

策略观点

美国大选与中国政策

- **宏观：**近期中国政策转向强宽松，中国经济活动显著回升，但持续性仍有挑战。目前政策仍难以扭转消费疲弱和通缩压力，中国仍需在市场化改革、公共财政、货币政策和去产能政策方面积极发力。美国经济延续温和放缓，从过热趋向偏冷，但有望避免衰退。美联储 9 月大幅降息之后可能转向小幅渐进降息，预计 11 月降息 25 个基点，明年进一步降息 75 个基点。
- **科技：**乐观，过去一个月科技板块迎来温和反弹，在 AI 终端新品和云厂商资本开支继续高增下，预计板块估值修复行情有望延续，建议布局两条主线：1) 全球厂商 4Q 密集发布 AI 终端和旗舰新品，苹果 Apple Intelligence 上线，小米发布旗舰小米 15 系列，明年 AR 眼镜新品有望成为主流终端，在 AI 新品创新驱动以及以旧换新政策推动国内市场回温下，有望驱动新一轮升级需求；2) AI 算力产业链受益北美 CSP 资本开支持续高增，Blackwell 新品需求强劲，GB200 AI 服务器 4Q 顺利量产出货，供应链拉货开始加速。建议积极关注相关投资机会，包括智能手机/AI PC/MR 终端供应链如小米集团（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）和舜宇光学（2382 HK，买入），AI 服务器供应链包括鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）和工业富联（601138 CH，未评级）。建议关注 Apple Intelligence 持续升级以及 GB200 服务器出货情况。
- **半导体：**谨慎乐观。10 月至 11 月，海外、国内企业集中发布三季度业绩。目前看，与 AI 相关的需求和指引依旧强劲，非 AI 需求仍处于缓慢复苏或持续的库存整理阶段。美国大选结果即将公布，或将影响国内外半导体政策和板块的行情走势。长期看，我们维持之前的投资主线推荐。1) AI 产业资本开支继续增长，产业链持续受益。北美四大云厂商（亚马逊、微软、谷歌、Meta）对 AI 资本开支的展望依旧非常正面，三季度资本开支总额同比增长 61%、环比增长 13%，延续了高增长态势（一、二季度同比增速：30%、58%），并给出了积极展望。我们期待 2025 年行业变现的机会和进展，持续看好该板块，尤其看好存储市场、光通讯以及在网络连接市场的需求增长。我们偏好 AI 产业链中真正受益的 A 股标的，首选中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）。2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化。地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保证供应链安全上。对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。考虑到美国大选期间拜登政府可能会出台新的禁令，我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的可能会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。推荐北方华创（002371 CH，买入，目标价：426 元人民币）和华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 港元）。3) 通讯板块因高股息仍受到投资人的青睐。因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，相信通信板块仍会受到偏好保守策略的投资人的青睐。4) 消费电子市场或将逐步复苏。受益于新品发布和市场份额的增长，看好韦尔股份（603501 CH，买入，目标价：130 元人民币）。
- **互联网：**行业估值经历第一阶段重估后有所回调，互联网行业股票目前交易均值在 16x PE，相较 9 月底有所回落。第二阶段的估值重估或需等待政策实际见效支撑基本面实质性转好后长线基金流入驱动。展望 11 月，3Q 业绩或为交易重点，消费情绪环比略有回暖情况下，部分互联网公司（如电商平台）尽管指引通过增量投入以换取增长，但较高 ROI 门槛下行业竞争格局边际恶化或不需过度担忧。综合目前的估值修复水平，及潜在基本面仍有可能超预期的维度评判，我们推荐腾讯（700 HK，买入；核心主业竞争格局稳固，高毛利率业务如游戏/视频号广告/直播电商拉动盈利稳健增长）、拼多多（PDD US，买入；3Q 盈利有望好于预期、估值相较目前盈利增速仍有提升空间）、阿里巴巴（BABA US，买入；变现率提升逐步进入兑现阶段、新业务运营效率提升有望支撑利润率表现）、携程（TCOM US，买入；3Q

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

奚文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

业绩有望好于预期、估值相较过去两年均值仍不贵）、快手（1024 HK，买入；盈利增长强劲，估值相较盈利增长具备吸引力）。

■ **软件及 IT 服务：**中美软件板块 10 月股价表现重新展现分化趋势。10 月市场投资情绪整体回落后中国软件板块股价表现整体有所回调，但在较强的业绩预期支撑下及市场仍部分演绎降息交易的情况下美股软件板块股价表现仍相对较优。基本面层面，对中国软件板块而言，尽管我们关注到整体签单速度相较 1H24 有所回暖，但在企业支出仍需时间恢复的情况下，软件公司营收增速恢复或仍面临挑战，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司短期内的重要主题，具备技术实力在大型客户获取方面具备优势的公司或有望展现相对韧性。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行，推荐买入金蝶国际（268 HK，买入）。

■ **医药：**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、创新药支持政策也有望在各地落地。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏，《生物安全法案》的影响或将有限。国内新一轮医保谈判即将落地，尽管医保资金收支存在一定压力，我们认为医保资金支持创新药的政策趋势不会改变。推荐买入药明康德（2359 HK，603259 CH）、百济神州（BGNE US）、信达生物（1801 HK）、联影医疗（688271 CH）、巨子生物（2367 HK）、三生制药（1530 HK）、科伦博泰（6990 HK）。

■ **食品饮料、美妆护肤：**在消费政策刺激、消费预期向好、内需改善回暖下，企业经营动力有望更加充足，必选板块的估值将受到支撑。啤酒方面，尽管运营环境依然艰难，但行业数据显示 9 月的月度啤酒产量自今年 1-2 月以来首次录得同比正增长，酒企信心有所恢复。3Q 业绩来看，毛利率提升体现成本红利持续兑现，且持续对中端新品投入以保障市占稳健。我们认为，4Q 啤酒消费淡季下，百威亚太（1876 HK）经营负杠杆或将持续导致利润率持续下滑，青岛啤酒（168 HK）则有望在低基数以及库存出清接近尾声的效应下平稳过度并在明年取得增速回顾，华润啤酒（291 HK）则有望得益于喜力销量的进一步提升实现高端化进程延续。软饮方面，假期出行依旧为销量提供支撑。鉴于农夫山泉（9633 HK）长期进入纯净水市场，水饮价格战现象短期内可能仍会对公司自身利润率提升造成一定侵蚀，但由于东方树叶长期领跑无糖茶赛道，市占率且铺货率今年内持续大幅提升，公司整体盈利受到保障。零食板块来看，得益于较低的客单价和新兴渠道的稳健发展，终端和渠道同步利好高品质小零食持续增量。短期来看，符合消费者心智定位的零食替代性较低。进入年货节旺季，预计头部品牌发展保持稳健，以销售支持利润增长。美妆护肤方面，行业内国货效应进一步加强，珀莱雅（603605 CH）在天猫美妆预售成交榜维持位列第一，韩束年初至今连续蝉联抖音月销榜首，在销售与盈利端，头部企业已实现断层式领先。我们认为，在政策支持扩内需及消费升级暂缓的背景下，“性价比”仍是市场中短期内的核心驱动力。我们持续推荐短期盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费中，我们维持对珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级；在食品饮料行业中，维持华润啤酒（291 HK）的“买入”评级。

■ **可选消费：**未来三个月维持看好。10 月份消费环境不俗，比疲弱的 9 月大幅改善，国家政策利好、天气转好、双 11 提前，都是改善的原因。分行业看，只有家电好于市场预期，其他体育用品、服装、餐饮和旅游-酒店也仅符合预期。消费力在十一黄金周后的确回调了很多，我们也会谨慎小心，但因为基数逐渐降低，我们看好双 11 和抖音渠道的持续发力，我们对四季度整体看好，预期增长会边际转好。另外行业也越来越分化，看到大品牌的策略开始奏效，优势显现。

推荐波司登（3998 HK，买入）、江南布衣（3306 HK，买入）、百胜中国（YUMC US/ 9987 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、亚朵（ATAT US）、安踏（2020 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、海尔智家（600690 CH/ 6690 HK，买入）、美的（000300 CH/ 0300 HK，买入）。

■ **汽车：**“银十”行业旺季成色不错。根据我们的渠道调研，线索量、进店量和订单情况环比均有进一步提升，为春节前行业销量的持续增长注入信心。部分投资者期待汽车以旧换新政策可以延续至明年以减轻今年政策对需求的透支效应，我们预计政策的延续与否有望在 11 月底至 12 月初得见分晓。汽车行业的三季度业绩已经陆续公布，整体来说比较符合我们此前的预期，11 月中旬开始仍有一些造车新势力将陆续公布三季度业绩并与市场沟通后续展望。近期行业估值有所修复，我们仍然推荐基本面扎实的车企，包括吉利汽车（175 HK）和理想汽车（LI US/2015 HK）等，卓越的产品竞争力将助力其在行业内卷中突出重围。

■ **房地产和物管：**乐观。销售端：重点开发商 10 月合同销售环比增 72%，同比增 7%，自 23 年 5 月以来首次同比转正，其中表现较好的中海、融创、越秀、建发同比分别增长 66%、53%、48%、44%；表现较弱的新城、金地、万科、旭辉同比-57%、-49%、-36%、-32%。从网签数据观察，截至 11 月 4 日，30 城新房日均成交面积较 924 以前提升 34%，深圳、广州、上海表现强劲（+83%、+67%、29%），北京表现次之（+6%）；二手房方面，16 城日均成交面积较 924 之前日均增长 14%，深圳、杭州、上海表现亮眼（42%、38%、31%）。年初至今来看，30 城新房同比降幅维持在-31%，16 城二手房同比增 1%。924 政策包对销售的拉动效果超出预期，系对原本被抑制的刚需和改善性购房需求的边际释放，并未带动大量投资需求。

展望：在中央一系列政策组合拳之后，各个城市继续政策放松动作，我们认为监管期待积极管理市场预期意愿非常明确，故推测市场对宽松政策的炒作会在四季度持续，尤其在人大常委会和中央经济工作等重要会议即将召开的背景下。同时考虑到政策对购房情绪的提振效果略超预期，以及开发商年末加大推盘力度提供更多折扣，11、12 月边际修复的销售数据公布也可能对市场起到积极作用。

板块表现：在宽松政策炒作和积极的销售数据公布的交替作用下，我们重申板块会在四季度呈现震荡上行趋势的观点，该趋势可能至少维持到 25 年新年，如果期间有更多重磅政策出台，则趋势可能延续至 1H25。选股方面：短期维度开发弹性大于管理，我们推荐基本面较好的开发商，如华润置地（1109 HK），以及开发业务强关联的绿城管理（9979 HK）。中长期维度，我们推荐业务永续和受益于存量市场的轻资产公司如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）、万物云（2602 HK）、贝壳（BEKE US）等。风险提示：国际紧张局势升级、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

■ **保险：**板块资产负债延续，短期做多强寿险标的。上市险企前三季度负债端增长稳健，投资端回暖带动利润增长超预期。短期看，我们认为板块交易仍将以贝塔逻辑驱动，前三季度业绩超预期逐步反映在股价当中。看好四季度险企净利润及新业务价值延续增长。

寿险方面，四季度各险企将逐步转战 2025 年开门红，预计随着国有大行进一步下调存款挂牌利率（当前 5 年期人民币定期存款利率为 1.55%），2.5% 预定利率的传统险仍具备投资吸引力；此外，各险企明确将加大分红险销售占比，预计 2025 年开门红的主力产品将以分红险、年金险和终身寿险为主。中长期看，板块估值修复仍有待经济预期的改善，四季度财政增量政策和地产利好政策的出台有望支撑板块股价上行。

财险方面，三季度大灾赔付损失增加带动非车综合成本率上行，预计 3Q 为全年承保综合成本率的高点；预计四季度 COR 将在风险减量管理和业务结构的持续改善下回落。保费层面，预计车险保费 4Q 有望在“以旧换新”政策补贴下回暖，叠加新能源车渗透率进一步提升，利好件均保费增长，维持全年车险保费增速 4% 的预测，预计车险综合成本率在费用率降低的基础上进一步下行。非车方面，我们认为业务结构调整仍是板块综合成本率管控的关键。雇主责任险、保证险和企财险等高赔付业务的保费占比有望进一步压降，个人非车意外险等承保盈利险种的保费占比有望提升。预计 4Q 非车综合成本率边际改善，头部险企将达成全年车险/非车承保综合成本率指引（<97%/<100%）。

目前中資險企交易于 0.2-0.6 倍 FY24E P/EV 和 0.5-1.0 倍 FY24E P/BV，股息率均值/中位数分别为 4.5%/4.7%。短期来看，我们看好纯寿险标的在政策预期下的弹性收益，推荐基本面持续改善的龙头标的中国人寿（2628 HK，买入，目标价：20.0 港元）。中长期维度，看好负债端稳健增长和资产负债匹配较好的中国平安（2318 HK，买入，目标价：65.1 港元）和中国太保（2601 HK，买入，目标价：35.5 港元），以及派息稳健和防御属性为主的中国财险（2328 HK，买入，目标价：14.0 港元）。

- **资本品：**看好。在 3Q24 的业绩发布会中，工程机械公司普遍维持对出口和产能出海的正面指引，特别是拉美、非洲、印度和中东等新兴市场，同时稳步推进欧美等市场（具体细节请参考内文），我们相信中国工程机械出海的势头将于 2025 年保持强劲。投资建议：我们继续看好中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）的全球扩张战略以及在新兴产品市场份额的提升，我们相信潜在的股票回购（须于 11 月 11 日获得股东批准）将为股价提供支持。然而重卡方面，我们对中国重汽（3808 HK）维持持有评级，主要由于我们认为重卡出口转弱的因素未被反映（相关[报告](#)）。

