

每日投资策略

宏观策略、个股点评

宏观点评

中国宏观经济—企业跨境融资宏观审慎调节参数调高

中国人民银行昨天宣布，将企业跨境融资宏观审慎调节参数由1.25提高至1.5，此举旨在通过放宽跨境融资限制来允许更多的海外借款流入，以捍卫走弱的人民币。此次提高参数向市场发出了明确的信号：央行有意减缓人民币贬值进程。 ([链接](#))

个股速评

快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 97港元) — 广告电商表现亮眼, 利润上修可期

我们预计快手2Q23业绩将超预期，其中收入将同比增长26%（高于此前指引25%），净利润将为14亿人民币（高于指引11-12亿）。618强劲销售驱动下，电商GMV/收入有望同比增长34%/55%（高于此前预期30%/50%）。未来直播电商潜在增长动力将来自于：货架电商上线、川流计划及系统升级下流量转化效率的提升。广告2Q23预计同比增长28%（高于此前预期25%），当中外循环广告同比恢复增长，内循环广告增速也将高于GMV增速。我们预计2H23广告增长势头将持续，源于同期低基数以及垂直行业广告需求复苏(如游戏、网服)。直播业务或因6月直播生态治理而略低于预期，预计同比增长16%（低于此前预期20%），且在直播优质供给短期红利结束后，2H23E逐步回归高个位数稳定增速。利润端，由于高毛利的电商和广告增长较快，2Q23毛利率将为47.5%，高于此前预期46.5%。同时，随着营销费用趋稳，以及海外业务亏损的收窄，我们预计集团盈利能力有望进一步提升。我们下调2023-25年收入0.7-1.0%，上调盈利预测8-9%，维持目标价97港币不变。 ([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	18,928	-0.13	-4.31
恒生国企	6,364	-0.28	-5.08
恒生科技	4,064	-1.24	-1.58
上证综指	3,170	-0.92	2.60
深证综指	2,016	-1.05	2.03
深圳创业板	2,156	-0.99	-8.14
美国道琼斯	35,225	0.47	6.27
美国标普 500	4,535	-0.68	18.11
美国纳斯达克	14,063	-2.05	34.37
德国 DAX	16,204	0.59	16.38
法国 CAC	7,385	0.79	14.07
英国富时 100	7,646	0.76	2.61
日本日经 225	32,491	-1.23	24.51
澳洲 ASX 200	7,325	0.02	4.07
台湾加权	17,165	0.28	21.41

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	31,755	-0.01	-2.13
恒生工商业	10,486	-0.41	-3.94
恒生地产	21,424	1.59	-17.72
恒生公用事业	34,598	0.39	-6.06

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)	-46.66
深港通 (南下)	-66.80
沪港通 (北上)	-0.47
深港通 (北上)	24.78

资料来源: 彭博

■ 奈雪的茶 (2150 HK, 买入, 目标价: 8.75港元) – 开放加盟或会带来更大的成功

事件: 继4月乐乐茶开放了加盟的模式后, 7月20日, 奈雪的茶也正式开放了。目前只开放约300个城市, 大多数是3至4线, 而加盟商必须有2年或以上的餐饮经验并且自己来当店长。

招银国际点评: 利好, 有信心可以加快占领市场来应战喜茶, 而加盟商也有足够的生存空间。

1) 应战喜茶, 加速占领市场。

奈雪追赶喜茶多年, 在去年年底, 门店数量达到1068家, 已经超越了喜茶约850家, 但是自从今年1月份喜茶开放加盟以后, 到7月中, 喜茶门店数已经超过2000家, 短短半年已经增加惊人数量约1000家。

同一时间, 奈雪的同店销售增长, 则从3-4月的15-20%, 放慢到6月份约0%。除了宏观的负面影响, 一部分也可能是行业的竞争带来的结果, 所以开放加盟, 是非常合理的决定。

2) 有效经营加盟业务的条件是存在的。

公司之前一直坚持不放开加盟是品牌力下降, 但纵观中国的新式茶饮市场, 领先品牌为蜜雪冰城, 古茗, 书亦, 沪上阿姨, 茶百道, 甜啦啦, CoCo, 益禾堂, 喜茶, 奈雪, 茶颜悦色, 乐乐茶等, 当中还没开放的品牌就只有奈雪和茶颜悦色, 所以相对来说, 现在就算放开了, 对品牌力也不会有太大影响, 而且在数字化的加持下, 加盟商的管理机制也是相当成熟。

而且从招商条件来说, 公司的要求很明确, 是要做到加盟直营零差别, 这解释了为什么约100万的加盟费投入是要比喜茶的约40-50万高。另外奈雪门店的面积要求是90-170平, 也是明显要比喜茶的40-50平大很多。我们也认为奈雪的第三空间是其中一个核心竞争力, 是需要保留的。

