

# 每日投资策略

## 宏观及公司点评

### 宏观点评

#### ■ 中国经济 - PMI 在近期政策刺激下恢复扩张

中国经济在 10 月出现企稳迹象，制造业和服务业 PMI 均重回扩张。制造业生产进一步回升，需求小幅改善。原材料库存和采购量仍在收缩，只是跌幅收窄，生产商信心依然疲软。原材料购进价格和出厂价格指数明显回升，通缩压力有所缓解。

投资者密切关注 11 月初的全国人大常委会会议，寻找有关增量财政政策的线索。增量财政政策预计将集中在四个领域：1) 地方政府债务置换化解隐性债务压力，未来 3 年可能有 6 万亿元人民币置换额度；2) 补充国有大行资本金，未来 1-2 年中央政府可能发行特别国债 0.6-1 万亿元为 6 大国有银行注资；3) 支持房地产去库存，未来 5 年可能通过地方政府专项债 4 万亿元人民币收购滞销商品房和闲置土地；4) 对低收入家庭、多子女家庭和农村社保给予适度财政支持。我们预计中国广义财政赤字率可能从 2024 年的 10% 上升至 2025 年的 13.5%。如果特朗普赢得美国大选且开启新一轮贸易冲突，那么中国可能会推出额外的财政刺激措施。 ([链接](#))

### 公司点评

#### ■ 微软 (MSFT US; 买入; 目标价 501.9 美元) : AI 相关的变现进程是关注重点

微软于香港时间 10 月 31 日公布了 1QFY25 (财年截至 6 月) 的业绩: 营收达 656 亿美元, 对应同比增长 16% (4QFY24: 同比增长 15%; 1QFY24: 同比增长 13%), 较市场一致预期高 2%, 主要得益于游戏和搜索业务收入增速超出预期带动下更多个人计算 (MPC) 业务板块收入超出预期; 季度净利润同比增长 11% 至 247 亿美元, 较市场一致预期高 6%, 我们认为这主要得益于 AI 相关投资对利润率的影响弱于预期, 以及生产力和业务流程 (PBP) 业务板块的运营效率提升推动。在未来的 6-12 个月中, AI 相关变现, 包括 Copilot 服务营收贡献提升的速度及 Azure 在 2HFY25 收入增长的重新加速, 仍然是公司股价的关键驱动因素。我们对 FY25/26 财年的预测基本保持不变, 但因将估值窗口前滚, 我们基于 DCF 的目标价上调了 2% 至 501.9 美元 (前值: 491.3 美元), 对应 FY25/26 财年 38/32x 市盈率。我们维持对微软的“买入”评级, 且仍认为微软是生成式人工智能时代的核心受益标的之一。 ([链接](#))

#### ■ Meta (META US; 买入; 目标价 685.0 美元) : AI 发展符合预期; 投资增加导致短期利润率扩张节奏放缓

Meta 公布 3Q24 业绩: 总收入同比增长 19% 至 406 亿美元, 符合一致预期; 净利润同比增长 35% 至 157 亿美元, 较一致预期高 15%, 主要得益于对销售费用和管理费用的有效控制。展望 4Q24E, 管理层预计总收入将同比增长

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,317	-0.31	19.18
恒生国企	7,264	-0.31	25.93
恒生科技	4,499	-0.32	19.52
上证综指	3,280	0.42	10.25
深证综指	1,992	0.92	8.37
深圳创业板	2,164	0.60	14.44
美国道琼斯	41,763	-0.90	10.81
美国标普 500	5,705	-1.86	19.62
美国纳斯达克	18,095	-2.76	20.54
德国 DAX	19,078	-0.93	13.88
法国 CAC	7,350	-1.05	-2.56
英国富时 100	8,110	-0.61	4.87
日本日经 225	39,081	-0.50	16.79
澳洲 ASX 200	8,160	-0.25	7.50
台湾加权	22,820	0.00	27.27

资料来源: 彭博

#### 港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	34,591	0.44	15.99
恒生工商业	11,511	-0.73	24.66
恒生地产	16,709	0.12	-8.83
恒生公用事业	35,040	-0.57	6.59

