

每日投资策略

宏观及行业展望

宏观策略

- **中国宏观经济 - 中国 8 月 PMI 依然疲弱，因房地产市场延续大幅下滑，局部地区疫情反弹。**分行业来看，房地产、建筑材料、化工、租赁与商务服务业明显收缩，而铁路运输、酒店、餐饮、电信和互联网服务因进入暑期需求旺季而呈现扩张态势。预计中国经济 9 月以后进入缓慢回升通道，有望延续至明年上半年。中国将保持流动性和信贷政策宽松，年内 LPR 仍有小幅下调空间，贷款合同利率将进一步下降，中心城市住房销售可能缓慢回升。随着就业、收入和信心缓慢改善，居民消费增速可能温和上升。我们维持 2022 年中国 GDP 增长 3.5% 的预测，下调 2023 年 GDP 增速预测从 6.6% 到 6%。

行业/个股速评

- **三一国际 (631 HK) - 业绩胜于预期：核心净利润同增 43%，毛利率实现边际改善。**三一国际 2Q22 实现核心净利润同比增长 43%，表现亮丽。令人惊喜的是，毛利率出现强劲复苏，同比增长 3.8 个百分点以及环比增长 5.8 个百分点至 26.9%，为 3Q21 以来的最高水平。展望未来，我们预计海运费用及钢价的下降将继续推动公司 2H22 毛利率改善。同时，煤炭保供的利好政策，以及公司智能产品的不断推出、机器人订单的稳步增长和海外的强劲销售，将为三一国际的盈利增长提供了高可见度。我们重申买入评级，目标价 14.6 港元不变（基于 23 倍 2022 年市盈率不变）。

- **爱康医疗 (1789 HK) - 关节集采落地，销量增长显著，盈利超预期。**公司上半年收入为 5.31 亿元人民币，同比增长 18.7%，主要是国家关节带量采购政策执行后，人工关节销量大幅增长以及翻修及置换植入物和 ICOS 定制产品的收入增长所致。毛利润为 3.39 亿元人民币，同比增长 9.8%。毛利率为 63.7%，高于此前 55%-60% 的指引，主要由于带量采购的延迟实施和原材料成本的下降。归母净利润为 1.26 亿元人民币，同比增长 13.1%，占之前全年预测的 77.8%，主要得益于超预期的收入增长和运营效率。

自 2022 年 4 月起，除上海市和安徽省外，全国各省均已陆续执行全国关节带量采购的招标结果。公司总签约量约为 8.1 万套，占本轮关节集采总采购量的 15.1%。意向采购医院共 3,497 家医院，其中 953 家为新覆盖医院，公司的医院覆盖数和三级医院的渗透率均得到提升，从而带动了关节植入物销量的强劲增长。上半年，初次髋关节销量同比增长了 70%，初级膝关节销量同比增长了 64%。髋膝关节植入物的收入分别为 3.28 亿元人民币和 1.28 亿元人民币，同比增长 15.9% 和 16.6%。强劲的销量增长抵消了集采带来的降价负面影响。

此外，高毛利的翻修和重建以及 ICOS 定制产品不受集采政策影响，为公司提供了下一个增长引擎，公司在三级医院渗透率的提升也将加速这类创新产品的增长。上半年，翻修和重建产品占总收入的比重从 2021 年末的 15.1% 提升至 22.1%，ICOS 定制产品上半年收入同比增长超过 100%，预计在 2022 年全年也可实现同比 100% 的增长。

基于上半年超预期的盈利表现，我们将目标价从 7.69 港元上调至 9.20 港元，维持买入评级。

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	19,954	0.03	-14.72
恒生国企	6,865	0.36	-16.65
恒生科技	4,274	1.09	-24.64
上证综指	3,202	-0.78	-12.02
深证综指	2,096	-1.95	-17.16
深圳创业板	2,570	-1.60	-22.64
美国道琼斯	31,510	-0.88	-13.29
美国标普 500	3,955	-0.78	-17.02
美国纳斯达克	11,816	-0.56	-24.47
德国 DAX	12,835	-0.97	-19.20
法国 CAC	6,125	-1.37	-14.37
英国富时 100	7,284	-1.05	-1.36
日本日经 225	28,092	-0.37	-2.43
澳洲 ASX 200	6,987	-0.17	-6.15
台湾加权	15,095	0.95	-17.14

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	30,703	-0.17	-9.35
恒生工商业	11,474	0.24	-18.02
恒生地产	24,913	-0.71	-15.78
恒生公用事业	40,761	0.20	-19.58

