# 策略观点

## 政策转向强宽松

- **宏观：**中国经济延续走弱，房地产降幅扩大，消费疲弱和通缩压力持续。中国政策大幅转向强宽松，希望修复房市和股市信心，中国市场情绪大振。但目前政策仍难以扭转消费疲弱和通缩压力，仍需财政政策扩张、去产能政策推进和市场化改革加速。美国经济延续温和放缓，从过热趋向偏冷，但有望避免衰退。美联储 9 月大幅降息之后可能转向小步渐进降息，我们预计 11 月和 12 月分别降息 25 个基点，明年进一步降息 100 个基点。

- **科技：**乐观，在美联储降息以及国内宏观政策刺激下，市场流动性和风险偏好有所改善。过去一个月港股科技板块迎来大幅反弹，目前恒生科技指数硬件板块 2025 年估值为 16x P/E，相对美股 SOX 及 A 股电子的 30 倍仍存在较大折让，我们看好估值修复行情有望延续。展望 4 季度，我们建议关注两条主线：1）随着下半年进入传统消费电子旺季，全球大厂陆续发布 AI 终端新品（iPhone16、MateXT、Quest 3s、天玑 9400、骁龙 8 Gen 4、小米 15、荣耀 Magic 17 等），在 AI 创新驱动及国内以旧换新政策密集出台下，产业链需求有望进一步提振；2）前期调整充分和成长性向好的 AI 产业链，有望受益 Blackwell 新品和 GB200 服务器即将 4Q 量产出货，AI 服务器供应链迎来全面增长。建议积极关注相关投资机会，包括智能手机/ AI PC 产业链如小米（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入），AI 服务器相关产业链如鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）。

- **半导体：**乐观。近期，半导体和通信行业随着市场情绪的快速好转而上涨。从 9 月 23 日至 9 月 30 日，我们追踪的 A 股半导体和通信公司股价平均涨幅为 37% 和 32%。自 9 月 23 日以来，我们追踪的 H 股标的的平均股价涨幅为 38%。尽管本轮行情个股涨幅不错，但我们追踪的个股平均市盈率仍低于 5 年历史平均约 0.5 个标准差（截至 10 月 2 日）。我们认为短期内市场的上升动能有望持续，尤其是香港股市。半导体方面，我们看好香港上市公司在市场情绪改善、资金流入等利好因素的带动下的上升机会。华虹半导体（1347 HK，买入）和中兴通讯（763 HK，买入）因市值较大、流动性较好，更易受到资金的关注。此外，随着股价在短期内的快速上涨，部分基金或流回通信板块。此外，随着市场情绪逐步复苏，投资者参与港股 IPO 的意愿也在提高。国庆假期期间，A 股市场的投资者会进一步消化各方信息。若假期消费数据乐观并超出预期，将有望进一步增强市场信心。A 股半导体方面，我们继续推荐中际旭创（300308 CH，买入）和北方华创（002371 CH，买入）。同时，也看好部分行业龙头，如韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）因其低估值及较高的消费市场收入占比，或更受青睐。从长期看，若公司基本面展望更加积极，或推动市场上调预期，半导体行业或出现重估机会。

- **互联网：**金融三部委推出一篮子政策及政治局会议表述推动市场投资情绪显著回暖，行业估值中枢迎来第一阶段结构性重估。尽管互联网行业股票目前交易均值在 19x PE，已与 5 月情绪推动下板块估值重估时相若，但因降本增效持续推进、高 ROI 门槛下行业竞争格局优化板块整体盈利前景展望已更优（目前 23-25E CAGR 24% vs 5 月的 19%），PEG 视角整体行业估值或仍有进一步提升空间。第二阶段的估值重估或需等待政策实际见效支撑基本面实质性转好后长线基金流入驱动。展望 10 月，综合目前的估值修复水平，及潜在基本面仍有可能超预期的维度评判，我们推荐阿里巴巴（变现率提升逐步进入兑现阶段、新业务运营效率提升有望支撑利润率表现）、拼多多（估值相较目前盈利增速仍有提升空间）、携程（3Q 业绩有望好于预期、估值相较过去两年均值仍不贵）、腾讯（核心主业竞争格局稳固，高毛利率业务如游戏 /视频号广告/直播电商拉动盈利稳健增长）、快手（盈利增长强劲，估值相较盈利增长具备吸引力）和哔哩哔哩（短期业绩弹性高且有望超预期，公司具备高 Beta 属性）。

叶丙南, Ph.D
刘泽晖
伍力恒
李汉卿
刘梦楠
杨天薇, Ph.D
张元圣
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
马毓泽
冯键嵘, CFA

- **软件及 IT 服务：**在市场投资情绪显著回暖情况下，中国软件板块因 high beta 属性跑赢大盘。美股软件板块尽管受益于降息利好支撑，但在基本面表现已较难有大幅超预期表现的情况下，围绕估值展开博弈或致使投资性价比出现边际弱化。基本面层面，对中国软件板块而言，尽管我们关注到整体签单速度相较 1H24 有所回暖，但在企业支出仍需时间恢复的情况下，软件公司营收增速恢复或为渐进过程，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行，推荐买入金蝶国际（268 HK，买入）。

- **医药：**受到宏观环境的影响，医保基金收支承压，基金监管趋严，我们预计下半年整体国内医疗需求偏弱。然而，受益于国内整体经济刺激政策，我们预计医保基金收支状况有望改善，医疗设备招标采购有望复苏。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块和 CXO 板块估值反弹。龙头 CXO 公司估值吸引，基本面稳健，估值修复空间大。我们看好龙头 CXO、龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值具吸引力的消费医疗企业。推荐买入药明康德（2359 HK, 603259 CH）、百济神州（BGNE US）、信达生物（1801 HK）、三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、巨子生物（2367 HK）和科伦博泰（6990 HK）。

- **食品饮料、美妆护肤、旅游零售：**我们认为，随着内地政策转向，整体消费有望稳住下跌趋势，“高性价比”短期仍为消费者核心需求，预计必选消费股持续受惠。食品饮料：作为扩内需的重要相关领域，积极的消费刺激政策出台有望对股票估值提供支撑。啤酒方面，预计酒企将针对中端价格带产品进行新推，行业将进入低基数周期，原材料成本持续回落，销售和利润增速有望逐步改善。提价和结构升级的趋势长期稳固，盈利能力将保持稳健。软饮方面，旅游和出行需求为销量提供支撑，但部分水企的短期价格战可能会侵蚀降本增效带来的利润率提升。美妆护肤：护肤板块消费格局仍在持续调整，国货效应进一步加强，韩束已经今年连续 9 个月蝉联销售榜单 Top1，Top10 中国货占据 7 位。在居民对高品质消费的追求驱动下，具有完备的产品线和成熟的运营体系的头部品牌有望进一步稳固其地位。旅游零售：出入境客流持续恢复，8 月国际航线客运量恢复至 2019 年同期的 92%，其中个人行旅客占比不断提高，口岸免税持续受益。同时，市内免税政策自 10 月 1 日起实施，在消费税改革情景下有望凸显免税渠道的性价比优势，中国中免业务有望维持稳健。我们认为，在政策支持扩内需及消费升级暂缓的背景下，“性价比”仍是市场中短期内的核心驱动力。我们持续推荐短期盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费中，我们维持对珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级；在食品饮料行业中，维持华润啤酒（291 HK）的“买入”评级。

- **可选消费：**上调未来三个月的看法至看好。整体来说，9 月的消费环境比 8 月改善，主要是因为基数较低。基本面仍然面临很大的压力。此外，天气（较去年热，受台风影响等）和季节性（中秋假期只有一日，对比去年是连假）也会有所影响。分行业来说，旅游 - 酒店和餐饮都是低于预期，而体育、家电和服装均符合预期。

  我们把行业看法上调至看好，主要是因为国家利好政策陆续出台，以及行业估值偏低等。而我们认为目前比较关键的是边际数据的改善幅度能否持续。根据我们的调研，十一国庆黄金周的表现的确有温和改善，只要能持续，相信估值重估仍会继续。但是我们需要紧密关注，假若出现转向，就需要及时止赚。

  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)、达势股份(1405 HK，买入)、百胜中国（YUMC US/ 9987 HK，买入)、亚朵(ATAT US)等。

- **汽车：**随着地方政府“以旧换新”具体措施的逐步落地，以及中央政府一系列金融政策对消费信心的提振，我们预计今年汽车行业“金九银十”的旺季效应有望强于过去两年。因此，我们上调了对今年行业总销量的预测。经过 9 月下旬投资者情绪的显著改善、行业估值的有效修复，我们认为后续投资

者的关注点仍将回到基本面扎实、估值具有吸引力的核心标的。整车厂中，我们推荐吉利汽车（175 HK）和理想汽车（LI US/2015 HK），零部件中看好敏实集团（425 HK）的估值修复，后市场建议关注途虎（9690 HK）。

- **房地产和物管：**乐观。销售端：国庆假期前六天，30 城新房日均成交面积同比降 17%，16 城二手房日均成交面积同比增 70%。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。根据我们的渠道调研，上海新房认购量有明显提升，刚需盘成交提升明显，主要受新政释放的边际购买力推动。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（目前年初至今同比降幅 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。板块表现：对比“三支箭”、“517 政策”及此次政策，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%。我们认为此次政策力度较大，且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。我们认为 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。我们认为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 亿保障性住房再贷款使用额度较低等。选股方面，我们倾向于轻资产且业绩兑现度较高的物管公司包括华润万象生活（1209 HK）、绿城服务(2869 HK)、滨江服务（3316 HK）、保利物业（6049 HK）、万物云（2602 HK）等，以及中介平台贝壳（BEKE US），代建公司绿城管理（9979 HK）和开发商中“地产+消费”概念的华润置地（1109 HK）等。

- **保险：**板块资负共振延续，做多强 Beta 寿险股。9 月末超预期政策组合拳的出台提振非银板块交易情绪，权益回暖将带动险企投资收益在去年同期极低基数下大幅改善，直接增厚当期利润，我们认为三季度险企归母净利润增速有望大幅超出预期，基于 1) 盈利预期回暖及 2) 顺周期属性带动估值向上的双向驱动，我们看好低估值+高权益弹性的中国人寿 (2628 HK，买入)和基本面综合最优的中国太保(2601 HK)，受益于低估值+业绩反弹的核心标的包括中国人保集团(1339 HK)。

  近期一系列利好政策密集出台，重燃 A/H 股市场交易情绪。自 9 月 11 日起，保险“国十条 3.0”发布、24 日国新办发布会释放超预期货币政策、26 日政治局会议提前召开，近年来首次谈及经济工作、 27 日《推动中长期资金入市的指导意见》的出台等，打消了此前市场对政策方向和力度判断的分歧。结合政策的全面推进，我们看好非银寿险股在此轮 Beta 行情中的弹性行情，并认为在权益带动基本面预期差大幅改善的背景下，四季度保险板块有望延续资负共振，实现估值与业绩双击。

- **资本品：**选择性看好。我们认为，近期市场因中央政府的强力政策转向已把行业估值推升至接近合理水平，我们认为在当前的位置一定程度反映了国内工程机械和重卡的复苏预期。 然而，我们认为政策层面传导至下游需求需要最少几个月的时间，因此在看到实质数据改善前，我们预计未来数月的股价将会较为波动。出口方面，工程机械出口增长大体上仍然理想，但重卡出口预计会在主要出口市场俄罗斯在上调进口报废税生效和高基数等因素下转弱。投资建议：工程机械方面，我们仍然看好中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入)的全球扩张战略以及在重点产品市场份额的提升（相关报告: A: 链接; H: 链接）。另外，我们看好浙江鼎力（603338 CH， 买入）高空作业平台在美国市场的持续突破（相关报告: 链接）。重卡方面，我们对重汽(3808 HK)维持持有评级，主要由于重卡出口转弱的因素未被反映（相关报告: 链接）。

