

策略观点

经济再次探底后将温和回升

- **宏观：**中国经济再次探底后将温和回升，通缩幅度或逐渐收窄，服务业是复苏亮点。中国将进一步放松货币信贷政策和房地产政策，包括 RRR、LPR、首套及二套房贷首付比例和利率下调等。美国经济近期持续超预期，7、8月CPI增速可能小幅反弹，高利率持续可能引发新的中小银行风险事件，并加快信贷条件收紧，年底前后美联储紧缩周期可能迎来拐点。
- **科技：**乐观。AI 为全年投资主线，整体库存周期在三季度见底，在消费电子新品发布、AI 驱动和补库存需求的拉动下，产业链和市场逐步转向积极。随着8月业绩和三季度旺季来临，我们认为板块有望迎来业绩向上拐点，看好下半年 AI/MR 创新、需求回暖和国产替代所带来的投资机会。建议关注份额提升、周期回暖、创新确定性较高的产业链，以及受益 AI 资本开支提升的相关芯片/存储/光模组/服务器产业链，推荐比亚迪电子和中兴通讯。
- **软件及 IT 服务：**谨慎偏乐观。上半年国内经济复苏速度较为缓和，企业 IT 支出维持谨慎，市场对软件及 IT 服务行业公司上半年业绩疲软有所预期，但板块随着扩内需政策及支持民营企业发展政策逐步出台后迎来估值重估和业绩修复。长期看好软件国产化主题标的，推荐买入金蝶国际(268HK)。
- **互联网：**中性乐观。受益于监管常态化新进展及政策基调强调扩内需，互联网板块估值受益于投资情绪恢复而有所回升。向前看，经历第一阶段板块估值整体修复后，经济及消费复苏的强度成为支撑板块业绩修复和下一阶段估值提升的关键因素。此外，金融科技监管靴子进一步落地、子公司资本市场运作逐步恢复或有望助推对应公司取得优于大势的表现。短期互联网公司 ROI 为导向的投资策略或有助于有效的成本管控，带动利润增长及利润率表现好于预期，但随着经济前景展望向好，部分互联网公司或将为长期增长展开增量投入，或将致使利润率扩张速度放缓。向前看中期我们推荐三条主线：1) 主营业务可持续获取稳定现金流且新业务具备长期扩张前景的公司；2) 逆周期到相对顺周期的投资逻辑转变下的受益板块，如即时零售、在线招聘等；3) 有望受益于监管政策落地催化（金融科技），或资本市场运作推动估值重估的公司。推荐腾讯、拼多多、京东、阿里巴巴、网易。
- **医药：**预期未来 6 个月医药行业将继续反弹，驱动因素包括：1) 疫情后医疗健康需求复苏，带动医疗服务、择期手术相关耗材增长；2) 医保政策边际改善，支付环境持续利好创新药，集采对于药品、器械的影响可预期性强，集采后部分器械产品国产替代加快（如关节、IVD 等）；3) 宏观环境有机会改善，或将推动 biotech 融资触底反弹以及 CXO 板块的需求复苏（取决于全球加息周期等宏观因素，仍有不确定性）；4) 部分低估值高股息率的个股具备估值修复机会，特别是医药流通以及医疗服务龙头标的。
- **食品饮料、免税美妆奢侈品：**从近期信号来看，决策层在促进经济增长方面变得更加积极有为，并将进一步提供政策支持。市场短期有望迎来小阳春，乐观情绪也有助消费周期性较高的公司谷底反弹。我们维持买入珀莱雅，推荐贝泰妮。高端消费我们维持中国中免、普拉达和周大福的买入评级。
- **可选消费：**7 月的增长普遍比 6 月好，未来因为基数变低，消费力集中在暑假旺季爆发，8 月的数据可能变好，配合潜在的政策利好（关注实际帮助）和比较吸引的估值（14 倍，略高于去年 10 月的 13 倍），行情或会短暂转好。但鉴于宏观因素，我们对下半年仍然感到担忧。上调旅游行业至看好，推荐亚朵(ATAT US)，也看好海信(921 HK)、美的(000333 CH)、百胜中国(9987 HK)、特步(1368 HK)和滔搏(6110 HK)。
- **汽车：**6-7 月份强劲的乘用车零售销量增强了我们对于下半年的信心。长城和比亚迪的二季度业绩预告皆超出我们此前的预期，或许说明价格战对行业公司利润的影响小于投资者的预期。我们仍然推荐波段交易的策略，但对行业基本面的态度变得更加乐观。7 月政治局会议后，提振汽车消费的政策陆续推出，对于改善市场信心和投资情绪具有正面意义，但仍然没有真金白银的刺激和支持。

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

杨天薇, Ph.D

陶冶

陆文韬, CFA

贺赛一, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

张苗

黄群

马毓泽

冯键喙, CFA

夏微, CESGA

白毅阳, CFA

继续看好行业变革中的引领者，仍然首推理想汽车 (LI US/2015 HK)；建议关注传统车企的电动化转型机会，推荐关注长城汽车 (2333 HK/601633 CH) 和吉利汽车 (175 HK)。

- **房地产和物管：**谨慎乐观。销售端复苏乏力，7月开发商销售低于预期，根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在7月同、环比均下跌36%，YTD销售总额同比跌幅由1H23的5%扩大至7M23的10%。其中，国央企继续因其可售资源和品牌优势表现优于行业，越秀地产/保利发展/招商蛇口单月同比+39%/-6%/-16%。民企中，除个别民企（滨江/龙湖 -10%/-34%）外其余仍跑输市场较多。年内至今近6成百强房企没有新增土地入账，我们认为国央企和民企拿地的分化将使销售端的分化趋势继续保持。融资端压力持续，开发商进入新一轮还债高峰，不断的债务展期或违约给板块股价带来波动进一步蚕食购房者信心。同时，不断的交付问题也将更多需求挤向二手房市场。政策端近期持续释放积极信号。地产金融相关部门及核心城市均表露支持意愿，已看到部分低能级城市予以落实，如贵阳、赤峰等。我们认为各更多城市、尤其高能级城市继续跟进落实放松政策将维持新房销售稳定在全年缓慢修复的节奏。
- **传媒文娱：**中性乐观。7月因平台经济罚款落地、政策利好、强业绩预览等因素，泛文娱板块迎来阶段性反弹。随着2Q23业绩将近，我们认为8月板块有望保持震荡上行趋势，源于：1) 大部分板块标的2Q23业绩向好；2) 暑期强劲剧集和游戏上线；3) 广告行业温和复苏；以及4) 宏观渐进式回暖及系列经济刺激政策。我们持续看好短视频、长视频和游戏为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩预期向好、市占率提升、估值吸引标的，首选快手、爱奇艺和同程旅行。
- **保险：**乐观。寿险二季度负债端受益于定价利率切换的政策预期催化储蓄性需求进一步释放，新单保费增长强劲，贡献上半年新业务价值增长。资产端二季度受预期转弱影响相对承压，但在近期支持活跃资本市场等政策加持下，市场情绪改善可期，催化资产端弹性修复。随着产品切换的监管落地，寿险公司下半年在产品上新和投放节奏的把控上有望实现差异化。在当前竞品收益率依然较低背景下，定价利率下调至3%，对居民长期稳健的投资需求仍具备吸引力。短期来看，下半年各险企销售业绩可能略有波动，因上半年部分需求提前释放，但中长期看，负债端承接居民长期投资需求的趋势性不改，预计储蓄险全年仍有望实现较好发展。

财险表现分化，前三家和中小财险公司保费收入增速分化。分险种看，二季度车险保费增速回落，非车险保费增长稳健，主要受农险、责任险保费增速提升拉动。在去年同期高基数影响下，财险下半年仍需关注非车险业务结构对承保盈利的影响，及三季度自然灾害赔付的不确定性。整体来看，寿险行业自一季度太保/平安/国寿相继公布新业务价值增长转正，至4月的中特估行情、监管为防范利差损风险指导下调产品预定利率，至5月以来权益市场波动影响资产端投资收益，包括新会计准则的实施加强资产负债两端联动。随着经济预期转向，我们认为行业在下半年有望实现资产负债共振，推动基本面从底部回升，估值重归合理区间。推荐买入中国太保(2601 HK)、中国平安(2318 HK)、中国人寿(2628 HK)。

- **资本品：**工程机械/重卡看好：今年以来工程机械和重卡需求主要由出口市场所拉动，而随着近期国内房地产政策转向，我们预计工程机械和重卡国内需求将迎来潜在边际改善，对房地产施工比较敏感的工程机械产品包括塔式起重机和混凝土机械等将会相对受惠。我们继续看好浙江鼎力 (603338 CH, 买入) 在高空作业平台新产品持续突破海外市场，同时国内的结构性需求增长机会；看好中联重科 (000157 CH, 买入) 起重机需求超预期以及高空作业平台分拆释放价值；看好恒立液压 (601100 CH, 买入) 在挖机液压件的复苏机会，以及进入机械人产业链（滚珠丝杆）的增长空间；看好三一国际 (631 HK, 买入) 物流装备和矿山装备需求均超预期，下一催化剂将来自进军新能源领域。重卡方面，我们看好重汽 (3808 HK, 买入) 出口的强劲增长、市占率持续提升以及国内需求的潜在复苏。光伏设备看好：光伏产业链价格在经过大幅度下跌后最近两周有所回稳，我们认为从短周期和市场情绪的维度上对板块表现会有所支持，我们相信在光伏产业链中，设备制造商仍然是下游产能军备竞赛中的相对受益者。

■ 能源 - 城燃、电力运营商:

-电力运营商: 保持乐观。根据国家能源局数据, 2023年1-6月电力累计装机同比增长10.8%到2708GW; 其中太阳能发电和风电装机同比增长明显, 分别同比增长39.8%和13.7%。非化石能源发电装机容量13.9亿千瓦, 同比增长18.6%, 占总装机容量的51.5%。风光投资增速持续提升, 导致全行业投资增速为53.8%, 占比提高3.4%。根据国家发改委数据, 入夏以来全国最高用电负荷两创历史新高, 最高值达13.4亿千瓦, 较去年峰值增加0.5亿千瓦。火电在实现保供作用依旧。关注华润电力(836 HK), 估值具有吸引力, 预期2023年风光新增装机增加, 火电成本下降, 良好的预期股息率, 新能源业务分拆A股上市预期进一步释放潜在价值。三峡能源(600905 CH)方面, 预期下半年新增风光装机提速; 风光上游成本下降以及技术效率提高导致技术成本下降有助于提升新增装机项目IRR; 整体上网电价预期和去年持平。

-城燃板块: 保持谨慎乐观, 板块整体短期波动, 但调整后估值具有吸引力, 基本面稳中恢复。2023年上半年天然气表观消费量小幅反弹, 同比增长5.87%。国产气供给和进口同比上升明显。预期气源供给和成本改善优于去年。然而, 由于上半年经济恢复增速稍弱于预期, 工业用气需求较疲弱。近期相关居民顺价政策陆续出台利好城燃毛差。推荐华润燃气(1193 HK), 原因是其估值具有吸引力, 居民顺价政策陆续公布利好毛差改善; 增值业务保持良好增速。新奥能源(2688 HK)综合能源业务强劲增长势头持续, ESG评级较高。

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.35	31.7	4%	19.0	15.5	N/A	12.1	0.0%
中兴通讯	763 HK	科技	买入	26.95	25.0	-7%	12.6	11.4	1.8	14.0	0.8%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	13.88	23.3	68%	N/A	N/A	6.3	N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	87.52	109.0	0.2	21.9	16.3	33.1	23.4	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	341.20	455.0	33%	21.3	17.5	3.0	17.0	0.4%
京东	JD US	互联网	买入	39.09	63.4	62%	13.0	11.5	N/A	10.5	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	108.53	123.0	13%	20.3	18.5	4.1	19.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	96.90	156.6	62%	11.2	10.4	N/A	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	68.55	97.0	42%	70.1	30.1	N/A	N/A	0.0%
同程艺龙	780 HK	传媒文娱	买入	18.30	25.0	37%	21.1	16.8	2.2	7.3	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	6.02	8.6	0.4	17.9	12.7	30.7	4.7	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	37.20	48.0	29%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	20.50	35.8	75%	9.7	7.4	3.2	37.7	3.1%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	41.25	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中海物业	2669 HK	房地产	买入	8.93	7.9	-0.1	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.72	25.0	0.4	53.3	20.5	N/A	5.5	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	35.00	45.1	0.3	7.7	6.6	0.9	13.3	5.2%
越秀地产	123 HK	房地产	未评级	10.14	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
建发股份	600153 CH	房地产	未评级	11.13	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
太平洋保险	2601 HK	保险	买入	20.35	29.7	0.5	6.6	5.4	0.7	11.3	5.4%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.50	N/A	N/A	6.9	6.2	0.7	10.5	5.1%
平安保险	2318 HK	保险	买入	54.10	N/A	N/A	6.5	6.0	1.0	15.4	5.4%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	16.20	19.3	19%	11.7	9.9	1.1	9.5	2.2%
恒力液压	601100 CH	资本品	买入	69.66	90.0	0.3	32.6	27.0	7.1	24.2	0.0%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	59.25	67.0	0.1	20.4	16.6	3.6	19.2	0.9%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	4.11	6.3	0.5	8.8	7.4	0.6	6.7	4.8%
三一国际	631 HK	资本品	买入	12.40	16.2	0.3	14.8	11.1	3.1	22.1	1.8%
捷佳伟创	300724 CH	资本品	买入	97.26	N/A	N/A	27.1	20.6	4.1	16.1	0.4%
晶盛机电	300316 CH	资本品	买入	61.12	N/A	N/A	18.4	15.6	5.5	34.3	1.0%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	4.17	9.7	1.3	20.2	17.5	N/A	4.0	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	29.05	50.3	0.7	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	202.27	291.5	44%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	268.81	396.5	48%	28.4	23.6	N/A	33.6	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	6.30	12.3	95%	24.2	17.6	N/A	11.1	0.0%
理想	LI US	汽车	买入	45.84	44.0	-4%	126.7	70.1	N/A	10.4	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	10.48	12.0	15%	14.8	14.0	N/A	8.5	0.8%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	10.7	14.5	0.4	36.5	22.4	N/A	3.7	1.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	443	576.9	0.3	26.1	20.6	2.6	11.9	0.9%
特步	1368 HK	可选消费	买入	8.58	11.2	0.3	18.4	14.9	2.3	13.3	3.5%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	57.88	66.7	15%	12.2	11.2	N/A	21.8	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	21.04	21.8	4%	35.1	21.7	N/A	38.3	0.0%
滔搏	6110 HK	可选消费	买入	7.28	9.0	0.2	18.1	15.2	4.1	23.2	3.9%
海信	921 HK	可选消费	未评级	20.75	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝泰妮	300957 CH	可选消费	买入	98.5	157.0	0.6	30.8	24.0	6.2	21.0	1.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1887.93	2440.0	0.3	31.9	27.3	10.1	34.1	1.6%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	69.2	92.9	0.3	19.9	17.2	N/A	16.0	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	110.01	145.7	0.3	31.4	24.8	10.2	23.6	0.7%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	50.15	77.4	0.5	30.8	25.7	5.0	18.5	1.3%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	124.96	232.0	0.9	24.5	18.4	4.7	19.2	1.3%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	55.45	72.1	0.3	29.5	27.0	N/A	15.5	0.0%
周大福	1929 HK	必需消费	买入	13.16	18.7	0.4	17.0	14.1	N/A	24.4	0.0%
华润电力	836 HK	能源	买入	16.7	23.2	0.4	6.5	5.4	N/A	14.1	0.0%
三峡能源	600905 CH	能源	买入	5.43	6.8	0.3	16.0	13.2	N/A	11.9	0.0%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	26.2	39.0	0.5	8.7	7.7	1.2	12.3	0.0%
新奥能源	2688 HK	能源	买入	88.25	135.9	0.5	10.4	9.7	N/A	23.1	0.0%

