

每日投资策略

宏观及个股速评

宏观策略

■ 中国经济 - 政策持续宽松, PMI 略有改善

上半年的 8 月中国制造业 PMI 进一步改善, 但仍连续五个月处于收缩区间。生产需求旺盛的旅游、交通、酒店、餐饮和娱乐服务表现较好。近期中国发出将实施更强而有力的宽松政策的信号, 决策层降低印花税并放松一系列房地产政策。我们预计未来几个月存款准备金率将进一步下调, 信贷供应将继续宽松。未来四个季度中国经济可能企稳回升。我们维持对 2023 年和 2024 年中国 GDP 增长 5.1% 和 4.8% 的预测。 ([链接](#))

■ 中国经济 - 新刺激政策展现更加坚定稳增长态度

中国金融政策部门宣布降低首套房与二套房的首付比例和贷款利率, 为四季度核心大城市住房销售企稳奠定基础。当局还指导银行适度降低存量首套房贷利率, 鉴于保护银行净息差考虑, 存量房贷平均利率的下行空间可能在 25 个基点之内。为抵消贷款利率下调影响, 央行已指导银行降低定期存款利率 10-25 个基点。同时, 财政部宣布适度提高个税中养育儿童和赡养老人支出专项抵扣标准, 以提振消费, 实际影响应该温和。新的刺激政策表明决策层对促进经济增长的承诺更加坚定, 预计政策部门可能会继续推出支持性政策, 直到市场信心和商业情绪恢复。 ([链接](#))

个股速评

■ 海底捞 (6862 HK, 买入, 目标价: 24.76 港元) - 门店扩张重新加速, 也许是未来主要的催化剂

23 财年上半年的销售同比增长 25% 至 188 亿元人民币, 净利润增长了 30 倍至 23 亿元人民币, 均符合招银国际预期和盈喜。毛利率达到 59%, 考虑到客单价下降和促销环境, 表现甚佳。员工成本高于预期, 但租金、折旧摊销费用以及其他运营费均好于预期, 此外, 其他收益亦好于预期, 但被高于预期的税率所抵消。

23 年上半年的销售增长 25%, 主要由同店销售增长 (+16%) 或翻台率 (从 2.9x 增至 3.3x) 所带动, 而不是门店数量 (+4%) 或客单价 (从 109 元人民币降至 103 元人民币)。实际上, 海底捞在 23 年 6-7 月的同店销售复甦率 (相比 19 年) 相当强劲 (约为 90% 以上和 100% 以上), 且优于同行平均水平 (约为 86 至 87%)。我们认为这是由于: 1) 新产品大受欢迎, 2) 服务质量的提高。管理层仍然有信心将其翻台率恢复到疫情前的水平 (至少 4 以上), 因为不少老店的客流已经超越疫情前, 反而受新店的爬坡较慢所拖累。我们目前的假设较为谨慎, 预计 23/24/25 财年的翻台率约为 3.4/3.6/3.7 次。

预计 23 年下半年和 24 年的经营利润率仍然有所提高。下半年的毛利率可以保持在 59% 的原因有: 1) 增加更多第三方供应商来提升议价能力; 2) 建立更多的战略合作伙伴关系, 以换取更低的原材料价格; 3) 推出更多客单价和利润率更高的新产品。这些原因应足以抵消可能的客单价下降和促销增加带来的负面影响。我们也预期员工成本将进一步下降。另外, 激励机制的变更后, 我们看到了更多的精细化管理, 一些门店已变得更为高效。虽然 23 年下半年尚未有明显的门店扩张, 但我们预期 24 年会有加速。

维持买入评级, 目标价提升至 24.76 港元, 基于 24 年 26 倍市盈率, 相比 5 年平均市盈率的 42 倍和同行平均市盈率 23 倍, 比较吸引。 ([链接](#))

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	18,382	-0.55	-7.07
恒生国企	6,332	-0.38	-5.56
恒生科技	4,179	-0.38	1.23
上证综指	3,120	-0.55	0.99
深证综指	1,947	-0.58	-1.42
深圳创业板	2,103	-0.69	-10.41
美国道琼斯	34,722	-0.48	4.75
美国标普 500	4,508	-0.16	17.40
美国纳斯达克	14,035	0.11	34.09
德国 DAX	15,947	0.35	14.53
法国 CAC	7,317	-0.65	13.02
英国富时 100	7,439	-0.46	-0.17
日本日经 225	32,619	0.88	25.00
澳洲 ASX 200	7,305	0.10	3.79
台湾加权	16,635	-0.51	17.66

