

每日投资策略

个股速评

个股速评

- **华润啤酒 (291 HK, 买入, 目标价: 73.1 港元) - 上半年收入增 13%, EBIT 增 26%; 喜力品牌销量增 60%**

公司上半年收入同比增长 13.6%，其中啤酒收入增长 9%，白酒收入为 9.77 亿元人民币(首次并表)。啤酒收入增速略低于预期，但其原材料成本节约以及销售品类改善均好于预期，毛利率胜预期 1.5 个百分点至 45.2%。喜力品牌出货量同比增 60%，报告期内，次高端及以上啤酒出货量占整体的 22%，使得公司经常性 EBIT 利润率录得 26.6%，高出预期 1.5 个百分点。另外，白酒业务占比较小，EBIT 录得人民币 7,100 万元，与预期一致（如果剔除金沙收购产生的无形资产摊销费用，为人民币 3.95 亿元）。我们将 2023 年全年预测毛利率/经常性 EBIT 上调 1.8 pct/11%。重申买入评级，目标价 73.1 港元。（[链接](#)）

- **小鹏汽车 (XPEV US, 持有, 目标价: 14 美元) - 2Q23 毛利率低于预期; 健康的毛利率仍前路漫漫**

二季度业绩：公司二季度收入低于我们此前的预期 6%，主要因为促销折扣加大。扣除与 G3i 的相关减值（2 亿人民币），二季度的毛利率仍环比恶化，弱于我们此前的预期。小鹏二季度净亏损 28 亿元人民币，比我们的预测多亏约 3.5 亿元。

我们下调今年的毛利率预测至 1.8%，隐含下半年毛利率改善至 3.2%，主要因为 G3 和 P5 的逐步退出有助于改善产品结构，但 G6 不太可能带动下半年毛利率大幅改善，而且 G6 激进的定价可能迫使小鹏对新车型采取同样的定价策略，因此公司只能通过降本来提升利润率。管理层指引到明年底公司的整体成本将下降 35%，我们认为有点不现实，参照特斯拉在 2021 年销量翻倍，且伴随大量技术创新的情况下，也仅使得毛利率提升 4.3 个百分点。我们预测小鹏 FY24 毛利率提升 4.8 个百分点至 6.6%。

城市 NGP：公司计划今年 10 月份推出首批的无图城市 NGP，来巩固其在自动驾驶领域的领先地位。城市 NGP 的消费者体验对其用户黏性和销量增长至关重要。此前我们在深圳体验的有图版本的城市 NGP 有点低于预期，因为其仍将使用范围限制在主路，导致效果非常不连贯。另一方面，竞争对手的追赶也会使得智能驾驶在短期的盈利变得更加困难。

估值：考虑到公司对 G6 的激进定价，我们上调 FY24 的销量预测至 22 万台。维持持有评级，目标价 14 美元，基于 2x FY24E P/S。（[链接](#)）

- **亚朵 (ATAT US, 买入, 目标价: 23.91 美元) - 2 季度业绩强劲, 保持审慎乐观**

公司 23 年 2 季度销售同比增长 112% 至约 11 亿人民币，比招银国际/市场预期高 8%，净利润同比增长 289% 至 2.4 亿人民币，分别比招银国际/市场预期高 22%/19%，主要是由于：1) RevPAR 复甦率和超预期的经营杠杆和 2) 强劲零售业务销售增长和毛利率提升。公司亦建议派发每股 0.05 美元的股息，派息率约为 9%。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,951	-2.05	-9.25
恒生国企	6,147	-2.31	-8.32
恒生科技	4,007	-3.63	-2.94
上证综指	3,132	-1.00	1.38
深证综指	1,950	-1.72	-1.28
深圳创业板	2,119	-1.31	-9.71
美国道琼斯	34,501	0.07	4.08
美国标普 500	4,370	-0.01	13.81
美国纳斯达克	13,291	-0.20	26.98
德国 DAX	15,574	-0.65	11.86
法国 CAC	7,164	-0.38	10.66
英国富时 100	7,262	-0.65	-2.54
日本日经 225	31,451	-0.55	20.53
澳洲 ASX 200	7,148	0.03	1.55
台湾加权	16,381	-0.82	15.87

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	29,548	-1.05	-8.93
恒生工商业	10,101	-2.66	-7.46
恒生地产	19,506	-1.65	-25.09
恒生公用事业	32,579	-1.77	-11.54

