

# 可选消费

## 2026展望：警别补贴退潮，出口、财富和消费信心为关键

- 我们对2026年中国可选消费行业持「同步大市」评级，预期整体零售销售增长约3.5%，较2025年的约4%略有放缓。我们的展望偏向谨慎，因不利因素明显多于利好因素，包括国补及外卖补贴退潮、出口动能放缓，以及AI应用普及导致职位减少等。不过，春节期间延后、超长连假、房地产板块或出现复苏和股市保持畅旺为少数正面因素。我们预计2026年上半年行业股价承压，下半年反弹空间相对较大。
- 从投资主线来看，我们按消费类型选股，现阶段更倾向于三类方向：1) 生存类消费，强调节俭主义、低单价与高性价比，2) 补偿类消费，主打小确幸与廉价娱乐，3) 具避险与防守属性的目标，例如黄金、白银及高股息相关公司。同时，对大额类消费如耐用品、房地产相关、奢侈品及高端旅游相对审慎。但若未来股市持续畅旺、楼市企稳带来明显财富效应，则会转而更推荐高端消费相关目标。
- 行业估值大概率已经在2025年完成筑底并展开修复，目前约15倍市盈率相较于过去8年约20倍的平均水平仍不算昂贵，但在未来12个月行业增速可能放慢、地缘政治风险仍高。而在缺乏大规模利好政策或房地产明显复苏的情况下，估值未必能快速上升。因此，我们的整体看法偏保守，建议投资者耐心等待更佳入场时机，在股价回调、估值更具吸引力时再逢低加仓。
- 消费行业子板块展望。整体而言，在2026年，对于消费行业子板块，我们优先看好：1) 茶饮和咖啡，2) 潮玩行业，3) 服装行业，4) 纺织行业。我们对下列子板块维持同步大市的看法：5) 餐饮行业，6) 体育用品行业，7) 旅游—酒店板块和8) 家电行业。
- 茶饮和咖啡板块维持「优于大市」评级，虽然短期受外卖补贴战后基数抬升、需求回落及加速开店摊薄同店销售等因素影响，2026年行业增速或较2025年放缓。但凭借小确幸、低单价与高频刚需特性及海外拓展空间，龙头品牌仍有望在产品与营销创新下保持正向同店增长。长线仍然受益于现制茶饮与咖啡在新鲜度、品类多样与社交属性上持续替代传统饮品与甜品，供给侧升级和年轻人咖啡饮用习惯的养成亦推动需求扩大。个股层面，我们的首选是瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)，看好其在基数不高、客户黏性强与品类大幅延展下的增长与估值提升潜力，尽管Starbucks中国可能会有策略微调。同时，我们认为茶饮龙头公司仍具强大竞争力与庞大开店空间，只是在增速放缓情境下需更加关注估值风险。
- 潮玩行业维持「优于大市」评级，预期2026年增速或较2025年放缓，但在经济下行期廉价、实时娱乐需求以及中学生至毕业生等年轻群体扩大的支撑下，整体前景仍偏正面。龙头公司方面，市场已部分消化增长放慢预期（已经考虑过乐观、中性和悲观等等的情景），即使出现同比下滑，估值压力仍然是可控。在2026年，主力IP（如Labubu）的新一代毛绒产品将陆续推出，配合供给与二手溢价的调控、创新的二次营销、与其他IP的联名合作以及海外市场的快速扩张（特别是线下渗透率仍低的欧美及加拿大、日本、澳大利亚等地），有望带来持续增长。同时需警惕行业竞争加剧对其他传统IP收入与份额的挤压，但目前整体估值水平（包括泡泡玛特和名创优品）并不算贵，只要策略执行到位，预期股价压力有限。

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



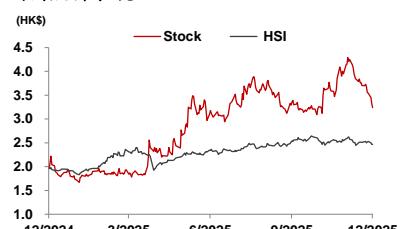
资料来源：彭博

#### 波司登股价表现



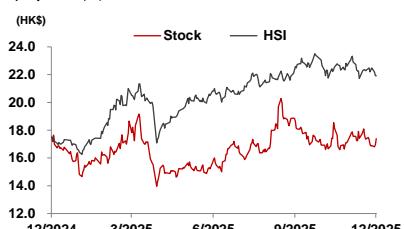
资料来源：彭博

#### 锅圈股价表现



资料来源：彭博

#### 李宁股价表现



资料来源：彭博

- **我们将服装行业评级上调至「优于大市」，预计2026年销售增长将持平或略快于2025年，主要受惠于春节较晚、冷冬预期等季节性因素，加上订货策略仍算保守，令库存健康、折扣压力可控。尽管中线仍面临消费降级、情绪价值不足及产品同质化等结构性挑战，但考虑到板块估值偏低且股息率具吸引力，龙头公司仍值得配置。选股方面，股息率最高为江南布衣(3306 HK, 买入)，基本面最扎实则为波司登(3998 HK, 买入)，受惠于产品创新与营运效率提升，相信其增长能优于同业，且3月财年结算能充分受益于晚春和超长假的效应。**
- **纺织行业评级上调至「优于大市」，主要因预期2026年在美欧减息带动下，海外需求和消费增长有望企稳甚至加速。不过仍需警惕海外通胀和失业率偏高、贸易摩擦及关税风险、品牌管理层对前景偏审慎，以及渠道库存已经恢复至接近2019年水平、补库需求趋弱等不利因素。行业层面上，龙头企业有望受惠于国际品牌重新发力、世界杯带动运动产品订单、东南亚产能布局充份以及前期扩产项目在2026年进入顺利爬坡期。因此在不确定环境下，相信龙头公司表现会更为稳健。**
- **餐饮行业评级下调至「同步大市」。长期仍受益于生活节奏加快、外出就餐与外卖需求上升及供给端效率提升，但短期数据显示同店增长放慢、对比2019年的复苏率转弱，反映需求偏疲弱。展望2026年，整体增速预期较2025年放缓，并可能呈现先低后高格局，主因外卖补贴与政策红利减少、消费降级推动在家用餐增加及行业供给未明显完成出清，行业竞争仍然激烈。在品类上更看好简便、健康、低单价及物美价廉的产品，个股方面首选具垂直一体化优势的锅圈(2517 HK, 买入)，并推荐韧性强、具高效率与稳定股东回报的百胜中国(9987 HK / YUMC US, 买入)。**
- **我们对体育用品行业维持「同步大市」评级，预计2026年销售增长与2025年大致持平，虽然同样受惠于冷冬和晚春，但在保暖心智偏向服装与户外品牌、渠道库存上升及折扣加大的情况下，边际利好有限。行业仍面临消费降级、产品同质化与情绪价值不足等结构性压力，加上亚健康人群增加与人口结构变化，或抑制部分运动需求，品类来说，跑步与户外等有望保持较快增长，篮球可能稍有改善，但休闲仍然受压。选股方面，我们更看好业绩有望反转的李宁(2331 HK, 买入)，对自主品牌增长放缓且潜在收购带来财务压力的安踏(2020 HK, 买入)则相对审慎，同时认为改革渐见成效的Nike及受其带动的滔搏(6110 HK, 买入)在2026年的表现值得期待。**
- **旅游-酒店板块评级下调至「同步大市」。中长线仍看好行业，因为中国人均旅游次数与支出相对海外发达国家偏低，而年轻人与新中产对体验型、打卡型消费的重视也在推动旅游开支占收入比例上升。2025年下半年行业表现不俗，RevPAR已同比转正，且四季度或受中日关系紧张带来一定的替代利好。不过展望2026年，受假期政策红利边际减少、宏观经济及就业压力、出口放缓拖累消费力等因素影响，整体RevPAR前景转趋保守。即便供给增速放慢与入境游高增长带来支持，亦难完全抵消压力。龙头公司仍然可以：1)产品力提升(包括酒店版本升级或者凭借围绕睡眠场景的零售拓展)与2)开好店策略推动RevPAR提升，3)加速向下沉市场拓展和4)海外拓展等等来进一步提升市占率及带来增长机会。**
- **家电行业评级维持「同步大市」，短期对销售增长持非常保守态度，主要因国补透支需求、政策退潮后基数偏高以及房地产竣工仍大幅同比下滑，反映内需疲弱。龙头企业则因补库需求与海外收入支撑，能短暂抵消国内压力。后续增长动能更大程度取决于出口。目前欧美的增长预期略偏保守，若美国减息能有效改善房地产及家电需求，加上新兴市场出口反弹良好，行业有望出现超预期复苏。其中中央空调因受国补影响较小，利好相关龙头表现。个股方面，较为看好具充裕现金、且SharkNinja在亚太区有强劲增长的JS环球(1691 HK, 买入)。**

## 出口和海外经济、财富效应、消费信心将会是关键，看好茶饮咖啡、潮流玩具、纺织和服装行业

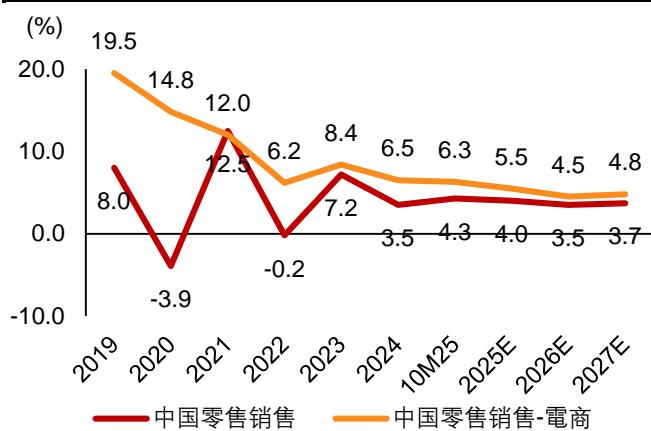
- 2025年消费行业开始反弹，受惠于小确幸、外卖补贴、政策利好和避险情绪，潮流玩具、茶饮咖啡、黄金等表现最好。

2025年1至10月中国零售销售增长为4.3%（全年预计约为4.0%），对比2024年的3.5%有所加速。我们相信主要是受惠于：1)国家对家电及相关行业的消费补贴，2)外卖平台对餐饮行业的补贴大战，3)避险情绪提升带动黄金销售增长，以及4)国家对假期政策的微调等。分渠道来说，在线增速仍然远好于线下。

更值得注意的是，虽然上半年的增长相当良好和3季度增长仍然稳定，但根据我们的调研，10月至11月的零售行业表现有明显转差的迹象，所以4季度的情况不容乐观。

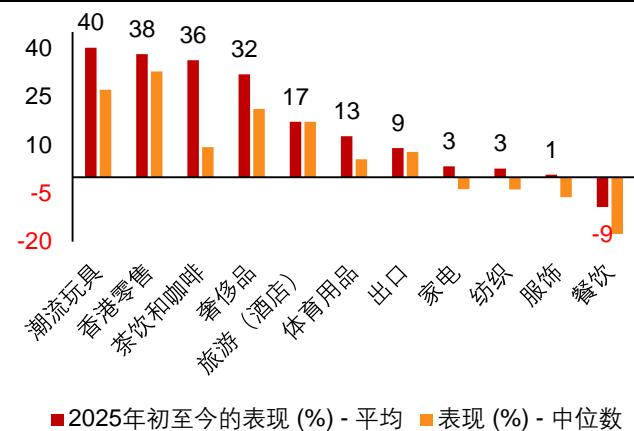
按照不同板块的股价表现来说，新零售的板块表现非常好，像潮流玩具，主要是受惠于消费者对小确幸类的情绪需求，以及泡泡玛特和旗下IP，如Labubu等风靡全球的热潮。另外，也包括受惠于蜜雪冰城和古茗的茶饮和咖啡，以及瑞幸咖啡的强大产品力，消费需求在外卖补贴的点燃下飙升，开店加速，股价亦有很好的表现。奢侈品行业方面，避险情绪和古法金的风潮带动黄金珠宝销售增长，以及受减息周期影响，房价逐渐企稳和股市带来的财富效应回报也很好。体育用品股价表现也不俗，但主要由361度所带动，其他公司则大致平稳。其他的板块，如家电、旅游-酒店、服装的行情大致符合预期。出口和纺织方面，需求本来在慢慢改善，但因为贸易战的关系，不少公司的短期利润率也受到冲击，所以股价表现也比较一般。