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

■ 中国经济再次探底后或逐渐回升

经济增速第二季度再次探底，下半年可能逐渐回升。中国经济在第二季度再次探底，GDP 环比增速降至 0.8%，大幅低于第一季度的 2.2%，略高于去年四季度的 0.5%。GDP 两年平均增速由第一季度的 4.6% 降至第二季度的 3.3%。4、5 月可能是年内经济增速最低点，工业增加值的两年平均增速从第一季度的 4.7% 降至 4 月的 1.3% 和 5 月的 2.1%，服务业生产指数的两年平均增速从第一季度的 4.6% 降至 4 月的 3.2% 和 5 月的 3%，简单推算 GDP 两年平均增速在 4、5 月降至 2.5% 左右。随着产出负缺口急剧扩大，通缩加剧，GDP 平减指数增速从第一季度的 0.4% 降至第二季度的 -1.4%，PPI 同比降幅由 3 月的 2.5% 扩大至 6 月的 5.3%，CPI 同比增速从 3 月的 0.7% 降至 6 月的 0%。展望下半年，中国经济可能逐渐回升，GDP 两年平均增速逐步恢复至 4% 左右，GDP 平减指数降幅收窄至 0.7% 左右。7、8 月出行高峰和旅游旺季，交运、餐饮、住宿、娱乐等服务业将延续复苏；9、10 月是大部分行业传统旺季，家庭消费和服务业活动有望进一步改善。我们维持 GDP 2023 年增长 5.1% 和 2024 年增长 4.8% 的预测。

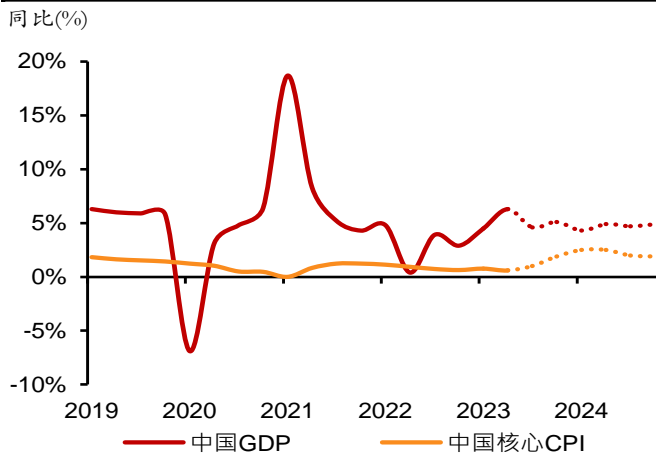
制造业活动小幅改善，但依然疲弱。全球制造业活动延续疲弱，主要国家制造业 PMI 均处于收缩区间，韩国和越南出口延续大幅下滑，美国库存/销售比依然较高。中国制造业 PMI 从 6 月的 49% 小幅上升至 7 月的 49.3%，但连续四个月处于收缩区间。7 月新订单指数为 49.5%，与 6 月持平，出口订单指数和进口指数分别从 6 月的 46.4% 和 47.0% 降至 7 月的 46.3% 和 46.8%，显示商品贸易活动进一步走弱。产成品库存指数和原材料库存指数分别升至 46.3% 和 48.2%，说明制造业去库存过程趋缓。出厂价格指数和原材料购进价格指数分别升至 48.6% 和 52.4%，其中原材料购进价格重回扩张区间，因大宗商品价格反弹。分行业来看，汽车、铁路和其他运输设备、电气设备等部分制造业 PMI 处于扩张区间。展望下半年，制造业活动可能有所回升，因国内消费改善。

服务业延续复苏，但增速回落。中国服务业 PMI 7 月延续放缓，但仍处于扩张区间，其中铁路运输、航空运输、电信服务、电视广播、互联网软件和信息技术服务、金融和保险等行业景气度较高。7 月国内航班和国际及港澳台航班执行架次相比 2021 年同期复苏率分别达到 97.5% 和 629.3%，国内航班复苏率略低于 6 月的 97.9%，但国际航班复苏率高于 6 月的 514.3%。7 月一线城市地铁日均客运量相比 2019 年同期复苏率基本与 6 月持平，但二线城市略有提升。7 月电影院日均观影人次大幅攀升，相比 2019 年同期复苏率升至 148.4%，远高于 6 月的 85.9%，票房收入相比 2019 年同期复苏率也升至 172.6%，高于 6 月的 96.3%。下半年服务业可能延续复苏，成为改善就业形势和消费信心的关键因素，因服务业吸纳 60% 以上的中小企业和城镇就业。

房地产市场持续走弱，下半年或有所企稳。30 大中城市商品房成交量相比 2019 年同期复苏率从 3 月的 90.8% 一路降至 7 月的 48.4%，其中一线城市有所改善，5/6/7 月的复苏率分

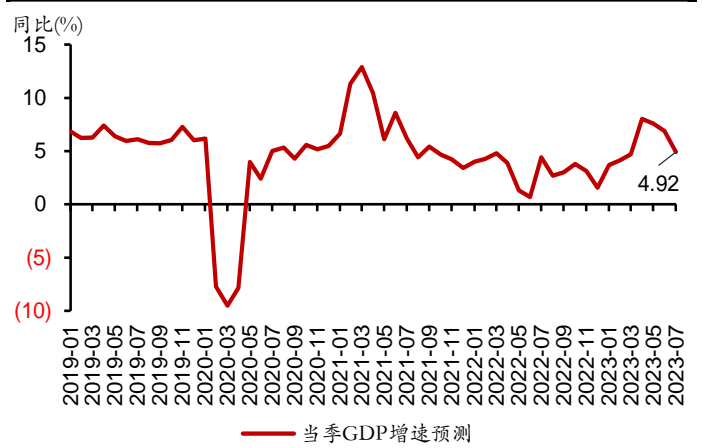
别为 93.2%/79.2%/93.6%，但其他城市持续走弱，二线城市 5/6/7 月的复苏率分别为 81.3%/53.3%/40.1%，三线城市 5/6/7 月的复苏率分别为 48.8%/37.9%/38.6%。11 个代表性城市二手房销量相比 2019 年同期的复苏率从 3 月的 152.2%降至 4 月的 95.6%、5 月的 85.7%、6 月的 80.4%和 7 月的 72.2%。

图 2: 中国季度 GDP 和 CPI 同比增速



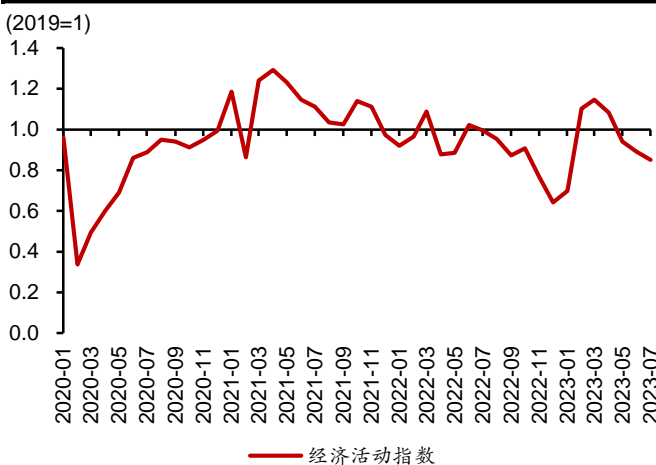
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: AI 对中国当季 GDP 增速预测



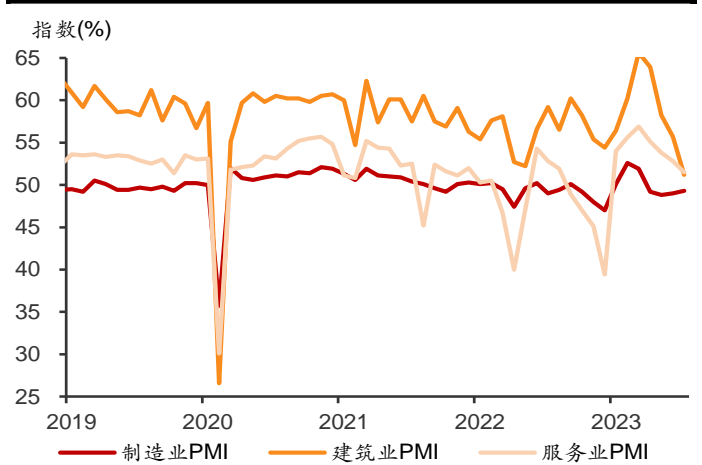
资料来源: CEIC, 招银国际环球市场

图 4: 第一财经中国经济活动指数



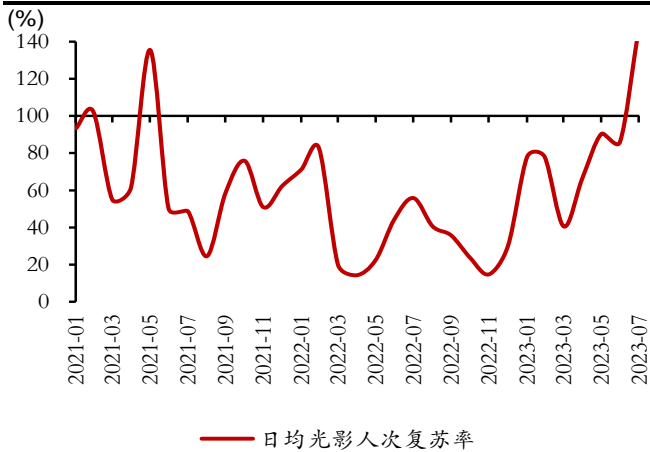
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国 PMI



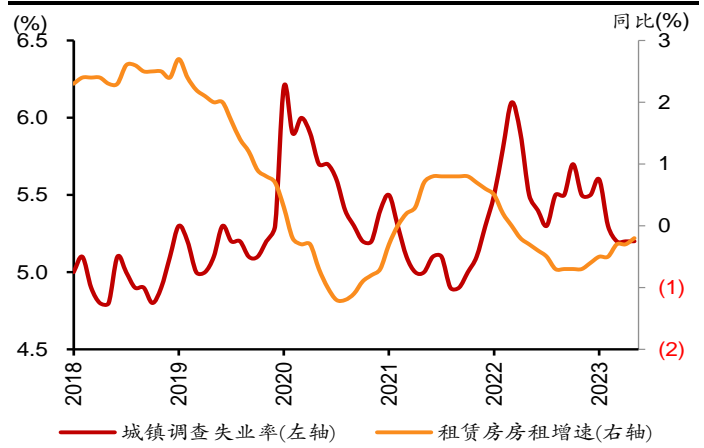
资料来源: CEIC, 招银国际环球市场

图 6: 中国电影院客流相比 2019 年同期的复苏率



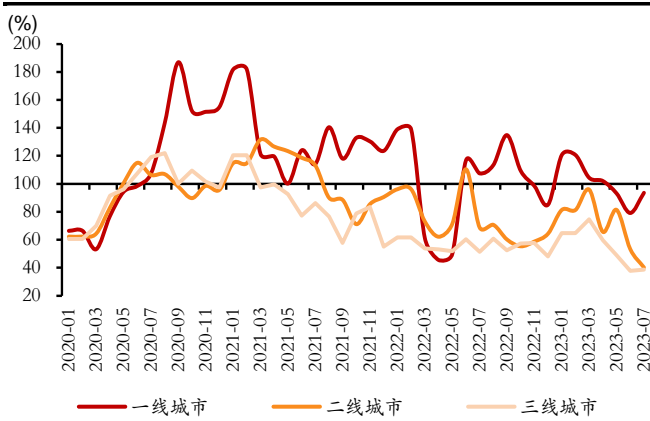
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 城镇失业率和租赁房租增速



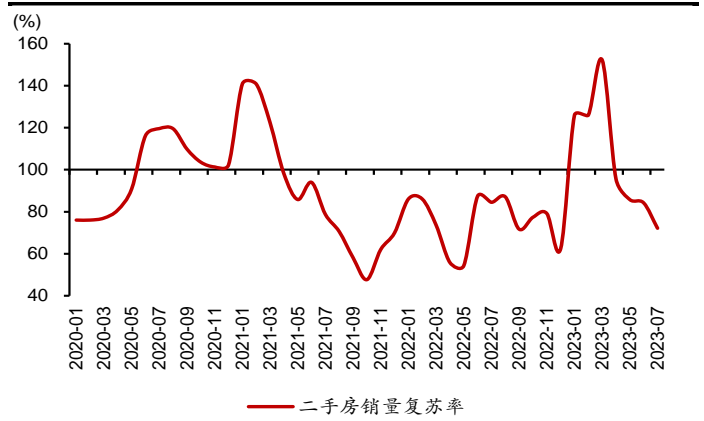
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 30 大城市商品房销量相比 2019 年同期的复苏率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

