

每日投资策略

行业及公司点评

行业点评

■ 全球天然铀行业 - 天然铀受惠于全球核电未来十年的结构上升周期

在本报告中，我们通过拆解两个时间阶段对未来 15 年的天然铀供需关系进行全面分析：在中期视角下（2024E-29E），由于核电和天然铀矿具备长周期属性，因此需求端和供给端的发展已有相对确定的规划。我们通过自下而上的方式测算供需关系，判断在全球核电发展重启以及天然铀供应不稳的背景下，天然铀供应紧张的状态将至少持续至 2028 年。在长期视角下（2030E-40E），我们判断，天然铀价格需保持高企才足以激励更多铀矿开发，以满足（1）人工智能、（2）全球减碳、（3）能源自主，以及（4）小型模块化核电（SMR）渐趋普及的因素下全球电力需求的大幅提升。中广核矿业（1164 HK，买入）和 Cameco（CCJ US，未评级）将会成为主要受惠者。

全球核电重回增长通道。根据 IAEA 和 WNA，截至 2024 年 9 月全球共有 62 个在建核电机组，其中大多数将在 2029 年前投入运营。我们基于在建项目的建设进度，同时考虑美国和日本潜在的复工项目，预计 2024E-29E 每年新增核电机组分别达 7、10、9、15、8 和 8 座，平均每年新增核电装机容量将达到 11 GW，远超 1988-23 年每年平均的 2.1 GW。年末核电机组净容量将从 2024 年的 376 GW 上升至 2029 年的 432 GW。如果仅考虑在建项目和计划项目，我们预计 2040 年核电容量将达 500 GW，对应天然铀需求 92,000 tU（2024 年预计为 61,586tU）。上述的基础情景测算可以理解为未来核电发展的“下限”情况，实际发展情况可能更为乐观。

2028 年前天然铀供需缺口仍然较大，将继续支持铀价。我们测算 2024-2028 年的一级供需缺口将分别达到 12,433 tU、9,763 tU、7,738 tU、4,371 tU 和 1,228 tU。总体供需失衡的情况虽相对于前几年有所缓解，但由于供需缺口将持续消耗二级供应，加上一级供应持续受到种种因素的干扰，供需缺口或有机会再度扩大。

Cameco（CCJ US，未评级）- 在地缘政治因素推动供应链安全的背景下，Cameco 作为欧美地区的头部天然铀和核燃料公司值得关注。天然铀生产方面，Cameco 是世界第二大生产商（2023 年），依托旗下高品位铀矿，并通过构建以长期合约为主的合约组合，Cameco 有效地控制了单位天然铀利润的下行风险，且能享受其随天然铀价格上涨而带来的上行空间。我们观察到，股价的关键催化剂为近期美国因数据中心发展对潜在核电装机有所提升。除天然铀生产外，Cameco 已全面覆盖核燃料周期各生产环节，涵盖转化、浓缩、制备，将持续受益于核电行业的上升趋势。（[链接](#)）

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	19,664	1.22	15.35
恒生国企	7,082	1.46	22.77
恒生科技	4,395	1.55	16.76
上证综指	3,346	0.46	12.47
深证综指	2,010	-0.04	9.36
深圳创业板	2,257	0.58	19.31
美国道琼斯	43,269	-0.41	14.80
美国标普 500	5,917	0.79	24.05
美国纳斯达克	18,987	1.65	26.49
德国 DAX	19,060	-0.78	13.78
法国 CAC	7,230	-0.55	-4.16
英国富时 100	8,099	0.44	4.73
日本日经 225	38,414	-0.59	14.79
澳洲 ASX 200	8,374	1.07	10.32
台湾加权	22,849	0.47	27.43

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	33,865	1.92	13.55
恒生工商业	11,086	0.99	20.06
恒生地产	15,609	-0.53	-14.83
恒生公用事业	34,626	0.76	5.33

资料来源：彭博

公司首发/点评

■ 中广核矿业 (1164 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 2.36 港元) - 低成本铀矿具优势

中广核矿业通过和哈原工 (KAP) 的两家合营公司, 持有四个位于哈萨克的低成本铀矿, 将受惠于铀价上升的长期趋势。我们假设 2024 年全年平均铀价为 85 美元/lb (同比上升 30%+), 2025/26 年每年上升 8%。我们预测 2026 年盈利将有机会较 2023 年翻倍。首次覆盖并给予买入评级, 3x 净现值 (NPV) 目标价为 2.36 港元。 ([链接](#))

