

可选消费

2025 展望：静待政策出台，供需平衡拐点和消费信心回升

- 我们对 2025 年可选消费行业展望为同步大市，整体零售销售增长预计为 4.0% 左右(较宏观经济团队预测 4.7% 保守)，较 2024 年略有加速。上半年因政策利好将表现较好，而下半年则因外部风险和高基数压力而承压。线上与线下渠道均有望实现正增长，但线上因抖音渠道基数较高，增长可能放缓。假若未来的支持力度不够，我们也会担心 2025 年的整体需求增长。
- 从投资主线来说，我们推荐：1) 政策利好（促进消费，让房地产止跌），2) 供需回归平衡，市场回归理性（内卷的胜利者可以开始收割市场），3) 海外出口/市场拓展（东南亚布局优先）和 4) 高股息率（而且业绩确定）。
- 估值短期可能已经筑底，中长期有望回升，但需政策和基本面的拐点出现。行业估值已接近底部，预测市盈率降至 12 倍，远低于 8 年平均 21 倍。尽管政策转向带来支持，地缘政治及宏观压力仍限制估值回升空间。长线来看，随着中国经济增速放缓，合理估值中枢可能下移。若政策优于预期，估值有望企稳，否则仍存下行风险。
- 消费行业子板块展望。整体而言，在 2025 年，在消费行业的子板块里，我们优先看好：1) 餐饮行业，2) 体育用品行业，3) 服装行业，及 4) 纺织行业。我们对下列子板块持中性看法：5) 旅游-酒店行业及 6) 家电行业。
- 餐饮行业 2025 年展望看好，供需关系改善，价格战减弱，低基数效应下同店销售预计转正（0%-5%）。若有更多经济刺激政策，复苏将加速。首推瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）。
- 体育用品行业 2025 年展望维持看好，预计增长将加速至 5% 以上（2024 年约 3%）。随着更多品牌（如 Nike、Adidas、李宁）推出创新产品，库存和折扣压力有望缓解。利润率预计能因营销费用减少及降本增效措施等有所提升。更看好户外，功能性强和高性价比的品牌。首推安踏（2020 HK，买入）。
- 服装行业 2025 年展望维持看好，2025 年预计增长为 0% 至 5%（2024 年约 1%）。尽管短期受暖冬和春节提前影响，销售压力较大，但低基数、消费刺激政策、女性消费复苏以及冷冬预期有助于推动行业在 2025 年复苏。在品牌分化加剧下，具产品创新、门店升级和抖音渠道优势的品牌表现会更好。首推波司登（3998 HK，买入）。
- 纺织行业 2025 年前景看好，预计 2025 年销售增长约 5%（2024 年约 6%）。尽管品牌表现分化，但整体需求稳健，库存水平较低，补库存需求可能支撑行业增长。相比奢侈品，更看好中低价品牌需求；相较鞋类制造商，更看好服装制造商。尽管贸易战可能推高品牌成本，但主要供货商如晶苑、裕元、九兴、申洲和华利集团已在东南亚布局产能，应对风险充分，有望受益于订单转移。
- 酒店行业 2025 年展望下调至中性，预计上半年需求疲弱，政府政策虽有帮助，但华住已下调 RevPAR 增长指引，表明市场需求不足。酒店供应过剩，尤其在疫情后旅游需求激增和品牌扩张的背景下，供应增长依然较快。尽管如此，新开酒店凭借低成本和高质量产品更具竞争力。预计 2025 年 RevPAR 增长为 0% 至 5%（2024 年约 -5%）。尽管短期压力较大，但长期来看，旅游行业的商务和休闲需求预计将持续复苏。首推亚朵（ATAT US，买入）。
- 家电行业 2025 年展望下调至中性，预计上半年表现较好，主要受惠于以旧换新补贴政策的延续和低库存的有利影响。但下半年面临的挑战包括房地产行业疲弱、高基数和补贴政策可能对家电行业的支持减少，导致价格和毛利率承压。对于出口占比较高的公司，特别是东南亚市场的公司，我们持较为看好的态度。首推海尔（6690 HK，买入）。

同步大市
(维持)

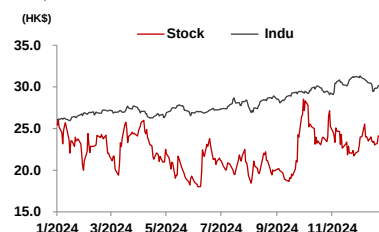
中国可选消费行业

胡永匡

(852) 3761 8776

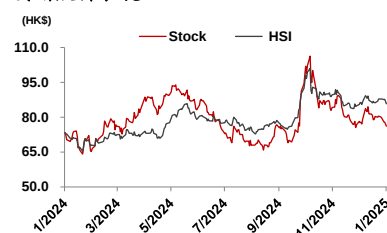
walterwoo@cmbi.com.hk

瑞幸咖啡股价表现



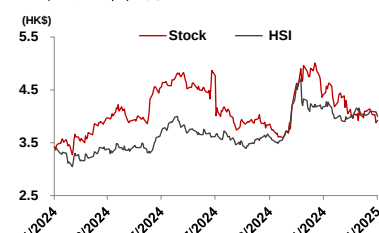
资料来源：彭博

安踏股价表现



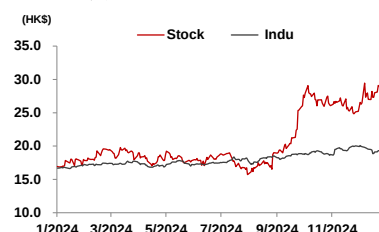
资料来源：彭博

波司登股价表现



资料来源：彭博

亚朵股价表现



资料来源：彭博

预计消费上半年受政策扶持，下半年受高基数和外部风险干扰，看好体育用品、服装和餐饮

■ **2024 年消费行业虽然继续探底，但有危也有机，出口和政策利好的行业，股价表现大幅优于大市。**

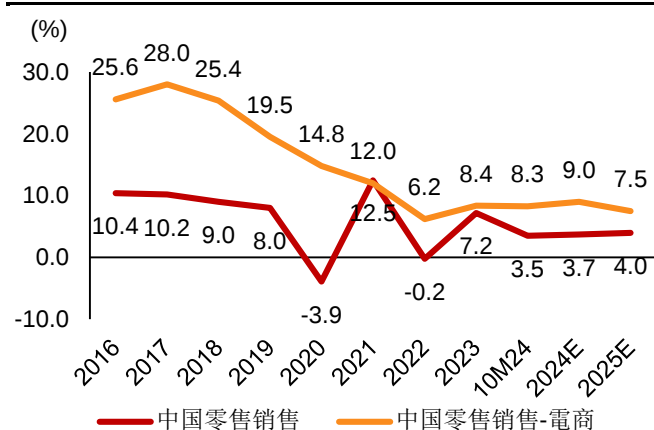
中国零售销售增长从 2023 年的约 7%，放慢至 2024 年前 10 月的 3.5% (我们预测 2024 年约为 3.7%)，主要是线下客流疲弱所致，特别是面对去年春节和暑假的高基数。尽管线上增长强劲，包括美团和抖音等渠道，而且从复苏率的角度来说，从 1 季度到 3 季度，其实都是在环比恶化。

值得注意的是，24 年的低增长情况其实也已经包含了国家政策的支持，像以旧换新的补贴，所以假若未来的支持力度不够，我们也会担心 2025 年的整体需求增长。

分行业来说，出口和纺织板块的股价相当不俗的上升，主要还是受惠于海外经济复苏，以及补库存需求的带动，而家电回报略好，主要受惠于国家的补贴政策。

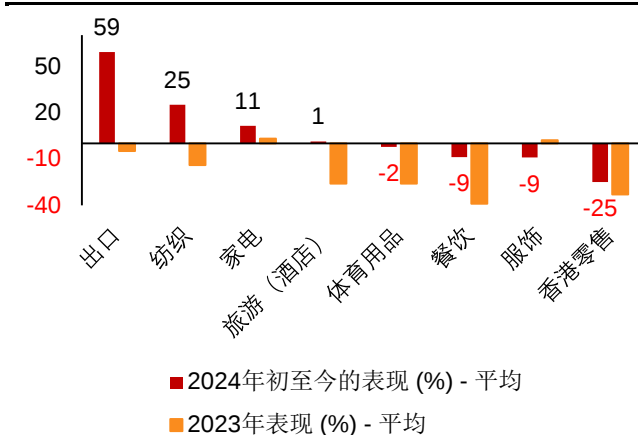
而其他的板块，像旅游酒店，体育用品，餐饮和服装等等，都有需求不足，创新不足，供应过多和天气较差（较多雨天，台风和暖冬）的影响，导致股票回报较差。

图 1: 中国零售销售增长 - 线下和电商销售



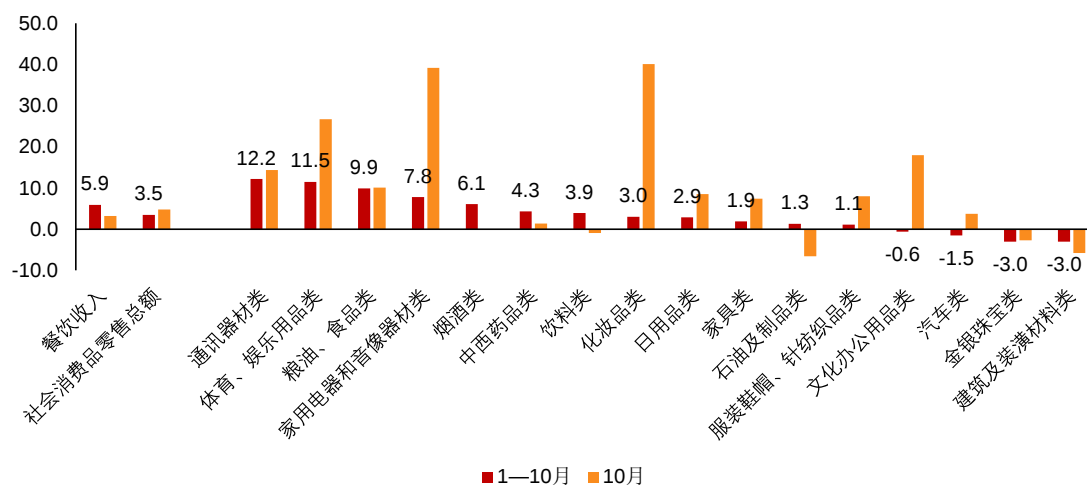
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

图 2: 2024 年和 2023 年股价表现 - 按子行业



资料来源：彭博，招银国际环球市场，注：2024 年初至今数据截至 12 月 6 日

图 3：中国零售销售增长（1-10 月和 10 月） - 按子行业



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

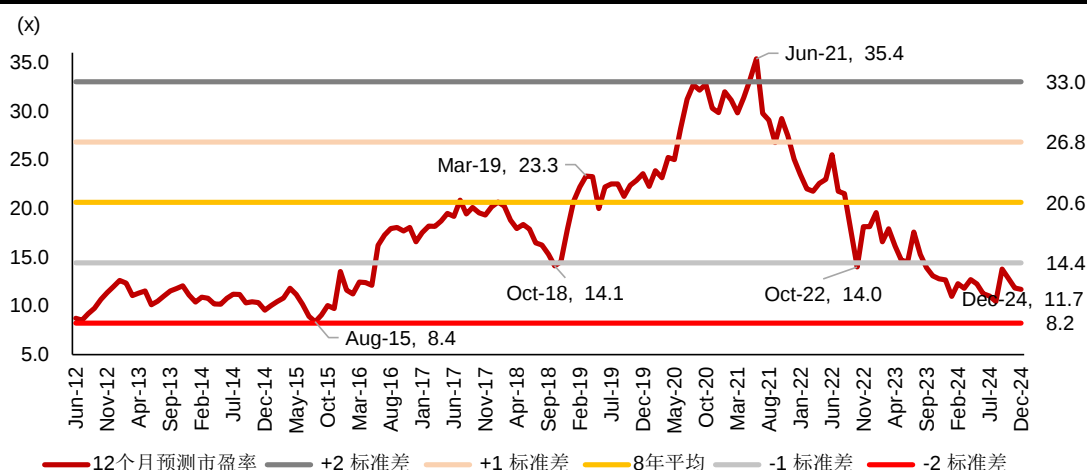
■ 估值短期可能已经筑底，中长期有望回升，但需政策和基本面的拐点出现。

从估值来说，行业预测市盈率从 23 年的 13 倍，进一步下降至 24 年的 12 倍，主要仍然是受到宏观压力和企业盈利低于预期所拖累。

对比 8 年平均的 21 倍，目前的估值相当便宜（过去 8 年最高和最低分别约为 33 倍和 10 倍）。我们认为基本面仍然要面临一些风险，而且地缘政治问题也未被解决，所以估值重拾上升轨道不容易，但因为中央政府的政策已经开始转向，估值很大机会已经在筑底中。但当然，因为中国长线的经济增长速度会逐渐放慢，再投资逻辑发生改变时，合理估值区间是需要往下转移的。

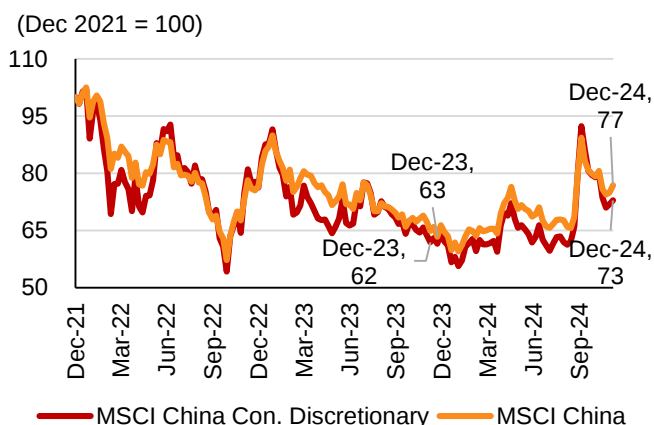
假如刺激政策好于预期，相信估值可以企稳回升，但假如不达预期，那下跌的风险也在。

图 4：可选消费行业估值



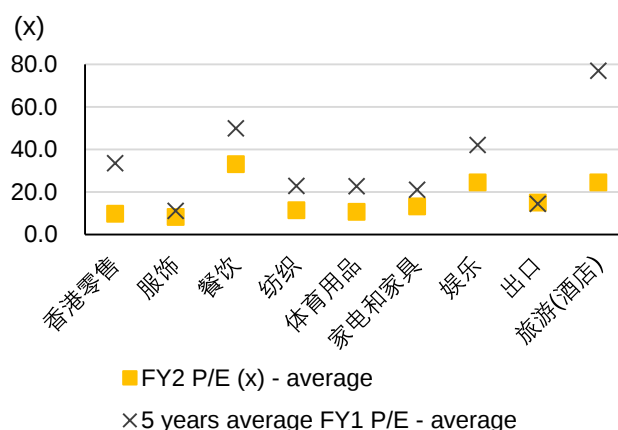
资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 5: MSCI 中国和 MSCI 中国可选消费