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

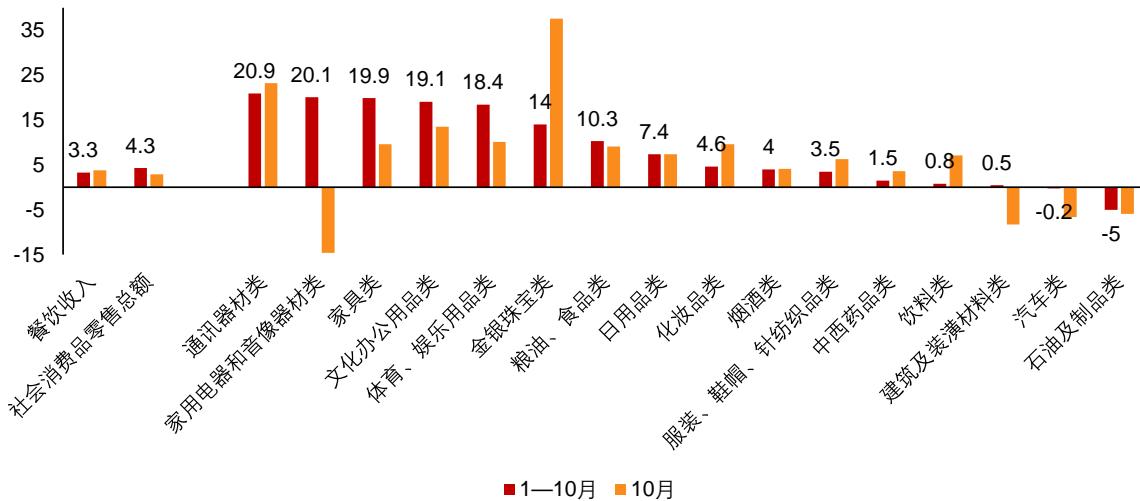
图2: 2025年股价表现 - 按子行业



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：2025年初至今数据截至12月8日

图3：中国零售销售增长（2025年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

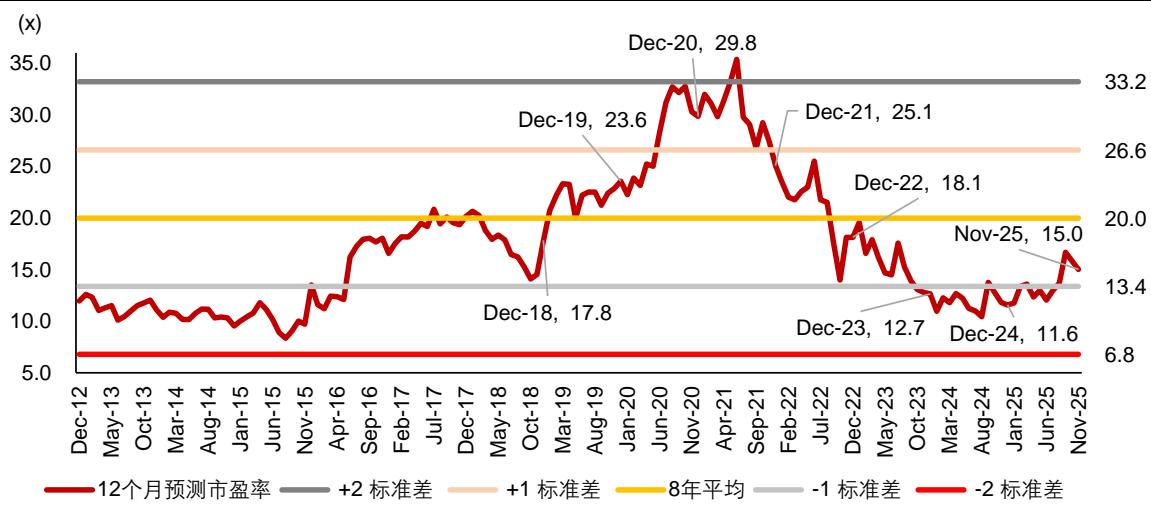
- 估值大概率已经筑底，相信仍有修复空间，但假若基本面改善不足，仍要警惕估值过高的风险。

从大周期的角度来说，我们认为行业估值在2025年已经筑底，并开始反弹。尽管如此，目前的估值处于15倍，对比8年平均的20倍，仍然不贵。

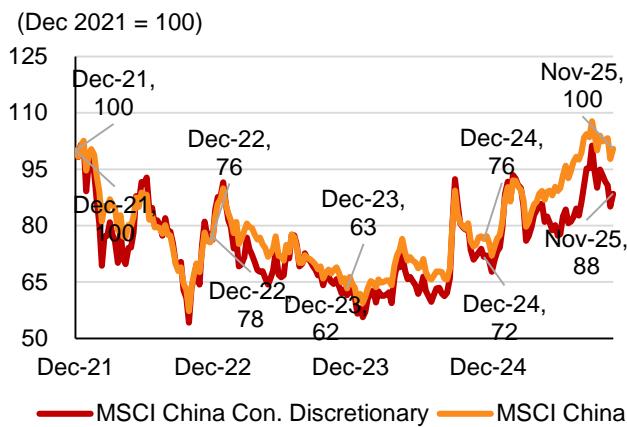
但因为未来12个月，我们认为行业增速有放慢的风险，加上各种地缘政治风险，除非有大规模的利好政策出台，或者房地产板块明显复苏，否则估值不一定会快速上升。

所以我们的看法相对保守，并建议投资者等待更好的入市时机，逢低加仓。

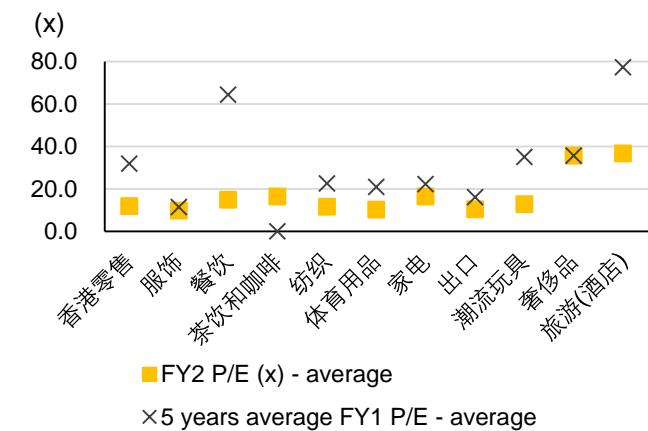
图4：可选消费行业估值



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 - 目前估值和 5 年平均估值**

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

### ■ 我们对 2026 年可选消费行业的看法为同步大市。

我们对 2026 年中国可选消费行业的评级为同步大市，预计整体零售销售增长为 3.5%，较 2025 年的约 4%，有所放慢。这个略为悲观的展望的原因是利空因素远远多于利好因素。在我们看来，不利因素包括：1)国补退潮，2)外卖补贴退潮，3)出口增长可能逐渐转差，4)AI 应用越来越广泛，而令职位数量逐渐减少等。

然而，利好因素，目前可能只有：1)春节时间比往年更晚，而且连假天数超长，2)房地产板块可能出现的潜在复苏，以及 3)股市可能保持畅旺。另外，我们也预期 2026 年上半年的股价压力较大，下半年反弹空间比较多。

在基本的情境下，从投资主线来说，我们可以按照不同类型的消费来分类，我们会更看好：

**1) 生存类消费**（节俭主义、低单价、高性价比等），相关公司包括：锅圈（2157 HK, 买入）、百胜中国（9987 HK, 买入）、瑞幸咖啡（LKNCY US, 买入）、达势股份（1405 HK, 买入）、波司登（3998 HK, 买入）等。

**2) 补偿类消费**（小确幸、廉价娱乐、情绪价值、体验型等）。

**3) 避险和防守类消费**（黄金、白银、高股息等），相关公司包括：波司登（3998 HK, 买入）、江南布衣（3306 HK, 买入）、利郎（1234 HK, 买入）、滔搏（6110 HK, 买入）。

我们不太看好**大额类消费**（耐用品、房地产相关、奢侈品、高端旅游等）相关的标的。

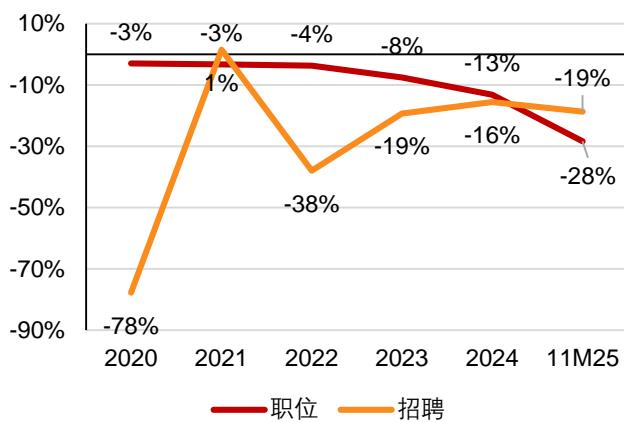
但在乐观/牛市的情境下（假如财富效应很好（股市保持畅旺、楼市逐渐企稳），反而会更利好大额类消费，相关公司包括：海尔智家（6690 HK/ 600690 CH, 买入）、美的集团（300 HK/ 000300 CH, 买入）、海底捞（6862 HK, 买入）、安踏体育（2020 HK, 买入）等。

### ■ 我们观察到就业市场和消费信心仍然很差

2025年新增职位数量并不乐观，同比仍然有双位数的跌幅。PMI中的就业指数，虽然在2025年大致持平，但仍然在50以下，显示仍在收缩状态。

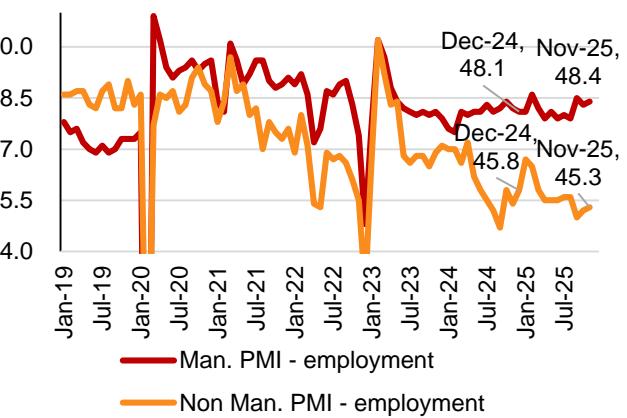
失业率也没有明显的同比改善，其中年青人和毕业生的压力更大，失业基金支出同比仍在增长。更严重的是，根据人民银行的调查，2025年，对于储蓄感兴趣的人群占比平稳，对投资感兴趣的占比有所上升，但对消费占比感兴趣的人群却创新低，显示消费意欲仍然十分疲弱。

图7: 百度指数关键词“职位”和“招聘”的搜寻量



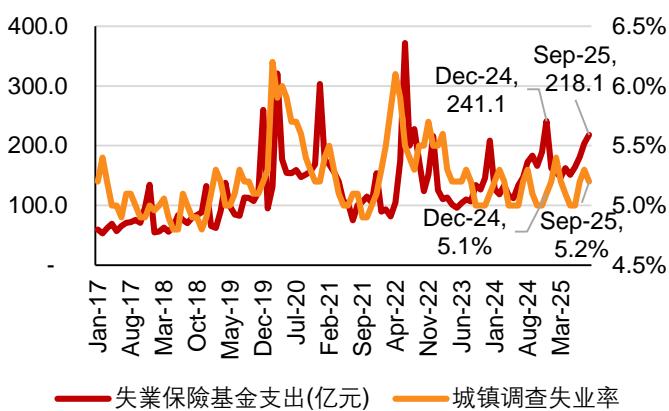
资料来源：百度指数，招银国际环球市场

图8: 制造业PMI和非制造业PMI的就业指数



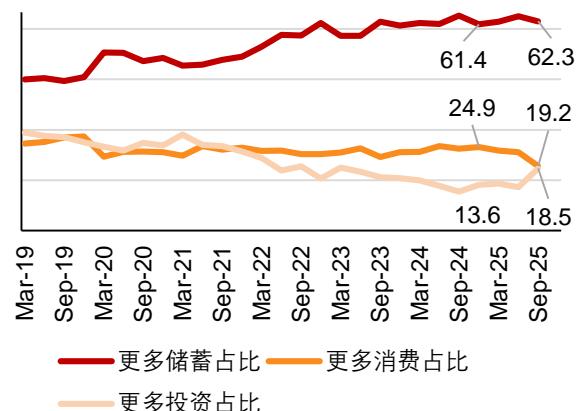
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图9: 失业率和失业基金支出



资料来源：国家统计局，中华人民共和国人力资源和社会保障部，招银国际环球市场

图10: 城镇居民对储蓄、投资和消费喜好的占比

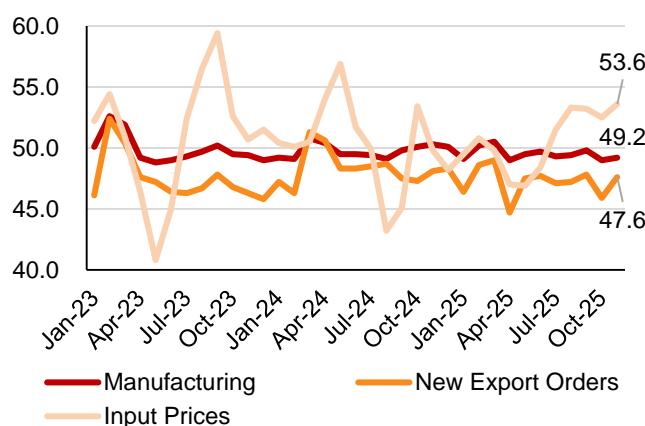


资料来源：中国人民银行，招银国际环球市场

■ 目前企业情况相对较好，但未来的出口表现可能会是关键，美国需求改善不一定太差。例如，在2025年，企业所得税有明显增长和改善，加上工业利润也开始出现轻微反弹，重新录得正增长，这说明了企业和高管收入有望重拾正轨。

