

每日投资策略

宏观策略/行业点评/公司点评

宏观策略

■ 中国政策：启动一揽子刺激政策以重振经济

最近政策举措表明，决策层认识到经济严峻挑战后，启动一揽子刺激政策以重振经济。政策方案包括货币政策刺激、财政政策宽松、修复企业家信心、稳定房地产和提振股市。货币政策刺激作为第一支箭超出预期，财政政策宽松作为第二支箭基本符合预期。

目前政策重点是提振股市、稳定房市、拯救地方财政和支持国有银行化险，但直接提振消费的政策非常有限。为重振经济，决策者需要将政策重点逐步转向提振消费和对抗通缩，需要增加对家庭部门转移支付并实施去产能。同时，市场化改革作为第三支箭需要加快，以修复企业家精神，扭转政府主导资源配置和国企在经济体系中占比上升的趋势。（[链接](#)）

■ 中国经济：通缩压力仍存

受食品价格回落和能源价格大幅下跌影响，9 月 CPI 显著走弱。核心 CPI 增速正接近历史低点，表明消费者需求疲弱和供应过剩压力。服务价格进一步下降，耐用品价格依然疲软。受中上游行业特别是能源产品的拖累，PPI 进一步下滑。通缩压力可能会持续到明年，预计中国 CPI 和 PPI 增速可能从 2023 年的 0.2% 和 -3% 上升至 2024 年的 0.5% 和 -2%，以及 2025 年的 1.2% 和 1%。

近期的政策举措表明，中国政策正从谨慎宽松转向强力宽松，政策重点是提振股市、稳定房市、拯救地方财政和支持国有银行化险。但直接提振消费的政策依然有限。政策重点需要逐步转向提振消费和对抗通缩。（[链接](#)）

■ 美国经济：通胀放缓但略超预期

9 月 CPI 增速延续放缓，因油价下跌和房租通胀回落。但食品、核心商品和其他服务通胀均有反弹，令 CPI 和核心 CPI 增速略超市场预期。

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	21,252	2.98	24.66
恒生国企	7,621	3.46	32.11
恒生科技	4,736	2.05	25.82
上证综指	3,302	1.32	10.99
深证综指	1,910	-0.37	3.94
深圳创业板	2,213	-2.95	17.00
美国道琼斯	42,454	-0.14	12.64
美国标普 500	5,780	-0.21	21.18
美国纳斯达克	18,282	-0.05	21.79
德国 DAX	19,211	-0.23	14.68
法国 CAC	7,542	-0.24	-0.02
英国富时 100	8,238	-0.07	6.52
日本日经 225	39,381	0.26	17.68
澳洲 ASX 200	8,223	0.43	8.33
台湾加权	22,659	0.00	26.37

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	35,213	3.12	18.07
恒生工商业	12,246	3.10	32.62
恒生地产	17,308	1.36	-5.56
恒生公用事业	35,462	1.50	7.87

资料来源：彭博

二手车、能源等先行价格预示短期内进一步去通胀可能受阻，预计未来三个月 CPI 环比增速可能平稳，但同比增速或因低基数效应而小幅反弹，核心 CPI 增速将稳定在高位。中期内，由于房租通胀仍有补降空间，就业市场延续放缓将带动工资涨幅和服务通胀回落，CPI 与核心 CPI 增速将延续温和下降。

随着美国经济放缓、通胀下降和实际利率居高，美联储在 9 月大幅降息以实现货币政策“校准”。短期内美国经济仍具韧性而通胀仍超目标，美联储将转向小幅渐进式降息，预计 11 月和 12 月各降 25 个基点。中期内美国经济和通胀将延续放缓，美联储明年可能进一步降息 100 个基点。美国中性利率水平相比之前有所上升，在经济软着陆情境下政策利率终值可能不低于 3%。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国重卡行业 – 4Q24 中国和出口均面临不利因素；着眼 2025 年政策驱动的潜在复苏

