

策略观点

延续弱复苏

■ **宏观：**中国经济量升价跌，家庭收入、企业盈利和市场信心依然较弱。未来随着以价换量和供求再平衡，中国经济与物价或缓慢回升，支撑企业盈利温和改善。中国宏观政策将延续渐进宽松，但不会实施强刺激。美国经济与就业缓慢降温，通胀重回温和放缓趋势，随着实际利率上升、美元走强与外需走弱，经济与通胀将延续放缓，美联储或在 9 月降息，年内降息幅度约 50 个基点。

■ **科技：**乐观，持续看好 AI 算力需求高增和端侧 AI 创新成长，手机/PC 需求复苏以及产业链业绩持续改善。全球产业链去库存大致完成，手机产业链（苹果/小米/高通/联发科）展望稳定复苏，苹果链（比电/瑞声/鸿腾）将显著受益 iPhone/iPad 升级周期；PC/服务器品牌（戴尔/惠普/SMCI/联想）和代工厂商（鸿海/广达）业绩向好和指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单需求维持强劲，下半年全球产业链有望呈现全面增长。6 月以来全球科技巨头相继发布 AI 算力/端侧新品和技术路线图，关注下半年苹果 AI 和 GB200 服务器持续催化带动主题性投资机会。建议关注 AI 服务器板块如鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入），以及 AI PC/手机产业链如小米（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）和瑞声科技（2018 HK，持有）。

■ **半导体：**谨慎乐观。近期行业热点：6 月，AI 产业链核心受益标的博通（AVGO US，[报告](#)）、迈威尔（MRVL US，[报告](#)）和美光（MU US，[报告](#)）分别发布了业绩。从基本面看，相关业绩情况符合我们过去几个月的观点，即来自 AI 的收入维持高速增长。AI 主题依旧是市场最火的投资主题之一，市场行情发展到现阶段，我们再次梳理了 AI 产业链相关受益标的 AI 收入占比的情况、年初至今的表现、未来 12 个月的收入增速，以及估值水平（[报告](#)）。英伟达依旧是 AI 收入占比最高、涨幅最高的标的。公司股价年初至今的收益率为 150%（截至 6 月 28 日收盘）。目前，英伟达股价在看似势不可挡的上涨后稍显疲态，不过公司及其他 AI 产业链相关标的仍受到投资人的高度关注。

我们维持之前的投资主线推荐：1) AI：资本开支继续增长，产业链持续受益。基于英伟达及 AI 产业链相关公司的业绩，我们维持 AI 需求将在短期和长期持续增长的观点。我们认为主要云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 会维持大额的资本支出，以支持 AI 算力的提升。我们持续看好 AI 产业链的发展，尤其看好存储市场、光通讯以及在网络连接市场的需求增长。我们偏好 AI 产业链中真正的 A 股受益标的，首选中际旭创（300308 CH，买入）（[报告](#)）。2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化。地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保证供应链安全上。对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，我们认为本期投资方向有望延续此前的投资范围（芯片制造、半导体设备和材料等领域），同时可能关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）（[报告](#)）。推荐北方华创（002371 CH，买入）（[报告](#)）和华虹半导体（1347 HK，买入）（[报告](#)）。3) 通讯板块因高股息仍受到投资人的青睐。因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，相信通信板块仍会受到偏好保守策略的投资人的喜爱。4) 消费电子市场于 2023 年年底触底，有望于今年逐步复苏。受益于新品发布和市场份额的增长，看好韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）。

■ **互联网：**中性乐观。回顾 6 月，行业取得绝对收益的标的集中在存在事件性催化的公司（宣布新游定档的网易及新游上线具备亮眼表现的哔哩哔哩），和业绩好于预期或基本面表现稳健且有回购支撑的公司（美团、腾讯）。地产风险进一步缓释、消费结构性复苏及流动性缓释或仍为推动板块估值重估的决定性因素。展望 7 月，除基本面维持稳健表现外，受益于事件性的催化

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

黄群

马毓泽

冯键嵘, CFA

因素（如世界人工智能大会相关产业链政策及新品发布催化、新游发布后表现超预期）及 2Q 业绩有望好于预期的公司或将获得更多的关注度。月度选股视角下我们推荐即将进入新一轮高质量游戏产品周期的网易（NTES US）、旺季出境游业务恢复有望好于预期的携程（TCOM US）、竞争阶段性缓和且全年净利润增长展望更加乐观的美团（3690 HK），同时仍建议关注基本面表现稳健且股东回报水平稳定的腾讯（700 HK）和基本面改善已现早期成效的阿里巴巴（BABA US）。年度维度仍建议关注三条主线：1）新业务潜在体量大、业务探索有望在长期带来可观资本利得；2）有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3）主营业务有稳健盈利增长空间的公司。推荐标的为腾讯（700 HK）、阿里巴巴（BABA US）、拼多多（PDD US）。

- **软件及 IT 服务：**中性乐观。美元流动性压力能否缓释或仍为中国软件板块估值重估的关键性驱动因素。基本面层面，在整体企业 IT 支出温和恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。基础云服务降价或有望助推成本改善，大模型使用成本下降或有望助推 AI 相关应用生态逐步繁荣。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。推荐买入金蝶国际（268 HK）。美国软件行业中，降息预期交易助推近期板块估值进一步抬升，在估值或已较为充分地反映市场乐观情绪的情况下，基本面能否维持超预期的表现或为估值波动中枢的关键支撑因素，中长期仍关注利润率扩张节奏及 AI 带来的增量营收变现前景。推荐买入 ServiceNow（NOW US）。
- **医药：**预计医疗设备更新政策即将落地，政策力度大、范围广、持续周期长，将有效刺激医疗设备的需求释放。我们也期待全国性的创新药、创新器械的支持政策出台。我们预计随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，中国医药行业有望回归健康增长。我们看好医药行业反弹，主要由于 1）国内政策预期改善，医疗设备更新政策落地有效刺激采购需求，创新药械支持政策有望落地；2）出海提供额外增长动力，创新医疗器械海外市场高速增长，创新药出海授权交易有望持续落地；3）GLP-1、ADC 等长期投资机会。我们继续看好迈瑞医疗（300760 CH，买入）、联影医疗（688271 CH，买入）、百济神州（BGNE US，买入）、信达生物（1801 HK，买入）、固生堂（2273 HK，买入）、科伦博泰（6990 HK，买入）、巨子生物（2367 HK，买入）。
- **食品饮料、美妆护肤、旅游零售：**食品饮料：茅台受黄牛及线上大促价格扰动，终端价格在过去的几个星期内持续走弱。厂商已积极采取一系列止跌举措，同时，地产复苏及行业分化仍为行业龙头提供支撑。我们预计，龙头酒企短期内仍将随着行业消费进入淡季叠加去年高基数面临一定压力，长线发展仍将维持稳健。啤酒进入旺季及体育赛事叠加低基数，销量有望改善，同时提价和结构升级趋势持续，酒企盈利能力将继续提高。美妆护肤：从 618 大促销售数据来看，全周期板块 GMV 同比跌 0.8%，其中彩妆/护肤 GMV 分别同比-0.1%/+1%，护肤消费需求整体表现依然稳健，优于线上消费的整体降幅。同时，国货替代效应进一步显现，珀莱雅护肤主品牌及彩妆子品牌都已在 618 大促中取得了亮眼的成绩。我们认为，中低价格带上消费人群还未固化，国货品牌龙头在存量市场内持续巩固地位。1Q24 线上销售数据显示，300-500 元价格带产品的销售额及市占仍均有提升。“性价比”仍为市场中短期内的核心驱动力，消费者对于品质升级的追求有望在长期显现。旅游零售：尽管海南面临客流增长放缓影响，中国中免的机场业务恢复加速，进入夏日旅游季，公司业务仍有望维持稳健。我们持续推荐短期盈利确定性较高的公司。美妆护肤品消费中，我们维持珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级。食品饮料行业中，我们维持贵州茅台（600519 CH）、华润啤酒（291 HK）的“买入”评级。
- **可选消费：**未来三个月看法维持中性。整体来看，6 月的消费环境对比 4 月和 5 月又重新开始转弱，同店销售仍在下跌。分行业看，仅服装行业符合预期，家电、体育用品、酒旅、餐饮表现均低于预期。而根据各种前瞻性的指标，如就业情况、储蓄意愿、消费习惯来看，我们对三季度和下半年展望略有担忧。目前较推荐服装行业以及高股息的目标。从中长线布局看，因为估

值仍然偏低，仍可收集竞争力较高的公司。推荐江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）和海尔智家（6690 HK，买入）。

- **汽车：**我们预计 6 月整体新能源乘用车零售销量有望环比增长 7% 至约 84 万台，市场份额提升至 48%；上半年新能源乘用车总销量将同比增长 38% 至约 410 万台，市占率达到 41%。上半年正式收官，本月投资者或开始关注 2Q24 盈利情况，业绩有望超预期的公司将获得更多青睐。本月有重磅新车推出的车企或具有交易性机会，例如小鹏 Mona M03 等。在基本面相对稳健的标的中，推荐关注吉利汽车（175 HK）和理想汽车（LI US/2015 HK）。
- **房地产和物管：**乐观。我们看到北京下调首付比例 10-15 个百分点，下调房贷利率 30-55 个基点。与我们此前的预期一致，北京的首付比例和房贷利率最低限制已降至与上海、深圳相同水平。限购政策方面，从我们的政策放松时间表可以清晰看出，北京、深圳及上海还存在一定空间。截至 6 月 26 日，517 新政前后日均成交面积来看，30 城新房、17 城二手房均+25%，或受新政刺激、半年末集中网签和低基数等因素影响。我们的“一线城市成交观察”显示，新房方面，一线四城在第 25 周（6.17-6.23）表现俱佳。上海、深圳、广州、北京第 25 周成交套数分别超其年内周均水平（不含节假日）82%、51%、36%、7%。深圳本周录得年内最高，上海录得年内第二。二手房方面，上海、深圳、北京、广州第 25 周成交套数分别超其年内周均水平（不含节假日）42%、31%、21%、16%。上海再次录得年内第二高周度成交，截至 6 月 26 日，上海本月成交 22073 万套，6 月有望录得 3 年内最高月份，可能得益于一个月前上海放开非沪籍单身人士外环内二手房限购、以及部分房源跌出性价比。考虑到收储也会积极研究推进以达成去库存目标，我们期待销售维持目前环比稳中略升的态势，板块股价中长期依然维持修复态势，建议逢低买入优质标的。选股方面，我们倾向于存量市场的受益者物管公司华润万象生活（1209 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK），中介平台贝壳（BEKE US），代建公司绿城管理（9979 HK）和开发商中具有长期持有价值的华润置地（1109 HK）。
- **传媒文娱：**乐观。随着 1Q24 业绩期结束及部分利好兑现，港股及中概文娱板块进入良性回调阶段，部分资金获利了结。展望 7 月及 2H24E，我们认为板块驱动逻辑将从估值修复转向基本面改善和盈利上修。虽然市场此前已部分反映 OTA 五一假期利好、指引温和，但我们期待后续端午及暑假增量、业绩韧性，推荐同程（780 HK），看好其强劲内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。618 期间直播电商增速有所放缓，但头部平台泛货架 GMV 维持高速增长，推荐快手（1024 HK），源于季度业绩确定性高、估值吸引、多重催化剂。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞（NFLX US）、大健云仓（GCT US）。
- **保险：**央行政策调控稳定长债利率，险企资产负债表现有望优于预期。我们持续看好中资寿险股在央行政策调控下随长债利率预期企稳的反弹行情，预计市场对险企中长期利差损风险的担忧有所缓解。我们维持险企资产端底部预期反转是当前板块估值修复核心的观点。6 月港股上市险企股价整体回调，债牛行情下中长期国债利率持续下行，截至 6 月底，10 年期国债利率降至 2.21%，较年初高点下行 35.4 个基点。7 月 1 日，央行向部分公开市场操作业务一级交易商借入国债，目的是通过公开市场操作卖出国债以稳定长债利率，利好中长期利率回归至合理区间。我们认为央行将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，并开始向部分一级交易商借入长债的举措，体现了央行对长债利率预期管理的决心。此外，央行参与二级市场债券交易有利于进一步完善货币政策工具对长债期限利差的调控，未来配合宽松的货币政策，利好增量资金流入股市。中期角度看，我们认为高股息行情在当前市场风格下仍将持续；金融板块内，保险股股息率略低于银行股，但优于券商股；近期随着多家上市险企宣布拟派发中期分红（含国寿、平安、人保和新华），我们认为板块配置吸引力在资产端预期修复、高股息行情及负债端业务结构持续改善的背景下续优。

当前板块 FY24E 股息率为 4.7%-7.8%，预计 7 月上旬除净日调整后，板块股价进一步上行值得期待。短期催化包括对月底三中全会的政策预期及 8 月下旬上市险企中期业绩披露。负债端层面，6 月寿险保费增速持续回暖，我们预计上半年头部险企新业务价值有望实现中双位数增长，优于年初预期。我们维持板块配置的弹性逻辑，推荐买入资产负债综合表现最优且财务稳健性强的中国太保（2601 HK，买入，目标价：24.8 港元）；中长期配置角度，推荐买入中国财险（2328 HK，买入，目标价：11.9 港元），但需注意二季度南方暴雨洪涝灾害对赔付率的影响。维持板块“优于大市”评级。

- **资本品：**看好。工程机械：海外市场增长仍然是以新兴市场为主，中国对亚洲、非洲和南美等地区的出口增长持续，而对欧美的出口则持续下跌，因此重点布局一带一路和新兴地区的中国制造商将会继续处于有利位置。国内方面，除了挖掘机外，其他设备总体上持续疲弱。重卡：6 月份重卡行业销量（内销+出口）同比大幅下跌 14%，低于预期。天然气/柴油价格差目前在 0.64x，较一个月前有所收窄，但由于价差仍然较大，我们认为将继续带动天然气重卡销量增速快于行业。投资建议：我们看好中联重科（1157 HK/000157 CH，买入）的全球扩张战略以及在重点产品的市场份额提升。看好浙江鼎力（603338 CH，买入）高空作业平台新产品在美国市场的持续突破。

