

# 每日投资策略

## 公司点评

### 公司点评

#### ■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 157.8 港元): 2Q 业绩好于预期, 全年盈利增长展望强化

美团于8月28日公布了2Q24业绩: 收入达到823亿元人民币, 同比增长21.0%, 较招银国际预期和彭博一致预期均高2%。2Q24调整后的净利润达到136亿元人民币, 较招银国际预期和市场一致预期分别高20%/32%, 主因得益于外卖业务的补贴优化和到店业务竞争比预期更为温和情况下核心本地商业 (CLC) 经营利润好于预期, 且新业务运营效率提升支撑下亏损窄于预期。尽管面临宏观经济逆风, 美团凭借其忠诚且粘性高的核心用户基础, 能够为闪购和到店业务提供更多的交叉销售机会, 并能够持续优化补贴以提高盈利能力, 我们认为这强化了全年盈利增长的预期。此外, 美团正在增强股东回报: 今年迄今为止, 公司已经回购了3.6%的总股本, 并宣布了一项新的10亿美元股票回购计划, 这或有望为估值提供支撑。我们基于DCF模型的目标价维持在157.8港元不变, 维持买入评级。 ([链接](#))

#### ■ 理想汽车 (LIUS, 买入, 目标价: 25 美元): 强韧的基本面为明年的纯电动车注入信心

2Q24业绩略超预期: 理想汽车2Q24收入比我们之前的预测高1%, 毛利率19.5%比我们的估计高0.1个百分点, 经营利润超出预期6亿元, 主要由于销售费用和研发费用的控制好于预期, 但超预期的部分几乎被投资收益的下降所抵消, 主要因为理想持有的一家上市公司2Q24股价下跌。综上, 理想2Q24净利润环比增长86%至11亿元, 高于我们的预测约7%。

销量和价格的韧性让我们对明年的纯电动车更有信心: 尽管市场竞争加剧, 我们估算2Q24理想L9、L8和L7的平均售价环比上涨3%。理想汽车的销量在2Q24实现较好的恢复, 3Q24销量有望创下历史新高。管理层预计3Q24毛利率将环比改善至20%。理想基本面的韧性和公司对用户需求的洞察令我们对明年的纯电动车型更具信心。我们维持今年的销量预测51万台, 其中50万台由增程车型贡献。我们预测2025年理想的总销量有望提升至65万辆, 其中纯电动车将贡献13万台 (我们假设在30万元人民币以上价格段的纯电动车细分市场占有率为18%)。

盈利预测和估值: 我们将今年的研发费用预测下调10亿元至120亿元, 主要考虑到端到端大模型在自动驾驶领域的应用, 相比从前基于规则的编程方式, 将大幅减少对研发人员数量的需求。我们认为理想汽车的自动驾驶能力正在缩小与行业领导者的差距。尽管由于产品组合变化, 我们将今年的毛利润预测下调4%, 但我们保持今年的净利润预测72亿不变, 主要因为研发费用的减少可以抵消毛利的下降。我们将2025年的收入预测下调5% (销量下调2%, 平均售价下调3%), 净利润预测下调3%至119亿元。维持理想汽车的买入评级, 目标价25.00美元, 基于15x FY25E P/E。尽管一些投资者倾向于等

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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	17,692	-1.02	3.78
恒生国企	6,226	-1.27	7.93
恒生科技	3,445	-1.59	-8.47
上证综指	2,837	-0.40	-4.62
深证综指	1,494	0.01	-18.73
深圳创业板	1,531	0.05	-19.03
美国道琼斯	41,091	-0.39	9.03
美国标普500	5,592	-0.60	17.24
美国纳斯达克	17,556	-1.12	16.95
德国DAX	18,782	0.54	12.12
法国CAC	7,578	0.16	0.46
英国富时100	8,344	-0.02	7.90
日本日经225	38,372	0.22	14.67
澳洲ASX 200	8,071	0.00	6.33
台湾加权	22,371	0.84	24.76

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	31,350	-0.51	5.12
恒生工商业	9,668	-1.37	4.70
恒生地产	14,963	-0.95	-18.35
恒生公用事业	37,029	-0.30	12.64