在 8 月份下调重卡行业预测后，我们将 2024 /25 年重卡销量预测分别再下调 10%/5% 至 86 万辆/ 95 万辆，主要由于过去两个月重卡需求进一步恶化。我们目前预计 2024 年重卡销量（中国销量 + 出口）将同比下降 5%，2025 年/26 年将同比回升 10%/9%。出口市场方面，我们持谨慎态度，因为俄罗斯（中国重卡的主要出口市场）受高基数以及上调进口报废税（10 月开始）的影响，将会导致中国出口可能会进一步下滑。在中国市场，复苏的力度很大程度上取决于最近宣布增量政策的有效性，这还将有待观察。我们仍维持对**潍柴动力（2338 HK/000338 CH）**的买入评级，但预计 3Q24 业绩公布后会有更好的买入点 ([链接](#)-A 股) ([链接](#)-H 股)。另外，我们维持对中国重汽（3808 HK）的持有评级，主要出口销售下跌风险尚未反映在价格中 ([链接](#))。

我们认为中国品牌在俄罗斯的增长故事已结束。俄罗斯是中国重卡最大出口目的地。中国品牌在俄罗斯重卡市场的份额约为 67%（2024 年 8 月），创历史新高。俄罗斯当局为了保护当地制造商，自 10 月起进一步提高了进口卡车和重型机械的报废税。我们认为中国品牌在俄罗斯的市场份额已经见顶。另外，俄罗斯重卡销量自 4 月份以来一直在下滑，其中 7、8 月份同比降幅达到 15%/32%。由于高基数效应，我们预计未来 12 个月俄罗斯重卡需求将进一步下降。

中国市场：高度依赖政策落实。设备更新换代政策尚未提振重卡销量。我们认为这是由于 (1) 卡车车主信心不足，以及 (2) 国三车保有量规模有限（约 20 万辆，根据我们的估计约占总保有量的 2%）。展望 2025 年，我们认为对国四重卡（约占重卡车队总规模的 30%）的设备更换政策的潜在扩展将是提振需求的关键。（[链接](#)）

■ 半导体行业-AMD“Advancing AI”活动

AMD 于上周举办了 Advancing AI 活动，期间公布了多款新产品。GPU 端 AMD 公布最新的 MI325X，对标英伟达 H200，并预计今年四季度开始发货。AMD 也预览了未来产品路线图，包括预计在 2H25 年推出 MI350，对标英伟达的 B 系列。AMD CEO Lisa Su 预计，数据中心 AI 加速器的总市场规模将以超过 60% 的 CAGR 增长，预计 2028 年将达到 5,000 亿美元（2024 年初曾预计 2027 年将达到 4,000 亿美元）。在 CPU 领域，AMD 通过其第五代 EPYC 表现出了巨大的进步，在服务器领域获得了 34% 的市场份额，并在性能和成本效益上优于 Intel 的 Xeon 系列芯片。

综合来看，该活动并未给投资者带来太多惊喜，但我们仍注意到一些细节：1) Meta 的 Llama 405B 模型已完全在 MI300X 上运行，意味着 AMD 在 Meta 方面取得了更好的进展。2) 客户展示环节中并未提及亚马逊。3) AMD 未透露 2024/2025 年的 GPU 销售目标或供需状态。

我们认为 AMD 的 MI325X 是对 MI300X 的中期升级，旨在与 NVIDIA 的 H200 竞争。然而，由于 AMD 的下一代 MI350 要到 2H25 年才能推出，而 NVIDIA 的 B200 将在 4H24 开始大规模出货，AMD 仍将落后。因此我们认为 Nvidia 将在 GPU 市场中保持领先地位，而 AMD 将继续努力追赶。（[链接](#)）

公司点评

■ 阿里巴巴 (BABA US; 买入; 目标价 133.8 美元)：在维持市场份额的同时提升货币化能力

我们预计阿里巴巴将在 2QFY25（年结于 3 月）实现与市场预期一致的收入增长和非 GAAP 净利润。管理层依然致力于投资以提升核心 88VIP 用户群的用户体验，这或将有助于在消费情绪弱化的情况下至