图 1：行业荐股

公司名字	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	2024E	2025E	2024E	2024E	2024E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.35	45.15	21%	14.5	10.7	2.3	22.3	0.6%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.66	N/A	N/A	16.8	12.7	N/A	7.9	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	16.84	25.39	51%	17.0	15.5	N/A	10.6	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	38.86	46.6	0.2	20.0	16.2	N/A	17.9	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	143.01	183.00	28%	23.4	18.2	10.2	23.2	0.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	316.79	405.00	28%	30.5	22.0	N/A	21.0	0.0%
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	21.05	24.00	14%	33.8	19.3	N/A	N/A	0.0%
ServiceNow	NOW US	软件 & IT服务	买入	785.92	895.00	14%	56.2	45.6	N/A	13.4	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	7.54	15.50	106%	N/A	97.5	N/A	N/A	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	75.57	124.90	65%	8.8	7.8	N/A	10.7	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	119.70	157.80	32%	18.1	14.3	N/A	18.2	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	382.40	480.00	26%	17.3	15.8	N/A	17.5	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	49.66	65.80	33%	18.2	15.4	N/A	9.7	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	95.92	131.50	37%	13.4	12.5	N/A	22.6	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	137.34	192.70	40%	12.0	8.5	N/A	45.0	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	284.00	383.50	35%	25.0	21.1	8.0	40.0	2.3%
影联医疗	688271 CH	医药	买入	103.58	160.40	55%	42.3	33.7	N/A	12.0	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	147.98	269.70	82%	N/A	N/A	67.4	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	37.00	55.70	51%	N/A	N/A	5.1	N/A	0.0%
固生堂	2273 HK	医药	买入	36.60	72.00	97%	19.8	14.5	N/A	14.9	0.0%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	151.90	246.10	62%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	43.10	60.80	41%	23.7	18.8	N/A	30.0	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	100.71	135.57	35%	31.0	25.2	N/A	31.8	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1485.74	2219.00	49%	20.5	18.2	7.0	37.7	2.1%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	26.40	69.80	164%	11.6	10.0	N/A	20.7	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	15.30	19.77	29%	8.6	7.6	N/A	39.4	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.16	5.98	44%	11.7	9.9	N/A	27.0	0.0%
特步	1368 HK	可选消费	买入	4.69	7.63	63%	9.3	7.9	N/A	14.5	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	72.30	101.73	41%	14.8	13.3	N/A	31.7	0.0%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	67.15	73.05	9%	N/A	62.5	10.9	2.1	0.0%
海尔	6690 HK	可选消费	买入	25.10	31.24	24%	11.5	10.1	N/A	16.4	0.0%
吉利	175 HK	汽车	买入	8.70	14.00	61%	11.6	10.7	N/A	8.4	2.7%
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.72	26.00	25%	23.9	14.5	N/A	11.2	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	24.85	46.94	89%	14.9	12.8	N/A	20.9	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	30.30	57.31	89%	9.7	8.3	N/A	17.5	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	22.40	44.10	97%	8.9	7.4	1.7	11.6	3.8%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	17.68	34.33	94%	7.1	5.7	N/A	36.1	0.0%
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	4.74	9.37	98%	6.9	5.4	N/A	32.2	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.81	22.00	39%	14.5	13.1	N/A	6.5	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	27.95	45.1	0.6	5.2	N/A	N/A	13.8	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	44.80	97.00	117%	11.2	8.0	3.3	21.0	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	682.51	N/A	N/A	37.4	30.5	11.6	32.7	0.0%
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	15.52	26.10	68%	12.5	10.7	1.7	10.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	31.89	46.00	44%	11.3	8.7	4.0	34.7	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.96	24.80	24%	5.6	5.3	N/A	12.4	5.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.83	11.90	21%	6.9	6.4	N/A	12.0	5.8%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	4.50	7.50	67%	7.9	7.0	0.6	7.6	4.8%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	55.03	75.00	36%	13.2	11.5	2.8	21.6	1.4%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国经济

■ 经济量升价跌，收入与信心依然较弱

经济量升价跌。经济高频活动指数从 5 月的 0.95 升至 6 月的 0.99，高频模拟 GDP 增速从 5 月的 4.96% 升至 6 月的 5%。房地产销量明显改善，11 个代表性城市¹二手房销量 6 月同比增长 13.6%，而一季度和 4-5 月同比分别下降 23.4% 和 7.1%，相比 2019 年同期复苏率从前 5 个月的 94.3% 升至 6 月的 95.7%，30 大中城市商品房销量同比降幅从一季度的 42.2% 和 4-5 月的 38.3% 大幅收窄至 6 月的 19.5%。国内航班执行架次处于高位，国际航班执行架次显著上升，12 个大城市²地铁日均客流量相比 2019 年同期复苏率持续超过 115%。但通缩压力持续，汽车等耐用消费品延续价格战，中高端白酒价格和服务客单价明显下跌，对企业盈利伤害较大，反映消费需求依然疲弱。同时，房价跌幅扩大，中原地产一线城市房价指数月环比降幅从 2023 年的 1.1% 扩大至 2024 年前 4 个月的 1.5% 和 5 月的 2.5%。

需求、收入和信心依然较弱。需求弱于生产，社会零售额实际增速持续低于工业增加值增速，制造业 PMI 新订单指数连续两个月处于收缩区间，而生产指数处于扩张区间。通缩打击收入与盈利，前 5 个月税收收入同比下降 5.1%，税基接近名义 GDP 的增值税同比下降 6.1%，反映企业盈利状况的企业所得税同比下降 1.7%，反映个人收入的个人所得税同比下降 6%。企业信心疲弱，PMI 采购量指数和库存指数均处于收缩区间，企业存款定期化占比从 2023 年末的 68.4% 升至 4 月的 71.6% 和 5 月的 72.7%。消费者信心较弱，个人存款定期化占比从 2023 年末的 71.5% 升至 4 月的 73% 和 5 月的 72.9%。分行业来看，受益于涨价、成本下降、出口增长或人民币贬值等因素，有色、电力、汽车、造纸、纺织、家具、计算机、通信和其他电子设备等行业利润大涨，但受价格下跌和房地产下滑等因素拖累，煤炭、电气机械及器材、专用设备和非金属矿物制品等行业利润大跌。

以价换量和供求再平衡，经济与物价或温和改善。第一，房地产销量降幅将逐步收窄，城镇新增人口和二手房销量作为先行指标 2023 年以来已率先改善，新房销量跌幅从 2024 年二季度开始收窄。但由于供应过剩和库存居高，房价将延续下跌至明年上半年，土地购置与新开工等延续较大幅度下跌，供求延续再平衡。第二，服务消费量延续回升，端午节假期国内游人次和总花费同比分别增长 6.3% 和 8.1%，好于预期；携程数据显示今年暑期国内旅游酒店、机票产品的搜索热度均同比上涨 20% 以上。第三，在 AI 等技术创新和“以旧换新”等政策刺激下，家电、手机和消费电子产品需求将延续温和改善趋势。第四，商品贸易活动将显著回暖。预计货物出口额和进口额增速分别从 2023 年的 -4.6% 和 -5.5% 回升至 2024 年的 3.6% 和 3.3%。第五，通缩或有所缓解，上游价格已率先反弹，食品价格跌幅开始收窄，医疗、教育等部分服务价格延续小幅回升，预计 CPI 和 PPI 增速将分别从 2023 年的 0.2% 和 -3% 升至 2024 年的 0.6% 和 -0.8%。

¹ 11 个代表性城市包括北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、厦门、苏州、无锡、东莞和佛山。

² 12 个大城市包括北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、厦门、苏州、重庆、郑州和长沙。

■ 宏观政策延续宽松，但不会强刺激

房地产政策延续宽松。在近期新一轮政策宽松后，绝大部分城市已取消限购政策，首套房贷和二套房贷最低首付比例分别降至 15% 和 20%，新增首套房贷和二套房贷平均利率估计降至 3.3% 和 3.8% 左右。未来房地产政策仍有宽松空间，包括进一步降低房贷利率，剩余少数城市取消限购，提供购房减税、补贴或更高房贷利息抵税等。

货币政策在多目标约束下或延续适度宽松。央行不仅要稳增长和防通缩，也要稳汇率、保银行息差和防止资金空转，多目标约束令货币政策难以大幅宽松。近期法德政坛动荡风险和不确定性打击欧元，美元指数延续走高，人民币承受压力进一步增加，对国内利率政策构成制约。中国央行在 4 月提示长期国债收益率过低风险后，近期入市借入国债可能在未来用于卖空，显示其对期限利差过低趋势下银行净息差压力和保险利差损风险的极大担忧。但长期利率下行反映房地产剧烈收缩、通缩压力持续和信贷需求疲弱等基本面因素，保持期限利差和金融体系稳定的可行政策是大幅降低短期利率而非干预长期利率。预计下半年央行仍需要在多目标之间寻求平衡，可能小幅下调法定存款准备金率、存款利率和 LPR。

财政政策空间已定，实际扩张进度可能加快。2024 年广义赤字（包括一般公共预算、政府性基金、国有资本预算和社保基金预算等四大体系收支差额）占 GDP 比达到 9%，高于 2023 年的 7.7%，显示财政政策适度加力。全年财政政策空间已基本确定，轻易不会调整。但上半年财政收入增速大幅低于预期，政府债券发行节奏偏慢，政府支出进度明显落后。下半年随着通缩有所缓解、财政收入增速回升和政府债券发行加快，政府支出增速将明显回升。中国广义财政赤字率并不算低，但市场对其实际效果评估不高，主要有三个原因。一是地方政府土地财政与城投净融资持续收缩；二是财政资源大量投入基础设施投资、科技创新与制造业升级等供给侧，对家庭转移支付和消费提振不足；三是在经济体系中占比超过 60% 的私人部门延续收缩。

美国经济

■ 经济和通胀温和放缓

经济温和降温，但仍具韧性。就业和工资持续增长支撑消费者收入与信心，房价与股价持续上涨提供财富效应，家庭消费延续增长。但随着高利率持续，不同家庭财务压力开始分化，信用卡和汽车贷款违约率明显上升，部分可选消费下滑，显示低收入群体财务压力增加。分行业来看，服务业延续扩张，服务业 PMI 在 5 月重回扩张区间，预计 6 月保持扩张状态，新订单指数和商务活动指数表现较强。但制造业活动显著下滑，ISM 制造业 PMI 从 5 月的 48.7 降至 6 月的 48.5，连续三个月萎缩。商品需求延续降温，但降幅收窄，新订单指数从 5 月的 45.4 反弹至 6 月的 49.3，在手订单指数降至大幅收缩区间，客户库存指数下降。商品贸易活动由扩张转为收缩，新出口订单指数与进口指数分别从 5 月的 50.6 和 51.1 降至 6 月的 48.8 和 48.5。制造业就业转弱，就业指数从 5 月的 51.1 降至 6 月的 49.3。商品价格指数下降，但仍处于扩张区间。由于美元利率居高和经济不确定性上升，制造企业不愿增加资本支出与库存。服务业仍延续扩张，5 月 PMI 重新反弹至扩张区间。

劳工市场依然稳健，供求更趋平衡。劳工需求有所反弹，JOLTS 职位空缺数在 4 月创三年多低点后，5 月显著回升，预示就业需求降温过程比较渐进温和。5 月职位空缺数增长主要由政府、制造业和医疗保健等部门推动，但住宿和餐饮服务职位空缺数持续下降，可能受部分州提高最低工资的影响。劳工供求更加平衡，职位空缺数与失业人数比保持在 1.2 左右，处于 2021 年 6 月以来最低，已基本回到长期趋势水平。5 月自主离职人数有所回升，与就业需求反弹相一致，但该指标仍处于多年来低位，作为前瞻性指标显示劳工市场有所

降温。总体来看，美国劳工市场在缓慢降温，劳工需求有所放缓，而移民流入支撑劳工供应增加，工资增速逐步放缓。

通胀重回温和下降。通胀一季度有所反弹后，二季度重回温和放缓势头。5 月 CPI 环比零增长，同比增速延续下降。能源环比大降，食品价格降温，核心商品同比跌幅扩大。房租通胀依然较高，但剔除房租的超级核心通胀自 21 年 9 月以来首次下跌，机票价格大降，医疗服务和机动车保险等价格也明显下降。但房租通胀依然较高。展望未来，新车库存和二手车批发价等先行指标预示核心商品通胀将延续回落，6 月汽油价格环比跌幅扩大预示能源价格进一步回落，整体通胀将延续回落。下半年去通胀的两大因素包括：一是大量移民流入和劳工需求放缓推动劳工供求更趋平衡，薪资增速逐步放缓，核心服务通胀下降；二是房租 CPI 变化滞后于市场租金变化 6-12 个月，滞后于房价变化超过 1 年，市场租金涨幅已从峰值降至 3.7% 左右，5 月房租 CPI 增速超过 5%，仍有下降空间。

美国大选最新情况。在两大候选人第一轮辩论后，特朗普相比拜登占优可能性上升。最高法院做出利于特朗普的裁决，几乎确保他在 11 月大选前不会遭受庭审。市场预期特朗普胜选概率上升。我们认为市场已经历两大候选人第一任期，政策思路有史可寻，此次大选结果对市场影响将更加温和。总体来看，特朗普胜选在短期内可能利好美元与美股（对外大幅增加关税和对内大幅减税），利空美债（大幅减税增加赤字，减少移民推升服务通胀）、油价（鼓励原油生产与出口）、新能源行业（取消新能源补贴）和人民币（大幅提升对华关税）。

■ 美联储或 9 月首次降息

美联储对去通胀谨慎乐观，在等待通胀进一步降温。鲍威尔在欧央行最近举办的央行论坛上表示，美联储的抗通胀已取得相当大进展，数据显示正在重回去通胀轨道，但希望看到更多进展才有足够信心开始降息。由于经济和就业仍具韧性，通胀仍显著高于 2% 的目标，美联储可能选择再等待 2-3 个月，看到数据进一步朝着期待方向发展后，才可能开始降息。未来一年，通胀可能处于 2%-3% 的中低端，但仍高于目标水平，政策利率很难降至非常低的状态。

美联储或 9 月降息，全年降息 50 个基点左右。近期数据显示美国经济和就业温和放缓，通胀重回下降趋势，美债收益率回落，降息预期反弹。随着通胀回落，实际利率进一步上升，货币政策紧缩效应可能逐步显现，欧洲政坛动荡风险推升美元并可能影响外需，预计美国经济和通胀在三季度可能进一步放缓。我们维持美联储可能在 9 月首次降息、12 月再次降息、全年降息 50 个基点和明年降息 75-100 个基点的预测。美国部分商界和金融人士认为，美联储为彰显政治中立，可能不会在 11 月大选前启动降息（标志着货币政策重大转向，这意味着首次降息时间可能在 12 月）。

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

全球终端需求回升，苹果 AI 加速端侧升级周期。重申对科技板块的正面看法，持续看好 AI 算力需求高增和端侧 AI 创新成长，手机/PC 需求复苏以及产业链业绩持续改善。全球产业链业绩显示去库存大致完成；手机产业链（苹果/小米/高通/联发科）展望稳定复苏，苹果链（瑞声/比电/鸿腾）将显著受益 iPhone/iPad 升级周期；PC/服务器品牌（戴尔/惠普/SMCI/联想）和代工厂商（鸿海/广达）业绩向好和指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单需求维持强劲，下半年全球产业链有望呈现全面增长。6 月以来全球科技巨头相继发布 AI 算力/端侧新品和技术路线图，关注下半年苹果 AI 和 GB200 服务器持续催化带动主题性投资机会。建议关注 AI 服务器板块如工业富联（601138 CH，未评级）、鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入），以及 AI PC/手机产业链如小米（1810 HK，买入）、苹果（AAPL US，未评级）、联想（992 HK，未评级）、比亚迪电子（285 HK，买入）和瑞声科技（2018 HK，持有）。

