



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



# 港股市场一周回顾

2024年1月19日

## 港股市场一周回顾

19/1/2024

- 经济异常现象 可能是风险隐患的信号
- 恒生指数表现对中国消费行业敏感
- 全球半导体销售或将进入新一轮增长周期
- 体育用品连锁零售商公布去年四季度销售业绩 本地主要品牌零售增速大幅提升

### 一、 经济异常现象 可能是风险隐患的信号

近两周各项经济数据出炉，我们观察到一些不匹配的经济现象引起关注。2022-23 年，流动性供应统计数据（如货币供应量增速、社会融资规模存量增速、对实体经济发放的人民币贷款余额增速等）表明高增速，但同期名义 GDP 低增速（参考图表 1）。或许，大家都会问，流动性供给大幅增加为何未能明显提振经济增速，新增的流动性去哪儿了？

图表 1: 流动性增长率和名义经济增长率比较

- 2021 年，流动性增长率与经济增长率在相近水平；2022-23 年增加流动性供应提振经济的有效性显著下降

	2021	2022	2023
社会融资规模存量增速	10.3%	9.6%	9.5%
其中，对实体经济发放的人民币贷款余额增速	11.6%	10.9%	10.4%
货币供应 M2 年末增速	9.0%	11.8%	9.7%
名义 GDP 增速*	13.4%	4.8%	4.6%
实质 GDP 增速	8.4%	3.0%	5.2%

注\*：2021-2022 年名义 GDP 增速按最终核实数计算，2023 名义 GDP 增速按 2023 年初步数及 2022 年最终核实数计算

来源：国家统计局、人民银行、农银国际证券

如果所有的统计数据都合理的话，这宏观现象需要在微观经济中很多企业借入了大量的新贷款或筹集了大量的新资本，但这些企业在国内市场创造的产出及收入很少和支出也很低，或者很多住户借了新的贷款但他们很少在国内市场花掉借来的钱。GDP 是按地区，企业的产出或住户的支出不在国内，就不算入 GDP 内。当然，我们假设的现象的观点可能并不完全正确。然而，名义经济增速较低、流动性供给增速较高，它们之间差距较大及差距持续时间较长，这可能是经济学教科书上所谓的“流动性陷阱”的经济风险信号。“流动性陷阱”的另一个现象是名义利率很低但储蓄却很高的矛盾局面。这也是过去两年住户存款大幅上升近 34.5 万亿元但存贷利率却走

低（1年期定存利率下降近 60bp, 1年期 LPR 利率下降近 35bp）的局面。在“流动性陷阱”问题尚未解决或缓解之前，2024 年央行进一步降准（RRR）或进一步扩表的稳经济效果将受到抑制，这类似 2022-23 年的情况。从积极的一面思考，如果政府或央行能够促使 2024 年新增流动性充分流入实体经济并且可在国内创造较大规模产出或支出并能产生较高成数效应，大水漫灌的货币政策的紧迫性并不高。因此，解决“流动性陷阱”的经济风险刻不容缓。

目前，国际金融机构对中国今年经济持悲观态度，预期 2024 年经济增长 4.5-4.7%，较 2023 年低 0.7-0.5 个百分点（参考图表 2）。这预期也对经济走出“流动性陷阱”带来阻力。因此，政府管理好市场对经济预期也重要。

**图表 2: 主要国际金融机构近期对中国宏观经济预测**

实质 GDP（同比增长，%）	2023 年预测	2024 年预测	2025 年预测
世界银行 2024 年 1 月预测	5.2	4.5	4.3
联合国 2024 年 1 月预测	5.3	4.7	4.5
亚洲开发银行 2023 年 12 月预测	5.2	4.5	-
OECD 2023 年 11 月预测	5.2	4.7	4.2
IMF 2023 年 11 月预测	5.4	4.6	-

