

每日投资策略

宏观、行业及个股速评

宏观策略

■ PMI 收缩预示经济近期依然疲弱

11 月中国制造业 PMI 微降 0.1 至 49.4%，再次不及市场预期。新订单、出口订单和存量订单进一步收缩，显示国内外商品需求疲软。需求疲弱减少企业采购活动，原材料采购量指数和进口指数均小幅下滑。原材料购进价格指数再度回落，出厂价格指数持续收缩，显示通缩压力。就业虽略有改善但仍处于收缩状态。随着 10 月国庆假期结束，服务业 PMI 在 2023 年首次进入收缩，建筑业则因财政发力而有所反弹。中国经济近期再次放缓，未来需要更多政策支持。中国可能将 2024 年 GDP 增长目标维持在 5%，并采取更具扩张性的财政政策和宽松的货币政策。我们维持 2023 年 GDP 增长 5.3% 和 2024 年 4.8% 的预测。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国汽车行业 - 2024 展望：竞争推动技术进步与海外扩张

竞争、出口和自主品牌市场份额增长仍是关键议题：我们预计 2024 年中国乘用车零售销量将同比下滑 1.6%，而批发销量将同比增长 2%，得益于出口销量或同比增长 25%。通过评估中国品牌在不同国家的渗透率，我们预计未来几年中国品牌的出口销量仍有 70% 的增长空间。考虑到自主品牌丰富的新车规划，我们预计 2024 年中国品牌在新能源车和传统燃油车领域都将继续提升市场份额。传统豪华品牌将面临来自新能源车的更多挑战。

出口和技术进步有助于缓解价格战的压力，2024 年新能源车有望主导 15-35 万元的市场：我们预计 2024 年中国新能源乘用车零售销量将同比增长 21% 至约 890 万台，批发销量将同比增长 24% 至约 1,100 万台。考虑到众多有竞争力的新车型投放，我们估计 2024 年新能源车将在 15-35 万元市场占据 50% 以上的销量份额。在中国以外的地区，目前约有 19% 的新能源车销量来自于中国出口。欧洲有望成为中国新能源车出口的下一个目的地。随着外观设计差异化减少和底盘设计更加灵活，我们预计新能源车竞争在其他维度（比如智能化）将继续加剧，而技术进步对于增强定价能力至关重要。

投资主题和股票推荐：目前投资者在自主品牌市占率增长的正面情绪和竞争加剧导致销量及利润率下滑的负面情绪之间来回切换。我们相信这种情绪变换还将继续，市场底部可能比预期更长，这或使得择时比选股更加重要。我们首推理想汽车和吉利汽车。理想汽车出色的产品设计能力使其进入良性循环成为目前唯一盈利的新势力，健康的资产负债表有助于公司在自动驾驶领域实现赶超。考虑到极氪和银河的发展趋势，我们认为吉利汽车的新能源车产品组合比同行更具竞争优势。（[链接](#)）

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	17,043	-1.79	-13.84
恒生国企	5,858	-1.67	-12.64
恒生科技	3,900	-2.52	-5.55
上证综指	3,030	-0.29	-1.93
深证综指	1,883	-1.13	-4.68
深圳创业板	1,923	-0.82	-18.08
美国道琼斯	35,430	0.04	6.89
美国标普 500	4,551	-0.09	18.52
美国纳斯达克	14,258	-0.16	36.23
德国 DAX	16,173	1.13	16.16
法国 CAC	7,259	0.13	12.13
英国富时 100	7,399	-0.76	-0.71
日本日经 225	33,487	0.23	28.33
澳洲 ASX 200	7,087	1.03	0.69
台湾加权	17,434	0.53	23.31

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	29,180	-1.84	-10.07
恒生工商业	9,430	-1.74	-13.61
恒生地产	17,536	-3.02	-32.66
恒生公用事业	30,417	-0.08	-17.41

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）	21.34
深港通（南下）	12.39
沪港通（北上）	91.04
深港通（北上）	44.10

资料来源：彭博

■ 中国工程机械及重卡行业 - 2024 展望：海外需求增长放缓叠加国内增长乏力，建议选择性看好

对于中国设备制造商来说，海外渗透仍是一大长期增长驱动力。尽管如此，经历了过去 2-3 年的强劲增长后，行业的增长趋势自 2023 年中期开始出现反转，我们预计海外扩张之路在 2024 年可能会颠簸起伏，尤其考虑到海外竞争对手的供应链瓶颈已逐步恢复正常。分地区来看，我们预计美国和中东地区的需求将持续强劲，但欧洲和中国地区的需求将疲软。分细分市场来看，我们预计重卡板块将在替换需求和出口增长的推动下进入上升周期。另一方面，我们预计混凝土机械、塔式起重机和挖掘机将继续处于下行周期，主要受到中国房地产投资疲软的持续拖累。投资建议方面，我们首选潍柴动力-H 股（重卡板块增长的主要受益者 + 天然气重卡市场份额不断提升）。我们看好三一国际（海外矿车需求强劲）和浙江鼎力（进军美国高空作业平台市场进展顺利）。同时，我们将中联重科-A 股/H 股评级下调至持有（房地产相关设备需求疲软），并下调目前为持有评级的三一重工（海外销售已达峰）的盈利预测。

