

策略观点

美国加息到顶与中国财政刺激

- **宏观：**中国政策态度更加积极，可能实施一轮中小规模财政刺激，适度降准降息，经济或从低位缓慢回升，通缩可能逐步缓解，房地产和地方城投的债务风险趋于下降。美国经济近期仍具韧性，但远期下行风险上升，美债收益率、美元指数和油价回落利好全球风险资产。
- **科技：**乐观。消费电子需求 3Q 边际转暖，终端库存逐步恢复正常水平。上游细分板块 3Q 财务表现环比改善，在手机/PC 补库存带动下，率先迎来业绩拐点。全球半导体月度销售额连续 7 个月环比增长，行业景气度有望持续回暖。随着手机/汽车等新品发布、AI 相关领域对市场需求带动，关注 AI/MR 创新、需求/库存改善和国产替代所带来的投资机会，同时关注份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司，推荐比亚迪电子(285 HK)、中际旭创(300308 CH)、卓盛微(300782 CH)、闻泰科技(600745 CH)。
- **软件及 IT 服务：**中性乐观。从估值层面来看，短期美元流动性压力缓释推动板块估值重估。而从基本面层面来看，人员成本控制、注重盈利修复及现金流改善仍然是软件及 IT 服务公司 2023 年的主要目标。整体宏观复苏和企业的预算压力缓释或仍需时间来重新支撑公司营收超预期的增长表现，在短期美元流动性压力缓释推动估值重估充分反映后，行业估值或维持中枢震荡趋势。但展望中长期，我们仍看好软件国产化的中长期主题投资机会。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块估值有望进一步提升，云化转型领先的龙头公司或有望取得更大的规模效应，利润率改善速度或有望领先同行。推荐买入金蝶国际(268 HK)。
- **互联网：**中性乐观。近期美元流动性压力缓释推动港股估值复苏，互联网板块相较于大盘展现更高弹性，在估值重估过程中，短期而言中小市值股票估值修复速度或有望领先大票。向前看，基本面的复苏程度或决定板块的进一步上涨空间，政策支持民营企业发展的实际推进效果，及政策引导下扩内需的实际推进节奏或将成为市场关注重点。11 月互联网板块进入业绩期，得益于持续的降本增效举措，我们认为板块整体的盈利水平有望好于目前市场预期，而营收端增速的结构性回暖或仍有赖于宏观环境修复下带动消费情绪恢复及海外扩张进程提速。中期我们维持三条主线推荐：1) 主营业务可持续获取稳定现金流且新业务具备长期扩张前景的公司；2) 逆周期到相对顺周期的投资逻辑转变下的受益板块，如即时零售、在线招聘等；3) 有望受益于监管政策落地催化(金融科技)，或资本市场运作推动估值重估的公司。推荐腾讯、拼多多、阿里巴巴、网易、腾讯音乐。
- **医药：**尽管反腐对于行业有短期扰动，但是长期仍然利好创新药/器械，我们预计未来院内刚需产品将能够获得市场份额并且提升盈利能力。短期来看，创新药当中已经进入医保且大规模进院的成熟品种将受益于行业环境变化，市场份额增加并且销售费用率降低。此外，中国药品附条件批准的新规更有利于头部创新药企业，减少国内无序研发竞争，看好信达生物、百济神州。未来随着监管压力逐渐常态化，国内医疗秩序逐步恢复，预计龙头器械公司将受益于医院采购需求以及手术量的恢复，看好迈瑞医疗、爱康医疗。龙头医疗服务公司并未受到反腐影响，且长期将受益于高端人才的流入，看好锦欣生殖。
- **食品饮料、美妆奢侈品：**三季度业绩出炉，行业表现基本符合预期，食品饮料板块：啤酒、乳品基本一致于预期，全年预期已逐步下调，白酒行业龙头地位稳固，盈利能力得以强化；美妆板块中，功效性高性价比国货护肤品超出市场预期，而传统个护品牌发展承压；高端消费板块：免税、奢品符合预期。随着中国消费刺激政策的落实以及节假日多种消费场景的到来，消费企业对于四季度业绩展现出信心。在此环境下，中国必选、高端消费类仍兼具防守性及成长性。按照顺序，我们推荐贵州茅台、珀莱雅、新秀丽、华润啤酒、青岛啤酒买入评级。
- **可选消费：**对比9月，10月的数据有所下滑，特别是复甦率。分板块来说，餐饮和旅游的表现低于预期；而体育用品、家电和服装的表现则符合预期。展望

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

杨天薇, Ph.D

陶治

陆文韬, CFA

贺赛一, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

胡永匡

史迹, CFA

奚文静, CFA

张苗

黄群

许义鑫

马毓泽

冯键嵘, CFA

夏徽, CESGA

11月，我们认为10-1国庆假期后的淡季需求将会转弱，就算有双十一的推动，某些品牌的销售增长可能较好，但在价格战加剧的环境下，利润率可能会承受很大的压力。鉴于此，我们的看法仍然是悲观的。

中场线来说，由于估值的确便宜（仅在13倍，对比8年平均的20倍），我们认为收集好公司的好时机。推荐江南布衣(3306 HK)、JS 环球(1691 HK)、Vesync (2148 HK)、海信(921 HK)、名创优品(9896 HK)、安踏(2020 HK)和滔搏(6110 HK)。

- **汽车：**10月份整体乘用车零售销量或略低于我们此前的预测，但是新能源车的零售销量有望小幅好于我们此前的预期，新能源的市场份额持续提升。目前大部分新能源品牌保持了较好的销售热度，市场份额有望于11-12月继续提升。尽管全行业的终端折扣仍处于上行区间，但新车效应和销量表现已经成为更加重要的因素。如我们此前所料，10月底以来汽车板块迎来反弹，11月的广州车展和新车的密集推出有望成为股价催化剂。但考虑到竞争加剧，我们继续推荐波段交易的投资策略。持续看好行业变革中的引领者，首推理想汽车(LI US/2015 HK)；建议关注传统车企的电动化转型机会，推荐关注吉利汽车(175 HK)和长城汽车(2333 HK/601633 CH)。
- **房地产和物管：**谨慎乐观。四季度销售继续温和复苏。10月开发商销售略弱于预期。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在10月同比下跌30%、环比下跌2%，YTD销售总额同比跌幅由9M23的-16%扩大至10M23的-18%。我们认为四季度销售可能继续展示较温和的复苏态势，高频数据端可以看到一系列宽松政策支撑了销售在9月及10早期的短期恢复，但政策效果随后出现衰减基于购房信心仍然不足以及开发商推盘量减少。截至11月7日，新房成交周环比下降39%，MTD同比下降21%（10月为-1%）；二手房成交周环比下降11%，MTD同比增长16%（10月为+31%）。我们认为四季度销售可能持续保持环比稳定或温和复苏的态势，虽然开发商惯例会在11-12月集中加大推盘促销，但在购买情绪低迷以及去年基数不低的情况下很难出现强劲的销售反弹。由于二手房市场持续表现优于新房且部分新房需求受二手房成交支撑，房企暴雷违约和房屋交付问题也将挤压更多需求到二手房市场，我们看好最大的受益者贝壳。开发商推荐有长期持有价值的华润置地及拥有结构性成长机会的越秀地产等。物管方面长期看好华润万象生活（有近6成收入来自商管板块）、中海物业（高业绩兑现度）、保利物业（母公司表现优异）、万物云（存量领域有绝对竞争优势）、越秀服务（母公司增长领先于行业）等。
- **传媒文娱：**中性乐观。10月传媒文娱板块在波动中筑底，其中多数公司3Q23E业绩预览相对稳健、利润有望超预期。随着外围风险减弱（中美关系缓和、美联储加息告一段落），我们预计4Q23有望迎来板块情绪回暖及基本面边际改善：1) 憧憬双十一抖快GMV增势不减、货架电商持续放量；2) 11月头部古装大剧陆续上线有望拉动会员增长。我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩展望向好、市占率提升、估值吸引标的，首选奈飞、快手、爱奇艺和同程旅行。
- **保险：**中性乐观。权益波动导致投资承压，资产端复苏可期；严监管利好价值，板块高安全边际。三季度保险板块受权益市场波动及新会计准则实施，将更多金融资产归类为以公允价值计量且其变动计入损益(FVTPL)的资产，加大损益表中公允价值变动科目对净利润的负向影响，盈利不及市场预期。叠加监管自8月底开始出台一系列政策以规范行业乱象，公司股价在新业务价值维持高增长的背景下却表现承压。我们认为三季报后板块的调整主要体现市场对3Q投资业绩及近期监管对寿险各渠道业务整顿所带来的担忧。我们认为市场已充分反映资产端投资承压的影响，短期股价扰动未体现公司基本面价值增长的长期趋势，板块估值修复空间大，市场情绪好转将利于板块整体向上反弹，建议关注板块近期的调整作为长期配置的窗口。看好板块向上修复弹性，个股推荐太保/国寿/中国财险。
- **资本品：**看好工程机械/重卡：重卡是我们目前最看好的子板块，十月份重卡销售量同比上升66%，连续九个月保持同比上升趋势，主要由强劲天然气重卡以及出口拉动，我们维持明年对重卡行业的正面看法。另一方面，我们对地面机械（包括挖掘机和装载机）维持较悲观的看法，国内需求仍然疲弱，同时出口下跌幅度在扩大。我们重点看好潍柴动力(000338 CH/2338 HK, 买入)，公司

在天然气发动机占比提升下市占率提升以及在新业务持续突破；我们也重点看好浙江鼎力（603338 CH，买入）在高空作业平台新产品持续突破海外特别是美国市场；看好三一国际（631 HK，买入）物流装备和大型矿车海外增长，近期股价下跌提供理想的买入机会。

■ 能源—电力运营商、城燃：

-电力运营商：保持乐观。国家能源局数据显示，2023年9月电力累计装机同比增长12.3%到2,790GW，其中太阳能发电和风电装机同比增长明显，分别同比增长45.3%和15.1%。风光投资增速良好，火电投资同比增长稳定。9月全行业电力投资增速为41.1%。9月火电同比增长由负转正增长2.3%。风资源减弱部分影响风电发电。火电实现保供作用依旧，我们预期火电企业成本可控持续，预期年底或者明年初容量电价出台利好火电。关注华润电力（836 HK），预期火电成本下降持续，估值具有吸引力，预期新能源业务风光新增装机增加，良好的预期股息率，新能源业务分拆A股上市预期进一步释放潜在价值。龙源电力（916 HK/001289 CH）三季度业绩良好，估值具有吸引力，H股回购计划彰显信心。新能源装机加速可期，“上大压小”带来预期盈利增长空间。三峡能源（600905 CH）在建项目较多项目储备丰富，预期新增风光装机提速；风光上游成本下降以及技术效率提高导致技术成本下降，有助于提升新增装机项目IRR；整体上网电价预期波动较小。