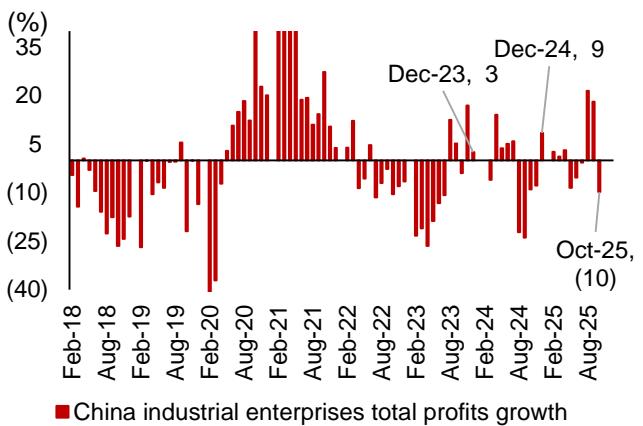
不过，由于国家补贴退潮，PMI订单指数开始转负，加上出口销售增长从10月开始也有放缓甚至由升转跌，我们仍要持续观察和小心，趋势或会在2026年转差。不过因为美国开始进入减息周期，经济和消费表现都不一定太差，对出口的拉动和利好也不能被忽略，只是要担心贸易战和关税的风险（包括针对长臂管辖的问题）。

图 11：中国制造业 PMI



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 12：中国工业利润增长



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 13：中国出口销售增长



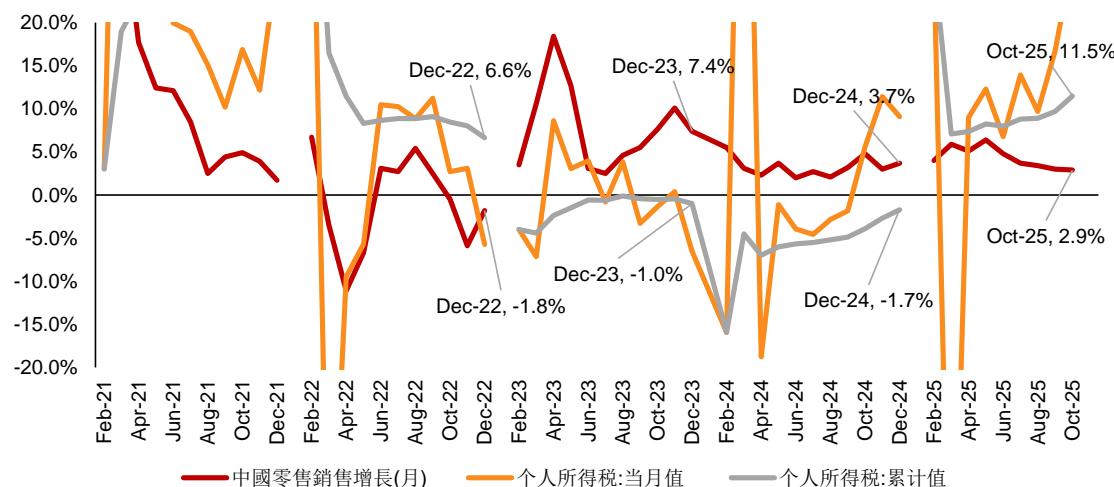
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 14：美国零售销售增长



资料来源：美国统计局，招银国际环球市场

图 15：中国零售销售增长，对比个人所得税收入增长



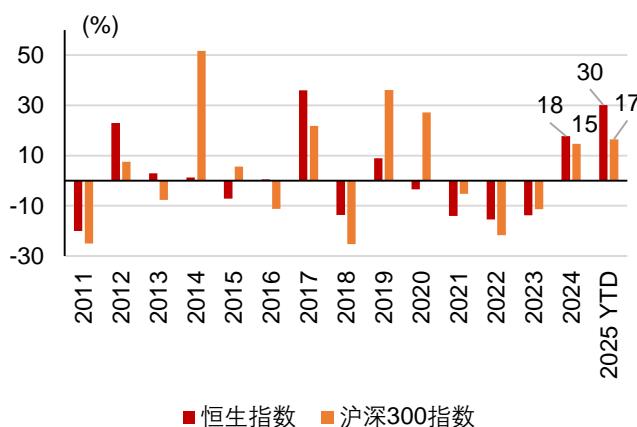
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ 但可幸的是，财富效应稍微好转，而且可能在 2026 年仍然持续。

在 2025 年，房地产价格仍在下跌，但是幅度已经在环比收窄。展望 2026 年，我们并不奢望能大幅回升，但跌幅持续收窄甚至持平，都能最起码减少对消费力的拖累。

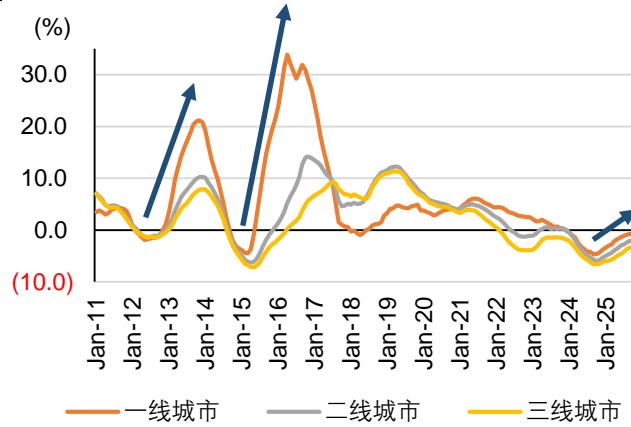
相对而言，2025 年的股市相当畅旺，对比全球其他市场，表现和回报相当不俗。尽管我们对消费板块相对保守，根据我们的判断，股市升幅在 2026 年仍然有望持续，所以也会预期有一定情况的正财富效应，从而拉动消费增长。

图 16：恒生指数和沪深 300 指数年度回报率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 17：中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

## 按消费行业子板块的展望

整体而言，在2026年，在消费行业的子板块里，我们优先看好

### 1) 茶饮和咖啡行业（维持优于大市）

长线来说，我们认为新式茶饮和咖啡仍有不少增长空间，原因包括：1) 现制茶饮，不论是新鲜程度、产品种类和社交需求都能继续替代瓶装饮料和传统甜品，2) 供给侧的升级，包括原材料利用和产品创新都能创造新的需求，以及3) 消费频率的提升，特别是年轻人和成年人喝咖啡的习惯的逐渐形成。

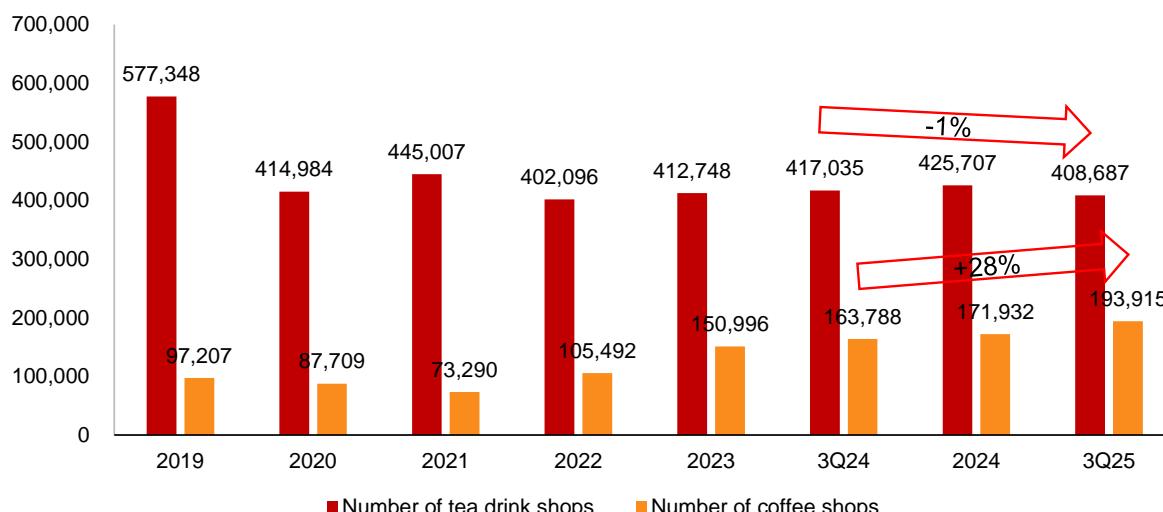
短线来说，我们认为的确有些压力，特别是在外卖补贴大战后所产生的副作用（基数增高、需求回落、开店加速后，新店对老店的同店销售的摊薄和拖累等），所以预计2026年行业增长会比2025年有所减慢。但是因为我们认为茶饮咖啡的小确幸、低单价、高频刚需的属性，在当前的宏观环境和消费习惯下，表现仍然会较好，加上海外展的空间仍然庞大，我们对于板块并不是很悲观。特别是龙头品牌能够通过产品和营销力度的提升，拓品类拓客群等不同手段，所以我们相信同店销售仍有望保持正增长。即使Starbucks中国可能会有策略微调，茶饮和咖啡龙头公司的竞争力仍然很高，开店空间仍然巨大，只是在增速可能减慢的情况下，可能需要更注意估值的风险。

#### 首选：端幸咖啡（LKNCY US，买入）

原因是：1) 基数并没有很高，2025年的同店增长并不夸张，而利润增长甚至因为自营门店占比比较高，而有不少压力，所以2026年仍有不错的增长空间，2) 产品属性更刚需，客户黏性更高，在2025年外卖补贴大战期间，新增和重新激活了大量的用户，有望产生不错复购，和3) 品类拓展亦有巨大空间（并不限于像奶茶、蔬果茶、水果茶等饮料，亦包括早餐、烘焙面包、轻食、零食甜品等）。而且假如公司真的重新启动上市计划，估值仍然有望进一步提升。

相关公司：蜜雪冰城(2097 HK, 未评级)、古茗(1364 HK, 未评级)、茶百道(2555 HK, 未评级)、沪上阿姨(2589 HK, 未评级)。

图 18：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

## 2) 潮玩行业 (维持优于大市)

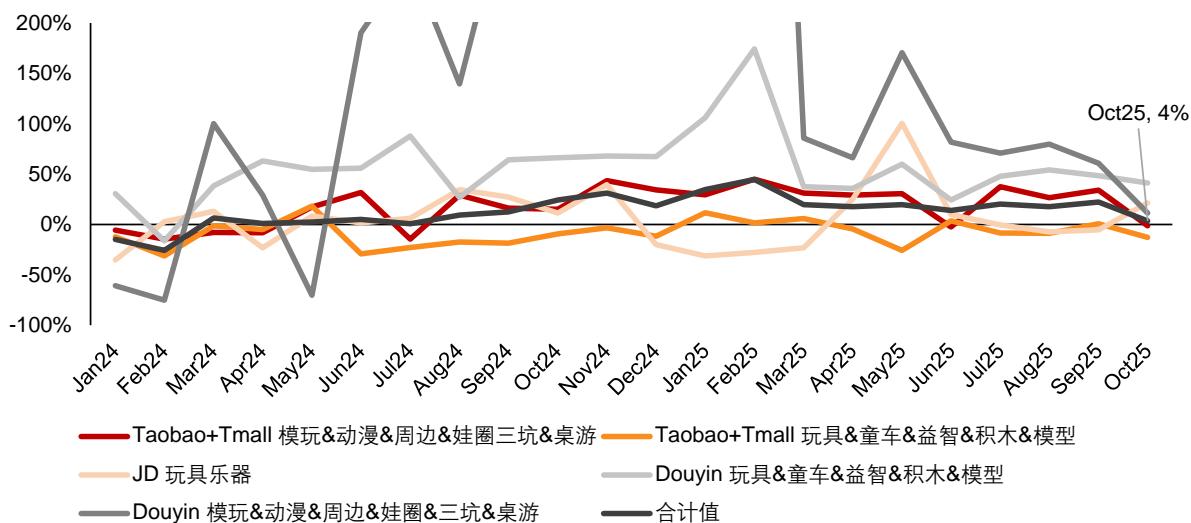
2026年的潮玩行业的增长，虽然有可能比2025年放慢，但因为消费习惯（经济下行时，人们对相对廉价和实时的娱乐方式和产品，仍然感到浓厚兴趣）和人口结构（中学生、大学生和毕业生等的年轻人数量仍然在增长）的帮助下，我们对行业的看法仍然偏正面。

而对于龙头公司，我们的看法也是正面的：1)首先市场对增长放慢，其实已经有一定预期，（已经考虑过乐观、中性和悲观等等的情景）即使出现同比下跌，我们相信估值水平仍然是可控的，2)主力IP像Labubu的毛绒产品(4.0和5.0)将会在2026年推出，设计水平相信会比Pin for Love系列更创新和更好。另外，从营销端来说，因为发货量完全可控，要形成二手溢价和传播力其实不难，3)今年主力IP的爆火非常有利和其他IP的联名合作，这些产品和活动都会在2026年体现出来，4)海外市场仍然潜力巨大，潮玩粉丝增长很快，但渗透率不高，所以未来快速增长仍然可期。另外，欧美市场的线下销售比例仍然很高，开店空间充足，还有就是像加拿大、日本、澳洲等市场仍然可待开发。

