

增持

(H)

中国可选消费

群雄激战，拉锯持续：业绩前瞻与展望

2025 年上半年，在国家政策以及电商平台补贴的提振之下，整体消费得到一定支持。不过，如果深入细看 618 活动，可观察到品牌和零售商的竞争更加激烈，我们认为不少企业的上半年业绩因此存在低于预期的风险。考虑到电商平台为抢夺市场份额而进一步把竞争升温，我们预期下半年品牌们遇到的压力将更加近在眉睫。若没有大规模的消费提振刺激政策的话，我们将重申之前的观点，认为这轮消费周期复苏对比 2010 年代可能需时更长，这会令资金更缺乏耐性、板块切换更快。不过，我们观察到中国企业在海外变得越来越有竞争力，而企业出海将会是盈利增长的一大抓手。因此，我们看好安踏、同程旅游、泡泡玛特以及布鲁可，预期他们可在国内外更上一层楼。

25 年上半年总结：复苏有赖政策拉动

- **社会零售在 25 年二季度一定放缓**－据国统局数据，25 年 1 至 6 月中国社会零售总额累计同比提升 5.0%。不过，销售数据在 25 年二季度有一定放缓。在众多品类当中，由于有以旧换新的补贴拉动，家电表现最为强劲（上半年累计同比增长 30.7%），并一定程度支撑了整体社零数据。没有补贴的品类当中，我们观察到金银珠宝（累计同比增长 11.3%）以及和潮玩相关的类别（累计同比增长超过 20%）都是表现较佳的类别。
- **虽然平台数据亮眼，618 活动实际对商家更难**－据星图数据显示，2025 年 618 活动期间，5 大电商平台合计 GMV 为 8,556 亿元人民币，同比增长 15.2%。不过，我们经过与品牌方交流的渠道调研后，认为今年的 618 活动是比 2024 年更为艰难，主要是因为：（1）618 活动时间更长，令打折促销的周期更长、（2）更多客流从线下转到线上，以及（3）在消费者变得更精打细算下，品牌间的竞争变得更为激烈。我们预期 2025 年双 11 活动将会延续这样的趋势，因此我们预期不少公司在 2025 年 8 月的中报季下调指引、影响估值。

我们预期 25 年下半年会有什么趋势？

- **宏观以及家电板块**：我们预期中央对耐用品的以旧换新补贴会在 25 年下半年延长，以进一步提振经济，但考虑到不少需求早就在 24 年下半年以及 25 年上半年提前释放、透支，我们预期边际效益将会下降，对家电等品类销售的拉动将会更难。考虑到需求放缓，以及现有厂家为了应对小米等新兴品牌的竞争，我们预期 25 年四季度有可能会有一波价格战。另外，考虑到关税的不确定性，我们也预期海外市场会是家电板块的一道难题。
- **旅游板块**：虽然消费者继续追求体验式消费，整体旅游行业将继续受惠，但中国境内航线在 25 年有所放缓，将对 OTA 有一定影响。酒店行业方面，数据好坏参半，但我们预期龙头企业将会继续跑赢行业，并预期 RevPAR 等指标会在 25 年下半年有一定温和同比复苏。
- **潮玩与珠宝板块**：这两板块在目前周期下表现强劲（潮玩受惠产品周期、珠宝受惠金价周期），而我们预期势头将延续至 25 年下半年。潮玩方面，我们预期海外市场继续会是亮点，而即使有关税的威胁之下，**泡泡玛特**和**名创优品**等企业将会在美国等关键市场深化布局。我们也预期在 25 年四季度也会有更多的产品发布，为市场带来惊喜（例如 Labubu 的新形态、**布鲁可**的新产品等）。
- **服装板块**：25 年二季度整体表现低于预期，或促使品牌们会在中国市场内进一步内卷，在 25 年下半年造成集体伤害。不过，我们预期中国资本运营的高端品牌（如迪桑特、始祖鸟、索康尼）会是例外。我们预期品牌们会加速海外发展，但这会牺牲一定利润率。

中银国际研究有限公司

消费板块：可选消费

李嘉豪, CFA

(852) 3988 6404

tonykh.li@bocigroup.com

彭助

(852) 3988 6408

pennyz.peng@bocigroup.com

请参阅本报告背面的重要信息披露及声明

中银国际研究可在中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

行业估值与整体消费行业观点

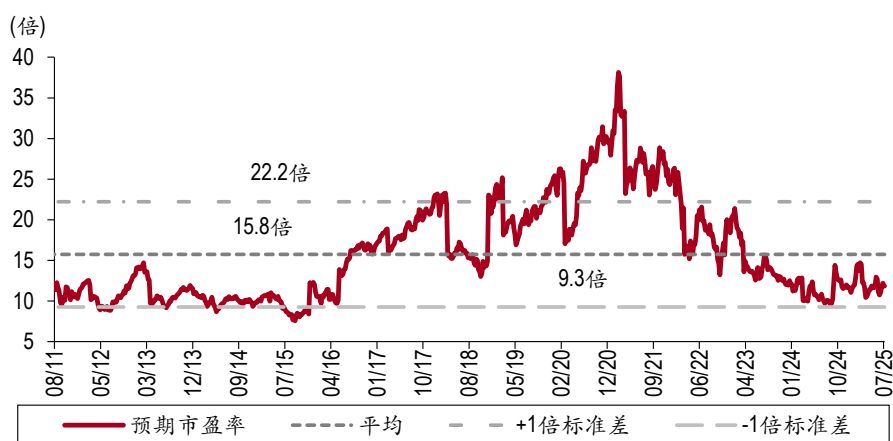
消费行业业绩预判：据国统局数据，25 年 1 至 6 月中国社会零售总额累计同比提升 5.0%。不过，销售数据在 25 年二季度有一定放缓。因此，对大部分消费企业来说，半年报普遍可能略差于一季报。而如果一家消费企业比较依赖电商、着重 618 活动等，那半年报承压的机会则更大。

出口业务方面，考虑到不少企业由于忧虑美国关税的问题，不少订单被前置到 2025 年 4 月前，即一季报有可能已是业务全年高峰，因此后续季度的订单、利润可能会有环比压力。

板块观点：如果从 2025 年上半年业绩本身来看，我们整体维持谨慎乐观。按推荐顺序的话，我们对各板块有以下预期：

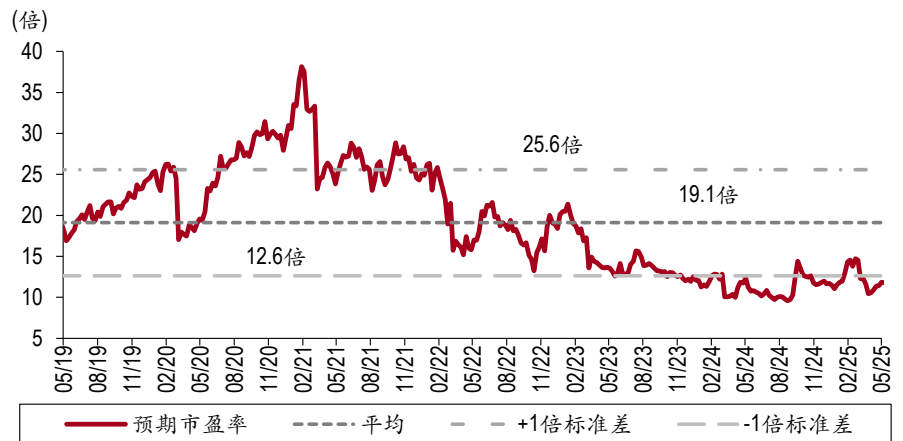
- **旅游：**2025 年上半年整体旅游需求仍在恢复当中，为 OTA 营造了比较理想的经营环境，因此半年报达到预期、甚至超预期的可能性较大。我们不认为京东入局会破坏现有行业格局，因此对下半年 OTA 业务维持相对乐观的看法。酒店行业在上半年依然受到高供应的影响，我们预期需要更多关注下半年的边际改善，但看好龙头会跑赢行业。
- **潮玩：**除了泡泡玛特之外，板块表现较为分化。在市场预期普遍较高的情况下，上半年业绩有令投资者失望的可能性。考虑到下半年也是不少产品的上新周期，也是海外市场的旺季，我们建议无须过于悲观、更多关注下半年表现。
- **黄金珠宝：**上半年金价创下新高，带动消费者购买黄金产品，因此黄金零售企业将享受同店销售改善、毛利率扩张的双重利好。虽然如此，考虑到金价在 2025 年下半年有可能回落，上述利好可能会在下半年环比逆转。我们因此更推荐渠道网络更广的企业。
- **服装：**由于 618 活动内卷严重，25 年二季度整体表现低于预期。考虑到耐克依然还没完全复苏，或促使品牌们会在中国市场内进一步内卷，在 25 年下半年造成集体伤害。我们因此预期服装品牌具下调指引的风险。上游 OEM 方面，我们认为上半年业绩波动的可能性较大，但关税问题明朗后，8 月中报或是逢低买入的好时机。
- **家电：**考虑到国补将会提振到销售，加上出口前置、海外业绩持续增长，上半年整体业绩仍有一定支撑，但是 618 竞争加剧，将会对半年报利润率构成压力。考虑到竞争加剧，要达成之前制定的目标会有一定难度，需关注指引下调的可能性。

图表 1. MSCI 中国可选消费指数的预期市盈率 (2011-25 年)



资料来源：彭博，中银国际研究

图表 2. MSCI 中国可选消费指数的预期市盈率 (2019-25 年)



资料来源: 彭博, 中银国际研究

板块估值: 考虑到目前消费环境仍有一定挑战, 加上市场对不少消费企业的盈利前景更为谨慎, 港股消费板块普遍估值仍处于多年来较低水平。板块内, 仅个别赛道龙头的估值较高, 反映市场出现一定资金抱团取暖的情况。我们认为假若没有进一步大型经济和消费提振的政策出台的话, 这一次消费板块的盈利复苏需要比上一轮周期需时更久才能看见明显起色, 将限制板块估值中枢上移的空间。然而, 我们认为这也是提供优质股长线建仓的机会, 建议可关注估值合理、基本面稳定、分红率回报较高龙头股。

图表 3. 消费股票估值表 (数据截至 8 月 4 日收盘)