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

待明年全新纯电动车的更多细节披露，但我们认为目前公司股票可能被过度抛售。 ([链接](#))

- **翰森制药 (3692 HK, 买入, 目标价: 24.11 港元): 创新药销售强劲增长**  
今年上半年创新药销售强劲增长。翰森制药在 1H24 录得 65.1 亿元人民币的收入，其中包括来自 GSK 的 1.85 亿美元和 HS-20093 (B7-H3 ADC) 相关的首付款。翰森 1H24 的产品销售收入为 51.0 亿元人民币，同比增长 13.8%，占我们先前全年预测的 48%，符合我们的预期。1H24 公司 77% 的收入来自创新药。不考虑合作收入的影响，公司创新药销售额同比增长 31.6%。今年上半年，公司的销售费用和管理费用占产品销售的比例显著下降，从 2023 年的 44.6% 降低至今年上半年的 40.7%，显示出进一步优化的经营效率。今年上半年，公司研发费用同比增长 29% 达到 12.0 亿元人民币，占产品销售的 23.4%。1H24，公司实现净利润 27.3 亿元人民币，并计划分配约 40% 作为股息。

阿美替尼扩展适应症以进一步推动销售增长。作为中国第三代 EGFR-TKI 市场的先行者，翰森制药持续扩展阿美替尼的适应症，近期有两个适应症的上市申请被 NMPA 接收，包括辅助治疗和局部晚期不可切除 NSCLC 的维持治疗。预计两项适应症将在 2025 年中之前获批，并可能于当年纳入医保。阿美替尼将成为首个获批该两项适应症的国产 EGFR-TKI。此外，翰森预计也将在 2024 年第四季度提交阿美替尼联合化疗用于一线 EGFRm NSCLC 的上市申请。阿美替尼联合 HS-10241 (cMET 抑制剂) 的三期临床试验也在进行中。我们预计 2024 年阿美替尼销售额将同比增长 22%，达到 43.8 亿元人民币。我们有信心阿美替尼在 2026 年销售额将超过 60 亿元人民币。

丰富的创新药管线。HS-20093 (B7-H3 ADC) 在全球研发中处于领先地位，目前在中国已开展两项针对 SCLC 的三期临床。HS-20093 在经治的 SCLC 患者中显示出良好的早期信号，8.0mg 剂量组的 ORR 为 61.3%，mPFS 为 5.9 个月，mOS 为 9.8 个月，与 I-DXd 相当。GSK 已登记了 HS-20093 的全球一期试验，并在近期获得了 FDA 的突破性治疗认定。HS-20089 (B7-H4 ADC) 预计将在中国进入关键性试验。我们预计今年下半年公司将有更多 ADC 产品进入临床阶段，包括 EGFR/cMet ADC。HS-10374 (TYK2 抑制剂) 预计也将在今年下半年开展针对银屑病的三期研究，相关的二期数据也将在今年下半年发布。此外，HS-20094 (GLP-1/GIP 双重激动剂) 预计也将于 2024 年下半年开展针对肥胖症的三期研究。

我们预计翰森今年的总收入将同比增长 21%，达到 12.23 亿元人民币。不考虑合作收入的影响，我们预计翰森今明两年的收入将分别同比增长 14.3% 和 14.1%。我们预计翰森的净利润今明两年将分别增长 33.3% 和下降 25.1%，达到 43.7 亿和 32.7 亿元人民币。我们将公司的目标价上调至 24.11 港元。

([链接](#))

- **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 45.28 港元): 强劲的收入增长被 GPM 和销售费用所拖累**

强劲的收入增长被 GPM 和销售费用所拖累。比亚迪电子报告 1H24 收入同比增长 40%，大体符合市场预期，由于苹果/安卓手机的组装/零部件业务强劲增长、捷普的 iPhone 机壳业务并购整合以及新能源汽车强劲需求，而净利润同比增长 0.1%，低于我们/一致预期的 21%/15%，主要受 GPM 疲软（同比下降 1 个百分点）和销售费用增加（同比增长 211%）所拖累。公司在今天（8月29日）上午 9:30 分举办业绩会，我们希望了解以下方面的更多细节：1) 苹果业务前景 (iPad/iPhone)，2) GPM 和销售费用指引，3) 新能源汽车产品线进展，4) AI 服务器业务更新。 ([链接](#))