但是潮玩行业的竞争仍然不少。在2025年，泡泡玛特热潮爆发的同时，其实有不少传统IP的收入和市场份额都下跌了不少，所以来到2026年，我们仍然需要谨慎挑选。不过较好的一点是，行业估值（包括两家龙头企业）都不算是太高，所以只要公司发展策略准确执行，我们认为压力不大。

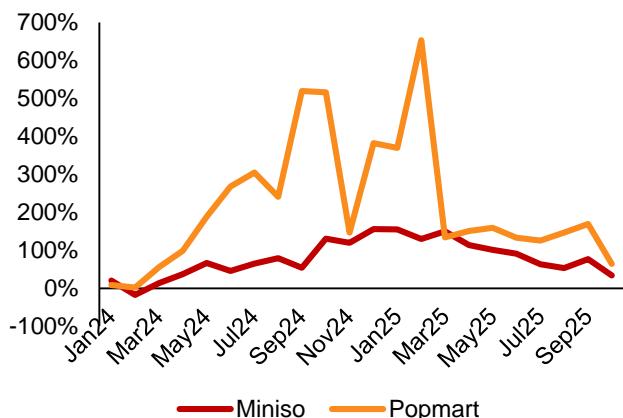
相关公司：泡泡玛特(9992 HK, 未评级)、名创优品(9896 HK/ MNSO US, 未评级)。

图 19：不同的电商平台的潮玩行业销售增长



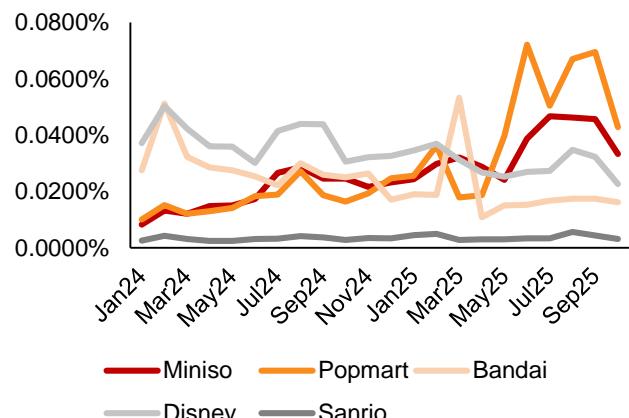
资料来源：魔镜，招银国际环球市场

图 20: 泡泡玛特和名创优品的中国电商销售增长



资料来源：魔镜，招银国际环球市场

图 21: 不同潮玩品牌的中国电商市场份额



资料来源：魔镜，招银国际环球市场

### 3) 服装行业 (上调至优于大市)

我们预计，2026年服装行业的销售增长将比2025年持平或略为快速，但更多是因为短线的原因，包括1)2026年的春节较晚和2)冬天大概率会是个冷冬（参考中国美国气象局的各个模型预测和历史对比）。同时，订货会增长保守，库存水平仍算健康，所以折扣压力可控。

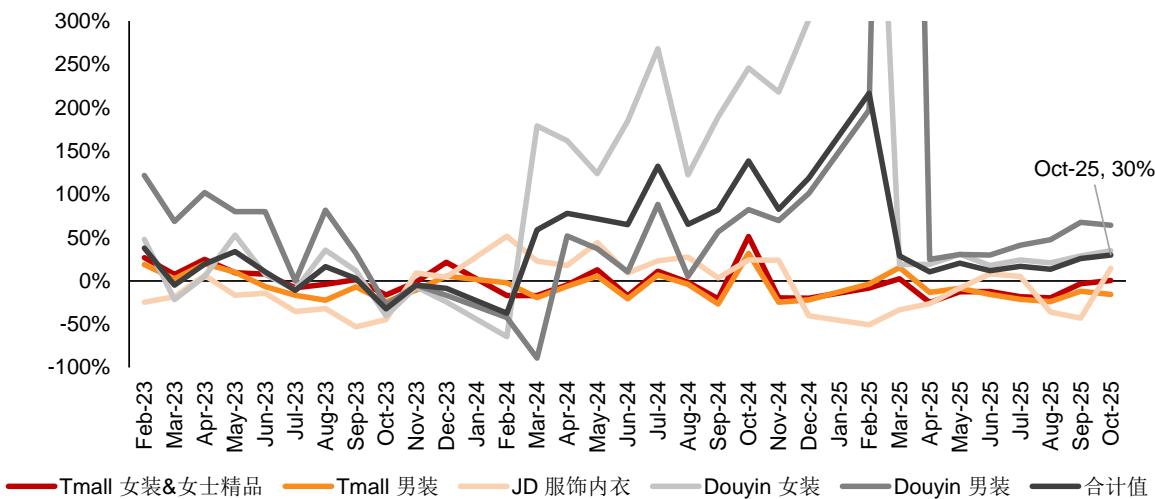
但抛开这些季节性因素来说，我们仍然看到服装行业的难处，包括：1)在经济下行时的结构性消费减弱（消费者会拉长产品的使用周期和更倾向买更便宜，甚至是二手产品），2)产品普遍能带来的情绪价值不够多（可能不是年青人实时快乐的首选），3)产品同质化问题亦相对严重导致购买意欲较低。所以中线来说，我们的看法会更保守。

#### 首选：波司登 (3998 HK, 买入)

不过考虑到行业估值偏低和股息率较高，行业的龙头公司，如果能有持续优于行业的增长，仍然值得配置。从基本面的表现来说，波司登(3998 HK, 买入)会比较好，受惠于产品创新、品类扩张、门店升级、营运效率提升，公司今年的增长仍会快于同行。而且因为财年年结是在3月，仍然能够充分受惠于2026年晚春及超长连假的利好。

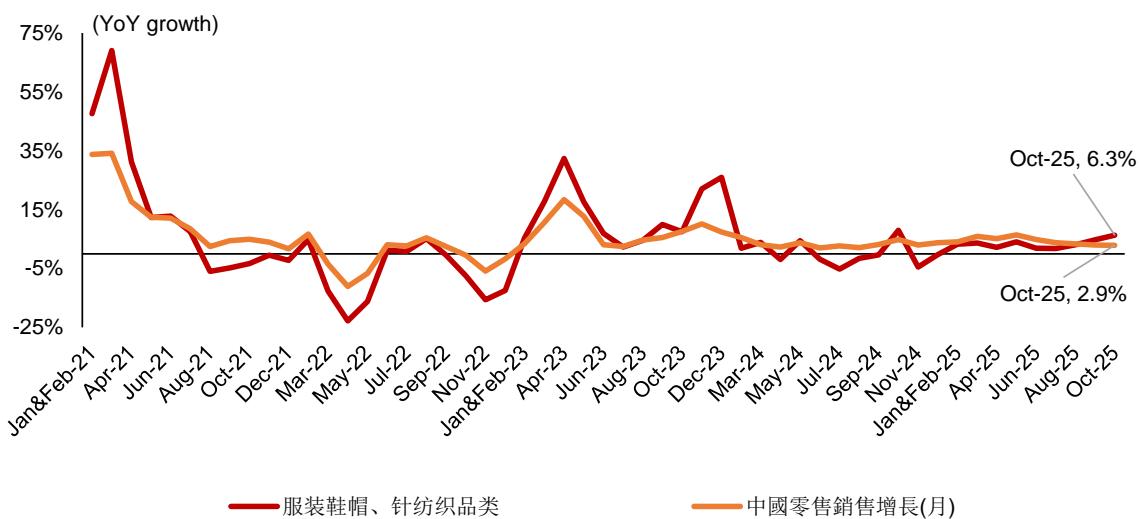
相关公司：从股息率的角度来说，江南布衣(3306 HK, 买入)的股息率最高。利郎 (1234 HK, 买入)。

图 22：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 23：中国零售销售和服装销售增长



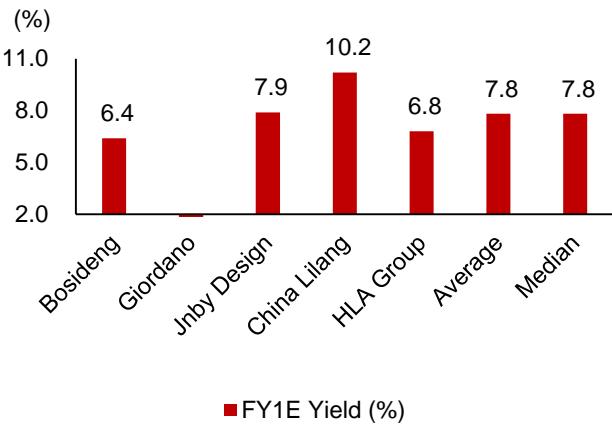
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 24：波司登库存天数



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 25：预测股息率



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

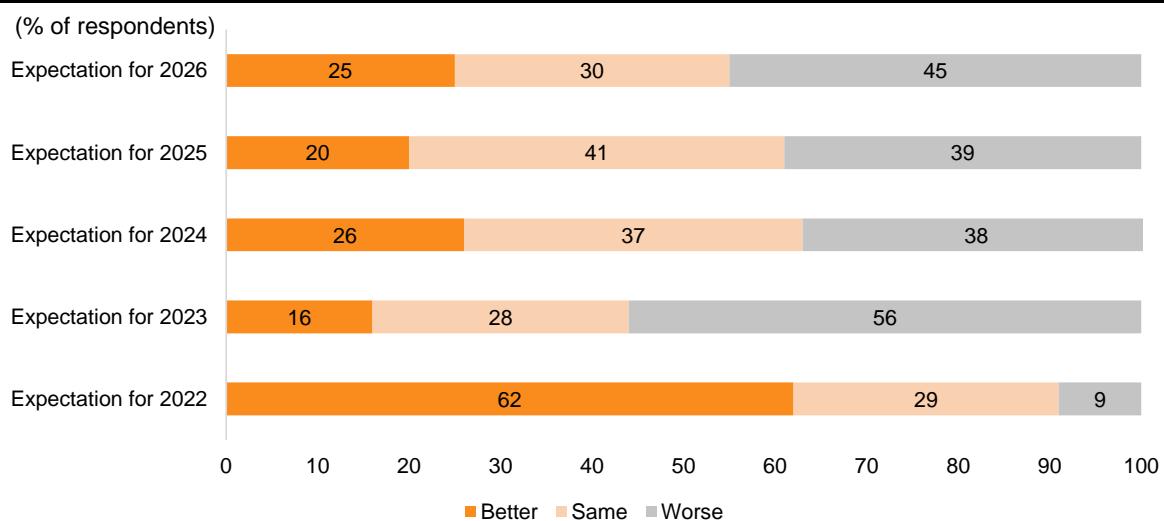
#### 4) 纺织行业 (维持优于大市)

我们对纺织行业 2026 年的看法稍为乐观，主要的利好相信是来自美国和欧洲继续减息，海外需求复苏令消费增长不是放慢或下跌，甚至是改善和加速。但同时我们也会警惕不同的风险，包括：1) 海外通胀上升较多，失业率持续高企，2) 贸贸易战重新被点燃，关税增加，3) 服装和奢侈品行业的高管对美国欧洲的行业展望并不乐观，以及 4) 行业的渠道库存水平不算特别健康，只是大致回归 2019 年或达略高的水平，补库所能拉动的增长相信已经告一段落等等。

但当然，从行业格局来说，一部分的龙头仍然会受惠于：1) Nike 品牌的重新发力，有望令相关的供货商订单增加和改善，2) 2026 年举行的世界杯，亦可能带动球衣及相关运动产品的订单增长，3) 在东南亚有完整布局的公司，都有能力去抢占更多市场份额，4) 近年也有不少扩产计划的公司，在 2025 年熟习后，2026 年的爬坡可能会更顺利。所以面对各种不确定性，我们对龙头公司的信心会较高。

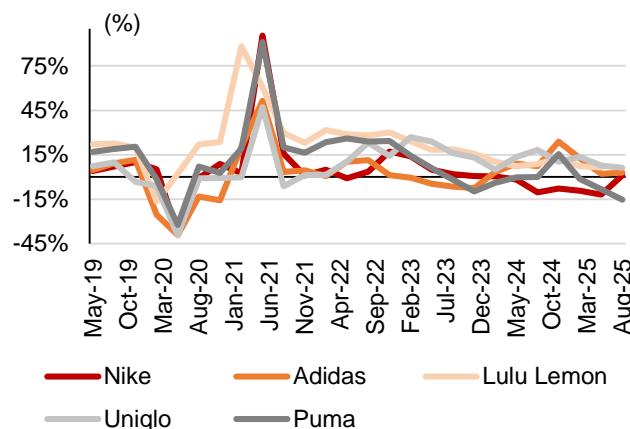
相关公司：**申洲(2313 HK, 未评级)、九兴(1836 HK, 未评级)、晶苑(2232 HK, 未评级)、裕元(2232 HK, 未评级)和华利集团(300979 CH, 未评级)**等。

