

每日投资策略

宏观、行业及个股速评

宏观点评

美国经济 - 就业增长强劲，薪资增速放缓

3Q 经济反弹支撑就业增长强劲，9 月新增非农就业数量达到 33.6 万人，远超市场预期，7、8 月新增非农就业数量大幅上修，失业率保持在 3.8% 的历史低位。平均时薪同比增速延续回落至 4.2%，但依然高于 3%-3.5% 的合宜增速。近期汽车、医疗等行业罢工事件是近两年来高通胀和劳工供应短缺共同作用的结果。随着去通胀进入最后一公里，通胀进一步下降的难度增加，而在利率升至 2007 年以来高位后，银行体系压力和经济不确定性上升，美联储不得不做出艰难平衡。预计美联储 11 月可能继续暂停加息，但将维持鹰派基调。美国信贷条件可能进一步收紧，经济将逐步下行，预计 GDP 增速从 2023 年的 2% 降至 2024 年的 0.6%。

([链接](#))

行业点评

中国汽车行业 - 9 月终端折扣继续扩大

9 月，大部分品牌（尤其是合资品牌）的终端折扣（基于 8 月单车零售的加权平均）环比有所扩大，可见随着越来越多新车型的推出以及原材料成本的下降，价格战仍在持续。另一方面，在历史级的优惠刺激下，“金九银十”的九月终端销量略超我们预期。新一轮的新车密集投放及四季度的销量冲刺或更受投资者关注。

长城、吉利、比亚迪：长城 9 月终端折扣基本环比持平，3 季度整体折扣水平和 2 季度基本相当，经销商返点对其 3 季度业绩的影响或有限。虽然蓝山的月销降到 2,000 台左右，但仍然没有折扣；随着 6 座 SUV 市场的竞争加剧，我们预计蓝山未来几个月或出现折扣。坦克品牌的月度批发销量创历史新高至 1.8 万台，但折扣仍然极低。好猫和闪电猫的折扣有所扩大。吉利 9 月折扣有所回收，主要得益于星越和星瑞折扣小幅收窄，以及几款新能源车年度款焕新上市。银河 L7 的折扣有所扩大，银河 L6 一上市即有小幅折扣。我们预计未来几个月吉利的折扣会稳定在 7-9%。比亚迪 9 月折扣有所扩大，主要因为海豚、秦 PLUS 和元 PLUS 等车型的折扣有所提升。比亚迪的终端折扣仍然处于主要车企的最低水平。我们预计 3 季度比亚迪的单车净利润或继续环比小幅改善。

广汽、宝马、奔驰：传祺 9 月折扣有所扩大，埃安的折扣也继续放大约 1 个点。埃安 9 月批发量超 5 万台，库存继续增加。昊铂 GT 的上量情况仍然值得关注，因为所有的版本皆已开始交付并且 710 公里后驱超充版已官宣降价 2 万。广汽丰田和广汽本田的 9 月折扣继续放大至历史新高。华晨宝马的 9 月折扣有所放大至

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	17,517	0.18	-11.45
恒生国企	5,998	0.40	-10.54
恒生科技	3,825	0.24	-7.35
上证综指	3,097	-0.44	0.25
深证综指	1,909	-0.09	-3.39
深圳创业板	1,999	-0.26	-14.84
美国道琼斯	33,605	0.59	1.38
美国标普 500	4,336	0.63	12.92
美国纳斯达克	13,484	0.39	28.83
德国 DAX	15,128	-0.67	8.65
法国 CAC	7,021	-0.55	8.46
英国富时 100	7,492	-0.03	0.54
日本日经 225	30,995	0.00	18.78
澳洲 ASX 200	6,970	0.23	-0.97
台湾加权	16,521	0.00	16.85

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	30,064	0.07	-7.34
恒生工商业	9,679	0.42	-11.33
恒生地产	18,495	-0.99	-28.98
恒生公用事业	29,777	-0.64	-19.15

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)	16.74
深港通 (南下)	13.52
沪港通 (北上)	-32.17
深港通 (北上)	-33.47

资料来源：彭博

约 20%，达到历史新高。虽然厂商下调了下半年的新能源车的销量目标，但是 i3 和 iX3 的折扣继续扩大，全新 iX1 也开始有 15% 的折扣。在不考虑上半年的特殊返利的基础上，我们估计宝马经销商 3 季度的新车毛利率相比 2 季度仍有恶化。北京奔驰的 9 月折扣基本环比持平，因为 EQE、EQE SUV 和 GLC 的折扣扩大基本被 A 级、E 级和 GLB 的折扣收窄所抵消。（[链接](#)）

中国汽车行业 - 电动车先行指标：9 月特斯拉单店新订单环比下滑

线索数量：9 月六大品牌店均线索数量均环比增长，其中特斯拉的单店线索环比增长最高（+18%），主要因为在 9 月 1 日上市了改款 Model 3，而蔚来的单店线索环比增长最小（+3%）。蔚来的主要指标在 8 月份显著下滑，这起初令我们感到惊讶，因为难以量化新车型、降价和换电权益等多重变化会导致多少购车需求在 5-7 月提前透支；但这与蔚来 9 月交付量环比下滑是一致的。