■ **英恒科技 (1760 HK, 买入, 目标价: 2.35 港元) -1H24 利润率表现承压, 行业逆风有所持续**

英恒科技 1H24 收入 28.4 亿元, 同比增长 8%; 净利润 9,768 万元, 同比下降 37%, 整体业绩弱于我们以及市场先前预期。上半年毛利率为 15.9%, 同比下滑 4.7 个百分点, 主要由于下游品牌车厂价格竞争压力向产业链上游传导, 以及公司主动让利获取客户订单。分业务线来说, 新能源、智驾网联、云服务器业务部门收入分别同比上升 16%/13%/25%, 而车身/安全/动力系统部门的收入表现增长乏力。在行业逆风和竞争加剧的大背景下, 公司依然通过自身技术优势和客户服务能力, 在头部新能源、传统车企处获取新项目定点, 提升供应份额。

展望 2024 年下半年, 公司收入的主要增长点来自于客户新项目定点及出海机遇, 英恒积极在香港和欧洲地区开展业务和人员布局, 跟随中国新能源汽车客户出海以及争取海外车企/Tier-1 客户的订单, 目前已经取得积极进展。但是利润率层面的压力将有所持续, 主要是由于目前未能看到下游车企客户竞争压力缓解, 成本端的压力依然存在。总的来说, 我们预计英恒科技 2024 年收入将同比增长 9%, 归母净利润将同比下降 29%。

我们调低公司 FY24-25E EPS 预测值 43%-49% 以反映较弱的 1H24 业绩, 以及调低 FY24 全年业绩展望预期。目前公司股价对应 5.4x/3.2x FY24/25E 市盈率倍数, 估值在最近 5 年平均一个标准差之下的估值水平, 对比 A/H 行业可比公司估值来看, 还是具有一定的吸引力。我们维持买入评级, 目标价 2.35 港元是基于 10 倍的 FY24E 市盈率倍数。 ([链接](#))

■ **生益科技 (600183 CH, 买入, 目标价: 26.41 元人民币): 1H24 业绩稳健; 铜价走高对公司短期内影响有限**

生益科技发布了 1H24 业绩。受益于 AI 服务器的强劲需求、汽车订单增长以及下游补库存拉动, 公司上半年收入同比增长 22.2%/环比增长 10.6% 至 96 亿元人民币。同时, 毛利率提升至 21.6% (相比 1H23/2H23 的 19.3%/19.2%), 主要得益于产能利用率的提高及公司向高毛利率产品组合迁移。净利润同比增长 68.0%/环比增长 53.1% 至 9.32 亿元人民币。1H24 收入/净利润分别占我们全年预期的 47%/43%。环比角度来看, 二季度收入/净利润同比增长 26%/76%, 环比增长 18%/38%, 而毛利率提升至 21.8% (相比 1Q24/2Q23 的 21.3%/18.9%)。当前股价处于五年历史平均值一个标准差以下水平。考虑到铜价或维持在高位, 我们认为公司覆铜板业务将逐步复苏。维持“买入”评级, 目标价为 26.41 元人民币不变。 ([链接](#))

■ **深南电路 (002916 CH, 持有, 目标价: 106.4 元人民币): 1H24 业绩强劲; 各板块均实现两位数增长, 毛利率显著提升**

深南电路发布了 1H24 业绩。收入同比增长 38% 至 83 亿元人民币, 其中各业务板块均实现两位数增速 (PCB/基板/PCBA 的同比增速分别为 25%/94%/42%)。净利润同比增长 108% 至 9.87 亿元人民币, 主要得益于毛利率提升 (1H24 为 26.2%, 相比 1H23 和 2H23 分别为 22.9% 和 23.8%) 以及成本优化。公司 1H24 优异业绩表现的主要驱动因素包括: 1) 强劲的 AI 需求, 2) Eagle Stream 升级, 3) 汽车订单的强劲, 4) 消费电子市场的库存补充, 以及 5) 毛利率提升。然而, 我们预计消费电子市场的需求将在下半年趋于疲软, 并预计 1H24 的收入/净利润将占我们全年预测的 52%/56% (1H23 分别为 45%/34%)。公司目前的股价对应 30 倍 2024E 市盈率, 我们认为这是合理的, 维持“持有”评级, 目标价维持在 106.4 元人民币不变。 ([链接](#))