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 6: 子行业估值 - 现在和 5 年平均



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

■ 我们对 2025 年可选消费行业的看法为同步大市

我们对 2025 年的行业展望，并没有非常乐观，只是预计中国零售销售增长可以达到 4.0% 左右（较我们的宏观经济团队预测 4.7% 更为保守），对比 2024 年的约 3.7%，稍有加速，因为在 2024 年，是有海外出口反转以及国家消费补贴的利好，假若这两个方面在 2025 年都开始转差，那整个消费板块也会受到拖累。

分开上下半年来说，我们对上半年会比较乐观，政策利好较多，而下半年会有较大压力，外部风险和高基数会逐渐出现。

分开渠道来说，预计线下和线上都有正增长，线下预计客流量和转化率都有改善，但线上增长有可能因为抖音渠道基数变得更高而有所放慢。

从投资主线来说，我们推荐：

- 1) 政策利好（促进消费，让房地产止跌）
- 2) 供需回归平衡，市场回归理性（内卷的胜利者可以开始收割市场）
- 3) 海外出口/市场拓展（东南亚布局优先）
- 4) 高股息率（而且业绩确定）。

另外，短线来说，仍然有两个负面因素，一个是 2024 年到 2025 年的冬天可能较暖，另一个是 2025 年的春节会较早（在 1 月底），都可能对整个旺季销售带来负面影响。

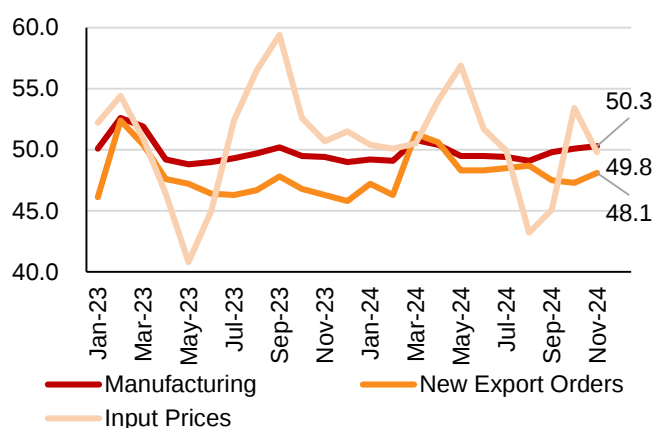
虽然目前市场的不确定性很高，但我们认为，很多行业在寻找供需平衡的过程中，也会出现新的一批赢家，在现在行业估值便宜的时候去投资这些公司，整个风险回报其实也是不错。

■ 对营商环境和就业预期并不乐观

目前来看，2025 年 GDP 增长预期还是很弱，而且通缩压力还在，所以现价增长会更差。

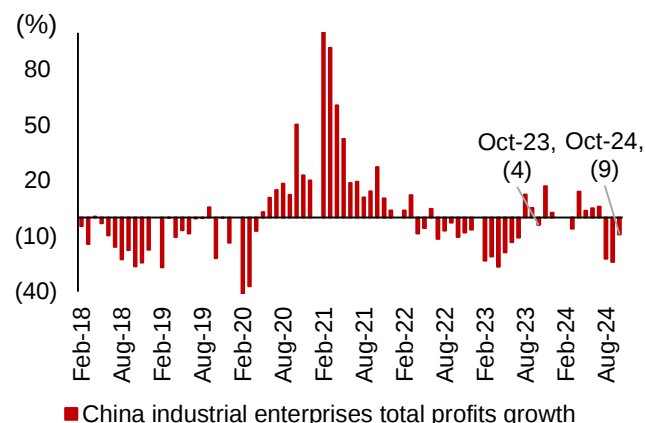
另外各种领先指标都没有太多好转的迹象，工业利润仍然在下滑，加上今年以来的 PMI 也是比较疲弱（虽然 9 月 10 月短线有些转好，但仍然经常低于 50，可持续性成疑），特别是原材料购进价格指数，我们预计中国整体的经营环境仍然不会良好。

图 7: 中国制造业 PMI



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

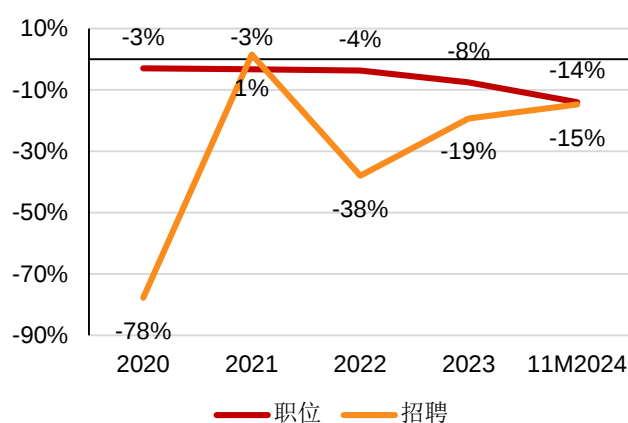
图 8: 中国工业利润增长（月）



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

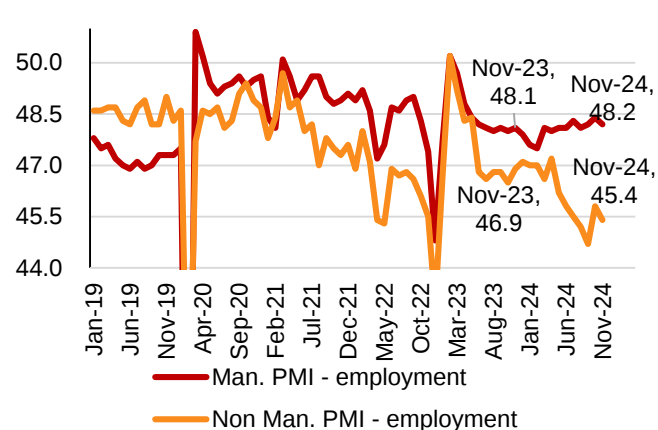
就业市场也较低迷。我们预测新增职位数量在 2024 年仍有 10% 以上的同比减少，比 2023 年更多，像非制造业 PMI 的就业指数近半年也急剧下降，另外我们也观察到毕业生的平均工资，对比 2023 年和 2022 年，也是有大幅下降。

图 9: 百度指数关键词“职位”的搜寻量



资料来源：百度指数，招银国际环球市场

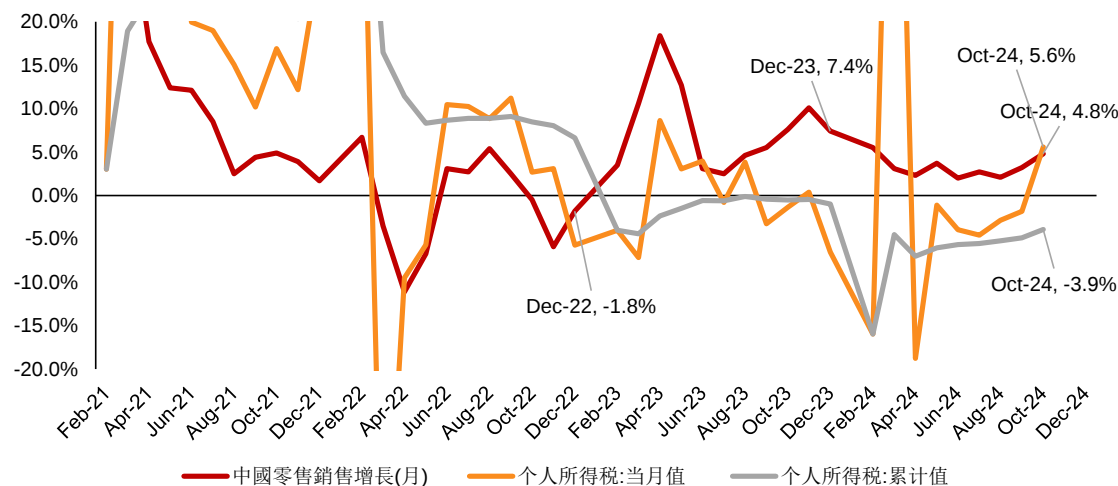
图 10: 制造业 PMI 和非制造业 PMI 的就业指数



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

尽管如此，我们观察到一个短线的轻微的改善，即个人所得税收入在 9 月和 10 月略为重新增长，但我们认为可能是低基数的原因，也可能是以旧换新补贴的拉动，可持续性还要继续观察。

图 11：中国零售销售增长，对比个人所得税收入增长



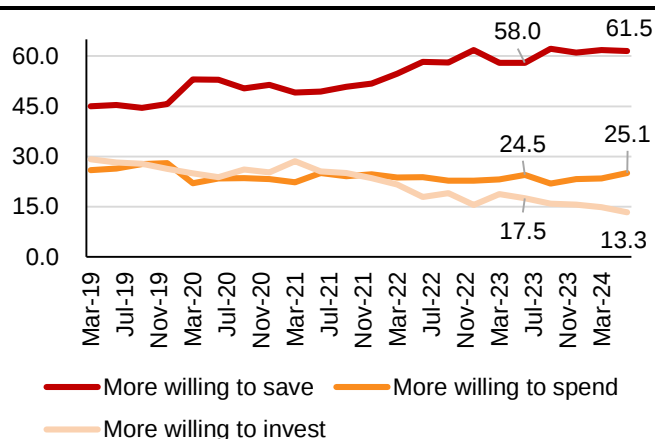
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ 我们认为房价仍然有下跌空间，所以负财富效应还会持续

房地产价格仍然在下跌，而且因为库存偏高，我们认为应该还有下跌空间。股市方面，尽管有政策帮助，但是上升幅度还是偏低。总体来说，我们预计负财富效应会持续。

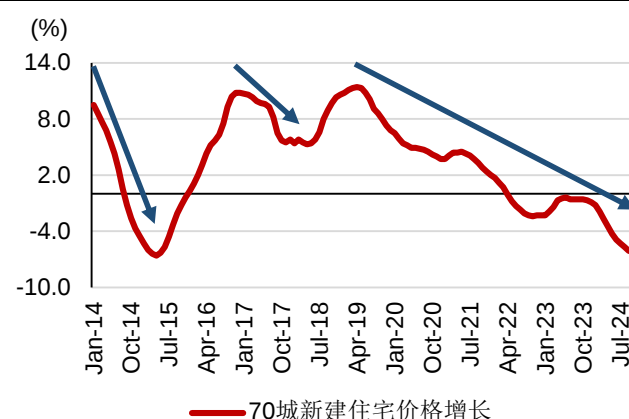
但从中国人民银行的调查看，虽然对储蓄有兴趣的人群占比还在提升，但因为对投资感兴趣的人群同时大幅减少，对消费更感兴趣的人群应有增加，但实际情况与此推断有点不符，我们会继续观察。因为对于奢侈品，快销品和餐饮，根据我们的研究，消费意愿仍然是很疲弱的。

图 12：城镇居民对储蓄，投资和消费喜好的占比



资料来源：中国人民银行，招银国际环球市场

图 13：中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数（月）



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

我们的投资主线推荐如下：

■ 1) 政策利好（促进消费，让房地产止跌）

在出口增长放缓以及外部环境不确定性增加的情况下，增加内需和消费的贡献是对经济增长有效的拉动。

积极的一面是，我们相信中央政府已逐步意识到提升消费的重要性，只是还是需要更多时间让政策出台和传导到实体经济。但不利的一面是，目前经济基本面（收入和就业情况，公司利润和经营环境，财富效应和消费信心）还是很弱，对于 2025 年零售销售增长，我们认为政策力度非常关键，希望政府能够出台比 2024 年的以旧换新更大力度的政策。

根据中央经济工作会议的方针，我们预计在 2025 年，政府不论在货币政策还是在财政政策，都有可能同步持续地宽松。

财政政策，相信会包括：1) 适度提高赤字率，根据我们的宏观经济团队的预测，会从 2024 年的 3.1%，上升到 2025 年的 3.7%，2) 加大地方专项债的规模，3) 继续发行超长期特别国债，以加强对经济和消费的扶持。而我们推测在新增的两万亿人民币财政刺激里面，可能有 3000 到 5000 亿是用来刺激消费，但不一定会继续用来刺激家电板块，也许是其他细分板块。

货币政策也许会包括：1) 进一步降低利率，以减轻人们的房贷负担，公司的经营成本等等，2) 另外也许会引导人民币小幅贬值，而应对未来潜在贸易战的风险。

假若出现政策牛市，我们估计超跌行业，如餐饮，体育用品，旅游（酒店）的反弹空间较大。

我们推荐：瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）、百胜中国（9987 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、海底捞（6862 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、李宁（2331 HK，买入）、亚朵（ATAT US，买入）等等。

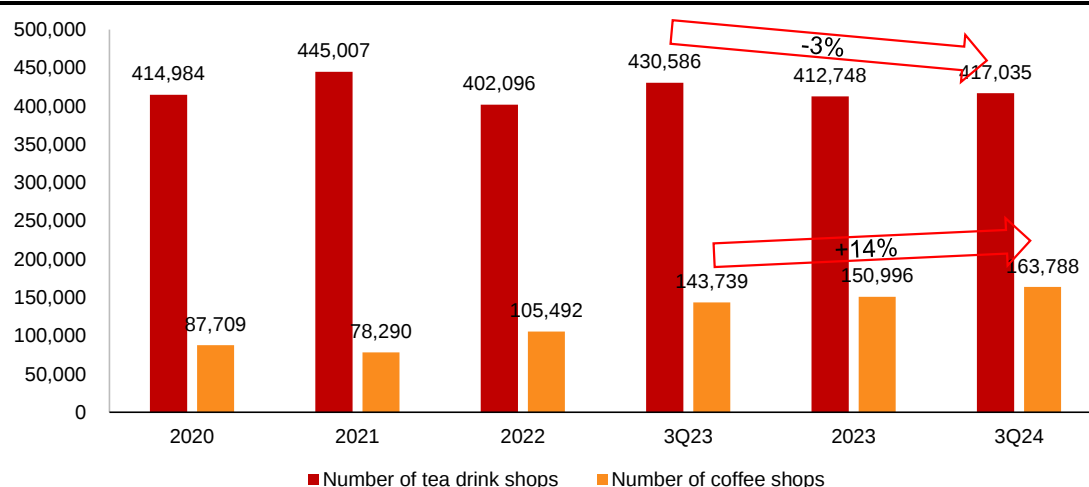
■ 2) 供需回归平衡，市场回归理性（内卷的胜利者可以开始收割市场）

目前许多板块，像体育用品，餐饮，旅游（酒店）都是供过于求，带来很多不利的影响，包括：1）库存过多令折扣较深，2）过度的价格战让单价下降但客流量没有提升，3）新酒店数量供应太多让整体价格继续下探等等。

