

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

宏观经济

■ 中国经济 - 持续通缩需要更多需求侧刺激

受益于能源和旅游价格明显回升，4 月 CPI 增速小幅反弹。但通缩压力仍持续存在，核心 CPI 增速依然较低。房地产下滑以及就业和收入信心疲软抑制消费需求。家庭显著减少住房资本支出，增加旅行、虚拟经济和娱乐活动等服务消费。尽管全球大宗商品价格飙升，但由于国内下游需求疲软，PPI 仍然低迷。

央行可能加大政策力度应对通缩风险。央行在最近的货币政策报告中表示“推动物价温和回升将是指导未来货币政策的重要考虑因素”。我们预计一二线城市将进一步放松或取消住房限购，房贷利率和首付比例将进一步下调，以刺激住房需求。为保护银行净息差，央行可能引导银行进一步降低存款利率。此外，政府可能对企业设备升级和耐用消费品以旧换新计划提供适度财政补贴。我们预计 CPI 和 PPI 可能从 2023 年的 0.2% 和 -3% 上升至 2024 年的 0.6% 和 -0.8%。 ([链接](#))

■ 中国经济 - 社融萎缩增加政策宽松可能性

4 月中国社会融资规模自 2005 年 11 月以来首次出现负值，社融余额增速也创历史新低。央行在近期货币政策报告中暗示，打击银行向储户手工补息行为减少贷款套利活动，可能是 4 月社融萎缩的重要原因。同时，实际利率居高不下，民营企业和消费者信心低迷，政府债券融资下滑，也是社融表现疲弱的重要原因。

社融萎缩增加了未来政策进一步宽松的可能性。预计未来几个月财政部和地方政府将加快债券发行和财政支出。央行可能进一步降低房贷利率和首付比例以提振住房需求，降低存款利率以保护银行净息差。同时，央行可能引导银行扩大信贷投放，以推动经济增长和抵御通缩压力。我们预计信贷增速可能在今年下半年到明年上半年逐步反弹。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国工程机械行业 - 4 月份挖掘机国内销量同比+13%好于预期；而出口下降则在预期之内

根据中国工程机械协会的数据，4 月份中国国内挖掘机销量同比增长 13% 至 1.08 万台，这是继 3 月份同比增长 9% 后的又一积极数字。我们认为 4 月份的增长主要受到小型挖掘机的推动，而中型挖掘机仍因房地产投资疲软而受到较大影响。相反，4 月份挖掘机出口同比下降 13% 至 8 千台，主要由于高基数效应和部份海外市场需求疲软，而这一下降在很大程度上是预料之中。2024 年首 4 个月，国内销售/出口同比下降 3%/17%。我们预计挖掘机国内需求将继续稳定，而出口将继续放缓。我们继续看好中联重科 (1157 HK/000157 CH, 买入) 在不同地区的市场份额增长潜力。我们对三一重工

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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	18,964	2.30	11.24
恒生国企	6,719	2.41	16.47
恒生科技	3,962	0.38	5.26
上证综指	3,155	0.01	6.04
深证综指	1,784	-0.71	-2.94
深圳创业板	1,878	-1.15	-0.70
美国道琼斯	39,513	0.32	4.84
美国标普 500	5,223	0.16	9.49
美国纳斯达克	16,341	-0.03	8.86
德国 DAX	18,773	0.46	12.07
法国 CAC	8,219	0.38	8.96
英国富时 100	8,434	0.63	9.06
日本日经 225	38,229	0.41	14.24
澳洲 ASX 200	7,749	0.35	2.08
台湾加权	20,709	0.72	15.49

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	33,063	3.59	10.87
恒生工商业	10,451	1.39	13.19
恒生地产	17,400	3.79	-5.06
恒生公用事业	36,096	3.51	9.80

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)	55.57
深港通 (南下)	46.97
沪港通 (北上)	-9.28
深港通 (北上)	-31.10

资料来源: 彭博

(600031 CH, 持有) 仍持保守态度, 但国内挖掘机进一步改善将带来上行机会。 ([链接](#))