**图 26：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）**



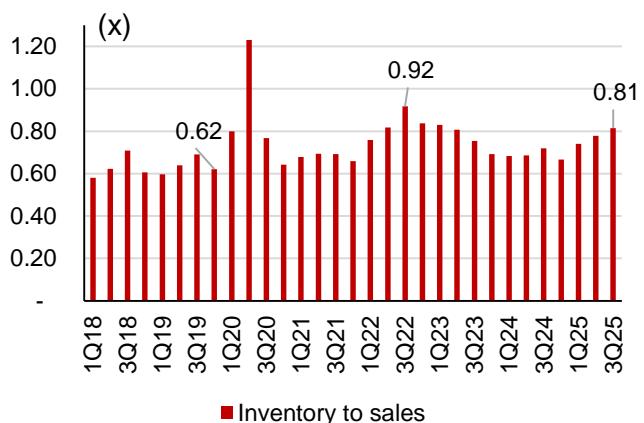
资料来源：State of fashion & McKinsey, 招银国际环球市场

图 27: 海外体育和服装品牌销售增长



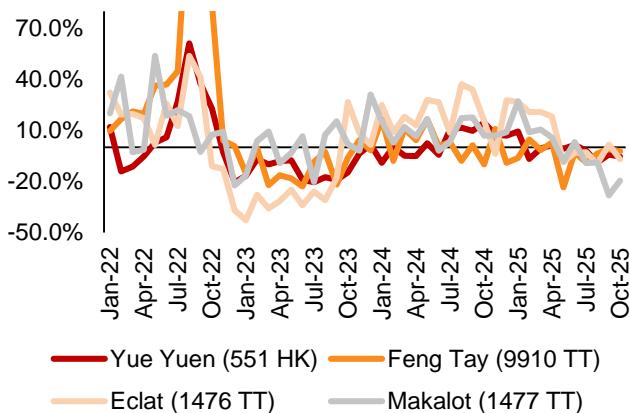
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 28: 海外体育和服装品牌平均库存销售比



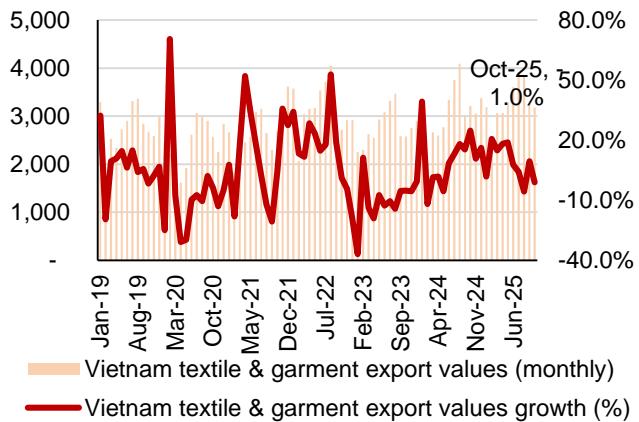
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测，注：指耐克+阿迪达斯+露露乐蒙+优衣库+彪马

图 29: 体育和服装制造商销售增长



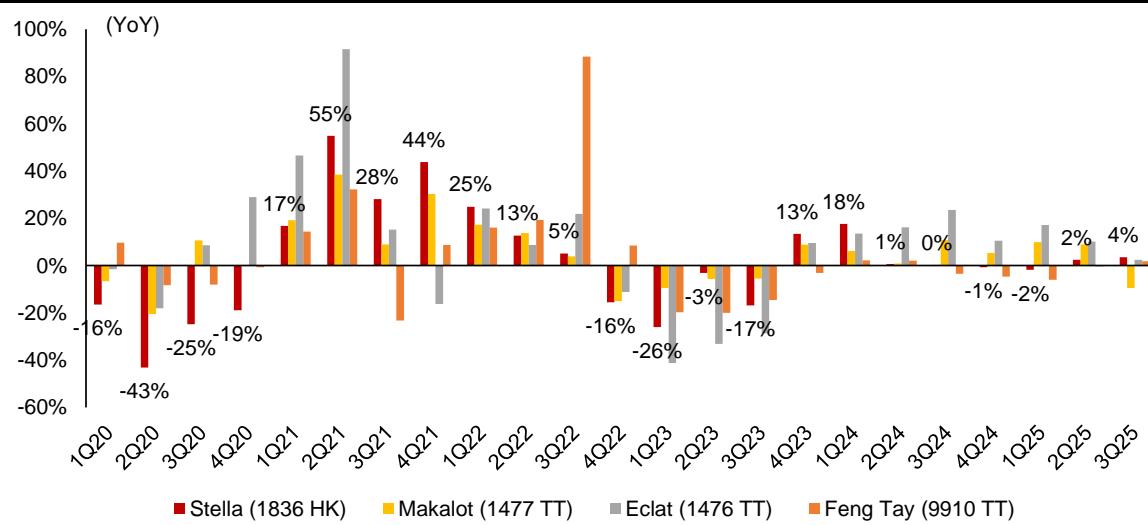
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 30: 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 31: 体育和服装制造商季度销售增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

我们对下列子板块持中性看法

## 5) 餐饮行业（下调至同步大市）

长远来说，我们仍然看好餐饮行业的增长，因为生活节奏加快，外出就餐和外卖需求增长也会较快。另外，对生活水平提高和消费升级的需求仍然存在。还有，供给则包括原材料使用、仓储物流、新产品研发的进步都会创造新的需求。

但短线来说，我们不只观察到2025年10月和11月的餐饮行业同店销售增长放慢，更严重的是复苏率（对比2019年）其实正在环比转差，说明需求并不好。

对于2026年，我们对行业销售增长仍然不太乐观（虽然堂食表现可能略有反弹），预计整体增长速度可能会比去年更慢（可能会呈现先低后高态势，出现上半年差，下半年好的格局），原因包括：1)外卖补贴减少后，基数上升但需求增长较弱，2)政策利好减少（国补退潮，假期天数没有进一步增加等），3)消费降级持续而导致在家吃饭需求增加，4)供应没有进一步出清，竞争力仍然剧烈（2025年3季度的餐厅数量，与2024年底数量相若）。

按品类来说，我们看好简便、健康和低单价类别，以及各式各样物美价廉的产品。

### 首选：锅圈（2517 HK，买入）

主要是受惠于其产供销一体化的垂直整合业务模式，加上近年的爆款引流、品类多元化、渠道升级和扩展、会员体系优化、加强员工培训、深化客户粘性等的策略。

**相关公司：**另外，我们推荐百胜中国(9987 HK/YUMC US, 买入)，因为我们认为公司韧性十足，包括产品性价比的不断提升，空白市场的开发（拓展不同客群、不同场景、底线城市等）、RGM 3.0 策略（从前端到后端、从供应链到门店及虚拟空间的全方位效率提升）等，都能让公司表现轻松跑赢市场。加上，公司现金流稳定提升，我们相信较高的股东回报率也能够维持。达势股份（1405 HK, 买入）、绿茶集团（6831 HK, 买入）、海底捞（6862 HK, 买入）、九毛九（9922 HK, 买入）和大家乐（341 HK, 持有）。

图 32: 餐饮行业同店销售复苏率（对比 2019 年）

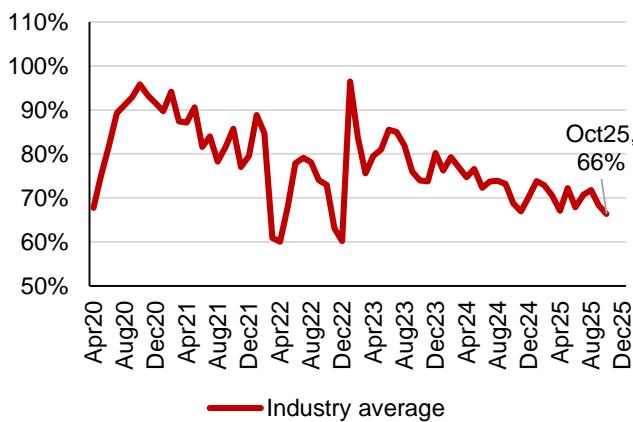
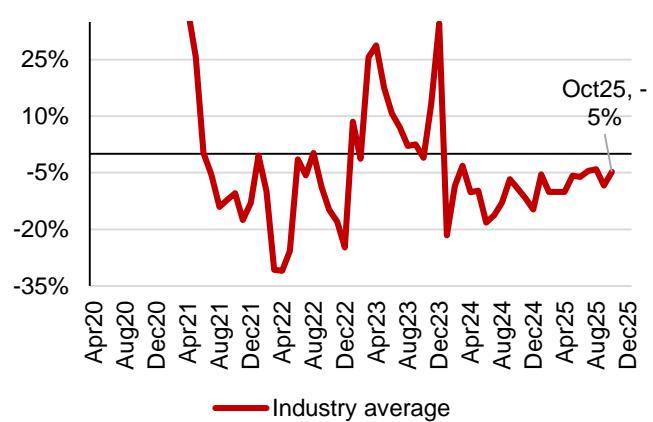


图 33: 餐饮行业同店销售增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：行业：指九毛九+太二+海底捞+呷哺呷哺+凑凑+肯德基+必胜客+怂火锅+绿茶集团

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：行业：指九毛九+太二+海底捞+呷哺呷哺+凑凑+肯德基+必胜客+怂火锅+绿茶集团

## 6) 体育用品行业（维持同步大市）

我们预计对比2025年，2026年体育用品行业的销售增长将会较为持平。我们认为传统体育用品行业同样会受惠于2026年冷冬和晚春的帮助，不过幅度可能会比较低。一方面是消费者对于保暖的心智认知更多是服装和户外运动品牌相连，另一方面是渠道积压的库存水平有上升趋势，而导致的折扣提升。

而且同样的难处也是存在的，包括1)经济下行时，消费者会拉长产品生命周期和购买更便宜的产品，2)产品同质化问题严重，使用体验没有明显升级，3)产品普遍能带来的情绪价值或实时快乐不够高等。中长线来说，我们也会担忧中国亚健康人群的增长较快，而导致运动需求增长受到挤压（特别是经济下行时，生活压力上升和饮食习惯变差）。还有我们也会关注人口结构改变（像小学生数量见顶）对童装篮球和足球的需求影响。目前中学生、大学生和成人口仍在增长，相信会较为利好跑步、综合训练、羽毛球、高尔夫和户外等品类。

展望2026年，按品类来说，我们认为跑步增长可能会保持快速，篮球类可能稍有改善，但休闲类产品压力仍在。而受惠于年轻人对逃离城市的需求（包括对城市的审美疲劳例如很多购物中心一式一样，以及对自由的向往），以富有人群对身份和社交认同的需求，加上渗透率仍然较低，户外行业应该仍有结构性的较快增长。

### 首选：李宁（2331 HK，买入）

我们开始看好公司未来的业绩反转，各项负面因素和成本费用提升都可以在25年消化，让公司在26年有更好的开始。

**相关公司：**对于安踏(2020 HK, 买入)，我们没有之前那么看好，原因是主品牌增长较弱，以及未来任何潜在的收购都可能带来更多财务压力的风险。我们也看到Nike的改革开始稍有成效，包括各项创新产品的推出、更加本土化的营销以及管理层级的减少、加快商业决策速度等，令我们更期待2026年的表现。所以我们对于滔搏(6110 HK, 买入)的看法也会比较正面。其他相关公司包括特步（1368 HK, 买入）、361度（1361 HK, 买入）和宝胜（3813 HK, 未评级）。

图34: 渠道库存销售比率 - 特步和宝胜

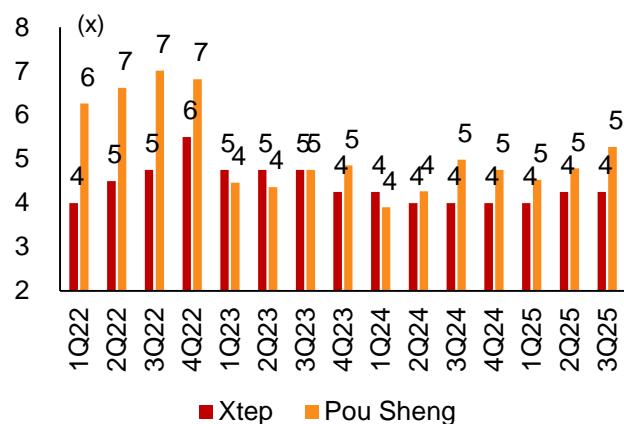
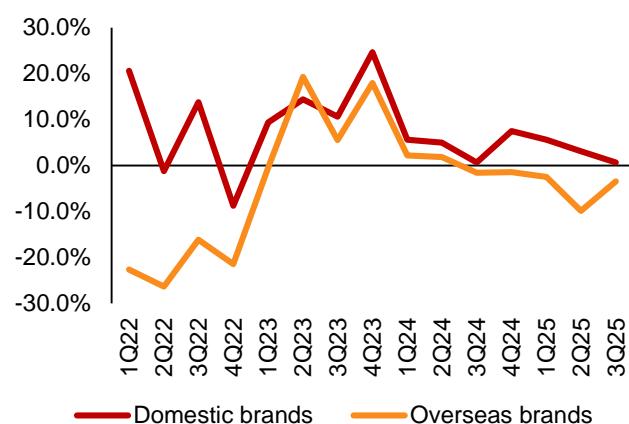


