

每日投资策略

行业/个股点评

行业点评

电商：双十一购物节趋势观察

在今年的双十一购物节中，电商行业实现了稳定的 GMV 同比增长（据星图数据，行业交易额同比增长 2.1%），阿里巴巴、京东均披露其录得 GMV、订单量和用户量的同比正增长。相较综合电商平台而言，直播电商因整体 GMV 基数较低增长仍较为稳固。电商平台通过提升供应链效率、丰富产品供给及内容生态及优化流量分配提高用户参与度，强化具备性价比及产品力的消费者认知以促进成交，这也为商家带来了更好的投资回报率，从而增强了商家在广告上的投放意愿。在目前的经济环境下，我们预计电商平台将继续推动国内业务的高效增长，同时凭借强大的供应链能力和运营专业知识，推动海外扩张仍是支撑电商公司长期营收和盈利增长的关键。维持对于拼多多、阿里巴巴、京东的买入评级。（[链接](#)）

中芯国际和华虹半导体 3Q23 业绩解读：3Q 业绩符合预期；4Q23 产品单价和毛利率压力仍存

中芯国际和华虹半导体第三季度业绩符合预期，但毛利率因 UTR 和 ASP 下滑而承压。展望未来，两家公司都预计智能手机/消费电子复苏、需求将趋于稳定，并强调对汽车市场高库存的担忧。在成熟制程方面，两家公司都预计 2024 年需求维持稳定但缺乏增长动力，其中，中芯国际指引 8 英寸 UTR 在 2024 年保持在 50-70%。总体而言，我们认为电脑/智能手机复苏仍然是 4Q 和 2024 年亮点。值得关注的个股包括立讯精密（002475 CH）、丘钛科技（1478 HK）、比亚迪电子（285 HK）和舜宇光学科技（2382 HK），以及国内晶圆代工厂包括中芯国际（981 HK）和华虹半导体（1347 HK）。（[链接](#)）

三大云厂商以及 Meta 持续加大 AI 资本支出

在海外科技龙头企业公布三季度财报之后，投资者对于它们接下来几个季度的 AI 资本支出重拾信心。亚马逊、微软、Alphabet 和 Meta（CSP3 & Meta）均宣布三季度资本支出环比增加，并且总额超过 370 亿美元，为历史上第四高的季度支出。这些公司致力于增加资本支出以在 AI 竞争中保持领先地位。最近关于 AI 服务及产品的积极催化因素也证实了 AI 基础设施投资将继续加速。我们观察到了显著的 AI 变现进展，例如：1) OpenAI 的年度收入已超过 13 亿美元，以及 2) 微软、亚马逊、Alphabet、Meta、Adobe 等推出的以生成性 AI 为特色的新产品及服务。此外，OpenAI 于 11 月 6 日举办了其首次开发者大会，并公布了一系列我们认为具有革命性的重要产品。这些模型和产品将扩大使用范围并降低开发成本，从而进一步增强 OpenAI 和微软在 AI 领域的领先地位。

短期到中期内，我们认为对 AI 芯片和相关硬件的潜在需求将继续超过供应，销售预计依然强劲。我们还注意到，在 AI 行业中，各大厂家的股价表现出现分歧，正如我们之前的报告中提到的，只有少数真正的国内受益者能够借助 AI 浪潮并实现乘风破浪。我们继续看好中际旭创（300308 CH，买入）。（[链接](#)）

英伟达或为中国量身定做芯片以符合出口新规

11 月 9 日多家新闻媒体报道，继美国近期针对中国实施高性能 GPU 的出口限制后，英伟达计划于 11 月 16 日专门针对中国市场推出一系列新的 AI/ML 领域定制 AI 显卡（A100/H100 和 800 系列）。新 GPU 系列包括 HGX H20、L20 PCIe 和 L2 PCIe，其计算能力将进一步降低，以遵守最新的出口限制。

