

每日投资策略

宏观经济、公司点评

宏观经济

■ 中国经济—PMI 持续走弱

8月制造业 PMI 连续第4个月萎缩并降至2月以来新低，显示经济活动进一步走弱。新订单需求减少，生产活动陷入收缩。企业采购活动大幅收缩，同时去库存持续。建筑业活动大幅放缓，创2020年2月以来新低。制造业通缩进一步加剧，原材料采购价格和出厂产品价格均显著下降。就业依然较弱，仍将抑制消费者信心。

PMI 指数持续走弱、通缩压力延续和就业状况不振预示经济动能减弱。决策者可能开始关注提振消费，近期政策部门上调对汽车和家电“以旧换新”补贴，并可能考虑进一步降低存量住房贷款利率以减轻家庭债务负担。我们预计中国货币政策将保持宽松，年内 LPR、再融资利率和存款利率可能进一步下调 10-20 个基点。 ([链接](#))

公司点评

■ 迈瑞医疗 (300760 CH; 买入; 目标价: 352.84 元人民币) - 行业扰动下, 保持稳健增长

迈瑞医疗 2024 年上半年实现收入 205.3 亿元, 同比增长 11.1%, 实现归母净利润 75.6 亿元, 同比增长 17.4%。尽管医疗行业整顿叠加医疗设备更新项目尚未落地执行, 公立医院对招标采购活动的观望情绪浓厚, 导致 1H24 国内设备类业务收入同比减少 12%。但得益于 IVD 业务以及国内高端/超高端超声业务的快速增长, 公司仍展现强大的发展韧性, 实现稳健增长。IVD 试剂和高端超声收入占比的提升带动公司 1H24 毛利率同比提升 0.7 个百分点至 66.3%。此外, 公司发布中期分红计划, 向全体股东合计派发现金红利约 49.2 亿元, 占 1H24 归母净利润超 65%, 分红比例持续提升。

国内设备业务承压。1H24, 受到招标采购活动继续推迟的影响, 国内设备业务收入同比减少 12%。由于公司生命信息与支持 (PMLS) 类产品在中国的市场份额普遍较高, 因此国内业务受行业环境影响较大, 上半年 PLMS 板块收入同比减少 7.6%, 其中国内收入同比减少约 20%。医学影像板块受益于国产首款超高端超声 Resona A20 和高端超声的持续放量, 上半年医学影像板块收入同比增长 15.5%, 其中高端及超高端超声收入同比增长超 40%。

加速向耗材相关业务转型。1H24, IVD 产线的试剂业务受国内行业整顿影响有限, 产线收入同比增长 28.2%至 76.6 亿元, 收入占比超 37%。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,989	1.14	5.52
恒生国企	6,331	1.34	9.75
恒生科技	3,561	2.87	-5.41
上证综指	2,842	0.68	-4.46
深证综指	1,544	2.24	-15.98
深圳创业板	1,580	2.53	-16.44
美国道琼斯	41,563	0.55	10.28
美国标普 500	5,648	1.01	18.42
美国纳斯达克	17,714	1.13	18.00
德国 DAX	18,907	-0.03	12.87
法国 CAC	7,631	-0.13	1.16
英国富时 100	8,377	-0.04	8.32
日本日经 225	38,648	0.74	15.49
澳洲 ASX 200	8,092	0.58	6.60
台湾加权	22,268	0.30	24.19

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	31,093	-0.12	4.26
恒生工商业	9,981	1.91	8.10
恒生地产	15,331	1.59	-16.35
恒生公用事业	36,737	0.02	11.75