注：2023 年预测是在国家统计局公布 2023 年经济数据前

来源：世界银行、联合国、国际货币基金组织（IMF）、经合组织（OECD）、亚洲开发银行（ADB）、农银国际证券

**图表 3: 中国宏观经济指标变化**

经济指标	2022 年	2023 年 上半年	2023 全年 预测 *	2023 全年 实际	2024 全年 预测 *
实质 GDP 同比增长，%	3.0	5.5	5.3	5.2	5.0
固定资产投资同比增长，%	5.1	3.8	3.0	3.0	4.0
零售销售同比增长，%	-0.2	8.2	7.0	7.2	6.0
以美元计 出口同比增长，%	7.0	-3.2	-5.5	-4.6	2.0
以美元计 进口同比增长，%	1.1	-6.7	-6.0	-5.5	2.5
工业产出同比增长，%	3.6	3.8	4.1	4.6	4.5
消费物价通胀（CPI），同比%	2.0	0.7	0.4	0.2	1.5
生产物价通胀（PPI），同比%	4.2	-3.1	-3.0	-3.0	0.5
M2 增长，期末同比增长%	11.8	11.3	10.0	9.7	9.5
社会融资规模增量，十亿人民币	32,010	21,550	35,500	35,590	37,000
整体新增人民币贷款，十亿人民币	21,310	15,730	23,000	22,750	24,000
期末每美元兑人民币在岸现货价	6.8986	7.2537	7.0000	7.1000	6.8000
1 年期 LPR，期末%	3.65	3.55	3.45	3.45	3.25
5 年期 LPR，期末%	4.30	4.20	4.20	4.20	4.00

注\*：2023-24 年预测为农银国际 2024 年经济展望及投资策略研究报告（12 月 12 日）

来源：国家统计局、中国海关、人民银行、彭博、农银国际证券预测

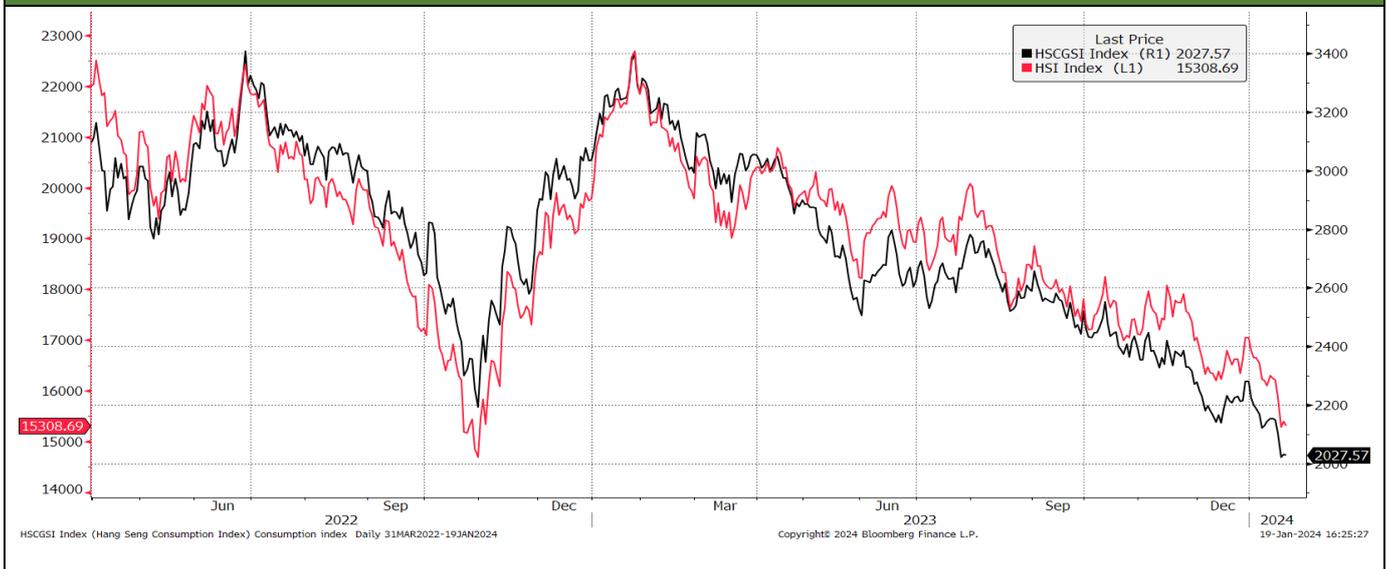
## 二、 恒生指数表现对中国消费行业敏感

中国每个月都会发布各种宏观经济数据来追踪经济增长轨迹。由于同一天或同一周发布的数据太多，投资者的注意力很容易分散。从投资者的觉度，哪一组经济数据值得投资者重点关注？我们的观点是中国零售销售数据。我们的解释如下。

