

策略观点

政策重点是否转向提振消费

- **宏观：**中国经济活动走弱，房价持续下降，货币政策将延续宽松，年内可能适度降息降准。投资者关注中国政策重点是否转向提振消费，如果消费不振而通缩延续，那么高股息、科技、制造和出海题材表现仍将优于消费板块。美国经济温和放缓，从过热状态走向平衡状态，未来可能逐步进入偏冷状态。美联储将在 9 月开启小步渐进降息，预计今年和明年分别降息 50 和 100 个基点。
- **科技：**乐观，近期全球科技板块有所回调，主要由于全球经济放缓担忧、海外产业链业绩好坏参半以及 GB200 新品延后/设计变化所导致。基本面上，消费终端需求复苏，AI 终端创新持续推出，AI 算力端需求强劲，上半年产业链盈利能力见底回暖。展望 9 月，进入全球智能终端新品密集发布期，苹果 iPhone 16 和华为三折叠手机即将发布，Meta 将发布新一代智能眼镜，建议积极关注 AI 终端新品发布和 GB200 服务器持续催化带动主题性投资机会。手机产业链（苹果/小米/高通/联发科）展望稳定复苏，苹果链（比亚迪电子/瑞声/鸿腾/舜宇）受益于下半年 iPhone 新机周期；PC/服务器品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（鸿海/广达）业绩指引 AI 服务器需求强劲，通用服务器和 PC 市场恢复增长。建议关注智能手机/AI PC 产业链如小米（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入），以及 AI 服务器板块如鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）。
- **半导体：谨慎乐观。**7 月至 8 月间，海外、国内企业集中发布了业绩。与 AI 相关的需求和指引依旧强劲，但板块继上月中下旬的反弹后再次进入回调。一方面，AI 龙头股英伟达的业绩未达到部分买方投资人的预期，公司新一代产品 Blackwell 的推迟出货引发市场对未来业绩的担忧；另一方面，随着时间的推进，市场会越来越关注下游变现的进展、云厂商投资的可持续性和 AI 算力产品供需平衡的时间。除公司、行业层面外，我们认为宏观层面或是更大的影响因素：1) 近期宏观数据引发市场对经济前景的担忧，2) 美国降息、大选等事件推动投资人重新部署投资策略。美股 AI 板块走弱，A 股相关标的承压。**展望未来：**短期内，我们预计 AI 板块近期或将维持震荡。长期看，我们维持之前的投资主线推荐：1) AI 产业资本开支继续增长，产业链持续受益。四大云厂商对 AI 资本开支的展望依旧非常正面，二季度资本开支总额同比增长 57%，延续了高增长态势（一季度：30%），并给出了积极的展望。虽然目前还缺少快速变现的渠道，但各家公司都重申了会继续加大对 AI 相关基础设施的投资。我们持续看好该板块的发展，尤其看好存储市场、光通讯以及在网络连接市场的需求增长。我们偏好 AI 产业链中真正受益的 A 股标的，首选中际旭创（300308 CH，买入，目标价：183 元人民币）。2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化。地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保证供应链安全上。对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。考虑到美国大选期间拜登政府可能会出台新的禁令，我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的将会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。推荐北方华创（002371 CH，买入，目标价：405 元人民币）和华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 元港币）。3) 通讯板块因高股息仍受到投资人的青睐。因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，相信通信板块仍会受到偏好保守策略的投资人的喜爱。4) 消费电子市场或将逐步复苏。受益于新品发布和市场份额的增长，看好韦尔股份（603501 CH，买入，目标价：115.39 元人民币）和卓胜微（300782 CH，买入，目标价：100 元人民币）。

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

- **互联网：**尽管市场开始交易降息预期、但港股市场的关注重点仍阶段性的集中在分子端而非分母端，地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢中长期提升的关键驱动因素，短期促消费举措的出台及实际实施效果或是带来市场情绪催化的关注重点。回顾 8 月，整体行业股价表现验证我们此前观点，即仅给出好于预期的 2Q 业绩表现或不足够拉动股价上涨，好于预期的 3Q 展望及股东回报举措的进一步强化才是驱动个股股价增长的主要支撑，携程、美团、阿里巴巴、腾讯等跑赢大盘。展望 9 月，在市场交易风格仍偏保守的情况下，我们仍建议关注：1) 基本面处于向好趋势、且有望受益于入通带来增量资金的公司、如阿里巴巴 (BABA US, 买入)；2) 基本面具备韧性表现，而全年盈利展望有所强化的公司，如美团 (3690 HK, 买入)、携程 (TCOM US, 买入)；3) 受益于新游发布的哔哩哔哩 (BILI US, 买入)；4) 核心主业竞争格局稳固、基本面表现稳定、且有意愿提升股东回报的公司，如腾讯 (700 HK, 买入)。此外仍建议关注估值相较盈利增长潜力或已超调、且具备第二增长曲线的拼多多 (PDD US, 买入)。
- **软件及 IT 服务：**中美软件板块股价表现维持分化，企业数字化支出周期错配或为分化表现主因。对于中国软件板块而言，在宏观不确定性仍存的情况下，行业头部企业国产替代及降本增效的需求是支撑软件公司具备韧性业绩表现的主要推动力。在营收增长面临短期逆风的情况下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行，推荐买入金蝶国际 (268 HK, 买入)。美国软件行业中，交易降息预期持续助推近期板块估值抬升，在估值或已较为充分反映市场乐观情绪的情况下，基本面能否维持超预期的表现或为估值波动中枢的关键支撑因素，中长期仍关注利润率扩张节奏及 AI 带来的增量营收变现前景。推荐买入 Servicenow (NOW US)。
- **医药：**医疗反腐已进行一年，我们预期随着行业监管常态化，医药行业的盈利有望从 2H24 开始逐步修复。然而，受到宏观环境的影响，医保基金支付持续承压，基金监管趋严，预计下半年整体国内医疗需求偏弱。受益于政策支持，预计国内创新药销售将保持强劲增长。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块估值反弹。我们继续看好龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值具吸引力的消费医疗企业、龙头医疗器械企业。推荐买入百济神州 (BGNE US)、信达生物 (1801 HK)、固生堂 (2273 HK)、科伦博泰 (6990 HK)、巨子生物 (2367 HK)、迈瑞医疗 (300760 CH)。
- **食品饮料、美妆护肤、旅游零售：**1H24 板块整体业绩表现弱于预期。8 月 30 日“存量房贷允许转按揭”的消息成为提振市场情绪的关键因素。我们认为，随着各项政策的持续出台，整体消费有望稳住下跌趋势。**食品饮料：**作为扩内需的重要相关领域，积极的政策有望对估值提供一定支撑。白酒方面，短期内仍面临需求压力和高基数挑战，下半年中秋、国庆的旺季表现将为全年业绩定调；啤酒方面，预计酒企将针对中端价格带产品进行新推，行业将进入低基数周期，原材料成本持续回落，销售和利润增速有望逐步改善。提价和结构升级的趋势长期稳固，盈利能力将保持稳健。软饮方面，高温天气和出行需求为销量提供支撑，但部分水企的短期价格战可能会侵蚀降本增效带来的利润率提升。**美妆护肤：**根据青眼情报数据，8 月抖音护肤 Top 20 的整体 GMV 占比提升了 7.5 个百分点，达到了 30%，行业集中度持续走高。国内外品牌间竞争加剧。得益于理性消费的持续，国货替代效应将继续扩大，国货品牌龙头在存量市场中的市场份额有望进一步提升。在居民对高品质消费的追求驱动下，具有完备的产品线和成熟的运营体系的头部品牌有望进一步稳固其地位。**旅游零售：**出入境客流持续恢复，7 月国际航线客运量恢复至 2019 年同期的 93%，其中个人行旅客占比不断提高，口岸免税持续受益。同时，市内免税 10 月开业在消费税改革情景下有望凸显免税渠道的性价比优势，中国中免业务有望维持稳健。我们认为，在政策支持扩内需及消费降级的背景下，“性价比”仍是市场中短期内的核心驱动力。我们持续推荐短期盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费标的中，我们维持对珀莱雅 (603605 CH) 的“买入”评级；在食品饮料行业中，维持华润啤酒 (291 HK) 的“买入”评级。

- **可选消费：**未来三个月看法维持中性。整体来说，8 月的消费增速虽然对比 6 月和 7 月略有改善，但均是由于基数较低，而非基本面好转。各个行业的同店销售额仍在下跌，负经营杠杆严重，而且折扣仍然在持平或加深，整体经营利润率并没有见到明显改善。

分行业来说，餐饮、体育用品和服装都低于预期，而家电和旅游-酒店符合预期。根据各种前瞻性的指标，如就业情况、储蓄意愿、消费习惯以及订单和投资意愿来看，若没有更多的刺激政策出台，我们对三季度和下半年展望存有担忧。目前较推荐家电行业和东南亚布局较多的公司。中长线我们仍然看好高股息标的，但短线可能被降息环境影响。从中长线布局来说，因为估值仍然偏低，现在仍可收集竞争力较高的公司。推荐海尔智家（6690 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）。

- **汽车：**随着旺季的到来，“以旧换新”政策加码以及地方政府相继出台具体实施方案，我们预计 9 月汽车销量有望迎来较好的环比增长，零售有望超预期。8 月中下旬以来，除蔚来外，主要的车企、零部件和经销商和服务商已经完成上半年/二季度的业绩披露。整体来看，大部分公司的业绩情况符合预期或超出市场预期。尽管面临激烈的价格战，汽车产业链的头部玩家凭借出色的降本增效能力，展现出较强的盈利韧性。下半年虽然价格战的阴云未散，但投资者可以更多关注边际上的积极变化。**重点推荐**基本面相对稳健、估值具有吸引力的吉利汽车（175 HK）和理想汽车（LI US/2015 HK）。

- **房地产和物管：**乐观。政策端，1）多地探索按套内面积计价销售，包括湘潭、肇庆、合肥等，后续可能有更多城市跟进，我们认为虽不会大幅提振销售，但有利于保护购房者权益并促进行业长期健康发展。2）自彭博社传出中国允许存量房贷转按揭消息以来，市场讨论热烈，部分大行表示并未收到相关通知而部分小行下调存款利率被视为为新政实施提前部署。我们认为如果政策落地，可能在短期内对地产行业影响较小，由于新发放房贷利率已经大幅下调，转按揭对提振购房情绪作用较小；长期来看则有助于推动行业加速见底并转向恢复。市场化机制将推动按揭利率持续走低，直至“租售比”显现优势则可看到销售步入改善通道。销售端，高频数据显示，新房二手房销售在 8 月淡季均持续走弱，30 城新房 8 月日均成交较 7 月日均降 10%，17 城二手房降-14%。年初至今来看，30 城新房销售面积同比降幅较 7 月底收窄 1 个百分点至-35%，17 城二手房跌幅较 7 月底的-4%收窄至-2%。我们的领先指标显示 9 月销售下降幅度可能会继续扩大。短期来看，销售走弱催生政策预期可能会继续对板块表现产生扰动。长期来看，鉴于政策前景温和、各项措施实施力度增强，房产销售走弱的预期已大幅被反映，对板块的负面效应有限，我们认为板块中长期将维持修复态势。

选股方面，我们推荐业务永续且与民生高度相关的存量市场的受益者物管公司华润万象生活（1209 HK）、保利物业（6049 HK）、万物云（2602 HK）、滨江服务（3316 HK）、绿城服务（2869 HK）和新希望服务（3658 HK），中介平台贝壳（BEKE US），代建公司绿城管理（9979 HK）和开发商中具有长期持有价值价值的华润置地（1109 HK）。

- **保险：**中报业绩资质共振引盈利增长超预期，3Q 关注财险大灾赔付及分红险销售。上市险企于 8 月底披露完中期业绩，负债端新业务价值维持强劲增长，大部分险企一季度新业务价值增速较高，二季度增速环比放缓，主要受去年同期高基数效应的影响。渠道价值率改善是上半年在新单保费放缓的前提下，支撑险企新业务价值增长的主要动力。我们认为上半年新业务价值的增长为全年增速打下良好的基础；步入 9 月，随着监管进一步下调传统险预定利率、分红险预定利率及万能险最低保证利率（自 10 月 1 日起）至 2.5%、2.0%和 1.5%，我们认为下半年险企负债端产品结构的变化值得关注；同时，分红险相较传统险的价值率较低，预计分红险占比的提升对渠道新业务价值率带来一定影响；但考虑到渠道产品结构的调整并非一蹴而就，整体影响预计可控。此外，分红险销售占比提升，有望带动险企负债成本下行，结合资产端投资收益的兑现，险企利差损风险有望大幅缓解。整体来

