

# 每日投资策略

## 宏观策略及公司点评

### 宏观策略

#### ■ 中国经济 - PMI 显示经济放缓

7 月中国官方制造业 PMI 连续第三个月萎缩，需求指标持续走弱，生产指标勉强维持扩张。非制造业活动继续放缓，服务业 PMI 停止扩张，建筑活动进一步回落至一年来最低。制造业出厂价格指数进一步下滑，原材料采购价格 13 个月来首次出现收缩，制造业通缩压力加剧。

PMI 走弱显示下半年经济开局疲软，需要额外政策支持。近期政治局会议表明政策重点正转向重振消费，但尚未就如何提振消费者收入和信心提出具体计划。我们认为政策可能预留一些空间，以应对特朗普可能胜选带来的关税冲击。下半年货币政策将保持宽松，LPR、央行再融资利率和存款利率仍有 10-20 个基点下调空间。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的下行压力可能有所减轻。 ([链接](#))

### 公司首次覆盖/点评

#### ■ 贝克微 (2149 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 49.8 港元) - 中国领先模拟 IC 图案晶圆供应商

贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆供应商之一，公司交付的产品是附着完整电路、下游客户通过简便易行的封装测试后即可制成单个 IC 芯片的仿真 IC 图案晶圆。据弗若斯特沙利文数据，公司专注于工业级模拟 IC 赛道，并拥有中国唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，实现了集 EDA、IP 和 IC 设计于一体。我们看好贝克微的理由是：1) 贝克微专注于工业级市场，这是一个具有高增长潜力的长尾市场，需求多样化，竞争比消费级市场相对较少；2) 公司收入增速强劲（我们预计公司 2023-2026 年复合增长率将达到 38.0%），利润率稳定（我们预计公司 2024 和 2025 年的毛利率和净利率分别为 54% 和 23% 左右）；以及 3) 公司的估值具吸引力（公司当前估值水平对应 10.3 倍 2024 年市盈率及 7.2 倍 2025 年市盈率，而香港上市同行估值对应 30.8 倍 2024 年市盈率）。综上所述，我们首次对贝克微进行覆盖并给予“买入”评级，目标价为 49.8 港元，基于 2024 年 19 倍市盈率（相当于其在港上市的半导体同业一年历史平均预期市盈率）。我们预计公司 2024 年收入将同比增长 40%，对比同业的平均收入预计仅增长 1.6%（彭博一致预期）。潜在风险包括：1) 经济状况波动；2) 与核心客户或供应商关系的变化；3) 新产品类别推出速度低于预期。 ([链接](#))

### 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       | 17,345 | 2.01   | 1.74   |
| 恒生国企       | 6,107  | 2.01   | 5.87   |
| 恒生科技       | 3,517  | 3.01   | -6.57  |
| 上证综指       | 2,939  | 2.06   | -1.22  |
| 深证综指       | 1,611  | 3.29   | -12.36 |
| 深圳创业板      | 1,688  | 3.51   | -10.75 |
| 美国道琼斯      | 40,843 | 0.24   | 8.37   |
| 美国标普 500   | 5,522  | 1.58   | 15.78  |
| 美国纳斯达克     | 17,599 | 2.64   | 17.24  |
| 德国 DAX     | 18,509 | 0.53   | 10.49  |
| 法国 CAC     | 7,531  | 0.76   | -0.15  |
| 英国富时 100   | 8,368  | 1.13   | 8.21   |
| 日本日经 225   | 39,102 | 1.49   | 16.85  |
| 澳洲 ASX 200 | 8,092  | 1.75   | 6.61   |
| 台湾加权       | 22,199 | -0.11  | 23.81  |

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   | 30,407 | 1.64   | 1.96   |
| 恒生工商业  | 9,559  | 2.35   | 3.52   |
| 恒生地产   | 14,452 | 1.74   | -21.15 |
| 恒生公用事业 | 35,663 | 0.30   | 8.49   |

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) | 32.24    |
| 深港通 (南下) | 16.95    |

资料来源: 彭博

■ **微软 4QFY24 业绩 (MSFT US, 买入, 目标价: 491.3 美元) - 业绩符合预期; AI 相关云需求仍强劲且未被完全满足**

微软公布符合预期的 4QFY24 (财年截至 6 月) 业绩: 收入为 647 亿美元, 同比增长 15% (3QFY24: 17%; 4QFY23: 8%), 符合彭博一致预期, 得益于个人计算 (MPC) 分部收入增长好于预期, 但部分被智能云 (IC) 部门收入略低于预期所抵消, 主因部分欧洲地区在非 AI 相关的云业务营收增长慢于预期。微软季度净利润同比增长 9.7% 至 220 亿美元, 也与市场一致预期一致。公司全年总收入达到 2451 亿美元, 同比增长 16%; 净利润为 881 亿美元, 同比增长 22%。管理层强调, 与微软目前的服务产能相比, AI 相关的云服务需求仍然强劲, 且预计 FY25 的资本开支将相较 FY24 进一步增加。此外, 管理层预计 FY25 的收入和营业利润将实现双位数增长。我们将估值前滚至 FY25, 新的基于 DCF 的目标价为 491.3 美元 (前值: 471.9 美元), 对应 36x FY25E PE。我们对微软在生成式人工智能时代货币化前景保持乐观, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **新东方 (EDU US, 买入, 目标价: 95.0 美元) - 核心教育业务维持良好趋势**