■ 携程集团 (TCOM US, 买入, 目标价: 71.0 美元) - 稳健的业务增长势头延续

携程集团公布 3Q24 业绩: 总收入为 159 亿元人民币, 同比增长 16%, 较彭博一致预期高出 2%; non-GAAP 营业收入为 55 亿元人民币, 较一致预期高 6%, 主因销售及营销支出的优化程度好于预期。剔除按权益法核算的关联公司收益 (5.58 亿元人民币) 后, non-GAAP 净利润为 54 亿元人民币, 较一致预期高出 13%。国内业务预订量的增长较我们此前预期的更具韧性, 且出境业务的复苏也进展顺利。携程在国际扩张方面的增量投资应有助于长期的收入和盈利增长。考虑到好于预期的收入增长带来的更积极的盈利展望、以及估值窗口前滚至 2025 年, 我们基于 DCF 的目标价上调 8% 至 71.0 美元/ADS, 对应的 2024/2025 年预期市盈率分别为 21.3 倍/20.7 倍 (non-GAAP), 23 - 25 年 19% 的 Non-GAAP 营业利润 CAGR 将提供支撑。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 微博 (WB US, 买入, 目标价: 15.0 美元) - 奥运会推动 3Q24 业绩好于预期, 但 4Q24 展望仍然承压

微博于 11 月 19 日公布 3Q24 业绩: 净收入同比增长 5% (按固定汇率计算同比增长 3%) 至 4.65 亿美元, 较彭博一致预期高 7%, 主要得益于广告收入企稳以及增值服务收入增长好于预期。非 GAAP 净利润同比增长 2% 至 1.39 亿美元, 超出一致预期 16%, 主要由于营收好于预期以及运营效率的提升。展望未来, 管理层对宏观经济政策刺激的影响持谨慎乐观态度, 但预计政策效果需要时间显现。展望 4Q24, 我们预计广告收入按固定汇率计算将同比下降 4%, 主要由于高基数效应以及部分消费相关行业广告需求疲软。我们维持对 FY24-26E 的盈利预测基本不变, 并将目标价调整为 15.0 美元, 基于 8 倍 FY25E PE, 考虑谨慎的业务展望估值较同业有所折让 (前值: 15.5 美元, 基于 9x FY24E PE)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 23.5 港元) - 旅游需求维持韧性

同程旅行公布了 3Q24 业绩: 总收入为 50 亿元人民币, 同比增长 51% (2Q24: 同比增长 48%), 较彭博一致预期高 3%; 调整后净利润为 9.1 亿元人民币, 同比增长 47%, 较一致预期高出 11%。受营销策略优化的推动, 3Q24 核心 OTA 业务的营业利润率提升至 31.1% (3Q23: 25.2%)。同程旅行交通票务及住宿预订业务预订量的增长较我们此前预期的更具韧性, 且公司正在优化其营销支出, 并在竞争格局更加稳定的情况下优化向用户提供的补贴, 在我们看来, 这有望推动 4Q24 核心 OTA 业务的利润率同比扩张。我们将 2024 年收入/non-GAAP 净利润预测分别上调 1%/3%, 以反映业绩中展现的积极因素。我们基于 DCF 的目标价维持在 23.5 港元不变, 对应的调整

后 2024E / 2025E 预期市盈率分别为 18 倍 / 16 倍。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **亚朵 (ATAT US, 买入, 目标价: 32.01 美元) - 公司酒店 RevPAR 指引转弱, 但被其他利好抵销**

2024 年三季度业绩超预期。2024 年三季度销售同比增长 46%，超出市场/招银国际预期 5%/11%；净利润同比增长 45%，分别超预期 12%/14%，主要是因为酒店加速开店、强劲的供应链销售和零售业务的增长。

酒店业务在三季度略显压力。RevPAR 在 2024 年三季度下降约 11% (ADR 下降 8%，OCC 下降 2.1 个百分点)，较二季度的 7% 降幅有所恶化。RevPAR 恢复率仅为 105%，低于招银国际预期的 107%，也较二季度和一季度的 107% 和 115% 有所下降。

2024 年四季度酒店板块展望依然疲软。尽管国庆黄金周 RevPAR 下降幅度收窄至 4% (ADR 下降 8%，OCC 增长 5 个百分点)，但假期后表现迅速回落。我们预计第四季度 RevPAR 将下降中单位数，而恢复率仅为 100%，与公司全年 RevPAR 下降中至高单位数的指引一致。

酒店开店速度加快，目标再次上调。2024 年三季度净新增酒店 121 家，同比增长 38%。管理层将 24 财年的开店目标从 400 家上调至 450 家，开发中酒店数量为 732 家，同比增长 27%，而且加盟商的重复购买率超过 50%。新店型反响良好，包括 Atour 4.0 和 Atour 青居 3.0 酒店。

零售业务仍然强劲。2024 年三季度零售业务销售增长 104%，较二季度的 154% 有所放缓，但仍然快速。双十一期间 GMV 增长 108%，所以我们对四季度充满信心，而管理层也维持全年零售业务 100% 销售增长的目标。公司最近也计划在酒店中增加配备亚朵产品的房型，相信对 25 财年的增长，也是正面的。

24 财年业绩指引保持不变。尽管酒店业务的 RevPAR 承压 (管理层预计 24 财年 RevPAR 将下降中至高单位数)，但门店扩张速度加快，零售业务销售仍然强劲。因此，管理层重申集团销售增长 48% 至 52% 的指引。此外，我们认为 40% 以上的毛利率和 18% 以上的调整后净利率仍然是可以达成的。