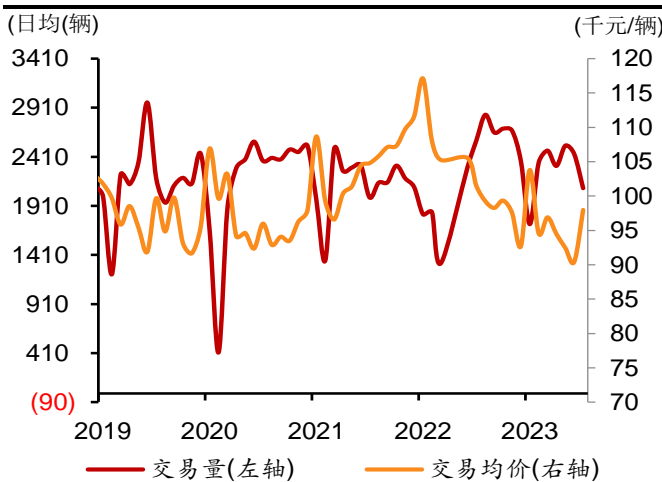
图 9: 11 城市二手房销量相比 2019 年同期的复苏率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

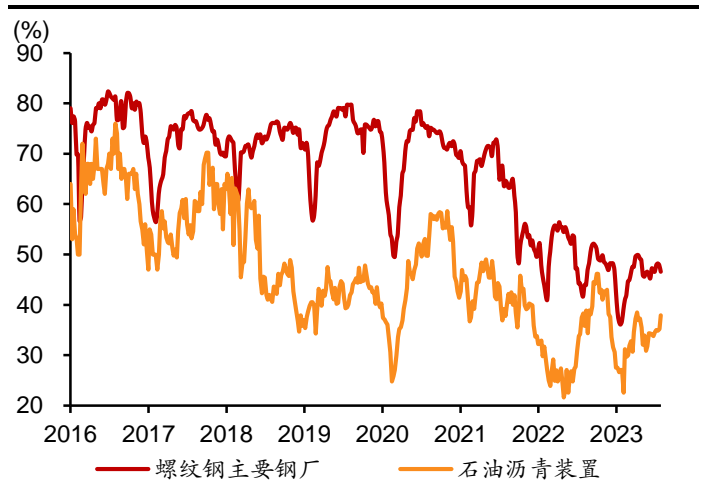
注: 11 个城市包括北京、深圳、杭州、成都、南京、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山

图 10: 上海二手车市场日均交易量和均价



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 螺纹钢厂和石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 韩国、越南和中国出口增速

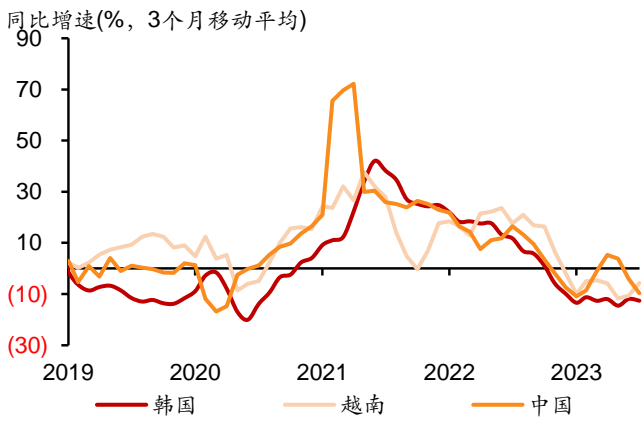


图 13: 南方八省电厂煤炭消耗量和库存水平

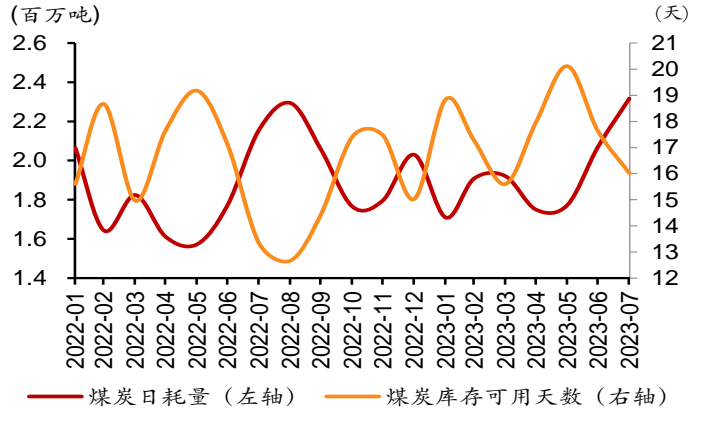


图 14: 港口煤炭库存和动力煤价格

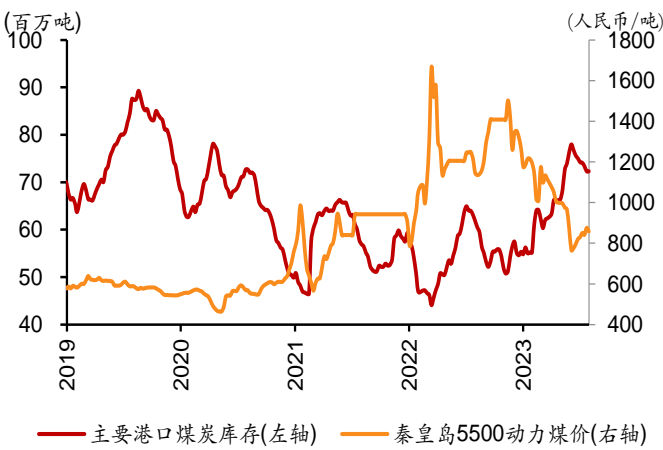
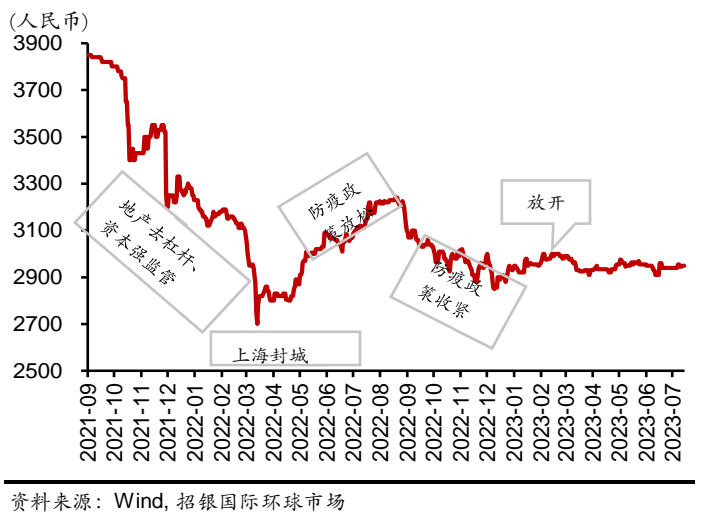


图 15: 飞天茅台批发参考价



■ **中国迎来新一轮政策宽松**

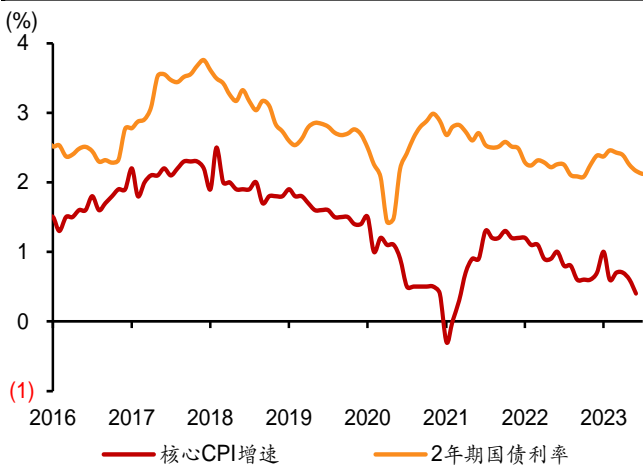
中国发出更加积极稳增长的信号。中央政治局近日经济工作会议显示决策层更加积极稳增长的态度：1) 对经济形势判断更加谨慎，而 4 月末时的判断相对乐观；2) 加大宏观政策调控力度，加强逆周期调节和政策储备，预示财政政策和货币信贷政策将更加宽松；3) 通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费，预示未来政策可能逐步聚焦需求端；4) 加快培育壮大战略性新兴产业，推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，显示未来产业政策依然聚焦于数字经济、人工智能、高端制造等行业；5) 适应房地产市场供求关系重大变化，适时调整优化房地产政策，积极推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，预示房地产政策将进一步放松，大城市旧城改造可能成为投资增长点；6) 活跃资本市场，提振投资者信心，预示将有提振资本市场信心的举措出台；7) 建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场，预示将持续努力改善企业家信心；8) 有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，说明未来将有解决地方政府隐性债务的方案出台。

货币信贷政策将进一步宽松。在第二季度经济下行和剧烈通缩之后，中国宏观政策面临进一步放松压力。中央财政历来谨慎保守，对地方政府隐性债务风险高度关注，财政政策广义赤字率不会上调，政府主要通过加快政府债券发行和支出节奏，在短期内释放更大支持力度。宏观政策放松压力主要由货币政策承担。央行可能在下半年加大政策宽松力度，再次下调RRR和LPR，进一步放松流动性条件和信贷政策，推动企业和家庭部门贷款合同利率下降，加大结构性工具力度，引导银行加大对制造业、现代服务业、科技创新和绿色发展的信贷支持。

房地产政策将持续放松。房地产市场剧烈调整带来金融体系压力和地方政府债务风险，并通过打击房企信心和消费者信心对投资和消费活动产生影响。中国将持续放松房地产政策，以稳定房地产市场，降低金融体系风险和地方政府债务风险。首先，一二线城市首套房和二套房按揭贷款首付比例和利率将进一步下调，首套房的认定将更加宽松，从认房又认贷转向认房。其次，从二线城市到部分一线城市，限购等行政限制性措施将逐步取消或放松。再次，除个别一线城市外，其他城市户籍制度将大幅放松，吸引人口向大城市进一步聚集，稳定住房需求。最后，一二线城市城中村改造和“平急两用”基础设施建设将有所加快，银行体系将加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度，既稳定投资和经济增长，又完善保障房体系，促进流动人口市民化。

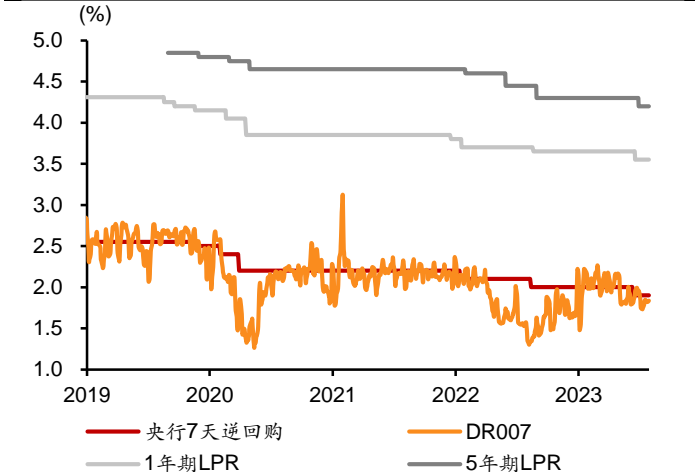
人民币汇率可能温和反弹，但中期或依然偏弱。未来四个季度，中国经济有望缓慢复苏，美国经济可能逐步放缓，中美利差和人民币对美元可能温和反弹，今年年末美元/人民币汇率可能达到7.07左右。在未来五年中期内，人民币对美元可能偏弱，一方面由于人口老龄化、市场激励弱化和政策不确定性，中国经济增速可能持续下台阶，大部分行业面临负产出缺口和通缩压力，人民币长期利率易降难升，对人民币汇率形成压制，另一方面中美战略竞争日益激烈，地缘政治风险可能持续影响中国经济体系中的资本信心，带来资本外流压力。

图 16: 中国核心 CPI 增速与 2 年期国债利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 中国央行政策利率



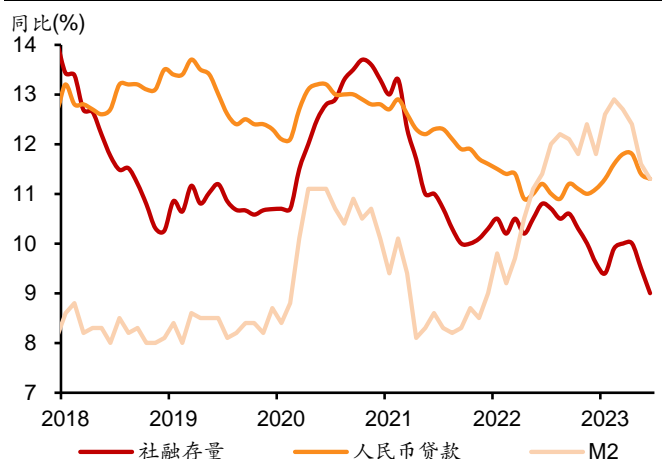
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



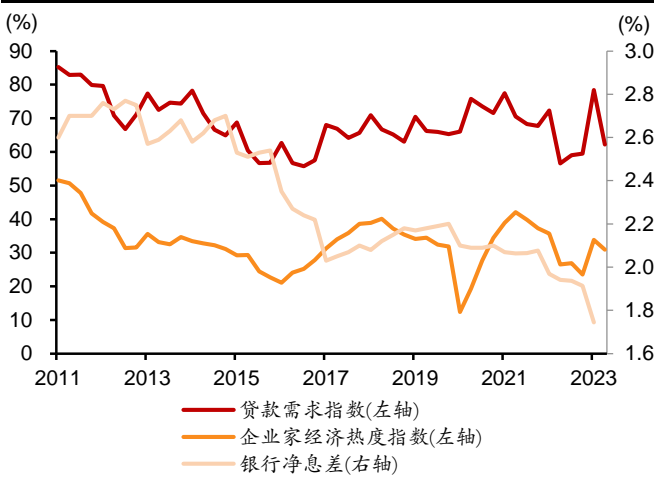
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 中国信贷增速



