

策略观点

市场期待政策转向促消费

■ **宏观：**中国经济走弱，房地产价跌量升，消费者和企业家信心依然较弱，通缩压力仍存。三中全会确认政策优先项是支持科技行业 and 高端制造业发展，近期政治局会议提出经济政策重点转向提振消费，但仍缺乏具体政策细节，下半年宏观政策或延续温和放松。美国经济、通胀与就业延续放缓，我们认为美联储或在 9 月开始降息，年内降息幅度约 50 个基点。

■ **科技：**乐观，近期全球科技板块有所回调，主要受到市场对全球经济放缓担忧、日元升值冲击、海外科技龙头业绩好坏参半以及 GB200 新品延期所导致。基本面上，消费终端稳定复苏，AI 算力需求持续提升，部分工业类需求见底，汽车相关需求偏弱。展望后期，我们认为目前科技板块已具备较好的配置机会，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。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 下半年 AI 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。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）、舜宇光学（2382 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：7 月中下旬开始，海外半导体公司进入业绩期。因降息预期、美国大选、潜在更大范围禁令等事件的影响下，海外半导体板块进入回调。8 月伊始，中国半导体公司也将陆续公布半年报，考虑到一些业绩变动较大的公司已经发布了业绩预告，相信市场将会更加关注未来行业需求的展望和对业绩预期层面的评价。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。AI 板块于近期回调，但几大云厂商对 AI 资本开支的展望依旧非常正面。上个季度，谷歌（GOOG US）、微软（MSFT US）、亚马逊（AMZN US）和 META（META US）的资本开支同比增长 57.1%，延续了此前的高增长态势（一季度：30.4%），并给出了积极的展望。虽然目前还缺少快速变现的渠道，但各家公司都重申了会继续加大对 AI 相关基础设施的投资。我们持续看好该板块的发展，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 1) AI 产业链中真正受益的 A 股标的，首选中际旭创（300308 CH，买入）。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。考虑到美国大选期间拜登政府可能会出台新的禁令，我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的将会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。推荐北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 HK，买入）。3) 通讯板块因高股息仍受到投资人的青睐。鉴于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，我们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：**回顾 7 月，尽管美元流动性预期持续缓和，市场关注重点阶段性的集中在分子端而非分母端，对于基本面边际弱化的担忧拖累行业股价表现，风险偏好边际下行的情况下关注点重回核心业务具备竞争优势及稳定现金流、且有意愿维持较高股东回报水平的公司。地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢中长期提升的主要驱动因素，短期促消费举措的出台及实际实施效果或是带来市场情绪催化的关注重点。展望 8 月，仅给出好于预期的 2Q 业绩表现或不足够拉动板块投资情绪显著回暖，好于预期的 3Q 展望、股东回报举措的进一步强化、及事件性的催化因素带来的利好

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

梁晓钧

马毓泽

冯键嵘, CFA

或是驱动个股股价回升的主要支撑，建议关注：1) 基本面处于向好趋势、且有望受益于入通引入增量投资人的公司、如阿里巴巴 (BABA US, 买入)；2) 受益于新游发布的网易 (NTES US, 买入) (且公司股东回报水平处于行业前列)、哔哩哔哩 (BILI US, 买入)；3) 核心主业竞争格局稳固、基本面表现稳定、且有意愿提升股东回报的公司，如腾讯 (700 HK, 买入)。此外，仍建议关注股价已经适度回调、业绩有望好于预期且具备第二增长曲线的拼多多 (PDD US, 买入)。

■ **软件及 IT 服务：**中美软件板块表现持续分化，企业数字化支出周期错配或为基本面表现分化的主要原因。对于中国软件板块而言，整体企业 IT 支出温和恢复。在宏观不确定性仍存的情况下，行业头部企业国产替代及降本增效的需求是支撑软件公司具备韧性业绩表现的主要推动力。在营收增长面临短期逆风的情况下，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。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, 买入)。美国软件行业中，降息预期交易持续助推近期板块估值抬升，在估值或已较为充分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：**三中全会及国常会再次部署推进大规模设备更新。我们预期超长期特别国债将为医疗设备更新提供主要的补贴资金来源。截至 7 月 24 日，今年已经累计发行 4,180 亿元超长期特别国债。7 月 5 日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，期待政策细节公布。医疗反腐已进行一年，我们预期随着行业监管常态化，医药行业的盈利有望从 2H24 开始逐步修复。此外，海外降息预期或将推动高弹性的创新药/器械板块估值反弹。我们继续看好龙头医疗设备、龙头创新药 (包含制药/Biotech)、业绩扎实且估值吸引的消费医疗企业。推荐买入迈瑞医疗 (300760 CH)、联影医疗 (688271 CH)、百济神州 (BGNE US)、信达生物 (1801 HK)、固生堂 (2273 HK)、科伦博泰 (6990 HK) 和巨子生物 (2367 HK)。

■ **食品饮料、美妆护肤、旅游零售：**8 月 3 日国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，其中提及统筹扩大内需，挖掘餐饮住宿等基础性消费潜力，激发文化娱乐、旅游等改善型消费活力等内容。我们认为《意见》将有序推动整体消费回暖。食品饮料：作为扩内需的重要相关赛道，积极政策有望对估值提供一定支撑。白酒方面，短期仍面临需求压力和高基数压力，下半年中秋、国庆旺季表现将为全年表现定调；啤酒进入旺季及体育赛事叠加低基数，销量有望逐步改善，同时提价和结构升级趋势持续，盈利能力将保持稳健；软饮方面，高温天气和出行需求为销量提供支撑，部分水企短期价格战现象可能对降本增效带来的利润率提升有所侵蚀。美妆护肤：根据三方统计数据，7 月国货品牌 GMV 增速表现持续优于海外品牌，其中韩束、可复美、可丽金、珀莱雅单月同比增长约 102%、61%、58%、50%。海外品牌方面，修丽可表现亮眼录得同比 92% 增长，其余表现均弱于国货头部品牌；雅诗兰黛、海蓝之谜、欧莱雅分别录得 37%、13%、1% 增长。我们认为在政策支持扩内需及消费降级背景下，“性价比”仍为市场在中短期内的核心驱动力，国货替代效应将继续扩大，国货品牌龙头在存量市场内的市场份额有望进一步提升。旅游零售：7 月 31 日移民局发布港澳地区外国旅游团入境海南 144 小时免签政策，这将带动海南出入境客流恢复并提振离岛免税需求。3 季度进入旅游旺季，口岸免税将受益于国际客流提升，同时消费税改革有望凸显免税渠道性价比优势，中国中免业务有望维持稳健。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) 和华润啤酒 (291 HK) 的“买入”评级。

■ **可选消费：**维持中性。整体来说，6 月的消费环境已经很差，但 7 月的表现比 6 月更差，不单单是到店销售仍在下跌。考虑到折扣增加和负经营杠杆，毛利率和经营利润率同样面临压力。分行业来说，餐饮、体育用品、家电和服装的表现均低于预期。唯一符合预期的是旅游 - 酒店，但只是因为此前预

期已经十分悲观。根据各种前瞻性的指标，从就业情况、储蓄意愿和消费习惯来看，我们对 3 季度和下半年展望越发感到担忧。目前只有寄望国家的刺激政策能尽快和有效落地。目前来说，我们比较推荐家电行业和东南亚布局较多的公司。中长线仍然看好高股息的标的，但短线可能被减息环境影响。另外，从中长线布局来说，因为估值仍然偏低，建议可以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 7 月整体新能源乘用车零售销量有望环比增长 1% 至约 84 万辆，或为四年来首次在 7 月实现环比正增长，新能源市占率有望进一步提升至 48%。展望 8-9 月份，考虑到整体乘用车零售销量仍面临同比下滑的压力，我们认为新能源乘用车的增长主要依赖于市场份额的提升。8 月中下旬将进入汽车股集中的业绩公布期，我们预计头部整车厂有望报出好于预期的二季度业绩。重点推荐基本面相对稳健的吉利汽车 (175 HK) 和理想汽车 (LI US/2015 HK)。此外，小鹏 Mona 想往 03 计划将于 8 月上市，如定价超预期，可能出现交易性机会。

■ **房地产和物管：**乐观。我们看到 730 政治局会议对房地产行业的指示依然是：1) 强调消化存量和优化增量相结合，2) 积极支持收购存量商品房用作保障性住房，3) 以及做好保交楼工作。我们看到保交楼方面迎来重要进展：南京某停工两年住宅项目向购房者退回首付款，这主要受益于对预售监管资金的严格管理，以及法律层面对保护购房者权益的进一步明确。我们认为该举措有望为烂尾项目提供借鉴，推动更多烂尾项目的妥善处置。高频数据显示，新房销售从 6 月份的峰值有所回落，但二手房市场依然稳健。7 月初至今，30 城新房日均成交较 6 月日均降 27%，17 城二手房升 3%。年初至今来看，30 城新房同比降幅由 6 月底的 -37% 缩窄至 -35%，17 城二手房跌幅较 6 月底的 -8% 收窄至 -4%。我们对一线城市成交观察显示，在第 30 周 (7 月 22-28 日)，深圳、广州的新房和二手房的销售均表现疲软；北京和上海仅在二手房市场上显示出较强的韧性。我们的领先指标预示着 8 月份的销售下降幅度可能会收窄。短期来看，开发商中期业绩较弱可能会加剧行业调整压力，我们认为短期板块波动将持续。长期来看，鉴于政策前景温和、实施力度增强，土地拍卖和房产销售对板块的负面效应有限，我们认为板块中长期将维持修复态势。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)。

