

中国策略

金秋十月：乘风破浪

- **宏观：**国庆期间，服务消费温和增长，耐用品销售强劲反弹，一线城市房地产市场情绪明显改善。近期政策转向强力宽松，带动中国股市大幅上涨，提振了投资者信心。但目前政策举措仍难以扭转经济放缓和通缩趋势，企业和消费者信心依然疲弱。为了重振经济并扭转通缩，还需要额外政策，包括向家庭提供财政转移支付、有效化解过剩产能以及通过市场化改革重振企业家精神。
- **互联网：**出境游需求持续复苏，符合预期；假期再次提振本地服务需求。根据国家移民管理局预测数据，出入境旅游人次与 2019 年同期相比约恢复至 88%，出境游整体恢复节奏符合我们的预期。头部 OTA 平台（携程、同程）的数据显示，出境游业务持续表现亮眼，或预示三季度业绩较为乐观。根据美团的数据，国庆假期前五日国内线上生活服务日均 GTV 同比增长 41.2%，其中游客产生的线上生活服务 GTV 同比增长 69.6%，我们认为这表明本地生活服务线上渗透率大幅提升。近期市场反弹后，由于行业竞争比预期更为缓和、成本控制有效以及用户补贴支出更加审慎，整体行业盈利增长前景有所改善，我们认为行业估值有进一步重估的空间，而基于基本面稳健改善逻辑寻求盈利增长和股东回报的确定性可能仍然是行业选股的核心主线。考虑当前估值、基本面改善空间以及价值重估潜力，我们重申对阿里巴巴、腾讯、拼多多和快手的“买入”评级。
- **医疗：**看好医疗行业估值修复和基本面改善。MSCI 中国医疗指数跟随市场大幅反弹，但年初至今仍累计下跌 5.7%，跑输 MSCI 中国指数 36.9%。我们认为，随着第一波估值修复快速完成，接下来股价表现将主要由估值修复和基本面双重驱动，看好 CXO、创新药、消费医疗、医疗设备板块。我们看好药明康德、百济神州、信达生物、三生制药、固生堂、科伦博泰、巨子生物和迈瑞医疗。1) CXO：随着《生物安全法案》靴子基本落地，我们预计 CXO 公司估值将大幅修复。降息环境下全球生物医药融资将反弹，带动 CXO 需求复苏。2) Biotech/pharma：随着国内新一轮医保谈判落地，我们预计进入医保的国内创新药将显著增加，尽管面临适度降价。3) 医疗设备：我们预计医疗设备更新项目进展将提速，推动相关企业 24 年四季度和 25 年一季度盈利回升。
- **食品饮料/美妆护肤：**预计数据改善将进一步支撑股价表现。根据交通运输部数据，国庆假期前六日跨区域人员流动量与 2023/2019 年相比增长了 3.2% /24.1%，或推动饮料、零食、啤酒等户外场景消费。随着支持政策的落地，预计假期期间消费者情绪的改善将很快从数据中得到验证，从而进一步助力行业股票表现。此外，由于双十一预售开始时间提前且持续时间更长，在消费者信心整体恢复的背景下，即将到来的购物节表现可能会超出预期。我们推荐细分行业领导者华润啤酒（291 HK）和珀莱雅（603605 CH）。
- **可选消费：**今年国庆假期期间客流量强劲（与中秋节和端午节相比，复苏率有所提高），但消费能力仍然较弱。尽管零售销售增长仍然面临压力，但与 9 月相比，我们看到环比有所改善，或有望支撑行业估值修复。子行业而言，我们认为家用电器和服装零售增长好于预期，而运动服装、餐饮和旅游

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

冯键嵘, CFA

等行业仅符合我们的预期。随着各项货币和财政刺激政策的推出，我们预计基本面将触底回升，行业估值将获得修复（我们认为空间依然很大）。

我们看好海尔智家（600690 CH/6690 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）、百胜中国（YUMC US/ 9987 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、亚朵（ATAT US，买入）。

- **汽车：今年“金九银十”的旺季特征更加显著。**基于我们在一线城市对主要品牌的渠道调研，今年国庆黄金周期间全行业的新车订单相较于去年同期更加强劲。我们维持对今年整体乘用车零售和批发销量分别同比增长 3% 和 2% 的预测，隐含今年第四季度零售销量将同比增长 2%，新能源市占率进一步提升。此外，考虑到新车型的加速推出，供给快速增加，我们预计汽车行业的价格战还将继续，汽车产业链在国内市场的盈利能力和估值或仍有压力。经过 9 月份市场反弹，我们覆盖的主要标的股价均较近期低点反弹超过 50%，在盈利预期没有改变的情况下，估值吸引力有所下降。我们认为敏实集团（425 HK，买入）可能是少数几个估值仍具吸引力的汽车股之一。我们仍然看好基本面稳健的整车厂，如吉利汽车（175 HK，买入）、理想汽车（LI US/2015 HK，买入）和比亚迪（1211 HK/002594 CH，买入），这些公司在宏观经济波动中更具韧性。

- **房地产：预计 10 月后的销售数据较为正面，四季度高层会议积极的政策基调将进一步支撑估值修复。**国庆假期前六天，二手房市场显著回暖，16 城二手房日均成交面积同比增 70%，远超 30 城新房日均成交面积（同比降 17%）。数据初步反映在政策刺激下市场交易气氛初步恢复。我们的渠道调研结果也令人惊喜。相比 2022 年 10 月的“三支箭”和今年 5 月实施的“517”政策，我们认为 924 政策的政策力度较大且实施难度较低。我们预计 4Q24（2025 年农历新年前）房地产行业将维持震荡修复态势，原因是 10 月以后销售数据或将持续回暖，市场情绪或会持续受多项会议中积极的政策口吻提振。轻资产方面，我们推荐基本面较强的华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK），地产中介贝壳（2423 HK/BEKE US）以及代建公司绿城管理（9979 HK）。开发商方面，我们推荐“地产+消费”概念的华润置地（1109 HK）。

- **资本品：A/H 溢价或回归正常化。**内地市场假期期间，香港市场强劲反弹，使 A/H 溢价大幅收窄。截至 10 月 7 日，恒生沪深港通 AH 股溢价指数跌至 128，为 2020 年以来的最低水平，表明溢价收窄。我们预计节后随 A 股重启，估值溢价将正常化。截至 10 月 7 日，中联重科-A（000157 CH，买入）的交易价格较中联重科-H（1157 HK，买入）溢价约 37%，A/H 历史平均溢价为 44%，而 3 年平均溢价甚至更高，达到 72%。从相对价值角度看，中联重科-A 更具吸引力。我们认为，更多稳定房地产市场的潜在政策将有助于缓解市场对中联重科国内塔式起重机和混凝土机械销售的担忧。截至 10 月 7 日，潍柴动力-A（000338 CH，买入）的交易价格较潍柴动力-H（2338 HK，买入）溢价约 13%，仍高于 10.7% 的历史平均水平，但低于 23% 的 3 年平均水平。我们预计重卡行业将小幅受益于设备更新政策。作为中国重卡行业的主要代表，潍柴动力-A 预计在节后 A 股重启后吸引大量资金流入。

图 1: 日成交额超过 5 亿港元 H 股较 A 股溢价或折价

公司名称	H/A溢价或折价 (%)	港股			A股		
		股票代码	价格 (港币\$)	日均成交额 (港币\$ 十亿)	股票代码	价格 (人民币)	日均成交额 (人民币 十亿)
中芯国际	-68	0981.HK	26.4	7.3	688981.SH	75.1	16.2
中信建投	-67	6066.HK	9.7	0.7	601066.SH	26.8	2.0
中国人寿	-66	2628.HK	16.3	2.4	601628.SH	44.0	1.7
中金公司	-63	3908.HK	14.6	1.8	601995.SH	36.4	2.2
中国银河	-58	6881.HK	6.8	1.0	601881.SH	14.7	3.4
中国交建	-53	1800.HK	5.2	0.8	601800.SH	10.2	1.2
新华保险	-51	1336.HK	28.1	1.5	601336.SH	51.7	3.7
华虹公司	-49	1347.HK	23.7	0.9	688347.SH	42.4	1.3
中国中铁	-44	0390.HK	4.2	0.6	601390.SH	6.9	2.9
中国铁建	-44	1186.HK	5.9	0.5	601186.SH	9.6	2.7
招商证券	-43	6099.HK	13.7	1.2	600999.SH	21.4	4.6
中国海油	-39	0883.HK	20.0	3.7	600938.SH	30.0	2.6
中国移动	-38	0941.HK	74.1	3.5	600941.SH	108.8	2.8
中国石化	-35	0386.HK	4.9	0.7	600028.SH	6.9	2.2
海通证券	-34	6837.HK	7.1	3.6	600837.SH	9.7	0.1
中国石油	-34	0857.HK	6.4	1.2	601857.SH	8.8	3.4
华泰证券	-33	6886.HK	12.9	0.8	601688.SH	17.5	6.1
中国太保	-33	2601.HK	28.3	0.7	601601.SH	37.9	3.9
工商银行	-32	1398.HK	4.7	2.1	601398.SH	6.3	6.7
中信证券	-31	6030.HK	21.3	2.3	600030.SH	27.8	21.8
国泰君安	-29	2611.HK	12.7	3.4	601211.SH	16.2	0.2
农业银行	-29	1288.HK	3.7	1.0	601288.SH	4.8	5.2
中远海控	-29	1919.HK	11.9	0.7	601919.SH	15.1	3.2
百济神州	-29	6160.HK	145.6	0.7	688235.SH	186.0	0.7
万科A	-28	2202.HK	7.2	1.5	000002.SZ	9.1	4.0
中国神华	-27	1088.HK	34.6	1.2	601088.SH	42.9	3.2
青岛啤酒	-27	0168.HK	58.7	0.6	600600.SH	73.1	0.8
中国平安	-21	2318.HK	50.5	5.4	601318.SH	58.4	12.9
邮储银行	-21	1658.HK	4.8	0.6	601658.SH	5.4	1.9
比亚迪	-14	1211.HK	298.8	2.3	002594.SZ	315.0	7.8
紫金矿业	-11	2899.HK	16.9	0.7	601899.SH	17.3	5.2
海尔智家	-10	6690.HK	31.9	0.8	600690.SH	32.0	2.1
招商银行	-7	3968.HK	39.7	1.2	600036.SH	38.7	5.5
药明康德	-6	2359.HK	56.3	0.6	603259.SH	54.9	6.5