少维持市场份额，并为长期货币化能力的提升奠定坚实基础。

2QFY25 淘天集团的货币化能力提升速度或有望超出我们的预期；得益于全站推商家接受度好于预期，且未来随着商家渗透率的进一步提高以及消费情绪的潜在改善，货币化能力的提升速度或有望更快。国际业务的发展、云业务的复苏以及非核心业务的减亏或均有望符合预期。稳定可预测的股东回报举措及获纳入港股通后南向投资者的增量资金流均有望对估值提供支撑。我们将基于 SOTP 估值的目标价上调了 5%至 133.8 美元，对应 13x FY26E PE。重申买入评级。（[链接](#)）

■ 腾讯 (700 HK；买入；目标价 525 港元)：看好游戏业务及利润增长前景

我们看好腾讯 2H24 盈利增长前景，主要得益于游戏收入增长的重新加速以及高毛利率业务（如视频号和小游戏）的增量收入贡献。从更长期维度看，中国经济和消费的潜在刺激政策有望使腾讯 FBS 和广告业务受益。但 3Q24 整体消费情绪仍然相对疲软，并继续对腾讯金融科技业务造成压力。因此我们将 3Q24 FBS 收入/FY24 总收入预测分别下调 2%/1%。我们预计 3Q24 总收入同比增长 8%至 1,668 亿元，非 IFRS 净利润同比增长 24%至 556 亿元。尽管公司近期较快上涨，但考虑腾讯盈利增长前景和股东回报水平，公司当前 14 倍 FY25E PE（不含战略投资）的估值仍然具有吸引力。我们将估值窗口推至 FY25，并将基于 SOTP 的目标价提高至 525.0 港元（前值：480.0 港元）。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 安踏体育 (2020 HK，买入，目标价：126.68 港元) - 四季度表现对估值重估尤为关键

2024 年三季度，安踏品牌零售流水增长为中单位数，低于招银国际预期的高单位数，受限于宏观环境疲软、天气不佳和篮球板块增长放缓。FILA 零售流水则下降约低单位数，也低于招银国际预期的中单位数增长，主要由于高端时尚和儿童服装受到宏观经济和消费降级影响较大。线上销售增长较好，但线下销售有所放缓。其他品牌如 Kolon 和 Descente 则表现稳健，流水增长达 45%-50%。

尽管销售增长放缓，零售折扣有所改善，库存周转也保持健康。安踏、斐乐和其他品牌的库存周转期维持在 4.5 至 5 个月左右，折扣水平同比持平或有所改善（主要是线上）。

公司未有下调 2024 财年销售增长指引，但我们预测会变得更保守。尽管三季度表现不理想，我们预计四季度零售流水将会好转（安踏/斐乐分别预估增长 16%/10%），尤其是国庆假期期间表现强劲，高端市场在刺激政策下获益更多。我们认为安踏品牌改革表现出色，Kyrie Irving 系列和高性价比产品热销，未来在门店的铺货会更多，另外多店型模式令客户群扩大等都能持续推动增长。FILA 方面，我们面临不少挑战，但公司也会努力加快在核心场的店铺翻新、新产品和新系列的推出和吸引年轻客户等。不过全年来说，我们目前只预计安踏和 FILA 的流水增长为 8%/5% 左右。

虽然销售增长不达预期，但我们预计利润率将保持稳定，原因是：1) 安踏和 FILA 库存健康，尽管面临海外品牌的清库存，零售折扣仍能相对稳健，2) 同店销售增长最少还是平稳，因为同时也关掉了不少低效店，3) 广告费用管控严格，也会根据实际销售调整，4) 租金支出持续优化，5) 其他品牌增长强劲，对整体利润率也会有所提升等。

得益于国庆假期强劲表现和政府的刺激政策，我们对安踏的四季度展望仍然乐观。我们对其 2024 财年销售增长仍然谨慎，但对净利率保持信心。维持“买入”评级，并将目标价上调至 126.68 港元，基于 2025 财年 23 倍市盈率（从 20 倍上调），现价估值在 18 倍。（[链接](#)）