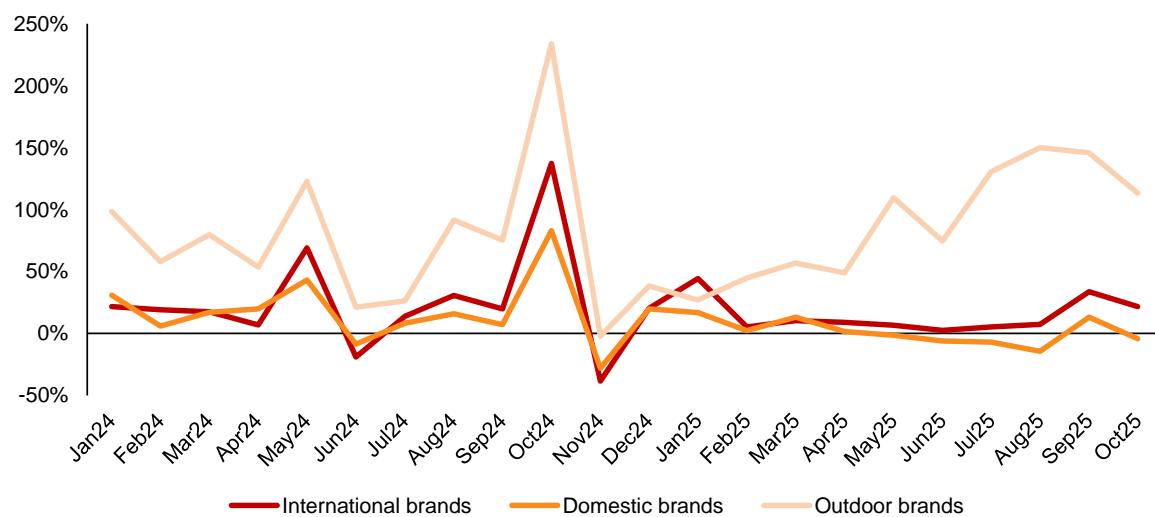
图35: 零售流水增长 - 国内对比海外品牌



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

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

图 36：国内体育用品品牌，海外体育用品品牌，户外品牌的中国电商销售增长



资料来源：魔镜，招银国际环球市场

## 7) 旅游 - 酒店行业 (下调至同步大市)

中长线来说，我们对酒店行业的增长仍有信心。一方面是和海外发达国家比较，我们的人均旅游支出和次数仍然较低。另一方面是，对于目前的消费主力(年青人、新中产)对体验型和打卡型消费需求更为注重，所以对于旅游的兴趣和相关开支占总收入的比例也仍然在上升。

2025年下半年，旅游 - 酒店整体表现比较不俗 (RevPAR 开始同比转正)，而在4季度，也可能因为对中日关系紧张而带来一些利好和支持。

展望2026年，我们对行业(以及整体RevPAR)的看法变得较为保守，原因包括：1)国家在假期的政策上，并没有像2025年那样，出台更多的优化措施，2)宏观经济的压力仍然不容乐观(失业率高企、消费信心偏低、11月制造业和服务业的PMI也同时转差)。假若2026年出口板块增长进一步承压，消费力也会受到影响。虽然也有一些利好因素，但我们认为并不能完全抵消负面影响。例如酒店供应增长开始放慢，但速度可能仍然慢于需求增长，在办公楼空间持续释放为酒店的情况下，供过于求的拐点需时。又例如入境游，受惠于政策支持，增长相当强劲，对RevPAR的增长的确有些不错的拉动，只不过目前占总收入的占比仍然较细。

另外龙头公司仍然可以：1)产品力提升(包括酒店版本升级或者凭借围绕睡眠场景的零售拓展)与2)开好店策略推动RevPAR提升，3)加速向下沉市场拓展和4)海外拓展等等来进一步提升市占率及带来增长机会。

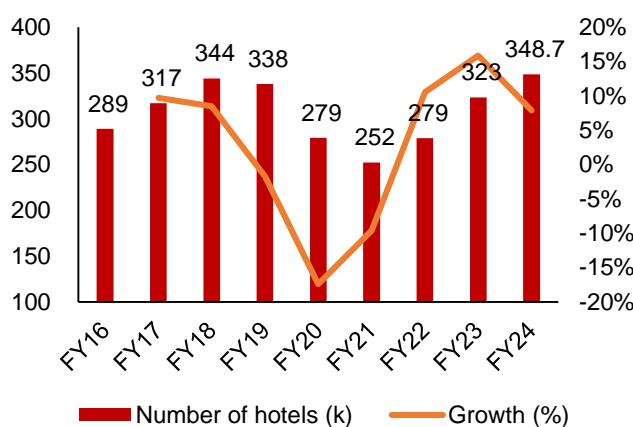
相关公司：华住(1179 HK/ HTHT US, 未评级)、锦江酒店(600754 CH, 未评级)和首旅(600258 CH, 未评级)。

图37：中国住宿和餐饮业固定资产投资累计同比增长



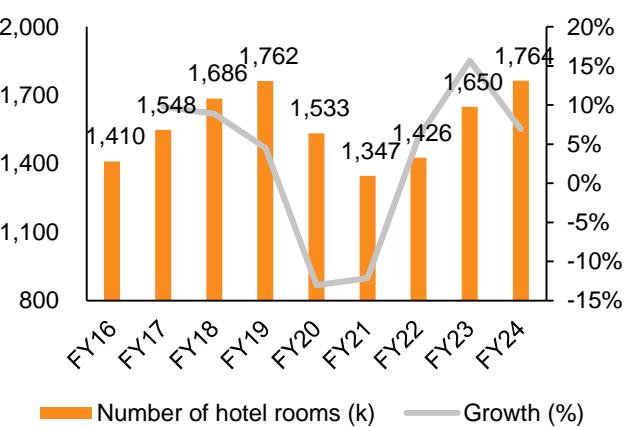
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场研究预测

图 38: 中国酒店数量和增长



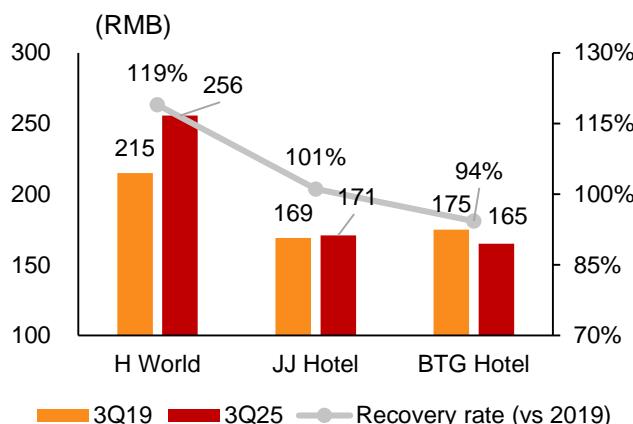
资料来源：中国饭店协会，招银国际环球市场

图 39: 中国酒店客房总数和增长



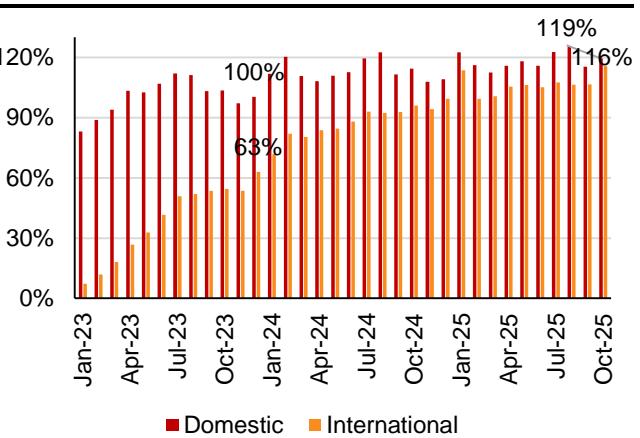
资料来源：中国饭店协会，招银国际环球市场

图 40: RevPAR 复苏率 (3Q25 对比 3Q19) - 按公司



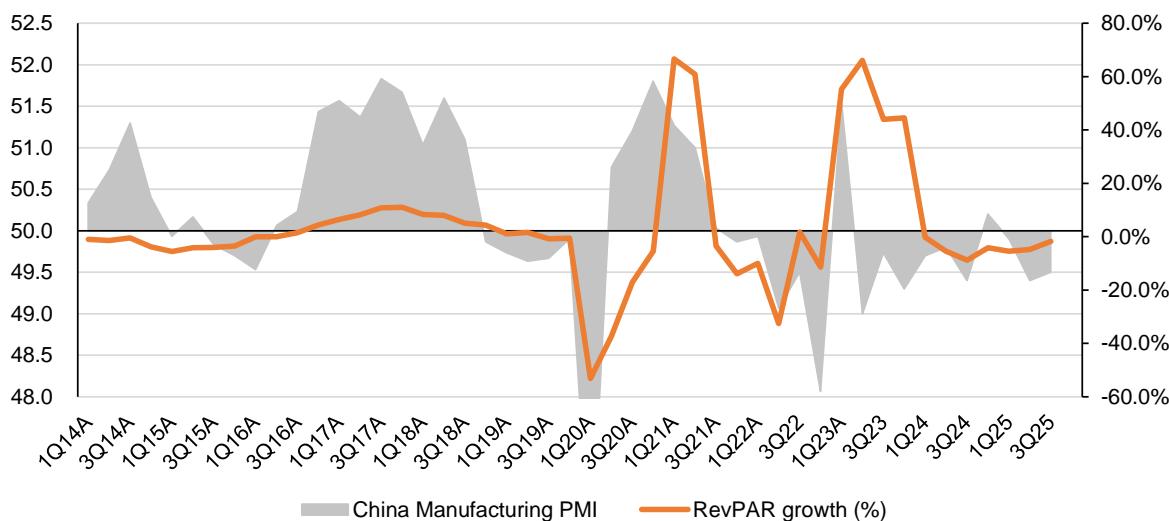
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 41: 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 42: 中国制造业 PMI 对比行业 RevPAR 增长



资料来源：公司资料，国家统计局，招银国际环球市场预测

## 8) 家电行业（维持同步大市）

短线来说，我们对家电行业的销售增长非常保守（鉴于补库和海外收入的原因，上市公司层面的收入远比国内零售销售的表现好），主要是因为：1) 国补时透支了消费力和带来的高基数，在国补退潮后，需求应该会明显下降，2) 房地产竣工的数据其实仍然有较大的同比下降，也说明真实需求并不良好。到了2026年，即使国家补贴重新出台，但我们认为力度不会大幅提升，所以上述问题很难改善，只会加剧。而就算渠道库存偏低，经销商即使有补库存的需求，也不会增长太多。而未来半年，假若行业销售持续下跌，价格战也不排除会加剧。低单价的产品和大众化品牌的表现会相对较好，但综合毛利率可能会被拖累。

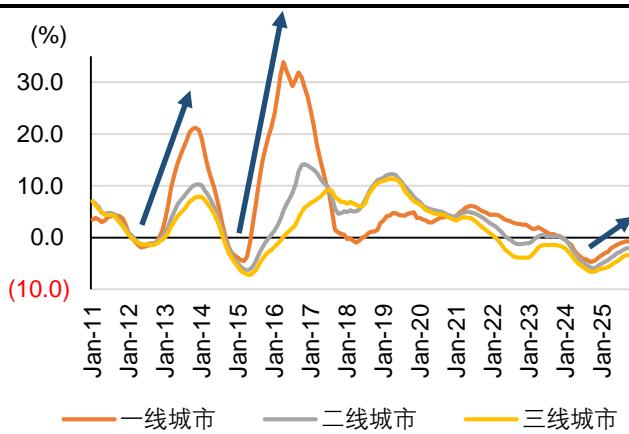
在这情况下，行业增长的快慢可能会取决于出口业务的表现。我们目前对中国家电出口表现可能会稍为乐观，因为美国在下半年已经开始减息（对房地产和相关的家具和家电销售利好），而美国和欧洲的GDP增长和零售销售增长预期目前是保守的（对新兴市场的出口会相对更乐观），但不排除会有超预期的复苏。