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,203	-1.76	-13.03
恒生国企	5,901	-2.15	-11.99
恒生科技	3,892	-3.28	-5.72
上证综指	3,039	-0.47	-1.63
深证综指	1,904	-0.42	-3.64
深圳创业板	2,005	-0.65	-14.55
美国道琼斯	34,283	1.15	3.43
美国标普 500	4,415	1.56	15.00
美国纳斯达克	13,798	2.05	31.83
德国 DAX	15,234	-0.77	9.41
法国 CAC	7,045	-0.96	8.82
英国富时 100	7,361	-1.28	-1.22
日本日经 225	32,568	-0.24	24.81
澳洲 ASX 200	6,976	-0.55	-0.88
台湾加权	16,683	-0.38	18.00

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	29,073	-1.05	-10.39
恒生工商业	9,622	-2.18	-11.85
恒生地产	17,546	-2.05	-32.62
恒生公用事业	29,594	-1.08	-19.64

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）	35.20
深港通（南下）	25.68
沪港通（北上）	-21.58
深港通（北上）	-3.36

资料来源：彭博

我们相信这一趋势将为中国不同行业的半导体企业带来推动力。我们建议投资者重点关注半导体国产化的受益者，如中际旭创（300308 CH，买入）、韦尔股份（603501 CH，买入）、卓胜微（300782 CH，买入）和闻泰科技（600745 CH，买入）。（[链接](#)）

个股点评

固生堂（2273 HK，首予买入，目标价：70.77 港元） - 打造第一民营中医服务连锁品牌

固生堂是国内领先的民营中医医疗服务机构。截至 2023 年 6 月底，固生堂的医疗服务网络已拥有 53 家线下门店，覆盖全国 16 个城市；公司网络内聚集超过 3.1 万名中医师（截至 1H23），其中包括 1.2 万名高级职称医师。基于公司不断扩大的门店网络和医师资源，固生堂已成长为国内头部民营中医医疗服务机构之一。

利好政策推动中医药产业快速发展。根据 Frost & Sullivan (F&S) 数据，中医诊疗服务占 2019 年中国中医大健康市场的 31.8%，预计中医诊疗服务将在 2019-2030 期间以 18.2% 的 CAGR 增长，至 2030 年将占中医大健康市场的 61.9%。根据 F&S，民营机构占 2020 年中医诊疗服务市场的 42.0%，且民营中医诊疗服务市场极度分散，意味着广阔的市场整合空间，将有利于龙头公司的长期发展。我国对中医药发展的政策支持是一贯的，在 2020 年新冠疫情爆发后的支持力度进一步提升，全方位支持中医药产业的健康发展，涉及中药注册审评、提升中医药人才培养、多点执业、鼓励综合医院的中西医协同、中医药医保报销和定价等。

把握优质医生资源构建深厚护城河。固生堂已经与多家国内知名三甲中医院和多所知名中医药大学达成合作，为优质医生多点执业打通渠道。截至 2023 年 6 月底，固生堂的平台内有超过 3.1 万名中医医生，其中具有高级职称的医生数量超过 1.2 万人。此外，固生堂合作的名中医达到 571 位，其中包括 9 位国医大师和 79 位全国名中医，这也为公司开发院内制剂提供坚实的学术基础。截至 2023 年 6 月底，固生堂已有三个院内制剂获得药监局备案许可，在 2023 年进行了 12 个制剂研发工作，并计划在 2024 年继续研发 7 个。同时，公司持续扩充自有医生团队；截至 2023 年 6 月底，固生堂拥有 421 位自有医生。自有医生团队收入贡献占比大幅提升，2023 年上半年占公司线下收入的 34%（vs 2020 年：13%）。

成功的跨区域复制能力。成立以来，固生堂持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络。公司传统优势领域广深地区在 2020 年贡献公司整体收入的 52.4%，在 1H23 减少到了 35.7%，证明公司成功的跨区域复制能力。2018 至今，固生堂收购了 26 家门店。根据我们的测算，以标的在被收购当年的全年收入计算，2018 年至 2023 年上半年，公司所有收购交易的 P/S 估值介于 0.8-1.5 倍，远低于医疗服务行业其他交易的估值，体现固生堂优秀的并购和议价能力。公司的门店网络已覆盖全部四个一线城市，以及 12 个二线核心城市。在 2023 年上半年，一线城市贡献公司整体收入的 63.4%。然而，公司在一线城市的渗透率远未达到天花板，例如，公司在广州/上海的门诊渗透率仅为 1.8%/0.8%。