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

■ 消费需求改善，但通缩压力仍在

长假期间服务消费温和增长。假期前六天，出行客流同比增长 3.2%，较 2019 年增长 24.1%；航空客流同比增长 12.7%，较 2019 年增长 22%。部分景区同比增长超 20%。

跨境旅游延续稳定复苏，但海南离岛免税销售相对平淡。出入境管理局预计，假期期间跨境旅客流量同比增长 18.5%，较 2019 年恢复率为 88%。然而，三亚和海口机场的客流量增长率却低于 5%。

得益于汽车、家电等“以旧换新”补贴政策，耐用品销售在节日期间表现强劲。财政部今年计划向消费者提供 1500 亿元补贴。部分省市汽车和家电零售额增幅分别超过 10% 和 30%。

然而，由于供给增长幅度超过需求，通缩压力依然存在。长假期间，机票价格平均同比下降 20%，较 2019 年下降 8%。同时，酒店价格平均下降超过 10%。

中国近期大幅放松房地产政策和信贷供应，两周前政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”。股市情绪率先好转，随后一线城市楼市情绪好转。二手房销售表现好于新房销售。

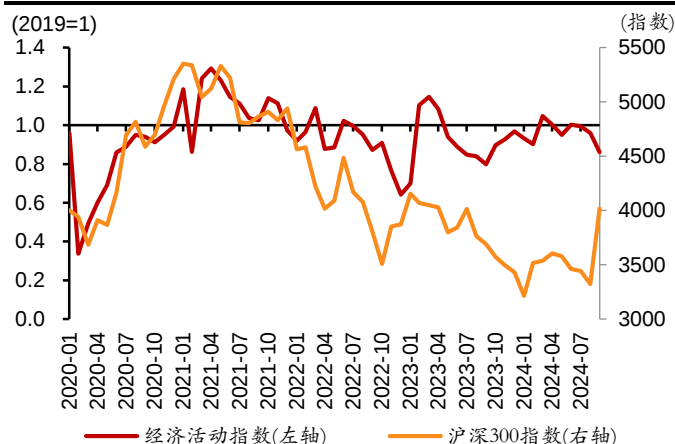
假期前六天，一线城市新房销售同比增长 83%，前九个月下降 28.3%。但二、三线城市新房销售延续跌势。与此同时，长假前六天，北京、青岛、无锡二手房销售量分别同比增长 88.6%、3,050% 和 11.1%。

■ 仍需更多政策以恢复信心

近期政策举措标志着最高决策层政策态度的重要转变，政治局会议提及经济目前面临困难，誓言推动房地产止跌回稳并努力提振股市。通过明确宣示目标，决策层增强投资者对金融市场信心。中国股市大幅上涨吸引大量投机资金流入。

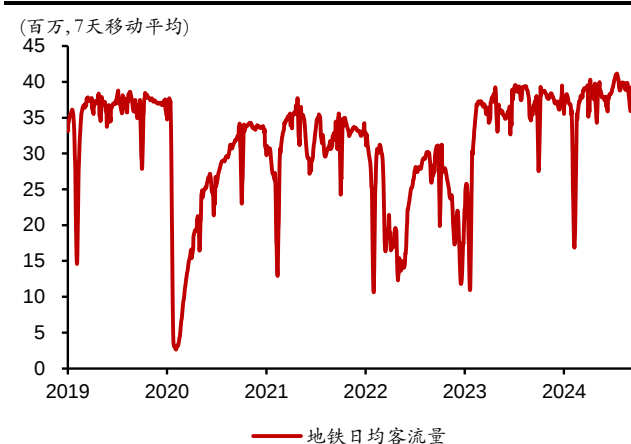
然而，近期政策举措可能很难扭转经济放缓和通缩趋势，商业和消费者信心仍然疲软。提振经济和扭转通缩仍需要额外政策支持，包括向家庭提供大量财政转移支付、有效化解过剩产能以及通过市场化改革恢复企业家精神。

图 2: 经济活动 & 沪深 300 指数



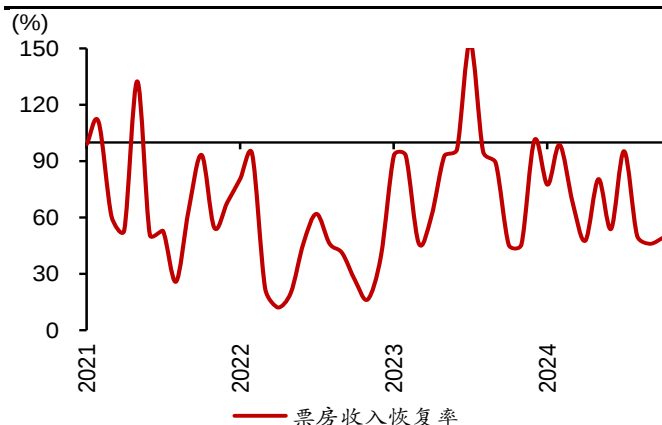
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 一线城市地铁客流量



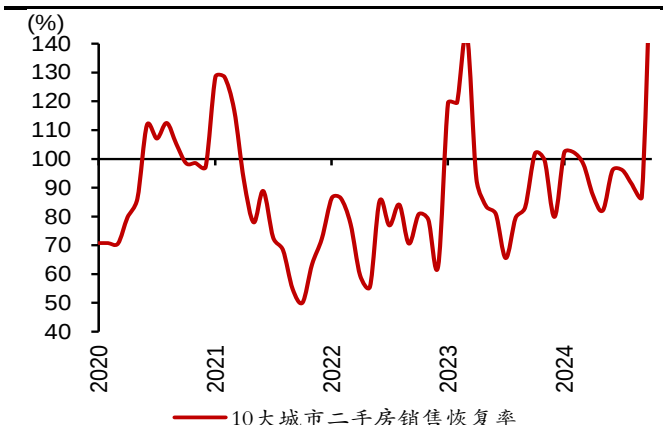
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 票房收入较 2019 年恢复率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

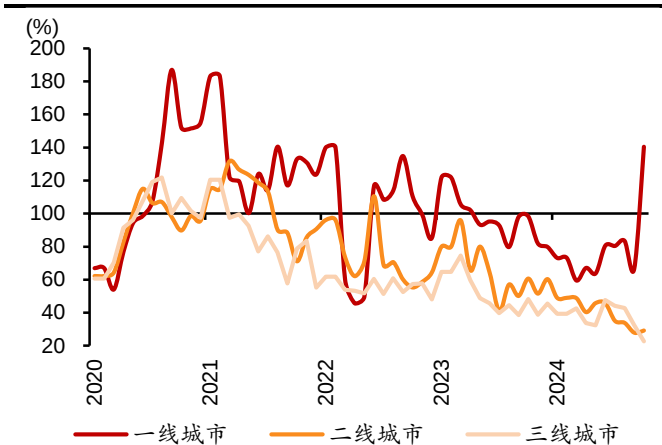
图 5: 二手房销售较 2019 年恢复率



*北京、杭州、青岛、厦门、深圳、成都、苏州、扬州、无锡、南宁等 10 个代表城市。

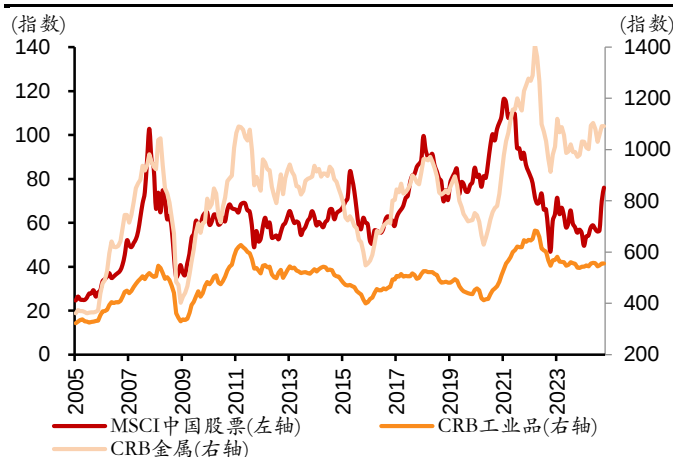
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 新房销售较 2019 年恢复率



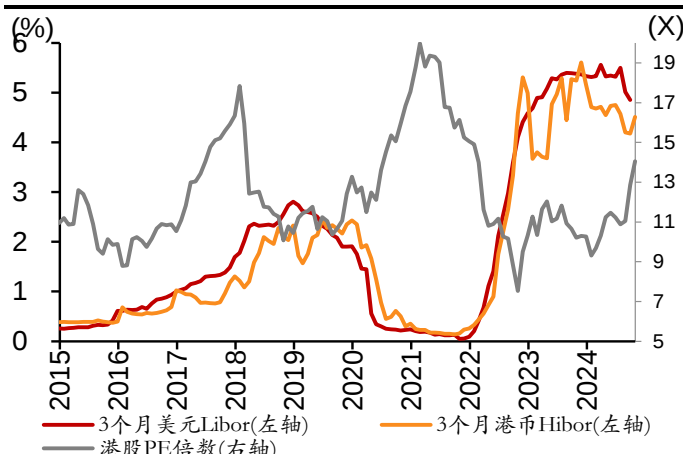
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国股票和全球大宗商品价格



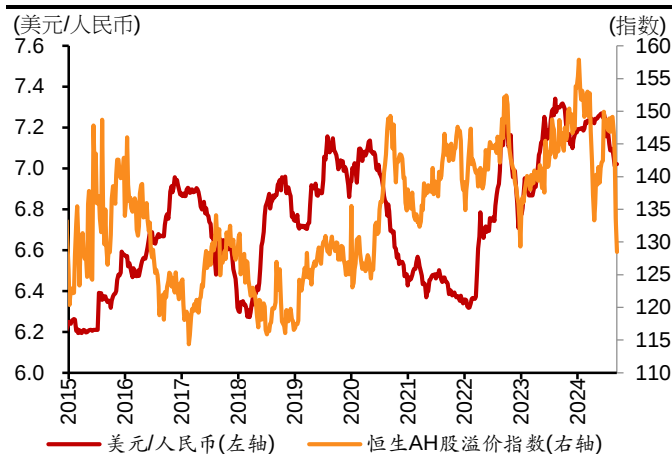
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 港股利率水平及市盈率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 人民币兑美元汇率及 A/H 股溢价指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