进店客流：9 月，除埃安外的五大品牌平均单店客流均环比增长，变化情况与线索量的变化基本一致。其中特斯拉的增长最高（环比+15%），但其进店至订单的转化率有所下降，可能因为改款 Model 3 的上市带来热度提升但涨价对成交有所抑制。理想、小鹏和比亚迪的进店客流环比增长 4-6%，蔚来增长 2%，埃安基本持平。小鹏的单店客流连续 2 个月为六大品牌最低，而蔚来的客流至订单转化率仅为 4%，为六大品牌最低。

新订单：9 月特斯拉的单店新增订单环比有所下滑，为近 6 个月以来的首次。理想的 9 月订单环比增长最多（+12%），得益于单车 1 万元的保险补贴。蔚来的单店订单量自 8 月份滑落至六大品牌的最低水平，可见其新车和降价对销售的促进作用正在减弱。蔚来近期致力于增加门店和销售人数，未来几个月其单店的新订单增长可能有限。小鹏改款 G9 于 9 月 19 日上市，从 9 月的数据来看，新 G9 对其主要指标的促进作用相对温和。（[链接](#)）

个股速评

中国中免 (601888 CH, 买入, 目标价: 124.4 元人民币) - 3 季度业绩快报, 收入/净利润分别+28%/93%

中国中免发布了业绩快报, 3 季度实现收入同比增 28%至 150 亿元人民币; 毛利率恢复至 34.3% (1、2 季度分别为 28.8/32.5%); 净利润同比增 93.1%至 13 亿元。基于我们此前观察到的 1-8 月海南到访旅客数同比增 38.6% (1-6 月同比增 30.3%), 3 季度收入持平于 2 季度的表现并不意外。3 季度中, 税前利润率由 11.9%下降至 10.8%, 可能是由于机场店的收入贡献变化导致。我们认为, 尽管宏观层面的消费复苏不能一蹴而就, 公司盈利不确定性仍受到了良好控制。进入 4 季度, 在节假日旅游和消费活动的带动下, 公司收入/净利润有望实现 210 亿/17 亿元人民币。维持公司“买入”评级, 目标价 124.4 元人民币, 基于 27.5 倍 2024E P/E (此前为 29 倍)。(链接)

同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 25.1 港元) - 十一黄金周市占率提升持续

尽管“十一”黄金周行业出行数据喜忧参半, 但我们仍然看好同程远高于行业的增速及市占率提升趋势, 受益于强劲的酒店增长及长途游复苏。我们预计在“十一”期间, 同程酒店间夜量/机票量/火车票量较 2019 年分别增长 100%/30%/单位数, 该增速大致延续了暑期出行走势。我们维持 3Q23 财务预测不变 (收入同比增长 56%, 较 2019 年增长 55%)。预计 4Q23 收入同比增长 96% (较 2019 年增长 51%), 受益于黄金周酒店收入的确认及考试房需求释放。近期股价回调主要源于喜忧参半的行业数据、部分获利了结及市场对 2024/25 年行业增长预见性的担忧。我们重申看好同程韧性收入增长和利润提升, 期待出境游复苏潜在增量贡献。维持盈利预测不变, 目标价为 25.1 港元, 对应 2023 年 25 倍市盈率。(链接)

中兴通讯 (000063 CH, 买入, 目标价: 39.5 元人民币): 具备增长潜力的防御性选择

有关中兴通讯在 AI 领域的最新消息: 在最近的投资者关系活动中, 公司透露了其在 B2B 领域人工智能发展方面的进展。该公司的进展包括一个基础人工智能模型、一个研发模型 (AI 辅助编程)、一个电信模型 (简化电信运营商的操作) 以及一个行业特定模型 (专注于城市治理), 计划在年底至 2024 年初推出。在 ChatGPT 在今年上半年推动的 AI 势头之下, 公司计划推出新的计算产品, 同时计划推出专门用于强化模型训练的人工智能服务器。

我们注意到卫星通信越来越受欢迎: 比如华为的 Mate60Pro 可以支持卫星通话。公司的 Axon 50 Ultra 可以通过北斗卫星系统实现双向通信 (发短信)。近日, 中国电信卫星公司携手中兴通讯、紫光展锐、vivo 产业合作伙伴共同完成了国内首次 5G NTN (non-terrestrial network, 非地面网络) 手机直连卫星外场验证, 成功实现了基于现网环境下的 5G NTN 手机直连卫星空口双向连接, 同时完成了基于卫星网络的两台 vivo 手机间通信, 以及收发短信息等业务验证。我们相信, 考

