

策略观点

中国政策将延续宽松

■ **宏观：**中国经济放缓，政策将延续宽松，未来住房市场进入价跌量升和供求再平衡阶段，上游价格大涨和服务价格小涨将逐步改善通缩和企业盈利。美国经济温和放缓，劳工供求更趋平衡或带动服务通胀降温，美债收益率和美元指数小幅回落，美联储可能在 9 月降息，年内降息幅度约 50 个基点。

■ **科技：**乐观，继续看好 AI 算力/端侧成长、手机/PC 需求复苏以及产业链业绩持续改善，近期全球产业链业绩显示去库存已至尾声，终端品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（SMCI/鸿海/广达）业绩和指引显示通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单强劲增长，手机产业链（苹果/高通）指引好于预期，下半年全球产业链有望呈现全面增长。6 月 Computex 展会上全球科技巨头相继发布 AI 算力/端侧新品和技术路线图，AI PC/手机和 AI 服务器产业链有望维持高景气度。整体来看，行业基本面持续改善，看好 AI 创新驱动、需求复苏及国产替代受益产业链，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/手机产业链如小米集团（1810 HK，买入）、比亚迪电子（285 HK，买入）和瑞声科技（2018 HK，持有）。

■ **半导体：**谨慎乐观。进入 6 月，国内和海外公司的业绩期基本结束。从基本面看，业绩情况符合我们过去几个月的观点，即来自 AI 和半导体自主可控相关市场的收入维持高速增长。近期行业热点：1) AI 主题：英伟达公布了一季度财报，本季度收入为 260 亿美元，同比增长 262%，环比增长 17.8%。除强劲的一季度业绩和二季度指引外，英伟达宣布增加股息，并将以 10:1 的比例进行拆股。业绩后，英伟达股价突破 1,000 美元大关。（[报告](#)）2) 半导体自主可控主题：近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，我们认为本期投资方向有望延续此前的投资范围（芯片制造、半导体设备和材料等领域），同时可能关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。（[报告](#)）

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

■ **互联网：**中性乐观。回顾 5 月，互联网板块在情绪改善及短线资金流入助推下的较快速上涨后有所回调，符合我们此前的预期。实质性的基本面改善或仍为股价持续上涨的关键支撑因素。随着业绩期逐步结束，市场关注重点或重回结构性趋势，1) 电商及本地生活板块：持续关注消费复苏、本地生活竞争环境改善的可持续性、及随着出游旺季到来 OTA 景气度是否有望进一步提升；2) 游戏板块：6 月关注腾讯 DNF 手游表现，暑期多款高期待值游戏上线有望驱动腾讯及网易 2H24 游戏收入增长重新加速。月度选股视角下，我们推荐 1Q 业绩有望好于预期的美团（3690 HK，买入）、行业整体

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

黄群

马毓泽

冯键嵘, CFA

高景气且基本面有支撑下估值有望提升的携程 (TCOM US, 买入), 且仍建议关注阿里巴巴 (BABA US, 买入)、腾讯 (700 HK, 买入) 和拼多多 (PDD US, 买入)。年度维度仍建议关注三条主线: 1) 业务出海带来增量营收及盈利空间; 2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司; 3) 有望受益于增量政策催化的公司。

