

每日投资策略

宏观策略/行业点评

宏观策略

中国宏观点评 - CPI 增速慢于市场预期，政策仍需积极发力

11 月份中国 CPI 增速再次低于市场预期，同比进一步下降 0.5%。食品和能源价格持续下跌仍是 CPI 疲软的主要拖累，同时多数项目环比大幅下滑也超过历年平均。国内需求依然低迷，核心 CPI 持平于 0.6%，环比下降 0.3%。受原油价格下跌和部分行业产能过剩影响，中国 PPI 同比降幅再度扩大至 3%。通货紧缩增加实际利率和实体债务负担，并对耐用品消费和企业资本支出产生负面影响。通缩表明整体需求疲软，需要进一步放松政策。展望未来，由于原油价格持续下跌、天气温暖以及总需求不振，我们预计下个月 CPI 和 PPI 将小幅回升但保持疲软，然后在 2024 年逐步改善。我们将 2023 年 CPI 增速预测从 0.4% 下调至 0.3%，同时维持 2024 年 1.4% 的预测。我们维持 2023 年 PPI 增速为 -3% 和 2024 年 0.3% 的预测。 ([链接](#))

行业点评

中国医药行业-海外 CXO 3Q23 业绩剖析

我们总结了海外主要 CXO 公司（包括临床 CRO、临床前 CRO、C(D)MO 以及生命科学上游）的 3Q23 业绩以及管理层对于全球医药行业融资和需求展望。由于中国 CXO 公司已深度融入全球医药研发产业链，我们希望通过分析海外 CXO 行业为理解中国 CXO 行业的发展趋势提供更加全面的视角。

海外 CXO 公司 3Q23 业绩出现分化。我们发现后期阶段 CXO 的业绩好于早期阶段 CXO，非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO。我们认为有五个原因导致业绩分化：1) 在后疫情时代，因新冠而积压的非新冠项目得以重新推进；2) 全球医疗健康融资额明显减少，biotech 公司将更多资源用于少数重点后期项目；3) 大药企开始管控成本投入，导致资源更多集中在商业化明确的后期项目；4) 新冠药物造成 22 年业绩高基数，特别是对于 C(D)MO 公司而言；5) C(D)MO 的成本相对刚性，疫情后产能利用率低造成折旧压力大，而非生产类 CRO 可通过人员优化灵活调整成本。

海外 CXO 需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳，管理层对 23 年和远期业绩预期仍偏谨慎。尽管有海外 CXO 管理层表示 biotech 融资出现恢复的迹象，但早期研发仍受到客户资金紧张的影响。由于客户进行管线优化，导致对临床 CRO 的需求提高，但临床前、药物发现以及生命科学上游的需求较弱。我们发现 3Q23 上调全年收入指引的海外 CXO 公司数量多于下调的数量（4 家 vs 3 家），好于 2Q23 时的情况（2 家 vs 4 家），但业绩上调幅度小于下调幅度。此外，海外 CXO 管理层的远期（指 2024 年及之后）业绩指引也偏谨慎。

海外 CXO 仍在等待业绩拐点。海外 CXO 公司的业绩在 3Q21 大范围出现增速下滑，我们认为未来业绩向上的拐点可能也需要至少连续 2 个季度的业绩改善才可确认。从 3Q23 的情况来看，海外 CXO 季度业绩的改善趋势仍未完全形成，虽然一些公司的业绩有改善，但改善幅度仍相对有限。

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	16,334	-0.07	-17.43
恒生国企	5,598	-0.31	-16.51
恒生科技	3,706	-0.38	-10.24
上证综指	2,970	0.11	-3.87
深证综指	1,848	-0.13	-6.47
深圳创业板	1,892	0.80	-19.37
美国道琼斯	36,248	0.36	9.35
美国标普 500	4,604	0.41	19.92
美国纳斯达克	14,404	0.45	37.62
德国 DAX	16,759	0.78	20.37
法国 CAC	7,527	1.32	16.26
英国富时 100	7,554	0.54	1.38
日本日经 225	32,308	-1.68	23.81
澳洲 ASX 200	7,195	0.30	2.22
台湾加权	17,384	0.61	22.96

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	28,249	0.19	-12.93
恒生工商业	8,961	-0.13	-17.91
恒生地产	16,884	-1.18	-35.16
恒生公用事业	30,333	0.33	-17.64

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)	28.09
深港通 (南下)	19.91
沪港通 (北上)	61.28
深港通 (北上)	44.19

资料来源: 彭博

对中国 CXO 行业的启示。9M23 中国创新药融资额的恢复趋势略弱于全球。基于海外 CXO 的整体表现，我们认为中国 CXO 短期可能面对海外需求带来的挑战，而中国本土的需求也同样可能较为疲弱。中国 CXO 公司在这一轮业绩减速时间点相比海外同行滞后约 2 至 4 个季度，主要可能是由于新冠订单节奏的影响。考虑到 23 年业绩增速受到 22 年高基数的影响，我们预计中国主要 CXO 公司最快将在 2024 年重新进入业绩加速通道。（[链接](#)）

