

每日投资策略

行业/公司点评

行业点评

■ 中国汽车行业 - 2023年过半数品牌以历史最高折扣收官

12月大部分品牌的终端折扣（基于11月单车零售的加权平均）环比继续扩大，符合市场预期。我们认为同期原材料价格的下滑会减缓折扣放大对车企利润的影响。大部分的负面因素或已被近期的股价回调所反映。

长城、吉利、比亚迪：长城12月折扣环比扩大，虽然库存有所下降。蓝山PHEV的折扣环比扩大，带动零售销量环比增长50%以上。主力越野风格车型12月折扣环比扩大超过1个点，表明这一细分市场的竞争继续加剧。我们估计长城四季度的平均折扣环比扩大约0.6个百分点，但其四季度毛利率仍可能具有弹性，得益于更好的产品组合和更高的出口占比。吉利12月的平均折扣环比持平，同比扩大约4个点，优于大部分同行。12月银河系列和几何系列的折扣放大超过吉星系列，星越和星瑞的折扣甚至有所收窄，主要是因为吉利12月放缓了发运节奏考虑到全年销量目标已经完成。我们预计吉利1月折扣会继续放大。比亚迪12月折扣环比扩大至超过5%，达到了2020年以来的峰值。12月海洋网车型折扣放大快于王朝网车型，海鸥也开始有4%的折扣。但比亚迪的折扣水平仍是主要车企中最低的。2024年比亚迪仍有空间通过折扣来带动销量的提升。

广汽、宝马、奔驰：埃安12月折扣扩大至历史最高，其零售销量在8月份达到5万台后就有所失速。传祺的12月折扣也继续扩大。广汽丰田和广汽本田的12月折扣继续放大至历史新高。华晨宝马的12月折扣扩大至22%，达到历史新高，其中i3的折扣已经放大到38%。我们估计宝马经销商的四季度新车毛利率将比上半年面临更大的挑战，进入2024年这种压力仍然存在。北京奔驰的12月折扣环比有所收窄，主要因为换代E级刚刚上市。全新E级指导价相比老款提高了1-2.5万元，我们预计其终端折扣会像全新GLC一样快速放大。（[链接](#)）

■ 中国汽车行业 - 12月新能源先行指标环比提升

我们估计12月新能源零售销量环比增长13%至约87万台，低于我们此前的预期，因为燃油车年底冲量力度较大。2023年全年新能源零售销量同比增长39%至约729万台，市场份额达到34%。12月主要品牌的大部分先行指标环比有所改善，预示着春节前的1月份可能会有较强的销量表现。

线索和进店：12月六大品牌线索量皆环比增长，进店量仅小鹏下滑。12月蔚来的单店线索量环比增长6%，弥补了其11月6%的下滑。比亚迪12月单店线索环比增长4%，得益于其促销力度的增强。特斯拉的单店线索量仍是六大品牌中最高的，12月环比增长3%，其余品牌（理想、小鹏、埃安）环比增长1-2%。12月进店量变化情况和线索变化基本一致，理想的单店进店量环比增长4%，其次是特斯拉、蔚来和比亚迪（+3%）。而小鹏

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,535	-0.66	-3.00
恒生国企	5,607	-0.75	-2.80
恒生科技	3,592	-1.71	-4.57
上证综指	2,929	-0.85	-1.54
深证综指	1,773	-1.34	-3.51
深圳创业板	1,776	-1.45	-6.12
美国道琼斯	37,466	0.07	-0.59
美国标普500	4,697	0.18	-1.52
美国纳斯达克	14,524	0.09	-3.25
德国DAX	16,594	-0.14	-0.94
法国CAC	7,421	-0.40	-1.62
英国富时100	7,690	-0.43	-0.56
日本日经225	33,377	0.27	-0.26
澳洲ASX 200	7,489	-0.07	-1.34
台湾加权	17,519	-0.17	-2.30

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	28,990	-0.12	-2.79
恒生工商业	8,943	-1.12	-3.14
恒生地产	17,513	0.08	-4.44
恒生公用事业	32,789	0.44	-0.26

资料来源：彭博

沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	20.25
深港通 (南下)	9.65
沪港通 (北上)	32.55
深港通 (北上)	21.18

资料来源：彭博

的12月进店量环比3%，目前城市XNGP的开放并没有吸引到更多的客流。12月中旬我们在非一线城市试驾体验了XNGP，销售人员表示我们是第一个明确要求体验城市XNGP的用户。埃安的12月进店量环比持平。

