

每日投资策略

宏观策略及公司点评

宏观经济

■ 美国经济 - 零售超预期缓解衰退担忧

7 月零售环比增速大幅反弹并超预期，首次领取失业金人数降至 7 月以来低位，某零售超市龙头公司上调全年业绩指引，显示美国消费和就业仍有韧性。市场对美国衰退风险担忧大幅缓解，美债收益率、美元指数和美股均显著回升。

美国经济从过去两年过热状态逐步放缓，但仍稳健扩张，上半年经济增速趋近潜在增速，非农就业稳步增长，通胀大幅下降但仍高于目标水平，尤其是服务通胀仍超过 4%。考虑到实际利率升至历史高位、失业率升至自然均衡水平和货币政策时滞，美联储将很快在 9 月开启降息。但由于经济和通胀仍未大幅冷却，我们认为美联储实施非常规紧急降息或大幅降息的可能性较小。我们维持今年两次降息合计 50 个基点和明年 4 次降息合计 100 个基点的预测。（[链接](#)）

公司点评

■ 金蝶 (268 HK, 买入, 目标价: 10.80 港元)：宏观经济逆风拖累营收增速；减亏处于正轨

金蝶发布 1H24 业绩：收入同比增长 11.9% (1H23: +16.8%) 至 28.7 亿元人民币，比彭博一致预期低 2%，我们认为这可以归因于交易周期延长和宏观经济逆风，而净亏损为 2.18 亿元人民币，同比减少 23%，较彭博一致预期窄 20%，这体现了金蝶在提高运营效率方面的决心。核心 SaaS 产品金蝶星空云的 ARR 增长势头保持健康，1H24 订阅 ARR 同比增长 24% (1H23: 同比增长 29%)。同时，大型企业收入同比增长 38.9% (1H23: +38.4%) 依然稳固。尽管我们预计需求恢复仍需要时间（特别是针对小微企业而言），我们预计 2024 年业绩将有望在 2H24 部分堆积释放，主因在手合同价值的健康增长和交易周期有所延长推动。我们将 2024 年的收入预测下调 4%，但预计 2024 年下半年的收入增长将重新加速至 16%。我们维持对于金蝶的买入评级，但将目标价从每股 15.5 港元下调至 10.8 港元，基于 2024 年预期的 4.4 倍 EV/Sales（前值：6.4 倍），与一年平均水平一致。（[链接](#)）

■ 李宁(2331 HK，买入，目标价：16.18 港元) - 短线仍然充满不确定性，但长线价值开始显现

公司上半年销售同比增长 2%，符合市场预期，利润同比下降 8%，好于招银国际/市场预期约 7%/ 17%，主要是毛利率提升和股息派发好于预期，不过由于渠道组合变化，经营利润率略有下降。当中线上的销售增长最快，直营零售表现优于批发。

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	17,430	1.88	2.25
恒生国企	6,162	2.10	6.82
恒生科技	3,459	2.21	-8.11
上证综指	2,879	0.07	-3.21
深证综指	1,549	-0.30	-15.72
深圳创业板	1,591	-0.08	-15.86
美国道琼斯	40,660	0.24	7.88
美国标普 500	5,554	0.20	16.45
美国纳斯达克	17,632	0.21	17.46
德国 DAX	18,322	0.77	9.38
法国 CAC	7,450	0.35	-1.24
英国富时 100	8,311	-0.43	7.48
日本日经 225	38,063	3.64	13.74
澳洲 ASX 200	7,971	1.34	5.01
台湾加权	22,349	2.07	24.64

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	30,247	1.39	1.42
恒生工商业	9,629	2.53	4.29
恒生地产	14,721	-0.52	-19.68
恒生公用事业	37,195	-0.83	13.15

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)	38.35
深港通 (南下)	24.67

资料来源：彭博

二季度的零售流水录得低单位数下降，弱于招银国际预期的低单位数增长，主要问题仍然是客流和销量的下滑（标价持平和客单价仍然略有上升）。尽管渠道库销比在 24 年上半年为 3.9 倍，略高于 23 年下半年的 3.6 倍和 23 年上半年的 3.8 倍，但我们已稍微担忧，因为新产品占比在 24 年上半年已经开始下降至 83%，而 23 年为 87%。