看，上市险企中期盈利超预期及监管引导负债成本持续压降，有望带动板块估值企稳回升。

展望下半年，险企投资收益有望在去年同期极低基数下回暖，高股息策略延续。经统计，上市中资险企上半年在 FVOCI 权益资产下配置股票共计 3,866 亿元，较年初+34.8%，占总投资资产比例为 2.1%，较年初占比 1.7%提升 0.4 个百分点；其中寿险公司中国人寿（2628 HK）和新华保险（1336 HK）增配幅度最大，较年初增长 1.31 倍/2.14 倍至 341 亿元/168 亿元，占总投资资产比例为 0.6%/1.2%，较年初升 0.3/0.8 个百分点，体现寿险公司对中长期稳健投资收益的需求。

财险方面，三季度大灾赔付情况仍值得关注。上半年财险公司承保综合成本率同比改善，主要通过严控费率为赔付率上行换取空间，与我们之前预期的趋势相符。老三家中国财险（2328 HK）/平安财险/太保财险上半年的承保综合成本率分别为 96.2%/97.8%/97.1%，同比+0.4pct/-0.2pct/-0.8pct，其中中国财险和平安财险费用率同比下降 0.8/0.2 个百分点，赔付率同比升 1.2 个百分点/持平；太保财险实现赔付率逆势下行，同比降 0.8 个百分点，费用率持平。车险原保险保费收入增速放缓，非车保费收入主要靠健康险、企财险和责任险增长驱动；我们预计车险保费增速受新车销量放缓的影响有望延续至全年，下调主要财险公司全年车险保费增速至约 4%（前值：5%）。9 月受自然灾害的季节性影响，财险行业赔付情况仍值得关注；考虑到去年受台风杜苏芮影响导致的赔损高基数，预计今年若 9-10 月无重大灾情变化，行业整体赔损情况有望优于去年。

展望下半年，我们维持对板块的“优于大市”评级，预计人身险 9-10 月预定利率下调对全年新单保费的波动影响有限，短期冲量效应亦较去年减弱。随着头部险企核心代理人队伍企稳及产能提升，未来行业新业务价值有望在更多元的产品结构（多家上市险企给予未来分红险销售占比近 50% 的指引）和渠道价值率的基础上实现“价升量稳”的趋势。看好下半年险企投资收益在低基数下持续回暖支撑净利润增长的趋势，个股推荐资产负债 + 坚定推进集团寿险业务改革的中国太保（2601 HK，买入，目标价：28.3 港元）以及强防御属性 + 受集团业绩增长利好驱动的中国财险（2328 HK，买入，目标价：12.8 港元）。

- **资本品：看好。工程机械：**尽管国内需求（除了小挖和装载机外）未见起色，但海外特别是新兴国家的需求保持强劲，成为工程机械制造商的主要增长动力。我们继续看好中国主机厂通过出口和产能出海建立全球布局。**重卡：**近期的需求疲弱主要来自国内。然而，我们期待密集的政策落地将有助支持四季度的更新需求（相关报告：[链接](#)）。出口方面，今年余下时间，我们预计在主要出口市场俄罗斯受进口报废税和高基数等因素影响将会较弱，拖累重卡整体出口量，我们在八月份下调了重卡的全年预测（相关报告：[链接](#)）。**投资建议：**我们仍然看好中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）的全球扩张战略以及在重点产品市场份额的提升，我们认为近期的股价回调已一定程度上反映公司 1H24 不及预期的业绩（相关报告：[A: 链接](#)；[H: 链接](#)）。另外，我们看好浙江鼎力（603338 CH，买入）高空作业平台在美国市场的持续突破（相关报告：[链接](#)）。重卡方面，我们维持潍柴动力（2338 HK / 000338 CH）的买入评级，主要由于我们认为近期的股价回调已反映管理层变动以及气柴价差收窄等因素；我们对**中国重汽（3808 HK）**维持**持有**评级，主要由于我们认为重卡出口转弱的因素未被反映。

图 1：行业荐股

公司名称	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	
小米集团	1810 HK	科技	买入	18.62	24.40	31%	18.1	15.9	N/A		10.6	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	35.89	45.10	26%	19.1	15.6	N/A		17.4	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	1.93	4.30	123%	9.4	5.8	N/A		7.0	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	26.20	40.89	56%	12.4	8.7	1.6		18.3	0.9%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	102.00	150.76	48%	20.3	13.6	7.3		23.2	0.3%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	296.08	405.00	37%	26.2	20.0	N/A		22.0	0.0%
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	15.68	24.00	53%	25.0	14.3	N/A		N/A	0.0%
ServiceNow	NOW US	软件 & IT服务	买入	825.04	900.00	9%	57.3	46.4	N/A		14.1	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	6.10	10.80	77%	N/A	80.7	N/A		N/A	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	81.18	126.90	56%	9.6	8.0	N/A		10.4	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	118.60	157.80	33%	16.1	13.9	N/A		20.4	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	371.20	480.00	29%	15.3	14.1	N/A		19.3	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	47.56	65.80	38%	14.4	14.0	N/A		11.1	0.0%
哔哩哔哩	BILI US	互联网	买入	15.12	20.50	36%	N/A	36.1	-4.8		N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	93.30	187.90	101%	7.1	5.7	N/A		49.0	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	191.32	288.90	51%	N/A	371.9	85.3		N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	41.75	55.20	32%	N/A	N/A	5.7		N/A	0.0%
固生堂	2273 HK	医药	买入	35.70	67.90	90%	18.9	13.9	N/A		14.9	0.0%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	167.00	243.40	46%	N/A	N/A	N/A		N/A	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	39.90	62.10	56%	19.1	15.1	N/A		32.1	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	240.51	352.80	47%	21.4	18.0	6.8		39.8	2.7%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	87.18	133.86	54%	26.8	21.8	N/A		31.8	0.0%
华润啤酒	291 HK	可选消费	买入	23.35	63.20	171%	12.7	11.0	N/A		17.3	0.0%
海尔	6690 HK	可选消费	买入	23.25	31.24	34%	10.4	9.1	N/A		16.4	0.0%
特步	1368 HK	可选消费	买入	4.39	7.32	67%	8.7	7.7	N/A		14.3	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	73.90	97.05	31%	15.4	14.0	N/A		24.9	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.12	17.61	25%	6.9	6.3	N/A		39.8	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.67	5.98	63%	10.1	8.6	N/A		26.3	0.0%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	66.55	81.20	22%	N/A	60.7	10.6		2.5	0.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	8.88	14.00	58%	5.5	9.4	N/A		16.7	2.7%
理想汽车	LI US	汽车	买入	18.31	25.00	37%	35.9	22.0	N/A		11.2	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	24.05	46.94	95%	14.2	12.1	N/A		20.9	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	25.35	54.03	113%	8.4	7.6	N/A		16.4	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	18.24	40.01	119%	9.2	8.4	1.3		11.3	4.7%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	17.00	34.33	102%	6.7	5.4	N/A		36.1	0.0%
新希望服务	9979 HK	房地产	买入	3.16	2.79	N/A	5.7	5.1	N/A		24.3	0.0%
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	3.16	5.56	76%	5.7	5.1	N/A		24.3	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	14.61	21.50	47%	13.6	12.4	N/A		7.5	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	19.98	45.10	126%	3.7	N/A	N/A		13.8	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	20.15	28.30	40%	5.6	5.3	N/A		12.4	5.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.36	12.80	24%	7.1	6.7	N/A		12.2	5.6%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	3.68	6.80	85%	7.0	6.2	0.5		7.5	6.0%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	48.50	75.00	55%	11.7	10.1	2.4		21.6	1.6%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	11.10	19.50	76%	7.7	7.3	1.0		14.6	4.0%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	12.18	18.00	48%	9.3	8.8	1.2		12.2	3.4%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国经济

■ 经济持续走弱

经济活动走弱。8 月经济高频活动指数为 0.97 (2019 年=1)，低于 7 月的 0.99。高频模拟 GDP 增速从 7 月 4.9% 升至 8 月的 5.1%，但主要是同比基数下降支撑（去年 8 月模拟 GDP 增速 4.5% 显著低于 7 月 4.9%）。制造业 PMI 进一步下滑且连续第 4 个月处于收缩状态，需求降幅扩大，生产进入收缩，就业延续下降，通缩压力加剧；服务业 PMI 维持扩张状态，就业依然疲弱，价格跌幅扩大。住房销量季节性回落，二手房销量仍在复苏通道，新房销量仍在筑底，房价延续下跌但跌幅收窄。

大部分行业表现疲弱。从 PMI 来看，大部分制造业表现疲弱，化纤及橡胶塑料制品、钢铁、专用设备等行业跌幅较大，食品饮料酒茶、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业景气度相对较高，能源和钢铁价格下跌较多；受暑期出行和相关消费带动，铁路运输、航空运输、邮政、通信服务、文体娱乐等服务业活动景气度较高，但资本市场服务、房地产、居民服务等服务业活动疲弱。通缩对企业盈利伤害较大，A 股归母净利润去年全年和今年上半年同比分别下降 2.6% 和 3.2%，扣除金融石油石化板块后分别下降 4.3% 和 6.7%。分行业来看，今年上半年电子、汽车、公用事业、轻工制造、食品饮料、交通运输和石油石化等 7 个行业归属母公司净利润同比增长超过 10%，房地产、建筑材料、电力设备、钢铁、计算机、传媒和煤炭等行业归属母公司净利润同比下降超过 25% 以上。

房地产量升价跌。二手房销量仍在复苏通道，8 月 11 个代表性城市¹二手房销量同比增长 12.7%，相比 7 月增速明显放缓，但高于前 7 个月增速 -5.4%，达到 2019 年同期的 95%。新房销量仍在筑底，8 月 30 大中城市商品房销量同比降幅有所扩大，但仍小于上半年降幅，相比 2019 年同期复苏率达到 44.7%，略低于前 7 个月的 47.7%。房地产库存居高和供大于求状态延续，房价延续下跌但跌幅收窄，7 月北上广深中原领先指数环比平均下降 1%，跌幅小于过去三个月 1.7% 的平均降幅。

通缩压力延续。汽车、手机、家电等耐用消费品价格延续下跌，中高端白酒价格和部分服务客单价走低，反映消费疲弱。制造业投资增速大幅超过社会零售额增速，显示大部分商品供大于求。消费疲弱的原因是家庭就业、收入和信心下滑，2022-2023 年非农就业年均下降 0.7%，今年上半年个人所得税同比下降 5.7%，消费信心指数持续处于低位，储蓄率依然较高。通缩压力对企业盈利伤害较大，企业盈利改善需要等待经济走出通缩。

■ 政策重点是否转向提振消费

政策重点是否转向提振消费。目前经济主要矛盾是消费需求不足、供大于求和通缩压力。市场一直在期待政策重点能够从供给侧刺激投资与生产转向需求侧提振家庭收入与消费。7 月末政治局会议提出“经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿”，但市场尚未看到具体政策细节，对消费前景预期依然不佳。近期政策部门提高部分机械和汽车以旧换新补贴标准，确定的家电以旧

¹ 11 个代表性城市包括北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、厦门、苏州、无锡、东莞和佛山。

换新补贴标准（售价 15%-20%）高于预期（售价 10%左右），外媒又报中国可能考虑进一步降低存量按揭贷款利率并允许转按揭，政策部门似乎开始关注提振消费。但我们认为，除非对战略环境和安全与发展优先顺序做出调整，否则很难转向以提振消费为重心。

货币政策将延续宽松，未来仍有增量政策空间。随着美联储可能从 9 月开始降息，未来四个季度人民币面临压力可能有所减轻，汇率因素对中国货币政策的制约减弱。货币政策将保持宽松取向，LPR、央行再融资利率和存款利率仍有 10-20 个基点下调空间。全年财政政策空间已经确定，轻易不会调整。但上半年财政收入增速大幅低于预期，政府债券发行节奏偏慢，政府支出进度明显落后。下半年随着通缩减轻、财政收入增速回升和政府债券发行加快，政府支出增速可能有所回升。2024 年广义赤字（包括一般公共预算、政府性基金、国有资本预算和社保基金预算等四大体系收支差额）约相当于 GDP 的 9%，从国际比较来看并不算低。但有三个因素制约积极财政政策的效果：一是占经济体系 65%的私人部门延续收缩，完全抵消了财政扩张的效果；二是地方政府土地财政与隐性债务收缩，拖累积极财政政策效果；三是相当一部分财政资源投入基础设施、科技创新与制造业等供给侧，对家庭转移支付和消费提振不足。