公司名称	股票代码	评级	股价 (港币/美元)	总市值 (百万美元)	每股收益 (人民币)			每股收益增长 (%)			市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产 收益率 (%)		净资产 负债率 (%)
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025
旅游 & 酒店																	
华住酒店	HTHT US	买入	31.23	9,586	9.3	13.2	15.4	(23.7)	42.5	16.2	17.3	14.8	5.7	5.5	36.7	40.4	净现金
华住酒店	1179 HK	买入	24.66	9,642	0.9	1.3	1.5	(23.7)	42.5	16.2	16.9	14.6	5.6	5.4	36.7	40.4	净现金
中国中免	1880 HK	买入	56.85	18,426	2.2	2.7	3.3	(33.6)	23.4	23.5	19.3	15.7	1.9	1.8	9.9	11.6	净现金
携程	9961 HK	买入	484.60	40,349	26.2	22.1	24.6	34.5	(15.6)	11.1	20.4	18.3	1.9	1.7	10.3	10.5	净现金
携程	TCOM US	买入	60.63	39,628	26.2	22.1	24.6	34.5	(15.6)	11.1	20.1	18.1	1.9	1.7	10.3	10.5	净现金
同程旅行	780 HK	买入	19.77	5,895	1.2	1.4	1.7	27.0	17.0	20.5	12.7	10.5	1.9	1.7	15.7	17.0	净现金
平均					7.6	6.9	7.8	1.0	16.8	17.8	17.3	14.8	2.8	2.6	18.2	19.9	
零售																	
周大福珠宝	1929 HK	买入	13.53	17,003	0.6	0.9	1.0	(8.9)	54.6	11.0	14.4	14.4	4.3	4.0	39.9	38.5	净现金
六福珠宝	590 HK	买入	20.46	1,530	2.7	3.3	3.0	(8.7)	22.6	(8.5)	6.3	6.3	0.8	0.8	13.8	11.6	净现金
泡泡玛特	9992 HK	买入	251.00	42,940	2.4	6.8	9.5	173.7	183.2	39.5	32.9	23.6	18.2	12.1	67.6	62.0	净现金
布鲁可	325 HK	买入	118.30	3,756	3.9	5.1	7.1	683.1	30.3	40.4	21.1	15.0	1.6	1.5	16.6	10.3	净现金
名创优品	9896 HK	买入	37.60	5,952	2.1	2.4	3.2	16.6	15.2	30.5	14.1	10.8	3.6	3.1	27.3	30.6	净现金
名创优品	MNSO US	买入	18.56	5,766	2.1	2.4	3.2	16.6	15.2	30.5	14.1	10.8	3.6	3.1	27.3	30.6	净现金
平均					2.3	3.7	4.8	171.2	61.2	22.6	17.7	14.0	5.7	4.3	33.1	30.6	
服装及纺织																	
安踏	2020 HK	买入	91.00	32,542	5.4	4.8	5.5	50.3	(10.1)	15.0	17.1	14.8	3.4	3.0	21.4	21.9	2.0893
申洲国际	2313 HK	买入	56.05	10,733	4.2	4.7	5.3	36.9	12.0	14.4	11.2	9.8	2.0	1.8	18.5	19.2	净现金
李宁	2331 HK	持有	16.38	5,394	1.2	1.0	1.1	(5.0)	(15.4)	11.1	15.5	13.9	1.5	1.4	10.9	11.2	净现金
滔搏	6110 HK	持有	3.09	2,441	0.2	0.2	0.2	(41.9)	3.6	10.3	13.5	13.5	2.1	2.2	15.1	17.6	净现金
波司登	3998 HK	买入	4.40	6,482	0.3	0.4	0.4	13.2	15.2	13.2	11.7	11.7	2.5	2.4	23.3	24.7	净现金
特步	1368 HK	买入	5.66	2,006	0.5	0.5	0.6	19.4	13.7	4.8	9.7	9.3	1.6	1.4	16.2	16.0	净现金
平均					1.9	1.9	2.2	12.2	3.2	11.5	13.1	12.2	2.2	2.0	17.6	18.5	
家电																	
海尔智家	6690 HK	买入	24.30	31,159	2.0	2.2	2.5	13.4	11.3	12.0	10.1	9.0	1.7	1.6	17.9	18.3	净现金
美的	300 HK	买入	76.25	75,728	5.4	5.5	6.1	10.0	1.7	11.2	12.6	11.4	2.3	2.1	18.8	19.5	1.0275
JS 环球生活	1691 HK	买入	1.75	775	0.0	0.0	0.0	(95.3)	42.0	68.5	87.9	52.2	1.3	1.2	1.5	2.4	净现金
平均					2.5	2.6	2.9	(23.9)	18.3	30.6	36.9	24.2	1.7	1.6	12.8	13.4	

资料来源: 彭博, 中银国际研究预测

旅游行业更新

2025 年至今，中国国内旅游行业进一步复苏，但我们观察到由于消费者整体消费意愿仍处于较低迷的状态，旅游行业的复苏力度略低于市场预期。

我们观察到中国消费者对体验性的消费需求更高，依然是旅游行业强劲增长的一大抓手，并帮助行业增长优于整体消费市场。不过，旅游形式也有所改变：比起坐飞机去国内旅游目的地，中国旅客现在更倾向短途周边一日游。这令我们观察到 25 年上半年的航班增长有所放缓。

因此，即使我们预期旅游需求会恢复至疫情前的水平，我们预期需求增长会弱于 2023 至 2024 年时的预测。虽然如此，我们预期对于头部企业来说，目前市场仍存在大量抢夺市场份额的机会，而这方面在出境以及海外出行更是大有可为。

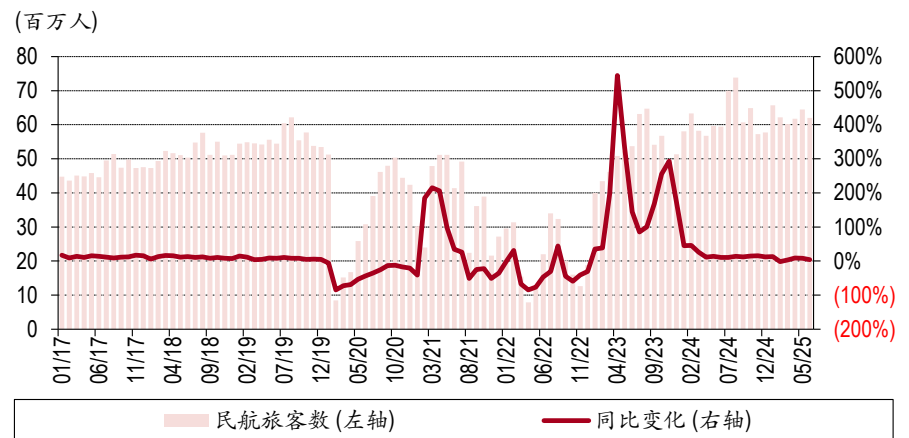
2025 年上半年旅游指标好坏参半

自 2023 年一月开始，中国境内民航客流开始复苏，渐渐与疫情前的水平进一步拉近。相关指标在 2024 年有进一步改善，但我们观察到增长在 25 年上半年有所放缓。

与此同时，中国的国际航线在 25 年上半年回复至疫情前水平的约 85%，比 24 年底（约 80%）有进一步改善。出国旅游的需求进一步加强，以及多国允许中国居民免签旅游，均有助国际航线的恢复，但由于中国游客对东南亚治安有所警惕而减少去当地，例如自 25 年一季度开始，中国来往泰国的航班数量承压，令我们认为复苏力度弱于市场预期。

不过，考虑到航空公司一些经营指标，如海外主力航线的上座率改善，我们预期出境游相关的指标会在 2025 年下半年进一步恢复。

图表 4. 中国民航旅客数



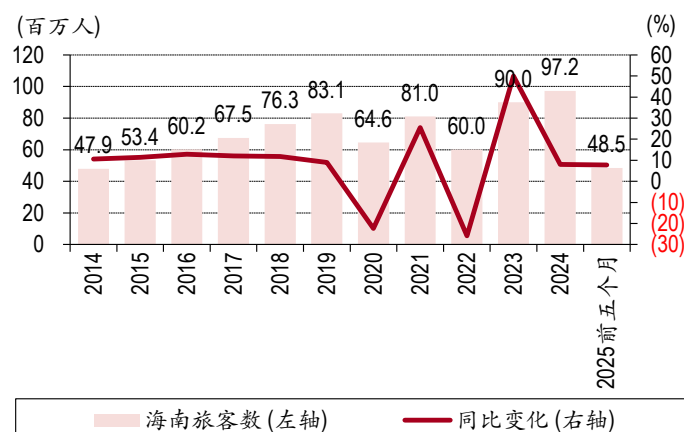
资料来源：中国民用航空局, 中银国际研究

潜移默化的消费以及出行模式改变。虽然 25 年上半年旅游需求保持强劲，但对比 2023 至 2024 年，旅客的出行模式事实上有一定转变，而这对旅游业者有一定冲击。

例如，在 2021 年全国疫情封控期间，海南成为宠儿，但由于近期中国旅客可以出境到马来西亚以及新加坡等旅游目的地享受类似的旅游体验，海南 25 年上半年的旅游、免税零售继续承压。

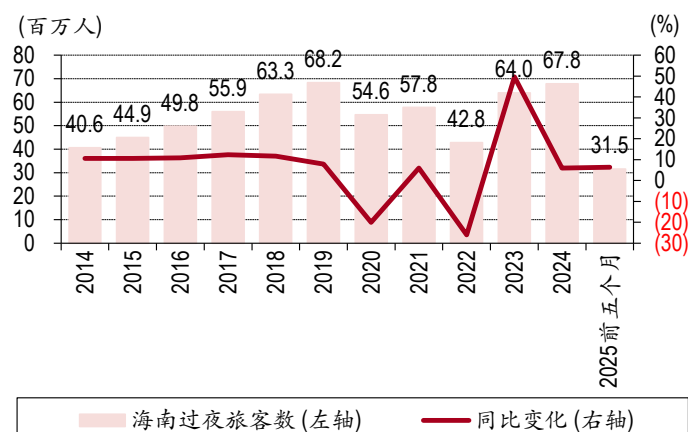
泰国以往也是中国旅客的首选目的地之一，但自 25 年一季度开始，由于有绑架案等治安问题后，大大打击中国旅客的需求，令泰国当局预期需数月才能渐渐复苏。有鉴于此，中国旅客取消泰国行，并改往国内其他旅游目的地。

图表 5. 海南旅客数量



资料来源：海南省统计局, 中银国际研究

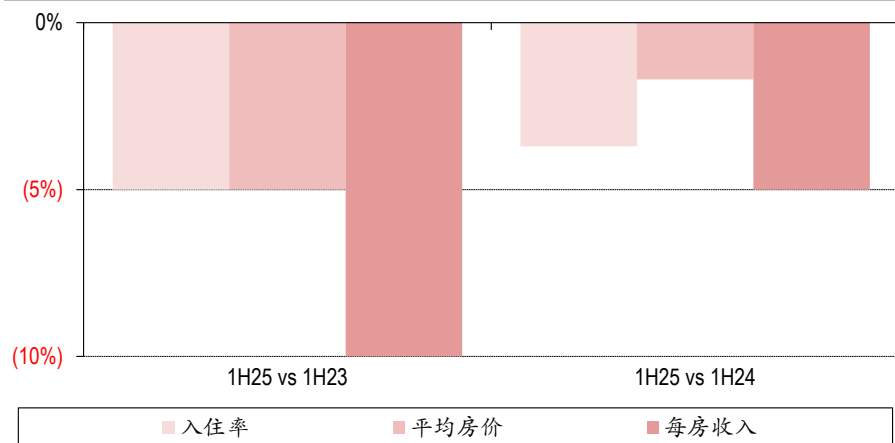
图表 6. 海南过夜旅客数量



资料来源：海南省统计局, 中银国际研究

高酒店供应继续令行业承压，但影响或会在 25 年下半年边际减少。酒店行业方面，虽然休闲消费需求有一定改善，但由于 2024 年酒店房间供应量明显增加，RevPAR 延续 2024 年同比下降的趋势，而这主要是平均房价下跌所致，出租率反而有一定趋稳。例如，STR 数据显示，25 年上半年中国酒店的平均房价同比下降 2%，较 23 年上半年下降 5%。

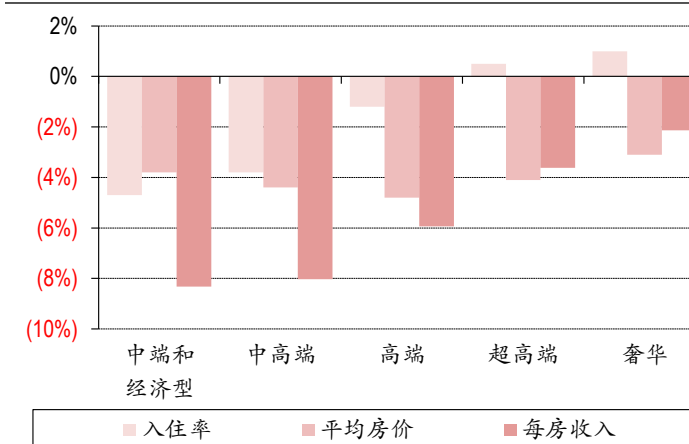
图表 7. 2025 年上半年中国酒店入住率、平均房价和每房收入表现



资料来源：STR, 中银国际研究

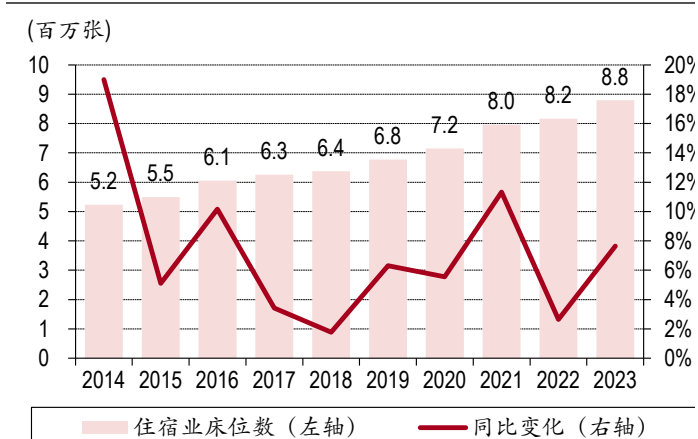
客房出租率方面，25 年上半年中国酒店的平均客房出租率同比下降 4%，较 23 年上半年下降 5%。事实上，正规酒店以及另类住宿（如民宿、短租公寓等）供应在过去十年不断增加，但如果参考行业咨询公司如 STR 的数据，住宿供应的增加在 2023、2024 年增加最为明显。这是因为业界均希望在疫情解封后抓住行业复苏的机会，令供应一下子增加较多。如果酒店不降价，将会影响酒店的出租率，并最终影响收入。