随着供应逐渐出清，库存水平回归正常，各大品牌认清减价后带来的客流量不多，以及消费客群忠诚度较低，质量较差后，都会纷纷减少折扣，以及经营不善的门店关闭出清后，供需平衡也许会到来，我们期待最快下半年希望能看到拐点。

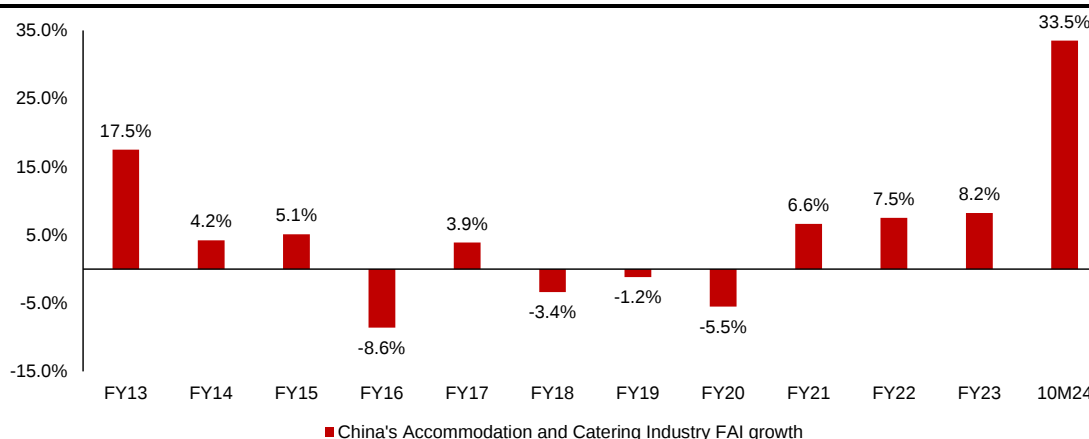
我们推荐：瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）、百胜中国（9987 HK，买入）、亚朵（ATAT US，买入）等等。

图 14：近年来中国茶饮店和咖啡店数量



资料来源：红餐网，招银国际环球市场

图 15：中国住宿和餐饮业固定资产投资累计同比增长



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ 3) 海外出口/市场拓展 (东南亚布局优先)

虽然对于 2025 年，我们估计欧洲经济复苏可能较好，从而带动零售销售增长，不过美国经济增长应该会一般（黑 5 和感恩节的销售增长，的确有比市场预期好，但折扣水平略有加深），而且减息空间不多。

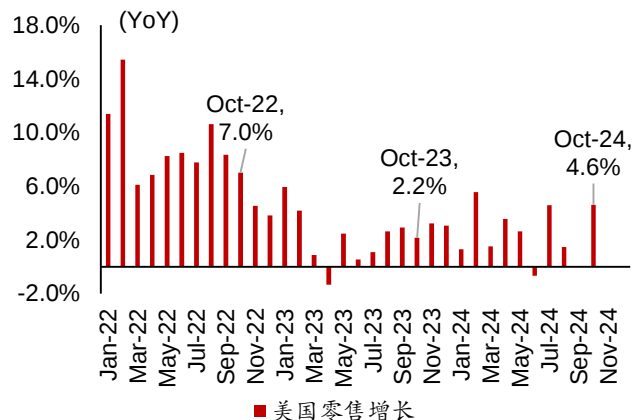
所以我们预测出口板块仍然有很大机会转弱，因为 1) 高基数，2) 海外经济增长较慢，以及 3) 潜在的贸易战均是不利因素，也会同时影响到背后的制造业和后面的财富效应。

图 16: 中国出口销售增长



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 17: 美国零售销售增长

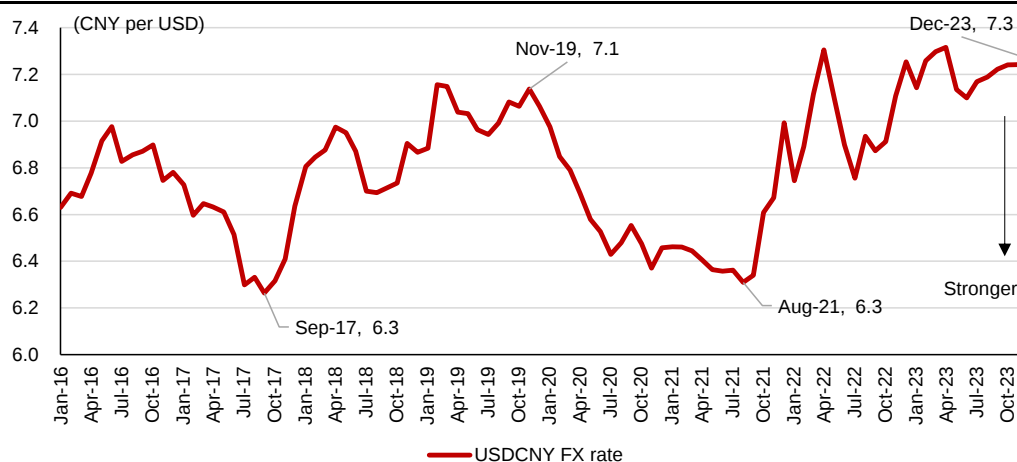


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

我们目前预计关税最快会由 2Q25 开始增加，是在现有水平上增加 10% 或者 20%，而过程会延续两年之久，对小家电行业较为不利，而对家具、纺织行业相对较好，因为很多龙头公司早已经把产能转移到东南亚。

而目前仍然有个风险，是美国政府把和一切中国企业有关的供应链（不论产地）都包括在内来增加关税，一旦落地，将会带来远差于市场预期的后果。同时我们也担心中国应对的空间，如人民币的贬值空间（仅 5%）会比 2017 年到 2021 年的时候更为有限（上次约为 15%）。

图 18: 美元兑人民币汇率



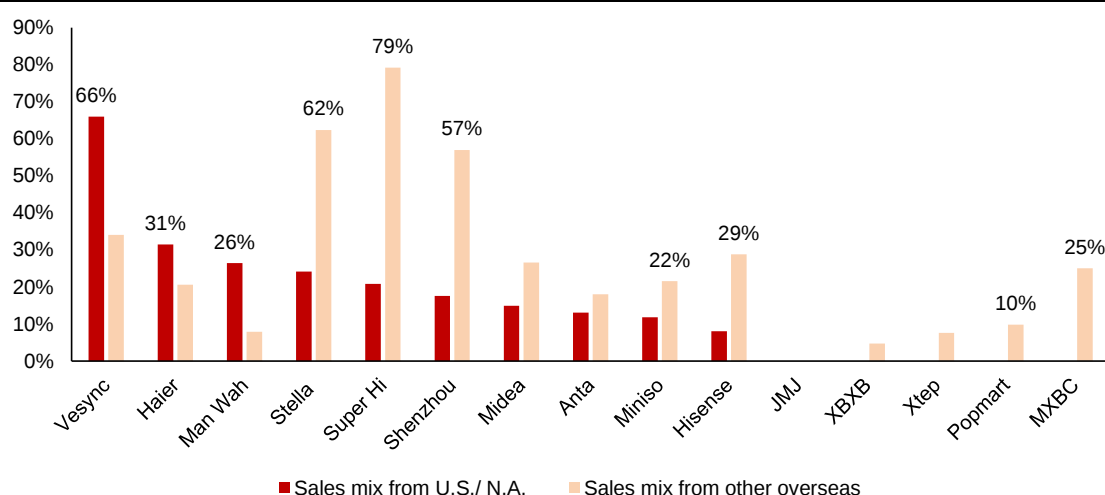
资料来源：彭博，招银国际环球市场

不过如果公司在东南亚有产能布局，像很多纺织服装的龙头公司，如晶苑（2232 HK, 未评级）、裕元（551 HK, 未评级）、九兴（1836 HK, 未评级）、申洲（2313 HK, 未评级）和华利集团（300979 CH, 未评级）等等，反而是会受惠于订单增加。

另外，我们认为出口和售卖产品到东南亚的公司，也会有更好的成长空间，像泡泡玛特（9992 HK, 未评级）、名创优品（9896 HK, 未评级）、蜜雪冰城（未上市）、海信（921 HK, 未评级）和特海国际（9658 HK, 未评级）等等。

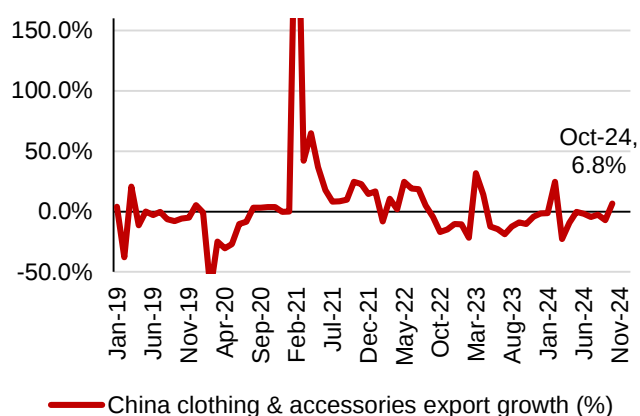
但海外发展也要注意不同种类风险，像：1）能够热卖的商品，都是能和海外消费人群的实际消费力匹配的，而且也是可持续的，2）成本上能有足够优势，特别是希望能达到国内水平的规模效应，都是需要比较巨大的投资和时间去发展。

图 19：2023 财年美国（或北美）地区销售和非美国（或北美）地区海外销售占比



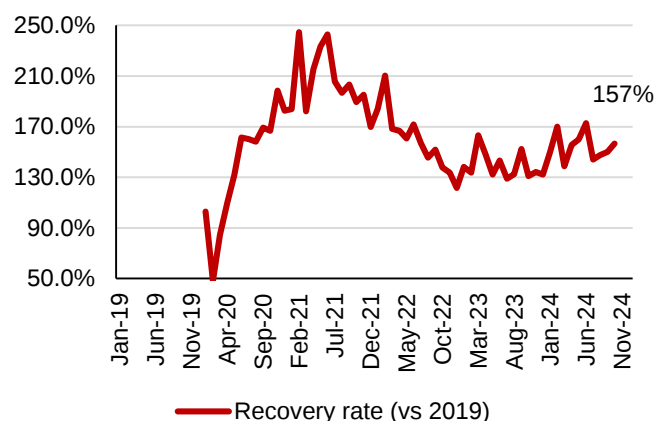
资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

图 20：中国纺织品出口销售增长



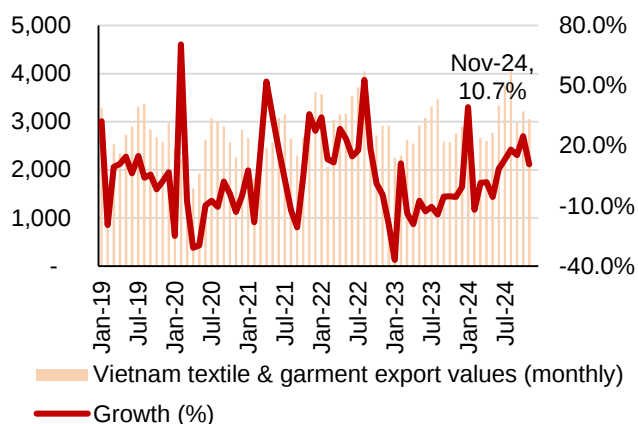
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 21：中国纺织品出口销售复苏率



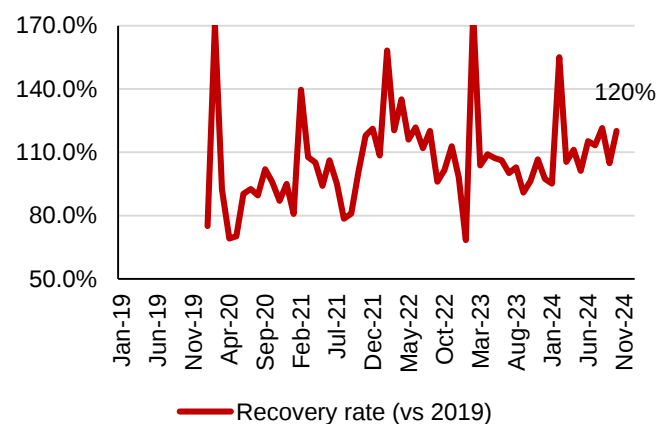
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 22: 越南纺织品出口销售和增长



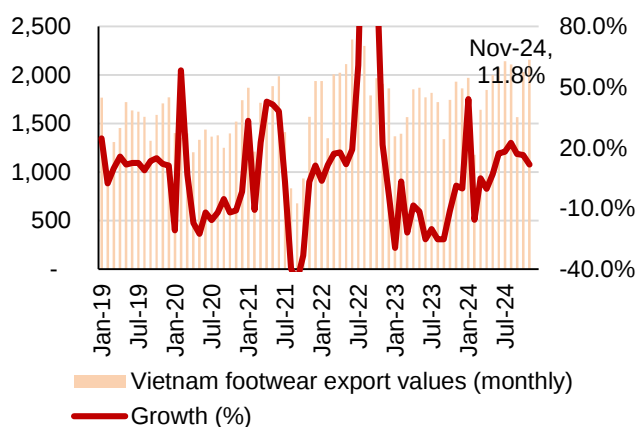
资料来源：越南统计局, 招银国际环球市场

图 23: 越南纺织品出口销售复苏率



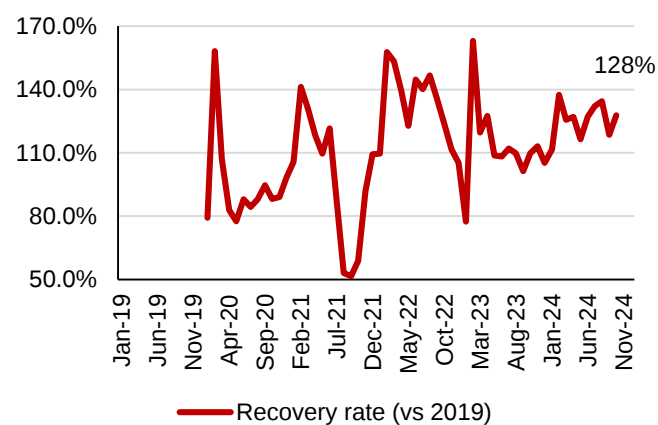
资料来源：越南统计局, 招银国际环球市场

图 24: 越南鞋类出口销售增长



资料来源：越南统计局, 招银国际环球市场

图 25: 越南鞋类出口销售复苏率



资料来源：越南统计局, 招银国际环球市场

■ 高股息率（而且业绩确定）

从 24 年四季度的减息周期开始，投资者对高股息公司的兴趣的确有所减低，而且该趋势也许会延续到明年上半年，因为市场仍然预期美国还会减息一至两次。

但我们认为后续减息的机会仍然很低，所以中长线来说，高股息的股票吸引力仍在。

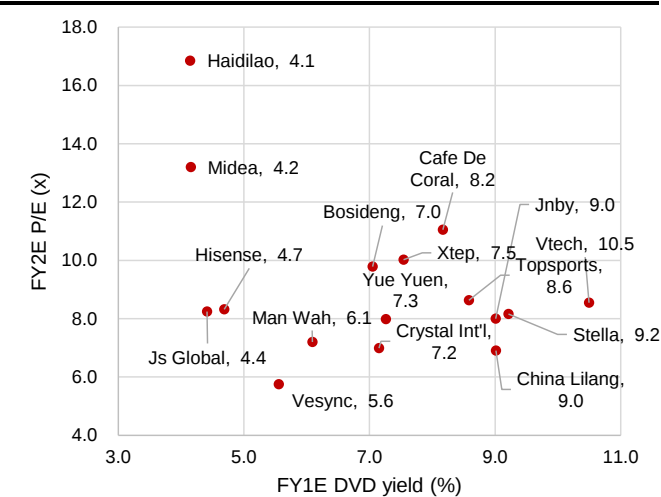
在确保业绩有一定质量的情况下，我们推荐：江南布衣（3306 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）等等。