图表 1：行业荐股

公司名称	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	2024E	2025E	2024E	2024E	2024E
小米集团	1810 HK	科技	买入	27.60	32.29	17%	26.2	22.1	N/A	11.1	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.05	44.41	34%	15.8	11.0	2.0	24.2	0.7%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	40.93	55.09	35%	21.8	17.8	N/A	16.0	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.74	4.25	57%	13.7	8.4	N/A	7.0	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	145.08	186.00	28%	30.2	20.9	10.4	31.2	0.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	425.99	426.00	0%	39.0	30.0	N/A	21.3	0.0%
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	22.45	24.00	7%	36.1	20.6	N/A	N/A	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	419.80	525.00	25%	17.6	16.2	N/A	19.1	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	120.57	187.90	56%	9.3	7.4	N/A	49.0	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	96.73	133.80	38%	11.0	9.5	N/A	N/A	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	67.06	65.80	-2%	20.5	19.9	N/A	11.1	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	51.30	92.00	79%	11.5	8.7	3.7	26.5	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	8.68	10.80	24%	N/A	116.0	N/A	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	56.72	72.37	28%	15.7	14.0	N/A	17.3	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	202.73	288.93	43%	N/A	399.8	91.0	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	38.15	55.21	45%	N/A	N/A	5.2	N/A	0.0%
影联医疗	688271 CH	医药	买入	124.98	162.81	30%	51.0	40.7	N/A	8.0	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	55.85	62.07	11%	27.0	21.4	N/A	32.1	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	5.94	9.46	60%	7.0	6.6	N/A	N/A	0.0%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	184.50	243.38	32%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	103.54	133.86	29%	27.0	21.7	N/A	31.8	0.0%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	29.50	63.20	114%	16.2	14.1	N/A	17.3	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.52	5.98	32%	12.6	10.7	N/A	26.3	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	378.00	451.11	19%	23.1	19.2	N/A	12.0	0.0%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	66.70	81.20	22%	150.0	43.3	10.8	2.5	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	26.40	29.40	11%	20.8	15.1	N/A	48.7	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	85.80	126.68	48%	17.2	16.1	N/A	25.7	0.0%
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.68	7.50	32%	11.6	10.3	N/A	13.9	0.0%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	27.85	36.41	31%	12.6	11.1	N/A	16.4	0.0%
美的	000333 CH	可选消费	买入	72.10	66.70	-7%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	14.54	14.00	-4%	9.2	15.6	N/A	16.7	1.6%
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.71	30.00	21%	20.0	13.6	N/A	13.4	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	26.60	45.1	0.7	4.9	N/A	N/A	13.8	0.0%
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	3.47	5.56	60%	6.3	5.7	N/A	24.3	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	32.85	46.94	43%	N/A	N/A	N/A	20.9	0.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.14	6.13	48%	16.6	14.1	N/A	9.7	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	33.60	54.03	61%	11.2	10.2	N/A	16.4	0.0%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	18.52	32.94	78%	8.5	7.2	N/A	35.7	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	23.30	40.01	72%	11.9	10.8	1.7	11.3	3.7%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	22.49	21.50	-4%	21.1	19.2	N/A	7.5	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	16.40	20.0	0.2	3.4	5.9	N/A	24.1	8.8%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	5.48	6.80	24%	10.5	9.4	0.8	6.9	4.0%
中国重汽	3808 HK	资本品	持有	20.85	21.40	3%	9.3	8.6	N/A	13.6	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

■ 新一轮政策宽松助推经济回升，但持续性仍有挑战

经济活动显著回升。在新一轮政策宽松刺激下，中国经济显著回升，高频经济活动指数从 9 月的 0.87 升至 10 月的 1.02（2019 年=1），高频模拟 GDP 增速从 9 月的 4.6% 升至 10 月的 5%。国庆假期日均出行人次和出游花费同比增速均超 6%，房地产、汽车、家电等大宗需求显著回升。制造业和服务业 PMI 均从收缩状态重回扩张状态，业务活动预期指数大幅改善，生产回升，需求降幅收窄，价格指数显示通缩压力略有缓解。预计 GDP 增速将从今年前三季度的 4.8% 升至第四季度的 5%，全年增速 4.9% 左右。

住房销量冲高回落，供大于求和以价换量状态延续。新一轮政策宽松刺激住房销量大幅回升，一线城市表现亮眼，其他城市复苏力度相对较弱。一线城市新房销量同比增速从 9 月的 -32% 反弹至 10 月的 31%，相比 2018-2019 年同期复苏率升至 134%，二线城市新房销量同比跌幅从 42.7% 缩窄至 25.9%，三线城市新房销量同比增速从 -14.6% 反弹至 7%，两者相比 2018-2019 年同期复苏率仍仅为 46.9% 和 50.1%。一线城市二手房销量同比增速从 9 月的 3.3% 反弹至 10 月的 43.2%，9 个代表性二线城市¹二手房销量同比增速从 9 月的 4.3% 升至 10 月的 7.4%。高频数据显示住房销量在 10 月上中旬冲高之后已开始回落，一线房价初现止跌迹象，但其他城市房价依然疲弱，房市供大于求和以价换量状态延续。

制造业与服务业活动改善。从制造业 PMI 来看，通用设备、汽车、电气机械器材等行业景气度较高，木材加工及家具、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业表现疲弱，钢铁与有色金属行业价格回升明显，食品饮料、钢铁、有色金属、汽车、电气机械器材等行业对未来预期较为乐观。从服务业 PMI 来看，铁路运输、航空运输、电信服务、生态保护与公共设施管理等行业景气度较高，住宿、房地产等行业仍处于收缩区间，铁路运输、邮政、货币金融服务、资本市场服务等行业预期相对乐观。外需方面，10 月美欧制造业 PMI 仍在收缩，韩国出口增速延续放缓，但中国港口货物和集装箱吞吐量同比增速分别从 9 月的 0.6% 和 6.4% 升至 10 月的 4.7% 和 10.3%，预示“抢出口”效应可能支撑中国出口增速短期反弹。内需方面，10 月全国观影人次同比增速自今年 3 月以来首次转正，国内航班架次同比增速小幅回升，汽车销量延续不错增长。

通缩压力仍在。10 月食品价格延续下跌，上海二手车市场平均交易价格环比下降 15.3%，同比跌幅则从 9 月的 19.6% 扩大至 27.7%，汽车“以旧换新”补贴可能鼓励需求转向新车并增加二手车供应；飞天茅台批发参考价延续下跌，9 月环比下跌 9% 左右，近日小幅反弹；“双十一”优惠可能导致 10 月和 11 月核心商品价格下跌。通缩压力依然存在，反映消费需求较弱和大部分行业供大于求。失业风险依然较高，家庭收入不振，今年前 9 个月个人所得税同比下降 4.9%，消费信心指数仍在低位，储蓄率依然较高。通缩压力对企业盈利伤害较大，今年前 9 个月企业所得税同比下降 4.3%，国企利润同比下降 2.3%，企业盈利改善需要等待经济走出通缩。

¹ 11 个代表性城市包括杭州、南京、成都、青岛、厦门、苏州、无锡、东莞和佛山。

■ 美国大选和中国政策

中国近期政策转向强宽松。中国近期政策从弱宽松转向强宽松，驱动力来自高层政策态度变化，意味着未来政策空间被打开。本周全国人大常委会将审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务计划。预计未来增量财政政策可能包括四个方面：1) 地方政府发行债券置换隐性债务，3 年 6 万亿；2) 中央政府发行特别国债补充六大国有银行，未来 1-2 年总规模 0.6-1 万亿；3) 鼓励地方政府用专项债资金收购滞销商品房和闲置土地，未来 5 年预计 4 万亿，但由于地方财政压力较大和收购项目盈亏平衡问题，该政策执行难度较大；4) 对低收入家庭、多子女家庭和农村社保给予适度财政支持。我们预计中国广义财政赤字率可能从 2024 年的 10% 上升至 2025 年的 13.5%。

美国大选对中国经济和政策均有重要影响。特朗普 2.0 时代意味着全球贸易冲突加剧和美国对国际秩序投入减少，全球经济不稳定性增加，区域经济分化加剧，美国可能面临通胀上升和美元走强，但外贸依存度高尤其是对美贸易依存度高的经济体可能面临通缩效应和货币走弱，全球贸易投资的离岸中心也将受到冲击。如果特朗普 2.0 时代如果开启新一轮贸易战，那么将降低中国 GDP 增速 0.95-1.55 个百分点，并加剧中国通缩压力，贸易冲突将加速中企出海以规避关税或寻求市场多元化。特朗普的美国优先、贸易保护、民族主义和孤立主义将损害美国信誉及盟友关系，为中国加强与其他国家经贸投资联系创造机遇。如果特朗普当选并升级贸易冲突，那么中国很可能增加政策宽松力度以对冲其负面影响。

政策效应与空间。新一轮政策宽松显著提振中国金融市场信心，可能推动中国经济活动短期有所改善。目前政策仍属于救急，重点是稳定房市、提振股市和解决地产泡沫破裂后地方财政困境与银行体系压力，尚未转向大规模提振消费和解决通缩问题。稳定房市、解决地方财政困境和银行体系压力无疑有助于改善信心、消费和通缩，但无法再造增长动力。中国仍需要多方面政策持续发力以提振经济。一是建立法制化营商环境，加快市场化改革，改变政府主导资源配置和国企引领增长模式，恢复民营企业企业家精神。二是构建以民生支出为主的公共财政体系，优化财政支出结构，减少对低效基建投入，精简政府机构降低行政支出，大幅增加民生支出尤其是对低收入家庭、低财富家庭、失业群体、农村社保的转移支付。三是克服浮动汇率恐惧症建立自主货币政策，在实体通缩和信贷增速下降趋势下，持续降低政策利率，推动温和再通胀。四是努力解决房地产和产能过剩行业供大于求难题，推动供求再平衡和价格止跌回稳，改善企业盈利前景。

美国经济

■ 经济温和放缓，短期仍有韧性

美国经济逐步放缓，从去年过热到今年相对平衡，明年可能趋向偏冷。今年前三季度，美国经济放缓接近平衡状态，实际 GDP 环比增速趋近潜在增速，PCE 通胀靠近目标水平，失业率升至自然失业率附近。10 月制造业 PMI 依然收缩，但服务业 PMI 延续扩张，就业市场温和放缓。未来四个季度，美国经济可能逐步进入偏冷状态，预计实际 GDP 增速可能降至略低于潜在增速水平，通胀达到目标水平，失业率升至略高于自然失业率水平。

但美国经济有望避免衰退，一方面疫情冲击、经济重启和政策时滞对各部门影响差异很大，各部门周期不同步，呈现滚动式收缩或扩张，拉长经济周期，避免同步叠加带来短期内经济大幅收缩，另一方面除联邦政府外，其他部门债务负担受加息周期影响较小，资产负债表比较稳健。

特朗普当选美国总统，短期内对美国经济具有加热作用，长期则可能带来滞胀效应。特朗普的能源政策有助于降低油价，但他的减税和放松监管政策将提振内需，大规模关税和严格移民政策将推升商品和服务通胀，总体将推升未来通胀。短期内，他的减税和放松监管

政策对经济增长的提振作用将超过关税和移民政策的负面效应，总体利好经济增长；但长期内，后者的负面效应将超过前者，总体不利于经济增长。

■ 美联储将开启小步渐进降息

由于特朗普政策效应，未来五个季度美联储降息空间将有所下降。预计美联储今年 11 月降息 25 个基点，明年进一步降息 75 个基点。美国去通胀不断取得进展，PCE 在 9 月已下降至 2.09%，与美联储目标已非常接近。核心 PCE 通胀也已降至 2.6% 左右，预计明年上半年趋近 2%。美国就业市场温和降温，企业用工需求逐步放缓，平均失业时间和永久性裁员而失业人数均升至近 2 年新高，失业率升至自然失业率附近。美联储对实现通胀目标更有信心，对就业市场走弱开始警惕。美联储在 9 月政策校准式降息之后，短期内可能采用小幅渐进降息方式。

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

AI 终端创新和云厂商资本开支继续高增，板块估值修复行情有望延续

乐观，过去一个月科技板块迎来温和反弹，在 AI 终端新品和云厂商资本开支继续高增下，我们预计板块估值修复行情有望延续，建议布局两条主线：1) 全球厂商 4Q 密集发布 AI 终端和旗舰新品，苹果 Apple Intelligence 正式上线，小米发布旗舰小米 15 系列，明年 AR 眼镜新品有望成为主流终端，在 AI 新品创新驱动以及以旧换新政策推动国内市场回温下，有望驱动新一轮升级需求；2) AI 算力产业链受益北美 CSP 明年资本开支持续高增，Blackwell 新品需求强劲，GB200 AI 服务器 4Q 顺利量产出货，供应链拉货开始加速，建议积极关注相关投资机会。整体来说，手机产业链（苹果/小米/高通/联发科）4Q 展望稳定增长，苹果链（比亚迪电子/瑞声/鸿腾/舜宇）受益 iPhone/iPad 和 Apple Intelligence 周期，MR 产业链（舜宇/丘钛）受益明年 AR 眼镜加速渗透；PC/服务器品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（鸿海/广达）业绩指引 AI 服务器需求维持强劲，通用服务器和 PC 市场明年温和复苏。智能手机/AI PC/MR 终端核心供应链包括小米集团（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）和舜宇光学（2382 HK，买入），AI 服务器供应链包括鸿腾精密（6088 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）和工业富联（601138 CH，未评级）。建议关注 Apple Intelligence 持续升级以及 GB200 服务器出货情况。

1) 智能手机/PC：AI 终端新品、消费旺季和以旧换新政策有望刺激国内需求

消费终端整体需求温和复苏，3Q24 全球手机/PC 出货量表现分化，分别同比+4.0%/-2.4%（vs 2Q +6.5%/3.0%），反映 AI PC 升级需求较为波动。IDC 上调全球手机出货量增速至 5.8% 达 12.3 亿台，预计 2024 年生成式 AI 手机将实现 344% 增长，占整个市场 18% 份额。