首次覆盖给予公司买入评级，目标价 70.77 港元。我们预计固生堂 2023E/24E/25E 收入同比增长 42.9%/34.9%/32.9%，经调整净利润同比增长 46.0%/37.5%/36.8%，对应现阶段股价的 PE 分别为 35x/25x/18x。（[链接](#)）

百济神州（BGNE US，买入，目标价：295.7 美元） - 第三季度业绩持续强劲

百济神州第三季度产品收入 5.95 亿美元，环比增长 8%，同比增长 70%。泽布替尼 3Q 销售额 3.58 亿美元，环比增长 16%，继续同比高速增长 130%。其中，泽布替尼在美国的销售额为 2.70 亿美元，环比增长 21%，主要得益于 TN、R/R CLL/SLL 方面销售的增长。泽布替尼在全球市场中持续获得市场份额。泽布替尼今年前三个季度已经录得 8.77 亿美元收入（同比增长 126%），占我们先前全年预测的 74%。我们提高泽布替尼全年销售预测至 12.7 亿美元（同比增长 124%）。

替雷利珠单抗 3Q 销售额 1.44 亿美元，环比下降 3%，同比增长 13%，可能由于反腐的短暂影响。替雷利珠单抗的市场份额持续增加。公司预计替雷利珠单抗将在今年底或明年上半年在美国获批 2L ESCC，替雷利珠的美国获批时间点预期略

有延后，主要由于公司仍在等待 FDA 的决定。同时 1L ESCC 的 NDA 正在受理，PDUFA 日期为明年 7 月。公司也会在今年内在美国递交一线胃癌的上市申请。在国内，替雷利珠单抗治疗一线胃癌（不论 PD-L1 表达）和一线 ES-SCLC 的 sBLA 已获 CDE 受理，NSCLC 新辅助治疗的 sBLA 预计也将在明年上半年向 CDE 递交。

百济在今年 3Q 持续提高费用使用效率，毛利率提升至 83.8%（对比 2Q 的 82.7%），销售和管理费用率下降至 61%（对比 2Q 的 71%），研发费用率维持平稳（3Q 和 2Q 均为 76%）。Sonrotoclax (Bcl-2) 将在今年 4Q 启动与泽布替尼联用治疗一线 CLL 的全球关键临床。BTK-CDAC 有望明年进入关键临床。我们调整公司 (BGNE US) 目标价至 295.7 美元，维持买入评级。（[链接](#)）

宝尊电商 (BZUN US, 买入, 目标价: 7.6 美元) - 分析师大会: GAP 战略推进, 焕新提效显著

我们于上周五（11 月 10 日）参加宝尊分析师大会，公司从 GAP 中国战略规划、全面升级、门店表现等维度展现了收购后业务焕新及提效成果，并阐述了商品+营销+渠道+系统的升级策略。集团业务层面以交流方式分享了双十一销售趋势、直播电商进展、品类拓展等，并对技术赋能及商业化展开了深度探讨。我们认为会议亮点如下：1) 提出 GAP “2025 年扭亏为盈、2027 年营收翻番”的 5 年战略目标，新店在选址、服务、品牌力等维度升级后坪效及毛利率显著提升；2) 双十一销量符合预期，其中户外及健康大类韧性增长；3) 在多年技术投资及积淀下，宝尊技术赋能的同时通过宝舵实现技术商业化。我们看好 GAP 升级后利润率改善趋势、并期待 BEC 多渠道边际增量。维持买入评级，目标价 7.6 美元。（[链接](#)）