图 26: 高股息率公司详情

Name (eng)	Name (chi)	Ticker	Year End	FY2 Sales growth	FY2 NP growth	FY2 P/E	FY1 DVD yield
Vtech	偉易達	303 HK	Mar	6%	10%	8.6	10.5
Stella	九興控股	1836 HK	Dec	5%	10%	8.2	9.2
China Lilang	中國利郎	1234 HK	Dec	10%	13%	6.9	9.0
Jnby	江南布衣	3306 HK	Jun	8%	7%	8.0	9.0
Topsports	滔搏	6110 HK	Feb	4%	20%	8.6	8.6
Cafe De Coral	大家樂集團	341 HK	Mar	5%	16%	11.0	8.2
Xtep	特步	1368 HK	Dec	5%	13%	10.0	7.5
Yue Yuen	裕元集團	551 HK	Dec	5%	5%	8.0	7.3
Crystal Int'l	晶苑	2232 HK	Dec	11%	11%	7.0	7.2
Bosideng	波司登	3998 HK	Mar	13%	14%	9.8	7.0
Man Wah	敏華控股	1999 HK	Mar	7%	10%	7.2	6.1
Vesync	Vesync Co Lt	2148 HK	Dec	17%	18%	5.7	5.6
Hisense	海信家電	921 HK	Dec	8%	14%	8.3	4.7
Js Global	Js環球生活	1691 HK	Dec	8%	-2%	8.2	4.4
Midea	美的集團	000333 CH	Dec	7%	10%	13.2	4.2
Haidilao	海底撈	6862 HK	Dec	7%	13%	16.8	4.1

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 27: 预测市盈率对比预测股息率



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

按消费行业子板块的展望

整体而言，在 2025 年，在消费行业的子板块里，我们**优先看好**

1) 餐饮行业（维持看好）

在宏观环境的拖累下，餐饮行业的压力也是很大的，因为更多人会选择在家煮饭，而且也会出现消费降级。但展望 2025 年，我们也许会变得稍为乐观，因为：1) 行业供应在减少，很多单体餐厅在倒闭出清，2) 很多品牌变得更为理性，认为降价对客流拉动有限，也认为通过降价带来的客群的素质不高，所以开始减少参与价格战，太二、喜茶、瑞幸等品牌也在减少折扣力度（但当然，如果能在不影响毛利率的情况下继续降价，如 Pizza Hut，我们认为对业绩反而是利好），3) 未来进入低基数后，同店销售在 2025 年或转正，约在 0%至 5%左右（对比 2024 年的-11%），负经营杠杆可以减少，4) 而且假如政府会推出更多的刺激经济政策，相信对餐饮行业的利好也会很快且明显。

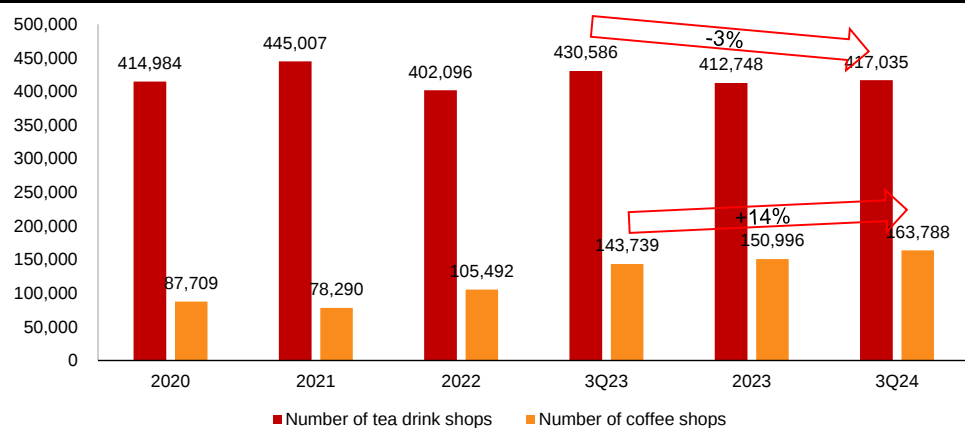
我们更为看好在产品研发和创新（来吸引客流和拓展客户群）、成本优化和效率提升（来提高利润率）更有优势的品牌，像百胜中国（9987 HK，买入）和瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）等等。

首选：瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）

原因是：1) 公司在成本端有绝对领先的优势，而且未来通过规模效应，供应链投资和升级，员工工时和效率的优化，还可以更低，不论是毛利率还是经营利润率都有提升空间，2) 未来的同店销售，通过产品推出、减少折扣等等，可能重拾增长，3) 开店仍然快速，同时也在拓展海外市场。

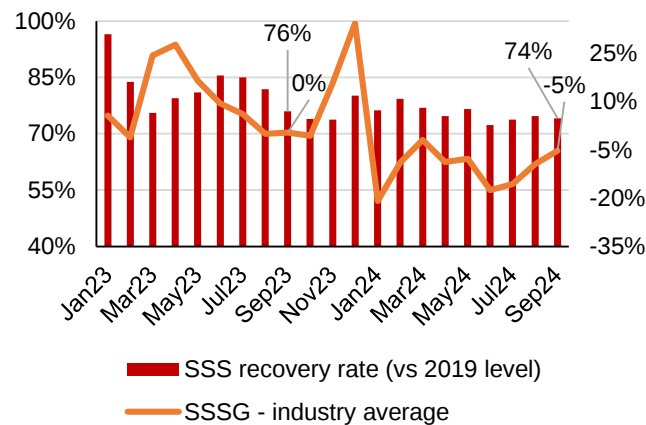
相关公司：百胜中国（9987 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、海底捞（6862 HK，买入）、九毛九（9922 HK，持有）。

图 28：近年来中国茶饮店和咖啡店数量



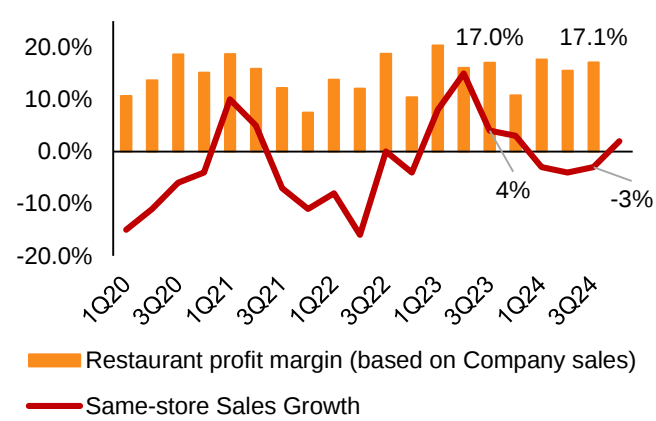
资料来源：红餐网，招银国际环球市场预测

图 29: 餐饮行业同店销售增长及复苏率 (对比 2019 年)



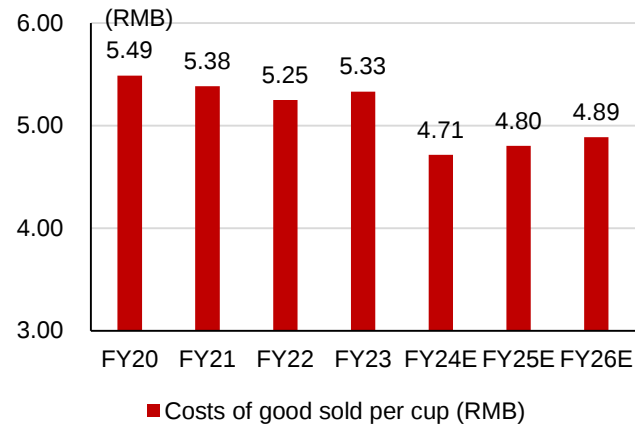
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测, *注: 行业: 九毛九+太二+海底捞+呷哺呷哺+凑凑+KFC+Pizza Hut+奈雪的茶

图 30: 百胜中国同店销售增长及门店经营利润率



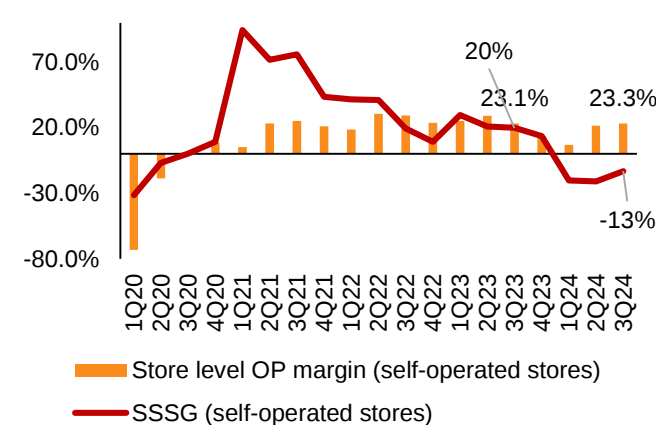
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 31: 瑞幸咖啡每杯成本



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 32: 瑞幸咖啡自营店同店销售增长及门店经营利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 33: 2022 年中国与其他地区/国家的人均咖啡消费量和杯数对比



资料来源: CIC 灼识咨询, 招银国际环球市场

2) 体育用品行业（维持看好）

短线来说（未来 3 个月），我们认为行业或持续承压，主要由于：1) 宏观环境仍待改善；2) 明年的春节较去年早，旺季时间缩短；3) 终端需求偏弱，10 月有政策帮助和双 11 提前，但 11 月零售表现比较一般，整个双 11 来说，特别是在退货率日渐上升的情况下，增长并没有超预期；4) 而线下压力会较大，也会有负经营杠杆的问题；5) 因为流水增长一般，对比订货有些差距，会导致库存略有增加，影响零售折扣。

而对于 2025 年，我们目前估计行业增长还有望加速到在 5% 以上（2024 年大约在 3% 左右）。特别是对于某些品牌来说，2024 年像是一个调整的年份，所以进入 2025 年，我们也预期有更多公司，像 Nike、Adidas 和李宁等等，会推出更多创新力度更高的新产品。分开渠道来说，我们预计线下和线上都有正增长，线下希望客流量和转化率都有改善，outlet 渠道增长平稳，但线上增长有可能因为抖音渠道基数变得更高而有所放慢。另外，个别品牌也在加快海外业务的拓展。因为很多品牌的订货会增长也已经调整下来，和最终流水的表现应该也会更为匹配，所以库存积压和加大折扣的风险应该会更低，我们预计行业库存水平和折扣能够最少持平，并希望个别品牌有所改善。

从利润率上，我们预计会有所提升，因为在没有奥运的年份，营销费用的节约会更多，另外也相信很多公司会继续加大力度去降本增效。

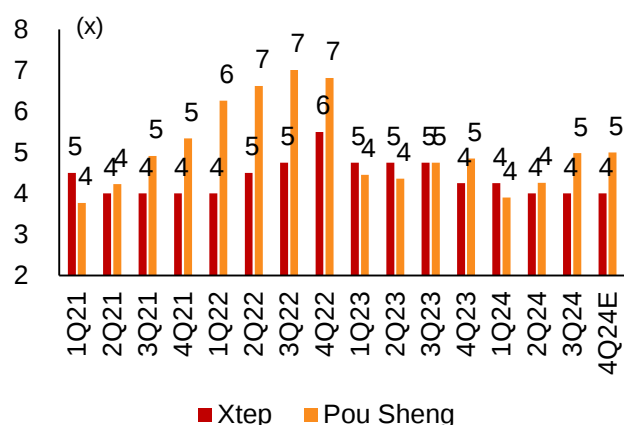
我们预期在 2025 年，户外品牌会表现较好，功能性和创新能力较强的，以及多推出更低价产品的品牌，表现会优于行业。

首选：安踏（2020 HK，买入）

原因是：1) 受惠于户外行业的快速增长，Descente/ Kolon/ Amer 的帮助，2) Anta 品牌改革，如通过不同店型来拓展客群，3) FILA 品牌加大功能性和鞋类产品来拉动增长。

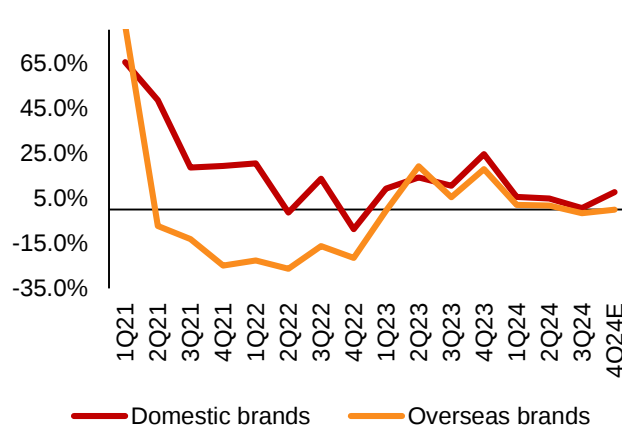
相关公司：特步（1368 HK，买入）、李宁（2331 HK，买入）、361 度（1361 HK，买入）、滔搏（6110 HK，持有）和宝胜（3813 HK，未评级）。