## 图 1：行业荐股

| 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) 2024E | 市盈率(倍) 2025E | 市净率(倍) 2024E | ROE(%) 2024E | 股息率 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 小米集团 | 1810 HK | 科技 | 买入 | 25.85 | 24.40 | -6% | 25.0 | 22.0 | N/A | 12.8 | 0.0% |
| 鸿腾精密 | 6088 HK | 科技 | 买入 | 2.97 | 4.25 | 43% | 14.7 | 9.1 | N/A | 7.0 | 0.0% |
| 比亚迪电子 | 285 HK | 科技 | 买入 | 36.05 | 40.89 | 13% | 17.0 | 11.9 | 2.2 | 23.8 | 0.6% |
| 立讯精密 | 002475 CH | 科技 | 买入 | 43.46 | 45.10 | 4% | 23.1 | 18.9 | N/A | 17.4 | 0.0% |
| 中际旭创 | 300308 CH | 半导体 | 买入 | 154.86 | 150.76 | -3% | 30.5 | 20.6 | 11.1 | 23.2 | 0.2% |
| 北方华创 | 002371 CH | 半导体 | 买入 | 365.98 | 405.00 | 11% | 32.3 | 24.7 | N/A | 22.0 | 0.0% |
| 华虹半导体 | 1347 HK | 半导体 | 买入 | 32.55 | 24.00 | -26% | 51.7 | 29.5 | N/A | N/A | 0.0% |
| 金蝶国际 | 268 HK | 软件＆IT服务 | 买入 | 11.24 | 10.80 | -4% | N/A | 148.1 | N/A | N/A | 0.0% |
| 阿里巴巴 | BABA US | 互联网 | 买入 | 117.52 | 126.90 | 8% | 11.5 | 10.6 | N/A | 10.4 | 0.0% |
| 拼多多 | PDD US | 互联网 | 买入 | 153.09 | 187.90 | 23% | 11.6 | 9.3 | N/A | 49.0 | 0.0% |
| 携程 | TCOM US | 互联网 | 买入 | 68.35 | 65.80 | -4% | 20.6 | 20.0 | N/A | 11.1 | 0.0% |
| 腾讯 | 700 HK | 互联网 | 买入 | 478.40 | 480.00 | 0% | 19.6 | 18.1 | N/A | 19.3 | 0.0% |
| 快手 | 1024 HK | 互联网 | 买入 | 61.25 | 92.00 | 50% | 13.5 | 10.2 | 4.4 | 26.5 | 0.0% |
| 哔哩哔哩 | BILI US | 互联网 | 买入 | 26.46 | 20.50 | -23% | N/A | 62.7 | -8.4 | N/A | 0.0% |
| 药明康德 | 603259 CH | 医药 | 买入 | 52.36 | 61.90 | 18% | 15.3 | 13.7 | N/A | 16.2 | 0.0% |
| 百济神州 | BGNE US | 医药 | 买入 | 243.02 | 288.90 | 19% | N/A | 476.3 | 107.6 | N/A | 0.0% |
| 信达生物 | 1801 HK | 医药 | 买入 | 49.80 | 55.20 | 11% | N/A | N/A | 6.8 | N/A | 0.0% |
| 三生制药 | 1530 HK | 医药 | 买入 | 7.82 | 9.50 | 21% | 9.1 | 8.6 | N/A | N/A | 0.0% |
| 固生堂 | 2273 HK | 医药 | 买入 | 48.50 | 67.90 | 40% | 25.6 | 18.8 | N/A | 14.9 | 0.0% |
| 巨子生物 | 2367 HK | 医药 | 买入 | 56.30 | 62.10 | 10% | 26.8 | 21.2 | N/A | 32.1 | 0.0% |
| 科伦博泰 | 6990 HK | 医药 | 买入 | 216.40 | 243.40 | 12% | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.0% |
| 珀莱雅 | 603605 CH | 必选消费 | 买入 | 110.09 | 133.86 | 22% | 28.7 | 23.1 | N/A | 31.8 | 0.0% |
| 华润啤酒 | 291 HK | 必选消费 | 买入 | 35.30 | 63.20 | 79% | 19.1 | 16.6 | N/A | 17.3 | 0.0% |
| 海尔智家 | 6690 HK | 可选消费 | 买入 | 35.75 | 31.58 | -12% | 16.0 | 14.0 | N/A | 16.4 | 0.0% |
| 特步 | 1368 HK | 可选消费 | 买入 | 6.98 | 7.32 | 5% | 13.8 | 12.2 | N/A | 14.2 | 0.0% |
| 安踏 | 2020 HK | 可选消费 | 买入 | 106.30 | 107.84 | 1% | 22.0 | 20.1 | N/A | 24.9 | 0.0% |
| 江南布衣 | 3306 HK | 可选消费 | 买入 | 17.76 | 17.61 | -1% | 8.7 | 8.0 | N/A | 40.6 | 0.0% |
| 波司登 | 3998 HK | 可选消费 | 买入 | 4.90 | 5.98 | 22% | 13.5 | 11.4 | N/A | 26.3 | 0.0% |
| 达势股份 | 1405 HK | 可选消费 | 买入 | 79.95 | 81.20 | 2% | N/A | 72.7 | 12.7 | 2.5 | 0.0% |
| 百胜中国 | 9987 HK | 可选消费 | 买入 | 400.00 | 294.91 | -26% | 24.1 | 20.0 | N/A | 11.6 | 0.0% |
| 亚朵 | ATAT US | 可选消费 | 买入 | 29.08 | 29.42 | 1% | 22.6 | 16.4 | N/A | 48.7 | 0.0% |
| 吉利 | 175 HK | 汽车 | 买入 | 13.90 | 14.00 | 1% | 8.7 | 14.7 | N/A | 16.7 | 1.7% |
| 理想汽车 | LI US | 汽车 | 买入 | 30.51 | 25.00 | -18% | 59.4 | 36.4 | N/A | 11.2 | 0.0% |
| 华润万象生活 | 1209 HK | 房地产 | 买入 | 39.45 | 46.94 | 19% | N/A | N/A | N/A | 20.9 | 0.0% |
| 绿城服务 | 2869 HK | 房地产 | 买入 | 5.52 | 6.13 | 11% | 21.8 | 18.6 | N/A | 9.7 | 0.0% |
| 保利物业 | 6049 HK | 房地产 | 买入 | 39.00 | 54.0 | 0.4 | 12.8 | 11.6 | N/A | 16.4 | 0.0% |
| 滨江服务 | 3316 HK | 房地产 | 买入 | 20.70 | 32.94 | 59% | 9.3 | 7.9 | N/A | 35.7 | 0.0% |
| 万物云 | 2602 HK | 房地产 | 买入 | 27.60 | 40.01 | 45% | 13.9 | 12.6 | 2.0 | 11.3 | 3.1% |
| 绿城管理 | 9979 HK | 房地产 | 买入 | 3.96 | 5.56 | 40% | 7.1 | 6.4 | N/A | 24.3 | 0.0% |
| 贝壳 | BEKE US | 房地产 | 买入 | 24.29 | 21.50 | -11% | 22.5 | 20.5 | N/A | 7.5 | 0.0% |
| 华润置地 | 1109 HK | 房地产 | 买入 | 29.95 | 45.10 | 51% | 5.5 | N/A | N/A | 13.8 | 0.0% |
| 中国人寿 | 2628 HK | 保险 | 买入 | 20.55 | 15.50 | -25% | 10.4 | 10.0 | N/A | 10.5 | 2.9% |
| 中国太保 | 2601 HK | 保险 | 买入 | 33.15 | 28.30 | -15% | 8.7 | 8.1 | N/A | 12.4 | 3.5% |
| 中国人保 | 1339 HK | 保险 | 买入 | 4.86 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.0% |
| 中联重科 | 1157 HK | 资本品 | 买入 | 6.14 | 6.80 | 11% | 11.6 | 10.3 | 0.8 | 7.5 | 3.6% |
| 浙江鼎力 | 603338 CH | 资本品 | 买入 | 59.26 | 75.00 | 27% | 14.2 | 12.4 | 3.0 | 21.6 | 1.3% |

资料来源：彭博，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

## 中国经济

### ■ 经济延续走弱

**经济延续走弱。**经济高频活动指数从 8 月的 0.96 降至 9 月的 0.86（2019 年=1），高频模拟 GDP 增速从 8 月的 5.1%降至 9 月的 4.8%。9 月制造业 PMI 连续第 5 个月处于收缩状态，服务业 PMI 今年首次进入收缩状态，新订单指数显示需求走弱，物价指数显示通缩延续。住房销量走弱，房价延续下跌但跌幅收窄。

**制造业与服务业表现疲弱。**从制造业 PMI 来看，大部分制造业表现疲弱，能源、钢铁等行业生产与需求显著收缩，只有医药、汽车、电气机械器材、计算机通信电子设备等少部分行业处于扩张状态。从服务业 PMI 来看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业景气度相对较高，受暑期出行旺季结束和部分地区台风等极端天气影响，铁路运输、水上运输、文化体育娱乐等行业指数大幅降至收缩区间。

**房地产跌幅扩大。**11 个代表性城市[1]二手房销量同比增速从 8 月的 12.7%降至 9 月的 1.9%，相比 2019 年同期复苏率从 8 月的 94.7%降至 86%。30 大中城市商品房销量同比降幅从 8 月的 20.6%扩大至 9 月的 34%，相比 2019 年同期复苏率从 45.3%降至 35.3%。房地产库存居高和供大于求状态延续，房价延续下跌，8 月北上广深中原领先指数环比平均下降 1.1%，降幅略小于过去三个月 1.6%的平均降幅。

**通缩压力仍在。**9 月上海二手汽车市场平均交易价格同比下降 19.6%，跌幅相比 8 月的 29.8%有所收窄。耐用消费品和服务消费价格均延续走低，反映消费需求依然较弱。制造业投资增速大幅超过社会零售额增速，显示大部分商品供大于求。消费需求疲弱的原因是家庭就业、收入和信心下滑，今年前 8 个月个人所得税同比下降 5.2%，消费信心指数持续处于低位，储蓄率依然较高。通缩压力对企业盈利伤害较大，今年前 8 个月企业所得税同比下降 5%，国企利润同比下降 2.1%，企业盈利改善需要等待经济走出通缩。

### ■ 政策转向强宽松

**宏观政策转向强宽松。**以更大幅度降准降息、二套房贷款政策参照首套、一线城市取消或放松住房限购、央行设立股票互换和回购增持再贷款为标志，近期中国宏观政策转向强宽松。9 月末政治局会议明确提出“推动房地产止跌回稳”、“努力提振资本市场”，显示近期政策目标是修复房市和股市信心。此次宏观政策转向与 2022 年 11 月防疫政策调整非常类似，可能来自高层态度变化，堪称中国的”Whatever it takes”时刻。

**货币政策全力提振房市与股市。**美联储 9 月大幅降息，美元指数转弱，人民币汇率反弹，中国货币政策面临的外部制约显著减轻。同时，高层对尽快稳定房市和大力提振股市态度更加坚决。在此背景下，中国货币政策开始全力提振房市与股市。近期一系列超预期政策包括：1）降准 0.5 个百分点，释放流动性 1 万亿元人民币；2）下调 MLF 利率 30 个基点，将带动 LPR 和存款利率下降 20-25 个基点；3）存量房贷利率平均下降 0.5 个百分点，为

[1] 11 个代表性城市包括北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、厦门、苏州、无锡、东莞和佛山。

5,000 多万户家庭平均减少利息支出约 1,500 亿元；4）设立股票互换便利，为证券、基金、保险公司股票投资提供融资，首期额度 5,000 亿元，未来可视情况扩大规模；5）设立股票回购增持专项再贷款，100%资金支持银行为上市公司或其主要股东提供股票回购或增持贷款，首期额度 3,000 亿元，未来可视情况扩大规模。

**政策效应及未来空间。**近期宏观政策转变大幅提振中国金融市场信心，股票和人民币汇率显著走强，住房市场情绪也有所改善，一二线城市二手房销量可能率先回升。但这些政策仍难以扭转消费疲弱和通缩压力，因为家庭就业、收入和信心依然较弱。中国仍需要三方面重要政策来提振消费和消除通缩：一是增加广义赤字并优化财政支出投向，减少对低效基建投入，增加对家庭部门尤其是中低收入群体的转移支付；二是加快市场化改革，修复企业家信心，重启经济体系中动物精神；三是引导产能过剩行业去产能和供求再平衡。

## 美国经济

### ■ 经济延续放缓

美国经济逐步放缓，从过热趋向偏冷。过去两年，美国经济处于过热状态，实际 GDP 增速大超潜在增速估计值，通胀远超目标水平，失业率显著低于自然失业率估计值。今年上半年，美国经济放缓接近平衡状态，实际 GDP 环比均速降至潜在增速附近，通胀向目标水平趋近，失业率升至自然失业率附近。第三季度，制造业 PMI 延续收缩，服务业 PMI 仍在扩张，就业指数走弱，物价指数走平。未来四个季度，美国经济可能进入偏冷状态，我们预计实际 GDP 增速开始低于潜在增速，通胀接近目标水平，失业率升至高于自然失业率水平。但美国经济有望避免衰退，一方面疫情冲击、经济重启和政策时滞对各部门影响差异很大，各部门周期不同步，呈现滚动式收缩或扩张，拉长经济周期，避免同步叠加带来短期内经济大幅收缩，另一方面除联邦政府外，其他部门债务负担受加息周期影响较小，资产负债表比较稳健。