图表 8. 2025 年上半年中国酒店分层级同比表现



资料来源: STR, 中银国际研究

图表 9. 住宿业床位数



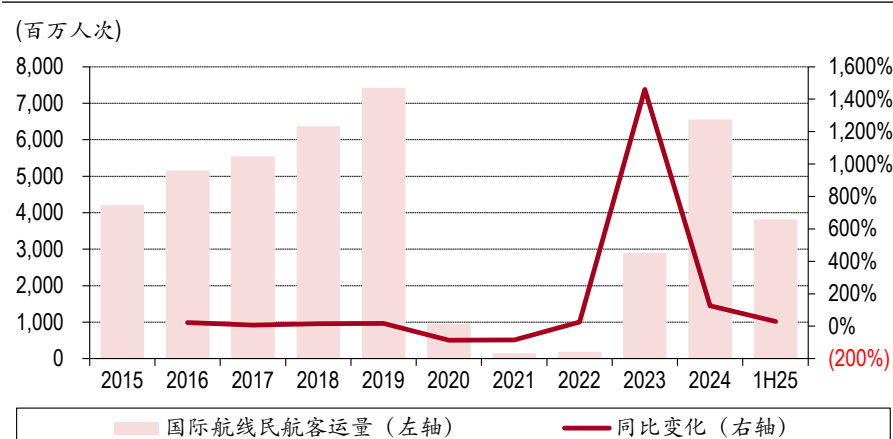
资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

不过, 乐观地看, 在两年间 RevPAR 承压、酒店加盟商利润受到影响后, 酒店供应增加在 25 年上半年有所放缓, 而我们预期趋势会在下半年延续, 有助部分头部集团下半年的 RevPAR 恢复。另一方面, 虽然星级酒店数量在减少, 但考虑到头部的酒店集团都是以有限服务酒店作为主体, 影响较少, 同时扩张也较顺利, 预期未来行业将会进一步更加集中。

出境游及入境游继续是行业亮点。自 2023 年初疫情解封后, 出境旅游在 24 年、25 年上半年进一步恢复, 但在中国放开外国人入境签证后, 外国旅客到华的入境游恢复更为强劲。我们预期出入境旅游持续放宽, 会有利相关旅游、零售业的表现, 并会支撑 25 年下半年的增长。

京东入局酒店行业影响非常有限。除了行业宏观等问题外, 京东高调进军酒店平台业务、推出零佣金给酒店合作伙伴, 投资者最担心这会否影响现有 OTA 或酒店行业生态。据我们行业调研显示, 京东于 2025 年在这方面的投入实际较为有限, 对大型酒店集团的影响力也非常有限。考虑到零佣金的实现设有苛刻的条款, 加上这方面需要非常复杂、冗长的供应链建设、中后台搭建, 我们预期对 OTA 2025 年下半年的运营几乎没有影响。

图表 10. 中国民航国际航线旅客数



资料来源: 中国民用航空局, 中银国际研究

预判 2025 年下半年趋势

我们目前预期整体社会零售会继续温和复苏，但我们预计在出行需求高涨下，旅游行业将会优于整体消费行业。因此，我们即使预期旅游行业不再有报复性增长，增速回复到疫情前的水平，但依然会比整体零售行业更为突出。具体而言，我们预期旅游行业整体会有中到高单位数的同比增长，比社零增速更快。结构方面，我们预期出境游继续会有边际修复，并利好一些公司的表现、成为他们业绩的催化剂。

整体而言，我们对各子板块的预判如下：

酒店：我们认为 2025 上半年行业最大的挑战是高酒店房间供应，令行业竞争加剧，各种经营指标受压。我们认为 2025 上半年行业出租率已经回到较健康、常态的水平，不过，行业的平均房价还是继续略低于市场预期，反映业界为了稳住入住率，要牺牲一定房价，而 RevPAR 也因此继续走低。我们预期 2025 下半年在供应量放缓、市场淘汰低效酒店，以及需求升温下，个别头部集团房价、同店 RevPAR 有望会改善。

我们预期个别头部集团的经营指标依然会引领行业，RevPAR 等数据会在下半年较大概率出现修复。一方面，头部集团可以透过产品差异化来吸引更多旅客，而另一方面，虽然产品组合升级（例如从经济型酒店升级到中档酒店）的步伐会减慢，但依然是改善集团 RevPAR 的一大抓手。

旅游零售：考虑到中美关税矛盾等影响宏观经济增长预期，我们预期旅游相关的零售将会比预期进一步疲弱。即使海南自贸港有更多细节出台，并在 2025 年 12 月正式实现封关，我们预期海南方面的旅游、离岛免税零售会继续 2024 年、2025 年上半年的弱势。不过，在 25 年出境航班陆续恢复之下，我们预期机场渠道、市内店会是免税零售的一大增长亮点，有望抵消海南方面的疲弱表现。而由于海南真正封关的时间为 12 月，我们认为相关的利好需要 2026 年才能兑现。

选股逻辑

我们预期基数问题、宏观问题等影响之下，旅游行业 2025 年下半年会继续较为波动，但我们继续看好以下龙头：

同程旅游 (780 HK)：对比其他同行，同程出境游的基数较低，这方面公司会在 25 年下半年继续发力，有望成为公司业绩增长的其中一大驱动因素。另一方面，我们认为公司在整合不同业务方面都会有较佳的进展，有望增厚公司的利润。在旅游行业大环境还处于较高增长、OTA 竞争格局稳定、也可以受惠线上化率提高的背景下，我们预期同程的业绩增长会较有确定性。

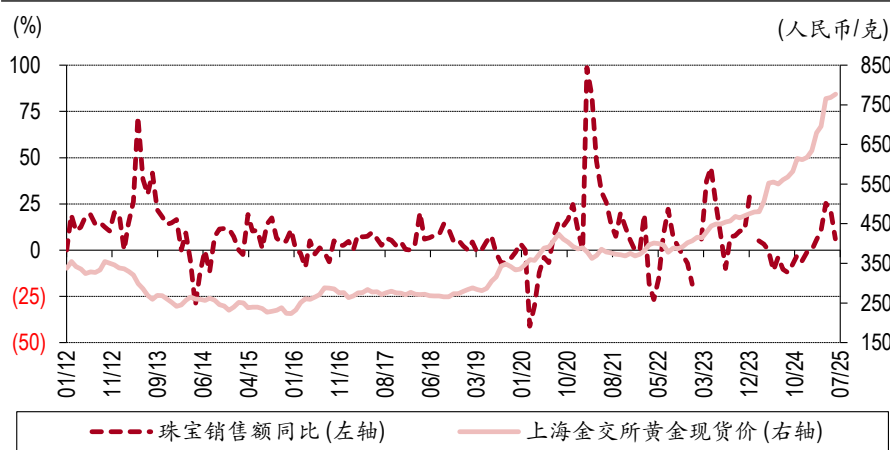
零售行业更新

黄金珠宝销售：周期向上当中，有利业务修复

2025 年上半年总结：由于美元汇率走弱，以及避险需求升温，用人民币计价的金价也创下历史新高，在 25 年四月一度突破每盎司 25,000 元人民币。

而在 25 年 1 至 6 月，金银珠宝的社零数据也继续波动，在 1-2 月增速转正之后，3 月开始有一段爆发期，同比增长在 3 月单月高达 10.6%，而在 4、5 月更高达 25.3%、21.8%，但此后在 6 月回落至 6.1%。这除了是基数问题之外，我们也认为黄金需求在多月疲弱之后，特定的消费者也累积了一定消费力，并在 25 年初金价大涨下被释放出来，以黄金饰品满足投资以及消费双重需求。反之，非金首饰需求继续承压，除了个别利用宝石、钻石结合黄金打造的一口价黄金产品之外，大部分头部珠宝企业的镶嵌类产品都继续录得跌幅。

图表 11. 黄金珠宝销售同比和黄金价格

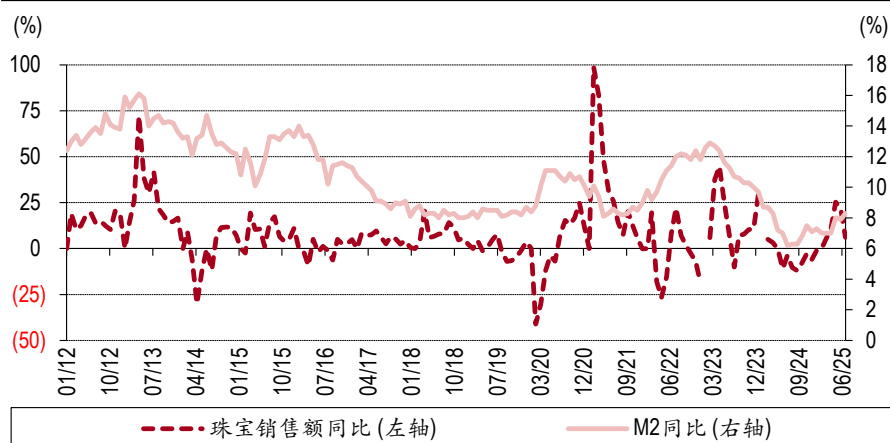


资料来源：万得资讯，中银国际研究

货币供应指标继续走高，黄金首饰销售空间可期。我们一直认为预判黄金珠宝销售最佳的指标是货币供应指标，例如 M2 货币供应的增长率。历史数据显示，M2 货币供应的同比增长率，与黄金珠宝社零的同比变化率在过去 10 年一直有中度相关的统计关系。

而在 2024 年，M2 货币供应的增长率在 6 月筑底，为多年新低，但在 25 年开始，M2 货币供应的增长率开始重回 8% 以上的水平。这也和黄金珠宝销售走高的趋势吻合。

图表 12. 黄金珠宝销售和 M2 同比



M2 货币供应增加利好黄金珠宝销售，反之亦然

资料来源：万得资讯，中银国际研究

考虑到美国货币政策可能会在 2025 年下半年更为宽松、人民币兑美元的汇率也没有之前面临那么大压力，我们预期中国将有更多条件容许货币政策适度放松，利好黄金珠宝销售。考虑到 M2 货币供应对消费增长的传导有一定时间滞后性，我们预期 2025 年下半年可能会继续走强。因此，如果消费者继续希望满足投资保值以及审美等双重需求，那黄金品有可能进一步受到追捧。

同店销售回暖中。考虑到 2023 年有报复性需求等叠加，2024 年可说是黄金珠宝品牌的业绩低点，同店销售增长跌幅非常明显，可高达 20% 以上的同比跌幅，而 25 年基数将会回归到较合理的水平，上半年不少连锁品牌的同店销售跌幅已经开始收窄。

我们预期 2025 年下半年，在基数正常化、品牌提高单店产出的策略叠加下，我们预期品牌方的同店销售有可能会进一步走高，有可能达到高单位数增长、甚至双位数。这可能会令黄金珠宝这一品牌继续比整体社零表现更好。如果央行加大宽松力度，我们预期效果会更强。

管理关店是重点工作，并左右市场观感。在 2024 年，头部品牌如周大福、六福都录得净关店。以往黄金珠宝行业开店跑马圈地是一大的重要投资逻辑，但 24 年开始逻辑失效，令市场感到失望，担心会影响 25 年、26 年的收入表现。

