

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 极兔速递(1519 HK, 买入, 目标价: 10 港元) - 实现持续盈利的能见度上升, 评级从持有上调至买入

极兔 1H24 净利润 3,100 万美元, 较 1H/2H23 的亏损 2.64 亿美元/1.68 亿美元大幅改善。在东南亚和中国单票成本下降趋势的推动下, 公司实现持续盈利的能见度正在提升。我们把 2024/25 年核心税后利润预测上调 12%/7%。尽管在行业回调后我们给予更为保守的目标倍数并下调基于 SOTP 的目标价至 10 港元 (此前为 12.8 港元), 但股价在之前的回调后估值已变得相对合理, 我们认为是买入的机会。 ([链接](#))

■ 快手 (1024 HK; 买入; 目标价: 92.0 港元) : 盈利增长前景不变; 消费疲软拖累电商业务

快手公布 2Q24 业绩: 总收入同比增长 12% 至 310 亿元, 符合一致预期 (304 亿元); 调整后净利润同比增长 74% 至 47 亿元, 较一致预期高 8%, 主要得益于成本优化和运营费用控制好于预期。2Q24 电商 GMV 增速 (同比增长 15%) 慢于一致预期, 主要由于消费疲软以及激烈的竞争, 且我们预计该压力将在 2H24 延续。尽管如此, 我们仍然看好快手 24 年全年盈利增长前景, 主要得益于其稳健的在线营销业务增长及利润率扩张。我们上调 FY24 调整后净利润预测 3% 以反映成本优化好于预期; 但下调基于 SOTP 的目标价至 92 港元 (前值: 97 港元), 主要考虑电商业务面临的逆风因素 (电商业务约占总估值 54%)。给予买入评级。 ([链接](#))

■ 同程旅行 (780 HK; 买入; 目标价: 23.5 港元) : 以更受控的营销支出推动均衡增长

同程旅行公布 2Q24 业绩: 总收入为 42 亿元人民币, 同比增长 48%, 符合彭博一致预期; 调整后的净利润为 6.57 亿元人民币, 同比增长 11%, 较市场预期高出 4%, 我们认为这是由于有效的销售和营销费用控制所驱动。总体来看, 第三季度的旅行需求可能好于此前市场较弱的预期, 管理层指引优化用户补贴, 以推动在当前宏观经济环境下均衡和高效的业务发展。我们认为, 出境旅行需求仍是支撑同程长期收入和盈利增长的坚实驱动力, 且同程有望持续从低线城市的旅行需求增长中受益, 这得益于产品能力的提升和与腾讯的战略合作伙伴关系。维持买入评级, 目标价为 23.5 港元, 对应 18.7x 2024E 非 GAAP PE。 ([链接](#))

■ 派拓网络 (PANW US; 买入; 目标价: 398.70 美元) : 平台化战略加速推进带来鼓舞人心的初期成果

Palo Alto Networks 公布 4QFY24 (财年结于 7 月) 的业绩: 总收入同比增长 12.1%, 达到 22 亿美元, 好于彭博一致预期 1%, 非 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

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	17,511	-0.33	2.72
恒生国企	6,196	-0.49	7.40
恒生科技	3,498	-0.54	-7.07
上证综指	2,867	-0.93	-3.64
深证综指	1,526	-1.41	-16.99
深圳创业板	1,568	-1.34	-17.10
美国道琼斯	40,835	-0.15	8.35
美国标普 500	5,597	-0.20	17.34
美国纳斯达克	17,817	-0.33	18.69
德国 DAX	18,358	-0.35	9.59
法国 CAC	7,486	-0.22	-0.76
英国富时 100	8,273	-1.00	6.98
日本日经 225	38,063	1.80	13.74
澳洲 ASX 200	7,998	0.22	5.36
台湾加权	22,429	0.09	25.09

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	30,565	0.32	2.49
恒生工商业	9,651	-0.67	4.52
恒生地产	14,737	-0.95	-19.59
恒生公用事业	36,965	-0.09	12.45

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

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。我们基于不变的 2024 年 EV/Sales 16 倍的倍数，将目标价上调 2% 至 398.7 美元。重申买入评级。 ([链接](#))

■ **科伦博泰 (6990 HK; 买入; 目标价: 243.38 港元) - 创新型双抗 ADC 授权给默沙东**

科伦博泰 2024 年上半年收入 13.8 亿元人民币，同比增长 32%，其中默沙东合作项目里程碑付款 6.4 亿元。上半年公司研发投入 6.5 亿元，同比增长 33%。公司正积极准备在中国市场推出 sac-TMT、A166、A167 和 A140 等关键资产，并已组建 110 人的商业团队，计划年底前扩大至 400 人。上半年公司实现净利润 3.1 亿元，并通过配售 H 股筹资 4.92 亿元。截至 6 月，公司拥有 29 亿元现金储备。科伦药业认购新股完成后，公司将进一步筹资 6.0 亿元。