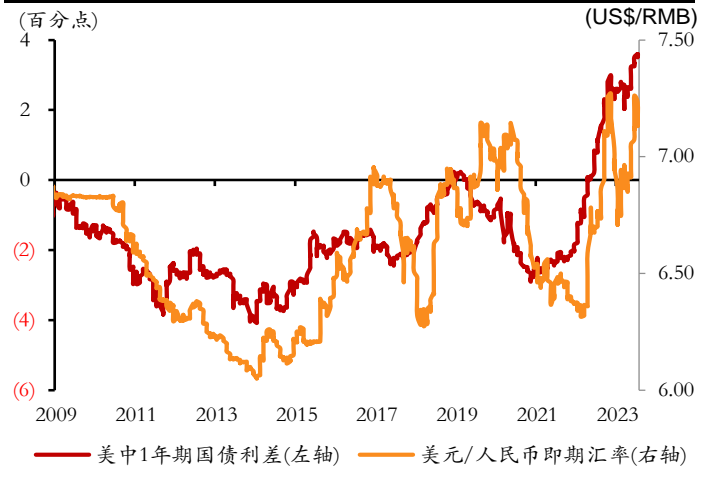
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 中国贷款需求、企业家信心与银行净息差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

美国宏观

■ 美国经济超预期，但仍不能排除远期衰退风险

美国第二季度经济数据好于预期，市场对美国经济的预期更加乐观。美国二季度 GDP 环比年化增速达到 2.4%，同比增速达到 2.6%，分别高于一季度的 1.8% 和 2%。高消费惯性、就业强劲和服务消费模式回归支撑美国家庭消费延续增长。家庭超额储蓄进一步释放，储蓄率降至低于疫情前水平。就业持续强劲，薪资保持较快增长，家庭部门收入和消费信心有所反弹。服务消费模式回归，服务消费场景和供应逐步恢复，服务消费支撑经济延续扩张。由于商品通胀回落和消费信心反弹，商品消费显著回升，住房销量出现企稳迹象。

美国延续去通胀过程，能源、食品等商品价格下跌明显，但核心通胀下降相对迟缓。6 月 CPI 同比增长 3%，较上月超预期回落，核心 CPI 同比增长 4.8% 依然较高。从环比增速的拉动项来看，不含能源服务的服务业环比上涨 0.3%，其中住房价格环比上升 0.4%，预示

核心通胀仍有粘性。PCE 通胀 6 月降至 2.97%，但核心 PCE 通胀仍达到 4.1%，相比前值 4.6% 有所放缓，环比增速 0.2% 符合预期，但相比前值 0.3% 仅小幅放缓。劳动力市场强劲延缓了核心通胀下降过程。美国 5 月职位空缺人数回落至 9,824 万人，但仍居历史高位，零售贸易、医疗保健和社会支援、运输和仓储是职位空缺人数增加最多的行业。5 月每个失业工人对应 1.7 个职位空缺，大幅超过疫情前的 1.2。6 月亚特兰大联储薪资指数同比增长 5.6%，相比去年 11 月的 6.4% 有所放缓，但依然较高。

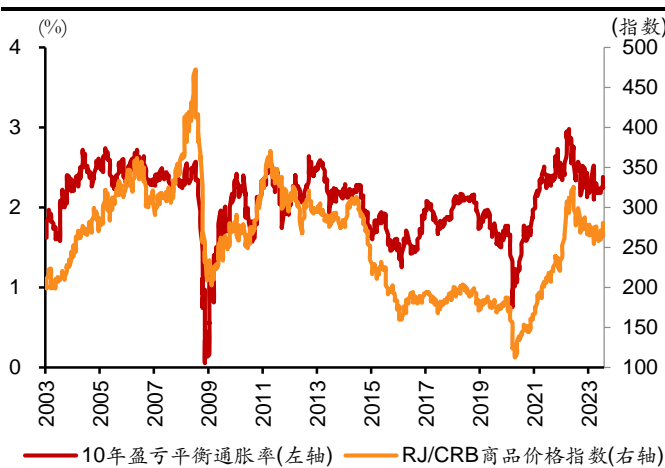
美国经济近期衰退风险下降，但远期衰退风险尚未解除。美国货币政策进入紧缩状态时间不长，联邦基金利率扣除通胀后的实际利率在今年 4 月才转正，货币政策紧缩向金融体系和经济体系的传导需要时间。以传统利率敏感型部门房地产为例，尽管新按揭贷款利率已大幅上升，但存量按揭贷款利率仍被锁定在 2020-2021 年零利率时代较低水平，这也导致家庭换房意愿低下，影响到二手房供应，令不少需求转向新房市场。但美国经济远期衰退风险尚未解除，去年四季度以来收益率曲线持续倒挂，制造业 PMI 持续低于 50%，3 月中小银行动荡和银行信贷增速大幅下滑，均给出美国经济远期仍存在衰退可能性。

■ 9 月是否加息尚不确定，紧缩周期仍将延续一段时期

美联储官员对进一步加息存在意见分歧，9 月是否延续加息的不确定性较高，取决于 7、8 月通胀和就业情况。预计 7、8 月 CPI 增速可能小幅反弹，劳动力市场可能依然强劲，因此不能排除 9 月进一步加息的可能性。但银行信贷条件在持续收紧，经济前景不确定性上升，美联储也有理由暂停加息。总体来看，第二季度以来美国经济好于预期，劳动力市场依然强劲，核心通胀下降相对迟缓，年内降息的可能性较小。

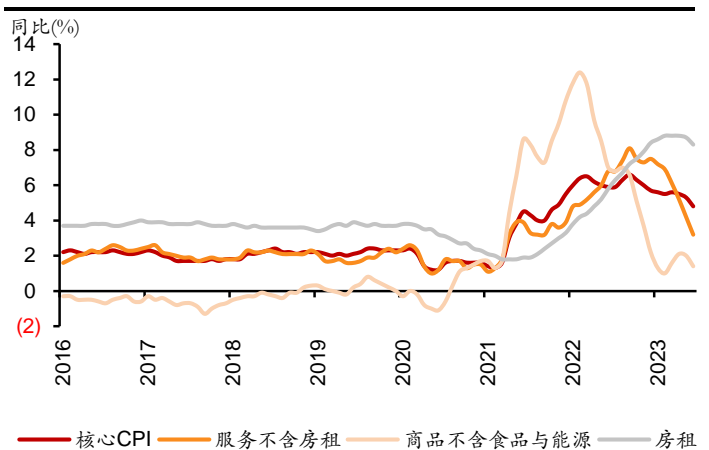
中期来看，当前高利率状态持续越久，更多中小银行出现动荡的风险越高。预计下半年仍有部分中小银行可能出现动荡，信贷条件将进一步收紧，进而推升远期衰退风险，加快未来去通胀速度，明年初美联储紧缩政策可能真正迎来拐点。

图 22: 美国 10 年盈亏平衡通胀率与 CRB 商品价格



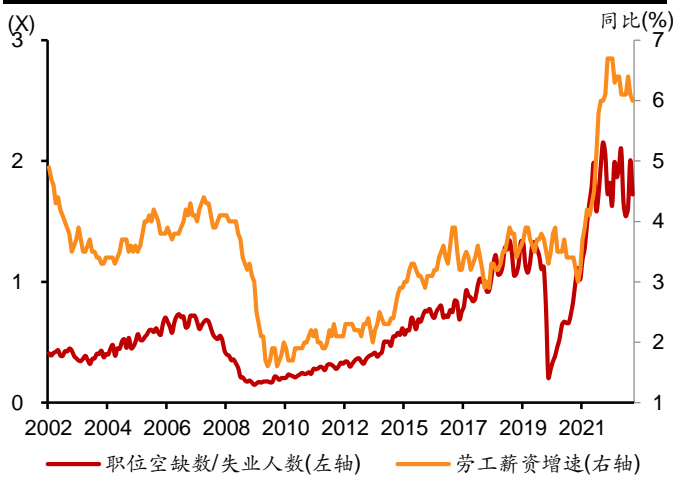
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 23: 美国各类 CPI 增速



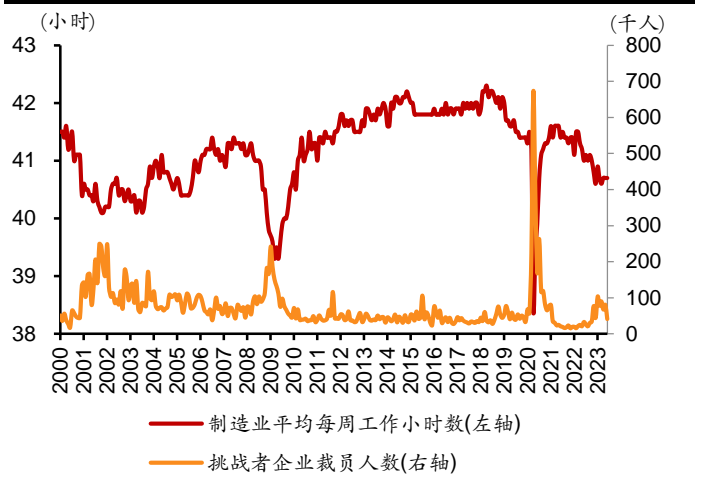
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 24: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速



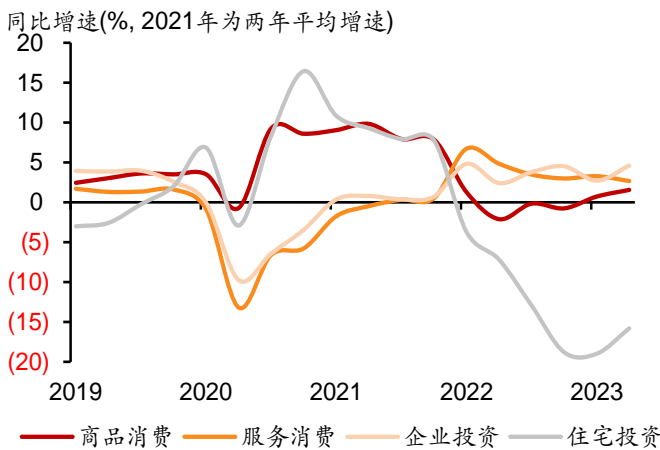
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 25: 美国制造业平均每周工时与企业裁员人数



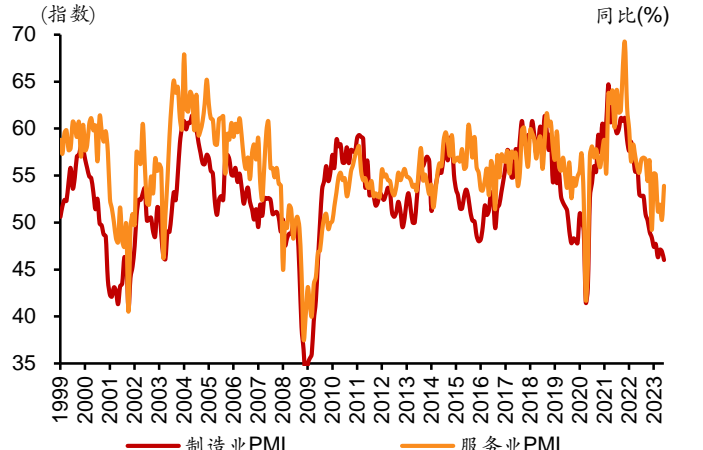
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 美国 GDP 支出项



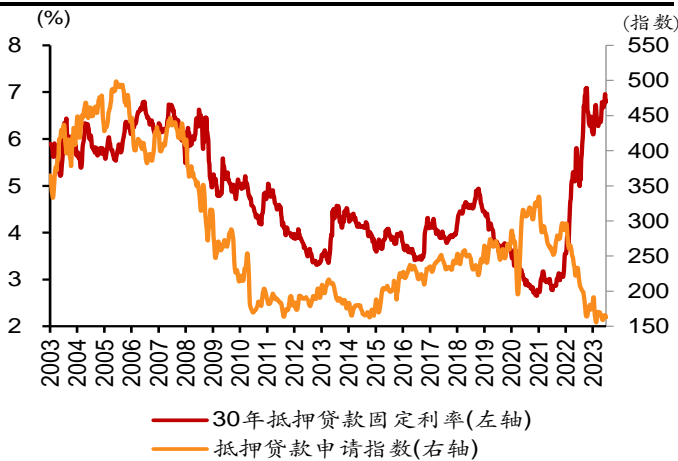
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美国 PMI



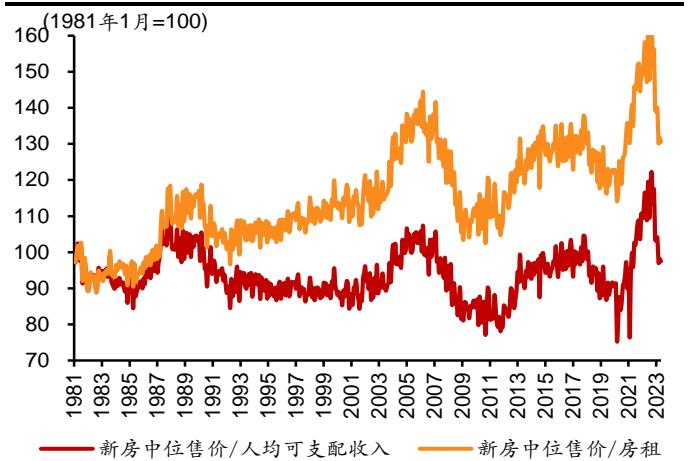
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 28: 美国抵押贷款利率与购买指数



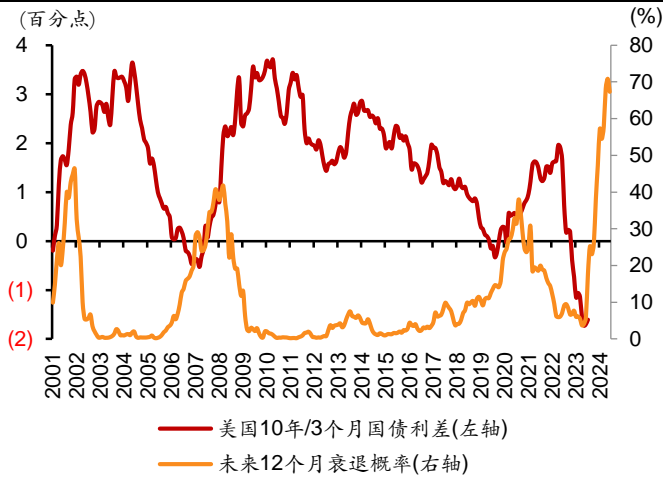
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 29: 美国房价泡沫化指数