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)	38.35
深港通 (南下)	24.67

资料来源: 彭博

其中国内 IVD 收入同比增长超 25%，国内试剂收入增长 30%，试剂收入占国内 IVD 收入超 80%。国际市场方面，上半年公司成功突破了超过 60 家海外第三方连锁实验室，并完成首条 MT 8000 流水线的装机，带动海外 IVD 收入上半年同比增长超 30%。我们认为，国内诊疗需求持续增长，IVD 集采的推进和落地有望帮助公司迅速扩大国内市场份额，而海外中高样本量客户的加速突破也将助力 IVD 海外市场的长期快速增长。此外，微创外科业务 1H24 同比增长 90%，其中，硬镜系统实现翻倍增长，高值耗材业务如超声刀逐步放量。公司在上半年完成对惠泰医疗的收购，也填补了心血管高值耗材的业务空白。目前，以 IVD 为首的耗材相关业务在公司国内业务中的收入占比已经超过 50%。我们预计，公司将继续加快向耗材相关的业务转型，国内耗材业务收入占比有望持续提升。

维持买入评级，目标价 352.84 元人民币。我们认为，行业整顿并未影响院内采购刚需，随着行业监管常态化以及设备更新政策的落地，院内采购将逐步复苏，公司有望展现强劲的业绩修复弹性。公司业务业务的数智化转型也将持续增强公司产品竞争力，并助推公司的高端突破。基于 9 年的 DCF 模型，调整目标价至 352.84 元人民币（WACC：10.3%，永续增长率：3.0%）。（[链接](#)）

■ 联影医疗（688271 CH；买入；目标价：125.83 元人民币）- 面对行业挑战，展现业绩韧性

2024 年上半年实现收入为 53.33 亿元人民币，同比增长 1.2%。归母净利润同比增长 1.3% 至 9.5 亿元人民币。尽管面临国内市场环境的挑战，包括严格的行业监管和设备更新项目的延迟，联影医疗依靠海外业务和维保服务业务的快速增长，展现出发展韧性。中高端产品和服务的收入贡献上升，推动公司毛利率在上半年上升 1.7 个百分点，达到 50.4%。此外，联影医疗宣布了一项中期股息计划，承诺发放总现金股息约 9,820 万元人民币，占上半年归母净利润的超过 10%。

公司产品市场份额持续扩大。1H24，联影医疗的设备收入同比下降 1.8% 至 45.4 亿元人民币，主要是由于采购活动的延迟。然而，通过产品创新和新产品商业化，公司高端和超高端产品的市场份额持续提升。例如，中高端和超高端 CT 系统的市场份额分别同比增加 11 个百分点和 8 个百分点。3.0T MRI 系统的市场份额也增加了 1.3 个百分点。依靠其 5.0T MRI 系统，公司在超高场强 MRI 市场中继续保持显著领先。RT 系统的市场份额同比增长 5.3 个百分点。

国际业务保持强劲增长势头。1H24，公司海外业务实现收入 9.3 亿元人民币，同比增长 29.9%，占总收入的 17.5%（+3.9 个百分点）。公司在亚太地区、北美和新兴市场的表现强劲，收入同比增长超过 40%、26% 和 132%。尽管由于季节性波动，欧洲的收入下降了 30%，但公司在法国、意大利、德国和西班牙等关键欧洲市场推进本地化运营，欧洲市场预计将在 2024 年下半年推动复苏。

服务贡献不断增长。1H24，维护服务收入同比增长 23.8%，达到 6.2 亿元人民币，占总收入的 11.6% (+2.1 个百分点)。目前，联影医疗的全球装机量已超过 20,000 台。随着装机量的增长，我们预计服务收入将继续快速增加。

维持买入评级。我们预计医院采购将在 2024 年第四季度逐渐恢复。基于九年现金流折现模型，我们调整目标价至 125.83 元人民币 (WACC: 8.8%，永续增长率: 3.0%)。 ([链接](#))

- **锦欣生殖 (1951 HK; 买入; 目标价: 3.33 港元) - 关注医保落地进展**
锦欣生殖 1H24 收入同比增长 8.2% 至 14.4 亿元，经调整净利润同比增长 1.8% 至 2.6 亿元。IVF 周期数同比增长 2.2% 至 1.51 万，主要受到锦欣生殖所在地暂未将辅助生殖纳入医保造成的患者需求延后的影响。