### ■ 美联储将开启小步渐进降息

美联储 9 月大幅降息 50 个基点，但强调未来不急于迅速降息。在经济软着陆的基准情景下，预计美联储今年 11 月和 12 月分别降息 25 个基点，明年进一步降息 100 个基点。一方面，去通胀不断取得进展，PCE 与核心 PCE 通胀均降至 2.5%左右，预计明年上半年趋近 2%；另一方面，就业市场不断降温，劳工需求逐步放缓，移民流入增加劳工供应，失业率升至自然失业率附近。美联储对实现通胀目标更有信心，对就业市场走弱开始警惕。但美国通胀仍高于目标，失业率依然较低，失业率上升主要因劳工供应增加而非需求减少，股票和高收益债市场显示金融条件仍较宽松，房价仍在上涨。美联储在 9 月政策校准式降息之后，短期内可能采用小步快跑多次渐进降息方式。只有通胀超预期下降、失业率加速上升或金融市场由此发生波动，美联储才有可能延续非常规大幅降息。

# 科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

**估值修复行情有望延续，AI 创新和传统旺季推动景气度进入上行通道。**

看法乐观，在美联储降息以及国内宏观政策刺激下，市场流动性和风险偏好有所改善，过去一个月港股科技板块迎来大幅反弹。目前恒生科技指数硬件板块 2025 年估值为 16x P/E，相对美股 SOX 及 A 股电子的 30 倍仍存在较大折让，我们看好估值修复行情有望延续。展望 4 季度，我们建议关注两条主线：1）随着下半年进入传统消费电子旺季，全球大厂陆续发布 AI 终端新品，包括 iPhone16、华为 MateXT、Quest 3s、联发科天玑 9400、高通骁龙 8 Gen 4、小米 15、荣耀 Magic 17 等，在 AI 创新驱动及国内以旧换新政策密集出台下，终端需求有望进一步提振；2）前期调整充分和基本面向好的 AI 产业链，Blackwell 新品和 GB200 服务器即将 4Q 量产出货，AI 服务器供应链有望迎来全面增长，建议积极关注相关主题投资机会。整体来说，手机产业链（苹果/小米/高通/联发科）展望稳定复苏，苹果链（比亚迪电子/瑞声/鸿腾/舜宇）受益于 iPhone16 周期；PC/服务器品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（鸿海/广达）业绩指引 AI 服务器需求维持强劲，通用服务器和 PC 市场温和复苏。智能手机/AI PC 产业链重点相关公司包括**小米（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）**，AI 服务器板块相关公司包括**工业富联（601138 CH，未评级）、鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）**。

**1）智能手机/PC：新品发布、消费旺季和以旧换新政策有望刺激需求提振**

消费终端需求复苏延续，全球手机/PC 的 2Q24 出货量同比增长 6.5%/3.0%（vs 1Q +7.8%/1.5%），8 月中国智能手机出货量同比增长 17.7%。IDC 近期上调全球手机出货量增速至 5.8%达 12.3 亿台，同时预计 2024 年生成式 AI 手机将实现 344%增长，占整个市场 18%份额。

展望 4 季度，多家上游厂商和终端品牌产品发布会，包括 iPhone16、华为 MateXT、Quest 3s、联发科天玑 9400、高通骁龙 8 Gen 4、小米 15、荣耀 Magic 17 等，在 AI 创新驱动下，终端需求有望进一步回暖，相关产业链业绩也有望继续增长。苹果链方面，我们预期今年 iPhone 16 和 Apple Intelligence 推出将加快模型升级，明年 IPhone 17 有望迎来硬件 AI 创新，2026 年布局折叠终端和 AI 眼镜，继续发挥芯片、模型、终端及系统一体化生态优势，看好苹果 AI 生态引领行业发展，未来三年有望迎来创新周期。看好国内苹果产业链**立讯精密、瑞声科技、鸿腾精密、舜宇光学和比亚迪电子**等份额和价值量持续提升。

安卓链方面，全球和国内出货量持续复苏，小米和华为供应链明显受益，同时华为推出全球首款三折叠手机 MateXT，相关零部件价值量大幅增加，柔性 OLED 显示屏需求进一步增加，以及采用两套铰链连接三部分壳体，铰链需求量将大幅增加。考虑 AI 和高端折叠手机在光学、结构件、散热和折叠屏等方面创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好**比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、瑞声科技和鸿腾精密**等。

在 PC 端，2Q24 全球出货量同比恢复增长 3.0%，笔电代工厂 3Q 营收同比提速，终端品牌（戴尔/惠普/联想）业绩向好，指引需求复苏持续。下半年大厂密集推出 AI PC 产品，高通、联发科、AMD、英特尔等巨头加码 AI PC，我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。展望下半年，预计行业受益于 AI PC 和 Win11 更新周期驱动将温和复苏，英特尔预测 2024 年 AI PC 出货量约 4,000 万台，2028 年 AI

PC 占比将达 80%。手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链重点标的包括**小米集团、联想集团（992 HK，未评级）和华勤技术（603296 CH，未评级）。**

**2）AI 产业链：Blackwell 新品和 GB200 服务器即将量产出货，供应链有望迎来全面增长**
北美云厂商对今年和明年资本开支指引乐观，服务器品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（鸿海/广达）2Q 业绩向好和指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单需求维持强劲。近期媒体报道 Blackwell 产品路线图和 GB200 设计变化，我们认为对市场需求和明年出货量影响不大，多家参与的 ODM 将显著受益，工业富联指引 2024 年 AI 服务器收入同比增长两倍，占服务器总收入近 40%，其中生成式 AI 服务器同比增加三倍。另外，海外巨头（英伟达/AMD/英特尔）相继发布最新 AI 新品和技术路线图，我们看好 AI 算力升级周期加快将推动产业链持续增长。

AI 芯片供应限制在下半年得到缓解，高算力需求将推升 AI 服务器出货量增长。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商，中游主要包括服务器品牌和 OEM/ODM 厂商为主。从硬件层面，全球核心 AI 服务器 OEM/ODM 受益标的包括**工业富联（601138 CH，未评级）、联想（992 HK，未评级）和戴尔（DELL US，未评级）**，以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括**鸿腾精密、立讯精密和比亚迪电子。**

**3）MR 产业链：AI 模型提升交互能力，看好智能眼镜发展趋势**
Meta 在 9 月 Connect 2024 上展示 Quest 3s 和 Meta 新一代眼镜新品，我们看好 AR 眼镜明年将成为主流终端，拉动行业整体出货重回正增长。另外，随着苹果 Vision Pro 全球多地开售，应用生态加快完善，预计 MR 产业链 2024 年出货量将温和复苏，看好苹果二代平价版本推出将激活相关软件生态建设，加速明年 AR/VR/XR 产品渗透。另外，相关上游硬件零部件及组装产业链受益标的包括**立讯精密、歌尔股份（002241 CH，买入）、高伟电子和长盈精密（300115 CH，未评级）。**

**4）汽车电子：小米 SU7 订单量超预期，特斯拉有望发布无人驾驶出租车 Robotaxi**
年初至今受到下游客户价格战影响，汽车电子产业链上半年盈利水平普遍承压，京东方精电和英恒科技指引下半年利润水平有望稳步修复。小米 SU7 今年交付目标上调至 12 万台，月度产能上调至 2 万台，其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力，推出 Pilot Pro/ Pilot Max 两套智驾方案。受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展，自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高，预计 ADAS 摄像头需求将不断增长，利好**京东方精电（710 HK，买入）、英恒科技（1760 HK，买入）和舜宇光学**等汽车电子产业链标的。

■ **推荐买入小米集团、鸿腾精密、比亚迪电子、立讯精密**

**1）小米集团（1810 HK）：**手机业务回暖，表现优于市场，国际化、高端化战略效果明显，小米 14 系列手机销售表现亮眼。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力，以及极致的性价比和软硬件生态完整性，在消费者中树立良好口碑，高端化进程进入新阶段。小米汽车今年正式发布小米 SU7，我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。

**2）鸿腾精密（6088 HK）：**全球服务器连接器龙头厂商之一，管理层预期 2024 年服务器/互连业务收入将同比增长 15-20%，AI 服务器相关产品收入将占收入 8-10%，主要受到铜

连接器产品的出货增长驱动，以及包括 MCIO 和高速 I/O 产品的快速放量。另外，今年公司迎来新品上量及业务突破：1）网络连接业务的高速连接器产品出货量将显著增加，受益于 GB200 服务器 4Q24 量产出货；2）EV 业务的 Voltaira 汽车电子并表有望带来三位数同比增长；3）Airpods 印度产能明年开始出货，预计份额有望持续提升。我们认为公司增长动力充足，产品组合持续优化，我们看好公司 2024-25 年收入和利润增长加速。

**3）比亚迪电子（285 HK）：**安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为利润增长提供动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司收购捷普的结构件业务，扩大其智能手机业务发展空间，从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

**4）立讯精密（002475 CH）：**受益于苹果各个品类（iPhone, Watch, Airpods）份额和盈利能力提升，近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深化垂直整合能力，未来 3 年苹果 AI 叠加 iPhone 升级周期，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系，随着新品发布和技术布局逐步落地，看好公司成长逻辑，目前估值处于历史低位，建议买入。

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

## 半导体

**| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716**
**| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8727**

### ■ 未来 3 个月看法乐观

近期，半导体和通信行业随着市场情绪的快速好转而上涨。从 9 月 23 日至 9 月 30 日，我们追踪的 A 股半导体和光通信公司股价平均涨幅为 37% 和 32%。自 9 月 23 日以来，我们追踪的 H 股半导体同业的平均股价涨幅为 38%。尽管本轮行情个股涨幅不错，但我们追踪的板块个股平均市盈率仍低于 5 年历史平均约 0.5 个标准差（截至 10 月 2 日）。展望未来，我们认为短期内市场的上升动能有望持续，尤其是香港股市。半导体方面，我们看好香港上市公司在市场情绪改善、资金流入等利好因素的带动下的上升机会。中芯国际（981 HK，未评级）、华虹半导体（1347 HK，买入）和中兴通讯（763 HK，买入）因市值较大、流动性较好，更易受到资金的关注。随着股价在短期内的快速上涨，部分基金或流回通信板块。此外，我们认为，随着市场情绪逐步复苏，投资者参与港股 IPO 的意愿也在提高。国庆假期期间，A 股市场的投资者会进一步消化各方信息。若假期消费数据乐观并超出预期，将有望进一步增强市场信心。A 股半导体方面，我们继续推荐中际旭创（300308 CH，买入）和北方华创（002371 CH，买入）。同时，也看好部分行业龙头，如韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）因其低估值及较高的消费市场收入占比，或更受青睐。从长期看，若公司基本面展望更加积极，或推动市场上调预期，半导体行业或出现重估机会。

**长期看，我们维持之前的投资主线推荐。**

**1）人工智能（AI）：资本开支继续增长，产业链持续受益。**

虽然近期 AI 板块迎来回调，但几大云厂商对 AI 资本开支的展望依旧非常正面。我们持续看好人工智能（AI）产业链的发展。我们认为 2024 年各大云厂商将继续加大对 AI 基础设施的投资，以确保在 AI 军备竞赛中保持先发优势，以获得更多的市场份额、吸引更多用户使

用其产品，并着重对基建中能效指标进行改进和提升。根据彭博预测，**2024 年主要云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 的资本支出总额预计同比增长 39%**，高于一季度预期的 36%，这将持续利好 AI 产业链的发展。我们尤其看好存储市场、光通讯以及在网络连接市场的需求增长。

展望未来，AI 的创新和应用将持续加速，我们预计市场的焦点将会从之前的 AI 硬件投资（如芯片等基础设施）拓展到 AI 应用和软件开发的进展，即关注 AI 变现策略能否顺利推进，且获得成功。例如，具备 AI 功能（如 Co-pilot）的终端设备（AI 智能手机和 AI PC）是否能在未来加速渗透。

**我们维持 AI 需求将持续增长的观点，相信产业链相关公司会持续受益，尤其是那些业务收入来自 AI 市场份额高的标的。A 股首推中际旭创（300308 CH，买入）。**我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。