然后受惠于各种各样的自动化, 像自动排班, 数字化库存管理和自动订货, 自动制茶机等, 对人员数量和要求也下降了很多, 门店的可复制性要比以前高得多。

3) 对于加盟商, 吸引力仍然存在。

目前现金回本期粗略估算为1年到2年左右。假设约35万月销(22年成熟门店的月销为45万), 15%的门店层面经营利润率, 100万的投入, 回本期为19个月。一般来说, 中端的新式茶饮门店的回本期为10到14个月。更重要的是, 经过几年的打磨, 新开店的盈亏平衡点大概是在20万到30万之间, 就算业绩不似预期, 还是有生存空间的。

我们维持买入评级, 并上调目标价至8.75港元, 基于DCF估值(15.8% WACC和2%增长率), 也反映着约23倍的24财年市盈率, 现价在16倍。

([链接](#))

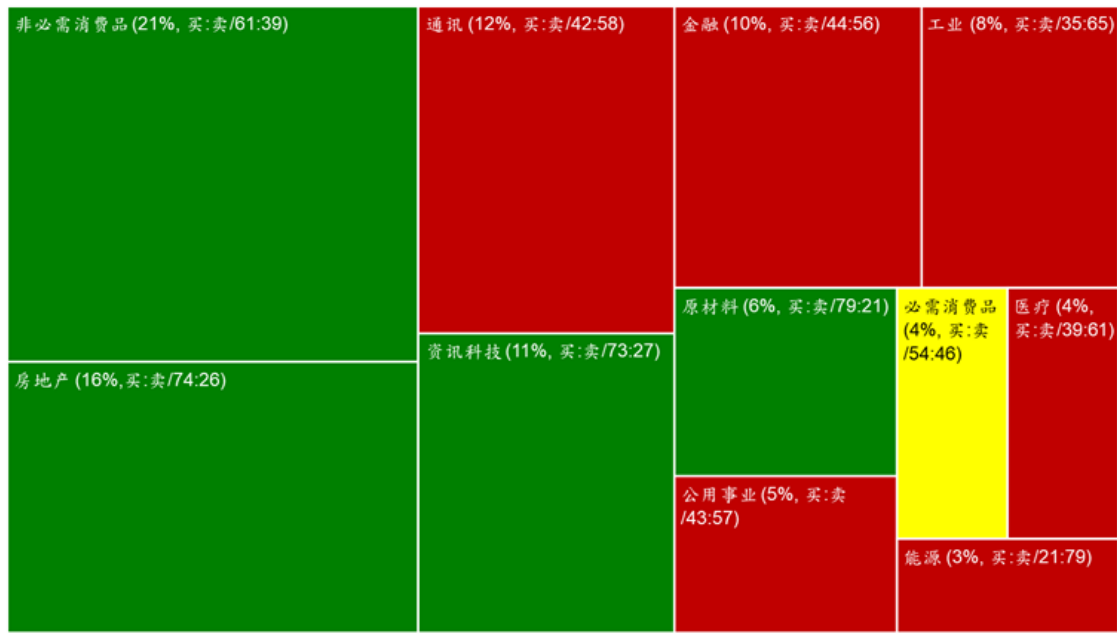
招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		ROE (%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2023E
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	37.49	44.00	17%	N/A	N/A	7.6	6.5	10.4	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.56	12.00	26%	13.5	12.7	1.1	1.0	8.5	0.9%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	11.14	16.20	45%	13.3	9.9	2.8	2.5	22.1	2.0%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	59.91	67.00	12%	20.6	16.7	3.7	3.1	19.2	0.9%
华润电力	836 HK	能源	买入	17.02	23.20	36%	6.6	5.1	0.9	0.8	14.1	0.0%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	25.45	39.00	53%	8.5	6.9	1.1	1.0	12.3	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	18.97	21.83	15%	31.6	19.5	9.4	6.2	38.3	0.0%
美的	000333 CH	可选消费	买入	57.53	66.68	16%	12.1	11.1	2.4	2.2	21.8	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	455.40	595.15	31%	192.8	156.1	N/A	N/A	12.0	0.1%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	48.50	77.40	60%	29.7	24.8	4.8	4.2	18.5	1.3%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	68.55	92.90	36%	19.7	17.0	2.8	2.6	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	59.60	72.10	21%	2356.9	45.5	4.3	3.8	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1724.00	2440.00	42%	29.0	25.0	9.2	7.7	31.9	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	31.25	50.34	61%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	7.15	12.31	72%	27.4	19.9	N/A	N/A	11.1	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	77.40	118.00	52%	N/A	N/A	1.9	1.8	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	332.80	455.00	37%	20.7	17.1	N/A	N/A	N/A	N/A
拼多多	PDD US	互联网	买入	74.88	109.00	46%	18.7	13.9	28.3	21.9	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	102.49	123.00	20%	19.2	17.4	N/A	N/A	19.5	N/A
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	91.90	156.60	70%	10.6	9.9	1.4	1.3	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	57.00	97.00	70%	65.5	27.6	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	32.20	45.10	40%	7.1	6.0	0.8	0.7	13.3	5.7%
京东方精电	710 HK	科技	买入	11.58	23.70	105%	12.2	8.7	1.1	0.9	16.1	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	46.14	8860%	0.9	16.4	12.4	N/A	N/A	8.6	0.7%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	11.12	2328%	1.1	N/A	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 7 月 20 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 20/7/2023

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。