- **软件及 IT 服务:** 中性乐观。美元流动性压力能否缓释或仍为板块估值重估的关键性驱动因素。基本面层面, 在整体企业 IT 支出温和恢复的环境下, 人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。基础云服务降价或有望助推成本改善, 大模型使用成本下降或有望助推 AI 相关应用生态逐步繁荣。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应, 利润率改善速度有望领先同行。展望中长期, 我们看好: 1) 软件国产化的主题投资机会; 2) 生成式 AI 与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善; 3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。推荐买入金蝶国际 (268 HK, 买入)。
- **医药:** 预计医疗设备更新政策即将落地, 政策力度大、范围广、持续周期长, 将有效刺激医疗设备的需求释放。我们也期待全国性的创新药、创新器械的支持政策出台。我们预计随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行, 新冠基数影响逐渐消退, 中国医药行业有望回归健康增长。我们看好医药行业反弹, 主要由于: 1) 国内政策预期改善, 医疗设备更新政策落地有效刺激采购需求, 创新药械支持政策有望落地; 2) 出海提供额外增长动力, 创新医疗器械海外市场高速增长, 创新药出海授权交易有望持续落地; 3) GLP-1、ADC 等长期投资机会。我们继续看好迈瑞医疗 (300760 CH, 买入)、联影医疗 (688271 CH, 买入)、百济神州 (BGNE US, 买入)、固生堂 (2273 HK, 买入)、科伦博泰 (6990 HK, 买入)、巨子生物 (2367 HK, 买入) 和信达生物 (1801 HK, 买入)。
- **食品饮料、美妆护肤、旅游零售:** 美妆护肤: 2024 年 4 月化妆品零售额同比下降 2.7%, 为年初以来首次下滑。美妆护肤需求复苏节奏仍然较为缓慢。618 大促首周数据显示, 珀莱雅护肤主品牌及彩妆子品牌都已在 618 大促中取得了一定的成绩。我们认为, 国货替代为投资主线, 中低价格带上消费人群还未固化, 国货品牌龙头在存量市场内持续巩固地位。1Q24 线上销售数据显示, 300-500 元价格带产品的销售额及市占仍在均有提升。我们认为, “性价比”仍为市场的中短期内的核心驱动力, 消费者对于品质升级的追求有望在长期显现。旅游零售: 尽管海南面临客流增长放缓影响, 中国中免的机场业务恢复加速, 进入夏日旅游季, 公司业务仍有望维持稳健。食品饮料: 二季度为白酒淡季, 但基于地产复苏及行业分化, 预计龙头酒企发展仍将维持稳健, 但高基数或给业绩带来一定压力。啤酒进入旺季及奥运叠加低基数, 销量有望改善, 同时提价和结构升级趋势持续, 酒企盈利能力将继续提高。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:** 未来三个月看法维持中性。整体来说, 4 到 5 月的表现比 1 季度稍为改善, 因为高基数减少, 但同店增长普遍仍然很差, 负经营杠杆, 加上行业价格战持续, 利润率普遍较差。从行业来说, 家电和服装的表现好于预期, 餐饮符合预期, 体育用品和旅游略为低于预期。展望 6 月和 3 季度, 我们相当看好家电行业, 主因受惠于国内房地产政策利好。同时, 我们也看好服装和体育用品行业, 因为基数变好, 电商增长较快, 环比改善, 相信增长仍会持续。目前估值仍然吸引, 适合中长线布局, 特别是与房地产、出口和高股息相关的标的。
推荐海尔 (6690 HK) Vesync (2148 HK)、江南布衣 (3306 HK)、波司登 (3998 HK)、安踏 (2020 HK)、特步 (1368 HK)、达势 (1405 HK) 和大家乐 (341 HK)。
- **汽车:** 我们预计 5 月整体新能源车零售销量有望环比增长 10%至约 76 万台, 略低于我们之前的预测, 主要因为以旧换新的刺激政策带动的销量低于预期, 而新能源车的零售市占率或达 45%的历史新高。近期我们注意到投资

者整体对下半年汽车的需求缺乏信心，更加关注几家头部公司的基本面情况，对业绩确定性的要求更高。即使对于头部车企，投资者也不愿给出更高的估值倍数。相比于长线基金，对冲基金对汽车板块的兴趣更强一些。本月波段交易仍然是汽车行业投资的主要策略。

