

每日投资策略

宏观经济/行业展望

宏观经济

■ 中国政策：会议释放政策延续宽松信号

中央经济工作会议预示 2025 年政策将更加宽松，以促进经济企稳向好。广义财政赤字率将进一步上升，存款准备金率和政策利率将进一步下调。未来政策重点是稳定房市股市、大力提振消费、促进技术创新和减少内卷式竞争。明年上半年中国经济将延续复苏，GDP 增速可能达到 5%，股市可能更加活跃，房地产跌幅将会收窄，消费可能回升，企业盈利温和改善，政策将保持稳定。但进入下半年，政策刺激效果边际递减，贸易冲突可能到来，GDP 增速可能放缓至 4.5%，中国可能出台新一轮刺激政策。预计全年 GDP 增速将从 2024 年的 4.9% 放缓至 2025 年的 4.7%。 ([链接](#))

行业展望

■ 中国医药行业 - 2025 展望：行业宏观环境改善，看好估值修复

MSCI 中国医疗保健指数自 2021 年 7 月以来累计下跌 69.0%，板块估值具备吸引力。受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地。医保基金持续支持创新药，商保有望加大对高价创新药/械的覆盖。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏。

创新药出海蓬勃发展。受医保控费、集采等因素影响，国内整体药品销售增长乏力。根据米内网统计，2024 年上半年我国三大终端六大市场药品销售额达 9,477 亿元，同比下滑 1.9%。由于国内药品市场增长乏力，企业纷纷布局出海。中国创新药出海初步取得了较好的进展。已经成功在欧美商业化的中国创新药当中，泽布替尼（BTK 抑制剂）9M24 实现 18.2 亿美元全球销售额，同比增长 107%。对外授权许可以及被并购是中国创新药出海的主要方式，全球相关交易市场规模较大。从结构来看，中国 Biotech 企业的资金来源发生了深刻的变化，从股权融资为主，发展为股权融资、资产交易、药品销售共同驱动。根据医药魔方的统计，2022 年以来，中国 license-out 交易总金额逐年上升并超过融资金额；license-out 交易成为国内企业增厚资金的重要途径。国内的创新药企在研发模式上逐渐从 Fast-follow 转变为注重差异化，Best-in-class、First-in-class 潜质的创新药项目不断涌现，从而驱动创新药出海蓬勃发展。

全球医药健康融资趋稳，CXO 行业需求复苏有望。根据动脉橙的数据，今年前三季度全球医疗健康融资总额为 455 亿美元，同比增长 0.7%，相比于 2022 年和 2023 年的同比下降 43%和 21%呈现复苏趋势。我们预计美国进入利率下降通道后，全球医疗健康融资额将随之增长，并将驱动全球医药研发需求的改善，特别是早期研发需求。除了融资金额，药企的研发投入也是驱动全球医药研发重要的资金来源。历史数据体现，大药企的研发投入持续

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,971	-2.09	17.15
恒生国企	7,187	-2.36	24.58
恒生科技	4,480	-2.63	19.00
上证综指	3,392	-2.01	14.02
深证综指	2,070	-2.01	12.65
深圳创业板	2,235	-2.48	18.18
美国道琼斯	43,828	-0.20	16.29
美国标普 500	6,051	0.00	26.86
美国纳斯达克	19,927	0.12	32.74
德国 DAX	20,406	-0.10	21.81
法国 CAC	7,410	-0.15	-1.77
英国富时 100	8,300	-0.14	7.33
日本日经 225	39,470	-0.95	17.95
澳洲 ASX 200	8,296	-0.41	9.29
台湾加权	23,020	-0.11	28.39

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	34,439	-1.66	15.48
恒生工商业	11,288	-2.33	22.24
恒生地产	15,282	-2.68	-16.62
恒生公用事业	34,692	-1.06	5.53

资料来源：彭博

增长，很好地对冲了生物医药融资额的波动对于行业整体研发需求的影响。尽管国内医疗健康融资复苏仍需时间，基于海外投融资的复苏以及 MNC 药企研发投入的韧性，国内深度参与全球医药研发产业链的 CXO 公司已感受到海外客户需求的增长。例如，药明康德截至 9 月底的在手订单同比增长 35%，其中 TIDES 订单（多肽和寡核苷酸）同比增长 196%。

