

每日投资策略

公司点评

公司点评

- 拼多多(PDD US, 买入, 目标价: 187.9 美元) - 2Q 利润超预期; 市场对转弱的前瞻指引反应过度或致投资机会出现

PDD 控股于 8 月 26 日公布了 2Q24 业绩: 收入同比增长 86% (2Q23: 66%; 1Q24: 131%) 至 971 亿元人民币, 略低于彭博一致预期 3%。在线营销服务及其他和交易服务费均比预期低 3%, 我们认为这可以归因于行业竞争加剧, 但市场或已部分预期。非 GAAP 净利润同比增长 126% 至 344 亿元人民币, 较市场预期高出 14%, 我们认为这是由于毛利率的提升, 得益于 Temu 半托管业务模式的收入贡献增加, 以及销售和市场支出较预期更优。我们认为, 管理层对前景展望转弱和对看似吝啬的股东回报政策的重申影响了市场情绪, 并导致股价下跌。然而, 坚实的盈利增长 (2H24E/2024E 非 GAAP 净利润同比增长 66%/100%), 得益于 Temu 业务的单位经济效益提升, 以及核心国内业务可能较担忧取得更好的盈利增长 (2023-26 年预期的营业利润年复合增长率或有望达 15%) 或有望支撑市场情绪和估值的复苏。我们将基于 SOTP 估值法的目标价略微下调至每股 187.9 美元 (前值: 192.7 美元), 对应 15 倍 24E 非 GAAP PE。维持买入评级。 ([链接](#))

- 九毛九(9922 HK, 持有, 目标价: 2.64 港元) - 宏观压力仍存, 但太二和怂都在积极改革

2024 年上半年业绩符合预期。九毛九集团的销售同比增长 6% 至 31 亿元, 符合预期, 净利润同比下降 67% 至 7,200 万元, 略好于预期。毛利率上升至 64.2%, 但员工成本较高。各个品牌都出现同店销售下滑, 导致餐厅层面经营利润率同比大幅下降。

7 月至 8 月同店销售仍然承压, 但 4 季度仍有可能改善。管理层提到, 由于去年的高基数, 7 月至 8 月的同店销售下跌与第 2 季度相近, 环比来说, 因为季节性, 翻坐率有所改善。展望 4 季度, 同店销售下降幅度仍然有可能收窄。

2024 财年开店计划保持不变, 加盟业务增长迅速。公司计划在 2024 财年开设 80 到 110 家太二和 25 家怂火锅的新店。而加盟业务有望成为新的收入来源, 上半年已有 8 家太二和 12 家山外面店铺, 预计下半年将增加到 10 家和 25 家。

尽管宏观经济疲软, 太二和怂火锅的转型正在取得积极进展。尽管太二受到客流减少、购物中心竞争加剧以及顾客消费更为谨慎的影响, 但公司仍然积极改革, 当中包括: 1) 主动降低在收入相对较低的地区 (如中国东北) 的平均售价, 推出了更多由黑鱼制成的经济实惠的产品, 2) 通过推出川菜和非辣菜品来扩大了客户群, 这些新产品目前反响良好 (点击率较高), 另外也增加了更多的单人餐外卖选择, 3) 推出专注于外卖服务的店型 (截至 8 月, 已

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	17,799	1.06	4.41
恒生国企	6,279	0.95	8.84
恒生科技	3,503	0.98	-6.94
上证综指	2,856	0.04	-4.01
深证综指	1,512	0.42	-17.70
深圳创业板	1,545	-0.10	-18.30
美国道琼斯	41,241	0.16	9.42
美国标普 500	5,617	-0.32	17.76
美国纳斯达克	17,726	-0.85	18.08
德国 DAX	18,617	-0.09	11.14
法国 CAC	7,590	0.18	0.63
英国富时 100	8,328	0.00	7.69
日本日经 225	38,110	-0.66	13.88
澳洲 ASX 200	8,085	0.76	6.50
台湾加权	22,240	0.37	24.03

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	31,151	0.78	4.45
恒生工商业	9,808	1.09	6.22
恒生地产	14,981	3.06	-18.26
恒生公用事业	36,780	0.82	11.88

