

策略报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

价值策略会陷入“价值陷阱”吗？——来自港股 1H25 财报基本面的启示

■ 红利公司盈利能力稳定，通过降本增效节约支出改善现金流；必需消费迎来 4 年来最佳业绩表现，净利率创新高。

■ 有色金属进入景气上行周期，产能利用率高且处扩产早期，供需格局良好支撑后续增长

■ 三大价值策略均有基本面支撑，“价值陷阱”风险较低

截至 2025 年 9 月 1 日，港股主板 2276 家公司中 2244 家已披露中期业绩，披露率 98.6%。本报告深入分析三大价值策略的中报表现，认为无论是基本面还是未来趋势都支撑这些策略的投资。

红利策略：高股息率公司基本面和分红能力保持稳定。高股息率公司（股息率>4.5%）2025 年上半年收入和净利润分别下降 2.3%和 4.7%，降幅有限。盈利能力方面，净利率达 14.7%环比提升，ROE 下滑主要是“去杠杆”背景下资产负债率降低所致，而 ROIC 保持稳定。值得关注的是，这类公司通过降本增效措施节约了经营性和资本性支出，营运资本周转率改善，资本开支占营收比重降至 3.3%的历史低位，为分红提供了基础。中期分红率 2.3%，远低于去年同期 19.8%，但这主要受去年“国九条”特殊背景影响。以全年来看，分红政策保持稳定在 43%左右。需要注意的是，去年中期分红提前派发可能导致当前股息率被低估。

必需消费：迎来基本面拐点，预期复苏。必需消费行业经过 4 年调整后迎来业绩拐点。2025 年上半年收入增长 1.1%，为 1H22 后首次转正；净利润增长 13.5%，为 2H21 后首次实现双位数增长。盈利能力显著改善，净利率达 8.4%为 8 年来最高水平，毛利率和经营利润率分别为 33%和 11.6%处于历史高位。从库存周期看，行业正从“被动去库存”向“主动加库存”过渡，存货周转率在 5-6 附近波动但补库并未显著恶化周转率，反映供需格局逐渐好转。然而，企业经营仍偏谨慎，销售费用率稳定在 15-16%，资本开支维持在 6%左右的维护性水平。ROE 和 ROIC 分别为 9.6%和 7.5%，止跌回稳处于 7 年历史中值水平。

有色金属：景气盈利驱动，打开周期上行空间。有色金属行业在美元走弱和“反内卷”政策作用下迎来景气周期。2025 年上半年收入增长 1.2%由负转正，净利润大幅增长 62.8%。盈利能力显著提升，毛利率和净利率分别达 15.7%和 6.1%均为历史高位。需求侧方面，存货周转率同比止跌回升，库存周期从“被动去库”转向“主动补库”，且尚未接近 2021 年景气高点。供给侧方面，非存货固定资产同比增长 10%，非存货固定资产/营收比值 29%仅位于历史中枢，表明产能利用率较高且处于扩产早期，远未到 2017-2018 年产能过剩水平。ROE 和 ROIC 分别攀升至 9.4%和 6.4%，进入上升通道但仍低于 2021 年峰值。

价值策略中报总结：综合中报表现，三大价值策略均有基本面和未来趋势支撑，“价值陷阱”风险较低。红利策略还须结合公司治理和经营战略进行综合分析，选择分红政策稳定的标的；必需消费行业适合进行左侧布局，关注供需格局改善带来的复苏机会；有色金属行业景气度和盈利持续性仍有支撑，可进行右侧布局。建议投资者根据自身风险偏好，在价值策略框架下精选个股。

宁铂

+852 3189 6126

bo.ning@cmschina.com.hk

郭书音

+852 3189 6394

shuyinguo@cmschina.com.hk

相关报告

1. 策略报告 - 港股1H25业绩深度分析之二：成长策略是否有基本面支撑？(2025/9/4)
2. 策略报告 - 港股1H25业绩深度分析之一：新旧经济的极致分化(2025/9/2)
3. 宏观报告 - 美国非农就业数据大幅下修，美联储9月提前降息概率增加 (2025/8/4)
4. 宏观报告 - 中央政治局会议解读：从优化供给到扩大有效需求 (2025/7/31)
5. 宏观报告 - FOMC会议解读：美联储立场偏鹰，12月或迎首次降息 (2025/7/31)
6. 策略报告 - 中国香港稳定币发展的前景和挑战 (2025/7/18)

目录

价值策略中报总结：三大价值策略的基本面支撑及趋势较为坚实	3
一、红利策略：高股息率公司基本面和分红能力仍较稳定，当前计算方式可能存在股息率低估	5
1、增长趋势：收入和净利润均略有下降，周期性显著	5
2、盈利能力：基本稳定，ROE 下滑是资产负债率下降所致，而 ROIC 稳定	6
3、经营性支出：资金占用同比有所下降，有利于分红	6
4、资本性支出：扩产意愿低，节约开支有利于分红	7
5、自由现金流：FCFF 含量同比改善，但由于债务融资下降，FCFE 含量下滑	7
6、中期分红意愿降低，但以全年衡量分红政策较为稳定	8
二、“困境反转”策略：必需消费行业迎来基本面拐点，复苏持续可期	9
1、增长趋势：经过 4 年业绩下滑，增速为近 4 年最好	9
2、盈利能力：显著提升至 8 年来最高水平	10
3、销售费用投入与资本开支：均比较稳定，未见明显扩张意愿	10
4、库存周期：从“被动去库存”到“主动加库存”过渡	11
5、现金流：较为稳定，回款速度在历史较低水平	12
6、综合指标：ROE 和 ROIC 止跌回稳	12
三、景气盈利驱动策略：有色金属行业打开周期上行空间	13
1、增长趋势：收入增速转正，净利润加速增长，迎来业绩拐点	13
2、盈利能力：显著提升至历史高位	14
3、需求侧：从“被动去库”转向“主动补库”，景气上行	14
4、供给侧：产能利用率较高，主动扩产早期	15
5、综合指标：ROE 和 ROIC 进入上升通道	15
投资评级定义	16

图表

图 1：价值策略中报总结	3
图 2：投资策略总结	4
图 3：红利策略：收入及净利润同比	5
图 4：收入和净利润均略有下降，周期性显著	5
图 5：红利策略：盈利能力	6
图 6：ROE 下滑是资产负债率下降所致，而 ROIC 稳定	6
图 7：红利策略：经营性支出	6
图 8：经营性支出有所下降，有利于分红	6
图 9：红利策略：资本性支出	7
图 10：经营性支出有所下降，有利于分红	7
图 11：红利策略：自由现金流	7
图 12：FCFF 含量同比改善，但由于债务融资下降，FCFE 含量下滑	7
图 13：红利策略：中期分红意愿降低，但以全年衡量分红政策较为稳定	8
图 14：必选消费：收入及净利润同比	9
图 15：经过 4 年业绩下滑，增速为近 4 年最好	9
图 16：必选消费：盈利能力	10
图 17：盈利能力显著提升	10
图 18：必选消费：销售费用投入与资本开支*	10
图 19：必选消费未见明显扩张意愿	10
图 20：必选消费：从“被动去库存”到“主动加库存”过渡	11
图 21：必选消费：现金流较为稳定，回款速度在历史较低水平	12
图 22：必选消费：综合指标	12
图 23：必选消费 ROE 和 ROIC 止跌回稳	12
图 24：有色金属：收入及净利润同比	13
图 25：经过 4 年业绩下滑，增速为近 4 年最好	13
图 26：有色金属：盈利能力	14
图 27：有色金属盈利能力显著提升至历史高位	14
图 28：有色金属：需求侧	14
图 29：有色金属从“被动去库”转向“主动补库”，景气上行	14
图 30：有色金属：供给侧	15
图 31：有色金属产能利用率较高，主动扩产早期	15
图 32：有色金属：综合指标	15
图 33：有色金属 ROE 和 ROIC 进入上升通道	15