-城燃板块：保持中性乐观，板块整体短期波动，但调整后估值具有吸引力，基本面稳中恢复。全国9月天然气表观消费量296.1亿方，同比上升5.8%，国产气供给和进口同比上升。预期气源供给和成本改善持续。然而，由于工业用气需求待改善，预期4Q将会持续恢复。近期相关居民顺价政策陆续出台，利好城燃毛差。推荐华润燃气（1193 HK），原因是估值具有吸引力、居民顺价政策陆续公布利好毛差改善、用气需求稳步改善，以及增值业务保持良好增速。

图 1: 行业荐股

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.90	44.20	27%	18.5	14.8	N/A	14.4	0.0%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	104.90	109.30	4%	49.2	36.2	6.2	12.6	0.3%
卓盛微	300782 CH	科技	买入	139.90	174.00	24%	62.5	48.1	7.4	12.2	0.5%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	51.05	68.00	33%	23.6	18.6	1.5	6.8	0.7%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	11.54	17.00	47%	N/A	N/A	5.3	N/A	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	302.80	460.00	52%	18.3	15.3	N/A	15.1	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	109.04	109.00	0%	27.7	20.6	N/A	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	113.88	125.00	10%	N/A	N/A	N/A	21.5	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	82.75	155.00	87%	8.8	8.2	N/A	11.8	0.0%
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	7.37	9.20	25%	14.5	12.7	N/A	9.6	0.0%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	3.92	7.35	87%	20.3	17.4	N/A	4.0	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	46.70	57.35	23%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	199.11	295.67	48%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	282.79	380.03	34%	29.6	24.7	N/A	33.6	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	86.52	116.01	34%	23.7	20.2	N/A	21.3	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1764.00	2279.00	29%	30.2	26.1	9.5	33.6	1.8%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	39.75	73.10	84%	22.1	17.6	4.0	18.9	1.6%
青岛啤酒	168 HK	必选消费	买入	56.65	82.10	45%	2.9	4.4	N/A	16.6	0.0%
伊利股份	600887 CH	必选消费	买入	27.43	36.50	33%	16.6	15.4	3.1	20.4	4.7%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	104.77	145.7	0.4	39.8	32.2	9.7	26.7	0.8%
新秀丽	1910 HK	必选消费	买入	25.25	32.90	30%	12.4	10.8	N/A	30.3	0.0%
普华永道	1913 HK	必选消费	买入	45.90	70.2	0.5	23.1	19.8	N/A	17.1	0.0%
中国中免	601888 CH	必选消费	买入	95.12	124.40	31%	28.5	21.0	3.6	13.6	1.7%
名创优品	9896 HK	可选消费	未评级	49.45	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.27	1.84	45%	1.5	1.2	0.2	9.7	30.6%
海信	921 HK	可选消费	未评级	21.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	90.30	109.99	22%	23.2	18.8	5.7	30.7	1.4%
滔搏	6110 HK	可选消费	买入	6.47	9.23	43%	16.3	13.4	3.7	22.7	4.3%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.41	6.71	52%	9.1	7.3	1.6	23.0	3.3%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.72	14.26	47%	6.5	5.7	N/A	34.1	0.0%
理想汽车	LI US	汽车	买入	36.96	50.0	0.4	59.9	30.3	N/A	18.1	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	11.14	13.00	17%	12.5	11.3	N/A	10.9	3.6%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.27	14.00	51%	25.5	18.4	N/A	4.7	1.5%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	29.25	46.9	0.6	21.3	17.6	N/A	19.3	0.0%
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	2.67	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	30.40	57.31	89%	11.4	9.8	N/A	16.9	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	23.90	44.11	85%	11.6	9.5	4.1	11.7	2.3%
中海物业	2669 HK	房地产	未评级	6.71	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	14.84	24.70	66%	45.3	16.5	N/A	8.3	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	28.25	45.10	60%	5.8	5.3	0.7	13.3	6.4%
越秀地产	123 HK	房地产	未评级	7.05	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	447.24	512.00	14%	37.2	28.9	9.0	N/A	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	54.60	97.00	78%	30.0	18.9	N/A	N/A	0.0%
同程艺龙	780 HK	传媒文娱	买入	14.12	25.10	78%	14.7	12.0	1.7	8.7	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	4.83	8.60	78%	13.2	9.7	22.3	18.4	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	16.72	29.72	78%	N/A	N/A	N/A	11.3	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	10.30	17.81	73%	6.7	5.7	N/A	6.5	6.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.27	12.44	34%	6.4	5.6	N/A	13.8	6.2%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	12.94	16.10	24%	12.6	11.6	1.4	11.0	1.8%
恒力液压	601100 CH	资本品	买入	58.12	83.00	43%	29.5	24.7	N/A	19.5	0.0%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	49.06	70.00	43%	14.7	12.6	3.0	21.7	1.1%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	4.10	6.35	55%	8.9	7.5	0.6	6.7	4.7%
三一国际	631 HK	资本品	买入	9.20	15.40	67%	11.8	9.2	2.4	21.1	2.3%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.45	35.48	51%	8.6	7.3	1.1	11.2	0.0%
龙源电力	916 HK	能源	买入	6.35	10.40	64%	6.1	5.2	N/A	11.2	0.0%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.30	22.53	47%	5.8	4.9	N/A	14.6	0.0%
三峡能源	600905 CH	能源	买入	4.74	6.24	32%	15.3	12.8	N/A	11.0	0.0%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

宏观经济

叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国经济

■ 经济依然较弱, 未来或重新回升

经济活动低位企稳, 未来将温和复苏。假期服务经济活跃支撑中国经济活动低位企稳, 一财经济高频活动指数从9月的0.8升至10月的0.89, 腾景高频模拟当季GDP增速从9月的4.7%小幅降至10月的4.6%。10月制造业PMI再次进入收缩区间, 新订单指数显示制造业需求明显下降, 但生产指数仍在扩张区间; 服务业PMI回落, 但仍延续扩张, 新订单指数显示服务业需求持续收缩。房地产市场略有改善, 但依然疲弱, 一线城市和二手房销量改善更加明显。10月核心CPI增速略有回落, 显示消费依然较弱。预计未来两个季度中国经济活动将温和复苏, 因财政政策扩张力度增加和房地产降幅逐步收窄。我们预计GDP同比增速从3Q的4.9%回升至4Q的5.4%, 两年平均增速从2Q的3.3%回升至3Q的4.4%和4Q的4%, 全年GDP增长5.2%; CPI同比增速从3Q的0%升至4Q的0.2%, PPI同比降幅从2Q的4.5%收窄至3Q的3.3%和4Q的2.3%。

制造业可能小幅改善。10月中国制造业PMI跌至49.5%, 再次进入收缩区间, 其中新订单、库存和就业分别降至49.5%、48.2%和48%, 显示需求、库存和就业需求均在收缩。原材料价格指数和出厂价格指数分别从9月的59.4%和53.5%降至52.6%和47.7%; 出口新订单和进口订单分别小幅回落1和0.1个百分点至46.8%和47.5%, 显示外需和内需依然疲软。分行业来看, 木材加工及家具、汽车和铁路船舶航空航天设备等行业经营活动预期均处于较高景气区间, 机械设备、金属制品和有色加工等出口密集型行业仍在收缩。全球制造业活动依然较弱, 但原材料和大宗商品价格有所反弹, 贸易活动有所改善, 10月韩国出口同比增速转正至5.1%, 越南出口同比增速升至6.7%。展望未来, 我们预计中国制造业可能小幅改善, 商品出口降幅将逐步收窄, 商品消费或温和复苏, 企业去库存过程趋缓。

服务业延续复苏。10月中国服务业PMI下降1.1个百分点至50.2%, 仍保持扩张状态。分行业来看, 铁路航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务等行业均位于60%以上较高景气区间, 但资本市场服务和房地产等行业均低于临界点。10月国内航班执行架次环比小幅下降, 但略高于2021年同期水平, 国际及港澳台航班数量环比有所增加, 同比延续大幅增长态势。10月大部分一二线城市地铁日均客运量相比2019年同期复苏率有所回升, 电影院日均观影人次和票房收入相比2019年同期的复苏率分别从9月的75.5%和89%降至40.6%和45.3%。展望未来, 我们预计服务业活动将延续复苏, 成为中国经济复苏的重要支撑因素。

房地产市场仍在筑底, 未来跌幅逐步收窄。30大中城市商品房成交量相比2019年同期复苏率从9月的53.5%边际回升至62.1%, 其中一线城市复苏率维持在98%左右的高位, 二三线城市复苏率也分别从50%/38.5%升至60.7%/47.2%, 显示近期的地产政策放松对购房需求有所提振。11个代表性城市二手房销量相比2019年同期的复苏率从81.6%大幅升至99%, 主要是由于杭州和成都的大幅反弹。如果剔除杭州成都, 整体复苏率从68.7%升至75.1%。近期房地产政策放松对提振改善型需求具有积极作用, 随着政策效应逐步释放和经济活动缓慢复苏, 我们预计一线和强二线城市将引领房地产市场在11月缓慢改善。

■ 财政政策更加积极

中国可能开启一轮中小规模财政刺激。由于3Q中国GDP增速超预期和去年低基数，全年实现5%的GDP增速目标已无悬念，但中央政府10月仍宣布临时追加一般财政赤字1万亿元人民币，显示在私人部门信心低迷情况下，中国政府可能开启一轮中等规模财政刺激，以扭转社会悲观预期，推动经济企稳向好。预计2024年一般赤字率可能在3.5%左右，加上结转一半2023年追加的1万亿赤字，实际一般财政赤字率达到3.9%；地方政府专项债额度/GDP可能从2023年的3%升至2024年的3.3%。

房地产政策将进一步放松。房地产市场稳定关系到金融体系稳定、地方财政稳定和市场主体信心。由于住房销售、房企现金流和土地市场尚未实质性改善，房地产政策将延续宽松。未来按揭贷款利率仍有适度下调空间，为保护银行息差，可能在适度下调LPR的同时，进一步降低存款利率；同时，二套房按揭贷款政策仍有放松空间。进一步放松房地产政策，在加快一二线城市城中村改造和保障房建设的同时，从二线到一线城市逐步放松或取消限购，加大对房企融资支持。房地产政策放松可能促进改善型需求在未来几个季度释放，支撑住房销售降幅逐步收窄。

货币信贷政策将持续宽松。一是保持货币流动性充裕，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，今年11-12月或明年上半年进一步降低法定存款准备金率、存款利率和LPR。二是积极化解地方政府隐性债务风险，允许地方政府发行特殊再融资债券置换部分隐性债务，首批额度可能为1.5万亿左右，明年可能批准新的额度；鼓励地方政府盘活存量国有资产与资源，鼓励银行对地方政府存量隐性债务展期或借新还旧，但严控增量；紧急情况下，央行可以为债务负担较重地区提供流动性支持。