■ 中国医药 - 行业支持政策有望落地, 业绩复苏可期

年初至今, MSCI 中国医疗指数下跌 17.2%, 跑输 MSCI 中国指数 26.5%。近期随着市场上涨, 医药行业也大幅反弹。4 月 19 日以来 MSCI 中国医疗指数反弹 15%; 同期行业指数的动态市盈率从 23.0 倍回升至 26.8 倍, 但仍低于 12 年历史均值。大部分龙头个股的动态市盈率仍然远低于历史平均水平。预计医疗设备以旧换新的政策即将落地, 目前大部分省市已出台相关实施方案, 并在进行设备更新及融资需求的摸排工作。部分地区对医疗设备更新提出量化目标, 政策力度大、范围广、持续周期长, 将有效刺激医疗设备的需求释放。同时, 我们预期创新药、创新器械的支持政策将持续落地, 期待全国性政策出台。我们预计, 随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行, 新冠基数影响逐渐消退, 中国医药行业有望回归健康增长。

继续看好创新药和器械龙头以及高成长医疗消费个股。我们认为, 医药行业或将持续反弹, 主要由于 1) 国内政策预期改善, 医疗设备更新政策落地有效刺激采购需求, 医保对于创新产品的支付环境改善, 反腐常态化后院内医疗需求有望持续复苏; 2) 出海提供额外增长动力, 创新药出海授权交易有望持续落地, 创新医疗器械拓展海外市场; 3) GLP-1、ADC 等长期投资机会; 4) 板块估值吸引, 多数龙头股票的动态市盈率低于历史平均 1 个标准差, 部分个股的股息率吸引。我们继续看好迈瑞医疗、百济神州、固生堂、联影医疗、信达生物、巨子生物、科伦博泰。 ([链接](#))

公司点评

■ 特步 (1368 HK, 买入, 目标价: 7.63 港元) - 战略性出售 K-Swiss 和 Palladium, 将利好短期业绩

事件: 特步以 1.51 亿美元战略性出售 K-Swiss 和 Palladium, 派发特别股息并重组与高瓴的可换股债券和相关的投资。具体如下:

第 1 部分) 丁水波先生将以 1.51 亿美元 (约 0.7 倍 23 年市销率的估值) 的价格从特步手中收购 K&P, 第 2 部分) 将相关现金收入作为特别股息全部派出 (每股派发 0.447 港元股息, 约当前市值的 8%), 第 3 部分) 特步将全价赎回高瓴的 K&P 可转换债券 (2021 年 6 月发行), 价值 6,500 万美元 (0% 票面利率, 10 年期, 行使价 4,333 美元, 可换取 K&P 20% 的股权), 第 4 部分) 特步将向高瓴发行一张新的特步可换股债券, 价值 5 亿元人民币 (票面利率 3.5%, 6 年期, 行使价为 5.5 港元, 可换取特步扩大后股本的 4.07% (全面稀释, 包括利息收入后来计算)), 第 5 部分) 丁先生还将向高瓴发行 K&P 期权, 让他可以以相同的价钱 (6,500 万美元), 来回购 20% K&P 的股权, 第 6 部分) 丁先生将以 1.54 亿美元出售 K&P 的可换股债券给予特步 (票面利率 3.5%, 8 年期, 执行价 5988.95 美元, 未来可换取 K&P 扩大后股本的 30%), 会和 K&P 对特步的欠款相抵消。

点评: 对短期业绩是利好, 最关键的是 K&P 的减值风险已被消除。

1) 出售 K&P 对特步来说是利好, 因为短期内 K&P 可能会产生更多亏损 (可能需要开更多旗舰店, 以及做更多的品牌营销), 而且还存在减值风险 (当

增长持续低于收购时的预期），另外从长远来看，中国高端时尚品牌的行业格局也许会更加艰难。此外，未来 24/25/26 财年 K&P 的亏损（招银国际预计为-1.71 亿/-4700 万/-700 万港元）可能会减少（24 财年只会并表约 8 个月），但部分利好也会被可换股债券的稀释所抵消（约为特步股本的 4%）。总而言之，我们将 24 财年到 26 财年的利润上调 2%-5%。

2) 对特步其他的业务也是利好，因为特步集团的现金流将得到改善，并会有更多的资源来加强特步在大众市场和跑步产品上的优势，之后 Saucony 的扩张可能会加速（Saucony 和 Merrell 都已经盈亏平衡，今后将会有正的利润贡献）。

3) 一些投资者会担心 K&P 的售价过低（0.7 倍 23 财年市销率）、股权回购比例太少（如果成功只能回购 30% 的 K&P 股票，而行使价所隐含的估值，在 32 财年为 5.13 亿美元），然而，我们需考虑整体风险回报，因为丁先生为了 K&P 的长远考虑而承担了更大的风险并承担了所有短期损失。