价值策略中报总结：三大价值策略的基本面支撑及趋势较为坚实

图 1：价值策略中报总结					
价值策略	主要投资标的	中报情况	中报启示	其他	结论
红利策略	高股息率公司	收入和利润略降，但趋势上稳定，盈利能力相对稳定。	经营性支出和资本性支出都有压降，有利于分红。但须关注全年累积现金流情况。基本面和分红能力仍然基本稳定。	去年“国九条”颁布的特殊背景下，1H24 分红率高，2H24 分红率低，可能导致当前港股的股息率（TTM）被低估。	将财报状况与公司治理、经营战略结合，进行综合分析，选出分红政策好，高股息率可持续的标的
“困境反转”策略	必需消费行业	经过 4 年业绩下滑，业绩增速为近 4 年最好。盈利能力显著提升至 8 年来最高水平。	库存周期从“被动去库存”到“主动加库存”过渡，需求景气度提升。但行业内公司较为谨慎，供给侧未见成长性开支和费用投入，回款账期仍处于高位。复苏仍具持续性。		进行左侧布局
景气盈利驱动	有色金属行业	增长迎来业绩拐点，盈利能力提升。	需求侧：从“被动去库”转向“主动补库”，景气上行；供给侧：产能利用率较高，主动扩产早期，盈利性有持续性。	需结合宏观经济周期和其他供需指标进行分析。	进行右侧布局

资料来源：招商证券（香港）研究部

截至 2025 年 9 月 1 日，港股主板 2,276 家公司中 2,244 家已经披露 2025 年中期业绩报告，披露率 98.6%。我们在[上一篇中报深度分析报告](#)中，我们从市场关心的港股成长策略的视角，分析了不同配置策略的中报情况，以及中报基本面对这些策略有哪些未来启示。本篇报告将对市场的另一重要策略——价值策略进行深度分析，看从中报基本面的角度是否支持这些策略。

图 2：投资策略总结

维度	成长策略 (GROWTH STRATEGY)	价值策略 (VALUE STRATEGY)
核心理念	寻找并投资于未来增长潜力巨大的公司，相信其未来价值能远超当前	寻找并投资于当前价格低于内在价值的公司，相信价格终将回归价值
关注点	未来的盈利增长、市场份额扩张、行业前景	现在的资产价值、盈利能力、现金流、分红水平
估值态度	对基本面相对宽松，愿意为高成长性支付较高溢价	非常严格，强调安全边际（价格大幅低于内在价值）
典型投资对象	新兴行业（如 AI、新能源、生物科技）、创新型企 业、高营收增长但可能未盈利的公司	成熟行业（如金融、公用事业、传统制造）、现金流稳 定、可能被市场暂时误解或忽略的公司
风险与收益特征	高风险高潜在收益。若增长预期兑现，回报巨大；若 证伪，股价可能大幅下跌	风险相对可控，潜在收益稳健。下跌空间有限，但价值回 归时间不确定，可能需长期等待
投资周期	相对灵活，注重把握增长叙事和趋势	通常长期持有，等待价值发现
适合的投资者	风险承受能力较高、能适应高波动、对新兴趋势敏 感、追求资本快速增值的投资者	风险承受能力较低、追求稳定回报、有耐心、注重本金安 全的投资者

资料来源：招商证券（香港）研究部

本篇报告将聚焦**价值策略**的基本面。目前，**港股市场上投资者最为关注的价值型策略主要有三个方面，分别是：①红利策略、②“困境反转”策略和③景气盈利驱动策略。**这也是我们较为推荐的价值策略。

巴菲特曾经提出过一个**“价值陷阱”**的观点。指的是：那些表面上估值低廉（例如低 PE/PB、高股息率），但实际上却很昂贵的股票。投资者买入这类资产后，其价格可能长期持平甚至持续下跌。这通常是因为公司的**内在价值正在衰减**，其下滑速度甚至超过了股价的下跌速度，导致“便宜”变成“更便宜”，甚至最终变得“昂贵”。这一启示，让许多投资者从本杰明·格雷厄姆式的**“以便宜的价格买入平庸的公司”**（即“捡烟蒂”），转向了芒格倡导的**“以合理的价格买入优秀公司的股票”**。因此，**价值策略不是单纯看估值是否便宜，而公司的基本面判断也很重要。**那么，目前港股的红利策略有基本面支撑吗？高股息率可持续吗？对于左侧布局策略，相比高点跌去一半的必需消费行业迎来业绩的反转了吗？对于右侧布局策略，哪些处于景气上行的周期股可能在盈利拐点的作用下**“越涨越便宜”**？

一、红利策略：高股息率公司基本面和分红能力仍较稳定，当前计算方式可能存在股息率低估

我们根据将股息率大于 4.5% 的股票进行初筛，共有符合条件的 458 支股票。可以粗略的认为，它们符合高股息率策略。其中尤以金融股和其他周期股居多。要探讨高股息率是否可持续，本质上是关注业绩（包括净利润和现金流）以及分红政策是否可持续。

结论：高股息公司基本面和分红能力仍然较为稳定，当前计算方式可能存在股息率低估

港股高股息率公司的业绩周期性波动较大，但上半年的收入利润下滑幅度有限。各项盈利能力指标并未出现恶化。ROE 的降低是“去杠杆”背景下资产负债率降低所致，ROIC 则呈现稳定态势。高股息率公司的经营策略较为谨慎，通过各种降本增效手段，节约了经营性支出，缩减了资本性支出，节省下来的企业自由现金流有利于提高分红能力。由于公司融资意愿下降，减少净债务融资，因此，权益自由现金流含量在上半年并未出现改善迹象。实际上，由于季度性因素，关注全年累计现金流指标更能反映真实分红能力。此外，分红政策并不能完全通过分析报表进行预期，还与公司治理、经营战略息息相关。另外，1H25 分红政策回归正常。去年“国九条”颁布的特殊背景下，1H24 分红率高，2H24 分红率低，可能导致当前港股的股息率被低估计算。

