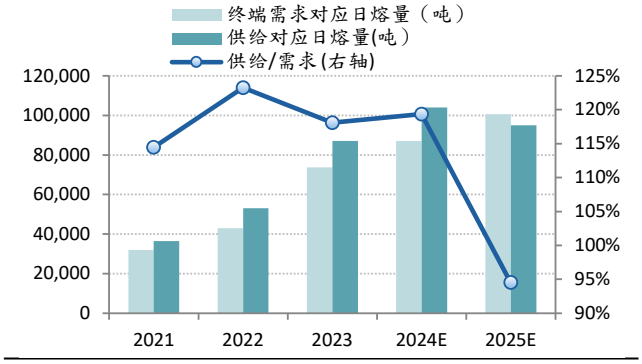
随着行业进入产能出清阶段，我们预计 2024 年底中国/全球在产产能将分别同比下降 0.6/0.2 万吨（或 6%/2%）至 9.4/10.3 万吨，多年来的产能持续增长阶段终结，预计 2024 年底全球在产产能仅为 2025 年需求的 1.02 倍，过剩幅度较小，2025 年底全球在产产能将同比持平，2024/25 年全球平均有效日熔量将分别同比+20%/-9%至 10.4/9.5 万吨，供需比将由 2023 年的 118%小幅提高至 2024 年的 119%，预料 2025 年将大幅下降至 95%，从而实现去库。分时段来看，我们预计 2025 上半年将供需平衡，价格仍将底部震荡，2025 下半年将进入实质性去库周期，价格将明显反弹，2026 年价格将进一步上涨，行业利润率将恢复至合理水平。

图表 337: 全球光伏玻璃供给预测（吨）



资料来源: 卓创资讯 ，交银国际预测

图表 338: 全球光伏玻璃供需对比

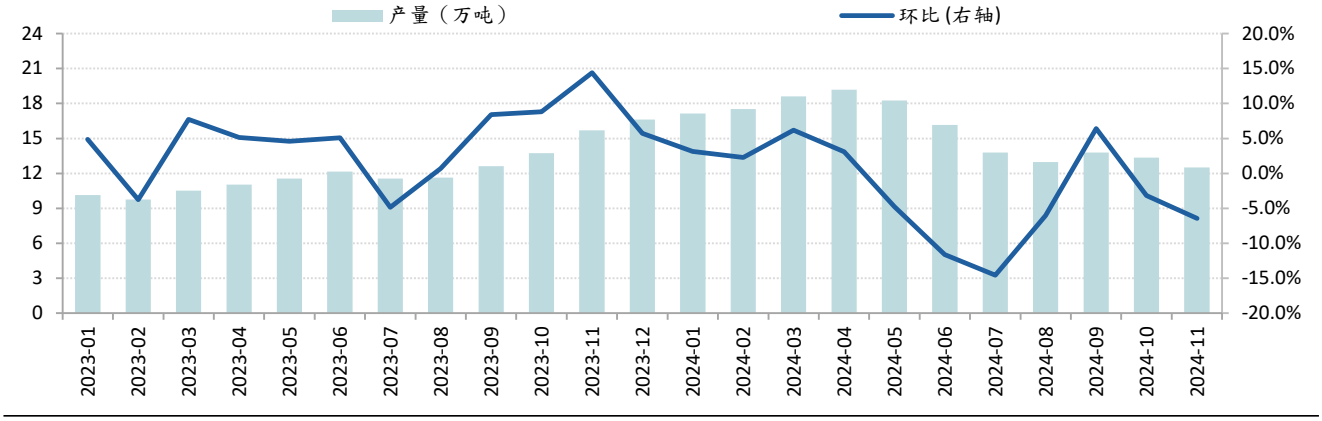


资料来源: 卓创资讯 ，交银国际预测

多晶硅：产能过剩幅度较大，大幅出清前价格难以明显上涨

在 2021-22 年的高利润率吸引下，多晶硅行业出现大量新进入者，原有企业也加速扩产，导致供给井喷。2023 年全球名义产能大增 72%至 226 万吨，产量大增 70%至 160 万吨。2024 年仍有新产能投产，内地多晶硅月产量由 2023 年 7 月的 11.6 万吨持续增至 2024 年 4 月最高的 19.2 万吨，可供生产多达 81 吉瓦硅片，远超 69.8 吉瓦的内地硅片最高月产量。同时由于硅片环节亏损，硅片从 4 月起持续减产，10 月产量已下降 37%至 43.6 吉瓦，导致多晶硅需求下降。在亏损和需求受压下，多晶硅 5 月起也持续减产，10 月产量已降至 13.4 万吨，相比产量最高点降幅也达 30%，但幅度仍不及硅片，因此行业从 2023 年 10 月至今仍持续累库，截至 2024 年 10 月底库存达 35.8 万吨。

