

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 百济神州 (BGNE US, 买入, 目标价: 288.93 美元) - 销售超预期并实现 non-GAAP 盈利

产品收入继续超出预期。2024 年第二季度, 百济神州的产品收入为 9.21 亿美元 (环比增长 23%, 同比增长 66%)。今年上半年产品总销售额达到 16.7 亿美元, 占我们先前 2024 年全年预测的 51.4%, 超出我们的预期。泽布替尼保持强劲的销售势头, 环比增长 30%, 同比增长 107%, 达到 6.37 亿美元。泽布替尼强劲的表现得益于在美国 CLL (慢性淋巴细胞白血病) 市场份额的持续提升, 以及欧洲报销范围的扩大, 其在 1L 和 R/R CLL 的新患者处方方面已经占据约 40% 的市场份额, 接近阿卡替尼, 远超伊布替尼。根据我们的测算, 泽布替尼在 2024 年第二季度占据了全球 BTKi (BTK 抑制剂) 市场约 24% 的份额, 较第一季度的 20% 显著提高。我们预计泽布替尼将持续获得市场份额, 并在 2024 年实现约 26 亿美元的收入 (同比增长 102%), 到 2031 年峰值销售额将达到 56 亿美元。

实现了 non-GAAP 盈利。受益于产品收入的快速增长, 百济神州的营业利润率持续提高。产品毛利率在 2024 年第二季度增至 85.0% (第一季度为 83.3%), 主要是受高利润的泽布替尼销售比例不断增长和规模效应的推动。SG&A 费用率 (相对于产品收入) 继续下降至 2024 年第二季度的 48% (2024 年第一季度为 57%、2023 年为 69%), 研发费用率 (相对于产品收入) 也从 2024 年第一季度的 62% 缩减至 49%。2024 年第二季度, 百济神州净亏损收窄至 1.2 亿美元 (2024 年第一季度为 2.51 亿美元)。剔除股权激励、折旧及摊销的影响, 公司录得季度盈利 4,800 万美元 (2024 年第一季度为亏损 1.47 亿美元), 这是百济的一个重要里程碑。我们认为百济神州已经到达盈利拐点。凭借强劲的销售势头和不断提高的营业利润率, 我们预计百济神州将在 2025 年实现 GAAP 下的盈亏平衡。

下一波重磅药物的临床开发高效推进。我们相信 sonrotoclax (BCL-2) 和 BGB-16673 (BTK CDAC) 有望成为重磅品种。百济神州已于 2023 年底启动了一项针对 1L CLL 的 sonrotoclax + 泽布与 venetoclax + obinutuzumab 对比的全球 3 期临床研究。预计 sonrotoclax 治疗 R/R MCL (MCL: 肥大细胞白血病) (全球研究, 已完全入组) 和 R/R CLL (中国研究) 的 2 期试验数据将于 2025 年发布, 数据阳性将会进行上市申报。Sonrotoclax 治疗 R/R CLL 和 R/R MCL 的 3 期试验预计将会在 4Q24 和 1Q25 启动。百济神州已启动了 BGB-16673 治疗 R/R MCL 和 R/R CLL 的具有注册潜力的扩展队列研究。预计公司也将在 4Q24/1Q25 启动 BTK CDAC 在 R/R CLL 中的 3 期研究。此外, BGB-43395 (CDK4i) 预计将在 2024 年 12 月的 SABCS 会议上首次发布 Ph1 数据, 有望随后启动关键试验。

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	16,892	0.08	-0.91
恒生国企	5,941	0.14	3.00
恒生科技	3,367	-0.47	-10.56
上证综指	2,870	0.00	-3.53
深证综指	1,564	-0.12	-14.89
深圳创业板	1,612	-0.54	-14.80
美国道琼斯	39,446	1.76	4.66
美国标普 500	5,319	2.30	11.52
美国纳斯达克	16,660	2.87	10.98
德国 DAX	17,680	0.37	5.54
法国 CAC	7,247	-0.26	-3.92
英国富时 100	8,145	-0.27	5.32
日本日经 225	34,831	-0.74	4.08
澳洲 ASX 200	7,682	-0.23	1.20
台湾加权	20,870	-2.00	16.39

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	29,217	0.10	-2.03
恒生工商业	9,312	0.03	0.85
恒生地产	14,750	0.47	-19.52
恒生公用事业	36,789	0.28	11.91

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	-6.26
深港通 (南下)	-26.05

资料来源: 彭博

考虑到公司不久后或将实现盈利、产品增长势头强劲、sonrotoclax 和 BTK CDAC 具有重磅潜力以及丰富的早期研发管线，百济神州仍然是我们的首选标的。我们将公司的目标价上调至 288.93 美元（前值：269.73 美元），维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **宏信建发 (9930 HK, 买入, 目标价: 3.6 港元) - 回归资本开支增长模式，以实现产品多元化和海外扩张**