人民币汇率或温和反弹。一方面，中国经济有望缓慢复苏，美国经济可能逐步放缓，美国和中国利差可能逐步缩小；另一方面，中美关系可能阶段性改善。中国希望降低外部冲突和地缘风险，以修复市场信心。白宫对华政策可能从全面遏制转向“小院高墙”重点打击和局部合作相共存，以提振工商界信心并延续经济扩张周期。我们预计美元/人民币汇率在2023年底可能为7.2，2024年底达到7.0。

美国经济

■ 经济近期仍具韧性，但远期风险正在累积

美国经济有所降温，但短期内仍具韧性。首先，尽管10月新增非农就业人数和制造业及服务PMI超预期回落，但因劳动参与率未完全修复，就业市场新增用工需求仍超过劳动力新增供给，劳动力市场依然紧俏，劳工市场不平衡依然存在。劳工薪酬增速虽温和放缓但仍然保持稳健增长，在通胀降幅更大的情况下，实际薪酬增速有所上升，支撑消费延续扩张。其次，疫后两年股市、房市大牛支撑美国家庭资产负债表繁荣，今年上半年股市房市反弹推动家庭净资产回升，财富效应增加居民当下消费倾向，储蓄率降至显著低于疫情前水平，高利率和信贷条件收缩对家庭财务条件和消费的抑制作用尚未完全显现。最后，政府支出重新扩张，联邦政府赤字从2022财年的1万亿美元升至2023财年的近2万亿美元，联邦政府和地方政府的支出增速均显著回升。

去通胀近期有所受阻但将继续温和回落。因需求韧性、能源及大宗商品反弹和基数效应，CPI同比增速在3Q有所反弹，去通胀短期受阻。一方面，美国服务业消费持续火热，服务业对劳工成本更加敏感，服务通胀更具粘性。另一方面，OPEC+减产、全球出行需求报复性增长和中东地缘政治动荡推动油价反弹，延缓进一步去通胀步伐。但是随着占美国CPI

权重最大的房租价格进入快速下行通道，预计 CPI 和核心 CPI 在 11 月将小幅下降，在 12 月因基数效应小幅反弹后继续温和回落。

美联储 11 月暂停加息并维持 2% 通胀目标。经济虽有所降温但仍具韧性，通胀降至目标水平仍需一段时间，高利率可能持续更长时间，增加了远期经济下行风险。随着高利率持续和信贷条件持续收紧，家庭部门财务状况可能开始恶化，家庭消费可能逐步放缓。房地产市场尽管环比有所反弹，但很难进入新一轮繁荣周期，因高利率紧缩效应和家庭财务条件走弱。企业面临成本压力和远期不确定性，将采取低库存策略，尽管去库存接近完成，但加库存意愿仍然较低，企业资本支出也面临放缓压力。

■ 经济降温强化加息到顶预期

美联储 11 月议息会议维持政策利率在 5.25%-5.5% 不变，鲍威尔讲话也展现出与以往不同的偏鸽派姿态。鲍威尔在记者会上几乎没有谈及在 9 月公布利率预期中值的基础上再多一次加息的预测，并表示本轮加息周期已接近结束但将继续谨慎行事并重申通胀目标。会议后市场反应积极，美元指数和 10 年期国债利率都显著回落，债券市场预期美联储已经结束本轮加息。

虽然去通胀速度仍然缓慢，但是近期降温的 PMI 与就业数据将使美联储有更多底气静待货币政策紧缩效应释放。预计美联储 12 月将继续暂停加息，但不会宣布抗通胀已经取得胜利，延续谨慎行事基调以管理市场预期，推动通胀预期进一步下行，为去通胀赢得更坚实的基础。

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法乐观

消费电子需求 3Q 边际转暖，终端库存恢复正常水平，上游细分板块 3Q 财务表现环比改善，在手机/PC 补库带动下，率先迎来业绩拐点。全球半导体月度销售额连续 7 个月环比提升，行业景气度有望持续回暖。随着手机/汽车等新品发布、AI 相关领域对市场需求带动，关注 AI/MR 创新、需求/库存改善和国产替代所带来的投资机会，同时关注份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司，推荐比亚迪电子(285 HK)、中际旭创(300308 CH)、卓盛微(300782 CH)、闻泰科技(600745 CH)。

消费电子：3Q 下游终端库存回归正常水平，需求复苏趋势乐观。手机 3Q 同比下降收窄，预计 4Q 环比明显上升。随着手机/PC 新品陆续发布，产业链补库存加快和产能利用率提升，建议跟踪：1) 华为/苹果新品上市后对市场和行业格局的影响，产业链利润压力改善，以及 1Q24 需求趋势；2) 创新机会：看好明年苹果 MR 产品周期，关注光学和显示屏的投资机会；折叠屏手机渗透率提升所带来柔性屏和铰链的增量机会。

通信：运营商收入及利润均实现稳健增长，产业互联网业务快速发展，设备产业链受益国家数字经济建设发展的机遇，毛利润和运营效率持续提升。此外，我们预计运营商对继续推进股东回馈计划，例如分红比例的提升和回购。同时，随着 AI 算力需求爆发，云计算厂商持续加大 AI 算力相关投入，数据中心和算力设备加速升级，部分 AI 算力核心产业链将有望受益。

半导体：全球半导体月度销售额连续 7 个月环比增长，行业景气度有望持续回暖。展望 4 季度，整体库存水平将持续环比改善，下游需求分化，手机/PC/TV 等消费电子需求边际转

暖，汽车/工控等需求相对放慢，建议关注国产替代及细分成长板块投资主线。1) 全球晶圆厂资本支出下降，国内晶圆厂逆周期扩产加快，预计 4Q 整体需求较往年疲弱，但高端制程受益新品发布和 AI 需求推动，弥补成熟制程需求复苏缓慢；2) 芯片设计板块 3Q 去库存节奏加快，手机/PC 相关库存持续下降，功率/模拟/MCU 库存相对处于累积状态，预计部分芯片 4Q 需求复苏；3) 设备板块受益国内晶圆厂逆周期扩产以及国产化加速，业绩保持较高增长。整体上，建议关注汽车/AI 服务器等稳定增长领域，看好半导体设备/材料、部分库存水平企稳的芯片设计等板块，以及国产替代、市场份额增长的受益标的。

推荐买入比亚迪电子、中际旭创、卓盛微、闻泰科技

1) 比亚迪电子：安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为 2023 年利润增长动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司宣布收购捷普的 Mobility 业务，扩大其智能手机业务发展空间，从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

2) 中际旭创：三季度光模块板块业绩分化，作为光模块龙头的中际旭创，单季度收入和净利润分别同比上涨 14.9%和 89.5%。业绩增长印证了公司是本轮 AI 投资热潮中真正受益的标的。我们相信公司作为 AI 价值链中真正的受益者将继续在接下来几个季度交付积极的业绩。考虑到 1) 云厂商对于 AI 基础设施的建设将会持续，2) AI 应用变现陆续有积极的进展，3) 此前市场担忧 AI 基础设施成本过高，或称为 AI 行业发展的阻力，但近期 OpenAI 首届开发者日的会议上提到大语言模型的使用成本正在降低，我们相信 AI 基础设施投资将会持续，因为我们看好中际旭创未来的发展。

3) 闻泰科技：

闻泰科技公布了 3Q23 业绩，公司收入与净利润同比分别增长 11.9%/11.4%，环比分别增长 2.9%/5.5%。三季度公司毛利率保持稳定，从 2Q 的 17.3%小幅提高至 3Q 的 17.4%。我们看到公司传统业务依然保持活力，这也减轻了市场对其传统业务竞争力和新业务整合和增长的担忧。目前，消费电子行业的库存逐渐恢复到正常水位。我们相信闻泰科技将会受益于消费电子行业的复苏，看好公司的业绩增长。

4) 卓盛微：

卓胜微三季度业绩亮眼，收入同比增长 80.2%，环比增长 47.7%，至 14 亿元人民币，为公司历史上最高的单季度收入。公司三季度净利润为 4.52 亿元人民币，同比增长 94.3%，环比增长 80.9%。公司新工厂正处于扩产阶段，公司毛利率从二季度的 49.2%下滑至三季度的 46.6%。由于公司收入增速重回正轨，公司的净利率从二季度的 26.2%恢复至三季度的 32.1%。模块业务占比持续增加，预计将成为未来的主要收入驱动因素。考虑到 1) 公司高性能 SAW 滤波器现已量产，并且公司是国内市场第一家实现该产品量产的竞争者；2) 公司的 SAW 滤波器已集成到自身 DiFEM、L-DiFEM 和 GPS 模块中，总量超过 1.6 亿只，3) 双工器和多工器目前已在多家客户中批量生产，4) 即将推出的新 L-PAMiD 产品或成为一项未来的核心收入驱动因素，我们看好公司的长期发展。

5) 韦尔股份：

韦尔股份公布好于预期的三季度业绩，收入为 62 亿元人民币，同比增长 44.4%，环比增长 37.6%。单季度收入为历史第二高。三季度净利润为 2.15 亿元，较二季度转正。我们认为良好业绩的推动因素包括：1) 消费电子市场逐步复苏，尤其是国内安卓手机市场；2) 公司 CIS 新品研发、导入顺利，收到客户的认可，迅速上量；3) 公司汽车 CIS 收入持续增长。

随着公司库存水平下降至相对健康的水平，我们预计未来公司的收入和定价能力将提升，同时利润率持续改善。

风险提示：宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

人员成本控制、注重盈利修复及现金流改善仍然是软件及 IT 服务公司今年的主要目标。由于国内经济复苏仍需时间，企业维持谨慎的 IT 支出，预计板块估值短期维持震荡。但展望中长期，仍看好软件国产化主题机会。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块估值有望重估。推荐买入金蝶国际（268 HK）。

■ SaaS：业绩粘性强，头部公司优势渐显

头部 SaaS 公司的客户粘性强，但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出，我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 23 年实现+8-20%的同比增长（相较此前 15-25%的增速预期有所下调）。与房地产行业的垂类 SaaS 相比，我们更喜欢具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。尽管垂类房地产 SaaS 业绩恢复仍需时间，房地产支持刚需政策出台或有望逐步推动业绩修复。

■ IT 服务：盈利能力缓慢恢复

中国 IT 服务公司在宏观环境不景气下经历了一年的人员调整，利润表普遍承压，我们认为 23 年的人员调整基本完成，中国 IT 服务类企业收入增速相对稳定，同比增长+10-15%，主要侧重于盈利能力的修复。同时，受信创需求例如数据库和系统迁移等带动，国内 IT 服务的主要增长行业已经从互联网/科技公司转移到了电信/政府/金融等企业。