图表 339: 内地多晶硅月产量



资料来源：硅业分会，交银国际

由于持续累库，根据 Infolink，致密棒状硅/颗粒硅含税价格由年初的 6.5/5.9 万元/吨分别下跌至 7 月最低的 3.9/3.6 万元/吨， 已低于所有企业的现金成本，由于亏损和多晶硅期货即将上市可吸纳部分库存，目前行业挺价意愿较强，推动价格 9 月分别小幅反弹至 4/3.7 万元/吨。

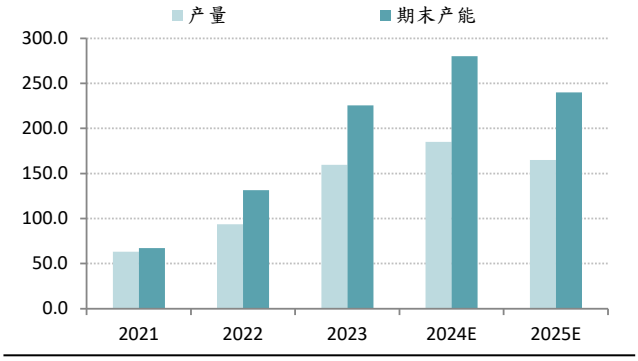
2024 年 10 月，硅业分会召集各多晶硅企业协调集体减产方案，各企业已对减产的必要性达成共识，但尚未制定具体方案。目前，除通威、协鑫两家单吨现金亏损最小的企业开工率较高外，其他企业开工率基本均已低于 50%，因此这 2 家企业的态度将很大程度上决定集体减产的效果。

11 月起云南、四川等重要多晶硅产地进入枯水期，水电供应将有所下降，电价将环比上涨，推升生产成本，因此该两省尤其是通威的产量有望大幅下降，从而推动行业减产。随着硅片 11 月去库完成后逐渐增产，我们预计多晶硅有望逐渐实现供需平衡和去库。但目前协鑫仍计划增产，通威在枯水期结束后也大概率将再度增产，两家龙头企业对市占率仍较为重视，因此我们预计去库过程将较为曲折，价格在落后产能大幅出清前难以明显上涨。

硅片薄片化和电池片转换效率提高导致单瓦组件硅耗持续下降，但在全球光伏新增装机增长推动下，我们预计光伏级多晶硅终端需求 2024/25 年将分别同比增长 16%/14%至 143 万/162 万吨。我们预计 2024 年底名义产能将同比增长 24%

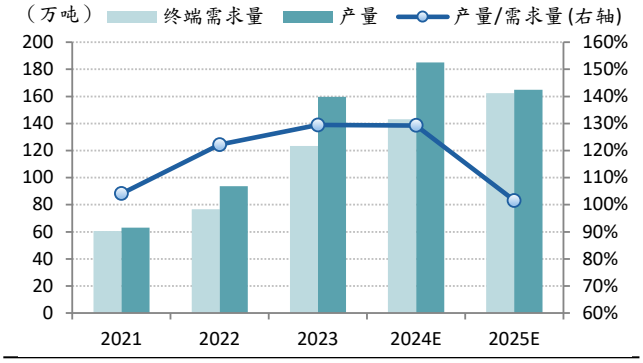
至 280 万吨，是 2025 年需求的 1.7 倍。 2024 年产量将增长 16%至 185 万吨，由于落后产能出清，2025 年底名义产能将降至 240 万吨，产量也将降至 165 万吨；供需比 2024 年将和 2023 年的 129%持平，2025 年则将大幅下降至 102%。我们预计多晶硅价格 2025 上半年仍将处于底部，下半年将回升至龙头企业的现金成本左右， 2026 年才将进入明显上行周期。