25 财年初步展望。有鉴于管理层对 2024 年四季度 RevPAR 持谨慎态度，以及 Atour 青居酒店的扩张可能拖累整体 RevPAR (尽管公司也在努力通过翻新和产品升级来推动同店 RevPAR 增长)，我们下调了 25 财年的 RevPAR 预期。不过，这可能被开店加速所抵消。此外，我们认为 25 财年零售业务 35% 的销售增速预测依然稳健，因此对公司前景仍然保持信心。

维持“买入”评级，并上调目标价至 32.01 美元 (前值: 29.42 美元)。我们微调 24/25/26 财年的净利润预测 (-1%/+1%/+1%)，以反映以下因素: 1) 三季度业绩超预期, 2) 供应链销售增长加快, 3) 门店扩张快于预期, 和 4) 酒店 RevPAR 弱于预期。新目标价基于 25 财年 18 倍预测市盈率 (此前为 24 财年 23 倍)。目前估值为 15 倍, 低于三年平均 18 倍, 仍然具吸引力。 ([链接](#))

■ **小鹏汽车 (XPEV US, 上调至买入, 目标价: 16 美元) - 新车热销、毛利率超预期, 盈亏平衡曙光已现**

3Q24 毛利率和营业费用皆好于预期。小鹏 3Q24 收入符合预期, 综合毛利率 15.3% 比我们的估计高 1.7 个百分点, 主要得益于 P5 车型的相关减值环比减少以及 Mona M03 的毛利率可能超预期; 3Q24 销管研费用合计比我们的预测低约 2.8 亿元, 公司的整体费用控制能力超预期。受到长期投资损失 2.2 亿元和其他收益环比减少 2.4 亿元的影响, 小鹏 3Q24 净亏损 18 亿元, 与我们的预测基本一致。

Mona M03 和 P7+ 重塑小鹏打造爆款的能力。因为定位清晰、定价具有吸引力, 这两款车在上市初期便获得良好的市场反馈。小鹏 4Q24 的销量指引 8.7-9.1 万辆也展示了其在供应链管理方面的能力提升。我们认为更重要的是, 这两款车的成功将帮助小鹏更好地了解目标客户的需求, 并提高 2025 年规划的四款新车型成为爆款的可能性。我们将 2025 年的销量预测上调 26% 至 39 万辆, 其中新车型 (包括 Mona M03 和 P7+) 将贡献总销量的 75%。

盈利平衡的曙光乍现。尽管今年三四季度的净亏损可能会比一二季度有所扩大, 但我们预计小鹏 2025 年净亏损有望收窄, 并在 2026 年实现盈亏平衡。我们估计 P7+ 和即将推出的新车型的毛利率将超过 10%, 叠加持续降本和规模效应, 我们预计 2025 年的综合毛利率有望提升至 15.1%, 同时销管研费用率有望从今年的 32.6% 降至 2025 年 21%。综上, 我们预计 2025 年净亏损将从今年的 60 亿元收窄至 23 亿元。我们预测 2026 年销量将同比增长 26% 至 49 万辆, 毛利率提升至 15.3%, 帮助公司首次实现盈亏平衡。我们将评级从“持有”上调至“买入”, 并将目标价从 8 美元上调至 16 美元, 基于 1.5x FY25E P/S。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	23.19	30.00	29%	3.7	2.2	3.5	13.4	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.40	19.00	42%	8.1	10.9	1.3	19.3	3.4%	
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.88	19.60	65%	6.4	5.9	1.0	18.3	9.3%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.34	5.98	38%	13.2	11.1	2.9	26.3	6.7%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.24	17.61	24%	7.7	7.0	2.9	40.6	10.1%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	370.20	451.11	22%	24.3	22.0	N/A	11.6	1.1%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	92.50	133.86	45%	24.2	19.4	6.7	31.8	1.3%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	187.77	276.02	47%	N/A	N/A	44.0	N/A	0.0%	
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	137.20	162.81	19%	N/A	69.8	N/A	N/A	N/A	
中国太保	2601 HK	保险	买入	25.45	35.50	39%	6.3	6.3	0.8	14.9	5.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.04	14.00	16%	8.4	8.0	1.0	13.1	5.0%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	408.20	525.00	29%	18.5	17.1	3.7	20.1	1.1%	
网易	NTES US	互联网	买入	85.68	125.50	46%	1.7	1.6	2.8	21.5	2.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	87.11	132.20	52%	13.2	12.4	N/A	N/A	N/A	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.80	6.13	61%	16.5	14.1	1.4	9.7	4.5%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.21	4.38	36%	123.5	74.7	8.2	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	27.90	32.70	17%	28.2	22.5	3.6	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.30	44.41	47%	15.7	11.0	1.9	24.2	2.1%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	134.80	186.00	38%	28.0	19.4	7.7	31.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	435.04	426.00	-2%	39.8	30.6	7.7	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.32	10.80	30%	N/A	120.6	3.3	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年11月19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。

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。