全球终端品牌 4Q 密集发布 AI 旗舰新品，苹果 iPhone 16 和 Apple Intelligence 正式上线，小米发布旗舰小米 15 系列，上游芯片厂商发布 AI 新品加速 AI 终端渗透，包括联发科天玑 9400 和高通骁龙 8 Gen 4。AI 新品创新有望驱动新一轮升级需求，相关产业链也有望继续增长。苹果链方面，我们预期 Apple Intelligence 正式推出将加快 AI 终端渗透，明年 iPhone 17 有望迎来硬件 AI 创新，2026 年布局折叠终端和 AI 眼镜，继续发挥芯片、模型、终端及系统一体化生态优势，看好苹果 AI 生态未来三年有望迎来创新周期。看好国内苹果产业链立讯精密、瑞声科技、鸿腾精密、舜宇光学和比亚迪电子等份额和价值量持续提升。

安卓链方面，全球出货量持续复苏，4Q24/2Q15 旗舰 AI 终端新品发布，小米和华为为供应链最为受益，考虑 AI 和高端折叠手机在光学、结构件、散热和折叠屏等方面创新，我们看好相关零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、瑞声科技和鸿腾精密等。

在 PC 方面，3Q24 全球出货量同比下降 2.4%，低于 2Q24 的同比增长 3.0%，终端品牌（戴尔/惠普/联想）明年指引向好，需求有望复苏。另外，2024 年大厂密集推出 AI PC 产品，高通、联发科、AMD、英特尔等巨头加码 AI PC，我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。展望明年，预计 PC 行业受益 AI PC 和 Win11 更新周期驱动将温和复苏，英特尔预测 2024 年 AI PC 出货量约 4000 万台，2028

年 AI PC 占比将达 80%。手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链重点标的包括小米集团和联想集团 (992 HK, 未评级)。

2) AI 产业链: Blackwell 新品和 GB200 服务器 4Q 顺利出货, 供应链有望迎来全面增长

北美云厂商 3Q 资本开支继续高增, 对明年资本开支指引乐观, Meta 上调 24 年资本开支, 微软指引 4Q 资本开支环比上升, 谷歌/亚马逊明年资本开支持续增长。服务器品牌 (戴尔/惠普/联想) 和代工厂商 (鸿海/广达) 3Q 业绩向好, AI 服务器订单需求维持强劲。Blackwell 产品路线图更新后, GB200 新品 4Q 顺利出货, 产业链开始积极拉货, 多家参与的 ODM 将显著受益, 工业富联指引 2024 年 AI 服务器收入同比增长两倍, 占服务器总收入近 40%, 其中生成式 AI 服务器同比增加三倍, 我们看好 AI 算力升级周期加快将推动产业链持续增长。

AI 芯片供应限制在下半年得到缓解, 高算力需求将推升 AI 服务器出货量增长。我们预计 AI 服务器产业链将继续受益于 CoWoS 供应改善和 Hopper H200 增长, 而 Blackwell (B200/GB200) AI 服务器将在 4Q24 晚些开始小批量出货。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商, 中游主要包括服务器品牌和 OEM/ODM 厂商为主。从硬件层面, 全球 AI 服务器 OEM/ODM 龙头将持续受益, 包括工业富联 (601138 CH, 未评级) 作为第一梯队的 GB200 服务器供应商, 以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商, 包括比亚迪电子的 H20/GB200 服务器相关产品量产出货、鸿腾精密的 GB200 服务器产品和液冷零部件。

3) MR 产业链: AI 模型提升交互能力, 看好智能眼镜明年加速渗透

Meta 在 9 月 Connect 2024 上展示 Quest 3s 和 Meta 新一代眼镜新品, 媒体报道苹果积极推进智能眼镜市场, 内部正在研究相关产品, 考虑推出一款依赖 iPhone 的智能眼镜产品, 进一步巩固 iPhone 作为苹果生态系统的核心地位, 同时有望大幅降低产品成本。我们看好 AR 智能眼镜明年将成为主流终端, 拉动行业整体出货重回正增长。我们相信相关硬件零部件及组装产业链受益标的包括立讯精密、歌尔股份 (002241 CH, 买入)、舜宇光学、高伟电子 (1415 HK, 未评级) 和长盈精密 (300115 CH, 未评级)。

4) 汽车电子: 小米 SU7 订单量超预期, 产业链下半年盈利水平有望企稳

年初至今受到下游客户价格战影响, 汽车电子产业链上半年盈利水平普遍承压, 京东方精电和英恒科技指引下半年利润水平有望稳步修复。小米 SU7 今年交付目标上调至 12 万台, 月度产能上调至 2 万台, 其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力, 推出 Pilot Pro/ Pilot Max 两套智驾方案。受益于汽车智能化浪潮, 以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势, 中国汽车智能化发展提速, 相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商, 仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展, 自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高, 预计 ADAS 摄像头需求将不断增长, 利好京东方精电 (710 HK, 买入)、英恒科技 (1760 HK, 买入) 和舜宇光学等汽车电子产业链标的。

■ 推荐买入小米集团、鸿腾精密、比亚迪电子、立讯精密

1) 小米集团 (1810 HK): 手机业务回暖, 表现优于市场, 国际化、高端化战略效果明显, 小米 15 系列新品销售有望超预期。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力, 以及极致的性价比和软硬件生态完整性, 在消费者中树立良好口碑, 高端化进程进入新阶段。小米汽车今年正式发布小米 SU7, 我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础, 为消费者打造“人车家全生态”体验, 从个人设备到智能家居到智慧出行, 产品生态创新将成为竞争壁垒。

2) 鸿腾精密 (6088 HK): 全球服务器连接器龙头厂商之一, 管理层预期 2024 年服务器/互连业务收入将同比增长 15-20%, AI 服务器相关产品收入将占总收入的 8-10%, 主要受

到铜连接器产品的出货增长驱动，以及包括 MCIO 和高速 I/O 产品的快速放量。另外，今年公司迎来新品上量及业务突破：1) 网络连接业务的高速连接器产品出货量将显著增加，受益 GB200 服务器 4Q24 量产出货；2) EV 业务的 Voltaira 汽车电子并表有望带来三位数同比增长；3) AirPods 印度产能明年开始出货，预计份额有望持续提升。我们认为公司增长动力充足，产品组合持续优化，我们看好公司 2024-25 年收入和利润增长加速。

3) 比亚迪电子 (285 HK)： 安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为利润增长提供动力，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，公司收购捷普的结构件业务，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。

4) 立讯精密 (002475 CH)： 受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升，近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深化垂直整合能力，未来 3 年苹果 AI 叠加 iPhone 升级周期，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系，随着新品发布和技术布局逐步落地，看好公司成长逻辑，目前估值处于历史低位，建议买入。

■ **风险提示：** 宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

10 月至 11 月，海外、国内企业集中发布三季度业绩。目前看，与 AI 相关的需求和指引依旧强劲，非 AI 需求仍处于缓慢复苏或持续的库存整理阶段。美国大选结果即将公布，或将影响国内外半导体政策和板块的行情走势。

长期看，我们维持之前的投资主线推荐：1) AI 产业资本开支继续增长，产业链持续受益。北美四大云厂商（亚马逊、微软、谷歌、Meta）对 AI 资本开支的展望依旧非常正面，三季度资本开支总额同比增长 61%、环比增长 13%，延续了高增长态势（一、二季度同比增速：30%、58%），并给出了积极展望。我们期待 2025 年行业变现的机会和进展，持续看好该板块，尤其看好存储市场、光通讯以及在网络连接市场的需求增长。我们偏好 AI 产业链中真正受益的 A 股标的，首选中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）。2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化。地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保证供应链安全上。对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。考虑到美国大选期间拜登政府可能会出台新的禁令，我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的将会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。推荐北方华创（002371 CH，买入，目标价：426 元人民币）和华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 港元）。3) 通讯板块因高股息仍受到投资人的青睐。因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，相信通信板块仍会受到偏好保守策略的投资人的喜爱。4) 消费电子市场或将逐步复苏。受益于新品发布和市场份额的增长，看好韦尔股份（603501 CH，买入，目标价：130.0 元人民币）。

我们维持 2023 年年底策略报告中的投资主线推荐。

1) 人工智能（AI）：资本开支继续增长，产业链持续受益。

三季报显示北美四大云厂商对 AI 资本开支的展望依旧非常正面，三季度资本开支总额同比增长 61%、环比增长 13%，延续了高增长态势（一、二季度同比增速：30%、58%）。我们持续看好人工智能（AI）产业链的发展。我们认为 2024 年各大云厂商将继续加大对 AI 基础设施的投资，以确保在 AI 军备竞赛中保持先发优势，获得更多的市场份额、吸引更多用户使用其产品，并着重对基建中能效指标进行改进和提升。根据彭博预测，2024 年主要云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 的资本支出总额预计同比增长 46%，高于一、二季度预期的 36%、39%，明年预计总体资本开支仍将上升 18%。这持续利好 AI 产业链的发展。我们尤其看好存储市场、光通讯以及在网络连接市场的需求增长。

展望未来，AI 的创新和应用将持续加速，我们预计市场的焦点将会从之前的 AI 硬件投资（如芯片等基础设施）拓展到 AI 应用和软件开发的进展，即关注 AI 变现策略能否顺利推进，且获得成功。例如，具备 AI 功能（如 Co-pilot）的终端设备（AI 智能手机和 AI PC）是否能在未来加速渗透。

我们维持 AI 需求将持续增长的观点，相信产业链相关公司会持续受益，尤其是那些业务收入来自 AI 市场份额高的标的。A 股首推中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）。三季度收入同比增长 115%，环比增长 9%。净利润同比增长 104%，环比增长 3%。管理层强调，本季度业绩受美元/人民币汇率波动的不利影响。剔除这一影响（约 1 亿人民

币)，公司保持了双位数的环比增长。管理层指出，关键物料的供应链瓶颈导致出货量增速放缓，本季度订单增速大于销售收入增速（[报告](#)）。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。

2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化。根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。**近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，注册资本高达 3,440 亿元人民币，是迄今为止规模最大的一期（第一/二期资金规模分别为 1,390 亿元/2,000 亿元人民币）。该基金的设立对推动中国集成电路产业的发展有着重要的意义。参考前两期投资重点主要集中在芯片制造、半导体设备和材料等领域，我们认为第三期的投资方向有望延续此前的投资范围，同时可能关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。

近日，有消息称拜登政府可能会扩大半导体设备出口禁令的范围，引起市场广泛关注。我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的将会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。**对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 HK，买入）将是主要受益者。**（[报告](#)）

推荐北方华创（002371 CH，买入，目标价：426 元人民币）。公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。北方华创作为中国最大的设备制造商，并拥有最丰富的产品线。公司持续巩固其在中国的领先地位，与国内众多芯片制造商都有紧密的合作，多种产品已安装并运行。公司雄厚的资产负债表（现金超过 100 亿元人民币）和多样化的人才库赋予了其持续发展所需的财务实力和研发能力。公司三季度收入为 80 亿元人民币，同比、环比增长 30.1%、23.8%，受益于半导体设备销售额的大幅增长（9M24 同比增长 47.0%）。净利润为人民币 17 亿元，同比、环比增长 55.0%、1.7%。毛利率为 42.3%，同比上升 5.9 个百分点，但环比下降 5.1 个百分点，主要由于：1) 毛利率较低的光伏设备销售额上升；2) 季节性波动。总体而言，公司三季度收入和净利润增长强劲，整体业绩保持稳健。（[报告](#)）

推荐华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 港元）。我们认为中国的半导体供应链将进一步加强本地化。我们预计中国晶圆代工龙头企业将持续保持市场份额的增长，主要驱动力包括：1) 中国政府对半导体供应链自主可控的大力支持；2) 成熟制程产能的扩张和份额提升；3) 下游市场需求的逐渐复苏。我们认为，中国最大的两家晶圆代工企业，中芯国际（981 HK/688981 CH，未评级）和华虹半导体，将是半导体自主可控趋势下的主要受益者。华虹半导体是中国第二大晶圆代工企业。我们观察到了公司晶圆出货量和产能利用率上升等积极迹象，我们认为公司正在从周期底部逐渐复苏。（[报告](#)）

3) 通讯板块仍是较好的防御性标的。我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观逆风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

目前通讯板块的股息收益率为：中国移动（941 HK），6.93%；中国联通（762 HK），6.09%；中国电信（728 HK），6.07%；中国铁塔（788 HK），4.91%；中兴通讯（763 HK），3.63%。

4) 半导体周期或将回暖。我们认为消费电子市场已于 2023 年年底触底。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。若下游需求进一步改善，半导体行业终端需求有望逐步回暖。

韦尔股份 (603501 CH, 买入, 目标价: 130 元人民币) 将通过新品发布和市场份额的增长获益。韦尔股份的高阶像素 50 系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升；同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。公司三季度收入、净利润环比增长 6%/25%。本季度净利润的增长主要由于 1) 去年同期的低基数 (2 亿元人民币)、2) 有利的产品组合以及 3) 成本控制。毛利率本季度保持稳定 (本季度、上季度分别为 30.4%、30.2%)，表明业务已从周期低谷中逐步复苏 (较去年同期上升 8.6 个百分点)。(报告)

我们认为**卓胜微 (300782 CH, 持有, 目标价: 86 元人民币)** 长期增长轨迹不变，但由于公司目前处于业务转型阶段 (由芯片设计转向自有产线模式)，公司盈利能力将在短期内承压。我们在最新[报告](#)中将卓胜微下调至“持有”评级。我们认为，公司渡过业务转型带来的挑战后，未来会更上一层楼，将在全球市场拥有更强的竞争力。