图表 340: 全球多晶硅供给预测（万吨）



资料来源: 硅业分会，交银国际预测

图表 341: 全球多晶硅供需对比



资料来源: 硅业分会，交银国际预测

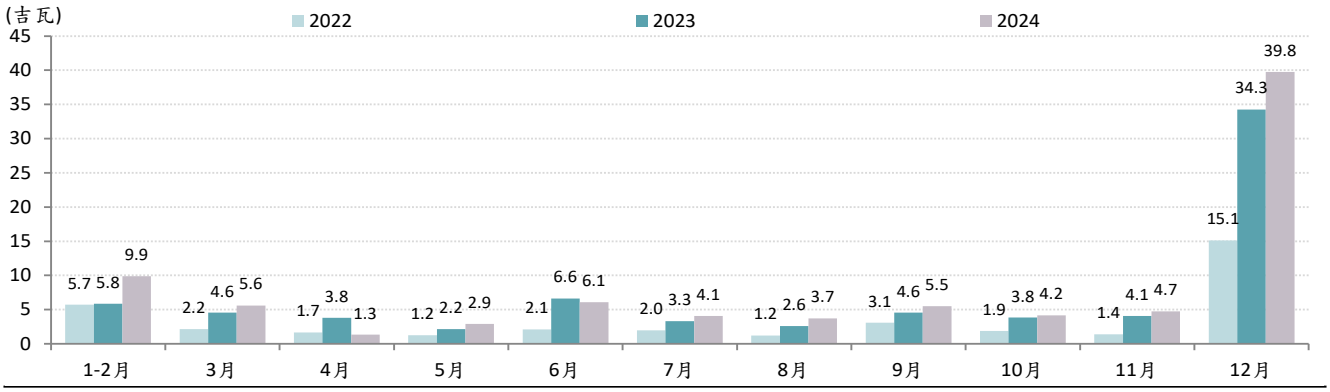
风电：新增装机将有突破，预期整机商利润已触底

招标及装机速度加快，2025 年小抢装可见度提高

2024 年，内地风电每月新增装机量平均录得超过 15% 的同比增长。2024 年前三季度总装机量达 39.1 吉瓦，同比上升约 17%，其中海上风电占约 1.5 吉瓦（去年同期为 1.43 吉瓦）。我们估计 2024 全年新增陆上/海上风电装机为 80/7 吉瓦，全年新增 87 吉瓦，同比增长 15%。目前 2024 年 3 季度内地风机公开招标量为 119.1 吉瓦，创出历史新高。我们认为运营商在十四五完结前会出现小型抢装现象的背景下，在 2025 年仍然保持较积极的态度，我们预料风电 2025 年新增装机仍将同比增长 13%至 98 吉瓦。

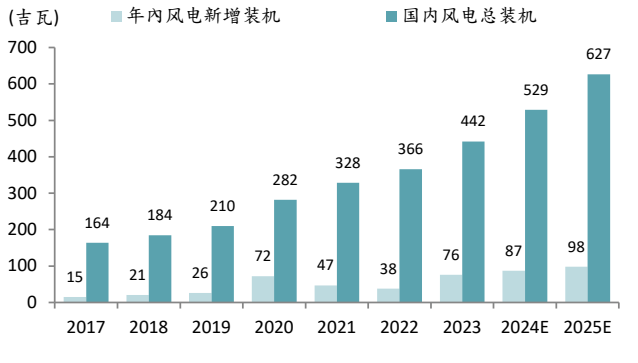
市场一直对内地海上风电的加速建设有较强预期，但在 2023-24 年间仍因为地方政府及企业需要协调海上安全/航道，项目水深/离岸距离等因素，令前期工作需时延长。在 2024 年前三季度内地海上风机招标量为 7.6 吉瓦，预期在 2025 年海上风电新增装机在 9-10 吉瓦，占全年总装机量 9-10%，略高于 2023-24 年。我们认为海上风电装机量的突破较大机会在十五五期间，特别是需要在深远海项目开发的增量出现较大增长。

图表 342: 内地风电 2024 年装机进度整体好于 2023 年



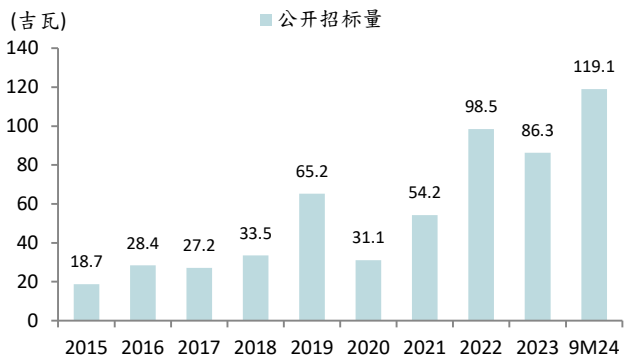
*资料来源：国家能源局，交银国际预测 *2024 年 10-12 月为交银国际预测*

