

每日投资策略

行业点评、个股速评

行业点评

■ 中国工程机械行业 - 三一重工的高空作业平台大规模产能扩张计划将导致行业竞争格局恶化

最新事件: 11 月 23 日, 三一高空机械与浙江湖州市政府签约 ([链接](#))。根据协议, 三一高空机械将投资超过 100 亿元人民币, 在湖州市吴兴区建造高空作业平台生产基地和研究院。项目建成后, 高空作业平台年产能预计达 15 万台, 涵盖各类臂式、剪叉式高空作业自行平台及大型智能高位高空作业平台机型。

我们的观点如下:

- **中国高空作业平台需求放缓。**经过多年增长, 我们推算中国的高空作业平台保有量已达到美国高空作业平台保有量的 70% 以上, 而 2018 年仅为 12% 左右。自 2023 年 8 月以来, 高空作业平台在中国的销量一直在下降 (同比)。我们预计中国高空作业平台的保有量增长将会放缓, 主要由于我们看到宏信建发 (9930 HK, 买入) 和华铁应急 (603300 CH, 未评级) 等主要高空作业平台设备租赁公司已经减少对高空作业平台的资本支出, 转向轻资产模式, 以降低过度扩张的风险和保护资产负债表。
- **现阶段尚无时间表, 但本次扩张计划规模巨大。**我们预计, 就整个行业而言, 2023 年中国高空作业平台全年产量约为 20 万台 (国内销售: 约 13.5 万台; 出口销售: 约 6.5 万台)。因此, 三一高空机械本次计划的年产能目标达到 15 万台, 接近于目前行业年产量的 75%。即使我们假设资本支出将分为三年达成, 在中国国内需求放缓和海外风险增加的背景下 (例如最近欧委会对中国高空作业平台发起反倾销调查), 每年新增产量 5 万台也足以导致行业出现产能过剩。
- **对三一重工 (600031 CH, 持有) 的影响:**三一高空机械成立于 2022 年初, 为三一重工旗下非全资子公司。本次计划公告未提及资金来源以及三一高空机械会否引入新投资方, 所以现阶段很难量化本次事件对三一重工的盈利影响。尽管如此, 本次计划预计资本支出高达 100 亿元人民币, 我们假设三一重工将为此的主要资金来源, 这可能会给三一重工未来几年的自由现金流带来一定压力 (注: 三一重工 2022 年/2023 年前三季度的资本支出为 55 亿/30 亿元人民币)。
- **对中联重科 (1157 HK /000157 CH, 买入) 的影响:**由于公司的高空作业平台业务重点关注中国国内市场, 中联重科未来几年可能会面临三一重工的直接竞争。不过, 高空作业平台占中联重科 2023 年上半年总收入的 14%, 因此整体影响应是可控的。与此同时, 中联重科一直在海外积极扩张产能。
- **对浙江鼎力 (603338 CH, 买入) 的影响:**作为纯高空作业平台企业, 中国地区的销售额占公司今年第三季度总收入的 30%。我们认为, 鼎力已经将重点放在海外市场, 并且凭借公司在海外市场强大的影响力, 预计其出口比例在未来几年应会继续增加, 我们认为这有助于减少国内行业竞争格局恶化对公司的影响。 ([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,559	-1.96	-11.23
恒生国企	6,041	-2.10	-9.90
恒生科技	4,025	-2.24	-2.52
上证综指	3,041	-0.68	-1.56
深证综指	1,901	-1.08	-3.80
深圳创业板	1,938	-1.19	-17.42
美国道琼斯	35,390	0.33	6.77
美国标普 500	4,559	0.06	18.75
美国纳斯达克	14,251	-0.11	36.16
德国 DAX	16,029	0.22	15.12
法国 CAC	7,293	0.20	12.65
英国富时 100	7,488	0.06	0.49
日本日经 225	33,626	0.52	28.86
澳洲 ASX 200	7,041	0.16	0.03
台湾加权	17,287	-0.04	22.28

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	30,052	-1.67	-7.38
恒生工商业	9,701	-2.21	-11.12
恒生地产	18,567	-1.66	-28.70
恒生公用事业	30,748	-1.27	-16.51