■ **风险提示:** AI 需求不及预期；新的半导体禁令出台；行业竞争激烈程度高于预期；消费电子需求持续下滑。

软件与 IT 服务

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

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

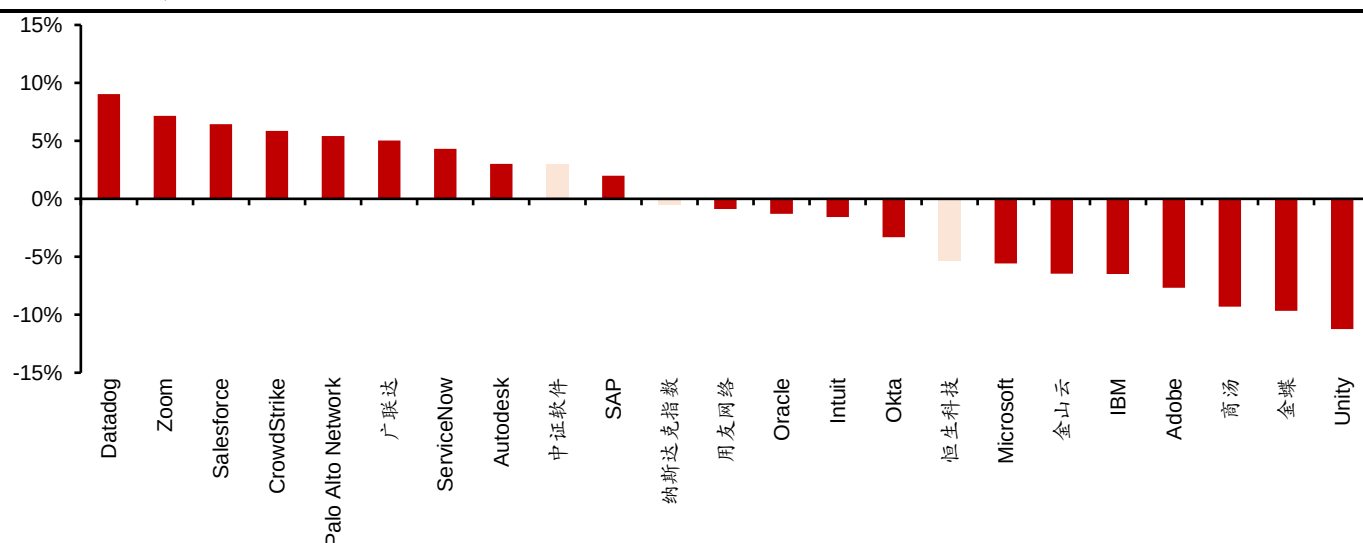
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

中美软件板块 10 月股价表现重新展现分化趋势。10 月市场投资情绪整体回落后中国软件板块股价表现整体有所回调，但在较强的业绩预期支撑下及市场仍部分演绎降息交易的情况下美股软件板块股价表现仍相对较优。基本面层面，对中国软件板块而言，尽管我们关注到整体签单速度相较 1H24 有所回暖，但在企业支出仍需时间恢复的情况下，软件公司营收增速恢复或仍面临挑战，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题，具备技术实力在大型客户获取方面具备优势的公司或有望展现相对韧性。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行，推荐买入金蝶国际（268 HK，买入）。

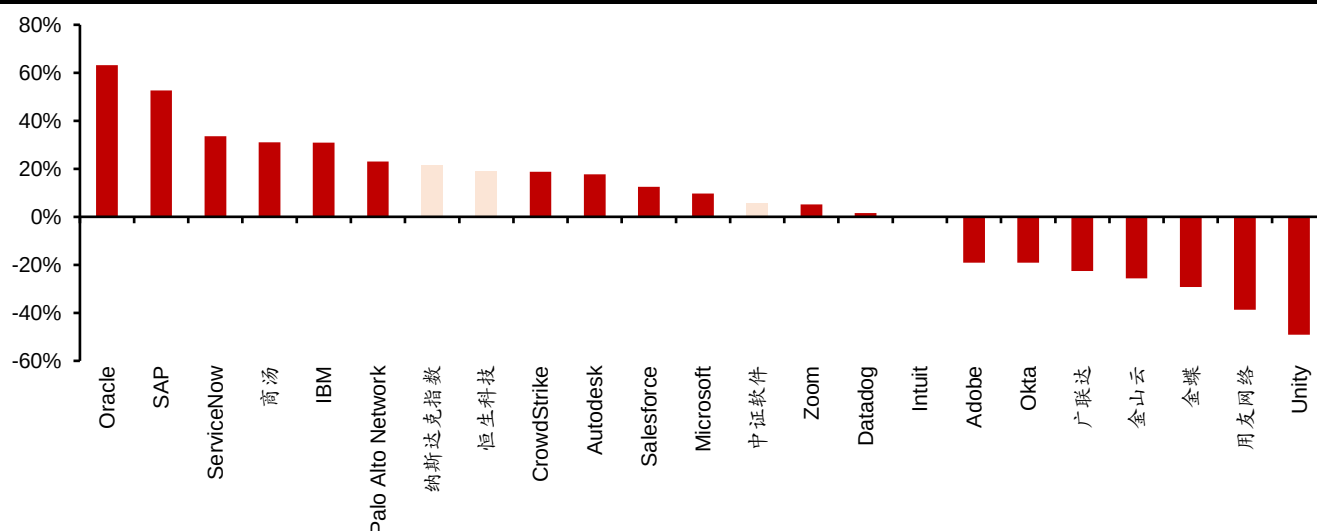
10 月恒生科技指数下跌 5%，纳指下跌 1%，Datadog/Zoom/Salesforce 涨幅领先，10 月分别上涨 9%/7%/6%。

图 2: 10 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢

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 2024 年实现 14-20% 的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%,但增长的确性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复,但整体结构性的复苏或仍有待观察。对于 2H24,相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司,我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ IaaS 和 PaaS: 高质量增长是主题, AI 云带来新增量

得益于低利润率 CDN 业务退出效果逐步弱化及 AI GPU 云逐步起量,互联网厂商云业务同比增速季环比持续回暖下利润率稳步提升,支撑集团层面盈利改善。目前看, AI GPU 云快速发展趋势下,百度、阿里或相较腾讯受益更多,竞争格局变化趋势值得关注。3Q24 整体中国云行业的营收增长或将受益于具备韧性的降本增效需求及 AI GPU 云需求逐步释放而环比进一步加速。因生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平,叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略,头部厂商云业务的盈利能力在 2024 年或有望进一步提升。

■ 海外软件: 客户数字化支出情绪维持相对稳定, 关注生成式 AI 进展

美国软件行业中,降息预期交易助推近期板块估值高位抬升,在估值已经较为充分地反映市场乐观情绪的情况下,基本面能否维持超预期的表现以及生成式 AI 的相关进展或为估值波动中枢的关键支撑因素。ServiceNow 3Q24 总收入同比增长 22%至 28 亿美元,较一致预期高 2%;非 GAAP 净利润同比增长 29%至 7.75 亿美元,较一致预期高 7%,主要得益于收入表现好于预期以及运营效率提升。固定汇率下 3Q24 cRPO 同比增长 23.5%,较此前指引高出 150bps,主要得益于大订单的强劲趋势以及生成式 AI 解决方案的持续渗透。展望 4Q24E,管理层预计订阅收入/cRPO 在固定汇率下同比增长 20.5%/21.5%,非 GAAP 运营利润率同比稳定在 29%。

■ 推荐买入金蝶国际

金蝶 (268 HK)：金蝶 1H24 收入同比增长 11.9% (1H23: +16.8%) 至 28.7 亿元人民币，比彭博一致预期低 2%，我们认为这可以归因于交易周期延长和宏观经济逆风（特别是小微企业，其相关收入同比增速在 2024 年上半年放缓至 9%，而 2023 年上半年为 19%），而净亏损为 2.18 亿元人民币，同比减少 23%，较彭博一致预期窄 20%，这体现了金蝶在提高运营效率方面的决心。核心 SaaS 产品金蝶星空云的 ARR 增长势头保持健康，1H24 订阅 ARR 同比增长 24% (1H23: 同比增长 29%)。同时，大型企业收入同比增长 38.9% (1H23: +38.4%)，增速依然稳健。尽管我们仍预计需求恢复需要时间（特别是针对小微企业而言），我们预计 2024 年业绩将有望在 2H24 部分堆积释放，主因在手合同价值的健康增长和交易周期有所延长推动。我们的目标价为每股 10.8 港元，基于 2024 年预期的 4.4 倍 EV/Sales，与一年平均水平一致。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

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

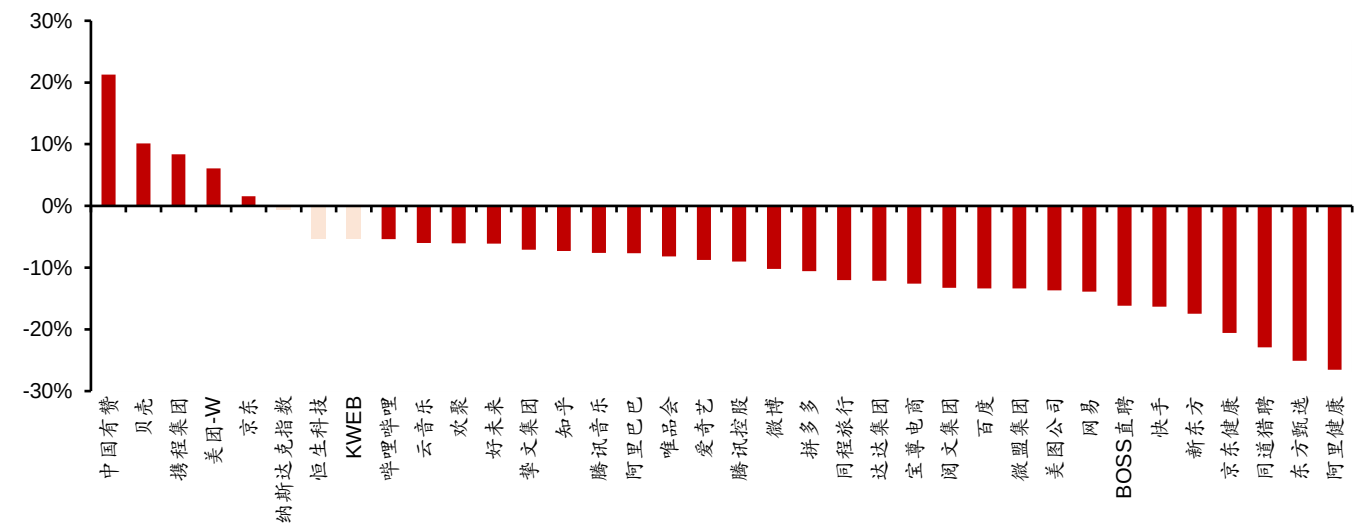
■ 未来 3 个月看法中性乐观

行业估值经历第一阶段重估后有所回调，互联网行业股票目前交易均值在 16x PE，相较 9 月底有所回落。第二阶段的估值修复或需等待政策实际见效支撑基本面实质性转好后长线基金流入驱动。展望 11 月，3Q 业绩或为交易重点，消费情绪环比略有回暖情况下，部分互联网公司（如电商平台）尽管指引通过增量投入以换取增长，但较高 ROI 门槛下行业竞争格局边际恶化或不需过度担忧。综合目前的估值修复水平，及潜在基本面仍有可能超预期的维度评判，我们推荐腾讯（核心主业竞争格局稳固，高毛利率业务如游戏/视频号广告/直播电商拉动盈利稳健增长）、拼多多（3Q 盈利有望好于预期、估值相较目前盈利增速仍有提升空间）、阿里巴巴（变现率提升逐步进入兑现阶段、新业务运营效率提升有望支撑利润率表现）、携程（3Q 业绩有望好于预期、估值相较过去两年均值仍不贵）、快手（盈利增长强劲，估值相较盈利增长具备吸引力）。

当前互联网板块整体估值对应 16x 2024E non-GAAP P/E，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，我们预测互联网行业 2023-2025E 年 non-GAAP 净利润复合增速有望达 25%，对应 2024E PEG 为 0.7x。

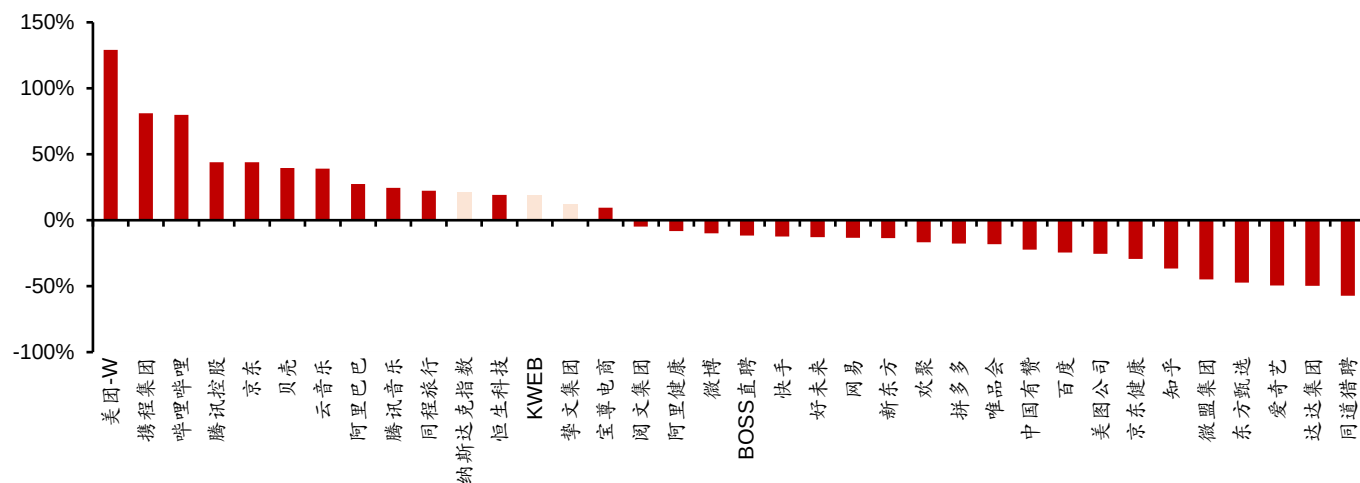
10 月恒生科技指数下跌 5%，KWEB 指数下跌 5%，贝壳（受益于增量政策出台支撑）/携程（得益于旅行需求稳健、且携程行业龙头地位稳固）/美团（本地生活竞争格局结构性好转）涨幅领先，10 月分别上涨 10%/8%/6%。

