

每日投资策略

行业、公司点评

行业点评

■ 装备制造板块 - 3Q24 业绩点评：三一重工超预期；中联重科低于预期；潍柴符合预期

昨晚（10月30日）三家公司公布了3Q24业绩。三一重工（600031 CH, 持有）公布的盈利（同比+1x）好于预期，得益于强劲的收入增长（同比+19%）以及低基数。潍柴动力（2338 HK/000338 CH, 买入）方面，利润同比下降4%，但考虑到重卡和发动机需求疲弱，基本符合我们预期。而中联重科（1157 HK/000157 CH, 买入）的利润（同比+4%）低于我们预期，主要由于强劲的海外销售表现被疲弱的中国市场销售表现所抵消。我们对中联重科的海外扩张战略仍然保持乐观，并相信潜在的股票回购（须于11月11日获得股东批准）将为股价提供支撑。（[链接](#)）

公司点评

■ Alphabet (GOOG US, 买入, 目标价: 218 美元) - 3Q24 业绩好于预期；谷歌云维持强劲增长势头

Alphabet 公布 3Q24 业绩：总收入同比增长 15% 至 883 亿美元，基本符合一致预期（865 亿美元）；净利润同比增长 34% 至 263 亿美元，较一致预期高出 15%，主要得益于有效的员工数及基础设施运营管理。得益于生成式 AI 产品需求强劲，3Q24 谷歌云表现好于预期，收入同比增长 35%（一致预期：同比增长 28%），运营利润率同比提升 14 个百分点。在谷歌云和集团层面运营效率提升的支撑下，我们将 FY24-26 的盈利预测上调 6-8%。我们维持目标价 218 美元，基于 24x FY25E PE（前值：基于 26x PE）。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 328.81 元人民币) - 期待国内市场 2025 年复苏

迈瑞医疗 9M24 实现营收 294.8 亿元，同比增长 8.0%，归母净利润 106.4 亿元，同比增长 8.2%；其中 3Q24 营收同比增长 1.4% 至 88.3 亿元，归母净利润同比下滑 9.3% 至 30.8 亿元。公司 3Q24 营收增速放缓主要是由于国内公立医院招投标活动低迷，DRG 的全面执行影响了非头部医院的诊疗和试剂需求，使得国内市场承压。3Q24 公司国内收入同比下滑 9.7%。

国内市场持续承压，招标采购恢复已初见曙光。1) IVD：前三季度国内收入同比增长 17%。由于公司 IVD 国内收入主要来源于非头部的三级医院和二级医院，随着 DRG 在全国范围内执行，这类医院受到的经营压力更大，导致非刚需的试剂需求低迷，公司国内 IVD 业务增速放缓。迈瑞医疗利用流水线和数智化 IT 解决方案积极拓展头部三级医院以更好的抵御行业波动。2024 年，迈瑞医疗的流水线有望实现 150 条装机。2) 医学影像：前三季度国内收入同比增长超 10%，主要得益于超高端超声 Resona A20 的放量。3) PMLS：前

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

三季度国内收入同比下滑 28%。医院建设资金紧张导致第三季度医疗新基建项目建设放缓，采购需求受到不利影响。随着专项债加快发行，以及财政部加大力度支持地方化解政府债务风险，我们期待明年国内设备需求有望回暖。海外业务继续稳健增长。9M24 公司海外收入同比增长 18.3%，其中 3Q24 海外收入同比增长 18.6%。欧洲、亚太及拉美地区表现亮眼，第三季度分别同比增长 29%、32%和 25%。得益于中大样本量实验室的持续突破，公司海外 IVD 业务收入快速增长，前三季度收入同比增长 32%，IVD 业务占国际收入的比重已提升至 28%。迈瑞医疗持续加快海外本地化生产和平台能力建设，目前已在 9 个海外国家启动本地化生产，其中 8 个国家与 IVD 业务相关。此外，微创外科、AED 和动物医疗等种子业务在海外业开始逐步放量，前三季度微创外科、AED 的收入增速均超过 50%，动物医疗收入增速超过 30%，种子业务占国际收入的比重超过 10%。我们期待 IVD 和种子业务在未来成为国际市场的主要增长动力。维持“买入”评级，调整目标价至 328.81 元人民币 (WACC: 9.3%, 永续增长率: 3.0%)。 ([链接](#))