国庆假期整体旅游数据表明，国内旅行需求仍然健康，出境游复苏仍处于正轨。在最近的市场反弹之后，互联网和软件公司的整体行业平均估值已修复至 19 倍 2024 年 PE，2023-2025 年非 GAAP 净利润 CAGR 预测提升至 23%，而 5 月 17 日恒生科技指数创下今年首个高点时，行业估值水平为 19 倍 2024 年 PE，非 GAAP 净利润 CAGR 为 19%。截至 2024 年 10 月 7 日，恒生科技指数的整体市盈率已扩大至 22.2 倍，对比 1 年/2 年/3 年平均市盈率为 18.3 倍/23.7 倍/26.7 倍。我们认为，随着整体盈利增长前景因行业竞争缓和、有效的成本控制及更审慎的用户补贴而有所改善，行业估值或有进一步提升的空间，而基于稳健的基本面改善寻求盈利增长和股东回报的确定性可能仍是市场反弹后选股的主线逻辑（请参阅我们的[报告](#)）。我们重申对阿里巴巴、腾讯、快手、拼多多的“买入”评级。

图 10: 恒生科技指数 1 年远期 PE（情绪面和盈利前景改善支撑行业估值修复）



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

■ 出境游复苏情况符合预期

国庆假期整体数据表明，国际航班的复苏正步入正轨，消费者出境游需求仍然强劲。根据国家移民管理局的数据，今年国庆假期期间，预计每天平均有 198 万人次出入境，同比增长 2.7%，与 2019 年同期相比复苏率为 88%，相比今年劳动节假期 80% 的复苏率水平进一步提升，符合我们 85-90% 左右的预期。

头部 OTA 平台发布的数据也表明出境游需求同比增长稳健，相比行业平均水平，这些头部平台表现或持续较优。携程表示，今年国庆假期期间，其平台上的平均签证申请数量同比增长了 70%，平台上超过 60% 的游客选择了长途旅游，而短途和本地游仅占 20%。此外，前往一些东南亚国家的费用甚至低于一些国内旅游目的地，这进一步推动了出境游的需求。假期期间，携程平台上的入境和出境旅游预订量均创下历史新高。同程旅游的数据显示，低线城市的人们也对出境游有着强烈的需求：其平台上超过 40% 的出境游订单来自三线及以下城市，订单量同比增长了两倍，成为推动整体增长的主要因素。飞猪表示其平台上的出境游预订量同比增长了 50%，国庆假期期间国际酒店预订量 GTV 恢复到 2019 年的 120% 左右。

■ 美团本地生活服务线上 GTV 稳健增长

根据美团数据，国庆假期前 5 日，全国生活服务日均线上 GTV 同比增长 41.2%，其中游客产生的生活服务线上 GTV 同比增长 69.6%。此外，国庆假期前 5 日，美团平台夜间时段消费 GTV 同比增长了 44.8%。

■ 个股推荐

阿里巴巴 (BABA US, 买入, 目标价: 126.9 美元)：阿里巴巴的基本面稳步改善，体现在稳健的用户增长和用户参与度的提高，以及稳健的国际业务布局。增量技术服务费促进货币化率潜在进一步提升以及新广告产品的推出，有望促进收入和盈利增长前景改善。公司还通过股票回购、股息支付、支持具有战略重要性的新业务增长以推动长期股东价值提升，来全方位提高股东回报。相比一致预期，我们对阿里巴巴提升 2H FY25 淘天集团货币化率的能力更为乐观，得益于“全站推广”渗透率以及技术服务费率的提高。我们的目标估值为每股 ADS 126.9 美元，对应 15.4 倍 25 财年预测市盈率（非 GAAP）。

拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 187.9 美元)：我们仍然看好拼多多的长期增长前景，主要原因是：1) Temu 的 GMV 和收入增长强劲，有望支持拼多多的长期收入和盈利增长，推动拼多多的长期价值重估，此外，“半委托”商业模式的推出将有助于 2024 年单位经济效益 (UE) 的改善和好于预期的减亏成效；2) 新广告产品的推出有助于国内业务在 2024 年保持健康的收入和盈利增长。我们基于 SOTP 的目标价为 187.9 美元，对应 14.6 倍的 2024 年预测市盈率（非 GAAP），对比 58% 的 2023-2025 年非 GAAP 净利润 CAGR 预测，当前股价对应 13 倍 2024 年市盈率，仍然具有吸引力。

腾讯 (700 HK, 买入, 目标价: 480.0 港元)：我们预计腾讯将实现可持续的盈利增长，预测 2H24 总收入/非 IFRS 净利润将同比增长 9%/22%。展望未来，我们认为：1) 视频号和小游戏等高利润率业务将带来增量变现机会，并支持高质量的盈利增长；2) 在《地下城与勇士》手游 (DnF mobile) 的增量贡献和海外游戏业务强劲复苏的推动下，预计游戏收入将在 2H24 加速增长。我们看好腾讯 24 财年稳健的盈利增长前景（同比+36%）和股东回报率（约 3%），我们认为其目前 16 倍 24 财年市盈率（不包括战略投资）估值仍然公允。

快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 92.0 港元)：尽管电商 GMV 增速有所放缓，但我们仍然预计快手的核心商业收入（广告和电商）将维持超过同行的增速（预计 FY24-26E CAGR

为 16%)。随着高利润率业务收入占比提升和成本优化，我们预测 24-26 财年经调整利润 CAGR 为 43%。快手目前股价对应 10 倍 25 财年预测市盈率，估值仍然具有吸引力。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

MSCI 中国医疗指数跟随市场大幅反弹，但年初至今仍累计下跌 5.7%，跑输 MSCI 中国指数 36.9%。9 月 19 日，美联储宣布降息 50 个基点，正式开启降息周期。9 月底，国内公布一系列宏观刺激政策，带动市场大幅反弹。受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，随着第一波估值修复快速完成，接下来股价表现将主要由估值修复和基本面双重驱动，看好 CXO、创新药、消费医疗、医疗设备板块。

我们看好 CXO、创新药、消费医疗及医疗设备板块。看好药明康德、百济神州、信达生物、三生制药、固生堂、科伦博泰、巨子生物、迈瑞医疗。

■ CXO 板块

看好龙头 CXO 估值修复，《生物安全法案》影响或将有限。参议院 2025 财年国防授权法案 (NDAA) 草案纳入 93 项修正案，其中不含《生物安全法案》(S.3558)。此前，众议院版本 NDAA 草案也不包含生物安全法案 (H.R.8333)。尽管后续两院还将对 NDAA 的具体内容再做讨论修改，不排除还会增加内容，但我们认为生物安全法案通过 2025 NDAA 夹带的立法成功概率不大。最终 NDAA 的内容或将于今年底确定，我们将持续关注。除了 NDAA，生物安全法案还有独立立法路径。众议院在当地时间 9 月 9 日投票通过了生物安全法案 (H.R.8333)。我们认为，众议院版本的草案限制美国政府机构以及接受美国政府补贴或者贷款的实体从相关中国公司采购商品或者服务，大概率对业务影响范围有限，并且具有允许现有合同执行至 2032 年的“祖父条款”。虽然生物安全法案在众议院获得通过，但是其中民主党议员有 49% 未投赞成票，其中包括 36% 的反对票，因此我们预计生物安全法案单独立法在民主党主导的参议院将面临更大的阻力。我们看好药明康德及其他龙头 CXO 企业，生物安全法案靴子基本落地，业务有望保持稳健，估值存在较大修复空间。降息环境下全球生物医药融资将反弹，带动 CXO 需求复苏。

■ 医疗器械板块

医疗设备或将于 4Q24 或 1Q25 迎来业绩复苏。我们认为，随着国内经济刺激政策实施，医疗设备更新的落地进度有望加快。据众成医械统计，截至 9 月 15 日，全国共批复 957 个设备更新项目，总金额已突破 410 亿元；已经公布的采购意向超过 100 亿元。通常，项目审批→采购意向→招标公告的周期约为 2-3 个月。目前，我国医疗领域设备更新招标公告已披露的总预算超过 33 亿元。我们预计未来 1-2 个月，设备更新招标将加快落地。我们看好迈瑞医疗将受益于国内医疗设备需求的复苏。

■ Biotech/Pharma 板块

国家持续大力支持创新药的发展。国内新一轮医保谈判即将落地，我们预计将有更多国内创新药纳入国家医保目录，且降价幅度仍可能延续较为温和的趋势。2023 年，创新药在中国院内药品销售中仅占 27%，未来增长潜力巨大。值得注意的是，中国创新药公司与全球跨国公司的授权合作频率不断提高，品种出海为国内创新药公司带来了丰厚的财务回报。

我们看好拥有创新管线且具备广阔出海前景的创新药公司，包括：百济神州、信达生物和科伦博泰。

图 11: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 10 月 4 日收盘

图 12: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 10 月 4 日收盘

图 13: H/A 股价差

公司名称	H 股代码	H 股股价 (港元)	A 股代码	A 股股价 (人民币)	H/A 价差
康希诺	6185 HK Equity	33.70	688185 CH Equity	55.18	-44.79%
上海医药	2607 HK Equity	14.60	601607 CH Equity	21.15	-37.60%
复星医药	2196 HK Equity	19.44	600196 CH Equity	27.67	-36.49%
白云山	874 HK Equity	23.30	600332 CH Equity	30.66	-31.31%
昭衍新药	6127 HK Equity	13.96	603127 CH Equity	18.05	-30.09%
康龙化成	3759 HK Equity	24.05	300759 CH Equity	30.35	-28.37%
泰格医药	3347 HK Equity	57.55	300347 CH Equity	68.99	-24.60%
丽珠集团	1513 HK Equity	34.00	000513 CH Equity	40.65	-24.39%
凯莱英	6821 HK Equity	74.00	002821 CH Equity	83.73	-20.11%

资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 10 月 7 日收盘

食品饮料、美妆护肤、旅游零售

|张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

|李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 食品饮料

我们认为目前的一揽子政策宽松措施将对消费行业基本面产生相对明显的积极影响。例如，降低存量房贷利率每年将直接减少家庭 1500 亿元人民币的利息支出。多地区发放消费券等措施也将直接提振消费者情绪。

根据交通运输部数据，国庆假期前 6 天跨区域人员流动量达到 17.4 亿人次，与 2023 年同期相比增长 3.2%，与 2019 年相比增长 24.1%。我们认为，游客数量的增加将推动饮料和零食等旅游相关品类的消费，外出就餐场景的显著复苏预计将推动啤酒等品类的消费。

我们认为，由于下半年已经过半，政策以及假期期间消费复苏带来的积极影响可能逐渐显现。这些影响可能会反映在 11 月中上旬公布的数据中（对于 10 月表现），并从四季度开始对企业盈利产生积极影响。