■ **保险：**监管引导负债端成本进一步压降；预计三季度财险承保综合成本率小幅上行。8 月 2 日金融监管总局向行业下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，自 9 月 1 日起，进一步下调新备案的传统险产品预定利率至 2.5% (原：3.0%)；自 10 月 1 日起，下调新备案的分红险产品预定利率上限至 2.0% (原：2.5%) 和新备案的万能险产品最低保证利率至 1.5% (原：2.0%)，超过相关上限的保险产品被要求下架停售。我们认为这是监管引导行业降低负债成本，防范利差损的必经之举。此外，《通知》引导建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，参考 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR)、5 年期定期存款基准利率和 10 年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，当达到触发条件后保险公司应及时调整产品定价。7 月央行下调 1 年期/5 年期 LPR 利率各 10 个基点至 3.35% 和 3.85%，随后国有大型银行下调 5 年期存款挂牌利率 20 个基点至 1.80%；截至 7 月末，中国 10 年期国债利率为 2.14%，较月初下降 7.0 个基点。基于此，我们认为此次监管引导险企降低负债端成本并建立起与市场利率挂钩的动态调整机制，有助于保险公司未来在产品策略上能更加灵活地应对利率风险，避免监管政策滞后性及“一刀切”等对销售带来的不当影响。

随着上市险企中期业绩在 8 月底陆续披露，我们认为较年初预期更优的新单保费和新业务价值增长有望成为板块短期内股价的上行催化。上半年权益投资回暖带动险企投资收益上行，利好归母净利润及 EPS 提升。展望下半年，我们认为三季度预定利率调整对全年新单保费的波动影响有限，短期冲量效应亦有望较去年放缓。随着头部险企代理人改革纵深推进带动代理人产

能的大幅提升，未来行业新业务价值的增长将更多以“价升”换“量增”。我们看好寿险标的增长的弹性逻辑，推荐买入资产负债表现最优且财务稳健的中国太保（2601 HK，买入）。考虑到二、三季度暴雨洪水等自然灾害频发的因素，我们预计上半年财险赔付率小幅上行，但对承保综合成本率的影响有限，主要因费用率的压降仍有空间。上半年行业车险保费同比+2.7%，6月单月车险保费增速仅为1.8%，大幅低于年初预期（5%），财险老三家的车险保费收入同比增速均不及3.0%，反映行业整体受新车销量下滑的影响较为显著，我们对财险公司三季度股价表现较为谨慎。

- **资本品：**看好。重卡：国家发改委和财政部于7月25日发布关于加大对设备更新和消费品以旧换新支持措施的通知，提出统筹约3,000亿元人民币超长期特别国债资金以支持设备更新和以旧换新。《通知》特别提及增加对国三货车和农业机械的补贴。此外，交通部和财政部于7月31日发布更多关于老旧货车报废更新的补贴标准（相关报告：[连结](#)）。我们估算目前的国三重卡存量约50-60万台，密集的政策落地将有助拉动下半年更新需求。但我们相信2025年潜在的国四淘汰政策是更大的利好，主要由于国四重卡的存量接近300万台。投资建议：我们认为经过几个月的回调，管理层变动以及行业销售疲弱等因素已逐渐反映，看好潍柴动力（2338 HK / 000338 CH，买入），同时看好中国重汽（3808 HK，买入）。

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 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2024E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	27.65	45.30	64%	11.3	8.3	1.7	21.1	0.8%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.24	4.24	89%	10.5	6.8	N/A	7.4	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	15.82	24.29	54%	16.6	14.4	N/A	9.9	0.0%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	35.39	46.60	32%	18.2	14.7	N/A	17.9	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	114.48	183.00	60%	18.7	14.5	8.2	23.2	0.2%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	321.61	405.00	26%	30.9	21.9	N/A	21.0	0.0%	
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	18.90	24.00	27%	30.0	17.2	N/A	N/A	0.0%	
ServiceNow	NOW US	软件 & IT服务	买入	792.95	900.00	14%	55.6	45.1	N/A	14.1	0.0%	
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	5.91	15.50	162%	N/A	75.6	N/A	N/A	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	77.90	124.90	60%	8.9	7.9	N/A	10.7	0.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	86.67	131.50	52%	11.9	11.1	N/A	22.6	0.0%	
哔哩哔哩	BILI US	互联网	买入	15.67	20.50	31%	N/A	40.2	-5.0	N/A	0.0%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	354.40	480.00	35%	15.9	14.5	N/A	17.4	0.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	132.62	192.70	45%	11.5	8.1	N/A	45.0	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	261.29	383.50	47%	23.0	19.4	7.4	40.0	2.5%	
影联医疗	688271 CH	医药	买入	118.06	160.40	36%	48.2	38.5	N/A	12.0	0.0%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	171.32	269.70	57%	N/A	N/A	77.1	N/A	0.0%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	41.30	55.70	35%	N/A	N/A	5.7	N/A	0.0%	
固生堂	2273 HK	医药	买入	33.95	72.00	112%	18.2	13.3	N/A	14.9	0.0%	
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	161.30	246.10	53%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
巨子生物	2367 HK	医药	买入	39.50	60.80	54%	21.5	17.1	N/A	30.0	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	86.15	135.57	57%	26.5	21.6	N/A	31.8	0.0%	
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1404.70	2219.00	58%	19.4	17.2	6.6	37.7	2.2%	
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	24.40	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	11.88	19.77	66%	6.6	5.8	N/A	39.4	0.0%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.87	5.98	55%	10.8	9.1	N/A	26.3	0.0%	
特步	1368 HK	可选消费	买入	4.70	7.32	56%	9.4	8.0	N/A	14.3	0.0%	
安踏	2020 HK	可选消费	买入	68.30	101.38	48%	13.9	12.7	N/A	31.6	0.0%	
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	68.00	81.20	19%	N/A	62.6	11.0	2.5	0.0%	
海尔	6690 HK	可选消费	买入	23.70	31.24	32%	10.8	9.4	N/A	16.4	0.0%	
吉利	175 HK	汽车	买入	7.49	13.99	87%	9.9	9.1	N/A	8.4	3.2%	
理想汽车	LI US	汽车	买入	18.94	26.00	37%	21.6	13.1	N/A	11.2	0.0%	
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	21.50	46.94	118%	12.8	10.9	N/A	20.9	0.0%	
保利物业	6049 HK	房地产	买入	26.60	57.31	115%	8.4	7.2	N/A	17.5	0.0%	
万物云	2602 HK	房地产	买入	19.06	44.10	131%	7.5	6.2	1.4	11.6	4.5%	
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	15.58	34.33	120%	6.2	5.0	N/A	36.1	0.0%	
新希望服务	9979 HK	房地产	买入	4.42	9.37	112%	6.4	5.0	N/A	32.2	0.0%	
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	4.42	9.37	112%	6.4	5.0	N/A	32.2	0.0%	
贝壳	BEKE US	房地产	买入	13.61	22.00	62%	12.3	11.2	N/A	6.5	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.50	45.10	100%	4.2	N/A	N/A	13.8	0.0%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	18.10	24.80	37%	5.1	4.8	N/A	12.4	6.3%	
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	11.74	22.00	87%	7.8	7.2	1.1	14.6	3.8%	
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	19.22	22.50	17%	7.8	7.4	N/A	14.8	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

■ 经济活动走弱

经济活动走弱。7月经济高频活动指数保持在1，高频模拟GDP增速从6月的5%降至7月的4.9%。制造业PMI下滑且连续第三个月处于收缩状态，需求降幅扩大，生产扩张放缓，就业延续下降，通缩压力加剧；服务业PMI勉强维持扩张状态，就业依然疲弱，价格延续下跌。分行业来看，电气机械、计算机、铁路船舶和造纸等制造业较好，钢铁等其他制造业偏弱；铁路运输、航空运输、邮政、文体娱乐等服务业景气度较高，零售、资本市场服务、房地产等服务业景气度偏低。

房地产量升价跌。房地产销量延续改善，7月11个代表性城市¹二手房销量同比增长超过30%，达到2019年同期的99.5%，而1Q和2Q同比分别下降23.4%和1.1%，30大中城市商品房销量同比降幅从1Q的42.2%和2Q的31.4%收窄至7月的8%。但房地产库存居高和供大于求状态延续，房价仍在下跌，6月北上广深中原领先指数环比平均下降1.2%，相比过去3个月1.5%的环比跌幅仅小幅收窄。

通缩压力延续。汽车、手机、家电等耐用消费品价格延续下跌，中高端白酒价格和部分服务客单价走低，反映消费疲弱。制造业投资增速大幅超过社会零售额增速，显示大部分商品供大于求。消费疲弱的原因是家庭就业、收入和信心下滑，2022-2023年非农就业年均下降0.7%，今年上半年个人所得税同比下降5.7%，消费信心指数持续处于低位，储蓄率依然居高。通缩压力对企业盈利伤害较大，如果通缩延续，那么企业盈利很难好转。

下半年经济或小幅改善。第一，商品房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自去年以来已率先改善，新房销量跌幅从2024年第2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，土地购置与新开工活动将依然疲弱，供求延续再平衡。第二，服务消费量将延续缓慢回升，暑期旅游需求将逐步释放。第三，在AI技术创新和“以旧换新”政策刺激下，家电、手机和消费电子产品需求可能改善。第四，商品出口将延续温和增长。我们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，通缩可能有所缓解，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，我们预计2024年CPI和PPI增速将分别从2023年的0.2%和-3%升至0.5%和-0.8%。