■ IaaS 和 PaaS：国内云资本开支仍然疲弱

云厂商进入了一个注重改善盈利质量的新阶段，宏观逆风仍是行业增长的主要拖累，预计中国云计算市场将随着经济回暖而温和恢复，叠加低基数效应，行业营收增速有望自 4Q23 起逐步回暖。我们预计中国 23 财年云计算资本开支的复苏会比较温和，上游 IDC 的收入增速也会相对较缓。

■ 推荐买入金蝶国际（268 HK）

金蝶 1H23 收入同比增长 16.8%至 26 亿元人民币，净亏损同比收窄至 2.84 亿元人民币（1H22：亏损 3.56 亿元人民币）。核心 SaaS 产品星空的订阅服务年经常性收入（ARR）保持健康增长势头，1H23 同比增长 28.6%。与此同时，国产替代需求继续推动大型企业收入稳健增长（1H23 同比增长+38.4%）。虽然我们预期在当前的宏观背景下，企业端数字化需求复苏仍需时间，但数字化和国产替代仍然是一个重要的长期趋势，我们认为金蝶有望长期受益。维持买入评级，目标价为 17.0 港元，基于 8.4 倍 2023 EV/S。

互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来3个月看法中性乐观

近期美元流动性压力缓释推动港股估值复苏，互联网板块相较于大盘展现更高弹性。短期而言，在估值重估过程中，中小市值股票估值修复速度或有望领先大票。向前看，基本面的复苏程度或决定板块的进一步上涨空间，政策支持民营企业发展的实际推进效果，及政策引导下扩内需的实际推进节奏或将成为市场关注重点。11月互联网板块进入业绩期，得益于持续的降本增效举措，我们认为板块整体的盈利水平有望好于目前市场预期，而营收端增速的结构性回暖或仍有赖于宏观环境修复下带动消费情绪恢复及海外扩张进程提速。中期我们维持三条主线推荐：1) 主营业务可持续获取稳定现金流且新业务具备长期扩张前景的公司；2) 逆周期到相对顺周期的投资逻辑转变下的受益板块，如即时零售、在线招聘等；3) 有望受益于监管政策落地催化（金融科技），或资本市场运作推动估值重估的公司。推荐腾讯、阿里巴巴、拼多多、网易。

当前互联网板块整体估值对应 21x 2023E 非 GAAP PE，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业 2023 年非 GAAP 净利润增速有望达 24%，对应 2023E PEG 为 0.9x。综合考虑竞争格局的边际变化、现有估值水平及潜在的长期增长驱动力，我们的股票推荐为：腾讯、拼多多、阿里巴巴、网易、腾讯音乐。

■ 在线游戏：游戏市场持续复苏，头部游戏公司 3Q23 游戏收入增长重新加速

中国网络游戏市场持续复苏（5月/6月/7月/8月：同比增长 16.0%/23.6%/37.5%/46.1%），得益于新游戏增量贡献以及头部游戏的稳健表现。我们预计腾讯和网易游戏收入增长有望在 3Q23 重新加速，其中：1) 我们预计网易 3Q23 游戏收入同比增长 21%，其中手游收入同比增长 35%，主要得益于《逆水寒》手游、《巅峰极速》和《全明星街球派对》等新游戏的强劲表现。此外，网易近期亦有多款重点游戏获得版号并有望在 2024 年上线，包括《射雕》和《燕云十六声》等，有望推动 24 年游戏收入持续增长。2) 我们预计腾讯 3Q23 游戏收入同比增长 7%，《无畏契约》、《命运方舟》和《冒险岛：枫之传说》等新游戏上线有望推动国内游戏业务收入恢复同比增长。腾讯代理手游《冒险岛：枫之传说》在 8 月上线后的表现好于预期，伽马数据预估首月流水超 9 亿元。

■ 电商：双十一竞争围绕内容、性价比、供应链展开

据国家统计局数据，9M23 网上零售额/实物商品网上零售额达到 10.8/9.0 万亿元，同比增长 11.6/8.9%。据国家统计局的数据计算，单 9 月份实物商品网上零售额同比增长 4.6%（2023 年 5/6/7/8 月：16.9/7.1/5.0/6.1%），增速恢复波动或表明消费结构性复苏仍需时间。电商平台营收增速的结构性恢复或仍需等待消费情绪复苏，而得益于精细化运营及降本增效，电商平台的利润增长或有望好于市场预期。

电商平台近期开展“双十一”大促活动，行业竞争主要围绕丰富内容生态、提升商品性价比、及优化供应链环节提升现货销售占比展开，各电商平台的主要竞争策略围绕提升核心消费

群体的钱包份额展开，且优化流量分配机制、将更多流量分配给优质的商家以帮助商家 ROI 提升并获取增量的广告变现机会。

10月26日，拼多多公布大促期间，其百亿补贴用户规模突破6.2亿，其中一线城市用户订单量同比增长113%，四五线城市下单金额同比增长167%。阿里巴巴旗下淘天集团宣布“全网最低价是双十一的核心KPI”，且截至11月3日其平台上已经有近200万中小商家成交同比增长超过100%。京东数据显示，其平台上双十一大促开售10分钟下单用户数及成交订单量同比增长均超4倍，百亿补贴商品5分钟销售破亿元。

尽管电商平台整体营收增长或因宏观不确定性而面临短期波动，但电商平台正在以高效的方式推动收入增长，并以提高运营效率为目标。随着4Q电商平台整体进入低基数阶段，营收增长有望重新加速，宏观及消费若边际改善有望进一步为营收增速恢复提供助力。

■ 在线旅游：出境航班供给恢复有望推动高利润率长途游复苏

受夏季旅游旺季和国际航班供应持续复苏的推动，被压抑的旅游需求释放在3Q23及十一期间延续。基于强大的供应链能力和合作伙伴关系，携程出境游的复苏速度仍有望领先行业，维持对携程的买入评级。

在整体出境航班供给恢复到疫情前37%的情况下，2Q23携程平台出境酒店和机票预订恢复到2Q19的60%以上，好于我们预期的50%，我们认为这可归因于携程强大的供应链能力。随着国际航班供给的持续复苏，出境游有望在2H23维持复苏趋势，而携程的出境游复苏有望在下半年持续好于行业。我们预期携程的出境游将有望在2023年年底实现全面复苏，并预测全年出境游收入将恢复至疫情前的50%。此外，高利润率长途游业务持续稳步复苏，及疫情期间的降本增效举措将在疫后营收恢复的过程中推动利润更具弹性的复苏，叠加旺盛的十一出行需求业绩在3Q计入，有望支撑携程在3季度取得具备较高能见度的利润增长。

■ 在线广告：3Q23互联网广告市场温和复苏

根据QuestMobile数据，3Q23中国互联网广告市场规模同比增长3.6%至1,671亿元，整体广告市场需求温和复苏。我们看好通过广告产品和技术创新持续提升广告变现效率的平台能够持续获取广告市场份额，11月关注3Q23头部平台在线广告收入趋势：1) 腾讯：我们预计3Q23广告收入同比增长23%，主要得益于视频号广告收入的增量贡献及电商等主要行业的广告需求复苏；2) 快手：我们预计3Q23广告收入同比增长26%，主因内循环广告收入强劲增长以及外循环广告收入复苏；3) 哔哩哔哩：我们预计3Q23广告收入同比增长25%，主要受益于电商广告强劲增长及广告基础设施的持续完善。

■ 推荐买入腾讯、拼多多、携程、阿里巴巴、网易

1) 腾讯：腾讯核心竞争优势稳固，得益于消费互联网业务的运营杠杆提升，公司能够在宏观不确定环境下持续实现稳健盈利增长。我们预计3Q23总收入同比增长10%至1,535亿元，调整后净利润同比增长26%至406亿元。我们预计公司FY23/24非IFRS净利润同比增长30/20%，而腾讯当前估值仅对应18x FY23E PE（剔除战略投资则对应14x FY23E PE），估值具备较高吸引力。

2) 拼多多: 拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动强劲的 GMV 增长, 且拼多多的货币化率有进一步提升的潜力, 因其与同行相比可以为商户提供相对更高的 ROI。公司正进入一个更注重增长质量的增长阶段, 我们认为这表明国内业务的利润率状况或更加稳定, 而 Temu 的海外扩张或有助于释放长期增长潜力。

3) 阿里巴巴: 阿里巴巴对淘宝和天猫战略的调整正在取得早期成果。这一战略举措通过丰富有价格竞争力的产品和品牌的供应来提高用户活跃度, 从而提高商家投资广告的意愿, 我们认为这有助于支撑阿里巴巴长期收入和盈利增长前景与行业大势相符。国际扩张和技术能力提升仍将推动长期收入和盈利增长。尽管短期的业务发展可能会因宏观不确定而面临波动, 但阿里巴巴已经证明了其有能力推动各业务线获得更好的运营效率, 并且更有能力随着未来整体消费的复苏而复苏。公司交易现价仅对应 9x FY24 PE, 我们认为估值具备吸引力。

4) 携程: 受夏季旅游旺季和国际航班供应持续复苏的推动, 被压抑的需求释放在 3Q23 延续; 基于其强大的供应链能力和合作伙伴关系, 携程出境游的复苏速度仍有望继续领先行业。高利润率长途业务持续稳步复苏, 及疫情期间的降本增效举措将在疫后营收恢复的过程中推动利润更具弹性的复苏, 有望支撑携程在 3 季度取得具备较高能见度的利润增长。携程交易现价对应 16x 2023E PE, 2023-2025E 非 GAAP 净利润 CAGR 为 14%。

5) 网易: 我们预计网易 3Q23 游戏收入同比增长 21%, 主要得益于《逆水寒》手游、《巅峰极速》和《全明星街球派对》等新游戏的强劲表现; 公司通过游戏渠道策略优化以及运营费用控制推动利润率持续提升, 我们预计 3Q23 网易运营利润同比增长 54%。网易交易现价对应 17x 2023E PE, 2023-2025E 运营利润 CAGR 为 17%。

6) 腾讯音乐: 我们认为监管对社交娱乐业务的影响已在公司业绩预期与估值方面反映, 4Q23 公司直播业务月度流水已逐渐企稳, 2H23 社交娱乐业务收入占比已低于 30%, 24 年起公司将由核心音乐业务驱动业绩。我们看好公司在线音乐业务收入长期增长前景, 预计 3Q23 在线音乐业务收入同比增长 30%, 其中订阅会员收入同比增长 35%。腾讯音乐交易现价对应 15x 2023E PE, 2023-2025E 非 GAAP 净利润 CAGR 为 15%。

■ **风险提示:** 宏观恢复速度不及预期; 疫情反复使得消费复苏节奏受到影响; 地缘政治风险加剧。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来 6 个月看法乐观