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	16.26
深港通 (南下)	-37.51
沪港通 (北上)	-27.10
深港通 (北上)	-38.32

资料来源: 彭博

管理层亦上调了 23 财年的全年指引。23 年 2 季度的 RevPAR 为 384 元人民币，而 ADR 为 475 元人民币和 OCC 为 77%。RevPAR 的复甦率（对比 19 年）为 115%，较 23 年 1 季度的 118%略有下滑，主要是 ADR 的拉动（恢复率为 110%）而非 OCC（比 19 年 2 季度的水平高 3 个百分点）。按月来说，4/5/6 月的 RevPAR 复甦率分别为 120%/108%/117%，7 月亦已提高至 122% 且 8 月至今的趋势仍非常强劲。此外，公司亦上调了 23 财年 RevPAR 复甦率的指引到 113%-117%（之前为 110%-115%），代表 23 年 3/4 季度复甦率只要达到 112%/105%便能够达标。因此公司亦预计 23 财年的销售增长为 72-76%，而我们亦上调 23 财年经调整后 EBITDA/净利润预测至 11.4 亿/7.78 亿元人民币。

公司二季度零售业务销售达到约 2.47 亿元人民币，同比增长 222%，受惠于：1) 枕头和羽绒被产品的受欢迎程度增加，以及 2) 电商渠道的强劲销售，特别是在整个 618 购物节的期间。管理层预计 23 年销售为 6.5-7 亿元人民币，并在电商的拉动下，毛利润将进一步提升。

尽管未来开店计划维持不变，但发展潜力正在增加，尤其是轻居 3.0。公司预计 2025 年将有 250-300 家，长远更有机会突破 1,000 家。

维持买入，上调目标价至 23.91 美元，基于 23 财年 35 倍市盈率，现价为 30 倍或 16 倍 EV/EBITDA，估值具备吸引力。（[链接](#)）

■ 金蝶（268 HK，买入，目标价：17.00 港元）- 减亏处于正轨

公司 1H23 收入同比增长 16.8%至 26 亿元人民币，较彭博一致预期略低 1.2%，而净亏损 2.84 亿元，较市场一致预期低 8%，表明减亏处于正轨。核心 SaaS 产品星空的订阅服务年经常性收入（ARR）保持健康增长势头，1H23 同比增长 28.6%。与此同时，国产替代需求继续推动大型企业收入稳健增长（1H23 +38.4% YoY）。虽然我们预期在当前的宏观背景下，企业端数字化需求复苏仍需时间，但数字化和国产替代仍然是一个重要的长期趋势，我们认为金蝶有望长期受益。我们维持买入评级，新目标价为 17.0 港币，基于 8.4 倍 2023 EV/S，与一年均值一致（此前估值：基于 3 年均值 11x EV/S）。（[链接](#)）

■ 康德莱医械（1501 HK，买入，目标价：33.3 港元）- 2023 年上半年业绩快速修复

公司公布其 1H23 年业绩，上半年因介入手术需求快速复苏，公司营收同比增长 50.9%至 3.4 亿元人民币。上半年毛利率同比提升 3.9 个百分点至 59%，主要由于介入医疗器械的毛利改善以及其收入占比提升，上半年，介入医疗器械毛利率提升约 2 个百分点至 65%，收入占比达到 89%，去年同期为 85%。收入的增长和毛利提升使得公司净利润同比增长了 583%至 8,050 万元。

目前，公司在境内已覆盖 2,650 家医院，其中包括 920 家三甲医院，境外已覆盖 66 个国家或地区的 226 家客户。我们认为，公司广阔的销售覆盖网络有益于公司在后疫情时代维持快速复苏的势头，且因为神经介入及冠脉通路类多个耗材均以纳入省级/省际联盟集采，公司毛利率的提升也一定程度证明了集采对其盈利能力影响有限。

此外公司对研发的重视和日益丰富的介入产品管线也将助力公司长期的稳定增长。上半年研发费用率略提升至 19%，外周介入的鼻窦支架，神经介入的颅内抽吸导管，心内介入的指引延长导管和亲水造影导管均取得 III 类证，拓宽了公司在神经、外周介入领域的管线布局，有利于加强公司在介入领域的领先地位。

