

每日投资策略

行业点评及个股速评

行业点评

■ 中国汽车行业 - 3 季度盈利超预期后，10 月终端折扣继续扩大

10 月，大部分品牌的终端折扣（基于 9 月单车零售的加权平均）环比有所扩大。然而相比折扣，投资者现阶段更加关注新车效应和销量表现，特别是在大部分头部中国车企 3 季度盈利超预期之后。

长城、吉利、比亚迪：长城 10 月终端折扣基本环比持平，大部分燃油车的折扣都有所放大，但大狗的折扣环比收窄了 3-4 个点。猛龙和高山 PHEV 一上市就有小幅折扣，蓝山目前仍没有折扣。我们认为 11-12 月长城大幅提升折扣的动力不强，因为考虑到其 3 季度业绩超预期，我们估计长城今年的股权激励目标大概率能够完成（至少 80%）。吉利 10 月折扣有所扩大，主要是因为星越和领克 06 车型。我们预计吉利 11 月折扣会继续小幅扩大，因为大部分燃油车型 11 月会有额外的浮动返利。吉利的平均折扣已经在 7-9% 稳定了 7 个月，我们估计其未来几个月折扣会维持在这个范围。比亚迪 10 月折扣环比扩大 0.5 个点，主要因为汉 EV、海豹 EV、唐 EV 和护卫舰 07 EV，此外，腾势 N7 的折扣也环比扩大 4 个点。这说明整体 B 级电动车的竞争明显加剧。11 月 1 日，比亚迪宣布了海洋网的现金优惠 5,000-18,000 元，因此其本月的平均折扣将继续扩大。比亚迪的平均折扣目前仍是主要车企中最低的。

广汽、宝马、奔驰：传祺 10 月折扣有所扩大，埃安的折扣也继续放大约 0.4 个点。昊铂 GT 的销量爬坡慢于我们的预期，这可能也会影响投资者对昊铂品牌将于 11 月上市的第二款车（昊铂 HT）的信心。广汽丰田和广汽本田的 10 月折扣继续放大至历史新高。华晨宝马的 10 月折扣有所放大至超过 20%，达到历史新高，其中 i3 和 iX1 是折扣最大的车型。10 月第四周，宝马宣布了经销商下半年的额外返利为单车 1.2 万元，额度和上半年的大礼包接近，但达成条件有所降低。在此基础上，我们估计 3 季度宝马经销商的新车毛利率略好于 2 季度，但是 4 季度的新车毛利率仍面临挑战。北京奔驰的 10 月折扣基本环比持平，因为 EQE 和 EQE SUV 的折扣扩大基本被 A-Class 的折扣收窄所抵消。（[链接](#)）

■ 中国科技行业 - 苹果 FY4Q23 业绩追踪：盈利超预期，中国地区手机销售彰显韧性，展望 iPad 与可穿戴产品需求持续疲软

苹果在上周五(11 月 3 日)披露了 FY4Q23 业绩，季度收入 895 亿美元，同比下降 0.7%，与先前市场预期持平，EPS 1.46 美元，同比增长 13%，高于先前市场预期 5%，主要是受益于更好的产品组合以及经营杠杆作用。

分业务线来说，iPhone 手机业务收入同比上升 3%，而 Mac/iPad/可穿戴产品收入同比分别下滑了 34%/10%/3%，服务业务收入持续保持强势，实现了 16% 的同比增长。iPhone 业务在行业逆风中保持韧性，三季度中国区 iPhone 收入创历史三季度的新高。而 Mac/iPad 业务则面对需求疲软，并也受到去年供应链问题所导致的需求后移而造成的高基数影响。服务业务收入持续保持强劲，季度收入同比增长 16%，增长提速；服务业务多个产品线收入创历史新高，付费和交易用户数量快速增长。展望 FY1Q24，管理层指引了季度收入同比持平，主要是由于本季度相比去年同期短一周，并且面临了 iPhone 15 高端机型的供应问题。分产品线展望，管理层期望 iPhone/Mac 收入能够实现同比上升，而 iPad/可穿戴产品收入将依然持续上季度的趋势，同比双位数下滑，主要是由于今年与去年相比，相关新产品发布时间不一致所导致。