■ 市场期待政策重点转向提振消费

政策重点是否真正转向提振消费仍需观察。三中全会决议以进一步全面深化改革、推进中国式现代化为主题，强调高质量发展是首要任务。中国式现代化的关键词是高质量发展、中国特色社会主义、文化软实力、共同富裕、绿色转型、国家安全、和平发展等，政策利好方向是科技产业与高端制造业、国有企业、国潮与中华文化相关行业、高性价比大众消费、绿色低碳环保相关行业、信息与网络安全相关行业、全球化出海主题等。可以看出政策优先项是在中美战略竞争背景下加快科技行业与高端制造业发展，而非提振房地产与家庭消

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。

费。近期政治局经济会议提出经济政策重点转向提振消费，但仍缺乏具体政策细节，投资者对此预期并不高，政策重点是否真正转向提振消费仍需观察。

宏观政策保持宽松取向，但下半年增量政策可能有限。决策者将储备一些增量政策以应对特朗普可能胜选带来的关税冲击，但这些增量政策是否出台以及出台时机可能视乎美国大选结果。下半年货币政策将保持宽松取向，LPR、央行再融资利率和存款利率仍有 10-20 个基点下调空间。随着美联储可能从 9 月开始降息，未来四个季度人民币面临的下行压力可能有所减轻。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，政府支出增速可能有所回升。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%，从国际比较来看并不算低，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

■ 经济和通胀逐步放缓

经济和通胀进一步降温。随着薪资增速放缓、超额储蓄释放完毕和消费信贷收缩，中低收入家庭财务压力开始增加，信用卡和汽车贷款违约率明显上升，部分可选消费显著下滑，预示家庭消费将逐步放缓。7 月 ISM 制造业 PMI 不及预期，萎缩幅度创 8 个月最大，新订单和产出均明显下滑，就业人口创四年来最大降幅，需求预期恶化令采购活动、客户库存和自有库存均显著下降，资本品订单指数大幅下降预示企业资本支出可能回落，物价指数仍在扩张区间但有所下降，原材料价格指数连续第二个月降温，预示通胀进一步放缓。但服务业 PMI 仍延续扩张，显示经济仍有一定韧性。

就业市场连续放缓。7 月新增非农就业大幅低于市场预期，过去两个月数值延续下修，新增就业更加集中在医疗服务、酒店休闲和政府部门，服务业新增就业降至疫情以来低位。薪资增速延续回落至 3.6%，已接近 2% 通胀目标隐含的合宜薪资增速 3.5%（假设劳动生产率增速 1.5%），预示核心服务通胀将延续下降。失业率从 6 月的 4.05% 升至 7 月的 4.25%，5-7 月平均失业率相比过去 12 个月中 3 个月移动平均最低点已超过 0.5 个百分点，触发萨姆法则。但这并不意味着衰退即将到来，因为本轮失业率上升的主要原因是移民流入增加劳动力供应，而就业人数仍在稳定增长，企业裁员水平尚未显著提高。

■ 美联储或 9 月首次降息

美联储决议声明确认去通胀取得更大进展，删除对通胀风险“高度关注”措辞，关注就业不断降温趋势，为未来可能降息扫清障碍。鲍威尔在记者会上表示正在接近可以降息的时机，最快可能 9 月降息，美股、美债、原油、黄金和日元应声走高。我们维持美联储今年 9 月开始降息、12 月再次降息和明年 4 次降息的预测，明年末联邦基金利率将降至 3.8% 左右（目标区间 3.75%-4%）。下半年美国经济和通胀将延续降温，薪资增速放缓带动核心服务通胀回落和 CPI 房租通胀补跌将是下半年通胀下行的主要驱动因素。在通胀降至 2.5% 以下之后，进一步迈向 2% 目标则需要经济总需求进一步冷却。伴随美元降息周期，美国长期国债收益率可能温和降至今年末的 4% 和明年末的 3.9%，美元指数可能温和降至今年末的 102 和明年末的 100，美股或先抑后扬，新兴市场汇率和股票均将受益于美元降息和美元指数回落。

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

全球终端需求持续回暖，关注下半年 AI 端侧和苹果升级周期。近期全球科技板块有所回调，主要受到市场对全球经济放缓担忧、日元升值的冲击、海外科技产业链业绩好坏参半以及 GB200 新品延期所导致。基本面上，消费终端稳定复苏，AI 算力需求持续提升，部分工业类需求见底，汽车相关需求偏弱。展望后期，我们认为当前科技产业链已具备较好的配置机会，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（比亚迪电子/瑞声/鸿腾）将显著受益 iPhone/iPad 下半年 AI 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）业绩指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器需求维持强劲，我们预期下半年全球产业链有望呈现全面增长。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

消费终端需求复苏延续，全球手机/PC 的 2Q 出货量同比增长 6.5%/3.0% (vs 1Q +7.8%/1.5%)，国内手机/PC 出货量同比增长 8.9%/1.9%。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，看好国内苹果产业链立讯精密、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的创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、高伟电子（1415 HK, 未评级）、瑞声科技和鸿腾精密等。

在 PC 端，2Q24 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 4,000 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、小米集团、联想集团和华勤技术（603296 CH, 未评级）。

2) AI 产业链：Blackwell 平台推迟不改中长期向好趋势，聚焦供应链下半年迎来全面增长
北美云厂商 2Q24 资本开支超预期，同时对今年和明年资本开支指引均较为乐观，行业景气度仍高，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。近期媒体报道 Blackwell 架构产品出货时间可能推迟，我们预计 GB200 服务器出货将在 1Q25，同时 4Q24-1Q25 H100/H200 系列产品需求将会增加，多家参与的 ODM 受益显著，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，在 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（SMCI US, 未评级）、联想、戴尔（DELL US, 未评级）和浪潮信息（000977 CH, 未评级），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、立讯精密和比亚迪电子。

3) MR 产业链：AI 模型提升交互能力，看好下半年 Meta 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 Meta AR 眼镜新品，我们看好 AR 眼镜明年将成为主流终端，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、歌尔股份（002241 CH, 买入）、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 订单量超预期和特斯拉推动 FSD 入华，有望加速自动驾驶发展

小米 SU7 今年交付目标上调至 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。建议关注京东方精电、英恒科技、德赛西威（002920 CH, 未评级）、经纬恒润（688326 CH, 未评级）、舜宇光学和联创电子（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。小米汽车今年正式发布小米 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

近期，AI 产业链受益标的美国超微公司 (AMD US，未评级)、高通 (QCOM US，未评级)、Meta (META US) 以及几家云厂商：微软 (MSFT US)、亚马逊 (AMZN US) 以及谷歌 (GOOG US) 均发布了业绩。从供给端看，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。AMD 数据中心业务收入同比增长 115%/环比增长 21%，达 28 亿美元。管理层提到 MI300 系列产品在 2Q24 的收入首次突破 10 亿美元，并提高了 AI 全年收入指引至 40 亿美元。从需求端看，北美四家云厂商上季度的资本开支同比增长 57.1%，延续了此前的高增长态势（一季度：30.4%），并一致给出了积极展望。虽然目前还缺少快速变现的渠道，但各家公司都重申会继续加大对 AI 相关基础设施的投资。亚马逊认为公司下半年的资本开支将会高于上半年。微软预期 2025 财年的资本开支将高于 24 财年。这两家公司的资本开支规划都是基于需求端的情况确定的。这一说法表明未来 AI 需求将依旧强劲。Meta 称，训练新模型所需的算力可能会比训练 Llama 3 所需的算力多约 10 倍，并且未来大模型所需的算力仍会持续增长。公司预计 2025 年资本支出将大幅增长。

虽然近期 AI 板块迎来回调，但几大云厂商对 AI 资本开支的展望依旧非常正面。我们持续看好该板块的发展，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 产业链中真正的受益的 A 股标的，首选中际旭创 (300308 CH，买入)。

近期 AI 主题热点业绩回顾：

美国超微公司 (AMD US，未评级) 公布了二季度业绩，总收入同比增长 9%，环比增长 7%，达到 58 亿美元，略高于市场预期 2%。本季度强劲的业绩再次受益于数据中心收入增长的推动，该部门业务收入同比增长 115%/环比增长 21%，达 28 亿美元。二季度公司毛利率同比增长 340 个基点至 53%。管理层提到 MI300 系列产品在二季度的收入首次突破 10 亿美元。该公司更新了 2024 年数据中心 GPU 的收入预测，预计全年收入将超过 45 亿美元，高于 4 月份指引的 40 亿美元和 1 月份指引的 35 亿美元。

高通 (QCOM US，未评级) 公司 2024 年第三季度收入同比增长 11%、环比持平至 93.93 亿美元，超出彭博预期 2%，高其指引 2%。按细分市场划分，QCT（占总销售额的 86%）收入同比增长 12.5%，环比增长 0.5%，达 81 亿美元。其中，手机（占 QCT 销售额的 73%）收入同比增长 12.3%，但环比下降 4.5%至 56 亿美元。物联网 (17%) 同比下降 8.5%，但环比恢复增长 9.3%，达 14 亿美元。汽车 (10%) 销售额同比增长 86.9%，环比增长 34.5%，

达到 8.11 亿美元。QTL（占总销售额的 14%）收入同比增长 3.5%，但环比下降 3.4%，至 13 亿美元。

我们相信主要云厂商（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 39%，高于一季度预期的 36%，**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）。**