7 月底以来, 监管部门开启了为期 1 年的医药腐败集中整治工作。我们认为, 9 月份以来, 诊疗秩序逐渐恢复正常。2023 年 1-9 月, 基本医疗保险基金 (含生育保险) 总收入同比增长 9.2%, 总支出同比增长 17.9%。全国基本医疗保险的支出仍然维持较快增长, 8 月、9 月全国基本医疗保险总支出分别增长 12.6%、14.8% (vs 1H23 总支出增长 18.2%), 体现中国医疗秩序仍然正常。

中国创新药出海迎来新的里程碑。10月28日，君实生物宣布特瑞普利单抗（PD-1）获得美国FDA批准用于治疗一线鼻咽癌，这是中国第一个创新单抗获得美国批准。接下来，11月30日之前，我们认为和黄医药的唑喹替尼有望获得美国FDA批准上市。年底前，百济神州的替雷利珠单抗（PD-1）也有望获得美国FDA批准。我们认为，投资人对于中国创新药出海的预期将重回乐观。我们看好具备出海潜力的公司，包括创新药和医疗器械龙头企业。我们认为，国际市场天花板远高于国内，且政策预期稳定。中国企业有望在国际医疗产业链向上突破，获得更大的市场价值。

我们看好GLP-1产业链的投资机会，包括上游供应链和品种两个投资方向。品种方面，我们看好信达生物，主要由于公司的双靶点GLP-1产品进度为国产第一，国内第二；我们认为双靶点GLP-1作为新一代产品将具备价格和市场优势。上游供应链方面，我们看好药明康德、凯莱英，主要由于两家公司在多肽产能建设方面领先行业，且有深厚的国际客户积累。

我们看好“院内刚需”产品，即刚需治疗属性强，正式进院且医保覆盖的创新药/器械将享受更温和的竞争环境，市场份额增加并且销售费用率降低。此外，中国药品附条件批准的新规更有利于头部创新药企业，减少国内无序研发竞争，看好百济神州、信达生物。未来随着监管压力逐渐常态化，国内医疗秩序逐步恢复，预计龙头器械公司将受益于医院采购需求以及手术量的恢复，看好迈瑞医疗、爱康医疗。医疗服务上市公司主要是国企办医院以及民营医院，由于医护的薪酬阳光化，受反腐潜在影响较小。并且，未来公立医院的整体薪酬水平或较难提升，因此国企及民营医院或许有更多机会吸引行业优秀医生人才。目前国内的融资环境有利于医疗服务龙头企业并购扩张。看好业绩复苏确定性强的医疗服务龙头，包括锦欣生殖、固生堂。

■ 推荐标的

首选标的：信达生物（1801 HK）、百济神州（BGEN US, 6160 HK, 688235 CH）、迈瑞医疗（300760 CH）、药明康德（603259 CH, 2359 HK）、锦欣生殖（1951 HK）。

- 1) 信达生物：**IBI-362（GLP-1/GCGR）抢占国内减肥赛道双靶点GLP-1产品的先机，有重磅潜力。信迪利单抗（PD-1）作为有医保覆盖的成熟品种，受益于国内经营环境的变化，将持续增加市场份额并节省销售费用。肿瘤和非肿瘤创新管线丰富且研发效率高。
- 2) 百济神州：**BTK抑制剂泽布替尼的海外销售快速增长，快速抢夺竞争对手伊布替尼的全球市场份额；替雷利珠单抗在2023年的医保谈判以约5%的微弱降幅新增4项适应症的医保准入，预计保持快速增长。下一代重磅品种Bcl-2抑制剂已经进入全球三期临床。
- 3) 迈瑞医疗：**国内医疗新基建保持高景气度，迈瑞加速进行国产替代；海外扩张持续发力，海外收入占比约4成，持续突破海外高端市场；种子业务动物医疗、微创外科等为长期增长提供新动能。
- 4) 药明康德：**公司的GLP-1产能储备和订单项目储备遥遥领先，受益于全球GLP-1需求爆发式增长。到2023年底，公司将具备3.2万升GLP-1产能。公司已获得1个全球上市的双靶点GLP-1的商业化CMO项目，并有其他10个GLP-1相关CDMO项目在进行中。

5) **锦欣生殖**：疫情后公司的国内和海外业务将逐步复苏。国内有望出台一系列鼓励生育政策，北京、广西将辅助生殖纳入医保，未来各地有望逐步跟进，促进中国辅助生殖服务渗透率提升。2024年是龙年，出生人口有望反弹，利好辅助生殖需求增长。

■ **风险提示**：医药反腐对于国内经营环境产生负面影响；中美关系恶化给CXO和Biotech板块带来经营风险；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

食品饮料、美妆奢侈品

| 黄铭谦 / josephwong@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

■ 四季度看法谨慎乐观

三季度业绩出炉，所有板块整体符合此前预期。展望四季度，食品饮料头部企业高端化进程虽可能面临放缓压力，但是中端稳健发展，低端逐步出清的策略并未改变。同时，经营利润率提升已有成效，包括华润啤酒、百威亚太在内的多数企业表示不存在成本显著上涨压力。白酒板块中，贵州茅台近期已采取出厂价格调整措施，在规避板块市价不稳问题的同时强化品牌定价能力。美妆维持稳健，受益于欧美护肤品品牌在中国市场发展疲弱、日系品牌销售受阻，国产护肤品销售势头强劲。高端消费板块来看，尽管有销售趋缓影响，品牌通过组合提升等手段仍可实现业绩企稳。

■ 食品饮料-预计四季度恢复势头延续，全年盈利水平维稳

啤酒：据三季度业绩披露，青岛啤酒（0168 HK）、百威亚太（1876 HK）亚太区销售额增-4.6%/9.9%；产品销量分别增-11%/+1.1%；ASP分别+7.5%/8.8%。华润啤酒（0291 HK）管理层透露，3季度公司销量及ASP分别录得低单位数增长/低单位数下降。往期来看，四季度的销售不会对全年盈利造成扰动；随着进口大麦关税的取消和成本的主动控制，成本压力有望在明年年初进一步减轻。公司管理层亦表示年底前不会主动大规模提价，但由于去年第四季度单价基数较低，且今年喜力品牌表现强劲，整体销售单价可能增长，即便高端市场开始放缓，中低端销量仍可维稳业绩。对于青岛啤酒（0168 HK），短期内需关注近期的生产丑闻是否会进一步扩散并扰乱投资情绪。对于百威亚太（1876 HK），中期市场关注焦点在于，公司韩国业务的恢复程度，特别是日本高端品牌重新进入市场后，竞争格局的发展趋势存在不确定性。我们认为，中国啤酒市场的高端化趋势仍在持续，尽管势头有可能放缓，但长期表现值得期待。

白酒：贵州茅台（600519 CH）三季报显示，营收/净利增速分别从上半年的19.4%/20.8%下降到13.1%/16.0%，增长势头已有所减缓。公司于10月31日公告将出厂价格提升20%，调价涉及的产品收入估计占总收入比例30%左右。我们认为，公司在短期内面临相对复杂的发展前景，但依靠其积极战略调整，在品牌溢价能力、产品稀缺性、多维度跨界合作项目不断加强的同时，不但将有效规避恶性价格战及产品去库存压力，也将稳步提高公司的盈利水平及品牌力。

乳业：三季度中，伴随消费意愿改善，营业费用率下降，伊利股份（600887 CH）盈利水平实现增长，营收/净利润分别同比增长2.7%/59.5%，基本一致于我们的预期。管理层对4季度和2024年展望仍持积极态度，对各业务板块发展做出了实际部署。尽管管理层将全年销售增长目标由低双位数增速下调至中单位数，下调已在市场预期之内。

■ 美妆护肤-国货功效性护肤品销售优于预期，传统个护家清低于预期

三季度业绩显示，珀莱雅（603605 CH）、贝泰妮（300957 CH）、上海家化（600315 CH）表现各异。三家公司营收分别同比+21.4%/+25.8%/-10.8%；净利润分别同比+24.3%/+5.7%/-40.1%。在国际品牌本土吸引力下降的条件下，珀莱雅和贝泰妮通过多平台销售和精细化运营及性价比优势，进一步提升了市场认可度，有望继续提升竞争优势，而上海家化主营个护家清品类受到线下消费修复缓慢影响面临规模性承压。双十一的销售数据为四季度整体的关键。珀莱雅公告显示，今年双十一期间，珀莱雅在天猫旗舰店的GMV同比增长40%至18亿元；在抖音平台的GMV同比增长200%至4.7亿元。贝泰妮旗下主品牌薇诺娜持续增强修护功效理念，符合消费者对于功效性、性价比需求。我们认为，尽管整体趋势呈现流量成本上升，对于商品热度居前的公司来说成本呈现稳中有降趋势。如珀莱雅管理层在电话会议中所说，双十一大促的宣传及促销或令四季度净利率相较于前三季度承压，但有望实现同比持平。

■ 高端消费-奢品行业整体趋势延续，免税板块全年预期不变

国际奢品业务发展趋势相近，普拉达（1913 HK）凭借 Miu Miu 品牌的强劲增长实现三季度营收按报告/固定利率口径，录得同比+3.4%/+10%。尽管全球经济环境处于缓步复苏阶段，公司表示10月销售势头仍环比提升，且公司仍有明年提价打算，我们预计，子品牌们的增长可以在第四季度保持稳健。

免税方面，1-9月海南到访旅客数同比增45%，支持中国中免（601888 CH）营收+28%录得与二季度持平。公司第三季度实现毛利率持续修复至34.3%（一/二季度分别为28.8%/32.5%）。我们维持此前的全年的业绩预期不变，进入四季度，在节假日旅游和送礼需求提升的带动下，公司收入/净利润有望实现210亿/17亿元人民币。此外，未来随着国际旅客量进一步恢复，机场免税销售额有望持续恢复。

■ 股票推荐

基于三季度业绩表现情况与我们此前的预测无明显偏离，食品饮料行业中，我们推荐贵州茅台（600519 CH）、华润啤酒（0291 HK）、青岛啤酒（0168 HK）、维持伊利股份（600887 CH）的“买入”评级，维持百威亚太（1876 HK）的“持有”评级；美妆板块中，我们推荐买入珀莱雅（603605 CH），维持上海家化（600315 CH）“持有”评级；高端消费中我们维持新秀丽（1910 HK）、普拉达（1913 HK）、中国中免（601888 CH）“买入”评级。

■ 风险提示：原材料持续涨价超预期、行业高端化势头骤缓、政策利空、地缘政治影响超预期。

可选消费

| 胡永匡/ walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

■ 短线（未来三个月看法维持中性）

相比9月，10月的数据出现下滑，特别是复甦率。分板块来说，餐饮和旅游的表现低于预期；而体育用品、家电和服装则符合预期。

展望 11 月，我们认为 10-1 国庆假期后的淡季需求将会转弱。就算有双十一的推动，某些品牌的销售增长可能较好，但在价格战加剧的环境下，利润率承受很大的压力。所以我们的看法还是悲观的。

