

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 腾讯 (700HK, 买入, 目标价: 525.0 港元) - 消费互联网业务收入占比提升推动利润率改善

腾讯公布了符合预期的 3Q24 业绩: 总收入同比增长 8%至人民币 1,672 亿元, 符合招银国际/彭博一致预期的 1,668/1,679 亿元; 非 IFRS 下营业利润同比增长 19%至 613 亿元人民币, 符合招银国际预期的 614 亿元。展望未来, 我们继续看好公司 4Q24 盈利增长前景, 主要得益于游戏收入增长加速以及营销业务的增长韧性。从更长期来看, 我们预计微信生态内广告商业化水平的提升以及电商基础设施的发展将会是公司新的盈利增长驱动力。我们将 FY24-26E 非 IFRS 净利润预测略微上调了 1-2%以反映公司经营杠杆的持续释放。我们维持基于 SOTP 的目标价 525.0 港元。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 鸿腾精密 (6088HK, 买入, 目标价: 4.38 港元) - 三年期业绩指引超越市场预期, 提升目标价至 4.38 港元

鸿腾精密公布了 3Q24 业绩, 收入/净利润分别同比增长 1%和 24%, 与公司先前给出的指引大体一致; 公司在昨天上午举办了投资者业绩说明会, 会议期间公布了公司未来三年 (FY25-27E) 的业绩指引, 主要涉及 FY25-27E 三年收入 CAGR 20%, 以及到 2027 年 GPM 和 OPM 分别达到 22%和 8%, 表达出管理层对于公司收入持续增长、利润率扩张趋势的信心。市场投资者对于公司在业绩说明会上给出的指引反响正面。

具体来说, 鸿腾精密 3Q24 业绩符合预期, 净利润率增长明显。消费电子主营业务方面反映出受到市场环境较弱的影响, 但是 AI 服务器相关互连产品收入大幅增长。季度毛利率 21.7%, 环比提升明显, 但是同比有所下滑, 主要是由于汽车电子相关高毛利业务受到市场环境表现较弱。季度核心经营利润率达到 8.2% (对比 1Q/2Q24 的 2.5%/4.1%) 有明显改善, 主要是由于公司积极提升管理效率、降低生产经营成本和有效的费用管控。展望 4Q24/FY24, 公司管理层大体维持了前期给出的全年业绩指引, 仅有全年 OPM 目标小幅调整至 4.5%, 主要还是由于上半年经营利润率的压力较大。我们预计公司 FY24 收入/净利润将同比增长 9%/43%。展望未来三年, 公司管理层给出了 FY25-27E 三年收入 CAGR 20%, 至 2027 年 GPM 和 OPM 分别达到 22%和 8%的业绩指引, 主要是受到 AI 服务器相关产品的客户和订单渗透、Auto-Kabel 集团公司收购并表和大客户 AirPods 产品在印度产能扩张所驱动, 公司将继续在 5G&AIoT、EV 和声学的“3+3 战略”方向上深化发展。在 AI 服务器相关产品方面, 目前公司供应的 AI 服务器相关连接器产品已经开始出货, 并且在 4Q24 可以看到 CDU 液冷快接头和电源 busbar 产品开始交付。在 EV 业务方面, Auto-Kabel 公司收购案已经进展至尾声, 预计将在 FY25 看到明显收入贡献。在 AirPods 业务方面, 公司在印度产线建设进度符合预期, 并预计在明年年初将看到产能爬坡放量。

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	19,823	-0.12	16.28
恒生国企	7,131	0.05	23.62
恒生科技	4,456	-0.03	18.37
上证综指	3,439	0.51	15.61
深证综指	2,120	0.16	15.34
深圳创业板	2,417	1.11	27.80
美国道琼斯	43,958	0.11	16.63
美国标普 500	5,985	0.02	25.48
美国纳斯达克	19,231	-0.26	28.11
德国 DAX	19,003	-0.16	13.44
法国 CAC	7,217	-0.14	-4.33
英国富时 100	8,030	0.06	3.84
日本日经 225	38,722	-1.66	15.71
澳洲 ASX 200	8,193	-0.75	7.94
台湾加权	22,860	-0.53	27.49

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	33,747	-0.08	13.16
恒生工商业	11,237	-0.04	21.70
恒生地产	16,108	-0.89	-12.11
恒生公用事业	34,438	-0.89	4.76

资料来源: 彭博

我们上调公司 FY25/26E EPS 预测值 3%/5%以反映 3Q24 业绩及非常正面的业绩指引，新的目标价 4.38 港元（前值：4.25 港元）依然是基于 13 倍的 FY25E 市盈率倍数，维持“买入”评级。公司目前股价对应 9.3x/7.1x FY25/26E 市盈率倍数，依然很具有吸引力。公司近期的股价驱动因素包括：GB200 AI 服务器新料号验证进展，印度地区 AirPods 产线建设和 Auto-Kabel 公司收购完成并表进展。（[链接](#)）

■ 百济神州（BGNEUS，买入，目标价：276.02 美元）-Non-GAAP 利润持续增长

强劲的产品销售。3Q24 百济神州产品销售额 9.93 亿美元（环比+8%，同比+67%）。2024 年前九个月的总产品销售额达到了 26.6 亿美元，占我们先前 2024 全年预测的 69%。3Q24 泽布替尼的销售额环比增长 8%、同比增长 93% 至 6.9 亿美元。与上一季度 30%的环比增长相比，第三季度的增速放缓，主要原因是第二季度有一次性 1500 万美元销售订单的正面影响以及季节性波动。尽管如此，泽布的销售势头依然强劲，这得益于在美国（环比+5%至 5.04 亿美元）和欧盟（环比+20%至 9700 万美元）的出色表现。3Q24 泽布在全球市场中的份额已经提升至 25%，呈现逐个季度提升的趋势。作为同类最佳的 BTK 抑制剂，我们预计泽布将在全球市场中占据领先的份额。

