

每日投资策略

宏观策略/行业点评/个股速评

宏观策略

■ 美国经济 - 制造业与服务业持续分化

美国ISM制造业PMI从6月的46小幅升至7月的46.4，低于预期的46.9，显示制造业连续9个月收缩，但收缩速度减缓。制造业需求依然较弱，新出口订单进一步下滑，预示中欧等海外需求和全球贸易活动疲弱；供应商交付时间持续改善，制造业自有库存和客户库存延续下降，供应链恢复和未来需求不确定性令企业普遍压降库存水平；制造业就业显著下滑，但价格有所反弹。ISM非制造业PMI从6月的53.9降至7月的52.7，低于预期的53，显示服务业连续7个月扩张，但扩张速度放缓。服务业商业活动、新订单和就业均延续扩张，在手订单、库存景气和价格显著回升，供应商交付时间持续改善。服务业平稳扩张支撑美国经济延续增长，延缓美国核心通胀下降过程。美国制造业和服务业分化，反映疫后服务消费模式缓慢回归和服务消费需求对利率敏感性相对较低。服务业占美国GDP的70%左右，将决定美国经济走向。

➤ **制造业：**依然疲软，贸易活动走弱，企业降本增效去库存。新订单指数和在手订单指数分别从6月的45.6和38.7回升至7月的47.3和42.8，对制造业PMI回升拉动最大，显示需求边际改善，但依然疲软。新出口订单指数进一步回落1.1点至46.2，与中欧等经济体PMI走势相一致，反映中欧等海外商品需求和全球贸易活动疲弱。供应商交付指数和进口指数分别从6月的45.7和49.3回升至7月的46.1和49.6，显示供应改善。自有库存指数和客户库存指数分别从6月的44和46.2升至7月的46.1和48.7，但仍处于收缩状态，显示制造业延续去库存。就业指数从6月的48.1大幅降至7月的44.4，说明制造业加快减少雇员。基于历史经验，制造业PMI低于50显示制造业收缩，低于48.7往往表明整体经济在收缩，7月制造业PMI为46.4对应GDP年化负增长0.8%左右，说明制造业在显著拖累美国经济增长。分行业来看，煤炭和石油产品PMI处于扩张区间，家具、纺织、非金属矿物制品和化工的新订单有所增长，显示出行和新房建筑相关制造业需求上升，但服装、羽绒制品、木纸制品、塑料与橡胶制品、食品饮料烟草等其他行业新订单下降。

➤ **服务业：**延续扩张，通胀小幅反弹，库存和就业仍在增加。商业活动指数、新订单指数和就业指数分别从6月的59.2、55.5和53.1小幅回落至7月的57.1、55和50.7，但均处于扩张区间，显示服务业需求和就业持续增长。在手订单指数从6月的43.9大幅反弹至7月的52.1，预示短期内服务业产出将延续扩张。新出口订单指数连续两个月超过61处于高景气度区间，说明服务出口活动强劲复苏。供应商交付指数从6月的47.6升至7月的48.1，但仍低于50，交货速度变得更快。库存指数下降5.5个百分点至50.4，显示服务业持续增加库存，但加库存速度显著放缓。价格指数上升2.7个百分点至56.8，说明7月服务业价格显著反弹，CPI同比增速可能小幅回升。基于历史经验，非制造业PMI高于50显示服务

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,539	0.61	-1.22
恒生国企	6,733	1.21	0.41
恒生科技	4,497	2.06	8.93
上证综指	3,288	0.23	6.44
深证综指	2,072	0.48	4.86
深圳创业板	2,263	0.95	-3.55
美国道琼斯	35,066	-0.43	5.79
美国标普 500	4,478	-0.53	16.63
美国纳斯达克	13,909	-0.36	32.89
德国 DAX	15,952	0.37	14.57
法国 CAC	7,315	0.75	13.00
英国富时 100	7,564	0.47	1.51
日本日经 225	32,193	0.10	23.37
澳洲 ASX 200	7,325	0.19	4.07
台湾加权	16,844	-0.30	19.14

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	32,206	0.13	-0.74
恒生工商业	10,981	1.15	0.60
恒生地产	21,694	-1.01	-16.69
恒生公用事业	34,367	-0.97	-6.68