1) 智能手机/PC：苹果 AI 驱动 iPhone 升级周期，AI PC ARM 架构有望加快渗透

手机/PC 终端持续复苏，1Q24 全球手机/PC 出货量同比增长 7.8%/1.5%，1-5 月国内手机出货量同比增长 10.6%，5 月加速同比增长 16.5%。展望下半年，苹果 Apple Intelligence 加速终端升级，我们预计下半年 iPhone 新品将拉动新一轮换机周期，3Q 出货量有望同比转正，看好苹果 AI 生态引领行业发展，未来三年有望迎来创新周期，看好国内产业链龙头立讯精密、瑞声科技、鸿腾精密和比亚迪电子等份额和价值量持续提升。安卓链方面，全球和国内出货量持续复苏，小米供应链明显受益，看好 AI 手机创新有望驱动需求改善。考虑高端手机在光学、结构件、散热、卫星通话和折叠屏等方面创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好比亚迪电子（285 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）、舜宇光学（2382 HK，持有）、高伟电子（1415 HK，未评级）、瑞声科技（2018 HK，持有）和鸿腾精密（6088 HK，买入）等。

在 PC 端，1Q24 出货量同比恢复增长，笔电代工厂 5-6 月营收同比提速，终端品牌（戴尔/惠普/联想）业绩向好，指引需求复苏持续。6 月 COMPUTEX 大厂密集推出 AI PC 产品，高通、联发科、AMD、英特尔等巨头加码 AI PC，我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。展望下半年，预计行业受益 AI PC 和 Win11 更新周期驱动将温和复苏，英特尔预测 2024 年 AI PC 出货量约 4000 万台，2028 年 AI PC 占比将达 80%。我们看好手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链标的，包括苹果（AAPL US，未评级）、小米集团（1810 HK，买入）、联想集团（992 HK，未评级）和华勤技术（603296 CH，未评级）。

2) AI 产业链：GB200 放量在即，聚焦 AI 服务器供应链下半年迎来全面增长

全球云厂商 2024 年资本支出将重回高速增长，服务器品牌（戴尔/惠普/SMCI/联想）和代工厂商（鸿海/广达）1H 业绩向好并指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单需求维持强劲。我们预计 GB200 服务器将于 9-10 月量产，多家参与的 ODM 受益显著，其中广达预计将于 9 月量产，工业富联指引 2024 年 AI 服务器收入同比增长两倍，占服务器总收入近 40%，其中生成式 AI 服务器同比增加三倍。另外，6 月 COMPUTEX 展会上海外巨头（英伟达/AMD/英特尔）相继发布 AI 新品和技术路线图，包括英伟达下一代 Rubin 系列、

AMD 的 MI325X GPU/Zen 5 CPU 以及英特尔下一代 Lunar Lake CPU 芯片，我们看好 AI 算力升级周期加快将推动产业链持续增长。

AI 下游产业化应用加速，芯片供应限制将在 2Q 得到缓解，高算力需求将推升 AI 服务器增长。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商；中游主要以服务器品牌和 OEM/ODM 为主，而随着终端客户对服务器定制化需求逐步增强，OEM/ODM 厂商将加强与下游厂商如云厂商、运营商和政府机构等合作。从硬件层面，建议关注全球核心 AI 服务器 OEM/ODM 受益标的，包括工业富联、超微电脑、联想、戴尔和浪潮信息，以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括鸿腾精密（6088 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）和比亚迪电子（285 HK，买入）。

3) MR 产业链：AI 模型提升交互能力，看好下半年 AR 眼镜发展趋势

随着苹果 Vision Pro 全球多地开售，应用生态加快完善，预计 MR 产业链 2024 年出货量将温和复苏，看好苹果二代平价版本推出将激活相关软件生态建设，加速 AR/VR/XR 产品渗透。另外，我们预计下半年 Meta、三星、索尼和华为等大厂将发布多款 MR 新品，Meta 有望在 9 月 Connect 2024 上展示 AR 眼镜新品，我们看好 AR 眼镜将成为主流终端，拉动行业整体出货重回正增长。相关上游硬件零部件及组装产业链受益标的包括立讯精密（002475 CH，买入）、歌尔股份（002241 CH，买入）、兆威机电（003021 CH，未评级）、高伟电子（1415 HK，未评级）和长盈精密（300115 CH，未评级）。

4) 汽车电子：小米 SU7 上调交付目标和特斯拉推动 FSD 入华，有望加速自动驾驶发展

小米 SU7 上调今年交付目标至 12 万台，其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力，推出 Pilot Pro/ Pilot Max 两套智驾方案。受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。另外，随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展，自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高，预计 ADAS 摄像头需求将不断增长。我们看好京东方精电（710 HK，买入）、英恒科技（1760 HK，买入）、德赛西威（002920 CH，未评级）、经纬恒润（688326 CH，未评级）、舜宇光学（2382 HK，持有）和联创电子（002036 CH，未评级）等汽车电子产业链。

■ 推荐买入比亚迪电子、鸿腾精密、小米集团、立讯精密

1) 比亚迪电子（285 HK）：安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为利润增长动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司收购捷普的 Mobility 结构件业务，扩大其智能手机业务发展空间，从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

2) 鸿腾精密（6088 HK）：全球服务器连接器龙头厂商之一，管理层预期 2024 年服务器/互连业务收入将同比增长 15-20%，AI 服务器相关产品收入将占收入 8-10%，对比 2023 年的 1%有较大幅度提升，主要受到铜连接器产品的出货增长驱动，以及包括 MCIO 和高速 I/O 产品的快速放量。另外，今年公司迎来新品上量及业务突破：1) 网络连接业务的高速连接器产品出货量将显著增加。2) EV 业务的 Voltaira 汽车电子并表有望带来三位数同比增长。3) AirPods 产品将在 3Q24 出货，目前越南及印度工厂已陆续开启生产。我们认为公司增长动力，产品组合持续优化，我们看好公司 2024 年收入和利润增长加速。

3) 小米集团 (1810 HK)：手机业务回暖，表现优于市场，国际化、高端化战略效果明显，小米 14 系列手机销售表现亮眼。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力，以及极致的性价比和软硬件生态完整性，在消费者中树立良好口碑，高端化进程进入新阶段。3 月 28 日小米汽车正式发布小米 SU7，我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。

4) 立讯精密 (002475 CH)：受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升，近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深化垂直整合能力，未来 3 年苹果 AI 叠加 iPhone 升级周期，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系，随着新品发布和技术布局逐步落地，看好公司成长逻辑，目前估值处于历史低位，建议买入。

■ **风险提示：**宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

6 月，AI 产业链核心受益标的博通（AVGO US，[报告](#)）、迈威尔（MRVL US，[报告](#)）和美光（MU US，[报告](#)）分别发布了业绩。从基本面看，相关业绩情况符合我们过去几个月的观点，即来自 AI 的收入维持高速增长。AI 主题依旧是市场最火的投资主题之一，市场行情发展到现阶段，我们再次梳理了 AI 产业链相关受益标的 AI 收入占比的情况、年初至今的表现、未来 12 个月的收入增速，以及估值水平（[报告](#)）。英伟达依旧是 AI 收入占比最高、涨幅最高的标的。公司股价年初至今的收益率为 150%（截至 6 月 28 日收盘）。目前，英伟达股价在看似势不可挡的上涨后稍显疲态，不过公司及其他 AI 产业链相关标的仍受到投资人的高度关注。

近期热点回顾：

1) AI 主题：

英伟达（Nvidia）作为 AI 行业的风向标，于 5 月下旬公布了一季度财报。本季度收入为 260 亿美元，同比增长 262%，环比增长 17.8%。公司数据中心收入为 226 亿美元，同比增长 426.7%，环比增长 22.6%。除强劲的一季度业绩和二季度指引外，英伟达宣布增加股息，并将以 10:1 的比例进行拆股。业绩发布后，英伟达股价突破 1,000 美元大关。（[报告](#)）

迈威尔（Marvell）于 5 月底公布了一季度财报。在英伟达又一次强劲的业绩后，投资者对迈威尔的预期提升。然而符合预期的 2025 年一季度业绩和指引不足以激起投资者的兴趣。因此，我们看到公司股价在财报后回落。我们认为，公司业绩表明 AI 需求依旧强劲。不过，来自其他终端市场的需求持续疲软。公司一季度数据中心收入同比增长 87.3%/环比增长 6.7%，预计二季度增长在中个位数。管理层有信心 2025/26 财年的 AI 收入将超过此前指引，即每年增长 10 亿美元。（[报告](#)）

博通（Broadcom）于 6 月公布了强劲的 2024 年二季度业绩。公司本季度收入和非 GAAP 净利润分别达到 125 亿美元和 54 亿美元，超出彭博一致预期 4%和 2%。AI 收入仍是投资者关注的重点。公司本季度 AI 收入突破 31 亿美元，同比增长 280%、环比增长 35%，占总销售额的 25%、半导体业务部门销售额的 43%。非 AI 半导体业务在二季度持续疲软，但管理层预期该部分收入将于下半年实现温和复苏。公司将 2024 财年的收入指引上调 10 亿美元至 510 亿美元，并将 EBITDA 利润率从此前的 60%上调至 61%。虽然收入指引的上修主要是得益于 AI 收入增长的推动，但投资人认为管理层对 AI 收入的指引过于保守，预期公司下个季度的业绩有望再超预期。公司也宣布将在 2024 年 7 月 12 日盘后按 10:1 比例进行拆股。博通本季度的业绩印证了来自 AI 领域的需求，尤其是 AI 网络连接方面的需求依旧强劲。（[报告](#)）

美光宣布了基本符合预期的 2024 财年第三季度业绩。收入环比增长 17%/同比增长 81%，达到 68 亿美元（略高于市场预期的 67 亿美元），主要受益于 1) 供需条件的改善，2) 有利的产品结构，即高价值产品（如 HBM）的出货量逐步增长，预期这种趋势将持续。同时，公司盈利能力也有所提高：1) 本季度毛利率为 26.9%（市场预期为 27.2%），对比上季度的 18.5%和去年同期的-17.8%，2) 净利润连续第二个季度转正，达到 3.22 亿美元。下一季度的收入指引为 76 亿美元加减 2 亿美元（环比增长 8%/同比增长 84%），符合市场预期。预计公司毛利率将在四季度增加 600 个基点，并在 25 财年一季度继续提升，主要受益于 ASP 的上涨和 HBM、大容量 DIMMS、数据中心 SSD 等产品贡献增加的推动。（[报告](#)）

基于英伟达及 AI 产业链相关公司的业绩，我们维持 AI 需求将在短期和长期持续增长的观点。我们认为主要云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 会维持大额的资本支出，以支持 AI 算力的提升。根据彭博一致预测，四大巨头 2024 年的资本支出总额预计增长 36%，高于 2 月初预期的 11%，**这将持续利好 AI 产业链的发展。而真正受益于 AI 需求的公司将会有更强的业绩增长的确定性。首选中际旭创（300308 CH，买入）。**

对于海外受益标的，包括英伟达、博通、美光等标的，我们在 1 月的报告中列出了他们各自的人工智能收入占比（即来自人工智能相关销售额除以总收入），我们最近对该数字进行了更新（[报告](#)）。英伟达依旧是 AI 收入占比最高、涨幅最高的标的。公司股价年初至今的收益率为 150%（截至 6 月 28 日收盘）。目前，英伟达股价在看似势不可挡的上涨后稍显疲态，不过公司及其他 AI 产业链相关标的仍受到投资人的高度关注。

2) 国产替代主题：

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。**

近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，注册资本高达 3,440 亿元人民币，是迄今为止规模最大的一期（第一/二期资金规模分别为 1,390 亿元/2,000 亿元人民币）。该基金的设立对推动中国集成电路产业的发展有着重要的意义。参考前两期投资重点主要集中在芯片制造、半导体设备和材料等领域，我们认为第三期的投资方向有望延续此前的投资范围，同时可能关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。**在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 CH，买入）将是主要受益者。**（[报告](#)）

我们维持 2023 年年底策略报告中的投资主线推荐。

1) 人工智能（AI）：资本开支继续增长，产业链持续受益。

需求端：我们持续看好人工智能产业链的发展。我们认为 2024 年各大云厂商将继续加大对 AI 基础设施的投资，以确保在 AI 军备竞赛中保持先发优势，以获得更多的市场份额、吸引更多用户使用其产品，并着重对基建中能效指标进行改进和提升。根据彭博预测，**2024 年主要云厂商（MSFT/GOOG/AMZN）和 Meta 的资本支出总额预计同比增长 36%，高于 2 月初预期的 11%，这将持续利好 AI 产业链的发展。**

供给端：1) 台积电：AI 需求一枝独秀；2) 海力士、美光：HBM 2024 年产能已经全部订满，2025 年产能基本分配完成。

另外，我们看到两家龙头大语言模型公司的估值和收入预测近期都有大幅提升，表明 AI 应用的变现正在快速推进。1) 微软支持的 OpenAI 在最近一轮（2023 年 12 月）的估值超过一千亿美元，远高于去年 4 月的 290 亿美元和 10 月的 860 亿美元估值；2) 亚马逊和谷歌支持的 Anthropic 预计 2024 年收入将达到 8.5 亿美元，远高于目前的 1 亿美元收入，以及三个月前预估的 5 亿美元；3) 由英伟达支持的云计算初创公司 CoreWeave 在最近一轮融资中的估值增长接近三倍，达到 190 亿美元。

展望未来，AI 的创新和应用将持续加速，我们预计市场的焦点将会从之前的 AI 硬件投资（如芯片等基础设施）拓展到 AI 应用和软件开发的进展，即关注 AI 变现策略能否顺利推进且获得成功。例如，具备 AI 功能（如 Copilot）的终端设备（AI 智能手机和 AI PC）是否能在未来加速渗透。

我们维持 AI 需求将持续增长的观点，相信产业链相关公司会持续受益，尤其是那些业务收入来自 AI 市场份额高的标的。除 AI GPU 市场以外，我们尤其看好存储市场（HBM3 和

HBM3e 的需求增长和存储产品价格的修复)，以及光模块和网络通信芯片的需求。韩国半导体出口数据在最近几个月实现强势增长（1/2/3/4/5 月：16%/63%/36%/56%/55%）。该增长一方面是库存出清、需求逐渐回暖；另一方面是 AI 市场的快速增长推动了 HBM 等产品的需求。我们认为随着推理大语言模型应用推广，该需求仍将保持强劲。

A 股首推中际旭创（300308 CH，买入）。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。我们维持对中际旭创的“买入”评级，目标价为 130.71 元（分红后）。（[报告](#)）