- **房地产和物管：**乐观。我们看到 1) 去库存计划推进出现了积极进展，广州增城区政府以项目成本价收购开发商库存的方案可能为其他地方政府提供了一个参考样本。我们认为，政策优先利好的可能是国企及半国企背景的开发商，因为地方城投公司如果想要大规模受益，可能还需要进一步剥离其为政府融资的功能和属性成为独立的主体，以满足地方财政“收支两线”的要求。2) 各地在 517 新政后积极落实了降首付、降利率等措施，从目前执行情况看，北京、上海、深圳存在进一步下调的空间。3) 积极政策基调和活跃的交易情绪对基本面修复起到带动作用。根据我们跟踪的高频数据，截至 6 月 3 日，30 城新房在 517 新政后的日均成交量较 517 前和年内日均分别上升了 20% 和 23%。苏州、杭州和成都新政前后日均成交的增长达到 37-45%。17 城二手房在 517 新政后的日均成交量较 517 前和年内日均分别增长了 21% 和 18%，其中苏州、杭州和南京的新政前后增幅达到 26-46%。我们的一线城市成交套数交易量周度监测显示，在 2024 年第 22 周（5 月 27 日-6 月 2 日），二手房销量出现了明显回暖反弹。上海、北京、广州和深圳周内的二手房销售面积分别超过了其年内周均均值水平的 42%、21%、10% 和 8%。我们认为地产板块估值将进入中长期的修复态势，短期的回撤可能是进入市场的机会，主要由于 1) 顶层政策态度的转变为市场信心提供了保底作用，且政策对管理市场情绪的灵活性提高；2) 我们认为基本面最坏的时候已经过去，因为宽松政策将继续对购买情绪产生积极影响，并持续向销售、土拍等层面传导，最终带来基本面的有效改善。我们向投资者重申“逢低买入”的建议，选股方面，我们推荐存量服务概念的物管公司如华润万象生活（1209 HK，买入）、保利物业（6049 HK，买入）、万物云（2602 HK，买入）、滨江服务（3316 HK，买入）、新希望服务（3658 HK，买入）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，买入）；由于行业长期将进入存量时代，我们推荐二手房交易龙头贝壳（BEKE US，买入）。开发商方面我们推荐有长期持有价值的华润置地（1109 HK，买入）。
- **传媒文娱：**随着 5 月 1Q24 业绩期结束及部分利好兑现，港股及中概文娱板块进入良性回调阶段，部分资金获利了结。展望 6 月及 2H24E，我们认为板块驱动逻辑将从估值修复转向基本面改善和盈利上修。考虑视频行业进入内容强劲周期、且社区平台迎来 618 大促，推荐快手（1024 HK，买入），源于季度业绩确定性高、估值吸引以及多重催化剂。虽然市场此前已部分反映 OTA 五一假期利好、指引温和，但我们期待后续端午及暑假增量、业绩韧性，推荐同程（780 HK，买入），看好其强劲内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞（NFLX US，买入）、迪士尼（DIS US，买入）和大健云仓（GCT US，买入）。
- **保险：**资产端预期修复带动保险股反弹行情有望延续。二季度我们持续看好寿险股在资产端底部预期改善下的反弹行情，4-5 月中资险企的超额收益显著上行。近期超长债的发行加大市场长债供应，对险企资产端中长期配置具有重要价值。目前 10 年期国债收益率横盘震荡于 2.3%，后续随着财政节奏的加快及对地产增量政策的预期，长端利率有望回归至 2.5%-3.0% 合理区间，长债利率企稳向上将进一步利好险企资产端投资收益回暖，带动板块估值上行。交易资金方面，本轮港股保险股反弹中南下资金成交额扮演了重要角色，我们注意到自 4 月 19 日中证监公布对港资本市场合作的 5 项措施后，25 日起港股通中南下资金的成交额开始放量，并在 5 月 9 日据彭博消息称证监会考虑减免港股通交易中个人投资者 20% 的红利所得税后，资金流入进一步上行并推升港股高股息板块增长。我们认为险企资产端弹性修复的逻辑在二季度将持续演绎，行业利差损风险随着权益市场回暖及负债成本的持续压降进一步收窄；8 月底中期业绩披露或为板块短期内的股价拐点，负债端二季度新业务价值的增速在当前居民储蓄需求续强、报行合一降低费用率及监管窗口指导有望进一步调降传统险预定利率至 2.5% 的共同推动下，二季度 NBV 同比增速有望超出预期。我们推荐“攻守兼备”的策略，资产端弹性修