图表 343: 内地风电装机在 2024-25 年稳定增长



资料来源: 国家能源局，交银国际预测

图表 344: 内地风机招标量在 2024 年创新高



资料来源: 金风科技，交银国际

内地整机商自发制约竞争，风机单瓦售价转向稳定

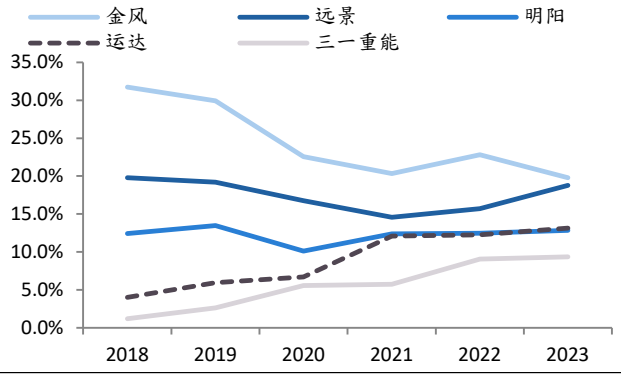
我们预期在未来一至两年内，头部风机整机商的市占率变化将维持目前格局，特别是前十名整机商已占近 99%的市场分额，前四位的企业的市占率已与 6-10 位的企业拉开距离。随着内地整机商市占率逐渐稳定，加上未来一至两年内地及海外市场均有增长空间，内地风电整机商的竞争程度有开始缓和的迹象。在 2024 年 10 月，内地十二家风电整机商签署了《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，并成立公约执行管理委员会和纪律监督委员会。这十二家包括目前市占率前十的整机商，在 2023 年市占率近 99%。自律公约要求包括不以低于其自身成本的价格销售产品，以及自觉抵制尽失公平的合同，不做无法兑现的承诺或超出一方能力范围的约定。我们认为以上协定应能推动头部企业的整机利润走出 2022-23 年的低谷。

图表 345: 2018-23 年内地整机商市占率及排名分析

年度销售 (吉瓦)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR (2018-23)
金风科技	6.71	8.01	12.28	11.38	11.36	15.67	18.5%
远景科技	4.18	5.14	9.13	8.15	7.82	14.88	28.9%
明阳智能	2.62	3.61	5.51	6.93	6.21	10.41	65.2%
运达股份	0.85	1.60	3.65	6.77	6.10	10.18	31.1%
三一重能	0.25	0.70	3.03	3.21	4.52	7.41	96.3%
中车风电	0.30	0.91	3.49	3.29	3.74	5.56	71.5%
中国海装	0.81	1.02	2.95	3.53	3.36	4.60	32.2%
电气风电	1.14	1.45	4.61	5.55	3.25	4.07	68.5%
东方电气	0.38	1.31	3.10	3.13	1.84	3.71	35.5%
联合动力	1.24	1.58	2.01	1.26	0.92	1.75	7.1%
其它	2.37	1.46	4.67	2.73	0.70	0.96	-21.6
合计	**21.14**	**26.79**	**54.43**	**55.93**	**49.82**	**79.2**	**30.2**
CR5	*75.2%*	*73.9%*	*64.6%*	*69.3%*	*72.3%*	73.9%	
CR10	*88.8%*	*94.6%*	*91.4%*	*95.1%*	*98.6%*	98.8%	