2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化

根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

从国际关系上，AI 禁令进一步趋严，同时有些国家也在加强对中国半导体行业的限制，如近期荷兰政府撤销了部分光刻机出口到中国的许可证。在这种国际环境下，国产替代的趋势势必会加强。我们已经看到英伟达最新的符合出口规定的芯片在中国的需求并没有预期中那般强劲。出于对性能、价格等因素的考虑，国内云厂商的购买意愿似乎并不强烈，并转向寻求国产替代的方案（如华为）以及自研方案。

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。**近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期。在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 CH，买入）将是其中的受益者。（[报告](#)）

推荐北方华创（002371 CH，买入）。公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。北方华创作为中国最大的设备制造商，拥有最丰富的产品线。公司持续巩固其在中国的领先地位，与国内众多芯片制造商都有紧密的合作，多种产品已安装并运行。公司雄厚的资产负债表（现金超过 100 亿元人民币）和多样化的人才库赋予了其持续发展所需的财务实力和研发能力。我们给予该标的“买入”评级，目标价为 405 元人民币。（[报告](#)）

推荐华虹半导体（1347 HK，买入）。我们认为中国的半导体供应链将进一步加强本地化。我们预计中国晶圆代工龙头企业将持续保持市场份额的增长，主要驱动力包括：1) 中国政府对半导体供应链自主可控的大力支持；2) 成熟制程产能的扩张和份额提升；3) 下游市场需求的逐渐复苏。我们认为，中国最大的两家晶圆代工企业，中芯国际和华虹半导体，将是半导体自主可控趋势下的主要受益者。华虹半导体是中国第二大晶圆代工企业。我们观察到了公司晶圆出货量和产能利用率上升等积极迹象，我们认为公司正在从周期底部逐渐复苏，给予该标的“买入”评级，目标价 24 港元。（[报告](#)）

3) 半导体周期或将回暖

我们认为消费电子市场于 2023 年年底触底。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。随着 2024 年宏观经济的温和改善，半导体行业终端需求有望逐步回暖。**韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）**将通过新品发布和市场份额的增长获益。韦尔股份的高阶像素 50 系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升；同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。卓胜微的基于芯卓自建产

线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率；同时，公司集成自产滤波器的产品也在 2Q23 放量。

4) 通讯板块仍是较好的防御性标的

我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观顺风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

目前通讯板块的股息收益率为：中国移动（941 HK），6.19%；中国电信（728 HK），5.31%；中国联通（762 HK），4.91%；中兴通讯（763 HK），4.23%；中国铁塔（788 HK），3.88%。

- **风险提示：**AI 需求不及预期；新的半导体禁令出台；行业竞争激烈程度高于预期；消费电子需求持续下滑。

软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

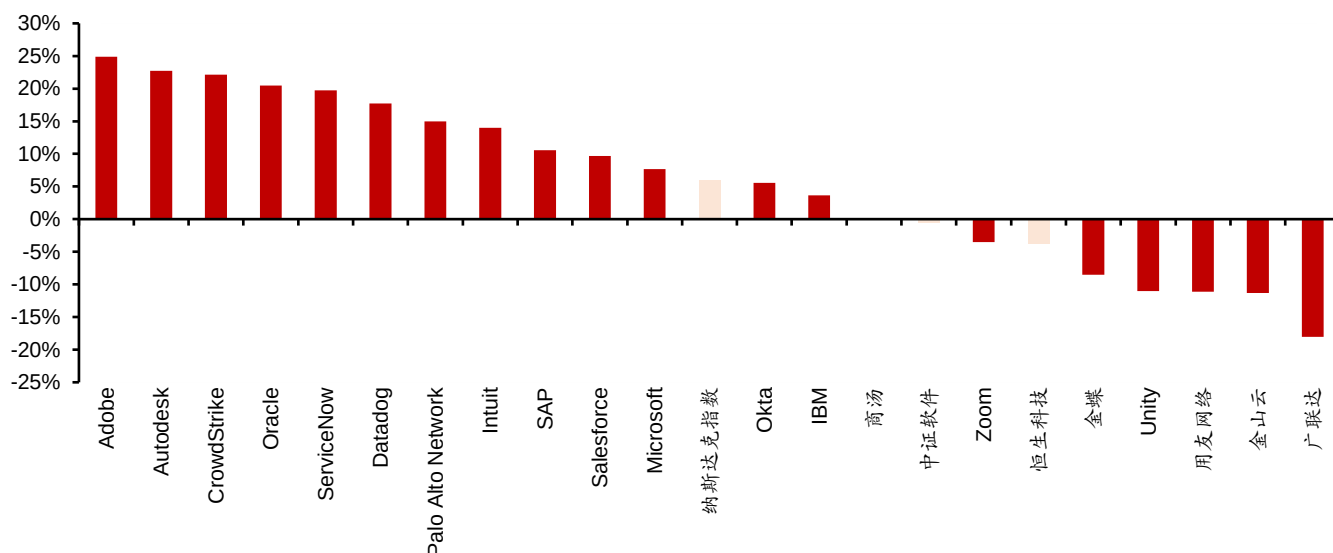
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

中性乐观。美元流动性压力能否缓释或仍为中国软件板块估值重估的关键性驱动因素。基本面层面，在整体企业 IT 支出温和恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。基础云服务降价或有望助推成本改善，大模型使用成本下降或有望助推 AI 相关应用生态逐步繁荣。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。推荐买入金蝶国际 (268 HK)。美国软件行业中，降息预期交易助推近期板块估值高位抬升，在估值已经较为充分地反映市场乐观情绪的情况下，基本面能否维持超预期的表现或为估值波动中枢的关键支撑因素，中长期仍关注利润率扩张节奏及 AI 带来的增量营收变现前景。推荐买入 ServiceNow (NOW US)。

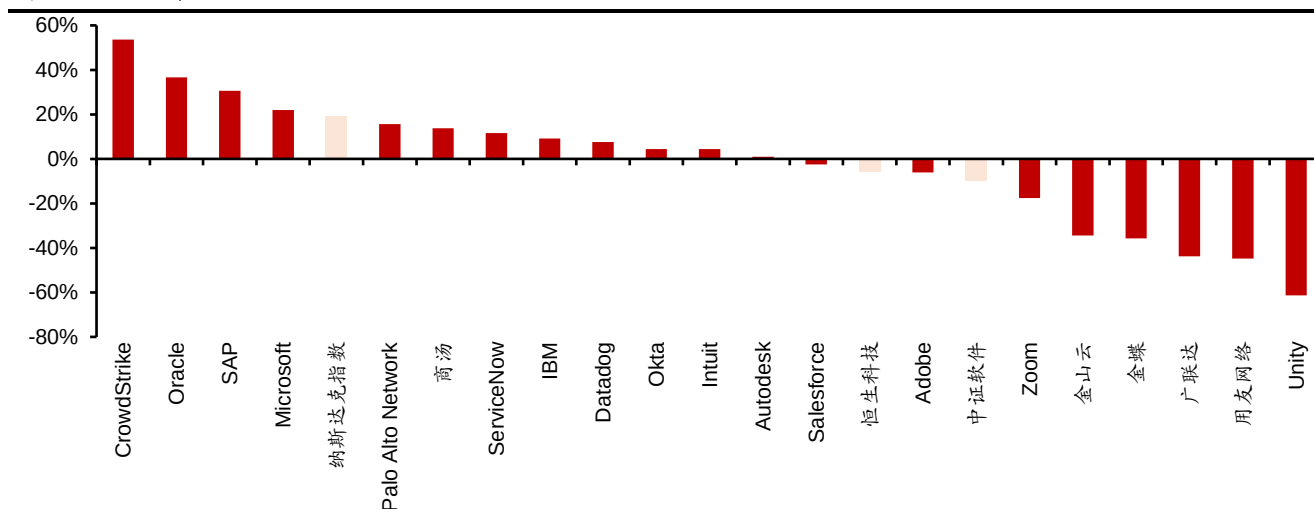
6 月恒生科技指数下跌 4%，中证软件指数下跌 1%。Adobe 6 月上涨 25%，公司公布了好于预期的 2QFY24 业绩，总收入同比增长 10% 至 53.1 亿美元，RPO (remaining performance obligations, 剩余履约价值) 同比增长 17% 至 179 亿美元 (1QFY24: +16% YoY)，公司上调 FY24 全年数字媒体 ARR (annual recurring revenue, 年度经常性收入) 指引至约 19.5 亿美元 (前值: 19.0 亿美元)，并上调全年 Non-GAAP EPS 预期至 18.00-18.20 美元 (前值: 17.60-18.00 美元)。

图 2: 6 月软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢

头部 SaaS 公司的客户粘性强, 但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出, 我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 2024 年实现 14-20% 的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%, 但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复, 但整体结构性的复苏或仍有待观察。2H24 年, 相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司, 我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ IaaS 和 PaaS: 高质量增长是主题, AI 云带来新增量

2023 年中国云服务市场受到宏观逆风的影响, 龙头厂商持续进行业务调整, 逐步减少低利润率 CDN 业务、更专注 PaaS 及增值服务端的营收扩张以驱动云业务利润率提升、高质量增长。展望 2024 年, 整体中国云行业的营收增长或有望随着经济逐步回暖带动企业数字化开支回暖而逐步回升, 生成式 AI 对于头部公司的营收贡献有望从 3Q23 的低单位数进一步提升。因生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平, 叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略, 我们预计头部厂商云业务的盈利能力在 2024 年或有望进一步提升。

■ 海外软件: 客户数字化支出仍然谨慎, 关注生成式 AI 进展

美股降息预期降温, 软件板块估值维持高位波动。由于宏观逆风因素以及疫情后企业数字化投入放缓, 目前企业客户对于数字化支出仍持谨慎态度。Salesforce 公布 1QFY25 总收入同比增长 11% 至 91.3 亿美元, 非 GAAP 营业利润同比增长 29% 至 29.3 亿美元, 符合一致预期。但 1QFY25 公司 cRPO 同比增速放缓至 10% (4QFY24: 同比增长 12%) 且低于公司此前指引, 主因客户更加谨慎的采购行为以及公司对销售团队主动采取调整措施, 引发投资人担忧。考虑持续的宏观逆风因素, 管理层将 FY25 订阅收入增速指引下调至略低于 10% (前值: 同比增长 10%)。ServiceNow 1Q24 总收入同比增长 24% 至 26 亿美元, 非 GAAP 净利润同比增长 46% 至 7.07 亿美元。1Q24 固定汇率下 cRPO 同比增长 21%, 较此前指引高出 100bps, 得益于 1Q24 新签订单的强劲表现。我们看好公司在企业 AI 解决方案市场的竞争优势, 公司生成式 AI 产品 Pro Plus 的销售表现强劲。

■ 推荐买入 ServiceNow、金蝶国际

ServiceNow (NOW US) : ServiceNow 1Q24 总收入同比增长 24%至 26.0 亿美元，固定汇率下 cRPO 同比增长 21%，较指引高出 100bps。在经营杠杆推动下，1Q24 非 GAAP 运营利润率同比提升 4.4 个百分点至 30.4%。相较于同业，我们更加看好 ServiceNow cRPO 在宏观逆风环境下的增长韧性表现、良好的财务指标（1Q24 自由现金流比率+收入增速> 70%）以及生成式 AI 产品的快速发展（AI 赋能的 Pro Plus 产品 NNACV 已超过公司历史上所有新产品在可比期间的表现）。我们目标价为 895.0 美元，基于 50 倍 FY24 EV/EBITDA。

金蝶 (268 HK) : 金蝶 2023 年营收 57 亿元人民币，同比增长 17%（2022 年：同比增长 17%），归属于普通股东的净亏损为 2.1 亿元人民币（2022 年：亏损 3.89 亿元人民币）。金蝶的减亏正处于正轨，净亏损率从 2022 年的 17.9%收窄至 2023 年的 12.1%，主要得益于毛利率的提升和经营效率的提升，而毛利率的提升得益于订阅收入占比提升和云基础设施成本优化。管理层承诺将在 2024 年持续提高运营效率，目标是在 2025 年之前实现盈亏平衡。受益于较强且持续强化的产品能力和合作伙伴体系，我们对金蝶受益于软件国产替代的趋势保持乐观。我们给予金蝶的目标价为 15.5 港元，基于 6.4x EV/S，与一年均值一致，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

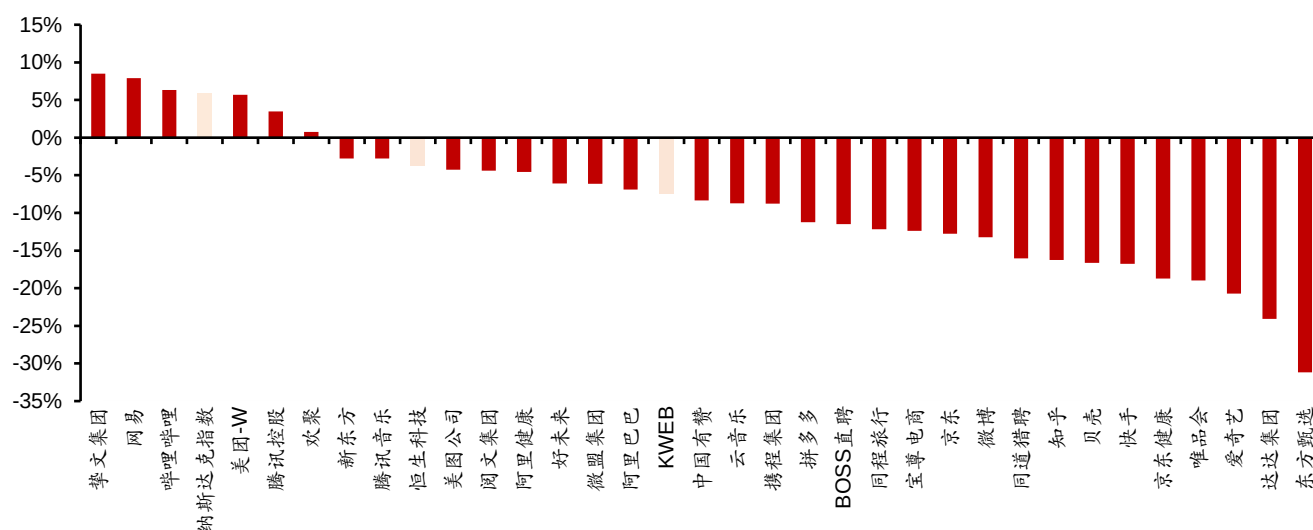
■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 6 月，行业取得绝对收益的标的集中在存在事件性催化的公司（宣布新游定档的网易及新游上线具备亮眼表现的哔哩哔哩），和业绩好于预期或基本面表现稳健且有回购支撑的公司（美团、腾讯）。地产风险进一步缓释、消费结构性复苏及流动性缓释或仍为推动板块估值重估的决定性因素。展望 7 月，除基本面维持稳健表现外，受益于事件性的催化因素（如世界人工智能大会相关产业链政策及新品发布催化、新游发布后表现超预期）及 2Q 业绩有望好于预期的公司或将获得更多的关注度。月度选股视角下我们推荐即将进入新一轮高质量游戏产品周期的网易（NTES US）、旺季出境游业务恢复有望好于预期的携程（TCOM US）、竞争阶段性缓和且全年净利润增长展望更加乐观的美团（3690 HK），同时仍建议关注基本面表现稳健且股东回报水平稳定的腾讯（700 HK）和基本面改善已现早期成效的阿里巴巴（BABA US）。年度维度仍建议关注三条主线：1) 新业务潜在体量大、业务探索有望在长期带来可观资本利得；2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3) 主营业务有稳健盈利增长空间的公司。推荐标的为腾讯（700 HK）、阿里巴巴（BABA US）、拼多多（PDD US）。