不过，25 年上半年的经营数据显示，不少头部品牌的关小店、开大店的策略见效。虽然总店数增长放缓、甚至减少，但品牌的整体零售流水表现没有受到冲击，而单店的表现更有明显的改善。我们预期这为头部品牌之后恢复开店打好了较好的基础。如果中央出台更多消费刺激政策，我们也预期他们也会有望减少关店。这可能会有助板块的估值略为提高。

金价波动，当心毛利率变化。考虑到 25 年上半年金价走高，我们预期不少黄金珠宝企业的 25 年上半年毛利率会是高位。但如果金价在 25 年下半年走弱或者徘徊，那珠宝企业的毛利率可能会出现波动。考虑到除了个别港资品牌之外，大部分珠宝企业都没有做黄金对冲，我们认为目前市场并没有完全意识到这方面的风险。

潮玩行业：井喷力度不减

25 年上半年总结：在资本市场上发光发热。在人均可支配收入增长、动漫二次元文化深耕、触达更多年轻消费者之下，泛娱乐文娱消费增长强劲。据灼识咨询的数据显示，涉及到 IP 开发的泛娱乐产品行业规模在 2024 年已经达到 1,741 亿元人民币，并在 2019 年到 2024 年期间实现复合年增长率 13.6%，远超不少行业。而在这当中，玩具是增长最快的其中一个子行业，泡泡玛特、名创优品、布鲁可等头部企业除了享受高速增长之外，也创造了不少行业先河、拓宽玩具行业的可触达人群。在 IP 创作、粉丝互动，以及海外经营的正循环之下，潮玩市场在 2025 年上半年蓬勃发展。以泡泡玛特为例，公司坚持自家的经营理念，把自家艺术家 IP 结合新颖的产品设计，令公司可以持续上新，为 MOLLY、SKULLPANDA、LABUBU 等知名 IP 延续生命周期之余，也加快其他 IP 的上市节奏，如小野、CRYBABY 等。除此之外，由于团队和品牌的成功，公司也继续和全球多个知名动漫 IP 合作，推出更多新产品，吸引了更多消费者成为泡泡玛特的粉丝。

在头部潮玩企业的推动之下，潮玩在 2025 年上半年继续融入中国甚至全球消费者的生活当中。潮玩除了以收藏品的形式出现之外，也更多结合其他功能性产品，以满足消费者和粉丝更多的消费场景。另外，头部潮玩企业在 2025 年上半年也加速出海发展，在欧美日韩、东南亚等市场进一步深化门店和电商布局，采取更本地化的策略，收获了更多消费者成为品牌的忠实粉丝，为 2025 年全年业绩打好了基础。

2025 年下半年展望：更加百花齐放。我们预期 2025 年会是潮玩市场井喷的一年，而下半年会有更多的行业创新，更多 IP 会进入到潮玩的主流市场。虽然 LABUBU 独占鳌头，但我们实际上预料潮玩市场的 IP 将会“去中心化”，变得更百花齐放，中腰部的 IP 将会成为业绩的增长动力。由于每个 IP 都有生命周期，加上单靠头部 IP 会对财务构成重大风险，我们预期品牌和设计工作坊会继续致力开发更多小众 IP，并更精准去针对各种细分消费人群。例如，泡泡玛特今年的一个重心是放在 Crybaby 这 IP 上，希望用勇敢流泪的形象去触达较感性的消费者；而布鲁可也会上新更多针

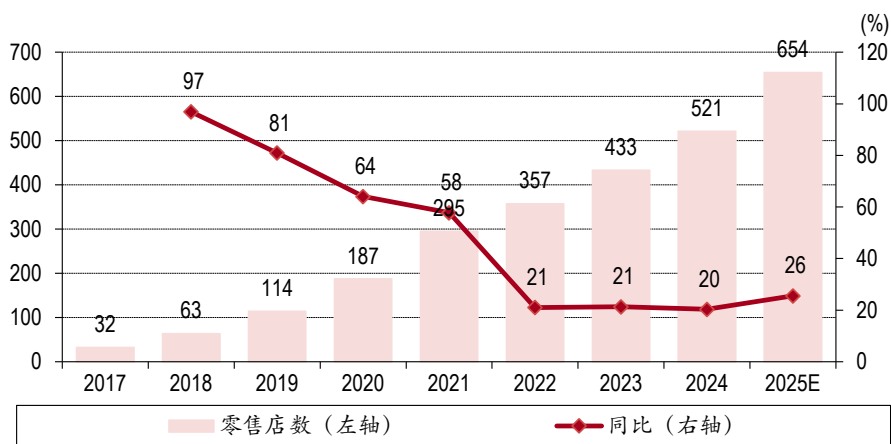
对不同年龄层的产品，如火影忍者、宝可梦等等，摆脱以往依赖变形金刚、奥特曼等头部 IP 的问题。

产品形式也会更具多样性。虽然潮玩公司不断开发新 IP 以接触更多人群，但如果产品形式过于单一，这也会对财务构成较大的风险。因此，潮玩公司也需要开发更多形式的产品，分散业务风险，并维持门店引流能力。除了依靠盲盒、毛绒之外，潮玩公司推出了更多搪胶产品、积木等产品，有效拓宽顾客群，并增加粉丝互动的空间。因此，我们预计潮玩公司的收入会更为多元化。例如，泡泡玛特的盲盒收入占比会渐渐下降，而布鲁可来自 30 元人民币以上单价的产品销售也会提高。

海外市场继续是重中之重。在国际市场方面，我们认为东南亚会继续是泡泡玛特、名创优品、布鲁可等中国潮玩企业的最大海外市场。东南亚由于文化、审美与中国非常接近，但是储蓄文化、储蓄率不如中国，因此中国企业在当地扩张的难度将会较低，有望可以进一步巩固当地的市场地位、创造更多市场空间。

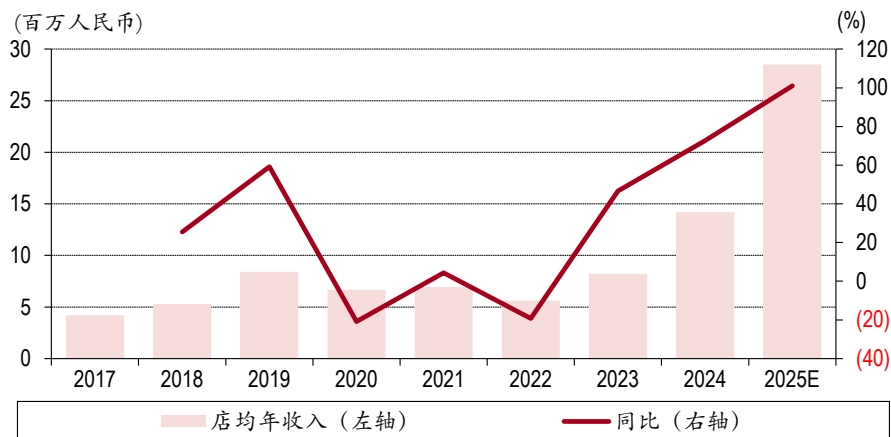
而经过多月的深耕后，以往中国企业觉得较难开发的欧美市场也开始展示成果。虽然当地的人工成本、铺租等成本较高，而美国也有进口关税等问题，单店利润或不如亚洲，但考虑到当地较高的可支配收入，这些市场的潜力实际上会相当的高。另外，我们也观察到头部企业也积极开发当地电商渠道。如果配合更精准的定价策略（如把关税成本转移到消费者、适度增加海外产品溢价），我们相信海外市场的业绩会在 25 年四季度集中爆发，为 26 年股价创造有利的条件与空间。

图表 13. 泡泡玛特零售店数



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14. 泡泡玛特平均单店收入



资料来源：公司数据，中银国际研究

我们预期海外开店会是泡泡玛特等潮玩企业的一大业绩增长抓手

海外市场拉高了泡泡玛特集团单店表现，反映巨大空间。我们预计海外门店单店产出会在 25 年下半年维持高位

然招来不少搅局者，但行业还没进入到恶性竞争的局面。由于行业的井喷增长，市场多了更多的“搅局者”，销售各种泛娱乐 IP 产品，甚至是假冒品、山寨货。不过，我们认为这种现象还仅是冰山一角。考虑到产品设计周期、IP 合作、渠道铺货的难度等，我们认为行业门槛没有市场想象的那么低，而目前头部企业如泡泡玛特、名优产品、布鲁可之间的直接竞争仍较健康，并没有出现其他行业内卷的迹象。例如，名优产品强在结合各种生活用品来收获消费者、布鲁可强在拼装，而泡泡玛特强在没有故事包也能打造强大的 IP 产品，满足粉丝的想象空间，因此是各有差异。

另一方面，我们认为 IP 本身是一大门槛，正版官方合作的 IP 产品足以立足市场，并非其他仿冒者可以复制的商业模式或产品。

预判 2025 年下半年趋势

整体批发零售：在 2025 上半年，大部分线下商圈的客流延续了 2024 年的弱势，也比市场预期更弱。考虑到电商平台间的价格战持续，品牌方也担心库存积压，加速把库存转为线上清理。如果没有大型消费刺激政策的配合，我们认为情况不会有太大改变。考虑到消费复苏持续疲弱，我们认为不少品牌会在 2025 年下半年门店继续关店。如果没有像黄金珠宝行业那种内部改革、提升店效的举措，我们认为依赖加盟收入、批发销售的品牌将会面临业绩压力。

另一方面，如果没有大型经济以及消费刺激政策，我们预期消费者信心和消费需求会延续 2025 上半年的弱势，令品牌方进一步有打折促销保业绩的压力。因此，我们预期 25 年的双 11 活动将会如 618 活动一样，竞争将会更为激烈，价格更低，伤及不少品牌的毛利率和经营利润率。

潮玩：展望 2025 下半年，我们继续看好潮玩市场，并对中国头部企业更有信心。虽然整体零售市场承压，但是从过往业绩来看，潮玩企业往往是中国零售企业里面，执行力、创新能力、应变能力、韧性最强的一批企业。因此，虽然国内消费市场持续碎片化，而海外市场竞争也有升温的趋势，但我们认为对头部企业能较好应对，相信业绩能维持较好的水平。考虑到下半年四季度通常是欧美零售的旺季，而潮玩企业在 2025 上半年牺牲了一定利润去打好基础，我们反而认为个别企业有望业绩触底，建议关注这些公司业绩的边际修复。

选股逻辑

虽然我们认为 2025 年下半年零售行业还是较为艰巨，但是我们预期行业依然有一定的交易机会：

泡泡玛特 (9992 HK)：我们认为泡泡玛特 2025 年上半年的强劲业绩力证了：（1）潮玩渐渐成为主流消费品，吸引了更年轻的消费者之余，也引起了较大龄消费者的兴趣、（2）LABUBU 在全球市场的火爆成功，以及（3）海外市场，特别是欧美市场在多月深耕后业绩大爆发。虽然市场的 2025 年盈利预期普遍较高，但我们认为下半年势头会保持强劲，估值依然存在一定合理性。

布鲁可 (325 HK)：我们预期公司 2025 上半年会是投放期，因此不少有太大惊喜。不过，公司会在下半年有较多的产品上新，同时可以触及更多的消费群体。我们认为布鲁可下半年有两大看头：（1）海外市场如印尼、欧美等业绩释放，公司的高性价比 IP 产品可以在海外收获更多的粉丝，及（2）新 IP 合作如宝可梦、火影忍者、小黄人等会贡献更多收入，也令公司的收入来源更为多元化。

服装行业更新

体育鞋服：当下周期如同 2010 年代重演

我们认为目前中国体育鞋服延续了 2024 年的下行周期，而如果没有重大的宏观刺激政策，那 2025 年下半年行业景气度会继续延续上半年的情况。目前周期有以下几个迹象：（1）销售增长放缓、（2）库存水平较正常水平为高、（3）零售折扣加深，及（4）竞争加剧。

目前行业面临的周期与 2010 年代的周期有一定相似之处，但考虑到各种因素，我们判断这轮下行周期会比之前温和得多，而头部企业也有更好的准备，能在之后的复苏期内展现更好的表现。

目前周期拐点在哪？ 参考上轮周期，品牌当时需要 4-5 年才能有较明显的复苏。考虑到现在品牌方在管理方式有进步，加上对周期的把握更有经验，我们预期品牌方面临这轮的周期或更短，能较快重回增长轨道。如果以 2022 年作为周期的起点，再加上 3-4 年左右的时间，我们认为 2026 年左右会是行业开始走出下行周期的一个关键时刻。目前宏观经济形势、消费者信心都较此前预期更弱，一定延迟了这轮周期拐点的出现时间点。

