

每日投资策略

宏观策略/行业、个股点评

宏观策略

■ 10 月中国社会融资超预期，主要因政府债券发行持续加速。由于决策层将采取更加积极的财政政策支持经济，财政扩张将发挥更加重要的作用。企业融资从短、中、长期贷款转向超短期票据融资，显示企业对未来的长期信心依然较弱。家庭新增短期贷款大幅下降，以抵押贷款为主的新增中长期贷款仍处于历史低位，显示家庭消费和购房资本支出仍然疲弱。展望未来，随着财政扩张将经济以及企业和消费者信心缓慢改善，信贷增长可能会逐渐恢复，并在未来几个月可能小幅回升。中国经济可能温和改善，我们预计 2023 年 GDP 增速将达到 5.2%，2024 年将达到 4.9%。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国科技行业 - AI Pin 代表了无屏幕人工智能交互系统的可能

11 月 10 日，由前苹果工程师创立的 AI Startup Humane 正式推出了一款由 OpenAI 驱动的可穿戴设备 AI Pin。我们相信这是 AI 驱动的消费产品爆发前夕的催化剂，由于各大科技巨头越来越倾向于通过将 AI 技术融入消费产品、服务或任何其他可变现的门路来增加新的收入来源，我们相信 AI 产业链上的许多公司将从更多 AI 产品的引入中受益。

AI Pin 是首款由 AI 驱动的可穿戴设备，并且结构紧凑、仅火柴盒大小，可磁性吸附在佩戴者的衣服上。它搭载 Qualcomm Snapdragon 2.1GHz 处理器，配备 13MP 摄像头、4GB RAM、32GB eMMC 存储空间和多种的传感器。AI Pin 的独特之处在于它没有传统的屏幕；相反，它配备了触摸板并响应于不同的手势。AI Pin 最有趣的功能是激光投影仪，可以将文本（例如来电）投影到用户的手掌上。在开发这款设备时，Humane 与微软和 OpenAI 合作，集成了强大的 AI 模型和平台。我们认为更多 AI 设备将以快于预期的速度发布，并且我们相信智能手机或因此受到冲击，但 Humane 的 AI 无屏设备是否成为当前智能手机的替代品，我们认为这最终会取决于用户体验。

AI Pin 的售价为 699 美元，同时用户需要每月支付 24 美元的订阅费，才能连接上 T-Mobile 的网络。它旨在减少对智能手机的依赖，并提供环境计算体验。该 AI 消费产品进展重申了我们之前的立场，即 AI 下游应用的数量，以及有效的变现策略对于当下的 AI 竞争者都至关重要，特别是对于那些在 AI 基础设施上进行大量投资的企业来说，例如科技巨头。事实上，我们已经见证了成功的变现模式，比如微软的 Copilot、雷朋与 Meta 合作的智能太阳镜、苹果的 Vision Pro 等。

我们认为这款新的 AI 产品，以及搭载 AI 功能的智能手机最近可能会获得更多关注，我们建议密切关注供应链中的受益者。TechCrunch 报道称，AI Pin 计划首批 10 万台，截至上周三候补名单已有超过 11 万人。这可能会激励其他硬件竞争对手设计类似的 AI 产品，也利好相关产业链：1) 拥有大型语言模型的云服务商，2) 软件/IT 安全公司，3) 硬件/半导体公司，包括处理器：高通 (QCOM US)，CMOS 图像传感器：韦尔股份 (603501 CH)、RF/Wi-Fi/BLE：卓胜微(300782 CH)、恒玄科技 (688608 CH)、Broadcom (AVGO US)、Skyworks(SWKS US)、Qorvo(QRVO US)，内存：Micron (MU US) 等。风险包括但不限于：1) 用户体验和产品出货低于预期；2) 数据泄露等。 ([链接](#))

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	17,426	1.30	-11.91
恒生国企	5,989	1.50	-10.68
恒生科技	3,981	2.28	-3.57
上证综指	3,047	0.25	-1.38
深证综指	1,914	0.56	-3.10
深圳创业板	2,009	0.20	-14.38
美国道琼斯	34,338	0.16	3.59
美国标普 500	4,412	-0.08	14.90
美国纳斯达克	13,768	-0.22	31.54
德国 DAX	15,345	0.73	10.21
法国 CAC	7,087	0.60	9.47
英国富时 100	7,426	0.89	-0.35
日本日经 225	32,585	0.05	24.87
澳洲 ASX 200	6,949	-0.40	-1.28
台湾加权	16,839	0.94	19.11