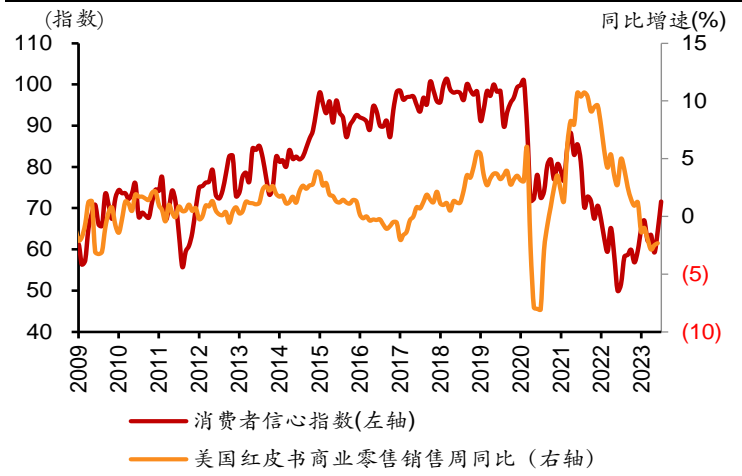
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 30: 美国 10Y-3M 国债利差与未来 12 个月衰退概率



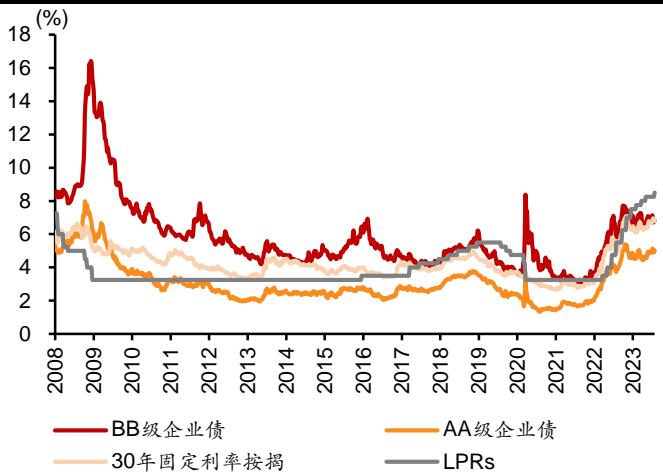
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 31: 美国消费者信心与商业零售销售实际增速



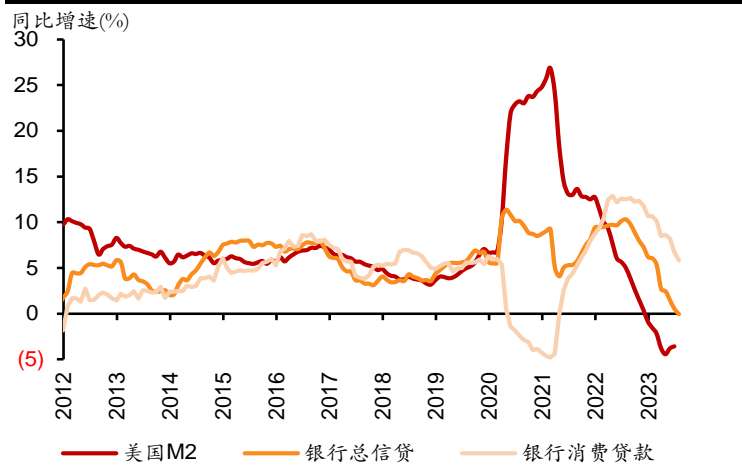
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 32: 美国实体部门融资成本



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 33: 美国货币和信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来3个月看法乐观

整体库存周期在三季度开始见底，下游需求有望下半年回暖，受 AI 驱动和补库存的拉动下，我们在近期交流中产业链和市场反馈逐步转向积极，我们看好科技板块下半年在 AI/MR 创新、需求回暖和国产替代所带来的投资机会。随着消费电子 3Q 旺季以及渠道拉货，建议关注份额提升和创新确定性较高的产业链。同时，我们依然相信 AI 为全年投资主线，海外大厂 AI 相关资本开支已明显加速，对算力和存储需求持续扩张，AI 芯片、存储、光通信等产业链将明显受益。

消费电子：库存 2Q 已经见底，三季度回到均衡状态，苹果安卓阵营分化，下游需求有望 4Q 回升，建议关注：1) 需求回暖：随着库存和成本压力改善，3Q 新品拉动下有望迎来复苏；2) 创新机会：看好苹果创新驱动，在苹果 Vision Pro 发布后，相信国内品牌跟进和陆续推出新品，关注光学(3D Pancake)和显示屏(Micro-OLED)的创新机会，板块有望进一步催化。

通信：运营商业绩稳健增长，产业互联网业务快速发展，设备产业链受益国家数字经济建设发展的机遇，毛利润和运营效率持续提升。在中特估体系下，板块估值重塑过程有望持续。同时，随着 AI 算力需求爆发，云计算厂商将加大算力相关投入，数据中心和算力设备加速升级，光模块作为 AI 算力核心产业链将有望显著受益。

半导体：行业库存水平三季度开始见底，4Q 有望开始复苏，同时新能源、汽车、高端工业及部分特种芯片需求持续稳定增长，1) 全球晶圆厂资本支出下降，国内晶圆厂逆周期扩产加快，去库存将持续到 3Q，预计 4Q 需求复苏分化；2) 芯片设计板块 2Q 去库存节奏加快，价格和库存均处于底部，预计部分芯片下半年需求复苏；3) 设备板块受益国内晶圆厂逆周期扩产以及国产化加速，业务保持较高增长。建议关注新能源/汽车/AI 服务器等稳定增长领域，看好半导体设备/材料、功率等板块，以及国产替代、市场份额增长的受益标的。

推荐买入比亚迪电子、中兴通讯

1) 比亚迪电子：安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为 2023 年利润增长动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助利润率改善，我们预计利润率修复有望超预期。展望 2023 年，我们看好公司两大增长动力，1) 新型智能产品实现稳定增长，预计户用储能收入同比增长 50-100%；2) 受益母公司订单和外部汽车客户，预计汽车业务将同比增长 100%以上。

2) 中兴通讯：看好通讯设备受益数字经济建设加速发展，国内政企营收有望实现高速增长，服务器等 ICT 业务快速发展，利润率和运营效率持续提升，今年 5G 基站集采有望超预期，公司作为全球领先主设备商将长期受益 AI 和数字经济浪潮。

风险提示：宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

软件与 IT 服务

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

上半年经济修复速度慢，中国企业维持谨慎的 IT 支出预算，市场对于软件及 IT 服务公司疲软的业绩有所预期，预计板块估值在业绩后将缓慢修复，建议投资者继续关注国产替代题材标的。

■ SaaS：业绩粘性强，头部公司优势渐显

头部 SaaS 公司的客户粘性强，利润及现金流受 22 年宏观环境影响少，我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 23 年继续实现+15-25%的同比增长。与房地产行业的垂类 SaaS 相比，我们更喜欢具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ IT 服务：盈利能力缓慢恢复

中国 IT 服务公司在宏观环境的不景气下经历了一年的人员调整，利润表普遍承压，我们认为 23 年的人员调整基本完成，中国 IT 服务类企业收入增速相对稳定，同比增长+10-15%，主要侧重于盈利能力的修复。同时，受信创需求例如数据库和系统迁移等带动，国内 IT 服务的主要增长行业已经从互联网/科技公司转移到了电信/政府/金融等企业。

■ IaaS 和 PaaS：国内云资本开支仍然疲弱

我们认为行业每年同比+30-40%的快速长周期已经过去，云厂商进入了一个注重改善盈利质量的新阶段，预计中国云计算市场在 23 财年同比增长+10-20%。尤其是互联网云厂商把优化盈利能力放在首位，而不是市场份额的提升。我们预计中国 23 财年云计算资本开支的复苏会比较温和，上游 IDC 的收入增速也会相对较缓。

■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

金蝶 FY1Q23 ARR 保持良好增长势头，同比上升 37%，随着向订阅模式转型，利润和净现金流的可见性提升。我们认为最近股价回调过度反映华为入局 ERP 的影响，金蝶与华为客户重叠性低，同时，华为 ERP 产品需要经过市场的长时间验证。我们依然看好金蝶作为 SaaS 及软件国产化的受益者。

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

受益于监管常态化新进展（蚂蚁集团罚款落地、公布部分互联网公司绿灯投资案例等）及政策基调强调扩内需，互联网板块估值受益于投资情绪恢复而有所回升。向前看，经历第一阶段板块估值整体修复后，消费复苏的强度及经济复苏的强度或为支撑板块业绩修复和下一阶段估值提升的关键因素。此外，金融科技监管靴子进一步落地、互联网公司资本市

场运作逐步恢复（阿里巴巴旗下 1+6+N 分拆上市、拼多多 Temu 分拆开始独立融资等）或有望助推对应公司取得优于大势的表现。

2-3Q23，互联网公司以 ROI 为导向的投资策略或有助于有效的成本管控，带动利润增长及利润率表现好于预期，但 4Q 至 2023 年，随着经济前景展望向好，部分互联网公司或将为长期增长展开增量投入，或将致使利润率扩张速度放缓。向前看我们推荐三条主线：1) 主营业务可持续获取稳定现金流且新业务具备长期扩张前景的公司，如腾讯、拼多多、阿里巴巴；2) 逆周期到相对顺周期的投资逻辑转变：在扩内需加码的情况下，市场有望从防守型板块（如游戏）逐步转向经济恢复情况下相对受益更多的板块，如即时零售、在线招聘等顺周期的板块；3) 有望受益于监管政策落地催化（金融科技），或资本市场运作推动估值重估的公司，如阿里巴巴、拼多多、腾讯。此外，受益于监管推动行业整合、有能力进一步拓展市场份额且基本面较为稳健的公司，在估值回调时或出现买入机会。

当前互联网板块整体估值对应 19x 2023E Non-GAAP PE，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业 2023 年 Non-GAAP 净利润增速有望达 24%，对应 2023E PEG 为 0.8x。综合考虑竞争格局的边际变化、现有估值水平及潜在的长期增长驱动力，我们的股票推荐为：腾讯、拼多多、京东、阿里巴巴、网易。

■ 扩内需举措出台或有望助推行业基本面修复

2023 年 7 月 31 日，国家发展改革委发布关于恢复和扩大消费的 20 条措施，我们梳理互联网行业相关的内容及潜在有望受益的子行业及标的。因互联网行业多数子行业（如电商、广告等）业绩表现与消费表现关联度较高，消费的逐步复苏或有望进一步推动行业的基本面回暖。但在整体消费互联网行业增长已经趋于成熟的情况下，整体板块的盈利增速中长期或将趋于稳定，在消费逐步修复后，行业的估值进一步提升的支撑或来自海外业务的扩张及产业互联网业务的增长推动。

图 34: 关于恢复和扩大消费 20 条措施中利好互联网板块的表述梳理

类别	分项	具体利好举措	对应潜在有望受益板块
稳定大宗消费	支持刚性和改善性住房需求	<ul style="list-style-type: none"> 做好保交楼、保民生、保稳定工作，完善住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给。 稳步推进老旧小区改造，进一步发挥住宅专项维修资金在老旧小区改造和老旧住宅电梯更新改造中的作用 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。 	在线房地产交易平台
	提升家装家居和电子产品消费	<ul style="list-style-type: none"> 促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。 加快实施家电维修后服务提升行动。深入开展家电以旧换新，加强废旧家电回收。 支持可穿戴设备、智能产品消费，打造电子产品消费应用新场景。 	家居、家装及电子产品消费平台
扩大服务消费	扩大餐饮服务消费	<ul style="list-style-type: none"> 开展餐饮促消费活动 培育“种养殖基地+中央厨房+冷链物流+餐饮门店”模式，挖掘预制菜市场潜力 	本地生活平台
	丰富文旅消费	<ul style="list-style-type: none"> 全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费 	在线旅游平台
促进农村消费	提升健康服务消费	<ul style="list-style-type: none"> 发展“互联网+医疗健康”，进一步完善互联网诊疗收费政策，逐步将符合条件的“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围。 	互联网医疗平台
	开展绿色产品下乡	<ul style="list-style-type: none"> 有条件的地区可对绿色智能家电下乡、家电以旧换新等予以适当补贴 	电商及电商物流平台

完善农村电子商务和快递物流配送体系

| 大力发展农村直播电商、即时零售；
 | 加快提升电商、快递进农村综合水平，整合邮政、快递、
 供销、电商等资源，推行集约化配送。

| 推进数字消费基础设施建设

| 加快传统消费数字化转型，促进电子商务、直播经济、在
 线文娱等数字消费规范发展。支持线上线下商品消费融合
 发展，提升网上购物节质量水平。

拓展新型消费 壮大数字消费

| 发展即时零售、智慧商店等新零售业态。鼓励数字技术企
 业搭建面向生活服务的数字化平台，推进数字生活智能
 化，打造数字消费业态、智能化沉浸式服务体验。

平台经济及即时零售

| 升级信息消费，促进信息消费体验中心建设改造

| 推动平台经济规范健康持续发展，持续推动创新突破，开
 辟更多新领域新赛道，进一步完善相关领域服务标准。

资料来源：国家发展改革委，招银国际环球市场

对比 2023 年 2 月板块估值高点，整体板块当前 2023 年利润预期基本维持不变，但 PE 相较于 2 月高点的仍有 12% 的上修空间。在扩内需举措出台的支持下，目前行业 0.8x PEG 的估值仍有持续修复的空间。

图 35: 互联网板块估值&利润上修 (vs 2023 年 2 月估值高点)

	总市值(百万美元)	FY23E 调整后净利润合计(百万美元)	利润增速(同比)	PE	PEG	利润预期提升	估值提升
2023/2/2	1,456,661	68,917	24%	21.1	0.9		
2023/8/2	1,307,606	69,091	24%	18.9	0.8	0.3%	-10.5%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