美国经济

■ 经济延续温和放缓

美国经济逐步放缓，从过热状态走向平衡状态，未来可能进入偏冷状态。过去两年，美国经济处于过热状态，实际 GDP 增速大超潜在增速估计值，通胀远超目标水平，失业率显著低于自然失业率估计值。今年上半年，美国经济放缓接近平衡状态，实际 GDP 环比均速降至潜在增速附近，通胀向目标水平趋近，失业率升至自然失业率附近。未来四个季度，美国经济可能逐渐从平衡状态进入偏冷状态，预计实际 GDP 增速逐步降至低于潜在增速，通胀逐渐降至目标水平，失业率升至高于自然失业率水平。但美国经济有望避免衰退，一方面疫情冲击、经济重启和政策时滞对各部门影响差异很大，各部门周期不同步，呈现滚动式收缩或扩张，拉长经济周期，避免同步叠加带来短期内经济大幅收缩，另一方面除联邦政府外，其他部门债务负担受加息周期影响较小，资产负债表比较稳健。

■ 美联储将开启小步渐进降息

美联储将很快开启降息周期，可能采用小步渐进降息的方式。在经济软着陆的基准情景下，预计美联储今年 9 月和 12 月分别降息 25 个基点，明年进一步降息 100 个基点。一方面，去通胀不断取得进展，PCE 与核心 PCE 通胀均降至 2.5%左右，预计明年上半年趋近 2%；另一方面，就业市场不断降温，劳工需求逐步放缓，移民流入增加劳工供应，失业率升至自然失业率附近。美联储对实现通胀目标更有信心，对就业市场走弱开始警惕，关注点从抗通胀为主转向对稳定物价和最大化就业双重目标的平衡。考虑到通胀下降、失业率上升、实际利率居高和时滞政策较长等因素，美联储将在 9 月开始降息，首次降息幅度可能为 25 个基点。美联储可能采用常规幅度小步渐进降息，因为通胀仍高于目标，失业率依然较低，失业率上升主要因劳工供应增加而非需求减少，股票和高收益债市场显示金融条件仍较宽松，房价仍在延续上涨。只有通胀超预期下降、失业率加速上升或金融市场由此发生波动，美联储才有可能考虑非常规幅度降息。

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
 | 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk
 | 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

全球智能终端 9 月密集发布，看好 iPhone 16、折叠屏及 AI 端侧创新受益产业链。近期全球科技板块有所回调，主要由于全球经济放缓的担忧、海外产业链业绩好坏参半以及 GB200 延后/设计变化所导致。基本面上，消费终端需求复苏，AI 终端创新持续推出，AI 云端算力需求强劲，上半年产业链盈利能力见底改善。展望 9 月，进入全球智能终端新品密集发布期，苹果 iPhone16 新机和华为三折叠手机即将发布，Meta 将发布全新智能眼镜，建议积极关注 AI 终端新品发布和 GB200 服务器持续催化带动主题性投资机会。整体来说，手机产业链（苹果/小米/高通/联发科）展望稳定复苏，苹果链（比亚迪电子/瑞声/鸿腾/舜宇）受益于下半年 iPhone 新机周期；PC/服务器品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（鸿海/广达）业绩指引 AI 服务器需求维持强劲，通用服务器和 PC 市场恢复增长。智能手机/AI PC 产业链重点相关公司包括小米（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）、瑞声科技（2018 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）和联想集团（992 HK，未评级），AI 服务器板块相关公司包括工业富联（601138 CH，未评级）、鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入）。

1) 智能手机/PC：苹果 AI 创新和华为三折叠手机有望加速产业链升级

消费终端需求复苏延续，全球手机/PC 的 2Q 出货量同比增长 6.5%/3.0%（vs 1Q +7.8%/1.5%），IDC 近期上调全球手机出货量增速至 5.8%达 12.3 亿台，同时预计 2024 年生成式 AI 手机将实现 344%增长，占整个市场 18%份额。

展望下半年，苹果将于 9 月 10 日推出 iPhone 16、Apple Watch、AirPods 等产品更新，苹果端侧 AI 创新路径清晰，我们预期今年 iPhone 16 和 Apple Intelligence 推出将加快模型升级，明年 iPhone 17 有望迎来硬件 AI 创新，2026 年布局折叠终端和 AI 眼镜，继续发挥芯片、模型、终端及系统一体化生态优势，看好苹果 AI 生态引领行业发展，未来三年有望迎来创新周期。看好国内苹果产业链立讯精密、瑞声科技、鸿腾精密、舜宇光学和比亚迪电子等份额和价值量持续提升。

安卓链方面，全球和国内出货量持续复苏，小米供应链明显受益，同时华为预计推出全球首款三折叠手机，相关零部件价值量大幅增加，首先柔性 OLED 显示屏需求进一步增加，以及采用两套铰链连接三部分壳体，铰链需求量将大幅增加。考虑 AI 和高端折叠手机在光学、结构件、散热和折叠屏等方面创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、高伟电子（1415 HK，未评级）、瑞声科技和鸿腾精密等。

在 PC 端，2Q24 出货量同比恢复增长，笔电代工厂 7-8 月营收同比提速，终端品牌（戴尔/惠普/联想）业绩向好，指引需求复苏持续。下半年大厂密集推出 AI PC 产品，高通、联发科、AMD、英特尔等巨头加码 AI PC，我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。展望下半年，预计行业受益于 AI PC 和 Win11 更新周期驱动将温和复苏，英特尔预测 2024 年 AI PC 出货量约 4000 万台，2028 年 AI PC 占比将达 80%。手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链重点标的包括小米集团、联想集团（992 HK，未评级）和华勤技术（603296 CH，未评级）。

2) AI 产业链：GB200 延后/设计变化不改向好趋势，供应链下半年迎来全面增长

北美云厂商 2Q24 资本开支超预期，对今年和明年资本开支指引乐观，服务器品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（鸿海/广达）2Q 业绩向好和指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单需求维持强劲。近期媒体报道 GB200 推迟以及 switch tray 设计变化，我们认为对市场需求和明年出货量影响不大，多家参与的 ODM 将显著受益，工业富联指引 2024 年 AI 服务器收入同比增长两倍，占服务器总收入近 40%，其中生成式 AI 服务器同比增加三倍。另外，2Q 海外巨头（英伟达/AMD/英特尔）相继发布 AI 新品和技术路线图，包括英伟达下一代 Rubin 系列、AMD 的 MI325X GPU/Zen 5 CPU 以及英特尔下一代 Lunar Lake CPU 芯片，我们看好 AI 算力升级周期加快将推动产业链持续增长。

AI 下游产业化应用加速，芯片供应限制在 2Q 得到缓解，高算力需求将推升下半年 AI 服务器出货量增长。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商，中游主要包括服务器品牌和 OEM/ODM 厂商为主。从硬件层面，全球核心 AI 服务器 OEM/ODM 受益标的包括工业富联（601138 CH，未评级）、联想（992 HK，未评级）、戴尔（DELL US，未评级）和浪潮信息（000977 CH，未评级），以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括鸿腾精密、立讯精密和比亚迪电子。

3) MR 产业链：AI 模型提升交互能力，看好下半年 Meta 2 代智能眼镜发展趋势

我们预计下半年 Meta、三星、索尼和华为等大厂将发布多款 MR 新品，Meta 有望在 9 月 Connect 2024 上展示 Meta 新一代眼镜新品，我们看好 AR 眼镜明年将成为主流终端，拉动行业整体出货重回正增长。另外，随着苹果 Vision Pro 全球多地开售，应用生态加快完善，预计 MR 产业链 2024 年出货量将温和复苏，看好苹果二代平价版本推出将激活相关软件生态建设，加速明年 AR/VR/XR 产品渗透。另外，相关上游硬件零部件及组装产业链受益标的包括立讯精密、歌尔股份（002241 CH，买入）、高伟电子和长盈精密（300115 CH，未评级）。

4) 汽车电子：上半年产业链利润承压，小米 SU7 订单量超预期和特斯拉推动 FSD 入华

年初至今受到下游客户价格战影响，汽车电子产业链上半年盈利水平普遍承压，京东方精电和英恒科技指引下半年利润水平有望稳步修复。小米 SU7 今年交付目标上调至 12 万台，其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力，推出 Pilot Pro/ Pilot Max 两套智驾方案。受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。另外，随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展，自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高，预计 ADAS 摄像头需求将不断增长，利好京东方精电（710 HK，买入）、英恒科技（1760 HK，买入）、舜宇光学和联创电子（002036 CH，未评级）等汽车电子产业链标的。

■ 推荐买入小米集团、立讯精密、比亚迪电子、鸿腾精密

1) 小米集团（1810 HK）：手机业务回暖，表现优于市场，国际化、高端化战略效果明显，小米 14 系列手机销售表现亮眼。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力，以及极致的性价比和软硬件生态完整性，在消费者中树立良好口碑，高端化进程进入新阶段。小米汽车今年正式发布小米 SU7，我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。

2) 立讯精密（002475 CH）：受益于苹果各个品类（iPhone, Watch, AirPods）份额和盈利能力提升，近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深

化垂直整合能力，未来 3 年苹果 AI 叠加 iPhone 升级周期，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系，随着新品发布和技术布局逐步落地，看好公司成长逻辑，目前估值处于历史低位，建议买入。

4) 鸿腾精密 (6088 HK)：全球服务器连接器龙头厂商之一，管理层预期 2024 年服务器/互连业务收入将同比增长 15-20%，AI 服务器相关产品收入将占收入 8-10%，主要受到铜连接器产品的出货增长驱动，以及包括 MCIO 和高速 I/O 产品的快速放量。另外，今年公司迎来新品上量及业务突破：1) 网络连接业务的高速连接器产品出货量将显著增加；2) EV 业务的 Voltaira 汽车电子并表有望带来三位数同比增长；3) AirPods 印度产能明年开始出货，预计份额有望持续提升。我们认为公司增长动力充足，产品组合持续优化，我们看好公司 2024 年收入和利润增长加速。

3) 比亚迪电子 (285 HK)：安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为利润增长提供动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司收购捷普的结构件业务，扩大其智能手机业务发展空间，从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

7 月至 8 月间，海外、国内企业集中发布了业绩。与 AI 相关的需求和指引依旧强劲，但板块继上月中下旬的反弹后再次进入回调。一方面，AI 龙头股英伟达的业绩未达到部分买方投资人的预期，公司新一代产品 Blackwell 的推迟出货引发市场对未来业绩的担忧；另一方面，随着时间的推进，市场会越来越关注下游变现的进展、云厂商投资的可持续性和 AI 算力产品供需平衡的时间。除公司、行业层面外，我们认为宏观层面或是更大的影响因素：1) 近期宏观数据引发市场对经济前景的担忧，2) 美国降息、大选等事件推动投资人重新部署投资策略。美股 AI 板块走弱，A 股相关标的承压。

短期内，我们预计 AI 板块近期或将维持震荡。长期看，我们维持之前的投资主线推荐。

近期 AI 主题热点业绩回顾：

近期，AI 龙头股英伟达（NVDA US，未评级）、迈威尔（MRVL US，未评级）等公司相继发布了业绩。博通（AVGO US，未评级）也将于 9 月初发布业绩。从供给端看，相关业绩情况符合我们过去几个月的观点，即来自 AI 的收入维持高速增长。

英伟达第二季度收入为 300 亿美元，同比增长 122.4%，环比增长 15.3%。其中，数据中心业务（收入贡献 87.5%）受益于下游市场的强劲需求，依旧是公司收入增长的主要驱动力，环比增速为 16.4%，至 263 亿美元。公司管理层预计第三季度的收入将达到 325 亿美元，意味着环比增长为 8.2%，高出彭博一致预期 2.0%（318.54 亿美元）。

迈威尔第二季度收入为 13 亿美元（同比下降 5%，环比增长 10%），分别高出彭博一致预期和公司指引 1.5%/1.8%。按主营业务来看，数据中心仍是公司收入增长的主要驱动力，该部门销售额同比增长 92%，环比增长 8%。数据中心业务的出色表现主要受益于对光电相关产品的强劲需求、同时公司的 AI 定制加速器开始出货，以及存储和交换机产品均实现了增长。公司预计第三季度数据中心业务将实现高双位数的环比增长。

