

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 携程 (TCOM US, 买入, 目标价: 65.8 美元) - 1Q24 业绩点评: 着眼于短期需求释放以外的国际扩张前景

携程发布 1Q24 业绩: 净收入为 119 亿元人民币, 同比增长 29.4%, 较招银国际预期和彭博一致预期均高 3%, 这得益于住宿预订和其他业务板块的收入超出预期。Non-GAAP 经营利润为 38 亿元人民币, 较招银国际预期/市场一致预期的 32 亿/31 亿元人民币更好, 主要得益于规模效应支撑下毛利率好于预期, 及较为严格的投资回报率目标下较预期更低的市场费用支出。尽管我们认为携程股价已经较为充分地反映了市场对旅游行业被压抑需求得以释放的预期, 但我们建议投资者关注短期需求释放以外的国际扩张前景和全球化潜力。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在线旅游市场。为反映一季度超出预期的业绩和携程不断增强的全球扩张前景, 我们将基于 DCF 的目标价提高到 65.8 美元 (前值: 49.0 美元), 对应 24/25 年 24/20 倍 non-GAAP PE。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 26.1 港元) - 出行强劲需求持续, 驱动业绩韧性增长

同程 1Q24 业绩强劲, 其中收入同比增长 50% (较一致预期高 3%), 调整后净利润同比增长 11% 至 5.59 亿 (较一致预期高 4%)。展望 2Q24E, 我们预计收入将实现 49% 同比增长, 受益于多个节假日出行高景气及海外业务加速复苏。2Q24E 核心 OTA 业务预计同比增长 23.5%, 其中住宿/交通/其他收入分别同比增长 12%/17%/92%。预计海外业务 2Q24E 收入占比达 3%-4%。五一假期过后因部分利好兑现, 同程股价出现短期波动, 我们认为其良性回调提供潜在买点, 看好中长期出行韧性需求、海外业务扩张、并购协同及利润释放。我们维持全年财务预测不变, DCF 目标价为 26.1 港元 (对应 21x FY24E P/E)。维持“买入”。 ([链接](#))

■ 小鹏汽车 (XPEV US, 持有, 目标价: 10 美元) - 等待更多关于 Mona 的信息

1Q24 业绩略好于预期: 小鹏 1Q24 总收入比我们之前的预测高出 4%, 主要由于平均售价超预期。1Q24 综合毛利率 12.9%, 高于我们的预测 1.8 个百分点, 主要得益于对大众的研发服务收入超预期, 而整车毛利率仅为 5.5%, 弱于我们此前的预期, 主要因为与 P5 相关的减值计提。小鹏 1Q24 净亏损 14 亿元, 比我们此前的预测收窄约 2 亿元。

管理层在业绩会上对 Mona 和全新 B 级轿车的指引比较积极, 可能会导致消费者憧憬 4Q24 和 25 年的销量增长弹性 (类似于去年 G6 对 4Q23 的提振)。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,221	-2.12	12.75
恒生国企	6,821	-2.07	18.25
恒生科技	3,981	-3.74	5.75
上证综指	3,158	-0.42	6.15
深证综指	1,781	-0.75	-3.12
深圳创业板	1,861	-0.77	-1.58
美国道琼斯	39,873	0.17	5.79
美国标普 500	5,321	0.25	11.56
美国纳斯达克	16,833	0.22	12.13
德国 DAX	18,727	-0.22	11.79
法国 CAC	8,141	-0.67	7.93
英国富时 100	8,416	-0.09	8.83
日本日经 225	38,947	-0.31	16.38
澳洲 ASX 200	7,852	-0.15	3.44
台湾加权	21,237	-0.16	18.44

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	33,748	-1.28	13.16
恒生工商业	10,527	-2.66	14.00
恒生地产	18,123	-1.88	-1.11
恒生公用事业	36,524	-1.22	11.10

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)	26.25
深港通 (南下)	10.73
沪港通 (北上)	-9.28
深港通 (北上)	-31.10

资料来源: 彭博

而我们认为，这种增长弹性已经反映在我们之前的预测中。我们将小鹏今年的销量预测下调2万台至20万台，对应下半年的销量将接近15万台，4Q24平均月销超3万台。我们预计全年整车毛利率为5.8% (vs. 1Q24 5.5%)，综合毛利率为10.3% (vs. 1Q24 12.9%)，主要因为全年对大众的研发服务收入毛利占比将低于1Q24 (1Q24 整车销量最低)，以及高毛利车型X9的销量占比也将低于1Q24。我们维持25年的销量预测33万台，但将收入预测下调6%，主要因为我们调低了对Mona和全新B级轿车的价格预测。我们预计25年的综合毛利率为11.4%，但毛利仍无法覆盖销管费用，特别是考虑到公司或计划为Mona建设独立的销售网络。

盈利预测和估值：我们将2024-25年的净亏损预测分别下调6亿元和2亿元。我们维持“持有”评级，并将目标价略微下调至10美元，基于1.1x FY25E P/S。 ([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
长合											
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.96	26.00	24%	3.3	2.4	0.4	11.2	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.88	7.50	28%	11.1	9.8	0.9	7.6	5.9%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	69.05	75.00	9%	16.6	14.4	3.3	21.6	1.4%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.76	7.63	32%	12.3	10.5	1.5	14.5	4.3%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	29.50	31.24	6%	14.5	12.7	2.4	11.9	3.6%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.50	6.79	23%	3.1	2.7	15.5	20.4	0.6%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1705.00	2219.00	30%	23.6	20.9	8.3	37.7	2.2%
百济神州	BGNE US	医药	买入	167.39	269.73	61%	-21.7	-257.5	80.3	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.25	24.80	17%	6.4	6.1	0.8	12.4	5.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.52	11.90	13%	8.0	7.4	0.9	12.0	5.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	380.40	480.00	26%	18.5	16.8	3.7	17.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	86.13	124.90	45%	1.4	1.2	0.2	10.7	1.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	145.45	155.40	7%	2.3	1.7	0.8	35.7	0.0%
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	183.15	211.00	15%	N/A	N/A	7.0	21.3	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	650.61	644.50	-1%	35.5	29.0	12.1	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	57.20	97.00	70%	4.7	3.1	3.9	34.9	0.0%
大键云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	31.45	46.00	46%	11.1	8.6	N/A	34.7	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	32.25	45.10	40%	6.5	N/A	0.8	13.8	5.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.10	2.40	14%	525.0	420.0	5.8	7.5	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	19.36	23.77	23%	24.2	22.3	2.6	10.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.75	45.15	34%	14.1	10.4	2.3	28.3	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	177.43	183.00	3%	29.0	22.5	7.6	23.2	0.4%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	295.80	405.00	37%	28.5	20.6	5.5	21.0	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.81	15.50	76%	N/A	122.4	3.7	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年5月21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定。

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。