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)	50.47
深港通 (南下)	46.83
沪港通 (北上)	-9.74
深港通 (北上)	-27.07

资料来源: 彭博

个股速评

■ 巨子生物 (2367 HK, 首予买入, 目标价: 48.87 港元) - 中国重组胶原蛋白行业领军者

巨子生物是中国重组胶原蛋白行业的先行者, 公司以合成生物学技术平台为基础设计开发重组胶原蛋白、稀有人参皂苷等生物活性成分, 深耕专业皮肤护理赛道, 打造了两大旗舰品牌可复美和可丽金。2019 年至 2022 年, 公司收入从 9.6 亿元增长至 23.6 亿元, 年复合增长率 35.2%, 2023 年上半年公司收入进一步飙升 63.0% 至人民币 16.057 亿元。

重组胶原蛋白市场景气度高, 巨子生物具先发优势。据弗若斯特沙利文预计, 中国重组胶原蛋白市场将从 2022 年的 185 亿元人民币增至 2027 年的 1,083 亿元人民币, 年复合增长率为 42.4%。巨子生物作为全球首家实现重组胶原蛋白护肤品量产及中国首家获得重组胶原蛋白产品医疗器械注册证的企业, 拥有先发优势, 凭借重组胶原蛋白敷料打造了专业护肤、科技美学的品牌形象, 获得了专业人士及消费者的高度认可, 用户粘性高。

功能性护肤产品线快速扩充, 大单品增长潜力持续释放。近年来, 巨子生物加速推出一系列功能性护肤品, 凭借强研发实力, 公司爆品打造能力强。比如 2021 年推出的胶原棒, 在今年 618 期间全网销售超 3,500 万支, GMV 同比增长 700% 以上, 荣登天猫爆品单品榜 TOP3, 京东家庭护理单品 TOP1; 在今年双十一期间 GMV 同比增长超 200%, 荣登天猫面部精华类目 TOP1 并蝉联京东家庭护理单品 TOP1。大单品的快速上量带动公司功能性护肤品收入强劲增长, 2019 年至 2022 年的年复合增长率达到 48.2%。23 年上半年, 公司功能性护肤品收入为人民币 12.0 亿元, 同比增长 95.0%, 占公司总收入已达 74.5%。截至目前, 可复美今年已推出至少七款新品, 并升级了三款已有热销产品, 包括双十一期间荣登抖音面霜热卖金榜国货 TOP8 的胶原乳, 抖音品牌次抛精华液人气榜 TOP 的吨吨次抛、以及天猫控油乳液热销榜 TOP8 的秩序霜。

胶原蛋白类皮肤填充产品有望成为第二增长曲线。中国的注射用重组胶原蛋白市场仍是蓝海市场, 目前只有锦波生物 (832982 CH) 的两个产品获批。我们预计, 巨子生物的两款注射用重组胶原蛋白产品将于 2024 年获批, 另有两款针对中重度皱纹的注射类产品将在 2025 年获批。我们认为, 巨子生物已经建立了广泛的分销网络, 并在医疗机构中拥有较高品牌知名度, 注射用重组胶原蛋白产品获批后有望迅速上量。

首次覆盖给予买入评级, 目标价 48.87 港元。我们预计可复美将成为公司 2023-25 年间收入增长的主要驱动力, 2022 至 2025 年净利润年复合增长率达 25.3%。根据 DCF 估值给与目标价 48.87 港元, 对应 27 倍 24 年 PE。
([链接](#))

■ 贝泰妮 (300957 CH, 持有, 目标价: 81.6 元人民币) - 低谷期中不利因素影响延续; 建议长巨子短贝泰妮

公司季度数据显示, 今年一季度销售同比增速为 7%, 三季度达到 26%。公司股价从年初至今持续走弱, 主要由于以下利空因素持续。1) 宏观层面的居民消费降级趋势以及低出生率情况延续 (贝泰妮旗下超高端品牌瑗科缦以及薇诺娜宝贝面临销售增长受阻风险), 同时, 公司面临的单一品牌风险在中国护肤品市场的白热化竞争中加剧。2) 消费者们普遍更倾向于选择功效明显且具有高性价比的产品, 胶原蛋白类产品正逐渐侵占以草本和玻尿酸为基料的护肤品市场份额。3) 对于悦江的收购可能对收入和利润产生稀释影响, 一方面, Za 品牌的彩妆业务贡献将会拉低整体利润率, 另一方面, 泊美品牌

