

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 85.6 港元) : 3Q24 业绩符合预期; 核心商业业务维持韧性

快手公布 3Q24 业绩: 总收入同比增长 11%至 311 亿元, 符合彭博一致预期的 310 亿元; 调整后净利润同比增长 24%至 39.5 亿元, 符合一致预期。3Q24 平均 DAU 同比增长 5%至 4.08 亿, 用户粘性持续提升, 实现了公司 4 亿 DAU 的中期目标。展望 4Q24E, 我们预计快手核心商业业务收入 (在线营销及其他服务) 将保持 16%的同比增长, 主要由外循环广告收入和电商 GMV 强劲增长驱动。由于快手加大了对电商、短视频和 AI 等关键增长领域投入, 我们将 FY25-26 利润预测下调 5-8%。我们基于 SOTP 的目标价由 92 港元下调至 85.6 港元。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 中通快递 (ZTO US / 2057 HK, 买入, 目标价: 34.5 美元/271 港元) - 尽管销量指引被下调, 我们对以盈利为先的策略仍然持正面看法

中通快递息税前利润同比增长 17%至 28 亿元人民币, 符合我们的预期。虽然 3Q24 净利润仅同比增长 1%至 24.6 亿元人民币, 但主要是由于 3Q23 的一次性退税造成高基数所致。尽管行业出现价格竞争, 但中通 3Q24 单票毛利仍然同比增长 6.5%至 0.38 元人民币/票。中通将全年包裹量增长指引下调至 11.6-12.3% (8 月份为 15-18%), 意味着 4Q24 增长 7.5-10%。尽管如此, 我们认为较低的包裹量目标符合中通以利润主导的增长策略。我们将 2024-26 年盈利预测下调 5-9%, 主要由于我们下调销量和单票毛利率的假设。我们将 ZTO US/2057 HK 的目标价分别下调至 34.5 美元/271 港元, 基于 22 倍 2024 年市盈率 (之前为 23 倍), 相当于历史平均水平。我们继续看好中通强劲的自由现金流能力。维持买入。(ZTO US: [链接](#) /2057 HK: [链接](#))

■ 蔚来 (NIO US, 持有, 目标价: 5 美元) - 费用控制仍令人失望

3Q24 毛利率好于预期, 但费用支出高于预期: 蔚来 3Q24 收入基本符合预期, 毛利率 10.7%, 比我们的预估高 0.9 个百分点, 但仍无法抵消销管研发费用的超预期部分, 导致蔚来 3Q24 净亏损 51 亿元比我们此前的预测略高 1.7 亿元。

公司 2025 年销量和毛利率目标可能过于乐观: 管理层目标是在 2025 年实现销量翻倍至约 44 万辆, 其中乐道 L60 的月度销量将于 2025 年 3 月起达到 2 万辆。我们认为这样的指引可能有点过于乐观。我们预计蔚来 2025 年的总销量有望同比增长 61%至 36 万辆, 其中乐道和萤火虫品牌合计贡献 19.2 万辆。我们认为乐道和 NIO 品牌之间的此消彼长可能比管理层预期的更为严重。此外, 乐道品牌的毛利率也很可能低于我们之前的预测, 因此虽然 4Q24 总体销量环比提升, NIO 品牌的毛利率继续环比改善, 但我们预测 4Q24 净亏损仍可能环比扩大。即使我们假设 NIO 品牌的毛利率可以从今年的 12.6%提高

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	19,705	0.21	15.59
恒生国企	7,091	0.12	22.92
恒生科技	4,413	0.41	17.24
上证综指	3,368	0.66	13.21
深证综指	2,038	1.38	10.87
深圳创业板	2,268	0.50	19.91
美国道琼斯	43,408	0.32	15.17
美国标普 500	5,917	0.00	24.05
美国纳斯达克	18,966	-0.11	26.35
德国 DAX	19,005	-0.29	13.45
法国 CAC	7,198	-0.43	-4.57
英国富时 100	8,085	-0.17	4.55
日本日经 225	38,352	-0.16	14.61
澳洲 ASX 200	8,326	-0.57	9.69
台湾加权	22,688	-0.70	26.53

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	33,852	-0.04	13.51
恒生工商业	11,124	0.34	20.47
恒生地产	15,695	0.55	-14.36
恒生公用事业	34,606	-0.06	5.27

资料来源: 彭博

到明年的 15.4%，明年公司总体的整车毛利率仅为 12.9%，距离盈亏平衡点较远。

费用控制难见成效：公司 2025 年将继续加大对乐道销售网络扩张和换电站的建设，这将继续拖累公司的盈利水平。虽然我们假设明年公司收入将同比增长 45%，并乐观假设销管研费用的绝对值能同比保持相对稳定，但明年销管研的合计费用率仍可能高达 30.6%。按照公司现在的费用趋势，即使总销量达到 70 万辆，仍难以实现盈亏平衡。维持持有评级，目标价 5 美元，基于 0.8x FY25E P/S。 ([链接](#))