■ **美妆护肤**

根据魔镜数据，珀莱雅 9 月在天猫和淘宝的 GMV 排名第一，销售额同比增长 37%，市场份额为 2.7%。抖音的护肤品类中，韩束继续保持领先地位，9 月销售额同比增长 24.3%，市场份额为 4.6%。今年双 11 购物节的预售将比去年提前一周于 10 月中旬开始，持续时间也比往年更长，考虑到政策对拉动消费的支持，我们预计珀莱雅和 贝泰妮等国内龙头将持续受益。

■ **免税行业**

根据携程数据，国庆假期期间，携程平台日均出入境订单量超过 2019 年同期水平，创历史新高。自 9 月 24 日一揽子政策公布以来，中国中免股价上涨了 87%（截至 10 月 7 日），但其估值仍在 10 年均值减一个标准差之下。我们预计公司四季度数据可能显著改善，下半年整体业绩或好于预期。

■ **个股表现**

我们认为当前的估值修复主要是由情绪面和对应的资金流入推动。随着支持性政策的出台，我们预计旅游和餐饮等行业的复苏将很快从数据中得到验证。后续数据侧和公司基本面的持续改善可能会进一步支撑行业股价表现。此外，随着双 11 预售开启时间提前且持续时间延长，在消费者信心整体恢复的背景下，即将到来的购物节表现可能会好于预期。我们推荐细分行业领导者华润啤酒（291 HK，买入）和 珀莱雅（603605 CH，买入）。

图 14: 交通部国庆假期出行人次

	10月1 日	10月2 日	10月3 日	10月4 日	10月5 日	10月6 日	10月前6天
全社会跨区域人员流动（人次）	331.3	283.7	283.3	284.0	281.6	278.8	1,742.6
较 2023	0.9%	4.1%	4.3%	2.8%	2.2%	5.2%	3.2%
较 2019	32.8%	15.0%	17.2%	22.6%	33.6%	24.8%	24.1%

资料来源：交通部，招银国际环球市场

图 15: 行业个股表现

公司	代码	9.16-10.7 股价涨幅
中国中免	1880 HK	87%
贝泰妮	300957 CH	59%
上美股份	2145 HK	57%
青岛啤酒	0168 HK	55%
巨子生物	2367 HK	50%
华润啤酒	0291 HK	47%
珀莱雅	603605 CH	39%
老铺黄金	6181 HK	36%
周大福	1929 HK	36%
丸美	603983 CH	35%
农夫山泉	9633 HK	34%
卫龙美味	9985 HK	32%
上海家化	600315 CH	31%
百威亚太	1876 HK	30%

资料来源：Wind, 招银国际环球市场

可选消费

| 胡永匡 / walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

2024 年国庆假期的客流量强劲（恢复率较中秋节和端午节有所提升），但消费能力依然较弱。尽管零售销售增速仍面临压力，但较 2024 年 9 月已有环比改善，将有助于进一步推动行业估值修复。在各子行业中，我们认为家电和服装零售增长好于预期，而体育用品、餐饮和旅游-酒店则符合预期。我们认为政府近期推出的各项货币和财政刺激政策，将有力推动基本面触底回升并带动行业重估（仍有不少上升空间）。

推荐海尔智家（600690 CH/6690 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）、百胜中国（YUMC US/9987 HK，买入）、达势（1405 HK，买入）和亚朵（ATAT US，买入）。

跨区域客运量平均日增长同比仅小幅改善，但恢复率（相较 2019 年）逐步提升。根据交通运输部的数据，在 2024 年国庆假期（10 月 1 日至 10 月 6 日）的六天中，跨区域客运平均日增长仅同比增加 3%，较中秋/端午节的 31%/9% 的同比增长有所放缓。但与 2019 年相比，恢复率提升至 124%（中秋节/端午节分别为 117%/116%），因此我们认为假期客流仍然相当健康。铁路、公路、船舶和航空的增速分别为 7%/3%/10%/13%。需要注意的是，国内旅游仍受到出境旅游大幅增长的拖累，表现为：1）根据去哪儿的数据，出境机票销售量翻倍，2）前往中国香港/澳门的内地游客数增长分别为 29%/38%。

国庆假期期间的人均消费较为疲软。我们认为消费能力依然较弱，主要表现为：1）电影票房表现较差（同比下降 22% 至人民币 21 亿元，较五一黄金周的 1% 增长进一步恶化），平均票价也下降 4% 至人民币 40.4 元；2）电影票房在 10 月 1 日同比增长 36%，但随后在 10 月 2 日降至 -6%，最终在 10 月 6 日降至 -19%。类似的趋势也出现在餐饮和酒店业；3）酒店每间可用客房收入（RevPAR）下滑（估计为中单位数下降）以及机票价格下降等等（根据携程，下降约 20%）。

我们估计整体零售额增长乏力。然而与 2024 年第三季度相比，数据有环比改善，应该可以进一步支持该行业估值修复。尽管一线城市的交通和旅游数据表现健康（北京：商务部数据显示，60 个重点商业区客流同比增长 21%；上海：文化和旅游局数据显示，全因素零售交易额同比增长 5%；广州：文化和旅游局数据显示，旅游消费同比增长 9%），但我们对国庆假期内地的零售增长仍然存有担忧，因为宏观环境压力显著，特别是餐饮和旅游-酒店行业。但更重要的是，我们覆盖的几乎所有行业（家电/服装/体育用品/餐饮/旅游）在 2024 年 10 月初的表现相比 9 月都有环比改善，显示政府最近的刺激措施在提振消费者情绪方面起到了正面作用。我们看好家电和服装行业，因国庆假期期间的销售增长好于预期，而运动服饰、餐饮、旅游等行业仅符合我们的预期。

■ **运动服装（优于大市）。**9 月行业平均的流水表现比 8 月好（也比 6 到 7 月好），估计有中单位数增长。虽然线下表现稍微改善（主要是受惠于各大 NBA 明星的中国行），但线上增速有所放缓，主因抖音渠道增长开始放慢。整体来说，9 月表现符合预期。分品牌来说，特步、安踏和 361 增长较好，估计有双位数以上增长（包括线上和线下），FILA 和 Adidas 录得正增长，但李宁和 Nike 则比较差。零售折扣方面，为了减低库存压力，品牌和经销商均加深环比和同比零售折扣。展望四季度，受惠于国家的刺激政策和基数略为改善，我们预计同比增长将温和好转。但由于零售折扣持续加深，利润率的上升空间有限。

我们较为推荐特步（1368 HK，买入），因为目前新产品表现不俗，增速较行业平均水平更快。另外，我们也推荐安踏（2020 HK，买入），主要受惠于欧文的对中国行对品牌力的提高，以及 FILA 品牌的发力。我们对李宁（2331 HK，买入）的看法谨慎乐观，但相对不看好耐克核心供应商滔搏（6110 HK），主因其转型周期可能比较长。

推荐排序：特步国际 (1368 HK, 买入) > 安踏体育 (2020 HK, 买入) > 361 度 (1361 HK, 买入) > 李宁 (2331 HK, 买入) > 滔搏 (6110 HK, 买入)。

- **家电板块（优于大市）。**9 月的销售表现相当不俗，对比 8 月有所加速，亦大幅好于 6 月和 7 月，好于市场预期。按渠道来说，线上增长好于线下，分别增长 50% 以上和 10% 以上。按品类来说，空调增长非常快，好于冰箱，然后是洗衣机。10 月黄金周的表现仍然很好。根据京东数据显示，家电产品销售增长为 67%，主要受惠于以旧换新政策在越来越多的地区和省份落地。而且受惠于政策帮助，整体平均单价也有明显提升，头部品牌因为一级节能产品比例较高，叠加自身的优惠政策，竞争力会更强，都能抢占更多市占率。另外 10 月份的排产数据也很不错。我们展望 10 月和四季度，不论是零售数据，还是排产数据，都仍有超预期的机会。出口方面，9 月增长仍然相当不错，略超市场预期，主要是空调带动。空调增长相当强劲，比 8 月有所加速，冰箱增长也不俗，增速维持，而洗衣机增长较慢，略有放缓。但行业平均单价也在提升。对于小家电，由于国内需求偏弱同时成本端的压力较大（包括海运费），以及对于未来关税的应变空间较少，我们的看法会较为谨慎。

我们目前较看好海尔智家（600690 CH/6690 HK，买入）。**推荐排序：海尔智家 (600690 CH/6690 HK, 买入) > Vesync (2148 HK, 买入) > JS 环球生活 (1691 HK, 买入)。**

- **服装行业（优于大市）。**行业在 9 月的销售略有增长，但已经比 8 月和 7 月好，主要受惠于基数变低和抖音渠道的销售加速，符合市场预期。但我们认为其实表现已经不俗，特别是考虑到天气不佳（平均气温比去年高，同时也受台风影响）和季节性的因素（今年的中秋节是单日，而去年是连假）。零售折扣同比录得增加。我们认为 10 月初的表现比 9 月有改善，一方面是政策对消费行业的刺激，另一方面是天气开始转冷（也比去年冷）。但展望四季度，我们的看法仍然谨慎保守，因为去年的基数不低。

我们倾向更为稳健且具竞争力的品牌，他们在品牌力和产品力有持续升级，以及在抖音渠道增长较快，像江南布衣（3306 HK，买入）和波司登（3998 HK，买入）。

推荐排序：江南布衣 (3306 HK, 买入) = 波司登 (3998 HK, 买入) > 中国利郎 (1234 HK, 买入)。

- **旅游-酒店（优于大市）。**我们估计 9 月的行业 RevPAR 约有 10% 的下跌，比 8 月差，但和 7 月差不多。目前观察十一黄金周的表现有温和改善，估计 RevPAR 会有高单位数的下滑，主要因为房价下滑，入住率大致持平或略有下降。经济环境不好和行业竞争的压力仍在，但表现已经略好于我们原本的预期，相信是因为政策的放松刺激消费需求。不过持续性仍然需要重点关注，和餐饮行业一样，前几天的生意都要好于后几天。展望四季度，受惠于低基数，RevPAR 也许会出现重新增长，假如国家的刺激政策持续推出，相信 RevPAR 的复苏率（对比 2019 年）也许还能环比提升，支撑行业的估值修复。