现价在 10 倍 24 财年预测市盈率，股息率也在 14%，维持“买入”评级，目标价为 7.63 港元，估值在 14 倍。（[链接](#)）

■ 鸿腾精密（6088 HK，买入，目标价：2.40 港元）-1Q24 业绩符合预期，看好 2H24E AI 服务器、网络互连产品及 AirPods 出货放量

鸿腾精密公布了符合预期的 1Q24 业绩，我们也在业绩会结束当日与管理层举办了 NDR 会议。公司 1Q24 收入同比上升 12% 至 9.65 亿美元，净利润同比由亏转盈至 1020 万美元，净利润表现符合先前公司盈警上限，主要是受到逐步恢复的 PC/传统服务器市场需求、Voltaire 汽车电子并表带来的持续业务增量以及高于预期的网络互连业务收入。季度毛利率同比增长 450 基点至 20.3%，主要受益于更佳的产品组合。但公司当季 opex 比率达到 17.8%，主要是由于 Voltaire 汽车电子生产营运费率较高，以及 TWS 新产品的初始上量投入较大。管理层重申至 FY25 长期核心营运费用率控制在 13% 以下的目标不变，公司将积极采取措施加强营运费用管控。

在业绩会及 NDR 会议当中，公司管理层都着重讲解了公司连接产品在 AI 服务器当中的应用，并重申 AI 相关收入将在 FY24 占公司总收入 7-9%，对比 FY23 期间的收入占比 1%。管理层表示，在类似英伟达最新 GB200 NVL72/36 等产品中，公司目前产品矩阵可以做到 US\$500-1000 单个 compute tray 的产品价值量目标，并在 switch 和 tray 与 tray 间的互连方案中，有望获取更多增量机会。总的来说，我们预计公司 FY24 收入、归母净利润将同比增长 12% 和 52%。

业绩披露后公司股价产生一些波动，我们认为主要是由于部分投资人获利了结的需求。目前公司股价对应 8.9x/6.7x FY24/25E P/E，我们认为依然非常具有吸引力，今年公司在汽车电子业务并表增量、大客户 TWS 新品及 AI 服务器互连产品上量等多方面具有明确的成长动力。我们维持公司“买入”评级，微幅调整 FY24-25E EPS 预测值以反映更优的毛利率表现和较高的经营费用支出比率。目标价 2.40 港元，依然是基于 11 倍的 FY24E P/E。（[链接](#)）

■ **大健云仓 (GCT US, 买入, 目标价: 46 美元) - 业绩增势亮眼, 利润释放可期**

大健云仓 1Q24 业绩稳健, 收入和指引增速表现亮眼。1Q24 收入同比增长 96% (超出一致预期 3%), 净利润达 2700 万美元, 较一致预期高 7%。1Q24 净利润率同比下滑 1.7ppts, 源于新开仓库费用摊薄及欧元贬值影响。我们预计 2H24E 净利润率有望改善, 受益于海运费长协效应、仓库利用率提升及 Noble House 提效。此外, 我们看好 2Q24E 及 2H24E 收入增长潜力 (预计 2Q24E 收入同比增长 77%), 短期户外家居旺季及履约网络扩张助于卖家拓展及 GMV 增长, 中长期将受益于 BaaS 项目推进。我们 FY24-26 财年盈利预测保持不变, SOTP 目标价维持在 46 美元。维持“买入”评级。 ([链接](#))