宏信建发 2024 年上半年核心净利润同比下降 16% 至人民币 2.68 亿元，基本符合我们预期。公司建议派发中期股息 0.04 港元/股，为上市以来首次。宏信建发在中国市场维持其高空作业平台（AWP）租赁业务的轻资产经营模式，但正在通过投资物料搬运设备和采矿设备来扩大其设备组合，这使其上半年资本支出同比大幅增长 3.6 倍至人民币 44 亿元。与此同时，宏信建发继续将海外市场视为增长动力（截至 6 月底已拥有 35 个业务网点）。因此我们预计 2024 年底净负债/股本比率将出现回升。我们将 2024 年/25 年/26 年盈利预测下调 2%/10%/12%，主要是由于较高的财务费用预测。我们将目标价从 3.7 港元小幅下调至 3.6 港元，基于 10 倍 2024 年市盈率不变。宏信建发目当前股价对应的 2024 年市盈率只有 <4 倍，我们认为下行风险有限。维持“买入”评级。（[链接](#)）

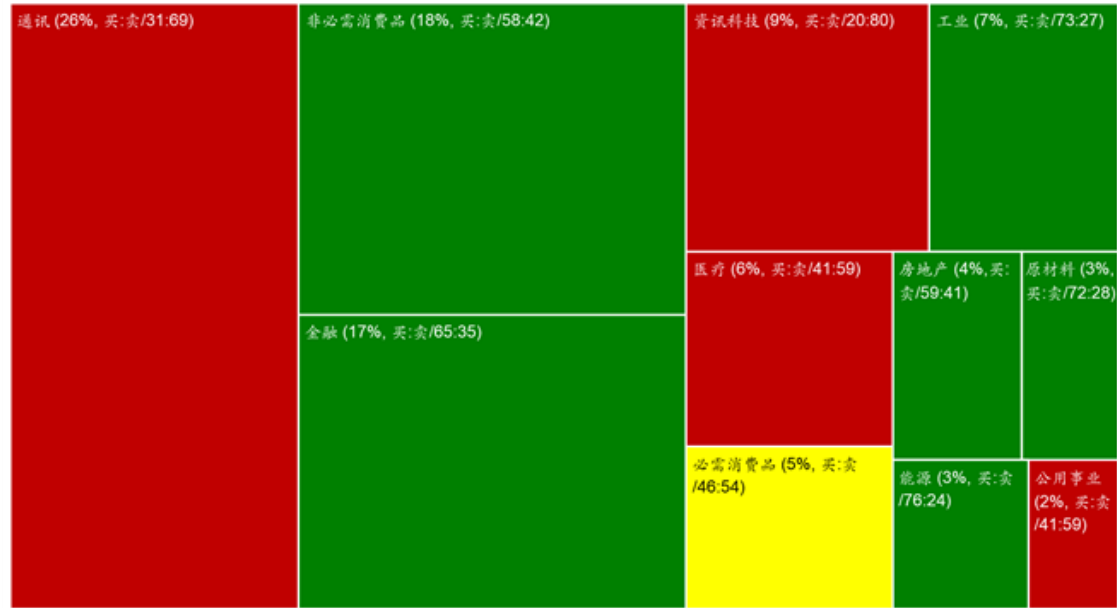
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	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	19.73	26.00	32%	3.1	1.9	2.7	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.53	14.00	86%	10.8	9.9	0.8	8.4	4.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.32	7.50	74%	8.2	7.2	0.6	7.6	7.8%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	51.84	75.00	45%	12.5	10.8	2.5	21.6	1.9%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.90	5.98	53%	11.8	10.0	2.6	26.3	7.4%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	12.36	19.77	60%	7.4	6.6	2.5	39.4	13.3%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.86	6.79	76%	48.3	40.6	10.0	21.7	0.9%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1430.69	2219.00	55%	19.8	17.6	7.2	37.7	2.6%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	183.03	269.73	47%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	264.00	383.49	45%	23.3	19.6	7.3	40.0	2.5%
中国太保	2601 HK	保险	买入	18.44	24.80	34%	5.6	5.3	0.6	12.4	6.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.78	11.90	22%	7.4	6.8	0.8	12.0	5.9%
腾讯	700 HK	互联网	买入	368.20	480.00	30%	17.9	16.3	3.3	17.4	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	80.31	124.90	56%	1.3	1.1	1.3	10.7	1.1%
拼多多	PDD US	互联网	买入	138.02	192.70	40%	1.7	1.2	4.4	45.0	0.0%
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	165.80	207.00	25%	N/A	N/A	45.4	21.4	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.40	45.10	101%	4.5	N/A	0.5	13.8	7.1%
鸿蒙精密	6088 HK	科技	买入	2.12	4.24	100%	78.5	50.5	5.3	7.4	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	15.84	24.29	53%	18.0	15.7	2.0	9.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.30	45.28	60%	12.6	9.2	1.8	21.1	2.2%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	110.50	183.00	66%	22.0	14.8	6.2	23.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	321.00	405.00	26%	30.9	21.8	5.8	21.0	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	5.79	15.50	168%	N/A	80.4	2.2	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 8 月 8 日）

招银国际环球市场上日股票交易方块 – 8/8/2024

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 $\geq$ 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 $\leq$ 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风险。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。