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

有 43 家門店)。展望 2024 年下半年，太二將調整戰略，更加注重產品質量的提升，而不是降低價格。在利潤率方面，我們認為在 2024 年下半年也會出現一些利好，包括：1) 毛利率保持穩定，得益於較低的採購價格，並且隨著促銷力度的減少，進一步提升的可能性也大，2) 自 2024 年 5 月起，門店員工數量開始優化，太二單店員工人數已減少至約 20 人；3) 推出新的激勵機制，像區域經理、店長和後廚經理將獲得更多的利潤分成，預計這將提高員工的積極性和整體效率。怱火鍋也通過推出更多湯底口味和新產品擴大目標客群，並通過在現有區域內開設新店來提升效率。

維持“持有”評級，但目標價下調至 2.64 港元，基於 9 倍 2025 財年預測市盈率。我們對 2024 至 2026 財年的淨利潤預測進行了微調，分別下調 3%、上調 6% 和下調 3%。現價估值為 18 倍 2024 財年預測市盈率和 9 倍 2025 財年預測市，考慮到 2023 至 2026 財年 9% 的銷售年複合增長率，估值仍然略貴。（[鏈接](#)）

■ 綠城服務 (2869 HK, 買入, 目標價: 6.13 港元) - 1H24 業績表現逆勢上行

公司 1H24 營收與核心運營利潤分別同比增長 11% 與 26%，營收符合市場預期和利潤超出預期。亮眼表現主要得益於穩健的母公司、強勁的外拓以及多元化的增值服務業務形成支撐。核心運營利潤率同比擴張 1.2 ppt. 至 9.8%，受 0.6 ppt. 的毛利率提升以及 0.6 ppt. 的銷管費用率改善拉動，反映了公司有效的成本管控。母公司項目的穩定轉化，幫助公司緩解了外拓市場競爭激烈的不利因素。儘管面臨嚴峻的行業環境，公司仍預計 2024 年全年核心運營利潤增長超過 20%，現金增長超過 15%。公司亮點包括其高度的獨立性、穩定的母公司背景、多元化的增值服務業務以及現金流的恢復。我們維持“買入”評級，並將目標價上調 3% 至 6.13 港元，以反映優於同行的前景，對應 25 倍 2024E P/E。（[鏈接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
重仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.73	26.00	25%	3.3	2.0	2.8	11.2	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.21	14.00	71%	5.6	9.5	0.8	16.7	5.4%	
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	7.9%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	45.56	75.00	65%	11.0	9.5	2.2	21.6	2.2%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.86	5.98	55%	11.7	9.9	2.5	26.3	7.6%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	13.68	19.77	45%	8.2	7.3	2.8	39.4	12.1%	
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.17	7.32	42%	11.2	9.9	1.3	14.3	4.9%	
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1412.00	2219.00	57%	19.5	17.3	7.2	37.7	3.3%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	199.22	288.93	45%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	233.96	383.49	64%	20.6	17.4	6.5	40.0	2.8%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.84	24.80	25%	6.0	5.7	0.6	12.4	5.9%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.24	11.90	16%	7.8	7.2	0.8	12.2	5.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	382.00	480.00	26%	17.2	15.9	3.4	19.3	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	81.76	126.90	55%	1.4	1.1	1.4	10.4	1.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	100.00	192.70	93%	1.2	0.9	3.2	45.0	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.00	45.10	105%	4.4	N/A	0.5	13.8	7.2%	
鸿蒙智行	6088 HK	科技	买入	2.21	4.25	92%	85.0	52.6	5.5	7.0	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	18.72	24.40	30%	19.9	17.5	2.3	10.6	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.35	45.28	49%	13.5	9.9	1.9	21.1	2.2%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	114.34	150.76	32%	22.7	15.3	6.4	23.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	303.61	405.00	33%	29.2	20.7	5.4	21.0	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	6.10	10.80	77%	N/A	88.4	2.3	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 8 月 26 日）

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 个月内与本文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业务相关业务联系。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。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。