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	30,156	-0.43	-7.06
恒生工商业	10,397	-0.53	-4.75
恒生地产	19,995	-1.31	-23.21
恒生公用事业	31,330	-0.53	-14.93

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)	25.52
深港通 (南下)	18.65
沪港通 (北上)	7.75
深港通 (北上)	1.89

资料来源: 彭博

■ **奈雪的茶 (2150 HK, 买入, 目标价: 7.53 港元) - 指引下调、加盟业务有望成为增长来源**

23 财年上半年销售同比增长 27%至 26 亿元人民币（门店数量增 32%，但店效降 5%），比招银国际/市场预期低了 10%/ 13%。净利润为 6,600 万元人民币，比招银国际/市场预期低了 17%。净利润率约 2.5%，符合招银国际预期。

我们认为逊于预期的原因有：1) 平均店效低于预期，2) 来自喜茶和同业的竞争比预期多，3) 新产品和营销推广的效果不如预期。员工成本（-4%）和营销推广费用（-2%）表现优秀，而门店经营利润率也创新高达 20.1%，但经营杠杆低于预期，其中租金（+12%）和折旧摊销费用（+13%）均比预期高。

管理层提到 8 月的同店销售录得正增长，较 6-7 月持平略有改善。考虑到市场竞争和促销活动增加，我们已相当满意，但尽管如此，我们对下半年的销售仍相对谨慎。

在夏天旺季销售表现符合预期后，管理层认为仍然有可能达到 23 财年 5%净利润率，但我们认为关键在于店效能否进一步提升，因为成本优化已经做到相当的极致。

管理层下调了 23 财年的新开店目标，从 600 家降至 500 家。我们认为其实是合理的，因为减少新店也意味着减少对净利润的拖累。管理层还预期在 24-25 财年，每年开设 500 多家直营店。

管理层提到加盟商申请数量很多，（我们估计一个月以来，超过 10,000 个），公司亦计划在两年内开设约 3,000 家门店。我们预计奈雪收入不止包括销售分成，还会包括一次性许可费、以及向其加盟商售卖原材料和配料的收入。我们并未把利好计算入模型中，但大概的测算为，每开设 10 家加盟店就可以带来约 100 万元人民币的利润。

维持买入评级，目标价下调至 7.53 港元。基于 20 倍 24 财年市盈率。现价在 13 倍，比较吸引。（[链接](#)）

■ **蒙牛乳业 (2319 HK, 买入, 目标价: 36.5 港元) - 上半年核心收入/核心净利同比+3%/+10%**

蒙牛上半年营收/净利分别录得 510 亿/30 亿元人民币，同比+7%/-19%。剥离妙可蓝多并表及去年上半年 10 亿元非经常性项目带来的影响，公司报告期内核心营收同比+3%，对标伊利。核心净利润超预期同比增+10%，主要由于核心运营利润率超指引扩张 1.1 pct。毛利率扩张 1.8 pct，受产品组合升级和原奶价格走低的推动。另一方面，公司运营现金流入翻倍至 34 亿元人民币，预计将进一步支持派息及股份回购计划（上半年中，公司以 4.2 亿港元累计回购 1,300 万股）。我们认为，尽管行业前景疲弱，但良好的企业治理将持续为股东创造稳定的回报。

我们维持公司“买入”评级，目标价 36.5 港元。（[链接](#)）

■ **长城汽车 (2333 HK, 买入, 目标价: 12 港元) - 稳健的利润率为电动化转型提供更大的空间**

长城的二季度净利润从一季度仅 1.74 亿元增长至 12 亿元人民币，大幅超出我们此前的预期，主要因为二季度价格战的情况下毛利率 17.4%好于预期。我们认为二季度毛利率超预期或得益于零部件和出口的贡献。虽然因研发费用和总部成本等原因导致可比性不强，但我们注意到其俄罗斯子公司上半年实现净利润 14 亿元人民币。我们估算长城出口的单车净利润或为其国内销售的两倍。

下半年展望：长城 PHEV 车型的毛利率也强于我们此前的预期，这也给蓝山和枭龙车型未来的潜在促销预留了空间，我们认为长城在新能源车的价格上应该更加激进。另外，长城仍然聚焦差异化的产品策略以维持合理的利润率水平，比如哈弗猛龙的越野型 PHEV。我们预计公司下半年毛利率将小幅收

