

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 21.5 美元) - 在不确定环境中稳固市场份额增长

贝壳公布 2Q24 业绩: 收入同比增长 20%, 达到 234 亿元人民币, 较招银预期和彭博一致预期均高 9%, 这得益于新房交易和二手房交易的 GTV 超出预期, 以及在行业强劲的去库存需求下新房交易的费率扩张超出预期。季度 non-GAAP 净利润为 27 亿元人民币, 较招银预期及市场一致预期均高 48%, 得益于收入超出预期和运营费用支出相较预期更为优化。我们对贝壳在其核心业务的市场份额扩张持积极态度, 这得益于其完备的基础设施和灵活的业务运营能力, 并看好贝壳新业务的发展前景。我们基于 SOTP 的目标价微调至 21.5 美元 (前值: 22.0 美元), 包括贝壳核心业务的 20.6 美元和圣都的 0.9 美元, 对应 20.8x 2024E non-GAAP PE。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 361 度 (1361 HK, 买入, 目标价: 5.15 港元) - 行业压力仍在, 但估值足够合理

24 年上半年业绩大致符合预期, 特别是考虑到近期行业表现疲软。361 度在 24 年上半年销售额同比增长 19%, 达到人民币 51 亿元, 比招银国际和市场预期分别高 2% 和 1%, 净利润同比增长 12%, 达到人民币 7.9 亿元, 比招银国际和市场预期分别低 3% 和 5%。小幅低于预期的原因包括: 1) 由于销售更多性价比高的产品而导致毛利率略低, 2) 其他收入比预期略少, 3) 广告和促销费用高于预期, 4) 对应收账款的拨备等等。但如果我们调整今年的拨备和去年的回拨, 调整后的经营利润将增长 13%。每股股息在 24 年上半年同比大幅增长 154%, 但派息率为 40%, 与 2023 年持平。库存天数稳定在 85 天, 去年为 86 天。

跑步、篮球和女性健身继续表现出色, 电子商务增长依然稳健。按产品类别划分, 24 年上半年鞋类、服装和儿童用品的销售额增长分别为 20%、16% 和 24%。按渠道划分, 电子商务销售增长略慢, 约为 16%, 逊于上半年集团 19% 的销售增长以及 1 季/ 2 季度 20% 以上/ 30% 以上的线上零售销售增长, 部分原因在于帮助经销商的 O2O 销售和 618 活动期间销售确认的延迟。按类别划分, 跑步仍然是最大的类别, 占销售额约 52% 左右, 增长了 40%, 篮球占销售额约 8% 左右, 增长了 20%。其他如女性健身类别已经占到销售的 6%, 并实现了可观的增长, 而休闲类则相对疲软。

管理层维持 24 年全年指引, 但我们对利润率持更谨慎的态度。管理层重申了 24 年销售增长 15%-20% 和净利润率 10%-12% 的目标, 并认为线下成人和儿童业务的双位数销售增长仍然是很可能的, 驱动因素包括: 1) 8 月表现改善 (由于恶劣天气和考试季, 6-7 月的增长有些承压), 2) 斯宾塞·丁威迪在 7 月底的中国行带来的正面势头, 以及许多自办的体育赛事如 3 号赛道和触地即燃等, 3) 加强门店层面的社交媒体如小红书和抖音的推广, 4) 加强会员的激活和互动, 5) 在 24 年 4 季度也会推出尼古拉·约基奇的产品系列。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,112	0.13	0.38
恒生国企	6,030	0.20	4.53
恒生科技	3,430	-0.20	-8.88
上证综指	2,858	-0.14	-3.92
深证综指	1,547	-0.47	-15.85
深圳创业板	1,592	-0.20	-15.81
美国道琼斯	39,357	-0.36	4.42
美国标普 500	5,344	0.00	12.05
美国纳斯达克	16,781	0.21	11.79
德国 DAX	17,726	0.02	5.82
法国 CAC	7,251	-0.26	-3.88
英国富时 100	8,210	0.52	6.17
日本日经 225	35,025	0.00	4.66
澳洲 ASX 200	7,814	0.46	2.94
台湾加权	21,773	1.42	21.43

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	29,730	0.59	-0.31
恒生工商业	9,421	-0.05	2.03
恒生地产	14,813	-1.16	-19.17
恒生公用事业	36,948	0.40	12.39

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)	37.21
深港通 (南下)	22.60

资料来源: 彭博

此外，电商和儿童的销售增长预计仍然会比成人板块更快。然而，从利润率和费用角度看，我们的观点会更加保守。对于 24 财年，公司可能更加注重成本控制，但我们仍然看到一定的压力，特别是在毛利率（预期降至 41.1%）和广告促销费用（预期增加至销售额的 13.1%）方面，而研发费用可能保持稳定（约为销售的 3.5%）。

管理层对 25 年的初步展望仍然健康。根据管理层的说法，25 年的初步展望仍然健康，受惠于 25 年 1 季度的良好订货会订单。尽管面临来自国内和国际品牌的竞争，但平均售价可能仍会增加（标签价格可能保持不变，但连带率可能增加）。

维持“买入”评级，目标价为 5.15 港元，基于 9 倍 24 财年预测市盈率（从 10 倍下调，考虑到行业估值的下降）。现价对应 6 倍的 24 财年预测市盈率，我们仍认为比较具有吸引力。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	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
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	19.51	26.00	33%	3.1	1.9	2.6	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.63	14.00	83%	10.9	10.0	0.8	8.4	4.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.34	7.50	73%	8.2	7.2	0.6	7.6	7.8%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	51.85	75.00	45%	12.5	10.8	2.5	21.6	1.9%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.94	5.98	52%	11.9	10.1	2.6	26.3	7.4%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	12.72	19.77	55%	7.7	6.8	2.6	39.4	12.9%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.84	6.79	77%	48.0	40.4	10.0	21.7	0.9%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1436.10	2219.00	55%	19.9	17.6	7.3	37.7	3.1%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	190.03	269.73	42%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	262.00	383.49	46%	23.1	19.5	7.3	40.0	2.5%
中国太保	2601 HK	保险	买入	18.78	24.80	32%	5.7	5.4	0.6	12.4	6.2%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.96	11.90	19%	7.5	7.0	0.8	12.0	5.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	375.00	480.00	28%	18.3	16.6	3.4	17.4	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	80.91	124.90	54%	1.3	1.1	1.3	10.7	1.1%
拼多多	PDD US	互联网	买入	142.47	192.70	35%	1.7	1.2	4.6	45.0	0.0%
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	166.80	207.00	24%	N/A	N/A	45.7	21.4	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.75	45.10	98%	4.6	N/A	0.5	13.8	7.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.28	4.24	86%	84.4	54.3	5.7	7.4	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	16.46	24.29	48%	18.7	16.3	2.1	9.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.15	45.28	55%	13.0	9.5	1.8	21.1	2.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	113.35	150.76	33%	22.5	15.2	6.4	23.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	318.03	405.00	27%	30.6	21.6	5.7	21.0	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	5.79	15.50	168%	N/A	80.4	2.2	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 8 月 12 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错误、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策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属的机构。如果报告在新加坡分发非《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。