科伦博泰已在中国提交 sac-TMT 的第二个上市申请，针对三线化疗和 TKI 耐药的 EGFR 突变 NSCLC。公司还准备针对二线 TKI 耐药 EGFR 突变 NSCLC 递交上市申请。此外，公司在中国启动了 sac-TMT + Keytruda 用于一线 PD-L1 阳性 NSCLC 的三期临床试验，并获得 CDE 批准开展 sac-TMT + Keytruda 用于一线 PD-L1 阴性 NSCLC 的三期临床试验，近期将实现首例入组。二期临床数据显示，sac-TMT + A167 在一线 NSCLC 患者中实现了 15.4 个月的 mPFS，明显优于标准治疗方案和其他 TROP2 ADC 竞争对手。

科伦博泰已将 TROP2 ADC 产品 sac-TMT 授权给默沙东。默沙东已启动 10 项针对 sac-TMT 的全球三期临床试验，涵盖多个适应症，包括非小细胞肺癌、三阴性乳腺癌、激素受体阳性/HER2 阴性乳腺癌、胃癌、子宫内膜癌和宫颈癌。默沙东还行使了对 SKB571 中国之外权益的选择权，将支付给科伦博泰 3,750 万美元行权费用，并将在未来支付里程碑付款和销售分成。同时，默沙东已将 SKB315 的全球权益退还给科伦博泰。此外，默沙东/科伦博泰正在进行 SKB410/MK-3120 的 Ia 期临床试验。科伦博泰计划提交其他四款和 MSD 合作的处于临床前阶段的 ADC 产品的 IND 申请，并探索和 MSD 新的合作机会。

我们对 SKB264 的全球开发和在中国的获批充满信心。我们调整目标价至 243.38 港元。 ([链接](#))

■ **巨子生物 (2367 HK; 买入; 目标价: 62.07 港元) - 可复美品牌销售超预期**

巨子生物 1H24 业绩超预期，主要得益于可复美品牌的快速增长。巨子生物 1H24 实现收入 25.4 亿元，同比增长 58%，超出彭博一致预期 12%；归属净利润同比增长 48% 至 9.8 亿元人民币，超出彭博一致预期 13%。由于线上销售和功能性护肤品销售占比提升，毛利率下降 1.7 个百分点至 82.4%。尽管利润率有所下降，但这一转变反映了公司正在扩大市场触达面并增强产品组合。

可复美保持强劲增长势头。1H24 可复美的收入增长 69%至 20.7 亿元人民币。核心大单品产品可复美胶原棒保持强劲增长，预计 1H24 收入同比增长 50%。2024 年 4 月，公司推出可复美焦点面霜，在 2024 年"618"期间，焦点面霜在天猫面霜新品榜上名列第一，展现了其爆款潜力。我们预计，2024 年可复美焦点面霜的收入将超过 1 亿元。

可丽金逐步释放潜力。尽管来自于西安创科村渠道的收入有所下降，但可丽金线上收入快速增长。2024 年"618"期间，可丽金的线上全渠道 GMV 同比增长超 100%，推动可丽金 1H24 收入同比增长 23.6%至 4.0 亿元人民币。

重组胶原蛋白注射产品的获批延迟。重组胶原蛋白行业临床试验监管要求趋严，国家药监局要求巨子生物进行额外的临床研究，如慢性毒理试验，从而推迟了审批进程。针对面部细纹的重组胶原蛋白冻干制剂预计将于 2025 年 1 季度获批。针对面部肌肤的重组胶原蛋白液体制剂的获批时间仍不确定，需要进一步补充材料。我们认为公司将继续推进注射类产品的开发，凭借现有广泛的分销网络和强大的品牌认知度，注射类产品有望在长期推动公司的二次增长。

维持买入评级。我们上调了盈利预测，预计其 FY24E/FY25E 收入同比增长 44%/35%，调整后净利润增长 36%/26%。基于 9 年期 DCF 模型 (WACC: 10.9%，永续增长率: 3.0%)，给与目标价 62.07 港元。 ([链接](#))

■ 小鹏汽车 (XPEV US, 持有, 目标价: 8 美元) - Mona M03 或不足以扭转乾坤

2Q24 业绩基本符合预期：小鹏汽车 2Q24 收入比我们之前的预期高出约 2%，主要得益于来自大众汽车的研发服务收入可能超预期。尽管终端折扣环比有所增加，小鹏 2Q24 整车毛利率从 1Q24 的 5.5%改善至 2Q24 的 6.4%，略好于我们的预期，我们认为主要得益于供应链降本。2Q24 研发和销管费用略高于预期，综上 2Q24 净亏损 13 亿元，基本符合预期。