恒生指数对中国消费行业敏感。恒生指数成分股中，互联网/电商股约占该指数权重的 26%。消费品股（包括消费电子产品、电器、汽车、体育用品、食品饮料和餐饮股）占比约 13-14%。这两个类别占恒生指数权重近 39-40%。这解释了为什么恒生指数对中国消费行业敏感。也许，一些投资者可能会认为互联网/电子商务股票是科技股。我们认为，它们大多在消费供应链中扮演着消费渠道的角色。因此，他们的业绩也应该对中国消费行业敏感。此外，恒生指数公司正在咨询市场，将恒生指数中的部分大型电商股从 IT 板块重新分类为非必需消费品板块。我们认为，无论咨询重新分类的结果如何，重新分类的提议间接意味着互联网/电商公司提供的科技估值溢价将会下降（对估值不利的因素），而且其非必需消费品业务性质的周期性将导致估值风险溢价上升（对估值也是不利的因素）。简单来说，科技只是在中国消费行业一些电商平台经营者的工具，他们是利用这些工具来创收，而不是生产和销售这些工具来创收。

图表 4：恒生指数（左轴，红线），恒生消费指数（右轴，黑线）

风险提示：消费指数已下跌至低于 2022 年低点，恒生指数仍高于 2022 年低点



来源：彭博（截至 1 月 19 日）、农银国际证券

中国 12 月零售销售数据的公布引发了恒生指数的抛售。2024 年以来（截至 1 月 19 日），恒生指数下跌近 10.2%；本周下跌 5.8%。中国零售额同比增速从 11 月份的 10.1%放缓至 12 月份

的 7.4%，下降 2.7 个百分点。商品零售同比增速也从 11 月份的 8.0% 放缓至 12 月份的 4.8%，降幅为 3.2 个百分点。餐饮零售额同比增速由 11 月的 25.8% 上升至 12 月的 30.0%。总体情况表明，消费者在餐饮服务上的支出意愿增加，而在商品上的支出意愿下降。这些消费者行为对餐饮业者来说是积极因素，但对商品零售商来说却是消极因素。

据国家统计局数据，2023 年实物商品网上零售额同比增长 8.4%，占实物商品零售总额的 27.6%。全年网络零售额增速高于全国社会消费品零售总额增速 1.2 个百分点。展望未来，从统计角度来看，网络零售渗透率已经不低，意味着其增长轨迹应逐渐向社会消费品零售总额增长趋同。因此，网络零售额增速与社会消费品零售总额增速的差距应会继续缩小，在线零售商估值享有的高增长溢价应该会逐渐减少。资本市场投资者很聪明，股价已经提前做出反应。互联网/电商股约占该指数权重的 26%，它们的估值下降反映到股价，对恒生指数的影响显著。

**图表 5：零售总额增长和网上零售额增长**

— 网上零售行业增长率放缓，以及其相对增长率\*在 2021-23 年大幅放缓

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A. 实物商品网上零售额 同比增长，%	25.4	19.5	14.8	12.0	6.2	8.4
B. 社会消费品零售总额 同比增速，%	9.0	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.2
网络零售额增速与社会消费品零售总额增速的差距， (A-B) 百分点	16.4	11.5	18.7	-0.5	6.4	1.2

注\*：相对增长率 = 实物商品网上零售额同比增长率 - 社会消费品零售总额同比增长率

来源：国家统计局、农银国际证券

鉴于市场对中国房地产市场的看跌情绪，中国房地产股是否显著拖累恒生指数？地产股占恒生指数权重约 5-6%，其中中国地产股占恒生指数权重约 2%。由于中国房地产股在指数中的权重较低，指数对其敏感度较低，但中资地产股股价的高波动性通常会引起市场关注。

中资银行股和中资保险股分别占恒生指数权重的 10% 和 3% 左右。中资保险股对中港股市表现更为敏感，中国和香港股市的下跌将抑制保险公司的股权证券投资表现。恒生指数中的中资银行股主要是大型银行，其业务表现对名义经济当前及预期表现更敏感。2023 年，从名义数据看，名义 GDP 增长 4.6%，低于实质 GDP 增速 0.6 个百分点；第二及第三产业分别占名义 GDP 总值的 38.3% 和 54.6%；第三产业中，批发和零售业和住宿和餐饮业合计占第三产业名义值总额的 20.9%。