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。

今年上半年，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）。

近日，有消息称拜登政府可能会扩大半导体设备出口禁令的范围，引起市场广泛关注。我们相信涉及到科技自主可控等主题的标的将会有较好的表现，如 EDA、半导体设备等。对于中国而言，**半导体自主可控将是长期趋势。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 HK，买入）将是主要受益者。**（[报告](#)）

近期海外设备公司业绩回顾：

Lam Research（LRCX US，未评级） 公布了四季度业绩。该季度收入达 38.7 亿美元（同比增长 20.7%/环比增长 2.1%），超彭博预期的 38.3 亿美元 1.0%，比公司指引的 38 亿美元高 2%。2024 财年全年收入增至 149 亿美元（同比-14.5%）。Lam Research 预计 2024 年全球晶圆厂采购设备支出（WFE）将在 950 亿美元左右。中国收入：第二季度中国区收入贡献了总收入的 39%，略低于第一季度的 42%，但高于管理层此前的预期。业绩会上有不少关于中国的问题，市场担心进一步的出口限制可能会导致中国区的销售额大幅下降。公司表示，今年中国区的收入在上半年会占比高一些，但重申该市场“不会消失”。

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。

我们持续看好人工智能（AI）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（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 的资本支出总额预计同比增长 39%**，高于一季度预期的 36%，**这将持续利好 AI 产业链的发展。**

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 Co-pilot）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，尤其是业务收入来自 AI 市场份额高的标的。A 股首推中际旭创（300308 CH，买入）。我们认为中际旭创是本土 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。

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。

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 HK，买入）将是受益者之一。（[报告](#)）

推荐北方华创（002371 CH，买入，目标价：405 元人民币）。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。（[报告](#)）

推荐华虹半导体（1347 HK，买入，目标价：24 港元）。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。（[报告](#)）

3) 半导体周期或将回暖。我们认为消费电子市场已于 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逆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，未评级），6.61%；中国电信（728 HK，未评级），5.44%；中国联通（762 HK，未评级），5.34%；中兴通讯（763 HK，买入），4.42%；中国铁塔（788 HK，未评级），4.2%。

■ **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

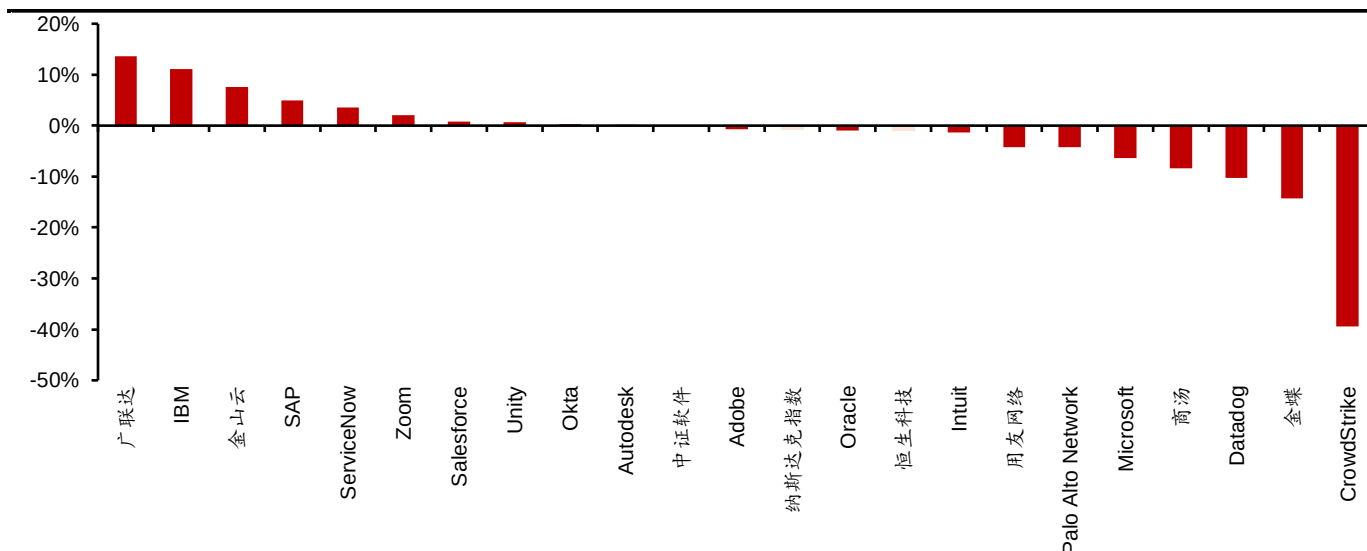
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

中美软件板块表现持续分化，企业数字化支出周期错配或为基本面表现分化的主要原因。对于中国软件板块而言，整体企业 IT 支出温和恢复。在宏观不确定性仍存的情况下，行业头部企业国产替代及降本增效的需求或是支撑软件公司具备韧性业绩表现的主要推动力。在营收增长面临短期逆风的情况下，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。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，买入）。美国软件行业中，降息预期交易持续助推近期板块估值抬升，在估值或已较为充分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）。

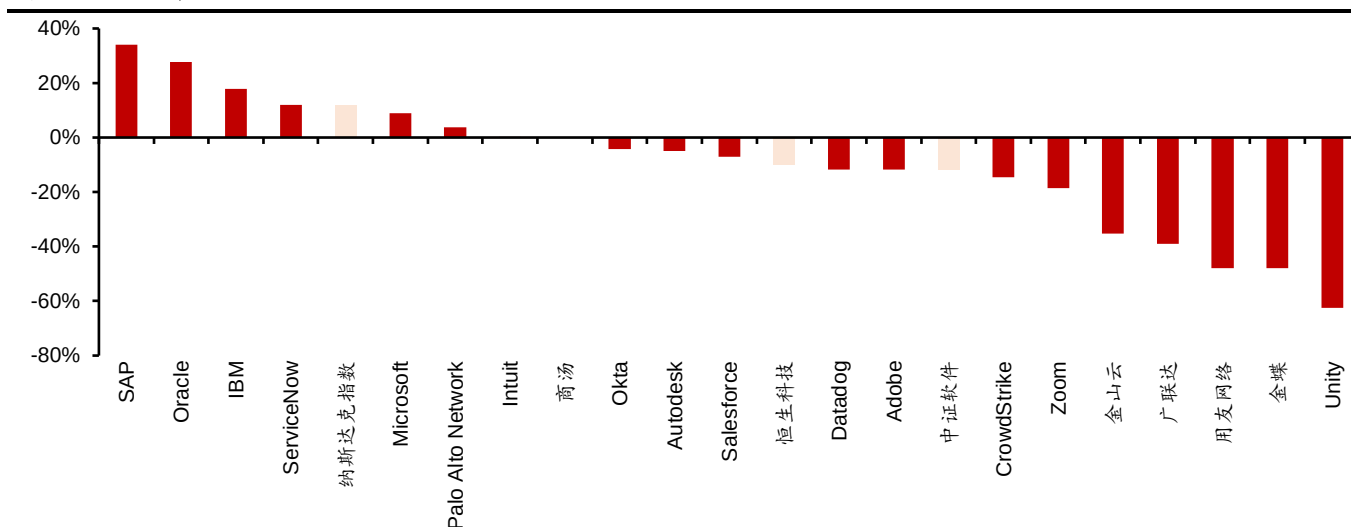
7 月恒生科技指数下跌 1%，中证软件指数收平。ServiceNow 7 月上涨 4%，公司公布好于预期的 2Q24 业绩，总收入同比增长 22% 至 26.3 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 32% 至 7.2 亿美元，较一致预期高 9%，主要得益于运营效率的提升。2Q24 cRPO 同比增长 22% 至 87.8 亿美元，较管理层此前指引高 2 个百分点，主要得益于大额订单的强劲增长。考虑到良好的新增订单趋势，管理层指引 FY24 订阅收入同比增长 22% 至 105.75-105.85 亿美元；并将 FY24 非 GAAP 运营利润率指引上调 50 个基点至 29.5%。

图 2: 7 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%,但增长的确切性有待确认。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,头部厂商云业务的盈利能力或有望在 2024 年进一步提升。

■ 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以及生成式 AI 的相关进展或为估值波动中枢的关键支撑因素。ServiceNow 2Q24 总收入同比增长 22% 至 26.3 亿美元,非 GAAP 营业利润同比增长 32% 至 7.2 亿美元,较一致预期高 9%,主要得益于运营效率的提升。2Q24 cRPO 同比增长 22% 至 87.8 亿美元,较管理层此前指引高 2 个百分点,主要得益于大额订单的强劲增长。考虑到良好的新增订单趋势,管理层指引 FY24 订阅收入同比增长 22% 至 105.75-105.85 亿美元;并将 FY24 非 GAAP 运营利润率指引上调 50 个基点至 29.5%。ServiceNow 的生成式 AI 产品渗透率持续提升,Now Assist 2Q24 NNACV 环比增长一倍,仍然是公司历史上增长最快的新产品。

■ 推荐买入 Servicenow、金蝶国际

Servicenow (NOW US): ServiceNow 2Q24 总收入同比增长 22% 至 26.3 亿美元,非 GAAP 营业利润同比增长 32% 至 7.2 亿美元,较一致预期高 9%,主要得益于运营效率的提升。2Q24 cRPO 同比增长 22% 至 87.8 亿美元,较管理层此前指引高 2 个百分点,主要得