总的来说，在苹果 iPad/Watch/AirPods 业务依旧疲软、手机业务面对华为产品竞争的背景下，我们倾向于选择受益于果链中有份额提升和产品升级逻辑的上游零部件/组装公司标的。维持立讯精密的买入评级，看好公司受益于高端 iPhone 组装业务份额提升；维持比亚迪电子买入评级，看好公司在捷普并购案后的业务增长潜力；维持鸿腾精密买入评级，看好其受到 AirPods 产品订单

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	17,664	2.52	-10.70
恒生国企	6,052	2.39	-9.73
恒生科技	3,937	3.25	-4.64
上证综指	3,031	0.71	-1.89
深证综指	1,875	1.17	-5.09
深圳创业板	1,968	1.47	-16.13
美国道琼斯	34,061	0.66	2.76
美国标普 500	4,358	0.94	13.51
美国纳斯达克	13,478	1.38	28.78
德国 DAX	15,189	0.30	9.09
法国 CAC	7,048	-0.19	8.86
英国富时 100	7,418	-0.39	-0.46
日本日经 225	31,950	0.00	22.44
澳洲 ASX 200	6,978	1.14	-0.86
台湾加权	16,508	0.68	16.76

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	29,938	2.33	-7.73
恒生工商业	9,828	2.72	-9.97
恒生地产	18,525	2.11	-28.86
恒生公用事业	30,792	1.72	-16.39

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)	15.46
深港通 (南下)	14.89
沪港通 (北上)	41.33
深港通 (北上)	57.90

资料来源：彭博

获取的催化。我们给予舜宇光学和瑞声科技持有评级，主要是由于较为合理的估值水平。（[链接](#)）

个股速评

■ 奈飞（NFLX US，首予买入，目标价：512 美元）- 内容为王，AVOD+付费共享开启增长新引擎

作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。在经历剪线红利及海外拓张后，我们看好奈飞 AVOD 拓展+付费共享梯度接力，并拉动长期会员增长及利润率提升。在超预期的 3Q23 业绩中，奈飞展现了强劲的会员增长、可观的利润率指引（FY24 运营利润率为 22%-23%，较去年同期增长 2-3 个百分点）及持续增加的自由现金流（从 50 亿美元上调至 65 亿美元），缓解了市场对内容支出及竞争的担忧。展望未来，我们预计奈飞将在 FY23-25 实现 11% 的收入 CAGR 和 24% 的利润 CAGR，其中会员数 CAGR 为 7.6%（受益于海外持续渗透、AVOD 和付费共享拓展）。随着竞争企稳及罢工落幕，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善，建议逢低买入。首次覆盖给予买入评级，基于 DCF 目标价为 512 美元（对应 33x FY24E P/E），低于历史倍数 15%。

全球流媒体龙头，增长路径清晰可期。作为全球领先的流媒体视频平台，奈飞在 190 多个国家拥有 2.47 亿付费会员（截至 3Q23）。凭借庞大用户基础、丰富原创内容和独家 IP 储备，预计奈飞将在 FY23-25 实现 24% 盈利 CAGR。

精品原创内容构筑壁垒，推动份额获取及持续提价。凭借前期高投入及好莱坞工业化制作体系，奈飞持续推出精品原创内容（例如悬疑和生存类实现高口碑），且作品屡获重磅奖项，推动会员高速增长并反哺内容制作。内容优势夯实其行业领先地位及高用户粘性，并支撑多次提价（从 2011 年至 2023 年涨价七次）。看好未来 ARPU 增长空间（预计 ARM 在 FY23-25 CAGR 为 3.4%），得益于行业提价浪潮、AVOD 扩展、基础低价套餐关停（部分地区）。随着竞争告别白热化、工会协议达成，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善。

低价广告订阅（AVOD）和付费共享开拓第二增长曲线。我们看好奈飞 AVOD 长期变现空间，将驱动会员拉新和 ARPU 双重增长。AVOD 通过低价版套餐助于海外市场渗透、并触达价格敏感用户（预计全球 AVOD 规模为 3.8 亿人）。截至 2023 年 5 月，奈飞广告订阅会员已超 500 万，且 9 月占美国区新增会员的 30%。展望未来，我们预计奈飞广告订阅会员将在 FY25 达 3,200 万（占会员比例 11%），CAGR 为 51%。此外，我们预计付费共享（于 2023 年 5 月推出）将有效刺激会员转化（奈飞有 1 亿以上的共享用户）。至 2025 年，付费共享或将带来约 3,000 万额外付费用户（占收入比例为 6%），对应转化率约 30%。