新东方公布了 4QFY24 业绩: 总收入同比增长 32% 至 11.37 亿美元, 符合招银国际/彭博一致预期; Non-GAAP 净利润同比下降 41% 至 3690 万美元, 低于招银国际/彭博一致预期的 6200 万/7200 万美元, 主要由于教育业务加速扩张以及直播电商业务投入增加。FY24 总收入/非 GAAP 净利润同比增长 44/47% 至 43.14 亿美元/3.81 亿美元。展望 1QFY25E, 剔除东方甄选的财务影响, 管理层指引总收入同比增长 31-34% 至 12.55-12.84 亿美元, 运营利润率同比提升 200 基点。我们将 FY25-26 非 GAAP 利润预测下调 5-10%, 主要反映业务加速扩张导致投入加大以及东方甄选的业务调整。我们将 SOTP 目标价下调至 95.0 美元 (前值: 102.5 美元)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

招銀國際環球市場焦點股份

| 公司名字   | 股票代码      | 行业         | 评级 | 现价      | 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   |
| 持仓     |           |            |    |         |         |       |         |      |         |         |       |
| 理想汽车   | LI US     | 汽车         | 买入 | 19.74   | 26.00   | 32%   | 3.1     | 1.9  | 2.7     | 11.2    | 0.0%  |
| 吉利汽车   | 175 HK    | 汽车         | 买入 | 7.96    | 14.00   | 76%   | 11.4    | 10.5 | 0.8     | 8.4     | 3.8%  |
| 中联重科   | 1157 HK   | 装备制造       | 买入 | 4.41    | 7.50    | 70%   | 8.3     | 7.4  | 0.6     | 7.6     | 7.6%  |
| 浙江鼎力   | 603338 CH | 装备制造       | 买入 | 52.58   | 75.00   | 43%   | 12.6    | 11.0 | 2.5     | 21.6    | 1.9%  |
| 波司登    | 3998 HK   | 可选消费       | 买入 | 3.91    | 5.98    | 53%   | 11.8    | 10.0 | 2.6     | 26.3    | 7.4%  |
| 江南布衣   | 3306 HK   | 可选消费       | 买入 | 12.76   | 19.77   | 55%   | 7.7     | 6.8  | 2.6     | 39.4    | 12.8% |
| Vesync | 2148 HK   | 可选消费       | 买入 | 4.16    | 6.79    | 63%   | 52.0    | 43.8 | 10.9    | 21.7    | 0.8%  |
| 贵州茅台   | 600519 CH | 必选消费       | 买入 | 1421.28 | 2219.00 | 56%   | 19.7    | 17.4 | 7.2     | 37.7    | 2.6%  |
| 百济神州   | BGNE US   | 医疗         | 买入 | 166.58  | 269.73  | 62%   | N/A     | N/A  | N/A     | N/A     | 0.0%  |
| 迈瑞医疗   | 300760 CH | 医疗         | 买入 | 257.11  | 383.49  | 49%   | 22.7    | 19.1 | 7.2     | 40.0    | 2.5%  |
| 中国太保   | 2601 HK   | 保险         | 买入 | 20.80   | 24.80   | 19%   | 6.3     | 6.0  | 0.7     | 12.4    | 5.6%  |
| 中国财险   | 2328 HK   | 保险         | 买入 | 10.24   | 11.90   | 16%   | 7.8     | 7.2  | 0.8     | 12.0    | 5.6%  |
| 腾讯     | 700 HK    | 互联网        | 买入 | 362.20  | 480.00  | 33%   | 17.6    | 16.0 | 3.3     | 17.4    | 1.1%  |
| 阿里巴巴   | BABA US   | 互联网        | 买入 | 78.85   | 124.90  | 58%   | 1.3     | 1.1  | 1.5     | 10.7    | 1.1%  |
| 拼多多    | PDD US    | 互联网        | 买入 | 128.89  | 192.70  | 50%   | 1.5     | 1.1  | 4.2     | 45.0    | 0.0%  |
| 亚马逊    | AMZN US   | 互联网        | 买入 | 186.98  | 211.00  | 13%   | N/A     | N/A  | 52.3    | 21.3    | 0.0%  |
| 华润置地   | 1109 HK   | 房地产        | 买入 | 23.45   | 45.10   | 92%   | 4.7     | N/A  | 0.5     | 13.8    | 6.8%  |
| 鸿腾精密   | 6088 HK   | 科技         | 买入 | 2.69    | 4.24    | 58%   | 99.6    | 64.0 | 6.8     | 7.4     | 0.0%  |
| 小米集团   | 1810 HK   | 科技         | 买入 | 16.84   | 25.39   | 51%   | 18.3    | 16.7 | 2.1     | 10.9    | 0.0%  |
| 比亚迪电子  | 285 HK    | 科技         | 买入 | 30.40   | 45.28   | 49%   | 13.5    | 9.9  | 1.9     | 21.1    | 2.0%  |
| 中际旭创   | 300308 CH | 半导体        | 买入 | 129.50  | 183.00  | 41%   | 21.2    | 16.5 | 7.3     | 23.2    | 0.5%  |
| 北方华创   | 002371 CH | 半导体        | 买入 | 342.60  | 405.00  | 18%   | 32.9    | 23.3 | 6.1     | 21.0    | 0.3%  |
| 金蝶     | 268 HK    | 软件 & IT 服务 | 买入 | 6.27    | 15.50   | 147%  | N/A     | 87.1 | 2.4     | N/A     | 0.0%  |

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 7 月 31 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。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去 12 个月内与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。