图 4: 10 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: YTD 互联网板块股价表现



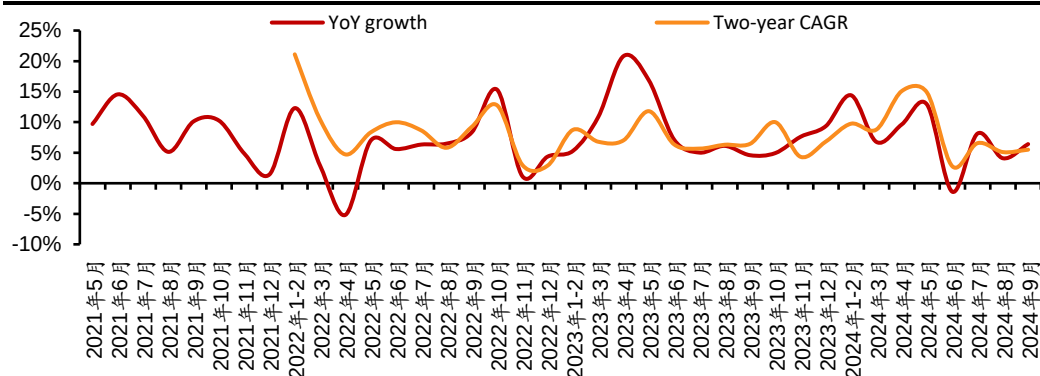
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 电商: 消费复苏及股东回报仍为关注重点, 国内竞争或无需过度担忧

9 月社会消费品零售总额数据及实物商品网上零售额数据均略好于预期。展望 4Q, 龙头电商平台在消费情绪复苏的情况下指引增量投入或致使竞争格局及盈利增长展望相较 3Q 边际恶化, 关注重点在于变现率提升速度 (阿里巴巴)、盈利增速 (拼多多)、以及家电以旧换新带来的增量 (京东), 但仍以 ROI 为主的基调下, 竞争恶化程度或不需要过度担忧。

据国家统计局数据, 1) 单 9 月社会消费品零售总额同比增长 3.2%, 好于 Wind 一致预期的 2.3%, 且环比上月 2.1% 回暖; 2) 单 9 月份实物商品网上零售额增速 6.4% (2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月: 14.4/6.8/9.6/12.9/-1.4/8.1/4.1%), 好于我们预期的 4%, 增速环比温和回暖或受益于以旧换新拉动, 验证部分头部电商平台提及 9 月消费情绪边际回暖趋势。

图 6: 中国: 实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

电商竞争格局方面, 我们观察到整体直播电商 GMV 同比增速季度环比呈现下降趋势, 给传统货架电商带来的竞争影响或边际转弱。据晚点 Latepost 和易观数据, 抖音电商 GMV 同比增速 2M24/2024 年 3 月/4-5 月/618 购物节分别为 60%+/40%以下/30%以下/超过 20%, 呈现逐月下降趋势。快手电商 GMV 增长亦较预期更弱, 1Q24 及 2Q24 GMV 分别同比增长 28% 和 15%, 其中 2Q GMV 增速弱于市场一致预期的 24%。我们认为直播电商增速放缓或主因: 1) 宏观消费疲软下冲动型消费受到更大影响; 2) 直播电商流量及时长逐步见顶 (在缺乏增量流量的情况下, 平台给予商家端的支持举措或不可持续); 3) 缺乏基础设施

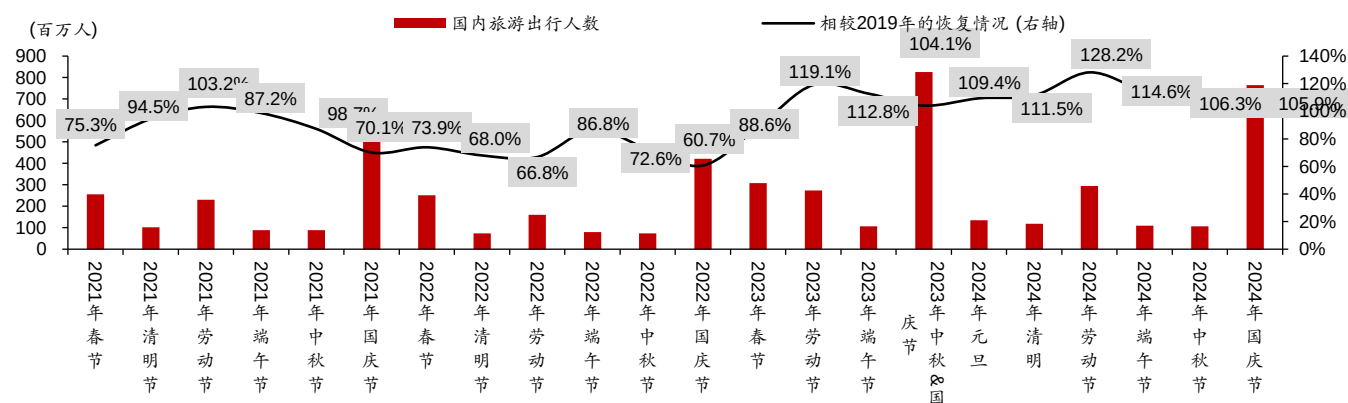
支持下直播电商平台的货架电商业务用户心智培养弱于预期；及4) 平台流量成本较高，较难支持低价策略的执行及与同业的竞争。

基于较为稳定的利润水平，电商平台提升股东回报或有望为估值水平提供支撑。除拼多多外，阿里巴巴及京东均致力于持续提升股东回报：1) 阿里巴巴：1QFY25 回购了 7700 万股 ADS，总计 58 亿美元，合计回购净注销的股份数占截至 2024 年 3 月 31 日的流通股数量为 2.3%；2) 京东：①截至 2024 年 6 月 30 日的 3 个月/6 个月，京东回购的股份总数约为截至 2024 年 3 月 31 日/2023 年 12 月 31 日的普通股总数的 4.5%/7.1%，②宣布新的 3 年 50 亿美元回购额度，年均额度占目前市值比例为 4.4%。

■ 在线旅游：国内业务高基数下同比增长具韧性，龙头平台 3Q 出境游或有望好于预期

十一假期出游数据仍展现旅游行业国内业务高基数下增长具备韧性、出境游延续恢复趋势且龙头平台出境游业绩有望好于预期。文化和旅游部 10 月 8 日发布数据显示，2024 年国庆节假期，全国国内出游 7.65 亿人次，按可比口径同比增长 5.9%，较 2019 年同期增长 10.2%；国内游客出游总花费 7008.17 亿元，按可比口径同比增长 6.3%，较 2019 年同期增长 7.9%。

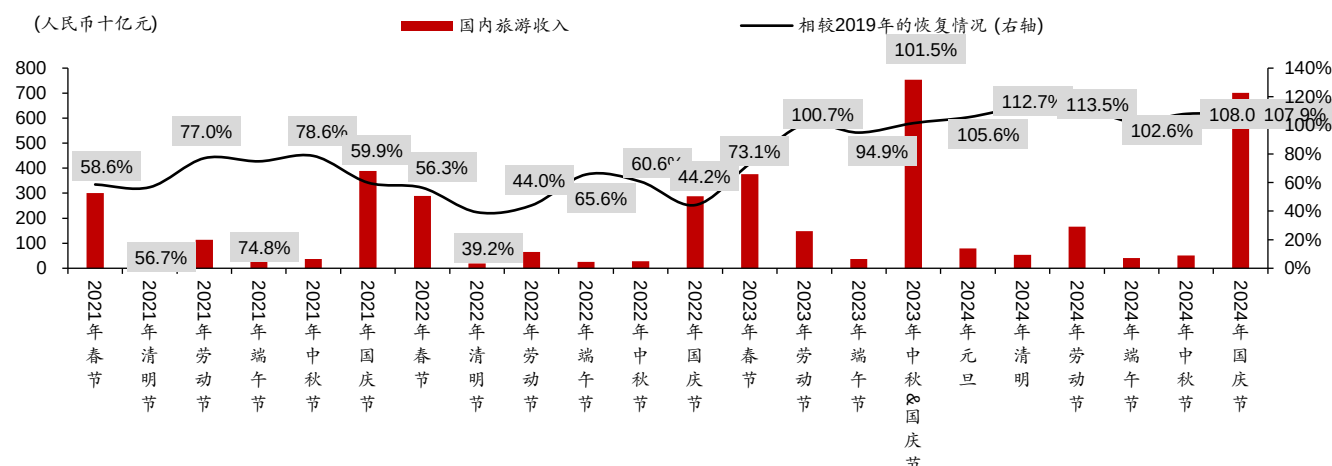
图 7：主要节假日国内旅游人次及相较 2019 年的恢复情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

十一出游层面，据龙头 OTA 平台的数据显示：1) 长线游热度趋势延续：携程平台预订数据显示“十一”期间超 6 成旅客为长途游旅客，周边游仅占两成；途牛平台预订数据显示，国内长线游出游人次占比达 52%，出境游热度继续稳步提升，出游人次占比为 28%；2) 整体出境游需求仍旺盛，携程平台显示国庆出行的签证办理量同比增长七成，且部分东南亚国家出境游花费将低于部分国内目的地或助推出境游需求旺盛；同程旅行数据显示出境游客源地向低线城市转移，在长线出境游消费者中，三线及以下城市居民占比超过 40%，相关产品预订热度增长超 2 倍。飞猪平台国庆期间国际酒店预订规模恢复至 2019 年的 120% (vs 行业整体恢复至疫情前的 80-90%)，或指向龙头 OTA 平台 3Q 出境游营收及利润或好于预期。

图 8: 主要节假日国内旅游收入及相较 2019 年的恢复情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

携程国内机票 3Q 或有望维持中高单位数同比增长，国内酒店预订量有望维持 15% 以上的同比增长。同程旅行 3Q 国内国际机票合计预订量增速或有望维持 20% 以上的区间，酒店间夜量国内国际合计或有望达到 15% 的水平。此外，我们认为行业竞争趋缓情况下用户端补贴的收缩及酒店 take rate 的提升或有望支撑盈利增长：我们预测携程 3Q24 营收将同比增长 13.4% (2Q24: 13.6%) 至 156 亿元人民币，非 GAAP 经营利润将同比增长 16.6% 至 52 亿元；我们预测同程旅行 3Q24 核心 OTA 业务营收将同比增长 20% 至 40 亿元，集团非 GAAP 净利润将同比增长 50% 至 8.54 亿元。

■ 在线游戏：3Q24 游戏市场收入增速恢复，但预计个股业绩表现分化

3Q24 中国游戏市场收入同比增长 9.0%，行业增长有所加速 (2Q24/1Q24: -2.8%/+7.6% YoY)，主要得益于《地下城与勇士：起源》《绝区零》《黑神话：悟空》等新游戏的增量贡献。受游戏产品周期影响，我们预计游戏公司 3Q24 业绩表现分化。我们看好仍能维持较高业绩增长或具备优质产品储备的游戏公司，包括腾讯 (700 HK)、哔哩哔哩 (BILI US)、网易 (NTES US)：1) 腾讯《DnF》手游上线后表现好于预期，《无畏契约》流水创新高并成为国内收入最高的 PC 游戏，2Q 游戏流水增长强劲，支撑下半年游戏业务增长，我们预计腾讯 2H24 游戏收入同比增长 15%；2) 哔哩哔哩《三谋》上线后表现强劲，推动 2Q24 递延收入环比增长 7.38 亿元，下半年有望拉动公司总收入及毛利显著增长，我们预计哔哩哔哩 2H24 游戏收入同比增长 55%；3) 2H24 网易游戏业务收入增速受《梦幻西游》《蛋仔派对》等游戏调整以及去年同期高基数影响，但公司下半年拥有丰富的产品储备，《燕云十六声》计划 4Q24 上线，网易《漫威争锋》测试数据亮眼，有望推动公司 FY25 基本面及估值修复。

■ 在线广告：宏观及消费逆风造成短期压力，中短视频平台广告收入增长维持韧性

宏观及消费逆风因素对整体广告行业收入增长造成压力，相关政策的落地有望带动消费复苏，支撑广告行业增长加速，但政策对于消费行业需求的促进仍待数据和时间验证。中短视频平台广告收入增长仍然具备韧性，我们看好腾讯、快手、哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于电商交易生态及广告基础设施的持续完善，推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望 3Q24 业绩：1) 我们预计腾讯 3Q24 广告收入同比增长 15%，微信视频号广告商业化加速，释放广告库存帮助中小商家获取流量，小游戏生态发展持续贡献增量广告预算；2) 我们预计哔哩哔哩 3Q24 广告收入同比增长 28%，公司持续完善广告基

基础设施，改进广告模型，推出广告全托管工具，驱动下半年广告收入增长；3）我们预计快手 3Q24 在线广告收入同比增长 20%，快手外循环广告收入持续复苏，得益于短剧、小游戏、电商及本地生活等行业的强劲广告需求，部分抵消平台 GMV 增速下降导致内循环广告收入增速放缓。