■ 荣昌生物 (9995 HK, 买入, 目标价: 21.09 港元) - 第三季度销售强劲, 净亏损收窄

在 2024 年第三季度, 荣昌生物实现了稳健的产品销售, 季度收入创新高达 4.67 亿人民币 (环比增长 14%, 同比增长 35%), 主要得益于 RC18 约 2.7 亿 (同比增长 43%) 和 RC48 产品约 2 亿 (同比增长 25%) 的销售推动。截至 2024 年前三个季度, 公司总收入为 12.09 亿人民币 (同比增长 57%), 约占我们先前全年预测的 73%, 符合我们的预期。公司将能够实现其 2024 年销售额同比增加 50% 以上的目标。

毛利率在 2024 年第三季度提高到了 82.1% (今年上半年为 78.3%)。销售和管理费用率从上半年的 72.4% 降至第三季度的 68.5%。第三季度的研发支出为 3.47 亿元, 环比下降了 27%, 主要由管线优化和研发团队重组所致。公司在第三季度净亏损减少至 2.91 亿人民币, 上一季度为 4.32 亿人民币。截至 2024 年 9 月, 荣昌生物持有现金余额为 9.25 亿元 (包括金融资产)、短期借款 10.27 亿元以及长期借款 13.41 亿元, 与截至 2024 年 6 月底的数据大致一致, 表明第三季度公司现金控制得当。

期待 RC18 的全球发展。我们预计荣昌生物将在 2025 年上半年完成 RC18 针对 SLE 的三期全球试验的第一阶段的揭盲工作, 三期研究的第二阶段预计将在今年第四季度完成首次入组。在中国, RC18 针对 MG 的上市申请已经提交, 针对干燥综合征和 IgA 肾病的上市申请将于 2025 年提交。IgAN 的三期试验预计将在 2025 年上半年读出 UPCR 数据。我们认为 RC18 具有全球合作潜力, 但存在一些不确定性。

RC48 全球临床进展顺利。辉瑞正在积极进行一项 RC48 单药治疗二线 HER2 表达阳性的尿路上皮癌 (UC) 的二期临床, 以及一项 RC48 联合 Keytruda 治疗一线 HER2 阳性 UC 的三期试验。二期关键性试验的 BLA 提交时间表取决于三期试验的进展情况。在中国, RC48 针对 HER2 阳性乳腺癌伴肝转移的上市申请近期提交, 三期研究的详细数据将在 2024 年 12 月的圣安东尼奥乳腺癌研讨会 (SABCS) 上发布。目前正在进行的是一项针对 HER2 低表达 BC 的三期试验, 预计将在 2025 年第一季度公布数据。RC48 联合特瑞普利单抗治疗一线 HER2 阳性 UC 的三期试验预计将在 2025 年上半年读出数据。

我们认为产品收入的快速增长将有助于缓解公司的现金流风险。我们将公司目标价上调至 21.09 港元，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **比亚迪 (1211 HK, 买入, 目标价: 350 港元) - 3Q24 毛利率超预期, 为明年销量和利润增长注入信心**

3Q24 毛利率超预期, 三费支出超预期: 比亚迪 3Q24 毛利率环比提升了 3.2 个百分点到 21.9%, 超我们的预期 0.9 个百分点。销管费用率合计超我们的预期 2.2 个百分点, 抵消了毛利率的超预期表现。政府补贴和增值税加计抵减的超预期表现则部分被汇兑损失所抵消, 导致比亚迪 3Q24 的 116 亿人民币的净利润低于我们的预期 15%。其毛利率表现让我们对 4Q24 和明年的销量更有信心, 我们认为比亚迪仍是在价格战中最具成本优势的车企。

2025 年展望: 我们将 2024 年销量上调 4% 到 402 万辆, 因为 DM-i 5.0 车型的竞争力超出我们最初的预期。我们也看到近几个月销量和新订单的增长没有以牺牲毛利率为代价, 所以预期 2025 年销量同比增长 13% 到 455 万辆。我们认为相较于盈利的快速增长, 比亚迪更关注市场份额、全球扩张和盈利质量, 导致三费支出较难预测, 尤其是研发费用的资本化率轻微变动会导致较大幅度的净利润变化。我们上调 2025 年研发支出至 510 亿且几乎全部费用化来保持比亚迪的盈利质量。

估值: 我们略微下调 2024 年净利润预测到 360 亿元, 并上调 2025 年净利润预测 4% 至 475 亿元, 维持“买入”评级, 目标价 350 港元, 基于 20x FY25E P/E。（[链接](#)）