毛利率困境：我们下调今年全年的销量预测 10%至 18 万台，隐含 4Q24 平均月销量提升至 2.8 万台，同时考虑到 2Q24 整车毛利率超预期，我们提升全年的整车毛利率预测至 7%。此外，我们将来自大众的研发服务收入预测从 10 亿提升至 16 亿元，这将带动今年整体毛利率达到 13%。我们预计今年下半年和明年的销量增长主要由相对低价的 Mona 车型驱动，这将制约小鹏汽车的毛利率提升。即使我们假设将于年底推出的 P7+毛利率可以达到 12%，明年公司的整车毛利率也可能仅为 7.9%。我们估算服务及其他业务板块将贡献小鹏今明两年总毛利润的约 50%，但其中来自大众的研发服务收入长期或具有不可持续性。

盈利预测和估值：虽然我们上调了毛利率预测，但是考虑到管理层指引下半年研发费用将大幅提升，我们将今年的净亏损预测扩大 1 个亿至 62 亿元，隐含下半年的净亏损将比上半年进一步扩大。未来两年我们仍看不到小鹏扭亏为盈的信号。随着竞争对手在自动驾驶领域逐渐追赶，我们认为小鹏在自动驾驶领域领先的品牌形象正在弱化，这或许也迫使小鹏开始用低价车型拉升销量。维持持有评级，目标价 8 美元，基于 0.9x FY25E P/S。 ([链接](#))

■ **特步(1368 HK, 买入, 目标价: 7.32 港元) - 销售增长略有风险, 但利润率改善仍然相当确定**

特步 24 年上半年业绩大致符合预期。销售同比增长 10% 达到 72 亿元人民币, 略高于招银国际/市场预期 2%, 而净利润同比增长 13% 达到 7.52 亿元人民币, 低于招银国际预期 3% 但高于市场预期 15%。毛利率显著提升, 原因包括明星产品 360X 销量增加带来的规模经济、特步儿童业务利润率改善、零售折扣较好, 以及收购 Saucony 和 Merrell 合资企业股份等, 然而这些利好被广告营销费用和员工成本的增加所抵消。值得注意的是, 净运营现金流大幅增长了 211%, 库存周转天数减少了 7 天, 而应收账款周转天数在 2024 年上半年增加了 8 天。分渠道来说, 电商增长表现最佳, 其次是儿童, 再到成人。分品牌来说, Saucony 和 Merrell 的销售大幅增长了 72%, 而特步主品牌只有约 7% 的增长。

对于 24 年下半年, 我们对特步的零售流水增长趋势保持谨慎。由于宏观经济因素、恶劣天气和疲软的消费者情绪, 7 月和 8 月的销售增长延续了 6 月的情况并面临压力 (线下略有增长, 线上则有 20% 以上增长)。尽管面临这些挑战, 我们预计流水增长仍将保持一些韧性, 将录得高单位数左右的增长 (公司年初 10% 以上的目标也不下调), 得益于新产品像 260X 和 360X 的热销、8 月底即将发售 160X 的 6.0 版本、进一步深挖和拓展新兴电商平台, 以及出售 K&P 后将资源重新集中于核心品牌和跑步品类等。我们预计 Saucony 将继续保持强劲的增长势头, 公司也把 24 年销售增长指引提高至 50% 以上。另外, 户外品牌 Merrell 的增长在上半年也非常可观, 销售增长超过 80%。

上市公司的整体指引基本保持不变, 预计销售增长将在高单位数至低双位数之间, 净利润增长将更快, 目标为 20% 或以上。公司对利润率扩张充满信心, 原因包括成本控制是下半年的主要工作目标之一、爆款热销带来的规模经济、电商运营利润率的提高以及广告推广费用的减少等。当然 K&P 的战略出售也支持了集团的利润率提升, 不过单独来看, 特步品牌、Saucony 和 Merrell 品牌各自的利润率也将同比改善。

展望 25 财年, 尽管宏观经济环境不确定, 但得益于特步的高性价比定位、在跑步品类中的领导地位以及持续的产品升级, 我们估计特步品牌将实现高个位数增长, 而 Saucony 品牌的增长将达到 30% 或以上。

维持“买入”评级, 目标价维持在 7.32 港元, 基于 14 倍 2024 财年市盈率。现价为 9 倍 24 财年市盈率, 相较于过去 8 年 15 倍的平均市盈率, 相当具有吸引力, 此外还有 15% 的 24 财年股息率。 ([链接](#))