■ 推荐买入腾讯、拼多多、阿里巴巴、携程、快手

- 1) **腾讯 (700 HK)**：我们预计腾讯将延续良好的收入和利润增长趋势，预计 3Q24 总收入/非 IFRS 下净利润同比增长 8%/24%。我们看好：1) DnF 手游和海外游戏业务的强劲表现推动 3Q24 游戏业务收入加速增长；2) 广告收入增长维持韧性，主要得益于视频号广告库存持续释放，以及电商/小游戏等行业广告需求的强劲增长。全年维度看，我们看好腾讯 2024 盈利增长 (+35% YoY) 以及股东回报率水平（约 3%），当前 13 倍 FY25E PE（剔除战略投资）具有吸引力。
- 2) **拼多多 (PDD US)**：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快于行业的 GMV 增长。尽管行业竞争激烈，但在新广告产品的推出的帮助下，拼多多或仍有进一步推动主站货币化率提升的空间。尽管地缘政治风险及海外监管风险扰动下 Temu 的估值水平或将面临短期波动，但海外扩张仍将支持拼多多的长期收入和盈利增长。公司目前交易现价对应 9x 2024E P/E，但全年 non-GAAP 净利润同比增长或有望达到 100%，国内业务利润稳步增长、Temu 业务半托管 GMV 占比持续提升或有望带动 UE 优化，为盈利增长提供支撑。
- 3) **阿里巴巴 (BABA US)**：公司投资以重振长期增长的举措已在重振淘天 GMV 增长层面初见成效，淘天集团变现率提升逐步进入兑现阶段且有望在 4Q24 起好于市场预期、新业务运营效率提升有望支撑利润率表现，云业务增长持续加速至双位数水平、国际业务 UE 提升或有望在 2HFY25（年结于 3 月）逐步兑现。阿里巴巴目前估值对应 11x FY25E P/E (non-GAAP)，在公司基本面有支撑、纳入港股通南下资金持续流入、且持续提升股东回报的举措驱动下（FY24 回购+股息绝对值 165 亿美元；公司指引在考虑 ESOP 带来的稀释影响后，FY25-27 将流通股总量每年至少减少 3%），估值或具备进一步重估空间。
- 4) **携程 (TCOM US)**：携程国内游及出境游业务有望维持稳健营收增长，且借助其一站式平台、强大的移动端体验、优秀的客户服务能力和不断强化的供应链能力，携程有能力开拓在其他在线渗透率仍较低的国际市场，助力长期营收和盈利增长。公司目前交易现价对应 20/19x 2024/2025E PE，公司 2024 年非 GAAP 经营利润有望同比增长 26%，2023-2025E CAGR 有望达到 19%，相较两年 PE 交易均值的 21.5x，估值或仍有进一步提升空间。
- 5) **快手 (1024 HK)**：尽管电商 GMV 增长放缓，但我们仍预计公司核心商业收入（广告+电商）维持快于行业的增长（FY24-26 收入 CAGR 16%），叠加高毛利率业务收入占比提升、带宽/获客等成本费用持续优化，我们预计公司 24-26 年调整后净利润 CAGR 达到 43%，公司当前仅 8x FY25E PE 具备较高吸引力。

■ **风险提示**：宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，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

受到宏观环境的影响，医保基金收承压，基金监管趋严，预计下半年整体国内医疗需求偏弱。然而，受益于国内整体经济刺激政策，我们预计医保基金收支状况有望改善，医疗设备招标采购有望复苏。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块和 CXO 板块估值反弹。龙头 CXO 公司估值吸引，基本面稳健，估值修复空间大。我们看好龙头 CXO、龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值具吸引力的消费医疗企业。

■ 推荐标的

推荐买入药明康德（2359 HK, 603259 CH）、百济神州（BGNE US）、信达生物（1801 HK）、联影医疗（688271 CH）、巨子生物（2367 HK）、三生制药（1530 HK）、科伦博泰（6990 HK）。

1) 药明康德：目前 Biosecure Act 的内容大概率只影响政府相关项目，收入占比很低；法案立法仍有较大不确定。化学药 CDMO 产业链转移到海外其他地区难度大，印度的产业规模很小，偏低端；欧洲成本贵。药明康德多肽业务强劲增长，受益于全球强劲的 GLP-1 需求，预计多肽收入到 2026 年可达到百亿人民币规模，占收入 20%。预计收入将于 2025 年回到 10% 以上增长。

2) 百济神州：作为唯一一款临床数据优于伊布替尼，并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼将继续保持市场份额增长的势头，峰值销售额有望超过 50 亿美元。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们相信 sonrotoclax（BCL-2）和 BGB-16673（BTK CDAC）将成为下一波重磅药物。明年 BCL-2 有望美国报产，并且公布 2 期临床数据，成为重要催化剂。今年底 CDK4 将公布 1 期数据，也是重要催化剂。

3) 信达生物：玛仕度肽（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。2 月 7 日 NMPA 已经受理玛仕度肽 6mg 剂量用于减重的上市申请，有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物，预计于 25 年上半年获批。PD-1/IL2 是 FIC，早期临床数据亮眼，已经在美国开启 2 期临床，有重磅出海潜力。

4) 联影医疗：随着国内经济刺激政策实施，医疗设备更新的落地进度有望加快。据众成医械统计，截至 9 月 15 日，全国共批复 957 个设备更新项目，总金额已突破 410 亿元；我国医疗领域设备更新招标公告已披露的总预算超过 33 亿元。目前已经公布的采购意向超过 100 亿元；通常，项目审批→采购意向→招标公告的周期约为 2-3 个月，招标落地有望加快。联影医疗有望受益于国内招标环境改善。此外，公司产品力强，出海潜力大，目前海外收入占比约 20%，提升空间巨大。

5) 巨子生物：可复美核心单品胶原棒持续高速增长，我们估计可复美胶原棒在可复美品牌的销售占比约为 3 成。我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道将延续高增长，拉动可丽金品牌在 2024 年增速提升。公司 1 款注射类胶原蛋白产品有望在 25 年一季度获批。

6) 三生制药：核心品种特比澳强劲增长。特比澳 1H24 的销售额同比增长 22.6%至 24.8 亿元，占三生制药总收入的 56%。预计今年底该品种医保续约将温和降价，并有儿科新适应症纳入医保。公司创新管线催化剂丰富。治疗慢性肾衰竭贫血的长效重组 EPO SSS06 预计于 2025 年获批（NDA 申请已于 2024 年 7 月获受理）。全球首个上市的外用雄激素受体拮抗剂柯拉特龙乳膏剂 (WS204) 正在进行 III 期桥接临床试验，预计将于 2025 年提交新药申请，有望成为重磅皮肤科品种。608 (IL-17) 预计将于今年报产，613 (IL-1 β) 用于急性痛风关节炎和 611 (IL-4R) 用于成人特异性皮炎的 III 期临床试验正在进行，预计分别于 2025 年和 2026 年报产。预计收入和归母净利润在 2023-2026 年的年复合增长率将分别为 11.1%和 13.3%，估值吸引。

7) 科伦博泰：默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程，目前已经启动了 10 项三期临床试验。SKB264 近期公布了在妇科肿瘤优秀的早期临床数据。我们预期默沙东有望启动更多的关于 SKB264 的三期临床，看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。

■ **风险提示：**医药反腐等监管政策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、美妆护肤

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

|李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 食品饮料 – 作为扩内需重要关联板块，整体需求有望得到提振（中性乐观）

啤酒方面，3Q 消费信心依然不足，行业高端化进程受阻，ASP 下跌趋势延续但是跌幅环比略有收窄，产品组合基本维持，中端占比小幅增大，主要由于：1) 高端品类销售依赖餐饮渠道，难以得到有效驱动；2) 中端品类库存逐步出清，提价放缓。我们认为，行业高端化进程整体放缓下，酒企业绩表现或出现进一步的阶段性分化。以超高端产品为主的百威亚太 (1876 HK) 来看，尽管 3Q 韩国地区 ASP 及市占稳步提升，中国区的销量/吨价有机增长为同比-14.2%/-2.1% (vs. 2Q 录得-10.3%/-5%)，继续拖累公司整体业绩。管理层表示，4Q 以来还未看到中国市场受政策刺激带来的明显需求提升。11 月起进入韩国市场 ASP 高基数区间，部分销售增长驱动走弱。公司整体 3Q EBITDA 利润率同比-12.3 ppt (2Q 为-0.1 ppt)，当前市场环境下百威的营运负杠杆或难以令全年利润得到支持。产品矩阵相对均衡的青岛啤酒 (168 HK) 来看，整体销量/吨价分别同比-5.1%/-0.2%，其中中高端/大众品类的销量分别同比-4.7%/-5.4%，销量贡献占比与去年同期基本一致，高端化趋势暂缓。为配合新推出的奥古特 A3 和 A6 的餐饮渠道营销，叠加线下动销去库存，以及较往年更频繁的体育赛事等因素影响，青啤 3Q 销售投入同比+14%至 12.5 亿元，销售费用率+2.4 pct 至 14.1%。有渠道反馈青啤目前在部分地区的存货周转天数约为 10 天，较去年的 15-20 天有明显改善。我们认为，在 23 年 10 月舆论事件的低基数以及库存出清接近尾声的效益下青啤有望在 4Q 实现终端的平稳过度。中期来看，青啤中端品牌受众较广，该品类仍蕴藏驱动行业规模增长的巨大潜力。华润啤酒 (291 HK) 方面，管理层曾在 1H24 的业绩会上表示，预计不会再 2H24 中发力新品推出，但会持续巩固以喜力为核心的高端品类的市占份额，在喜力 3Q 的业绩会上，管理层透露品牌在中国区销量增长两成以上。我们预计，喜力全年冲百万吨目标有望达成，产品组合进一步优化。伴随着中国啤酒金字塔架构向纺锤式架构升级发展，中高端板块占比将在消费复苏的带动下提升。

水饮方面，消费者心智培养下，包装水消费规模整体保持稳健，假期出行依旧为水饮及茶饮销量提供支持。今年夏天以来，水企间的包装水价格战猛烈，怡宝对于价格把握相对严格，娃哈哈各渠道及地域的定价相近，而农夫山泉 (9633 HK) 主导价格战，定价波动相对较大，叠加绿瓶水对于自身红瓶水有替代性效应打压，目前在经销商端受影响较大。得益于新品绿瓶水铺货力度广，绿瓶水目前已占经销商端销售的 1/3，但同时导致了部分经销商面临库存积压及窜货情况。据经销商信息，农夫 7 月销量同比-27%，8 月-35%，7-8 月市占率下滑约 5pct，但预计 11 月开始逐步收紧折扣。我们预计水饮市场双寡头竞争格局保持不变。尽管娃哈哈在舆论导向下在 8 月录得市占率翻倍，但是对于终端控制权相对较弱，且经销商毛利偏低，市占并不稳固。我们预计，短期内大品牌降价导致水饮品牌间虹吸效应延续，龙头渗透率持续提升，随着农夫长期推动绿瓶水，其地位将进一步稳固。茶饮方面，东方树叶今年以来市占率同比提升 4 个百分点至 19.5%，仍大幅领先于同业，且品牌目前网点铺货率已由去年的 36%提升至 51%，我们预计东方树叶作为无糖茶领军品牌将在年内延续高增长，并为公司利润提供支持。

休闲食品方面，单价较低且口感丰富的品质小零食持续获得消费者的喜爱。据我们与卫龙 (9985 HK, 未评级) 管理层的交流，公司预计 2H 维持 1H 的营收增势，截至 10 月，除了大单品辣条面筋以外的新品小魔女已经取得了月销 1000-2000 万的市场反馈，魔芋类和海带商品得益于其更符合消费者健康饮食的心智均也维持了高增。利润方面，公司加量不

加价策略延续，魔芋精粉成本单价自 5 月起走高且公司预计 2H 营销费用率环比、同比走高，尽管如此，规模效应下，全年净利率稳定在 17-20% 的可见度较高。展望至年末，得益于终端市场铺货率持续提升和新渠道的进一步发展，线上年货节将助力宣传新口味和品类，我们预计，传统渠道和量贩渠道将会在春节前旺季同时有明显起量。

■ 美妆护肤—头部品牌两大平台继续领跑，维持国货替代投资主线（中性乐观）

国家统计局数据显示化妆品类零售额已连续 4 个月同比下跌（9 月同比-4.5%），尽管行业仍处于规模收缩阶段，国货替代效应继续扩大，国货品牌龙头在存量市场中的市场份额有望进一步提升。

根据抖音及天猫美妆的最新双十一累积成交额官方榜单，韩束及珀莱雅分别录得第一名。据我们的统计，珀莱雅主品牌在李佳琪的首播直播间预售 GMV 较今年 618 同期增长 81%，彩棠品牌预售 GMV 较 618 同期增长 216%。据魔镜数据，上美股份（2145 HK，未评级）旗下主品牌韩束今年以来一直保持着抖音月度销售额第一，9 月销售额同比提升 24.3% 至 4.3 亿元，市占率上升至 4.6%，同比+1pct。据公司透露，白蛮腰和红蛮腰 9M24 内录得 130% 和 251% 的亮眼增长。珀莱雅（603605 CH）及上美股份依靠大单品策略，实现了相较于同业的断层式领先。业绩表现来看，国货美妆的分化趋势延续，珀莱雅 9M24 营收接近 70 亿元，同比+32.7%，利润同比+34%；3Q 营收 19.7 亿元，同比增长 21%，利润同比增长 20.7%。贝泰妮（300957 CH）3Q 营收及利润分别录得同比+14%/-153.4%；上海家化（600315 CH）营收及利润分别同比+21%/422%，两家公司依然处于调整期。

展望至年底，我们预计珀莱雅将持续稳固其在淘天平台的地位，且在随着消费向货架电商转移的趋势录得稳健的增长。抖音护肤品中，我们认为，尽管上美管理层表示不会在大促期间竞争成本偏高的流量，主品牌韩束的套盒类产品仍然能凭借高口碑和性价比帮助公司稳固其头部地位。

珀莱雅主要子品牌发展保持稳健，除消费趋势变化外也得益于自身产品、品牌、组织和研发方面积累的优势。而韩束运营团队拥有成熟的品牌维护体系及质价比优势，头部品牌将吸引更多消费者。得益于合理把握多平台的流量和营销投放能力，以及在两大平台上的稳固地位，我们预计，珀莱雅及上美股份将在美妆护肤消费进一步回归理性时，承接更多可持续的需求。