图 34: 渠道库存销售比率 - 特步和滔搏



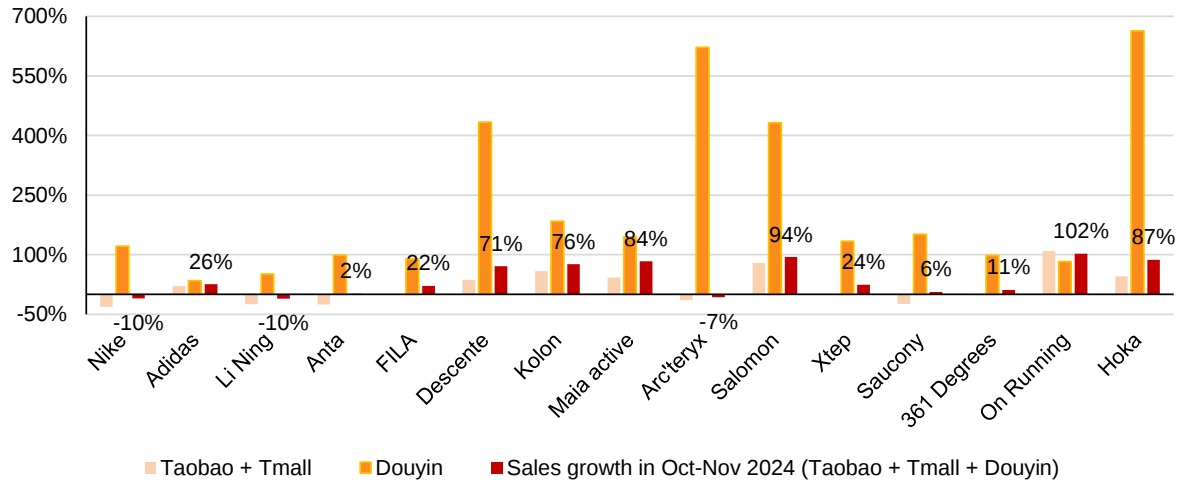
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 35: 零售流水增长 - 国内对比海外品牌*



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测，*注：国内品牌：李宁+安踏+特步+FILA，海外品牌：耐克中国+阿迪达斯中国+宝胜

图 36：2024 年 10-11 月体育用品电商销售增长（淘宝,天猫,抖音平台）



资料来源：魔镜, 招银国际环球市场预测

3) 服装行业 (维持看好)

短线来说 (未来 3 个月), 我们会较为担心: 1) 暖冬, 以及 2) 春节时间点较前的风险, 所以我们对行业看法较为保守, 而且因为销售流水低于预期, 库存上升, 导致零售折扣加深, 可能也会影响利润率。

但展望 2025 年, 我们不算太悲观, 预计行业会有 0% 至 5% 的增长 (对比 2024 年的 1% 增长), 考虑到: 1) 基数不高, 包括 2025 年较早的春节也会成为未来的低基数, 2) 国家刺激消费的政策有可能覆盖家电以外的板块, 3) 女性 (对比男性) 的消费力增长和复苏都更好, 4) 在经历 1 到 2 年的过渡期后, La Nina/拉尼娜现象应该会重新出现, 也会带来更冷的冷冬。

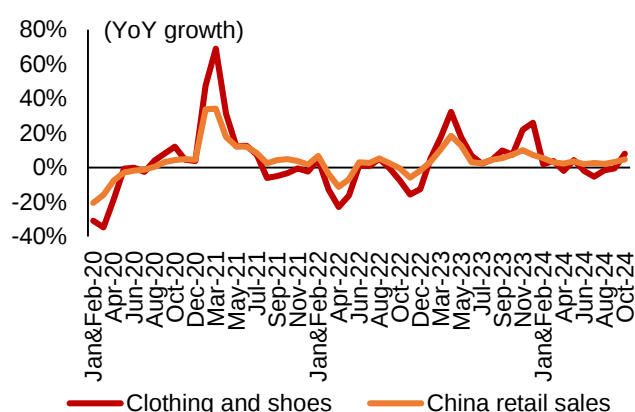
情况和体育用品行业比较类似, 但品牌表现相对分化, 我们倾向更为稳健和有竞争力的品牌, 他们在产品创新, 门店形象和服务水平都有持续的升级, 以及在抖音渠道增长较快, 像江南布衣 (3306 HK, 买入) 和波司登 (3998 HK, 买入) 等等。

首选: 波司登 (3998 HK, 买入)

原因是: 1) 新产品如防晒服和户外产品的拓展, 能有效适应较温暖的天气和覆盖更多的客群, 2) 大部分的门店, 仍有形象升级的空间, 3) 对于会员和 VIP 的服务, 仍有很多操作空间, 来提升顾客黏性。而且当前的股息率很高, 防守性十足。

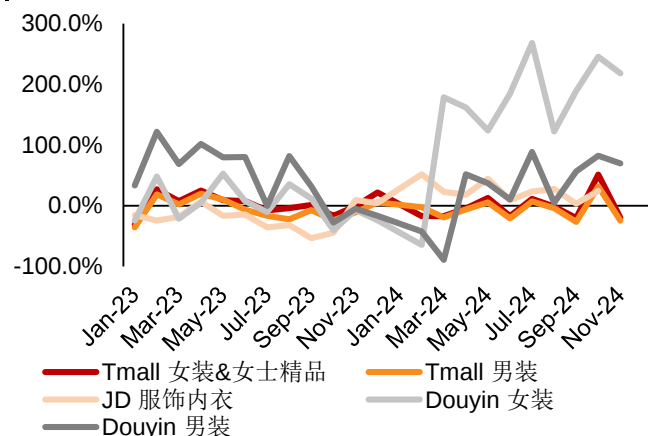
相关公司: 江南布衣 (3306 HK, 买入)、利郎 (1234 HK, 买入)。

图 37: 中国零售销售和服装销售增长



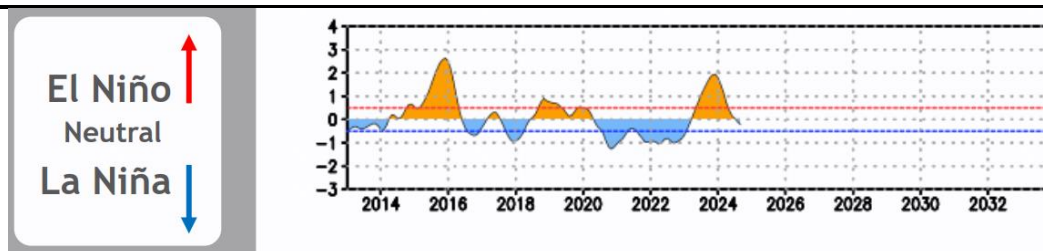
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 38: 不同的电商平台的服装行业销售增长



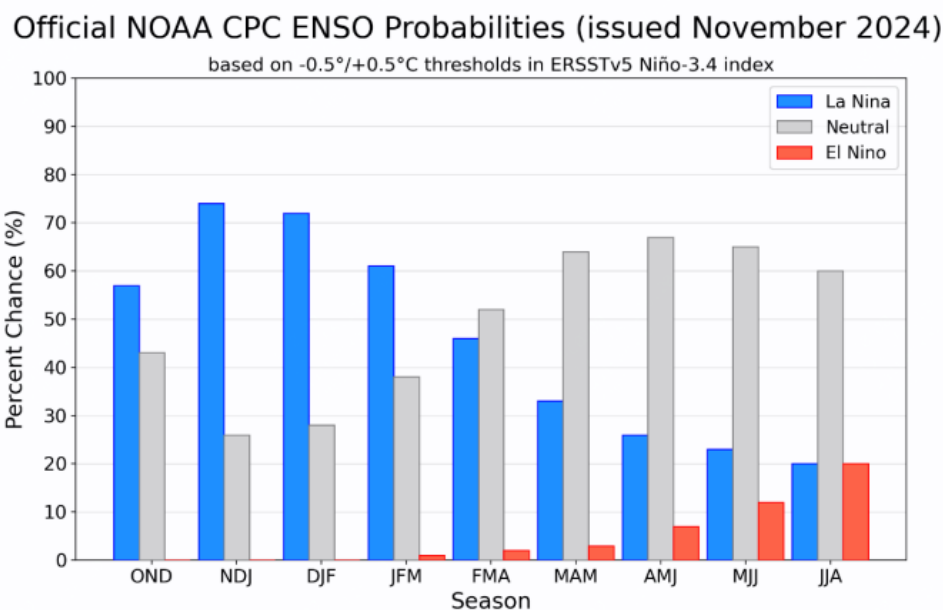
资料来源: 魔镜, 招银国际环球市场

图 39: 最新的 ONI 值 (2024 年 8 月至 10 月) 为 -0.2°C 。



资料来源: 美国国家海洋和大气管理局, 招银国际环球市场

图 40: La Nina/ 拉尼娜现象有望在 10 月至 12 月期间出现 (概率为 57%), 并持续到 2025 年 1 月至 3 月。



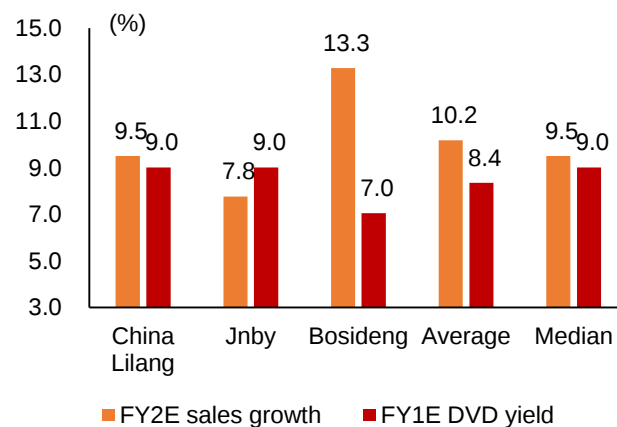
资料来源: 美国国家海洋和大气管理局, 招银国际环球市场

图 41: 波司登库存天数



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 42: 预测销售增长和预测股息率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

4) 纺织行业 (看好)

从需求端来说，虽然各大品牌比较分化，像 Nike 的表现很弱，Adidas 和 Uniqlo 表现很好，Puma 平稳，Lulu 开始有所改善，但整体来说，我们预计 2025 年的增长趋势依然稳健，估计行业销售会有 5% 左右的增长（对比 2024 年的约 6%）。另外，我们也在期待 Nike 品牌的新产品表现和业绩反转。

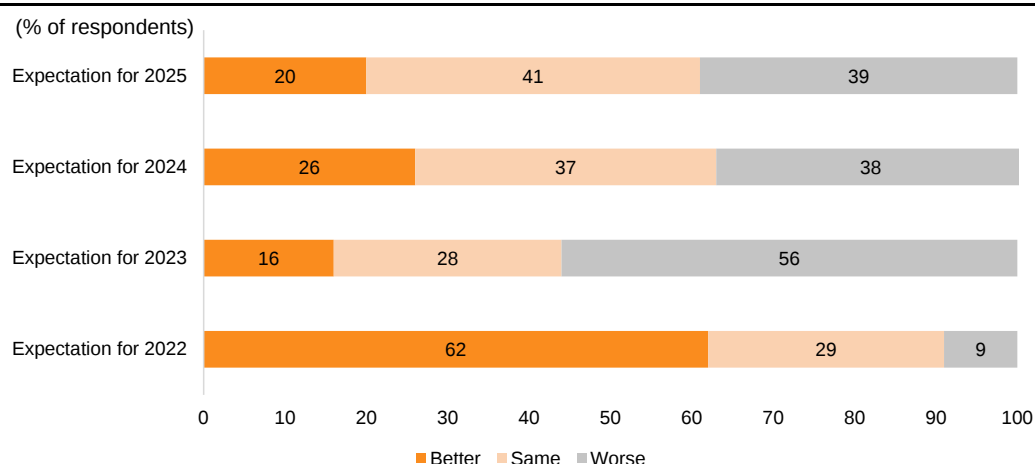
加上目前库存水平还是偏低，我们认为补库存的可能性仍然存在。

不过从品类来说，对比奢侈品，我们会更加看好中低价品牌的需求，相比鞋类制造商我们也会更看好服装制造商。

虽然未来贸易战会影响品牌成本，品牌可能会提高单价，并影响销售，但对于主力的供货商（像很多纺织服装的龙头公司，如晶苑（2232 HK, 未评级）、裕元（551 HK, 未评级）、九兴（1836 HK, 未评级）、申洲（2313 HK, 未评级）和华利集团（300979 CH, 未评级））来说，公司在东南亚有产能布局，而且经历上一轮贸易战之后，都做足了准备，这一次反而是有机会受惠于订单增加。

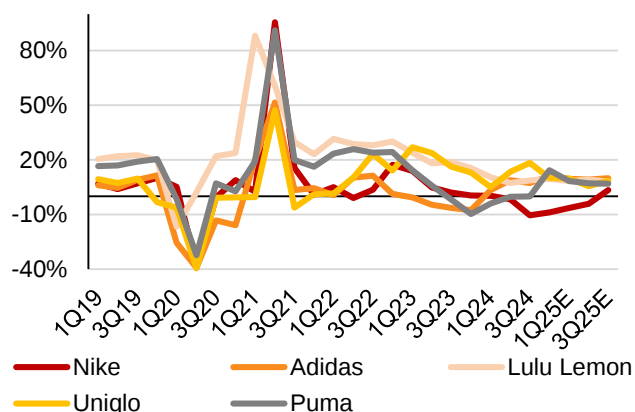
相关公司：晶苑（2232 HK, 未评级）、九兴（1836 HK, 未评级）、裕元（551 HK, 未评级）、申洲（2313 HK, 未评级）、华利集团（300979 CH, 未评级）。

图 43：与去年相比，未来一年行业高管对时尚行业的展望（预期如何演变）



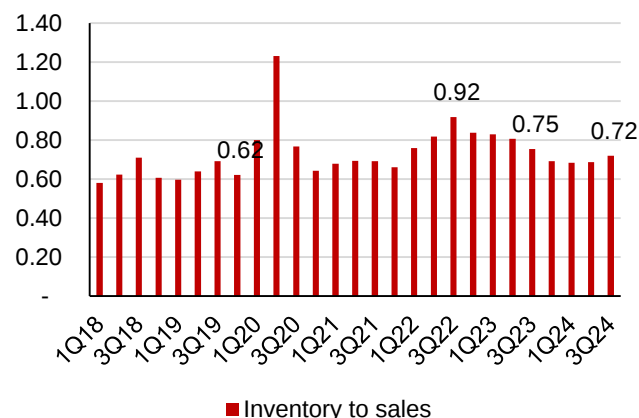
资料来源：State of fashion & McKinsey, 招银国际环球市场

图 44: 海外体育和服装品牌销售增长



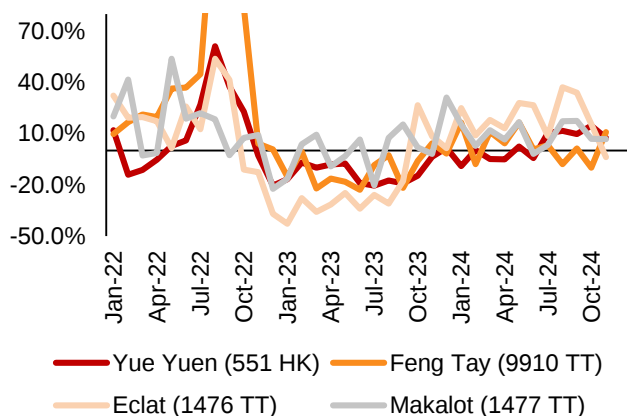
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 45: 海外体育和服装品牌平均*库存销售比