- 重卡：【看好】我们预计 2024 年重卡销售同比增长 15%。（1）国内方面，重卡保有量增长与中国 GDP 增长高度相关。我们预计 2024 年中国经济温和增长（招银国际预测：4.8%）将拉动重卡保有量以相若速度增长。这加上替换需求恢复，我们预计 2024 年重卡国内销量将同比增长约 14%。（2）海外方面，我们预计 2024 年重卡出口销售将同比增长 18%。产品结构方面，我们预计天然气重卡将继续维持占比总销量的 25%-30%。
- 高空作业平台：【中性】美国市场强劲，中国市场增长放缓。经过多年增长，我们估计当前中国高空作业平台保有量已达到美国保有量的 70% 以上，而 2018 年仅为 12% 左右。我们预计，在宏信建发（9930 HK，买入）、华铁应急（603300 CH，未评级）等主要高空作业平台租赁公司逐步降低对高空作业平台的资本支出并转为轻资产模式运营的背景下，我们预计 2024 年高空作业平台国内销量将同比下降约 5%。海外方面，在大型项目和替换需求的支持下，美国高空作业平台需求将强劲增长。
- 挖掘机：【看淡】我们预计 2024 年挖掘机销售同比下降 5%。国内方面，我们预计国内挖掘机销量将维持平稳（同比增长 1%），主要由于基建支出增长将抵消房地产投资下降的影响。海外方面，由于高基数效应（尤其 2024 年上半年），我们预计 2024 年挖掘机出口销售将同比下降 10%。（[链接](#)）

个股点评

■ 石药集团（1093 HK，买入，目标价：8.16 港元） - 新产品将助力销售复苏

前三季度业绩符合预期。公司前三季度分别录得 238.7 亿元收入（同比+1.6%）和 44.9 亿元归母净利润（同比+0.6%），分别占我们先前全年预期的 75% 和 74%。公司第三季度销售费用率为 27.4%，相比第二季度的 30.1% 有所下降，部分收到反腐的影响。公司持续投入研发资金，今年前三季度研发费用同比增长 25.9% 至 36.8 亿元。

成药业务保存销售稳定。前三季度公司成药业务同比增长 3.9% 至 193.4 亿元，第三季度环比下降 1.6%（同比+1.3%），受到反腐的影响有限。其中，神经系统药物前三季度同比增长 15.2%，主要受恩必普销售的驱动，第三季度神

经系统药物环比下降 2.3%。受克艾力集采降价的影响，前三季度肿瘤产品销售额同比下降 21.2%，但第三季度录得 6.0% 的环比增长。

新产品将助力销售恢复。多恩达、安复利克、铭复乐、JMT103、伊立替康脂质体等新产品将实现加速放量，公司预测新产品 2024 年将实现 30 亿元的销售额。公司的二价 mRNA 新冠疫苗将在近期获批 EUA，多项产品也将在 2024 年获批上市，包括铭复乐（缺血性卒中适应症）、DBPR108（DPP4）、SYSA1802（PD-1）等。我们预期公司将在 2024 年公布多项 ADC 产品的临床数据，包括 Claudin18.2 ADC、Nectin4 ADC、EGFR ADC 的一期临床数据和 HER2 ADC 的关键临床数据。

我们看好公司明年业务的增长，预测公司在 2024/2025 年分别实现收入 10.8%/10.7%、归母净利润 11.6%/12.1% 的同比增长。我们维持公司目标价 8.16 港元不变，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **欢聚时代（YY US，买入，目标价：50.5 美元） - Bigo 业务持续复苏带动基本面改善**

欢聚时代 3Q23 业绩超预期，收入环比增长 3.6% 至 5.67 亿美元，较市场/我们预期高 2%/2%。当中，Bigo 业务实现 6 个月以来的首次同比正增长。经调整净利润为 8,100 万美元，较市场/我们预期高 57%/42%，主要源于好于预期的收入水平、Bigo 利润的提升以及成本管控。展望 4Q23，我们预计收入同比下降 8%，当中 Bigo 的复苏步伐将持续（同比增长 1.2%），但被 Halo 业务的调整所抵销。4Q23 经调整净利润预计为 4,800 万美元，其中利润率或因年终活动和 KOL 激励而有所下降。为了考虑 Halo 业务调整，我们下调 2023-25 年收入 1.4%-3.7%。但上调盈利预测 27%-36%，以反映更好的成本控制。我们维持买入评级，目标价为 50.5 美元。基于 Bigo 业务的持续复苏和利润提升，我们看好欢聚基本面的改善以及丰厚的股东回报。（[链接](#)）