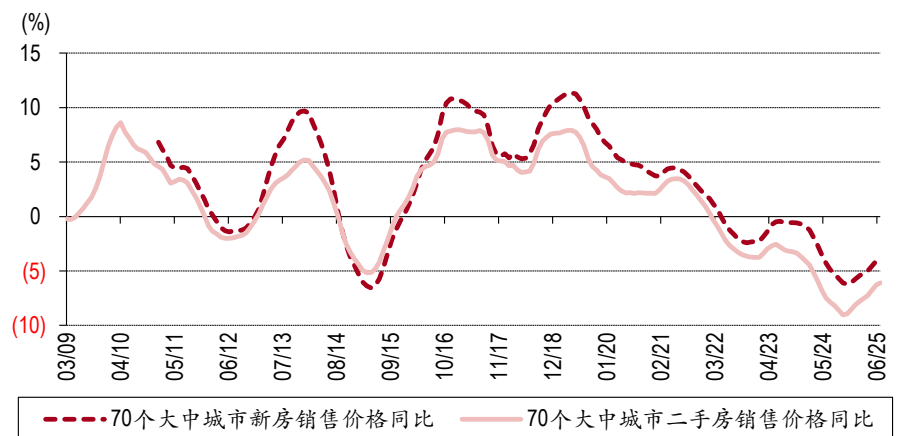
除非中央出台大型宏观刺激政策，并针对服装、鞋类产品提供一定消费券或补贴，否则我们认为体育鞋服行业在 2025 年下半年会面临竞争进一步恶化的情况。从 2025 上半年的表现来看，耐克为了品牌整改一直促销清库存，对其他品牌构成一定压力，均需要加深折扣以避免库存堆积。虽然我们预期耐克的整改快将结束，但我们预期耐克会继续对国产品牌构成威胁。另一方面，我们预期 2025 年的双 11 活动将会更为激烈，可能会重演 2025 年 618 活动般的拉锯战。

周期相似之处：（1）房地产影响消费

新冠疫情爆发，激发了这轮体育鞋服的周期下行。自 2020 年开始，房地产市场受到疫情拖累，令财富效应收缩，消费也因此受压。而由于疫情结束后，房地产市场在 2023 年也没有因此好转，并比市场此前预期更弱，也拖慢了消费复苏的步伐。

而在上轮 2010 年代周期，行业也面临情况：自中央推出 4 万亿元人民币的财政刺激政策后，政策边际效应随着时间减弱，房地产需求也因此放缓。另一方面，中央以及地方政府为了防止房价过热，推出了调控措施，房地产市场也因此转弱，影响了消费。

图表 15. 中国 70 个大中城市新房和二手房销售价格同比



资料来源：彭博，中银国际研究

周期相似之处：（2）爱国热情激发周期上升

消费者爱国情绪高涨，是两轮周期开始上升、国产品销售爆发的推手。虽然爱国热情一直是推动国产品销售的一大长期利好因素，但是事件驱动的爱国情绪往往会令销售大起大落，而品牌也往往高估自己品牌的受欢迎程度，令行业由盛转衰。

这轮周期一开始就是由爱国情绪带动，令国产品在 2021 年初品尝了甜头。这一开始可以追溯到 2010 年代末中美关系恶化，令美国在 2021 年针对新疆棉产品，激发中国消费者的爱国情怀。在爱国情绪带动下，中国消费者鼎力支持国产品牌，而李宁成为这轮周期的最大赢家。李宁以中国李宁子品牌作为先锋，利用中国传统文化特色结合街头潮流文化，打造了各种深受中国消费者喜爱的产品，令 2021 年销售创下佳绩，但也为之后的 2023-2024 年业绩下行埋下了伏线。

而上轮周期也有类似的背景：2008 年中国成功举办北京奥运，引起了广大消费者的爱国热情。当时国产品牌高调赞助了中国国家队、国家运动员，令国产品牌曝光度大增，大大刺激了国产品的销售。不过，这也令国产品牌扩张过度，最终触发了行业在 2010 年代初下行的危机。

图表 16. 李宁故宫联名产品



资料来源：李宁小红书账号，中银国际研究

周期相似之处：（3）李宁最先触发行业下行

我们认为两轮周期都是李宁所引起，因此值得引以为鉴。虽然李宁一直是国产体育鞋服行业的领军者，并经常实现行业多个“第一”，但公司一直都是走轻资产模式，产品主要由第三方供应商外包生产，与其他自产模式起家的头部国产品牌（如安踏和特步）大为不同。而 2010 年代与 2020 年代的周期都证明了这种轻资产模式对渠道、产品的管控较弱，每当遇到外部压力、库存堆积时，总部较难利用自身力量去调整、迅速化解危机。

李宁 2023 年开始陷困— 李宁在 2023 年开始，定下了较为进取的销售目标，结果未能达成，激发了公司内部危机。这危机一开始可以追溯到 2021 年，当时爱国热情令李宁销售猛增，也令公司在 2022 年更为激进，设立更高的销售目标，并推出更多更高端的产品。不过，2022 年的疫情高峰令销售严重承压，22 年四季度尤甚，这令公司库存积压，问题在 2023 年开始发酵，而公司也未能阻止经销商窜货、低价倾销库存。最终公司的销售增长自 2023 年下半年严重走下坡，问题延续至 2025 年上半年。

李宁 2010 年也败在激进 – 回顾上轮周期，李宁就是败在战略过于激进。当时公司在 2010 年推出新的品牌标识，令渠道上老标识的产品显得过时。与此同时，公司当时也没有把握好调价节奏，贸然涨价，渠道销售因此放缓。另一方面，经销商为了清理老标产品，需大力打折，令行业引起恐慌、争相仿效，最终令行业价盘、货盘崩溃。最终，李宁管理层大换血，并大刀阔斧改革，需时差不多 5 年才能克服危机。

2025 年周期的新挑战：耐克的困局

我们认为对于国产品牌来说，目前这轮周期另一挑战是行业龙头耐克也面临困境，销售自 2024 年中开始减弱，也因此促使公司开展各种整改，并需要清理库存，以容许新任管理层轻装上阵。

虽然耐克的问题非一日之寒，但我们认为他们的主要是：

- (1) 过度专注潮流时尚产品，忽略了功能性产品的投入，令 On、Hoka 等新兴品牌乘虚而入，抢夺了耐克的份额；
- (2) 美国大本营营销手段未能得到消费者认同，甚至受到消费者抵制；
- (3) 全球消费者转趋谨慎，有消费降级的迹象。考虑到耐克的订价普遍比中国国产品牌为高，这问题在中国尤其严重，以及
- (iv) 过度专注 D2C 直面消费者渠道策略，未能提振批发伙伴的销售表现。

图表 17. 主要体育鞋服品牌零售销售同比

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
安踏										
安踏品牌	中单	高单	高单	17%-19%	中单	高单	中单	高单	高单	低单
- 安踏成人	高单	高单	高单	17%-19%	-	高单	中单	高单	高单	低单
- 安踏儿童	中单	高单	高单	20%-25%	-	中单	中单	11%-13%	高单	低单
- 线上	-	中单	低单	中单	20-25%	20-25%	20-25%	17%-19%	11%-13%	-
斐乐	高单	17%-19%	11%-13%	25-30%	高单	中单	(-) 低单	高单	高单	中单
- 经典	>10%	20%	高单	30%-35%	-	高单	持平	高单	中单	高单
- 儿童	单位数	14%-16%	高单	20%-25%	-	-	-	中单	11%-13%	中单
- 潮牌	单位数	11%-13%	高单	11%-13%	-	-	-	17%-19%	14%-16%	中单
- 线上	40%	60-65%	14%-16%	14%-16%	20-25%	20%	-	11%-13%	20%	-
其他品牌	75-80%	70-75%	45-50%	55%-60%	25-30%	40-45%	45-50%	50-55%	65-70%	50-55%
- 可隆	100%	100%	65-70%	50%-55%	>50%	60%	65-70%	60-65%	~100%	>70%
- 迪桑特	70%	60%	40-45%	65%-70%	-	35-40%	35-40%	45-50%	60%	>40%
李宁	中单	14%-16%	中单	20%-30%低段	低单	(-) 低单	(-) 中单	高单	低单	低单
线下	高单	17%-19%	高单	20%-30%高段	(-) 低单	(-) 中单	(-) 高单	中单	低单	(-) 低单
- 直营	14%-16%	20%-30%高段	20%-30%低段	50%-60%低段	中单	持平	(-) 中单	(-) 低单	(-) 低单	(-) 中单
- 批发	中单	14%-16%	低单	17%-19%	(-) 中单	(-) 高单	(-) 高单	中单	低单	低单
电商	(-) 11%-13%	11%-13%	(-) 低单	中单	20%-30%低段	高单	中单	14%-16%	11%-13%	中单
特步	20%	17%-19%	17%-19%	30%	高单	10%	中单	高单	中单	低单

资料来源：公司数据，中银国际研究

考虑到这些问题积累已久，我们认为中国的耐克上游代工厂以及国产品牌都会面临业绩受压的短期压力。上游 OEM 方面，我们预期 2025 年前三个季度的订单都会较弱，需要关注第四季度会不会出现拐点，例如新品发布、全球渠道是否进入补库存的阶段。而下游方面，2025 年 618 活动已经反映出耐克打折，令国产品牌二季度业绩不及预期。我们认为这问题会持续到 25 年双 11，直至耐克完成整改、发布新产品为止。而在 2025 年下半年，我们认为市场也需要观察耐克的新营销、产品方向能否在美国重燃消费者的兴趣，并判断这些改革能否传导到大中华地区。

图表 18. 耐克大中华区销售

(百万美元, 财年截至 5 月)	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
营收	1,656	1,788	1,994	1,810	1,735	1,863	2,084	1,863	1,666	1,711	1,733	1,476
同比 (%)	(16.4)	(3.0)	(7.7)	16.0	4.8	4.2	4.5	2.9	(4.0)	(8.2)	(16.8)	(20.8)
同比 (剔除汇率) (%)	(13.0)	6.0	1.0	25.0	12.0	8.0	6.0	7.0	(3.0)	(11.0)	(15.0)	(20.0)
鞋履	1,233	1,370	1,496	1,336	1,287	1,361	1,547	1,357	1,287	1,203	1,282	1,074
同比 (%)	(14.9)	10.9	(3.7)	13.4	4.4	(0.7)	3.4	1.6	0.0	(11.6)	(17.1)	(20.9)
同比 (剔除汇率) (%)	(11.0)	21.0	5.0	22.0	11.0	3.0	5.0	6.0	(2.0)	(14.0)	(15.0)	(20.0)
服装	374	393	461	438	401	469	498	460	360	472	412	372
同比 (%)	(21.4)	(30.3)	(15.9)	25.1	7.2	19.3	8.0	5.0	(10.2)	0.6	(17.3)	(19.1)
同比 (剔除汇率) (%)	(18.0)	(24.0)	(8.0)	36.0	14.0	24.0	10.0	9.0	(9.0)	(3.0)	(17.0)	(19.0)
装备	49	25	37	36	47	33	39	46	60	36	39	30
同比 (%)	(14.0)	(44.4)	(36.2)	9.1	(4.1)	32.0	5.4	27.8	27.7	9.1	0.0	(34.8)
同比 (剔除汇率) (%)	(10.0)	(39.0)	(31.0)	19.0	2.0	36.0	9.0	32.0	29.0	9.0	(1.0)	(33.0)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2025 年下半年出海或会加速

考虑到 2025 年上半年中国市场内卷加剧, 我们预期中国品牌将会进一步加速出海发展, 为品牌注入更多长线的增长动力。例如, 361 度、特步等品牌选择东南亚作为出海的主战场, 因为看中当地消费力与中国接近。而另一方面, 李宁和安踏则投放较大精力在美国等已发展国家作为下一步发展的焦点。