### 三、 全球半导体销售或将进入新一轮增长周期

全球半导体销售额连续 14 个月同比下滑后转为同比正增长，这可能是表明行业已恢复增长轨迹的早期信号。根据美国半导体行业协会最新的数据，2023 年 11 月全球芯片销售额同比增长 5.3%至 479.8 亿美元，这是继 2022 年 9 月至 2023 年 10 月连续 14 个月同比下降后的首次同比正增长。

主要区域市场也录得同比增长。中国市场和美洲市场芯片销售额分别同比增长 7.6%和 3.5%，分别占全球芯片销售额的 30%和 26%。中国芯片市场在连续 16 个月销售额同比下降后也首次实现同比正增长。因此，中美芯片销售的复苏基础较广泛。我们判断销售回升有以下原因。一是消费电子电器产品更新换代需求上升。2020-21 年因 COVID-19 大流行而导致在家办公引发的电子产品购买需求，此类电子产品的使用年龄已达三至四年，更换需求正在累积。其次，根据主芯片代工厂在季度业绩报告中披露的信息，汽车行业、新能源行业或 AI 行业对芯片的需求依然强劲。第三，分销渠道开始补充芯片库存。

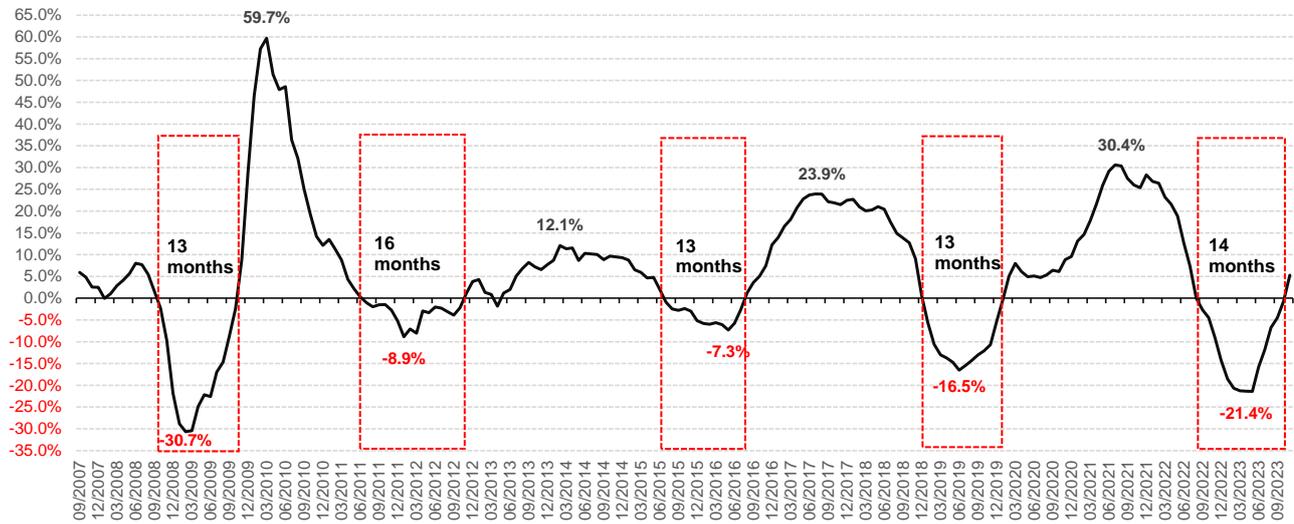
历史周期显示芯片销售负增长周期的持续时间略长于一年但不到一年半。从 2007 年到 2023 年(17 年)期间，全球芯片销量经历了 5 次负增长周期，它们分别在 2008-09(13 个月)、2011-12(16 个月)、2015-16(13 个月)、2018-19(13 个月)和 2022-23(14 个月)。如果历史周期重演，2023 年 11 月全球芯片销量同比正增长可能是新增长周期的开始。