持续实现 non-GAAP 盈利。3Q24 产品毛利率为 82.8%（2Q24 为 85.0%），下降主要是由于替雷利珠单抗生产线升级导致的 1700 万美元加速折旧费用，预计 2025 年这一影响将消失。销售管理费用比率降至 46%（2Q24 为 48%）。3Q24 录得净亏损 1.21 亿美元（2Q24 为 1.2 亿美元）。扣除股份支付和折旧摊销的影响后，3Q24 调整后的利润达到 6600 万美元，高于 2Q24 的 4800 万美元。三季度百济神州从运营活动中产生了 1.88 亿美元的正现金流。伴随强劲的销售势头和不断改善的运营利润率，我们预计百济神州将在 2025 年实现盈亏平衡。

下一波重磅药物临床进展顺利。百济神州于 2023 年底启动了 sonrotoclax（Bcl-2）+ 泽布一线治疗 CLL 的全球三期研究，预计 1Q25 将完成入组。Sonrotoclax 在 RR MCL 全球二期和 RR CLL 中国二期的试验结果预计将在 2H25 公布，如果结果积极，可能提交上市申请。Sonrotoclax 针对 RR CLL 和 RR MCL 的三期临床预期将在 1H25 启动。BGB-16673（BTK CDAC）已在 RR CLL 中开始了具有注册潜力的扩展队列研究，并计划于 1H25 启动三期研究。BGB-16673 在一项针对 BTKi/Bcl-2 经治的 RR CLL 患者的 I 期试验中，展示了 78% 的 ORR，同竞品 NX-5948 具有可比性。BGB-43395（CDK4 抑制剂）将于 2024 年 12 月的 SABCS 会议上发布一期数据。同时，百济神州正在推进多个新分子的早期研究，包括小分子、ADCs、双/三抗和降解剂。

维持“买入”评级。考虑到百济神州不断改善的利润率、泽布强劲的增长势头以及多种创新资产的重磅潜力，百济神州仍然是我们的首选推荐。我们将公司目标价调整为 276.02 美元（前值：288.93 美元）。（[链接](#)）

■ **巨子生物 (2367 HK, 买入, 目标价: 66.15 港元) - 双十一收官, 双品牌强势增长**

2024 年双十一收官, 公司两大核心品牌可复美与可丽金线上增速靓丽。双十一期间 (10 月 8 日至 11 月 11 日), 可复美与可丽金的线上全渠道 GMV 分别同比增长超 80%和超 150%, 较今年“618”均有提速。可复美和可丽金在抖音平台爆发式增长, 双十一期间分别同比增长超 100%和超 500%。根据《天下网商》联合天猫发布的品牌成交排行榜 (10 月 21 日至 11 月 11 日), 可复美在天猫快消品牌销售榜名列第 14, 护肤品牌销售榜名列第 12, 在国货品牌排名第三。可复美在抖音电商双十一大促护肤品牌总榜中名列第四, 国货品牌第三。可复美胶原棒延续高增长, 新品表现亮眼。可丽金新品发力, 增长潜力快速释放。我们认为, 不断丰富的产品矩阵将推动品牌长期增长。

维持“买入”评级, 目标价 66.15 港元。我们继续看好公司护肤品类的快速增长, 预期注射类胶原蛋白产品将于 1Q25E 获批。我们小幅上调了公司 FY24-26 的盈利预测, 基于 DCF 模型, 上调目标价 66.15 港元 (WACC: 10.9%, 永续增长率: 3.0%; 前值: 62.07 港元), 目标价对应 25x FY25E 经调整市盈率, 20x FY26E 经调整市盈率。 ([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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		ROE (%)	股息率
							1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	22.61	30.00	33%	2.6	1.7	3.1	13.4	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.62	14.00	3%	9.3	15.8	1.4	16.7	3.1%	
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	12.90	19.60	52%	6.9	6.4	1.1	18.3	8.6%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.28	5.98	40%	13.0	11.0	2.8	26.3	6.8%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	13.32	17.61	32%	7.2	6.6	2.7	40.6	10.8%	
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.36	7.50	40%	11.9	10.5	1.3	13.9	6.6%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	99.90	133.86	34%	26.1	20.9	7.2	31.8	1.2%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	193.64	288.93	49%	N/A	N/A	45.2	N/A	0.0%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.70	35.50	44%	6.1	6.1	0.8	14.9	5.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.94	14.00	17%	8.3	7.9	1.0	13.1	5.1%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	401.00	525.00	31%	18.2	16.8	3.6	19.1	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	91.78	133.80	46%	1.5	1.3	1.6	N/A	1.0%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.87	6.13	58%	16.8	14.3	1.5	9.7	4.4%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.68	4.25	59%	103.1	63.8	6.9	7.3	0.1%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	28.20	32.29	15%	29.1	24.5	3.6	11.1	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.70	44.41	55%	14.9	10.4	1.8	24.2	2.2%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	147.50	186.00	26%	30.7	21.2	8.4	31.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	467.81	426.00	-9%	42.8	32.9	8.3	21.3	0.2%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.23	10.80	31%	N/A	119.3	3.2	N/A	0.0%	
短仓												
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	20.55	21.40	4%	10.0	9.2	1.2	13.6	6.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 11 月 13 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编制的报告。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。