**■ 农夫山泉 (9633 HK, 买入, 目标价: 50.38 港元) - 上半年业绩逊于预期;****茶饮成为主要利润贡献板块**

2024年上半年业绩略逊于预期, 营收未达公司指引, 原因是其包装水市场占有率下降。鉴于恢复市场份额需要时间, 我们预计全年该业务板块实现低个位数的营收增长。茶饮营收同比增长 59%, 营收份额贡献接近包装水业务的 38%, 并且其营业利润率比包装水业务高出 10 个百分点。因此, 茶饮料取代包装水成为公司最大的利润来源。公司表示上半年业绩受损较深, 下半年将注重恢复而不是硬性指标的达成, 考虑到 2024 年下半年消费情绪未见明显好转信号, 我们预计公司达成全年收入双位数的增长目标颇具调整, 我们下调 2024/25 年的收入预期 7-10%, 以及毛利率预期 2-3 个百分点, 得出净利润预期下降 8-12%。维持“买入”评级, 目标价下调 13% 至 50.38 港元, 对应 40 倍的 2024E P/E。 ([链接](#))

**■ 珀莱雅 (603605 CH, 买入, 目标价: 133.86 元人民币): 行业中业绩表现最佳, 强劲增势延续**

2Q24 的业绩超出市场预期, 收入和净利润分别同比增长 41% 和 37% (1H24 收入和净利润同比增长分别为 38% 和 41%), 主要得益于主品牌销售额的增速进一步提升至 37.7%。1H24 的毛利率下降了 0.7 个百分点, 稳定在 69.8%, 同时销售费用率上升了 3 个百分点, 达到 47%, 主要是由于今年 618 促销周期较往年更长, 直播坑位成本持续上升, 以及各平台的退货率走高等原因导致。

全年业绩指引方面, 公司目标是保持毛利率在约 70% 水平, 并保持净利润率小幅上升的趋势。维持“买入”评级, 目标价格小幅下调至 133.86 元人民币, 对应 35 倍 2024E P/E。 ([链接](#))

## 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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	17.80	25.00	40%	2.8	1.7	2.4	11.2	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.58	14.00	63%	5.9	10.0	0.8	16.7	5.6%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.13	7.50	82%	7.8	6.9	0.6	7.6	8.2%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	45.52	75.00	65%	10.9	9.5	2.2	21.6	2.2%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.78	5.98	58%	11.5	9.7	2.5	26.3	7.7%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	12.92	19.77	53%	7.8	6.9	2.6	39.4	12.8%	
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.15	7.32	42%	11.2	9.9	1.3	14.3	5.0%	
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1389.00	2219.00	60%	19.2	17.0	7.1	37.7	3.4%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	198.16	288.93	46%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	226.52	383.49	69%	20.0	16.8	6.3	40.0	2.9%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.68	24.80	26%	6.0	5.7	0.6	12.4	6.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.08	11.90	18%	7.6	7.0	0.8	12.2	5.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	374.20	480.00	28%	16.9	15.6	3.3	19.3	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	79.62	126.90	59%	1.3	1.1	1.4	10.4	1.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	89.17	187.90	111%	1.1	0.8	2.8	45.0	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	20.90	45.10	116%	4.2	N/A	0.5	13.8	7.4%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.16	4.25	97%	83.1	51.4	5.4	7.0	0.1%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	18.96	24.40	29%	20.2	17.7	2.4	10.6	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.50	45.28	53%	13.1	9.6	1.8	21.1	2.2%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	112.56	150.76	34%	22.4	15.0	6.3	23.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	303.89	405.00	33%	26.8	20.5	5.4	22.0	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	5.91	10.80	83%	N/A	85.7	2.3	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年8月28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、现在和将来与发表本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 (1) 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 (11) 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。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。