全国医保政策利好加速落地。自北京在 2023 年 7 月 1 日正式将辅助生殖医疗服务项目纳入医保后，国内多个省市陆续跟进，特别是在 2024 年有明显提速。截至 9 月底，全国已有 19 个省市将辅助生殖纳入医保，其中 17 个在 2024 年纳入。以 1 代/2 代 IVF 基础医疗服务项目为例，按照约 4 万元/周期计算，医保报销可覆盖一个周期费用的 10-30%。部分省市将费用较高的 3 代 IVF 技术纳入了医保报销，满足患者的多样化需求。考虑到患者对于辅助生殖价格的高敏感性，我们认为现阶段各地的医保报销可有效刺激患者对辅助生殖治疗的需求。锦欣生殖旗下医疗机构所在省份均已发布与辅助生殖纳入医保或者定价相关的征求意见稿，我们预计这些政策有望尽快正式发布，将可提高患者对锦欣生殖 IVF 服务的需求。

尽管需求有递延，但周期数稳健增长。由于锦欣生殖所在的四个省份均未正式将辅助生殖纳入医保，导致当地患者的治疗需求出现暂时递延，对公司的 2Q24 运营造成负面影响。即使有需求递延，锦欣生殖的治疗周期数在 1H24 仍增长 2.2% 至 15,051，其中境外机构的周期数显著增长 25.3%，特别是冻卵数同比增长 64.9%。锦欣国内成熟机构的 IVF 周期数同比下降 1.7%，但收入和利润均快速增长，得益于公司一体化服务的推进以及 VIP 服务渗透率的持续增加，1H24 公司 VIP 周期数增长 17%，远高于整体周期数增速。随着国际病人持续回流以及当地患者需求的提升，我们预计锦欣的美国业务将继续稳健增长。通过战略入股印尼一家 IVF 机构，锦欣生殖的全球 IVF 网络进一步得到完善。

我们看好锦欣生殖在国内鼓励生育政策背景下的长期发展空间，维持买入评级，目标价 3.33 港元。我们预计锦欣生殖在 2024E/25E/26E 的收入增速为 9.2%/14.0%/14.8%，经调整净利润增速为 1.1%/9.4%/13.1%，对应现阶段股价的经调整 PE 为 12.6x/11.5x/10.2x。 ([链接](#))

■ 昭衍新药 (6127 HK; 买入; 目标价: 8.57 港元) - 2Q24 显需求复苏信号

昭衍新药 1H24 收入同比下降 16.1% 至 8.5 亿元, 扣非归母净利润转亏至亏损 2.0 亿元, 核心业务实验室服务净亏损 1,524 万元, 但 2Q24 已转至盈利 580 万元。

需求显现改善趋势。尽管上半年国内生物医药行业仍面临压力, 但昭衍新药的客户需求显现早期恢复迹象。1H24 公司新签订单 9 亿元, 同比下降 31%, 其中 2Q24 为 5 亿元, 相比 1Q24 环比增长 20%。此外, 虽然价格上仍有压力, 但新签订单数量在 1H24 保持增长, 其中 1Q24 增长约 20%。由于需求仍维持在低位, 公司在手订单金额从 23 年底的 33 亿元减少至 1H24 的 29 亿元, 由于公司剔除了执行确定性低的订单, 我们认为现在的在手订单对于公司未来收入转化具有更好的指引作用。

生物资产公允价值变动在 2Q24 转正。昭衍新药的生物资产 (主要为实验用猴/NHP) 价值跟随客户需求一同企稳, 2Q24 生物资产公允价值实现 4,900 万元的收益, 相比 1Q24 的 2.84 亿和 2023 年的 2.67 亿的亏损有显著改善。昭衍新药根据整体市场价格变动计算生物资产的公允价值变化, 市场价格变化反映了 NHP 的供需情况。2023 年及 1Q24 昭衍新药计提的生物资产公允价值损失是由于客户对 NHP 相关的药物安评研究的需求下降。因此, 作为国内临床前研发市场的主要公司, 昭衍新药 2Q24 生物资产公允价值收益意味着该季度的客户需求温和改善。

