

每日投资策略

行业及个股点评

行业点评

■ 中国汽车行业 -2023 年的年终价格战比以往来得早了些

11 月，大部分品牌的终端折扣（基于 10 月单车零售的加权平均）环比继续扩大，尤其从 11 月下半月开始。然而鉴于电池原材料的价格下降，我们认为这轮价格战带来的利润率下降可能有限，一定程度上已经在近期的股价下跌中反映。

长城、吉利、比亚迪：三家在 11 月的折扣增幅都是最近半年来的最大值。长城 11 月终端折扣环比扩大 0.6 个百分点，蓝山开始出现 10% 的折扣，与我们此前预测一致。坦克 300 和大狗的折扣分别扩大了 1 个和 3 个百分点，是长城燃油车中最大的，可能反映了越野车市场的竞争加剧。我们估计长城 12 月提高折扣的力度可能不如其他车企，因为它今年的股权激励目标大概率能够完成（至少 80%）。吉利 11 月折扣扩大 0.8 个百分点，仍落在我们预计的 7-9% 的折扣范围。熊猫 mini 在 11 月开始提供 12% 的折扣，折扣增幅最大，反映了微型纯电动车市场需求的萎缩。11 月，吉利银河 L6 和 L7 插电混动的折扣也分别扩大了 5 个和 2 个百分点。我们预计 12 月吉利的折扣会继续扩大。比亚迪 11 月折扣环比扩大 1 个点，平均折扣达到 32 个月以来的最高水平。11 月比亚迪增加了 PHEV 的折扣来应对竞争。同时 12 月初已经提高了元、秦、汉等部分纯电动车型的折扣。这增加了一些投资人对比亚迪 2024 年销售前景的担忧。但比亚迪的平均折扣目前仍是主要车企中最低的，我们仍然预计比亚迪 2024 年的销量将达到 370 万辆。

广汽、宝马、奔驰：传祺 11 月折扣持平，埃安的折扣收窄了 1 个点，主要是埃安 S（Max 版本刚上市）折扣较低。埃安的批发量在 2023 年 9 月达到 5.1 万辆后，10-11 月均保持在 4.1 万辆，这可能会让埃安今年无法达成管理层此前 51 万台的指引。广汽丰田和广汽本田的 11 月折扣继续放大，继续创历史新高。华晨宝马的 11 月折扣放大至 22% 左右的历史新高，不同于过去几个月不断提升纯电动车型的折扣，5 系、X1 和 X2 在 11 月的折扣增幅最大，i3 纯电轿车的折扣缩窄了 1 个点。我们相信宝马经销商 4 季度的新车毛利率挑战比上半年更严峻，并将持续到 2024 年。预计计入所有补贴后，2024 年宝马经销商的新车销售毛利率在 0-1%。北京奔驰的 11 月折扣扩大到 17% 左右，也是历史新高。和宝马类似，北京奔驰燃油车的折扣增幅大于新能源车，几乎所有北京奔驰的纯电车型在 11 月都缩减了折扣幅度。（[链接](#)）

公司点评

■ 大健云仓（GCT US，目标价：20 美元）- 憧憬 4Q23 强劲业绩及并购协同

大健云仓 3Q23 业绩亮眼，收入同比增长 39%（较市场预期高 9%），净利润同比增长 36 倍（较市场预期高 55%）。收入的高增长主要源于活跃卖家数的增加，拉动 3P 业务 GMV 同比增长 67%。我们预计强劲的增长势头将在 4Q23 延续（预计收入加速增长 75%），得益于“黑五”大促对现有业务的拉动，以及 Noble House 并表。我们认为 Noble House 凭借在丰富 SKU 和渠道端（买家）的优势，与公司现有 1P 业务形成互补，并快速提升业务规模。借助库存管理能力输出，我们预计 Noble House 有望在 3-4 个季度内实现扭亏为盈。为反映更好的内生增长及 Noble House 并表影响，我们提升 FY23-

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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,463	0.83	-16.77
恒生国企	5,664	0.97	-15.53
恒生科技	3,748	1.76	-9.23
上证综指	2,969	-0.11	-3.89
深证综指	1,855	0.55	-6.10
深圳创业板	1,882	0.58	-19.81
美国道琼斯	36,125	0.00	8.98
美国标普 500	4,567	0.00	18.95
美国纳斯达克	14,230	0.00	35.96
德国 DAX	16,542	0.05	18.81
法国 CAC	7,397	0.14	14.27
英国富时 100	7,521	0.42	0.93
日本日经 225	33,446	2.04	28.17
澳洲 ASX 200	7,178	1.65	1.98
台湾加权	17,361	0.19	22.80

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	28,325	0.43	-12.70
恒生工商业	9,060	1.01	-17.00
恒生地产	17,170	1.18	-34.06
恒生公用事业	29,975	1.13	-18.61