我们维持 2023 年年底策略报告中的投资主线推荐。

1) 人工智能（AI）：资本开支继续增长，产业链持续受益。

虽然近期 AI 板块迎来回调，但几大云厂商对 AI 资本开支的展望依旧非常正面。我们持续看好人工智能（AI）产业链的发展。我们认为 2024 年各大云厂商将继续加大对 AI 基础设施的投资，以确保在 AI 军备竞赛中保持先发优势，以获得更多的市场份额、吸引更多用户使用其产品，并着重对基建中能效指标进行改进和提升。根据彭博预测，2024 年主要云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 的资本支出总额预计同比增长 39%，高于一季度预期的 36%，这将持续利好 AI 产业链的发展。我们尤其看好存储市场、光通讯以及在网络连接市场的需求增长。

展望未来，AI 的创新和应用将持续加速，我们预计市场的焦点将会从之前的 AI 硬件投资（如芯片等基础设施）拓展到 AI 应用和软件开发的进展，即关注 AI 变现策略能否顺利推进，且获得成功。例如，具备 AI 功能（如 Co-pilot）的终端设备（AI 智能手机和 AI PC）是否能在未来加速渗透。

我们维持 AI 需求将持续增长的观点，相信产业链相关公司会持续受益，尤其是那些业务收入来自 AI 市场比例较高的标的。A 股首推中际旭创（300308 CH，买入）。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。

2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化。根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。**近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，注册资本高达 3,440 亿元人民币，是迄今为止规模最大的一期（第一/二期资金规模分别为 1,390 亿元/2,000 亿元人民币）。该基金的设立对推动中国集成电路产业的发展有着重要的意义。参考前两期投资重点主要集中在芯片制造、半导体设备和材料等领域，我们认为第三期的投资方向有望延续此前的投资范围，同时可能关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。

近日，有消息称拜登政府可能会扩大半导体设备出口禁令的范围，引起市场广泛关注。我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的将会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。**对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 HK，买入）将是主要受益者。（报告）**

推荐北方华创（002371 CH，买入，目标价：405 元人民币）。公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。北方华创作为中国最大的设备制造商，并拥有最丰富的产品线。公司持续巩固其在中国的领先地位，与国内众多芯片制造商都有紧密的合作，多种产品已安装并运行。公司雄厚的资产负债表（现金超过 100 亿元人民币）和多样化的人才库赋予了其持续发展所需的财务实力和研发能力。（报告）

推荐华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 元港币）。我们认为中国的半导体供应链将进一步加强本地化。我们预计中国晶圆代工龙头企业将持续保持市场份额的增长，主要驱动力包括：1) 中国对半导体供应链自主可控的大力支持；2) 成熟制程产能的扩张和份额提升；3) 下游市场需求的逐渐复苏。我们认为，中国最大的两家晶圆代工企业中芯国际和华虹半导体，将是半导体自主可控趋势下的主要受益者。华虹半导体是中国第二大晶圆代工企业。我们观察到了公司晶圆出货量和产能利用率上升等积极迹象，我们认为公司正在从周期底部逐渐复苏。（报告）

3) 通讯板块仍是较好的防御性标的。我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观逆风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

目前通讯板块的股息收益率为：中国移动（941 HK），6.89%；中国电信（728 HK），6.29%；中国联通（762 HK），6.6%；中兴通讯（763 HK），4.85%；中国铁塔（788 HK），4.18%。

4) 半导体周期或将回暖。我们认为消费电子市场于 2023 年年底触底。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。若下游需求进一步改善，半导体行业终端需求有望逐步回暖。**韦尔股份 (603501 CH, 买入)** 和 **卓胜微 (300782 CH, 买入)** 将通过新品发布和市场份额的增长获益。韦尔股份的高阶像素 50 系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升；同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。卓胜微的基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率。

■ **风险提示：**AI 需求不及预期；新的半导体禁令出台；行业竞争激烈程度高于预期；消费电子需求持续下滑。

软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

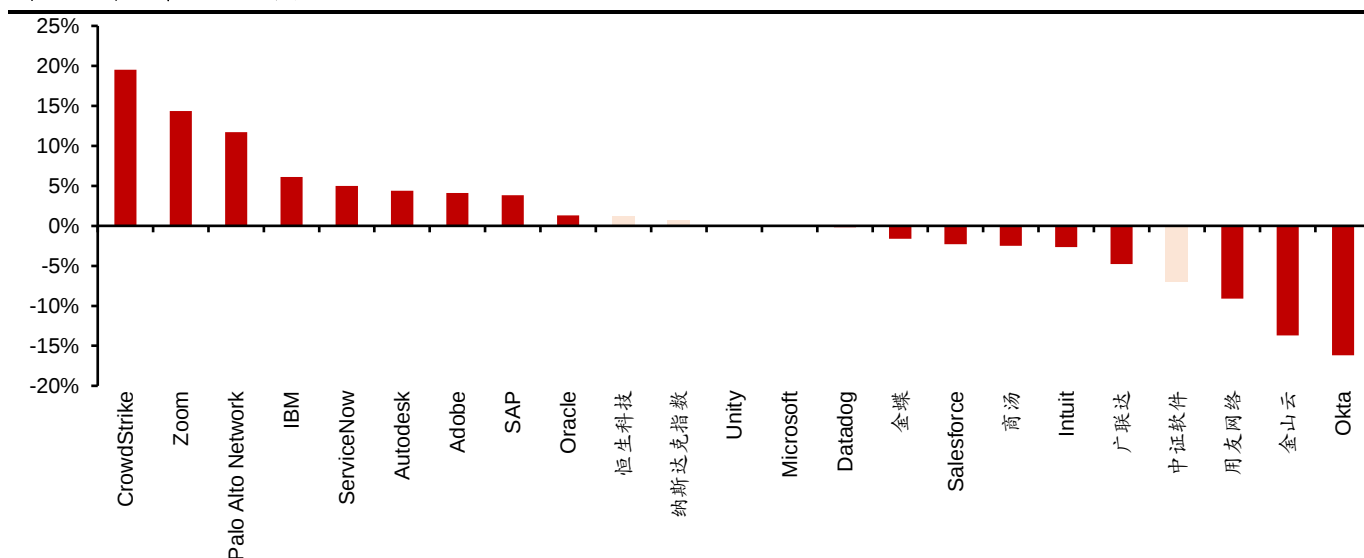
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

中美软件板块股价表现维持分化，企业数字化支出周期错配或为分化表现主因。对于中国软件板块而言，在宏观不确定性仍存的情况下，行业头部企业国产替代及降本增效的需求是支撑软件公司具备韧性业绩表现的主要推动力。在营收增长面临短期逆风的情况下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行，推荐买入金蝶国际（268 HK，买入）。美国软件行业中，交易降息预期持续助推近期板块估值抬升，在估值或已较为充分反映市场乐观情绪的情况下，基本面能否维持超预期的表现或为估值波动中枢的关键支撑因素，中长期仍关注利润率扩张节奏及 AI 带来的增量营收变现前景。推荐买入 Servicenow（NOW US）。

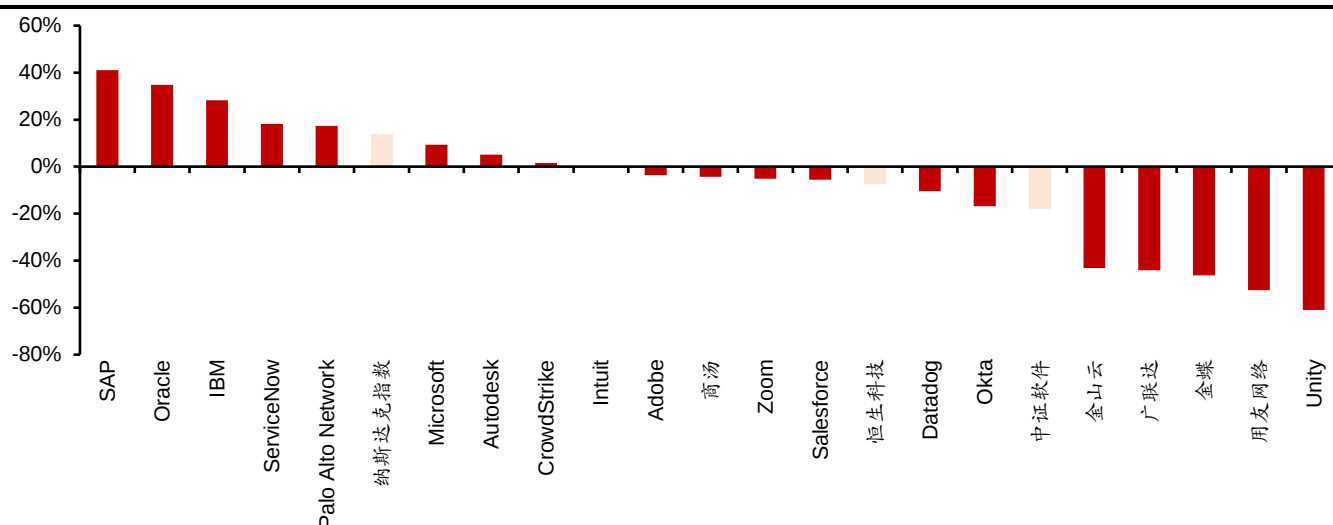
8 月恒生科技指数上涨 1%，纳指上涨 1%。Palo Alto Networks（PANW US）公布好于预期的 4QFY24（财年结于 7 月）业绩：总收入同比增长 12.1%，达到 22 亿美元，好于彭博一致预期 1%，Non-GAAP 净利润达到 5.222 亿美元，同比增长 8.2%，比预期高出 7%。与此前的公司指引相比，PANW 4Q 业绩好于预期，我们认为这展示了 PANW 具备竞争力的产品布局和管理团队强大的执行力。加速的平台化战略正在带来初期成果，我们认为这将有助于 PANW 长期市场份额的增长。

图 2: 8 月软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢

头部 SaaS 公司的客户粘性强,但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出,我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 2024 年实现 14-20% 的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%,但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复,但整体结构性的复苏或仍有待观察。对于 2H24,相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司,我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ IaaS 和 PaaS: 高质量增长是主题, AI 云带来新增量

得益于低利润率 CDN 业务退出效果逐步弱化及 AI GPU 云逐步起量,互联网厂商云业务同比增速季环比持续回暖下利润率稳步提升,支撑集团层面盈利改善。目前看, AI GPU 云快速发展趋势下,百度、阿里或相较腾讯受益更多,竞争格局变化趋势值得关注。3Q24,整体中国云行业的营收增长或将受益于具备韧性的降本增效需求及 AI GPU 云需求逐步释放而环比进一步加速。因生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平,叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略,头部厂商云业务的盈利能力在 2024 年或有望进一步提升。

■ 海外软件: 客户数字化支出仍然谨慎,关注生成式 AI 进展

美国软件行业中,降息预期交易助推近期板块估值高位抬升,在估值已经较为充分地反映市场乐观情绪的情况下,基本面能否维持超预期的表现以及生成式 AI 的相关进展或为估值波动中枢的关键支撑因素。Palo Alto Networks (PANW) 4QFY24 (财年结于 7 月) 总收入同比增长 12.1%, 达到 22 亿美元, 好于彭博一致预期 1%, Non-GAAP 净利润达到 5.222 亿美元, 同比增长 8.2%, 比预期高出 7%。对于 2024 财年, 总收入同比增长 16.5%, 达到 80 亿美元, 非 GAAP 净利润同比增长 35%, 达到 19 亿美元, 非 GAAP 自由现金流 (FCF) 达到 31 亿美元, 对应 38.9% 的 FCF 利润率 (2023 财年: 38.8%)。与此前的公司指引相比, PANW 4Q 业绩好于预期, 我们认为这展示了 PANW 具备竞争力的产品布局和管理团队强大的执行力。加速的平台化战略正在带来初期成果, 我们认为这将有助于 PANW 长期市场份额的增长。PANW 新推出的 AI 产品也看到了初期增长势头: 管理层强调, 截至 2024 财年末, 由 Cortex XSIAM、AI Ops 订阅和 ADEM 产品产生的 AI ARR 已超过 2 亿美元。