当前互联网板块整体估值对应 17x 2024E non-GAAP P/E，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，我们预测互联网行业 2023-2025E 年 non-GAAP 净利润复合增速有望达 19%，对应 2024E PEG 为 0.9x。

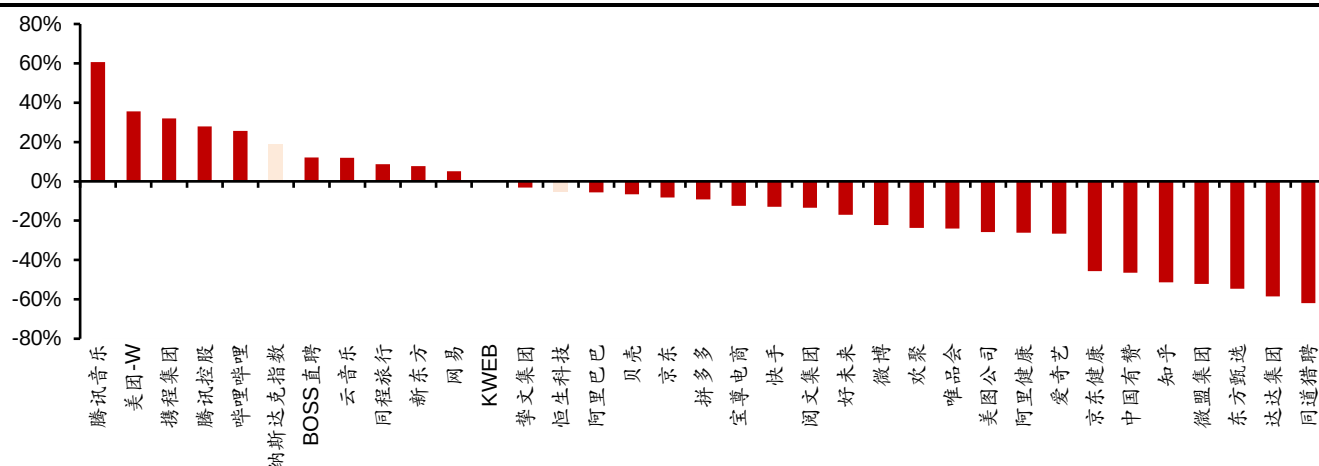
6 月恒生科技指数下跌 3.7%，KWEB 指数下跌 7.5%，挚文集团/网易/哔哩哔哩 6 月上涨 9/8/6%。网易 6 月公布高期待值《永劫无间》手游将于 7 月 25 日上线，《魔兽世界》国服亦定档 8 月重新上线，多款新游提升市场对于网易下半年基本面及股价表现的信心；哔哩哔哩《三国：谋定天下》6 月上线后流水表现好于预期，连续 20 日排名 iOS 游戏畅销榜前 5，有望驱动公司下半年游戏收入强劲表现。

图 4: 6 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 电商：高基数下表现或具备韧性，消费复苏及股东回报或仍为关键估值驱动因素

据国家统计局，5M24 网上零售额/实物商品网上零售额达 5.8 万亿元/4.8 万亿元人民币，同比增长 12.4%/11.5%，对应两年 CAGR 为 13.1%/11.6%，网上零售额增速持续超过实物商品网上零售额增长。单 5 月份实物商品网上零售额增速 12.9%，环比上月的 9.6% 进一步加速，较高基数下稳健增长趋势延续且好于市场预期，直播电商及即时零售持续渗透、传统电商平台深化低价策略及优化购物体验支撑下消费者购买习惯持续向线上迁移或为主要支撑。

据易观数据，2024 年 618 全周期（5 月 20 日-6 月 18 日），主要电商平台（淘宝天猫、京东、拼多多、抖音、快手）整体成交额同比增长 13.6%，抖音/拼多多/快手/淘宝天猫/京东全周期成交额分别同比增长 26.2%/17.7%/16.1%/12.0%/5.7%。回顾 2018-2019 年 618 购物节，传统电商平台 GMV 在 2Q 平台总 GMV 中的占比约为 36%，结合 4-5 月国家统计局给出的数据，实物商品网上零售额 2Q 增长或仍有望达到双位数，好于市场中高单位数的增长预期。尽管超预期的 GMV 增长或部分因退货率提升及补贴力度加大所驱动而不能完全转化至利润水平，但需注意电商平台整体的补贴仍以高效为基调展开，补贴主要围绕高频及核心会员用户，利润端的扰动程度或有望弱于市场预期。

展望 2H24，电商平台基于较为稳定的利润水平提升股东回报或有望为估值水平提供支撑，而估值水平的进一步重估或将取决于消费能否进一步稳步复苏。海外扩张仍是电商平台长期营收和盈利增长的关键推动力。我们维持阿里巴巴（BABA US）、拼多多（PDD US）、京东（JD US）的“买入”评级。

■ 在线旅游：国内业务高基数下同比增长具备韧性，出境游业务恢复有望好于预期

2Q24 节假日出游预定数据显示高基数下国内游业务维持温和健康增长，出境游业务的恢复处于正轨，而根据目前暑期预定数据看，携程的出境游酒旅 GTV 或有望在旺季接近全量恢复，表现有望至少符合市场预期。

根据中国文化和旅游部发布的数据，2024 年端午节假期国内旅游出游合计 1.1 亿人次，同比增长 6.3%（2019 年端午节：9,597.8 万人次，同比增长 7.7%；2019-2024 CAGR：2.8%），端午节期间国内游客出游总花费 403.5 亿元人民币，同比增长 8.1%（2019 年端午节：393.3 亿元人民币，同比增长 8.6%；2019-2024 CAGR：0.5%）。2024 年端午节假期期间人均旅游支出（ARPU）为 367 元人民币，同比增长 2%，尽管面临较高基数，我们认为端午节国内旅游需求仍维持健康，但这个计算出的 ARPU 相较 2019 年低 10%，我们认为这部分是由于消费意愿更加谨慎所致。

出境游方面，数据显示消费者的出游需求仍维持强劲，出境游复苏仍处于正轨。在供给方面，航旅纵横于 5 月 23 日发布的预测数据显示，2024 年端午节假期期间的国际航班数量将超过 4,800 班次，同比增长 72%，将恢复至 2019 年水平的约 75%，相较 1Q24 的 70% 有所改善，这符合我们对复苏节奏的预期，我们预计 2Q24 的整体行业复苏率将达到约 80%。在需求方面，端午节假期出入境航线机票预定量超 41 万，同比增长约 80%。去哪儿网的数据也显示了出境游的稳步复苏趋势：其平台上端午出发的国际机票预订量同比增长逾 60%，端午入住的国际酒店预订量同比增长了 50%。然而，由于国际航班供给数量的正常化，端午期间的国际机票平均价格同比下降了 20%。

对于我们覆盖的 OTA 平台，我们认为，得益于强劲的订单量同比增长，2Q-3Q24 国际机票业务的总交易额（GTV）有望维持强劲的同比增长趋势，但部分被票价的正常化所抵消。对于国际酒店预订业务，我们预计强劲的预订量增长将在 2Q-3Q24 推动 GTV 和收入增长。中国新闻网报道的暑期出境游趋势已经部分验证我们的结论：据报道，7 月 1 日至 8 月 31 日整体出境游机票预订量同比增长 1.6 倍，机票价格较去年同期下降两成左右，我们认为这或对应行业整体的出境机票 GTV 预定恢复至疫情前的约 80%、酒店 GTV 恢复水平更优，而携程有望持续好于行业 20-30%，或对应暑期期间的出境游 GTV 有望接近全量恢复。

■ 在线游戏：新产品上线有望推动 2H24 游戏市场加速增长

7 月多款高期待值游戏上线，叠加 5-6 月多款重磅新游戏的强劲流水表现，我们看好下半年游戏市场收入加速增长：1) 腾讯《地下城与勇士：起源》自 5 月 21 日上线后表现强劲，连续超 30 日排名 iOS 游戏畅销榜第一，Sensor Tower 估计该游戏 10 天流水（仅 iOS）即超过 1 亿美元。我们预计该游戏 24 年流水有望达到 80-100 亿元，约占腾讯 2024E 游戏收入的 4-5%；2) 网易进入新一轮高质量游戏产品周期，高期待值《永劫无间》手游定档 7 月 25 日上线，《燕云十六声》将于 7 月 26 日上线，得益于新游戏上线以及部分老游戏的调整基本完成，我们预计网易下半年游戏收入有望重新加速增长；3) 哔哩哔哩《三国：谋定天下》上线后流水表现好于预期，连续 20 日排名 iOS 游戏畅销榜前 5，我们预计该游戏 24 年流水有望达到 10-20 亿元人民币，约占哔哩哔哩 2024E 游戏收入 24-47%。

■ 在线广告：广告市场温和增长，电商广告驱动中短视频平台广告收入增长

我们预计 2024 年中国在线广告市场将延续复苏趋势。分平台看，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于电商交易生态及广告基础设施的持续完善，推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望 2Q24：1) 我们预计腾讯 2Q24 在线广告收入同比增长 18%，主要得益于视频号广告收入增长以及广告技术能力提升；2) 我们预计哔哩哔哩 2Q24 广告收入同比增长 27%，主要受电商相关行业广告收入的强劲增长所驱动，618 大促期间，哔哩哔哩带货 GMV 同比增长 146%，订单量同比增长 154%，在平台进行投放的广告主数量达到去年同期 4 倍；3) 我们预计快手 2Q24 在线广告收入同比增长 20-25%，主因内循环广告的强劲增长以及外循环广告的持续复苏。

■ 推荐买入阿里巴巴、美团、腾讯、携程、网易、拼多多

1) 阿里巴巴 (BABAUS)：我们预计阿里巴巴 2024 年将持续加大投资力度以支持国际业务更快速的扩张。尽管经过一年较为严格的成本管控及面对目前较为激烈的竞争环境，进一步提高运营效率的空间或较为有限，但阿里巴巴仍致力于通过派息和股票回购提升股东回报，或有望在追求确定性的市场投资情绪中获得更高的市场认可度推动估值重估，且阿里巴巴在外部环境不明朗的情况下短期维持集团基础设施和业务协同布局发展或有利长期发展。公司投资以重振长期增长的举措已在重振淘天 GMV 增长层面初见成效，变现率提升、云业务增长重新加速、国际业务 UE 提升或有望在 2HFY25（年结于 3 月）逐步兑现，阿里巴巴目前估值对应 8x FY25E P/E (non-GAAP)，在公司持续提升股东回报的举措驱动下，估值或具备重估空间。

2) 美团 (3690 HK)：我们认为本地生活行业整体线上渗透率或仍有较大提升空间，尽管行业常态化竞争及美团代理转直营的举措导致中长期到店板块利润率展望有所下调，但随着较高速的 GMV 增长及变现率逐步企稳，美团到店业务经营利润仍有望维持稳健增长。同时，得益于外卖业务补贴优化及广告业务的货币化增加支撑下的即时配送业务单位经济效益 (UE) 的前景改善，及美团优选由于运营效率提升及业务调整优化推动业务减亏好于预期，我们对美团 2024 年的净利润增长前景更为乐观。美团交易现价对应 16x 2024E PE，对比 2024-2026E 集团整体 33% non-GAAP 净利润 CAGR 及核心本地商业 18% 的经营利润 CAGR 仍具吸引力。

3) 腾讯 (700 HK)：腾讯核心竞争优势稳固，叠加广告及游戏带来高质量收入增量，我们看好腾讯 2024E 持续实现强劲盈利增长 (2024E: +27% YoY) 并提升股东回报。我们看好：1) 视频号广告/电商以及小游戏等高毛利率新业务带来增量收入贡献，驱动公司毛利率持续改善及利润增长；2) 腾讯《地下城与勇士：起源》自 5 月 21 日上线后表现强劲，我们预计该游戏 24 年流水有望达到 80-100 亿元人民币，约占腾讯 2024E 游戏收入 4-5%；3) 强劲的现金流支撑股东回报持续提升，公司计划将 2024 年股份回购规模提升至 1,000 亿港元以上（约占当前市值 3%）。综合考虑公司盈利增长潜力及股东回报水平，公司当前 17x FY24E P/E 的估值（剔除战略投资的核心业务仅对应 14x FY24E P/E）具备较高吸引力。

4) 携程 (TCOM US)：携程国内游及出境游业务有望维持稳健营收增长，且借助其一站式平台、强大的移动端体验、优秀的客户服务能力和不断强化的供应链能力，携程有能力开拓其他在线渗透率仍较低的国际市场，助力长期营收和盈利增长。公司目前交易现价对应 15/13x 2024/2025E PE，公司 2024 年非 GAAP 经营利润有望同比增长 20%，估值或仍有进一步提升空间。

5) 网易 (NTES US)：网易 2H24 进入新一轮高质量游戏产品周期，高期待值《永劫无间》手游定档 7 月 25 日上线，《燕云十六声》将于 7 月 26 日上线，《魔兽世界》将于 8 月 1 日回归，此外《梦幻西游》等端游的商业化调整在 1H24 已经基本完成。得益于新游戏上线及老游戏的调整完成，我们预计网易下半年游戏收入有望重新加速增长。我们预计网易 2H24 游戏收入同比增长 10%，运营利润同比增长 22%，公司当前现价对应 13x FY24E PE，新一轮产品周期下，估值具备改善空间。

6) 拼多多 (PDD US)：拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动强劲的 GMV 增长。尽管行业竞争可能在 2024 年变得更加激烈，但在“百亿补贴”计划佣金率的提高和新广告产品推出的帮助下，拼多多或仍有进一步推动主站货币化率提升的空间。尽管地缘政治风险及海外监管风险扰动下 Temu 的估值水平或将面临短期波动，但海外扩张仍将支持拼多多的长期收入和盈利增长。公司目前交易现价对应 11x 2024E P/E，国内业务利润稳步增长或有望为估值提升提供支撑。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，地缘政治风险加剧。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来 6 个月看法乐观