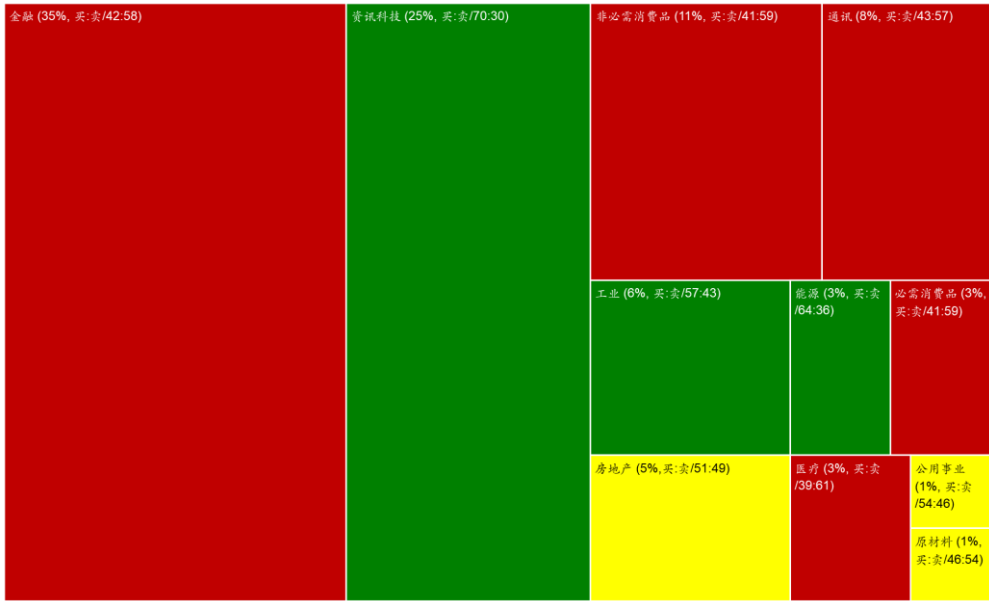
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	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	27.05	25.00	-8%	7.5	4.6	3.8	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	12.34	14.00	13%	8.5	14.3	1.2	16.7	3.6%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	52.18	75.00	44%	12.5	10.9	2.5	21.6	1.8%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.81	6.00	25%	14.6	12.3	3.1	26.3	6.1%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	16.14	17.60	9%	8.7	8.0	3.2	40.6	9.1%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.94	7.32	23%	12.9	11.4	1.4	14.2	4.4%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	101.74	133.86	32%	26.6	21.3	7.4	31.8	1.2%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	236.10	288.90	22%	N/A	462.9	68.5	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	28.55	28.30	-1%	8.3	7.7	0.9	12.4	4.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.78	12.80	9%	8.9	8.4	1.0	12.2	5.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	426.80	525.00	23%	19.4	17.9	3.8	19.1	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	110.14	133.80	21%	1.5	1.4	1.8	10.4	0.9%
拼多多	PDD US	互联网	买入	144.76	187.90	30%	1.6	1.2	4.6	49.0	0.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.47	6.13	37%	19.4	16.6	1.7	9.7	3.9%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.77	4.25	53%	106.5	66.0	6.9	7.0	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	22.70	24.40	7%	24.1	21.2	2.8	12.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.90	40.89	28%	16.5	11.6	2.0	23.8	1.9%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	156.50	150.76	-4%	30.8	20.9	9.0	23.2	0.4%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	356.66	405.00	14%	31.5	24.0	6.4	22.0	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT 服务	买入	8.66	10.80	25%	N/A	125.5	3.3	N/A	0.0%
短仓											
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	23.05	21.40	-7%	11.2	10.3	1.3	13.6	5.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 10 月 10 日）

招銀國際環球市場上日股票交易方块－10/10/2024

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≧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≦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策。

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策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策。

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属的机构。如果报告在新加坡分发非《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。