**2）科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化。**根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。**近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，注册资本高达 3,440 亿元人民币，是迄今为止规模最大的一期（第一/二期资金规模分别为 1,390 亿元/2,000 亿元人民币）。该基金的设立对推动中国集成电路产业的发展有着重要的意义。参考前两期投资重点主要集中在芯片制造、半导体设备和材料等领域，我们认为第三期的投资方向有望延续此前的投资范围，同时可能关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。

近日，有消息称拜登政府可能会扩大半导体设备出口禁令的范围，引起市场广泛关注。我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的将会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。**对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 HK，买入）将是主要受益者。**（报告）

**推荐北方华创（002371 CH，买入，目标价：405 元人民币）**。公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。北方华创作为中国最大的设备制造商，并拥有最丰富的产品线。公司持续巩固其在中国的领先地位，与国内众多芯片制造商都有紧密的合作，多种产品已安装并运行。公司雄厚的资产负债表（现金超过 100 亿元人民币）和多样化的人才库赋予了其持续发展所需的财务实力和研发能力。（报告）

**推荐华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 港元）**。我们认为中国的半导体供应链将进一步加强本地化。我们预计中国晶圆代工龙头企业将持续保持市场份额的增长，主要驱动力包括：1）中国政府对半导体供应链自主可控的大力支持；2）成熟制程产能的扩张和份额提升；3）下游市场需求的逐渐复苏。我们认为，中国最大的两家晶圆代工企业，中芯国际和华虹半导体，将是半导体自主可控趋势下的主要受益者。华虹半导体是中国第二大晶圆代工企业。我们观察到了公司晶圆出货量和产能利用率上升等积极迹象，我们认为公司正在从周期底部逐渐复苏。（报告）

**3）通讯板块仍是较好的防御性标的。**我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观逆风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

**4）半导体周期或将回暖。**我们认为消费电子市场于 2023 年年底触底。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。若下游需求进一步改善，半导体行业终端需求有望逐步回暖。**韦尔股份（603501 CH，买入）**和**卓胜微（300782 CH，买入）**将通过新品发布和市场份额的增长获益。韦尔股份的高阶像素 50 系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升；同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。卓胜微的基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率。

■ **风险提示：**AI 需求不及预期；新的半导体禁令出台；行业竞争激烈程度高于预期；消费电子需求持续下滑。

## 软件与 IT 服务

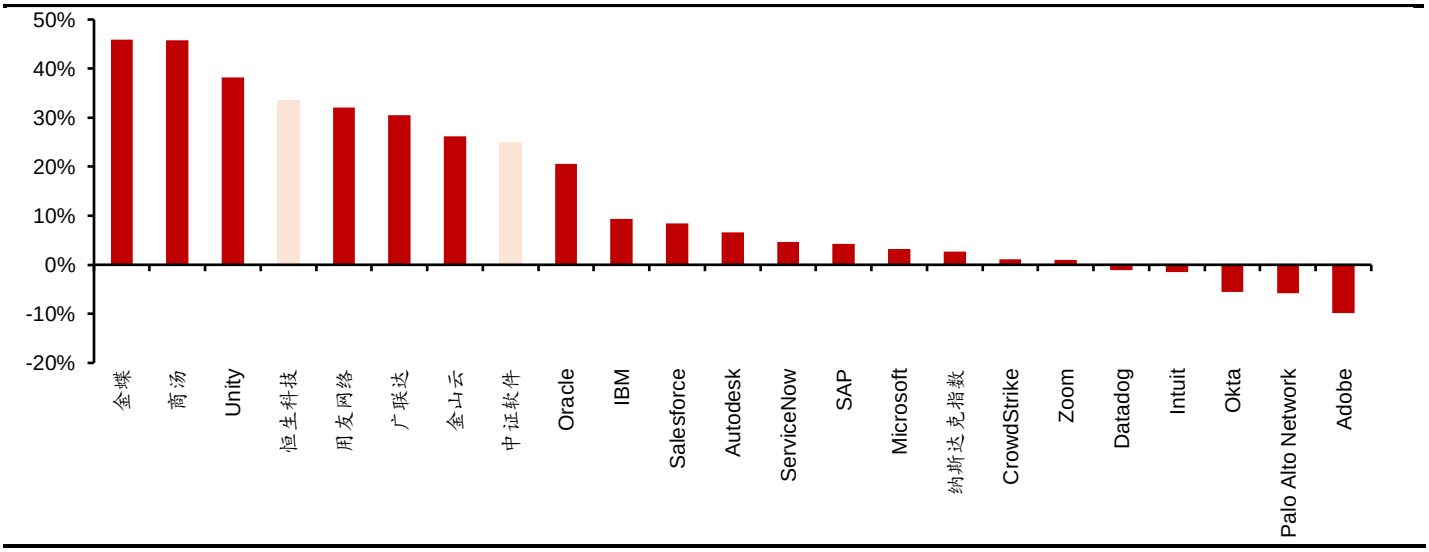
**| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739**
**| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk**
**| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk**

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

在市场投资情绪显著回暖的情况下，中国软件板块因 high beta 属性跑赢大盘。美股软件板块尽管受益于降息利好支撑，但在基本面表现已较难有大幅超预期表现的情况下，围绕估值展开博弈或致使投资性价比出现边际弱化。基本面层面，对中国软件板块而言，尽管我们关注到整体签单速度相较1H24有所回暖，但在企业支出仍需时间恢复的情况下，软件公司营收增速恢复或为渐进过程，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行，推荐买入金蝶国际（268 HK，买入）。

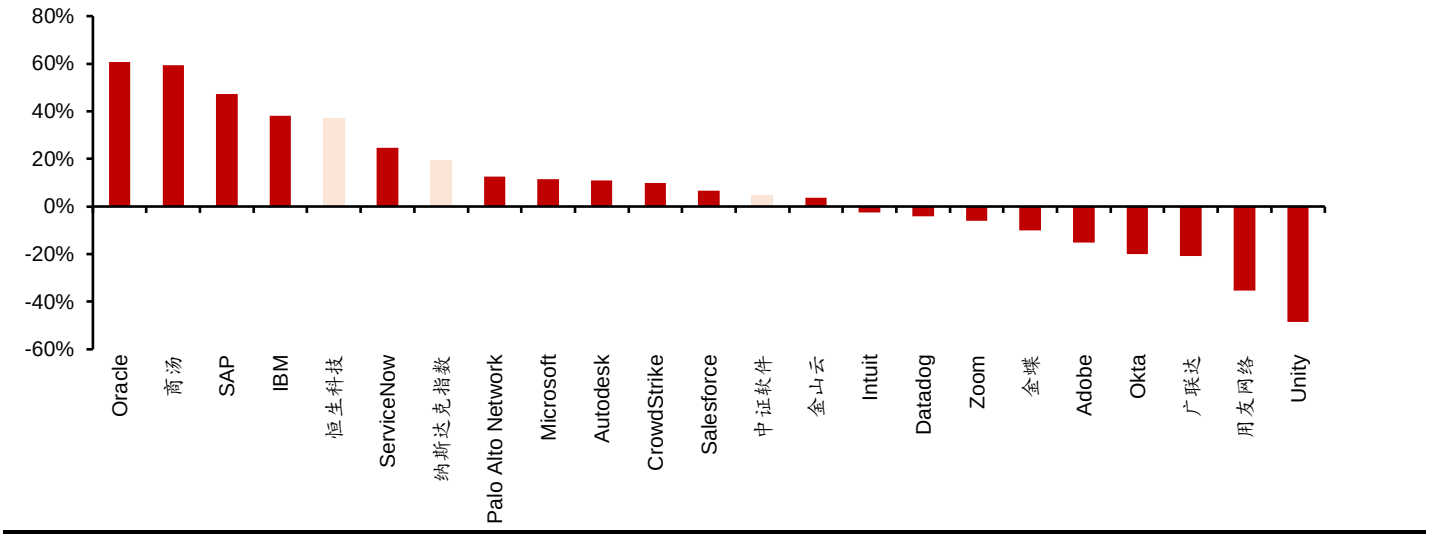
9 月恒生科技指数上涨 33%，纳指上涨 3%，高 Beta 软件标的跑赢大盘，金蝶/商汤/用友网络 9 月上涨 46/46/32%。Unity 9 月上涨 38%，公司 9 月 13 日宣布取消对游戏开发者收取 Runtime 费用，开发者社区及投资者对于该调整反馈积极。Adobe 9 月股价下跌 10%，公司 9 月公布了符合预期的 3QFY24 业绩，但对于 4QFY24E 数字媒体 NNARR 指引为 5.5 亿美元（同比下降 3%），弱于预期，引发投资者对 FY25 收入增长前景的担忧。

**图 2: 9 月软件板块股价表现**




资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现




资料来源：Wind，招银国际环球市场

■ **SaaS：头部公司或仍将在 2024 年跑赢**

头部 SaaS 公司的客户粘性强，但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出，我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 2024 年实现 14-20%的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%，但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复，但整体结构性的复苏或仍有待观察。对于 2H24，相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司，我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ **IaaS 和 PaaS：高质量增长是主题，AI 云带来新增量**

得益于低利润率 CDN 业务退出效果逐步弱化及 AI GPU 云逐步起量，互联网厂商云业务同比增速季环比持续回暖下利润率稳步提升，支撑集团层面盈利改善。目前看，AI GPU 云快速发展趋势下，百度、阿里或相较腾讯受益更多，竞争格局变化趋势值得关注。3Q24，整体中国云行业的营收增长或将受益于具备韧性的降本增效需求及 AI GPU 云需求逐步释放而环比进一步加速。因生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平，叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略，头部厂商云业务 2024 年的盈利能力或有望进一步提升。

■ **海外软件：客户数字化支出仍然谨慎，关注生成式 AI 进展**

美国软件行业中，降息预期交易助推近期板块估值高位抬升，在估值已经较为充分地反映市场乐观情绪的情况下，基本面能否维持超预期的表现以及生成式 AI 的相关进展或为估值波动中枢的关键支撑因素。Palo Alto Networks（PANW）4QFY24（财年结于 7 月）总收入同比增长 12.1%，达到 22 亿美元，好于彭博一致预期 1%，Non-GAAP 净利润达到 5.222 亿美元，同比增长 8.2%，比预期高出 7%。对于 2024 财年，总收入同比增长 16.5%，达到 80 亿美元，非 GAAP 净利润同比增长 35%，达到 19 亿美元，非 GAAP 自由现金流（FCF）达到 31 亿美元，对应 38.9%的 FCF 利润率（2023 财年：38.8%）。与此前的公司指引相比，PANW 4Q 业绩好于预期，我们认为这展示了 PANW 具备竞争力的产品布局和管理团队强大的执行力。加速的平台化战略正在带来初期成果，我们认为这将有助于 PANW 长期市场份额的增长。PANW 新推出的 AI 产品也看到了初期增长势头：管理层强调，截至 2024 财年末，由 Cortex XSIAM、AIOps 订阅和 ADEM 产品产生的 AI ARR 已超过 2 亿美元。

■ **推荐买入金蝶国际**

**金蝶（268 HK）：**金蝶 1H24 收入同比增长 11.9%（1H23：+16.8%）至 28.7 亿元人民币，比彭博一致预期低 2%，我们认为这可以归因于交易周期延长和宏观经济逆风（特别是小微型企业，其相关收入同比增长在 2024 年上半年放缓至 9%，而 2023 年上半年为 19%），而净亏损为 2.18 亿元人民币，同比减少 23%，较彭博一致预期收窄 20%，这体现了金蝶在提高运营效率方面的决心。核心 SaaS 产品金蝶星空云的 ARR 增长势头保持健康，1H24 订阅 ARR 同比增长 24%（1H23：同比增长 29%）。同时，大型企业收入依然稳固，同比增长 38.9%（1H23：+38.4%）。尽管我们仍预计需求恢复需要时间（特别是针对小微型企业而言），我们预计 2024 年业绩将有望在 2H24 部分堆积释放，主因在手合同价值的健康增长和交易周期有所延长推动。我们的目标价为每股 10.8 港元，基于 2024 年预期的 4.4 倍 EV/Sales，与一年平均水平一致。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