预计医疗设备更新政策即将落地，政策力度大、范围广、持续周期长，将有效刺激医疗设备的需求释放。我们也期待全国性的创新药、创新器械的支持政策出台。我们预计随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，中国医药行业有望回归健康增长。我们看好医药行业反弹，主要由于 1) 国内政策预期改善，医疗设备更新政策落地有效刺激采购需求，创新药械支持政策有望落地；2) 出海提供额外增长动力，创新医疗器械海外市场高速增长，创新药出海授权交易有望持续落地；3) GLP-1、ADC 等长期投资机会。

■ 推荐标的

首选标的：迈瑞医疗（300760 CH，买入）、联影医疗（688271 CH，买入）、百济神州（BGNE US，买入）、固生堂（2273 HK，买入）、科伦博泰（6990 HK，买入）、巨子生物（2367 HK，买入）、信达生物（1801 HK，买入）。

1) 迈瑞医疗：国内医疗新基建保持高景气度，迈瑞加速进行国产替代；海外扩张持续发力，海外收入占比约 4 成，持续突破海外高端市场；种子业务动物医疗、微创外科等为长期增长提供新动能。

2) 联影医疗：我们认为“十四五”配置证规划及国务院推动设备更新行动方案的执行都将刺激国内大型医疗设备需求的释放。我们期待反腐常态化之后国内设备招标的复苏。海外业务延续强劲增长势头。公司 1Q24 海外业务收入同比增长近 50%，海外收入占比超 15%。我们预计，2024 年联影医疗的海外业务有望继续保持同比超 50% 的快速增长。

3) 百济神州：作为唯一一款临床数据优于伊布替尼，并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼将继续保持市场份额增长的势头。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们相信 sonrotoclax (BCL-2) 和 BGB-16673 (BTK CDAC) 将成为下一波重磅药物。

4) 信达生物：玛仕度肽 (GLP-1/GCGR) 抢占国内减肥赛道双靶点 GLP-1 产品的先机，有重磅潜力。信达生物在 2 月 7 日宣布 NMPA 已经受理玛仕度肽 6mg 剂量用于减重的上市申请，有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物。信迪利单抗 (PD-1) 作为有医保覆盖的成熟品种，受益于国内经营环境的变化，将持续增加市场份额并节省销售费用。肿瘤和非肿瘤创新管线丰富且研发效率高。

5) 固生堂：公司是国内领先的民营中医医疗服务机构，受益于国内中医医疗需求的快速增长。公司把握优质医生资源，构建深厚护城河。公司持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络，预计将维持高速业绩增长势头。

6) 科伦博泰：默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程，目前已经启动了 9 项三期临床试验。我们预期 2024 年默沙东有望启动更多的关于 SKB264 的三期临床，我们看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。

7) 巨子生物：可复美延续强劲增长，可丽金逐渐度过调整期。2023 年，可复美核心单品胶原棒实现爆发式增长，我们估计可复美胶原棒在可复美品牌的销售占比已经超 30%。我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道将延续高增长，拉动可丽金

品牌在 2024 年实现快速增长。公司 4 款注射类胶原蛋白产品正在稳步推进中，其中 2 款有望在 2024 年内获批，为业绩贡献增量。

- **风险提示：**医药反腐等监管政策对于国内经营环境产生负面影响；中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

食品饮料、美妆护肤、旅游零售

|张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

|李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 食品饮料 – 白酒消费步入淡季，龙头企业维护品牌价值决心坚定，啤酒迎奥运旺季销量盈利均有望提升（中性乐观）

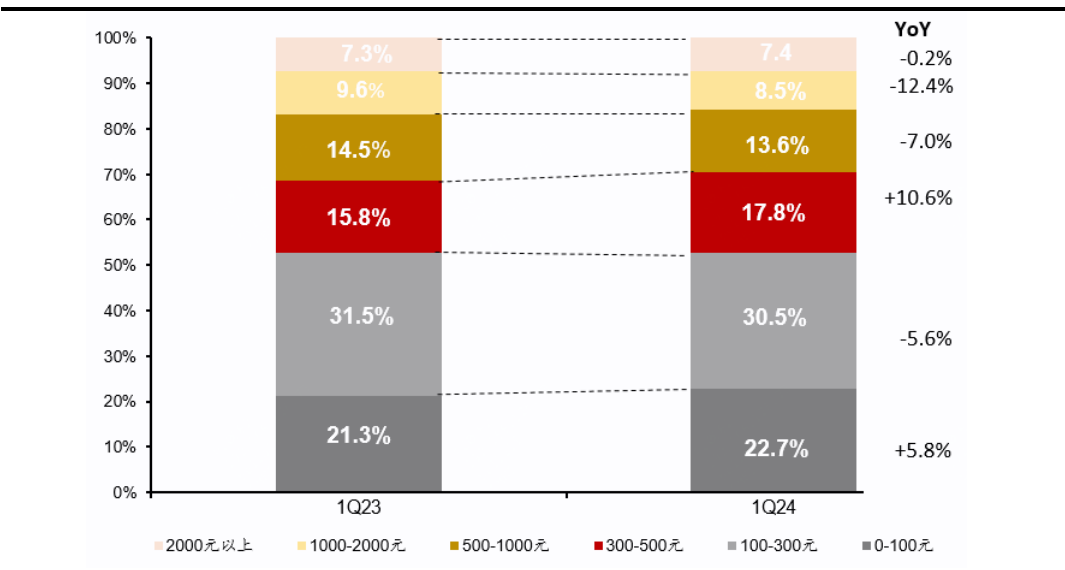
茅台公司近期批价下调导致股价波动，但通过管理层积极市场调研和与经销商沟通、实施供给端多重政策调整（取消散飞大箱投放、取消飞茅的开箱政策、暂停 15 年陈茅和精品及 1935 的投放等），展示了其稳价及维护长远品牌价值的决心。7 月 2 日起，批价回调已见底。考虑到茅台长期金融属性仍在，国际化策略有望加码，地产板块恢复势头显现，在渠道管控和精准投放策略下批价将逐步企稳，下半年进入旺季需求过年，及行业分化延续，龙头公司仍存上行空间，建议关注确定性较高的龙头酒企。随着 6 月 15 日欧洲杯的开赛，啤酒消费正受到显著拉动。喜力啤酒在上海、深圳、成都等地与当地酒吧开展合作，针对球迷群体推出了专属的喜力球迷酒吧。数据显示，自欧洲杯开始以来，平台上“欧洲杯酒吧”的搜索量环比增长 360%，外卖平台夜宵时段的冰品冷饮订单量也上涨 100%，其中啤酒和预调鸡尾酒分别增长了 50% 和 42%。我们认为，随着啤酒销售进入旺季，加上多项国际体育赛事的叠加效应，以及基数较低的因素，啤酒的销量增长有望得到改善。同时，酒企持续推行的多重提价策略和结构升级趋势，也将进一步提升其盈利能力。

■ 美妆护肤 – 618 国货品牌表现亮眼，维持国货替代投资主线，激烈竞争下龙头优势进一步凸显（中性乐观）

珀莱雅在 2024 年 618 大促活动中表现亮眼，全周期整体 GMV 分别位列天猫/抖音的美妆排行榜第 1/2 名，主要由于大单品策略持续发力叠加公司折扣可能略有放宽。其中，护肤主品牌在天猫/抖音的 GMV 同比增长了 70%/110%，增速明显优于平台板块整体（传统电商平台-13%/抖音平台+47.6%）及一众国际品牌。考虑到美妆行业退货率可能继续提升，GMV 增速落实至收入层面可能会打一定折扣。其他子品牌方面，彩妆/护发品牌排名取得突破，GMV 排名分别攀升至天猫榜单第 1/9 名，新品牌销售提升顺利，为公司多品牌矩阵策略提供助力。

我们认为，大促期内美妆板块的整体销售依然稳健，且国货替代的投资主线更为明确。据三方数据，中国美妆市场的 1Q24 销售额达到了 983.3 亿元，同比微增 1.3%。其中彩妆品销售额增长而护肤品销售额小幅收缩。尽管如此，以 300 元价格带为分水岭的上下两档份额几乎不变，高端（2000 元+）的占比同样几乎不变。中低价位（300-500 元）消费群体尚未固化，该价格带上产品的销售仍维持了同比 10.6% 的稳健增长，市占率提升 2 个百分点至 18%（图 6）。同时，市场进一步向头部品牌聚焦，CR10 市占率提升 3 个百分点达到 16.5%。这表明，中国消费者并不是单纯追求低价，“性价比”仍为市场中短期内的核心驱动力，对于品质升级的追求有望在长期显现。另一方，海外市场对于中国护肤和彩妆的接受度开始走高，其中印度尼西亚已成为重要的出口目的地。我们认为，珀莱雅（603605 CH）作为国货品牌龙头仍在海内外市场的发展中有着明显的优势，且可能在国内市场激烈的竞争环境下持续彰显龙头优势，维持“买入”评级。

图 6: 1Q24 护肤线上市场占有率按价格段分布



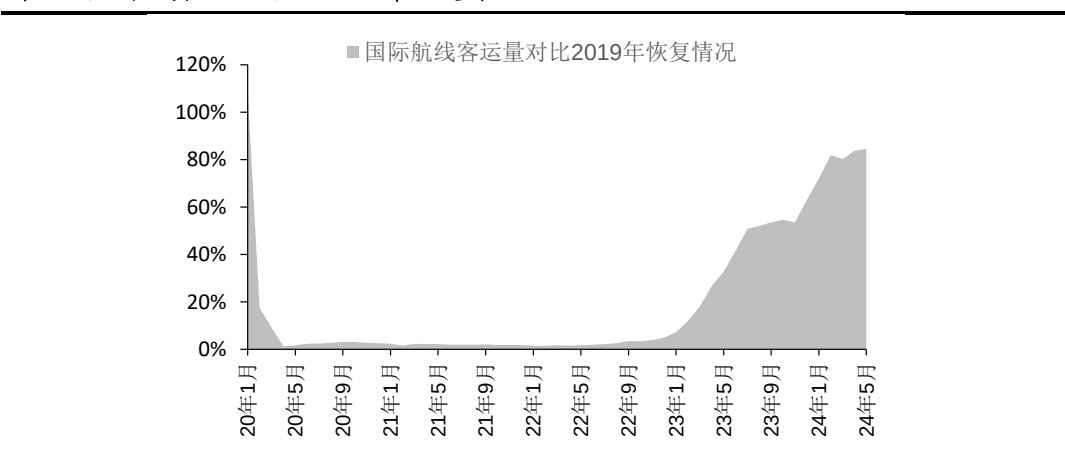
资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

■ 旅游消费—中免营收受境外游复苏双面影响，规模稳步提升（中性乐观）

进入暑期，旅游出行消费活跃度将持续走高，我们预计免税消费整体市场将延续增长。尽管在海南进入高温季节及海外游恢复分流的影响，中国中免（601888 CH）的离岛免税业务或有增长放缓的风险，我们认为，公司全年业绩将主要受到机场口岸的增长推动，并逐步实现口岸/海南收入贡献占比平衡，符合公司长期稳健发展的目标。截至 5 月底，国际航班客运量进一步恢复至 2019 年同期的 85%（图 7）。基于 5 月以来的签证办理量呈现显著增长态势，叠加美妆护肤品旅游零售库存自二季度起修复至正常水平，及年初至今的新机场合同带来的租金节约，我们依然认为，跨境客流的恢复下，机场业务将在 2024 年贡献可观的业绩增量。同时，机场口岸业务复苏回暖下公司聚焦盈利增长以及护肤品库存水平恢复至健康，我们预计公司当前的毛利率及经营利润率水平仍有提升空间。

公司层面运营层面来看，目前除了免税城 3 期太古里、海口国际免税城地块等在建工程以外，暂无其他较大的资本开支计划，在建工程预计在 2026-2027 年期间完成。在品牌招商方面，海南两个免税城均设有国潮免税区域，具有开创性且顺应消费趋势变化。管理层近期表示，未来将继续保持高分红高派息的政策。我们认为，运营及派息等多方面举措也有望帮助中免迎来股价改善。

图 7: 国际航线客运量对比 2019 年恢复情况



资料来源：Wind，招银国际环球市场

■ 推荐标的

我们持续推荐国货替代概念中短期盈利确定性较高的公司，美妆护肤品消费中，我们维持珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级；食品饮料行业中，我们维持贵州茅台（600519 CH）、华润啤酒（291 HK）的“买入”评级。

■ 风险提示：原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策利空、地缘政治影响超预期。

可选消费

| 胡永匡/ walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

■ 未来三个月看法维持中性

整体来看，6 月的消费环境对比 4 月和 5 月又重新开始转弱，同店销售仍在下跌。分行业看，仅服装行业符合预期，家电、体育用品、酒旅和餐饮均低于预期。而根据各种前瞻性的指标，如就业情况、储蓄意愿、消费习惯来看，我们对三季度和下半年展望略有担忧。目前仅较推荐服装行业以及高股息的目标。从中长线布局来说，因估值仍然偏低，仍可收集竞争力较高的公司。

推荐江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）和海尔智家（6690 HK，买入），也建议关注九兴（1836 HK，未评级）、名创优品（9896 HK，未评级）和泡泡玛特（9992 HK，未评级）等等。

■ 餐饮行业（维持中性）

6 月同店销售继续下跌，对比 5 月并没有好转，稍为低于预期。展望三季度，因 7-8 月份的基数仍然偏高，同店销售继续下跌的概率很大。由于宏观环境较疲软，消费者的外出就餐意愿减低，对性价比的追求亦更明显。我们看到价格战仍然剧烈，不同品牌的折扣和美团优惠等都有增加，低价产品的供应亦有提升，加上今年外卖占比重新上升且近来美团提高了佣金比率，餐饮品牌的利润率面临更大压力。从品牌来说，达势股份和海底捞的同店销售仍有增长，但大家乐已开始下跌，其他品牌如肯德基、必胜客、九毛九、太二、呷哺呷哺、湊湊等均面临类似境况。对于茶饮和咖啡，我们更加悲观，因为开店速度飞快带来的竞争十分剧烈，二季度同店销售仍然下滑严重，即使考虑到三季度的旺季，相信转正难度依然很高，预期行业大混战仍然会持续。

现阶段我们仅推荐达势股份（1405 HK，买入）。

■ 体育用品行业（维持看好）

6 月的流水增长的确比 5 月稍有改善，主要由在线表现较好所拉动。分渠道来看，线下同店销售仍然较弱，徘徊在个位数的负增长和正增长之间。分品牌看，安踏、特步、361 度等等流水增长更好，Adidas 比较一般，Nike（大幅下调指引）和李宁较差。在这种情况下，特步和 361 度会较有利，因业务以批发为主，负经营杠杆对他们影响较小，但对滔搏和宝胜却是非常不利。展望三季度，我们预期表现对比二季度或相对平稳。渠道库存比较健康，对比去年年底有所下降，所以线上线下折扣压力不大，个别品牌同比或有改善，而且抖音销售利润率也会更高。