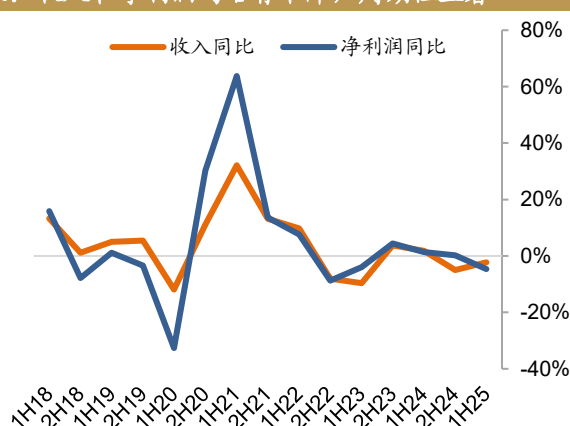
1、增长趋势：收入和净利润均略有下降，周期性显著

图 3：红利策略：收入及净利润同比

	收入同比	净利润同比
1H25	-2.3%	-4.7%
2H24	-5.0%	0.3%
1H24	1.9%	1.3%
2H23	3.7%	4.4%
1H23	-9.6%	-4.0%
2H22	-8.0%	-8.7%
1H22	9.8%	7.6%
2H21	13.2%	13.7%
1H21	32.1%	63.8%
2H20	11.2%	30.3%
1H20	-11.9%	-32.6%
2H19	5.5%	-3.4%
1H19	4.9%	1.2%
2H18	1.2%	-7.9%
1H18	13.2%	15.9%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 4：收入和净利润均略有下降，周期性显著



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，高股息率公司的收入和利润均出现了中低个位数的下降。从 2H22 开始，这类公司的基本面跟随宏观经济下行。这也是引致其股价难有起色、从而股息率较高的重要原因。这类公司周期性往往较强。在中国宏观经济周期处于上行期的 2H20~1H22，这些公司也曾取得过双位数的高速增长。

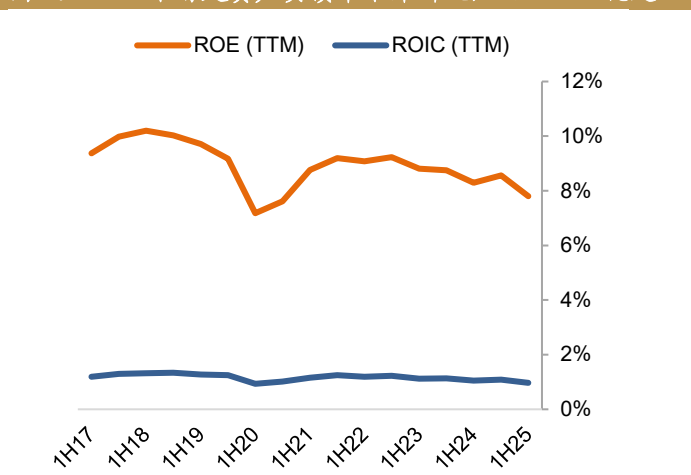
2、盈利能力：基本稳定，ROE 下滑是资产负债率下降所致，而 ROIC 稳定

图 5：红利策略：盈利能力

	净利率	ROE (TTM)	ROIC (TTM)
1H25	14.7%	7.8%	1.0%
2H24	13.2%	8.6%	1.1%
1H24	15.0%	8.3%	1.1%
2H23	12.5%	8.8%	1.1%
1H23	15.1%	8.8%	1.1%
2H22	12.4%	9.2%	1.2%
1H22	14.2%	9.1%	1.2%
2H21	12.5%	9.2%	1.3%
1H21	14.5%	8.8%	1.2%
2H20	12.4%	7.6%	1.0%
1H20	11.9%	7.2%	0.9%
2H19	10.6%	9.2%	1.3%
1H19	15.5%	9.7%	1.3%
2H18	11.6%	10.0%	1.3%
1H18	16.1%	10.2%	1.3%
2H17	12.8%	10.0%	1.3%
1H17	15.7%	9.4%	1.2%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 6：ROE 下滑是资产负债率下降所致，而 ROIC 稳定



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，高股息率公司的净利率水平变化不大，达 14.7%，环比有所提升。ROE 水平下降主要是在“去杠杆”的趋势下，资产负债率降低导致。而 ROIC 环比同比都较为稳定。

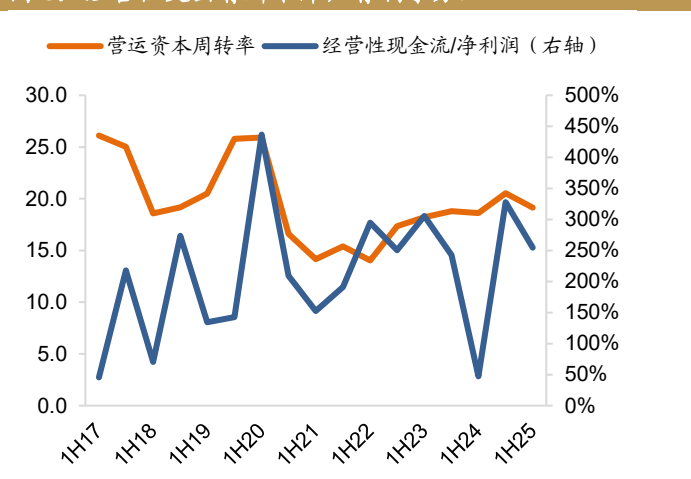
3、经营性支出：资金占用同比有所下降，有利于分红

图 7：红利策略：经营性支出

	营运资本周转率	经营性现金流/净利润
1H25	19.1	254.6%
2H24	20.5	327.7%
1H24	18.6	47.0%
2H23	18.8	242.7%
1H23	18.2	305.6%
2H22	17.3	250.3%
1H22	14.0	294.8%
2H21	15.4	191.3%
1H21	14.2	152.4%
2H20	16.6	209.3%
1H20	25.9	436.7%
2H19	25.8	142.7%
1H19	20.5	134.5%
2H18	19.2	273.4%
1H18	18.6	70.5%
2H17	25.0	218.0%
1H17	26.1	45.5%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 8：经营性支出有所下降，有利于分红



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，高股息率公司的营运资本周转率改善。这是公司运营效率改善的一个积极信号。这说明在下行周期，高股息率公司都缩短了回款账期，实施更加稳健的经营战略。这也使得经营性现金流/净利润比重（净利润的现金含量）显著上升。营运资本的节约，为上市公司现金分红打下了基础。

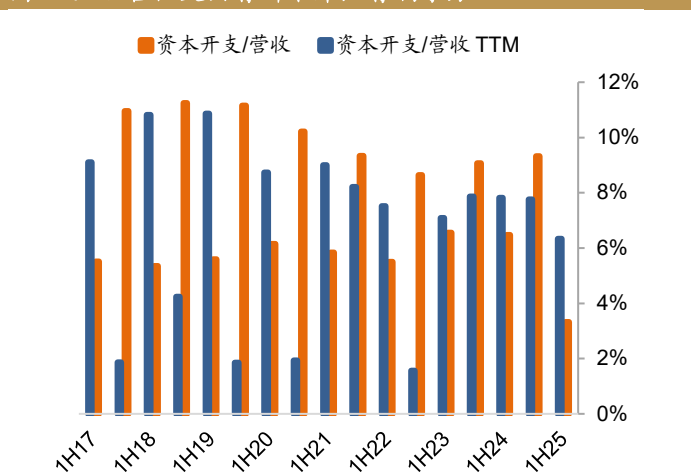
4、资本性支出：扩产意愿低，节约开支有利于分红

图 9：红利策略：资本性支出

	资本开支/营收	资本开支/营收 TTM
1H25	3.3%	6.3%
2H24	9.3%	7.8%
1H24	6.5%	7.8%
2H23	9.1%	7.9%
1H23	6.6%	7.1%
2H22	8.6%	1.6%
1H22	5.5%	7.5%
2H21	9.3%	8.2%
1H21	5.8%	9.0%
2H20	10.2%	1.9%
1H20	6.2%	8.7%
2H19	11.2%	1.9%
1H19	5.6%	10.9%
2H18	11.2%	4.2%
1H18	5.3%	10.8%
2H17	11.0%	1.9%
1H17	5.5%	9.1%