医疗设备招标显现复苏趋势。2024 年中国医疗器械市场承压。据 IQVIA 统计，2024 年前三季度中国医疗器械市场规模同比下滑 2.4%。医疗行业整顿的持续推动导致临床非必要产品和高价低值耗材使用量下降，政策周期性变化也持续影响医疗设备的采购活动。目前，全国大规模设备更新进入加速落地阶段，设备招标活动已现复苏趋势。据医装数胜统计，截至 9 月 25 日，全国已批复的医疗设备更新项目已超过 1,000 个，总预算金额已突破 412 亿元。自 8 月以来，各省陆续公布采购意向，并逐步进入招标环节。据众成医械统计，截至 11 月 17 日，全国医疗领域设备更新采购意向预算总金额已达 177 亿元。我们预计医疗设备更新的相关订单将在 4Q24 至 1H25 落地，推动全国医疗设备市场复苏。考虑到 2024 年的业绩基数较低，我们预计龙头医疗设备企业将在 2025 年展现良好的业绩修复弹性。（[链接](#)）

■ 中国科技行业 - 2025 展望：终端需求复苏延续，端侧 AI 创新落地提速

回顾 2023-24 年，AI 算力产业链蓬勃发展，端侧模型场景和 AI 终端新品落地提速，AI 手机和 AI PC 渗透加快，创新延伸至 AI 眼镜和智能家居等领域。展望 2025 年，考虑到全球经济温和复苏、手机/PC 需求持续回暖、通用/AI 服务器增长延续和端侧 AI 创新周期，我们认为科技产业链有望迎来新一轮发展机遇，持续推动硬件创新和加快换机周期。另外，在板块估值上，随着市场流动性进一步改善，我们认为具备全球竞争力和创新能力的行业龙头公司有望迎来价值重估机遇。我们建议关注两大投资主线：1) AI 算力需求扩张和服务器/网络新架构升级，建议关注服务器 ODM 和零部件公司；2) 端侧 AI 创新落地提速，建议关注 AI 手机/PC/AI 眼镜/智能家居/汽车电子等产业链。我们推荐关注的公司标的包括小米集团、舜宇光学、瑞声科技、比亚迪电子、鸿腾精密、立讯精密、京东方电子和英恒科技。（[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	22.20	30.00	35%	2.5	1.7	3.3	13.4	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	15.14	19.00	25%	9.4	12.6	1.5	19.3	3.3%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.64	19.60	68%	6.3	5.8	1.0	18.3	9.6%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.08	6.05	48%	13.2	11.3	2.7	25.4	6.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	16.04	17.61	10%	8.7	7.9	3.3	40.6	8.9%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	383.20	451.11	18%	175.8	144.6	22.2	12.0	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	92.40	133.86	45%	24.1	19.4	6.7	31.8	1.4%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	179.35	276.02	54%	N/A	N/A	41.4	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	134.03	162.81	21%	71.7	N/A	5.1	7.8	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.30	35.50	46%	6.0	6.0	0.8	14.9	5.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.84	14.00	18%	8.2	7.8	1.0	13.1	5.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	407.40	525.00	29%	17.1	15.7	3.6	20.1	1.1%
网易	NTES US	互联网	买入	95.45	125.50	31%	1.9	1.8	3.1	21.5	2.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	87.82	132.20	51%	1.4	1.2	1.6	N/A	1.1%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.77	6.13	63%	16.4	14.0	1.4	9.7	4.5%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.27	4.38	34%	125.8	76.0	8.4	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	31.00	32.70	5%	31.3	25.0	3.9	11.3	0.1%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.45	44.41	5%	21.5	15.8	2.7	18.6	1.4%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	127.97	186.00	45%	26.6	18.4	7.3	31.2	0.5%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	384.48	426.00	11%	35.2	27.1	6.8	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	9.05	10.80	19%	N/A	131.2	3.5	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 12 月 13 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。