但中场线来说，我们认为估值的确便宜（仅在 13 倍，对比 8 年平均的 20 倍），也是收集好公司的好时机。

推荐江南布衣(3306 HK)、JS 环球(1691 HK)、Vesync (2148 HK)、海信(921 HK)、名创优品(9896 HK)、安踏(2020 HK)和滔搏(6110 HK)。

■ 餐饮（维持中性）

从行业来看，8 月和 9 月的同店增长持平，10 月的情况也是一样，但在低基数的情况下，10 月的表现其实是弱于预期。从复甦率的角度来说，9 月和 10 月也是明显低于 7 月和 8 月，相信这也是百胜中国对短期业绩变得悲观的主要原因。我们也认为在消费降级持续（消费者选择吃得更便宜，或者增加在家用餐）和新品牌的崛起都会令 11 月到 12 月的需求更弱。

而很多品牌为了保持市场份额，不得不进一步加大价格战的力度，而且不止是客单价下降，销量也必须提升。在这种情况下，毛利率受压，但降本增效的空间会比去年少（特别是员工薪水很难下降），整体利润率都不会好。而且各大品牌加速开店，未来可能会带来更多竞争。

目前我们只推荐海底捞(6862 HK)。从复甦率来说，仍然大幅领先同行，证明公司在产品、服务和年轻化上改革的成功。我们对九毛九(9922 HK)和呷哺呷哺(520 HK)都比较担忧。

■ 体育用品（维持中性）

10 月增长对比 9 月有所加速。利好的因素包括低基数，但利空的因素包括较暖的天气和相对疲软的宏观因素。所以综合来说，板块表现是符合预期的。进入 11 月，我们预计增长仍然保持快速。一方面是因为有低基数，另一方面的原因是品牌会在电商（包括传统平台和新兴直播）平台努力去库存。

不过由于像李宁和特步等品牌的库存压力较大，整个行业都会受到影响，但对海外品牌的影响较小。从零售折扣来说，如果 10 月的零售折扣相比于去年同比或者 3 季度环比有所加大，会持续影响投资者情绪。而且最近一两年，由于口味越来越差异化，像 HOKA 等的小众品牌崛起，会较为利好多品牌的公司。

目前比较推荐安踏(2020 HK)，受惠于成功的多品牌运营，包括 FILA 的周期反转、Descente 和 Kolon 的品牌力的提升。同时，我们也推荐滔搏(6110 HK)。李宁(2331 HK)最近的改革措施是有效的，但我们对公司的品牌力的周期反转仍然有所保留。

■ 旅游-酒店（维持看好）

从行业来说，9 月的 RevPAR 复甦率比 8 月差，而 10 月也不够好（表现弱于 5 月），表现低于预期，虽然华住的表现是优于行业的。目前来看，我们预计 11 月和 12 月还会较差，一方面是因为消费力较弱，另一方面是因为海外旅游增加带来的影响。而且今年酒店的供应量快速恢复，对性价比不高的品牌后续的提价空间带来挑战。

我们目前只看好性价比高的品牌像亚朵(ATAT US)，对华住(1179 HK)会稍为谨慎，而对其他品牌会更为悲观。

■ 家电行业 (维持看好)

10月的表现相比九月有进一步的改善，原因是线上加速，叠加线下跌幅收窄。冰箱和洗衣机的反弹力度好于空调。而小家电亦开始出现改善。进入到双11，线上的销售增长约为10%，符合我们的预期。不过，我们相信价格战仍在，对于毛利率也不能太激进。我们预计，凭借低基数，4季度的增速将能够保持，但超预期的空间仍然较少。房地产政策边际改善，希望令房价和销售逐渐企稳和对家电行业的负面影响逐渐减少。

对海外出口来说，销售增长持续改善，但某些品类的库存仍然较多，对毛利率有一定程度的负面影响。不过，受惠于海运费用下降和人民币贬值，我们对于未来半年的看法仍然乐观。

我们推荐 Vesync (2148 HK)、海信(921 HK)和 JS 环球(1691 HK)，原因是估值偏低、销售和利润增长快速。而海尔(6690 HK) 和美的(000333 CH)也是相对稳健。

■ 服装行业(维持看好)

9月的服装行业销售增长比8月有所加速。我们相信10月的增速也会加快，同时优于体育用品行业。我们预计4季度的增长平稳，一方面是凭借低基数，另一方面也大概率因为暖冬的影响(今年10月是近年来最热的)。而且受到宏观因素和产品同质化的影响，加价空间较少。

我们只推荐江南布衣(3306 HK)，在大环境较疲软的情况下，公司的产品力和品牌力仍然持续提升，下半年的表现也将会较好，目前股息率仍然很高，估值很吸引。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

■ 未来3个月看法谨慎乐观

我们预计10月份整体乘用车零售销量可能略低于我们此前的预测(约196万台,同比增长18%,环比下滑1%)，但是新能源乘用车零售销量有望超过我们此前的预测(72万台)，市场份额可能继续提升至超过36%。

根据我们的渠道调研和电动车的先行指标，目前大部分新能源品牌保持了较好的销售热度，我们预计新能源市场份额将于11-12月稳步提升。整体终端折扣虽然仍在上行区间，但是相比折扣，投资者现阶段更加关注新车效应和销量表现，特别是在大部分头部中国车企三季度盈利超预期之后。

投资建议：现阶段维持波段交易的操作建议。如我们此前在报告中预测的一致，10月底以来，伴随三季度业绩的发布，大量新车预热以及行业进入传统旺季，汽车板块股价迎来反弹。将于11月17日开幕的广州车展预计会有大量的新能源新车型集中发布，有望成为汽车行业的股价催化剂。但是考虑到整体行业出清慢于预期，汽车行业可能会在周期底部停留更长的时间。鉴于此，我们认为估值变化和催化剂或许是短期内影响股价波动的主要因素

素。此外，市场对中国车企技术领先性的关注也在日益提升，此为车企在价格战中保持盈利能力的关键。

■ 推荐标的:

在电动智能化的趋势下，我们认为新势力相比传统车企更具市场竞争力。三家头部新势力中我们持续看好理想汽车 (LI US/2015 HK)，我们认为其盈利能力有望超出市场预期，从而在激烈的行业竞争中脱颖而出成为长期赢家。我们也推荐投资者关注传统车企的新能源转型，相关标的包括吉利汽车 (175 HK) 和长城汽车 (2333 HK/601633 CH)。催化剂主要为全新新能源车型的发布和上量、新能源市场份额的提升、以及盈利能力的改善等。

房地产和物管

| 张苗 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

■ 谨慎乐观

房地产和物管：谨慎乐观，四季度销售继续温和复苏。10月开发商销售略弱于预期。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在10月同比下跌30%、环比下跌2%，YTD销售总额同比跌幅由9M23的-16%扩大至10M23的-18%。我们认为四季度销售可能继续展示较温和的复苏态势，高频数据端可以看到一系列宽松政策支撑了销售在9月及10早期的短期恢复，但政策效果随后出现衰减基于购房信心仍然不足以及开发商推盘量减少。截至11月7日，新房成交周环比下降39%，MTD同比下降21%（10月为-1%）；二手房成交周环比下降11%，MTD同比增长16%（10月为+31%）。我们认为四季度销售可能持续保持环比稳定或温和上升的态势。虽然开发商惯例会在11-12月集中加大推盘促销，但在购买情绪低迷以及去年基数不低的情况下很难出现强劲的销售反弹。由于二手房市场表现持续好于新房，我们推荐受益于二手房市场的贝壳、有长期持有价值的华润置地及拥有结构性成长机会的越秀地产等。

物管企业的中期业绩表现出较为明显的国央企与民企分化。由于绝对的母公司资源优势表现稳健，国企的中期业绩符合预期增速，民企在母公司拖累、三方拓展竞争加剧等背景下中期业绩相对国企较弱。由于消费复苏节奏慢于预期，物企增值服务板块恢复节奏也较为缓慢，对1H23业绩形成拖累。我们推荐华润万象生活（有近6成收入来自商管板块）、中海物业（高业绩兑现度）、保利物业（母公司表现优异）、万物云（存量领域有绝对竞争优势）、越秀服务（母公司增长领先于行业）等。

■ 推荐标的

由于部分新房需求受二手房成交支撑，促进二手房成交将成为阶段性的政策努力方向，且不断出现的房企暴雷违约和房屋交付问题将挤压更多需求到二手房市场，我们看好最大的受益者贝壳。同时，在保交付政策持续大力推进的背景下，我们看好完工类标的如物管企业华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云、越秀服务等。开发商方面，我们推荐有长期持有价值的华润置地及拥有结构性成长机会的越秀地产等。

传媒文娱

| 黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889
| 许义鑫 / easonxu@cmbi.com.hk (852) 3900 0849

■ 未来6个月看法中性乐观

10月传媒文娱板块在波动中筑底，其中多数公司3Q23E业绩预览相对稳健、利润有望超预期。随着外围风险减弱（中美关系缓和、美联储加息告一段落），我们预计4Q23有望迎来板块情绪回暖及基本面边际改善：1) 憧憬双十一抖快GMV增势不减、货架电商持续放量；2) 11月头部古装大剧陆续上线有望拉动会员增长。我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩展望向好、市占率提升、估值吸引标的，首选奈飞、快手、爱奇艺和同程旅行。

短视频：增势不减，双十一货架增量可期

9月短视频MAU及DAU较为稳健，时长因开学等因素环比略有下滑，其中抖快主站月活分别+0.6%/-0.8% MoM，日活+1.6%/-1.8% MoM（根据QuestMobile数据）。快手3Q23E业绩预览中盈利提升持续，且电商、广告呈现韧性增长。随着10月双十一预售开启，在商城推广、补贴加大下，我们预计直播电商市占率持续提升（根据星图数据，2023/10/20-2023/11/3期间直播电商GMV同比增长10.5%，vs.综合电商同比下滑7%）。快手在双十一期间向活跃商家开放货架电商一级入口，以进一步提升标品（如快消和3C等）及活跃买家数的增长，有望拉动4Q23E GMV加速增长（预计同比+35%）。截至11月5日，快手GMV同比增长85%，其中泛货架场域GMV同比增长达160%，重点货品池“大牌大补”整体GMV同比增长达300%。抖音层面，双十一补贴力度显著加大（预计全网最高），且重心为抖音商城推广及白牌渗透。根据三方渠道数据，预计抖音双十一预售期下单用户数及日均GMV均超内部目标>10%，且商城GMV占比持续提升（预计达25%）。