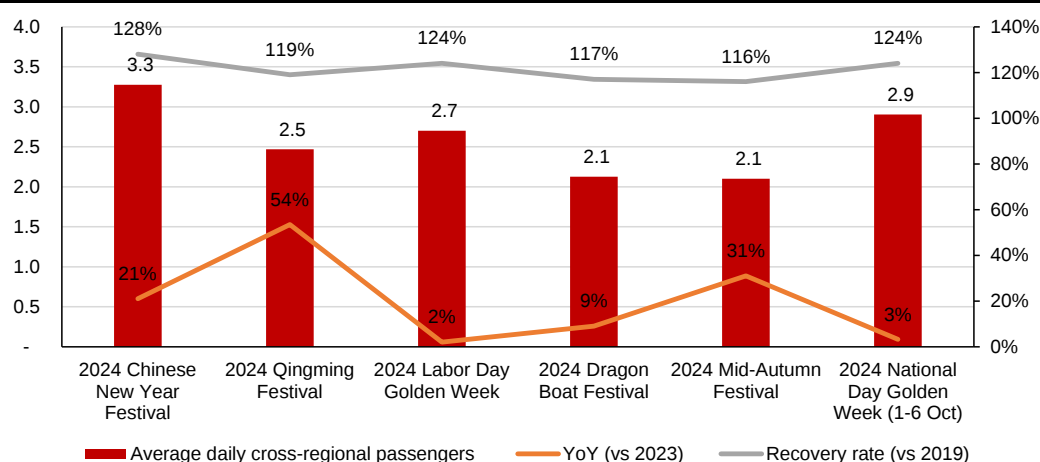
我们看好亚朵（ATAT US，买入），因为不止零售业务表现仍然强劲，酒店主业也在逐渐改善。**推荐个股：亚朵 (ATAT US, 买入)。**

- **餐饮行业（优于大市）。**8月行业同店销售下滑，对比6月和7月有所收窄，但9月跌幅又重新加深，餐厅/茶饮品牌的同店下滑大概在15%以上/20%以上。复苏率（对比2019年）亦重新转差，略为低于市场预期，主要是因为暑假刚刚结束（消费力更为集中在假期），宏观环境不好和竞争激烈等影响。价格战和消费降级仍然持续，同店下滑带来的负经营杠杆令餐厅的经营利润率持续受压。10月初国庆假日期间，情况稍为转好，有少量品牌（像海底捞）的同店销售录得增长，但相信其他品牌仍然录得下滑。特别需要注意的是，持续性较差的现象也有出现，就是国庆前三天的表现比较好，后几天的生意下滑较多。展望10月和四季度，受惠于国家持续推出的刺激政策，以及低基数的出现，我们预期同店销售的下滑能温和改善，所以我们的行业观点转为看好。不过能否持续仍然相当关键，假若改善趋势出现转向，国家支持力度减弱，估值重新下跌的风险也需要相当注意。

我们看好百胜中国（9987 HK，买入），主要看好其3Q24同店销售额提升潜力和严格的成本控制。我们也看好达势股份（1405 HK，买入），因为新市场表现仍然强劲，另外也建议关注大家乐（341 HK，买入），因为香港快餐行业在经济下行时表现相对稳健。

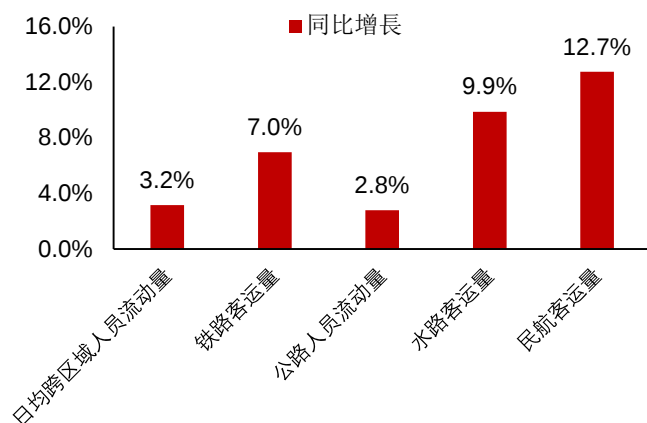
推荐排序：百胜中国（9987 HK，买入）> 达势股份（1405 HK，买入）= 大家乐（341 HK，买入）> 海底捞（6862 HK，买入）> 九毛九（9922 HK，买入）> 奈雪的茶（2150 HK，买入）> 呷哺呷哺（520 HK，买入）。

图 16: 不同假期日均跨区域人员流动量、增速及复苏率（对比 2019 同期）



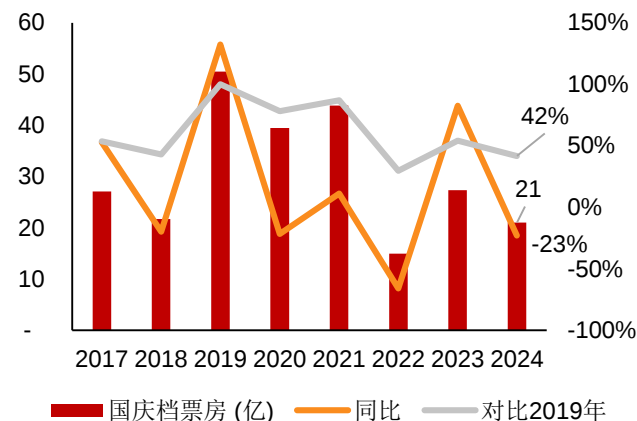
资料来源：交通运输部，招银国际环球市场

图 17: 日均跨区域人员流动量及增速, 按运输方式划分



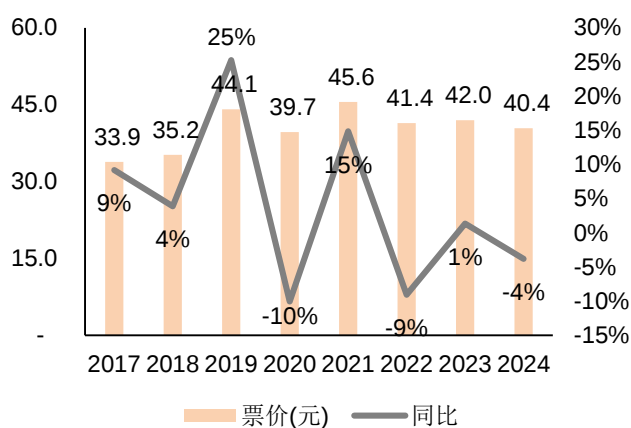
资料来源: 交通运输部, 招银国际环球市场

图 18: 票房收入、增速和复苏率 (对比 2019 同期)



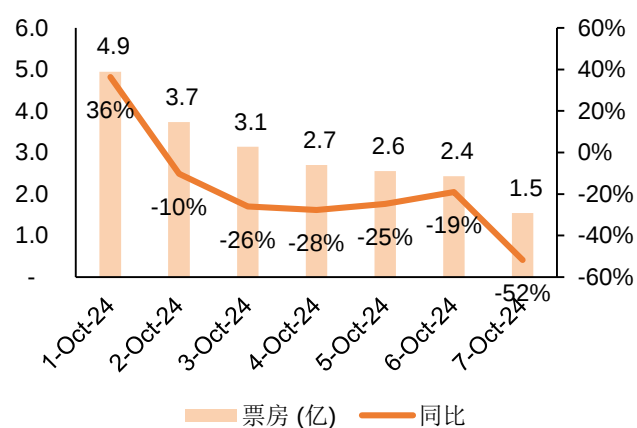
资料来源: 灯塔专业版, 招银国际环球市场

图 19: 票价及增速



资料来源: 灯塔专业版, 招银国际环球市场

图 20: 国庆假期日票房收入及增速



资料来源: 灯塔专业版, 招银国际环球市场

图 21: 国庆假期主要销售数据和信息详情

地区	行业	主要销售数据和信息	同比增长	增长率 (%) vs 2019	时间	来源
全国	客流量	预计全社会跨区域人员流动量将达到19.4亿人次，平均每天2.77亿人次	0.7%	19.4%	10月1日—7日	交通运输部
全国	旅游	各大景区、博物馆全国门票订单量	37.0%		10月1日	携程数据
全国	旅游	民宿预订量	55.0%		10月1日	携程数据
全国	旅游	外国游客到中国旅游订单量	60.0%		10月1日—4日	攜程預訂數據
全国	客流量	日均跨区域人员流动量	3.2%	24.1%	10月1日—6日	交通运输部
全国	客流量	铁路客运量	7.0%	27.8%	10月1日—6日	交通运输部
全国	客流量	公路人员流动量	2.8%	24.4%	10月1日—6日	交通运输部
全国	客流量	水路客运量	9.9%	-26.8%	10月1日—6日	交通运输部
全国	客流量	民航客运量	12.7%	22.0%	10月1日—6日	交通运输部
香港	旅游	98万内地访客入境香港	35.0%		10月1日—5日	入境事务处
香港	旅游	110万内地访客入境香港	24.0%		10月1日—6日	入境事务处
澳门	旅游	出入境人次升至逾350万，平均每日总出入境人次约为70万	19.0%		10月1日—5日	澳门治安警
澳门	旅游	各出入境口岸中以关闸人流最多，这段期间共有约185万人次出入境，但就较2019年同期下降近17%，因部分旅客分流到附近的青茂口岸	29.0%	-17.0%	10月1日—5日	澳门治安警
澳门	旅游	入境旅客超过79万人次，日均超15.85万人次			10月1日—5日	旅游局
全国	家电	国庆假期家电销售额	67.0%		10月1日—6日	京东数据
全国	家电	电视、空调、家用洗地机、洗碗机等产品销售额	80.0%		10月1日—6日	京东数据
全国	家电	数码产品中，电脑整机销售额	52.0%		10月1日—6日	京东数据
全国	家电	投影机销售额	63.0%		10月1日—6日	京东数据
全国	家电	游戏手柄销售额	43.0%		10月1日—6日	京东数据
全国	餐饮	餐饮堂食消费日均值	33.4%		10月1日—5日	美团数据
全国	餐饮	分消费时段来看，夜间时段消费	44.8%		10月1日—5日	美团数据
全国	生活服务	全国生活服务到店消费	41.2%		10月1日—6日	美团
全国	生活服务	游客日均消费	69.6%		10月1日—6日	美团
地区	行业	主要销售数据和信息	同比增长	增长率 (%) vs 2019	时间	来源
北京市	全行业	百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等业态企业实现销售额43.8亿元			10月1日—4日	北京市商务局
北京市	全行业	全市60个重点商圈客流量2696.9万人次	20.9%		10月1日—4日	信令和银联商务
北京市	服务行业	服务消费	12.0%		10月1日—4日	银联商务
北京市	旅游	外来游客旅游售票类消费	31.1%		10月1日—4日	银联商务
北京市	文化娱乐	文化娱乐类消费	34.1%		10月1日—4日	银联商务
江苏省	全行业	重点商贸流通企业累计实现销售额约20.6亿元	13.5%		10月1日—3日	商务厅
南京市	全行业	重点监测的131家商贸企业合计实现销售额8.6亿元	11.9%		10月1日—4日	商务厅
南京市	家电	苏宁易购南京分公司参加绿色节能家电以旧换新专项活动产品销售额	71.8%		10月1日—3日	苏宁易购
天津市	全行业	439家重点企业累计实现销售额16.4亿元	2.9%		10月1日—4日	商务厅
天津市	客流量	客流量也达到了1102.9万人次	10.8%		10月1日—4日	商务厅
河南省	家电	重点监测的零售企业家电销售额	31.0%		10月1日—4日	商务厅
河南省	汽车	重点监测的零售企业汽车销售额	14.2%		10月1日—4日	商务厅
四川省	家电	家电市场销售额6.2亿元，补贴金额达1.2亿元	80.0%		10月1日—4日	商务厅
四川省	家电	家电以旧换新销售14.3万台	90.0%		10月1日—4日	商务厅
四川省	家电	京东五星电器销售0.95亿元	161.0%		10月1日—4日	商务厅
四川省	家电	苏宁易购销售1.3亿元	78.0%		10月1日—4日	商务厅
新疆	餐饮	重点监测的餐饮企业销售额	9.4%		10月1日—4日	商务部

