

每日投资策略

宏观经济及公司点评

宏观经济

■ 中国经济出现复苏迹象，但未来仍有挑战

得益于近期政策刺激，10月中国经济活动有所复苏。房屋销售尤其是一线城市住房销售显著回升。在以旧换新政策和“双11”促销活动支撑下，耐用品和可选消费大幅反弹。固定资产投资增速持平，其中基础设施和制造业投资增速保持强劲，房地产投资延续下滑。工业产出增速小幅下滑。

由于政策效应可能递减和特朗普明年可能实施新一轮贸易战，投资者对中国经济复苏可持续性缺乏信心。中国仍需要更多政策支持来增强经济复苏动力。中国决策层可能会在12月第二周或第三周召开中央经济工作会议，预计明年宏观政策将延续宽松并保持足够灵活性，以应对可能出现的外部冲击。

我们预计明年财政广义赤字率可能适度上升。中国央行可能进一步放松流动性和信贷供给，2025年可能将存款准备金率下调0.5-1个百分点，LPR和存款利率下调20-40个基点。我们维持对2024年和2025年中国GDP分别增长4.9%和4.6%的预测。[\(链接\)](#)

公司点评

■ 阿里巴巴 (BABA US, 买入, 目标价: 132.2 美元) - 业绩符合预期; 在实现既定发展目标的路径上执行得力

阿里巴巴公布与市场一致预期相符的2QFY25业绩: 总营收为人民币2365亿元, 同比增长5.2%, 而该季度经调整EBITDA/ Non-GAAP净利润为人民币406亿元/365亿元, 同比分别下滑5.3%/9.0%, 归因于对淘天集团用户体验改善的增量投资(淘天集团EBITDA同比下降5%), 以及对诸如国际数字商业集团和菜鸟等战略重要领域的投资。管理层强调, 得益于技术服务费收费的增量贡献以及商家对“全站推”采用率的提升, 本季度客户管理收入的变现率同比保持稳定, 并表示在释放进一步盈利增长潜力时, 将继续平衡商家的投资回报率。我们认为, 阿里巴巴正朝着实现其既定的发展目标上迈进, 包括2HFY25 CMR和GMV增速一致、云业务收入实现两位数同比增长、且FY25 AIDC的单位经济效益(UE)改善。非核心业务有望在1至2年内实现盈利。我们基于SOTP的目标价微调至132.2美元(前值: 133.8美元), 对应13x FY26E PE (non-GAAP)。维持“买入”评级。[\(链接\)](#)

■ 石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价: 5.97 港元) - 产品销售面临压力

3Q24业绩未达预期。2024年前九个月, 石药集团总收入下降3.5%至226.9亿元人民币, 归母净利润下降15.9%至37.8亿元人民币。3Q24总收入为64.0亿元人民币(同比-17.8%), 归母净利润为7.58亿元人民币(同比-50.4%)。3Q24毛利率降至67.7%, 主要受“3+N”联盟省级带量采购的影响。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,426	-0.05	13.95
恒生国企	6,980	0.10	21.00
恒生科技	4,328	0.22	14.97
上证综指	3,331	-1.45	11.96
深证综指	2,011	-2.41	9.40
深圳创业板	2,244	-3.91	18.62
美国道琼斯	43,445	-0.70	15.27
美国标普500	5,871	-1.32	23.08
美国纳斯达克	18,680	-2.24	24.44
德国DAX	19,211	-0.27	14.68
法国CAC	7,270	-0.58	-3.63
英国富时100	8,064	-0.09	4.27
日本日经225	38,643	0.28	15.48
澳洲ASX 200	8,285	0.74	9.15
台湾加权	22,743	0.12	26.84

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	33,229	-0.38	11.42
恒生工商业	10,977	0.12	18.89
恒生地产	15,693	-0.45	-14.37
恒生公用事业	34,366	0.75	4.54

资料来源: 彭博

前三季度，公司销售费用率微降至 29.2%，研发费用增至 38.8 亿元人民币（同比+5.5%）。

老产品销售承压。3Q24 公司成药业务销售额为 52.1 亿元人民币，同比下降 18.9%。神经系统疾病、肿瘤、心血管疾病和呼吸系统疾病产品销售额分别下降 15.8%、31.2%、26.8%和 35.1%。神经系统疾病药物（主要是恩必普）因医保基金支出控制加强，环比下降 21.0%。石药集团正积极推广恩必普胶囊在自费零售市场的销售，以缓解医院销售的下滑。3Q24 肿瘤销售大幅下降主要因津优力和多美素价格的下调。心血管药物销售额下降因玄宁未参与先前的带量采购。公司的老产品销售前景仍具挑战性。

新产品助力缓解压力。管理层预计 2024 年新产品销售额将达到 20 亿元人民币，2025 年将增长 20 亿元人民币，主要依靠明复乐、度恩益、克令达和谷美替尼等产品的增量。公司预计 2025 年整体销售额将恢复正增长。石药集团近期与阿斯利康达成协议，授权其全球开发脂蛋白(a)抑制剂 YS2302018 的权利，获 1 亿美元预付款及最高 19.2 亿美元的潜在付款。公司预计未来几年每年可达成约两笔对外许可交易。

维持“买入”评级。预计 2024 年/2025 年公司收入和归属净利润将分别下降 6.3%/2.0%和 17.1%/5.8%。我们将基于 SOTP 的目标价从 6.21 港元下调至 5.97 港元 (WACC: 11.78%，永续增长率: 2.0%)。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	22.72	30.00	32%	2.6	1.7	3.5	13.4	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.18	19.00	44%	8.0	10.7	1.3	19.3	3.4%	
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.72	19.60	67%	6.3	5.8	1.0	18.3	9.5%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.20	5.98	42%	12.7	10.8	2.8	26.3	6.9%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	13.78	17.61	28%	7.4	6.8	2.8	40.6	10.5%	
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.22	7.50	44%	11.6	10.2	1.3	13.9	6.8%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	92.30	133.86	45%	24.1	19.4	6.7	31.8	1.3%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	189.23	276.02	53%	N/A	N/A	44.2	N/A	0.0%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.95	35.50	42%	6.1	6.1	0.8	14.9	5.1%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.14	14.00	15%	8.4	8.0	1.0	13.1	5.0%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	401.00	525.00	31%	18.2	16.8	3.6	20.1	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	88.59	133.80	51%	1.4	1.2	1.5	N/A	1.1%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.75	6.13	63%	16.3	13.9	1.4	9.7	4.6%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.85	4.38	49%	109.6	66.3	7.3	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	28.00	32.29	15%	28.9	24.3	3.6	11.1	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.40	44.41	56%	14.7	10.3	1.8	24.2	2.3%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	140.50	186.00	32%	29.2	20.2	8.0	31.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	422.68	426.00	1%	38.7	29.7	7.5	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	8.58	10.80	26%	N/A	124.3	3.4	N/A	0.0%	
短仓												
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	20.50	21.40	4%	10.0	9.2	1.2	13.6	6.0%	

资料来源：彭博、招銀国际环球市场（截至2024年11月15日）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

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风险。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布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及

利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，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士。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撰写的报告。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。