■ **广汽集团 (2333 HK, 买入, 目标价: 3.3 港元) - 3Q24 业绩不及预期; 新车型、成本削减是明年的关键**

3Q24 业绩低于预期: 广汽集团三季度收入比我们之前的预测高出约 13%, 毛利率 3.6% 比我们的预测高出 0.1 个百分点, 但都被超预期的销管费用和研发费用所抵消, 三季度自主品牌的核心营业亏损为 21 亿元, 与我们此前的预期基本一致。三季度来自合营企业的投资收益环比增长 34% 至 2.58 亿元, 略低于我们此前的预测, 主要因为三季度广汽丰田向经销商支付了上半年的额外返利。广汽集团三季度净亏损 14 亿元, 创历史新高, 也低于我们此前的预测约 10 亿元, 主要因为 3Q 汇兑损失有 6.1 亿元以及政府补助低于预期。

新车型、成本削减是 2025 的关键: 埃安计划在 2025 年推出七款增程式电动车 (EREV) 和四款纯电动车 (BEV), 传祺计划推出三款新车型, 包括一款与华为合作的 B 级轿车。我们认为, 新的大型 EREV 家用车可能部分改变消费者对埃安作为网约车品牌的刻板印象。管理层表示 2025-26 年新车型的税前设计利润率超过 5%, 比我们估计的当前税前利润率高出约 12 个百分点, 这将有助于埃安明年后缩减亏损。近期广汽总部搬迁至自主品牌所在地以加强内部管理和协同, 我们预计广汽将削减销管费用和研发费用, 以控制亏损的增长。

盈利预测和估值: 我们将广汽集团 2024-26 的净利润/(亏损) 预测分别下调至 -4.64 亿元/1.29 亿元/11 亿元, 考虑到激烈竞争的市场环境我们下调了毛利率预测, 以及考虑合资车企下一代架构的电动车不会早于 2026 年底上市, 我们也下调了对合营企业的投资收益预测。维持“买入”评级, 目标价 3.3 港元, 基于分部估值 (埃安: 2.3 港元, 合资公司: 1 港元)。（[链接](#)）

■ 药明康德 (603259 CH, 买入, 目标价: 72.37 元人民币) - 业绩复苏可期

强势全球竞争力带来快速订单增长。截至 9 月底药明康德的在手订单达到 438.2 亿元, 同比增长 35.3%, 维持上半年同比增长 33.2% (扣除新冠商业化项目) 的趋势。快速增长的在手订单增长表明全球客户对于药明康德高质量和高效率服务的持续信任, 体现在前三季度全球 Top20 药企收入同比增长 23.1% (扣除新冠商业化项目), 相比于上半年的同比增长 11.9% 显著提速。管理层表示 80% 的订单将在未来的 12 至 18 个月内转化成收入, 我们认为药明康德的在手订单对于 4Q24 以及 2025 年业绩提供了显著的可预见性。

多肽业务 (TIDES) 预计将延续强劲增长趋势。前三季度 TIDES 收入同比增长 71.0%, 其中 3Q24 增速进一步提升至 98.6%, 截至 3Q24 的在手订单同比大幅增长 196%。公司在今年 1 月将多肽产能从 1 万 L 提升至 3.2 万 L, 计划在 2024 年将产能继续提高至 4.1 万 L, 在 25 年进一步提升至 10 万 L。产能扩张将有效满足全球客户对于多肽服务的需求, 并驱动多肽业务继续成为药明康德最强劲的业绩增长引擎。

预计海外同行中期内很难与中国化学药 CDMO 行业竞争。我们整理了 30 家位于欧洲、美国和印度的从事 API 和化学药 CDMO 业务的公司情况, 发现这些公司在收入体量和产能投入上显著落后于药明康德。印度专门从事 API 和化学药 CDMO 的公司大多提供大宗和特色原料药, 对于创新药领域的涉足相对有限。欧洲有完善的制药工业基础, 区域内有众多知名的化学药 CDMO 公司。但欧洲的化学药 CDMO 企业偏重制剂业务。同时, 他们的产能主要分布在中欧和西欧地区, 导致人工成本高于药明康德。