目前我们较为推荐特步（1368 HK，买入）和安踏（2020 HK，买入），主因电商销售较好以及折扣率改善等。对于李宁（2331 HK，买入）和滔搏（6110 HK，买入），我们偏谨慎，特别考虑到 Nike 最近指引的下调等。

■ 旅游-酒店行业（维持中性）

5 月行业的 RevPAR 同比下滑不少，6 月或更差，即使入住率（OCC）得以维持，房价（ADR）或已下跌。以全国四个一线城市为例，深圳表现较好，但相比去年也仅仅持平，所以平均表现也较差。展望三季度，我们仍然比较悲观，尽管主要假期客流不会太差，但平均下来客流仍会下跌，而因为新酒店供应上线，房价下跌的压力只会更大。从成本来说，员工对工资上涨的要求、抖音渠道佣金费率在 7 月 1 日后的上调，对利润率都是拖累。另外，我们对未来开店速度的预期更为保守，因为近年来酒店加盟商的回报都比较一般（20 年和 21 年签约的酒店租金在高位，但目前房价不达预期租金开始往下）。

■ 家电行业（维持看好）

我们的观点会比以前保守。虽然有以旧换新政策、二手房成交量增加、天气开始转热的帮助，5月零售终端的销售增长不错，但在6月已经有所放缓。618的表现普遍不达预期，特别是空调销售有一些下滑，冰箱洗衣机仍有增长。而因格力带头开启价格战，入门机价格下调，低价产品销售占比提升等均影响销售增长。中央空调的增长也比预期弱，多数品牌达标率低于100%，消费降级也有出现，像风管机对比多联机的销售占比也有上升。从排产数据来看，7-8月有进一步下跌和下调，说明品牌在积极处理渠道库存的同时，也在减少生产。目前预期到9月，排产数据才有可能重新上升，不过从目前看，2025年的冷年预期销量也不是很乐观，预计只有小幅增长。出口表现仍然较好，但并不能抵销国内的疲弱，而且展望三季度，增长可能也会出现放缓。

基于冰箱洗衣机表现较空调好，我们更为推荐海尔（6690 HK，买入），对海信（921 HK，未评级）和格力（000651 CH，未评级）的看法更为保守。

■ 服装行业（维持看好）

目前来看，6月的销售增长会比5月更好，虽然线下渠道仍有压力，但线上表现仍然较好（特别是抖音渠道），包括618的行业增长，整体算是符合预期。不过品牌开始出现分化，对于电商渠道的销售增长，江南布衣和波司登相比利郎表现更优。目前因为库存比较健康，折扣率也不高，加上线上利润率同比也有提升，整体业绩向好。目前行业估值不高，股息率仍然具有吸引力。

我们推荐江南布衣（3306 HK，买入）和波司登（3998 HK，买入），对利郎（1234 HK，买入）的看法会比以前更为保守。

■ **风险提示：**1) 宏观经济增长和社会零售销售额增长不达预期，2) 行业竞争加剧，3) 房地产价格持续下跌，4) 人民币大幅升值，5) 地缘政治冲突发生，6) 贸易战导致关税大幅提升等。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

12 家中国车企 7 月 1 日公布了 6 月新能源车销量, 合计销量同比增长 42%, 环比增长 8%。我们预计 6 月整体新能源车零售销量有望环比增长 7% 至约 84 万台, 市场份额提升至 48%; 上半年新能源车总销量将同比增长 38% 至约 410 万台, 市占率 41%。我们估计 6 月特斯拉在中国的零售销量有望环比增长 15% 至约 6.4 万台, 2Q24 特斯拉在中国的总销量或同比下滑 5%。

蔚来小理略超预期: 理想汽车 (LI US/2015 HK) 6 月交付环比增长 36% 至 4.8 万台, 其中 L6 交付量破 2 万, 符合我们此前的预期, 其他车型总交付量环比增加约 5,500 台, 好于我们此前的预期。我们认为理想 2Q24 盈利情况主要取决于其控费能力。

蔚来 (NIO US/9866 HK) 5 月交付环比增长 3% 至 2.1 万台, 创历史新高, 隐含 6 月最后一周交付量超过 8,500 台。蔚来 2Q24 总交付量 5.7 万台, 略超此前的销量指引, 但 2Q24 毛利率或仍维持在个位数。考虑到终端需求在 2Q24 的部分透支, 我们预计蔚来 3Q24 的交付仍面临压力。

小鹏 (XPEV US/9868 HK) 6 月交付量环比增长 5% 至 1.1 万台, 对比零售数据, 公司的渠道库存或有所增加。小鹏的现有车型基本失去了增长动力, 市场等待 Mona M03 的上市。

比亚迪 (1211 HK/002594 CH)、极氪 (ZK US)、零跑 (9863 HK) 和鸿蒙智行创历史新高: 比亚迪 6 月乘用车批发销量 34 万台, 创历史新高, 2Q24 盈利有望环比显著提升。极氪和零跑 6 月交付量首次超过 2 万台, 我们认为 6 月 28 日上市的零跑 C16 定价很有竞争力。鸿蒙智行 6 月交付环比增长 51% 至 4.6 万台, 其中问界 M7 和 M9 合计贡献 3.6 万台, 后续问界 (601127 CH) 和理想的销量比拼值得关注。

■ 投资建议

吉利汽车 (175 HK): 6 月 28 日吉利史上首次公布了季度业绩。尽管受到价格战的影响, 吉利 1Q24 平均售价同比增长 6%, 好于我们的预期。吉利 1Q24 净利润 15.6 亿元人民币略好于我们此前的预期。我们维持极氪 24 年的销量预测 22 万台, 隐含下半年平均月销 2.2 万台。我们估计 009 光辉版将改善极氪下半年的毛利率超过 1 个点, 因此我们预计极氪全年的毛利率有望从 1Q24 的 14% 提升至 14.7%。我们测算今年极氪在港股准则下整体净亏损或收窄至 7.7 亿元。我们上调吉利全年销量至 198 万台, 主要得益于上半年好于预期的燃油车销量。我们认为燃油车更好的规模效应有望抵消 PHEV 偏低的毛利率。我们上调吉利全年的盈利预测 5% 至 70 亿元。维持“买入”评级, 目标价 14 港元, 基于分部估值, 其中极氪基于 1x FY24 核心 P/S, 吉利其他业务基于 13x FY24E P/E。

理想汽车 (LI US/2015 HK): 理想 2Q24 总交付量 10.8 万台, 符合此前的销量指引。我们认为理想 2Q24 的净利润主要取决于公司的成本控制能力, 尤其是研发费用和销管费用, 2Q24 单车净利润有望环比增长。我们认为投资者可以重新开始关注理想汽车, 期待 2Q24 盈利能力超预期, 以及对明年纯电新车型更多细节的释放。

■ **风险提示:** 新能源汽车销量或渗透率低于预期, 市场竞争及价格战超预期, 新车型的定价和市场反馈低于预期, 地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

房地产和物管

| 张苗 / miaozhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

| 李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 乐观

北京上周将首付比例和房贷最低限制降至与上海、深圳相同水平，517新政以后，一线城市中北京表现落后。我们认为，降低首付比例可能告一段落，但房贷利率可能还会在多地继续降低。限购政策方面，从我们的政策放松时间表可以清晰看出，北京、深圳及上海还存在一定空间。考虑到收储也会积极研究推进以达成去库存目标，我们期待销售维持目前环比稳中略升的态势，板块股价中长期依然维持修复态势，建议逢低买入优质标的。2024年第25周（6.17-6.23）销售数据显示，上海一二手均冲高，深圳新房录得年内最高周。截至6月26日，517新政前后日均成交面积来看，30城新房、17城二手房均+25%，或受新政刺激、半年末集中网签和低基数等因素影响。二手房方面，截至6月26日，17城二手房成交面积月初至今同比+14%，自5月同比-5%转正，使 YTD 同比降幅收窄至-8%。新房方面，截至6月26日，30城新房成交面积月初至今同比-23%，自5月同比-38%大幅收窄，使 YTD 同比降幅收窄至-38%。

据我们的“一线成交观察”，四城在新房成交方面表现俱佳，上海、深圳、广州、北京第25周成交套数分别超其年内周均水平（不含节假日）82%、51%、36%、7%。深圳本周录得年内最高，上海录得年内第二。二手房方面，上海、深圳、北京、广州第25周成交套数分别超其年内周均水平（不含节假日）42%、31%、21%、16%。上海再次录得年内第二高周度成交，截至6月26日，上海本月成交22073万套，6月有望录得3年内最高月份，可能得益于一个月前上海放开非沪籍单身人士外环内二手房限购、以及部分房源跌出性价比。

我们认为地产板块估值将进入中长期的修复态势，短期的回撤可能是进入市场的机会，主要由于：1）顶层政策态度的转变为市场信心提供了保底作用，且政策对管理市场情绪的灵活性提高；2）我们认为基本面最坏的时候已经过去，因为宽松政策将继续对购买情绪产生积极影响，并持续向销售、土拍等层面传导，最终带来基本面的有效改善。我们向投资者重申“逢低买入”的建议。

■ 推荐标的

轻资产方面，我们推荐存量服务概念的物管公司如**华润万象生活（1209 HK）**、**保利物业（6049 HK）**、**万物云（2602 HK）**、**滨江服务（3316 HK）**等，以及受益于新房供应结构变化、业绩兑现度较高的代建公司**绿城管理（9979 HK）**；由于行业长期将进入存量时代，故我们推荐二手房交易龙头**贝壳（BEKE US）**。开发商方面我们推荐有长期持有价值的**华润置地（1109 HK）**。

■ **风险提示：**新房销售恢复不及预期、政策落地不及预期、融资政策落地不及预期、国资背景开发商违约。

传媒文娱

| 黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889

■ 未来 6 个月看法乐观

随着 1Q24 业绩期结束及部分利好兑现，港股及中概文娱板块进入良性回调阶段，部分资金获利了结。展望 7 月及 2H24E，我们认为板块驱动逻辑将从估值修复转向基本面改善和盈利上修。虽然市场此前已部分反映 OTA 五一假期利好、指引温和，但我们期待后续端午及暑假增量、业绩韧性，推荐同程（780 HK），看好其强劲内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。618 期间直播电商增速有所放缓，但头部平台泛货架 GMV 维持高速增长，推荐快手（1024 HK），源于季度业绩确定性高、估值吸引、多重催化剂。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞（NFLX US）、大健云仓（GCT US）。

短视频：618 泛货架电商韧性增长，中长期增量可期

根据易观数据，2024 年“618”期间核心平台 GMV 平均同比增长 14%，其中快手/抖音同比增长 16%/26%。快手强调“低价好物”，简化规则的同时拉长活动周期。根据快手官方披露，活动期间快手动销商家稳健增长（同比增长+26%），且泛货架表现亮眼。平台泛货架支付订单量同比增长 65%，付费用户数同比增长 57%。我们预计快手泛货架电商 GMV 比重已提升至 25% 以上，中长期增量可期。虽然第三方数据显示 618 大盘增速略显疲软且数据较为分化，但我们看好快手电商业务韧性增长和市占提升，受益于供给持续丰富、MAC 拓张及泛货架占比提升。预计 2Q24E 快手电商业务线 GMV/收入同比增长 25%/24%，降本增效下利润率提升空间可期。抖音官方披露，618 期间（5 月 24 日至 6 月 18 日），电商整体动销商品数较去年同期提升 50%，动销商家数量较去年同期增长 35%，货架场超值购频道成交额同比增长 150%，万人团活动订单量环比 4 月增长 101%。我们认为 6 月股价回调已充分反映 618 数据分化，预计后续 7 月 2Q24E 业绩预览、8 月稳健业绩有望提升快手估值修复。

长视频：头部内容分化加剧

继腾讯独播剧《庆余年第二季》口碑收视双爆后，腾讯视频《玫瑰的故事》接档并实现梯度接力。根据云合数据，至 6 月底，《玫瑰的故事》播放量市占率排至首位（6 月 30 日约 16.7%），《庆余年第二季》长尾效应显著，大结局收官一月后播放量市占率依然保持前三（6 月 30 日 13.3%）。有别于 5 月《庆余年第二季》的断层式第一，6 月优酷独播剧《墨雨云间》实现爆剧“黑马”，凭借爽文剧情、女性群像叙事、独特立意播放市占率高达 >30%，至 6 月底市占率依然稳居第二（14.8%）。虽然爱奇艺《狐妖小红娘》因内容及档期竞对等因素表现温和，但我们认为市场已对该时段内容排期竞争格局有所预期（包括后续腾讯独播剧《长相思 2》）。在利润释放支撑 beta 下，期待爱奇艺潜在精品剧集上线及暑期旺季。

海外流媒体：“捆绑套餐”加速上线，广告版会员增量可期

5 月海外流媒体焦点集中在“捆绑套餐”：迪士尼与华纳兄弟探索频道推出了包括 Disney+、Hulu 和 Max 在内的流媒体捆绑套餐，一周后康卡斯特则宣布推出包括 Peacock、奈飞和 Apple TV+ 在内的捆绑套餐。我们认为该趋势体现流媒体平台更为注重低价及选择多样化，且行业格局趋于合作。此外，迪士尼于 5 月 7 日发布 2QFY24 业绩，整体业绩稳健，收入及利润较一致预期超 0%/8%，利润加速释放源于流媒体业务提前实现季度扭亏为盈。管理层将 2024 财年每股收益增长预期从 20% 上调至 25%。业绩后股价出现短期波动，在于公司指引 3QFY24E 流媒体表现较弱、主题公园营业利润同比持平。我们认为 3Q 季度利润增速波动不改长期盈利改善逻辑，预计 4QFY24E 利润将进入上升通道，受益于：1) DTC 重回盈利状态；2) 提价及美国市场复苏下主题公园利润重回增长；3) 内容上线爬坡。奈飞于 5 月中旬公布广告订阅用户月活超 4000 万，且计划于 2025 年推出自有广告平台，预计将持续受益于 AVOD 推广。

直播：关注新业务拓展，“利润上修+股东回报”凸显长期价值

直播平台 1Q24 业绩表现分化：其中虎牙利润大超预期，且直播业务预计 2Q24 环比企稳回升、新业务逐步起量，盈利能力大幅改善；而 YY 虽 1Q24 业绩超预期，但 2Q24E 指引及全年净利润小幅下调。建议关注虎牙困境反转逻辑，虎牙在部分精品游戏合作中变现已初见成效，憧憬后续和腾讯合作多款新游上线后游戏联运及广告增量。当前直播标的估值倒挂、部分公司回购分红彰显信心，下行空间有限，潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。