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)	-9.26
深港通 (南下)	-23.31
沪港通 (北上)	15.60
深港通 (北上)	39.24

资料来源: 彭博

业扩张，高于49.9 往往表明整体经济扩张，7月非制造业PMI为52.7 对应GDP 年化增长1%左右，说明服务业在支撑美国经济增长。分行业来看，7月建筑、住宿餐饮、公共管理、企业管理和支持服务、交运仓储、公用事业、房地产等非制造业延续较快增长，但采矿、农业和金融保险业走弱；文艺娱乐、公共管理、公用事业、零售、医疗卫生、专业与科技服务出现就业增长，但金融保险、教育服务、采矿、公司管理及支援服务、信息服务业出现就业减少；农业、建筑、金融保险、零售、医疗卫生、教育服务等行业价格上涨，采矿业和住宿餐饮业价格回落。

- **制造业与服务业分化近期或将延续，服务业走势决定美国经济走向。**美国制造业已延续收缩，处于衰退边缘，但服务业仍在扩张，支撑经济持续增长。制造业与服务业的分化主要由于：1) 2020-2021 年宅经济和大规模财政转移支付推动商品消费过热和透支，为当前制造业下行周期埋下伏笔，但服务消费受疫情冲击相对较大，疫后复苏周期相对更长，目前消费者仍处于对一些服务报复性消费和向服务消费模式回归的过程中，服务消费占总消费比重仍有修复空间；2) 利率上升对汽车、住房相关耐用品消费需求影响较大，但对服务消费需求影响相对较小；3) 服务业供应受劳工短缺影响较大，目前仍在恢复过程中；4) 商品通胀经历大幅攀升后显著回落，但服务通胀下降迟缓，与制造业和服务业分化相一致。服务业增加值占美国GDP的70%左右，服务业扩张支撑美国经济持续增长。只有服务业从扩张转向收缩，美国经济才可能有衰退风险。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国汽车行业 - 7月电动车先行指标：新订单环比增长

线索数量：蔚来7月的单店平均线索量环比增长5%，增速是六大品牌中最高的。特斯拉的单店线索量的绝对值仍然是六大品牌之最。比亚迪的7月线索量环比下滑3%，可能是因为来自新势力的竞品增加。7月，六大品牌的线索至进店转化率维持在10-13%左右，其中埃安品牌转化率最高，蔚来连续5个月最低。

进店客流的数据相比我们在有限样本中观察到的情形要弱一些。该进店客流数据统计的是进店并留资的客户数量，可能与在市面上观察到的广义门店客流量有所不同。蔚来7月单店客流环比增长8%，是六大品牌中增速最高的。进店至订单转化率方面，六大品牌的7月数据均较6月有所提升，其中比亚迪最高（11%），蔚来最低（6%）。

新订单环比增长：六大品牌的单店订单都已连续3个月环比增长。其中蔚来7月的单店订单环比增长21%，仍然是六大品牌之最。相比4月份，蔚来7月的单店订单增长72%，小鹏增长26%（G6三季度交付可能受限于产能），理想增长22%（但相比去年12月翻倍）。特斯拉今年第三季度的交付可能会有较大的波动，因为部分消费者可能会选择等待Model 3的改款。总体来说，根据先行指标的情况，我们预计8-9月份领先的造车新势力会有比较强劲的销量表现。（[链接](#)）

■ 中国汽车行业 - 7月折扣：自主品牌收窄，合资品牌扩大

大部分头部自主品牌的7月终端折扣环比收窄，符合我们此前对6-7月折扣见顶的预期，而大部分合资品牌的折扣却在继续环比扩大，差于我们此前的预期。

长城、吉利、比亚迪：长城7月终端折扣（基于6月零售的加权平均）环比持平，所以实际的终端折扣可能更低一些，因为7月新车型的销量占比环比提升。7月枭龙系列PHEV的折扣没有环比扩大，但我们仍然认为长城应当会对即将上市的几个PHEV车型采取更加激进的定价策略。吉利7月的终端折扣环比有所收窄，得益于银河L7、星瑞和缤越。但吉利8月提高了对传统车型的销售激励，可能会促使8月的整体折扣保持在高位。比亚迪的7月终端折扣环比收窄，仍然是主要车企中最低的折扣水平。考虑到比亚迪现有的成本优势，我们认为其定价策略至少部分取决于销量和目标的差距。