资料来源：交通运输部，商务部，携程、美团、京东、苏宁数据，香港入境事务处，招银国际环球市场

汽车

| 史迹, CFA/ shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA/ douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

| 梁晓钧/ austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 国庆黄金周期间新车订单强于去年

根据我们在一线城市的渠道调研，今年国庆黄金周期间全行业新增订单相比去年同期更加强劲。基于今年 9 月前 22 天的零售销量和黄金周期间的新订单情况，我们认为今年“金九银十”的旺季特征强于去年。我们还观察到，中端品牌在黄金周期间的新订单同比增长比豪华品牌更强劲，这也与当前的宏观经济形势相符。

我们将黄金周期间新车订单的同比增长归因于如下因素：

- 1) 大量具有竞争力的新车型上市：根据我们统计的数据，今年 9 月下旬 10 天内约有 19 款重磅新车上市或开启交付，包括极氪 7X、乐道 L60、智界 R7 和阿维塔 07 等，这为黄金周期间吸引了更多的进店客流。
- 2) 汽车以旧换新的翻倍补贴自今年 9 月起逐步落地。
- 3) 消费者信心因近期股市反弹和潜在的大规模财政刺激预期而有所提升。

图 22：2024 年 9 月下旬上市或开启交付的新车梳理

整车厂	品牌	车型	动力形式	级别	厂商指导价 (人民币)	交付时间
比亚迪汽车	比亚迪	海狮 05	PHEV	紧凑型 SUV	100,000-150,000	9 月 23 日
比亚迪汽车	比亚迪	宋 Pro	PHEV	紧凑型 SUV	100,000-150,000	9 月 23 日
比亚迪汽车	腾势	腾势 Z9 GT	BEV	中大型轿车	350,000-400,000	9 月 20 日
蔚来汽车	乐道	乐道 L60	BEV	中型 SUV	200,000-250,000	9 月 28 日
吉利汽车	极氪	极氪 7X	BEV	中型 SUV	200,000-250,000	9 月 20 日
极越汽车	极越	极越 07	BEV	中大型轿车	200,000-250,000	9 月 22 日
长城汽车	哈弗	哈弗 H9	ICE	中大型 SUV	200,000-250,000	9 月 25 日
奇瑞汽车	智界	智界 R7	BEV	中型 SUV	250,000-300,000	9 月 24 日*
奇瑞汽车	捷途	山海 L7	PHEV	中型 SUV	100,000-150,000	9 月 27 日
奇瑞汽车	奇瑞	瑞虎 9	PHEV	中型 SUV	150,000-200,000	9 月 25 日
长安汽车	长安	长安 CS75 Plus	ICE	紧凑型 SUV	100,000-150,000	9 月 24 日
长安汽车	深蓝	深蓝 L07	BEV + EREV	中型轿车	150,000-200,000	9 月 20 日
阿维塔	阿维塔	阿维塔 07	BEV + EREV	中型 SUV	200,000-250,000	9 月 26 日
东风乘用车	东风	风神 L7	BEV	紧凑型 SUV	100,000-150,000	9 月 23 日
东风柳州	东风	风行星海 S7	BEV	中型轿车	100,000-150,000	9 月 26 日
东风本田	灵悉	灵悉 L	BEV	紧凑型轿车	150,000-200,000	9 月 26 日
上汽通用	凯迪拉克	凯迪拉克 XT5	ICE	中型 SUV	400,000-450,000	9 月 28 日
上汽通用五菱	五菱	五菱宏光	BEV	小型 MPV	0-100,000	9 月 29 日
江淮汽车	江淮	江淮 X8	PHEV	中型 SUV	100,000-150,000	9 月 23 日

资料来源：公司资料，汽车之家，招银国际环球市场

注：* 智界 R7 将于 10 月中旬开始交付

■ 渠道调研：国庆期间主要品牌的订单情况

国庆黄金周期间，我们在一线城市对主要新能源品牌进行了渠道调研，相关成果梳理如下：

特斯拉 (TSLA US, 未评级)： 国庆期间单店新订单略有同比增长，考虑到其门店网络扩张，我们估计全国新订单将同比增长 20%。与去年相比，特斯拉较低的厂商建议零售价和 5 年免息汽车金融政策可能吸引更多低线城市的中国消费者。

蔚来 (NIO US/9866 HK, 持有)： 根据我们在某个一线城市的渠道调研，国庆期间进店量和新订单都同比增长约 20%。我们认为额外的现金优惠和电池即服务 (BaaS) 模式助力了蔚来的订单增长。根据我们的渠道调研，现在约 80% 的新用户选择 BaaS 模式。

小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 持有)： 黄金周期间，小鹏的新订单增长主要来自于 Mona M03。尽管产能持续爬坡，但 Mona M03 的交付时间仍比 9 月底延长了两周至 11-15 周。而其他车型的新订单同比有所下降。

理想汽车 (LI US/2015 HK, 买入)： 考虑到公司积极的门店网络扩张 (同比增长 33%)，特别是更多大型 4S 店网络的加入，我们估计理想汽车在黄金周期间的新订单保持稳健，虽然因为周边新增门店的分流，同店客流量和新订单同比或有所下降。

比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入)：比亚迪在黄金周期间的单店新订单同比增长约 10%，得益于丰富的产品矩阵和比去年更低的售价。考虑到其持续的门店扩张，我们估计全国范围内新订单会有更高的同比增长。

除了新能源汽车品牌外，根据我们对几家一汽丰田和广汽丰田门店的渠道调研，我们估计**丰田**在黄金周期间的新订单同比增长约 20-25%。相较而言，**宝马、奔驰、奥迪和保时捷**等传统豪华品牌的新订单表现会弱一些。

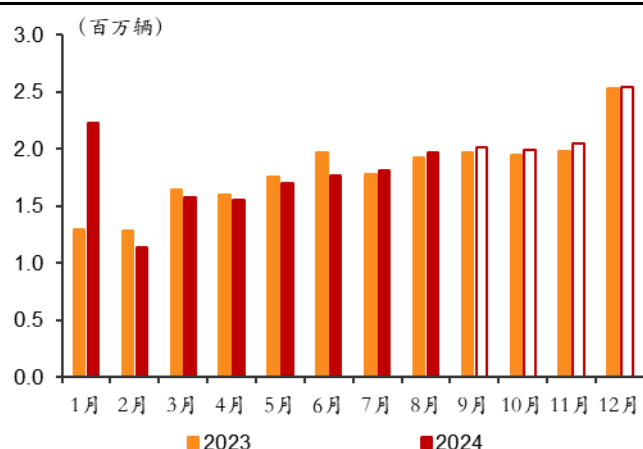
■ 行业销量预测和投资建议

我们维持 2024 年乘用车零售和批发销量分别同比增长 3% 和 2% 的预测，隐含今年第四季度零售销量将同比增长 2%，批发销量或同比持平。考虑到春节将于 2025 年 1 月来临，早于去年，我们预计今年 12 月的行业库存去化力度将大于去年同期。

根据我们的渠道调研，头部的新能源汽车品牌在黄金周期间实现了较强的订单增长，而许多外资品牌在中国市场面临着前所未有的巨大挑战。近期股市反弹和潜在的刺激措施一定程度上提振了消费者信心，但我们并不预期中国汽车销量将在短期内显著增加。此外，考虑到新车型的加速推出，我们预计汽车行业价格战还将延续，仍可能对汽车企业的利润率和估值带来压力。

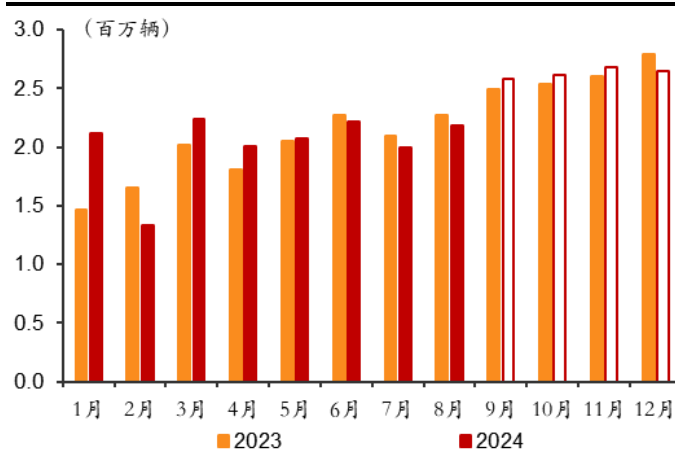
我们覆盖的大多数汽车股股价已从近期低点反弹超过 50%，但盈利预测并无显著变化，这可能使其当前估值不太具有吸引力。我们认为敏实集团 (425 HK, 买入) 可能是少数几个估值仍具吸引力的汽车股之一。我们仍然看好基本面稳健的整车厂，如吉利汽车 (175 HK, 买入)、理想汽车和比亚迪，它们在宏观波动期间可能更具韧性。