首次覆盖，给予买入评级。基于 DCF 目标价为 512 美元（33x FY24E P/E），低于历史 5 年平均倍数 15%，但高于行业平均水平。潜在催化剂：1) 罢工结束后内容供给恢复；2) 会员净增韧性增长；3) UE 及 ARPU 上升推动利润率改善。（[链接](#)）

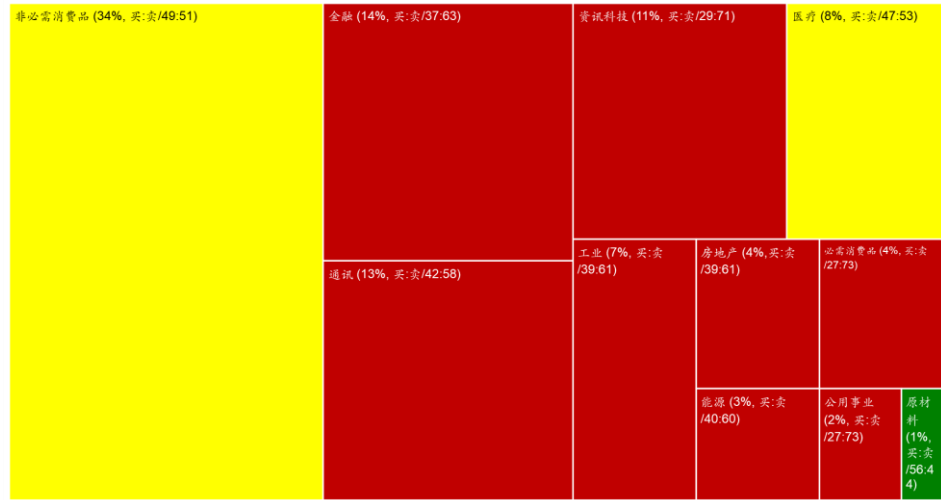
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	36.36	55.00	51%	34.3	17.3	5.5	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.48	14.00	48%	24.9	18.1	1.1	4.7	2.0%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	12.10	16.10	33%	10.7	10.0	1.1	11.0	3.4%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	54.85	67.00	22%	17.9	14.6	3.2	21.7	1.1%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.10	22.53	49%	5.4	4.5	0.7	14.6	7.5%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	22.95	35.48	55%	8.6	7.3	1.3	11.2	5.9%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	91.65	109.99	20%	22.5	18.2	5.6	30.7	1.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.18	14.26	40%	6.7	5.8	2.1	34.1	11.2%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.72	6.71	42%	8.7	7.0	1.8	23.0	0.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	41.00	73.10	78%	24.4	19.3	4.3	18.9	1.7%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	57.95	88.90	53%	19.0	16.8	2.9	16.6	3.2%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1811.24	2440.00	35%	30.8	26.9	9.9	33.6	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	46.20	48.13	4%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	10.94	17.81	63%	N/A	N/A	0.6	6.5	5.1%
中国平安	2318 HK	保险	买入	41.15	80.30	95%	0.5	0.4	0.8	14.4	6.4%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	70.90	118.00	66%	1.4	1.3	2.3	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	302.60	460.00	52%	N/A	N/A	N/A	15.1	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	106.42	109.00	2%	24.4	17.4	4.9	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	112.72	125.00	11%	20.1	18.8	N/A	21.5	1.3%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	85.31	155.00	82%	10.8	8.6	N/A	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	54.80	97.00	77%	34.0	20.0	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	29.20	45.10	54%	5.4	4.9	0.7	13.3	5.4%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	35.95	41.98	17%	20.7	16.8	3.6	14.4	0.9%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	50.05	68.00	36%	20.8	15.0	N/A	6.8	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	10.94	17.00	55%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 11 月 3 日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 – 3/11/2023

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。