■ 推荐买入快手、奈飞、同程、大健云仓

1) 快手 (1024 HK)：2024 年“618”期间快手强调“低价好物”，简化规则的同时拉长活动周期。活动期间，动销商家稳健增长（同比增长+26%），且泛货架表现亮眼。平台泛货架支付订单量同比增长 65%，付费用户数同比增长 57%。我们预计快手泛货架电商 GMV 比重已提升至 25% 以上，中长期增量可期。虽然第三方数据显示 618 大盘增速略显疲软且数据较为分化，但我们看好快手电商业务韧性增长和市占提升，受益于供给持续丰富、MAC 拓张及泛货架占比提升。预计 2Q24E 快手电商业务线 GMV/收入同比增长 25%/24%，降本增效下利润率提升空间可期。近期股价因板块情绪、618 大盘数据及电商高退货率等因素出现部分回调，当前估值吸引，未来业绩高确定性、电商+广告韧性增长有助估值修复。维持“买入”评级，目标价 97 港元。

2) 奈飞 (NFLX US)：作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。奈飞 1Q24 业绩再次实现全面超预期，且会员净增达 933 万（高于市场预期 600-800 万）。2Q24E 指引稳健，其中收入预计同比增长 16%（符合预期），经营利润同比增长 38%（较预期高 5%）。此外，管理层再次上调 2024 年 OPM 至 25%（vs. 此前 24%），彰显利润加速释放信心。股价在业绩后出现部分回调，源于其 2024 收入指引温和（同比增长 13%-15%）、披露调整（1Q25 后季度会员数及 ARM 不再披露）。我们认为市场在板块回调和过高预期下存在过度反应，长期看好奈飞低价广告版会员增量、付费共享推进以及利润上修空间。此外，奈飞于 5 月中旬公布广告订阅用户月活超 4000 万，且计划于 2025 年推出自有广告平台，预计将持续受益于 AVOD 推广。维持“买入”评级，目标价在审视中。

3) 同程 (780 HK)：我们重申同程作为首选标的之一，源于其韧性内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。同程 1Q24 业绩强劲，其中收入同比增长 50%（较一致预期高 3%），调整后净利润同比增长 11% 至 5.59 亿元人民币（较一致预期高 4%）。展望 2Q24E，我们预计收入将实现 49% 同比增长，受益于多个节假日出行高景气及海外业务加速复苏。2Q24E 核心 OTA 业务预计同比增长 23.5%，其中住宿/交通/其他收入分别同比增长 12%/17%/92%。预计海外业务 2Q24E 收入占比达 3%-4%。五一假期过后因部分利好兑

现，同程股价出现短期波动，我们认为其良性回调提供潜在买点，看好中长期出行韧性需求、海外业务扩张、并购协同及利润释放。我们维持全年财务预测不变，DCF 目标价为 26.1 港元（对应 21x FY24E P/E）。维持“买入”评级。

4) 大健云仓 (GCT US)：大健云仓 1Q24 业绩稳健，收入和指引增速表现亮眼。1Q24 收入同比增长 96%（超出一致预期 3%），净利润达 2700 万美元，较一致预期高 7%。1Q24 净利润率同比下滑 1.7ppts，源于新开仓库费用摊薄及欧元贬值影响。我们预计 2H24E 净利润率有望改善，受益于海运费长协效应、仓库利用率提升及 Noble House 提效。此外，我们看好 2Q24E 及 2H24E 收入增长潜力（预计 2Q24E 收入同比增长 77%），短期户外家居旺季及履约网络扩张助于卖家拓张及 GMV 增长，中长期将受益于 BaaS 项目推进。我们 FY24-26 财年盈利预测保持不变，SOTP 目标价维持在 46 美元。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**地缘政治风险；宏观环境恢复或慢于预期；竞争格局恶化；内容监管收紧。

保险

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 中性乐观。政策调控稳长债利率，利好资产端估值修复

我们认为险企资产端投资收益的改善是提振保险板块估值的关键，也是市场增配保险股、扭转利差损风险预期的核心变量。6月港股保险股股价在4-5月弹性向上后普遍回调，主要受经济数据不及预期、政策“真空期”及中长期国债利率再度下行的影响所致。近期央行通过公开市场操作借入国债的举措显示其对长债利率预期管理的重视，后续期限利差的进一步改善有望推升中长期利率回归至2.5%-3.0%的合理区间。从此轮个股反弹的趋势看，我们认为标的选择的逻辑大致分为四类：1) 地产利好政策的出台（平安、新华的弹性较大）；2) 权益市场持续回暖（太平、新华的敏感度更高）；3) 资产负债久期匹配和新会计准则下财务的稳健性，太保最优；4) 高股息及估值层面，中国人保更趋稳健。中期角度看，我们认为高股息行情在当前市场风格下仍将持续。随着近期多家上市险企拟派发中期分红，我们认为板块配置的吸引力在资产端预期修复、高股息行情及负债端业务结构持续改善的背景下续优，当前板块FY24E股息率在4.7%-7.8%，预计7月上旬除净日调整之后，板块股价上行驱动值得期待，短期催化包括7月底三中全会政策预期及8月上市险企中期业绩披露。

负债端层面，头部险企1H24新业务价值有望优于预期，NBV增长受价值率提升驱动的效应凸显。我们预计头部险企太保/平安/国寿1H24新业务价值增速在可比口径下达中双位数（13%-15%），得益于：1) 传统险预定利率再下调；2) 银保报行合一费率管控的优势进一步凸显；3) 长险期交保费占比提升伴随寿险新单保费的持续增长。从5月保费数据看，平安/国寿/太保5月单月保费增速维持强劲，同比+10.6%/+7.7%/+7.4%，新华单月保费降幅缩窄至6.2%（4月：-11.6%）。中长期维度看，我们认为压降负债端成本是险企在中长期利率中枢下行的背景下业绩分化的重要考量。

财务方面，我们认为二季度上市险企的投资服务业绩有望随权益市场的回暖同比实现正增长，截至6月底，沪深300指数同比-1.7%（对比2Q23：-5.1%），恒生指数同比+7.1%（对比2Q23：-7.3%），权益投资低基数有望带动险企权益投资收益提升，利好归母净利润及ROE增长。市场关注险企在新会计准则下FVOCI资产配置的占比及在FVOCI权益资产中，对高股息股票的配置比例，以反映公司资产负债久期匹配及对利率风险和再投资风险抵御能力。保险服务业绩方面，合同服务边际释放仍是保险服务收入增长的核心变量；根据我们的模型，各家新业务价值增速大于合同服务边际余额增速，为未来新业务贡献保险合同的合同服务边际，带动险企营运利润的增长带来潜力。

目前板块估值交易于0.1-0.4倍P/EV和0.3-0.8倍P/BV，板块估值上修空间充裕。维持板块“优于大市”的评级。个股层面，我们推荐资产负债综合表现最优且财务稳健的中国太保（2601 HK，买入，目标价：24.8港元），公司股价年初至今+24.5%，相较恒生指数的超额收益为20.3个百分点；中长期配置角度，推荐买入中国财险（2328 HK，买入，目标价：11.9港元），股价年初至今+4.3%，较恒生指数年初至今涨幅略优，但需注意二季度南方地区暴雨洪涝灾害等对赔付率的影响。

■ **风险提示：**长期利率持续下行；政策利好不及预期；权益市场大幅回调；新单保费增长不及预期；汽车销量大幅回落及自然灾害多发导致险企赔付率大幅高于预期等。

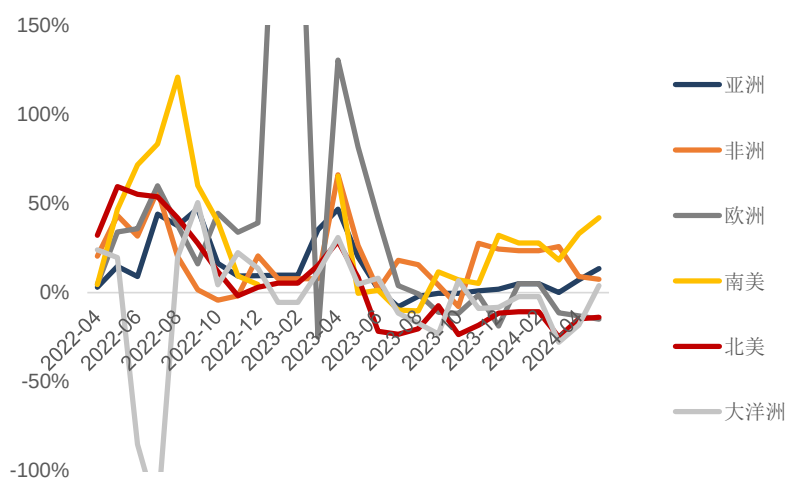
资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 工程机械：对新兴地区出口增长持续；国内需求有待政策发力

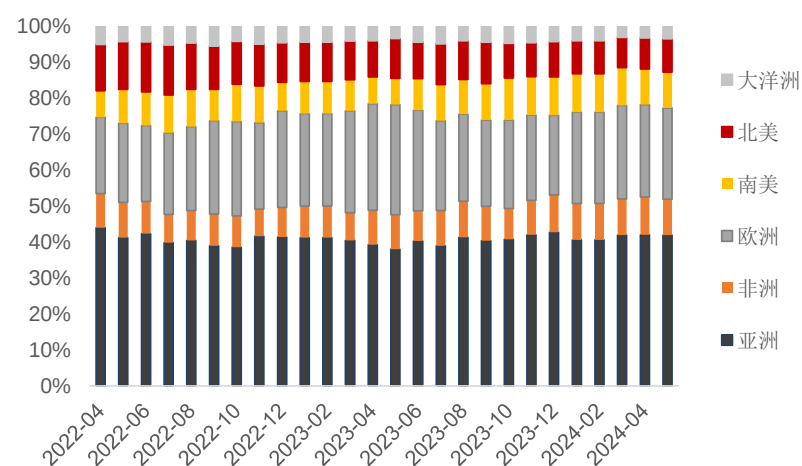
中国工程机械 5 月份出口金额 46.3 亿美元，同比上升 3%（4 月份同比持平）。地区的差异化趋势持续明显，对南美、亚洲和非洲的出口分别同比上升 42%、14%和 7%，对北美和欧洲分别下跌 14%和 15%。我们相信重点布局一带一路和新兴地区的中国制造商将会继续处于有利位置。

图 8: 中国工程机械月度出口金额同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国工程机械月度出口金额分布



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

分产品看，5 月份，挖掘机和轮式装载机两大土方机械在中国市场均出现两位数增长。据中国工程机械工业协会统计，5 月份国内挖掘机销量 8,518 台，同比增长 29%，增速较 3、4 月份的 9%/13% 进一步加快。我们认为 5 月份的增长是由公用事业和市政项目的小型

挖掘机需求推动的。相反，受高基数效应和部分海外市场需求疲软影响，5 月份挖掘机出口同比下降 9%至 9,306 台，连续 12 个月同比下降。今年首 5 个月，挖掘机国内销量/出口同比变化 +2%/-15% ([相关报告](#))。

5 月份叉车内销和出口均继续保持增长。其他机械国内需求普遍持续疲弱，而出口大致理想，当中高空作业平台 5 月份出口增长 37%，较 4 月份的 22%进一步加快 ([高空作业平台相关报告](#))。

我们预计国内挖掘机需求将在市政工程、有色金属采矿支出以及政策驱动的更新换代需求的推动下持续改善。出口方面，挖掘机是唯一持续疲弱的机型，其他机型的海外销售总体上依然稳健。

图 10: 中国工程机械 5 月份销售量分布

	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
挖掘机	17,824	8,518	9,306	6%	29%	-9%
轮式装载机	9,824	5,172	4,652	8%	14%	2%
汽车起重机	1,902	1,012	890	-26%	-44%	17%
履带起重机	198	58	140	-32%	-63%	6%
塔式起重机	751	604	147	-63%	-66%	-38%
叉车	110,446	72,428	38,018	10%	10%	11%
高空作业平台	15,796	7,410	8,386	-24%	-49%	37%

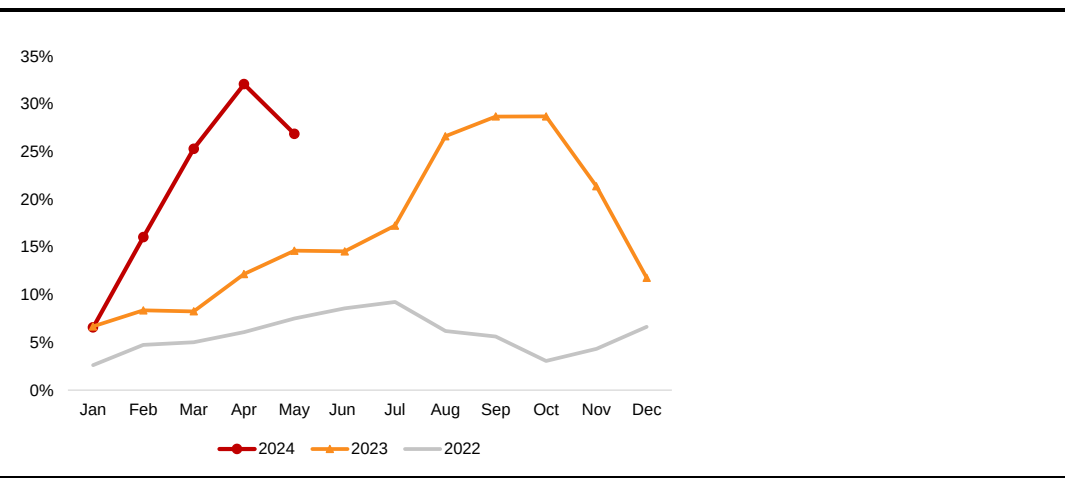
资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 重卡：总体销售有所转弱，但天然气重卡占比持续提升

根据第一商用车的初步数据，6 月份重卡行业销量（内销+出口）同比下降 14%至 7.4 万台，主要由于去年 6 月的高基数所致，但数字仍然较我们为预期为弱，而今年首 6 月重卡销售同比只上升 4%，我们全年的双位数增长预期有下调风险。

天然气重卡方面，今年 1-4 月份销售占比一直在上升，5 月份从 4 月份的 32%回落至 27%，主要由于天然气/柴油价格差从之前的低位 0.6x 回升至 0.64x，由于价差仍然较大，我们预期未来几个月天然气重卡的占比仍然处于较高水平，但要保持 30%之上则机会不大。

图 11: 中国天然气重卡销量占比



资料来源：第一商用车，Wind，招银国际环球市场

■ 投资建议

我们看好**中联重科**（1157 HK / 000157 CH，买入）的全球扩张战略以及在重点产品市场份额的提升（相关报告：[A](#)；[H](#)）。看好**浙江鼎力**（603338 CH，买入）高空作业平台新产品在美国市场的持续突破（[相关报告](#)）。

■ 下行风险提示：(1) 国内销量持续疲弱；(2) 出口增长在高基数下放缓。

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	：招银国际证券并未给予投资评级

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。