广汽、宝马、奔驰：传祺的7月折扣环比收窄，而埃安的折扣环比有所扩大超过2个点。昊铂GT于7月25日开始交付，可能有助于埃安平均折扣的回收。7月广汽丰田和广汽本田的折扣继续环比扩大。7月华晨宝马的折扣环比扩大，达到历史新高，弱于我们此前的预期。据我们之前的渠道调研，宝马3季度的商务政策对单车的激励相比2季度提高约1,000元，所以我们认为宝马在下半年仍然会提供特殊补贴，而这比我们想象的来得更快：7月13日，宝马又宣布3季度为国产车型提供额外返利5,000-7,000元/辆，进口车型4,000元/辆。北京奔驰的7月终端折扣环比扩大至约18%，为历史最高。（[链接](#)）

公司速评

■ 小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 16.41港元) - 2Q23E业绩前瞻：盈利恢复将有望加速。

公司将于八月下旬发布2Q23业绩，我们预计公司2Q23收入/经调整净利润将同比-6%/+92%，盈利水平恢复的幅度和节奏将超越目前市场预期，主要由于大幅改善的上游成本导致的毛利率提升、公司先前提出的降本增效、利润与规模并重方针持续发挥作用，以及各个业务线更优化的产品组合。进入2H23E，我们认为公司利润表现将持续修复，手机业务将受到新机型发售、传统旺季渠道拉货的正面驱动。总的来说，我们维持先前的观点，小米盈利情况最差的时间已经过去，我们调高FY23-25E EPS 8-20%，以反映快于预期的盈利水平恢复预期，提高目标价至16.41港元，对应24倍FY24E市盈率倍数，重申买入评级。（[链接](#)）

■ Adidas (ADS GY) - 2季度业绩略超预期，直营比批发优秀，库存和中国市场持续改善。

1) 23年2季度销售下降5%至53亿欧元，比市场预期高4%，营业利润/净利润分别为1.76亿欧元/9,600万欧元，对应利润率为3.3%/1.8%，比市场预期的负0.3%/正0.1%要好。但对比23年7月底公布的数字比较一致，市场应该有一定预期，主要是受惠于毛利率提升、Yeezy强劲的销售和经营杠杆。

对比一季度的1%下跌更多，因为：1) 批发销售下降10%和2) 美国需求疲软。

按渠道的销售增长: 批发/ 直营销售分别为-10%/ +16%。

按地区(固定汇率)的销售增长: 欧洲、中东和非洲/ 美国/ 大中华区/ 亚太地区/ 拉丁美洲的销售增长分别为-1%/ -16%/ +16%/ +7%/ +30%。

2) 尽管集团销售2季度下跌较多, 但直营销售增长加速, 从一季度的11%加快到二季度的19%, 而且在所有市场上都实现了双位数增长。此外, 2季度的零售折对比一季度有所改善。我们认为良好的势头部分是由于经典产品, 像“Super Star”、“Samba”、“Campus”等重新受到消费者欢迎。

3) 二季度库存同比增加1%, 环比下降2%, 连续两个季度下降, 主要是美国较高, 欧洲和中国都比较正常。

4) 23年全年指引有所上调, 预测销售下降为中单位数(之前为高单位数), 预测亏损预计为4.5亿欧元(之前为7亿欧元), 但假如不包括Yeezy影响的话, 预测经营利润为盈亏平衡左右(维持)。

5) 中国的销售增长为16%, 好于招银预期的10%, 除零售折扣未有改善, 刚刚也完成三年以来首个明星签约及线下订货会, 有超过2,000个经销商参加。

6) 商店数量保持稳定, 并将开设更多的大型门店, 因此销售面积将继续增长。

招银国际点评:

公司指引保守, 但基本面改善良好, 利好经销商, 利空供应商。

1) 公司指引的上调幅度比较保守, 管理层也提到下半年的批发销售仍然会下降, 集团毛利率不会高于48%, 但我们认为这是公司比较谨慎而已, 实际的改善还是相当振奋的。