中央空调的增长速度可能较为稳健，因为国补时的帮助不大，现在反过来拖累也不大，所以会比较利好。

首选：**JS 环球(1691 HK, 买入)**，主要是看好公司的内在价值，包括丰厚的现金和SharkNinja在亚太区的强劲发展。

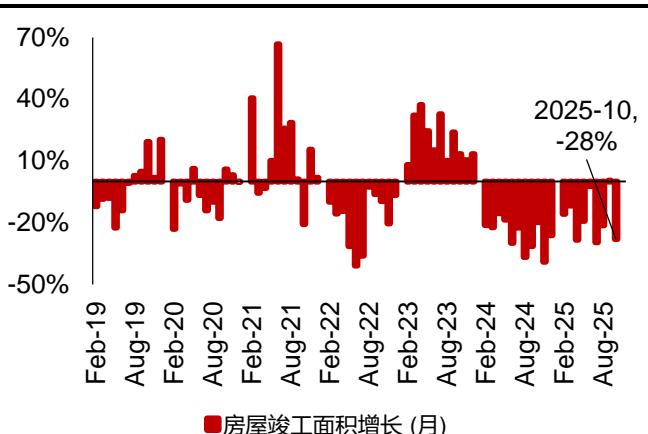
相关公司：海尔（6690 HK, 买入）、美的（000333 CH, 买入）、海信（921 HK, 未评级）、石头科技（688169 CH, 未评级）、科沃斯（603486 CH, 未评级）、九阳股份（002242 CH, 未评级）和苏泊尔（002032 CH, 未评级）。

图 43: 中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数



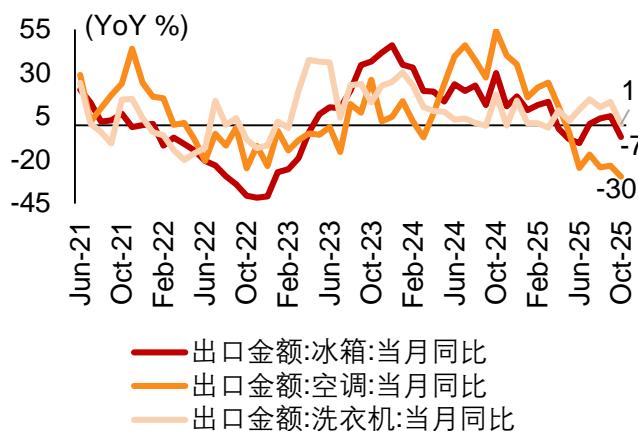
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 44: 中国房地产 - 住宅竣工面积增长



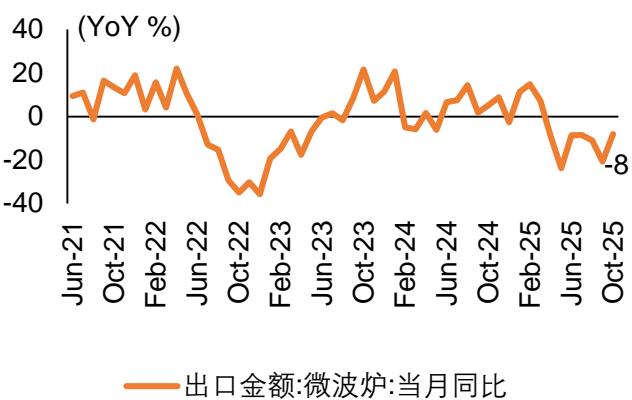
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 45: 中国大家电出口销售增长



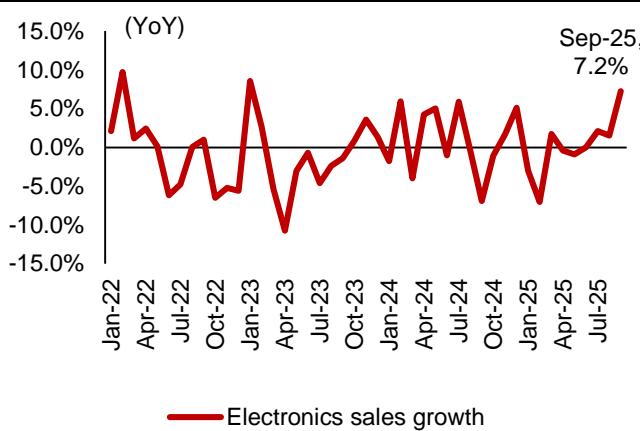
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 46: 中国小家电出口销售增长



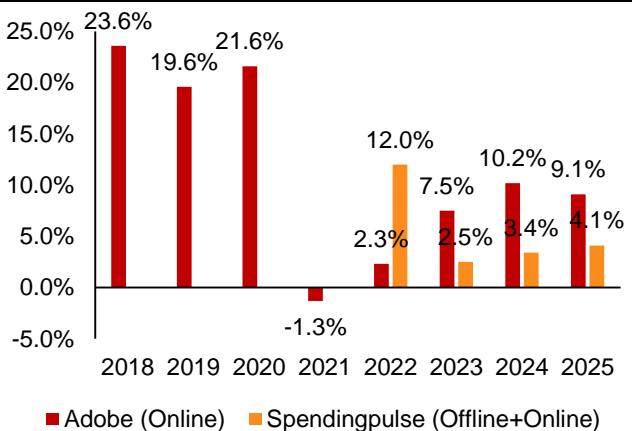
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 47: 美国家电销售增长



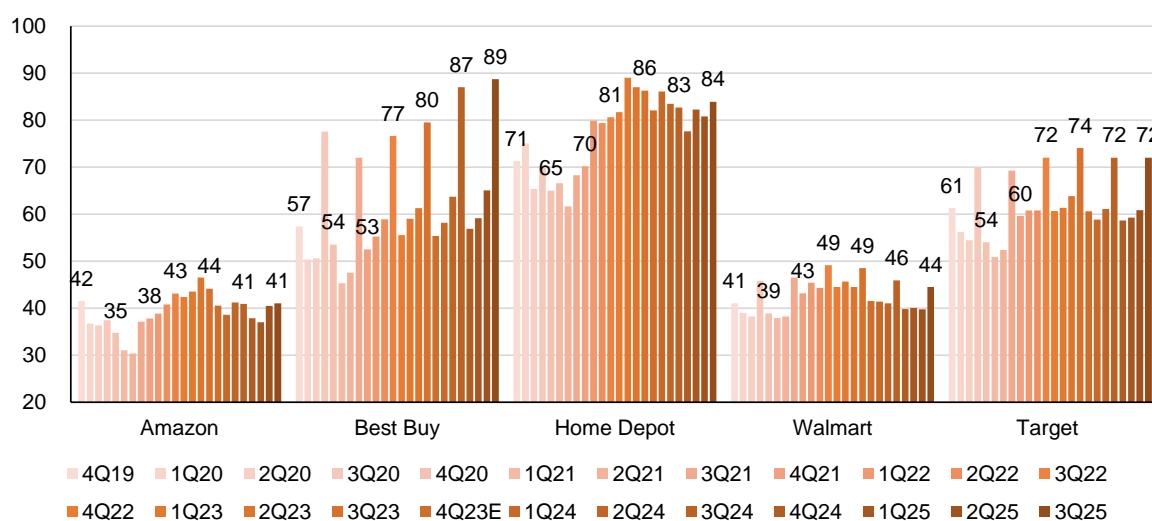
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 48: 美国黑色星期五销售增长



资料来源: Adobe, Spendingpulse, 招银国际环球市场

图 49: 美国零售商的库存天数



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

## 同行估值

图 50：同行估值表 1

Company		Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK\$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	Yield (%)	Net gearing	YTD performance
							FY1	FY1	FY1	FY1	FY1	FY0	
							FY2	FY2	FY2	FY2	FY2		
<b>Sports</b>													
Anta Sports	安踏体育	2020 HK	82.15	230,613	BUY	105.30	Dec-24	15.8	14.0	9.0	7.7	3.0	2.6
Li Ning	李宁	2331 HK	16.99	43,916	BUY	23.02	Dec-24	15.8	13.9	5.4	4.7	1.5	1.4
Xtep	特步	1368 HK	5.52	15,490	BUY	7.39	Dec-24	10.0	9.0	5.6	5.2	1.4	1.3
361 Degrees	361度	1361 HK	5.88	12,158	BUY	7.09	Dec-24	8.6	7.6	3.8	3.0	1.0	0.9
Topsports	滔搏	6110 HK	3.19	19,782	BUY	3.77	Feb-25	13.8	12.2	7.1	6.3	1.9	1.9
Pou Sheng	宝胜	3813 HK	0.45	2,397	-	-	Dec-24	5.9	4.6	0.1	n/a	0.2	0.2
China Dongxiang	中国动向	3818 HK	0.48	2,800	-	-	Mar-25	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Average</b>								<b>11.6</b>	<b>10.2</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
<b>Median</b>								<b>11.9</b>	<b>10.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
<b>Apparel</b>													
Bosideng	波司登	3998 HK	4.95	57,762	BUY	5.55	Mar-25	13.1	11.8	7.5	6.7	2.8	2.6
Giordano	佐丹奴	709 HK	1.49	2,408	-	-	Dec-24	10.6	9.9	2.7	2.5	n/a	n/a
Espirito	思捷环球	330 HK	1.12	317	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Cosmo Lady China	都市丽人	2298 HK	0.31	697	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Viva Goods	非凡领袖	933 HK	0.60	5,975	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Jnby Design	江南布衣	3306 HK	20.20	10,479	BUY	23.30	Jun-25	10.0	9.3	n/a	n/a	3.6	3.3
China Lilang	中国利郎	1234 HK	3.37	4,036	BUY	4.42	Dec-24	7.0	6.3	n/a	n/a	0.9	0.8
Hla Group	海澜之家	600398 CH	6.21	32,828	-	-	Dec-24	12.9	11.5	4.8	4.8	1.7	1.6
<b>Average</b>								<b>10.7</b>	<b>9.8</b>	<b>5.0</b>	<b>4.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
<b>Median</b>								<b>10.6</b>	<b>9.9</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
<b>Restaurant</b>													
Haidilao	海底捞	6862 HK	13.72	76,475	BUY	17.46	Dec-24	15.9	14.1	8.1	7.4	6.2	5.5
Super Hi	特海国际	9658 HK	14.19	9,228	-	-	Dec-24	25.3	23.4	n/a	n/a	2.9	2.6
Xiabuxiabu	呷哺呷哺	520 HK	0.82	891	BUY	4.89	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	1.2	1.3
Dpc Dash	达势	1405 HK	78.45	10,307	BUY	105.96	Dec-24	60.0	37.2	13.4	10.8	3.8	3.5
Xiaocaiyuan	小菜园	999 HK	9.58	11,271	-	-	Dec-24	13.6	11.0	7.8	6.5	3.7	3.2
Green Tea Group	绿茶集团	6831 HK	6.11	4,115	BUY	10.74	Dec-24	7.4	6.1	n/a	n/a	2.9	2.0
Jiumajiu	九毛九	9922 HK	1.71	2,390	BUY	3.18	Dec-24	14.8	9.4	3.0	2.6	0.7	0.6
Helens	海伦司	9869 HK	1.00	1,265	-	-	Dec-24	5.6	9.1	n/a	n/a	1.4	1.6
Cafe De Coral	大家乐	341 HK	5.63	3,265	HOLD	6.52	Mar-25	14.1	12.3	n/a	n/a	1.1	1.1
Tam Jai	谭仔	2217 HK	n/a	n/a	-	-	Mar-25	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Tai Hing	太兴	6811 HK	1.09	1,059	-	-	Dec-24	9.9	8.4	n/a	n/a	109.0	109.0
Fairwood	大快活	52 HK	5.00	648	-	-	Mar-25	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Ajisen	味千	538 HK	0.90	982	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Guoquan Food	锅圈食品	2517 HK	3.46	9,129	BUY	4.80	Dec-24	20.4	16.5	9.5	7.3	2.6	2.4
Gourmet Master	美食达人	2723 TT	67.90	3,053	-	-	Dec-24	n/a	14.4	n/a	n/a	1.2	1.1
Tsui Wah	翠华	1314 HK	0.16	230	-	-	Mar-25	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Yihai	颐海国际	1579 HK	12.42	12,876	-	-	Dec-24	14.5	13.2	7.6	6.8	2.4	2.2
Yum China	百胜中国	9987 HK	362.20	129,906	BUY	457.48	Dec-24	18.6	16.3	10.2	9.5	3.0	2.9
Yum China	百胜中国	YUMC US	46.23	129,033	BUY	58.56	Dec-24	18.5	16.2	10.2	9.4	3.0	2.9
<b>Average</b>								<b>18.3</b>	<b>14.8</b>	<b>8.7</b>	<b>7.5</b>	<b>9.7</b>	<b>9.5</b>
<b>Median</b>								<b>14.8</b>	<b>13.7</b>	<b>8.8</b>	<b>7.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>
<b>Tea drinks, coffee</b>													
Mixue Group	蜜雪集团	2097 HK	404.60	153,594	-	-	Dec-24	24.0	20.9	16.4	13.6	6.5	5.0
Guming Holdings Ltd	古茗	1364 HK	24.60	58,503	-	-	Dec-24	21.3	19.8	16.2	14.6	12.1	9.1
Sichuan Baicha Baidao	四川百茶百道	2555 HK	7.15	10,565	-	-	Dec-24	11.3	10.3	5.4	4.4	2.2	2.1
Auntea Jenny Shanghai	沪上阿姨(上海)	2589 HK	94.20	9,910	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nayuki	奈雪的茶	2150 HK	1.07	1,824	BUY	3.43	Dec-24	n/a	19.8	14.8	7.4	0.4	0.4
Chagee	茶姬	CHA US	14.58	20,825	-	-	Dec-24	9.3	9.2	5.8	3.7	2.3	1.9
Luckin Coffee	瑞幸咖啡	LKNCY US	35.90	79,134	BUY	54.68	Dec-24	19.9	18.4	10.0	7.8	5.0	3.9
Tims China	Tim's International	ITHCH US	2.68	660	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Average</b>								<b>17.2</b>	<b>16.4</b>	<b>11.4</b>	<b>8.6</b>	<b>4.7</b>	<b>3.7</b>
<b>Median</b>								<b>19.9</b>	<b>19.1</b>	<b>12.4</b>	<b>7.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>
<b>Home appliances</b>													
Haier Smart Home- H	海尔智家	6690 HK	26.70	268,272	BUY	29.05	Dec-24	10.7	9.8	7.4	6.7	1.8	1.7
Midea Group	美的集团	300 HK	90.70	688,957	-	-	Dec-24	14.1	12.9	11.0	9.9	2.7	2.5
Js Global Lifestyle	JS环球生活	1691 HK	1.91	6,636	BUY	2.44	Dec-24	n/a	15.3	n/a	n/a	1.8	1.5
Aux Electric	奥克斯电气	2580 HK	15.30	24,300	-	-	Dec-24	6.8	6.1	3.2	2.0	2.0	1.6
Vesync	Vesync	2148 HK	n/a	n/a	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Carote	卡罗特	2549 HK	4.73	2,605	HOLD	4.64	Dec-24	6.4	5.5	n/a	n/a	1.7	1.5
Hisense - H	海信家电	921 HK	25.28	38,199	-	-	Dec-24	9.4	8.5	n/a	n/a	1.9	1.6
Midea - A	美的	000333 CH	81.36	688,952	BUY	66.70	Dec-24	13.9	12.8	11.0	9.9	2.6	2.5
Gree	珠海格力电器	000651 CH	40.67	250,744	-	-	Dec-24	7.3	7.1	5.0	4.4	1.5	1.4
Haier Smart Home - A	海尔智家	600690 CH	27.15	268,270	-	-	Dec-24	11.9	10.9	6.7	5.9	2.0	1.8
Hisense - A	海信家电	000921 CH	26.14	38,240	-	-	Dec-24	10.6	9.6	4.1	3.2	2.1	1.9
Joyoung	九阳	002242 CH	10.57	8,877	-	-	Dec-24	40.7	28.6	48.3	27.9	2.3	2.2
Zhejiang Supor	苏泊尔	002032 CH	48.32	42,620	-	-	Dec-24	17.4	16.3	13.9	12.9	5.9	5.7
Bear Electric Appliance	小熊电器	002959 CH	43.53	7,536	-	-	Dec-24	17.6	15.4	n/a	n/a	2.3	2.1
Ecovacs Robotics	科沃斯机器人	603486 CH	80.24	51,121	-	-	Dec-24	23.3	20.1	16.8	13.9	5.3	4.4
Beijing Roborock	石头世纪科技	688169 CH	157.21	44,835	-	-	Dec-24	23.8	16.8	24.0	14.9	2.8	2.5
Hangzhou Robam	老板电器	002508 CH	19.78	20,573	-	-	Dec-24	11.6	11.0	9.5	8.6	1.6	1.4
Goneo Group	公牛集团	603195 CH	42.90	85,400	-	-	Dec-24	18.1	16.7	14.4	13.1	4.5	4.2
Zhejiang Meida	浙江美大	002677 CH	7.87	5,596	-	-	Dec-24	148.5	76.4	n/a	n/a	3.0	3.0
Vatti	华帝股份	002035 CH	6.24	5,822	-	-	Dec-24	11.3	10.4	n/a	n/a	1.3	1.2
<b>Average</b>								<b>22.4</b>	<b>16.3</b>	<b>13.5</b>	<b>10.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
<b>Median</b>								<b>12.9</b>	<b>12.8</b>	<b>11.0</b>	<b>9.9</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测；数据截至 2025 年 12 月 8 日