强化海外业务能力。昭衍新药董事会已经批准向其美国全资子公司昭衍加州增资 3,000 万美元。上半年美国子公司新签订单 1.4 亿元, 同比减少 42%, 我们推测这是由于 Biomere 产能利用率高导致无法进一步接单所致。此次增资预计将增加公司在美国的服务能力, 也将促进向国内设施的业务倒流。

维持公司买入评级, 目标价 8.57 港元。我们预计昭衍新药 2024E/25E/26E 收入同比增长-12.0%/+9.6%/+17.1%, 经调整净利润同比增长-63.3%/+63.4%/+59.3%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 27.6x/16.9x/10.6x。 ([链接](#))

■ 广汽集团 (2238 HK, 买入, 目标价: 3 港元) - 业绩下滑促使加强内部整合、外部合作及顺应市场趋势

2Q24 业绩不及预期: 广汽 2Q24 收入同比下降 30%, 单车售价降幅快于我们的预期。整体毛利率 4.3% 符合预期, 但来自联合营公司的投资收益为同比下滑 92%。尽管我们此前已经预计广本 2Q24 会有亏损, 但这个降幅仍远超我们的预期。埃安净亏损略低于我们的预期。2Q24 广汽净利润 3 亿元, 仅比我们的预期低 1.3 亿元, 这主要是因为如祺出行 (9680 HK, 未评级) IPO 为广汽带来 11 亿元的投资收益。

危机中改革以重拾销量增速：我们认为持续的挑战（包括埃安的发展瓶颈及合资公司“现金奶牛”作用的日渐式微）给广汽带来的积极影响是管理层已经意识到了之前忽视的问题，比如内部研发资源的重复和浪费、埃安的消费者心智建设等。我们认为广汽仍具有扎实的全方面技术积累，如果改革执行到位，仍有机会重拾销量增速。

估值：我们下调埃安 2024/25 年的销量预测至 33 万辆/42 万辆，下调广汽 2024/25 年净利润预测至 22 亿元/10 亿元。维持买入评级，下调目标价至 3 港元，基于分部估值（埃安：2 港元，0.7x FY24-25E 平均 P/S；联合营公司：1 港元，3x FY24-25E 平均 P/E）。（[链接](#)）

■ **永达汽车 (3669 HK, 买入, 目标价: 1.8 港元) - 车企控量、费用控制、派息提升是关键因素**

1H24 盈利符合预期，成本控制改善：永达从 1H24 开始将佣金收入（来自汽车金融、保险和新能源汽车代理业务）重新分类为收入。其 1H24 新车销售收入同比下降 15%，符合我们之前的预测，而新车毛利率为-2.2%，低于我们的预期。按照原口径的售后服务收入在 1H24 同比下降 4%至 50 亿元，比我们之前的估计低 2 亿元。但 1H24 销管费用控制好于预期，抵消了综合毛利润低于预期的影响。综上，永达 1H24 净利润同比下降 73%至 1.11 亿元，与我们之前的预测和公司此前的盈利预警一致。

随着主机厂削减销售目标，盈利前景改善：我们预计永达 2H24 新车毛利率将环比上升 0.5 个百分点至-1.7%，因为宝马和保时捷都下调了 2024 年的销量目标。这将带动 2H24 毛利润环比增加约 3 亿元。考虑到管理层对当前的竞争环境保持谨慎，我们预计永达 1H24 的较好费用控制有望在 2H24 和未来几年得到延续。尽管我们预计永达明年的新车销量将同比下降，但只要新车毛利率可以同比提高 0.8 个百分点，明年永达的净利润便有望同比翻倍至 5.1 亿元。在中国经销商行业去产能的背景下，我们相信具备出色运营效率和规模效应的领先经销商能够生存下来。

估值：永达宣布了中期股息，上半年派息比率达到 100%。即使 2H24 的派息比率降至 60%，按照目前的股价计算，今年的股息收益率也将达到 9%。我们维持买入评级，目标价 1.80 港元，基于 6x FY25E P/E。（[链接](#)）