资料来源：万得，招商证券（香港）研究部

图 10：经营性支出有所下降，有利于分红



资料来源：万得，招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，高股息率公司的资本开支占营收比重同比环比均出现大幅下降。这反映了传统周期性行业的供给侧调整。在下行周期，公司的扩张意愿极低。为应对经济的不景气，公司希望有更充裕的现金流和更稳健的经营。这也有利于提高分红能力。

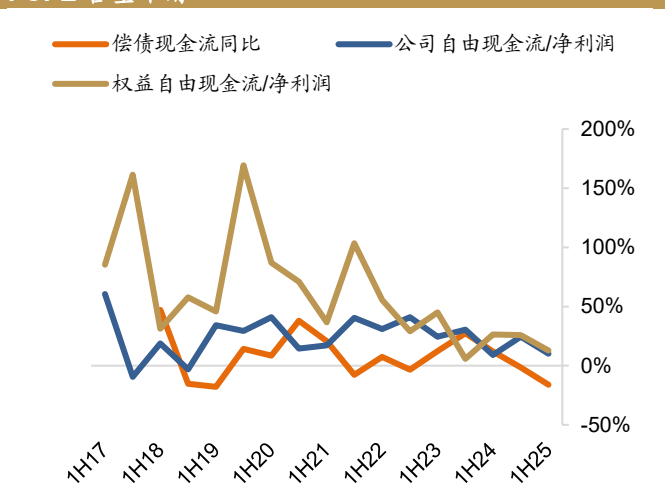
5、自由现金流：FCFF 含量同比改善，但由于债务融资下降，FCFE 含量下滑

图 11：红利策略：自由现金流

	偿债现金流 同比	公司自由现金流/ 净利润	权益自由现金流/ 净利润
1H25	-16%	10.0%	12.8%
2H24	-2%	24.4%	25.7%
1H24	12%	9.1%	26.2%
2H23	28%	30.4%	5.7%
1H23	12%	24.4%	45.2%
2H22	-3%	41.0%	29.1%
1H22	7%	30.9%	55.5%
2H21	-8%	40.5%	103.4%
1H21	21%	17.3%	36.7%
2H20	38%	14.5%	70.9%
1H20	9%	41.0%	86.9%
2H19	14%	29.3%	169.3%
1H19	-18%	34.1%	46.0%
2H18	-15%	-3.2%	57.8%
1H18	47%	18.7%	31.1%
2H17		-9.5%	161.4%
1H17		60.5%	85.3%

资料来源：万得，招商证券（香港）研究部

图 12：FCFF 含量同比改善，但由于债务融资下降，FCFE 含量下滑

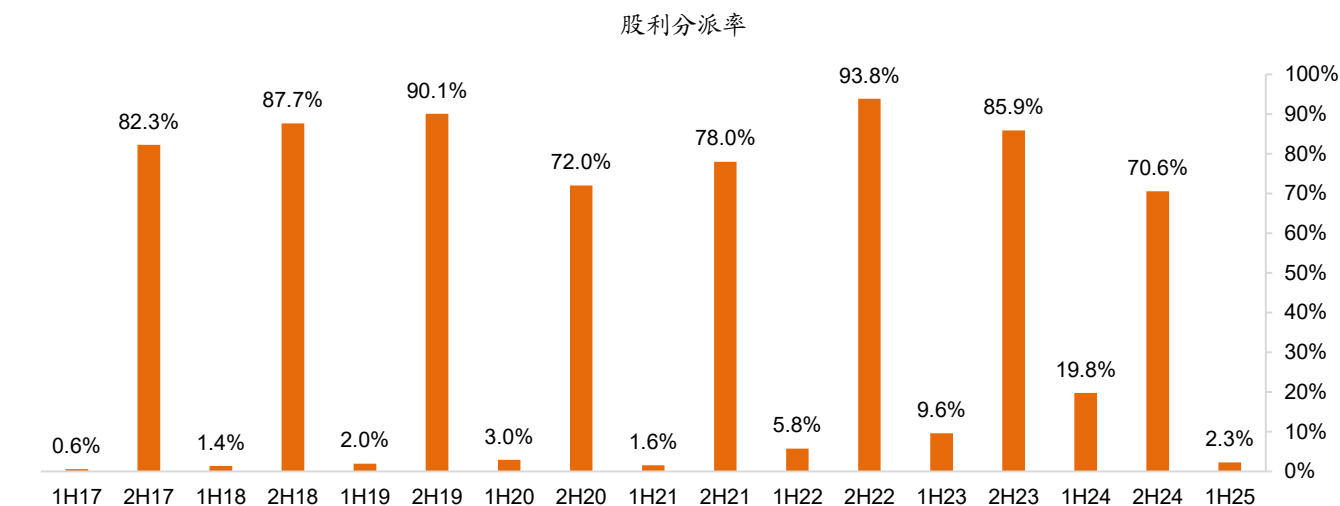


资料来源：万得，招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，高股息率公司通过节约经营性支出和资本性开支，增加了公司自由现金流占净利润的比重。虽然公司偿债现金流也同比减少，但公司也并未大幅增加债务融资。因此，“去杠杆”导致权益自由现金流仅略好于公司自由现金流，这可能对分红有一定影响。然而，关注全年的现金流情况更能反映分红能力，因为大部分的分红发生在期末。

6、中期分红意愿降低，但以全年衡量分红政策较为稳定

图 13：红利策略：中期分红意愿降低，但以全年衡量分红政策较为稳定



资料来源：招商证券（香港）

2025 年上半年，高股息率公司的中期分红率仅为 2.3%，远低于去年同期 19.8% 的水平。这一分红率回到了 2021 年以前的较低中期分红水平。然而，去年中期分红率很高，有其特殊的背景。2024 年 4 月，国务院颁布了“国九条”，鼓励上市公司进行分红。许多上市公司将期末分红政策提前到期中。实际上，以全年来看，由于去年期末分红率降低，因此全年实际分红率与历史相比，并没有显著提升（43% 左右）。整体来看，这些公司的分红政策相对比较稳定。需要特别注意的是，去年的特殊情况可能导致港股当前的股息率被低估。因为股息通常是接近 12 个月（TTM）计算的，由于 2024 年的部分股息在 1H24 提前派发，2025 年中报季后将不再统计 2024 年的中期分红，只计入数值较小的 2H24 分红，这实际上不能反映真实的分红水平。