长视频：平台分化，憧憬4Q23E头部内容供给提速

10月为内容淡月，全网剧集播放量同比下降13%（环比下降3%），其中腾讯视频独播剧《好事成双》、《问心》、爱奇艺独播剧《田耕纪》位居播放量TOP3（根据云合数据）。《田耕纪》作为首部古装种田轻喜剧实时播放市占率峰值达17.4%，带动爱奇艺10月播放量市占率环比提升0.5ppt至34.1%（vs. 腾讯/优酷/芒果市占率为34.1%/19.8%/2.1%，+0.4ppt/-0.6ppt/-0.5ppt）。11月初多部头部剧集上线，包括爱奇艺古装大剧《宁安如梦》（11月7日播出）、《无所畏惧》（11月3日播出）、腾讯《乐游原》（11月6日播出）、芒果TV《以爱为营》（11月3日播出）。《宁安如梦》空降开播上线次日热度已破9,000，且首日播放量市占率已达6%（TOP5），预计有望迅速登顶（高剧情还原、一女三男设定）。我们看好爱奇艺短期业绩韧性（预计3Q23利润有望超预期），在经历2个月内容淡季后，预计11月头部剧集上线拉动会员边际改善，且憧憬4Q23E及1H24E后续精品内容储备，包括《一念关山》、《狐妖小红娘》等。

直播：关注海外直播企稳复苏及新业务拓展

我们认为市场近期已消化直播行业因内容监管影响下的平台自查及指引疲软。头部短视频平台因前期多轮业务自查调整、分成透明等因素，预计影响程度可控。例如，快手直播自6月起增速有所回落，2H23E指引已下调充分，未来将更加注重健康供给生态建设，发力优

质内容垂类与主播培养。而垂类直播平台将积极开拓第二增长曲线，如虎牙将重新配置资源发展游戏业务（游戏分发、道具销售等）。海外直播竞争格局逐步稳定（如中东），且部分地区重拾增长，期待直播流水边际改善及利润率改善。我们认为当前直播标的估值倒挂，部分公司回购分红彰显信心，下行空间有限，2H23E 潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。建议关注 JOYY 海外直播企稳、3Q23E 重回环比增长，以及虎牙游戏业务增量。

■ 推荐买入奈飞、爱奇艺、快手、同程艺龙

1) 奈飞: 作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。在经历剪线红利及海外拓张后，我们看好奈飞 AVOD 拓展+付费共享梯度接力，并拉动长期会员增长及利润率提升。在超预期的 3Q23 业绩中，奈飞展现了强劲的会员增长、可观的利润率指引（FY24 运营利润率为 22%-23%，较去年同期增长 2-3 个百分点）及持续增加的自由现金流（从 50 亿上调至 65 亿美元），缓解了市场对内容支出及竞争的担忧。展望未来，我们预计奈飞将在 FY23-25 实现 11% 收入 CAGR，24% 利润 CAGR，其中会员数 CAGR 为 7.6%（受益于海外持续渗透、AVOD 和付费共享拓展）。随着竞争企稳及罢工落幕，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善，建议逢低买入，基于 DCF 目标价为 512 美元（对应 33x FY24E P/E），低于历史倍数 15%。

2) 爱奇艺: 我们预计爱奇艺 3Q23 收入符合预期（同比增长 7.5%），利润有望超预期（经调整运营利润率为 11%，高于此前的 10%），得益于 ARM 显著提升。分业务来看，预计会员收入同比增长 20%，其中 ARM 将同比增长 12% 至 15.5 元人民币（高于此前预测的 9% 增速），会员人数为 1.07 亿。我们看好 ARM 长期增长空间（长期目标为 25-30 元），受益于折扣收窄以及会员权益提升（如加更礼等）。广告业务将在 3Q23 同比增长 35%，得益于高质量内容和垂直品类广告恢复（如网服、医药和交通）。此外，爱奇艺拥有多元化剧集储备（每年 60-80 部），少数剧集延期对收入影响有限。展望未来，爱奇艺强大的原创内容将继续支撑强劲增长，提升会员生命周期价值，头部剧集包括《一念关山》、《狐妖小红娘》和《宁安如梦》等。维持全年预测不变，目标价为 8.6 美元。

3) 快手: 我们预计快手 3Q23 收入符合预期（同比增长 20%），利润有望继续超预期（较市场预期高 16%）。分业务来看，电商 GMV/收入预计将实现 30%/35% 的同比增长，受益于产品供给丰富川流计划及川流计划渗透率提升。我们看好快手电商的增长空间，基于其 MAC/MAU（16-17%）仍落后于抖音（20-25%）。快手将在双十一期间向活跃商家开放一级入口，以进一步提升标品（如快消和 3C 等）及活跃买家数的增长。广告/直播将实现 26%/7% 的同比增长。超预期的利润率（经调整净利率为 10%，高于市场预期的 8.6%）主要归因于更好的毛利率和海外亏损收窄。近期股价回调源于市场对腾讯潜在减持（或派息）的担忧。管理层表示，腾讯作为大股东之一，迄今为止没有就潜在股票分配做任何形式的讨论和沟通，并在 1H23 股东大会上表示不会对快手股票做分配和变现。为反映 3Q23 超预期利润率，我们上调 2023-25 年盈利预测 0-7.2%，目标价为 97 港元。

4) 同程艺龙: 尽管“十一”黄金周行业出行数据喜忧参半，但我们仍然看好同程远高于行业的增速及市占率提升趋势，受益于强劲的酒店增长及长途游复苏。我们预计在“十一”期间，同程酒店间夜量/机票量/火车票量较 2019 年分别增长 100%/30%/单位数，该增速大致延续了暑期出行走势。我们维持 3Q23 财务预测不变（收入同比增长 56%，较 2019 增长 55%）。

预计 4Q23 收入同比增长 96% (较 2019 年增长 51%)，受益于黄金周酒店收入的确认及考试房需求释放。近期股价回调主要源于喜忧参半的行业数据、部分获利了结及市场对 2024/25 年行业增长预见性的担忧。我们重申看好同程韧性收入增长和利润提升，期待出境游复苏潜在增量贡献。维持盈利预测不变，目标价为 25.1 港元，对应 2023 年 25 倍市盈率。

■ 风险提示: 地缘政治风险; 宏观恢复或慢于预期; 竞争格局恶化; 内容监管收紧。

保险

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 对未来 3 个月中性乐观，短期投资收益扰动不减价值韧性；板块当前安全边际高，向上弹性可期。

板块三季度业绩盈利跌幅超出市场预期，主要受权益市场波动导致投资收益下滑，叠加新会计准则的实施，将股票、基金等权益资产当期公允价值变动直接计入损益，从而导致当期利润大幅下滑。三季度沪深 300/上证综指/创业板下调 4.0%/2.9%/9.5%，我们认为新准则的实施，因将更多金融资产计入以公允价值变动且其变动计入损益(FVTPL)的资产，相较以往更多权益类资产分列为可供出售类金融资产(AFS)并将其公允价值变动计入其他综合收益而言，新准则下公司当期的投资收益与大盘股指之间的相关性大幅提高，增加净利润波动性，并影响公司总投资收益率水平。

我们认为短期盈利波动对险企的长期投资能力不具参考性，且资产配置存在一定季节性差异。后续随着长期国债利率企稳回升、监管延长对险企投资收益率考核周期、权益市场受益于监管引导长期资金入市等利好因素的影响，我们预计行业的投资收益有望在四季度环比提升。回顾平安于 2018 年提前实施金融工具准则(IFRS 9)后的投资收益表现，我们发现公司当年净利润受权益市场波动的影响亦较为显著；但随着新准则的实施，公司对金融资产配置的选择及以负债为中心的资产配置逻辑逐步完善，公司率先于行业提出分红政策挂钩营运利润而非净利润的标准，并在三季度取得优于同业的利润表现。平安三季度营运利润/净利润同比-20.5%/-19.6%，对比太保三季度净利润同比-54.3%，国寿/新华三季度录得净亏损 6.1 亿元/4.36 亿元，同比-99%/-121%。我们认为当前板块股价的调整已反映市场对上市险企投资业绩的担忧，最坏的情况已经过去，4Q 随着资本市场利好政策的释出，资产端高弹性反弹值得期待。

负债端新业务价值增长有望延续，各险企差异化凸显，严监管趋势利好强者恒强。监管自 8 月底要求银保渠道实现“报行合一”，规范渠道费率及佣金上限以来，整顿行业乱象已拓展至各个渠道及产品。我们认为监管在下调预定利率至 3.0%，缓解行业利差损风险后，进一步规范承保费率水平，有助险企降低费差损，同时限制中小公司的不当竞争。长期而言，对头部公司利大于弊。

在监管日益规范化的大背景下，我们看到 4Q 各家上市险企在渠道/产品策略上实施不同侧重，国寿产品设计更多围绕“大健康+大养老”展开，积极布局养老社区；打造“金融保险分析师”队伍，作为个险营销体系 2.0 改革的核心。太保重疾险销售回暖（10 月已贡献公司新业务价值的 30%），未来致力于实现传统险/分红险/重疾险均衡发展；11 月中推出分红年金险，优化产品供给。平安代理人改革成效显著，三季度人均新业务价值同比+94.4%，人均收入达 1 万元+；得益于公司综合金融+医疗健康的战略赋能。新华坚持银保优势，以趸交促期交；提高终身年金在银保渠道的销售等。展望 4Q 及明年，我们认为在各家险企积极布局新发展优势及培育队伍，提高队伍差异化竞争条件下，开门红预收时间虽有缩短，但 1Q24 行业新业务价值仍有望实现超预期增长，寿险负债端中长期增长动能不减，利好行业价值回归。

投资建议方面，对板块整体推荐买入**中国太保(2601 HK)**，看好公司产品策略多元化及长航行动对队伍质态常态化且高质量的要求；近期公司股价下行或提供配置机会。**中国人寿(2628 HK)**，看好公司行业龙头属性，3Q 权益类投资收益波动导致净利下滑的影响预计已见底，后续随资本市场回暖将受益于更高的弹性修复；新队伍的建设有望在行业已有最大规模的人力（66.0 万）基础上形成增益。**中国财险(2328 HK)**，全年仍有望实现年初制定的车险/非车承保综合成本率维持在 97%/100% 以内的管理层目标，兑现高股息收益；公司作为低杠杆的防御性标的，在大市波动下安全边际更高。

资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 工程机械/重卡

短期看好：

海外继续是中国主机厂和零部件制造商的主要市场，大部份工程机械制造商的收入结构中，超过一半来自海外。然而在高基数效应下，工程机械出口在今年七月开始已持续下滑。据海关数据，九月份工程机械出口金额同比下降 4%，连续第三个月下降，主要由于对欧洲的出口下跌影响较大。从销量的维度看，九月份出口量下跌 25%，只有履带吊(+22%)、塔式起重机(+1.3x)以及高空作业平台(+18%)等仍然延续同比增长态势，其余产品出现不同程度的跌幅，当中挖机出口下跌 25%。我们继续预期高基数效应下，总体出口将面临压力。