资料来源：CWEA，交银国际，排名以 2023 年前 10 名为标准

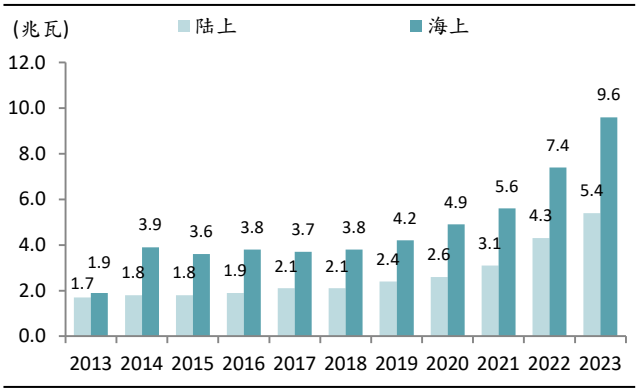
图表 346: 近年 CR5 整机商的市占率变化



资料来源：CWEA ，交银国际，排名以 2023 年前 5 名为标准

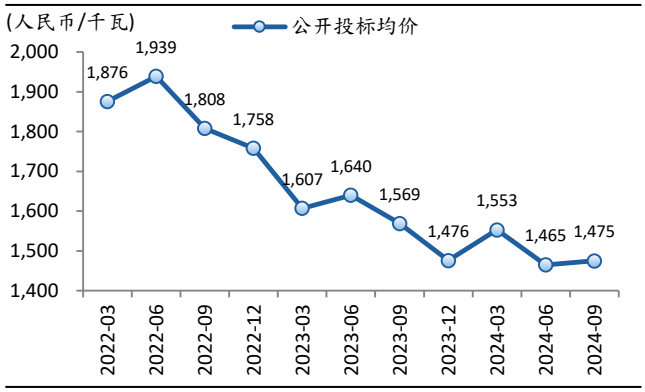
从头部整机商的手头订单及目前招标的数据显示，2024 年陆上/海上 6-8 兆瓦级/10-15 兆瓦级风机为内地市场的销售主流。目前我们预期大型化的趋势在未来一至两年稳步增长，预料 2025 年的内地陆上/海上风电平均单机容量将进一步往 6/10 兆瓦级以上方向提升。在大型化的前提下，我们认为应逐步拉低风机单瓦售价，但是自 2023 年 4 季度开始，内地风机招标单位价格仍能大致维持在人民币 1,500 元/千瓦的水平，这应是内地整机商利润率开始回升的一个信号。

图表 347: 内地风电装机单机容量继续上升



资料来源: CWEA，交银国际

图表 348: 内地风机招标价格近 4 季开始稳定



资料来源:金风科技，交银国际

预计整机商 2025 年整体毛利率将同比改善、盈利增长视乎风场出售

在 2024 年 2-3 季度，头部整机商在风机销售的毛利率均出现环比改善，例如金风科技在 2024 上半年的风机销售毛利率同比转盈至 3.8%，三一重能 2024 上半年的风机销售毛利率环比上升 6 个百分点至 15.1%。头部整机商的纯利增长在 2024 年 3 季度除明阳智能外，均录得较明显的同比增长，综合毛利率在内地销售竞争环境改善及出口订单增长下，已有稳定的迹象。我们较看好金风科技及三一重能的 2025 年整机毛利率持续改善，整体盈利增长则视乎风场出售总额。

图表 349: 头部整机商盈利情况触底

年结 12 月 31 日	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24*	3Q24*
毛利率 (%)											
金风科技	26.5	24.3	18.4	11.2	25.2	14.0	18.2	16.5	26.1	14.1	14.1
三一重能	25.9	28.1	24.5	20.8	29.0	20.7	14.9	14.4	19.7	14.2	14.9
明阳智能	26.5	24.8	18.5	12.3	13.4	20.1	13.2	(2.7)	20.6	17.3	10.3
运达股份	18.4	19.7	16.8	17.1	16.7	17.1	13.7	10.7	14.0	12.7	16.2
盈利按年增长 (%)											
金风科技	55.6	(44.7)	(68.4)	转亏	(26.9)	转亏	转亏	207.1	(68.4)	9,789.3	6,484.3
三一重能	31.6	(61.4)	5.8	24.4	(32.7)	107.0	(71.2)	40.0	(41.7)	(45.4)	228.7
明阳智能	495.7	12.2	(10.0)	转亏	转亏	(6.1)	(45.7)	转亏	转盈	(67.9)	(77.2)
运达股份	141.9	110.1	19.2	(36.3)	(41.6)	(70.0)	(69.0)	7.3	(24.8)	(70.4)	135.2

*资料来源: 各公司资料，交银国际 *2024 年中报后会计準则改动，质保费用已计入营业成本，此前毛利率数据没有重述*

风险因素

光伏制造供给超预期，竞争格局恶化：光伏制造各环节都有大量拟新增产能，这些产能若提前投产，将导致供给超预期，加剧产能过剩。同时各环节都有大量新进入者，其中不乏实力雄厚的企业，将导致竞争格局恶化，原有龙头的市占率可能降低。

光伏新增装机不及预期：消纳压力、项目收益率偏低等因素可能导致内地光伏需求不及预期。如果美联储降息慢于预期，将导致海外光伏项目融资成本仍处于高位，海外电价下跌将降低光伏装机积极性，美国光伏贸易、产业政策的不确定性可能导致其需求不能如期释放，以上因素都可能导致海外光伏需求不及预期。