剩下的问题是即将到来的增长周期有多强。从这个角度来看，当前我们采取保守乐观的态度。首先，预计 2024 年全球经济增长将放缓，这导致我们采取保守立场。其次，我们对一些嵌入人工智能技术的新电子产品可能会引发新的或替代的需求感到乐观。当前，人工智能已被公认为引领新一轮产业或经济革命的催化剂。个人或企业或政府想要在全球经济放缓的情况下保持竞争力，人工智能嵌入式设备将是未来必备的工具。在可预见的未来，许多新的电子电气产品，其外观或主要功能变化不大，但都嵌入了具有 AI 功能的新芯片，因此产品可以智能运行。例如，联想近期推出了配备 CPU、GPU 和 NPU 的 AI 电脑。三星电子将推出具有 AI 功能的新型智能手机。更重要的是，INTEL、AMD、Nvidia、Apple 等芯片设计商不断推出 AI 功能芯片，提供必要条件让中游厂商创造新的 AI 功能电子产品供应市场，以创造新一波电子电气产品需求。



图表 6: 全球半导体月销售额 (2007 年至今) (同比变化)

负增长周期至少持续 1 年, 芯片行业企业有健康的资产负债表是跨越周期所必需的

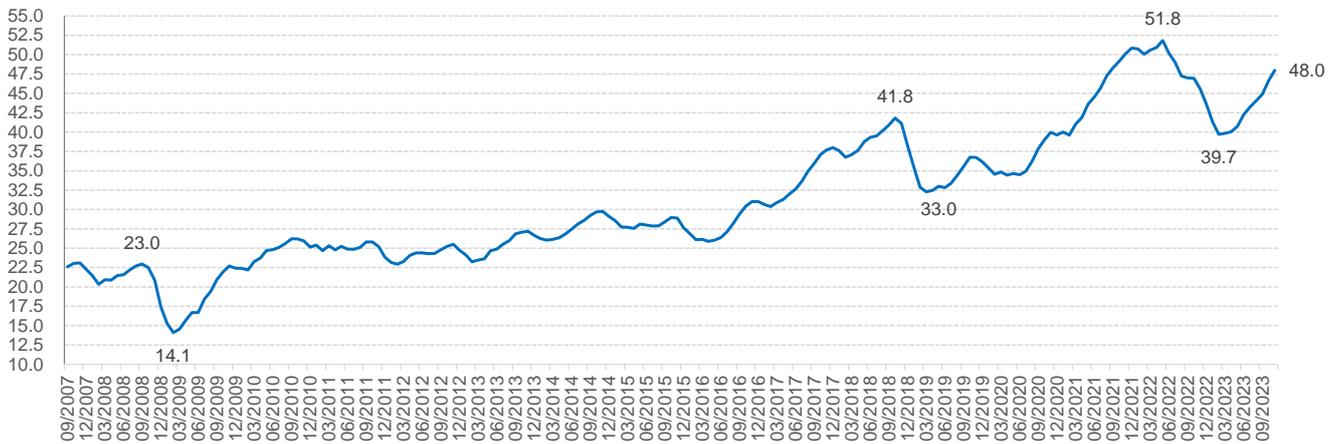


注: 截至 2023 年 11 月

来源: SIA、农银国际证券

图表 7: 全球半导体月销售额 (2007 年至今) (10 亿美元)