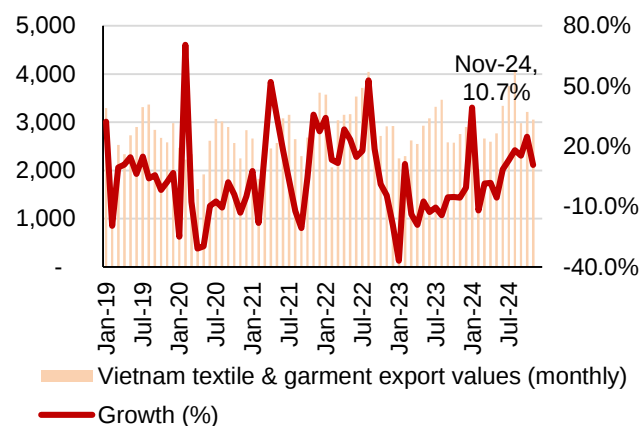
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场, 注: *耐克+阿迪达斯+露露乐蒙+优衣库+彪马

图 46: 体育和服装制造商销售增长



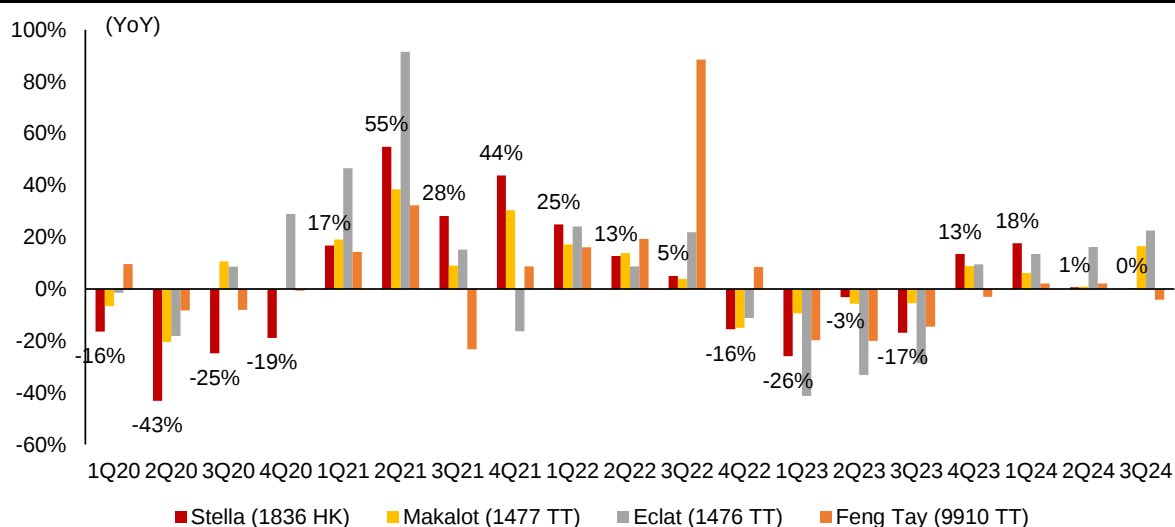
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 47: 越南纺织品出口销售和增长



资料来源: 越南统计局, 招银国际环球市场

图 48: 体育和服装制造商季度销售增长



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

我们对下列子板块持**中性**看法

5) 旅游 - 酒店行业 (下调至中性)

我们对 2025 年酒店行业的看法是上半年要小心，静静地等待下半年好转。目前的需求还是很差，就算有低基数，以及政府政策的帮助，华住也下调了 4 季度 RevPAR 的增长指引，说明需求不足，对单店的影响还是很大。目前酒店的供应仍然过剩 (中国住宿和餐饮业固定资产投资在 2024 年前 10 个月累计同比增长仍高达 34%)，因为疫情后的报复性旅游需求，以及各大品牌的加速开店，使整体酒店数量仍然在上升，而且 2025 年的增长速度还是很快。OTA 和一些龙头酒店集团都在裁员，也许预示未来的经历环境也是不太好。

新开的酒店的质素和竞争力也很高，受惠于建筑费用下降，新材料的研发和进步，数字化、标准化、模块化生产等等的原因，新开的酒店不止 Capex 更低，产品质素也会更高，亦更耐用，所以我们认为开店更多更快的龙头品牌，能更有效地抢占更多市场份额。

也有一些较小的利好因素，像出境旅游的边际增长放缓，中国对入境游客的签证放宽，以及人民币贬值等等，也会利好国内旅游。

总的来说，我们预计酒店行业 2025 年的 RevPAR 增长为有 0% 至 5% (对比 2024 年的约 -5%)。

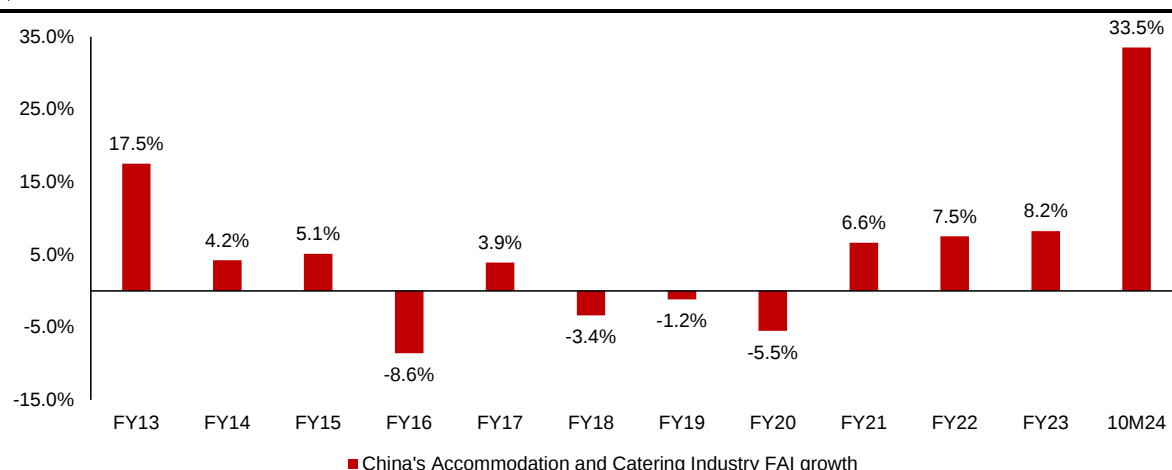
中长线来说，我们仍然看好旅游板块，预计商务和休闲需求也会持续复苏。

首选：亚朵 (ATAT US, 买入)

原因是：1) 开店增长快，可以更快地获得市场份额，2) 性价比高，能够承接商务旅客消费降级的需求，3) 零售业务增长强劲，虽然估值目前相对较贵。

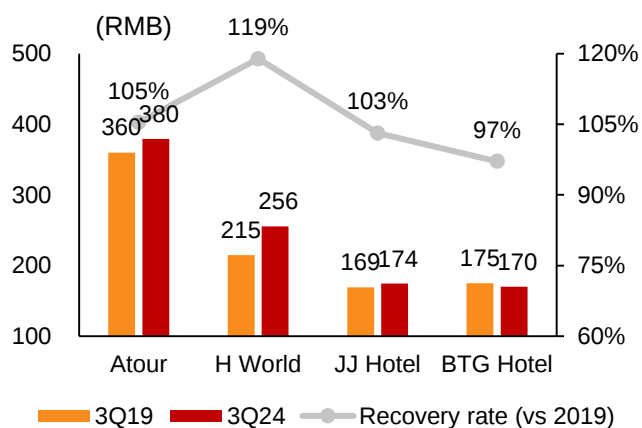
相关公司：华住集团 (1179 HK, 未评级)、锦江酒店 (600754 CH, 未评级)、首旅 (600258 CH, 未评级)。

图 49：中国住宿和餐饮业固定资产投资累计同比增长



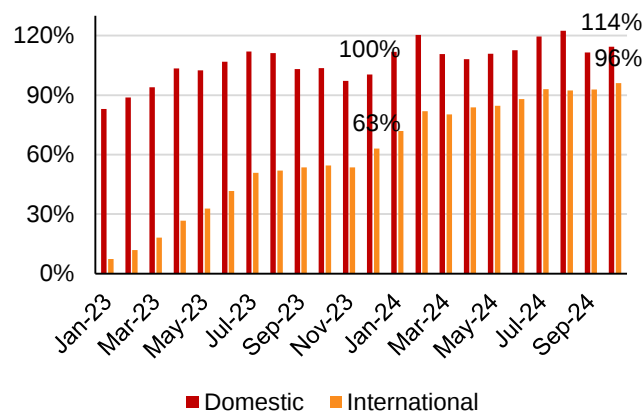
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 50: RevPAR 复苏率 (3Q24 对比 3Q19) - 按公司



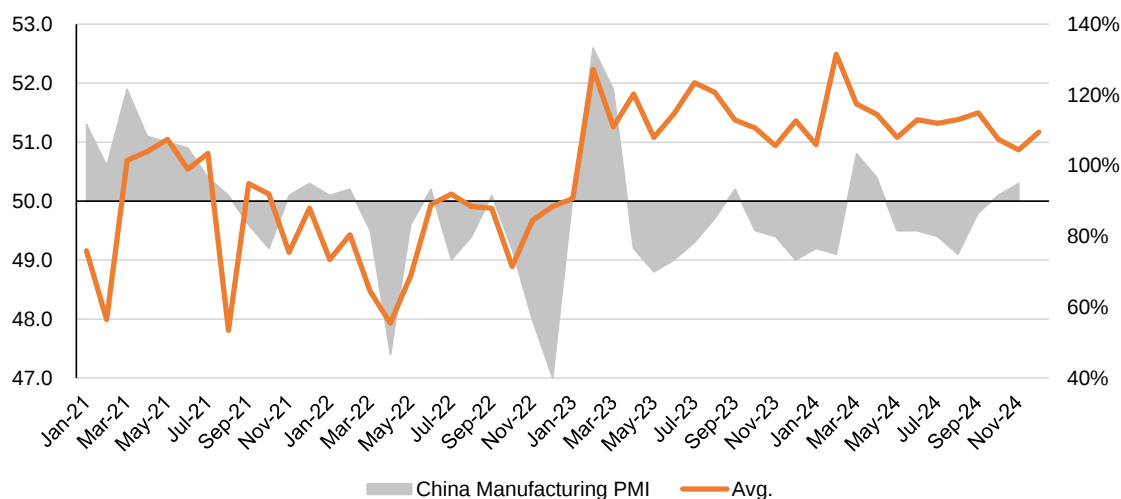
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 51: 国内和海外民航旅客运输量复苏率 (对比 2019)



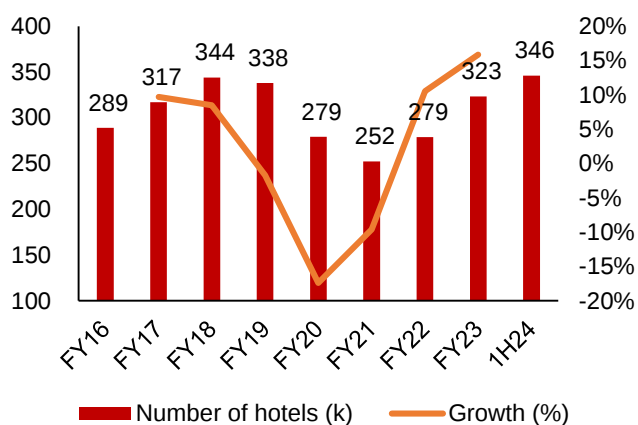
资料来源: 中国民航局, 招银国际环球市场

图 52: 中国制造业 PMI 对比酒店行业 RevPAR 复苏率



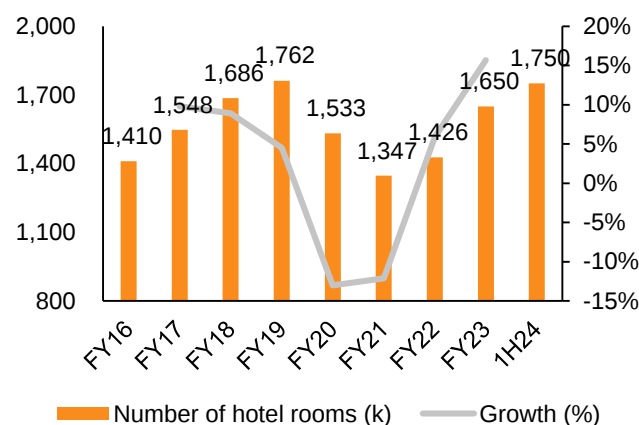
资料来源: 公司资料, 国家统计局, 招银国际环球市场, *注: 行业: 亚朵+华住+锦江+首旅

图 53: 中国酒店数量和增长



资料来源: 中国饭店协会, 招银国际环球市场

图 54: 中国酒店客房总数和增长



资料来源: 中国饭店协会, 招银国际环球市场

6) 家电行业（下调至中性）

2024 年家电行业有些艰难，但受惠于政策利好，最终表现不俗。

对于 2025 年，我们认为上半年还有机会做好，因为：1) 以旧换新的补贴政策，根据财政部的说法，也许会延续至 2025 年（目前是假设补贴力度和 2024 年相若），2) 因为四季度销售良好，渠道库存偏低，在 2025 年上半年仍然有库存的增长，利好上市公司销售，3) 出口销售增长可能放缓，但仍然会保持在健康水平。

进入到下半年，我们看法会较为保守，因为：1) 基本面还是偏弱，像房地产竣工数据还是在大幅下跌，2) 开始要面对去年的高基数，3) 在 2025 年政府也许还有利好政策，像补贴，但不一定只限于家电板块，也可以补贴其他耐用品，所以同比力度有下降的风险，而且当补贴完结时，平均单价和毛利率也会有下行的风险（因为在补贴时，消费者对价格不太敏感）。

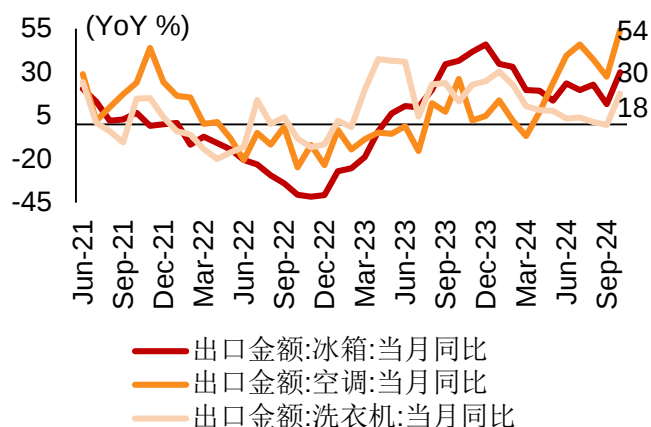
我们会较为看好出口占比更多，特别是东南亚占比更多的公司。另外因为关税问题，我们对小家电板块的看法是非常谨慎和保守。

首选：海尔（6690 HK，买入）

原因是：1) 最近在降息后，美国房屋需求有所改善，2) 欧洲市场改革和本土化后，销售增长和利润率都有提升，3) 东南亚销售增长迅速，4) 全流程效率提升和成本管控措施，包括采购端和制造端的数字化等等。