尽管李宁下调了 24 年业绩指引，但我们认为风险和压力依然存在。管理层指出 24 年 7 月至 8 月中旬的零售流水表现仍然较弱，有高单位数的下降，所以导致公司下调了 24 年的财务指引（由中单位数销售增长下降至低单位数，另外净利润率目前还是保持在低双位数）。由于复苏率仍然在转差和新增性价比产品的策略效果一般，我们也把 24 年 3 季度和 4 季度的零售流水增长预期下调。而且因为公司的目标是健康和稳健的经营，在 24 年底，仍然希望库销比维持在 4 倍左右，所以我们认为有潜在增加零售折扣的风险，以及订货会订单调整的风险。另外，由于不利的渠道组合（批发业务增长较差，但经营利润率最高），租金支出改善有限（因为李宁在 21 和 22 年签下了相当优惠的租约），以及相对固定的运营费用，展望 24 年下半年，经营利润率仍然令人担忧。

尽管存在这些短期的担忧，但从长期来看，李宁的价值仍然具有吸引力，尤其是考虑到其仅为 5-6 倍的 24 年预测市盈率（剔除约 170 亿元人民币的现金，以及约 20 到 30 亿元人民币的房地产资产后）。维持“买入”评级，但目标价下调至 16.18 港元，基于 12 倍 24 年预测市盈率，现价在 10 倍。（[链接](#)）

■ **中兴通讯(763 HK, 买入, 目标价: 22.17 港元/000063 CH, 买入, 目标价: 32.86 元人民币): 1H24 业绩**

中兴通讯公布 2024 年上半年业绩，收入同比增长 2.9%至 625 亿元人民币，净利润同比增长 4.8%至 57 亿元人民币。由于国内运营商在传统网络方面减少资本支出，公司运营业务收入有所下降，但是非运营业务收入实现了两位数增长（消费者和政企业务分别同比增长 14.3%和 56.1%）。从季度数据来看，第二季度收入同比增长 1.1%，环比增长 4.4%；净利润同比增长 5.7%，环比增长 9.1%。毛利率环比下降至 39%，主要受到产品结构变化影响。二季度净利率环比上升至 9.4%，得益于公司运营效率的提升。展望未来，我们认为公司非运营业务收入将继续保持两位数增长，抵消运营业务的疲软。维持买入评级，并将公司港股（763 HK）目标价调整至 22.17 元港元。A 股（000063 CH）目标价调整至 32.86 元人民币，对应 15 倍 2024 年市盈率。（H 股：[链接](#)/A 股：[链接](#)）

■ **中国宏桥(1378 HK, 买入, 目标价: 17.9 港元) 2024 年上半年净利润同比增长 2.7 倍，超出预期**

宏桥净利润为 91.6 亿元人民币（同比增长 2.7 倍），高于 6 月份盈喜中预告的 2.2 倍。若剔除可转债（CB）公允价值损失，核心净利润将为 105 亿元人民币，同比增长 3.3 倍。利润的强劲增长得益于高于预期的电解铝和氧化铝的吨毛利扩张（分别同比增长 2 倍至 4,277 元人民币/吨和增长 2.3 倍至 745 元人民币/吨）。宏桥宣布派发中期股息 0.59 港元/股，派息比率约 57%。最新上海铝价（含税）从 8 月初的 18,835 元/吨反弹至 19,310 元/吨。我们认为近期股价回调是买入机会。我们推算铝价每上涨 1%将带动宏桥盈利增加