风机大量化进度可能减慢：过去三年内地风机大量化速度明显，但目前在更大型机组的规模量产及质量控制方面如果出现问题，或者是在运营上出现意外事件令整机商需要减慢产品推出的节奏，这些因素均会导致整体内地风机大量化进度减慢。

风机出口进度仍可能受制于海外国家的相关要求：目前以北半球市场为主的成熟市场，开始对有明显成本优势的中国企业的出口销售加征更严格的销售条件，以保障当地企业。如中国企业无法及时达到所有相关的要求（如 ESG 审查），出口销售的进度可能未及预期。

风/光大型项目限电率上升的风险：自 2024 年 2 季度国家容许资源较好的风/光项目限电率由 5%上升至 10%，唯 2024-25 年因为全国风/光装机量仍保持高增，政府仍有可能 2025 年再上调限电率以尽快容纳更多新增项目的发电量。

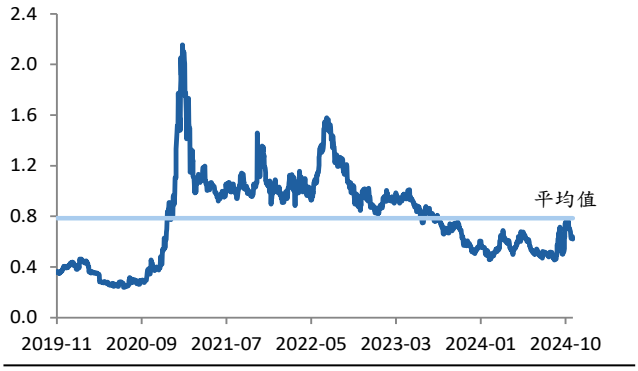
关注盈利改善及分红，运营商有较大重估空间

光伏行业估值提升快于基本面的改善，运营商估值回调至合理水平

2024 下半年，光伏产业链子板块波动较大，一方面受中港股市的估值提升推动，另一方面市场亦开始预期政府出台以能耗标准对光伏产业链控制产能的方案，触发光伏玻璃及多晶硅子行业估值快速提高，但以 3 季度的盈利情况判断，光伏玻璃及多晶硅子行业的盈利水平仍在寻底，所以我们对这一波估值提升较为审慎。

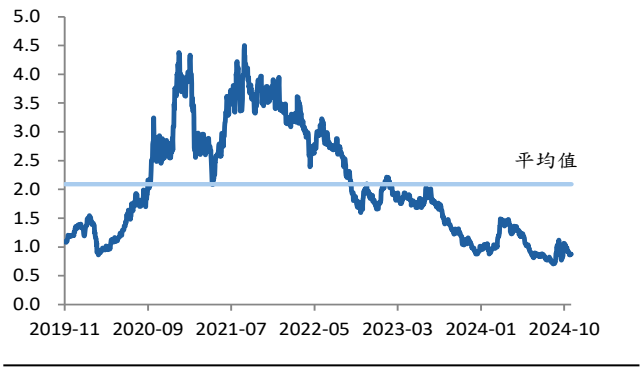
运营商方面，2024 年 1-2 季度市场对高分红股的偏好叠加对电改的预期较大，估值出现较大提升，但在 8 月中报后市场加深了对于风/光限电率上升的担忧，目前仍未消除。截至 11 月 27 日，我们覆盖的运营商的估值已较年中高位有 25-30%的回调。

图表 350: 交银国际覆盖多晶硅子板块预测市净率区间 (倍)



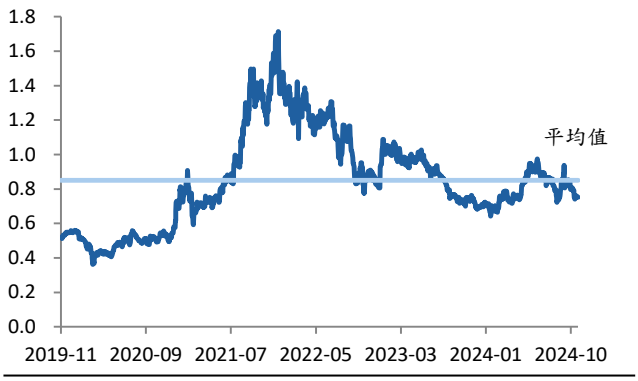
资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 28 日收盘价

