

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

宏观点评

■ 中国经济：可能的特朗普 2.0 时代对中国意味着什么？

特朗普 2.0 时代可能意味着全球贸易冲突加剧，美国对国际秩序的投入意愿降低。全球经济不稳定性增加，分化可能加剧，美国可能面临通胀上升和美元走强，但外贸依赖度特别是对美贸易依赖度较高的经济体则面临通缩效应和货币走弱，全球贸易投资离岸中心也将受到负面影响。根据我们的估计，可能的特朗普 2.0 时代如果开启新一轮贸易战，那么将降低中国 GDP 增速 0.95-1.55 个百分点，并加剧中国通缩压力，贸易冲突将加速中国企业出海以规避关税或寻求市场多元化。

特朗普在“美国优先”理念下实施贸易保护、民族主义和孤立主义将损害美国信誉及盟友关系，为中国加强与其他国家经贸投资联系创造机遇。作为对特朗普高关税的反应，中国可能对美商品征收报复性关税，并进一步扩大政策刺激以提振内需。中国财政部可能提高广义财政赤字，央行可能进一步下调存款准备金率、LPR 和存款利率，相关政策部门可能进一步放松房地产政策。（[链接](#)）

■ 美国经济 - 就业显示放缓迹象

美国 10 月非农就业大幅低于市场预期，私人部门就业自 2020 年 12 月以来首次出现环比负增长。尽管有两次飓风和制造业罢工影响，但剔除这些因素后就业仍有所放缓。之前两月数据大幅下修 11 万人。尽管劳动参与率小幅下降，但失业率仍小幅反弹，说明就业人数大幅减少。与非农调查相反，家庭调查中受天气影响而没有上班仍会被算作就业人口。外国出生的劳动力人口持续下降；平均失业时间升至近 31 月新高。

总体来看，本月就业数据受飓风和罢工等暂时性因素影响较大，但之前两个月数据大幅下修、家庭调查口径就业人数大幅减少和平均失业时间增加等均显示就业市场延续放缓。我们维持美联储 11 月和 12 月各降息 25 个基点、明年进一步降息 100 个基点的预测。（[链接](#)）

行业点评

■ 科技行业-苹果 FY4Q24 业绩超预期，关注 Apple Intelligence 和 ChatGPT 接入进展

苹果上周五（11 月 1 日）公布了其 2024 财年第四财季业绩，营业收入同比增长 6%，经调整的每股收益同比增长 12%，好于前期市场预期，而调整项目主要涉及欧盟裁决的一次性税收支出，导致未经调整的每股收益则是同比下降 34%。本季度 iPhone 手机业务收入及综合毛利率表现高于市场预期。分

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,506	0.93	20.29
恒生国企	7,343	1.08	27.29
恒生科技	4,484	-0.34	19.12
上证综指	3,272	-0.24	9.99
深证综指	1,946	-2.31	5.88
深圳创业板	2,124	-1.88	12.29
美国道琼斯	42,052	0.69	11.58
美国标普 500	5,729	0.41	20.10
美国纳斯达克	18,240	0.80	21.51
德国 DAX	19,255	0.93	14.94
法国 CAC	7,409	0.80	-1.78
英国富时 100	8,177	0.83	5.74
日本日经 225	38,054	-2.63	13.71
澳洲 ASX 200	8,119	-0.50	6.96
台湾加权	22,780	-0.18	27.04

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	34,858	0.77	16.88
恒生工商业	11,627	1.01	25.92
恒生地产	16,973	1.58	-7.39
恒生公用事业	35,110	0.20	6.80

资料来源：彭博

业务来看，iPhone/iPad/Mac 业务收入分布同比上升 6%/8%/2%，而可穿戴产品业务收入同比下降 3%，服务业务收入依然保持了同比增长 12% 的强劲增速，硬件产品的收入增长主要是来自于新产品推出的驱动，以及来自于苹果智能 Apple Intelligence 的促进。苹果本季度在绝大多数地区收入达到历史新高，在中国区收入下滑明显收窄，但还是弱于市场先前预期。展望 2025 财年第一财季，公司预计收入将达到中低个位数同比增长，略低于市场先前预期，毛利率预计将达到 46-47% 区间，服务业务将有望维持较为强劲的增速。我们认为苹果 Apple Intelligence 功能更新进展顺利，关注今年年底苹果智能与 ChatGPT 的融合，以及逐步在美国英语以外的语言地区开放服务，后续对于其硬件和软件产品的业务促进。

整体来说，我们认为此次苹果 iPhone 16 系列手机与 Apple Intelligence 功能更新时点有所差异，导致在手机产品拉货节奏上可能会面对一个更加漫长的周期，我们持续关注 Apple Intelligence 的落地对于苹果产业链公司的业绩和股价催化，建议关注立讯精密（受益于 iPhone/Watch 制造份额提升）、比亚迪电子（受益于 iPad 组装及 iPhone 机壳份额提升）、舜宇光学（iPhone 前置摄像头份额提升和 ToF/潜望镜头新订单）、瑞声科技（iPhone 马达/声学升规）和鸿腾精密（USB-C 连接器/AirPods）。（[链接](#)）