■ **推荐买入 Servicenow、金蝶国际**

- 1) **Servicenow (NOW US)** : ServiceNow 2Q24 总收入同比增长 22%至 26.3 亿美元, 非 GAAP 营业利润同比增长 32%至 7.2 亿美元, 较一致预期高 9%, 主要得益于运营效率的提升。2Q24 cRPO 同比增长 22%至 87.8 亿美元, 较管理层此前指引高 2 个百分点, 主要得益于大额订单的强劲增长。相较于同业, 我们更加看好 ServiceNow cRPO 在宏观逆风环境下的增长韧性表现、良好的财务指标 (2Q24 自由现金流比率+收入增速> 70%) 以及生成式 AI 产品的快速发展 (Now Assist 2Q24 NNACV 环比增长一倍, 仍然是公司历史上增长最快的新产品)。我们目标价为 900.0 美元, 基于 50 倍 FY24 EV/EBITDA。
- 2) **金蝶 (268 HK)** : 金蝶发布 1H24 收入同比增长 11.9% (1H23: +16.8%) 至 28.7 亿元人民币, 比彭博一致预期低 2%, 我们认为这可以归因于交易周期延长和宏观经济逆风 (特别是小微企业, 其相关收入同比增长在 2024 年上半年放缓至 9%, 而 2023 年上半年为 19%), 而净亏损为 2.18 亿元人民币, 同比减少 23%, 较彭博一致预期窄 20%, 这体现了金蝶在提高运营效率方面的决心。核心 SaaS 产品金蝶星空云的 ARR 增长势头保持健康, 1H24 订阅 ARR 同比增长 24% (1H23: 同比增长 29%)。同时, 大型企业收入同比增长 38.9% (1H23: +38.4%) 依然稳固。尽管我们仍预计需求恢复需要时间 (特别是针对小微企业而言), 我们预计 2024 年业绩将有望在 2H24 部分堆积释放, 主因在手合同价值的健康增长和交易周期有所延长推动。我们的目标价为每股 10.8 港元, 基于 2024 年预期的 4.4 倍 EV/Sales, 与一年平均水平一致。

■ **风险提示:** 宏观恢复速度不及预期, 亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

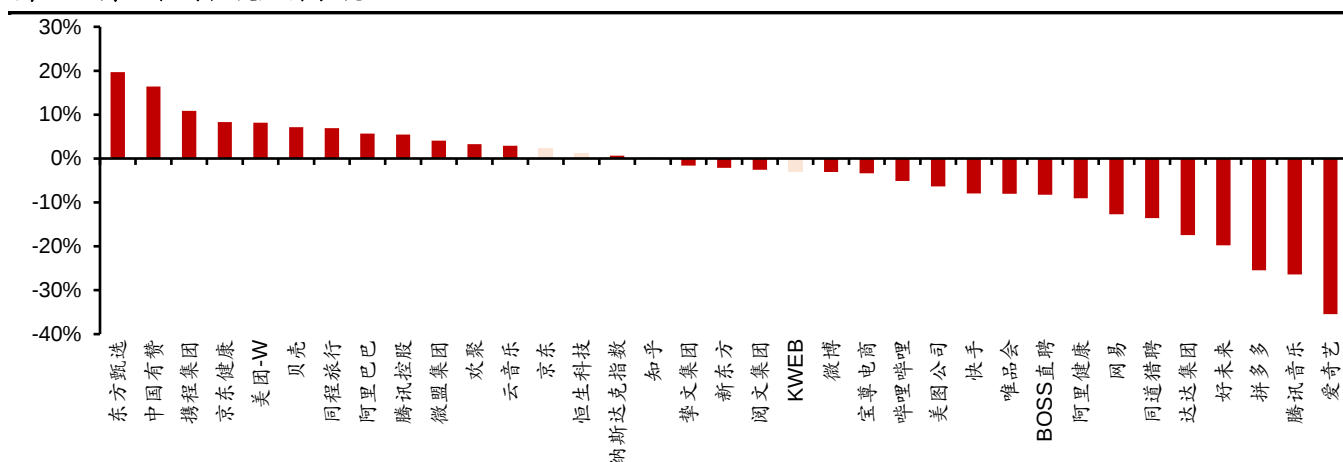
■ 未来 3 个月看法中性乐观

尽管市场开始交易降息预期，但港股市场的关注重点仍阶段性的集中在分子端而非分母端，地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢中长期提升的关键驱动因素，短期促消费举措的出台及实际实施效果或是带来市场情绪催化的关注重点。回顾 8 月，整体行业股价表现验证我们此前观点，即仅给出好于预期的 2Q 业绩表现或不足够拉动股价上涨，好于预期的 3Q 展望及股东回报举措的进一步强化才是驱动个股股价增长的主要支撑，携程、美团、阿里巴巴、腾讯等跑赢大盘。展望 9 月，在市场交易风格仍偏保守的情况下，我们仍建议关注：1) 基本面处于向好趋势、且有望受益于入通带来增量资金的公司、如阿里巴巴 (BABA US, 买入)；2) 基本面具备韧性表现，而全年盈利展望有所强化的公司，如美团 (3690 HK, 买入)、携程 (TCOM US, 买入)；3) 受益于新游发布的哔哩哔哩 (BILI US, 买入)；4) 核心主业竞争格局稳固、基本面表现稳定、且有意愿提升股东回报的公司，如腾讯 (700 HK, 买入)。此外仍建议关注估值相较盈利增长潜力或已超调、且具备第二增长曲线的拼多多 (PDD US, 买入)。

当前互联网板块整体估值对应 14x 2024E non-GAAP P/E，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，我们预测互联网行业 2023-2025E 年 non-GAAP 净利润复合增速有望达 18%，对应 2024E PEG 为 0.8x。

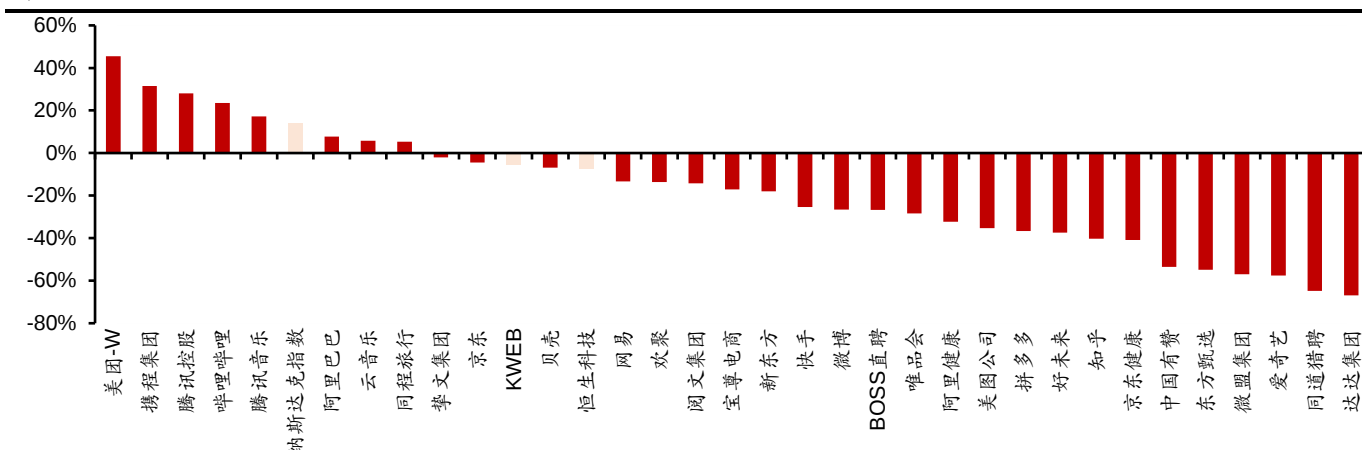
8 月恒生科技指数上涨 1.2%，KWEB 指数下跌 3.1%，爱奇艺/腾讯音乐/拼多多 8 月下跌 35/26/25%。爱奇艺 (IQ US) 公布了符合预期的 2Q24 业绩，但是展望 3Q24，我们预计会员和广告收入增长将持续面临压力，内容表现的改善需要时间才能反映在公司财务上，我们预计爱奇艺 3Q24 总收入将同比下降 9% 至 73 亿元，非 GAAP 营业利润同比下降 63% 至 3.35 亿元。腾讯音乐 (TME US) 公布符合预期的 2Q24 业绩，但展望 2H24 管理层将更加关注音乐付费用户数和 ARPPU 的均衡增长，预计音乐付费用户净增将有所放缓 (ARPPU 环比改善)，引起投资者担忧。

图 4: 8 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 电商：消费复苏及股东回报或仍为关键估值驱动因素，国内竞争或无需过度担忧

7 月实物商品网上零售额同比增速环比回升缓解市场对于消费过度弱化的担忧，2Q24 电商平台业绩表明，尽管龙头玩家均指引持续投入，但整体均较为注重 ROI，国内电商行业竞争格局或不会过度恶化。基于较为稳定的利润水平，电商平台提升股东回报或有望为估值水平提供支撑。而估值水平的进一步重估或将取决于消费能否进一步稳步复苏。海外扩张仍是电商平台长期营收和盈利增长的关键推动力。我们维持阿里巴巴（BABA US）、拼多多（PDD US）、京东（JD US）的买入评级。

据国家统计局，7M24 实物商品网上零售额为 7.0 万亿人民币，同比增长 8.7%（1H24：8.8%；7M23：10.0%），据数据测算单 7 月份实物商品网上零售额增速 8.1%（2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月：14.4/6.8/9.6/12.9/-1.4%），增速在 618 虹吸效应过后正常化；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.6%（7M23：26.4%；1H24：25.3%）。

电商 2Q24 业绩层面，尽管头部电商平台均指引将持续投入于用户体验和驱动 GMV 增长，但整体行业玩家均较为注重 ROI、尚未看到完全低效且不顾利益的竞争。京东 2Q 利润显著好于市场预期（较为严格的 ROI 指标下市场营销及销售费用投放弱于预期）、积极投入情况下阿里巴巴淘天集团调整后 EBITA 利润同比仅下滑 1%（好于市场预期）、拼多多整体利润亦好于市场预期（我们估算除国际业务减亏好于预期外、国内电商主业盈利好于预期亦带来部分贡献）、快手在 2Q GMV 弱于预期的情况下亦未给出激进的全年增长指引，我们预测其 3-4Q 电商 GMV 增速或基本与 2Q 一致，意味着公司业务运营时仍追求较高的 ROI，在宏观逆风情况下并不追求无效投入以盲目重振 GMV 增长。综上，尽管拼多多业绩会中管理层展望未来盈利能力下调引起市场担忧，但我们认为在整体追求 ROI 的背景下，国内电商行业竞争格局并不会过度恶化。

基于较为稳定的利润水平，电商平台提升股东回报或有望为估值水平提供支撑。除拼多多外，阿里巴巴及京东均致力于持续提升股东回报：1) 阿里巴巴：1QFY25 回购了 7700 万股 ADS，总计 58 亿美元，合计回购净注销的股份数占截至 2024 年 3 月 31 日的流通股数量为 2.3%；2) 京东：①截至 2024 年 6 月 30 日的 3 个月/6 个月，京东回购的股份总数约为截至 2024 年 3 月 31 日/2023 年 12 月 31 日的普通股总数的 4.5%/7.1%，②宣布新的 3 年 50 亿回购额度，年均额度占目前市值比例 4.4%。

■ 在线旅游：国内业务高基数下同比增长具备韧性

2Q24 节假日出游预订数据显示高基数下国内游业务维持温和健康增长，而出境游业务的恢复处于正轨，3Q24 行业重点公司预订量表现均好于市场此前因担忧通缩而给出的较弱预期。携程国内机票 3Q 或有望维持高单位数同比增长，国内酒店预订量有望维持 15% 以上的同比增长；出境层面，2Q 行业出境游整体恢复至疫情前 75% 的水平、3Q 或有望进一步恢复至疫情前的 80-90%，而携程机票及酒店预订量仍有望好于行业 20-30pp 的恢复程度。同程旅行 3Q 国内国际机票合计预订量或有望维持 20% 以上的区间，酒店间夜量国内国际合计或有望达到 15% 的水平。

■ 在线广告：宏观及消费逆风造成短期压力，中短视频平台广告收入增长维持韧性

宏观及消费逆风因素对整体广告行业收入增长造成压力，但中短视频平台广告收入增长仍然具备韧性，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于电商交易生态及广告基础设施的持续完善，推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望 2H24：