窄至 16.4%，下半年净利润约为 19 亿元。我们预计四季度长城新能源车的销量占比将超过行业平均，可能成为股价的正向催化剂。

预测和估值：我们维持明年净利润预测约 49 亿元（同比+50%），主要得益于新能源车规模效应的改善和长城稳健的盈利策略。维持买入评级，目标价 12 港元，基于 20x FY24E P/E。 ([链接](#))

■ **贝壳 (BEKE US; 买入; 目标价: 24.5 美元) - 短期顺风, 但触底反弹或在望**

贝壳公布 2Q23 财务业绩：总营收同比增长 41.4% 至 195 亿元人民币，符合招银预期和彭博预期。Non-GAAP 净利润 24 亿元人民币，较招银国际预期/市场一致预期好 34/43%，对应 12.1% 净利润率，好于我们预期的 9.1%，主因持续的运营效率提升推动。考虑到宏观经济复苏的波动，以及刺激政策转化为房产交易复苏需要时间，管理层预计 3Q23 收入在 155 亿元至 160 亿元之间，同比下降 9.1%-11.9%，环比下降 18%-20%。然而，在刺激政策的推动下，3Q23 或有望成为底部区间，业绩触底反弹在望。我们仍然看好贝壳凭借其完善的 ACN 生态系统，在行业逆风中获得更多市场份额的能力。我们将基于分部估值法的目标价微调至每 ADS 24.5 美元（前值：25.0 美元），包括 23.5 美元贝壳核心业务和的 1.0 美元圣都业务，对应 25.7x 2023E Non-GAAP PE。维持买入评级。 ([链接](#))

■ **三一国际 (631 HK, 买入, 目标价: 16.2 港元) - 2Q23 净利同比增 19%; 研发支出增加; 仍是高质量业绩**

虽然三一国际 2Q23 净利润仅同比增长 19% 至 5.52 亿元人民币，但这主要是受研发支出的增加所影响。鉴于三一在透过研发投入开发新产品方面拥有良好的记录，因此我们认为这并非负面。公司 2Q23 强劲的收入增长（同比增长 54%）和毛利率扩张（同比增长 0.9 个百分点，环比增长 3.3 个百分点至 27.8%），都是相当正面的指标。值得一提的是，三一国际的新兴产业业务（锂电池设备、光伏组件和制氢设备）于上半年实现收入 2.23 亿元人民币，我们预计这将成为未来市场所关注的焦点。我们重申买入评级，目标价维持 16.2 港元不变（基于 19 倍 2023 年预期市盈率）。三一国际仍然是我们的装备制造行业当中的个股首选。 ([链接](#))

■ **华润万象生活 (1209 HK, 买入, 目标价: 46.94 港元) - 中期略超预期, 提升中期派息**

公司 1H23 核心净利润同比增长 37%，超出市场预期，主要由于毛利率提高 1.5 个百分点到 33.2%，受益于其商管板的高度抵御性。购物中心方面零售额远高于行业，录得 41% 同比增长（对比 1H23 社零总额同比增 8），同时新签约 7 个项目并初次踏入机场商业运营领域；写字楼方面在行业空置率高企的背景下出租率逆势提升到 1H23 的 83.8%（1H22 80.7%），两块业务均受规模效应加持，毛利率分别提高 10.6/5 个百分点至 71.8%/37.7%。公司重申十四个五年计划核心净利润年复合增长率 40% 的指引，隐含 23-25E 年复合增长率 25%。社区增值服务方面，即使到家服务、社区零售业务、装修服务收入分别录得 71-129% 的强劲增长，但由于收入占比 38% 的房屋经纪业务收入同比降 31%，社区增值服务增长放缓至 12%。随着下半年房地产市场趋于稳定，我们认为板块增长将逐步恢复。公司提高中期派息率到 36%，1H22 为 28%。我们维持“买入”评级，目标价上调 6% 至 46.94 港元，对应 32x 的 2023E PE。公司股票目前交易在 25x 2023E PE。 ([链接](#))

■ **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 41.98 港元) - 安卓业务复苏, 汽车和户用储能增长, 与捷普移动业务协同效应显著**