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日耗用额度

	亿元人民币
沪港通 (南下)	9.38
深港通 (南下)	9.90
沪港通 (北上)	62.70
深港通 (北上)	52.57

资料来源：彭博

- **昭衍新药 (6127 HK) – 稳定实验动物供应保证业绩高增速。**得益于公司快速增长的订单量和收购两处大型实验动物养殖场带来的稳定实验动物供应，昭衍新药 1H22 收入同比增长 45% 至 7.8 亿元，归母净利润同比增长 141% 至 3.7 亿元，2Q22 收入增速进一步提速至 52%。公司 1H22 新签订单超过 20 亿元 (+50% YoY)，其中海外子公司 Biomere 新签订单 2 亿元 (+30% YoY)，国内 BD 团队新签海外订单 1.5 亿元 (+100% YoY)。截至 2021 年 6 月的在手订单超 41 亿元，为未来收入增速提供强劲保障。由于大型实验动物市场价格持续攀升，公司 1H22 确认 1.3 亿生物资产公允价值收益。

公司持续强化其在国内药物安全评价领域的领先地位。新收购的实验动物养殖场带来超过 2 万头大型试验动物存栏量，保证安评实验执行进度。公司已成为新分子领域安评的国内领先者，1H22 参与超过 50% 向 CDE 提交 IND 申请的 CGT 项目和超过 30% 的 ADC 项目。

积极扩张产能应对快速增长的需求。公司位于苏州的 8000 平米设施今年 1 月份完成升级并投入使用，位于苏州的 20,000 平米动物房预计在下半年投入使用，广州 18,000 平米的 1 期设施预计年底完成基建工作。此外，公司专注于药物筛选的子公司昭衍易创已启动实验室建设。

我们持续看好公司作为国内非临床安评龙头的竞争优势和发展空间，维持公司买入评级，目标价 78.98 港元。

- **伊利股份 (600887 CH) – 2Q 业绩符合预期；管理层对 2H 展望谨慎乐观。**1H22 业绩符合预期，营收 635 亿元，同比+12%，净利润 61 亿元，同比+15%。二季度营收 340 亿，同比+11%，净利润 26 亿元，同比+5%。扣除澳优并表影响，2Q 营收内生增长 5%，其中，冷饮和奶粉业务营收同比增长高双位数，低温白奶受防疫封控拖累出现负增长。毛利率较高的冷饮和奶粉业务占比提升下销售结构优化，拉动毛利率同比+1pp 至 32%。管理层在周四业绩说明会上对下半年展望谨慎乐观，预计下半年收入保持同比双位数增长，净利率至少保持正增长。基于以上因素，我们下调伊利股份 2022E/23E 收入预测 4.6%/4.5%、净利润预测 6.5%/5.5%，给予 25.5 倍（为 3 年 PE 均值）目标 PE 估值（前值 28.5 倍），基于 2022E-23E 预测 EPS 均值，下调目标价至 43 元（前值 47 元）。伊利股份作为 A 股消费板块核心标的以及乳业龙头，长线投资价值明显，我们维持买入评级。

- **海底捞 (6862 HK) – 啄木鸟改革步入正轨，或会重开门店。**海底捞 22 财年上半年销售同比减少 17% 至 168 亿元人民币，净亏损则录得 26.6 亿元人民币，符合盈利警告预期。然而：1) 内地录得 2.9 的翻台率，表现强劲；海外门店翻台率为 3.0，复苏快速。2) 成本管控非常好，录得 58% 的高毛利率，3) 提供更多附加值和社区运营服务。总而言之，啄木鸟计划，尽管在疫情下，仍行之有效。我们对 22 年下半财年也变得乐观，因为：1) 受影响的门店从 3-5 月的 200 多家缩小至 6 月/7 月的少于 90/30 家，2) 新店表现继续提升，3) 单店的盈亏平衡点进一步优化，从疫情前翻台率从 3 倍多下降至只需 2 倍多，4) 更多的新产品推出，5) 更多员工激励。另外，在‘硬骨头’计划下，公司可能会恢复开店。我们认为这是一个惊喜，管理层亦表明了他们的信心。而为了确保这些潜在新店的开张质量，管理层将：1) 仔细分析门店开张对其他附近门店营业额的潜在影响，2) 对这些商店施加不同的 KPI 和利润分成比例，3) 优先考虑人流更好的位置等。此外，海外市场表现亮眼，翻台率上升至 3.0，而且有 23 家新门店。我们同意分拆特海国际可以对海底捞有多方面效益：1) 对不同地区的消费者行为制定更好的业务战略，2) 提供独立的上市地位和融资平台，3) 让投资者更了解特海的表现，4) 更好激励和奖励相应的管理人员。因此，我们维持海底捞买入评级，目标价提升至 21.62 港元，基于 38 倍 23 财年市盈率，现价在 33 倍。

