

每日投资策略

宏观及公司点评

宏观经济

■ 中国经济 - 价格优势支撑中国出口改善

中国商品出口增速 4 月由负转正至 1.5%，受益于高基数效应消退。与主要贸易伙伴出口及主要产品出口广泛改善。高端制造业出口延续快速增长，中国在全球产业链中竞争力持续提升。商品进口明显反弹，特别是能源商品和原材料。

今年中国商品出口或将明显回升，因价格优势、低基数效应和海外商品需求改善。我们预计商品出口和进口增速将从 2023 年的-4.6%和-5.5%上升至 2024 年的 3.6%和 3.3%。随着中国经济增长和物价温和回升，而美国经济增长和通胀逐渐降温，人民币可能在 2H24-1H25 温和反弹。（[链接](#)）

公司点评

■ 百济神州 (BGNE US, 买入, 目标价: 269.73 美元) - 持续超预期

产品销售继续好于预期。24 年一季度，百济神州的产品总销售额为 7.47 亿美元（环比增长 18%，同比增长 82%），占我们之前全年预测的 25.7%。泽布替尼保持强劲的销售势头，销售额环比增长 18%，同比增长 131%，达到 4.89 亿美元，主要得益于美国 CLL 市场份额的增长以及欧盟报销范围的扩大。根据我们的测算，24 年一季度，BTKi 的全球市场规模保持稳定（环比增长 1%），而泽布替尼的销售表现优于竞品（阿卡替尼环比增长 6%，伊布替尼环比-7%）。泽布替尼在 2024 年一季度占据了全球 BTKi 市场约 21% 的份额，较 23 年四季度的 18%显著提高。作为唯一相对伊布替尼展现出优效头对头临床数据和适应症覆盖最广泛的 BTKi，我们预计泽布替尼将在 2024 年实现 22 亿美元的销售额（同比增长 69%），到 2031 年峰值销售额将达到 48 亿美元。

专利纠纷将得到解决。2023 年 6 月，Pharmacyclos（艾伯维子公司）向美国地方法院对百济神州提起诉讼，指控泽布替尼侵犯了其于 2023 年 6 月 13 日颁发的专利号 11,672,803 的专利（以下简称“803 专利”）。2024 年 5 月 1 日，美国专利商标局（USPTO）批准了百济神州的授权后复审申请，预计将在 12 个月内就“803 专利”的有效性做出最终决定。我们相信这表明该专利纠纷彼时将得到解决，泽布替尼将继续扩大在美国的市场份额。

走上盈利之路。受益于产品收入的快速增长，百济神州的营业利润率持续提高。其毛利率（相对于产品销售额）在 24 年一季度增至 83.3%（2023 全年为 82.7%），主要是受高利润的泽布替尼销售占比不断增长的推动。SG&A 比率从 2023 年的 69% 降至 24 年一季度的 57%，研发费用率也从 2023 年的 81% 缩减至 62%。2024 年一季度，百济神州净亏损收窄至 2.51 亿美元

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	18,538	1.22	8.74
恒生国企	6,561	1.61	13.73
恒生科技	3,947	1.95	4.86
上证综指	3,154	0.83	6.03
深证综指	1,797	1.34	-2.24
深圳创业板	1,900	1.87	0.46
美国道琼斯	39,388	0.85	4.51
美国标普 500	5,214	0.51	9.31
美国纳斯达克	16,346	0.27	8.89
德国 DAX	18,687	1.02	11.55
法国 CAC	8,188	0.69	8.54
英国富时 100	8,381	0.33	8.38
日本日经 225	38,074	-0.34	13.78
澳洲 ASX 200	7,722	-1.06	1.72
台湾加权	20,561	-0.68	14.67

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	31,917	0.38	7.02
恒生工商业	10,308	1.69	11.64
恒生地产	16,764	1.39	-8.53
恒生公用事业	34,870	1.11	6.07

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	-15.22
深港通 (南下)	7.77
沪港通 (北上)	51.87
深港通 (北上)	51.10

资料来源: 彭博

(2023 年四季度为 3.68 亿美元)，好于我们的预期。凭借强劲的销售势头和不断提高的营业利润率，我们预计百济神州将在 2026 年实现盈亏平衡。

下一波重磅药物的临床高效推进。我们相信 sonrotoclax (BCL-2) 和 BGB-16673 (BTK CDAC) 将成为重磅产品。我们预计今年的 EHA 和 ASH 会议上公司会更新 sonrotoclax 的 1 期数据，百济神州已于 2023 年底启动了 sonrotoclax + 泽布替尼与 venetoclax + obinutuzumab 治疗 1L CLL 的全球 3 期研究。我们预计 sonrotoclax 针对 R/R MCL (全球研究) 和 R/R CLL (中国研究) 的 2 期试验数据将在 2025 年公布。此外，sonrotoclax 有潜力将适应症扩展到 AML、MDS 和 MM。针对 BGB-16673 (BTK CDAC)，百济神州已开始在 R/R MCL (具有注册潜力) 和 R/R CLL 中的扩展队列。我们预计百济神州将于 2024 年底之前启动 BTK CDAC 治疗 R/R CLL 的三期研究。BTK CDAC 一期更新数据将于 6 月的 EHA 会议上发布。

