

每日投资策略

行业/公司点评

行业点评

■ 半导体行业 - 手机市场复苏，推动射频前端市场国产替代趋势持续深化

谨慎乐观：终端市场恢复周期不同步的现象将持续到 2025 年。

由于智能手机出货量接近饱和（根据多项预测，2024/2025 全球智能手机出货量将同比增长 4.7%/2.7%）以及射频前端器件在每台设备中的占比趋于稳定，移动射频前端市场预计在 2024-2026 年将实现低个位数的增长。即使人工智能热潮带动了对 SoC 和存储芯片等其他元器件需求的增长，但对智能手机的射频前端相关部分的影响仍相对有限。我们认为 2024 年射频前端器件在每台智能手机中的占比将会下降，并在未来保持稳定。

根据 Yole 的预测，车载射频前端市场是目前占比最低的终端市场，但受益于先进安全系统采用率的不断提升以及电气化趋势的加速深化，预计该市场将实现双位数增长。

中国半导体产业链自主可控的趋势将为本土厂商带来前所未有的机遇。射频前端市场目前由少数公司主导（排名前四的公司占据了 62% 的市场份额）。中国企业正在迎头追赶，但市场份额仍相对较低（卓胜微/唯捷创芯在 2023 年的份额分别为 3%/2%）。

就地区而言，在投资热潮的推动下，中国射频前端市场的参与者正在持续增长，尤其是在低端产品领域。

中国射频前端市场的参与者正面临着增长挑战和盈利承压（卓胜微/唯捷创芯/慧智微 2024 年第三季度毛利率同比分别下降 9/2/15 个百分点），以及市场竞争加剧和需求持续疲软等不利因素的影响。

维持对卓胜微的“持有”评级，鉴于该公司处于业务模式的转型期；公司长期增长轨迹保持不变。卓胜微是中国移动射频前端市场的领军企业，公司目前正处于从无晶圆厂到轻晶圆厂模式的战略转型期，从而导致盈利能力承压（2024 年第三季度毛利率环比下降 4.3 个百分点至 37.1%）。公司目标价为 86 元人民币，对应 45 倍 2025 预测市盈率（低于 5 年历史平均水平约 0.5 个标准差）。（[链接](#)）

■ 中国医药行业 - 医保持续支持创新，基金收支有望改善

MSCI 中国医疗指数年初至今累计下跌 17.6%，跑输 MSCI 中国指数 30.1%。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。新版医保目录已公布，多款重磅国产创新药纳入，我们预期续约品种价格降幅较温和，体现医保基金持续大力支持创新药。今年 9、10 月份，基本医疗保险（统筹基金）的收支结余显著改善。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医保基金收支状况有望大幅改善。医保基金监管趋严，同时满足院内、

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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,424	0.29	13.94
恒生国企	6,947	0.32	20.42
恒生科技	4,354	1.06	15.65
上证综指	3,326	0.93	11.82
深证综指	2,017	1.67	9.74
深圳创业板	2,224	2.50	17.59
美国道琼斯	44,911	0.42	19.16
美国标普 500	6,032	0.56	26.47
美国纳斯达克	19,218	0.83	28.02
德国 DAX	19,626	1.03	17.16
法国 CAC	7,235	0.78	-4.08
英国富时 100	8,287	0.07	7.16
日本日经 225	38,208	-0.37	14.18
澳洲 ASX 200	8,436	-0.10	11.14
台湾加权	22,263	-0.16	24.16

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	33,355	0.35	11.84
恒生工商业	10,968	0.30	18.79
恒生地产	15,403	0.08	-15.96
恒生公用事业	34,260	-0.14	4.22

资料来源：彭博

刚需、医保三个特点的产品将持续增长。医疗设备更新政策有望加速落地，推动国产医疗设备企业盈利复苏。

关注医保改善相关利好标的。我们预期，受益于医保资金改善的板块包括：1) 创新药，将获得更全面的医保覆盖；2) 医疗服务机构，应收改善、坏账改善；3) 商业流通，应收改善，收入增速提升；4) 医疗设备，招标改善。看好百济神州、信达生物、科伦博泰、联影医疗、药明康德、巨子生物、三生制药。
[\(链接\)](#)