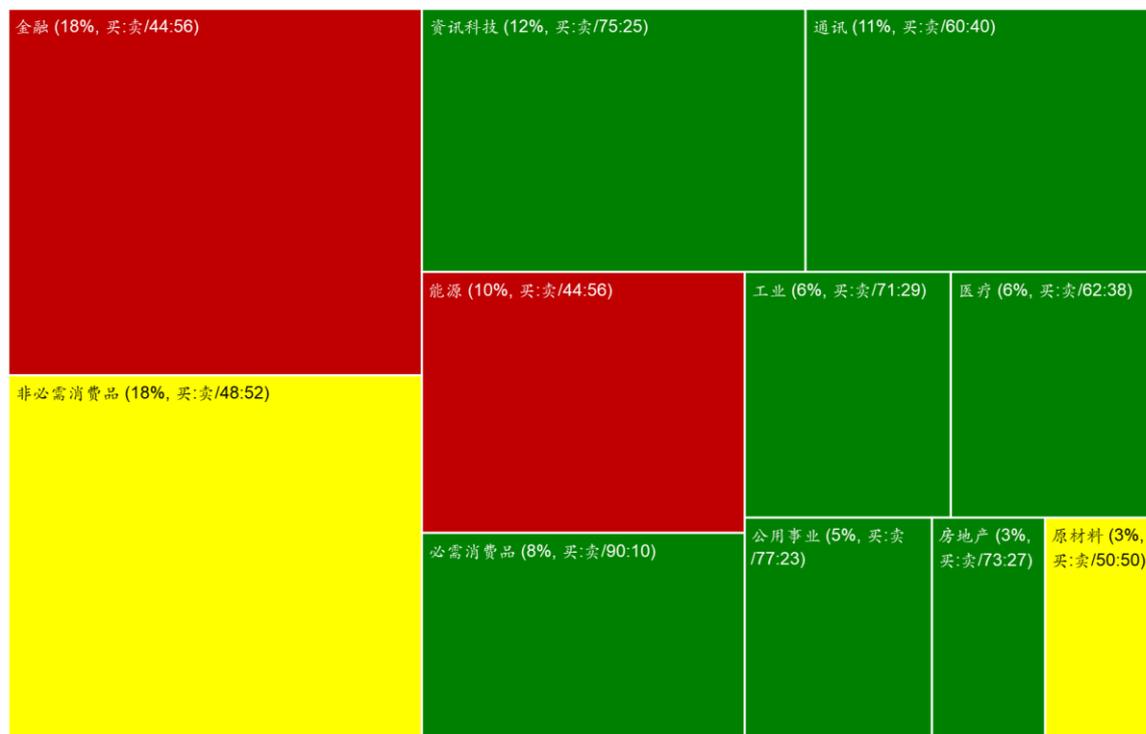
招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	现价	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)		1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长合												
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.31	26.00	28%	3.2	2.0	2.7	11.2	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.70	14.00	82%	11.0	10.1	0.8	8.4	4.3%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.34	7.50	73%	8.2	7.2	0.6	7.6	7.8%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	46.87	75.00	60%	11.3	9.8	2.2	21.6	2.1%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.04	5.98	48%	12.2	10.4	2.6	26.3	7.2%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	13.04	19.77	52%	7.9	6.9	2.7	39.4	12.6%	
特步	1368 HK	可选消费	买入	4.95	6.79	37%	10.8	9.5	1.2	14.3	5.0%	
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1424.00	2219.00	56%	19.7	17.5	7.3	37.7	3.3%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	194.21	288.93	49%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	250.23	383.49	53%	22.1	18.6	7.0	40.0	2.6%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	18.74	24.80	32%	5.7	5.4	0.6	12.4	6.2%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.91	11.90	20%	7.5	6.9	0.8	12.0	5.9%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	372.80	480.00	29%	16.8	15.5	3.3	19.3	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	81.04	126.90	57%	1.3	1.1	1.4	10.4	1.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	144.22	192.70	34%	1.7	1.2	4.6	45.0	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.00	45.10	105%	4.4	N/A	0.5	13.8	7.2%	
鸿蒙精密	6088 HK	科技	买入	2.36	4.25	80%	90.8	56.2	5.9	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.22	24.29	41%	19.6	17.0	2.2	9.9	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.85	45.28	52%	13.3	9.8	1.8	21.1	2.1%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	121.40	150.76	24%	24.1	16.2	6.8	23.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	313.73	405.00	29%	30.2	21.3	5.6	21.0	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	5.64	15.50	175%	N/A	81.7	2.2	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年8月20日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 20/8/2024

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。

招銀國際環球市場或其關聯機構曾在過去12個月內與本文內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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責任。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。招銀國際環球市場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責任。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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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責任。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。