复推荐中国太保 (2601 HK, 买入), 防御属性推荐中国财险 (2328 HK, 买入)。

- **资本品：**看好。工程机械：海外市场趋势方面，中国对亚洲、非洲和南美等地区的出口增长持续，而对欧美的出口则有所下跌，我们相信重点布局一带一路和新兴地区的中国制造商将会继续处于有利位置。国内方面，更多有关设备更新的政策执行细节出台，需求有机会迎来边际改善。重卡：5 月份重卡行业销量（内销+出口）同比下跌 3%，但天然气重卡占比持续提升。天然气/柴油价格差目前仍维持在 0.6 x，由于价差仍然较大，我们认为将继续带动未来几个月天然气重卡的销量增长。投资建议：我们看好中联重科（1157 HK / 000157 CH, 买入）令人刮目相看的全球扩张战略以及在重点产品的市场份额提升（相关报告：A: [链接](#); H: [链接](#)）。此外，我们仍然看好潍柴动力（2338 HK / 000338 CH, 买入）天然气重卡发动机带动市场份额的增长，以及大缸径发动机的结构性增长潜力（相关报告：A: [链接](#); H: [链接](#)）。看好浙江鼎力（603338 CH, 买入）高空作业平台新产品在美国市场的持续突破（相关报告：[链接](#)）。

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2024E	市盈率(倍) 2025E	市净率(倍) 2024E	ROE(%) 2024E	股息率 2024E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.55	45.15	20%	14.6	10.7	2.3	28.3	0.6%
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.96	25.39	41%	18.1	16.5	N/A	10.6	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	33.10	46.60	41%	17.1	13.8	N/A	17.9	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.72	2.40	-12%	87.0	70.1	N/A	7.5	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	125.42	130.71	4%	28.8	22.3	9.0	23.2	0.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	320.04	405.00	27%	30.9	22.3	N/A	21.0	0.0%
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	22.55	24.00	6%	36.1	20.6	N/A	N/A	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	8.27	15.50	87%	N/A	106.6	N/A	N/A	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	381.60	480.00	26%	17.2	15.6	N/A	17.5	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	142.80	192.70	35%	12.4	8.8	N/A	45.0	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	112.70	155.20	38%	18.9	13.7	N/A	16.0	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	79.83	124.90	56%	9.2	8.2	N/A	10.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	51.65	65.80	27%	18.9	16.0	N/A	9.7	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	159.03	269.70	70%	N/A	N/A	72.2	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	35.75	55.00	54%	N/A	N/A	4.9	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	304.68	383.50	26%	26.9	22.6	8.6	40.0	2.2%
固生堂	2273 HK	医药	买入	42.20	72.00	71%	22.8	16.7	N/A	14.9	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	51.80	60.80	17%	27.0	21.8	N/A	30.0	0.0%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	185.90	246.13	32%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
影联医疗	688271 CH	医药	买入	121.21	160.40	32%	49.5	39.5	N/A	12.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1639.81	2219.00	35%	22.7	20.1	7.7	37.7	1.9%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	31.15	69.80	124%	13.7	11.8	N/A	20.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	111.50	138.30	24%	34.3	27.9	N/A	24.6	0.0%
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.32	7.63	43%	10.5	9.0	N/A	14.5	0.0%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	58.40	73.1	0.3	N/A	54.2	9.5	2.1	0.0%
海尔	6690 HK	可选消费	买入	30.10	31.24	4%	13.8	12.0	N/A	16.4	0.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.19	6.8	0.3	7.0	6.1	1.4	20.4	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	8.35	14.82	77%	14.4	10.3	N/A	12.1	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	87.10	101.7	0.2	17.8	16.0	N/A	31.7	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.63	5.34	15%	17.2	14.3	N/A	22.1	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.80	19.77	34%	8.3	7.3	N/A	39.4	0.0%
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.11	26.00	29%	23.1	16.7	N/A	11.2	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	27.60	46.94	70%	16.5	14.1	N/A	20.9	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	33.60	57.3	0.7	10.7	9.2	N/A	17.5	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	26.15	44.10	69%	10.3	8.6	1.9	11.6	3.3%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	18.14	34.3	0.9	7.3	5.8	N/A	36.1	0.0%
新希望服务	3658 HK	房地产	买入	1.69	2.8	0.7	5.4	5.1	N/A	20.1	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	16.12	22.0	0.4	14.7	13.4	N/A	6.5	0.0%
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	7.01	9.4	0.3	10.2	8.0	N/A	32.2	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	28.90	45.10	56%	5.4	N/A	N/A	13.8	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	650.27	644.50	-1%	35.5	29.0	11.0	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	54.05	97.00	79%	13.4	9.6	3.9	21.0	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	31.98	46.00	44%	11.3	8.8	4.0	34.7	0.0%
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	17.78	26.10	47%	14.2	12.2	1.9	10.1	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	4.34	8.60	98%	8.2	7.3	15.0	25.1	0.0%
迪士尼	DIS US	传媒文娱	买入	101.50	142.0	0.4	22.2	18.8	N/A	6.3	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.00	24.80	18%	5.9	5.6	N/A	12.4	5.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.97	11.90	19%	7.0	6.5	N/A	12.0	5.7%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	14.34	20.40	42%	9.6	8.9	1.3	14.6	3.1%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	5.78	7.50	30%	10.1	8.9	0.8	7.6	3.7%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	62.02	75.00	21%	14.9	12.9	3.1	21.6	1.3%