## 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**

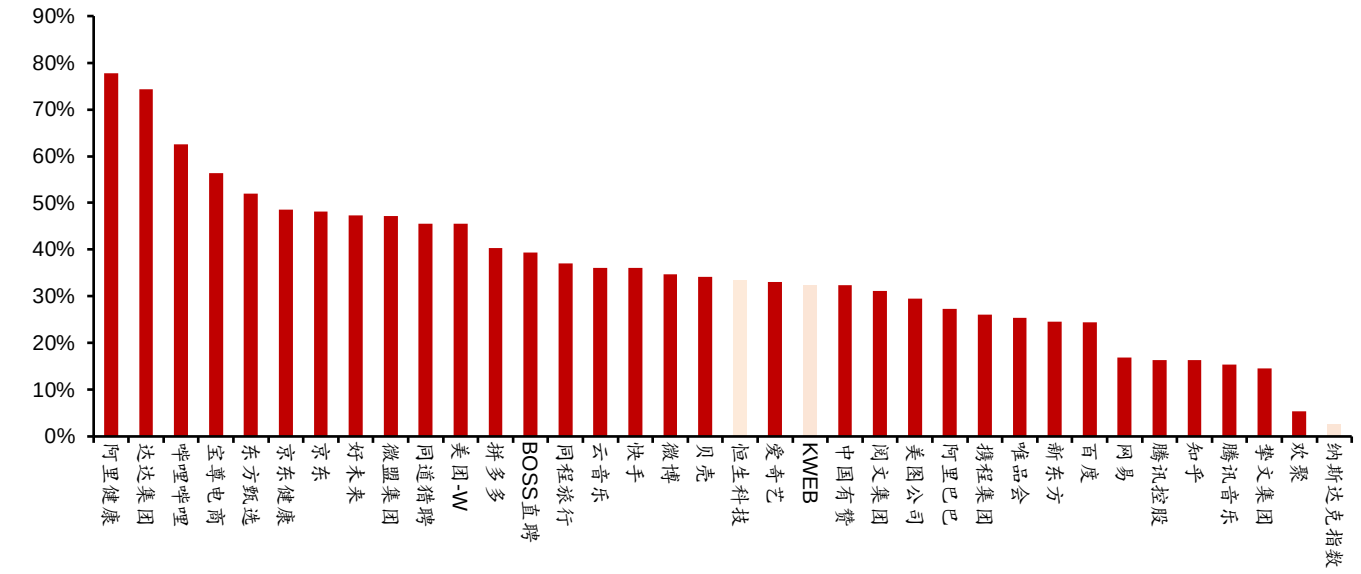
■ **未来 3 个月看法中性乐观**

金融三部委推出一篮子政策及政治局会议表述推动市场投资情绪显著回暖，行业估值中枢迎来第一阶段结构性重估。尽管互联网行业股票目前交易均值在 19x PE，已与 5 月情绪推动下板块估值重估时相若，但因降本增效持续推进、高 ROI 门槛下行业竞争格局优化板块整体盈利前景展望已更优（目前 23-25E CAGR 24% vs 5 月的 19%），PEG 视角整体行业估值或仍有进一步提升空间。第二阶段的估值重估或需等待政策实际见效支撑基本面实质性转好后长线基金流入驱动。展望 10 月，综合目前的估值修复水平，及潜在基本面仍有可能超预期的维度评判，我们推荐阿里巴巴（变现率提升逐步进入兑现阶段、新业务运营效率提升有望支撑利润率表现）、拼多多（估值相较目前盈利增速仍有提升空间）、携程（3Q 业绩有望好于预期、估值相较过去两年均值仍不贵）、腾讯（核心主业竞争格局稳固，高毛利率业务如游戏 /视频号广告/直播电商拉动盈利稳健增长）、快手（盈利增长强劲，估值相较盈利增长具备吸引力）、哔哩哔哩（短期业绩弹性高且有望超预期，公司具备高 Beta 属性）。

当前互联网板块整体估值对应 19x 2024E non-GAAP P/E，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，我们预测互联网行业 2023-2025E 年 non-GAAP 净利润复合增速有望达 24%，对应 2024E PEG 为 0.8x。

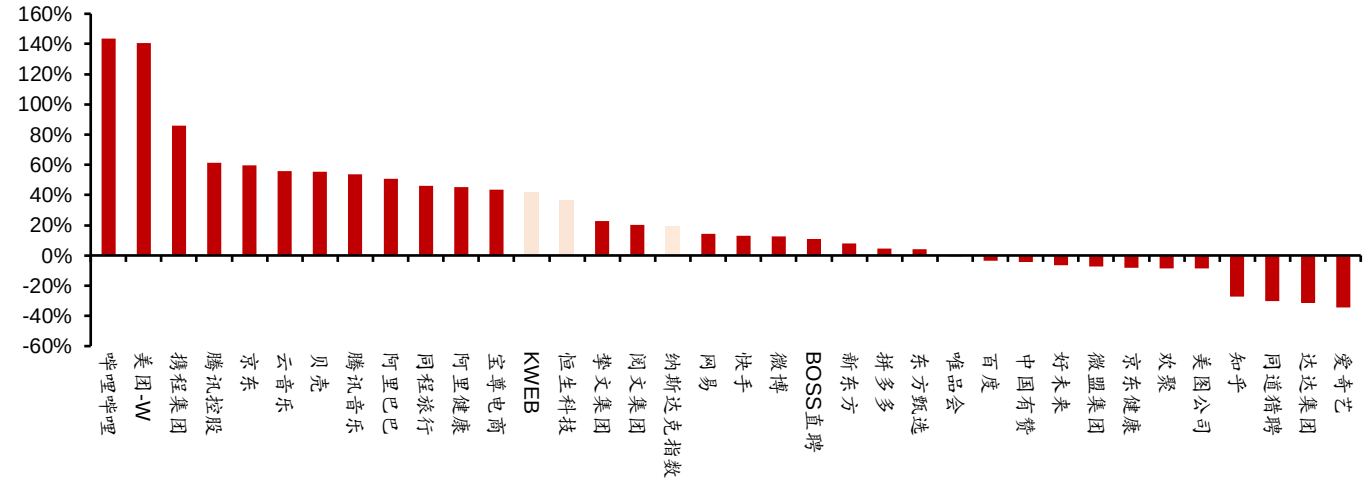
9 月恒生科技指数上涨 33%，KWEB 指数上涨 32%，高 Beta 标的涨幅领先，阿里健康/达达集团/哔哩哔哩 9 月上涨 78/74/63%。

**图 4: 9 月互联网板块股价表现**




资料来源：Wind，招银国际环球市场

**图 5: YTD 互联网板块股价表现**




资料来源：Wind，招银国际环球市场

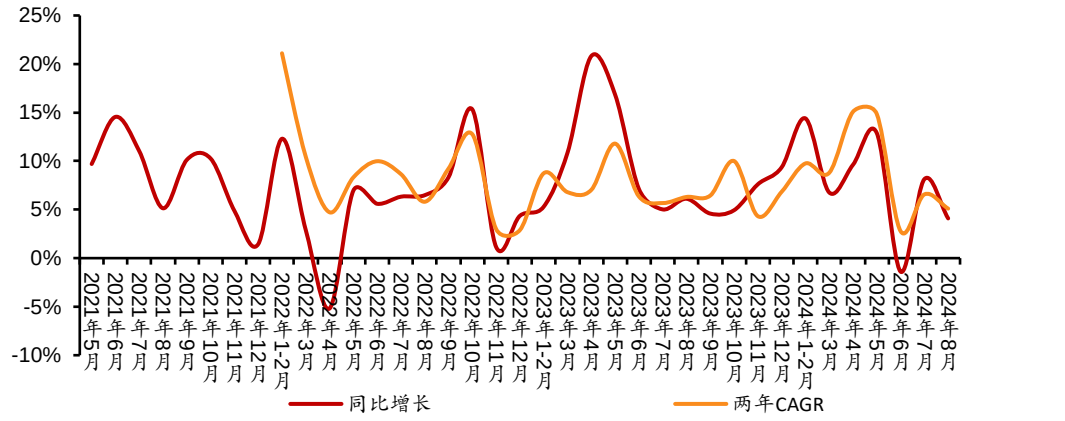
## ■ 电商：消费复苏及股东回报或仍为关注重点，国内竞争或无需过度担忧

尽管消费复苏整体动能仍不强，8 月实物商品网上零售额增速同比再次下探，但 2Q24 电商平台业绩及我们观察到的 3Q QTD 趋势显示龙头玩家整体均较为注重 ROI，因此我们认为国内电商行业竞争格局或不会过度恶化。基于较为稳定的利润水平，电商平台提升股东回报或有望为估值水平提供支撑。而估值水平的进一步重估或将取决于消费能否进一步稳步复苏。海外扩张仍是电商平台长期营收和盈利增长的关键推动力。

因更多电商平台选择5月开启618购物节现货销售，更多的6月电商销售额被虹吸至5月，导致 6 月实物商品网上零售额增速相较 5 月显著放缓。虽然趋势符合预期，但回落幅度大于我们预期。我们认为数据或可被整体社会消费品零售总额增长弱于预期所部分解释，但也引起市场对于消费过度弱化的担忧。7 月实物商品网上零售额同比增速回升部分缓解市场担忧，但 8 月增速及两年 CAGR 再度下探，展现消费整体复苏动能或仍较弱。据国家统计

局，8M24 实物商品网上零售额为 8.0 万亿元人民币，同比增长 8.1%（7M24：8.7%；8M23：9.5%），我们据数据估算单 8 月份实物商品网上零售额增速 4.1%（2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月：14.4/6.8/9.6/12.9/-1.4/8.1%），增速在 618 购物节虹吸效应过后正常化，但 8 月再度下探；8M24 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.6%（8M23：26.4%；7M24：25.6%）。

**图 6：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR**




资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

电商竞争格局方面，我们观察到整体直播电商 GMV 同比增速季度环比呈现下降趋势，给传统货架电商带来的竞争影响或边际转弱。据晚点 Latepost 和易观数据，抖音电商 GMV 同比增速 2M24/2024 年 3 月/4-5 月/618 购物节分别为 60%+/40%以下/30%以下/超过 20%，呈现逐月下降趋势。快手电商 GMV 增长亦较预期更弱，1Q24 及 2Q24 GMV 分别同比增长 28%和 15%，其中 2Q GMV 增速弱于市场一致预期的 24%。我们认为直播电商增速放缓或主因：1）宏观消费疲软下冲动型消费受到更大影响；2）直播电商流量及时长逐步见顶（在缺乏增量流量的情况下，平台给予商家端的支持举措或不可持续）；3）缺乏基础设施支持下直播电商平台的货架电商业务用户心智培养弱于预期；及 4）平台流量成本较高，较难支持低价策略的执行及与同业的竞争。

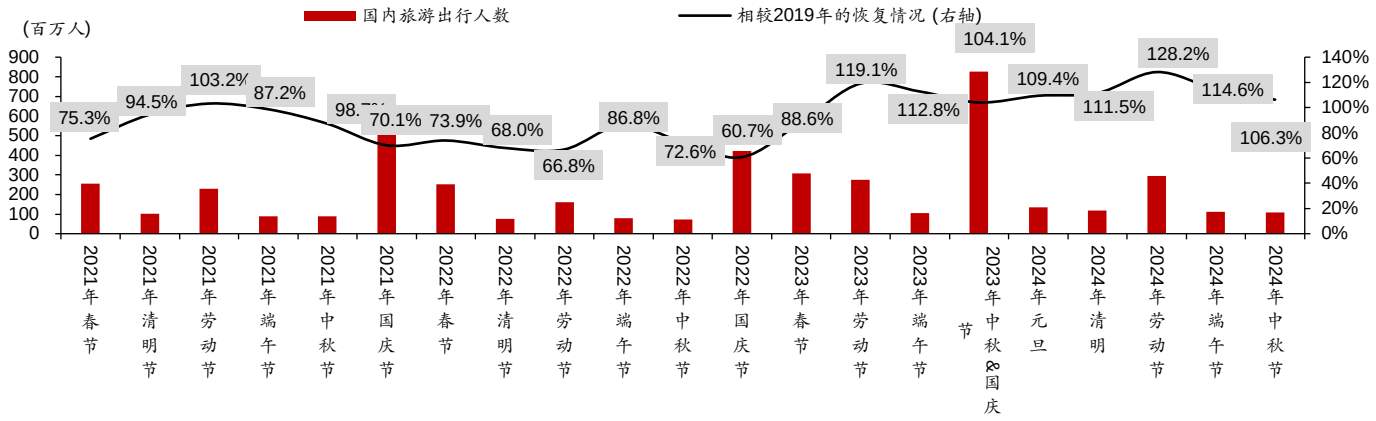
展望全年，消费复苏整体或仍面临挑战，消费促进举措的实际实施效果及可持续性仍是关注点，而地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢进一步提升的关键驱动因素。基于 2024 年 4.1%的万得一致预期社会消费品零售总额同比增速，我们预测 2024 年实物商品网上零售额将同比增长 7.3%。