■ **大家乐（341 HK，买入，目标价：14.82 港元） - 近年来首次录得超预期的业绩**

24 财年上半年业绩好于预期（销售增长大致符合预期，但受惠于平均售价上涨和毛利率强劲扩张，所以净利润率有大幅改善）。我们在业绩公布后，与管理层更新了最新情况，对公司的前景比此前更为乐观。虽然管理层的 3 年目标仍然大致不变（税前利润率/净利润率到 25 财年或不晚于 26 财年回到高单位数的水平），但我们的测算会更为谨慎（25 财年税前利润率/净利润率为 5.9%/5.0%）。由于其估值不贵（现价为 13 倍 25 财年预测市盈率和 8% 25 财年的股息率），我们维持买入评级并上调目标价至 14.82 港元。新目标价是基于 18 倍 25 财年预测市盈率（从 23 倍下调），与 5 年平均水平一致。（[链接](#)）

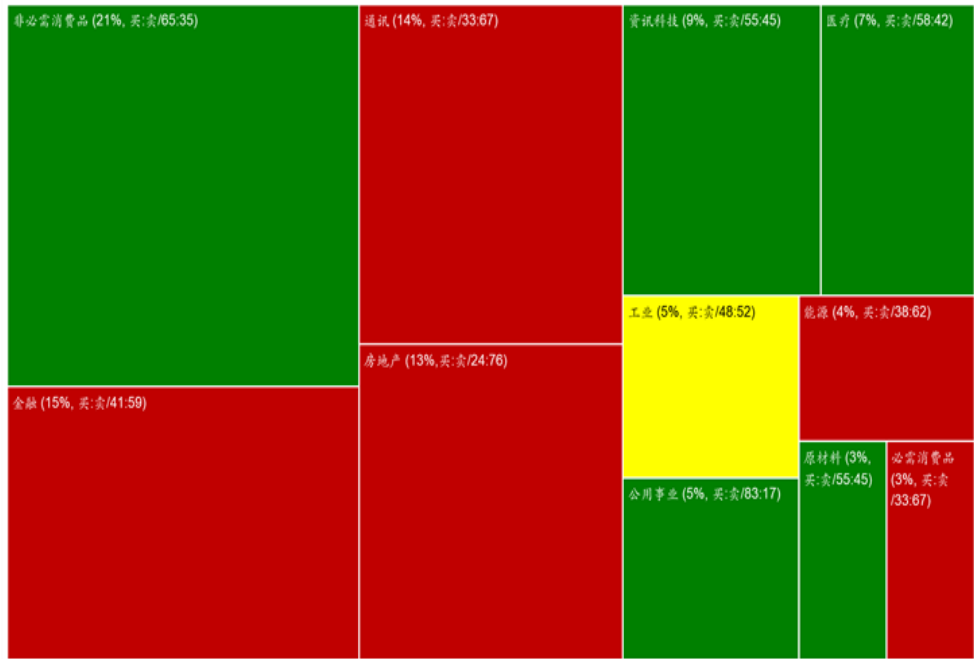
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	38.24	50.00	31%	59.3	37.4	6.3	18.1	0.0
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.51	14.00	65%	22.9	16.5	1.0	4.7	2.2%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	14.36	16.10	12%	13.7	12.6	1.4	11.0	3.0%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.60	70.00	44%	14.6	12.5	2.9	21.7	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.06	22.53	50%	5.2	4.4	0.7	14.6	7.6%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	24.50	35.48	45%	8.2	7.0	1.2	11.2	5.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.57	14.26	49%	6.2	5.5	2.0	34.1	12.2%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.32	1.84	39%	15.9	41.6	2.5	8.4	1.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.32	6.71	26%	78.4	63.1	16.8	23.0	0.2%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1791.50	2279.00	27%	30.2	26.0	9.7	31.9	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	45.80	57.35	25%	N/A	N/A	6.3	N/A	0.0
友邦保险	1299 HK	保险	买入	67.40	118.00	75%	96.2	84.3	15.9	11.3	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	327.00	465.00	42%	18.5	15.7	3.3	15.5	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	141.73	131.80	-7%	25.7	19.5	9.4	41.4	0.0%
网飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	477.19	512.00	7%	283.6	220.3	67.0	25.0	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	57.70	97.00	68%	N/A	N/A	4.8	7.7	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	28.60	45.10	58%	5.8	5.3	0.7	13.3	5.6%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	35.65	44.20	24%	18.5	14.7	2.6	13.4	0.9%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	94.92	109.30	15%	44.6	32.7	5.5	12.6	0.4%
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	10.86	17.00	57%	N/A	N/A	4.9	N/A	0.0

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 11 月 30 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 30/11/2023

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 $\geq$ 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 $\leq$ 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上责任。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商投资者

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属制的报告。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。