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）	34.16
深港通（南下）	35.56
沪港通（北上）	12.38
深港通（北上）	33.50

资料来源：彭博

25 盈利预测 2-11%，目标价上调至 20 美元。潜在催化剂包括：1) 旺季带动下强劲的 4Q23 业绩；2) Noble House 带来更多业务协同以及亏损收窄。
([链接](#))

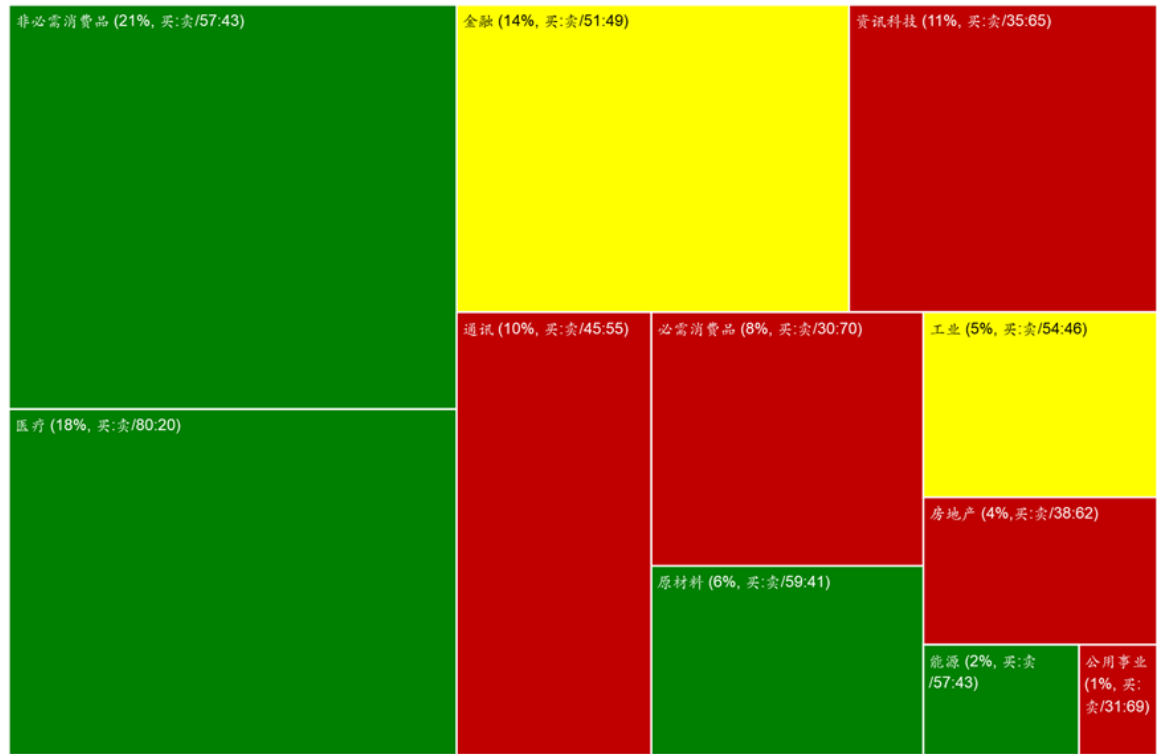
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	35.64	50.00	40%	55.4	34.9	5.8	18.1	0.0
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.11	14.00	73%	21.9	15.8	0.9	4.7	2.3%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.76	16.10	17%	12.9	10.8	1.4	11.3	3.0%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	47.40	70.00	48%	14.2	12.2	2.8	21.7	1.3%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.00	22.53	50%	5.2	4.4	0.7	14.6	7.6%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	24.40	35.48	45%	8.2	7.0	1.2	11.2	5.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.52	14.26	50%	6.2	5.5	2.0	34.1	12.2%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.33	1.84	38%	16.0	42.0	2.5	8.4	1.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.26	6.71	28%	77.8	62.6	16.6	23.0	0.2%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1703.00	2440.00	43%	29.2	23.6	9.2	33.0	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.55	57.35	41%	N/A	N/A	5.7	N/A	0.0
友邦保险	1299 HK	保险	买入	63.20	118.00	87%	90.5	79.3	15.0	11.3	0.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	311.60	465.00	49%	17.7	15.0	3.2	15.5	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	143.46	142.60	-1%	26.1	19.8	9.7	41.4	0.0%
网飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	455.15	512.00	12%	271.4	210.8	64.1	25.0	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	55.15	97.00	76%	N/A	N/A	4.6	7.7	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	27.15	45.10	66%	5.5	5.0	0.7	13.3	5.9%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.70	44.20	35%	17.0	13.6	2.4	13.4	1.0%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	100.68	109.30	9%	47.3	34.7	5.8	12.6	0.3%
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	10.50	17.00	62%	N/A	N/A	4.7	N/A	0.0

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究(截至 2023 年 12 月 6 日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 – 6/12/2023

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。