1) 我们预计腾讯 2H24 广告收入同比增长 13%，微信视频号广告商业化加速，释放广告库存帮助中小商家获取流量，小游戏生态发展持续贡献增量广告预算；2) 我们预计哔哩哔哩 2H24 广告收入同比增长 25%，公司持续完善广告基础设施，改进广告模型，推出广告全托管工具，驱动下半年广告收入增长；3) 我们预计快手 2H24 在线广告收入同比增长 19%，快手外循环广告收入持续复苏，得益于短剧、小游戏、电商及本地生活等行业的强劲广告需求，部分抵消平台 GMV 增速下降导致内循环广告收入增速放缓。

■ 推荐买入阿里巴巴、携程、美团、腾讯、哔哩哔哩、拼多多

- 1) **阿里巴巴 (BABA US)**：公司投资以重振长期增长的举措已在重振淘天 GMV 增长层面初见成效（2Q24 淘天集团 GMV 增长高单位数 vs 实物商品网上零售额同比增长 6.4%），淘天集团变现率提升、云业务增长持续加速至双位数水平、国际业务 UE 提升或有望在 2HFY25（年结于 3 月）逐步兑现，阿里巴巴目前估值对应 10x FY25E P/E (non-GAAP)，在公司持续提升股东回报的举措驱动下（FY24 回购+股息绝对值 165 亿美元；公司指引在考虑 ESOP 带来的稀释影响后，FY25-27 将流通股总量每年至少减少 3%），估值或具备重估空间。此外，阿里巴巴已变更为双重主要上市，其或有望在 9 月被纳入港股通，增量的南下资金配置或有望支撑公司估值提升。
- 2) **美团 (3690 HK)**：我们认为本地生活行业整体线上渗透率或仍有较大提升空间，尽管行业常态化竞争及美团代理转直营的举措导致中长期到店板块利润率展望有所下调，但随着较高速的 GMV 增长及变现率逐步企稳，美团到店业务经营利润仍有望维持稳健增长。同时，得益于外卖业务补贴优化及广告业务的货币化增加支撑下的即时配送业务单位经济效益 (UE) 的前景改善，及美团优选由于运营效率提升及业务调整优化推动业务减亏好于预期，我们对美团 2024 年的净利润增长前景更为乐观。美团交易现价对应 16x 2024E PE，对比 2023-2026E 集团整体 37% non-GAAP 净利润 CAGR 及核心本地商业 20% 的经营利润 CAGR 或仍具吸引力。
- 3) **腾讯 (700 HK)**：我们预计腾讯将延续良好的收入和利润增长趋势，预计 2H24 总收入/非 IFRS 下净利润同比增长 9%/22%。我们看好：1) DnF 手游和海外游戏业务的强劲表现推动 2H24 游戏业务收入加速增长；2) 广告收入增长维持韧性，主要得益于视频号广告库存持续释放，以及电商/小游戏等行业广告需求的强劲增长。全年维度看，我们看好腾讯 2024 盈利增长 (+36% YoY) 以及股东回报率水平（约 3%），当前 13 倍 FY24E PE（剔除战略投资）具有吸引力。

- 4) **携程 (TCOM US)**：携程国内游及出境游业务有望维持稳健营收增长，且借助其一站式平台、强大的移动端体验、优秀的客户服务能力和不断强化的供应链能力，携程有能力开拓其他在线渗透率仍较低的国际市场，助力长期营收和盈利增长。公司目前交易现价对应 15/14x 2024/2025E PE，公司 2024 年非 GAAP 经营利润有望同比增长 26%，2023-2025E CAGR 有望达到 19%，估值或仍有进一步提升空间。
- 5) **哔哩哔哩 (BILI US)**：我们看好游戏及广告业务的良好表现拉动公司 2H24 收入强劲增长及利润改善。1) 游戏：哔哩哔哩《三谋》上线后表现强劲，推动 2Q24 递延收入环比增长 7.38 亿元，下半年有望拉动公司总收入及毛利显著增长，我们预计哔哩哔哩 2H24 游戏收入同比增长 55%；2) 广告：公司持续完善广告基础设施，改进广告模型，推出广告全托管工具，我们预计哔哩哔哩 2H24 广告收入同比增长 25%。展望 3Q24，我们预计总收入同比增长 22%，公司也将实现盈亏平衡并录得非 GAAP 营业利润 1.84 亿元，主要得益于高毛利率游戏业务和广告业务的强劲表现。
- 6) **拼多多 (PDD US)**：拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动快于行业的 GMV 增长。尽管行业竞争激烈，但在新广告产品的推出的帮助下，拼多多或仍有进一步推动主站货币化率提升的空间。尽管地缘政治风险及海外监管风险扰动下 Temu 的估值水平或将面临短期波动，但海外扩张仍将支持拼多多的长期收入和盈利增长。公司目前交易现价对应 7x 2024E P/E，但全年 non-GAAP 净利润同比增长或有望达到 100%，国内业务利润稳步增长、Temu 业务半托管 GMV 占比持续提升或有望带动 UE 优化，为盈利增长提供支撑。
- **风险提示**：宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，地缘政治风险加剧。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来 6 个月看法谨慎乐观

医疗反腐已进行一年，我们预期随着行业监管常态化，医药行业的盈利有望从 2H24 开始逐步修复。然而，受到宏观环境的影响，医保基金支付持续承压，基金监管趋严，预计下半年整体国内医疗需求偏弱。受益于政策支持，预计国内创新药销售将保持强劲增长。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块估值反弹。我们继续看好龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值具吸引力的消费医疗企业、龙头医疗器械企业。

■ 推荐标的

推荐买入百济神州（BGNE US）、信达生物（1801 HK）、固生堂（2273 HK）、科伦博泰（6990 HK）、巨子生物（2367 HK）、迈瑞医疗（300760 CH）。

1) 百济神州：作为唯一一款临床数据优于伊布替尼，并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼将继续保持市场份额增长的势头。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们相信 sonrotoclax（BCL-2）和 BGB-16673（BTK CDAC）将成为下一波重磅药物。

2) 信达生物：玛仕度肽（GLP-1/GCGR）抢占国内减肥赛道双靶点 GLP-1 产品的先机，有重磅潜力。2 月 7 日 NMPA 已经受理玛仕度肽 6mg 剂量用于减重的上市申请，有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物，于 25 年上半年获批。信迪利单抗（PD-1）作为有医保覆盖的成熟品种，受益于国内经营环境的变化，将持续增加市场份额并节省销售费用。肿瘤和非肿瘤创新管线丰富且研发效率高。

3) 固生堂：公司是国内领先的民营中医医疗服务机构，受益于国内中医医疗需求的快速增长。公司把握优质医生资源，构建深厚护城河。公司持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络，预计将维持高速业绩增长势头。

4) 科伦博泰：默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程，目前已经启动了 10 项三期临床试验。我们预期默沙东有望启动更多的关于 SKB264 的三期临床，我们看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。

5) 巨子生物：可复美核心单品胶原棒持续高速增长，我们估计可复美胶原棒在可复美品牌的销售占比约为 3 成。我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道将延续高增长，拉动可丽金品牌在 2024 年增速提升。公司 1 款注射类胶原蛋白产品有望在 25 年一季度获批。

6) 迈瑞医疗：国内设备更新落地政策延迟，短期对于设备采购造成负面影响，但预计需求将在 24 年底或者 25 年开始复苏；IVD 业务持续高增长，国内借助集采机遇快速扩张份额，海外网络快速扩张；公司海外收入占比约 4 成，持续突破海外高端市场，海外业务将持续快速增长。

■ **风险提示：**医药反腐等监管政策对于国内经营环境产生负面影响；中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

食品饮料、美妆护肤、旅游零售

|张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

|李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 食品饮料 – 作为扩内需重要关联板块，整体需求有望得到提振（中性乐观）

乳品和酒饮板块的业绩不及预期，而零食板块的增速超出预期。在近期的 2024 年上半年业绩发布会上，各公司管理层对 2024 年下半年的发展前景持谨慎态度。

近日，市场消息称“中国可能考虑分两步下调存量房贷利率，以减轻居民家庭负担的同时，降低对银行利润的挤压。”我们认为，政策出台旨在缓解居民还贷压力并提振日常消费。作为扩内需的重要相关领域，积极的政策有望对食品饮料板块的估值提供一定支撑。

白酒方面，短期内仍面临需求压力和高基数挑战，下半年中秋和国庆的旺季表现将为全年表现定调，头部酒企的需求依然稳定。啤酒方面，中端产品推陈出新，行业进入低基数阶段，加之成本持续回落，有望逐步改善企业盈利。1H24 青岛啤酒（168 HK）、华润啤酒（291 HK）和百威亚太（1876 HK）（中国区）的销量分别同比下滑 3.4%、7.8%和 8.5%，均价表现为同比+2%、+1%和-1%。2Q24 的运营环境艰难，但酒企均表示结构升级趋势持续，持续投入和推新以保障盈利能力的稳健。

软饮方面，高温天气和出行需求为销量提供支撑，部分水企短期内的价格战现象可能会对降本增效带来的利润率提升造成一定侵蚀。

■ 美妆护肤 – 8 月抖音 GMV 国货占比下滑，头部品牌继续领跑，维持国货替代投资主线（中性乐观）

根据青眼情报数据，8 月抖音护肤品 Top 20 的整体 GMV 占比提升了 7.5 个百分点，达到了 30%，行业集中度持续走高，其中韩束仍然是抖音护肤类目的领跑者。国内外品牌间竞争加剧，尽管抖音的推广成本较高，部分海外品牌仍选择加大推广力度。以娇兰为例，该品牌 8 月在抖音的 GMV 同比增长 251%，头部达人推广贡献的 GMV 占比接近 80%。

截至目前，抖音的头部排名依然高速变化，而天猫平台则呈现出相对较小的品牌和市占的分布变化。展望下半年，得益于合理把握多平台的流量和营销投放能力，以及在淘天平台上的稳固地位，我们预计，珀莱雅（603605 CH）将在美妆护肤消费进一步回归理性时，承接更多可持续的需求。今年 1-7 月，珀莱雅主品牌在淘天和抖音平台的同比增长分别录得 58%和 109%；主要子品牌发展稳健。除消费趋势变化外也得益于自身产品、品牌、组织和研发方面具有的优势。我们认为，在居民对高品质消费的追求驱动下，具有成熟产品和运营体系的头部品牌将吸引更多消费者。

从 1H24 的业绩表现来看，国货美妆的分化趋势更加明显，珀莱雅的营收达到 50.01 亿元，同比增长 38%，成为国内美妆企业中唯一一个营收超过 50 亿元的公司，其营收规模为第二名上美股份的 1.4 倍。公司继续加深“大单品”策略，大单品持续超预期，高毛利支持盈利能力提升。展望至年末，考虑到抖音营销收费方面的不利机制和高退货率等情况，预计公司在维持争取双 11 市占为先的策略下，营销费用率会进一步上升。1H24 形象推广费用同比增长 50%，导致销售费用率同比上升 3 个百分点至 46.7%。值得注意的是，大单品在天猫和抖音上的复购率分别提升至 40%+和 30%+，对收入贡献占比较 1Q24 的 55%进一步增加至 57%。我们预计高毛利大单品的强劲表现能够帮助公司实现毛利率和净利率的目标。同时，子品牌进入可持续性增长阶段。不光主品牌所在的护肤板块在较高的基数下依然录得了 37%的同比增长，彩妆和洗护板块均实现了超 42%的同比增长，三大主要业务板块均处于可持续增长的轨道上。同时，包括 OR、彩棠和悦夫提在内，主要子品牌的海外扩张计划

已经取得了一定成绩。展望未来，公司完备的产品组合储备和经验丰富的运营团队将为海外增长提供有力支持。

我们认为，在政策支持扩内需及消费降级的背景下，“性价比”仍是市场中短期内的核心驱动力，国货替代效应将继续扩大，国货品牌龙头在存量市场中的市场份额有望进一步提升。

■ 旅游消费—出境游客流持续恢复，市内免税 10 月开业，性价比优势持续利好免税渠道（中性乐观）

中国中免（601888 CH）1H24 营收同比下降 12.8%至 312.6 亿元，净利润同比下滑 1.8%，降至 38.7 亿元。主要受到离岛免税整体销售疲弱的影响，海南地区的业务增长承压。然而，出入境客流的恢复以及机场降租金的利好因素推动了日上上海的盈利能力提升，部分抵消了业绩下滑的影响。