新订单：不同于2022年11-12月新能源订单是下滑的，2023年12月六大品牌的单店新订单都有环比提升。其中理想的12月新订单环比增长14%，为3月以来的最大增幅，我们估计其新增订单量和5万的交付量处于近似的水平，好于部分投资者的预期。蔚来、比亚迪和特斯拉的12月新订单分别环比增长14%、11%和5%。小鹏的12月新订单仅环比增长1%，X9的贡献对其维持现有2万的销量水平非常重要，我们认为其余车型的销量将在未来几个月面临下滑的风险。（[链接](#)）

公司点评

■ 安踏（2020 HK，买入，目标价：109.99 港元）- 23 年 4 季度表现符合预期且优于同行；Amer Sports 正式提交美国 IPO 的计划

虽然安踏和 FILA 在 23 年 4 季度的表现只是符合预期，但我们对其表现感到满意，因为行业仍面临巨大的压力（有些同业的零售流水增长疲软，零售折扣环比 23 年 3 季也有加深）。展望 2024 财年，尽管基数可能较高，但我们仍然对安踏集团的业绩充满信心，因为大多数品牌的势头仍然强劲（安踏和 FILA 都受到最近改革的支持，而 Descente 和 Kolon 的品牌力和产品力继续提升，叠加户外赛道增长强劲）。此外，目前估值相当吸引，处于 17 倍/14 倍 23 年/24 年预测市盈率的水平。

Amer Sports 终于提交了美国 IPO 的计划，消息为安踏迎来利好。首先，尽管有疫情爆发，但 Amer Sports 仍取得亮丽的业绩，也接近达成了之前的五年计划。2020 年至 2022 年期间，其销售/调整后 EBITDA 复合年增长率为 20%/21%，调整后净利润率从 2020 年的 -7% 改善至 2022 年的 -1%。2023 年首 9 个月的净亏损确实略高于 2023 年的净亏损，但这由于：1) 利息成本上升和 2) 有效税率提升（大部分利息支出不可免税，因为这些支出属于 JV 层面，而非上市公司）。其次，我们认为，如果 Amer Sports 的 IPO 计划成功了，对安踏来说肯定是一大利好，因为：1) 如果 JV Co 贷款 1（约 27 亿欧元）被股权化（将会从贷款转换为股票），JV Co 贷款 2（约 13 亿欧元）将会以 IPO 筹集的钱来偿还（根据 EURIBOR+2% 的息率来计算，过去 2 年的利率高达 5-7%），所以预期利息支出能大幅减少，Amer Sports 亦会实现盈亏平衡，2) 假若 Amer Sports 的 IPO 估值高于其并购价格，安踏亦会获得一次性公允价值收益，3) 安踏的派息率也会逐渐提高（收购前的 2017 财年为 40%，而 2022 财年为 40%）。

维持买入，目标价 109.99 港元，基于 27 倍 23 财年预期（不变），考虑到 22 财年到 25 的销售/净利润年复合增长率为 15%/25%。现价估值为 17 倍的预测市盈率，比 5 年平均的 26 倍，低约 1.4 个标准差，较为吸引。（[链接](#)）

■ **金蝶 (268 HK, 买入, 目标价: 15.10 港元) - 在宏观逆风中维持具备韧性的表现**

公司公布 2023 年的财务业绩的初步预期, 预计总收入为 56.5 亿-57 亿元人民币, 同比增长 16.2%-17.2% (2022 年: 16.6%), 略低于彭博一致预期的 58 亿元人民币, 我们将其归因于宏观逆风, 而归母净亏损预期为 1.7 亿-2.5 亿元人民币, 好于市场预期的 2.59 亿元, 我们认为这表明在有效成本管控助力下, 金蝶的减亏正处于正轨。尽管在当前的宏观背景下, 我们预期企业端数字化需求复苏或需时间, 但数字化和国产替代或仍是长期重要趋势, 金蝶有望受益。与同行相比, 金蝶订阅服务营收占比更高, 2024 年的收入增长确定性或有望更高。我们将目标价下调至每股 15.1 港元 (前值: 17.0 港元), 基于一年均值的 7.5x EV/S 目标估值水平 (前值: 8.4x), 维持买入评级。 ([链接](#))