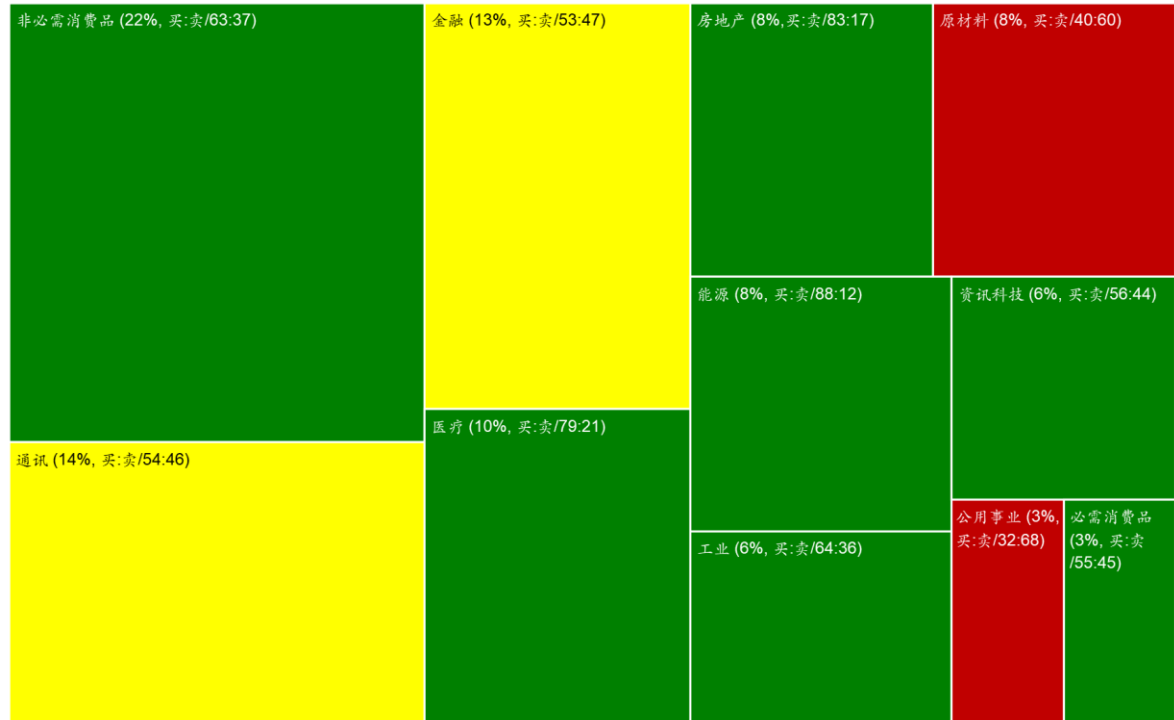
招銀國際環球市場焦點股份

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	34.87	50.00	43%	54.4	34.2	5.7	18.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.83	14.00	79%	21.1	15.3	0.9	4.7	2.4%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.40	19.40	45%	12.6	10.5	1.3	11.3	3.0%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	46.87	70.00	49%	14.0	12.1	2.8	21.7	1.3%
华润电力	836 HK	能源	买入	14.98	22.53	50%	5.2	4.4	0.7	14.6	7.6%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	24.55	35.48	45%	8.3	7.1	1.2	11.2	5.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.47	14.26	51%	6.2	5.5	2.0	34.1	12.3%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.34	1.84	37%	16.2	42.4	2.5	8.4	0.9%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.12	6.71	31%	75.8	61.1	16.2	23.0	0.2%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1704.92	2279.00	34%	29.2	23.6	9.2	33.0	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	39.75	57.35	44%	N/A	N/A	5.6	N/A	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	63.85	118.00	85%	91.6	80.3	15.2	11.3	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	305.60	465.00	52%	17.4	14.7	3.1	15.5	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	138.96	142.60	3%	25.3	19.3	9.4	41.4	0.0%
网飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	453.76	512.00	13%	271.1	210.6	64.1	25.0	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	53.85	97.00	80%	N/A	N/A	4.5	7.7	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	25.70	45.10	75%	5.2	4.7	0.6	13.3	6.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.35	44.20	41%	16.4	13.0	2.3	13.4	1.0%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	117.50	109.30	-7%	55.2	40.5	6.8	12.6	0.3%
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	10.38	17.00	64%	N/A	N/A	4.7	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至 2023 年 12 月 8 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块－8/12/2023

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。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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。招銀國際環球市場可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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。