■ **美东汽车 (1268 HK, 买入, 目标价: 2.8 港元) - 1H24 核心盈利超预期，明年利润继续改善**

1H24 核心盈利超预期源于更好的费用控制：美东汽车 1H24 扣除减值后的净利润同比增长 63%至 1.24 亿元，比我们此前的预测高出 8,000 万元。1H24 收入比我们的预测低 11%，主要是由于新车销量低于预期。新车毛利率为-5.1%，低于我们的预期，但其售后服务（包括汽

车金融) 毛利率为 59.8%，高于我们的预测。1H24 销管费用 (6.2 亿元) 比我们先前估计低约 1.6 亿元。

2025 年财务负担将进一步减轻：我们维持一个月前的观点：尽管新车销售或持续低迷，我们预计美东汽车 2H24 和 2025 年的盈利能力将好于 1H24。我们维持 2H24 新车销量预测 29,500 台，预计新车毛利率将略微改善至 -3.8%，主要因为保时捷和宝马降低了销售目标。受到宏观经济的影响，我们预计明年售后服务收入将同比下降 3%，售后服务毛利率或同比收窄 1.2 个百分点至 58.5%。同时，我们测算 2025 年可转债的利息支出和分红预提税将同比减少 1.2 亿元。综上，我们下调今年的净利润预测 28% 至 1.22 亿元，但上调明年的净利润预测 6% 至 3.82 亿元。

估值：我们维持买入评级，目标价 2.80 港元，基于 9x FY25E P/E。虽然整体行业仍面临压力，但考虑到可转债财务负担的消除、传统豪华品牌销量目标趋于理性以及宝马进入新的新能源产品周期，我们认为投资者可能对美东汽车明年的盈利展望变得更加乐观一点。 ([链接](#))

■ **中联重科(1157 HK, 买入, 目标价: 6.8 港元/ 000157 CH, 买入, 10.5 元人民币) - 1H24 盈利低于预期; 新兴市场增长趋势持续**

中联重科的海外销售在 2Q24 仍然强劲，但被中国市场的疲软所抵消。我们测算 1H24 核心利润 (扣除资产处置收益后) 同比下降 18% 至 16.5 亿元人民币。考虑到中国混凝土机械和起重机的需求疲软以及海外扩张导致的分销费用上升，我们将 2024-26 年盈利预测下调 9.6-10.0%。尽管如此，我们仍然看好中联重科以中东、南美和东南亚等新兴经济体为重点的海外战略。我们将中联重科 A/H 的目标价下调至 10.5 元人民币/ 6.8 港元，2024 年目标市盈率维持在 22 倍/13 倍不变。维持买入。(H 股: [链接](#)/A 股: [链接](#))

■ **三一重工(600031 CH, 持有, 目标价: 14.8 元人民币) - 预计下半年增速加快; 但市场共识仍然较高, 维持持有**

在业绩公布后的电话会议上，尽管欧洲和美国的挖掘机最近一段时间表现疲软，但三一重工仍对海外前景保持乐观。三一重工预计新兴国家的增长将继续强劲，而美国销售将于 2025 年趋于稳定。对于今年下半年，三一重工预计中国销售将会趋稳 (1H24 为 -12%)，而海外销售增长将会加速 (1H24 为 +4.8%)。然而，即使考虑到 2H 的增长加速，我们的 2024-26 年盈利预测仍比市场共识预期低 13-29%，因此我们维持持有评级，目标价 14.8 元人民币不变，基于 24 倍 2024 年预测市盈率 P/E。 ([链接](#))

■ **闻泰科技 (600745 CH; 买入; 目标价: 48 元人民币) - 24 年上半年业绩回顾: 上半年面临挑战; 期待下半年复苏**

闻泰科技公布 2024 年上半年业绩，公司上半年销售额为 336 亿元人民币，同比增长 15%，主要受产品集成业务销售额强劲的推动 (同比

增长 27%)，部分被半导体业务销售额疲软所抵消（同比下降 8%）。同时，受 2024 年上半年毛利率承压的影响（1H24/2H23/1H23 毛利率分别为 9.5%/14.7%/17.6%），净利润同比下降 89%至 1.4 亿元人民币。分业务板块看，半导体业务毛利率在第二季度呈现复苏迹象（提升 7.7 个百分点）。我们预期产品集成业务的毛利率有望从 1H24 的 2.5% 上升至 2H24 的 5.0%。我们认为公司在下半年将从底部逐渐复苏，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **卓胜微 (300782 CH; 买入; 目标价: 100 元人民币) - 收入报喜, 毛利率受行业竞争和产能爬坡影响承压**