在 2025 年下半年, 我们预期公司或会牺牲一定利润, 多投放费用在海外市场, 以争取未来的盈利释放。虽然海外市场未必能马上贡献较多收入, 但考虑到为了打造品牌形象和差异化, 我们认为较多品牌会宁愿承受短痛。

预判 2025 年下半年趋势

我们预期整体体育鞋服和服装行业会在 2025 年下半年继续面临一定困境, 行业触底反弹的可能性较低。我们预期大多数品牌会在产品发布上会更加保守, 开店也会更加谨慎, 以防库存堆积。

整体而言, 我们认为各子板块的预判如下:

上游 OEM 代工: 在 2024 年, 上游代工板块经历了一段蜜月期, 在订单回暖、产能利用率恢复的双重利好下, 大部分公司的利润率都恢复到疫情前水平。

不过, 当产能利用率恢复到正常水平时, 大部分代工厂的额外增长只能依赖公司本身提升产能, 而这受限于公司自然的扩张能力, 每年顶多只能扩产 10% 左右。而这也需要取决于下游客户的订单量。如果耐克是代工厂的大客户, 那目前耐克的整改或可能影响公司的订单、拖累业绩。

再考虑到 25 年 4 月开始, 美国总统特朗普的关税政策掀起了全球贸易战、美国对各国征收的关税水平也摇摆不定, 品牌和代工厂就关税的分担存在重大不确定性, 我们认为这会一方面减少品牌提前提交美国市场订单的意愿, 改成临时短单, 令代工厂的管理成本增加之余, 也会令订单的能见度大大降低。另一方面, 我们也预期个别代工厂也需要承担一定的关税成本, 或需要转移生产地, 涉及更多费用。

整体而言, 虽然我们看好头部 OEM 的议价能力, 以及看好他们能在下游客户手上获得更多订单、市场份额, 但我们认为在关税威胁下, 大多数 OEM 会面临盈利压力, 2025 年下半年盈利可见性也会较低, 因此估值会被拖累, 或需要等到 2026 年 3 月的年报季才有较清晰的方向。但考虑到目前板块估值水平已经下降到多年较低的水平, 可以关注当中的交易机会。

国产品牌：我们预期大部分国产品牌在 2025 年不会有太好的表现，而一众公司有可能会在 2025 年下半年下修业绩指引。整体而言，我们认为大部分品牌较难实现和 2024 年差不多的增长水平，增速放缓的风险较大。

除了零售市场本身积弱外，目前板块最大的变数是耐克翻身需时多久。考虑到国产品牌较难抢占耐克的份额，再加上耐克如继续泥足深陷，需要继续打折的话，我们认为耐克越早脱困反而对国产品牌更好，而 2025 年下半年，尤其是双 11 或是关键时刻。

对国产品牌而言，如要破局，品牌或需要寻找更多另外的成长曲线，例如海外市场、新品牌等等。从 2025 年 618 的情况来看，我们认为中国资本运营的高端品牌表现较佳，或可以弥补主品牌的不足，也可能是推动公司业绩增长的重要抓手。

虽然如此，由于行业在 2025 年上半年缺乏亮点，变相受到资本市场的一定忽视，部分股票的估值已回调到较低的水平，带来一定的交易机会。

下游零售商：考虑到 2025 年零售环境承压，线下客流乏力，我们继续谨慎看待纯下游的零售商。我们预期 2025 年下半年行业的零售折扣会进一步加深。这除了是耐克的 brand 需要清理本身的旧货之外，我们也预期消费者目前更倾向线上购物，而电商、直播等渠道的折扣往往比线下更深，令整体渠道组合进一步恶化。除非中央政府大力刺激线下经济，或耐克有明显的翻身，否则我们认为问题会延续到 2026 年初。而由于线下零售的复苏时间点存在较大的不确定性，我们建议投资者谨慎布局。

选股逻辑

我们预期整体服装行业的增长不会太吸引，但我们还是预期个别龙头能跑赢行业：

安踏 (2020 HK)：虽然行业下行令安踏有可能进一步下修 2025 年全年目标，但我们预期安踏仍能引领行业。考虑到安踏集团品牌多元、产品多元、渠道多元，而公司在这些多元策略上执行力极强，我们认为公司仍会实现较合理的增长。我们也预期安踏的回购也会支撑公司的股价，预期公司在 8 月中报后将会加速进行回购。

家电行业更新

补贴左右大局

新冠疫情爆发后，中国房地产市场受到冲击，也令家电行业自 2022 年开始遇到重大难关，而弱势持续至 2024 年三季度、中央政府出台 1,500 亿元人民币以旧换新补贴为止。在补贴的提振下，家电销售自 2024 年 9 月开始好转。

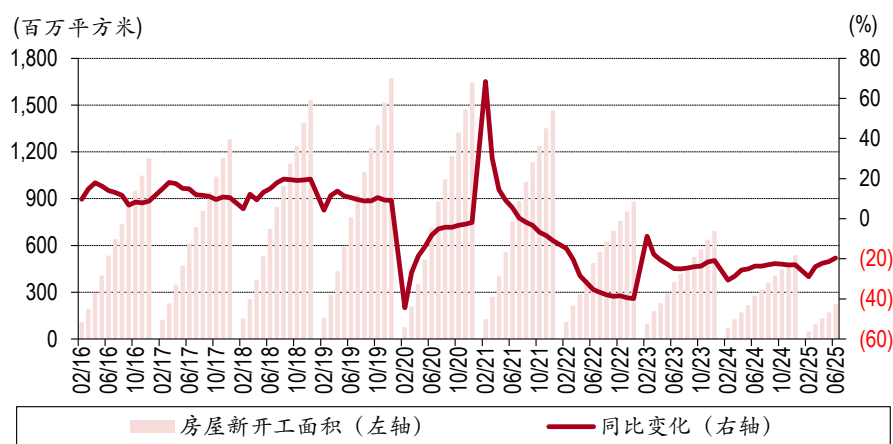
不过，补贴使不少家电需求提前释放、并透支后续更新需求，而假若之后补贴额度用满，或者补贴不再延期，那我们预期整体家电销售会转弱。在 2025 年上半年，部分地区已出现因额度用完而暂停补贴的情况。虽然中央政府会在下半年延续补贴，但我们认为 2025 年下半年也会重演部分地区补贴用完额度的情况。如果再考虑到 2024 年补贴所产生的高基数效应，我们认为下半年的销售数字会十分波动。

房地产市场转弱，不利新房新家电需求。自疫情开始，房地产市场遇上寒冬，不少房地产开发商面临资金链压力，情况在 2025 年上半年也没有好转。另一方面，随着疫情对经济和消费者情绪有较深远的影响，加上 2025 年中美贸易摩擦升温，令消费者购房意愿和能力大大受挫。因此，合约销售、新房交易、房屋新开工等房地产市场数据依然远远弱于疫情前水平。虽然中央政府在 2024 年开始积极出台各种政策支持房市，但考虑到不少房地产开发商仍有大量未出售的库存，我们认为房地产市场会在 2025 年下半年继续承压。

考虑到新房开盘数量减少，而新房需求往往是过往中国家电需求的一大主体，我们认为目前形势会对整体家电构成较大的打击。参考 2024 年家电公司的半年报，在中央政府出台以旧换新补贴前，大部分家电企业均在 2024 上半年均业绩承压，反映房地产市场不景气也传递到家电行业身上。而在 2025 上半年，如果不考虑以旧换新补贴，我们也判断新房需求相关的家电需求相当疲弱。

房屋新开工面积往往是家电销售的先行指标，与新房家电需求关系密切，而这个指标在 2025 年进一步走弱

19. 中国住宅房屋新开工面积

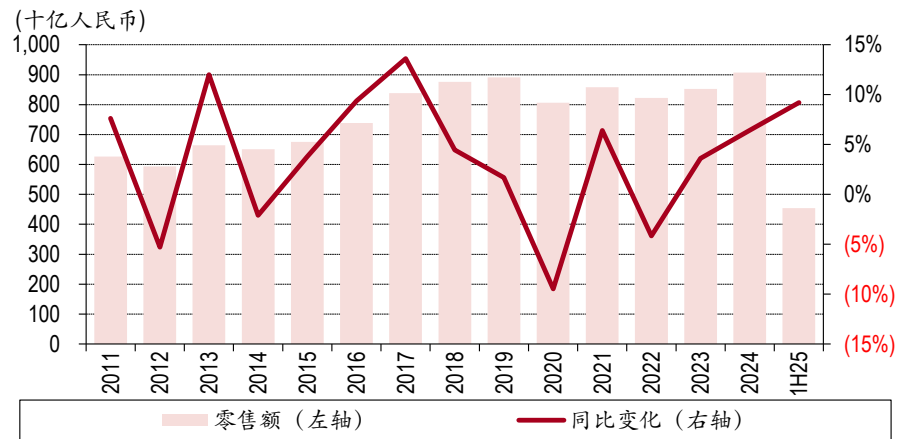


资料来源：国家统计局，万得资讯，中银国际研究

短期内以旧换新需求主导了大部分需求。自以旧换新补贴推出后，相关的家电需求得到大力提振，在 2024 年下半年强劲反弹，而这趋势也在 2025 年上半年延续。据奥维云网数据，2025 年上半年中国全渠道家电销售同比增长 9.2% 至 4,537 亿元人民币，其中 5 月、6 月的销售达到 951 亿元、1,127 亿元，分别同比增长 19.4%、11.3%，反映较强的家电替换需求。

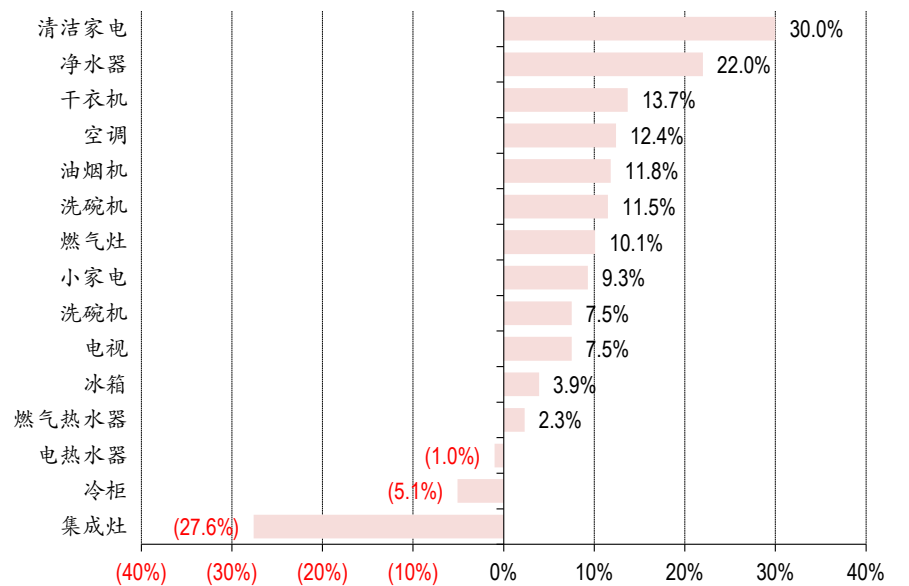
品类方面，2025 年上半年清洁电器、净水器销售分别增长 30%、22%，为增长最快的品类，主要反映了家电厂商能在补贴下推出更多新产品、令产品渗透率顺势提升；另一方面，空调也有 12% 的同比增长，是表现较为亮丽的白电大品类，反映了补贴的季节性效应：在国补推出后首个夏季，消费者趁机利用补贴升级家里的空调产品。

图表 20. 中国家电市场全品类（不含 3）零售额同比



资料来源：奥维云网，中银国际研究

图表 21. 2025 上半年家电分品类零售额同比



资料来源：奥维云网，中银国际研究

虽然我们认为以旧换新补贴确实以金钱利诱的方式推动了消费者购买家电的需求，但我们认为这也会有助于家电市场慢慢意识到家电置换的重要性、需求和供给会更倾向往置换需求去发展，而非疫情前那般，以新房需求作为市场需求的主体。这种需求结构升级，往往会令中国家电市场更为成熟，更靠近已发展市场的生态。

就这情况，我们参考了惠而浦在疫情期间对美国家电市场长远需求的分析。据他们数据显示，美国市场只有约 15% 的家电需求来自新房，而其余有 55% 是来自置换需求、30% 是自发性的可选需求。因此，美国市场有接近 85% 与新房无关。我们认为目前中国市场正加速往这种结构去发展。