4%。目前的价格提供了>8% 的股息率。我们维持目标价 17.9 港元不变（基于 9.8 倍 2024 年市盈率）。维持买入。（[链接](#)）

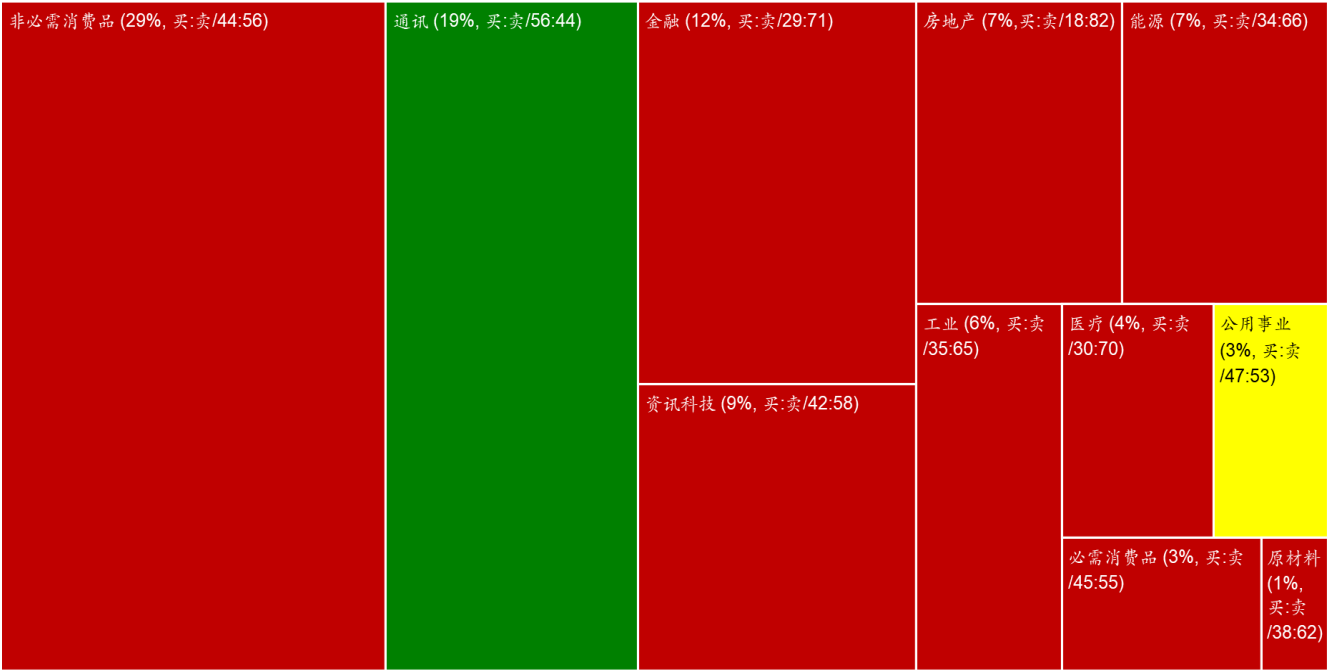
招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	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
长合											
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.53	26.00	27%	3.3	2.0	2.8	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.76	14.00	80%	11.1	10.2	0.8	8.4	4.2%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.31	7.50	74%	8.1	7.2	0.6	7.6	7.8%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.01	75.00	56%	11.5	10.0	2.3	21.6	2.1%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.94	5.98	52%	11.9	10.1	2.6	26.3	7.4%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	12.86	19.77	54%	7.7	6.8	2.6	39.4	12.8%
特步	1368 HK	可选消费	买入	4.75	6.79	43%	10.3	8.8	1.2	14.3	5.2%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1431.20	2219.00	55%	19.8	17.6	7.3	37.7	3.3%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	194.66	269.73	39%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	253.97	383.49	51%	22.4	18.9	7.1	40.0	2.6%
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.20	24.80	29%	5.8	5.5	0.6	12.4	6.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.24	11.90	16%	7.8	7.2	0.8	12.0	5.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	372.60	480.00	29%	16.8	15.5	3.3	19.3	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	83.18	124.90	50%	1.4	1.2	1.3	10.4	1.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	149.29	192.70	29%	1.8	1.3	4.8	45.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.50	45.10	100%	4.5	N/A	0.5	13.8	7.1%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.24	4.24	89%	86.2	53.3	5.6	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.32	24.29	40%	19.7	17.1	2.2	9.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.90	45.28	51%	13.3	9.8	1.9	21.1	2.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	119.96	150.76	26%	23.8	16.0	6.7	23.2	0.5%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	316.06	405.00	28%	30.4	21.5	5.7	21.0	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	5.84	15.50	165%	N/A	84.6	2.2	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 8 月 16 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 16/8/2024

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



- 注:
- 1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
 - 2. 绿色代表当日买入股票金额≥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≤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。

招銀國際環球市場或其關聯機構曾在過去 12 個月內與本文內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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責任。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。招銀國際環球市場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，未经招銀國際環球市場书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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。