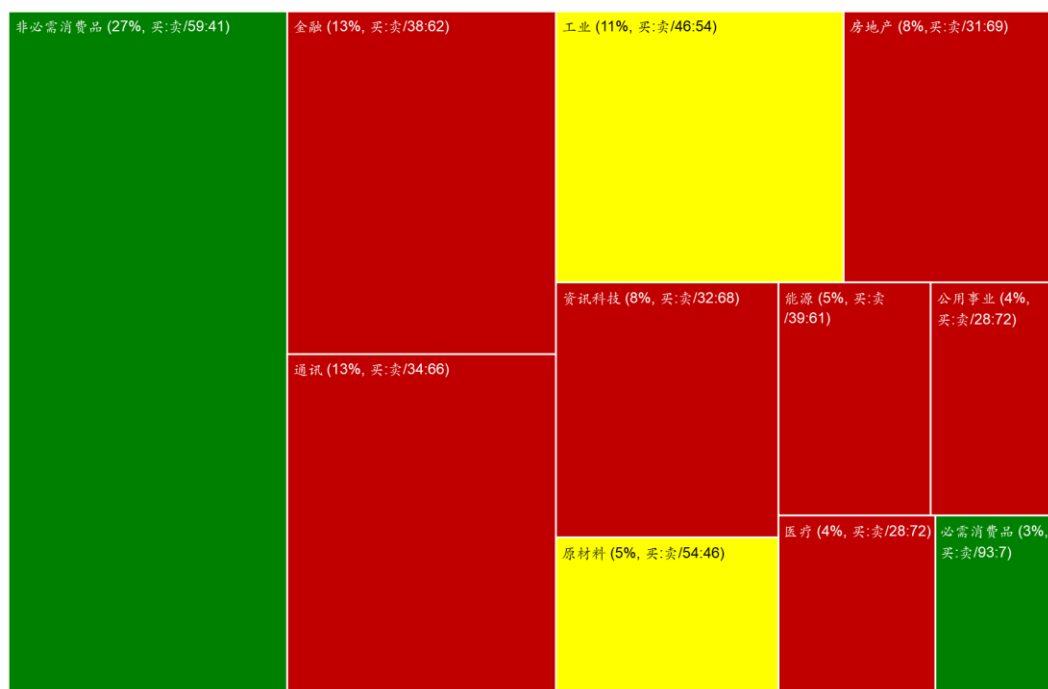
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
蔚来汽车	NIO US	汽车	买入	19.91	45.00	126%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.51	3.00	99%	8.1	5.1	N/A	11.5	3.9%
晶盛机电	300316 CH	装备制造	买入	76.00	96.00	26%	34.5	27.6	9.3	32.4	0.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.14	14.60	79%	13.5	11.3	2.3	17.7	2.2%
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	49.43	94.00	90%	31.9	21.9	2.8	9.2	0.6%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	10.96	17.04	55%	21.9	18.2	3.0	13.4	2.7%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	53.24	67.79	27%	11.8	10.3	2.6	23.4	3.4%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	54.85	72.40	32%	37.0	34.4	6.2	16.8	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	23.15	28.40	23%	37.6	33.5	3.4	9.2	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	33.45	52.59	57%	N/A	N/A	4.8	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	69.70	120.39	73%	57.7	42.2	5.9	12.4	0.0%
人保财险	2328 HK	保险	买入	8.50	12.62	48%	6.5	5.7	0.8	12.1	6.4%
快手	1024 HK	互联网	买入	68.80	120.00	74%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	32.25	44.79	39%	5.8	N/A	0.8	14.3	5.9%
碧桂园服务	6098 HK	房地产	买入	15.56	47.60	206%	7.9	6.0	4.5	30.2	3.1%
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	32.48	44.69	38%	19.0	15.7	N/A	18.2	0.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	64.60	93.12	44%	26.6	17.4	2.2	8.1	0.4%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT 服务	买入	15.32	23.83	56%	N/A	N/A	6.4	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至 2022 年 8 月 31 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 31/8/2022

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有关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个月的潜在涨幅在-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误差、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编制的报告。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。