

每日投资策略

宏观策略、行业/公司点评

宏观策略

■ 中国经济 - 信贷增速见底回升但不平衡

近期政策刺激之后，政府债券净融资和住房与耐用品销售回暖，信贷增速开始触底反弹，12 月社会融资存量、住户中长期贷款和 M2 增速均有所回升。但企业信贷需求延续走弱，新增贷款和债券净融资仍在萎缩，由于产能过剩和通缩压力，私营企业资本支出疲软。

展望未来，货币政策将保持宽松。上半年存款准备金率可能下调 50 个基点。下半年政策利率可能下调 20-30 个基点，因可能的特朗普冲击和前期政策刺激效应减弱。社会融资规模和人民币贷款余额增速可能从 2024 年底的 8% 和 7.6% 小幅升至 2025 年底的 8% 和 8.1%。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国科技行业 - 4Q24 全球智能手机出货量略超预期；小米/Vivo 出货表现优于苹果/三星

受中国促销活动、新机型发布和以旧换新活动所驱动，四季度全球智能手机出货量同比增长 2.4% 至 3.32 亿部。按品牌厂商表现来看，小米/Vivo 在第四季度表现优于同行，出货量分别同比增长 4.8%/12.7%，而苹果/三星同比下降 4.1%/2.7% 导致份额下滑。展望 2025 年，我们预计全球智能手机出货量将同比增长 3%，受益于 iPhone 17 周期、AI 集成和中国补贴政策。对于行业首选个股，我们更看好小米集团的市场份额增长和汽车业务增长，看好比亚迪电子的 iPhone/iPad 零部件和安卓业务，以及鸿腾精密受益于 iPhone 周期和 AirPods 业务增长。智能手机产业链其他受益个股包括瑞声科技、舜宇光学科技、丘钛科技、立讯精密和通达集团。 ([链接](#))

公司点评

■ 百济神州 (ONC US, 买入, 目标价: 282.71 美元) - 转折点到来: 预计 2025 年实现经营利润转正

百济预计在 2025 年实现 GAAP 下的经营利润盈亏平衡。非 GAAP 下的经营利润在 3Q24 达到了 6600 万美元。这是连续第二个季度实现非 GAAP 盈利。此外，百济在 3Q24 实现了 1.88 亿美元的经营活动现金流入，这是公司首次报告正向的季度经营现金流。百济将在今年二月年报电话会上提供 2025 年全年的收入和盈利指引。

早期资产数据读出值得期待。百济在 2024 年把 13 种新分子推进临床试验。BGB-43395 (CDK4 抑制剂) 的数据预计将在 1H25 公布，随后在 2H25 将公布其他早期资产的概念验证数据，包括泛 KRAS 抑制剂、B7-H4 ADC、EGFR CDAC、IRAK4 CDAC 和 B7-H3 ADC 等。特别是，BGB-43395 显示

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 | 19,220 | 1.83 | 12.74 |
| 恒生国企 | 6,987 | 2.10 | 21.13 |
| 恒生科技 | 4,352 | 3.08 | 15.61 |
| 上证综指 | 3,241 | 2.54 | 8.94 |
| 深证综指 | 1,916 | 4.21 | 4.24 |
| 深圳创业板 | 2,076 | 4.71 | 9.75 |
| 美国道琼斯 | 42,518 | 0.52 | 12.81 |
| 美国标普 500 | 5,843 | 0.11 | 22.50 |
| 美国纳斯达克 | 19,044 | -0.23 | 26.87 |
| 德国 DAX | 20,271 | 0.69 | 21.01 |
| 法国 CAC | 7,424 | 0.20 | -1.58 |
| 英国富时 100 | 8,202 | -0.28 | 6.06 |
| 日本日经 225 | 38,474 | -1.83 | 14.97 |
| 澳洲 ASX 200 | 8,231 | 0.48 | 8.43 |
| 台湾加权 | 22,798 | 1.37 | 27.14 |

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 | 33,489 | 1.23 | 12.29 |
| 恒生工商业 | 10,809 | 2.32 | 17.06 |
| 恒生地产 | 14,324 | 0.45 | -21.84 |
| 恒生公用事业 | 34,093 | 0.51 | 3.71 |