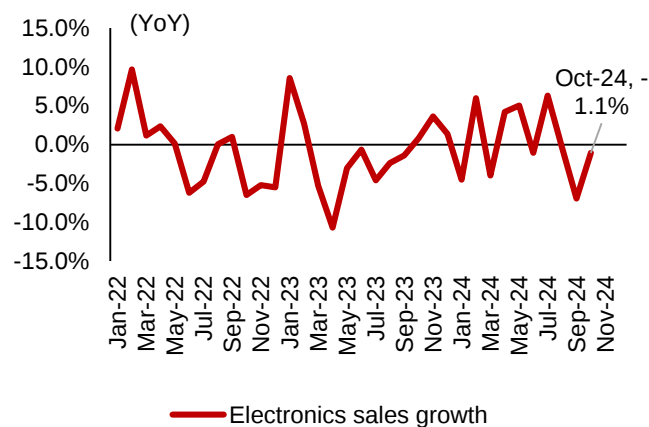
相关公司：美的（000333 CH，买入），海信（921 HK，未评级），Vesync（2148 HK，买入），JS 环球（1691 HK，买入），卡罗特（1691 HK，买入），石头科技（688169 CH，未评级），科沃斯（603486 CH，未评级），九阳股份（002242 CH，未评级），苏泊尔（002032 CH，未评级）。

图 55: 中国大家电出口销售增长



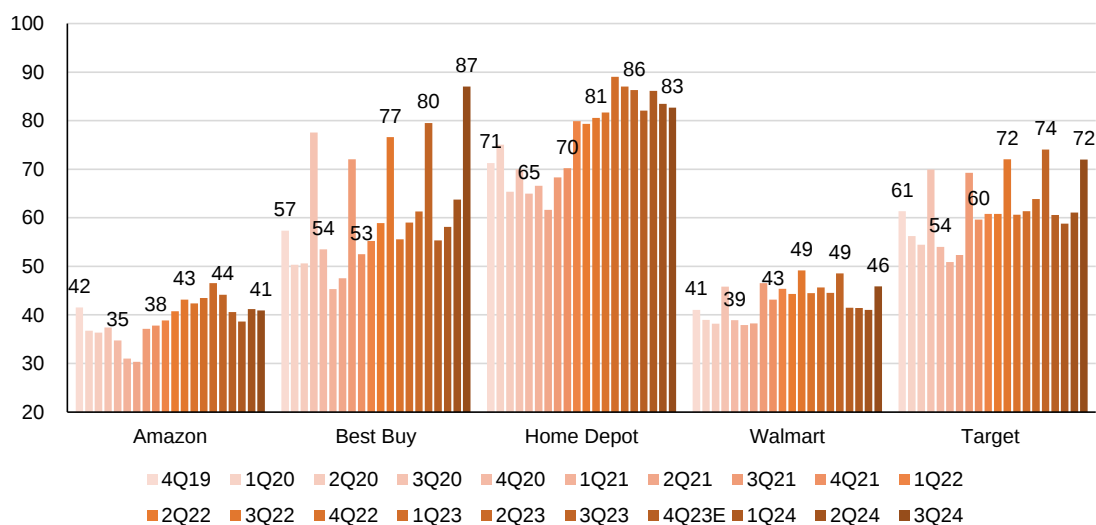
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 56: 美国家电销售增长



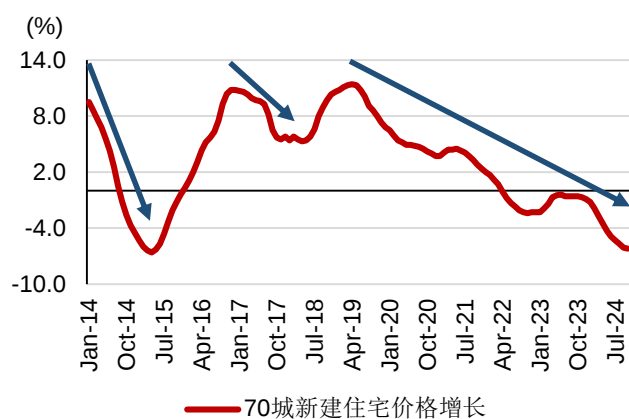
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 57：美国零售商的库存天数



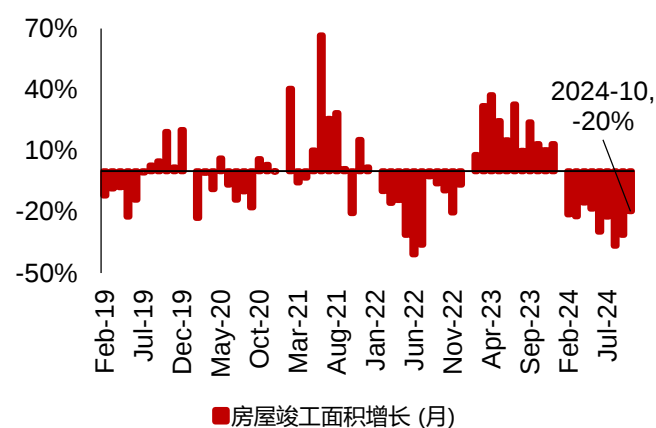
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 58：中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数（月）



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 59：中国房地产 - 住宅竣工面积增长



资料来源：Wind，招银国际环球市场

同行估值

图 60：同行估值表 1

		Price	Mkt cap	Rating	TP	Year	PER (x)		EV/EBITDA (x)		PBR (x)		Yield (%)	Net gearing	YTD	
Company	Ticker	L.C.	HKS mn		L.C.	End	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY0	performance	
Sports																
Anta Sports	安踏體育	2020 HK	79.45	224,782	BUY	126.68	Dec-23	16.0	15.1	9.4	8.2	3.4	3.0	3.2	(29.5)	4.9
Li Ning	李寧	2331 HK	16.60	42,902	BUY	19.58	Dec-23	13.0	11.6	6.2	5.1	1.5	1.4	3.5	(11.7)	(19.7)
Xtep	特步	1368 HK	5.36	14,384	BUY	7.50	Dec-23	10.7	9.5	6.4	5.8	1.3	1.2	7.5	0.5	33.6
361 Degrees	361度	1361 HK	4.19	8,664	BUY	5.15	Dec-23	7.2	6.2	1.6	1.2	0.8	0.7	5.6	(50.3)	20.7
Topsports	滔搏	6110 HK	2.39	14,821	HOLD	2.58	Feb-24	9.6	8.0	4.8	4.2	1.4	1.3	9.2	7.6	(58.9)
Pou Sheng	寶勝	3813 HK	0.52	2,770	-	-	Dec-23	5.2	4.3	n/a	n/a	0.3	0.3	8.4	(0.1)	(20.6)
China Dongxiang	中國動向	3818 HK	0.35	2,031	-	-	Mar-24	n/a	20.2	n/a	n/a	0.2	0.2	6.2	(30.0)	23.5
Average								10.3	10.7	5.7	4.9	1.3	1.2	6.3	(16.2)	(2.4)
Median								10.1	9.5	6.2	5.1	1.3	1.2	6.2	(11.7)	4.9
Apparel																
Bosideng	波司登	3998 HK	4.05	45,010	BUY	6.05	Mar-24	11.5	10.1	6.4	5.4	2.7	2.4	6.8	(65.6)	15.4
Giordano	佐丹奴	709 HK	1.67	2,699	-	-	Dec-23	9.8	8.8	3.3	3.0	n/a	n/a	n/a	(10.3)	(36.7)
Esprit	思捷環球	330 HK	0.14	391	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	77.3	(65.9)
Cosmo Lady China	都市麗人	2298 HK	0.26	585	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33.8	8.8
Viva Goods	非凡領越	933 HK	0.70	6,807	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.4	(22.2)
Jnby Design	江南布衣	3306 HK	14.86	7,709	BUY	17.61	Jun-24	8.1	7.5	4.3	3.7	3.0	2.6	9.6	(46.1)	45.5
China Lilang	中國利郎	1234 HK	3.76	4,503	BUY	4.85	Dec-23	7.5	6.6	n/a	n/a	1.0	1.0	9.4	4.8	(9.0)
Average								9.2	8.3	4.7	4.0	2.3	2.0	8.6	0.5	(9.2)
Median								8.9	8.1	4.3	3.7	2.7	2.4	9.4	4.8	(9.0)
Restaurant																
Haidilao	海底撈	6862 HK	16.02	89,295	BUY	15.94	Dec-23	18.0	15.9	8.9	7.9	6.2	5.4	4.4	(35.4)	10.2
Jiumaojiu	九毛九	9922 HK	3.50	4,937	HOLD	2.64	Dec-23	21.5	12.9	3.6	2.8	1.3	1.2	2.0	36.7	(42.6)
Nayuki	奈雪的茶	2150 HK	1.47	2,506	BUY	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	0.6	0.6	0.0	27.6	(53.6)
Sichuan Baicha Baidao	四川百茶百道	2555 HK	9.54	14,097	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(266.2)	n/a
Xiabuxiabu	呷哺呷哺	520 HK	1.13	1,227	BUY	4.89	Dec-23	n/a	117.3	n/a	n/a	1.2	1.2	3.2	68.2	(53.4)
Helens	海倫司	9869 HK	2.55	3,227	-	-	Dec-23	14.6	11.3	n/a	n/a	1.8	1.8	10.1	(20.4)	(18.0)
Super Hi	特海國際	9658 HK	18.16	11,809	-	-	Dec-23	37.0	27.1	13.3	11.5	4.7	4.0	0.0	19.5	74.6
Dpc Dash	達勢	1405 HK	78.10	10,192	BUY	81.20	Dec-23	142.0	60.2	20.6	14.7	4.4	4.2	0.1	10.4	26.1
Cafe De Coral	大家樂	341 HK	7.92	4,594	BUY	9.30	Mar-24	12.9	11.1	n/a	n/a	1.6	1.6	8.2	40.8	(12.1)
Tam Jai	譚仔	2217 HK	0.77	1,037	-	-	Mar-24	7.9	8.2	n/a	n/a	0.7	0.7	10.1	(36.9)	(38.9)
Tai Hing	太興	6811 HK	0.67	674	-	-	Dec-23	11.4	6.7	n/a	n/a	67.0	67.0	9.0	82.1	(18.0)
Fairwood	大快活	52 HK	6.56	850	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	60.8	(28.5)
Ajisen China	味千 (中國)	538 HK	0.82	895	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(39.0)	(16.3)
Tsui Wah	翠華	1314 HK	0.25	353	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.0	33.7
Yihai	頤海國際	1579 HK	13.88	14,389	-	-	Dec-23	15.5	13.9	9.0	7.8	2.5	2.3	5.6	(47.4)	11.9
Luckin Coffee	瑞幸咖啡	LKNCY US	24.05	62,926	BUY	33.80	Dec-23	149.5	108.0	11.7	8.7	n/a	n/a	n/a	15.2	(11.8)
Tim's China	Th International	ITHCH US	0.83	1,016	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(52.8)
Yum China	百勝中國	9987 HK	381.40	144,847	BUY	451.11	Dec-23	21.0	19.0	10.9	9.9	3.0	2.9	1.3	(0.8)	14.8
Yum China	百勝中國	YUMC US	48.53	143,398	BUY	38.07	Dec-23	20.8	18.8	10.8	9.8	3.0	2.9	1.3	(0.8)	14.4
Average								39.4	33.1	11.1	9.1	7.6	7.4	4.3	(4.6)	(8.9)
Median								19.4	15.9	10.8	9.2	2.5	2.3	3.2	6.2	(14.2)
Home appliances																
Haier Smart Home - H	海爾智家	6690 HK	27.40	277,683	BUY	36.41	Dec-23	12.5	11.1	8.1	6.9	2.1	1.9	3.8	(22.9)	24.3
Js Global Lifestyle	Js環球生活	1691 HK	1.38	4,795	BUY	1.84	Dec-23	7.7	8.1	n/a	n/a	0.8	0.7	4.5	(52.2)	(11.0)
Vesync	Vesync	2148 HK	4.18	4,763	BUY	6.79	Dec-23	6.7	5.7	4.9	3.1	1.5	1.2	5.6	(20.1)	(22.3)
Carote	卡羅特(商業)有限	2549 HK	5.42	3,008	BUY	8.97	Dec-23	6.3	6.2	n/a	n/a	2.3	1.8	3.3	(101.6)	n/a
Hisense - H	海信家電	921 HK	22.50	37,771	-	-	Dec-23	8.7	7.6	5.4	2.8	1.9	1.6	5.2	5.1	33.5
Midea - A	美的	000333 CH	72.85	591,806	BUY	66.70	Dec-23	14.1	12.8	11.3	9.9	2.9	2.6	4.3	(15.8)	33.4
Gree	珠海格力電器	000651 CH	42.27	253,342	-	-	Dec-23	7.5	7.2	5.0	4.3	1.7	1.5	6.1	(10.3)	31.4
Haier Smart Home - A	海爾智家	600690 CH	29.24	277,761	-	-	Dec-23	14.3	12.8	7.9	6.9	2.4	2.1	3.2	(22.9)	39.2
Hisense - A	海信家電	000921 CH	27.68	37,782	-	-	Dec-23	11.5	10.0	3.3	2.6	2.5	2.1	4.1	5.1	35.7
Joyoung	九陽	002242 CH	11.00	9,028	-	-	Dec-23	30.6	23.1	20.9	15.3	2.3	2.2	1.1	(10.1)	(13.5)
Zhejiang Supor	蘇泊爾	002032 CH	53.94	46,261	-	-	Dec-23	18.9	17.4	14.4	13.3	6.5	6.0	4.7	(26.7)	1.8
Bear Electric Appliance	小熊電器	002959 CH	43.82	7,364	-	-	Dec-23	20.9	18.1	8.8	4.0	2.4	2.2	2.1	(31.2)	(15.6)
Ecovacs Robotics	科沃斯機器人	603486 CH	50.86	31,307	-	-	Dec-23	24.4	19.3	15.8	12.1	4.0	3.5	1.3	(39.5)	22.7
Beijing Roborock	石頭世紀科技	688169 CH	226.00	44,669	-	-	Dec-23	18.6	16.1	15.6	13.0	3.2	2.8	1.6	(50.8)	11.8
Hangzhou Robam	老闆電器	002508 CH	22.89	23,124	-	-	Dec-23	12.8	12.0	9.9	9.0	1.9	1.7	3.9	(32.0)	7.6
Goneo Group	公牛集團	603195 CH	71.88	99,405	-	-	Dec-23	21.1	18.6	16.4	14.5	5.8	5.2	3.3	(91.8)	9.0
Zhejiang Meida	浙江美大	002677 CH	7.92	5,475	-	-	Dec-23	18.5	16.0	12.2	9.9	2.7	2.8	2.4	(62.8)	(21.7)
Vatti	華帝股份	002035 CH	7.85	7,120	-	-	Dec-23	11.7	10.4	7.5	6.3	1.7	1.5	4.2	(24.5)	26.4
Average								14.8	12.9	10.5	8.4	2.7	2.4	3.6	(33.6)	11.3
Median								13.4	12.4	9.4	7.9	2.4	2.1	3.8	(25.6)	11.8
Hotels																
Atour Lifestyle	亞朵生活	ATAT US	26.49	28,359	BUY	32.01	Dec-23	28.8	22.4	13.2	10.1	8.7	6.6	1.6	(79.7)	52.6
H World	華住	HTHT US	32.87	81,524	-	-	Dec-23	19.4	16.5	10.6	9.6	6.4	5.5	2.8	218.3	(1.7)
Shanghai Jinjiang	錦江國際酒店	600754 CH	26.07	27,341	-	-	Dec-23	22.4	21.1	6.9	6.8	1.6	1.5	2.0	75.9	(12.8)
Btg Hotels	首旅酒店	600258 CH	14.77	17,646	-	-	Dec-23	19.5	17.4	6.3	5.7	1.4	1.3	1.5	67.2	(5.4)
Ssaw Hotels	君亭酒店	301073 CH	23.70	4,931	-	-	Dec-23	129.5	64.4	n/a	n/a	4.7	4.5	1.4	77.2	4.5
Greentree	格林酒店	GHG US	2.61	2,075	-	-	Dec-23	6.7	5.3	n/a	n/a	n/a	n/a	7.4	42.2	(30.6)
Average								37.7	24.5	9.3	8.1	4.6	3.9	2.8	66.9	1.1
Median								20.9	19.3	8.8	8.2	4.7	4.5	1.8	71.6	(3.6)