二、“困境反转”策略：必需消费行业迎来基本面拐点，复苏持续可期

所谓“困境反转”，指的是行业或公司在经历了一段时间的经营困境或财务困境后，通过采取一系列积极措施成功扭转局面，实现业绩复苏和股价上涨的现象。这种反转通常伴随着投资者对公司前景的重新评估和乐观情绪的回归。我们将必需消费行业作为当前港股“困境反转”策略的典型代表。我们按照 GICS 行业分类，筛选出 118 家必需消费公司。

结论：必需消费行业初现业绩拐点，具备复苏持续性

港股的必需消费公司经过 4 年业绩下滑，营收和净利润增速均为近 4 年最好。盈利能力显著提升至 8 年来最高水平，净利润增速远超营收增速。从利润表上看，必需消费行业可能已经迎来拐点。然而，必需消费企业的经营决策仍然偏谨慎。销售费用投入与资本开支均比较稳定，未见明显扩张意愿。行业补库行为并不再显著引致存货周转率恶化。说明供需格局逐渐好转，行业正在从“被动去库存”向“主动加库存”过渡。现金流含量较为稳定。与中报业绩对应的是，目前恒生必需消费行业指数的 PE-TTM（剔除负值）处于 10 年历史最低的 20% 分位，可能存在明显低估。当然，必需消费的中期财报并非完美，例如回款账期仍处于历史较低水平，ROE 和 ROIC 虽止跌回稳，但并未呈现显著提升趋势。但是，必需消费行业的复苏拐点已经逐渐到来。随着供给出清，边际需求回暖，迎来“困境反转”时刻。

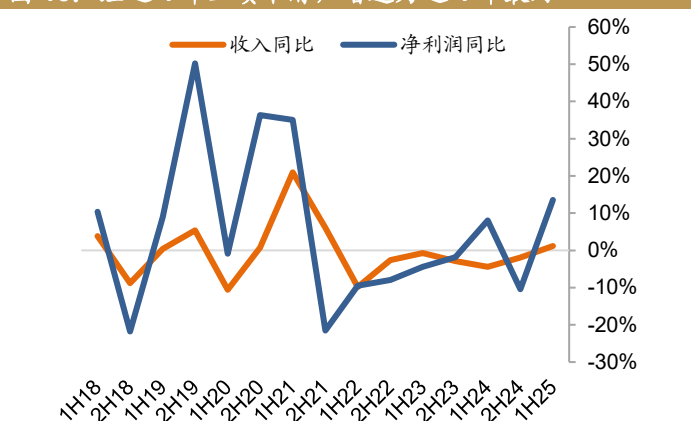
1、增长趋势：经过 4 年业绩下滑，增速为近 4 年最好

图 14：必选消费：收入及净利润同比

	收入同比	净利润同比
1H25	1.1%	13.5%
2H24	-1.9%	-10.4%
1H24	-4.4%	8.1%
2H23	-2.9%	-1.9%
1H23	-0.7%	-4.4%
2H22	-2.6%	-8.0%
1H22	-9.9%	-9.5%
2H21	6.1%	-21.5%
1H21	20.9%	35.0%
2H20	0.8%	36.4%
1H20	-10.6%	-0.9%
2H19	5.4%	50.2%
1H19	0.4%	8.9%
2H18	-8.8%	-21.8%
1H18	3.9%	10.4%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 15：经过 4 年业绩下滑，增速为近 4 年最好



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，港股必需消费公司收入同比增长 1.1%，净利润同比增长 13.5%。收入增速为 1H22 后首次转正，净利润为 2H21 后首次实现双位数增长。经过了 4 年的调整，行业初现曙光，迎来拐点。净利润权重最大的公司是农夫山泉和华润啤酒，均实现了 20% 以上的同比增速。

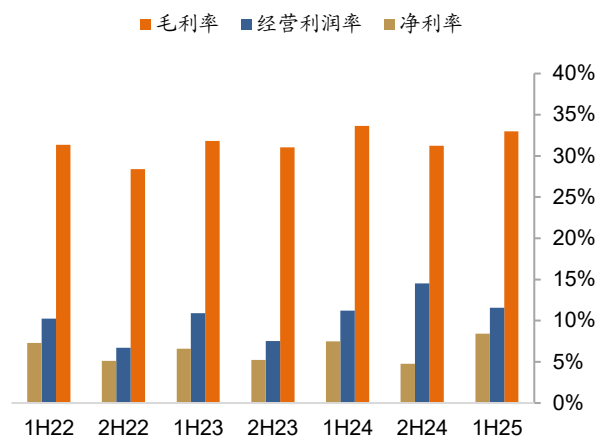
2、盈利能力：显著提升至 8 年来最高水平

图 16：必选消费：盈利能力

	毛利率	经营利润率	净利率
1H25	33.0%	11.6%	8.4%
2H24	31.2%	14.5%	4.8%
1H24	33.7%	11.2%	7.5%
2H23	31.0%	7.5%	5.2%
1H23	31.8%	10.9%	6.6%
2H22	28.4%	6.7%	5.1%
1H22	31.3%	10.3%	7.3%
2H21	30.5%	7.4%	5.4%
1H21	31.5%	9.8%	7.2%
2H20	32.6%	8.6%	7.8%
1H20	33.7%	10.4%	7.6%
2H19	32.3%	8.0%	5.8%
1H19	33.8%	10.8%	6.9%
2H18	31.7%	7.1%	4.2%
1H18	25.5%	1.1%	5.9%
2H17	32.0%	7.3%	4.8%
1H17	29.1%	7.2%	4.3%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 17：盈利能力显著提升



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，必需消费公司毛利率和经营利润率分别为 33% 和 11.6%，为历史较高水平。净利润率同比环比改善明显，为 8 年来最好水平。2H24 经营利润率和净利率的数值比较异常，主要是权重较大的蒙牛导致。当年通过降本增效推高了 OPM，但喷粉减值、计提子公司贝拉米减值、现代牧业亏损导致商誉减值影响，拉低了 NPM。造成 OPM 和 NPM 的差值较大。因此，剔除这一影响，必需消费公司的利润率复苏过程是比较稳定的。

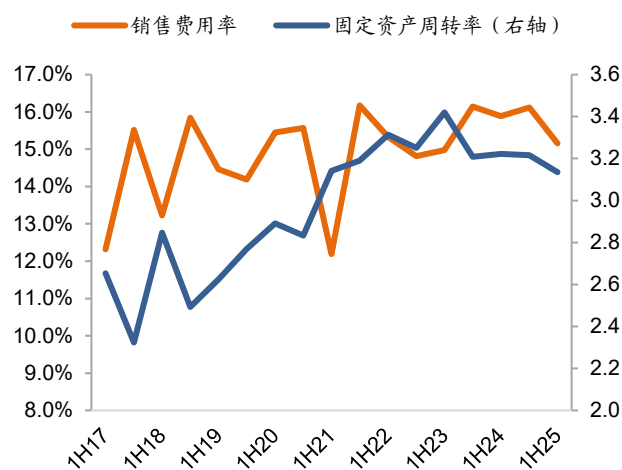
3、销售费用投入与资本开支：均比较稳定，未见明显扩张意愿

图 18：必选消费：销售费用投入与资本开支*

	销售费用率	资本开支/营收 TTM	资产周转率	固定资产周转率
1H25	15.2%	n.a	0.8	3.1
2H24	16.1%	5.9%	0.8	3.2
1H24	15.9%	6.0%	0.8	3.2
2H23	16.1%	6.2%	0.8	3.2
1H23	15.0%	6.0%	0.8	3.4
2H22	14.8%	5.7%	0.8	3.3
1H22	15.3%	6.4%	0.8	3.3
2H21	16.2%	6.7%	0.8	3.2
1H21	12.2%	5.9%	0.8	3.1
2H20	15.6%	5.9%	0.7	2.8
1H20	15.4%	6.0%	0.7	2.9
2H19	14.2%	5.7%	0.8	2.8
1H19	14.5%	9.1%	0.8	2.6
2H18	15.8%	6.2%	0.8	2.5
1H18	13.2%	8.0%	0.9	2.8
2H17	15.5%	5.0%	0.7	2.3
1H17	12.3%	4.6%	0.9	2.7