■ 中国医药行业-医保谈判继续支持创新，海外研发需求复苏

MSCI 中国医疗指数年初至今累计下跌 16.9%，跑输 MSCI 中国指数 34.9%。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，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地、创新药支持政策也有望在各地落地。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏，《生物安全法案》的影响或将有限。国内新一轮医保谈判即将落地，尽管医保资金收支存在一定压力，我们认为医保资金支持创新药的政策趋势不会改变。

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、联影医疗、巨子生物、科伦博泰、三生制药。（[链接](#)）

公司点评

■ 亚马逊 (AMZN US, 买入, 目标价 235.0 美元) - 结构性利润率提升趋势仍稳步

亚马逊 3Q24 营收达 1,589 亿美元，对应同比增长 11% (3Q23: +13% YoY)，较招银国际预期/市场一致预期分别高 2%/1%；总营业利润达 174 亿美元，对应同比增长 56%，较招银国际预期/市场一致预期分别高 18%/16%，主要得益于三大业务板块（北美、国际及 AWS）的营业利润率全面超预期。管理层预计 4Q24 营收将达 1,815 亿-1,885 亿美元，对应同比增长 7%-11%，营业利润达 160 亿-200 亿美元（市场一致预期：175 亿美元）。我们认为，亚马逊有望延续结构性的利润率同比扩张趋势，主要得益于电商业务履约服务成本的持续改善，以及相对高利润率的广告与 AWS 业务收入贡献的提升。我们将估值窗口前滚至 4Q24-3Q25，目标价上调 14% 至 235.0 美元（前值：

207.0 美元)，基于 18.2x EV/EBITDA（前值：18.8x），与两年交易均值一致。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **卓胜微 (300782 CH, 持有, 目标价: 86.0 元)- 长期增长前景不变, 评级下调至“持有” 因公司业务模式转型**

卓胜微发布 2024 年三季度业绩。收入同比下降 23% / 环比下降 1% 至 11 亿元人民币，主要因智能手机需求复苏疲软导致季节性疲弱。净利润同比下降 84% / 环比下降 55% 至 7,100 万元人民币，主要受毛利率下滑影响（环比下降 4.3 个百分点至 37.1%），原因包括：1) 公司晶圆厂扩产，2) 产品组合不利，模块出货量增加，以及 3) 三季度美元/人民币汇率不利影响。由于毛利率下降、研发成本增加（同比增长 66%）及资产减值损失，净利率从 2024 年二季度的 14.3% / 2023 年三季度的 32.1% 降至三季度的 6.6%。尽管我们认为公司长期增长前景保持不变，我们决定将评级下调至“持有”，因业务转型（从无晶圆厂模式转向轻晶圆厂模式）带来的短期盈利压力。目标价调整至 86 元人民币，对应 2025 年市盈率 45 倍（此前为 44.5 倍）。（[链接](#)）

■ **固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 56.50 港元) - 民营中医龙头逆势起航**

固生堂更新了 3Q24 经营数据，3Q24 就诊人次约为 148.5 万，同比增长约 25.0%，环比增长 13.5%，其中在 23 年 10 月 1 日至 24 年 9 月 30 日期间新成立的门店（包括自建和收购门店）3Q24 就诊人次约为 7.7 万，贡献总就诊人次增长率中的 6.5%。管理层表示老店就诊人次增长达 20%，显示出强劲的内生增长趋势。同时，客单价同比提升 2%-3%。截至 9 月底，固生堂在 2024 年新增 19 家门店，包括 4 家自建门店和 15 家并购门店。

前三季度门店扩张已达成全年目标。截至 24 年 9 月底，固生堂在 2024 年新增 19 家门店，包括 4 家自建门店和 15 家并购门店，扩张速度相比于 23 年全年的 9 家新增门店大幅度提速。固生堂于 10 月 18 日在郑州开设第二家中医门诊，目前公司已在国内 20 个城市拥有 74 家线下中医医疗机构，相比 23 年底的 56 家显著增加。24 年新增的门店主要集中在长三角、北京和中部强省会城市，进一步增强公司在这些区域的网络密度。考虑到这些地区的经济发展水平全国靠前，居民拥有较强的医疗服务购买力，我们认为随着国民对中医药认可度和诊疗需求的不断提高，固生堂将持续受益。基于卓有成效的门店扩张战略的执行，管理层已将 24 年新增门店目标上调至 18-25 家，新进入城市目标上调至 4-6 个。

行业波动为公司提供扩张机遇。固生堂作为国内民营中医医疗服务的龙头，建立严格的内部控制体系，我们认为这将进一步推动固生堂在医保严格监管背景下的长期健康发展。同时，行业波动也为固生堂提供逆势扩张窗口期。管理层表示固生堂今年已收购的部分门店 P/S 估值约为 0.8 倍，预计未来潜在收购标的 P/S 估值将低于 1.0 倍，公司并购成本持续降低。在政策方面，商务部、国家卫生健康委、国家药监局在今年 9 月 8 日发布《关于在医疗领域开展扩大开放试点工作的通知》，允许外商独资开设医疗机构。我们认为政府对于公立和民营医疗服务机构明确定位，民营医疗服务机构将承担差异化医疗服务的责任，这将激励更多优秀人才加入民营医疗机构。