卓胜微公布了 2024 年上半年业绩。在下游客户补库行为的推动下，公司收入同比增长 37%至 23 亿元人民币。毛利率下滑至 42.1%，较去年同期下降了 6.9 个百分点，主要因为：1) 产品组合变动的的影响；2) 自有产线产能爬坡；3) 行业竞争加剧。尽管下游消费需求复苏缓慢、手机换机需求周期延长，我们仍期待卓胜微未来的表现优于同行。公司独特的 fab-lite 模式将推动业务长期发展。该模式保证了供应链的自主可控、提升了产品的性能、在产能利用率达到较高水平时有望实现成本竞争力。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **亚朵(ATAT US, 买入, 目标价: 29.42 美元) - 24 财年指引再度上调, 叠加慷慨的派息政策**

24 年 2 季度的业绩略超预期，销售同比增长 64%至 18 亿元人民币，净利润同比增长 27%至 3.04 亿元人民币，均超过市场预期。主要原因是零售业务的强劲表现和酒店用品销售的改善。此外，公司宣布了一项新的年度股息政策，未来三年派息率将不低于 50%，大超市场预期。

面对去年高基数的挑战，24 年 3 季度酒店行业的 RevPAR 已经出现了 10%以上的下降，但亚朵的表现仍优于同行，特别是在成熟期酒店的 RevPAR 表现会更稳定。我们预计，亚朵 24 年 3 季度和 4 季度酒店板块的 RevPAR 将分别录得高单位数和低单位数下降，并保持约 107%的复甦率。

亚朵的零售业务在 2 季度表现相当出色，GMV 增长超过 160%，强劲的品牌力和产品类别的扩展都是主要的驱动力。在 618 购物节期间，亚朵星球的新产品夏凉被表现非常出色，成为天猫、京东和抖音等平台的品类排名第一的热销商品。我们对 3 季度的零售业务增长仍然充满信心，尤其是公司在 7 月推出了另一款创新产品——深睡控温被 PRO。零售业务的毛利率和营业利润率在 2 季度分别达到 53%以上和 10%以上，虽然营业利润率仍低于酒店板块，但已从第一季度的单位数有进一步改善。

公司再次上调了 24 财年的业绩预期，预计销售增长将达到 48%至 52%，主要得益于零售业务的爆炸性增长。目前零售业务的全年增长目标已从第一季度的 80%上调至 100%，同时，酒店板块的前景应该

大致保持不变。我们预计 2024 财年的毛利率将超过 40%，净利润率将超过 18%。

亚朵在 24 年 2 季度继续加快门店扩张，新增 110 家酒店，总数达到 1,412 家，同比增长 37%，快于 1 季度的 35%。管理层将 2024 财年的新开酒店目标从 360 家上调至 400 家，具体包括约 270 家亚朵酒店、75 家亚朵轻居酒店和 55 家亚朵 S 等其他品牌酒店。第二季度，正在开发中的酒店数量为 712 家，同比增长 36%，表明即使在行业环境恶化的情况下，加盟商的需求仍然稳定健康。新店铺模式，如亚朵轻居 3.0 和亚朵 4.0 酒店，初步取得了成功。开业三个月以上的亚朵轻居 3.0 酒店 RevPAR 可达 310 元人民币，2 季度共签约 37 家新店，占总新签约数量的 20% 左右。此外，首家亚朵 4.0 酒店于 2024 年 6 月在西安开业，首月 RevPAR 已超过 710 元人民币，入住率超过 90%。自第三季度以来，已签约了 50 家新店。

维持“买入”评级，并将目标价上调至 29.42 美元。鉴于 23 至 26 财年分别 33%/ 35% 的销售/ 净利润年复合增长率，我们认为当前 15 倍的 24 财年预测市盈率估值，仍然十分吸引。（[链接](#)）