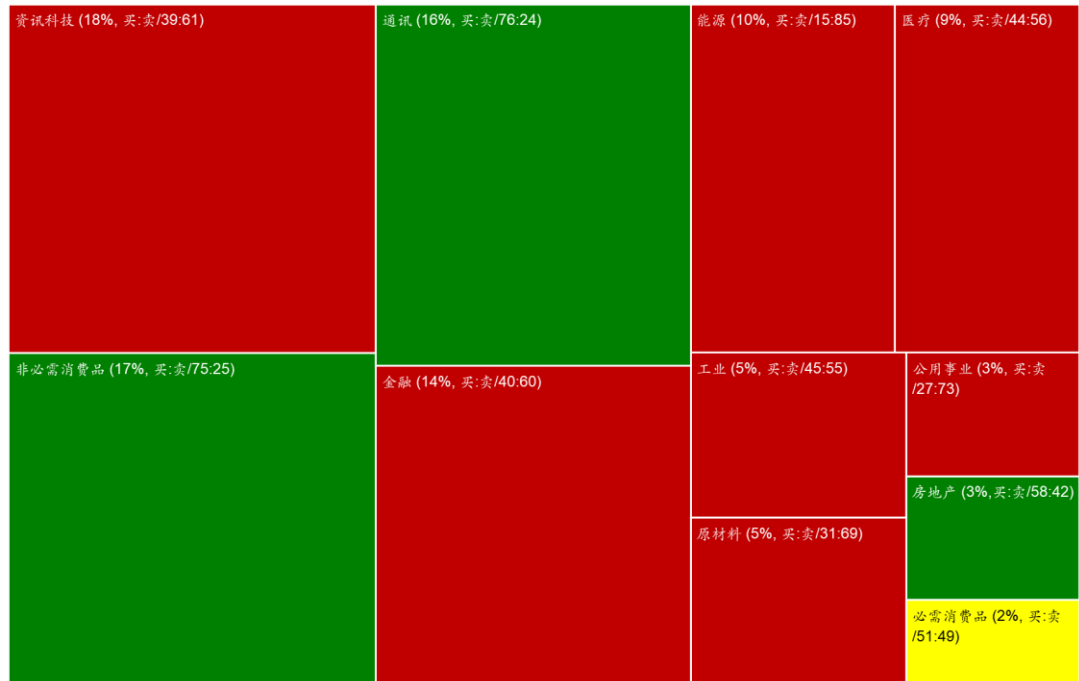
招銀國際環球市場焦點股份

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	
持仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	36.96	55.00	49%	34.3	17.3	5.5	18.1	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.27	14.00	51%	24.9	18.1	1.1	4.7	2.0%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	12.94	16.10	24%	10.7	10.0	1.1	11.0	3.1%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.75	67.00	37%	17.9	14.6	3.2	21.7	1.2%	
华润电力	836 HK	能源	买入	15.30	22.53	47%	5.4	4.5	0.7	14.6	7.7%	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.45	35.48	51%	8.6	7.3	1.3	11.2	5.9%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	90.30	109.99	22%	22.5	18.2	5.6	30.7	1.9%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.72	14.26	47%	6.7	5.8	2.1	34.1	11.7%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.41	6.71	52%	8.7	7.0	1.8	23.0	0.3%	
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	39.75	73.10	84%	24.4	19.3	4.3	18.9	1.7%	
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	56.65	88.90	57%	19.0	16.8	2.9	16.6	3.3%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1775.84	2440.00	37%	30.8	26.9	9.9	33.6	1.7%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	46.70	48.13	3%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
中国人寿	2628 HK	保险	买入	10.30	17.81	73%	N/A	N/A	0.6	6.5	5.4%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	37.15	80.30	116%	0.5	0.4	0.8	14.4	7.1%	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	69.35	118.00	70%	1.4	1.3	2.3	18.2	0.3%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	302.80	460.00	52%	N/A	N/A	N/A	15.1	0.7%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	109.04	109.00	0%	24.4	17.4	4.9	23.4	0.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	113.88	125.00	10%	20.1	18.8	N/A	21.5	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	82.75	155.00	87%	10.8	8.6	N/A	11.8	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	54.60	97.00	78%	34.0	20.0	N/A	12.0	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	28.25	45.10	60%	5.4	4.9	0.7	13.3	5.6%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.90	41.98	20%	20.7	16.8	3.6	14.4	0.9%	
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	51.19	68.00	33%	20.8	15.0	N/A	6.8	0.3%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	11.54	17.00	47%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 11 月 10 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 10/11/2023

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员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。