图表 351: 交银国际覆盖光伏玻璃子板块预测市净率区间 (倍)



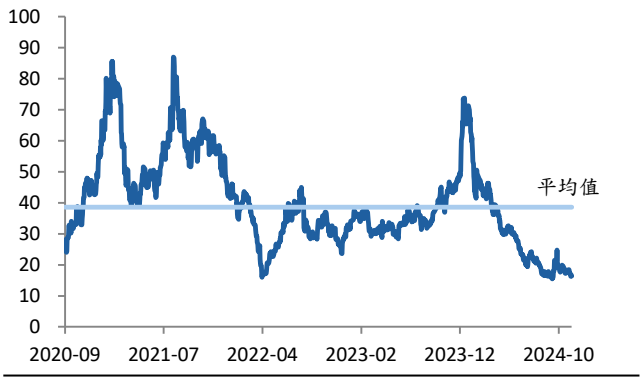
资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 28 日收盘价

图表 352: 交银国际覆盖运营商子板块预测市净率区间 (倍)



资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 28 日收盘价

图表 353: 交银国际覆盖逆变器子板块预测市盈率区间 (倍)



资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 28 日收盘价

运营商估值趋向合理，逆变器子行业盈利增长仍相当有确定性

我们目前对四个子板块的顺序为运营商>逆变器>光伏玻璃>多晶硅：

1） **运营商**：我们认为运营商分红平均有 40%/5%以上的分红比率/股息率具较好防守性，预期在 2025 年 1 季度业绩期运营商仍会有较好表现。目前限电率为市场对行业较大的担忧，但我们认为已大部分反映在估值中。如果 2025 年全国风速有适度改善，将中和限电率可能持续高企的影响。综合盈利增长、分红及估值提升空间，我们首选中国电力（2380 HK/**买入**），公司 2025 年中应能完成水电资产在 A 股上市的第一步，日后仍有注资的机会，同时公司股息率在子行业中亦靠前，具有较好的防守性。

2） **逆变器**：在覆盖的光伏制造子行业中，我们首选逆变器，主要是由于其同质化较低可长期维持较高利润率，并具有储能第二成长曲线，业绩跟随光储需求持续增长的确定性高，偏好低估值的光储龙头阳光电源（300274 CH/**买入**），其 2024 前九个月逆变器/储能系统发货同比大增 29%/140%，但由于储能系统收入确认滞后于发货，发货量大增尚未反映在收入，导致 3 季度增长较慢和盈利下降，但后续业绩修复可期。大功率逆变器/大储壁垒较高，我们预计其业绩将持续稳健增长，目前估值仍存修复空间。

3） **光伏玻璃**：我们认为产能过剩幅度较低，同时部分龙头企业对市占率的重视程度下降，行业减产共识较强，后续价格回升将较快，也具备一定投资机会，我们偏好低估值的信义光能（968 HK/**买入**），主要是由于其估值远低于另一一线企业福莱特（截止 11 月 28 日收盘，信义光能/福莱特 2024 年市净率分别为 0.88 倍和 1.22 倍），以及其近两年新增产能更多，竞争地位更有利。

4） **多晶硅**： 我们认为产能过剩幅度较大，同时部分龙头企业仍保持激进策略，在产能大幅出清前价格回升将较慢。受供给侧改革消息刺激，多晶硅板块近期股价涨幅较大，但由于产能过剩幅度较大和部分龙头企业仍保持激进策略，我们预计后续行业反转不会一帆风顺，因此目前我们相对谨慎。板块内我们认为低估值的新特能源（1799 HK/**买入**）仍有一定的防守性，我们认为市场低估其稳定增长的电站、逆变器业务价值。

中国电力－估值回调后吸引力上升，分红+水电重组值得期待

在 2023 年透过收购及自建项目新增 13 吉瓦的风/光装机后，加上计划在 2024-25 年保持 7.0/7.5 吉瓦自建风/光项目量，我们预计公司在 2024/25 年盈利增长优于我们覆盖范围内运营商子行业的平均。同时，公司已计划把水电资产注入母公司持有的远达环保（600292 CH/未评级），母公司已计划在 2025 年开始注入其它水电项目，我们认为能提高公司水电分部的估值。同时，我们预期公司 2024 年整体分红比率将在 65%，因上市 20 周年的特别股息应不计算在原定的 50%分红比率内，目前 2024/25 年超过 8%的预期股息率应对目前估值有支持作用。