暑期高温天气过后，海南岛将逐渐进入旅游旺季。尽管海关数据显示 7 月离岛免税销售额同比下滑 36%，客单价同比下滑 19.3%，鉴于主要聚焦中高端品牌和客流，随着新品牌的入驻和门店的开业，预计中免离岛免税业务将维持相对稳健。同时，口岸免税仍将受益于国际客流的持续恢复和自由行人群占比的增加。市内免税店将于 10 月开业，且销售商品品类较之前有所拓宽。在消费税改革的背景下，免税渠道的性价比优势有望凸显，预计中国中免的业务将维持稳健增长。

■ 推荐标的

我们持续推荐国货替代概念中短期盈利确定性较高的公司，美妆护肤我们维持**珀莱雅**（603605 CH）的“买入”评级；食品饮料方面，维持**华润啤酒**（291 HK）的“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策落地不及预期、地缘政治影响超预期。

可选消费

| 胡永匡 / walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

■ 可选消费行业（未来三个月看法维持中性）

整体来说，8月的消费增速虽然对比6月和7月略有改善，但均只是因为基数较低，并非基本面好转。各个行业的同店销售额仍在下跌，负经营杠杆严重，而且折扣仍然在持平或加深，整体经营利润率并没有见到明显改善。

分行业来说，餐饮、体育用品和服装均低于预期，而家电和旅游-酒店符合预期。根据各种前瞻性的指标，如就业情况、储蓄意愿、消费习惯、以及订单和投资意愿来看，若没有更多的刺激政策，我们对三季度和下半年展望持有忧虑。目前较推荐家电行业和东南亚布局较多的公司。中长线我们仍然看好高股息的标的，但短线可能被降息环境影响。另外，从中长线布局来说，因为估值仍然偏低，当前仍可收集竞争力较高的公司。

推荐海尔智家（6690 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）。

■ 家电行业（维持看好）

8月行业销售表现不论是线上或线下都比6月和7月有好转，符合市场预期。整体来说，线上好于线下，空调表现好于冰箱和洗衣机。自从以旧换新政策推行以来，虽然销售占比不算太大，但在湖北省，8月的销售表现的确有所好转。之后随着政策在其他省份落地，我们预计9月和四季度的表现会有所好转，未来排产数据下调的机会会降低，而改善的机会或会提高。由于头部品牌的一级节能产品比例较高，叠加自身本来的优惠政策，在补贴下竞争力会更强，有望抢占更多市场份额。而且从出口来说，7月和8月的数据也是好于预期，我们对于大家电下半年的表现还是比较看好。但反过来，对于小家电，因为国内需求偏弱，同时成本端面对海运费用提升以及未来潜在关税影响，应变空间较少，我们的看法较为谨慎。

目前较为推荐海尔（6690 HK, 买入），对小家电仍然谨慎。

■ 体育用品行业（维持看好）

8月行业流水表现好于6月和7月，线下仍然充满挑战，线上略为好转。但综合来看，奥运并未有效拉动销售，所以整体销售表现仍低于预期。分品牌来说，特步、安踏和Adidas比较好，Nike、FILA和361比较一般，而李宁较差。同时零售折扣环比和同比都有所加深。不过，展望9月和四季度，我们认为仍有机会看到同比增长好转，因为基数变低，各品牌加强新品推出，以及零售折扣加大等等。但受压于经营负杠杆，利润率或仍会比较一般。

目前我们较推荐特步（1368 HK，买入），因股息率高和新产品比较受欢迎，同时也推荐安踏（2020 HK，买入），因为欧文产品的热销，以及对品牌力的拉动，还有百亿的回购计划。

■ 服装行业（维持看好）

行业在8月的销售表现与6月7月水平相当，也是偏弱和低于预期的。线下表现普遍较弱，线上8月比7月略有改善，但整体仍然较弱。展望9月和四季度，面对去年的高基数，我们认为增速会放缓，而且零售折扣会环比增加（同比表现取决于各个品牌）。虽然行业压力较大，但我们认为品牌表现也会比较分化，领先品牌电商营运较好，新渠道像抖音和小红书增长较好，另外因库存较低，零售折扣压力也会较小。而且领先品牌的股息率很高，所以防御性也较高。

总的来说，虽然环境转差，行业估值可能会再下跌，但一些稳健的品牌像江南布衣（3306 HK，买入）和波司登（3998 HK，买入）仍然会受惠于会员和粉丝服务持续提升，新产品的持续创新令提价空间较大等等，而且股息派发稳健，所以我们仍然比较推荐。

■ 旅游-酒店行业（维持中性）

我们估计8月行业RevPAR有约单位数的下跌，比7月10%以上的下跌，略有改善，符合市场预期。OCC普遍较稳，所以仍是ADR的下跌所致。高基数、出境旅游分流、宏观经济疲软所导致的消费降级，仍然是疲弱的主因。展望9月和四季度，基数变低或令RevPAR重新出现增长，不过因为1) 复苏率（对比2019年）不一定能持续提升，2) 宏观环境仍不利，特别是PMI数据并没有好转，我们对未来需求（不论是商务或是休闲）仍然比较担忧，也不预计利润率会改善。但从行业来说，品牌化仍然会加快，例如加速开店，加大压榨经销商（例如增加酒店用品的强制采购，增加单房capex等等），所以龙头品牌表现会较好。

我们看好亚朵（ATAT US，买入），主因其零售业务表现仍然强劲。

■ 餐饮行业（维持中性）

8月行业同店仍然在下跌，但对比6月和7月降幅有所收窄，但复苏率（对比2019）仍然较差，但我们认为还是低于预期的。目前仍然看到价格战持续，消费降级持续，同店负增长，所以利润率层面仍然受压。展望9月和四季度，跌幅也许会继续收窄，但我们对增长转正并没有太大信心。我们认为市场现在更关心明年的情况，但因为今年开店速度放慢，加上新店表现普遍低于预期，减值和拨备风险增加，我们看法仍然保守。在各大品牌新开店速度转趋保守，同店增长转正，利润增长重新加速之前，我们认为行业估值仍然有很大压力。

我们目前看好达势股份（1405 HK，买入），因为新市场表现仍然强劲，另外也建议关注大家乐（341 HK，买入），因为香港快餐行业在经济下行时，表现相对稳健。我们同时看好百胜中国（9987 HK，买入），因为二季度的成本管控非常强劲。

■ **风险提示：** 1) 宏观经济增长和社会零售销售增长不达预期，2) 行业竞争加剧，3) 房地产价格持续下跌，4) 人民币大幅升值，5) 地缘政治冲突发生，6) 贸易战导致关税大幅提升等等。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

9 月销量有望超预期：11 家中国车企公布了 8 月新能源乘用车销量，合计同比增长 33%，环比增长 6%。随着“以旧换新”政策加码（报废旧车购买新能源车补贴从 1 万元提高到 2 万元，购买 2.0L 及以下排量的燃油车补贴从 7,000 元提高到 1.5 万元）以及地方政府相继出台具体实施方案，叠加旺季的到来，我们预计 9 月汽车销量有望迎来较好的环比增长，零售有望超预期。

中报业绩临近收官，整体好于预期：8 月中下旬以来，除蔚来（将于 9 月 5 日晚间公布二季度业绩）外，主要的车企、零部件和经销商已经完成上半年/二季度的业绩披露。整体来看，大部分公司的业绩情况符合预期或超出市场预期，尽管面临激烈的价格战，汽车产业链的头部玩家凭借出色的降本增效能力，展现出较强的盈利韧性。

造车新势力：理想汽车（LI US/2015 HK）二季度净利润环比增长 86%至 11 亿元，超出市场预期，特别是考虑到非经营层面上市股权投资环比有约 6 亿的下滑，核心盈利改善好于预期。理想增程车型的月销已经恢复到 5 万台的水平，盈利能力具有韧性。投资者可能在等待更多关于明年纯电车型的信息，我们相信理想会吸取在 Mega 上的教训，凭借其卓越的产品定义能力，有望打造出新的爆款车型。小鹏汽车（XPEV US/9896 HK）二季度净亏损 12.9 亿元，基本符合预期，二季度整车毛利率改善至 6.4%，好于我们的预期，但是下半年 Mona M03 的上市及上量可能会拖累整体车辆毛利率的持续提升。

传统整车厂：吉利汽车（175 HK）扣除 Horse 动力总成公司成立带来的一次性收益以及极氪（ZK US）上市产生的股份支付费用，上半年净利润同比增长 1.5 倍至 40 亿元，主要得益于毛利率的提升，好于我们的预期。长城汽车（2333 HK/601633 CH）二季度净利润同比增长超 200%、环比增长 19%至 38.5 亿元，主要得益于出口和坦克品牌的贡献，盈利能力保持强劲态势。比亚迪（1211 HK/002594 CH）二季度净利润同比增长 33%、环比增长 98%至 91 亿元，基本符合预期，毛利率虽略逊于预期但被较好的费用控制所抵消，仍然保持较高的盈利质量。广汽集团（2238 HK/601238 CH）二季度自主品牌和合资品牌的业绩均低于预期，丰田和本田的盈利贡献环比下滑 89%，考虑到市场竞争情况，我们预计日系品牌下半年仍面临较大的盈利压力。

零部件：敏实（425 HK）上半年净利润同比增长 20%至 11 亿元，基本符合预期。随着现金流和债务情况改善，管理层指引今年将恢复分红，并且随着资本支出的减少和新业务的扩展，公司盈利的可见度提升，投资者的信心有所增强。

经销商和服务商：在终端价格战持续蔓延的背景下，永达（3669 HK）上半年实现净利润 1.1 个亿，体现了管理层费用控制能力的改善，下半年随着宝马和保时捷品牌控量，经销商的新车毛利率有望得到提升，或展现出较好的盈利弹性。永达上半年的派息比率达到 100%，今年的股息收益率预计将提升至 9%。美东（1268 HK）上半年扣除减值后实现净利润 1.2 亿元，好于我们和市场预期，公司显现出强有力的降本能力。明年随着可转债利息负担的移除，豪华品牌调减销量目标以及宝马进入新的产品周期，投资者可以对美东的盈利展望变得乐观一点。途虎（9690 HK）上半年调整后的净利润同比增长 67%至 3.6 亿元，略超

预期。我们认为途虎将受益于消费降级的市场环境，实现有效的门店扩张和毛利率提升（自有自控产品份额提升），是很好的防御性标的。

■ 投资建议

吉利汽车 (175 HK)：吉利上半年毛利率改善好于预期，体现出公司较强的供应链降本能力。我们预计基于 GEA 架构的银河 E5 有望成为新的爆款新能源车型，实现更好盈利能力的同时提升银河系列的新能源品牌认知度。此外，吉利下半年还将推出星愿 EV、紧凑型 SUV PHEV、领克 Z10 EV、领克 E335 EV、极氪 7X、极氪 MIX 等新能源车型。我们认为公司今年 200 万台的销量目标目前来看压力不大。明年下半年极氪还将推出全新混动车型（大型 SUV），产品竞争力有望进一步提升。

理想汽车 (LI US/2015 HK)：理想二季度核心盈利能力改善，7 月份增程车型总体月销重回 5 万台，销量基本盘再次企稳。随着公司自有超充网络的加速布局，我们预计明年新款纯电车型将获得比 Mega 更好的基础设施支持，造型也会与 Mega 有所区分。我们认为投资者可以重新开始关注理想汽车，期待更多关于明年纯电新车型的信息释放。目前理想汽车的估值在新势力中具有吸引力。

■ **风险提示：**新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争及价格战超预期，新车型的定价和市场反馈低于预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

房地产和物管

| 张苗 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

| 李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 乐观

政策端：1) 多地探索按套内面积计价销售，包括湘潭、肇庆、合肥等，后续可能有更多城市跟进，我们认为虽不会大幅提振销售，但有利于保护购房权益并促进行业长期健康发展。2) 自彭博社传出中国允许存量房贷转按揭消息以来，市场讨论热烈，部分大行表示并未收到相关通知而部分小行下调存款利率被视为为新政实施提前部署。我们认为如果政策落地，可能在短期内对地产行业影响较小，由于新发放房贷利率已经大幅下调，转按揭对提振购房情绪作用较小；长期来看则有助于推动行业加速见底并转向恢复。市场化机制将推动按揭利率持续走低，直至“租售比”显现优势则可看到销售步入改善通道。

销售端，高频数据显示，新房二手房销售在8月淡季均持续走弱，30城新房8月日均成交较7月日均降10%，17城二手房降14%。年初至今来看，30城新房销售面积同比降幅较7月底收窄1个百分点至-35%，17城二手房跌幅较7月底的-4%收窄至-2%。我们的领先指标显示9月销售额下降幅度可能会继续扩大。