维持“买入”。考虑到泽布替尼的强劲增长、替雷利珠在欧盟/美国的上市、sonrotoclax 和 BTK CDAC 的重磅炸弹潜力以及公司丰富的早期研发管线，百济神州仍然是我们的首要推荐。我们将公司目标价上调至 269.73 美元，维持“买入”评级。([链接](#))

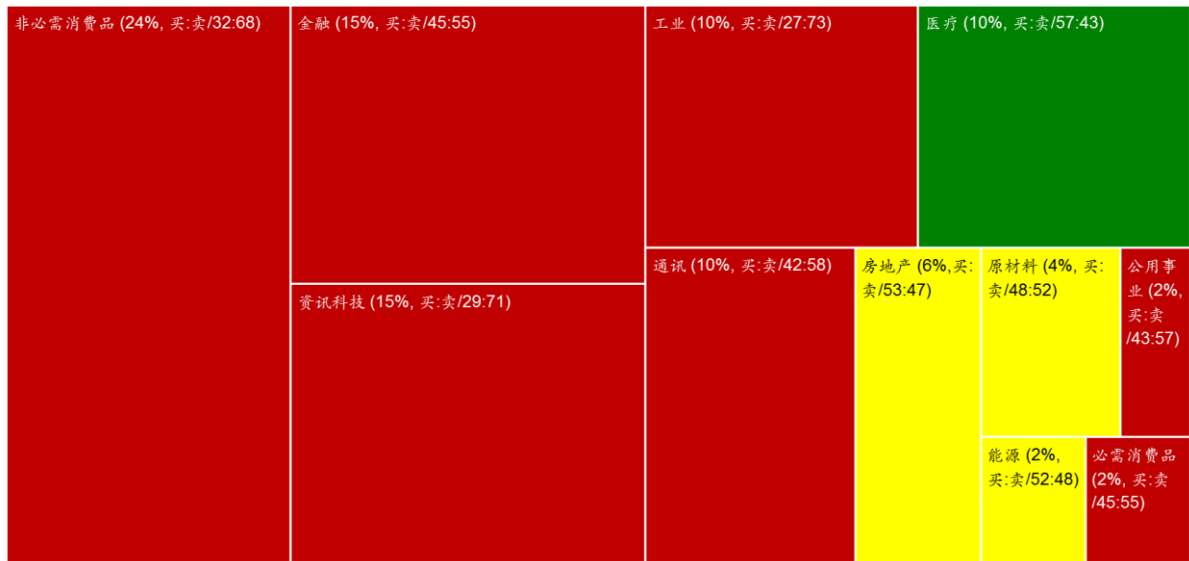
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)		市净率 (倍)	ROE (%)	股息率
公司名称	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	27.30	48.00	76%	4.3	3.1	0.5	20.6	0.0%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	16.64	22.00	32%	12.0	11.1	1.7	14.6	3.8%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	69.54	75.00	8%	16.7	14.5	3.3	21.6	1.4%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.59	5.34	16%	18.4	15.3	3.6	11.9	4.9%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	30.50	31.24	2%	17.2	15.0	2.5	16.4	3.5%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.45	6.79	25%	68.1	57.4	15.4	21.7	0.6%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1756.00	2219.00	26%	24.3	21.5	8.5	37.7	2.1%
百济神州	BGNE US	医药	买入	168.64	269.73	60%	-16.1	-78.1	90.2	N/A	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.84	11.90	21%	7.5	6.9	0.9	12.0	5.9%
腾讯	700 HK	互联网	买入	369.80	445.00	20%	19.3	17.3	3.7	14.9	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	79.46	131.90	66%	1.3	1.3	0.2	8.0	1.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	136.38	155.40	14%	2.2	1.6	0.7	35.7	0.0%
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	189.50	211.00	11%	N/A	N/A	7.4	21.3	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	612.09	644.50	5%	50.0	32.7	11.4	34.9	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	57.85	97.00	68%	16.6	12.0	4.0	19.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	39.72	46.00	16%	14.0	10.9	N/A	34.7	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	29.95	45.10	51%	6.0	N/A	0.7	13.8	5.4%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.20	2.40	9%	78.6	61.1	6.1	7.6	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	19.16	23.77	24%	24.0	22.0	2.6	11.0	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.00	45.20	41%	13.4	9.8	2.2	22.3	1.8%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	173.18	183.00	6%	28.3	22.0	7.5	23.2	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	9.29	15.50	67%	N/A	129.0	3.9	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場（截至 2024 年 5 月 9 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 9/5/2024

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



- 注:
- 1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
 - 2. 绿色代表当日买入股票金额≥总买卖金额的 55%
 - 3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例>45%且<55%
 - 4. 红色代表当日买入股票金额≤总买卖金额的 45%

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误差、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商投资者

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的分析员，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属制的报告。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。