考虑到越来越多的消费电子产品将配备卫星通信，公司将成为这个市场的重要受益者。

5G 至 6G：随着对卫星通信日益增加的兴趣，市场也在等待 6G 发展的进程。中国信息通信院（CAICT）预测，6G 各类终端连接数相比 2022 年增长超过 30 倍，平均每月流量将增加 130 倍以上，这将极大推动对电信设备的需求。鉴于公司在相关领域的强大存在，有望在 6G 竞争中保持领先地位。

维持“买入”评级，公司港股目标价不变为 29.4 港元。我们也更新了公司 A 股价格。根据 16.5 倍（3 年平均）rollover FY24E 市盈率，维持“买入”评级，目标价为 39.5 元人民币。目前，公司业绩正在稳健增长，市场份额不断增加，毛利率明显提高。重点关注的领域包括：1) 公司在服务器市场，尤其是 AI 服务器方面的进展，2) 基础大型模型在其 2.0 版本中的开发和商业化进展，3) 卫星通信的研发工作，以及相关产业链的投资机会，4) 及时了解 6G 领域的最新发展。潜在风险包括中美贸易紧张局势，额外的零部件限制/技术禁令，以及 5G 部署延迟。（[链接](#)）

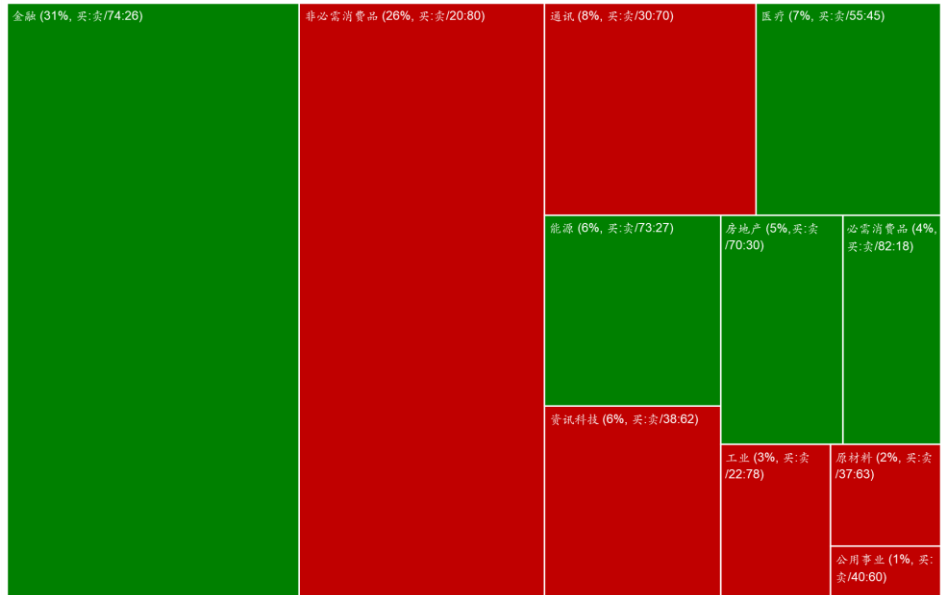
招銀国际环球市场焦点股份

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	33.44	55.00	64%	54.2	27.4	6.2	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.97	14.00	56%	24.6	17.8	1.0	4.7	2.0%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	12.70	16.20	28%	15.4	11.5	3.2	22.1	1.7%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	52.10	67.00	29%	17.9	14.6	3.1	19.2	1.1%
华润电力	836 HK	能源	买入	14.48	23.43	62%	4.9	4.2	0.7	14.6	7.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.42	14.26	37%	6.9	6.1	2.3	34.1	10.9%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.87	6.71	73%	58.1	46.8	12.4	23.0	0.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	42.45	73.10	72%	1.5	1.5	4.1	18.9	1.6%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	63.10	88.90	41%	44.2	66.8	2.9	16.6	2.9%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1777.00	2440.00	37%	29.9	25.8	9.5	31.9	1.7%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	100.40	132.30	32%	30.1	22.2	3.8	13.6	1.2%
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.90	48.13	18%	N/A	N/A	5.9	N/A	0.0%
中国平安	2318 HK	保险	买入	43.50	80.30	85%	5.7	4.9	0.8	14.4	6.2%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	67.25	118.00	75%	97.9	85.8	16.1	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	307.00	458.00	49%	18.4	15.4	3.1	15.1	0.7%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	84.85	156.60	85%	9.9	9.3	1.4	10.4	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	106.96	109.00	2%	27.1	20.2	7.9	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	104.08	125.00	20%	18.0	16.8	4.7	21.5	1.4%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	62.50	97.00	55%	36.4	21.6	5.4	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	29.85	45.10	51%	6.2	5.6	0.7	13.3	5.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.70	41.98	11%	22.8	18.5	2.8	12.7	0.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	43.61	68.00	56%	22.1	16.0	1.4	6.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	9.07	17.00	87%	N/A	N/A	4.2	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 10 月 9 日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 - 9/10/2023

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注：

- “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
- 绿色代表当日买入股票金额 $\geq$ 总买卖金额的 55%
- 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例 $>45\%$ 且 $<55\%$
- 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。