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

■ 经济有所放缓，未来温和改善

经济有所放缓。经济高频活动指数从3月的1.05降至4月的1和5月的0.95，5月30大中城市商品房销量和日均观影人次延续同比下跌。5月制造业PMI重回收缩且低于预期，新订单和出口订单指数均降至收缩区间显示内外需同时走弱，就业指数依然疲弱或继续抑制消费信心，企业采购活动低迷，延续降库存，但生产指数仍在扩张区间，原材料采购价格和出厂价格指数均进入扩张区间，上游涨价或推动通缩缓解。出口增长、人民币贬值和上游涨价推动4月规模以上工业企业利润增速由负转正至4%，其中纺织业、电子产品和金属等行业利润增长较快。

未来经济或温和复苏。2022-2023年经济处于收缩周期，房市和股市剧烈调整，实体部门出现通缩，企业盈利大幅下滑。经济收缩周期并非完全由于长期结构性因素，也有很多短期周期性因素。随着各类政策从紧缩转向宽松，短期周期性因素逆转，2024-2025年经济将进入温和复苏周期。首先，房地产销量降幅将逐步收窄，二手房销量作为先行指标已率先改善，新房销量跌幅将从2Q开始逐步收窄。其次，通缩将逐步缓解，预计CPI和PPI增速将分别从2023年的0.2%和-3%升至2024年的0.6%和-0.8%。再次，家电、手机等耐用消费和服务消费将延续温和改善趋势。最后，商品贸易活动将显著回暖。预计货物出口额和进口额增速分别从2023年的-4.6%和-5.5%回升至2024年的3.6%和3.3%。

房地产销量跌幅或逐步收窄。二手房销量率先改善，11个代表性城市（包括北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）二手房销量同比降幅从今年一季度的23.3%收窄至4月的9.6%和5月的4.1%。30大中城市商品房成交量同比降幅从今年一季度的42.2%小幅收窄至4月的38.6%和5月的38%。预计房地产市场从量价齐跌进入以价换量（量升价跌）和供求再平衡阶段。城镇住房需求可能周期性反弹，二手房销量或延续改善，新房销量降幅可能从2Q开始逐步收窄，因为城镇新增人口从2019年的2,000万骤降至2022年的650万后，2023年恢复至近1,200万，首套刚需逐渐回升，而政策宽松刺激有利于改善型需求释放。六大城市（北上广深、天津和成都）平均房价从2Q21的高点至今已下跌25%左右，预计未来仍有10-20%的下跌空间，因为住房供大于求和库存居高。

通缩或逐渐缓解。今年一季度GDP平减指数同比下跌1.3%，显示通缩压力依然较大。目前中期国债收益率尚未企稳回升，显示再通胀预期依然较弱。但大宗商品价格已率先反弹，服务价格延续小幅回升，预示中国通缩将逐步缓解。预计PPI降幅从2Q开始逐步收窄，下半年环比可能首先转正，PPI同比降幅从去年的3%收窄至今年接近1%，明年转为增长1.2%。CPI下半年明显回升，全年增速从去年的0.2%升至今年的0.6%和明年的1.3%。