资料来源: 彭博

出初步的临床疗效和良好的安全性，1期研究中，BGB-43395仅表现出3.1%的≥3级中性粒细胞减少症，显著低于atirmociclib（辉瑞的CDK4抑制剂）的18.2%，palbociclib（辉瑞的CDK4/6抑制剂）的66%，ribociclib（诺华的CDK4/6抑制剂）的62%，以及abemaciclib（礼来的CDK4/6抑制剂）的19-32%。百济预计BGB-43395的销售峰值将超过50亿美元。公司正在规划其针对一线和二线HR+乳腺癌的三期临床试验，其中二线三期试验最早可能在4Q25启动。

进一步验证泽布替尼同类最佳的潜力，巩固市场地位。泽布替尼3Q24的全球销售额达到了6.9亿美元，全球市场份额增加到了约25%。在美国，泽布替尼目前是一线和RR CLL新患者处方中第一大BTK抑制剂。对于RR CLL，泽布替尼是唯一一个显示出优于ibrutinib疗效的BTK抑制剂。在AMPLIFY试验中，针对1L CLL，acalabrutinib + venetoclax在第14个月时显示了34.4%的uMRD阴性率，42个月PFS率为69%。相比之下，泽布替尼+sonrotoclax在第12个月实现了91%的uMRD阴性率，并且在SEQUOIA试验中，泽布替尼单药实现了83%的42个月PFS率。我们预计泽布替尼将继续在120亿美元的全球CLL市场中获得更多的市场份额。

扩展血液学产品线。泽布替尼+sonrotoclax（Bcl-2抑制剂）对比venetoclax + obinutuzumab用于1L CLL的三期临床接近完成入组。Sonrotoclax用于RR MCL（全球）和RR CLL（中国）的二期数据预计在2H25公布，数据积极将进行上市申报。BGB-16673（BTK CDAC）正在进行一项针对BTKi耐药CLL的潜在关键性二期临床，结果预计2026年发布。百济还计划在2H25启动BGB-16673与pirtobrutinib在二线CLL中的头对头试验，体现了公司对该药物的信心。

维持买入评级。百济在其产品组合中继续取得重大进展，财务状况显著改善，早期管线前景可观。我们将基于DCF估值法的目标价调整为282.71美元（前值：276.02美元；WACC：9.32%，永续增长率：3.0%）。（[链接](#)）

■ 巨子生物（2367 HK，买入，目标价：69.19港元） - 线上2024年线上增速靓丽，上调业绩指引

2024年收官，可复美和可丽金线上GMV增长亮眼。公司上调2024年业绩指引，预期收入增长50+%，归母净利润增长40%左右。魔镜数据显示，巨子生物旗下可复美品牌的美容护肤品类2024年在天猫淘宝（“猫淘”）渠道的GMV增速高达42%，在猫淘渠道TOP30品牌中排名第二，仅次于儒意。2024年，可复美和可丽金在猫淘、京东、抖音（三大线上平台）的GMV共计达54亿元，同比增长57%。我们继续看好公司护肤产线在2025年保持快速增长，期待首款重组胶原蛋白注射类产品在今年1季度获批。维持“买入”评级，上调基于DCF估值法的目标价至69.19港元。

可复美延续强劲增长势头，抖音平台引领销售增长。根据魔镜数据，2024年，可复美在抖音的GMV同比增长106%，延续爆发态势。面部精华和乳液/面霜品类是可复美GMV增长的主要驱动力，两大品类在猫淘平台分别同比增长42%和156%，主要得益于胶原棒快速增长和新品焦点面霜的快速放量。我们预期胶原棒和焦点面霜将在2025年继续驱动可复美品牌的快速增长。

可丽金开启高速增长，提供公司第二成长动力。根据魔镜数据，2024年，可丽金在三大线上平台的总GMV达到6.6亿元，同比高速增长103%。我们认

为，创客村渠道调整的负面影响已经逐步消化完毕。我们预期，可丽金将成为公司新的成长动力，助力公司从单品牌发展到双品牌，乃至进一步成长为综合性护肤品龙头。

胶原蛋白注射类产品获批备受期待。2024 年 12 月，公司一款针对中重度颈纹的三类医疗器械“注射用重组胶原蛋白填充剂”获优先审批资格。此外，一款针对眼周细纹填充的注射用重组胶原蛋白注射产品的注册正在按计划推进中，预计将于今年 1 季度获批。我们看好巨子生物在重组胶原蛋白领域的技术优势，相信凭借公司现有广泛的分销网络和强大的品牌认知度，注射类产品将成为公司重要的长期增长引擎。