■ 电商：行业竞争恶化程度优于预期或有望推动利润率表现好于预期

据国家统计局数据，1H23 网上零售额/实物商品网上零售额分别为 7.2/6.1 万亿元，同比增长 13.1%/10.8%，均较 1H20 增长 39%。单 6 月份，实物商品网上零售额同比 7.1%，两年复合年增长率为 6.4%，较 5 月的 11.8% 的两年复合增长率有所下滑，主因销售情绪仍需时间恢复，且部分 618 购物节的 GMV 计入至 5 月。尽管电商平台在加强投资以在逐步复苏的消费情绪中获取消费者心智，整体行业竞争的恶化程度或好于此前市场较差的预期，因在投资时电商平台均较为关注投资回报率，这或意味着电商平台的短期利润率水平有望好于市场预期。维持拼多多、阿里巴巴、京东的买入评级。

■ 在线游戏：2Q23 游戏市场强劲反弹，景气度持续提升

在游戏供给和用户付费意愿复苏的支撑下，2Q23 网络游戏市场收入迎来强劲反弹，游戏市场收入同比增长 12%。我们预计 2H23 中国在线游戏市场维持强劲的增长趋势，主要得益于多款优质新游戏上线和低基数效应。2023 年在线游戏市场竞争更加激烈，更多新兴品类的优质游戏（如二次元游戏）占据更多市场份额。尽管如此，腾讯和网易仍然保持行业领先地位，主要得益于公司优质产品线及老游戏的韧性表现。腾讯和网易游戏收入增长有望自 2H23 起加速：1) 我们预计 2H23 腾讯游戏收入同比增长 10%，得益于《无畏契约》、《命运方舟》和《重生边缘》等多款重点游戏的上线；2) 我们预计 2H23 网易游戏收入同比增长 12%，主要受《逆水寒》手游和《巅峰极速》的上线所推动，部分被来自暴雪游戏的收入减少所抵消。《逆水寒》手游/《巅峰极速》上线后表现强劲，6 月推出以后在 iOS 畅销榜持续排名前 5/20。

■ 在线广告：2H23 互联网广告市场有望加速增长

据 QuestMobile 数据，中国互联网广告市场规模在 1Q23/2Q23 分别同比增长 2/8%，市场需求温和复苏，2Q23 互联网广告市场规模基本恢复至 2Q21 的水平。得益于经济和消费促进政策，我们预计 2H23 互联网广告市场规模有望加速增长。8 月主要关注在线广告平台 2Q23 业绩，我们看好 1) 腾讯：预计 2Q23 广告收入同比增长 22%，主要得益于视频号广告收入的增量贡献以及电商/游戏等主要行业的广告需求复苏；2) 快手：预计 2Q23 广告收入同比增长 28%，主因内循环广告收入强劲增长以及网服行业需求复苏推动外循环广告收入恢复正增长；3) 哔哩哔哩：预计 2Q23 广告收入同比增长 25%，主要受益于电商广告强劲增长以及广告基础设施的持续完善。

■ 推荐买入腾讯、拼多多、京东、阿里巴巴、网易

1) **腾讯**：腾讯核心竞争优势稳固，2023 年各项业务基本面持续改善：视频号广告商业化提速拉动广告收入增长及毛利率提升、多款重点游戏获批上线推动游戏业务反弹、线下支付业务复苏及云业务完成战略调整支撑金融科技和企业服务收入增长重新加速。我们预计公司 FY23/24 非 IFRS 净利润同比增长 24/21%，当前 21x FY23E PE 的估值具备吸引力。

2) **拼多多**：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，且拼多多的货币化率有进一步提升的潜力，因其与同行相比可以为商户提供相对更高的 ROI。管理层强调拼多多正进入一个更注重增长质量的增长阶段，我们认为这表明国内业务的利润率状况或更加稳定，而 Temu 的海外扩张或有助于释放长期增长潜力。拼多多目前交易现价对应 19x 23E PE，2022-2025E 非 GAAP 净利润 CAGR 为 26%，在盈利增长支撑下估值或仍具备进一步提升的空间。

3) **京东**：得益于平台业务的运营环境改善及好于预期的 618 购物节成果，京东零售 2Q23 的 GMV 和收入增长有望好于我们此前的预期。此外，京东仍致力于推动高质量的收入和盈利增长。在我们看来，在完成供应链能力强化之前，京东在大力投资以推动新用户获取方面仍将保持谨慎，这有望在短期带来好于预期的盈利增长。公司交易现价对应 13x 2023E PE，2022-2025E 非 GAAP 净利润 CAGR 有望达 17%。

4) **阿里巴巴**：受益于整体经济复苏和消费复苏，阿里巴巴中国零售市场 GMV 增速有望复苏，且平台 GMV 占比最大的服饰穿戴类目复苏也有望为 GMV 增速复苏提供支撑。此外，“1+6+N”组织变革有望推动阿里巴巴旗下业务集团和业务公司创新活力的提升及竞争力的提升。我们认为管理层更替不影响阿里巴巴集团的战略执行和发展，云业务未来完全分拆或将有助于其长期健康发展，其独立性增强不影响与阿里巴巴集团的业务合作。此外，阿里巴巴集团从股东利益最大化的角度出发，对不同业务线的融资和发展思考做出决策，有望强化股东长期价值回报。公司交易现价仅对应 11x FY24 PE，我们认为估值具备吸引力。

5) **网易**：6 月网易多款重点游戏密集上线，《巅峰极速》上线后表现好于预期，《逆水寒》手游上线后持续排名 iOS 游戏畅销榜前 5，多款新游有望推动公司 2H23 及 FY23 全年游戏收入实现强劲增长。我们预计公司 FY23 总收入同比增长 9%，且运营利润率进一步提升。

公司核心游戏业务基本面稳健、新游戏上线有望提供增量收入、渠道优化推动游戏业毛利率提升、海外拓展打开长期变现空间。

- **风险提示:** 宏观恢复速度不及预期；疫情反复使得消费复苏节奏受到影响；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

预期未来6个月医药行业将继续反弹，驱动因素包括：1) 疫情后医疗健康需求复苏，带动医疗服务、择期手术相关耗材增长；2) 医保政策边际改善，支付环境持续利好创新药，集采对于药品、器械的影响可预期性强，集采后部分器械产品国产替代加快（如关节、IVD等）；3) 宏观环境有机会改善，或将推动 biotech 融资触底反弹以及 CXO 板块的需求复苏（取决于全球加息周期等宏观因素，仍有不确定性）；4) 部分低估值高股息率的个股具备估值修复机会，特别是医药流通以及医疗服务龙头标的。

■ 推荐标的

首选标的：百济神州 (BGEN US, 6160 HK, 688235 CH)、信达生物 (1801 HK)、爱康医疗 (1789 HK)、迈瑞医疗 (300760 CH)、锦欣生殖 (1951 HK)。

- 1) 百济神州:** BTK 抑制剂泽布替尼的海外销售快速增长，快速抢夺竞争对手伊布替尼的全球市场份额；替雷利珠单抗在 2023 年的医保谈判以约 5% 的微弱降幅新增 4 项适应症的医保准入，预计保持快速增长。下一代重磅品种 Bcl-2 抑制剂即将在年内进入全球三期临床。
- 2) 爱康医疗:** 受益于疫情后择期关节手术量复苏，以及集采以后国产替代加速，关节置换产品在中国的渗透率持续增长。今年底关节国采续约，有望推动价格温和复苏以及国产化率快速增加。
- 3) 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。
- 4) 锦欣生殖:** 疫情后公司的国内和海外业务将逐步复苏。国内有望出台一系列鼓励生育政策，北京市首先将辅助生殖纳入医保，未来各地有望逐步跟进，促进中国辅助生殖服务渗透率提升。

■ 风险提示

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、免税美妆奢侈品

| 黄铭谦 / josephwong@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

■ 未来6个月看法谨慎乐观

从近期信号来看，中国的决策层在促进经济增长方面变得更加积极有为，并将进一步提供政策支持。市场短期有望迎来小阳春，乐观情绪也有助消费周期性较高的公司谷底反弹。长远来看，中国仍然处于后疫情复苏的初始阶段，而复苏轨迹与前期受疫情冲击时期的下降过程并不对称。从本质上，中国消费复苏模式已偏向于特定的细分市场：奢侈品和低端消费超过中端消费，服务消费超过商品消费，客流量增长好于人均支出增长，小额娱乐性消费多于耐用品消费支出。

■ 食品饮料-2季度销售势态分歧明显

我们对食品饮料板块分销商进行了渠道调研，结果显示，二季度中仅啤酒销售额增长较明显。考虑到啤酒与其他酒类之间的价格差距，以及大众对低度酒的偏好正在不断增长，我们认为，啤酒行业具备在未来几年中持续增长的韧性。白酒、乳制品和调味品等品类二季度销售仍承压，整体较弱的情况很可能延续至下半年。但若果刺激政策出台，啤酒和白酒有望受益于消费情绪改善。

啤酒：高端化趋势持续。大部分增长来自于中端白酒消费客群向高端啤酒消费的转移，叠加近期高温天气促进啤酒消费意愿，销售增势良好，品牌可实现量价齐升。根据我们的调研经销商，燕京、华润、青岛、百威在二季度销售额分别实现同比增~35%/~20%/~15%/~10%。

白酒：端午假期内整体销售低于预期。表现最好的仍然是茅台，尽管价格小幅下降，但跌幅处于合理波动区间，且库存周转天数仅15天。五粮液和泸州老窖并未迎来预期的复苏，品牌面临售价与出厂价持续倒挂。

■ 高端消费-延续高增长

普拉达上半年营收增长略低于预期，但毛利率提升好于市场预期。营收端方面，公司上半年实现22%的增长。从季度来看，二季度零售增速从一季度的21%下降至15%。分品牌来看，受益于亚太地区高消费带动，Miu Miu维持超50%高增长。分地区来看，日本营收增速提升至49%，受益于改革后的零售网络；亚太地区以及欧洲地区增长分别为25%；而美国营收增长持平。同时，公司对高毛利率表达信心。一些增长引擎譬如产品组合和营运效率提升亦是可持续。由于整体业绩符合预期，我们维持今明两年盈利预测，维持买入评级，目标价72.13港元。

■ 股票推荐

基于6.18大促销售情况与我们年初以来定调的消费趋势无明显偏离，我们维持买入**珀莱雅 (603605 SH)**，推荐**贝泰妮 (300957 CH)**。高端消费我们维持**中国中免 (601888CH)**、**普拉达 (1913HK)** 和**周大福 (1929HK)** 买入评级。食品饮料领域我们推荐**贵州茅台 (600519 CH)**、**青岛啤酒 (0168 HK)** 和**华润啤酒 (0291 HK)**。

风险提示：提价对行业企业销量负面影响超预期、上游原材料持续涨价超预期、行业高端化势头骤缓、行业出台限价、加税等利空政策。

可选消费

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

■ 短线 (未来三个月看法维持中性)

7月的增长普遍比6月好，未来因为基数变低，加上消费力集中在暑假旺季爆发，8月的数据可能变好，配合潜在的政策利好（有不少风险是没有实际帮助），和非常吸引的估值（大幅回调，估值仅在14倍，对比8年平均的17倍），行情或会短暂转好。

但由于宏观经济、消费力和消费信心都不好，假期后的增长难以维持，配合消费降级，市场竞争和折扣的压力加大，我们对下半年仍然感到担忧。

目前比较看好中期成长空间充足的亚朵(ATAT US)，受惠于家用和中央空调的需求爆发的海信(921 HK)和美的(000333 CH)，同时也相对看好能受惠于消费降级的公司，像百胜中国(9987 HK)和特步(1368 HK)，以及周期反转的滔搏(6110 HK)。

■ 餐饮 (维持中性)

7月和6月的同店销售增长大致平稳，未来到8至9月，因为基数更高，也许会出现放缓。假如没有实际政策支持，在消费力较差的情况下，我们预计复甦率难以好转，未来盈利预测有进一步下调的风险。消费降级对绝大部分上市的餐饮品牌并不利好，只有百胜中国略为受惠。虽然一季度开店较慢，但二季度有所加速，除了个别品牌因为复甦较差而减少开店，还是有机会能完成全年的开店目标。

因为行业不太理想，选股上我们只推荐百胜中国(9987 HK)、奈雪的茶(2150 HK)和海底捞(6862 HK)。

■ 体育用品 (维持中性)

7月的零售流水增长，对比6月略有加速，因为基数降低，以及潜在的政策支持，可能会略有好转，但在旺季之后，预计持续能力比较一般。目前预计上半年的业绩比较差，后面也有指引下调的风险。和餐饮行业一样，因为消费降级明显，中低端的品牌形象特步和361度明显跑赢。品类来说，跑步增长较为稳健，篮球和时尚都不太良好。海外品牌方面，Puma和Skechers在2季度的增长有所加速，预计Nike和Adidas也会不俗，进入下半年，增长预计仍然会比较良好。因此，我们目前较为看好滔搏和特步。

■ 旅游行业 (上调至看好)

6月的RevPAR复甦率意外地比5月更好，目前7月还有改善。考虑到今年的消费者习惯，预计暑假旺季的需求仍然强劲，而且最近的PMI也有好转，我们变得更为乐观。但当然，我们仍然要担心假期后，是不是会将5月一样，出现消费增长失速，特别要关注入住率的趋势，万一出现环比较差，就需要更为小心。不过因为公司指引相当保守，下半年的要求很低，而且最近估值也有不少回调，我们认为风险回报不错。

目前我们较为看好亚朵(ATAT US)和华住(1179 HK)。

■ 家电行业(维持看好)

空调7月的增长比6月有所放缓,但冰洗的话反而有加速,总体来说还是健康增长。虽然房地产销售增长放慢,但今年的竣工面积持续加速,对于短期的需求还是比较正面,预计三季度还有超预期的空间。另一方面,各大品牌都比较克制,并没有打价格战的诉求,同时,各项原材料和运输成本都在下降,利润增长仍然快速。近来欧美需求,汇率逐渐利好,相信出口也会持续改善。

目前看好海信(921 HK)和美的(000333 CH)。

■ 服装行业(维持看好)