■ 推荐标的

我们认为，在消费政策刺激、消费预期向好、内需改善回暖下，企业经营动力有望更加充足，必选板块的估值将受到支撑。我们持续推荐国货替代概念中短期盈利确定性较高的公司，美妆护肤我们维持**珀莱雅（603605 CH）**的“买入”评级；食品饮料方面，维持**华润啤酒（291 HK）**的“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策落地不及预期、地缘政治影响超预期。

可选消费

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

■ 可选消费行业（未来三个月维持看好）

10 月份消费环境不俗，比疲弱的 9 月大幅改善，国家政策利好，天气转好，双 11 提前，都是改善的原因。分行对来说，只有家电好于市场预期，其他体育用品、服装、餐饮和旅游-酒店也只是符合预期。消费力在十一黄金周后的确回调了很多，我们也会谨慎小心，但因为基数逐渐降低，我们看好双 11 和抖音渠道的继续发力，我们对四季度整体看好，预期增长会边际转好。另外行业也越来越分化，看到大品牌的策略开始奏效，优势开始显现。

推荐波司登（3998 HK，买入）、江南布衣（3306 HK，买入）、百胜中国（YUMC US/ 9987 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、亚朵（ATAT US）、安踏（2020 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、海尔智家（600690 CH/ 6690 HK，买入）、美的（000300 CH/ 0300 HK，买入）。

■ 体育用品行业（维持看好）

继 9 月份行业零售流水录得约单位数下降后，10 月出现很大改善，预期有单位数正增长，大致符合预期。但重要的是除了线上增长有明显加速外，线下流水也有改善，主要是受惠于：1) 政策利好，2) 天气好转，3) 双十一大促提前开始，以及 4) 抖音渠道在高基数下增长仍有加速。零售折扣方面，环比 9 月份更好，而同比也没有加深，略好于预期，只是 Nike 和李宁等个别品牌有较大的折扣压力。10 月下旬，增速的确有所放缓，但 10 月整体表现仍不错。从品牌流水增速看，安踏、特步、Adidas 表现不错，而之前较差的 FILA、Nike 和李宁都有改善转好。

展望 11 月和四季度，我们仍然预期较快的流水增长，最少在高单位数或以上，主要受惠于：1) 天气好转，2) 抖音快速成长持续，以及 3) 国家对消费的政策支持，或使双 11 录得更好表现。从利润率看，我们预计可能持续改善，因为：1) 目前来说，折扣力度还是不大，2) 负经营杠杆逐渐减少，3) 各大品牌也在管控成本，包括广告费用和总部成本。不过在大部份品牌都寄望双 11 能带动销售、清理库存的情况下，我们也要小心最终会有些品牌的表现并不达标。

目前我们更推荐安踏（2020 HK，买入），因为安踏品牌的业绩反转和新品牌的强劲增长，也看好特步（1368 HK，买入），因为产品性价比仍然是行业最好之一，估值也足够便宜。对李宁（2331 HK，买入）也会比之前乐观，但对 Nike 经销商像滔搏（6110 HK，持有）还是非常保守。

■ 家电行业（维持看好）

国内方面，受惠于家电行业的以旧换新补贴的帮助，8 月和 9 月增长大幅好于低迷的 6 月和 7 月，而 10 月的增长仍然非常亮眼，当中线上增长强劲加速，线下复苏，重回正增长，空调增长较快，但冰箱和洗衣机的增长加速也很明显。因为补贴，客户对于价格不算敏感，而且一级能效的补贴最高，所以中高端的产品和品牌比较畅销，平均单价有重新上升。我们认为 10 月份的销售和利润增长均超预期。分品牌来说，美的、海尔表现仍然好于格力不少。而进入 9 月和 10 月，二线品牌增长也开始赶超一线品牌，当中比较特殊的是长虹（600839 CH，未评级），受惠于小米空调的发力，作为代工商的他们增长非常具爆发性。

展望 11 月，我们认为增长仍然会较快，但到 12 月会开始放慢，因为补贴额度目前使用率很高，不排除会被提早用完。另外，目前双 11 活动的增长也比较不错，第一阶段增长为 15% 至 20%，远远快于消费行业整体 5% 至 10% 的增长。预期第二阶段的增长可以维持。不过因为各大品牌和电商平台目前也很关注 2025 年一季度的持续性，所以在 12 月份的促销和活动相信也会减少，留力到明年春节再发力。整体四季度的表现会非常不俗，但会在 11 月形成高点，而排产的增长预期也从之前的双位数下降上调至单位数增长。

出口方面，尽管开始进入高基数，但 9 月和 10 月增长保持强劲，受惠于夏天天气炎热，海外需求也大，空调增速仍然远远快于冰箱和洗衣机，因为去年高基数，增长有限。出口的强劲，除了欧美补库，东欧、亚洲和新兴市场增长很好。展望四季度，快速增长（约 10% 以上）有望保持，但相信高位和国内一样，也会出现在 11 月，后续可能放缓。对于小家电，我们看法会较为谨慎。

目前较为推荐海尔智家（600690 CH/6690 HK，买入）以及美的（000333 CH/0300 HK，买入）。

■ 服装行业（维持看好）

我们之前预期 9 月行业流水增长平稳，但因为线下表现很弱，以及天气因素不利，尽管线上增长不俗，整体流水最终很差。但进入到 10 月，情况都有明显，除了政策利好，天气转冷，双 11 的提前和抖音渠道的销售加速，都有很大贡献，我们估计行业流水有正增长，但也只是符合市场预期。零售折扣同比应该还是会增加，但 10 月环比 9 月有改善。

话虽如此，展望四季度，我们看法仍然谨慎保守，因为去年的基数不低。

因此我们会挑选更为稳健和有竞争力的品牌，看好其品牌、产品创新、门店形象和服务水平的持续升级，以及在抖音渠道较快增长，包括江南布衣（3306 HK，买入）和波司登（3998 HK，买入）。

■ 旅游-酒店行业（维持看好）

行业经历完三季度特别是 7 月和 8 月比较差的 RevPAR 后（约 10% 的下降），10 月应该略有改善，估计只有单位数的下降，大致符合市场预期。十一黄金周对比五一黄金周表现更差，但对比中秋更好。整个下滑更多还是 ADR 的下降，OCC 算是比较平稳。分地区来说，低线城市表现比高线好，经济型也要比中端、高端更好。

展望四季度，我们非常关注政府的政策放松和刺激的持续性，但因为基数比较低（11 月比 12 月低），我们是会期待 RevPAR 增长改善至低单位数下降或者持平，以及 RevPAR 的复苏率（对比 2019 年）能够持平或持续改善，那样利润率就不会再度下降，继续支撑行业估值重估。中长线来说，我们认为开店带来的新供应的高峰期开始过去，而且也有不少经营不善的酒店开始出清，相信供应量的影响会有缓解。

我们推荐亚朵（ATAT US，买入），因为除了酒店主业逐步改善，零售业务增长仍然强劲。我们认为华住（HTHT US，未评级）的开店持续加速，可以抵消一部分酒店 RevPAR 下降带来的业绩压力。

■ 餐饮行业（维持看好）

从同店销售看，9 月份表现很差，餐厅/茶饮品牌同店约有 15%/ 20% 以上的下滑，但 10 月份我们相信稍为好转，或改善至单位数/10% 下跌，一方面是因为政策帮助，另一方面是基数变好，大致符合市场预期。不过从同店销售复苏率来说，10 月对比 9 月并没有明显改善。分品牌来看，表现优秀的有瑞幸咖啡、百胜中国等，对比二季度明显在好转。

展望 11 月和四季度，我们开始变得稍微乐观，一方面是希望低基数下同店销售增长可以转正，另一方面更重要的是整体的利润率，因为：1) 负经营杠杆开始减少，2) 折扣力度也在减少（一些品牌认为降价对客流拉动有限，很多单体餐厅也在倒闭出清），以及 3) 各大公司都在努力进行降本增效的工作，所以就算同店下滑和上半年一样，利润率应该也会有改善。

我们较为推荐百胜中国（9987 HK/ YUMC US，买入），因为其在拓展新客群、推行新店模型以及成本管控方面都取得成效。我们同时推荐达势股份（1405 HK，买入），因为新市场表现仍然强劲，还是供不应求。我们相对看好大家乐（341 HK，买入）。

- **风险提示：**1) 宏观经济增长和社会零售销售增长不达预期；2) 行业竞争加剧；3) 房地产价格持续下跌；4) 人民币大幅升值；5) 地缘政治冲突发生；6) 贸易战导致关税大幅提升等。

汽车

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

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

| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

“银十”旺季成色不错，市场预期刺激政策延续至明年：根据我们的渠道调研，今年国庆黄金周期间全行业新增订单相比去年同期更加强劲，环比也有较好的增长，为行业旺季销量增长注入信心。同时线索量、进店量等指标也在持续改善。11 月 1 日多家新能源车企公布 10 月交付量，数家车企新能源车交付量创历史新高，包括比亚迪、长城、吉利、极氪、小鹏、零跑和深蓝等。终端销售改善的同时，也有部分投资者担心今年汽车以旧换新刺激政策会对明年的需求造成透支，也有投资者期待以旧换新的政策可以延续至明年，我们预计政策的延期与否或有望于 11 月底 12 月初公布。

车企三季报陆续公布，整体情况比较符合预期：目前港股上市的主要车企已经披露三季度业绩，其中**长城汽车 (2333 HK/601633 CH)** 三季度核心盈利符合预期，环比稳中有升，而净利润受到汇兑损失和政府补贴延期到账的影响，环比有所下降。**比亚迪 (1211 HK/002594 CH)** 三季度的毛利率是超市场预期的，但费用也有较大幅度的增长，整体三季度净利润 116 亿元略低于市场预期。**广汽集团 (2238 HK/601238 CH)** 三季度由盈转亏，净亏损 14 亿元，弱于市场预期，后续自主品牌的复苏对广汽集团极为重要。**理想汽车 (LI US/2015 HK)** 三季度实现净利润 28 亿元，non-GAAP 净利润 38 亿元创历史新高，强于市场预期，投资者有些担忧理想对四季度的销量指引不算激进，主要因为公司无意于在四季度加大促销以防对明年的需求造成透支。11 月中旬开始，还有零跑、吉利、极氪、小鹏、蔚来等车企将陆续公布三季度业绩，我们在此前的报告中也对相关业绩情况做了详细的预期，在此不再赘述。

■ 推荐标的

吉利汽车 (175 HK)：我们预计吉利汽车三季度总收入将环比增长 12% 至 550 亿元，其中吉利品牌和极氪品牌的整车毛利率都将环比改善，股份支付费用也有望大幅下降。综上，我们预计极氪三季度基于美股准则的净亏损将环比收窄至 17 亿元，对应基于港股准则的净亏损为 3.6 亿元。我们预计吉利汽车整体三季度扣非净利润有望环比增长 75% 至 27 亿元。我们认为吉利的新能源转型已经进入快车道，银河 E5 和吉利星愿已经取得超预期的市场反馈，预计年底上市的星舰 7 将搭载吉利最新的 EM-i 超级电混技术，有望实现在 PHEV 领域的新突破。吉利仍然是我们在传统车企领域的首选标的。

理想汽车 (LI US/2015 HK)：理想三季度盈利能力超预期，体现了公司卓越的产品竞争力和出色的成本控制能力。虽然现在关于明年全新纯电动车型的信息非常有限，但我们相信公司已为明年纯电动车型的推出奠定了良好基础，包括更多的自有超充站、更大的展厅和快速迭代的自动驾驶技术等。我们认为理想汽车仍然是造车新势力中基本面最好、产品定位最清晰的公司，估值相比其他竞争对手也具有吸引力。

■ **风险提示：**新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争及价格战超预期，新车型的定价和市场反馈低于预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

房地产和物管

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

| 李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 乐观

销售端：重点开发商10月合同销售环比增72%，同比增7%，自23年5月以来首次同比转正，其中表现较好的中海、融创、越秀、建发同比分别增长66%、53%、48%、44%；表现较弱的新城、金地、万科、旭辉同比-57%、-49%、-36%、-32%。从网签数据观察，截至11月4日，30城新房日均成交面积较924以前提升34%，深圳、广州、上海表现强劲（+83%、+67%、29%），北京表现次之（+6%）；二手房方面，16城日均成交面积较924之前日均增长14%，深圳、杭州、上海表现亮眼（42%、38%、31%）。年初至今来看，30城新房同比降幅维持在-31%，16城二手房同比增1%。924政策包对销售的拉动效果超出预期，系对原本被抑制的刚需和改善性购房需求的边际释放，并未带动大量投资需求。

展望：在中央一系列政策组合拳之后，各个城市继续政策放松动作，我们认为监管期待积极管理市场预期的意愿非常明确，故推测市场对宽松政策的炒作会在四季度持续，尤其在人大常委会和中央经济工作等重要会议即将召开的背景下。同时考虑到政策对购房情绪的提振效果略超预期，以及开发商年末加大推盘力度提供更多折扣，11、12月边际修复的销售数据公布也可能对市场起到积极作用。

板块表现：在宽松政策炒作和积极的销售数据公布的交替作用下，我们重申板块会在四季度呈现震荡上行趋势的观点，该趋势可能至少维持到25年新年，如果期间有更多重磅政策出台，则趋势可能延续至1H25。

■ 推荐标的

短期维度开发弹性大于管理，我们推荐基本面较好的开发商，如华润置地（1109 HK），以及开发业务强关联的绿城管理（9979 HK）。中长期维度，我们推荐业务永续和受益于存量市场的轻资产公司如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）、万物云（2602 HK）、贝壳（BEKE.US）等。

