

每日投资策略

行业/公司点评

行业点评

■ **中国地产行业 - 政策预期持续+数据边际好转=板块震荡上行；建议逢低买入**

在中央一系列政策组合拳之后，各个城市继续政策放松动作。我们认为监管期待积极管理市场预期的意愿非常明确，故推测市场对宽松政策的炒作会在4季度持续，尤其在人大常委会和中央经济工作会议等重要会议即将召开的背景下；同时考虑到政策对购房情绪的提振效果略超预期，以及开发商年末加大推盘力度提供更多折扣，10、11、12月边际修复的销售数据公布也可能对市场起到积极作用（数据更新请见报告）。在宽松政策炒作和积极的销售数据公布的交替作用下，我们重申板块会在4季度呈现震荡上行趋势的观点，该趋势可能至少维持到25年新年，如果期间有更多重磅政策出台，则趋势可能延续至1H25。选股方面，短期维度开发弹性大于管理，我们推荐基本面较好的开发商，如华润置地(1109 HK)，以及开发业务强关联的绿城管理(9979 HK)。中长期维度，我们推荐业务永续和受益于存量市场的轻资产公司如华润万象生活(1209 HK)、绿城服务(2869 HK)、保利服务(6049 HK)、滨江服务(3316 HK)、万物云(2602 HK)、贝壳(BEKE US)等。风险提示：国际紧张局势升级、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。（[链接](#)）

公司点评

■ **新东方 (EDU US, 买入, 目标价: 87.0 美元) - 消费疲软影响短期高客单价业务；长期前景不变**

新东方10月23日公布1QFY25业绩：净收入同比增长30.5%至14.35亿美元（剔除东方甄选，收入同比增长33.5%），符合招银国际/一致预期的13.96亿/14.42亿美元；非GAAP净利润同比增长39.8%至2.65亿美元，基本符合招银国际/一致预期的2.56/2.58亿美元，主要得益于核心教育业务营业利润率的提升。展望2QFY25，管理层预计总收入（不含东方甄选收入）将同比增长25%-28%至8.51亿-8.72亿美元，收入增速有所放缓，主因季节性因素以及宏观逆风影响部分高客单价业务。但管理层仍然预计3Q/4Q收入增长将重新加速，FY25全年收入增长将保持在约30%同比增长（不含东方甄选）。我们将FY25收入/非GAAP盈利预测下调了1.0/9.6%，主要反映消费疲软对于海外相关业务及高端1v1业务的影响。我们将基于SOTP的目标价下调至87.0美元（前值：95.0美元）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价: 186.0 元人民币) - 三季度业绩稳健, 短期前景完好；维持买入**

中际旭创发布了3Q24业绩。收入同比增长115.2%，环比增长9.4%，净利润同比增长104.4%，环比增长3.3%。管理层将环比收入增长放缓归因于两个主要因素：1) 关键物料（如DSP和EML）的供应链瓶颈，2) 三季度美元/人民币汇率的不利波动。剔除汇率的影响，公司三季度依然实现了两位数的环比收入增长。毛利率在2024年三季度保持稳定在33.3%（2Q24的33.4%

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	20,760	1.27	21.78
恒生国企	7,478	1.56	29.64
恒生科技	4,606	1.86	22.35
上证综指	3,303	0.52	11.02
深证综指	1,957	0.15	6.46
深圳创业板	2,205	-0.53	16.60
美国道琼斯	42,515	-0.96	12.80
美国标普500	5,797	-0.92	21.54
美国纳斯达克	18,277	-1.60	21.75
德国DAX	19,378	-0.23	15.68
法国CAC	7,497	-0.50	-0.61
英国富时100	8,259	-0.58	6.79
日本日经225	38,105	-0.80	13.87
澳洲ASX 200	8,216	0.13	8.24
台湾加权	23,335	-0.85	30.14

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	34,677	0.90	16.28
恒生工商业	11,890	1.70	28.77
恒生地产	17,048	-0.20	-6.98
恒生公用事业	35,489	-0.97	7.96

资料来源：彭博

和 3Q23 的 33.5%)，净利率为 21.4% (相比 2Q24 的 22.7% 和 3Q23 的 22.5%)。我们对公司的未来增长前景保持信心，主要增长动力仍来自于 400G/800G 产品出货量的提升以及 1.6T 产品的量产。维持“买入”评级，并将目标价调整至 186 元人民币 (前值: 156.16 元)，对应 2025 年的 26.9 倍市盈率。 ([链接](#))

■ 中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 65.1 港元) - 3Q 新业务价值及盈利同比翻倍, NBV 增长超出预期

平安公布前三季度业绩, 集团归母营运利润同比增长 5.5% 至 1,138.2 亿元, 3Q 单季为 353.4 亿元, 同比增长 22.1%, 寿险/财险/银行三大主营业务归母营运利润同比增长 5.7% 至 1,196.5 亿元, 3Q 单季为 400.9 亿元, 同比增长 14.5%; 集团归母净利润同比增长 36.1% 至 1,191.8 亿元, 3Q 单季为 445.6 亿元, 同比增长+151.3%, 其中受陆金所并表影响, 带来 one-off 收入贡献为 127.55 亿元。前三季度寿险新业务价值同比+34.1% 至 351.6 亿元, 对应 3Q 单季为 128.4 亿元, 同比增长 110.2%。