公司点评

■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 199.2 港元) - 三季度表现超预期; 从更整体的视角驱动盈利增长

美团 3Q24 业绩收入达 936 亿元人民币，同比增长 22%，较招银国际预期/彭博一致预期均高出 2%。调整后净利润达 128 亿元人民币，较招银国际预期/彭博一致预期分别高出 4%/10%，主要受益于外卖 (FD) 业务的补贴优化使核心本地商业 (CLC) 业务产生的营业利润好于预期，以及新业务运营效率提升好于预期使亏损收窄幅度好于预期。在宏观逆风的影响下，以及为提高核心消费群体的参与度，美团正积极推动 CLC 业务内部的运营整合，从而以更整体的视角推动高质量盈利的增长。对外卖骑手和对商户扶持力度的加强，以及外卖业务中东地区国际扩张所带来的增量投资，可能会小幅抵消 CLC 业务强劲的盈利增长，但将有助于强化其长期平台生态及盈利增长。我们将 24-26 年 non-IFRS 净利润预测上调 5-9%，在考虑将估值窗口前滚至 2025 年的影响后，我们基于 DCF 的目标价上调 26% 至 199.2 港元；维持“买入”评级。
[\(链接\)](#)

■ 波司登 (3998 HK, 买入, 目标价: 6.05 港元) - 上半年业绩强劲, 下半年指引维持, 股息率相当具吸引力

考虑到当前的宏观环境，25 财年业绩其实相当强劲。波司登 25 财年上半年销售同比增长 18%，达到 88 亿元人民币，净利润同比增长 23%，达到 27 亿元人民币，均超出招银国际预期 3%，亦优于公司的指引（中双位数销售增长及更快的净利润增长）。强劲表现主要归因于以下几点：1) 新产品的成功（如冲锋衣羽绒服系列）和品类扩展（如防晒服中的城市轻户外系列和户外冲锋衣系列）；2) 线下销售表现强劲（同店增长可能高达 20% 以上）。主要的拖累都是来自女装业务。虽然总毛利率持平，但波司登和雪中飞品牌的毛利率分别上升 0.9 个百分点和 0.6 个百分点，未受羽绒价格上涨影响。尽管员工成本增加显著，但通过运营杠杆，净利润率仍提升了 0.5 个百分点至 13.8%。库存水平增长 84% 引发投资者的担忧，但我们认为仍然合理，主要由于提前囤积原材料、农历新年时间调整以及策略性减缓对经销商的供货速度。

2024 年 4 月至 10 月销售趋势良好，但 11 月略有放缓。管理层提到，2024 年 4 月至 10 月销售势头良好，但由于气温较去年同期偏暖，11 月销售增速略低于目标。然而，“双 11”期间销售增速高达 30% 以上（不包括退货），显示出一定韧性。

25 财年指引维持，策略持续发力。尽管 11 月表现有挑战，但管理层对 12 月及以后的策略充满信心。支持因素包括：1) 升级店铺形象（如北京三里屯太古里概念店），2) 开展品牌活动（如与哈尔滨联名及索菲亚大教堂时尚秀），3) 推出创新产品以适应较温暖的天气，4) 高效的执行力；5) 批发销售增长在下半年可能重新加速（上半年直营和批发的零售流水增速其实非常一致）。利润率方面，我们仍然看好，因为在双十一期间，零售折扣从 2023 年的 79 折改善至 2024 年的 81 折，客单价从 2023 年的 1500 元升至 2024 年的 1740 元。

对中长期增长前景保持乐观。我们对公司明年 300 亿元人民币的销售目标保持乐观，受惠于：1) 升级店铺形象与服务，2) 推出更多时尚与功能性产品，3) 拓展品类以覆盖更多客户群。从更长期看，品牌扩展（如收购国际高端品牌 Moose Knuckles）和海外市场拓展也将成为重要驱动力。