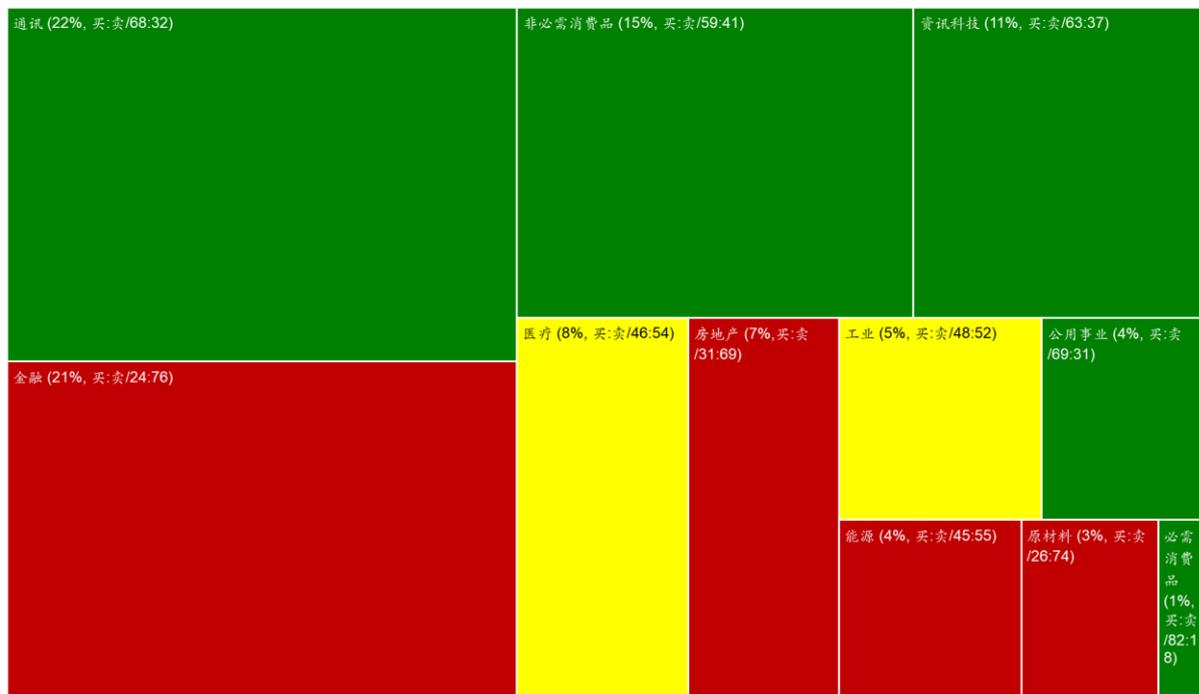
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	股價	目標價	上行/下行	市盈率(倍)		市淨率(倍)	ROE(%)	股息率
				(當地貨幣)	(當地貨幣)	空間	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
長合											
理想汽車	LI US	汽車	買入	34.16	50.00	46%	53.0	33.3	6.0	18.1	0.0%
吉利汽車	175 HK	汽車	買入	8.42	14.00	66%	19.3	13.5	1.0	5.4	2.2%
潍柴動力	2338 HK	裝備製造	買入	13.62	19.40	42%	12.7	10.7	1.4	11.3	3.1%
浙江鼎力	603338 CH	裝備製造	買入	50.29	70.00	39%	15.1	13.0	3.0	21.7	1.2%
華潤電力	836 HK	能源	買入	15.82	22.53	42%	5.5	4.6	0.8	14.6	7.7%
華潤燃氣	1193 HK	能源	買入	26.20	34.13	30%	9.0	7.5	1.3	11.0	5.4%
江南布衣	3306 HK	可選消費	買入	10.50	14.26	36%	6.9	6.1	2.2	34.1	11.1%
JS環球生活	1691 HK	可選消費	買入	1.51	1.84	22%	18.2	47.7	3.0	8.4	0.7%
Vesync	2148 HK	可選消費	買入	5.12	6.71	31%	78.1	58.6	15.9	20.6	0.3%
貴州茅台	600519 CH	必需消費	買入	1663.36	2219.00	33%	28.7	23.1	9.0	35.6	1.9%
信达生物	1801 HK	醫葯	買入	38.40	57.35	49%	N/A	N/A	5.3	N/A	0.0
友邦保險	1299 HK	保險	買入	64.40	118.00	83%	92.1	80.7	15.2	11.3	0.3%
騰訊	700 HK	互聯網	買入	292.20	465.00	59%	16.6	14.0	3.0	15.5	0.7%
拼多多	PDD US	互聯網	買入	146.53	142.60	-3%	26.6	20.2	9.9	41.4	0.0%
網飛	NFLX US	傳媒與文娛	買入	474.06	512.00	8%	282.3	219.3	66.5	25.0	0.0%
快手	1024 HK	傳媒與文娛	買入	50.35	97.00	93%	N/A	N/A	4.2	7.7	0.0%
華潤置地	1109 HK	房地產	買入	26.95	45.10	67%	5.5	5.0	0.7	13.3	5.9%
比亞迪電子	285 HK	科技	買入	34.75	44.23	27%	N/A	N/A	2.5	13.4	0.9%
中際旭創	300308 CH	科技	買入	100.03	109.30	9%	47.0	34.5	5.8	12.6	0.3%
金蝶	268 HK	軟件與IT服務	買入	10.42	17.00	63%	N/A	N/A	4.6	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場（截至2023年1月5日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 5/1/2024

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，都应以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。