益于大额订单的强劲增长。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（2Q24 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（Now Assist 2Q24 NNACV 环比增长一倍，仍然是公司历史上增长最快的新产品）。我们的目标价为 900.0 美元，基于 50 倍 FY24 EV/EBITDA。

金蝶 (268 HK)：虽然宏观疲软或为中小微企业的营收增长带来压力，但市场或已较为充分的反映，大型企业具备韧性的支出或有望为金蝶的营收增长表现带来支撑。此外，公司减亏仍处于正轨，管理层此前承诺将在 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。我们对金蝶的目标价为 15.5 港元，基于 6.4x EV/S，维持“买入”。

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

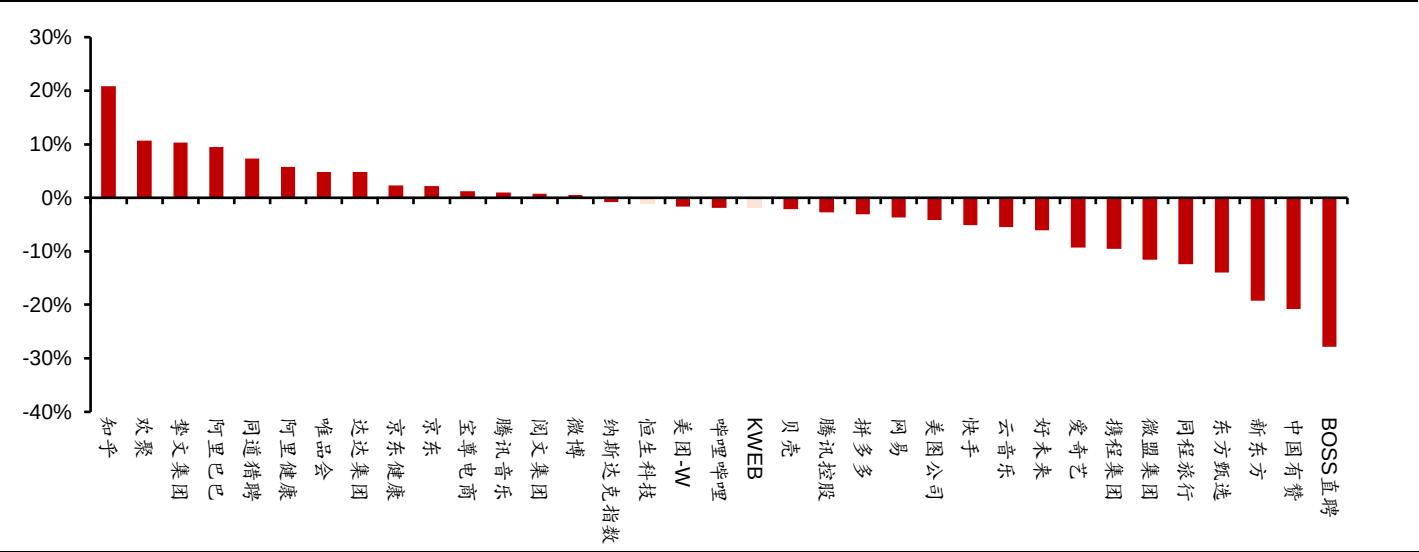
■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 7 月，尽管美元流动性预期持续缓和，市场关注重点阶段性的集中在分子端而非分母端，对于基本面边际弱化的担忧拖累行业股价表现，风险偏好边际下行的情况下关注点重回核心业务具备竞争优势及稳定现金流、且有意愿维持较高股东回报水平的公司。地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢中长期提升的主要驱动因素，短期促消费举措的出台及实际实施效果或是带来市场情绪催化的关注重点。展望 8 月，仅给出好于预期的 2Q 业绩表现或不足够拉动板块投资情绪显著回暖，好于预期的 3Q 展望、股东回报举措的进一步强化、及事件性的催化因素带来的利好或是驱动个股股价回升的主要支撑，建议关注：1) 基本面处于向好趋势、且有望受益于入通引入增量投资人的公司、如阿里巴巴；2) 受益于新游发布的网易（且公司股东回报水平处于行业前列）、哔哩哔哩；3) 核心主业竞争格局稳固、基本面表现稳定、且有意愿提升股东回报的公司，如腾讯。此外，仍建议关注股价已经适度回调、业绩有望好于预期且具备第二增长曲线的拼多多。

当前互联网板块整体估值对应 16x 2024E 非 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 年非 GAAP 净利润复合增速有望达 18%，对应 2024E PEG 为 0.9x。

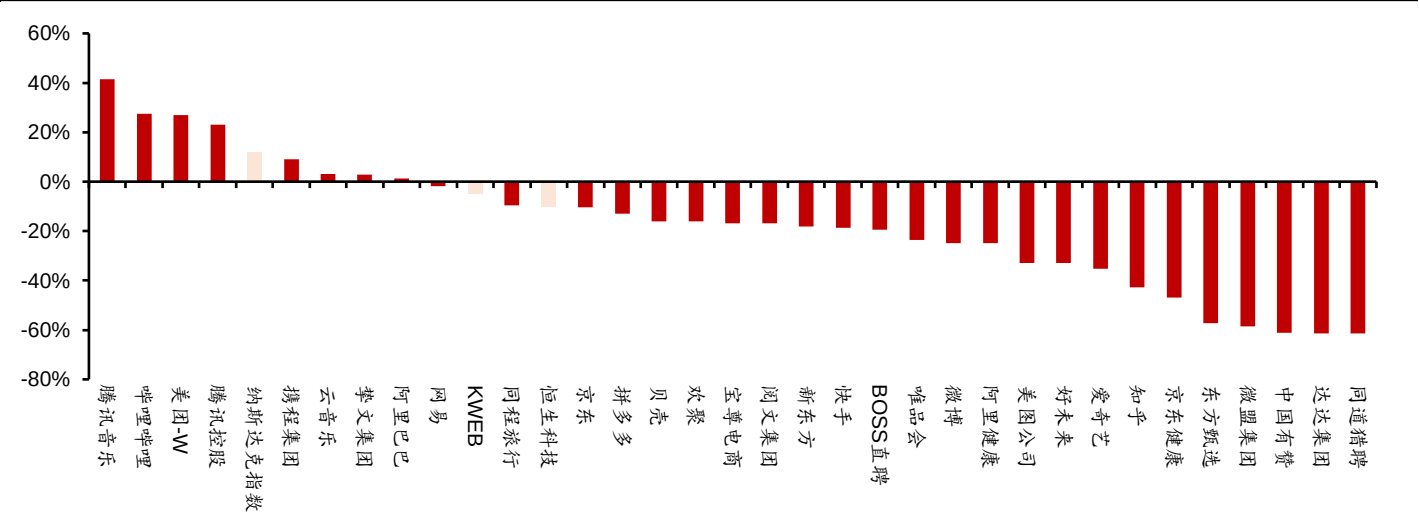
7 月恒生科技指数下跌 1.1%，KWEB 指数下跌 1.9%，BOSS 直聘/有赞/新东方 7 月下跌 28/21/19%。新东方公布了弱于预期的 4QFY24 业绩：总收入同比增长 32%至 11.37 亿美元，非 GAAP 净利润同比下降 41%至 3,690 万美元，低于招银国际/一致预期的 6,200 万/7,200 万美元，主要由于教育业务加速扩张以及直播电商业务投入增加。短期来看，董宇辉离职和与辉同行的出售将对子公司东方甄选收入及利润产生较大冲击。但长期来看，我们仍看好公司核心教育业务（约占公司估值 95%）维持良好的收入增长及利润率改善趋势。

图 4: 7 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: 消费复苏或仍待时日, 关注消费刺激举措带来的实际效果

据国家统计局, 6 月社会消费品零售额增长弱于市场预期: 1H24 中国社会消费品零售总额同比增长 3.7% (5M24: 4.1%; 1H23: 8.2%), 单 6 月份社会消费品零售总额同比增长 2.0%, 弱于 Wind 市场一致预期的 4.0%。实物商品网上零售额增长同比增速亦明显放缓: 1H24 实物商品网上零售额 6.0 万亿元人民币, 同比增长 8.8% (5M24:11.5%; 1H23:10.8%), 据数据测算单 6 月份实物商品网上零售额增速-1.4% (2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月: 14.4/6.8/9.6/12.9%), 同比增速显著放缓或因: 1) 社会消费品零售总额增长放缓; 2) 大促虹吸效应导致部分消费前置到 5 月; 3) 部分电商类目面临较高基数效应 (如空调、PC); 2Q24 合计实物商品网上零售额增速为 6.4% (1Q24: 11.6%; 2Q23: 14.0%), 两年 CAGR 为 10.1% (1Q24: 两年 CAGR 为 9.4%); 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.3% (1H23: 26.6%; 5M24: 24.7%)。

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，关注近期出台的消费刺激举措带来的实质性效果。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。

■ 在线游戏：新产品上线有望推动 2H24 游戏市场加速增长

据游戏工委，1H24 中国游戏市场收入同比增长 2.1% 至 1,473 亿元。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。8 月关注游戏公司 2Q24 业绩：1) 我们预计腾讯 2Q24 游戏收入同比增长 7% 至 477 亿元，主要得益于 DnF 手游的上线，老游戏的稳定表现以及海外游戏业务的复苏。考虑到 DnF 手游和 Supercell 旗下游戏较长的递延周期，DnF 手游和海外游戏业务的强劲表现将主要自 2H24 起开始反映到游戏收入；2) 我们预计网易 2Q24 游戏收入同比增长 4%，《梦幻西游》等老游戏的商业化调整预计对公司短期游戏收入产生一定影响，但我们看好网易自 2H24 进入新一轮高质量游戏产品周期，推动 2H24 游戏收入增长。高期待值《永劫无间》手游在 7 月 25 日上线后表现良好，维持 iOS 游戏畅销榜前 10；3) 我们预计哔哩哔哩 2Q24 手游收入同比增长 5%，看好下半年手游收入在《三国：谋定天下》推动下加速增长。我们预计《三国：谋定天下》24 年流水有望达到 10-20 亿元，约对应哔哩哔哩 2023 游戏收入 25-50%。