持续增强股东回报。基于公司良好的现金流，管理层计划在未来 3-5 年将每年的分红、回购的比例提高至净利润的 30-50%，以更好的回馈股东。公司首

次派发中期股息约3,154万港元，相当于24年上半年归母净利润的27%。同时，截至10月31日，公司今年已累计回购1.77亿港元的股份，回购均价约39.6港元/股，回购股份数量相当于年初总股本的1.8%。

我们继续看好固生堂民营中医服务龙头地位以及发展空间，维持买入评级，目标价56.50港元。我们预计固生堂2024E/25E/26E收入增速为30.5%/27.8%/25.9%，经调整净利润增速为27.4%/26.4%/30.2%，对应现阶段股价的经调整PE分别为21.1x/16.7x/12.8x。 ([链接](#))

■ 中国太保 (2601 HK, 买入, 目标价: 35.5 港元) – 3Q 寿险 NBV 加速回暖; 财险 COR 持平

中国太保公布三季度业绩，前三季度(9M24)归母净利润同比增长65.5%至383亿元人民币，增速位于此前公告的盈利预警区间(+60%-70%)中位。第三季度(3Q24)归母净利润同比增长173.6%至132亿元，主要得益于投资收益和公允价值变动在去年同期低基数基础上的大幅回升。前三季度寿险NBV同比+37.9%至142亿元，对应第三季度NBV(可比口径下)同比+75.5%至52亿元。1Q-3Q24 NBV同比增速分别为30.7%/13.5%/75.3%，三季度增速显著回暖。

3Q 寿险新业务价值(NBV)快速增长可归因为: 1) 新业务价值率持续扩张，叠加渠道保费期限结构改善，9M24 新业务价值率为20.1%，同比+6.2pct，对应3Q24 新业务价值率23.0% (招银国际测算)，同比+5.9pct; 2) 各个渠道新单期交保费占比回升; 3Q24 分红险贡献占比大幅增加，其期交保费和新业务价值增长均实现同比翻番。

太保财险前三季度(9M24)的承保综合成本率为98.7%，同比持平; 3Q24 COR 逊于预期，主要受巨灾赔付上行导致非车 COR 大幅上升的影响，其中对企财险、工程险和农业险影响较大。管理层提及，3Q 巨灾损失对非车 COR 的影响在3个百分点左右。

估值: 当前股价交易于0.4x FY24E P/EV 和0.9x FY24E P/BV, 分别较其3年历史均值高1.7/1.8个标准差。基于3Q24 投资业绩大幅反弹及全年盈利和NBV 增长确定性更强，我们上调FY24-26E EPS 盈利预测29%/6%/3%至4.45/3.93/4.25元，并上调目标价至35.5港元(前值: 28.3港元)，对应0.5倍(前值: 0.4x) FY24 P/EV 和1.1倍(前值: 0.9x)。结合负债端稳健增长的态势，我们预计年内NBV 增速有望达37%，归母净利润/营运利润预计同比+57%/+3%，维持“买入”评级。主要风险包括权益市场大幅波动，新单保费增长不及预期，客户购买分红险需求回落，财险承保盈利未及预期等。

([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
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	25.06	30.00	20%	4.0	2.4	3.6	13.4	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.84	14.00	1%	9.5	16.1	1.4	16.7	3.2%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	12.98	19.60	51%	7.0	6.5	1.1	18.3	8.6%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.40	5.98	36%	13.3	11.3	2.9	26.3	6.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.82	17.61	19%	8.0	7.3	2.9	40.6	9.9%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.81	7.50	29%	12.9	11.4	1.4	13.9	6.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	97.24	133.86	38%	25.4	20.4	7.0	31.8	1.2%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	204.21	288.93	41%	N/A	N/A	59.6	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	26.85	35.50	32%	6.6	6.6	0.8	14.9	4.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.98	14.00	17%	8.3	7.9	1.0	13.1	5.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	419.20	525.00	25%	19.0	17.6	3.7	19.1	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	97.58	133.80	37%	1.6	1.3	1.7	N/A	1.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.17	6.13	47%	18.1	15.4	1.6	9.7	4.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.53	4.25	68%	97.3	60.2	6.4	7.3	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	27.30	24.40	-11%	29.0	25.5	3.4	12.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.55	44.41	36%	16.5	12.1	2.1	18.6	2.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	140.73	186.00	32%	29.3	20.2	8.1	31.2	0.5%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	387.50	426.00	10%	35.5	27.3	6.9	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.05	10.80	34%	N/A	116.7	3.1	N/A	0.0%
短仓											
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	20.85	21.40	3%	10.1	9.3	1.2	13.6	6.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年11月1日）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

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。

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。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及

利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。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。