的线上直播营运竞争力较弱，难以实现理想收入增长。综上，我们预计，公司未来或面临收入有机增长放缓风险，50%的高速发展周期已结束（预计22-25年CAGR为14.5%），产品组合变化后毛利率或平均每年下降0.2个百分点，我们将23-25年净利预测下调19-22%，低于市场一致预期约12-17%。给予“持有”评级，目标价81.6元人民币。连同我们医疗团队今天首予覆盖的巨子生物，我们建议在药妆领域长巨子短贝泰妮的pair trade。（[链接](#)）

■ **达势股份 (1405 HK, 买入, 目标价: 75.51 港元) - 性价比、外送和新市场均是增长引擎**

首次覆盖给予达势股份买入评级，目标价为75.51港元，基于2.3倍24财年预测市销率，并将其作为我们的行业首选。我们预计22至25财年销售复合年增长率为36%，24财年/25财年的调整后净利润率亦会达到0%/3%。主要增长来源是门店快速扩张和新市场门店的店效提升。此外，达美乐披萨已在日本、韩国和中国台湾地区占据第一或第二的位置，因此，我们对其于中国大陆的发展也是充满信心，并预计在中长线有望超越尊宝披萨（拥有超过2,200家门店）。目前1.8倍24财年预测市销率的估值并不高。

达势股份是达美乐披萨在中国的独家经销商，也是中国第三大披萨品牌。该公司拥有588家门店，在22财年销售达到20亿元人民币（约5.3%市场份额），净亏损2.23亿元人民币。我们认为快速增长出现在2017年后，公司换上新的管理团队后，通过更加本土化、以科技和外送为核心的战略，以及对新市场的扩张，带动了19财年至22财年30%/34%的门店/销售复合年增长。

好食不贵。我们认为达美乐在中国的竞争力很强，得益于便宜的价格（比必胜客大约有20%的折让）以及更好的口味、服务和环境（大众点评的客户评分为4.4，而必胜客为4.1，同行平均为4.2）。

外卖专家，更美味的披萨、更快的增长和更高的利润率。其30分钟送达承诺（约90%的订单都能24分钟内送达，一般都由自家骑手来运送）不仅为顾客提供了更美味的产品，还带来了更快的同店增长（3年平均为14%，而必胜客为4%）和更高的利润（商店规模更小，租金更便宜，折旧和摊销的费用更低）。

新增长市场不仅是成功，也是未来同店销售增长和扩张的来源。23财年上半年，新市场的门店日销约为11,300元人民币（北京和上海约为13,000元），我们预计到25财年将提升到约12,400元人民币（同店增长仍然能保持快速，因为很多新店的堂食业务比较火爆，导致外送销售的占比仍处于较低水平，23财年上半年在新市场仅为48%）。此外，我们认为潜在的开店数量还是很大，考虑到：1）达美乐在消费者的心智份额其实很高，2）必胜客在中国的城市渗透率很高，以及3）日本、韩国和台湾地区的达美乐渗透率和排名等等。

我们预计销售的复合年增长率为36%，24财年调整后能达到盈亏平衡，25财年的调整后净利润率或达到3%。主要增长来源是：1）新增长市场的扩张，2）新店的爬坡和经营杠杆的提升，3）通过向低线城市扩张，租金和员工与销售比率下降，4）总部成本比率下降。

首次覆盖给予买入评级，目标价为75.51港元，基于2.3倍24财年预测市销率，较其他上市达美乐披萨经销商的平均水平（2.5倍）有约6%的折让。我们认为给予达势股份估值溢价是合理的，对比餐饮业平均1.5倍的24财年预测市销率或Domino's Pizza Group (DOM LN)的2.1倍和Domino's Pizza Enterprises (DMP US)的1.7倍，主因：1）更快的销售增长，2）中国市场更大的增长潜力，以及3）中国市场的发展阶段仍处于早期。（[链接](#)）