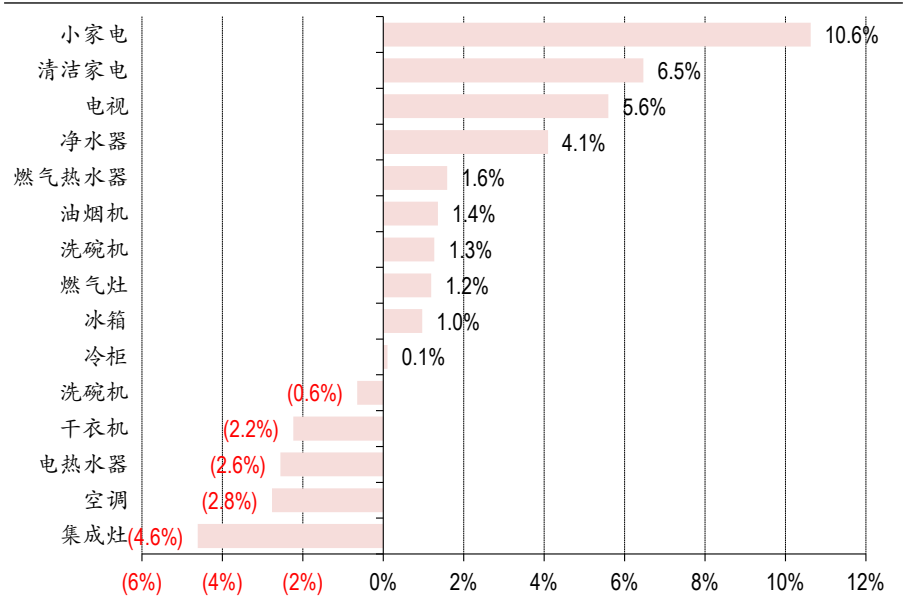
补贴拉高上半年均价，但后续走势不明朗。就算之后以旧换新补贴结束，令家电销售转弱，我们认为销售下降主要会是销量带动，销售均价的影响会较轻微。而事实上，由于以旧换新补贴政策容许消费者在较高售价的产品上享受更高比例的补贴，这次补贴帮助了近期家电销售结构改善、销售了更多更高端的产品。

据奥维云网的数据显示，2025 年上半年大部分家电品类录得均价提升，其中小家电、清洁电器、电商等都有较明显的升幅，一定程度反映补贴拉动结构改善的成果。然而，与新房需求关联性较大的产品，如集成灶、电热水器等等均价较有压力，反映以旧换新补贴未能溢出到其他品类、带动其他需求。

而由于以旧换新需要有回收配套才能符合补贴资格，因此线下表现优于线上表现，也令线下线上两个市场表现分化。我们观察到线上市场的销售额、均价都不如线下市场，并出现一定程度的价格战、品牌以低价产品抢占线上市场的局面出现。

展望 2025 年下半年，考虑到补贴有可能用尽，以及双 11 竞争加剧的情况，我们预期下半年均价有可能不如上半年。此外，据我们调研，不少品牌也开始视小米为威胁，考虑推出更多售价较低的产品，以防止小米市占率进一步上升。这均意味着品牌的毛利率会在下半年有较大的压力，产品结构升级也可能会有有一定阻碍。

图表 22. 2025 上半年家电分品类平均售价同比



资料来源：奥维云网，中银国际研究

以创新差异化去反内卷。虽然家电市场也面临内卷的问题，但我们预期头部品牌依然可以靠品牌区隔、市场区隔来避免无效竞争、保护自己的业务；另一方面，产品创新、技术深挖也可以支撑产品迭代，有助公司层面的平均售价维持在较高水平，甚至引领行业。

创新带动产品迭代，对出口业务更为重要。回顾近期海外市场的表现，不少成熟市场因为通胀而面临家电需求较疲弱的问题。例如，欧洲一直受到高通胀、能源价格高企的问题困扰，因此利用空气源热泵节能环保的产品深受当地欢迎。我们预期中国家电企业能凭着全球领先的科研能力、专利数量继续在海外出口市场抢占份额，并贡献盈利增长。

美国关税影响不如以前，但也不能忽视

近年中美关系恶化，贸易摩擦不断。经历过新冠疫情之后，2025年4月美国总统特朗普宣布的关税方案更是令两国贸易关系陷入低谷。中美贸易摩擦令企业首当其冲自然是两国互征的关税，而特朗普在2025年提出的新关税方案更是令业界举棋不定。考虑到美国与世界各国的关税谈判摇摆不定，税率、涉及的货品随时出现变化，我们预料家电企业的盈利可见性将会有较大的不确定性，从而拖累估值。

回顾特朗普第二次上台前的来龙去脉。回顾特朗普第一任任期，当时白宫已出台一系列贸易保护主要措施，中国公司出口业务因而受挫。自2018年9月开始，美国政府开始对中国货品征收高达2000亿美元的关税，而洗衣机等家电产品是为重灾区。在2019年1月，关税税率进一步提高至25%。虽然美国政府不时就个别家电品类豁免关税，而中国企业也可以得到一定的关税返还，但当中也涉及了不少行政费用和沉没成本，令中国家电出口业利润受到打击。

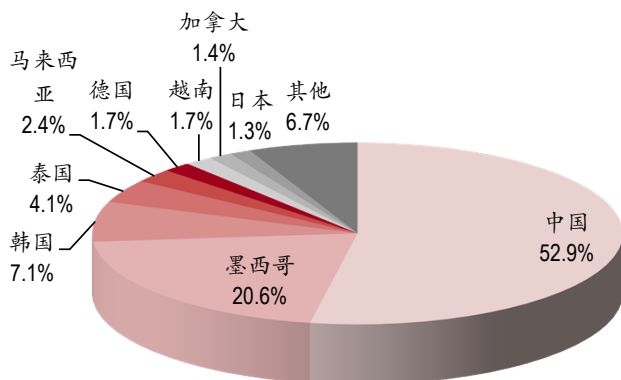
回顾当初，假若美国没有给予中国企业关税豁免，那不少家电企业的利润率将会受挫。在拜登执政时期，中国家电企业一度面临关税豁免不获延续的情况，令毛利率顿时受压的问题。虽然个别品牌可以把关税成本转移至经销商和下游客户，但部分企业毛利率依然录得3-4个百分点下降。考虑到家电行业的平均毛利率在30-40%这区间，这几个百分点的收缩事实上会对财务构成颇大的压力。

解放日关税将令家电企业利润短期受压，长远影响全球家电供应链布局。2025年4月2日，特朗普的“解放日”关税方案震惊全球，征收税率之高令各国措手不及。后续各国一直和美国谈判，以确定最终落实的关税方案。然而，特朗普政府立场摇摆不定，多国与美国关税的谈判反复改动，谈判数月也未能取得最终方案。

不管美国最终实施的关税方案如何，中国家电企业已预期关税将不利美国当地家电业务的财务表现。一方面，中国直接出口到美国的完成品、零部件都会被征收关税，拉高成本成本；另一方面，如果中国厂商想平衡关税支出和美国市场的表现，那需要重新布置美国产品的生产线。不管是迁移到美国本地制造，或改到墨西哥等关税较低的国家生产，都会涉及到更高的资本支出投入、生产成本。

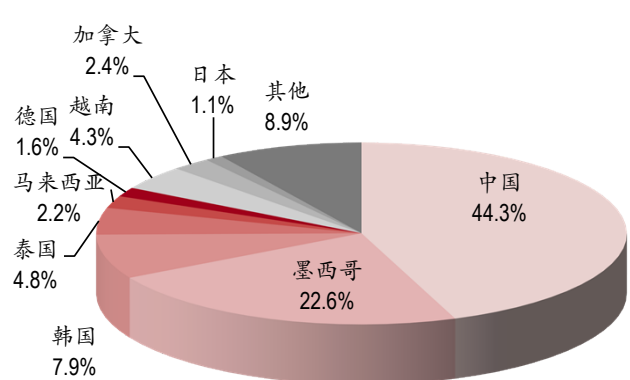
尽管如此，我们预计2025年这一轮关税的冲击将不如上一轮2018年关税。考虑到贸易保护主要抬头，中国家电企业早已开始把生产线迁移至更多地区。例如，在2020年时，中国出口产品占美国家电进口的50%，但到2024年末时，这比例已降至30%以下。我们的调研也显示，个别中国品牌在美国当地已有近40%的产品是当地生产，比例远高于疫情前。

图表 23. 美国进口家电来源国 (2020)



资料来源：ITA, 中银国际研究

图表 24. 美国进口家电来源国 (2024)



资料来源：ITA, 中银国际研究

美国结构矛盾严重，极端关税难令制造业翻身。即使特朗普考虑大力推动美国本土制造业，我们认为也很难令家电制造完全回流至美国，而这也令未来关税谈判、优化带来更多空间。首先，即使中国、韩国品牌等加强美国生产线的建设，但不少家电的零部件仍是亚洲地区生产，供应链远比美国成熟。而自 2025 年上半年的初步数据也可以观察到，关税也开始令货品成本提高，美国消费者感受到价格压力。考虑到通胀是目前美国当局要处理的一大经济问题，我们预期后续特朗普政府会如之前周期一样，会适度提供一定关税豁免，舒缓厂商、渠道、消费者的财务压力。

另一方面，由于美国制造业已外移多年，国内多地已没有合适现代家电制造业的土地、厂房，以及劳动人口。即使美国单方面希望外资制造业回流美国，短期内也未必能建成产线、生产符合市场需求的产品。因此，我们预计即使是美国本地的家电品牌，他们也会面临两难，难以和海外拥有完善供应链的家电企业竞争，并会进一步对白宫施加压力，要求适度减轻关税对美国产业链的痛苦。

预判 2025 年下半年趋势

我们预期家电市场会在下半年面临较严峻的局面：一方面，中国市场即使有国补，但考虑到国补在 24 年下半年已启动，提前透支需求并产生高基数效应，再叠加国内消费信心持续受压，预料双 11 活动期间价格战将会较为激烈。另一方面，海外市场面临关税等问题，将会有成本上升的问题。

整体而言，我们对各子板块的预判如下：

白色家电：在新房需求疲弱下，置换需求、可选需求将是支撑家电市场的主力需求；在国补之下，置换需求会得到一定支撑，但我们预期到双 11 左右，因为需求被透支得较明显，加上促销影响之下，行业会开始走下坡，更多厂商会面临价格战的威胁。

目前个别头部依然会寻找新的成长曲线，如高端化、定制化、智能化产品等等，这些产品除了可以把售价提高之外，也可以为用户创造更多应用场景、刺激可选需求。这可以一定程度抵消价格战的影响。另一方面，考虑到 2C 市场会开始内卷、转往价格战的方向，我们预期头部企业会更积极布局 2B 业务，如中央空调、新能源汽车零部件等等，以分散业务风险。

而由于中国市场内卷化，海外市场对家电企业的重要性也越来越高。我们预期头部企业早有应对美国关税的方案，再加上欧亚非等新兴市场发了，因此美国市场对盈利的影响或没有预期般大。反而，我们认为传统的宏观因素，如央行什么时候降息、刺激当地新房开工对当地市场的表现更为重要。

小家电：考虑到小家电多数品类是可选需求为主，我们预计中国小家电市场本质上还是会受到宏观环境而受压。

国补在 2025 年初扩展到更多品类，容许消费者购买电饭锅等小家电，我们预计一些小家电品类的销量会在 2025 下半年延续较强的表现。然而，除了个别品类（如清洁机器人等）之外，大部分品类仍会受到消费降级的影响。即使有国补帮助，我们也预期均价会持续走低，不利企业的毛利率，甚至会产生经营负杠杆的效应。

整体而言，中国小家电企业目前的增量还是得依赖海外市场，特别是美国以外的市场。如果公司本身在产品研发、设计、营销等等都能迎合海外市场口味的話，我们预期这方面的空间将比国内市场更大。然而，考虑到目前不少中国企业在海外仍是在投入期，释放盈利或需时，并对估值构成一定阻力。