销售额仍低于前峰值 7%, 但已高于前低谷 21%

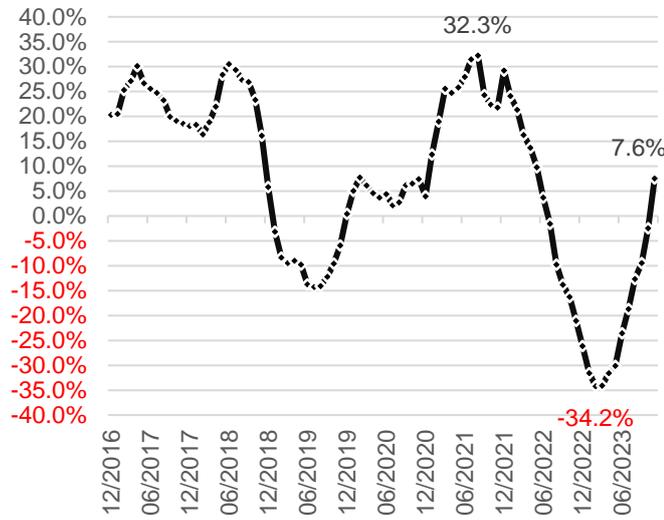


注: 截至 2023 年 11 月

来源: SIA、农银国际证券

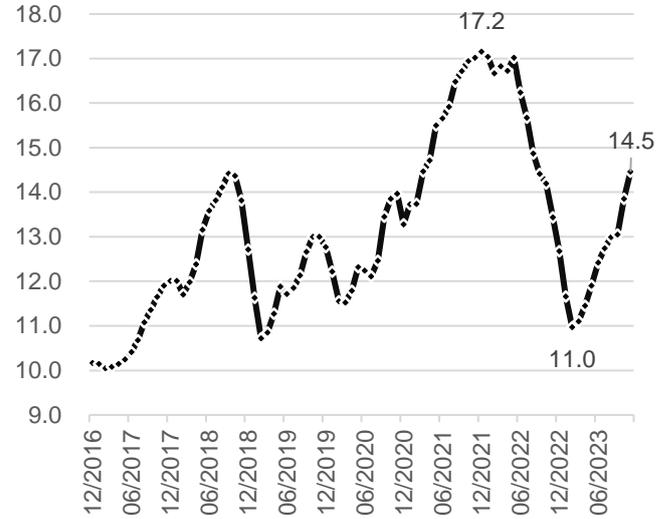


图表 8：中国半导体销售（同比变化）  
在连续 16 个月同比下降后转同比正增长



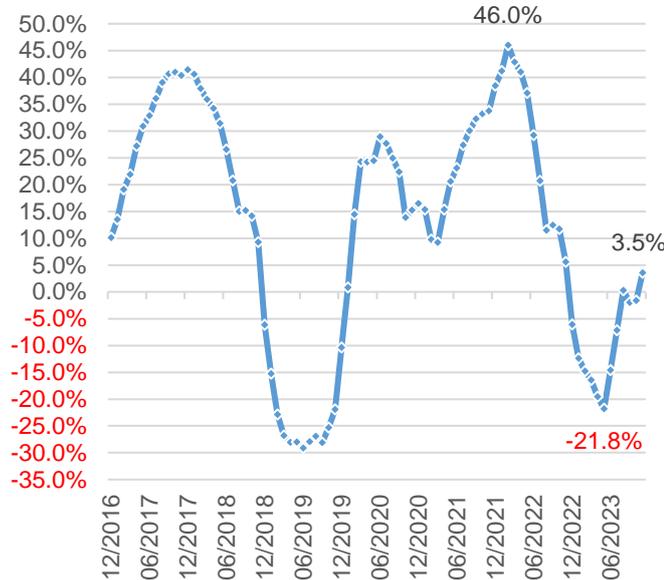
注：截至 2023 年 11 月  
来源：SIA、农银国际证券

图表 9：中国半导体销售（十亿美元）  
销售额仍低于前峰值 16%，但高于前低谷 32%



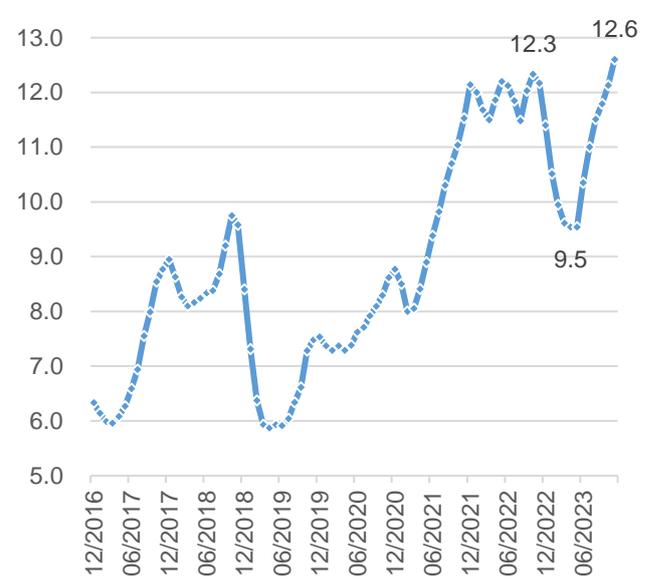
注：截至 2023 年 11 月  
来源：SIA、农银国际证券

图表 10：美洲半导体销售（同比变化）  
2023 年第四季度已开始现好转现象



注：截至 2023 年 11 月  
来源：SIA、农银国际证券

图表 11：美洲半导体销售（十亿美元）  
销售额已高于前峰值 2%



注：截至 2023 年 11 月  
来源：SIA、农银国际证券

#### 四、 体育用品连锁零售商公布去年四季度销售业绩 本地主要品牌零售增速大幅提升

近日，多家体育用品零售商公布了上一季度的经营业绩，我们总结它们的数据进行比较。鉴于它们在相似的宏观环境下运营，它们的销售差异反映了消费者对不同产品品牌的总体消费行为和偏好。