今年的增长要比体育用品更快,但受到经济环境影响,二季度的增长有所放慢,所以对下半年的增长会转为谨慎乐观。幸好,行业库存不高,就算折扣加大一点,还是在健康水平。受到消费降级的影响,单价较高的品牌压力较大,但受惠于公司改革,像利郎、波司登和太平鸟表现会较为稳定。

目前较为看好江南布衣(3306 HK),因为股息率很吸引。

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

我们预计7月乘用车零售将同比下滑2%至约175万台,比较强劲;其中新能源乘用车零售销量有望同比增长38%至约61万台,市场份额达到34.8%。随着更多的新车上市和销量爬坡,我们预计未来几个月新能源渗透率将逐月提升。根据我们的测算,目前整体乘用车和新能源车的库存水平均在2个月左右。

我们注意到主要的行业指标开始有所改善。我们维持此前对行业折扣会在6-7月见顶的预测。一些主机厂已经下调了全年的销量目标,有助于降低库存和折扣。新车效应的重要性也逐渐超过了对竞争和盈利的担忧。长城和比亚迪的二季度业绩预告皆超出我们此前的预期,或许说明价格战对行业公司利润的影响小于投资者的预期。我们仍然推荐波段交易的策略,但对行业基本面的态度变得更加乐观一点。

7月24日,中共中央政治局会议提到“要提振汽车等大宗消费”。7月31日,国务院转发国家发改委《关于恢复和扩大消费的措施》,提到要“优化汽车购买使用管理,扩大新能源汽车消费”,通过因地制宜优化汽车限购措施、全面取消二手车限迁、鼓励以旧换新、加大汽车消费金融支持力度、增加城市停车位供给、落实构建高质量充电基础设施体系、支持新能源汽车下乡、延续和优化新能源汽车车辆购置税减免、推动降低新能源汽车用电成本等措施稳定和促进汽车消费。下一步,商务部将继续坚持“政策+活动”双轮驱动,突出政府搭台、企业唱戏、百姓受益,进一步做实做细“消费提振年”。我们认为,政策的推出对于提振

市场信心、改善投资情绪具有正面意义。但是若要实质性地拉动行业基本面大幅改善，仍需政府真金白银的支持。根据历史经验，政策的刺激通常不能产生新的真实需求，而是促使需求前置，往往只能带来短暂的繁荣，对于行业的长期健康发展和去库存反而是不利的。

■ 推荐标的

在电动智能化的趋势下，我们认为新势力相比传统车企更具市场竞争力。三家头部新势力中我们持续推荐**理想汽车 (LI US/2015 HK)**，它也是年初至今股价表现最好的车企，我们认为理想汽车今年的盈利有望超出市场预期，在激烈的行业竞争中脱颖而出成为长期赢家。考虑到目前新势力的估值普遍较贵，我们也推荐投资者关注传统车企的新能源转型，相关标的包括**长城汽车 (2333 HK/601633 CH)**和**吉利汽车 (175 HK)**，潜在的催化剂包括Wey高山MPV的发布，以及吉利银河L7的逐渐上量。

房地产和物管

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

■ 短期乐观

谨慎乐观。销售端复苏乏力，7月开发商销售低于预期。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在7月同、环比均下跌36%，YTD销售总额同比跌幅由1H23的5%扩大至7M23的10%。其中，国央企继续因其可售资源和品牌优势表现优于行业，越秀地产录得同比增幅39%，保利发展/招商蛇口单月同比分别降6%/16%。民企中，滨江降幅较窄录得-10%；其他民企仍跑输市场较多。根据克尔瑞数据，7M23近6成百强房企没有新增土地入账，我们认为国央企和民企拿地的分化将使销售端的分化趋势继续保持。融资端压力持续，开发商进入新一轮还债高峰，不断的债务展期或违约给板块股价带来波动的同时进一步蚕食购房者信心，同时不断地交付问题也将更多需求挤向二手房市场。而政策端近持续释放积极信号，地产金融相关部门及核心城市均表露支持意愿，已看到部分低能级城市予以落实，如贵阳、赤峰等。我们认为更多城市、尤其高能级城市继续跟进落实放松政策将维持新房销售稳定在全年缓慢修复的节奏。我们推荐有长期持有价值的华润及拥有结构性成长机会的越秀、建发等

物管企业的基本面将继续表现出较为明显的国央企与民企分化，国企由于绝对的母公司资源优势将表现稳健，有望在中期报出符合预期的业绩增速，民企在母公司拖累、三方拓展竞争加剧等背景下中期业绩相对国企较弱。由于消费复苏节奏慢于预期，物企增值服务板块恢复节奏也较为缓慢，对1H23业绩形成拖累。个别民企对上半年市场较弱的情况有所预期且提前布局，故将录得优于行业的表现。我们推荐滨江服务（长期主义战略布局抵御市场的恶化，高业绩兑现度）、保利物业（母公司表现优异）、华润万象生活、中海物业等。

■ 推荐标的

由于积极的政策信号将率先促进更多二手房成交，且不断出现的房企暴雷违约和房屋交付问题将挤压更多需求到二手方市场，我们看好二手房经纪-贝壳（预计贝壳将报出稳健的1H23E业绩）；同时在保交付政策持续大力推进的背景下，我们看好完工类标的如物管里

的滨江服务、保利物业、华润万象生活、中海物业。开发商我们推荐有长期持有价值的华润及拥有结构性成长机会的越秀、建发等。

传媒文娱

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

■ 未来6个月看法中性乐观

7月因平台经济罚款落地、政策利好、强业绩预览等因素，泛文娱板块迎来阶段性反弹。随着2Q23业绩将近，我们认为8月板块有望保持震荡上行趋势，源于：1) 大部分板块标的2Q23业绩向好；2) 暑期强劲剧集和游戏上线；3) 广告行业温和复苏；以及4) 宏观渐进式回暖及系列经济刺激政策。我们持续看好短视频、长视频和游戏为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩预期向好、市占率提升、估值吸引标的，首选快手、爱奇艺和同程旅行。当前板块估值中枢为15x FY23E P/E (对应FY23-25E 利润 CAGR 15%)，估值依旧吸引。

短视频：电商及广告增势强劲，利润上修可期。

6月因自媒体管理、电商分流等部分原因，短视频月活环比略有回落，其中抖快主站月活分别+0.9%/-6.2% QoQ (+6%/15% YoY)，日活+0.8%/-1.6% QoQ (根据QuestMobile数据)。其中快手2Q23业绩预览强劲，且公布1H23正面盈利预警 (预计2Q23盈利大超预期、且下半年利润仍有上修空间)。在内容丰富及算法精细化运营下，快手2Q23日活依旧达到3.7亿目标；广告和电商表现好于此前指引：1) 预计快手2Q23E广告增速为28%，受益于强劲内循环增长及外循环重拾增长 (游戏、网服能)；2) 预计2Q23E电商GMV/收入预计同比增长34%/55%，受益于低基数及618大促 (单量/买家数近40%/30%增长)，而达人分销等模式也将拉动货币化率提升。抖音层面，电商表现亮眼，618期间电商支付GMV同比增长70%，动销商品数同期提升57%；同时到店酒旅7月保持环比增长 (增速略低于美团)。我们看好直播电商长期增长潜力 (GMV TAM 预计达7万亿元)，货架电商有望成为第二增长曲线 (商城及搜索占比提升)。

长视频：暑假档古装精品剧集驱动会员边际上涨。

在传统淡季下，2Q23长视频流量环比略有回落，全网剧集正片有效播放量同比下降0.3% (环比下降8%，根据云合数据)。其中，剧集会员内容有效播放同比增长5.7% (vs. 1Q23大涨27%)，综艺正片有效播放量同比增长3%。2Q23上新剧集117部 (vs. 1Q23 92部)，但头部剧集播放量集中度有所下降，其中<漫长的季节> (腾讯)、<长月烬明> (优酷)、<云襄传> (腾讯、爱奇艺)、<长风渡> (爱奇艺) 陆续出圈，但其播放量单日市占率峰值均小于35% (vs. 1Q23<狂飙> 68%)。1H23老剧有效播放占比稳定在50%以上。分平台，爱奇艺因高基数及<宁安如梦>上线延迟等原因，2Q23播放量环比有所下降 (市占率保持TOP1)，腾讯、优酷及芒果边际上升。在经历5月部分剧集排期调整后，6月及7月精品剧集开启暑期档序幕，包括爱奇艺头部古装剧<长风渡>、<莲花楼>、悬疑剧<不完美的受害人>、腾讯<玉骨遥> <长相思>等。其中爱奇艺<长风渡>自6.18上线后稳居播放量TOP1 (占比20%-30%；基于云合数据)，且在41小时内爱奇艺站内热度值破万；腾讯视

频<长相思>在7至8月众多暑期剧中口碑播放全面登顶（实时正片播放市占率达28%，远超同期作品），有望成为2023年继<狂飙>后的第二部现象级爆款剧集。期待2H23E潜在上新精品剧增量：爱奇艺<七时吉祥>、<无忧渡>、<云之羽>、<宁安如梦>；腾讯视频<与凤行>等。丰富剧集上线将推动会员边际上涨，且长视频广告预计有望于2Q23逐步复苏（得益于快消、电商等广告主预算提升）。此外，我们认为客厅经济下OTT大屏流量价值凸显，多屏联动有望拉动会员数及ARPPU双重增长。

直播：短期逆风，关注海外直播企稳复苏。近期直播行业因内容监管影响（如网信办提到加强自媒体管理、部分平台语音直播业务关停），部分平台2Q23E国内业务指引相对疲软，源于平台自查及运营稳态化。我们认为监管收紧对垂类中小型平台影响较大（促进良性健康发展），而头部短视频平台因前期多轮业务自查调整、分红透明等因素，预计影响程度可控（自6月起增速有所回落）。我们认为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，2H23E潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。建议关注JOYY海外BIGO直播企稳、3Q23E重拾增长。

■ 推荐买入快手、爱奇艺、同程艺龙

1) 快手：看好快手广告复苏、电商市占率持续提升态势以及利润释放逻辑。我们预计快手2Q23业绩将超预期，其中收入将同比增长26%（高于此前指引25%），净利润将为14亿元人民币（高于指引11-12亿元）。618强劲销售驱动下，电商GMV/收入有望同比增长34%/55%（高于此前预期30%/50%）。未来直播电商潜在增长动力将来自于：货架电商上线、川流计划及系统升级下流量转化效率的提升。广告2Q23预计同比增长28%（高于此前预期25%），当中外循环广告同比恢复增长，内循环广告增速也将高于GMV增速。我们预计2H23广告增长势头将持续，源于同期低基数以及垂直行业广告需求复苏（如游戏、网服）。同时，随着营销费用趋稳，以及海外业务亏损逐季收窄，我们预计集团盈利能力有望进一步提升。维持买入评级，目标价97港元。

2) 爱奇艺：尽管受弱季节性和部分内容档期推迟影响，我们预计爱奇艺2Q23业绩仍将符合预期。收入将同比增长17%（会员订阅/广告同比增长15%/25%），经调整经营利润为7.83亿元人民币（经调整经营利润率为10%）。在6/7月，随着热播剧《长风渡》上线出圈（播放量位居第一，市占率在20-30%），爱奇艺表现优于同行。我们预计《长风渡》对会员的拉动效果将好于4Q22精品剧《卿卿日常》。展望未来，在暑期档的推动下（包括《消失的十一层》、《不完美受害人》、《莲花楼》等），订阅用户有望于3Q23环比重拾增长。下半年，随着会员结构优化及优质剧集输出，公司会员数和ARM将稳步提升。我们长期看好爱奇艺中台化下的爆款制作及题材精准把握能力，且期待后续精品头部剧集补充。爱奇艺当前估值为18/13x FY23/24E P/E（对应调整后净利润FY23-25 CAGR 27%），低于最可比公司芒果和奈飞。维持买入评级，目标价8.6美元。

3) 同程艺龙：在出行强复苏、商旅高增长及跨省出行回暖下，我们认为同程在2023年将展现更为强劲的V型复苏，并期待其在长期实现快于行业的增长。相比电商/本地生活公司，我们认为同程深耕低线城市，产品有着较高的交叉销售以及腾讯流量支持，对宏观不确定具备高防御性。我们看好同程持续获取市场份额及利润率改善趋势，受益于：1) 疫峰后出行频次增加、长途旅行回暖；2) 出境游逐步复苏。短期催化剂：1) 2Q23业绩强劲及3Q23潜

在稳健指引（预计 2Q23 收入同比增长 108%）；2) 暑期出行。维持买入评级，目标价为 24.5 港元，对应 2023/24 年 27 倍/22 倍市盈率。

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

保险

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

■ **未来 6 个月看法乐观**

寿险: 2H23 负债端储蓄类产品销售短期或受监管定价利率切换影响，但中长期增长趋势不改；资产端有望受益经济预期回暖上行，估值回升反弹空间大。

上市保险公司上半年负债端增长动能强劲，寿险公司二季度保费增速亮眼，其中 6 月受益于产品定价利率切换的政策预期刺激储蓄需求进一步释放，当月原保费增速较 5 月大幅提升。行业层面，寿险行业二季度 4-6 月单月原保费收入同比增速为 19.6%/25.2%/42.4%，对比一季度各月原保费收入增速大幅增长。受惠于储蓄型产品销售放量，各上市险企二季度新单保费亦同比实现正增长。从目前已公布的数据看，平安寿险个人业务 1H23 个人业务新单保费(FYP)同比+30.0%，其中 2Q23 新单保费同比+69.6%；太保寿险 1H23 累计新保业务(FYP)同比+31.9%，新保期缴(FYRP)同比+38.8%；2Q23 单季新保业务同比+326.8%，单季新保期交同比+97.6%，主要受二季度增额终身寿产品热销推动；人保寿险长险首年(FYP) 6 月单月同比+220.0%，期交首年(FYRP)单月同比+360.2%，较 5 月+89.4%/+191.9% 的增速大幅上行。上半年新单保费的强劲增长，有望贡献各险企新业务价值实现正增长。