研究报告中所提及的有关上市公司

安踏体育用品有限公司 (2020 HK/港元91, 买入)
波司登国际控股有限公司 (3998 HK/港元4.4, 买入)
布鲁可集团有限公司 (325 HK/港元118.3, 买入)
海尔智家股份有限公司 (6690 HK/港元24.3, 买入)
华住集团有限公司 (HTHT US/美元31.23, 买入)
华住集团有限公司 (1179 HK/港元24.66, 买入)
JS环球生活有限公司 (1691 HK/港元1.75, 买入)
李宁有限公司 (2331 HK/港元16.38, 持有)
六福集团 (国际) 有限公司 (590 HK/港元20.46, 买入)
美的集团股份有限公司 (300 HK/港元76.25, 买入)
名创优品集团控股有限公司 (9896 HK/港元37.6, 买入)
名创优品集团控股有限公司 (MNSO US/美元18.56, 买入)
耐克公司 (NKE US/美元74.62, 无评级)
泡泡玛特国际集团有限公司 (9992 HK/港元251, 买入)
申洲国际集团控股有限公司 (2313 HK/港元56.05, 买入)
滔搏国际控股有限公司 (6110 HK/港元3.09, 持有)
特步国际控股有限公司 (1368 HK/港元5.66, 买入)
同程旅行控股有限公司 (780 HK/港元19.77, 买入)
携程集团有限公司 (9961 HK/港元484.6, 买入)
携程集团有限公司 (TCOM US/美元60.63, 买入)
中国旅游集团中免股份有限公司 (1880 HK/港元56.85, 买入)
周大福珠宝集团有限公司 (1929 HK/港元13.53, 买入)

以2025年8月4日收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

分析员声明及重要信息披露

本报告中所表述的所有观点均为该分析员对报告内所评论的证券或发行人的个人观点。此外，每一位分析员的薪酬在过去、现在及将来均不会与本报告中所表述的具体建议或观点存在直接或间接的关联。

除本文另有披露外：(i) 每一位分析员声明不论他/她或其有联系人皆不拥有与该分析员在本报告内所评论的发行人的任何财务权益；及(ii) 每一位分析员声明不论他/她或其有联系人没有担任该分析员在本报告内所评论的发行人的高级人员。在本声明中，术语“联系人”包含了美国金融业监管局 (The Financial Industry Regulatory Authority, 简称 FINRA) 所界定的分析员的家庭成员。

因此，本报告涉及的发行人或其他第三方都没有提供或同意向分析员、中银国际研究有限公司和中银国际控股集团及其各自的子公司及联属公司（以下统称“中银国际集团”）提供与本报告有关的任何报酬或其他利益。分析员的报酬取决于中银国际集团的整体收入和利润，包括来自投资银行业务的收入。

中银国际集团的成员公司确认，不论是个人或共同，他们皆：

- (i) 未持有相等于或高于本报告内所评论的发 人的证券市场资本值合计总额的 1% 的财务权益；
- (ii) 中银国际集团的一些非美成员公司有涉及李宁有限公司、美的集团、海尔智家股份有限公司、名创优品集团控股有限公司-H 股、携程集团有限公司-H 股及泡泡玛特的证券进行庄家活动；
- (iii) 未有任何中银国际集团的雇员或与其有联系的个人担任本报告所评论的发 人的高级人员；
- (iv) 在过去十二个月内，未有经办或联席经办本报告所评论的发 人的公开发售活动；
- (v) 在过去十二个月内，未有向本报告所评论的发 人就提供投资银行服务收取或打算收取任何报酬或接受委托；或
- (vi) 在未来三个月内，未有就提供投资银行服务预期接受或打算向本报告所评论的发 人收取任何报酬。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段发出，已按照 2025 年 7 月 31 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行股份有限公司及其子公司（“中国银行集团”）在本报告可能潜在的利益。

中银国际评级定义：

买入：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）> 10% 的股票

持有：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）在-10%至+10%之间的股票

卖出：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）<-10% 的股票

增持：预计该行业在未来十二个月内的表现将优于市场基准

中性：预计该行业在未来十二个月内的表现与市场基准一致

减持：预计该行业在未来十二个月内的表现将低于市场基准

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

致电香港免费电话:

中国网通 10 省市客户请拨打:
10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打:
10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420) 3651 8888
传真:(4420) 3651 8877

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话:(65) 6671 8686/(65) 6671 8687

中银国际证券有限责任公司

中国上海市浦东
新区银城中路 200 号
中银大厦 2308 室
邮编 200120
电话:(8621) 6881 1163
传真:(8621) 6881 1295

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610) 8326 2000
传真:(8610) 8326 2290

本研究报告由中银国际研究有限公司(BOCI Research Limited)(“中银国际研究”)(一家在香港注册成立,并受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司)编制。本报告仅意在按保密基准向专业投资者、合格机构投资者及机构投资者客户发送,供一般流通之用,仅供参考。未经中银国际控股有限公司及其各自子公司和附属公司(统称为“中银国际集团”)的事先书面同意,不得出于任何目的而发表本报告或其内容或其任何副本,无论是整体还是部分,或不得直接或间接地对本报告或其内容或其任何副本进行修改、复制或向任何其他人士(包括报刊或媒体)进行再次分发或散播。本报告中使用或引用的所有商标、服务标记及徽标均为中银国际集团的一个或多个成员实益所有。

在某些司法管辖区分发本报告可能会受到当地法律法规的限制。本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况下,或导致中银国际研究或中银国际集团须要受制于任何地区、州、国家或其它司法管辖区的注册登记或牌照规定的情况下,向任何在该等地区、州、国家或其它司法管辖区的公民或居民或实体分发、发布、提供或供其使用。拥有本报告的人士必须知悉并遵守该等限制。

本报告中所列信息未考虑任何特定投资者的特定投资目标、财务状况或特别需求,不构成投资、法律、会计或税务建议,也不得被视为任何投资或战略是适当或适宜的声明。本报告中所包含的信息不构成出售要约或邀请的一部分,也不构成认购或购买任何证券或其他金融工具的劝诱或要约,且不得用于构成任何合同或承诺的基础,也不得单独加以依赖。中银国际集团未采取任何措施确保本报告中所述的证券适合于任何特定投资者,且中银国际集团不会因收件人收到本报告而将其视为客户。在做出任何投资决策之前及在确定任何证券或其他金融工具的适当性或评估相应的投资风险时,投资者应做出自身的独立判断,或应自行咨询独立的财务或投资顾问。

尽管本报告中所载的信息、意见及估计均来自或源于中银国际研究可靠的来源,除非法律或规则规定要求之外,中银国际集团及其各自的董事、高级人员、雇员或代理未有独立验证本报告中所包含的信息。中银国际研究不对所表达的信息、意见及估计的准确性及完整性作出保证,且该等信息、意见及估计可能反映了在中银国际研究发布本报告当日作出的判断,并可能基于一些无法证明其有效性的假设,且可能随时更改。相应地,除非法律或规则规定必须承担的责任外,对于因使用本报告或本报告之内容或其他原因而导致的损失,中银国际集团无需承担任何责任(因疏忽或其他原因引起的)。因此,本报告所表达的信息、意见及估计是按“基于现状”的原则提供,对于该等信息、意见及估计的公允性、准确性或完整性不作任何明示或暗示的声明或保证。此外,中银国际集团可能曾发布其他与本报告中所列结论或意见不一致或得出不同结论或意见的报告。为免生疑问,本报告中所表达的观点并不一定代表中银国际集团的立场。所发表的每份报告反映了撰写该报告的分析员采用的不同假设、分析方法及观点。

过去的表现不应视作未来表现的指示或保证,且不能代表或对于未来表现作出任何明示或暗示的声明或保证。任何证券或金融工具的价格、价值及收益均可能出现上升或下跌,且可能无法立即变现。此外,获得有关该等投资的价值及所面临的风险的可靠信息也存在困难。

本报告可能附载其它网站的地址或超链接。对于本报告可能涉及到超出中银国际集团网站的范围的地址或超链接,中银国际集团未有审查该等网页,且不会为其内容承担任何责任。提供该等地址或超链接(包括中银国际集团网站的地址或超链接)仅为阁下便利和参考,且所链接网站的内容不会以任何方式构成本报告的任何部分。在访问该等网站时,阁下须承担浏览这些网站的风险。

对于评级机构(包括穆迪、标普或惠誉)在评估发行人信誉度时所采用的评级定义、方法及如何确定评级,投资者应咨询相应的评级机构。评级机构可经临时通知而变更其评级。评级的改变可能影响发行在外的证券的价格。投资于以非本地货币计价的固定收益金融工具(比如债券)的投资者应知悉汇率变动风险,汇率变动风险可能导致本金损失,且该等固定收益金融工具的二级市场可能不存在。

在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能参与或投资于本报告中所述的证券相关的融资交易,为该发行人提供服务或从该发行人处延揽业务,及/或对该发行人相应证券或其他金融工具持仓或开展相关交易。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能在报告发表之前根据本报告中所列的信息或意见或本报告所基于的研究或分析行动,或加以使用该等信息或意见。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员及撰写本报告的分析员(分别简称为“分析员”,并统称为“各分析员”)可能在本报告中所列的任何或所有公司(分别简称为“列名发行人”,并统称为“各列名发行人”)享有财务权益或与之存在业务关系。更多信息请参见上文分析员声明及重要信息披露。

本报告在香港由中银国际研究及中银国际证券有限公司(BOCI Securities Limited)发送;在新加坡由中银国际(新加坡)有限公司(BOCI International (Singapore) Pte Ltd.,“中银国际新加坡”)发送;在美国由 BOC International (USA) Inc.(“中银国际美国”)发送;在英国由 Bank of China International (UK) Limited(“中银国际英国”)发送。

在没有影响上述免责声明的情况下,如果阁下是根据新加坡《金融顾问法》(第 110 章)(Financial Advisers Act (Cap 110) of Singapore)(简称“FAA”)之《金融顾问条例》(Financial Advisers Regulations)(简称“FAR”)之条例 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”,中银国际新加坡仍将:(1)因为 FAR 之条例 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础;(2)因为 FAR 之条例 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益,或其联系人或关联人士之利益。本报告的收件人如有任何疑问请联系中银国际新加坡。

中银国际研究并非美国的注册经纪商-交易商。在中银国际研究在美国分发本报告时,本报告仅可提供给依据 1934 年《美国证券交易法》(经修订)(U. S. Securities Exchange Act of 1934, as amended)(“证券交易法”)规则 15a-6 号规则界定的获得豁免的“美国大型机构投资者”。本报告涉及任何证券并未获得美国联邦或州、非美国证券委员会或监管机构的注册、推荐或批准,证券委员会或监管机构也并未对本报告的准确性和恰当性做出判断。本报告涉及任何证券目前尚未且预期不会按 1933 年《证券法》

(经修订)(U. S. Securities Act of 1933, as amended)、任何其他证券法或其他美国以外地区法律注册。中银国际集团不会就本报告涉及任何证券的销售、转售、质押或转让进行有关第 144A 条细则或其他豁免的有效性进行说明。任何收到本报告且基于本报告中所提供的信息,有意开展交易购买或出售相应证券或相关金融工具的美国人士(见美国证券法或《1986 年美国国内税收法典》(U. S. Internal Revenue Code of 1986)之定义)仅应直接向中银国际美国提出,且该等交易仅可独家通过中银国际美国开展。无论在任何情况下,收到本报告且构成美国人士的人士均不得通过,除中银国际美国之外,中银国际研究、中银国际证券或中银国际集团的任何子公司或附属公司开展购买或出售相应证券或相关金融工具的交易。

在英国,依据《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)(“金融服务与市场法”)第 21 条,本报告不构成招募说明书,且未获得批准。本报告仅可向依据《2000 年金融服务与市场法》(金融推广) 2005 年指令(Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005)之规定向位于英国境内的人士发送,具体是合格交易对手及专业客户(包含选择性专业客户)。向任何其他人士发送本报告的行为不得违反金融服务与市场法及英国其他适用的法律法规。本报告中所述的位于英国、来自英国或涉及英国的证券均须遵守金融服务与市场法的适用条款。

2025© 版权所有 中银国际研究有限公司、中银国际控股有限公司及其子公司和附属公司。