■ 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 2Q24 广告收入同比增长 18% 至 294 亿元，主要由于微信广告生态的良好表现以及广告技术提升。；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 22%，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、网易、哔哩哔哩、腾讯、拼多多

- 1) **阿里巴巴 (BABA US)**：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 9x FY25E P/E（非 GAAP），在公司持续提升股东回报的举措驱动下（FY24 回购+股息绝对值 165 亿美元，对应目前市值约 9% 的股息率），估值或具备重估空间。此外，阿里巴巴此前公告（7 月 26 日）董事会已授权集团管理层向香港联合交易所提交申请，将新增香港为主要上市地。在香港联交所完成审核程序后，阿里巴巴将在香港联交所主板及纽约证券交易所两地双重主要上市。我们认为双重主要上市后阿里巴巴或有望在 9 月被纳入港股通，增量的南下资金配置或有望支撑公司估值提升。
- 2) **网易 (NTES US)**：我们看好网易 2H24 进入新一轮高质量游戏产品周期，高期待值《永劫无间》手游在 7 月 25 日上线后表现良好（维持在 iOS 游戏畅销榜前 5），暴雪多款游戏将在 3Q24 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，估值具备修复空间。

- 3) **哔哩哔哩 (BILI US)**：哔哩哔哩将于 8 月 22 日公布 2Q24 业绩，我们看好公司在 2Q24 业绩后给出对于 2H24 收入增长及利润改善的积极展望，全年收入增长有望好于当前彭博一致预期（2024E 手游/总收入：同比增长+6/14%）。我们预计公司 2H24 公司手游业务以及公司总收入在《三国：谋定天下》推动下加速增长，《三国：谋定天下》2024 年流水有望达到 10-20 亿元，对应公司 2023 游戏收入/总收入有望带来 25-50%/4-9%的增量。
- 4) **腾讯 (700 HK)**：我们预计腾讯将延续良好的收入和利润增长趋势，预计 2Q24 总收入/非 IFRS 下净利润同比增长 8%/33%至 1,609 亿元/492 亿元。公司短期股价略有回调主因：1) DnF 手游强劲表现逐渐 price in，DnF 手游以及海外游戏收入递延周期较长，良好的表现预计主要在 2H24 报表端反映；2) 国内消费承压，公司 FBS 收入增长或将进一步放缓。但从全年维度看，我们仍然看好腾讯 2024 盈利增长（同比增长+26%）以及股东回报率水平（约 3%），当前 13 倍 FY24E PE（剔除战略投资）具有吸引力。
- 5) **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的推出的帮助下，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 10x 2024E P/E，但全年非 GAAP 净利润同比增长或有望达到 80%，国内业务利润稳步增长、Temu 业务半托管 GMV 占比持续提升或有望带动 UE 优化，为盈利增长提供支撑。

■ **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

三中全会及国常会再次部署推进大规模设备更新。我们预期超长期特别国债将为医疗设备更新提供主要的补贴资金来源。截至 7 月 24 日，今年已经累计发行 4,180 亿元超长期特别国债。7 月 5 日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，期待政策细节公布。医疗反腐已进行一年，我们预期随着行业监管常态化，医药行业的盈利有望从 2H24 开始逐步修复。此外，海外降息预期或将推动高弹性的创新药/器械板块估值反弹。我们继续看好龙头医疗设备、龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值吸引的消费医疗企业。

■ 推荐标的

推荐买入迈瑞医疗 (300760 CH)、联影医疗 (688271 CH)、百济神州 (BGNE US)、信达生物 (1801 HK)、固生堂 (2273 HK)、科伦博泰 (6990 HK) 和巨子生物 (2367 HK)。

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，海外收入占比约四成，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 10 项三期临床试验。我们预期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。公司四款注射类胶原蛋白产品正在稳步推进中，其中两款有望在 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—作为扩内需的重要关联板块，整体需求有望得到提振（中性乐观）

8 月 3 日国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，其中提及统筹扩大内需，挖掘餐饮住宿等基础性消费潜力，激发文化娱乐、旅游等改善型消费活力等内容。我们认为《意见》将有序推动整体消费回暖。作为扩内需重要相关赛道，积极政策有望对食品饮料

板块估值提供一定支撑。白酒方面，短期仍面临需求压力和高基数压力，下半年中秋、国庆旺季表现将为全年表现定调；啤酒进入旺季及体育赛事叠加低基数，销量有望逐步改善，同时提价和结构升级趋势持续，盈利能力将保持稳健；软饮方面，高温天气和出行需求为销量提供支撑，部分水企短期价格战现象可能对降本增效带来的利润率提升有所侵蚀。

■ 美妆护肤 – 7 月 GMV 增速国货继续领跑，维持国货替代投资主线（中性乐观）

根据三方统计数据，7 月国货品牌 GMV 增速表现持续优于海外品牌，其中韩束、可复美、可丽金、珀莱雅单月同比增长约 102%、61%、58%、50%。海外品牌方面，修丽可表现亮眼录得同比增长 92%，其余表现均弱于国货头部品牌；雅诗兰黛、海蓝之谜、欧莱雅分别录得 37%、13%、1% 增长。我们认为在政策支持扩内需及消费降级背景下，“性价比”仍为市场在中短期内的核心驱动力，国货替代效应将继续扩大，国货品牌龙头在存量市场内的市场份额有望进一步提升。

■ 旅游消费 – 港澳地区外国旅行团入境海南免签政策有望提振免税销售（中性乐观）

7 月 31 日移民局发布港澳地区外国旅游团入境海南 144 小时免签政策，这将带动海南出入境客流恢复并提振离岛免税需求。3 季度进入旅游旺季，口岸免税将受益于国际客流提升，同时消费税改革有望凸显免税渠道性价比优势，中国中免业务有望维持稳健。

■ 推荐标的

我们继续推荐国货替代概念中短期盈利确定性较高的公司，美妆护肤我们维持珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级；食品饮料方面，我们维持贵州茅台（600519 CH）和华润啤酒（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、政策落地不及预期、地缘政治影响超预期。

可选消费

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

■ 未来三个月维持中性看法

整体来说，6 月的消费环境已经很差，但 7 月的表现比 6 月更差，不单单是同店销售仍在下跌。考虑到折扣增加和负经营杠杆，毛利率和经营利润率同样面临压力。分行业来说，餐饮、体育用品、家电和服装的表现均低于预期。唯一符合预期的是旅游 - 酒店，但只是因为此前预期已经十分悲观。根据各种前瞻性的指标，从就业情况、储蓄意愿和消费习惯来看，我们对 3 季度和下半年的展望越发担忧。目前只有寄望国家的刺激政策能尽快和有效落地。目前我们比较推荐家电行业和东南亚布局较多的公司。中长线仍然看好高股息的标的，但短线可能被减息环境影响。从中长线布局来说，由于估值仍然偏低，建议可以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)、泡泡玛特(9992 HK, 未评级)和瑞幸咖啡 (LKNCY US, 未评级)等。

■ 餐饮行业(维持中性)

7 月同店销售持续下跌，跌幅比 5 月和 6 月更多，行业平均可能出现 10% 以上的下滑，当中只有达美乐和海底捞录得同店正增长。从销售端来说，由于此前已经预期会有高基数的影响，所以表现并没有低于预期。但从利润端来说，鉴于价格战持续，叠加经营杠杆和外卖占比提升，甚至是一次性的关店和物业价值相关的减值损失等影响，仍然有可能低于预期。从复苏率来说，我们预计 2 季度的行业平均水平只有 76%，对比 1 季度的 79% 有所下跌。展望 8 月份和 3 季度，我们仍然预期同店销售将会下滑，利润率下降，甚至是开店增长进一步放缓或调低等。虽然目前估值较低，但在基本面出现拐点前，我们仍然不会看好。茶饮和咖啡的形势更为悲观，同店下滑和价格战仍然看不到尽头。

目前只看好达势股份 (1405 HK, 买入)。另外，建议关注大家乐 (341 HK, 买入)，因为香港快餐行业在经济下行时表现相对稳健，还有瑞幸咖啡 (LKNCY US, 未评级)，原因是 2 季度的成本管控非常强劲。

■ 体育用品行业(维持看好)

7 月份零售流水的增长速度比 6 月慢，略微低于预期，主要由于受到宏观影响，线下客流不达预期，暑假旺季的整体表现比五一假期时更差，我们观察到奥运等体育盛事对业绩并无明显拉动作用。不过，对国产品牌来说，特别是安踏、特步、361 度和李宁，主要还是受到线上渠道表现较好帮助，预计仍然可以达成整体销售目标。Adidas 的表现仍在改善，但 Nike 增长乏力。展望 8 月和 3 季度，我们的看法仍然相当保守。但为了使渠道库存保持在健康水平，折扣率相信是要有所提升。另外，由于同店增速仍然可能比较缓慢，特别是线下的正价店，所以我们认为直营占比较多的品牌和经销商的利润率将会相对有压力，包括滔搏和宝胜。