图 23：乘用车月度零售销量预测



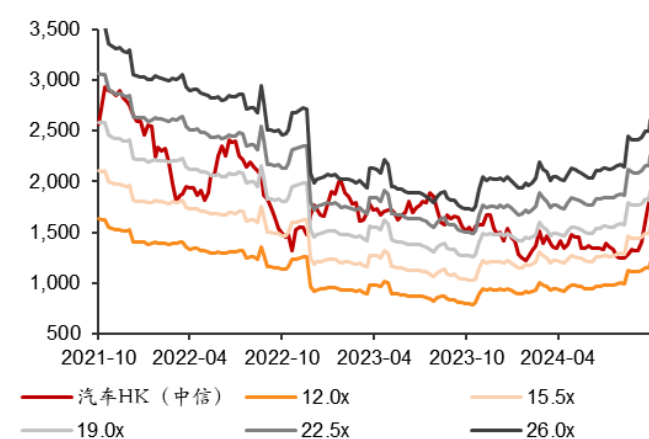
资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

图 24：乘用车月度批发销量预测



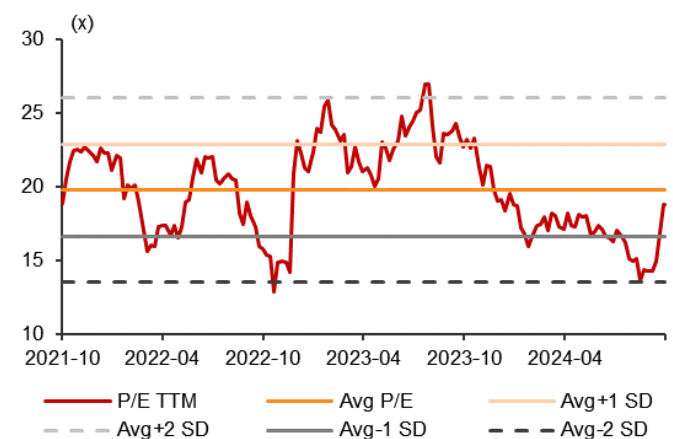
资料来源：中汽协，招银国际环球市场预测

图 25: 汽车 HK (中信) 指数 TTM P/E 区间



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 26: 汽车 HK (中信) 指数 TTM P/E 区间



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 27: 汽车板块上市公司 A/H 股溢价

公司简称	A 股代码	H 股代码	A 股价格 (人民币)	H 股价格 (港元)	A/H 股溢价
比亚迪	1211 HK	002594 CH	307.31	319.60	106%
长城汽车	2333 HK	601633 CH	30.31	16.94	198%
广汽集团	2238 HK	601238 CH	8.83	3.81	256%

资料来源：万得，招银国际环球市场

注：截至 2024 年 10 月 7 日收盘

房地产

| 张苗/ zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3761 8910
 | 李昀嘉/ bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

国庆假期前六天，二手房市场显著回暖，16 城二手房日均成交面积同比增 70%，远超 30 城新房日均成交面积（同比降 17%）。数据初步反映在政策刺激下市场交易气氛初步恢复。我们的渠道调研结果也令人惊喜。相比 2022 年 10 月的“三支箭”和今年 5 月实施的“517”政策，我们认为 924 政策的政策力度较大且实施难度较低。我们预计 4Q24（2025 年农历新年前）房地产行业将维持震荡修复态势，原因是 10 月以后销售数据或将持续回暖，市场情绪或会持续受多项会议中积极的政策口吻提振。轻资产方面，我们推荐基本面较强的华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK），地产中介贝壳（2423 HK/BEKE US）以及代建公司绿城管理（9979 HK）。开发商方面，我们推荐“地产+消费”概念的华润置地（1109 HK）。

■ 房地产销售

国庆假期前六天（10 月 1 至 6 日），30 城新房日均成交面积同比降 17%，而 16 城二手房日均成交面积则同比增 70%（图 28）。我们知道网签数据较实时成交数据存在一定滞后性，新房滞后周期较二手房更长，故二手房成交能更加及时的反映市场情绪变动。因此，以上数据说明二手房交易积极性有明显的提升。

根据我们渠道调研的结果，上海新房认购量有明显提升，刚需盘成交提升明显，主要得益于新政释放的边际购买力。二手房方面，带看量、成交量明显提升，但节内成交多为前期谈判接近尾声且房东因寻求变现价格较低的标的。但调研显示不少房东出现看涨情绪并上调挂牌价。

■ 销售展望

此次新政对平稳释放原本被抑制的刚需和改善性购房需求有积极作用。新房方面，年底进入季节性推盘和促销高峰，故我们认为 4 季度成交有望温和回暖，带动全年成交降幅进一步收窄（截至 10 月 6 日同比降幅 34%）。二手房方面，成交量有望在 4 季度维持活跃，成交价可能在年内保持稳定。长期维度成交价是否已经见底则仍需观察后续是否有放松政策继续跟进以及去库存进展。

图 28: 节假日日均成交量 (万平米)

新房销售	2023 春节	2023 劳动节	2023 端午节	2023 国庆节	2024 春节	2024 劳动节	2024 端午节	2024 国庆节	国庆假期 同比
30 城	0.96	15.34	19.79	7.67	0.78	6.02	13.50	6.59	-14%
30 城一二线	0.32	10.53	16.04	4.99	0.57	4.27	9.40	4.98	0%
30 城三线	0.64	4.81	3.76	2.68	0.20	1.75	4.10	1.61	-40%
苏州	0.02	0.53	0.59	0.15	0.02	0.19	0.26	0.68	349%
北京	0.00	0.56	1.20	0.39	0.11	0.48	0.67	0.55	41%
上海	0.03	2.14	2.74	0.71	0.05	0.90	1.11	0.78	11%
深圳	0.00	0.61	0.79	0.24	0.02	0.43	0.83	0.24	1%
广州	0.04	2.29	2.33	0.98	0.00	0.90	2.48	0.88	-10%
成都	0.05	0.80	0.56	0.99	0.03	0.44	0.40	0.41	-59%

二手房销售	2023 春节	2023 劳动节	2023 端午节	2023 国庆节	2024 春节	2024 劳动节	2024 端午节	2024 国庆节	国庆假期 同比
17 城	0.09	1.63	2.65	0.45	0.09	0.99	3.19	0.79	76%
上海	0.00	0.00	0.00	0.51	0.06	1.39	3.58	2.01	294%
深圳	0.01	0.06	0.10	0.03	0.02	0.10	0.24	0.11	277%
苏州	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.04	0.01	186%
佛山	0.07	0.70	1.04	0.16	0.03	0.48	1.06	0.39	148%
青岛	0.00	0.08	0.10	0.05	0.01	0.17	0.32	0.10	105%
北京	0.00	0.69	0.81	0.10	0.02	0.11	0.60	0.13	31%

资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 29: 月度日均成交 (万平米)

新房销售	五月	六月	七月	八月	九月	九月同 比	517 前 (1.1- 5.16)	517 后 (5.17- 9.30)	日均成 交增长	2023 (1.1- 9.30)	2024 (1.1- 9.30)	同比
30 城	26.48	33.81	25.82	23.20	23.04	-1%	23.72	26.98	14%	38.25	25.35	-34%
30 城一二线	20.70	26.07	20.20	18.09	17.03	-6%	18.70	20.83	11%	30.20	19.77	-35%
30 城三线	5.77	7.74	5.62	5.11	6.01	18%	5.02	6.15	22%	8.05	5.59	-31%
苏州	1.55	1.72	1.13	1.37	1.87	36%	1.30	1.60	24%	1.99	1.45	-27%
杭州	1.96	3.95	1.75	1.39	1.97	42%	1.72	2.31	34%	3.04	2.01	-34%
北京	2.00	2.95	2.84	2.54	2.52	-1%	2.54	2.67	5%	3.22	2.60	-19%
成都	7.01	6.33	5.54	4.45	4.14	-7%	5.35	5.49	3%	7.93	5.42	-32%
深圳	0.79	1.12	1.05	1.10	0.99	-10%	0.79	1.04	32%	1.25	0.92	-27%

上海	3.63	4.74	4.39	4.23	3.73	-12%	3.48	4.28	23%	5.27	3.88	-26%
广州	2.39	3.43	2.36	2.78	2.28	-18%	1.99	2.70	36%	2.85	2.35	-18%

二手房销售	五月	六月	七月	八月	九月	九月同 比	517 前 (1.1- 5.16)	517 后 (5.17- 9.30)	日均成 交增长	2023 (1.1- 9.30)	2024 (1.1- 9.30)	同比
17 城	24.66	25.90	26.96	23.18	22.16	-4%	21.43	24.95	16%	23.49	23.20	-1%
佛山	2.42	2.41	2.39	1.92	1.94	1%	2.01	2.23	11%	2.39	2.12	-11%
青岛	1.99	1.88	2.04	1.67	1.62	-3%	1.75	1.82	4%	1.65	1.79	8%
东莞	0.75	0.91	0.90	0.91	0.91	0%	0.74	0.89	20%	1.02	0.82	-20%
北京	4.21	4.83	4.92	4.54	4.30	-5%	3.68	4.69	27%	4.29	4.19	-2%
杭州	1.45	1.82	1.56	1.12	1.11	-1%	1.16	1.44	24%	1.16	1.30	12%
成都	6.72	6.60	7.53	6.22	5.73	-8%	6.04	6.60	9%	6.51	6.32	-3%
苏州	2.59	2.34	2.26	2.07	1.89	-9%	2.03	2.30	13%	2.15	2.17	1%
上海	4.80	7.12	5.41	4.79	4.33	-10%	4.10	5.46	33%	0.30	4.78	n.a.
深圳	1.53	1.63	1.73	1.44	1.29	-10%	1.25	1.54	24%	1.00	1.39	40%

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 板块表现

我们总结了自 2022 年年末以来的 3 次板块估值修复包括: 2022 年 10 月“三支箭”、2024 年 5 月“517”政策和近期的“916”政策。我们认为从政策力度角度, “916”=“三支箭”>“517”。从政策的实施难度方面, “三支箭”>“517”>“924”, 也就是说我们认为此次政策对行业基本面的起到作用的能见度更高。从三次板块的表现来看, 主要开发商分别增长 62%、48%和 77% (截至 10 月 7 日), 主要轻资产公司分别上涨 96%、46%及 78%。从回调幅度来看, 主要开发商于“三支箭”和“517”期间分别回调 52%和 25%, 主要轻资产公司分别回调 41%和 29%。由于此次政策力度较大, 对积极效果释放到基本面的难度更小, 故可以看到板块反弹幅度也较大, 同时速度更快 (图 30)。