基于较为稳定的利润水平，电商平台提升股东回报或有望为估值水平提供支撑。除拼多多外，阿里巴巴及京东均致力于持续提升股东回报：1）阿里巴巴：1QFY25 回购了 7,700 万股 ADS，总计 58 亿美元，合计回购净注销的股份数占截至 2024 年 3 月 31 日的流通股数量为 2.3%；2）京东：①截至 2024 年 6 月 30 日的 3 个月/6 个月，京东回购的股份总数约为截至 2024 年 3 月 31 日/2023 年 12 月 31 日的普通股总数的 4.5%/7.1%，②宣布新的 3 年 50 亿美元回购额度，年均额度占目前市值比例 4.4%。

■ **在线旅游：国内业务高基数下同比增长具备韧性，出境游延续稳步恢复**

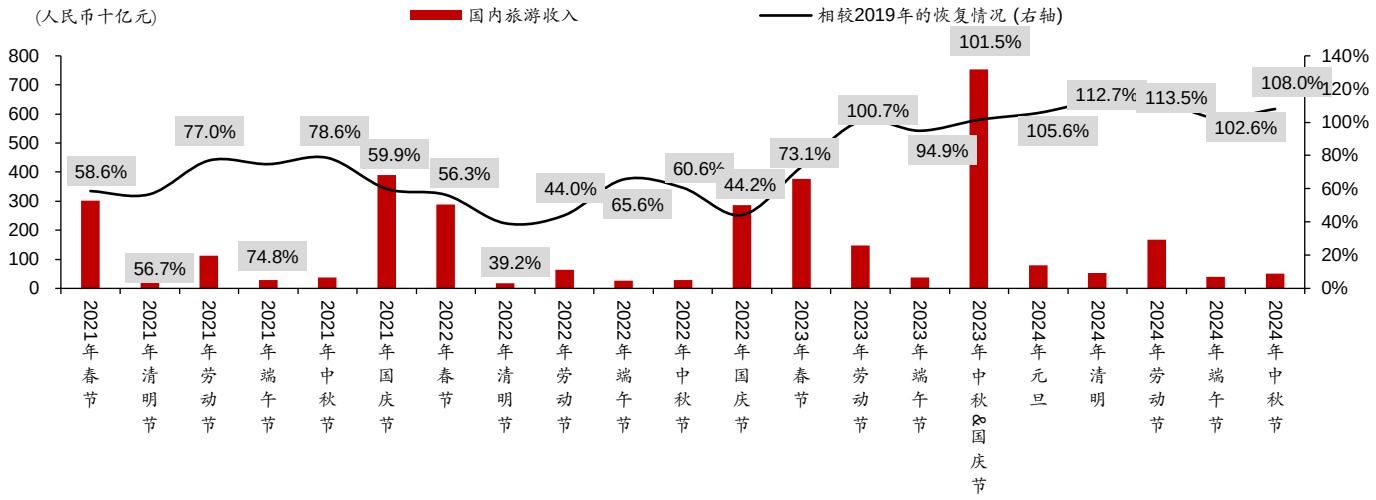
2Q24 节假日出游预订数据显示高基数下国内出游维持温和健康增长，而出境游业务的恢复处于正轨，3Q24 行业重点公司预订量表现均好于市场此前因担忧通缩而给出的较弱预期，或预示业绩表现具备韧性。

**图 7: 主要节假日国内旅游人次及相较 2019 年的恢复情况**




资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

**图 8: 主要节假日国内旅游收入及相较 2019 年的恢复情况**




资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

携程国内机票 3Q 或有望维持中高单位数同比增长，国内酒店预订量有望维持 15%以上的同比增长；出境层面，2Q 行业出境游整体恢复至疫情前 75%的水平、3Q 或有望进一步恢复至疫情前的 80-90%，而携程出境机票及酒店预订量仍有望好于行业 20-30pp 的恢复程度。同程旅行 3Q 国内国际机票合计预订量增速或有望维持 20%以上的区间，酒店间夜量国内国际合计或有望达到 15%的水平。此外，我们认为行业竞争趋缓情况下用户端补贴的收缩及酒店 take rate 的提升或有望支撑盈利增长：我们预测携程 3Q24 营收将同比增长 13.4%（2Q24：13.6%）至 156 亿元人民币，非 GAAP 经营利润将同比增长 16.6%至 52 亿元；我们预测同程旅行 3Q24 核心 OTA 业务营收将同比增长 20%至 40 亿元，集团非 GAAP 净利润将同比增长 50%至 8.54 亿元。

十一出游层面，据龙头 OTA 平台的数据显示：1）长线游热度趋势延续：携程平台预定数据显示“十一”期间超 6 成旅客为长途游旅客，周边游仅占两成；途牛平台预定数据显示，国内长线游出游人次占比达 52%，出境游热度继续稳步提升，出游人次占比为 28%；2）整体出境游需求仍旺盛，携程平台显示国庆出行的签证办理量同比去年增长七成、且部分东南亚国家出境游花费将低于部分国内目的地或助推出境游需求旺盛；同程旅行数据显示

出境游客源地向低线城市转移，在长线出境游消费者中，三线及以下城市居民占比超过 40%，相关产品预订热度增长超 2 倍。

■ **在线游戏：优质产品储备支撑 2H24 游戏收入增长**

据伽马数据，8 月中国移动游戏市场收入同比下降 1.6%，行业整体增长存在压力，游戏公司 3Q24 业绩预计将表现分化。我们看好仍能维持较高业绩增长或具备优质产品储备的游戏公司，包括腾讯、哔哩哔哩、网易。：1）哔哩哔哩《三谋》上线后表现强劲，推动 2Q24 递延收入环比增长 7.38 亿元，下半年有望拉动公司总收入及毛利显著增长，我们预计哔哩哔哩 2H24 游戏收入同比增长 55%；2）腾讯《DnF》手游上线后表现好于预期，《无畏契约》流水创新高并成为国内收入最高的 PC 游戏，2Q 游戏流水增长强劲，支撑下半年游戏业务增长，我们预计腾讯 2H24 游戏收入同比增长 15%；3）2H24 网易游戏业务收入增速受《梦幻西游》《蛋仔派对》等游戏调整的拖累，但公司下半年拥有相对更丰富的产品储备，《燕云十六声》下半年上线，网易《漫威争锋》测试数据亮眼，有望推动公司基本面及估值修复。

■ **在线广告：宏观及消费逆风造成短期压力，中短视频平台广告收入增长维持韧性**

1H24 宏观及消费逆风因素对整体广告行业收入增长造成压力，相关政策的落地有望带动消费复苏，支撑广告行业增长加速，但政策对于消费行业需求的促进仍待数据和时间验证。中短视频平台广告收入增长仍然具备韧性，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于电商交易生态及广告基础设施的持续完善，推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望 2H24：1）我们预计腾讯 2H24 广告收入同比增长 13%，微信视频号广告商业化加速，释放广告库存帮助中小商家获取流量，小游戏生态发展持续贡献增量广告预算；2）我们预计哔哩哔哩 2H24 广告收入同比增长 25%，公司持续完善广告基础设施，改进广告模型，推出广告全托管工具，驱动下半年广告收入增长；3）我们预计快手 2H24 在线广告收入同比增长 19%，快手外循环广告收入持续复苏，得益于短剧、小游戏、电商及本地生活等行业的强劲广告需求，部分抵消平台 GMV 增速下降导致内循环广告收入增速放缓。

■ **推荐买入阿里巴巴、拼多多、携程、腾讯、快手、哔哩哔哩**

1） **阿里巴巴（BABA US）：**公司投资以重振长期增长的举措已在重振淘天 GMV 增长层面初见成效（2Q24 淘天集团 GMV 增长高单位数 vs 实物商品网上零售额同比增长 6.4%），淘天集团变现率提升、云业务增长持续加速至双位数水平、国际业务 UE 提升或有望在 2HFY25（年结于 3 月）逐步兑现，而我们认为淘天集团变现率提升或有望好于市场预期。阿里巴巴目前估值对应 13x FY25E P/E（non-GAAP），在公司基本面有支撑且持续提升股东回报的举措驱动下（FY24 回购+股息绝对值 165 亿美元；公司指引在考虑 ESOP 带来的稀释影响后，FY25-27 将流通股总量每年至少减少 3%），估值或具备进一步重估空间。

2） **拼多多（PDD US）：**拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动快于行业的 GMV 增长。尽管行业竞争激烈，但在新广告产品的推出的帮助下，拼多多或仍有进一步推动主站货币化率提升的空间。尽管地缘政治风险及海外监管风险扰动下 Temu 的估值水平或将面临短期波动，但海外扩张仍将支持拼多多的长期收入和盈利增长。公司目前交易现价对应 13x 2024E P/E，但全年 non-GAAP 净利润同比增长或有望达到 100%，国内业务利润稳步增长、Temu 业务半托管 GMV 占比持续提升或有望带动 UE 优化，为盈利增长提供支撑。

3）**携程（TCOM US）：**携程国内游及出境游业务有望维持稳健营收增长，且借助其一站式平台、强大的移动端体验、优秀的客户服务能力和不断强化的供应链能力，携程有能力开拓在其他在线渗透率仍较低的国际市场，助力长期营收和盈利增长。公司目前交易现价对应 19/18x 2024/2025E PE，公司 2024 年非 GAAP 经营利润有望同比增长 26%，2023-2025E CAGR 有望达到 19%，相较两年 PE 交易均值的 21.5x，估值或仍有进一步提升空间。

4）**腾讯（700 HK）：**我们预计腾讯将延续良好的收入和利润增长趋势，预计 2H24 总收入/非 IFRS 下净利润同比增长 9%/22%。我们看好：1）DnF 手游和海外游戏业务的强劲表现推动 2H24 游戏业务收入加速增长；2）广告收入增长维持韧性，主要得益于视频号广告库存持续释放，以及电商/小游戏等行业广告需求的强劲增长。全年维度看，我们看好腾讯 2024 盈利增长（+36% YoY）以及股东回报率水平（约 3%），当前 18 倍 FY24E PE（剔除战略投资）具有吸引力。

5）**快手（1024 HK）：**尽管电商 GMV 增长放缓，但我们仍预计公司核心商业收入（广告+电商）维持快于行业的增长（FY24-26 收入 CAGR 16%），叠加高毛利率业务收入占比提升、带宽/获客等成本费用持续优化，我们预计公司 2024-26 年调整后净利润 CAGR 达到 43%，公司当前仅 10x FY25E PE 具备较高吸引力。

6）**哔哩哔哩（BILI US）：**我们看好游戏及广告业务的良好表现拉动公司 2H24 收入强劲增长及利润改善。1）游戏：哔哩哔哩《三谋》上线后表现强劲，推动 2Q24 递延收入环比增长 7.38 亿元，下半年有望拉动公司总收入及毛利显著增长，我们预计哔哩哔哩 2H24 游戏收入同比增长 55%；2）广告：公司持续完善广告基础设施，改进广告模型，推出广告全托管工具，我们预计哔哩哔哩 2H24 广告收入同比增长 25%。展望 3Q24，我们预计总收入同比增长 22%，公司也将实现盈亏平衡并录得非 GAAP 营业利润 1.84 亿元，主要得益于高毛利率游戏业务和广告业务的强劲表现。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，地缘政治风险加剧。

## 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**

### ■ 未来 6 个月看法乐观

受到宏观环境的影响，医保基金收支承压，基金监管趋严，我们预计下半年整体国内医疗需求偏弱。然而，受益于国内整体经济刺激政策，我们预计医保基金收支状况有望改善，医疗设备招标采购有望复苏。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块和 CXO 板块估值反弹。龙头 CXO 公司估值吸引，基本面稳健，估值修复空间大。我们看好龙头 CXO、龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值具吸引力的消费医疗企业。

### ■ 推荐标的

推荐买入药明康德（2359 HK, 603259 CH）、百济神州（BGNE US）、信达生物（1801 HK）、三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、巨子生物（2367 HK）和科伦博泰（6990 HK）。

1）**药明康德：**目前 Biosecure Act 的内容大概率只影响政府相关项目，收入占比很低，且法案立法仍有较大不确定。化学药 CDMO 产业链转移到海外其他地区难度大，印度的产业