目前比较推荐特步 (1368 HK, 买入) 和安踏 (2020 HK, 买入)，亦建议投资者关注 Adidas (ADS EU, 未评级)，对李宁 (2331 HK, 买入) 和滔搏 (6110 HK, 买入) 的看法则相对比较谨慎。

■ 旅游 - 酒店行业(维持中性)

6 月行业平均 RevPAR 同比大概出现单位数下滑，但 7 月的下滑幅度预计已经恶化到 10% 以上了，主要来自 ADR 的下滑，OCC 大概是持平左右。由于市场预期普遍比较悲观，所以我们认为行业表现是符合预期的。行业中的消费降级情况仍然明显，例如三亚和五星级酒店的 RevPAR 在暑假期间录得超过 20% 的降幅。虽然 8 月和 9 月的基数较低，但鉴于宏观环境面临较多的挑战（例如 PMI 近两个月仍然低于 50），我们预期不论是商务还是休闲需求仍然会较差。鉴于此，我们并不预期 RevPAR 将会出现大幅度的环比改善，亦不排除亚朵和华住会下调酒店业务的 RevPAR 指引。不过从酒店的开店速度来说，亚朵和华住上半年的新开店估计也会有 1,100 家和 200 家以上，同比增长比 1 季度应该会有加速和超预期。锦江的开店符合预期，而首旅则比预期缓慢。从酒店行业的估值来说，目前水平的确很便宜，但只适合长线投资，中线业绩压力仍大。

我们仍然相对看好亚朵 (ATAT US, 买入)，因为零售业务表现仍然强劲。另外，我们对锦江 (600754 CH, 未评级) 比以前更有信心，受益于公司最近推行的改革（像重组和合并各个品牌 BU、加强服务和会员管理等），相信公司效率将会有明显改善。其他像华住 (HTHT US, 未评级) 和首旅 (600258 CH, 未评级)，由于行业不景气，我们的看法仍然保守。

■ 家电行业(维持看好)

6 月，家电整体的零售终端销售应该是下跌的，7 月的情况可能有小幅改善，但仍然呈下滑态势，当中冰箱和洗衣机略有增长，但空调下滑比较严重，小家电仍然很有压力，都是弱

于预期的。本来品牌计划的单价上调不但没有出现，反而因为某些品牌加大降价力度而出现价格战，但当然最大的原因还是大环境不好，需求较差和对性价比的追求有提高。在这种情况下，为了消化库存，品牌的排产数据也不好和要下调，目前预计需要到 9 月和 10 月才会出现好转的机会。成本端来说，我们注意到风险正在上升，包括人民币汇率上升，海运费受到红海危机的影响，原材料价格等，加上未来如果特朗普胜出美国大选，关税等问题亦会加剧。3 季度的利润率仍然可控，但 4 季度或以后，还会开始感受到压力。但当然，目前最关键的还是国家最近推出的刺激政策。根据我们的测算，1,500 亿元的补贴当中约有 300 亿元与家电相关。以约 6 倍的杠杆比率测算（比过往 2007 年到 2013 年的 9 倍为低），对全年中国家电销售总额将额外提升约 20%，完全足以令下半年的业绩有较好的爆发。配合目前并不贵的估值，我们维持看好。

目前较为推荐海尔(6690 HK, 买入)和海信(921 HK, 买入)，对小家电看法变得谨慎，因为行业受贸易战影响的机会较大（美国销售占比高，中国产能占比亦高）。

■ 服装行业(维持看好)

6 月的零售流水增长比我们预期较差。目前来说，7 月的数据也没有好转，所以是略为低于预期的。不过因为行业很大，品牌表现分化，数字化程度高，客户营运能力好，以及电商营运出色（特别是像小红书和抖音等新平台）的品牌，增长都会较为稳健，仍然有可能达成全年目标。但从整个行业来说，我们仍然预计 8 月和 3 季度的增长会有些挑战，所以预计品牌会增加零售折扣来去库存。

总的来说，虽然环境转差，行业估值可能下跌，但一些稳健的品牌像江南布衣(3306 HK, 买入)和波司登(3998 HK, 买入)，我们相信他们的股息派发还是不会受到影响，所以仍然比较推荐。

■ **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，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

| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

12 家中国车企公布了 7 月新能源乘用车销量，合计同比增长 33%，环比持平。我们预计 7 月整体新能源乘用车零售销量有望环比增长 1%至约 84 万辆，或为四年来首次在 7 月实现环比正增长，市占率有望提升至 48%。展望 8-9 月份，考虑到整体乘用车零售销量仍面临同比下滑的压力，我们认为新能源乘用车的增长主要依赖于市场份额的提升。

理想超预期，蔚来符合预期，小鹏加库存。理想汽车 7 月交付量环比增长 7%至约 5.1 万台，创历史新高，优于我们之前的预测，或得益于 7 月更多的终端优惠。理想在 6 月以来明显加速了超充网络的建设，理想的超充桩在三个月内几乎翻倍增长至 3,260 个。蔚来 7 月的交付量环比下降 3%至约 2 万台，符合我们的预期。考虑到部分终端需求或在 2Q24 提前释放，以及新车型乐道 L60 将于 10 月开始交付，我们预计蔚来 8-9 月的销量可能会面临一些压力。小鹏 7 月交付量环比增长 4%至约 1.1 万台，强于我们之前的预测。根据 7 月 1-28

日的交强险数据，小鹏约 30%的销量是在 7 月的最后三天实现的，这可能也暗示经销商的库存有所增加。

比亚迪和零跑创历史新高，极氪未达预期。7 月比亚迪的乘用车批发量环比略微增长至约 34 万台，再次创历史新高，强于我们之前的预期。零跑的 7 月批发量环比增加约 2,000 台，达到约 2.2 万台，创历史新高，得益于全新 C16 的交付和爬坡。极氪 7 月的交付量环比下降 22%至约 1.6 万台，主要因为极氪 001 的销量下降。鸿蒙智行的 7 月交付量环比下降 4%至约 4.4 万台，连续三个月低于理想汽车。

8 月中下旬将进入业绩期，头部整车厂有望报出较为稳健的二季报/半年报业绩。根据业绩预告，长城汽车今年二季度净利润约为 33-41 亿元，同比增长超过 176%，环比进一步改善，强于市场预期。我们预计吉利和比亚迪的二季度业绩也有望录得同环比改善，这将有利于缓解投资者关于价格战对车企盈利能力影响的悲观预期。敏实的股价近期有较多的回调，但我们预计其上半年盈利有望实现同环比的增长。汽车经销商新车毛利率受到价格战的影响较大，我们预计经销商的上半年净利润将面临下滑的风险。

■ 投资建议

吉利汽车 (175 HK)：吉利二季度总销量同比增长 29%、环比增长 1%至 48 万台，我们预计吉利二季度毛利率有望环比改善至超过 14.5%，得益于新产品更好的盈利能力和更好的规模效应。考虑到公司较好的费用控制能力，我们预计吉利 2Q24 净利润或同比不止于翻倍、环比增长超过 15%至约 18 亿元。吉利下半年仍有多款重要新车型上市，包括已经上市的银河 E5，吉利不少于两款、极氪两款以及领克两款新车型，这将支撑其销量目标的实现。吉利目前的估值对应约 10x FY24E P/E，8x FY25E P/E，我们认为具有吸引力。

理想汽车 (LI US/2015 HK)：虽然理想二季度毛利率环比有下行的风险，以及权益投资面临账面亏损，但是考虑到公司较好的费用控制能力，我们预计理想二季度核心单车净利润仍有环比改善的可能。理想 7 月交付量 5.1 万台，创历史新高，L 系列的月销仍在稳步增长，强于市场预期。我们认为投资者可以重新开始关注理想汽车，期待业绩会上更多关于新车型的信息释放。目前理想汽车的估值在新势力中具有吸引力。

■ **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

我们看到730政治局会议对房地产行业的指示依然是：1) 强调消化存量和优化增量相结合，2) 积极支持收购存量商品房用作保障性住房，3) 以及做好保交楼工作。我们看到保交楼方面迎来重要进展：南京某停工两年住宅项目向购房者退回首付款，这主要受益于对预售监管资金的严格管理，以及法律层面对保护购房者权益的进一步明确。我们认为该举措有望为烂尾项目提供借鉴，推动更多烂尾项目的妥善处置。

高频数据显示，新房销售从6月份的峰值有所回落，但二手房市场依然稳健。7月月初至今，30城新房日均成交较6月日均降27%，17城二手房升3%。年初至今来看，30城新房同比降幅由6月底的-37%缩窄至-35%，17城二手房跌幅较6月底的-8%收窄至-4%。我们的领先指标预示着8月份的销售额下降幅度可能会收窄。

我们对一线城市成交观察显示，在第30周（7月22-28日），深圳、广州的新房和二手房的销售均表现疲软；北京和上海仅在二手房市场上显示出较强的韧性。新房成交套数方面，深圳、北京、广州第30周低于年内周均成交4%、6%和11%。上海高于周均成交89%，我们认为这反映6月末及7月初的成交高峰，由于网签数据滞后5-15天。根据中原地产统计，7月下旬成交明显转弱，可能会在8月网签数据上有所反映。二手房成交套数方面，北京、上海超年内周均7%、3%。深圳、广州低于周均1%。