随居民长期保本理财需求延续，我们认为下半年在当前竞品，包括银行存款利率下行、理财产品净值波动等背景下，寿险储蓄类产品短期销售可能受到影响，但不改中长期增长趋势。产品切换的监管政策落地亦有望推动寿险公司在产品策略、产品设计及投放节奏的把控上实现差异化，从而推动供给侧队伍质态进一步改善及业绩提升。另外，资产端受二季度权益市场波动影响，险企二季度投资收益有所承压，但下半年随宏观经济预期的逐步改善有望进一步修复。近期出台的支持“活跃资本市场”等一系列政策加持，有望推动市场情绪回升，后期如有具体推动预期改善的因素出现将成为寿险险企估值修复的有利催化。我们认为今年寿险基本面长期向好的趋势不变，估值有望重回合理区间，向上反弹空间仍大。

财险: 车险受出险率提升及去年同期高基数影响增速放缓，非车增长稳健但仍需关注结构及 2H23 赔付情况

主要财险公司上半年保费增速表现分化，二季度车险保费增速放缓，车险行业原保费收入增速维持中低位数，前三家中国财险/太保财险/平安财险 6 月单月车险保费收入同比+10.0%/+10.1%/+2.6%，略高/趋近行业+4.3%增速。非车保费主要靠责任险、农险带动，1H23 责任险/农险累计原保费增速同比+14.9%/22.8%。在去年同期财险承保利润高基数影

响下，我们认为2H23财险仍需关注非车业务结构，车险出险率增加及行业竞争对综合成本率的影响，以及三季度自然灾害赔付等不确定性因素。

■ 个股推荐买入

- 中国太保(2601 HK), 长航行动推动代理人质态提升，期缴新保和新业务价值增速有望持续领先行业；银保新业务价值占比自2021年以来逐季提升，价值银保战略将进一步赋能公司2H23寿险新业务价值增长。
- 中国平安(2318 HK), 代理人改革领跑行业，绩优人力产能已于一季度大幅回升，2Q23寿险新业务价值有望进一步向上，后续公司改革成效的逐步显现将支撑2H23业绩兑现。此外，新会计准则下，公司在资产端将更多债类资产由按摊余成本法(AC)计量重分类为按公允价值变动计入其他综合收益法(FVOCI)计量，实现资产负债两端计量匹配，降低了新准则切换后对公司净资产的波动影响；同时公司实施其他综合收益(OCI)选择权，将寿险折现率的变动由旧准则下直接计入损益(P/L)转为计入其他综合收益(OCI)，大幅降低了公司净利润的波动，并减低营运利润与净利润之间的差异，实现新旧准则切换后公司净资产和净利润的平稳过渡。
- 中国人寿(2628 HK): 上半年在同业增售预定利率为3.5%的增额终身寿产品背景下，公司坚持均衡化的产品策略，以年金险及保障类产品销售为主，仍实现原保费收入增速逐月提升的业绩，体现公司作为国内寿险龙头企业强大的销售实力。预计2H23定价利率切换政策的落地对公司新单保费及销售业绩增长影响不大，公司3Q23新单保费及新业务价值增长有望保持稳健。
- **风险提示:**宏观经济复苏不及预期；长端利率持续下行；权益市场波动加剧；新单保费增长大幅不及预期；监管及政策不确定性；自然灾害赔付超预期等。

资本品

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

■ 工程机械/重卡

短期看好:

在中央政治局会议提出“适时调整优化房地产政策”以及住建部表态进一步落实好各项政策措施后，一线城市密集表态，会同相关部门抓紧抓好贯彻落实工作，更好满足居民刚性和改善性住房需求。随着近期房地产政策转向，我们预计工程机械和重卡国内需求将迎来潜在边际改善，对房地产施工比较敏感的工程机械产品包括塔式起重机和混凝土机械将会相对受惠。

近期而言，各细分板块需求仍然分化，重卡表现理想，最新数据显示七月份重卡销售量同比上升44%，连续六个月保持同比上升趋势，主要由强劲的出口拉动。我们维持今年对重卡行业的正面看法，预计今年重卡销售有机会超过我们全年23%的增长预测。

工程机械方面，塔式起重机在五月和六月均录得销售增长，主要由出口拉动。但另一方面，地面机械包括挖掘机和装载机持续下跌，其中挖掘机国内需求仍然疲弱，同时出口增速放缓。

图 36：工程机械下游需求分布

工程机械类别	基建	房地产	采矿
挖掘机	高	中	低
轮式装载机	中	低	高
汽车起重机	高	低	-
塔机	-	高	-
混凝土机械	中	高	-
煤炭机械	-	-	高
矿用卡	-	-	高
工程重卡	高	中	低

资料来源：招银国际环球市场

我们继续看好浙江鼎力（603338 CH，买入）在高空作业平台新产品持续突破海外市场，同时国内需求的结构性增长机会；看好中联重科（000157 CH，买入）起重机需求超预期以及高空作业平台分拆释放价值；看好恒立液压（601100 CH，买入）在挖机液压件的复苏机会，以及进入机械产业链（滚珠丝杆）的增长空间；看好三一国际（631 HK，买入）物流装备和矿山装备需求均超预期，下一催化剂将来自进军新能源领域。重卡方面，我们看好重汽（3808 HK，买入）出口的强劲增长、市占率持续提升以及国内需求的潜在复苏。

■ 光伏设备

短期看法乐观：光伏产业链价格在经过大幅度下跌后最近两周有所回稳，我们认为从短周期和市场情绪的维度上对板块表现会有所支持，我们相信在光伏产业链中，设备制造商仍然是下游产能军备竞赛中的相对受益者。

光伏设备中，我们相信电池技术往 TOPCon 的持续升级是确定趋势，看好捷佳伟创

（300724 CH，买入）。此外，我们看好晶盛机电（300316 CH，买入），公司在新一代的光伏单晶炉以及半导体设备的技术突破将对盈利持续性带来支持。

能源 — 城燃、电力运营商

|夏徽, CESGA / meganxia@cmbi.com.hk (852) 3761 0836

|白毅阳, CFA / jackbai@cmbi.com.hk (852) 3900 0835

■ 城燃板块：保持谨慎中性乐观

板块整体：城燃板块短期波动，回调后估值具有吸引力。2023 年上半年，国内天然气表观消费量 1931.55 亿方，同比上升 5.87%。中国天然气表观消费量从 2022 年出现负增长后开始缓慢回升恢复，整体天然气需求有反弹。此外，2023 年整体气源供给改善，国内天然气供应相对良好，为下游天然气消费提供支持。然而因为上半年经济恢复增速稍弱于预期，工业用气需求稍微疲弱一些。但是整体气价成本和居民顺价政策上半年有所改善，利好毛差改善。整体基本面我们保持谨慎中性乐观，原因是：

-行业：中国天然气需求反弹，气源供给改善

1) 气价：国际天然气价格大幅回落。欧洲 TTF 现货价格为 9.04 美元/百万英热，同比下降 85.0%，周环比下降 0.6%；

国内天然气价格：截至 7 月底，上海石油天然气交易中心 LNG 出厂价格全国指数同比下降 40%到 3,995 元/吨；中国进口 LNG 到岸价同比下跌 74%为 11.15 美元/百万英热，环比稍有上升。

2) 气源供给：

根据海关总署数据，2023 年 6 月，中国天然气总供应量同比增长 11.39 为 328 亿立方米。其中国内天然气产量同比上升 5.61%为 182.70 亿方。国产气占比 55.68%。天然气进口量同比上升 19.61%到 145.43 亿立方米，环比下降 2.4%，同比增长 19.61%。进口 LNG 同比增长 24.39%，环比小幅下降 7.09%。占比 57%。进口管道气 PNG 环比上升 4.73%，同比增长 13.73%。我们预期未来短期供应趋稳。

3) 天然气需求：

2023 年上半年，国内天然气表观消费量同比上升 5.9%到 1,931.55 亿方。中国天然气表观消费量从 2022 年出现负增长后开始缓慢回升恢复，整体天然气需求有反弹。接下来，我们预期整体需求或有回暖，因为金九银十期间工业企业消耗气量有望上升，供暖季前城燃迎冬补库或增加。此外，刺激经济措施陆续出台，预期下半年经济持续恢复，带动整体用气需求。

-城燃企业分析：

1) 销气量：城燃企业给出 2023 年指引预期整体销气量同比恢复稍微低于预期，居民用气和商业用气 4-5 月份同比增长良好，但是工业用气受到宏观经济影响整体生产开工和进出口弱于预期，工业销气量普遍表现低中单位数同比增长。我们认为，随着经济刺激措施陆续实施，工商业经营恢复改善工商业用气需求，对城燃公司下半年整体销气量改善和销气收入及利润增长持中性谨慎乐观

2) 毛差：气源价格有望改善，居民顺价措施陆续实施。国家发改委下发《关于做好 2023 年天然气中长期合同签订工作的通知》，部分省份快速响应并出台相关居民顺价政策。近期，7 月 26 日，济南市发展和改革委员会发布关于调整居民用管道天然气销售价格。7 月 25 日起西安调整天然气价格，购进价格上涨的实际，按照天然气上下游价格联动机制有关规定，联动调整全市居民用管道天然气终端销售价格。积极顺价措施有望改善城燃顺价和毛差情况，我们对全年毛差改善保持乐观。

3) 接驳业务：基于地产趋势城燃企业给出接驳指引均较保守但符合预期。

4) 增值业务：预期整体增值业务增长相对稳定，经济持续恢复增长，利好增值业务持续向好，包括炉具销售、保险销售等。

5) 新能源业务：城燃企业将进一步加速对于新兴业务的布局，包括分布式电力和综合能源业务。有望成为城燃企业业务第二增长动力。

综上，我们对城燃板块保持谨慎乐观：

华润燃气 (1193 HK) 估值具有吸引力，1-5 月工业销气量增速稍弱，预期下半年会有所改善。居民顺价政策陆续推出，有望推进居民顺价，整体毛差有望持续改善。优质项目优势

明显，增值业务增长潜力大。风险：1) 居民顺价进度不理想；2) 接驳业务低于预期。3) 工业用气需求恢复缓慢。

新奥能源 (2688 HK) 综合能源业务强劲增长势头持续，整体销气业务在经济恢复下得到提振，ESG 评级较高。风险：1) 2023 年零售销气量，工业销气量增速不及预期；2) 估值较高。

■ 电力运营商：看好火电以及新能源电力运营商，保持乐观。

装机情况：据国家能源局数据显示，2023 年 1-6 月我国累计电力总装机量达到了 2708GW，同比增长 10.8%。其中，太阳能发电装机容量累计约 471GW，同比增长 39.8%；风电装机容量累计约 389GW，同比增长 13.7%。火电装机容量累计 1357GW，同比增长 3.8%。其中，非化石能源发电装机容量 13.9 亿千瓦，同比增长 18.6%，占总装机容量的 51.5%，占比同比提高 3.4%

1-6 月电力新增装机量达到 14,096 万千瓦，同比增长 7,186 万千瓦。其中火电新增装机量同比增长 1,282 万千瓦。风电新增装机量同比增长 1,005 万千瓦。光伏新增装机量同比增长 4,754 万千瓦。

预期 2H23 风光装机有望持续高增长，火电迎峰度夏保供基调明确，装机有望维持稳定增长。

利用小时数：1-6 月份，全国发电设备的平均利用小时数略有下降，其中太阳能发电的利用小时数减少，而火电和风电的利用小时数增加。

全国发电设备累计平均利用小时为 1,733 小时，比上年同期减少 44 小时。太阳能发电的利用小时数同比减少 32 小时；火电的利用小时数同比增加 84 小时；风电的利用小时数同比增加 83 小时。

电源投资：1-6 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 3,319 亿元，同比增长 53.8%。其中，太阳能发电 1,349 亿元，同比增长 113.6%；风电为 761 亿元，同比增长 34.3%。火电完成 392 亿元，同比增长 13%。预期 2H23 风光投资保持高增速。

用电和发电：在供需方面，1-6 月全社会用电量为 4.31 万亿千瓦时，同比增长 5%。其中，第一产业和第三产业用电增速高，分别达到 12%和 10%。全社会发电量为 41,680 亿千瓦时，同比增长 3.8%。火电发电量为 29,457 亿千瓦时，同比增长 7.5%。供需趋紧，预期 2H23 用电量比上半年小幅增长。

电价：电力市场化改革持续推进，电价有望小幅稳中提高。广东电力市场交易电价：截至 2023 年 7 月 28 日，广东电力现货日前市场成交周均价为 0.409 元/瓦时，周环比+0.021 元/千瓦时 (+5.29%)

火电-动力煤价格：7 月国内动力煤价格上涨，但仍处于相对低位。

我们认为火电不仅局限于成本下降，更应该重视盈利与扩表周期的行业重估。我们认为火电的改善更多的来自于对火电的态度转变，迎峰度夏，政府多次强调民生用电保供和支持经济平稳发展中火电的作用，是用电高峰期保供的能源保障和压仓石。比起此前相对比较打压基调有所缓和和转变。

我们对火电以及新能源电力运营商乐观：看好华润电力 (836 HK) 我们认为公司火电业务的成本和利润将在 2023 年得到改善，原因是：1) 积极签订长协煤合同，履约率预期有所

提高；2) 进口煤炭价格下降，有利于公司采购部分进口煤来更好的应对煤炭价格波动；3) 基于电力市场改革电价政策持续优化，多地电力市场成交价均实现 20% 顶格上浮。

新能源业务，公司管理层给予 2023 年指引实现 7,000MW 的风光新增装机容量。下降的 upstream 成本会使得更多的项目将符合公司的投资和建设标准。此外，公司宣布其新能源业务分拆到 A 股上市，将帮助公司实现 2025 年 40GW 风光累计装机目标。分拆后释放新能源业务潜在价值，有利于提高整体估值。

三峡能源 (600905 CH) 我们认为公司有良好的增长潜力：1) 三峡能源计划于 2023 年实现光伏和风电新增装机容量 5,000 兆瓦，同比增长 42%，光伏装机将有明显提速。上半年风光装机进度对于全年稍慢，我们预计下半年新能源装机进度将加快。2) 我们预计风电和光伏上游成本的降低，以及技术和效率提高导致的技术成本的下降，会提高三峡能源新增新能源风光项目的内部收益率，从而进一步提高三峡能源的装机意愿和利润。3) 三峡能源也在探索融合多种新能源开发创新一体化发电项目，寻找进一步的增长空间。

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之分析员，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他关联机构曾在过去12个月内与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、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之分析员，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。