我们昨天与比亚迪电子公司管理层为投资者举办了 NDR 电话会议。总体而言，管理对捷普移动业务收购后产生的协同效应持乐观看法，这将促进公司在苹果供应链中的份额快速增长。此外，管理层预计高端安卓手机市场复苏、在 iPad OEM/组件中份额增长以及户用储能和新能源汽车业务在下半年快速增长。更优的产品组合和持续提升的产能利用率也将推动利润率不断提升。在 1H23 强劲的业绩后，看好未来公司的增长前景，我们对该股持乐观看法。该

股目前估值为 FY23E/FY24E 21.9x/17.8x PE，该股极具吸引力。重申“买入”评级。（[链接](#)）

■ 东江集团 (2283 HK, 买入, 目标价: 3.09 港元) - 1H23 行业逆风导致业绩疲软, 期待 2H23/FY24 盈利水平回升

东江集团是一家领先的垂直一体化注塑解决方案提供商，为客户提供注塑模具，以及各类塑胶组件产品。目前主要的客户和供应的产品包括苹果、Meta、谷歌、亚马逊的手机、可穿戴、VR 和智能家居产品、Polycom 的通讯设备产品、飞利浦的电动牙刷及个人护理产品，以及其他电子烟塑料壳等业务。

公司公布了 1H23 业绩，收入和净利润分别同比下滑 12% 和 6%，主要是由于除去汽车下游以外的各个产品线下游需求疲软。受到宏观环境的影响，海内外大客户的手机、可穿戴、智能家居产品需求下滑，通讯大客户的一款主要产品发生召回，造成了销售波动；而汽车注塑产品方面则获益于产业链上游供应短缺缓解，取得了不错的增长。在营收下滑的情况下，公司在 FY21-22 年期间新设厂房包括惠州、越南和深圳产能基地，产能利用率较低，拖累了毛利率水平，而上游原材料和运输成本的下降，对冲缓解了毛利率方面的压力，公司 1H23 毛利率 23.3%，同比上升 4.6 个百分点。而公司积极降本增效，优化生产流程，上半年在三费控制方面看到显著成果。展望下半年的情况，公司在手订单达到 8.58 亿港元，同比去年年末增长 5%。我们看好公司在包括手机、可穿戴、智能家居的消费电子市场需求逐步探底回暖，电子烟、医疗设备和 Meta VR 新产品上量的过程中，带动营收、产能稼动率和盈利能力的修复。我们预计公司 2H23/FY24E 净利润将实现 7%/33% 的同比增长，毛利率将分别提升至 25.4%/26.1%。

目前公司股价对应 3.5 倍 FY24E 市盈率倍数，公司中期派息比率为 42.7%，股息回报率达到 9%，我们认为还是比较有吸引力的。维持买入评级，目标价 3.09 港元，是基于 8.2 倍 FY24E 市盈率倍数。（[链接](#)）

招银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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	41.65	55.00	32%	67.2	34.0	7.6	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.74	14.50	49%	26.5	19.2	1.1	4.7	1.4%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	12.24	16.20	32%	14.7	11.0	3.1	22.1	1.8%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	53.13	67.00	26%	18.3	14.8	3.3	19.2	1.0%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.36	23.20	51%	5.6	4.4	N/A	15.1	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	19.42	21.83	12%	29.9	18.4	N/A	42.2	0.6%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.21	4.70	46%	6.6	38.6	8.0	23.0	0.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	46.10	77.40	68%	25.4	20.2	4.6	18.9	1.4%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	65.35	92.90	42%	18.9	16.3	N/A	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	51.25	72.10	41%	54.4	431.2	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1847.00	2440.00	32%	31.1	26.8	9.9	31.9	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	35.10	50.34	43%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.20	118.00	66%	14.2	90.3	14.0	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	325.00	455.00	40%	19.4	16.2	2.8	15.1	0.5%
拼多多	PDD US	互联网	买入	98.97	109.00	10%	21.1	15.8	7.7	27.5	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	103.48	123.00	19%	17.8	16.7	4.0	21.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	92.90	156.60	69%	9.7	8.9	N/A	11.9	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	64.20	97.00	51%	37.1	22.0	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	33.15	45.10	36%	7.3	6.3	0.8	13.3	4.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	36.35	31.67	-13%	21.8	17.7	N/A	12.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	46.18	88.60	92%	23.4	16.9	1.5	6.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	12.12	23.28	92%	N/A	N/A	5.6	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 8 月 31 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个月的潜在涨幅在-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。