2) 我们稍微比管理层乐观, 因为我们认为新的首席执行官的目标和改革方向都很正确, 对长远发展都是有利的, 而下半年的Fear of god的产品系列也值得期待, 最近美斯的续约和他转会到美国, 以及和曼联的签约, 也会利好销售,

3) 公司去库存的动作还会持续, 而且首次订货占比会从100%下降至70%, 相信对供应商较为负面(对申洲会略为没那么负面, 因为中国的表现会好转),

4) 虽然目前DTC的销售占比较高, 在44%左右, 但公司中线目标仅为35%至40%, 对经销商是利好的(我们较为看好滔博以及宝胜, 因为中国销售增长在加速)。

总的来说, 我们对Adidas在下半年和24年表现看法乐观。

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	現價	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	2024E	2023E	2023E
長企												
理想汽車	LI US	汽車	買入	45.84	44.00	-4%	N/A	N/A	8.5	7.2	10.4	0.0%
長城汽車	2333 HK	汽車	買入	10.56	12.00	14%	14.9	14.1	1.2	1.1	8.5	0.8%
三一國際	631 HK	裝備製造	買入	12.38	16.20	31%	14.8	11.0	3.1	2.7	22.1	1.8%
浙江鼎力	603338 CH	裝備製造	買入	59.88	67.00	12%	20.6	16.7	3.7	3.1	19.2	0.9%
華潤電力	836 HK	能源	買入	16.64	23.20	39%	6.5	5.0	0.8	0.7	14.1	0.0%
華潤燃氣	1193 HK	燃氣	買入	25.95	39.00	50%	8.7	7.0	1.2	1.1	12.3	0.0%
亞朵	ATAT US	可選消費	買入	21.04	21.83	4%	35.0	21.6	10.4	6.9	38.3	0.0%
美的	000333 CH	可選消費	買入	57.92	66.68	15%	12.2	11.2	2.5	2.3	21.8	0.0%
百勝中國	9987 HK	可選消費	買入	443.60	595.15	34%	186.8	147.6	N/A	N/A	11.9	0.1%
華潤啤酒	291 HK	必需消費	買入	50.00	77.40	55%	30.6	25.5	4.9	4.4	18.5	1.3%
青島啤酒	168 HK	必需消費	買入	68.25	92.90	36%	19.6	16.9	2.8	2.6	16.0	0.0%
普拉達	1913 HK	必需消費	買入	55.00	72.10	31%	2149.8	1970.6	4.0	3.6	15.5	0.0%
貴州茅台	600519 CH	必需消費	買入	1893.47	2440.00	29%	31.9	27.4	10.1	8.4	34.1	1.6%
信达生物	1801 HK	醫葯	買入	32.80	50.34	53%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
愛康醫療	1789 HK	醫葯	買入	7.23	12.31	70%	27.7	20.1	N/A	N/A	11.1	0.0%
友邦保險	1299 HK	保險	買入	74.05	118.00	59%	N/A	N/A	1.9	1.7	18.2	0.3%
騰訊	700 HK	互聯網	買入	343.40	455.00	32%	21.4	17.6	N/A	N/A	N/A	N/A
拼多多	PDD US	互聯網	買入	87.52	109.00	25%	21.8	16.2	33.0	25.5	23.4	0.0%
網易	NTES US	互聯網	買入	108.53	123.00	13%	20.3	18.4	N/A	N/A	19.5	N/A
阿里巴巴	BABA US	互聯網	買入	96.90	156.60	62%	11.2	10.4	N/A	N/A	10.4	0.0%
快手	1024 HK	傳媒與文娛	買入	68.85	97.00	41%	70.2	30.1	N/A	N/A	N/A	0.0%
華潤置地	1109 HK	房地產	買入	35.30	45.10	28%	7.8	6.6	0.9	0.8	13.3	5.2%
京東方精電	710 HK	科技	買入	11.18	23.70	112%	11.8	8.4	1.0	0.8	16.1	0.0%
聞泰科技	600745 CH	科技	買入	48.34	88.60	83%	17.2	13.0	N/A	N/A	8.6	0.7%
金煤	268 HK	軟件 & IT 服務	買入	13.82	23.28	68%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究(截至2023年8月4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，都应以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。