■ 风险提示：国际紧张局势升级、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

保险

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

■ 中性乐观。板块资负共振延续，短期做多强寿险标的

展望四季度，我们认为寿险新业务价值有望延续增长态势，预计将主要受益于新业务价值率的提升，新单保费增速预期放缓；全年新业务价值 (NBV) 有望实现较快增长。其中，新业务价值率提升的催化包括：1) 分红险销售占比显著改善，各险企加大对分红险的销售培训和产品研发，预计在近期政策组合拳支持下，资本市场回暖有望提升分红实现率，利好分红险销售，有望降低新业务负债刚性成本；2) 个险渠道“报行合一”已随新产品备案开始实施，个险佣金费率有望进一步压降，带动渠道新业务价值率提升；3) 保单期限结构优化，长期期交保费占比增长。前三季度上市险企 10 年期及以上期交保费占比有所提升，新业务价值率有望在公司主动加强负债管理的背景下持续上行。

资产端方面，三季度险企投资收益超预期增长，主要受 9 月末权益市场大幅回暖，带动险企资产端公允价值损益激增的影响；利润增长层面看，纯寿险标的>寿险+财险集团标的>财险标的。我们认为三季度险企权益投资收益增速不可持续，但展望四季度，预计在去年同期低基数效应下，投资收益增速存在回升空间。此外，险资持续关注高股息资产配置；截至 1H24，5 家 A/H 上市险企中 FVOCI 下股票占比分别为：平安(4.0%)>太保(1.9%)>人保(1.19%)>新华(1.17%)>国寿(0.6%)，预计未来高股息资产的配置空间有望进一步打开。

展望 4Q24/1Q25，随着续期及新单保费规模扩展及存量非标资产到期，我们预计险资在年底至明年初资产配置的需求较高，对应增配长债和高股息资产（以 OCI 计量的资产）的行情或可延续，预计配置窗口期或集中于今年 12 月底至明年一季度。

上调中资险企目标价：三季度业绩披露后，我们上调了覆盖标的目标价，以反映 3Q 投资收益增长对全年净利润的影响及负债端稳健增长。其中，中国人寿 (2628 HK) 目标价升至 20 港元，对应 0.41 倍 FY24 P/EV 和 0.91 倍 FY24 P/BV，维持“买入”评级 ([链接](#))；中国平安 (2318 HK) 目标价升至 65.1 港元，对应 1.09 倍 FY24 P/EV 和 0.73 倍 FY24 P/BV，维持“买入”评级 ([链接](#))；中国太保 (2601 HK) 目标价升至 35.5 港元，对应 0.51 倍 FY24 P/EV 和 1.12 倍 FY24 P/BV，维持“买入”评级 ([链接](#))；中国财险 (2328 HK) 目标价升至 14 港元，对应 1.09 倍 FY24 P/BV，维持“买入”评级 ([链接](#))。

9M24 业绩亮点：投资收益带动利润增长超预期，负债端稳健向好趋势延续

(1) **9M 归母净利润：**国寿 (173.9%)>新华 (116.7%)>人保 (77.2%)>太保 (65.5%)>平安 (36.1%)，主要受三季度权益市场回暖，带动险企公允价值损益激增的影响；纯寿险标的投资收益弹性更高。

(2) **新业务价值增速：**人保寿险 (113.9%)>新华 (79.2%)>太保 (37.9%)>平安 (34.1%)>国寿 (25.1%)，得益于新业务价值率提升和新单保费在三季度预定利率下调前 7-8 月窗口期快速增长的双向带动。

(3) **新业务价值率：**平安 (25.4%, +7.3 pct)，太保 (20.1%, +6.2pct)，受定价利率下调、银保“报行合一”费率压降和保单期限结构优化的共同影响。

(4) **新单保费增速：**国寿 (0.4%)>平安 (-4.2%)>太保 (-5.1%)>人保 (-9.0%)>新华 (-12.7%)

(5) 新单期交保费增速：太保 (15.2%)>新华 (12.3%)>国寿 (6.8%)>人保 (3.2%)，其中新华代理人新单期交 (+18.8%)，银保新单期交 (+6.3%)。

(6) 10 年期以上新单期交保费增速：新华 (21.3%)>国寿 (17.7%)；10 年期以上新单期交占比上，国寿 46.4%，同比+4.3pct，新华 12.4%，同比+0.9pct，均有提振。

(7) 净投资收益率 (年化)：太保 (3.9%) > 平安 (3.8%)>国寿 (3.26%)

(8) 总投资收益率 (年化)：新华 (6.8%)>太保 (6.3%)>国寿 (5.38%)

(9) 综合投资收益率 (年化)：新华 (8.1%) > 平安 (5.0%)

(10) 保险服务收入：国寿 (+15.7%)>人保 (+6.1%)>平安 (+2.5%)>太保 (+2.3%)>新华 (-10.2%)

(11) 保险服务业绩：人保 (+56%)>平安 (+5.9%)>国寿 (+0.8%)>太保 (+0.6%)>新华 (-1.3%)

(12) 其他投资收益 (除联营及合营企业收入)：新华 (+526%)>平安 (+232%)>太保 (+145%) > 人保 (-21%)>国寿 (-87%)

(13) 公允价值变动损益：国寿 (+80.1x)> 新华 (+448.5 亿元) > 太保 (+440 亿元)>人保 (+313.7 亿元)

(12) 投资服务业绩：国寿 (+13.13x)>平安 (+5.54x)>太保 (+2.45x)>人保 (+1.67x)> 新华 (+176 亿元)

(13) 净资产较年初增速：国寿 (18.8%)>人保 (10.4%)>太保 (9.5%)>平安 (1.0%)>新华 (-13.4%)；环比增速：国寿 (14.8%)>人保 (5.1%)>太保 (2.3%)>新华 (1.1%)>平安 (-2.5%)

(14) 承保综合成本率：太保财险 (98.7%，同比持平)>中国财险 (98.2%，同比+0.3pct)>平安财险 (97.8%，同比-1.5pct)

(15) 车险 COR：中国财险 (96.8%，同比-0.6pct)，平安财险 (98.2%，同比+0.8pct)

目前中资险企交易于 0.2-0.6 倍 FY24E P/EV 和 0.5-1.0 倍 FY24E P/BV，股息率均值/中位数分别为 4.5%/4.7%。短期来看，我们看好纯寿险标的在政策预期下的弹性收益，**推荐基本面持续改善的龙头标的中国人寿 (2628 HK，买入，目标价：20.0 港元)**。中长期维度，看好负债端稳健增长和资产负债匹配较好的中国平安 (2318 HK，买入，目标价：65.1 港元) 和中国太保 (2601 HK，买入，目标价：35.5 港元)，以及派息稳健和防御属性为主的中国财险 (2328 HK，买入，目标价：14.0 港元)。

■ 风险提示

权益市场大幅波动；长债收益率进一步下行；新单保费增速不及预期；新车销量大幅回落和新能源车赔付率升高；自然灾害赔付大幅高于预期等。

资本品

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

3Q24业绩后指引

■ 中联重科

展望2025年,我们认为工程机械总体需求将止跌回稳并逐步复苏。考虑到平均8年左右的更新周期,2025年将继续受更新需求拉动。政策方面,部委政策推动高端化、绿色化发展趋势,利好环保、节能、赋能的设备。地方债务的替换可以帮助地方政府有更多资源支持地方经济建设,从而带动工程机械发展。对中联而言,增量机会包括新兴板块(土方、农机、矿山),由于当前体量较小,因此增量空间大。

海外方面,我们预计中国公司出海的趋势会持续:(1) 新兴国家基础设施的建设,如中国在非洲的大规模基建投资,(2) 欧美本身市场容量比较大,同时基建也在老化,(3) 中国工程机械行业经过国内极致的竞争,有能力面向海外欧美厂家的竞争,研发制造能力很强,供应链优势也有所体现。

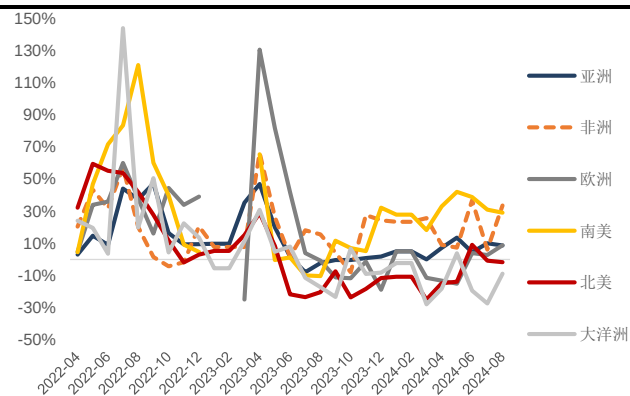
中联目标于4Q24实现海外收入40-50%的增速。展望2025年,法兰克福的混凝土轻组装机投入使用后,实际上泵车已经真正地打开了欧洲市场,在德国、东欧和西欧实现持续销售,而且快速上量,美国的工厂已经下线了小部分的产品。起重机方面,预计欧洲实现两位数增长,北美即使加上25%关税,还是有很强的竞争力。塔机目标双位数的增长,土方和矿山方面,结合土方和矿山(矿挖和矿卡的组合)开拓高端客户,高空作业平台方面,墨西哥工厂产能爬坡基本完成。

■ 三一重工

伴随2016年后的周期性设备更新,以及电动化趋势,目前市场已得到修复。公司预计4Q24的挖掘机行业销售将会持续反弹,起重机的降幅将会收窄。后续驱动因素包括房地产止跌回稳、特大型项目(如在西部地区)密集开工,以及内陆水运建设成为基础设施建设的新增长动力。

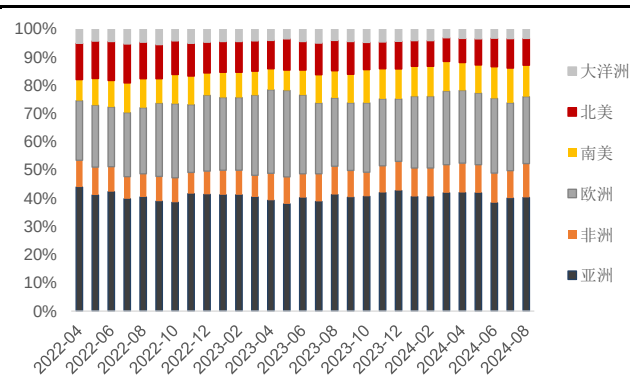
海外方面,三一目标于2025年实现15%的收入增速,并在未来3年实现50%增长。当中强势市场包括亚太、泛俄、印度,而非洲、中东、拉美将继续是快速增长市场,三一将会加强营销力量、人员投入、渠道建设。另一方面,配件销售将成为后市场的增长来源,目标于3~5年时间,后市场收入在总体收入中占~20%。

图表 9：中国工程机械月度出口金额同比增速



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图表 10：中国工程机械月度出口金额分布



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图表 11：中国工程机械 9 月份销售量分布

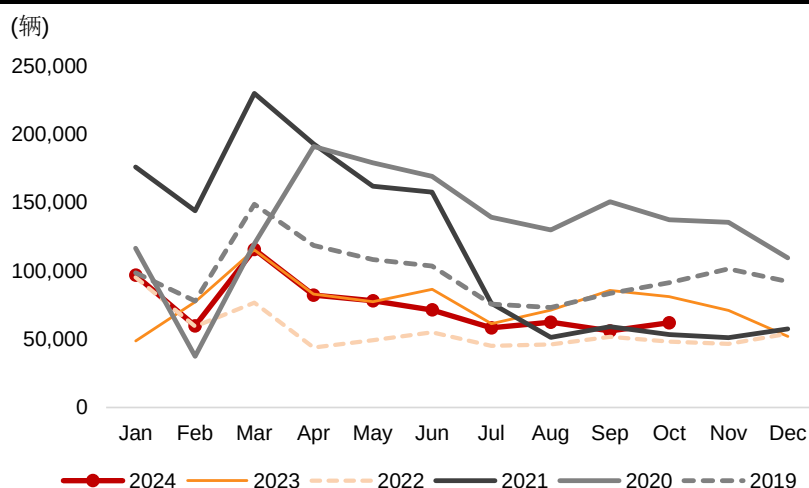
	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
挖掘机	15,831	7,610	8,221	11%	22%	3%
轮式装载机	8,072	4,022	4,050	5%	-5%	17%
汽车起重机	1,281	543	738	-22%	-50%	30%
履带起重机	214	66	148	-18%	-32%	-10%
塔式起重机	570	351	219	-57%	-70%	40%
叉车	106,002	62,755	43,247	6%	-5%	29%
高空作业平台	13,238	7,434	5,804	-13%	-20%	-2%

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 重卡：4Q24 中国和出口均面临不利因素；着眼 2025 年政策驱动下的潜在复苏

我们于 10 月份将 2024 年/25 年重卡销量预测分别再下调 10%/5% 至 86 万辆/ 95 万辆，主要由于过去几个月重卡需求进一步恶化。我们目前预计 2024 年重卡销量（中国内销 + 出口）将同比下降 5%，2025 年/26 年将同比回升 10%/9%。出口市场方面，我们持谨慎态度，因为俄罗斯（中国重卡的主要出口市场）由于高基数以及上调进口报废税（10 月开始）的影响，将会导致中国出口可能会进一步下滑。在中国市场，复苏的力度很大程度上取决于最近宣布增量政策的有效性，这还将有待观察（相关[报告](#)）。

图表 12：中国重卡月度销售量



资料来源：第一商用车，Wind，招银国际环球市场

■ 投资建议

工程机械方面，我们继续看好**中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）**的全球扩张战略以及在新兴产品市场份额的提升，我们相信潜在的股票回购（须于 11 月 11 日获得股东批准）将为股价提供支持。重卡方面，我们对**中国重汽（3808 HK）**维持**持有**评级，主要由于我们认为重卡出口转弱的因素未被反映（相关[报告](#)）。

■ 下行风险提示

（1）国内销量持续疲弱；（2）出口增长在高基数下放缓。

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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責任。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。