维持“买入”评级，目标价从 5.98 港元上调至 6.05 港元。我们微调 25/26/27 财年净利润预测，分别增加 0.4%、减少 1.4% 和减少 0.2%，以反映业绩超预期及其他成本因素。尽管天气条件可能不利，但我们仍然看好其未来增长（预计未来 3 年均销售增长 11%、净利润增长 17%）。当前估值为 10 倍 26 财年预测市盈率和 8% 的股息率，相当具吸引力。（[链接](#)）

■ 鸿腾精密 (6088 HK, 买入, 目标价: 4.38 港元) - NDR 会议点评: FY24E 业绩指引不变, FY25-27E 收入 CAGR 20% 彰显管理层信心

上周我们与鸿腾精密管理层举办了一系列 NDR 会议，会议当中投资者主要关注要点包括先前给出的 FY24E 业绩指引完成情况、公司 AI 服务器相关产品出货情况以及后续公司经营展望。管理层重申了 FY24E 业绩目标高个位数收入同比增长、20%+ 毛利率水平及 4.5% 核心经营利润率水平保持不变，目前公司业务进展顺利。在 AI 服务器相关产品方面，公司供应主要客户的 GB200 计算板上连接产品、电源 busbar 和液冷快接头等产品在四季度显著出货，并且公司目前已经有 400G/800G 光模块产品开始供货。目前公司已经送样了包括 GB200 背板连接器在内的产品正在等待客户验证，并将等待客户验证结果。而未来随着主要客户 GB300 的产品设计方案优化，市场投资者关注 GPU 插槽设计方案的应用，届时鸿腾精密也有望显著受益。公司在前期业绩会中公布了 FY25-27 三年业绩指引，表现了公司对于 3+3 战略转型实施的信心。未来几年中，AI 服务器连接产品持续渗透并放量，以及 Auto Kabel 汽车电子公司收购并表、AirPods 印度产线投产出货，都将成为 FY25E 以后公司成长的主要驱动因素。

目前公司股价交易在 15.8/9.5 倍 FY24/25E 市盈率倍数，我们认为比较具有吸引力，我们维持买入评级，目标价 4.38 港元，依然是基于 13 倍 FY25E 市盈率倍数。我们关注后续公司 Auto-Kabel 收购完成进度以及 AI 服务器相关产品验证进展。（[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	23.68	30.00	27%	3.8	2.3	3.6	13.4	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.00	19.00	36%	8.5	11.4	1.4	19.3	3.4%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.52	19.60	70%	6.2	5.7	1.0	18.3	9.7%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.06	6.05	49%	12.3	10.4	2.7	26.8	7.1%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.62	17.61	20%	7.9	7.2	3.0	40.6	9.8%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	358.80	451.11	26%	164.6	135.4	20.4	12.0	0.2%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	91.69	133.86	46%	23.9	19.2	6.6	31.8	1.4%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	215.00	276.02	28%	N/A	N/A	49.3	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	131.15	162.81	24%	53.5	N/A	5.0	8.0	0.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.45	35.50	45%	6.0	6.0	0.8	14.9	5.2%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.78	14.00	19%	8.2	7.8	1.0	13.1	5.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	398.00	525.00	32%	18.1	16.7	3.6	20.1	1.2%
网易	NTES US	互联网	买入	87.48	125.50	43%	1.7	1.6	2.8	21.5	2.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	87.37	132.20	51%	1.4	1.2	1.4	N/A	1.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.89	6.13	58%	16.9	14.4	1.5	9.7	4.4%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.19	4.38	37%	122.7	74.2	8.2	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	28.25	32.70	16%	28.5	22.8	3.6	11.3	0.1%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	35.50	44.41	25%	18.0	13.2	2.3	18.6	1.8%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	126.73	186.00	47%	26.3	18.2	7.2	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	415.68	426.00	2%	38.0	29.3	7.4	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	8.80	10.80	23%	N/A	127.5	3.4	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀国际环球市场（截至2024年11月29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。

招银国际证券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上责任。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商投资者

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属的报告。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。