规模很小，偏低端；欧洲则成本贵。药明康德多肽业务强劲增长，受益于全球强劲的 GLP-1 需求，我们预计多肽收入到 2026 年可达到百亿元人民币规模，占收入 20%，今年约占收入的 9%。预计 2H24 收入持平，2025 年回到 10%以上增长。

**2）百济神州：**作为唯一一款临床数据优于伊布替尼，并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼将继续保持市场份额增长的势头，峰值销售额有望超过 50 亿美元。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们相信 sonrotoclax（BCL-2）和 BGB-16673（BTK CDAC）将成为下一波重磅药物。明年 BCL-2 有望在美国报产，并且公布 2 期临床数据，成为重要催化剂。今年底 CDK4 将公布 1 期数据，也是重要催化剂。

**3）信达生物：**玛仕度肽（GLP-1/GCGR）抢占国内减肥赛道双靶点 GLP-1 产品的先机，有重磅潜力。2 月 7 日 NMPA 已经受理玛仕度肽 6mg 剂量用于减重的上市申请，有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物，预计于 25 年上半年获批。PD-1/IL2 是 FIC，早期临床数据耀眼，已经在美国开启 2 期临床，有重磅出海潜力。

**4）三生制药：**核心品种特比澳强劲增长，1H24，特比澳的销售额同比增长 22.6%至 24.8 亿元，占三生制药总收入的 56%。预计今年底该品种续约将温和降价，并有儿科新适应症纳入医保。公司创新管线催化剂丰富。治疗慢性肾衰竭贫血的长效重组 EPO SSS06 预计于 2025 年获批（NDA 申请已于 2024 年 7 月获受理）。全球首个上市的外用雄激素受体拮抗剂柯拉特龙乳膏剂 (WS204)正在进行 III 期桥接临床试验，预计将于 2025 年提交新药申请，有望成为重磅皮肤科品种。608（IL-17）预计将于今年报产，613 (IL-1β) 用于急性痛风关节炎和 611 (IL-4R) 用于成人特异性皮炎的 III 期临床试验正在进行，预计分别于 2025 年和 2026 年报产。预计收入和归母净利润在 2023-2026 年的年复合增长率将分别为 11.1%和 13.3%，估值吸引。

**5）固生堂：**公司是国内领先的民营中医医疗服务机构，受益于国内中医医疗需求的快速增长。公司把握优质医生资源，构建深厚护城河。公司门店扩张加速，预计 24 年利润增长 38%，25 年增长 37%，估值吸引。

**6）科伦博泰：**默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程，目前已经启动了 10 项三期临床试验。SKB264 近期公布了在妇科肿瘤优秀的早期临床数据。我们预期默沙东有望启动更多的关于 SKB264 的三期临床，看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。

**7）巨子生物：**可复美核心单品胶原棒持续高速增长，我们估计可复美胶原棒在可复美品牌的销售占比约为 3 成。我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道将延续高增长，拉动可丽金品牌在 2024 年增速提升。公司一款注射类胶原蛋白产品有望在 25 年一季度获批。

- **风险提示：**医药反腐等监管政策对于国内经营环境产生负面影响；中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

## 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－作为扩内需重要关联板块，整体需求有望得到提振（中性乐观）**

我们认为，在消费政策刺激、消费预期向好、内需改善回暖下，必选板块的估值将受到支撑。啤酒方面，中端产品推陈出新，行业进入低基数阶段，加之成本持续回落，有望逐步改善企业盈利。青岛啤酒、华润啤酒和百威亚太（中国区）1H24 销量分别同比下滑 3.4%、

7.8%和 8.5%，均价表现为同比+2%、+1%和-1%。2Q24 的运营环境艰难，但酒企均表示结构升级趋势持续，持续投入和推新以保障盈利能力的稳健。软饮方面，高温天气和假期出行需求为销量提供支撑，部分水企短期内的价格战现象可能会对降本增效带来的利润率提升造成一定侵蚀。

■ **美妆护肤 – 9 月抖音护肤 GMV 同比、环比波动较大 ，头部品牌继续领跑，维持国货替代投资主线（中性乐观）**

根据第三方统计数据，9 月珀莱雅天猫淘宝 GMV 位列第一，销售额同比增长 37%，市场份额为 2.7%。抖音护肤品中韩束仍然是抖音护肤类目的领跑者，9 月销售额同比增长 24.3%，市场份额为 4.6%。抖音的头部排名依然高速变化，且抖牌开始展现更明显分化，而天猫平台则呈现出相对较小的品牌和市占的分布变化。展望全年，得益于合理把握多平台的流量和营销投放能力，以及在淘天平台上的稳固地位，我们预计，珀莱雅将在美妆护肤消费进一步回归理性时，承接更多可持续的需求。9 月，珀莱雅主品牌在淘天和抖音平台的同比增长分别录得 58%和 109%；主要子品牌发展稳健。除消费趋势变化外也得益于自身产品、品牌、组织和研发方面具有的优势。我们认为，在居民对高品质消费的追求驱动下，具有成熟产品和运营体系的头部品牌将吸引更多消费者。

从 1H24 的业绩表现来看，国货美妆的分化趋势更加明显，珀莱雅的营收达到 50.01 亿元，同比增长 38%，成为国内美妆企业中唯一一家营收超过 50 亿元的公司，其营收规模为第二名上美股份的 1.4 倍。公司继续加深“大单品”策略，大单品持续超预期，高毛利支持盈利能力提升。展望至年末，考虑到抖音营销收费方面的不利机制和高退货率等情况，预计公司在维持争取双 11 市占为先的策略下，营销费用率会进一步上升。1H24 形象推广费用同比增长 50%，导致销售费用率同比上升 3 个百分点至 46.7%。值得注意的是，大单品在天猫和抖音上的复购率分别提升至 40%+和 30%+，对收入贡献占比进一步较 1Q24 的 55%进一步增加至 57%。我们预计高毛利大单品的强劲表现能够帮助公司实现毛利率和利润率的目标。

同时，子品牌进入可持续性增长阶段。不光主品牌所在的护肤板块在较高的基数下依然录得了 37%的同比增长，彩妆和洗护板块均实现了超 42%的同比增长，三大主要业务板块均处于可持续增长的轨道上。同时，包括 OR、彩棠和悦夫提在内，主要子品牌的海外扩张计划已经取得了一定成绩。展望未来，公司完备的产品组合储备和经验丰富的运营团队将为海外增长提供有力支持。

我们认为，在政策支持扩内需及消费升级暂缓的背景下，“性价比”仍是市场中短期内的核心驱动力，国货替代效应将继续扩大，国货品牌龙头在存量市场中的市场份额有望进一步提升。

■ **旅游消费 – 出境游客流持续恢复，市内免税 10 月开业，性价比优势持续利好免税渠道。（中性乐观）**

中国中免 1H24 营收同比下降 12.8%至 312.6 亿元，净利润同比下滑 1.8%，降至 38.7 亿元，主要受到离岛免税整体销售疲弱的影响，海南地区的业务增长承压。然而，出入境客流的恢复以及机场降租金的利好因素推动了日上上海的盈利能力提升，部分抵消了业绩下滑的影响。

暑期高温天气过后，海南岛将逐渐进入旅游旺季。尽管海关数据显示 8 月离岛免税销售额同比下滑 35.1%，客单价同比下滑 20.6%，鉴于主要聚焦中高端品牌和客流，随着新品牌的入驻和门店的开业，预计中免离岛免税业务将维持相对稳健。同时，口岸免税仍将受益于国际客流的持续恢复和自由行人群占比的增加。市内免税店政策已由 10 月 1 日起正式实施，中国中免在北京、上海、厦门、青岛、大连及三亚的 6 家市内免税店已率先通过适用《市内免税店管理暂行办法》，且销售商品品类较之前有所拓宽，并引入国货“潮品”。在消费税改革的背景下，免税渠道的性价比优势有望凸显，中国中免业务有望维持稳健增长。

■ **推荐标的**

我们持续推荐国货替代概念中短期盈利确定性较高的公司，美妆护肤我们维持**珀莱雅（603605 CH）**的“买入”评级；食品饮料方面，维持**华润啤酒（291 HK）**的“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策落地不及预期、地缘政治影响超预期。

## 可选消费

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

■ **可选消费行业（上调未来三个月看法至看好）**

整体来说，9 月的消费环境相比 8 月有所改善，主要是因为基数较低。基本面仍有很大的压力。此外，天气（较去年热，台风等）和季节性（中秋假期只有一日，去年则为连假）也会有所影响。分行业来说，旅游 - 酒店和餐饮均低于预期，而体育、家电和服装皆符合预期。

我们把行业看法上调至看好，主要是因为国家利好政策陆续出台，以及行业估值偏低等。而我们认为目前比较关键的是边际数据的改善幅度能否持续。根据我们的调研，十一国庆黄金周的表现的确有温和改善，只要能持续，那估值重估相信仍会继续。但是我们需要紧密关注情况，假若出现转向，需要及时止赚。

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)、达势股份(1405 HK，买入)、百胜中国（YUMC US/ 9987 HK，买入)、亚朵(ATAT US，买入)等。

■ **体育用品行业（维持看好）**

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，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 10 月和 4 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，并希望不再出现负经营杠杆。但由于零售折扣持续加深，利润率的上升空间有限。

我们会较为推荐特步（1368 HK，买入），因为目前新产品表现不俗，增速较快，而估值相对较低，修复空间较大。另外，我们也推荐安踏（2020 HK，买入），主要受惠于欧文的中国行对品牌力的提高，以及 FILA 品牌的发力，像推出 FILA+的系列产品等。我们对李宁(2331 HK，买入)的看法保守，但也会比之前乐观。

同时，相对没那么看好 Nike，和它的主要供应商滔搏(6110 HK，买入)，因为我们认为成功转型仍需要更长的时间。

■ **家电行业 （维持看好）**

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 4 季度，不论是零售数据，还是排产数据，都仍有超预期的机会。出口的话，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（包括海运费用），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。

目前较为推荐海尔智家(600690 CH/ 6690 HK，买入)。

■ **服装行业（维持看好）**

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素（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 4 季度，我们的看法仍然谨慎保守，因为去年的基数不低。

所以我们只会挑选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)。

■ **旅游-酒店行业（上调至看好）**

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为下降。经济环境不好和行业竞争的压力仍在，但表现已经略为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，财富效应扩大，相信 RevPAR 的复甦率（对比 2019 年）也许还能环比提升，那样利润率就不会再度下滑，就能支撑行业的估值重估，所以我们也把观点上调至看好。

我们看好亚朵(ATAT US, 买入)，因为不止零售业务表现仍然强劲，酒店主业也会逐渐改善。我们认为华住(HTHT US, 未评级)的开店持续加速，可以抵消部分酒店 RevPAR 下降带来的业绩压力。

■ **餐饮行业 （上调至看好）**

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。复甦率（对比 2019 年）亦重新转差，略为低于预期，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 4 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，所以我们把行业观点上调至看好。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。

我们目前看好达势股份（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。我们也看好和百胜中国(9987 HK, 买入)因为 2 季度的成本管控非常强劲。

- **风险提示：** 1)宏观经济增长和社会零售销售增长不达预期，2)行业竞争加剧，3)房地产价格持续下跌，4)人民币大幅升值，5)地缘政治冲突发生，6)贸易战导致关税大幅提升等。

## 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**

- **未来 3 个月看法谨慎乐观**

**“金九银十”旺季效应或强于过去两年**：随着“以旧换新”政策加码（报废旧车购买新能源车补贴从 1 万元提高到 2 万元，购买 2.0L 及以下排量的燃油车补贴从 7,000 元提高到 1.5 万元）以及地方具体实施方案相继出台，我们注意到 9 月乘用车终端市场需求呈现出复苏态势。9 月 24 日金融监管部门对降息、降准、降低存量房贷利率的决议，有助于提振消费信心，汽车作为大件的可选消费品也将一定程度上受益于消费者对宏观预期的改善。综上，我们预计今年“金九银十”的旺季效应有望强于过去两年。