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；*注：2025 年上半年有较多权重公司的资本 CAPEX 数据尚未公布

图 19：必选消费未见明显扩张意愿



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

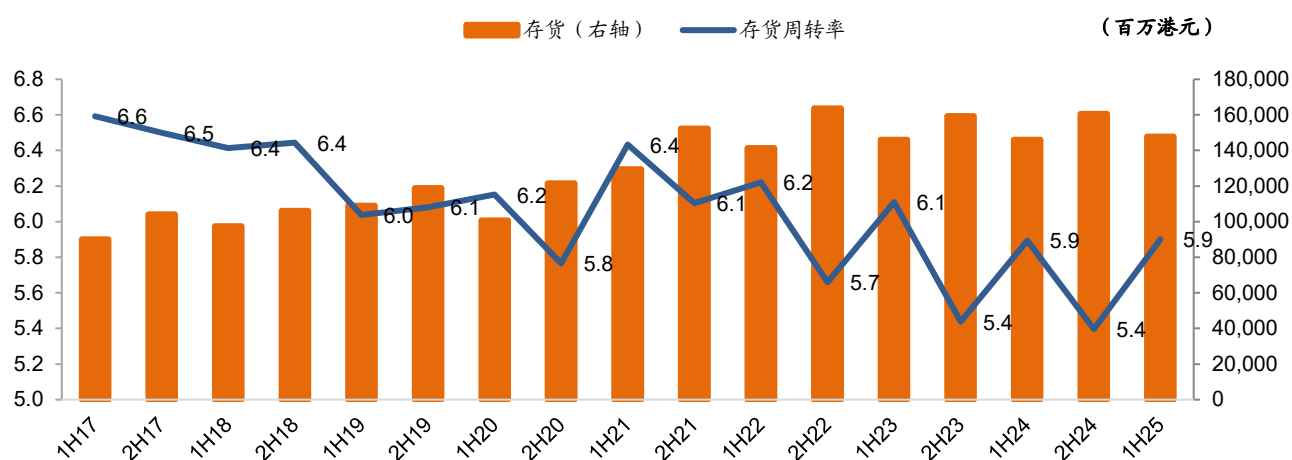
2025 年上半年，必需消费公司的销售费用率比较稳定。实际上自 2H21 起，销售费用率就在 15-16% 左右波动，略微呈现向上趋势。

2025 年上半年有较多权重公司的资本开支数据尚未公布。从去年的趋势看，CAPEX/营收比重自 2H19 年开始比较稳定，大体在 6% 附近波动。从固定资产环比仅增长 3% 判断，该板块公司未进行资本开支扩张。因此，必需消费行业的资本性支出仅仅属于维持性的资本开支。

资产周转率和固定资产周转率比较稳定，维持在历史较高水平。这也能反映行业扩产意愿较低。相关公司倾向于通过较为稳定的费用投入和资本开支维持经营，经营策略比较谨慎。

4、库存周期：从“被动去库存”到“主动加库存”过渡

图 20：必需消费：从“被动去库存”到“主动加库存”过渡

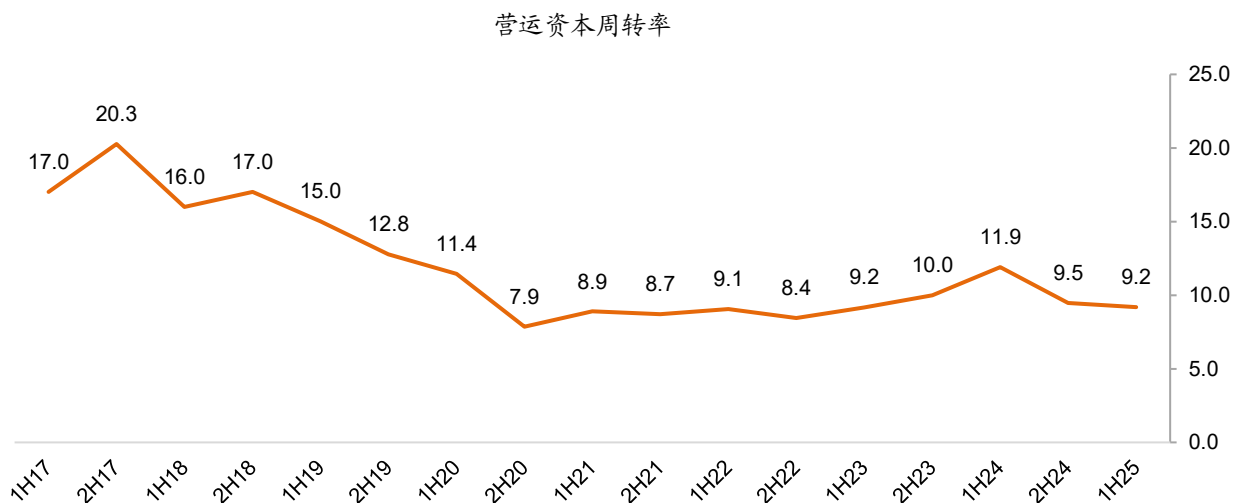


资料来源：万得，招证香港研究部

2025 年上半年，必需消费公司的存货周转率比较稳定。实际上自 2022 年起，行业就呈现上半年去库存、存货周转率上升，下半年加库存、存货周转率下降的循环。存货周转率在 5~6 附近反复波动。然而，我们不难发现，近 1 年来，去库存的时候存货周转率的改善幅度好于往年，加库存的时候存货周转率的恶化幅度弱于往年。也就是说，补库行为并不再显著引致存货周转率恶化。说明供需格局逐渐好转，行业正在从“被动去库存”向“主动补库存”过渡。从宏观背景看，中国居民正在经历从“预防性储蓄”到“适度消费”的心理转变。疫情后，部分居民因对未来收入和支出的不确定性预期，倾向于增加储蓄、减少消费。随着消费者对经济增速换挡的“新常态”逐渐适应，边际消费信心正在得到重塑，预防性储蓄的动机有所减弱，这为消费复苏提供了重要的基础。

5、现金流：较为稳定，回款速度在历史较低水平

图 21：必选消费：现金流较为稳定，回款速度在历史较低水平



资料来源：万得，招商证券（香港）

2025 年上半年有较多权重公司的资本开支数据尚未公布。我们根据营运资本周转率推测，现金流比较稳定。自 2H20 开始，营运资本周转率下滑后达历史低位徘徊。疫情后，消费行业受到冲击。由于需求下滑，商家的压货行为导致透支未来的销售。进而造成大量存货和应收等占款，回款周期有所拉长。其后，回款速度便稳定在历史较低水平。未来，随着供需格局好转，现金流有改善空间。