图 51：同行估值表 2

Company	Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK\$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	Yield (%)	Net gearing	YTD performance				
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY0					
<b>Hotels</b>																
H World	华住	HTHT US	47.90	114,415	-	-	Dec-24	23.3	20.1	12.9	11.5	7.1	6.1	2.9	198.6	45.0
Shanghai Jinjiang	锦江国际酒店	600754 CH	24.98	26,649	-	-	Dec-24	29.0	23.3	9.7	9.2	1.7	1.6	2.0	73.5	(7.0)
Btg Hotels	首旅酒店	600258 CH	15.57	19,136	-	-	Dec-24	20.4	18.0	7.1	6.6	1.4	1.3	2.3	58.7	6.1
Ssaw Hotels	君亭酒店	301073 CH	26.75	5,723	-	-	Dec-24	182.0	101.7	n/a	n/a	5.4	5.5	0.1	100.8	28.2
Greentree	格林酒店	GHG US	1.82	1,438	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15.0	(28.9)
Average								56.1	36.7	11.5	10.0	5.3	4.6	1.8	56.6	17.2
Median								25.8	20.1	11.3	10.4	5.4	5.5	2.0	66.1	17.2
<b>HK retail</b>																
Chow Tai Fook	周大福珠宝	1929 HK	13.85	136,629	-	-	Mar-25	16.4	14.3	9.3	9.1	4.6	4.3	5.1	48.2	105.8
Luk Fook	六福	590 HK	26.40	15,500	-	-	Mar-25	9.9	8.8	4.5	4.6	1.1	1.0	5.2	6.8	84.1
Chow Sang Sang	周生生	116 HK	12.18	8,181	-	-	Dec-24	5.8	5.6	n/a	n/a	0.6	0.6	6.4	29.7	87.7
Hong Kong	香港科技探索	1137 HK	1.44	1,140	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(8.9)	24.3
Sa Sa Int'l	莎莎国际	178 HK	0.61	1,893	-	-	Mar-25	14.2	13.3	10.1	9.7	n/a	n/a	4.8	30.9	(11.6)
Cafe De Coral	大家乐	341 HK	5.63	3,265	HOLD	6.52	Mar-25	14.1	12.3	n/a	n/a	1.1	1.1	7.1	39.4	(27.9)
Wharf REIT	九龙仓置业	1997 HK	24.76	75,177	-	-	Dec-24	12.1	11.6	11.8	11.4	0.4	0.4	5.2	17.8	24.7
Link Reit	领展房地产投资	823 HK	34.72	89,661	-	-	Mar-25	13.4	13.2	14.8	14.6	0.6	0.5	7.5	30.3	5.7
Hang Lung Properties	恒隆地产	101 HK	8.98	45,409	-	-	Dec-24	14.2	13.8	17.2	16.7	0.3	0.3	5.8	33.6	44.1
Swire Properties	太古地产	1972 HK	21.00	120,907	-	-	Dec-24	17.6	16.0	19.6	18.9	0.4	0.4	5.5	15.7	32.7
Hysan Development	希慎兴业	14 HK	17.76	18,240	-	-	Dec-24	10.2	10.0	22.7	22.3	0.3	0.3	6.1	31.4	50.0
Average								12.8	11.9	13.7	13.4	1.1	1.0	5.9	25.0	38.1
Median								13.7	12.8	13.3	13.0	0.6	0.5	5.6	30.3	32.7
<b>Textile</b>																
Shenzhen Int'l	申洲	2313 HK	64.20	96,507	-	-	Dec-24	13.4	12.1	9.7	8.5	2.2	2.0	4.4	(33.8)	3.5
Crystal Int'l	晶苑	2232 HK	6.90	19,684	-	-	Dec-24	11.1	9.9	5.8	5.1	1.5	1.4	5.8	(16.4)	59.7
Huali Industrial	中山华利实业	300979 CH	58.25	74,757	-	-	Dec-24	20.1	16.9	12.1	10.5	3.7	3.3	3.1	(21.1)	(25.9)
Regina Miracle	维珍妮	2199 HK	2.11	2,583	-	-	Mar-25	11.7	7.0	n/a	n/a	0.8	0.7	3.8	109.5	(1.9)
Pacific Textiles	互太纺织	1382 HK	1.25	1,737	-	-	Mar-25	10.4	8.3	n/a	n/a	n/a	n/a	8.8	24.2	(19.4)
Nameson	南旋控股	1982 HK	1.06	2,416	-	-	Mar-25	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25.2	26.2
Best Pacific	超盈国际	2111 HK	3.23	3,359	-	-	Dec-24	5.5	4.9	3.8	3.3	0.9	0.8	9.3	21.1	5.9
Texwinca	德永佳	321 HK	1.07	1,478	-	-	Mar-25	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(7.8)	47.6
Win Hanverky	永嘉	3322 HK	0.23	293	-	-	Dec-24	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	32.7	35.7
Eagle Nice	鹰美(国际)	2368 HK	3.52	2,021	-	-	Mar-25	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	59.0	(14.8)
Texhong	天虹国际	2678 HK	4.53	4,156	-	-	Dec-24	5.2	4.9	n/a	n/a	0.4	0.4	n/a	36.7	13.5
Yue Yuen	裕元工业	551 HK	16.24	26,058	-	-	Dec-24	9.3	8.7	4.4	4.1	0.7	0.7	7.1	1.0	(6.7)
Stella Int'l	九兴控股	1836 HK	16.27	13,662	-	-	Dec-24	11.1	10.0	6.2	5.7	1.5	1.5	9.0	(36.8)	3.3
Pou Chen	宝成	9904 TT	31.30	23,043	-	-	Dec-24	8.0	7.2	n/a	n/a	0.7	0.6	3.9	4.4	(15.2)
Feng Tay	丰泰	9910 TT	122.50	30,222	-	-	Dec-24	23.2	19.3	10.6	9.7	4.6	4.3	3.6	6.4	(7.9)
Eclat	儒鸿	1476 TT	416.50	28,550	-	-	Dec-24	21.1	17.5	13.9	11.9	3.8	3.6	3.4	(24.1)	(18.2)
Makalot	聚阳实业	1477 TT	302.00	18,613	-	-	Dec-24	21.1	18.8	13.9	12.6	5.3	5.0	4.3	(10.8)	(5.9)
Fulgent Sun	钰齐	9802 TT	114.00	5,724	-	-	Dec-24	16.4	11.7	7.8	5.9	1.6	1.5	3.7	(0.5)	(3.8)
Lai Yih Footwear	来亿兴业	6890 TT	285.00	17,758	-	-	Dec-24	21.5	16.9	12.7	9.8	2.8	2.5	2.8	(0.8)	(25.1)
Average								13.9	11.6	9.2	7.9	2.2	2.0	5.2	8.8	2.7
Median								11.7	10.0	9.7	8.5	1.6	1.5	4.1	1.0	(3.8)
<b>Exporters</b>																
Man Wah	敏华控股	1999 HK	4.74	18,382	-	-	Mar-25	8.4	8.0	5.7	5.2	1.3	1.2	6.0	2.3	(1.5)
Goodbaby	好孩子国际	1086 HK	1.14	1,905	-	-	Dec-24	7.6	5.0	n/a	n/a	0.3	0.3	3.9	10.6	28.1
Vtech	伟易达	303 HK	61.85	15,655	-	-	Mar-25	14.1	12.9	n/a	n/a	3.3	3.3	7.3	(30.0)	17.1
Techtronic	创科实业	669 HK	94.50	172,922	-	-	Dec-24	18.2	15.5	11.3	9.7	3.1	2.8	2.6	13.4	(7.8)
Average								12.1	10.3	8.5	7.4	2.0	1.9	4.9	(0.9)	9.0
Median								11.2	10.4	8.5	7.4	2.2	2.0	5.0	6.4	7.8
<b>Pop toys</b>																
Miniso - H	名创优品	9896 HK	38.44	47,572	-	-	Dec-24	15.9	16.7	9.6	10.7	4.0	5.0	2.9	(32.0)	(18.3)
Miniso	名创优品	MNSO US	19.28	46,421	-	-	Dec-24	16.3	11.3	10.5	8.2	4.9	4.1	3.3	(32.0)	(19.3)
Pop Mart	泡泡玛特	9992 HK	202.40	271,543	-	-	Dec-24	19.7	14.5	12.8	9.0	11.2	7.0	1.7	(79.6)	125.8
Bloks Group	布鲁可	325 HK	70.80	17,602	-	-	Dec-24	20.5	14.2	18.2	12.5	50.3	4.8	0.4	n/a	n/a
Dream Int'l	德林国际	1126 HK	8.59	5,814	-	-	Dec-24	7.5	7.0	n/a	n/a	1.3	1.2	n/a	(37.0)	72.5
Average								16.0	12.7	12.8	10.1	14.3	4.4	2.1	(45.2)	40.2
Median								16.3	14.2	11.6	9.9	4.9	4.8	2.3	(34.5)	27.1

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测；数据截至 2025 年 12 月 8 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之分析员，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于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

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

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

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际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定。

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

#### 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之分析员，未在美国金融业监管局 ("FINRA") 注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 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。