**上调行业销量预测**：考虑到刺激政策加码和终端需求的改善，我们上调了今年整体乘用车批发和零售销量增速的预测至 2%和 3%，其中也隐含了我们对今年可以实现较好库存去化的假设：假设行业渠道整体库存降低约 32 万台。

**投资情绪改善，优选基本面稳健、估值具有吸引力的标的**：随着一揽子货币政策的宣布，9 月下旬以来市场的投资情绪明显改善，汽车板块的整体估值得到提升。我们认为后续随着第一波炒作情绪的退坡，市场的投资偏好还是会回归到基本面扎实、估值具有吸引力的标的。整车厂板块，我们推荐理想汽车（LI US/2015 HK，买入）和吉利汽车（175 HK，买入）；零部件板块，推荐具有较强业绩确定性、估值仍有修复空间的敏实集团（425 HK，买入）；汽车后市场板块，我们推荐途虎（9690 HK，买入），随着自有自控产品占比的提升，途虎的业务具有较强的防御属性。

- **推荐标的**

**吉利汽车（175 HK）**：我们预计基于 GEA 架构的银河 E5 有望成为新的爆款新能源车型，实现更好盈利能力的同时提升银河系列的新能源品牌认知度。9 月公司推出了极氪 7X、领克 Z10 等全新纯电动车型，市场反馈比较正面。此外，吉利下半年还将推出星愿 EV、星舰 7 PHEV、领克 Z20 EV 和极氪 MIX EV 等新能源车型。我们认为公司今年 200 万台的销量目标有望顺利达成。明年下半年极氪还将推出全新混动车型（大型 SUV），产品组合的竞争力将进一步提升。

**理想汽车（LI US/2015 HK）**：我们认为理想增程车型的销量基本盘已经企稳。随着公司自有超充网络的加速布局，我们预计明年新款纯电车型将获得比 Mega 更好的基础设施支持，造型也会与 Mega 有所区分。投资者可以重新开始关注理想汽车，期待更多关于明年纯电新车型的信息释放。目前理想汽车的估值在新势力中具有吸引力。

- **风险提示**：新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争及价格战超预期，新车型的定价和市场反馈低于预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

## 房地产和物管

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

■ **维持乐观看法**

销售端：国庆假期前六天，30城新房日均成交面积同比降17%，16城二手房日均成交面积同比增70%。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。根据我们的渠道调研，上海新房认购量有明显提升，刚需盘成交提升明显，主要受新政释放的边际购买力推动。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（目前年初至今同比降幅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。

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年十月“三支箭”，2024年五月“517“政策和此次”924”政策，我们认为从政策力度角度。“924”=“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。

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。我们认为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3,000亿元保障性住房再贷款使用额度较低等。

■ **推荐标的**

轻资产方面，我们推荐业绩兑现度较高的物管公司如**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）**、**万物云（2602 HK）**等，以及大量未开发土地的最终收益方——代建公司**绿城管理（9979 HK）；**由于行业长期将进入存量时代，故我们推荐二手房交易龙头**贝壳（BEKE US）**。开发商方面我们推荐“地产+消费”概念的**华润置地（1109 HK）**。

■ **风险提示**：新房销售恢复不及预期、政策落地不及预期、融资政策落地不及预期、国资背景开发商违约。

## 保险

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

**■ 乐观。政策预期转向利好险企资负共振，做多强 beta 寿险股**

近期一系列利好政策密集出台，重燃 A/H 股市场交易情绪。自 9 月 11 日起，保险"国十条 3.0"发布、24 日国新办发布会释放超预期货币政策、 26 日政治局会议提前召开，近年来首次谈及经济工作、 27 日《推动中长期资金入市的指导意见》的出台等，打消了此前市场对政策方向和力度判断的分歧。结合政策的全面推进，我们看好非银寿险股在此轮 Beta 行情中的弹性行情，并认为在权益带动基本面预期差大幅改善的背景下，四季度保险板块有望延续资负共振，实现估值与业绩双击。

自 9 月底以来，中资保险股估值大幅反弹。截至 10 月 3 日，港股上市险企 FY24E P/B 交易于 0.6-1.2 倍，FY24E P/EV 交易于 0.2-0.7 倍，较过去 3 年历史平均加一个标准差高逾 30%，超额收益显著。我们认为板块估值切换有望在近期政策预期的呵护下延续。回顾历史，保险股在券商上涨行情下的增长可持续性更强。此外，长端利率有望在预期扭转下企稳向上，利好险企中长期利差损风险缓释；四季度随着长债发行加速，预计长端利率进一步下行空间有限，短期内有望维持震荡局面。

财险方面，9-10 月大灾赔付数据仍需关注。受台风杜苏芮影响，去年财险三季度赔付为高基数；结合今年 9 月灾情表现，我们认为今年三季度财险赔损情况优于去年同期，利好全年 CoR 表现。下半年，我们认为财险综合成本率将延续上半年严控费率弥补赔付率上行的趋势，叠加赔付率改善，全年承保利润有望优于预期，头部公司有望在费用管控和风控模型上发挥优势，延续行业马太效应。我们维持全年车险保费增速放缓至 4%的预测（前值 5%），预计非车保费将更多依赖意健险、责任险和企财险的增长驱动。

**估值：**目前板块平均 FY24E P/B 和 P/EV 分别为 0.9 倍和 0.4 倍，较上月平均+45%/+42%，个股中强权益 beta 的寿险标的新华保险(1336 HK，未评级)、中国太平(966 HK，未评级)和中国人寿(2628 HK)估值反弹表现亮眼，中国平安(2318 HK)受益于地产政策利好及大市流动性回暖向上。展望四季度，我们认为板块股价的大幅反弹源起于 Beta 行情下估值修复，同时，权益回暖将带动险企资产端投资收益大幅改善，增厚当期净利润。四季度保险板块有望延续资负共振，实现估值与业绩双击；**低估值叠加业绩兑现的核心收益标的包括中国太平(966 HK)/新华保险(1336 HK)，看好低估值+高权益弹性的中国人寿(2628 HK)和基本面综合最优的中国太保(2601 HK)。**

**■ 风险提示**

权益市场大幅波动；长债收益率进一步下行；新单保费增速不及预期；新车销量大幅回落和新能源车赔付率升高；自然灾害赔付大幅高于预期等。

## 资本品

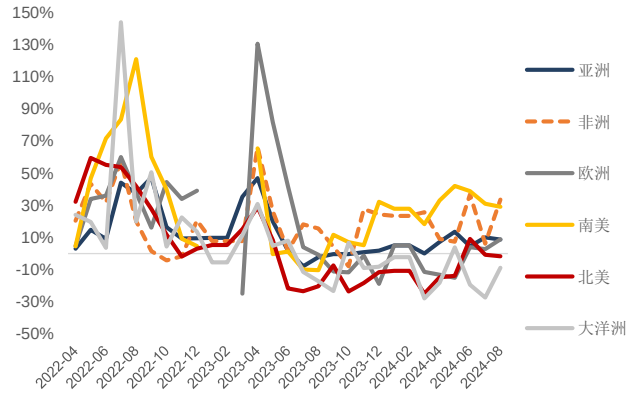
| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

**■ 工程机械：对新兴地区出口仍然是增长动力来源**

中国工程机械 8 月份出口金额 44.3 亿美元，同比上升 9%，增速从 5/6/7 月份的 3%/6%/7%加快。中国对非洲和南美出口强劲，分别同比上升 34%和 29%；对亚洲/欧洲/北美的出口分

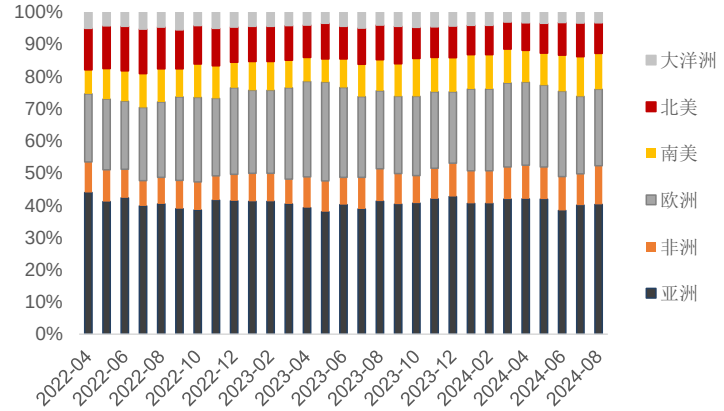
别同比+9%/+9%/-2%。中长期来看，在地缘政治因素下，我们继续相信重点布局一带一路和新兴地区的中国制造商将会处于有利位置。

**图 9：中国工程机械月度出口金额同比增速**




资料来源：Wind，招银国际环球市场

**图 10：中国工程机械月度出口金额分布**




资料来源：Wind，招银国际环球市场

分产品方面，据中国工程机械工业协会统计，8 月份挖掘机和轮式装载机两大土方机械在中国市场继续保持增长。出口方面，装载机连续三个月保持增长。挖掘机 8 月份出口同比增长 7%，是自 2023 年 5 月以来首次同比增长，可能是复苏的早期迹象（相关报告：链接）。

除了塔机和履带式起重机，其他主要产品的出口量保持增长态势。相反，在中国（除挖掘机和轮式装载机外），主要机械销售降幅进一步恶化，主要由于房地产建设活动持续下滑以及对其他下游领域增长的担忧（相关报告：链接）。

**图 11：中国工程机械 8 月份销售量分布**

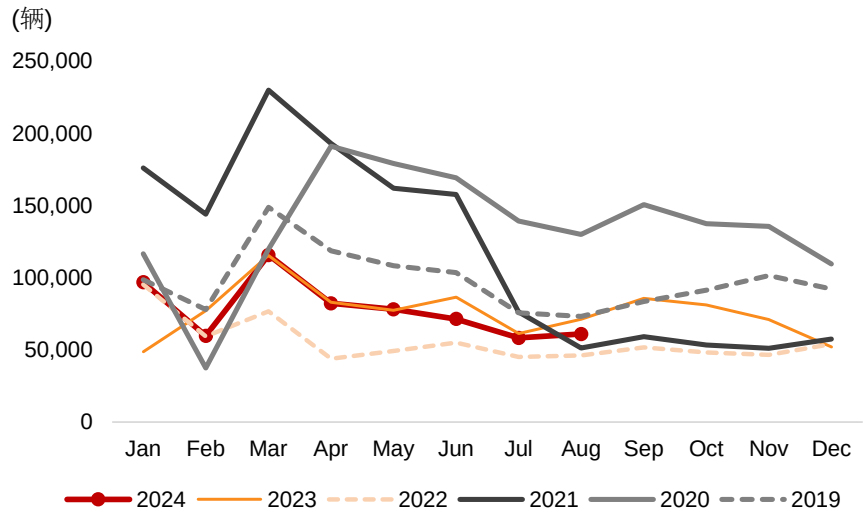
| | 销量(台) | | | 同比变动 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 合共 | 中国 | 出口 | 合共 | 中国 | 出口 |
| 挖掘机 | 14,647 | 6,694 | 7,953 | 12% | 18% | 7% |
| 轮式装载机 | 8,329 | 4,036 | 4,293 | 15% | 9% | 22% |
| 汽车起重机 | 1,504 | 574 | 930 | -7% | -47% | 72% |
| 履带起重机 | 190 | 58 | 132 | -18% | -38% | -5% |
| 塔式起重机 | 470 | 309 | 161 | -70% | -78% | -7% |
| 叉车 | 98,883 | 58,829 | 40,054 | 1% | -5% | 12% |
| 高空作业平台 | 12,869 | 4,794 | 8,075 | -30% | -56% | 10% |

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

## ■ 重卡：国内需求还看政策成效；预计主要出口市场受压

中国重卡行业销量（内销＋出口）过去几个月持续下跌，需求疲弱主要来自国内。我们期待密集的政策落地将有助更新需求（相关报告：链接）。出口方面，我们预计今年余下时间主要出口市场俄罗斯在进口报废税和高基数等因素下将会较弱，将拖累重卡整体出口量（相关报告：连结）。

**图 12：中国重卡月度销售量**




资料来源：第一商用车,Wind,招银国际环球市场

## ■ 投资建议

工程机械方面，我们仍然看好**中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入)**的全球扩张战略以及在重点产品市场份额的提升（**相关报告：A: 链接；H: 链接**）。另外，我们看好**浙江鼎力（603338 CH， 买入**）高空作业平台在美国市场的持续突破（**相关报告：链接**）。重卡方面，我们对**重汽(3808 HK)**维持**持有**评级，主要由于我们认为重卡出口转弱的因素未被反映**(相关报告：链接)**。

## ■ 下行风险提示

(1) 国内销量持续疲弱；(2) 出口增长在高基数下放缓；(3) 估值因近期市场变化而出现大幅波动。

# 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之分析员，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责任。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着区别，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，请与我们联络。

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。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篇制的报告。 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。