国内方面，数据上暂时没有好转的迹象，跟工程项目新开工关系较大的挖掘机以及对房地产施工比较敏感的塔式起重机九月份销售同比分别下跌 40%和 35%，跌幅较八月份扩大。我们预计随着刺激政策密集出台，国内需求将会出现边际改善，但预计幅度将会相当温和。

重卡是我们目前最看的子板块，十月份重卡销售量同比上升 66%，连续九个月保持同比上升趋势，主要由强劲天然气重卡以及出口拉动。今年前十个月重卡销售同比增长 37%，我们维持明年对重卡行业的正面看法。

另一方面，我们对地面机械（包括挖掘机和装载机）维持较悲观的看法，国内需求仍然疲弱，同时出口下跌幅度在扩大。

图 2：国内工程机械下游需求分布

工程机械类别	基建	房地产	采矿
挖掘机	高	中	低
轮式装载机	中	低	高
汽车起重机	高	低	-
塔机	-	高	-
混凝土机械	中	高	-
煤炭机械	-	-	高
矿用车	-	-	高
工程重卡	高	中	低

资料来源：招银国际环球市场

■ 三季度业绩

我们重点跟踪的六家公司早前公布了今年第三季度业绩：浙江鼎力、潍柴动力、中联重科的业绩好于预期；三一重工、恒立液压和三一国际则不及预期。六家公司均实现了毛利率增长，而由于产品组合和收入地区不同，各家公司的收入增长趋势截然不同。另外，由于汇率波动，大部份公司的净财务收益均出现下降。

■ 投资建议

我们重点看好**潍柴动力(000338 CH/2338 HK, 买入)**，公司在天然气发动机占比提升下市占率提升以及在新业务持续突破；我们也重点看好**浙江鼎力(603338 CH, 买入)**在高空作业平台新产品持续突破海外特别是美国市场；看好**三一国际(631 HK, 买入)**物流装备和大型矿车海外增长，近期股价下跌提供理想的买入机会；看好**中联重科(000157 CH/1157 HK, 买入)**起重机需求保持稳健以及不同产品在新兴市场销售突破；长期看好**恒立液压(601100 CH, 买入)**在液压件国产替代的机会，以及进入机械人产业链（滚珠丝杠）的增长空间。

能源 — 电力运营商、城燃

|夏徽, CESGA / meganxia@cmbi.com.hk (852) 3761 0836

■ 电力运营商：看好火电以及新能源电力运营商，保持乐观。

装机情况：据国家能源局数据，2023年1-9月我国累计电力总装机量达到了2,790GW，同比增长12.3%。其中，太阳能发电装机容量累计约520GW，同比增长45.3%；风电装机容量累计约400GW，同比增长15.1%。火电装机容量累计1,373GW，同比增长4.3%。

1-9月电力新增装机量达到22,633万千瓦，同比增长11,171万千瓦。其中火电新增装机量同比增长1,585万千瓦。风电新增装机量同比增长1,424万千瓦。光伏新增装机量同比增长12,894万千瓦。预期风光装机有望持续高增长，上游成本下降整体装机有望维持稳定增长。

利用小时数：1-9月份，全国发电设备的平均利用小时为2,716小时，同期略有减少83小时。其中太阳能的利用小时数减少，而火电和风电的利用小时数增加。

太阳能发电的利用小时数同比减少45小时；火电的利用小时数同比增加49小时；风电的利用小时数同比增加49小时。

电源投资：1-9月份，全国主要发电企业电源工程完成投资5,538亿元，同比增长41.1%。其中，太阳能发电2,229亿元，同比增长67.8%；风电为1,383亿元，同比增长33.4%。火电完成635亿元，同比增长16.2%。预期风光投资保持相对高增速。

用电和发电：在供需方面，1-9月全社会用电量为6.86万亿千瓦时，同比增长5.6%。其中，第一产业和第三产业用电增速同比保持较高，分别达到同比增长11.3%和10.1%。全社会发电量为59,024亿千瓦时，同比增长5.0%。9月份，发电同比增长7.7%，增速比8月加快6.6%。9月份火电增速由降转升，光伏发电增速稍有回落，风电降幅收窄。水电核

电增速加快。火电同比增长 2.3%，水电同比增长 39.2%。风电同比下降 1.6%，太阳能发电同比增长 6.8%。风资源趋弱部分影响风电发电。

电价：电力市场化改革持续推进，电价有望小幅稳中提高。广东电力市场交易电价：截至 2023 年 10 月 20 日，广东电力现货日前市场成交周均价为 355.85 元/兆瓦时，周环比下降 0.92%，周同比下降 24.4%。

火电-动力煤价格：9 月国内动力煤价格波动反弹，但仍处于相对低位。

我们认为中长期火电不仅局限于成本下降，更应该重视盈利与扩表周期的行业重估，预期容量电价有望年底或者明年初出台利好火电运营商。短期港口库存增加，动力煤价格向上有限。火电 9 月同比发电有所上升，政府多次强调火电在民生用电保供和支持经济平稳发展中的作用，是用电高峰期保供的能源保障和压仓石。

我们对火电以及新能源电力运营商乐观：看好华润电力（836 HK）。我们认为公司上半年业绩录得火电扭亏，火电业务的成本和利润将在 2023 年得到改善，原因是：1) 积极签订长协煤合同，履约率预期有所提高；2) 基于电力市场改革电价政策持续优化，多地电力市场成交价均实现 20% 顶格上浮。

新能源业务方面，公司管理层给予 2023 年指引实现 7,000MW 的风光新增装机容量。下降的上游成本会使得更多的项目将符合公司的投资和建设标准。此外，公司宣布其新能源业务分拆到 A 股上市，将帮助公司实现 2025 年 40GW 风光累计装机目标。分拆后释放新能源业务潜在价值，有利于提高整体估值。稳定的派息具有吸引力。

风险：1) 煤炭成本反弹超预期；2) 装机增速不及预期；3) 上网电价下滑；4) 发电量浮动，火电和风电发电短期受到水电发电增长和风资源波动等影响。

龙源电力（916 HK/001289 CH）：我们认为公司三季度业绩表现良好，目前估值具有吸引力：第一，前三季度公司获得新能源指标和累计取得开发指标良好，有利于公司在十四五期间实现新增新能源装机 30GW 的目标。此外，光伏控股装机增长明显，最新组件平均采购价格下降到 1.3 元/W，有助于光伏项目 IRR 提高。第二，公司积极开展老旧风机改造，龙源电力运营风电项目将近 30 年，1.5 兆瓦以下老旧风机占到 70%。公司将积极抓紧政策窗口期对符合条件的老旧风机进行等容增容改造。第三，积极开展绿电绿证交易获得良好收益。第四，9 月公布港股回购计划彰显管理层对公司的发展信心。

风险：1) 上网电价波动；2) 装机增速慢于预期；3) 国补回收不及预期；

三峡能源（600905 CH）：我们认为公司有良好的增长潜力：1) 三峡能源计划于 2023 年实现光伏和风电新增装机容量 5,000 兆瓦，同比增长 42%，光伏装机将有明显提速。上半年风光装机进度对于全年稍慢，我们预计下半年新能源装机进度将会加快。2) 我们预计风电和光伏上游成本降低，以及技术和效率提高导致的技术成本下降，会提高三峡能源新增新能源风光项目的内部收益率。从而进一步提高三峡能源的装机意愿和利润。3) 预期上网电价同比相对稳定。4) 回购计划彰显公司信心。

风险：1) 会计准则调整计提折旧增加；2) 装机增速慢于预期；3) 上网电价波动。

■ 城燃板块：保持中性乐观

板块整体：城燃板块短期波动，回调后估值具有吸引力。2023 年 9 月，国内天然气表观消费量 296.1 亿方，同比上升 5.8%。整体天然气需求有反弹。此外，预期 2023 年整体气源供给改善，国内天然气供应相对良好，为下游天然气消费提供支持。然而，由于上半年经济恢复增速稍弱于预期，预期下半年经济刺激政策持续推出，用气需求可能部分改善。预期全年整体气价成本和居民顺价政策将有所改善，利好毛差改善。

我们对整体基本面保持中性乐观，原因是：

-行业：中国天然气需求仍待恢复，气源供给改善

1) 气价：国际天然气价格大幅回落。10月26日，荷兰TTF现货价格为14.86美元/百万英热，涨幅为30%。东北亚现货(DES)为17.25美元/百万英热，同比下降41.2%。国内天然气价格：截至10月28日，上海石油天然气交易中心LNG出厂价格全国指数上升到5,111元/吨；

2) 气源供给：根据海关总署数据，2023年9月，国内天然气产量同比上升9.3%为179.4亿方。天然气进口量同比下滑3.6%到569万吨，进口小幅放缓。1-9月份，生产天然气1,704亿立方米，同比增长6.4%。进口天然气5,113万吨，同比增长9.9%。我们预期未来短期供应趋稳。

3) 天然气需求：2023年9月，国内天然气表观消费量296.108亿方，同比上升5.8%。整体天然气需求有反弹但是仍待进一步改善。接下来，我们预期整体需求或有回暖，因为供暖季前城燃迎冬补库或增加。此外，刺激经济措施陆续出台，预期经济持续恢复，带动整体用气需求。

-城燃企业分析：

1) 销气量：城燃企业给出2023年指引，预期整体销气量同比恢复稍低于预期，居民用气和商业用气上半年同比增长良好。然而，受宏观经济影响整体生产开工和进出口弱于预期影响，工业销气量普遍录得低中单位数同比增长。随着经济刺激措施陆续实施，改善工商业用气需求，我们对城燃公司下半年整体销气量改善和销气收入及利润增长持中性乐观。

2) 毛差：气源价格有望改善，居民顺价措施陆续实施。各省份陆续快速出台相关居民顺价政策。积极顺价措施有望改善城燃顺价和毛差情况，我们对全年毛差改善保持乐观。

3) 接驳业务：基于地产趋势，城燃企业给出接驳指引均较保守但符合预期。

4) 增值业务：预期整体增值业务增长相对稳定，经济持续恢复增长，利好增值业务持续向好，包括炉具销售、保险销售等。

5) 新能源业务：城燃企业将进一步加速对于新兴业务的布局，包括分布式电力和综合能源业务，有望成为城燃企业业务第二增长动力。

综上，我们对城燃板块保持中性乐观：

华润燃气(1193 HK) 估值具有吸引力，预期四季度工商业用气需求持续改善。居民顺价政策陆续推出，有望推进居民顺价，整体毛差有望持续改善。优质项目优势明显，增值业务增长潜力大。风险：1) 居民顺价进度不理想；2) 接驳业务低于预期；3) 工业用气需求恢复不及预期。

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他关联机构曾在过去12个月内与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、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，都仅应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。