

每日投资策略

宏观及行业展望

行业/个股速评

- 农夫山泉 (9633 HK, 买入) - 1H22 毛利率超预期, 茶饮有望继续驱动 2H 业绩增长。**1H22 营收 166 亿元 (同比+9%), 净利润 46 亿元 (同比+14%), 毛利率 59%, 均超预期。主要业务中, 茶饮收入同比增长超 50%, 超我们之前渠道调研时估计的 30%。瓶装水和果汁均同比增长约 4%, 符合我们预期。公司并未提高全年指引, 全年收入目标维持高单到低双位数增长, 毛利率继续受 PET 价格影响徘徊在 56 到 57%。但基于上半年业绩是超预期的, 我们分别调升今年收入/毛利率/净利润 2%/0.4pp/15%。目标价由 53 港元调高至 57 港元, 维持买入评级。
- 蒙牛乳业 (2319 HK, 买入) - 1H22 业绩符合预期; 管理层对 2H 修复保持信心。**公司 1H22 收入 477 亿元 (同比+4%), 毛利率 36.6% (同比-1.6pp), 均符合市场预期。净利润 37 亿元, 同比+27%, 主要由于金融资产和子公司资产处理所产生的 10 亿元一次性利润。扣非净利润 27 亿元, 同比下滑 8%, 符合我们和市场预期。管理层调低全年指引, 但幅度比市场和我们预期要小, 刺激昨日股价有较明显反弹。按最新全年指引, 公司维持全年收入同比高单至低双位数增长, 核心经营利率保持 20-30pp 的增长。我们仍看好公司 2H 业绩有所修复。为反映 1H 业绩以及公司最新指引, 我们略调低 2022E 利润预测, 调降目标估值至三年平均 PE (前值为均值+1SD), 目标价由 57 港元调低至 50 港元, 维持买入评级。
- 珀莱雅 (603605 CH, 买入) - 2Q 符合预期; 管理层维持全年指引。**公司 1H22 业绩符合七月中公布的经营数据和市场预期。市场较关心的防晒霜召回事件对净利润的影响大约为 5 千万元至 7 千万元损失。公司表示相关费用已全部反映在 2Q 当中。管理层维持全年指引, 2022E 收入和净利润目标同比增长 25%。
- 众安保险 (6060 HK) - 上半年承保盈利大幅提升。**公司公布上半年业绩, 综合成本率同比下降 0.2 个基点至 99.2%, 实现进一步改善; 承保利润同比大幅提升 63.4%至 8,072.2 万元。科技板块净亏损 1,642.6 万元, 较去年同期亏损 1.37 亿元已大幅收窄。集团上半年整体录得净亏损主要因为: (1)受宏观市场波动的影响, 投资净收益较去年同期减少 2.12 亿元; (2)外围加息因素导致集团上半年汇兑损失达 3.13 亿元 (对比去年同期汇兑收益额 5,424.9 万元)。受益于去年下半年因严监管所造成的保费收入低基数, 我们认为今年下半年集团收入的增长动能有望实现显著修复, 同时伴随综合成本率的不断压降, 承保利润率有望进一步上行。目前公司估值处于 1.3 倍 FY22E 市销率和 1.4 倍 FY22E 市净率水平, 我们持续看好公司在保险及科技板块的业务发展潜力, 公司利润率改善及业务增长的修复将支撑未来的股价表现。重申买入评级, 目标价 29.39 港元。
- 商汤科技 (20 HK) - 宏观不确定因素下, 人工智能的采用速度放缓。**商汤 22 年上半年业绩不及预期, 收入为 14.2 亿元人民币 (同比下降 14%), 运营亏损为 22.7 亿元人民币。剔除股权激励影响, 三费同比上升 38% 到 29 亿元。

疫情反复影响了智慧城市 (收入同比-45%) 和智慧商业 (收入同比-12%) 的项目交付以及回款, 现金流方面, 我们对公司的应收账款天数拉长至 637 天感到担忧 (21 年上半年为 342 天)。截至报告期末, 其 69% 的贸易应收款的账龄处在 6 个月至 2 年之间 (截至 2021 年 12 月 31 日, 这一比例为 40%)。

另一方面, 我们认为人工智能数据中心 (AIDC) 已经成为公司新的经常性收入来源, 比起现在收入全以项目制的形式, AIDC 会增加收入的确定性。我们

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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,968	3.63	-14.66
恒生国企	6,849	4.31	-16.85
恒生科技	4,269	6.01	-24.73
上证综指	3,246	0.97	-10.81
深证综指	2,155	-0.24	-14.82
深圳创业板	2,667	-0.44	-19.72
美国道琼斯	33,292	0.98	-8.38
美国标普 500	4,199	1.41	-11.90
美国纳斯达克	12,639	1.67	-19.21
德国 DAX	13,272	0.39	-16.45
法国 CAC	6,382	-0.08	-10.79
英国富时 100	7,480	0.11	1.29
日本日经 225	28,479	0.58	-1.09
澳洲 ASX 200	7,048	0.71	-5.33
台湾加权	15,200	0.87	-16.57

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	31,057	2.60	-8.30
恒生工商业	11,394	4.80	-18.59
恒生地产	25,009	1.58	-15.45
恒生公用事业	41,024	0.50	-19.06