资料来源: 彭博

12%-20%至 450-480 亿美元，中值基本符合一致预期（461 亿美元）。展望未来，管理层将继续加大对生成式 AI、基建、商业化等重点领域的投资，并预计 2025 年资本支出将大幅增长，基础设施相关费将加速增长。尽管我们认为这些投资将导致利润率扩张速度放缓，但这些投资也将为公司提供短期收益（提高用户活跃度和广告转化）以及长期机会，我们将 FY24-26E 总收入预测上调了 1-3%。我们将估值区间前滚至 FY25E，将目标价提高至 685.0 美元，基于 27x FY25E PE（前值：565 美元，基于 27x FY24E PE）。维持买入评级。（[链接](#)）

#### ■ 中国财险（2328 HK，买入，目标价：14 港元）- 三季度非车综合成本率不及预期

公司前三季度归母净利润 267.5 亿元，同比+38%，接近公司公告盈利预警的上限区间（归母净利润同比+20%-40%）。3Q 归母净利润 82.6 亿元，主要受三季度权益市场回暖，叠加公司 3Q 增配二级市场权益，带动投资收益和公允价值变动损益大幅增长的影响；其中 3Q24 公允价值变动收益为 74 亿元（3Q23: 净亏损 46 亿元）。

3Q 非车赔付率上行，导致非车 COR 未及市场预期。前三季度综合成本率 (CoR) 为 98.2%，同比增长 0.3pct，受制于 3Q 巨灾赔付损失的增加。前三季度非车 COR 为 100.5%，同比+1.9pct，对应 3Q 非车 COR 为 105.3%，同比+1.8pct，其中赔付率 83.3%，同比+2.2pct，费用率 22.0%，同比-0.4pct。前三季度车险 COR 为 96.8%，同比改善 0.6pct，预计 3Q24 COR 为 97.4%，同比改善 1.4pct，部分对冲非车板块承保亏损的影响。受制于非车 COR 抬升，公司 3Q 承保利润有所承压，3Q24 承保净亏损为 25.6 亿元，较去年同期亏损 20.9 亿元进一步扩大。

管理层提及三季度受大灾频发的影响，责任险、企财险、工程险和社保类大病健康险承压，具体赔付情况包括从 7-8 月暴雨灾害（净损失 28 亿元）到 9 月台风摩羯（净损失 16 亿元）到 10 月台风贝碧嘉（净损失~11 亿元）。尽管较 3Q23 台风杜苏芮造成 35 亿元的净损失有所收窄，但因单一灾害赔付额未达到巨灾超额再保的起赔点，在没有再保险分摊赔付损失的情况下，3Q24 非车赔付金额（56 亿元）整体高于全年同期（近 50 亿元），3Q 非车赔付率同比+2.2pct 至 83.3%。此外，新准则下费用率分摊的效应未能在当期 COR 中体现，导致 3Q24 费用率略有上升。

展望四季度，我们公司会更多从风险减量管理和业务结构改善上发力，以维持全年车险 COR<97%和非车险 COR<100%的业绩指引。我们维持全年车险/非车 COR 为 96.6%/99.4%预测，上调 FY24-26 EPS 8%/7%/5%至 1.44/1.51/1.60 元，调整目标价至 14 港元，对应 1.09 倍 FY24E P/B（前：1.04 倍），维持“买入”评级。（[链接](#)）

#### ■ 比亚迪电子（285 HK，买入，目标价：44.41 港元）：3Q 业绩符合预期；看好捷普、新能源汽车和 AI 服务器业务持续成长

比亚迪电子第三季度收入/净利润分别同比增长 21%/1%，基本符合预期，而 GPM 环比增长 1.7 个百分点达到 8.5%，略高于预期，因为 iPhone 零部件业务更高 UTR、安卓需求稳定和新能源汽车业务持续增长。对于第四季度，我们预计在 iPhone/iPad 季节性因素影响、华为/小米旗舰机型发布和 AI 服务器业务增长的推动下，收入/净利润增长将更加强劲。展望 2025 年，我们对 iPhone AI 周期、稳定的安卓旗舰机需求、高端新能源汽车产品和 AI 服务器