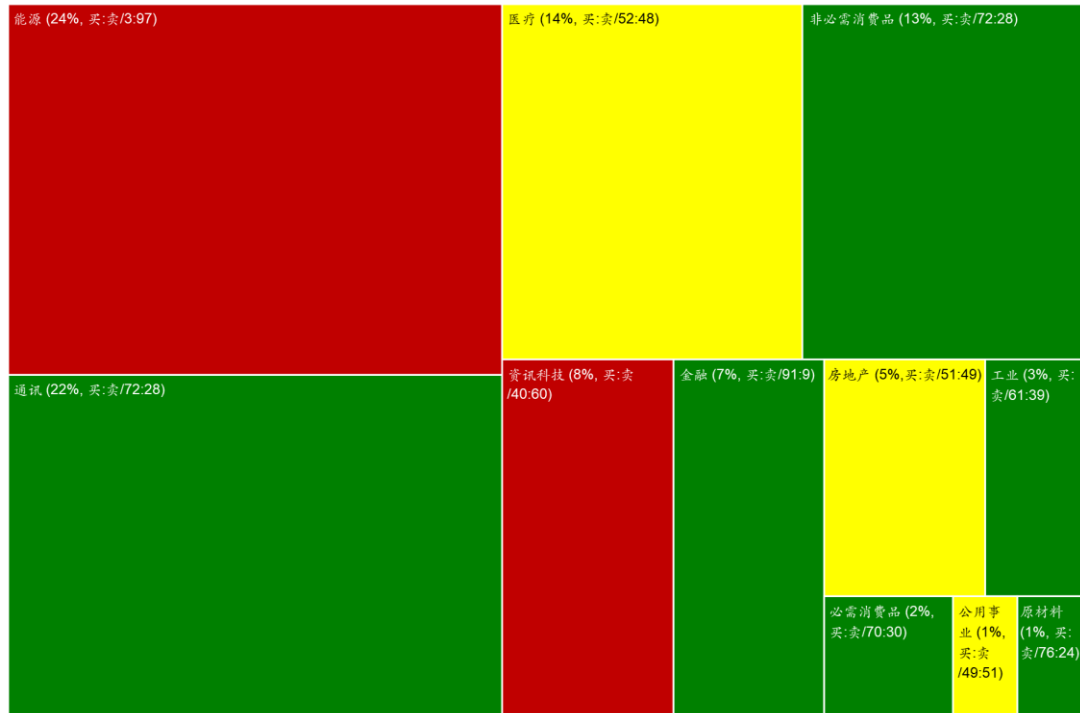
招銀國際環球市場焦點股份

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	41.27	50.00	21%	64.1	40.4	6.8	18.1	0.0
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.27	14.00	51%	25.0	18.1	1.1	4.7	2.0%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	14.36	16.10	12%	13.7	12.7	1.4	11.0	2.9%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.35	70.00	45%	14.5	12.5	2.9	21.7	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.44	22.53	46%	5.4	4.5	0.8	14.6	7.4%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	25.10	35.48	41%	8.4	7.2	1.2	11.2	5.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.95	14.26	43%	6.5	5.8	2.1	34.1	11.7%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.34	1.84	37%	16.2	42.4	2.5	8.4	1.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.60	6.71	20%	82.9	66.7	17.7	23.0	0.2%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1777.00	2440.00	37%	29.9	25.8	9.6	31.9	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	43.60	57.35	32%	N/A	N/A	6.1	N/A	0.0
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.40	118.00	65%	102.4	89.7	16.9	11.3	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	325.00	465.00	43%	18.5	15.7	3.3	15.5	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	118.70	131.80	11%	23.6	17.9	8.9	30.0	0.0%
网易	NFLX US	传媒与文娱	买入	479.56	512.00	7%	285.7	221.9	67.5	25.0	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	59.95	97.00	62%	29.0	19.0	5.0	7.7	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.60	45.10	47%	6.2	5.6	0.8	13.3	5.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	36.50	44.20	21%	19.0	15.2	2.6	13.4	0.9%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	94.40	109.30	16%	44.3	32.6	5.4	12.6	0.4%
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	11.86	17.00	43%	N/A	N/A	5.4	N/A	0.0

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究（截至 2023 年 11 月 24 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 24/11/2023

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本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。