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	29,393	1.10	-9.41
恒生工商业	9,766	1.50	-10.53
恒生地产	17,628	0.47	-32.30
恒生公用事业	29,925	1.12	-18.74

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)	7.60
深港通 (南下)	-6.03
沪港通 (北上)	1.69
深港通 (北上)	11.49

资料来源：彭博

■ 中国工程机械行业 - 欧委会拟对中国高空作业平台发起反倾销调查的影响评估

最新事件：欧委会于昨日 (11 月 13 日) 发布公告，决定将对原产于中国的移动式升降作业平台 (MAE 或 AWP) 发起反倾销调查。虽然事件对中国高空作业平台制造商而言属于负面消息，但我们认为预计长达 13-14 个月的调查时间将为中国制造商提供一定时间来采取措施以减轻其潜在影响。例如，中国制造商可将高空作业平台产品的生产转移至海外实现本土化生产，以避免潜在关税。此外，考虑到各制造商可能面临不同的关税税率，我们预计在应对反倾销调查方面具备丰富经验的制造商将有机会争取较低税率。

反倾销调查详情：反倾销调查由“旨在恢复欧盟移动式升降作业平台行业公平竞争环境联盟”(“Coalition to restore a level playing field in the EU Mobile Access Equipment Sector”)发起。本次调查产品为移动式升降作业平台设备整机和成套散件产品，主要用于将作业人员举升到一定高度，最大工作高度为 6 米或以上。此次案件倾销和损害调查期为 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 9 月 30 日，损害验证期为 2020 年 1 月 1 日至 2023 年 9 月 30 日。调查一般会在通知发布内 13 个月但不迟于 14 个月内结束。

对中国主要高空作业平台制造商的影响：

- **浙江鼎力 (603338 CH, 买入, 目标价: 70 元人民币) -** 今年第三季度鼎力的海外收入占比 70%。海外收入中，欧洲和美国各占 35%。目前，鼎力在美国需缴纳反倾销税 (税率为 17.78%) 和反补贴税 (税率为 23.43%)，但该税率远低于其他中国企业。最重要的是，即使面临关税，鼎力仍继续在美国市场取得良好的销售收入。我们相信鼎力在应对反倾销调查方面的丰富经验将有助于其最大限度地减低此次欧盟事件的潜在影响。
- **中联重科 (1157 HK, 目标价: 6.35 港元 / 000157 CH, 目标价: 7.3 元人民币, 买入) -** 海外高空作业平台销售收入仅占中联重科 23 年第三季度总收入的 5%，而且我们认为当中来自欧盟地区的销售收入占比较少。所以我们认为此次事件对公司的潜在影响将是有限的。除此之外，中联重科还可以通过于其海外生产基地 (如意大利、德国、墨西哥) 建立高空作业平台产能，以避免潜在关税。 ([链接](#))

个股点评

- **新秀丽(1910 HK, 买入, 目标价: 30.0 港元) - 3 季度营收/净利润+21%/94%; 明年底双位数增长**

公司三季度营收/调整后净利润分别达到 9.58 亿美元/1.26 亿美元，分别同增 21.2%/93.9%，符合预期；得益于 TUMI 品牌 29.3% 的销售额增长，以及中国市场销售持续高表现。3 季度毛利率为 59.6%，调整后 EBITDA 利润率为 20.3%，均达到历史新高。管理层指出，对比 4Q19/4Q22，4 季度销售额增长可实现高双位数/20%+ 增长，并预计 2024 年销售额实现低双位数增长。3 季度再创新高，目前 2024E 市盈率为 10.3 倍，估值吸引。维持“买入”评级，目标价 30.0 港元。 ([链接](#))