我们认为公司盈利方面表现大致符合市场预期, 但 3Q 新业务价值增长优于预期, 得益于 NBV 价值率 (同比+7.3 个百分点) 和新单保费 (3 季度同比+50.4%) 大幅提振的共同影响。投资业绩方面, 三季度公司净投资收益率 3.8%, 同比 -0.2 个百分点; 综合投资收益率 5.0%, 同比+1.2 个百分点, 主要受 FVOCI 资产公允价值变动带来投资收益大幅上行的影响。考虑到目前大部分险企以综合投资收益率(CIY)作为与内含价值计算中长期投资收益回报假设(4.5%)的比对目标, 预计 CIY 增长将对全年投资经验差异构成正向贡献。

寿险: 3Q 新业务价值增长翻倍, 代理人规模拐点预计已经显现。平安寿险及健康险 (L&H) 前三季度 NBV 同比+34.1 至 351.6 亿元, 对应 3Q 单季同比+110.2% 至 128.4 亿元。所有渠道 NBV 均呈现大幅上行, 前三季度代理人 NBV 同比+31.6% 至 286 亿元, 贡献达总新业务价值逾 80%, 我们预计 3Q24 单季度 NBV 增长接近翻倍, 同比+95% (CMBI 测算); 银保 NBV 同比+68.5%, 主要受 9-10 月预定利率下调及公司更多转向分红险销售后 NBV 价值率大幅提升的影响; 社区网络渠道 NBV 同比+300%, 主要得益于 13 个月继续率大幅提高 6.6 个百分点, 带动续保业务结构改善的影响。前三季度新业务价值率为 25.7%, 同比 7.3 个百分点; 我们测算 3Q 单季度 NBV 价值率达 27.7%, 环比+1.2 个百分点, 同比+7.8 个百分点。3Q 新单保费同比+50.4% 至 464 亿元, 主要受 8-9 月预定利率下调前客户购险需求累积带动的影响。考虑三季度新业务价值的快速增长, 我们预计全年 NBV 有望实现>20% 的增速, 同比增长 23%, 新业务价值率有望维持~26% 左右的水平。

财险: 归母营运利润增速强劲, CoR 同比下行。平安财险三季度归母净利润同比+455.2% 至 40.1 亿元, 是对集团 3Q 归母营运利润增长的重要贡献。综合成本率(CoR)97.8%, 同比-1.5 个百分点, 主要受高赔付类业务, 如保证险, 逐步出清的影响。车险 CoR 为 98.2%, 同比+0.8 个百分点, 主要受利率下行环境下责任准备金计提增多以及 3Q 自然灾害频发导致赔付上行的影响。我们维持对全年 CoR 的预测为 98.3%。

估值: 公司当前交易于 0.54 倍 FY24 P/EV 和 0.81 倍 FY24 P/B, 分别较其 3 年历史均值高 0.6/0.2 个标准差; 我们认为公司基本面的大幅改善将支撑估值进一步回升。我们上调对公司 FY24-26 盈利预测 14%/7%/3% 至每股

2024年10月24日

7.44/7.57/7.90 元，并上调目标价至 65.1 港元，对应 1.09 倍 FY24 P/B 和 0.73 倍 FY24 P/EV。 ([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
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	27.07	25.00	-8%	7.5	4.6	3.9	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.54	14.00	-4%	10.0	16.9	1.4	16.7	3.0%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	13.80	19.60	42%	7.4	6.9	1.1	18.3	8.1%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	5.01	5.98	19%	15.2	12.8	3.3	26.3	5.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	16.54	17.61	6%	8.9	8.1	3.3	40.6	8.8%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.70	7.32	28%	12.4	11.0	1.4	14.2	4.6%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	97.65	133.86	37%	25.5	20.5	7.1	31.8	1.3%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	221.01	288.90	31%	N/A	433.4	64.5	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	29.95	28.30	-6%	7.4	7.4	0.9	14.9	4.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.50	12.80	2%	9.4	8.9	1.0	12.2	4.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	428.20	525.00	23%	19.4	17.9	3.8	19.1	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	98.00	133.80	37%	1.6	1.3	1.6	N/A	1.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.17	6.13	47%	18.1	15.4	1.6	9.7	4.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.98	4.25	43%	114.6	71.0	7.5	7.3	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	25.55	24.40	-5%	27.2	23.9	3.2	12.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.35	40.90	19%	17.8	12.4	2.2	18.3	1.8%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	156.16	150.76	-3%	32.5	22.5	8.9	23.2	0.5%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	393.90	405.00	3%	34.8	26.6	7.0	22.0	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.74	10.80	24%	N/A	126.7	3.4	N/A	0.0%
短仓											
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	21.75	21.40	-2%	10.6	9.8	1.2	13.6	5.7%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年10月23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个月的潜在涨幅在-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。