■ 宏观政策将延续宽松

房地产政策宽松。近期房地产政策包括：下调首套房贷和二套房贷最低首付比例分别从 20% 和 30% 至 15% 和 20%，提升购房人加杠杆倍数；取消房贷利率全国下限，预计新增首套房贷和二套房贷平均利率将从 1Q24 的 3.6% 和 4.2% 分别降至 2Q24 的 3.3% 和 3.8%；鼓励银行扩大对各地方白名单房企的信贷供应，利好地方城投/国企、民营房企和中小银行；支持地方政府下属国企收购已建成未销售商品房转为保障房，最利好地方城投。预计下半年可能有新的宽松政策：进一步降低房贷利率；提供购房减税、补贴或更高房贷利息抵税额。

货币政策宽松。央行可能扩大流动性供应，年内进一步降准 50 个基点左右，适度降低货币市场利率，因为目前短期利率相对长期利率偏高，期限利差大幅收窄增加金融体系压力。为提振房地产需求，央行已取消房贷利率全国下限，地方政府与金融政策部门可以协商进一步降低房贷利率。但由于银行对国有企业和大型企业贷款合同利率已经很低，LPR 下调空间非常有限。为保护银行净息差，央行可能引导银行进一步降低存款利率。央行将通过再贷款和 PSL 等引导银行加大对特定领域贷款。今年下半年至明年，美国经济和通胀逐步放缓，中国经济和通缩温和改善，美中利差将从扩大逐步走向缩小，人民币贬值压力可能显著缓解。

新一轮企业设备与耐用消费品以旧换新。为提振企业投资以扩大内需，政府将通过税收抵扣、财政补贴和专项贷款等政策激励，推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造。为刺激家庭耐用消费，政府将提供适度财政补贴，实施汽车、家电以旧换新计划。

美国经济

■ 经济和通胀温和放缓

经济温和降温。5 月 ISM 制造业 PMI 为 48.7，创三个月最低，不及预期，显示经济温和降温。新订单指数从 4 月的 49.1 降至 5 月的 45.4，降幅创两年来最大，显示需求较快降温；但新出口订单指数从 4 月的 48.7 升至 5 月的 50.6，显示出口改善。生产指数从 51.3 降至 50.2，显示生产扩张速度放缓。就业指数从 48.6 升至 51.1 创 2022 年 8 月以来最高，可能由于移民大量流入改善劳工供应。物价指数从 60.9 降至 57 但依然较高，显示上游原材料涨价压力依然较大。

劳工供求更趋平衡。4 月 JOLTS 职位空缺 805.9 万人，创 2021 年 2 月以来最低，大幅不及预期。分行业来看，医疗保健业和制造业职位空缺均降至三年来最低，政府职位空缺下降，住宿餐饮服务业职位空缺也有所减少，可能受到部分州提升最低工资的影响。需求降温 and 成本压力令企业劳工需求增速放缓，而移民大量流入增加劳工供应，劳工供求更加平衡，职位空缺与失业人数比降至 1.24，创 2021 年 6 月以来最低，已基本回到长期趋势水平。4 月自主离职人数有所反弹，但近几个月延续下降，显示劳工对换工作的信心下降。总体来看，美国劳工市场延续温和降温，企业尚未大幅裁员，但开始明显放慢招聘速度。

通胀温和下降。4 月 PCE 物价指数环同比上涨 2.7%，环比增长 0.3%，均持平预期和前值。

4 月扣除通胀后实际个人可支配收入和消费支出均意外下降 0.1%，显示消费需求有所降温。

预计下半年通胀将延续温和下降，一方面 CPI 房租通胀 5% 以上，相比市场房租通胀 3.7% 仍有回落空间，市场房租领先于 CPI 房租，另一方面大量移民流入降低劳工供求不平衡和薪资涨幅，推动除房租和能源外服务通胀下行。通胀可能超预期的风险因素主要有两个：一是大宗商品价格持续反弹；二是房价涨幅延续回升，移民流入可能加剧二手房供应短缺。