- **特步(1368 HK, 买入, 目标价 8.58 港元) - 双 11 线上销售疲弱，但线下保持强劲**

双 11 电商表现略为弱于预期，但这是全行业都面临的问题。不过，考虑到线下强劲的销售增长，11 月的综合表现并不是那么差。但无论如何，在考虑了

所有指引下调和股价回调后，目前的估值不算太高。事实上，丁先生及其家族近期已经进行了一系列的股票回购，价格在 6.7 港元至 7.1 港元之间。

双 11 电商表现较为疲软。特步集团公布双 11 期间的 GMV 同比增长近 20%（至约 11 亿元人民币）。然而，除了其他品牌强劲增长（Saucony +98%、Merrell +101%、K-Swiss +149%、Palladium +114%）之外，特步的核心品牌只有高单位数增长，低于之前给予 23 年 4 季度约 30% 的流水增长目标，而与 361 度的 17%、李宁的正增长和行业平均约 10% 至 15%（招银国际预期）相比，表现不算太突出。但幸运的是，线下 11 月的流水增长十分强劲，达到 40%，因此 11 月的整体表现还在正轨。我们认为业绩不佳（主要是服装和休闲类产品）的原因是：1）电商基数较高，2）宏观需求疲软，3）天气不利，4）竞争加剧等。

23 年 4 季度指引大致维持不变。尽管电商增长弱于预期，但管理层仍有信心通过强于预期的线下增长，在 4 季度实现 30% 的流水增长目标。而 9 月/10 月的增长其实仍然不俗，达到 25% 至 30%。此外，库销比目标也大致维持（从 3 季度的 5 个月回到 23 年底的约 4 至 4.5 个月），电商未卖出的库存会通过线下 outlet 店去进一步消化。目前新/旧产品比例已经相当健康，分别为 80%/20%，管理层亦预期只要稍微增加折扣，就可以轻松清理旧库存。

但上市公司层面的 23 财年指引有所下调。鉴于双 11 期间电商增长乏力，而且费用也高于预期，包括：1）零售折扣的增加，2）物流和电商平台成本高于预期，3）广告费用上涨（例如成都夏季世界大学生运动会），管理层将 23 财年预期销售增长和净利润增长下调至 10% 以上（之前销售增长是 15% 至 20%，净利润增长更快）。而集团层面的毛利率和主品牌的净利润率均保持稳定。此外，23 年 S&M/ K&P 的销售增长将在 80% 以上/ 15% 左右，索康尼也将首次实现盈利。

我们对 23 财年的看法变得更加保守。受惠于：1）稳健的订货会销售增长（管理层认为没有调整的风险，因为经销商的财务状况良好，他们的线下业务在 23 年有强劲反弹），2）十分健康的新/旧产品比例，3）新品牌的稳步提升（例如索康尼预计将在 24 财年实现 50% 以上的增长），所以我们对 24 财年的销售增长和利润率改善仍然充满信心。然而，由于线上渠道的不确定性增加（虽然特步 23% 的长期零售额复合年增长率仍然保持不变），我们将销售/净利润增长下调至 15%/ 27%（原为 16%/ 30%）。

维持买入评级，但将目标价下调至 8.58 港元，基于 15 倍 24 财年期预期市盈率，主要是其目前估值仍不贵，现价在 14 倍 23 财年预测市盈率和 0.7 倍的 PEG。（[链接](#)）