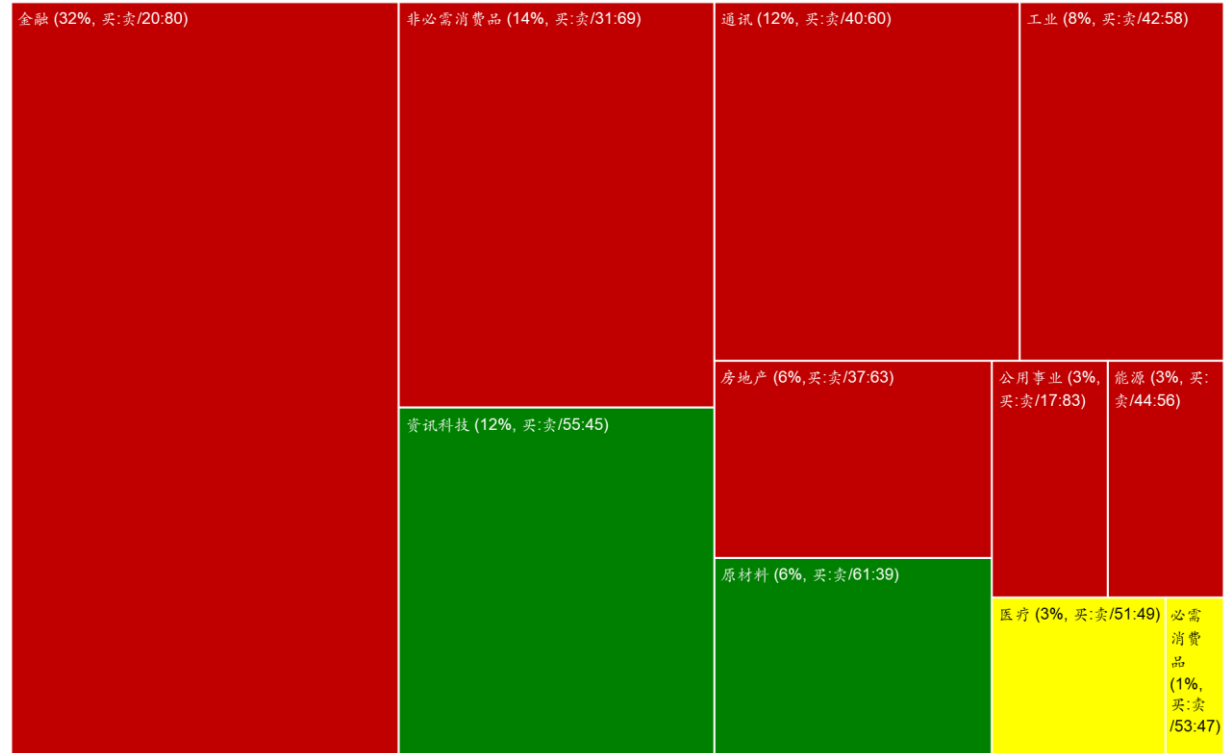
招銀国际环球市场焦点股份

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	
持仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	26.69	48.00	80%	4.2	3.1	0.5	20.6	0.0%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	16.88	22.00	30%	12.1	11.3	1.7	14.6	3.8%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	71.71	75.00	5%	17.2	15.0	3.4	21.6	1.3%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.58	5.34	17%	18.3	15.3	3.6	11.9	4.9%	
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	31.10	31.24	0%	17.5	15.3	2.5	16.4	3.4%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.48	6.79	24%	68.5	57.7	15.5	21.7	0.6%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1738.98	2219.00	28%	24.0	21.3	8.4	37.7	2.1%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	161.13	269.70	67%	-15.4	-74.6	86.2	N/A	0.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.28	11.90	16%	7.8	7.2	0.9	12.0	5.6%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	371.00	445.00	20%	19.4	17.4	3.7	14.9	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	80.04	131.90	65%	1.3	1.3	0.2	8.0	1.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	136.27	155.40	14%	2.2	1.6	0.7	35.7	0.0%	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	187.48	211.00	13%	N/A	N/A	7.3	21.3	0.0%	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	610.87	644.50	6%	49.9	32.6	11.3	34.9	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	56.75	97.00	71%	16.3	11.7	3.9	19.1	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	37.35	46.00	23%	13.2	10.2	N/A	34.7	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	32.10	45.10	40%	6.5	N/A	0.8	13.8	5.1%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	1.95	2.40	23%	69.6	54.2	5.4	7.6	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	19.40	23.77	23%	24.3	22.3	2.6	11.0	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.10	45.20	37%	13.8	10.2	2.3	22.3	1.7%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	171.20	183.00	7%	28.0	21.8	7.4	23.2	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	9.42	15.50	65%	N/A	130.8	3.9	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 5 月 10 日）

招銀國際環球市場上日股票交易方块 – 10/5/2024

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

1. “交易额占比”指该板块交易额佔所有股份交易额之比例
2. 綠色代表當日買入股票金額≥總買賣金額的 55%
3. 黃色代表當日買入股票金額佔總買賣金額比例>45%且<55%
4. 紅色代表當日買入股票金額≤總買賣金額的 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误差、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定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。