美国大选最新民调情况。目前各种民调加权平均结果显示，特朗普以 1.5% 的小幅优势领先拜登，拜登在关键摇摆州民调落后于特朗普，但由于民调误差和选民投票仍会受大选前一些事件影响，大选结果仍存在很大的不确定性。市场已经历两大候选人第一任期，政策预期均有史可寻，政策对市场影响相比第一任期将显著下降。如果特朗普再次当选，那么短期内可能利好美元与美股（对外加征关税和对内大规模减税），利空美债（大规模减税+减少移民推升服务通胀）、油价（鼓励原油生产与出口）、新能源行业（取消新能源补贴）和人民币（大幅提升对华关税）。

■ 美联储或在 9 月首次降息

美债收益率回落，降息预期反弹。近期公布的 PCE 通胀、PMI 和就业数据显示美国经济和通胀温和下降，市场对通胀延续反弹的担忧缓解，美债收益率回落，降息预期反弹。目前 10 年国债收益率接近两个月低位，美元指数 4 月以来有所回落，最新互换合同约定价显示投资者预期美联储在 11 月末之前降息。

美联储或在 9 月降息，全年降息 50 个基点左右。尽管 4 月 PCE 通胀有所下降，但 6 个月环比平均仍达到去年 7 月以来最高，3 个月环比平均仍高于去年下半年水平，美联储在 6 月议息会议降息的可能性较小。但随着货币政策紧缩效应逐步显现，三季度经济和通胀可能进一步降温，美联储可能在 9 月首次降息，12 月可能再次降息，全年降息 50 个基点左右。

科技

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

■ 未来 3 个月看法乐观

全球终端需求回升，AI 创新成为新的成长动能。重申对科技板块的正面看法，继续看好 AI 算力/端侧成长、手机/PC 需求复苏以及产业链业绩持续改善，全球上游产业链 1Q 业绩显示去库存已至尾声，终端品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（SMCI/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，手机产业链苹果/高通指引好于预期，下半年全球产业链有望呈现全面增长。6 月 Computex 展会上全球科技巨头相继发布 AI 算力/端侧新品和技术路线图，AI PC/手机和 AI 服务器产业链有望维持高景气度。整体来看，行业基本面持续改善，看好 AI 创新驱动、需求复苏及国产替代受益产业链，建议关注 AI 服务器板块如工业富联（601138 CH，未评级）、超微电脑（SMCI US，未评级）、鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入），以及 AI PC/手机产业链如小米集团（1810 HK，买入）、苹果（AAPL US，未评级）、联想（992 HK，未评级）、传音控股（688036 CH，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：全球需求稳步复苏，戴尔/惠普/联想业绩向好，苹果/高通展望好于预期
手机/PC 终端持续复苏，1Q24 全球手机/PC 出货量同比增长 7.8%/1.5%。展望 2Q24，戴尔/惠普/联想 PC 业务指引向好，手机链苹果/高通展望好于预期，国内产业链龙头立讯精密、歌尔股份、瑞声科技和比亚迪电子等份额和价值量持续提升，苹果积极布局端侧 AI，有望下半年新品拉动换机周期。安卓链方面，全球和国内出货量持续复苏，华为/小米供应链明显受益，看好 AI 手机创新有望驱动需求改善。考虑高端手机在光学、结构件、散热、卫星通话和折叠屏等方面创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、高伟电子、瑞声科技和鸿腾精密等。

2) AI 产业链：Computex 展会聚焦 AI 新品和技术路线图，AI 服务器和 AI PC/手机供应链下半年迎来全面增长

6 月 Computex 展会上海外巨头（英伟达/AMD/高通/英特尔/联发科）相继发布 AI 新品和技术路线图，包括高通骁龙 X Elite、英伟达下一代 Rubin 系列、AMD 的 MI325X GPU/Zen 5 CPU、英特尔下一代 Lunar Lake CPU 以及联发科的 Kompanio 838 移动芯片，我们看好 AI 算力和端侧创新周期推动产业链和下游终端持续增长。