维持“买入”评级, 再次上调目标价至 72.37 元, 以反映在手订单的增长。我们预计公司在 2024E/ 25E/ 26E 收入同比增长 -3.6%/+11.4%/+13.6%, 经调整 Non-IFRS 净利润同比增长 -3.9%/+11.9%/+15.5%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 14.8x/13.2x/11.5x。 ([链接](#))

■ 海尔 (6690 HK, 买入, 目标价: 36.41 港元) - 四季度展望乐观, 并同时公布新一轮的改革重点

海尔 2024 年三季度业绩基本符合预期。在三季度, 海尔的销售同比增长 1% 至 673 亿元人民币, 低于彭博预期 4%, 这一差距主要由于 2024 年 7 月至 8 月中国市场销售表现不及预期 (尤其是卡萨帝、厨房电器和空调类产品)。然而, 净利润同比增长 13% 至 47 亿元人民币, 符合彭博预期。尽管销售低于预期, 但海尔的营业利润率超出预期, 得益于数字化、效率提升及成本节约。此外, 中国/海外的销售增长分别为 -3%/ +4%, 营业利润率分别提升了 1.1 个百分点至 7.6%/ 0.6 个百分点至 5%。

四季度前景乐观, 中国和美国的宏观环境改善为主要利好。管理层在四季度的展望中提到, 预计将实现中个位数或更快的销售增长, 净利润增长也将超过三季度。我们认为这一目标是可行的, 主要受以下因素驱动: 1) 中国市场在 7 月至 9 月间销售趋势逐步改善, 2) 卡萨帝需求强劲反弹 (三季度零售销售额增长超过 20%, 十一国庆假期线上销售增长超 100%, 线下增长超 60%), 3) 美国房屋需求改善 (动工和交付量均有增加), 尤其是在降息后, 4) 欧洲销售增长和利润率提升相当不俗, 得益于年初改革的成功; 5) 南亚销售增速优异 (四季度可能加速至 40% 以上)。此外, 我们对其营业利润率充满信心, 得益于大规模的效率提升及多项成本控制举措, 包括: 1) 采购和研发流程的结构性调整, 2) 通过制造、原材料采购及降低质量损失比实现进

一步的成本节约，3) 各部门间的进一步协作，4) 落实明确到财务报表层面的成本节约关键绩效指标，5) 淘汰表现不佳的员工等等。

我们对公司增长和利润率改善长期看好，特别是公司公布了新一轮改革重点之后。管理层同时亦宣布了在中国及海外的一系列改革措施，以推动增长并优化效率。在中国，海尔将：1) 更积极地拓展其面向消费者的业务（进一步扩大线上和线下的服务触点），2) 持续推进数字化转型（尤其在营销功能和战略方面），3) 推进新一轮的组织变革。在海外，海尔将：1) 进一步推进其本地化战略；2) 通过增值产品和服务提升品牌价值和平均售价，3) 推进数字化转型，4) 改善全流程营运效率（涵盖所有工厂及供应链）。

宣布并表日日顺物流（Goodday）。日日顺是一家领先的物流服务提供商（主要面向家电），服务于海尔智家，目前由海尔集团和阿里巴巴持股。日日顺原计划在中国内地上市，但最近计划被取消，所以海尔智家推动了与它的合并，因为管理层认为此举将带来显著的益处和协同效应，例如：1) 成为使海尔转型为更直接面向消费者的公司的关键部分（更好地满足终端客户需求），2) 进一步降低成本，因为在之前的拆分后，两者之间的管理成本增加，3) 帮助海尔在国际扩张期间进一步改善物流及供应链管理。实际上，管理层还制定了此项交易的财务目标，包括：1) 将中国的库存水平降低 20%-30%，释放约 40-60 亿元人民币现金，2) 将经销商的现金周转周期从 64 天优化至 45 天（效率提升 20%），3) 全流程物流成本降低 10%，4) 改进 SKU 管理（SKU 数量减少，单品销量增加 20%，从空调产品开始）。

维持“买入”评级并将目标价上调至 36.41 港元。我们上调了 2024 至 2026 财年的净利润预测，分别提高约 1%至 3%，以反映效率提升和成本节约的显著效果。新的目标价基于 14 倍 2025 年预测市盈率（之前为 14 倍 2024 年预测市盈率）。该股目前的市盈率为 11 倍，仍远低于其五年平均 15 倍的水平。主要风险：1) 补贴到期后需求下降超预期，2) 海外经济增长弱于预期，3) 原材料价格通胀高于预期，4) 产品创新不足等。（[链接](#)）

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。