資料來源：彭博，招銀國際環球市場預測；數據截至 2024 年 12 月 6 日

图 61: 同行估值表 2

Company			Price	Mkt cap	Rating	TP	Year	PER (x)		EVEBITDA (x)		PBR (x)		Yield (%)	Net gearing	YTD
Ticker			L.C.	HK\$ mn		L.C.	End	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY0	performanc
HK retail																
Chow Tai Fook	周大福珠寶	1929 HK	7.04	70,314	-	-	Mar-24	11.7	10.1	6.9	6.8	2.6	2.4	6.9	83.0	(39.4)
Luk Fook	六福	590 HK	14.96	8,783	-	-	Mar-24	7.0	6.2	2.8	1.9	0.6	0.6	7.2	0.3	(28.5)
Chow Sang Sang	周生生	116 HK	6.56	4,444	-	-	Dec-23	6.4	5.3	n/a	n/a	0.4	0.3	6.3	28.4	(26.9)
Hong Kong	香港科技探索	1137 HK	1.50	1,183	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.9)	(43.4)
Sa Sa Int'l	莎莎國際	178 HK	0.74	2,296	-	-	Mar-24	29.6	14.8	8.0	7.3	1.9	1.9	4.2	18.7	(26.7)
Cafe De Coral	大家樂	341 HK	7.92	4,594	BUY	9.30	Mar-24	12.9	11.1	n/a	n/a	1.6	1.6	8.2	40.8	(12.1)
Wharf REIT	九龍倉置業	1997 HK	21.30	64,672	-	-	Dec-23	10.4	9.9	9.9	9.7	0.3	0.3	6.0	18.6	(19.3)
Link Reit	領展房地產投資	823 HK	34.10	87,864	-	-	Mar-24	12.8	12.7	14.1	13.9	0.5	0.5	7.8	29.2	(22.2)
Hang Lung Properties	恒隆地產	101 HK	6.45	30,855	-	-	Dec-23	8.4	8.5	12.9	12.4	0.2	0.2	8.1	32.1	(40.7)
Swire Properties	太古地產	1972 HK	16.02	93,346	-	-	Dec-23	12.7	11.9	15.2	14.8	0.3	0.3	6.8	12.7	1.4
Hysan Development	希慎興業	14 HK	12.76	13,105	-	-	Dec-23	7.6	7.1	14.4	15.4	0.2	0.2	8.5	27.2	(17.7)
Average								11.9	9.7	10.5	10.3	0.9	0.8	7.0	26.4	(25.1)
Median								11.1	10.0	11.4	11.0	0.4	0.4	7.0	27.2	(26.7)
Textile																
Shenzhen Int'l	申洲	2313 HK	59.25	89,066	-	-	Dec-23	14.2	12.4	10.1	8.8	2.3	2.1	4.3	(14.0)	(26.3)
Crystal Int'l	晶苑	2232 HK	4.28	12,210	-	-	Dec-23	7.9	7.1	3.3	2.9	1.0	1.0	7.1	(31.5)	47.6
Huali Industrial	中山華利實業	300979 CH	71.92	89,805	-	-	Dec-23	21.6	18.7	13.5	11.8	4.7	4.0	2.2	(22.0)	36.6
Regina Miracle	維珍妮	2199 HK	2.10	2,571	-	-	Mar-24	7.0	8.4	n/a	n/a	0.7	0.7	2.4	108.4	(2.3)
Pacific Textiles	互太紡織	1382 HK	1.45	2,024	-	-	Mar-24	9.1	6.0	n/a	n/a	n/a	n/a	9.0	20.3	7.4
Nameson	南旋控股	1982 HK	0.81	1,846	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.8	62.0
Best Pacific	超盈國際	2111 HK	3.00	3,119	-	-	Dec-23	5.6	4.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	21.8	170.3
Texwinca	德永佳	321 HK	0.82	1,133	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.5)	(14.6)
Win Hanverky	永嘉	3322 HK	0.17	220	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	37.6	31.5
Eagle Nice	鷹美 (國際)	2368 HK	3.85	2,211	-	-	Mar-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25.8	(9.0)
Texhong	天虹國際	2678 HK	4.00	3,672	-	-	Dec-23	5.1	3.7	n/a	n/a	0.3	0.3	7.2	56.4	(8.7)
Yue Yuen	裕元工業	551 HK	18.00	28,954	-	-	Dec-23	8.6	8.2	3.4	3.1	0.8	0.8	7.1	2.4	108.3
Stella Int'l	九興控股	1836 HK	15.02	12,335	-	-	Dec-23	9.2	8.4	5.3	5.2	1.4	1.4	9.0	(26.2)	63.1
Pou Chen	寶成工業股份	9904 TT	43.70	30,938	-	-	Dec-23	8.7	8.5	3.5	3.7	0.9	0.9	3.3	2.9	41.4
Feng Tay	豐泰企業股份	9910 TT	135.50	32,146	-	-	Dec-23	22.0	18.9	11.8	10.1	5.5	5.0	3.4	9.8	(22.6)
Eclat	僑鴻企業股份	1476 TT	528.00	34,804	-	-	Dec-23	21.7	19.6	15.5	13.6	5.2	4.8	3.1	(5.7)	(6.0)
Makalot	聚陽實業股份	1477 TT	310.00	18,373	-	-	Dec-23	18.4	16.6	12.7	11.7	4.8	4.8	4.9	(9.5)	(10.8)
Fulgent Sun	鈺齊國際股份	9802 TT	106.00	4,918	-	-	Dec-23	11.3	9.4	n/a	n/a	1.4	1.4	n/a	(0.2)	(19.5)
Lai Yih Footwear	來億興業股份	6890 TT	395.50	23,697	-	-	Dec-23	25.8	19.7	n/a	n/a	4.0	3.8	2.1	(1.3)	n/a
Average								13.1	11.4	8.8	7.9	2.5	2.4	5.0	9.4	24.9
Median								9.2	8.5	10.1	8.8	1.4	1.4	4.3	2.4	2.5
Exporters																
Man Wah	敏華控股	1999 HK	4.98	19,311	-	-	Mar-24	8.1	7.4	5.2	4.6	1.4	1.3	6.0	6.2	(6.9)
Goodbaby	好孩子國際	1086 HK	0.89	1,485	-	-	Dec-23	5.6	4.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	26.0	23.6
Miniso - H	名創優品	9896 HK	47.40	59,657	-	-	Dec-24	20.4	16.9	12.8	10.3	5.0	4.1	2.4	(61.2)	19.8
Miniso	名創優品	MNSO US	24.18	59,194	-	-	Dec-24	20.2	16.8	12.7	10.2	5.0	4.1	2.4	(61.2)	20.3
Pop Mart	泡泡瑪特	9992 HK	93.25	125,229	-	-	Dec-23	43.6	31.5	28.6	20.2	11.6	8.6	0.7	(66.6)	360.5
Dream Int'l	德林國際	1126 HK	4.85	3,283	-	-	Dec-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(34.4)	24.4
Vtech	偉易達	303 HK	52.40	13,261	-	-	Mar-24	9.5	8.6	n/a	n/a	n/a	n/a	10.4	(25.3)	11.1
Techtronic	創科實業	669 HK	111.10	203,565	-	-	Dec-23	23.2	19.6	14.9	13.0	4.1	3.6	2.0	32.4	19.4
Average								18.6	15.1	14.8	11.7	5.4	4.3	4.0	(23.0)	59.0
Median								20.2	16.8	12.8	10.3	5.0	4.1	2.4	(29.9)	20.0
Global Sports																
Nike	耐吉公司	NKE US	78.89	913,632	-	-	May-24	28.2	24.4	21.1	18.6	8.8	9.0	1.9	2.6	(27.3)
Adidas Ag	阿迪達斯股份	ADS GY	241.60	356,997	-	-	Dec-23	61.2	31.9	19.3	13.8	8.3	6.9	0.6	73.0	31.2
Puma Se	彪馬公司	PUM GY	46.53	57,180	-	-	Dec-23	22.1	16.8	7.8	7.0	2.6	2.4	1.7	46.2	(7.9)
Under Armour	安德瑪公司	UAA US	10.12	32,143	-	-	Mar-24	35.1	25.3	13.4	10.9	2.2	2.0	0.0	27.1	15.1
Lululemon	露露檸檬公司	LULU US	399.60	378,631	-	-	Jan-24	28.3	26.1	16.3	15.1	10.4	8.2	0.0	(19.9)	(21.8)
Skechers	美商思凱捷股份	SKX US	71.05	83,867	-	-	Dec-23	16.7	14.5	10.0	9.5	2.2	2.0	0.0	9.6	14.0
On Holding	昂跑控股股份	ONON US	57.64	144,989	-	-	Dec-23	67.8	53.9	41.6	31.1	11.5	9.4	n/a	(27.9)	113.7
Deckers Outdoor	德克斯戶外用品	DECK US	199.55	235,871	-	-	Mar-24	36.1	31.5	25.7	22.3	11.9	9.8	0.0	(58.6)	79.1
Vf Corp	VFC公司	VFC US	21.05	63,762	-	-	Mar-24	45.4	22.5	18.4	13.7	4.2	3.1	1.7	407.5	12.0
Columbia Sportswear	哥倫比亞運動服	COLM US	88.35	39,315	-	-	Dec-23	22.7	20.6	12.0	11.0	2.7	2.4	1.4	(18.4)	11.1
Wolverine World Wide	狐狼世界公司	WWW US	22.99	14,322	-	-	Dec-23	25.7	17.0	15.6	11.5	5.1	4.3	1.7	303.0	158.6
Mizuno Corp	Mizuno Corp	8022 JP	8640.00	11,914	-	-	Mar-24	14.6	13.6	9.4	8.7	1.5	1.4	1.4	(12.7)	119.8
Asics Corp	亞瑟士公司	7936 JP	3092.00	121,838	-	-	Dec-23	34.8	29.4	20.5	17.6	10.7	9.2	0.9	8.8	179.9
Average								33.7	25.2	17.8	14.7	6.3	5.4	0.9	56.9	52.1
Median								28.3	24.4	16.3	13.7	5.1	4.3	1.1	8.8	15.1
Global Restaurant																
Yum! Brands	百勝餐飲	YUM US	137.63	298,835	-	-	Dec-23	25.1	22.7	18.4	17.3	n/a	n/a	1.9	n/a	5.3
Mcdonald'S Corp	麥當勞公司	MCD US	298.98	1,666,989	-	-	Dec-23	25.4	23.8	18.0	17.2	n/a	n/a	2.3	n/a	0.8
Starbucks Corp	星巴克	SBUX US	100.11	883,112	-	-	Sep-24	32.1	27.0	19.2	16.8	n/a	n/a	2.4	n/a	4.3
Restaurant Brands	餐廳品牌國際公	QSR US	68.99	241,905	-	-	Dec-23	20.6	18.2	15.9	14.5	6.4	6.0	3.4	281.9	(11.7)
Wingstop Inc	溫斯頓普餐館	WING US	340.09	77,297	-	-	Dec-23	92.6	74.7	51.6	42.9	n/a	n/a	0.3	n/a	32.5
Shake Shack	搖克夏公司	SHAK US	138.76	46,238	-	-	Dec-23	171.7	122.6	36.8	30.6	12.2	10.8	n/a	102.9	87.2
Chipotle Mexican Grill	奇波雷墨西哥燒	CMG US	65.40	693,339	-	-	Dec-23	58.6	49.7	39.5	33.6	24.3	20.1	0.0	90.0	43.0
Darden Restaurants	達登餐廳公司	DRI US	169.75	155,186	-	-	May-24	17.9	16.0	11.1	10.1	8.7	8.1	3.2	291.6	3.3
Domino'S Pizza	達美樂披薩股份	DPZ US	459.59	123,479	-	-	Dec-23	27.6	26.1	21.3	19.8	n/a	n/a	1.3	n/a	11.5
Wendy'S	溫蒂公司	WEN US	17.48	27,723	-	-	Dec-23	17.6	16.7	10.9	11.1	14.0	17.9	5.7	1169.8	(10.3)
Jollibee Foods	快樂蜂食品公司	JFC PM	266.80	40,291	-	-	Dec-23	28.4	23.8	10.1	8.7	3.3	3.1	1.2	71.3	6.1
Saizeriya	Saizeriya Co Ltd	7581 JP	5590.00	15,160	-	-	Aug-24	24.3	20.5	7.7	7.2	2.3	2.1	0.4	(44.5)	11.1
Toridoll Holdings	Toridoll控股公司	3397 JP	3799.00	17,403	-	-	Mar-24	61.4	37.6	9.7	8.3	3.9	3.6	0.3	122.2	(6.3)
Skylark Holdings	雲雀控股有限公	3197 JP	2416.00	28,517	-	-	Dec-23	42.5	39.9	9.1	8.6	3.2	3.0	0.7	105.9	17.4
Food & Life Companies	Food & Life Cos	3563 JP	3550.00	21,378	-	-	Sep-24	25.0	20.3	9.8	8.4	4.6	3.9	0.8	216.1	22.6
Ohsho Food Service	王將食品服務	9936 JP	3040.00	11,018	-	-	Mar-24	22.4	20.9	12.2	11.4	2.3	2.1	1.6	(42.7)	13.0
Average								43.3	35.0	18.8	16.7	7.7	7.3	1.7	215.0	14.4

资料来源: 彭博, 招銀國際環球市場預測; 數據截至 2024 年 12 月 6 日

免责声明及披露

分析员声明

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

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。