展望 2023 年，我们维持对公司全年收入实现同比增长 45%至 8.5 亿元的预期，归母净利润同比增长 26.8%至 1.7 亿元。我们维持买入评级，目标价 33.30 港元。（[链接](#)）

■ **友谊时光 (6820 HK, 买入, 目标价: 1.32 港元) - 憧憬 FY24 业绩温和复苏**

公司 1H23 业绩低于我们及市场预期, 其中收入同比下降 25%, 调整后净亏损为 7800 万人民币, 源于老游戏下滑及《杜拉拉升职记》的疲软。下半年受新游较少及老游下滑影响, 收入或将再同比下降 25%。但由于运营成本管控, 以及《杜拉拉》营销费用缩减, 利润端有望扭亏为盈。展望 FY24, 我们预期公司业绩将随着《浮生忆玲珑》的上线 (预计在 4Q23/1H24 上线) 而温和复苏, 收入预计同比增长 23%。前置营销费用或短期摊薄 FY24 年利润率, 预计全年净利润为 3800 万人民币。为了反应游戏疲软及潜在营销费用, 我们下调公司 FY2023-25 年收入 21.1-25.8%, 净利率下调 1-15ppts。基于 DCF 的目标价下调至 1.32 港币。 ([链接](#))

■ **英恒科技 (1760 HK, 买入, 目标价: 7.01 港元) - 1H23 业绩展望: 行业逆风中依然实现增长, 期待下半年成长提速**

公司将在本周发布 2023 年上半年业绩, 我们预计公司 1H23E 达到收入 26.6 亿人民币, 同比增长 28%; 净利润达到 1.91 亿元, 同比增长 25%。我们看好公司在新能源汽车销量持续增长、汽车电动化/智能化渗透率持续提升的情况下, 取得不错的收入业绩增长; 在利润端, 我们认为公司会受到下游 OEM 价格战的影响、服务器业务较差的表现、以及上半年较高的 R&D 费用支出, 利润率方面会受到一些压力。我们认为公司下半年业绩将受到汽车销售传统旺季、公司新产品上量、以及更好的经营杠杆作用的共同拉动, 将看到收入和利润端更好的业绩增速, 我们预计公司 2H23E 收入和净利润将同比增长 45%/40%。我们调低公司 FY23-25E EPS 预测值的 4%-7%, 以反映今年上半年公司利润率端的短期压力, 更新目标价至 7.01 港元, 依然是基于 12 倍 FY23E 市盈率倍数, 维持买入评级。目前公司股价对应 8.2/6.0 倍的 FY23/24E 市盈率倍数, 我们认为非常具有吸引力。 ([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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
							2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	38.83	55.00	42%	62.9	31.8	7.1	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.46	14.50	53%	32.6	20.0	1.1	3.7	1.1%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	11.50	16.20	41%	13.9	10.4	2.9	22.1	1.9%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	52.60	67.00	27%	18.1	14.7	3.2	19.2	1.0%
华润电力	836 HK	能源	买入	16.06	23.20	44%	6.3	4.8	N/A	14.1	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	20.15	21.83	8%	34.1	21.0	N/A	38.3	0.5%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.11	4.70	51%	9.3	52.6	7.8	14.8	0.2%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	46.00	77.40	68%	28.5	23.8	4.6	18.5	1.4%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	66.20	92.90	40%	19.2	16.6	N/A	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	53.60	72.10	35%	57.2	453.2	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1802.59	2440.00	35%	30.3	26.1	9.7	31.9	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	31.45	50.34	60%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	69.65	118.00	69%	13.9	88.7	13.8	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	325.00	455.00	40%	19.5	16.3	2.8	15.1	0.5%
拼多多	PDD US	互联网	买入	76.98	109.00	42%	19.5	14.5	6.1	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	98.29	123.00	25%	18.6	17.0	3.8	19.5	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	88.03	156.60	78%	9.2	8.4	N/A	11.9	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	63.60	97.00	53%	65.7	28.2	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	31.80	45.10	42%	7.1	6.0	0.8	13.3	5.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.55	31.67	7%	18.8	15.3	N/A	11.5	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	43.24	88.60	105%	15.4	11.7	1.4	8.6	0.5%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	12.40	23.28	88%	N/A	N/A	5.7	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究(截至 2023 年 8 月 18 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 18/8/2023

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策。

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国投资者

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。