势头持乐观看法。该股估值目前为 11.4 倍 FY25E 市盈率，我们认为，考虑到 2024-2026 年盈利预计以 31% 年复合增速增长和业务多元化，该股目前估值具有吸引力。我们基于分部估值法的新目标价为 44.41 港元，意味 2025 年 15.0 倍市盈率倍数。未来股价催化剂包括荣耀/华为/小米新机出货、新能源汽车/AI 服务器产品量产。 ([链接](#))

■ **理想汽车 (LIUS, 买入, 目标价: 30 美元) - 强劲的 3Q24 业绩和全面的准备为明年夯实基础**

**3Q24 业绩超预期:** 理想汽车 3Q24 毛利率比我们之前的预测高出 1.6 个百分点，得益于公司卓越的降本能力。尽管 3Q 收入环比增长 35%，但是研发费用环比下降 15%，比我们的预测低 3.6 亿元；剔除股权支付费用（因 CEO 股权激励的 5.93 亿元导致股份支付环比增加约 6 亿元）的销管费用环比持平。公司 3Q24 GAAP 营业利润率仍然扩大至 8%，创历史新高。理想 3Q24 净利润环比增长 155% 至 28 亿元，超过我们此前的预测 3 亿元，但是 non-GAAP 净利润达到 38 亿元，创历史新高，比我们的预测高出约 8 亿元。

**盈利预测:** 我们维持今年的销量预测 51 万辆，但预计 4Q24 毛利率环比提升 0.7 个百分点至 22.2%，主要得益于理想汽车出色的成本控制能力和政府的刺激政策。我们预计 4Q24 营业利润率将达到 9.1% 的新高，因此预测净利润将达到 43 亿元。鉴于 L6 销量超出预期，我们将 2025 的销量预测从 65 万辆上调至 66 万辆，其中也考虑了纯电车型发布时间的不确定性而略微下调的纯电车型销量预测。鉴于公司自 2Q24 以来的降本增效措施，我们下调了 2025 年研发和销管费用的预测。综上，我们将 2025 净利润预测上调 7% 至 132 亿元。

**估值:** 我们维持买入评级，目标价 30 美元，基于 16x FY25E P/E。虽然现在关于明年全新纯电动车型的信息非常有限，但我们相信公司在经历 Mega 的失败后，已为明年纯电动车型的推出做好了全面的准备，包括自有超充站、更大的展厅和快速迭代的自动驾驶技术。 ([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
<b>长仓</b>											
理想汽车	LI US	汽车	买入	25.01	30.00	20%	6.9	4.2	3.5	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.60	14.00	3%	9.3	15.8	1.3	16.7	3.2%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	12.68	19.60	55%	6.8	6.3	1.0	18.3	8.8%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.41	5.98	36%	13.4	11.3	2.9	26.3	6.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.88	17.61	18%	8.0	7.3	3.0	40.6	9.8%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.80	7.32	26%	12.9	11.4	1.4	13.9	6.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	95.75	133.86	40%	25.0	20.1	6.9	31.8	1.2%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	202.64	288.90	43%	N/A	397.3	59.0	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	27.05	28.30	5%	6.6	6.6	0.8	14.9	4.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.82	14.00	18%	8.2	7.8	1.0	13.1	5.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	406.00	525.00	29%	18.4	17.0	3.6	19.1	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	97.98	133.80	37%	1.6	1.3	1.7	N/A	1.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.09	6.13	50%	17.8	15.1	1.5	9.7	4.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.62	4.25	62%	100.8	62.4	6.6	7.3	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	27.00	24.40	-10%	28.7	25.2	3.4	12.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.80	44.41	31%	17.2	12.6	2.1	18.6	1.9%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	143.02	186.00	30%	29.7	20.6	8.2	31.2	0.5%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	392.37	426.00	9%	34.7	26.5	7.0	22.0	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	8.18	10.80	32%	N/A	118.6	3.2	N/A	0.0%
<b>短仓</b>											
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	21.30	21.40	0%	10.3	9.6	1.2	13.6	5.9%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年10月31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。