图表 354: 运营商板块分红及盈利增长分析

年结 12 月 31 日		盈利同比(%)			分红比率(%)			分红按年变化(%)		股息率(%)	
		2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
运营商											
龙源	916 HK	-0.6	2.2	31.1	30.0	30.0	30.0	-0.6	2.2	3.6	3.7
大唐新能源	1798 HK	-14.6	16.0	7.5	22.7	22.7	22.7	-14.6	16.0	3.2	3.7
华润电力	836 HK	9.4	37.9	21.1	61.9	40.0	40.0	-29.3	37.9	5.6	7.7
中国电力	2380 HK	69.1	38.7	29.1	61.4	65.0	50.0	76.3	8.4	8.4	9.1
京能	579 HK	-7.6	20.9	21.0	37.7	40.8	33.7	0.0	0.0	8.3	8.3
信义能源	3868 HK	-15.7	22.3	18.2	49.9	50.0	50.0	-15.5	22.3	6.3	7.8
平均		**6.7**	**23.0**	**21.3**	**43.9**	**41.3**	**37.7**	**2.7**	**14.5**	**5.9**	**6.7**

资料来源: 各公司资料，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 28 日收盘价

图表 355: 中国电力分部加总估值法

年结 12 月 31 日	估值基准	估值 (人民币百万)	每股价值 (港元)
火电	0.70x 2025 年市净率	9,137	0.80
水电	0.75x 2025 年市净率	5,928	0.52
风电	8.5x 2025 年市盈率	34,959	3.05
光伏发电	8.5x 2025 年市盈率	22,118	1.93
储能业务	10.0x 2025 年市盈率	394	0.03
未分配	1.00x 2025 年市净率	(20,252)	(1.77)
加总		**52,285**	**4.56**

资料来源：交银国际预测

图表 356: 中国电力市净率区间



资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 11 月 28 日收盘价

图表 357: 中国电力装机及发电量预测 (按全资拥有或控股的发电厂)

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
归属装机容量 (兆瓦)					
煤电	11,080	11,080	11,080	11,080	11,080
水电	5,451	5,951	5,951	5,951	5,951
风电	7,189	12,016	15,016	18,516	22,016
光伏发电	7,207	15,149	19,149	23,149	27,149
燃气发电	475	505	505	505	505
生物质发电	197	317	317	317	317
总计	**31,599**	**45,019**	**52,019**	**59,519**	**67,019**
可再生能源装机的权重 (%)	*64.9*	*75.4*	*78.7*	*81.4*	*83.5*
售电量 (吉瓦时)					
煤电	67,863	58,126	58,281	58,281	58,281
水电	18,154	12,132	19,043	19,638	20,531
风电	10,930	18,947	26,998	33,992	41,917
光伏发电	9,775	14,622	24,584	30,584	36,584
燃气发电	1,136	2,124	2,141	2,141	2,141
生物质发电	313	1,394	2,131	2,237	2,237
总计	**108,171**	**107,344**	**133,178**	**146,873**	**161,691**

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 358: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
916 HK	龙源电力	买入	6.54	8.60	31.5%	2024 年 10 月 31 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.98	25.02	39.2%	2024 年 10 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.81	2.37	30.9%	2024 年 10 月 21 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	2.97	4.56	53.5%	2024 年 08 月 23 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	1.99	1.92	-3.5%	2024 年 08 月 28 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	80.32	104.80	30.5%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	47.27	57.10	20.8%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	8.28	9.93	19.9%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	中性	1.40	1.77	26.4%	2024 年 10 月 28 日	光伏制造（多晶硅）
968 HK	信义光能	买入	3.29	4.04	22.8%	2024 年 11 月 21 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	3.95	3.80	-3.8%	2024 年 10 月 31 日	光伏制造（光伏玻璃）
6865 HK	福莱特玻璃	中性	12.78	13.15	2.9%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造（光伏玻璃）
3868 HK	信义能源	买入	0.80	1.02	27.5%	2024 年 09 月 20 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet，交银国际预测，收盘价截至 2024 年 11 月 28 日

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

披露事项及免责声明

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：ｉ）他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii）他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii）他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i）分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii）某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii）惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、 Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、 Sincere Watch (Hong Kong) Limited、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线及多点数智有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。

交銀國際
BOCOM International

机构销售团队		@bocomgroup.com
熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang

www.bocomgroup.com