短期来看，开发商中期业绩较弱可能会加剧行业调整压力，我们认为短期板块波动将持续。长期来看，鉴于政策前景温和、实施力度增强，土地拍卖和房产销售对板块的负面效应有限，我们认为板块中长期将维持修复态势。

■ 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）**、**新希望服务（3658 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。

保险

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

■ 中性乐观。监管引导预定利率进一步下调利好中长期资产负债匹配

监管《通知》主要涵盖三方面内容：1) 明确自9月1日起，新备案的传统险产品预定利率上限下调至2.5%（原3.0%），自10月1日起，新备案的分红险产品预定利率上限和万能险产品最低保证利率分别降至2.0%（原2.5%）、1.5%（原2.0%）；2) 建立预定利率与市场利率挂钩的动态调整机制，以5年期以上LPR、5年期定存基准利率、10年期国债到期收益率为预定利率基准值参考，当触发条件后保险公司可及时调整产品定价并向监管报备；3) 深化“报行合一”，加强产品销售渠道的披露，各险企在产品备案或审批材料中应标明个人代理、互联网代理、银邮代理、经纪代理等销售渠道，同时列式附加费用率（即可用总费用水平）和费用结构。我们认为险企资产端中长期投资收益的改善及资产负债久期匹配是提振板块估值的核心关键，也是市场增配保险股、扭转利差损风险预期的核心变量。中期角度看，我们认为高股息行情在当前市场风格下有望持续，当前板块FY24E股息率在4.7%-7.8%，8月末上市险企中期业绩披露将是短期内板块股价的潜在催化。

财险方面，年初至今国内自然灾害频发，导致行业赔付率显著上行。我们预计上半年财险赔付率有望小幅上行，但对头部险企的承保综合成本率影响有限，主要因费用率的持续压降仍有空间。上半年行业车险保费同比增速放缓，同比增长2.7%，6月单月车险保费同比增长1.8%，远低于年初预期的5%，财险老三家的车险保费收入同比增速均不及3%，反映行业整体受新车销量下滑的影响较为显著。展望下半年，我们认为车险保费下滑的趋势有望在2H24延续，非车保费增长或将呈现分化。此外，三季度为传统自然灾害多发的高峰

期，鉴于今年暴雨洪水等灾害多发的现状，我们对财险公司三季度新单保费增速、承保盈利及股价表现较为谨慎。

目前板块估值交易于 0.1-0.4 倍 P/EV 和 0.3-0.9 倍 P/BV，板块估值上修空间充裕，是高股息行情下的低估值价值标的。维持板块“优于大市”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)，公司股价年初至今上涨 28.2%，相较恒生指数超额收益为 28.8 个百分点，其中 7 月股价上行 9.1%，较恒指超额收益为 11.2 个百分点。

■ 风险提示

长期利率持续下行；政策不确定性提升；权益市场大幅回调；汽车销量大幅回落；三季度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

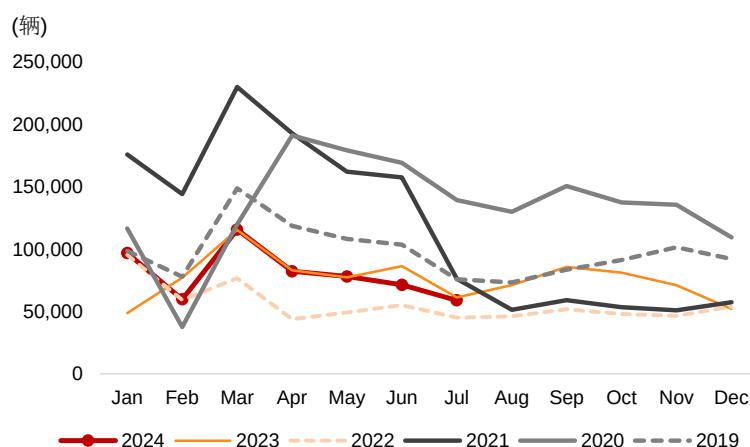
■ 重卡: 设备更新政策出台, 有助行业销售见底回升

国家发改委和财政部在 7 月 25 日发布关于加大对设备更新和消费品以旧换新支持措施的通知（《[关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施](#)》）。《通知》提出统筹约 3,000 亿元人民币超长期特别国债资金以支持设备更新和以旧换新。设备更新范围包括工业、环境基础设施、交通设备、物流、教育、文旅和医疗，并延伸至能源、电力和老旧电梯。《通知》特别提及增加对国三货车和农业机械的补贴。此外，交通部和财政部于 7 月 31 日发布更多关于老旧货车报废更新的补贴标准（[相关报告: 连结](#)）。

根据第一商用车的初步数据，7 月份重卡行业销量（内销+出口）同比下降 4%至 5.9 万台，跌幅较 6 月份的 17%有所收窄，而今年首七月重卡销售同比只上升 2%。

我们估算目前的国三重卡存量约 50-60 万台，密集的政策落地将有助拉动下半年更新需求。但我们相信 2025 年潜在的国四淘汰政策是更大的利好，主要由于国四重卡的存量接近 300 万台。

图 6: 中国重卡月度销售量占比

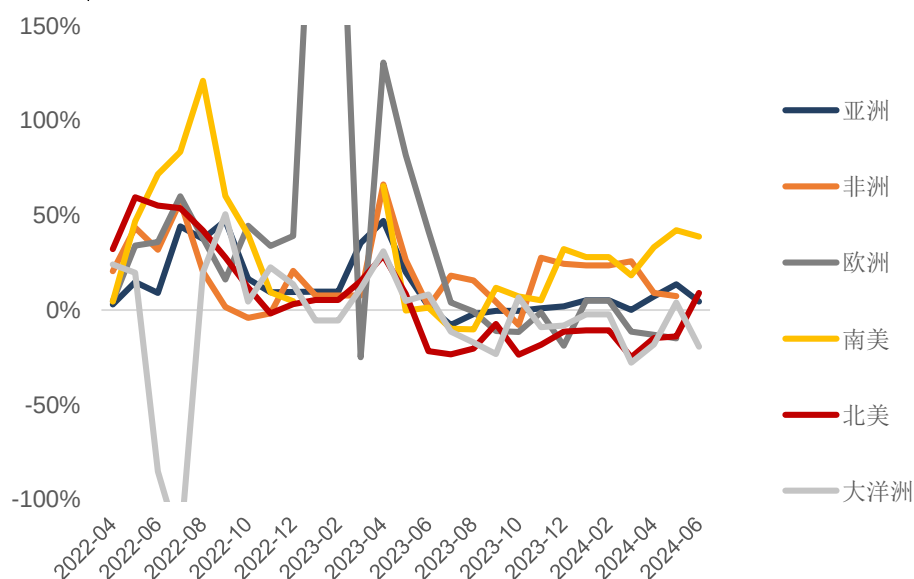


资料来源: 第一商用车, Wind, 招银国际环球市场

■ 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

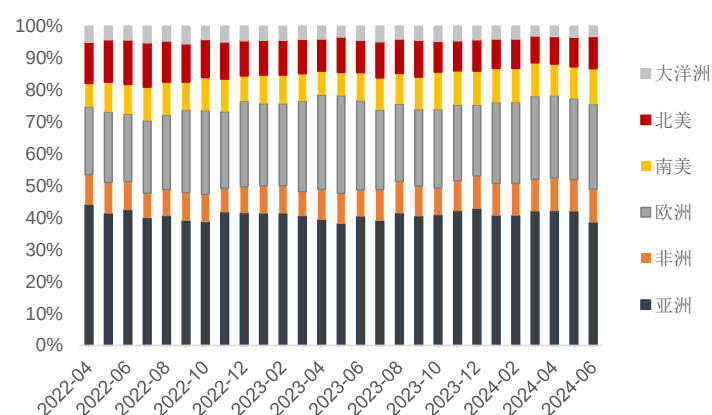
中国工程机械 6 月份出口金额 46.5 亿美元，同比上升 6%，增速从 3 月/4 月份的 0%/3% 加快。对南美和非洲出口强劲，分别同比上升 39% 和 37%；对欧美的出口在经过多月的下跌后回升，北美和欧洲分别同比回升 9% 和 4%。中长期来看，在地缘政治因素下，我们继续相信重点布局一带一路和新兴地区的中国制造商将会处于有利位置。

图 7：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 8：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

分产品方面，6 月份，挖掘机和轮式装载机两大土方机械在中国市场继续出现双位数增长。据中国工程机械工业协会统计，6 月份国内挖掘机/装载机销量同比增长 26%/23%。相反，

受高基数效应和部分海外市场需求疲软影响，6 月份挖掘机出口同比下降 8%，连续 13 个月同比下降。叉车 6 月份继续在内销和出口均保持增长(4%/23%)。其他机械普遍在国内持续疲弱，而出口则大致理想。

图 9：中国工程机械 6 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	16,603	7,661	8,942	5%	26%	-8%
轮式装载机	10,794	5,296	5,498	26%	23%	30%
汽车起重机	1,741	975	766	-20%	-28%	-7%
履带起重机	226	70	156	-19%	-49%	8%
塔式起重机	791	539	252	-62%	-70%	-14%
叉车	111,717	65,907	45,810	11%	4%	23%
高空作业平台	16,776	9,895	6,881	-9%	-19%	10%

资料来源：中国工程机械工业协会，招银国际环球市场

■ 投资建议

我们认为经过几个月的回调，管理层变动以及行业销售疲弱等因素已逐渐反映，看好**潍柴动力(2338 HK / 000338 CH, 买入)**，同时看好**中国重汽(3808 HK, 买入)**。

■ 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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。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。