短期来看，销售走弱催生政策预期可能会继续对板块表现产生扰动。长期来看，鉴于政策前景温和、各项措施实施力度增强，房产销售走弱的预期已大幅被反映，对板块的负面效应有限，我们认为板块中长期将维持修复态势。

短期来看，开发商中期业绩较弱可能会加剧行业调整压力，我们认为短期板块波动将持续。长期来看，鉴于政策前景温和、实施力度增强，土地拍卖和房产销售对板块的负面效应有限，我们认为板块中长期将维持修复态势。

■ 推荐标的

轻资产方面，我们推荐存量服务概念的物管公司如**华润万象生活 (1209 HK, 买入)**、**保利物业 (6049 HK, 买入)**、**万物云 (2602 HK, 买入)**、**滨江服务 (3316 HK, 买入)**、**绿城服务 (2869 HK, 买入)**、**新希望服务 (3658 HK, 买入)**

等，以及大量未开发土地的最终受益方**绿城管理 (9979 HK, 买入)**；由于行业长期将进入存量时代，故我们推荐二手房交易龙头**贝壳 (BEKE US, 买入)**。开发商方面我们推荐有长期持有价值的**华润置地 (1109 HK, 买入)**。

■ **风险提示：**新房销售恢复不及预期，政策落地不及预期，融资政策落地不及预期，国资背景开发商违约。

保险

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ **乐观。中报业绩资产负债共振引盈利增长超预期，监管引导预定利率下调利好中长期资产负债配**

自 9 月 1 日起，监管要求人身险公司新备案的传统险产品预定利率上限下调 50 个基点至 2.5%（原 3.0%）；10 月 1 日起，新备案的分红险产品预定利率上限和万能险产品最低保证利率分别下调 50 个基点至 2.0%（原：2.5%）和 1.5%（原：2.0%），预计 9 月分红险维持 2.5% 预定利率的窗口期有望带动分红险新单占比进一步提升。同时，监管引导险企压降负债成本，利好板块利差损风险进一步缓解，中长期看有望支撑板块估值企稳回升。短期角度看，我们认为市场对险企中期盈利已有反馈；展望下半年，在中长期国债收益率中枢下移的趋势下，我们认为红利资产行情有望延续，当前板块股息率为 4.0%-8.1%，其中，中国平安（8.1%）、新华保险（7.1%）和中国人保（6.4%）较为吸引。

具体来看，寿险渠道方面有望持续优化。个险渠道方面，上半年部分险企已出现核心队伍规模企稳且二季度出现小幅正增长态势；存量业务质态提升，继续率持续改善。银保业务受“报行合一”及去年同比高基数影响，新单保费同比下行，主要受趸交保单规模大幅下降的拖累，但价值率改善显著。投资收益超预期上行，带动险企上半年归母净利润同比实现较快增长。尽管上半年中长期国债收益率延续下行，对险企利息收入和责任准备金计提造成一定扰动，影响净投资收益和归母净资产，但整体来看，各家通过积极调整资产配置策略，把握住上半年债牛行情及红利资产的结构机会，实现总投资收益和综合投资收益的快速上行。我们认为上半年新业务价值的强劲增长为全年增速打下良好的基础；步入 9 月，随着监管进一步下调传统险预定利率、分红险预定利率及万能险最低保证利率（自 10 月 1 日起）至 2.5%、2.0% 和 1.5%，我们认为下半年险企负债端产品结构的变化值得关注。

财险方面，关注 9-10 月大灾赔付情况。9 月受自然灾害的季节性影响，财险行业赔付情况仍值得关注；考虑到去年受台风杜苏芮影响导致的赔损高基数，预计今年若 9-10 月无重大灾情变化，行业整体赔损情况有望优于去年。上半年来看，财险公司综合成本率同比改善，主要通过严控费率来弥补赔付率上行的空间，与我们之前预期的趋势相符。老三家中国财险（2328 HK）/平安财险（2318 HK）/太保财险（2601 HK）上半年的承保综合成本率分别为 96.2%/97.8%/97.1%，同比+0.4pct/-0.2pct/-0.8pct，其中中国财险和平安财险费用率同比下降 0.8/0.2 个百分点，赔付率同比升 1.2 个百分点/持平；太保财险实现赔付率逆势下行，同比降 0.8 个百分点，费用率持平。车险原保险保费收入增速放缓，非车保费收入主要靠健康险、企财险和责任险增长驱动。我们预计全年车险保费增速受新车销量放缓影响将在下半年延续，下调主要财险公司全年车险保费增速至 4%（前值：5%）。

目前板块估值交易于 FY24E 0.1-0.4 倍 P/EV 和 0.4-0.9 倍 P/BV，板块估值在险企资产负债共振的行情下，上行空间充裕。维持板块“优于大市”评级。个股层面，我们推荐资产负债共振 + 坚定推进集团寿险业务改革的中国太保（2601 HK，买入，目标价：28.3 港元）和强防御属性 + 受集团业绩增长利好驱动的中国财险（2328 HK，买入，目标价：12.8 港元）。

■ 风险提示

资本市场大幅波动；监管不确定性；新车销量大幅回落；三季度自然灾害频发导致险企赔付大幅高于预期等。

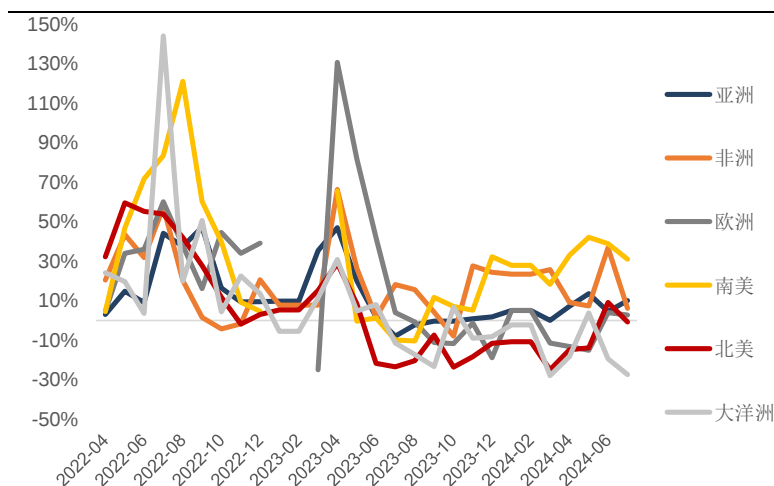
资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 工程机械：对新兴地区出口增长持续

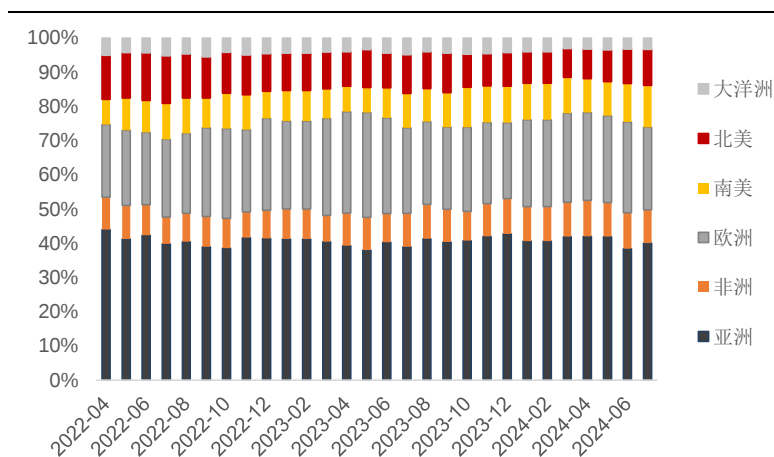
中国工程机械7月份出口金额43.9亿美元，同比上升7%，增速从3/4/5月份的0%/3%/6%加快。对南美和亚洲出口强劲，分别同比上升31%和10%；对欧洲和北美的出口分别同比上升3%和下跌1%。中长期来看，在地缘政治因素下，我们继续认为重点布局一带一路和新兴地区的中国制造商将会处于有利地位。

图 6：中国工程机械月度出口金额同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7：中国工程机械月度出口金额分布



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

分产品方面，据中国工程机械工业协会统计，7月份挖掘机和轮式装载机两大土方机械在中国市场继续出现20%以上的增长。出口方面，装载机连续两个月保持30%的高增长。相反，受高基数效应和部分海外市场需求疲软影响，挖掘机7月份出口同比下降1%，连续14个月同比下降，但跌幅有所收窄。7月份叉车内销和出口均继续保持增长（12%/5%），高空作业平台出口大幅上升47%。

图 8：中国工程机械 7 月份销售量分布

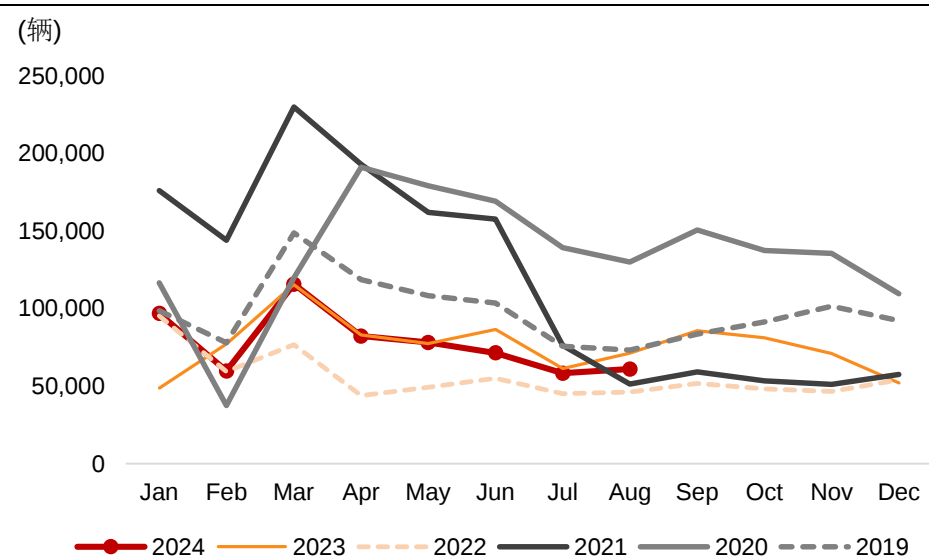
	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
挖掘机	13,690	6,234	7,456	9%	22%	-1%
轮式装载机	8,379	4,439	3,940	27%	25%	30%
汽车起重机	1,239	630	609	-15%	-37%	31%
履带起重机	153	36	117	-32%	-64%	-6%
塔式起重机	509	334	175	-68%	-75%	-29%
叉车	103,677	60,954	42,723	12%	5%	22%
高空作业平台	17,264	7,024	10,240	7%	-24%	47%

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 重卡：销售转弱，国内需求还看政策成效；出口主要市场受压

根据第一商用车的初步数据，8 月份重卡行业销量（内销+出口）同比下降 14%至 6.1 万台，连续三个月下跌，而今年首 8 个月重卡销售同比持平。需求疲弱主要来自国内，然而，我们期待密集的政策落地将有助支持四季度的更新需求（相关报告：[链接](#)）。出口方面，今年余下时间，我们预计主要出口市场俄罗斯在进口报废税和高基数等因素影响下将会较弱，进而拖累重卡整体出口量，我们在八月份下调了全年预测（相关报告：[链接](#)）。

图 9：中国重卡月度销售量



资料来源：第一商用车，Wind，招银国际环球市场

■ 投资建议

工程机械方面，我们仍然看好中联重科 (1157 HK / 000157 CH, 买入) 的全球扩张战略以及在重点产品市场份额的提升，我们认为近期的股价回调已一定程度上反映公司 1H24 不及预期的业绩（相关报告：A: [链接](#)；H: [链接](#)）。另外，我们看好浙江鼎力 (603338 CH, 买入) 高空作业平台在美国市场的持续突破（相关报告：[链接](#)）。重卡方面，我们维持潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH) 的买入评级，主要由于我们认为近期的股价回调已反映管理层变动以及气柴价差收窄等因素；我们对中国重汽 (3808 HK) 维持持有评级，主要由于我们认为重卡出口转弱的因素未被反映。

■ 下行风险提示

- (1) 国内销量持续疲弱；(2) 出口增长在高基数下放缓。

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：招银国际证券并未给予投资评级

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误差、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。