■ 达势股份(1405 HK ，买入，目标价：81.20 港元) - 24 财年指引小幅上调，基本面仍然十分稳健

2024 年上半年业绩符合此前公布的盈喜。销售同比增长 48% 至 20.4 亿元人民币，净利润同比增长 25% 至 1,100 万元人民币，均符合预期。员工成本增加 30%，好于预期，但部分被高于预期的租金费用（上升 40%）所抵消。24 年上半年的同店增长为 3.6%，尽管在 23 年上半年的高基数下（增长 8.8%），依然表现出色，且远超同行。每店日均销售在上半年增长了 10% 至 13,515 元人民币，对比 23 年下半年和上半年持续有所改善。虽然客单价在上半年下降 5% 至 83.6 元人民币，但这主要是由于外卖的销售占比下降至 46%，并非过度促销，而且毛利率也是在保持稳定。

虽然北京和上海市场略有压力，但新市场的强劲表现远远抵消了这一影响，经营利润率也因此继续提升。24 年上半年，北京和上海同店销售略有下降，但新市场的表现依旧强劲，根据我们的计算，新市场的平均月销售甚至已经超过北京和上海水平，且新开的 42 家门店中，超过 18 家已经实现盈亏平衡，回本期均在 9 个月之内。总体来看，上半年餐厅层面的经营利润率提升至 14.5%，比 23 年下半年和上半年也有持续改善。

尽管行业环境艰难，管理层仍然略为调高了 24 财年的净利润率目标。我们对下半年仍然乐观，原因包括：1) 24 年 7 月的同店销售仍然录得正增长，展望三四季度也是如此，2) 会员人数激增，而会员的消费频率更高，3) 新市场的堂食销售相当强劲，后续增加外卖也能带动增

长，4) 门店扩张加速，5) 店面自动化设备增多，6) 更加精准和高效的营销等。

公司在24年的门店扩张计划进展顺利，预计开业的数量已达今年目标240家的95%以上。管理层预计在25年和26年将新增约300到350家门店。

维持目标价81.20港元，基于25财年1.7倍的预测市销率。当前股价相较于同行的平均水平高出54%，但考虑到23-26财年的34%销售年复合增长率，仍然相当吸引。另外，我们也预计公司会在24年9月被纳入港股通计划，这将有利于扩大投资者的基础，因此我们对前景更为乐观。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	19.46	25.00	28%	3.1	1.9	2.6	11.2	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.82	14.00	59%	6.0	10.3	0.9	16.7	5.3%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.07	6.80	67%	8.5	7.5	0.6	7.5	8.3%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.43	75.00	55%	11.6	10.1	2.3	21.6	2.0%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.83	5.98	56%	11.6	9.8	2.5	26.3	7.7%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	13.44	19.77	47%	8.1	7.1	2.7	39.4	12.4%	
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.19	7.32	41%	11.3	10.0	1.3	14.3	4.9%	
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1443.19	2219.00	54%	20.0	17.7	7.3	37.7	3.3%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	191.78	288.93	51%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	250.80	352.84	41%	22.1	18.6	7.1	39.8	2.7%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	20.35	24.80	22%	6.2	5.8	0.7	12.4	5.8%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.10	12.80	27%	7.6	7.2	0.8	12.2	5.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	382.00	480.00	26%	17.2	15.9	3.3	19.3	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	83.34	126.90	52%	1.4	1.2	1.4	10.4	0.9%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	96.11	187.90	96%	1.0	0.8	3.0	49.0	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.15	45.10	104%	4.5	N/A	0.5	13.8	6.9%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.30	4.25	85%	88.5	54.8	5.7	7.0	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	19.50	24.40	25%	20.7	18.2	2.4	10.6	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.70	40.89	42%	14.9	10.4	1.8	18.3	2.3%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	108.90	150.76	38%	21.7	14.6	6.2	23.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	318.28	405.00	27%	28.1	21.5	5.7	22.0	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	6.17	10.80	75%	N/A	89.4	2.4	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年8月30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策。

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。