■ 板块表现展望

我们预计 4 季度板块可能维持震荡修复态势, 基于市场情绪会持续受多项会议中积极的政策口吻提振, 10 月以后销售数据将持续展现环比修复等积极因素。详细内容请参阅图 31。我们认为市场可能出现一定程度回调, 为投资人提供加仓或上车机会的时间点可能为: 1) 10 月中旬的统计局数据反映较差的 9 月数据; 2) 11 月三季度货币政策执行报告体现 3,000 亿元人民币保障性住房再贷款使用额度较低等。轻资产方面, 我们推荐基本面较强的华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务(2869 HK)、保利物业 (6049 HK)、滨江服务 (3316 HK) 和万物云 (2602 HK), 地产中介贝壳 (2423 HK/BEKE US) 以及代建公司绿城管理 (9979 HK)。开发商方面, 我们推荐“地产+消费”概念的华润置地 (1109 HK)。

图 30: 板块表现- 地产业务

	2022 10月 三支箭	2024 5月 “517”政策	2024 10月 “924”政策 (截止 10月 07)
政策力度	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★☆
落地难度	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆
主要开发商			
反弹幅度	62%	48%	77%
回调幅度	-52%	-25%	
主要轻资产公司 (物业中介等)			
反弹幅度	96%	46%	78%
回调幅度	-41%	-29%	
反弹周期	20221031-20230127 88 天	20240416-20240520 34 天	20240916-20241007 21 天
回调周期	20230127-20240122 360 天	20240520-20240806 78 天	

资料来源: 万得, 招银国际环球市场

图 31: 4 季度主要关注事件

日期	关注事件	对板块影响
10 月 18 日	统计局 9 月房地产数据	可能负面
10 月中旬	人大常委会: 市场预期增量财政政策	可能正面
10 月 31 日	开发商当月销售数据 (三方)	可能正面
11 月三季度货币政策执行报告	3,000 亿保障性住房再贷款使用额度	可能负面
11 月 15 日左右	统计局 10 月房地产数据	可能正面
11 月 30 日	开发商 11 月销售数据 (三方)	可能正面
12 月中旬	中央经济工作会议	可能正面
12 月 16 日左右	统计局 11 月房地产数据	可能正面
12 月 31 日	开发商全年销售数据 (三方)	可能正面
1 月中旬	统计局全年数据; 春节假期前两周市场交投情绪走弱, 可能更多投资人倾向平仓过节	可能负面

资料来源: 万得, 招银国际环球市场

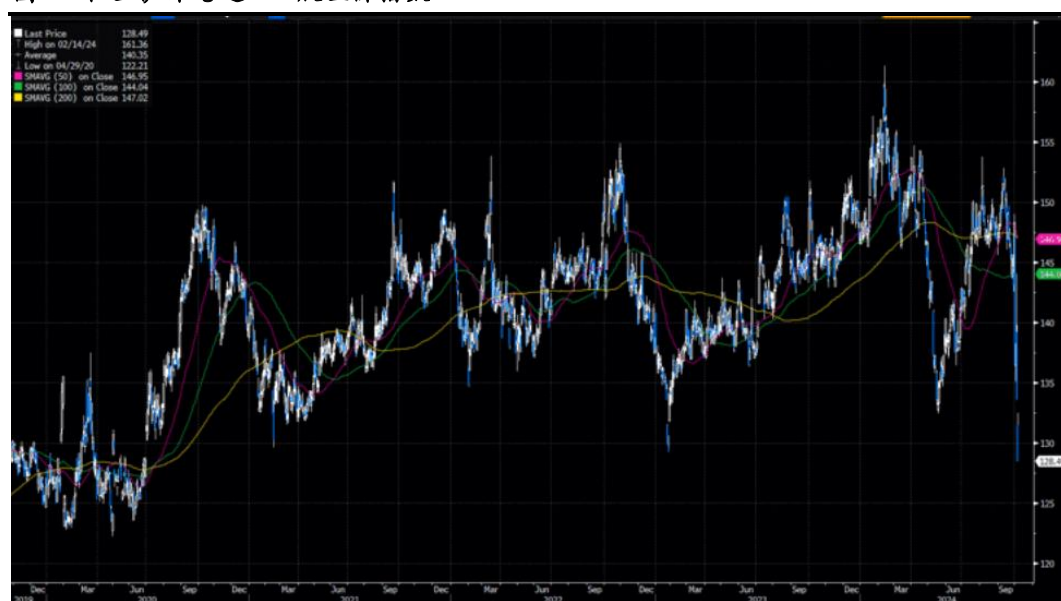
资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 预计 A/H 股溢价将步向正常化

受惠于 A 股国庆假期期间港股强劲反弹, A/H 股溢价大幅收窄。截至 10 月 7 日, 恒生沪深港通 AH 股溢价指数跌至 128 点, 创下 2020 年以来最低水平, 显示溢价有所收窄。我们预计 A 股市场重新开市后, 估值溢价将步向正常化。

图 32:恒生沪深港通 AH 股溢价指数



资料来源：彭博，招银国际环球市场

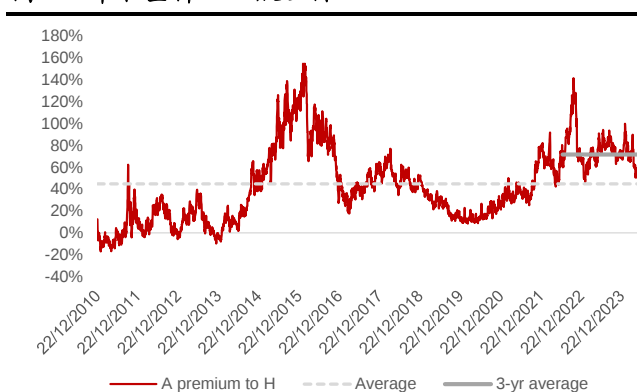
■ 中联重科 (1157 HK / 000157 CH, 买入)

截至 10 月 7 日，中联重科 A 股较 H 股溢价约 37%。从过往股价来看，A/H 股溢价平均为 44%，而三年平均溢价甚至高达 72%。从相对价值的角度来看，中联重科 A 股更具吸引力。我们认为，更多稳定房地产市场政策的落地将缓解市场对中联重科国内塔吊和混凝土机械销售的担忧。

■ 潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH, 买入)

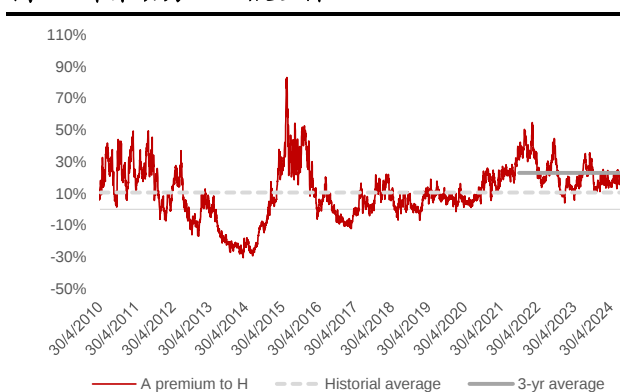
截至 10 月 7 日，潍柴 A 股较 H 股溢价约 13%，仍高于历史平均水平的 10.7%，但低于三年平均水平的 23%。我们预计重卡板块将受益于设备更新政策。作为中国重卡板块的主要标的，潍柴 A 股有望在国庆假期结束市场重启后吸引大量资金流入。

图 33: 中联重科 A/H 股溢价



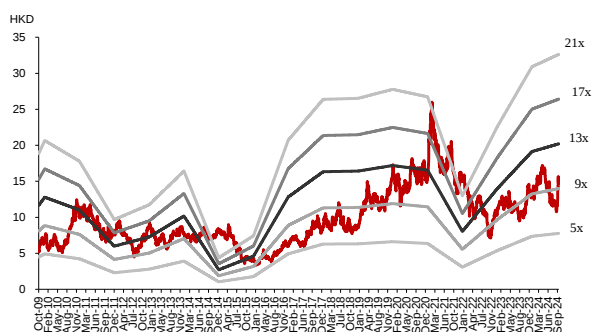
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 34: 潍柴动力 A/H 股溢价



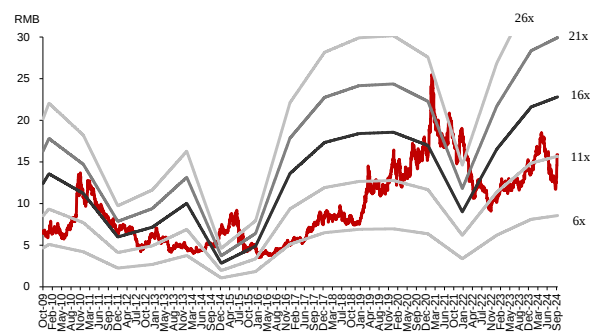
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 35: 潍柴动力-H PE 区间



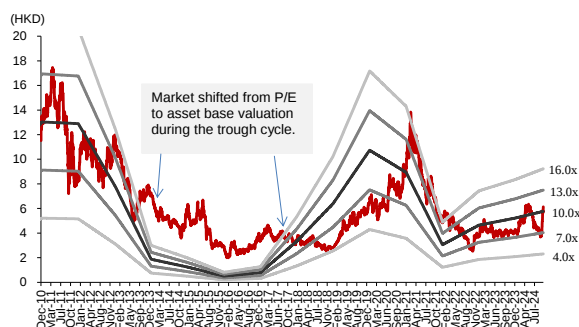
资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

图 36: 潍柴动力-A PE 区间



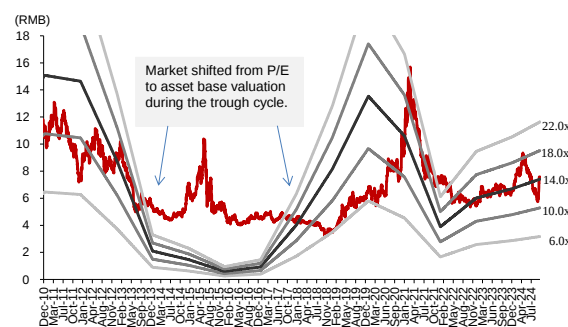
资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

图 37: 中联重科-H PE 区间



资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

图 38: 中联重科-A PE 区间



资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

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：招银国际证券并未给予投资评级

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責任。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。