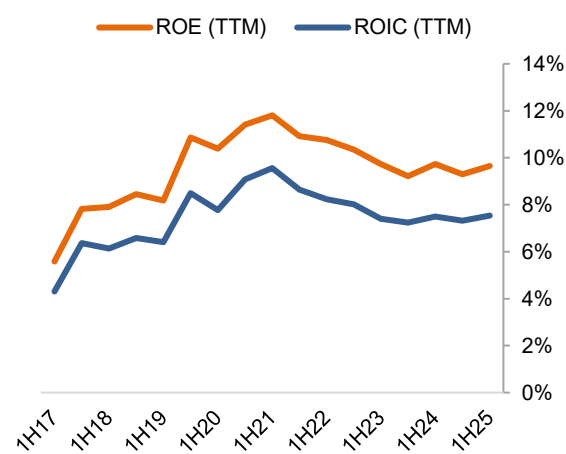
6、综合指标：ROE 和 ROIC 止跌回稳

图 22：必选消费：综合指标

	ROE (TTM)	ROIC (TTM)
1H25	9.6%	7.5%
2H24	9.3%	7.3%
1H24	9.7%	7.5%
2H23	9.2%	7.2%
1H23	9.7%	7.4%
2H22	10.4%	8.0%
1H22	10.8%	8.2%
2H21	10.9%	8.6%
1H21	11.8%	9.6%
2H20	11.4%	9.1%
1H20	10.4%	7.8%
2H19	10.9%	8.5%
1H19	8.2%	6.4%
2H18	8.5%	6.6%
1H18	7.9%	6.1%
2H17	7.8%	6.4%
1H17	5.6%	4.3%

资料来源：万得，招商证券（香港）研究部；*注：2025 年上半年有较多权重公司的资本 CAPEX 数据尚未公布

图 23：必选消费 ROE 和 ROIC 止跌回稳



资料来源：万得，招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，必需消费公司的 ROE 和 ROIC 止跌回稳。自 1H21 开始，必需消费公司的 ROE 和 ROIC 达到历史最高水平。此后，由于疫情冲击叠加需求下降，行业陷入低谷。但这一数字今年已经同比稳定、环比提升，处于 7 年历史中值水平。未来随着供需格局好转，股东投入和资本投入创造利润能力将不断提升。

三、景气盈利驱动策略：有色金属行业打开周期上行空间

通常情况下，股价上涨后估值就会变“贵”。但对于周期股，如果处于景气上行期，业绩也因此受益而持续向好，盈利就会快速增长。即便股价上涨，但从市盈率（PE）指标看，分母（盈利）的增长可能快于分子（市值），导致 PE 反而降低，这就可能出现了“越涨越便宜”。港股的有色金属板块在 1H25 已经迎来周期上行的趋势，是实现“盈利景气驱动”的代表。今年我们按照 GICS 行业分类，筛选出 63 家有色金属公司。

结论：有色金属行业在扩产早期，需求景气，盈利持续性仍然有支撑

有色金属公司今年收入增速转正，净利润加速增长，迎来业绩拐点。盈利能力显著提升至历史高位。从需求侧看，库存周期从“被动去库”转向“主动补库”，步入景气上行。从供给侧看，产能利用率较高，处于主动扩产早期。扩产有利于驱动后续的增长。盈利能力、产能利用率改善推动 ROE 和 ROIC 显著改善。综合来看，虽然有色金属的底部买点已经过去，但目前行业景气度并未达到 2021 年的高点，盈利增长的持续性仍然可期。因此从基本面的角度，仍然可以进行右侧布局。

需要注意的是，对周期品公司的投资，往往也不能只关注财报。关键是通过供需格局和量价关系的分析，提前找到周期的“拐点”。因此还要结合周期品和宏观经济的其他要素进行分析。

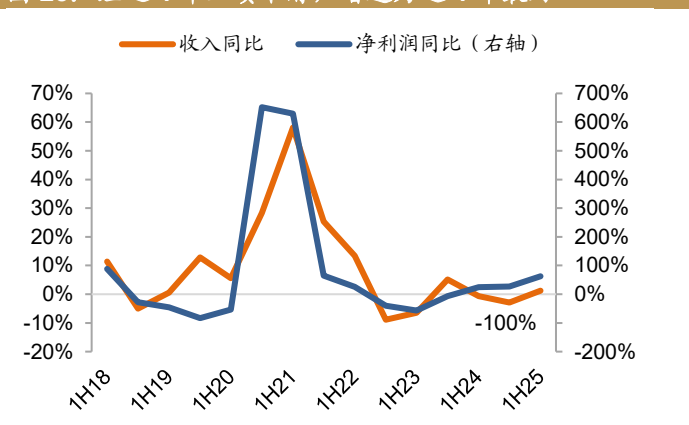
1、增长趋势：收入增速转正，净利润加速增长，迎来业绩拐点

图 24：有色金属：收入及净利润同比

	收入同比	净利润同比
1H25	1.1%	13.5%
2H24	-1.9%	-10.4%
1H24	-4.4%	8.1%
2H23	-2.9%	-1.9%
1H23	-0.7%	-4.4%
2H22	-2.6%	-8.0%
1H22	-9.9%	-9.5%
2H21	6.1%	-21.5%
1H21	20.9%	35.0%
2H20	0.8%	36.4%
1H20	-10.6%	-0.9%
2H19	5.4%	50.2%
1H19	0.4%	8.9%
2H18	-8.8%	-21.8%
1H18	3.9%	10.4%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 25：经过 4 年业绩下滑，增速为近 4 年最好



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，港股有色金属公司收入同比增长 1.2%，净利润同比增长 62.8%。在美元指数走弱，叠加“反内卷”政策作用下，有色金属供需格局改善。贵金属、工业金属和小金属等价格普遍上涨。有色金属板块整体受益，收入增速由负转正，而净利润大幅加速增长。但增速仅位于历史中值或中低区间附近，未来仍有提升空间。

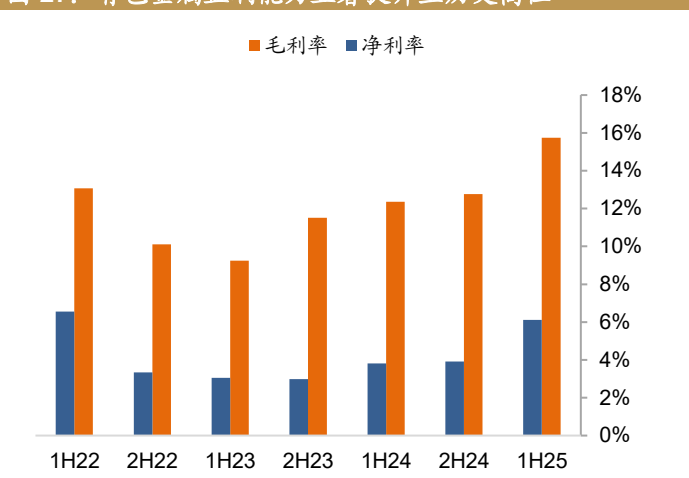
2、盈利能力：显著提升至历史高位

图 26：有色金属：盈利能力

	毛利率	净利率
1H25	15.7%	6.1%
2H24	12.8%	3.9%
1H24	12.4%	3.8%
2H23	11.5%	3.0%
1H23	9.2%	3.0%
2H22	10.1%	3.3%
1H22	13.1%	6.6%
2H21	11.7%	5.0%
1H21	13.4%	5.9%
2H20	11.3%	3.8%
1H20	8.0%	1.3%
2H19	8.8%	0.7%
1H19	10.4%	2.9%
2H18	12.1%	3.9%
1H18	13.9%	5.4%
2H17	14.3%	5.1%
1H17	12.1%	3.2%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 27：有色金属盈利能力显著提升至历史高位