■ 赛默飞世尔科技 (TMO US, 首次覆盖-买入, 目标价: 670 美元) - 全球生命科学巨头将持续受益于行业改善趋势

赛默飞世尔科技凭借其广泛的产品和服务组合，已成为全球生命科学服务领域的领导者。基于其规模经济、强大的行业整合能力和一体化平台的服务能力，尤其是在客户库存情况和 biotech 融资预期回暖背景下，我们对公司作为全球生命科学行业领导者的长期前景充满信心。

公司拥有行业内的最大的业务规模和服务范围。赛默飞世尔科技以医药客户为核心服务对象，已将其业务从生命科学上游推广至下游的 CXO 领域。作为行业中唯一的一体化服务平台，赛默飞世尔科技提供的产品和服务涵盖了从发现到临床试验再到商业化生产的药物研发所有阶段，使其能够在内部各业务部门之间实现交叉销售，从而达到跨部门的协同效应。赛默飞世尔科技的 bioproduction（生物生产）服务为其 CDMO 业务在赢得客户订单方面提供了竞争优势，而 CDMO 业务也可帮助其临床 CRO 业务解决日益严峻的客户临床试验药物供应难题。

丰富的财务资源助力公司成为高效的行业整合者。赛默飞世尔科技是全球生命科学行业中的积极整合者，公司将并购作为其核心战略，并为此投入了大量资源。管理层预计未来 60%-75% 的资本配置将用于收并购。尽管过去公司完成多个收并购，赛默飞世尔科技仍能持续产生稳健自由现金流，为未来的进一步扩张提供了坚实的财务基础。

多个增长驱动因素预示着良好的行业长期增长前景。全球生命科学市场的增长前景受到多种因素的影响，包括全球对药品的需求、药物生产成本、药物研发支出、制药公司和 CXO 公司的资本开支，以及医药行业融资趋势，这些因素均指向良好的长期行业增长前景。我们认为，鉴于美联储进入降息通道，biotech 融资将有望恢复，这将推动客户需求的复苏。

下游客户去库存问题有望在 2024 年内完成。全球制药行业在 COVID-19 疫情爆发后遇到了高库存水平的挑战。受 COVID-19 疫情影响，药物研发公司在 2021 年积累了大量原材料，2022 至 2023 年期间，库存保持相对稳定，但仍处于历史高位。然而，多家全球头部生命科学公司管理层表示，下游客户的库存正回归正常水平。因此我们预计，下游客户可能在 2024 年内前完成去库存，并恢复正常下单节奏。

首次覆盖赛默飞世尔科技，给予买入评级，目标价 670 美元。我们预计公司在 2024E/ 25E/ 26E 收入同比增长 +0.4%/ +5.6%/ +8.3%，非 GAAP 净利润同比增长 -1.0%/ +5.7%/ +10.4%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 23.6x/ 21.9x/ 19.6x。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	22.78	30.00	32%	3.6	2.2	3.5	13.4	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.32	19.00	43%	8.1	10.8	1.3	19.3	3.5%	
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	12.22	19.60	60%	6.6	6.1	1.0	18.3	9.1%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.43	5.98	35%	13.4	11.4	2.9	26.3	6.5%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.32	17.61	23%	7.7	7.1	2.9	40.6	10.0%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	370.80	451.11	22%	170.1	139.9	21.1	12.0	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	92.71	133.86	44%	24.2	19.4	6.7	31.8	1.3%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	194.26	276.02	42%	N/A	N/A	45.5	N/A	0.0%	
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	143.70	162.81	13%	58.7	N/A	5.4	8.0	0.2%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	25.55	35.50	39%	6.3	6.3	0.8	14.9	4.9%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.22	14.00	15%	8.5	8.1	1.0	13.1	4.9%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	410.80	525.00	28%	18.7	17.2	3.7	20.1	1.1%	
网易	NTES US	互联网	买入	87.53	125.50	43%	1.7	1.6	2.9	21.5	2.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	86.77	132.20	52%	1.4	1.2	1.5	N/A	1.0%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.80	6.13	61%	16.5	14.1	1.4	9.7	4.5%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.36	4.38	30%	129.2	78.1	8.6	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	28.00	32.70	17%	28.3	22.6	3.6	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.25	44.41	42%	16.2	11.3	2.0	24.2	2.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	138.14	186.00	35%	28.7	19.9	7.9	31.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	433.90	426.00	-2%	39.7	30.5	7.7	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT 服务	买入	9.05	10.80	19%	N/A	131.2	3.5	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 11 月 20 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責任。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。