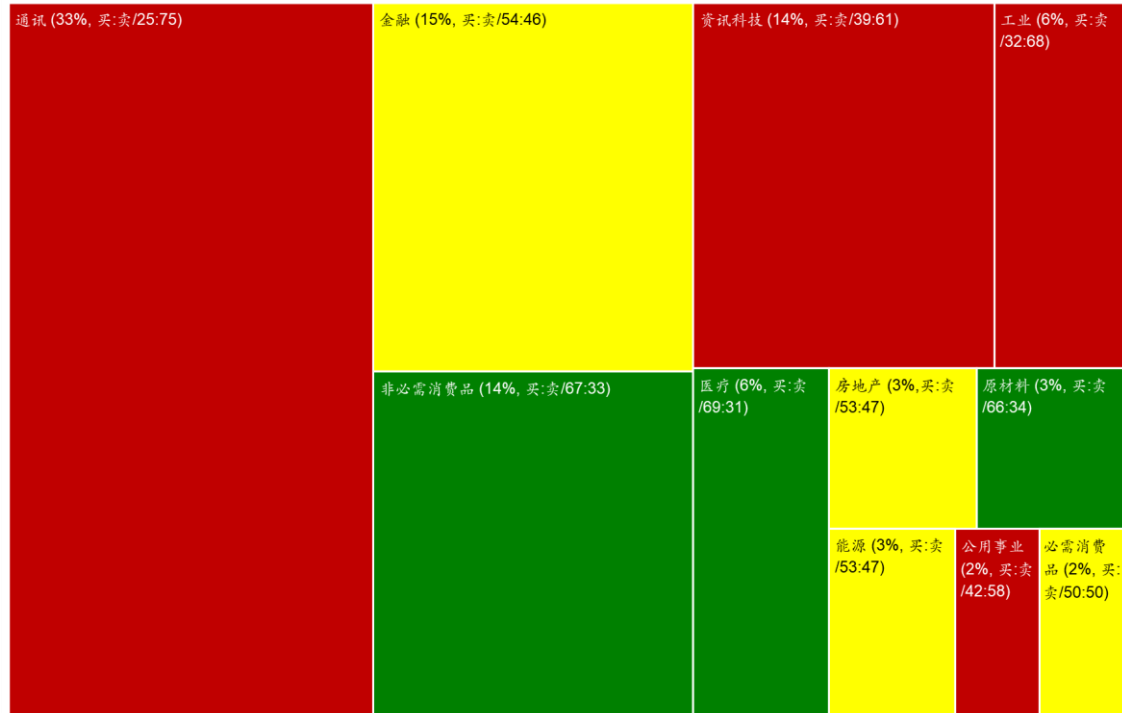
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	(當地貨幣)	(當地貨幣)	空間	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
長倉											
理想汽車	LI US	汽車	買入	39.46	55.00	39%	34.3	17.3	5.5	18.1	0.0%
吉利汽車	175 HK	汽車	買入	9.29	14.00	51%	24.9	18.1	1.1	4.7	2.0%
潍柴動力	2338 HK	装备制造	買入	12.96	16.10	24%	10.7	10.0	1.1	11.0	3.1%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	買入	49.06	67.00	37%	17.9	14.6	3.2	21.7	1.2%
華潤電力	836 HK	能源	買入	15.34	22.53	47%	5.4	4.5	0.7	14.6	7.3%
華潤燃氣	1193 HK	能源	買入	24.10	35.48	47%	8.6	7.3	1.3	11.2	5.7%
安踏體育	2020 HK	可选消费	買入	91.15	109.99	21%	22.5	18.2	5.6	30.7	1.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	買入	10.00	14.26	43%	6.7	5.8	2.1	34.1	11.4%
Vesync	2148 HK	可选消费	買入	4.44	6.71	51%	8.7	7.0	1.8	23.0	0.3%
華潤啤酒	291 HK	必需消费	買入	40.90	73.10	79%	24.4	19.3	4.3	18.9	1.7%
青島啤酒	168 HK	必需消费	買入	57.35	88.90	55%	19.0	16.8	2.9	16.6	3.2%
貴州茅台	600519 CH	必需消费	買入	1764.00	2440.00	38%	30.8	26.9	9.9	33.6	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	買入	44.05	48.13	9%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	買入	10.48	17.81	70%	N/A	N/A	0.6	6.5	5.3%
中国平安	2318 HK	保险	買入	37.30	80.30	115%	0.5	0.4	0.8	14.4	7.1%
友邦保險	1299 HK	保险	買入	70.50	118.00	67%	1.4	1.3	2.3	18.2	0.3%
騰訊	700 HK	互联网	買入	309.80	460.00	48%	N/A	N/A	N/A	15.1	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	買入	109.23	109.00	0%	24.4	17.4	4.9	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	買入	115.13	125.00	9%	20.1	18.8	N/A	21.5	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	買入	82.26	155.00	88%	10.8	8.6	N/A	11.8	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	買入	57.25	97.00	69%	34.0	20.0	N/A	12.0	0.0%
華潤置地	1109 HK	房地产	買入	28.25	45.10	60%	5.4	4.9	0.7	13.3	5.6%
比亞迪電子	285 HK	科技	買入	37.20	41.98	13%	20.7	16.8	3.6	14.4	0.9%
聞泰科技	600745 CH	科技	買入	51.05	68.00	33%	20.8	15.0	N/A	6.8	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	買入	12.20	17.00	39%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 11 月 10 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 13/11/2023

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员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士。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。