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，有色金属公司毛利率和净利润率分别为 15.7% 和 6.1%，均为历史高位。盈利能力的同比环比均显著大幅改善，反映了有色金属经过周期探底后，已经步入景气周期。

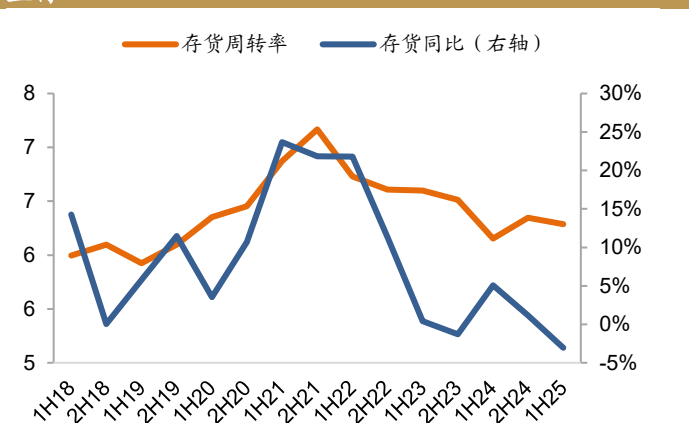
3、需求侧：从“被动去库”转向“主动补库”，景气上行

图 28：有色金属：需求侧

	存货周转率	存货同比
1H25	6.29	-3%
2H24	6.34	1%
1H24	6.15	5%
2H23	6.51	-1%
1H23	6.60	0%
2H22	6.61	11%
1H22	6.73	22%
2H21	7.17	22%
1H21	6.87	24%
2H20	6.45	11%
1H20	6.35	4%
2H19	6.10	11%
1H19	5.92	6%
2H18	6.10	0%
1H18	6.00	14%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 29：有色金属从“被动去库”转向“主动补库”，景气上行



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，有色金属行业存货略减，但存货周转率同比止跌回升。这反映了有色金属的库存周期已经从“被动去库”转向“主动补库”。需求景气周期上行。且存货周转率尚未接近 2021 年景气高点的峰值，说明行业的需求复苏可能仍然处于早期阶段。

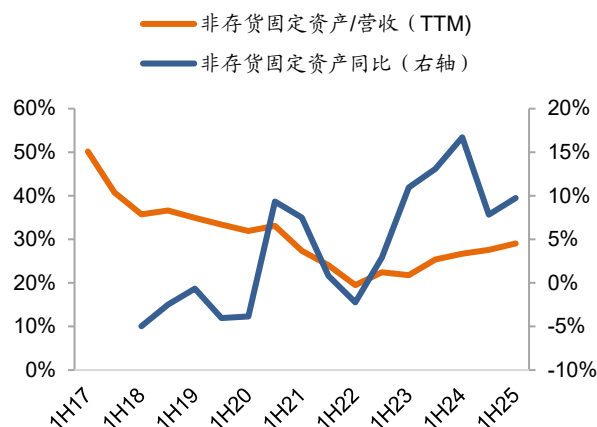
4、供给侧：产能利用率较高，主动扩产早期

图 30：有色金属：供给侧

	非存货固定资产同比	非存货固定资产/营收 (TTM)
1H25	10%	29%
2H24	8%	28%
1H24	17%	27%
2H23	13%	25%
1H23	11%	22%
2H22	3%	22%
1H22	-2%	19%
2H21	1%	24%
1H21	8%	27%
2H20	9%	33%
1H20	-4%	32%
2H19	-4%	33%
1H19	-1%	35%
2H18	-2%	37%
1H18	-5%	36%
2H17		41%
1H17		50%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 31：有色金属产能利用率较高，主动扩产早期



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，有色金属行业经过持续的扩产后，非存货固定资产/营收仅位于历史中枢水平。由于部分港股公司中报尚未公布现金流指标，我们通过固定资产的变化进行推导。2023 年起，非存货固定资产及其增速上升，有色金属行业开启资本开支的扩张。而新增的产能均有效转化为了收入。这表现为非存货固定资产/营收并未大幅攀升，这说明产能利用率较高。目前这一比值稳定在历史中值附近，远未到 2017-2018 年产能过剩的水平，属于扩产早期。经过供给侧改革，去产能和“反内卷”，行业供需格局良好，而扩产有利于驱动后续的增长。

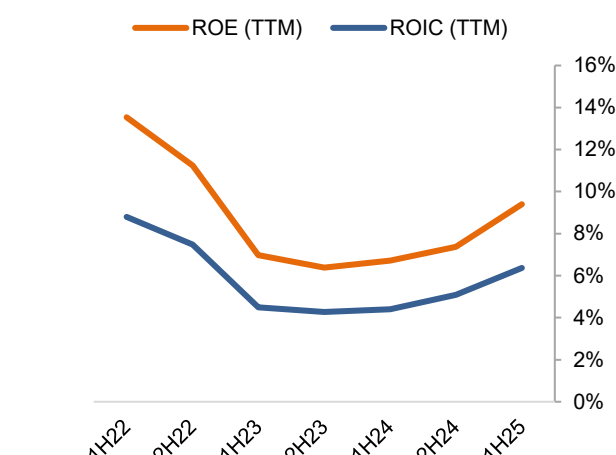
5、综合指标：ROE 和 ROIC 进入上升通道

图 32：有色金属：综合指标

	ROE (TTM)	ROIC (TTM)
1H25	9.4%	6.4%
2H24	7.4%	5.1%
1H24	6.7%	4.4%
2H23	6.4%	4.3%
1H23	7.0%	4.5%
2H22	11.2%	7.5%
1H22	13.5%	8.8%
2H21	13.1%	8.4%
1H21	11.5%	6.9%
2H20	5.9%	3.4%
1H20	2.0%	1.0%
2H19	3.6%	1.9%
1H19	6.8%	3.6%
2H18	9.3%	5.0%
1H18	10.7%	5.8%
2H17	8.7%	4.7%
1H17	6.3%	3.0%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图 33：有色金属 ROE 进入上升通道



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

2025 年上半年，有色金属公司的 ROE 和 ROIC 分别大幅攀升至 9.4% 和 6.4%。这与行业处于景气周期，盈利能力、产能利用率改善有关。对股东的回报和资本回报率都显著提升。目前综合指标并未达到 2021 年的景气高点峰值，因此持续性仍然可期。

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828