维持“买入”评级，目标价 69.19 港元。考虑到公司上调了 2024 年收入增速指引且好于我们此前预期，我们上调了公司 FY23-25E 的收入年复合增速至 43.5%，基于 DCF 模型，上调目标价至 69.19 港元（前值：66.15 港元；WACC: 11.3%，永续增长率：3.0%），目标价对应 24x FY25E 经调整市盈率，19x 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 | 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 | 22.33 | 30.00 | 34% | 3.5 | N/A | 3.2 | 13.4 | 0.0% | |
| 吉利汽车 | 175 HK | 汽车 | 买入 | 13.96 | 19.00 | 36% | 8.7 | 11.6 | 1.4 | 19.3 | 3.6% | |
| 中国宏桥 | 1378 HK | 装备制造 | 买入 | 11.44 | 19.60 | 71% | 6.2 | 5.7 | 0.9 | 18.3 | 10.9% | |
| 波司登 | 3998 HK | 可选消费 | 买入 | 3.65 | 6.05 | 66% | 11.8 | 10.1 | 2.4 | 25.4 | 7.5% | |
| 江南布衣 | 3306 HK | 可选消费 | 买入 | 16.84 | 17.61 | 5% | 9.1 | 8.3 | 3.5 | 40.6 | 8.4% | |
| 百胜中国 | 9987 HK | 可选消费 | 买入 | 342.80 | 450.26 | 31% | 152.4 | 128.4 | 20.0 | 13.0 | 0.2% | |
| 珀莱雅 | 603605 CH | 必选消费 | 买入 | 86.58 | 133.86 | 55% | 22.6 | 18.2 | 6.3 | 31.8 | 1.4% | |
| 百济神州 | ONC US | 医疗 | 买入 | 200.99 | 276.02 | 37% | N/A | N/A | 55.2 | N/A | 0.0% | |
| 联影医疗 | 688271 CH | 医疗 | 买入 | 125.83 | 162.81 | 29% | 67.3 | N/A | 5.1 | 7.8 | 0.3% | |
| 中国太保 | 2601 HK | 保险 | 买入 | 22.45 | 35.50 | 58% | 5.5 | 5.5 | 0.7 | 14.9 | 5.5% | |
| 中国财险 | 2328 HK | 保险 | 买入 | 12.00 | 14.00 | 17% | 8.3 | 7.9 | 1.0 | 13.1 | 5.0% | |
| 腾讯 | 700 HK | 互联网 | 买入 | 375.00 | 525.00 | 40% | 15.7 | 14.5 | 3.4 | 20.1 | 1.2% | |
| 网易 | NTES US | 互联网 | 买入 | 96.03 | 125.50 | 31% | 1.9 | 1.8 | 3.2 | 21.5 | 2.1% | |
| 阿里巴巴 | BABA US | 互联网 | 买入 | 81.68 | 132.20 | 62% | 1.3 | 1.1 | 1.4 | N/A | 1.1% | |
| 绿城服务 | 2869 HK | 房地产 | 买入 | 3.80 | 6.13 | 61% | 16.5 | 14.1 | 1.5 | 9.7 | 4.4% | |
| 鸿腾精密 | 6088 HK | 科技 | 买入 | 3.35 | 4.38 | 31% | 128.8 | 77.9 | 8.6 | 7.3 | 0.0% | |
| 小米集团 | 1810 HK | 科技 | 买入 | 33.75 | 32.70 | -3% | 34.1 | 27.2 | 4.3 | 11.3 | 0.0% | |
| 比亚迪电子 | 285 HK | 科技 | 买入 | 38.60 | 44.41 | 15% | 19.6 | 14.3 | 2.5 | 18.6 | 1.5% | |
| 中际旭创 | 300308 CH | 半导体 | 买入 | 114.35 | 186.00 | 63% | 23.8 | 16.5 | 6.5 | 31.2 | 0.6% | |
| 北方华创 | 002371 CH | 半导体 | 买入 | 391.35 | 426.00 | 9% | 35.8 | 27.5 | 7.0 | 21.3 | 0.3% | |
| 金蝶 | 268 HK | 软件&IT服务 | 买入 | 8.40 | 10.80 | 29% | N/A | 121.7 | 3.3 | N/A | 0.0% | |

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年1月14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策。

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策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。