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日耗用额度

	亿元人民币
沪港通 (南下)	-8.92
深港通 (南下)	14.59
沪港通 (北上)	33.53
深港通 (北上)	-0.60

资料来源: 彭博

预计公司还会加大对 AIDC 投入，增加资本开支，但 AIDC 会影响其毛利率，长期来看可能会改变商汤的轻资产运营模式。

我们把公司 22-24 年收入下调 10-12%，以反映宏观的不确定性以及企业可能采取较慢的人工智能采用步伐。我们预计智慧城市业务将在下半年逐渐复苏，带来盈利改善，考虑到商汤在 AI 行业的领先地位，公司在市场的稀缺性以及自由流通量带来的溢价，我们维持买入评级，下调目标价至 3.07 港元（之前为 4.50 港元）。

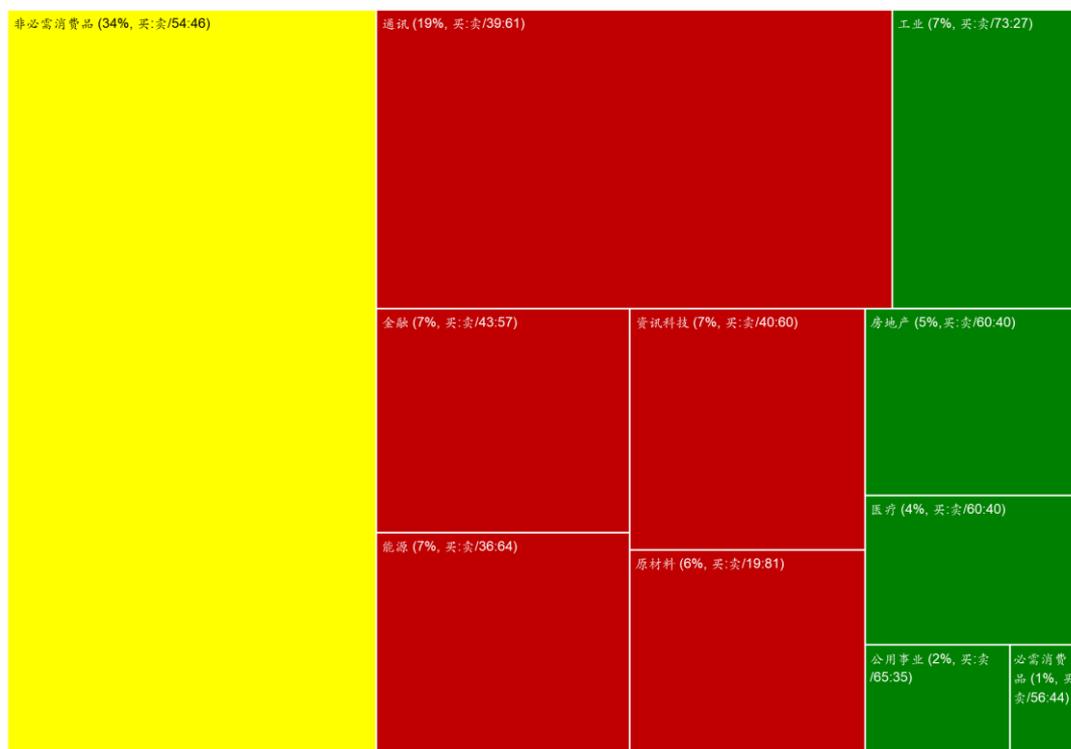
招銀国际环球市场焦点股份

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	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
蔚来汽车	NIO US	汽车	买入	20.08	45.00	124%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.66	3.00	81%	8.9	5.6	N/A	11.5	3.6%
晶盛机电	300316 CH	装备制造	买入	79.40	93.00	17%	38.2	31.1	11.2	33.4	0.5%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.11	14.60	80%	13.4	11.2	2.2	17.7	2.3%
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	49.58	94.00	90%	32.0	21.9	2.8	9.2	0.6%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	10.84	17.04	57%	21.5	17.9	2.9	13.4	2.7%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	52.23	67.79	30%	11.6	10.1	2.5	23.4	3.4%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	55.30	72.40	31%	37.1	34.5	6.2	16.8	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	22.75	28.40	25%	36.8	32.7	3.4	9.2	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	33.60	55.33	65%	N/A	N/A	4.8	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	68.45	120.39	76%	56.4	41.2	5.8	12.4	0.0%
人保财险	2328 HK	保险	买入	7.75	12.21	58%	6.2	4.8	0.7	12.0	7.4%
快手	1024 HK	互联网	买入	73.75	120.00	63%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	31.95	44.79	40%	5.7	N/A	0.8	14.3	6.0%
碧桂园服务	6098 HK	房地产	买入	15.56	47.60	206%	7.9	6.0	4.5	30.2	3.1%
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	35.12	48.00	37%	20.5	17.0	N/A	18.1	0.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	63.03	93.12	48%	25.9	16.9	2.1	8.1	0.4%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT 服务	买入	15.26	23.83	56%	N/A	N/A	6.4	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2022年8月25日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 25/8/2022

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、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。