安踏（2020 HK）报告称，安踏品牌零售额同比增速从第三季度的高单位数增长提升至第四季度的 10-20%。其 FILA 品牌零售额同比增速从第三季度的 10-20% 提升至第四季度的 25-30%。其他品牌产品零售额同比增速由第三季度的 45-50% 提升至四季度的 50-60%。2023 年全年，安踏品牌和 FILA 品牌零售额分别录得高单位数的正增长和 10-20% 高段的正增长，其他品牌产品零售额录得 60-65% 的正增长。

361 度国际（1361 HK）线下零售额同比增速由第三季度约 15% 提升至第四季度的 20% 以上；而网上零售额同比增速则从第三季度约 30% 上升至第四季度的 30% 以上。线下儿童用品零售额同比增速由第三季度的 25-30% 提升至四季度的 40% 以上。该公司解释说，第四季度的增长是由针对跑步、篮球活动和户外训练活动的专用运动鞋的推出推动的。我们认为，公司通过产品差异化策略推出专门的体育用品，以满足各类客户的需求。

特步（1368 HK）线下及线上零售额同比增速由第三季度的高双位数同比增长提升至第四季度的 30% 以上增长。销售增长是通过加大折扣来实现的。折扣从第三季度的七至七五折扩大到第四季度的七折。第四季度销售额的增长有助于降低库存周转周期半个月。库存周转天数从第三季度的四个半月至五个月减少到第四季度的四个月至四个半月。2023 年全年，特步线下及线上零售额同比增长超过 20%。

上述 3 家体育用品零售商主要销售自主品牌。从第三季度到第四季度，它们的零售额同比增速有所改善。此外，与安踏品牌或 FILA 品牌相比，361 度和特步等较小型体育用品零售商在第四季度的销售增长率较高。另一家国内大型运动用品零售商李宁（2331 HK）尚未公布其第四季度的销售业绩。第三季度，李宁营收录得中单位数增长，其中线下零售及批发额录得高单位数增长，但线上零售额录得低单位数下降。

国外品牌体育用品零售商宝胜国际（3813 HK）公布，其收入由第三季度的同比下降 1.0% 改善至第四季度的同比增长 8.9%。其收入由第三季度的 44.83 亿元人民币增至第四季度的 46.22 亿元人民币，环比增长 3.1%。2023 年其年收入增长 7.7% 至 200.64 亿元人民币。

国外品牌体育用品零售商滔搏（6110 HK）截至 11 月 30 日的三个月销售额录得 10-20% 低段同比增长，而截至 8 月 31 日的三个月的销售额录得低单位数同比下跌。

由于滔搏和宝胜国际销售的国外品牌有重叠，所以他们的销售增长变化模式是相似的。滔搏和宝胜国际近季度销售增长有所改善，但其销售增长势头弱于上述 4 家国内品牌体育用品零售连锁运营商。

港股市场对那家体育用品连锁零售商业表现较看好，让它们股价表现来说明。今年以来截至 1 月 19 日，恒生指数下跌近 10.2%，恒生消费指数下跌近 11.1%。同期，361 度国际（1361 HK）股价逆势上升 2.9%。宝胜国际（3813 HK）和滔搏（6110 HK）股价分别下跌 4.4% 和 10.7%；特步（1368 HK）、安踏（2020 HK）和李宁（2331 HK）股价分别下跌 9.1%、13.2% 和 22.6%。除了 361 度国际，其它 5 家体育用品连锁零售商股都是恒生消费指数成分股。安踏（2020 HK）和李宁（2331 HK）也是恒生指数成分股。

## 权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

## 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 7%)
持有	负市场回报 (约-7%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2024 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)2147 8863