在 AI 算力端，全球云厂商 2024 年资本支出将重回高速增长，服务器品牌（戴尔/惠普/联想）和代工厂商（SMCI/鸿海/广达）1Q 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。广达预计搭载英伟达 GB200 服务器将于 9 月量产，工业富联指引 2024 年 AI 服务器收入同比增长两倍，占服务器总收入近 40%，其中生成式 AI 服务器同比增加三倍。AI 下游产业化应用加速，芯片供应限制将在 2Q 得到缓解，高算力需求将推升 AI 服务器增长。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商；中游主要以服务器品牌和 OEM/ODM 为主，而随着终端客户对服务器定制化需求逐步增强，OEM/ODM 厂商将加强与下游厂商如云厂商、运营商和政府机构等合作。从硬件层面，建议关注全球核心 AI 服务器 OEM/ODM 受益标的，包括工业富联、超微电脑、联想、戴尔和浪潮信息，以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括鸿腾精密、立讯精密和比亚迪电子。

在 AI 端（PC/手机），随着高通、联发科、英特尔等巨头加码 AI，苹果加大 AI 业务布局，有望引入 OpenAI 加速 AI 端侧应用落地。同时，我们看到更多新品发布和消费者对 AI 手机的强烈兴趣，端侧大模型应用创新和性能体验的改善有望催化消费者需求，驱动新一轮换机周期。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。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）。

3) MR 产业链：Vision Pro 有望全球上市，行业进入新一轮创新周期

Apple Vision Pro 在上半年正式发售，加快完善应用生态，推出超过 100 万个兼容应用程序和逾 600 个专门打造的应用程序。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，拉动行业出货重回正增长。我们预期 Vision Pro 有望全球上市，看好明年苹果 MR 产品出货及二代平价版本的计划推出，将激活相关软件生态建设，加速 AR/VR/XR 产品渗透。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、兆威机电（003021 CH，未评级）、高伟电子（1415 HK，未评级）和长盈精密（300115 CH，未评级）。

4) 汽车电子：小米 SU7 发布和特斯拉推动 FSD 入华，有望加速自动驾驶发展

小米 SU7 上调今年交付目标至 12 万台，其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力，推出 Pilot Pro/ Pilot Max 两套智驾方案。受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。另外，随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展，自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高，预计 ADAS 摄像头需求将不断增长。我们看好京东方精电（710 HK，买入）、英恒科技（1760 CH，买入）、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。3 月 28 日小米汽车正式发布小米 SU7，我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造

“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。

4) 立讯精密 (002475 CH)：受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升，近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深化垂直整合能力，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

进入 6 月，国内和海外公司的业绩期基本结束。从基本面看，业绩情况符合我们过去几个月的观点，即 AI 主题和半导体自主可控主题的相关收入维持高速增长。

近期热点回顾：

1) AI 主题：

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

迈威尔 (Marvell) 于 5 月底公布了一季度财报。在英伟达再一次公布强劲的业绩后，投资者对迈威尔的预期提升。然而符合预期的 2025 年第一季度业绩和指引不足以激起投资者的兴趣。因此，我们看到公司股价在财报后回落。我们认为，公司业绩表明 AI 需求依旧强劲。不过，来自其他终端市场的需求持续疲软。公司第一季度数据中心收入同比增长 87.3%/环比增长 6.7%，预计第二季度增长在中个位数。管理层有信心 2025/26 财年的 AI 收入将超过此前指引，即每年增长 10 亿美元。（[报告链接](#)）

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

2) 国产替代主题：

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

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

我们维持 2023 年年底策略报告中的投资主线推荐。

1) 人工智能（AI）：资本开支继续增长，产业链持续受益。

需求端：我们持续看好人工智能（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，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 36%，高于 2 月初预期的 11%，这将持续利好 AI 产业链的发展。

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

另外，我们看到两家龙头大语言模型公司的估值和收入预测近期都有大幅提升，表明 AI 应用的变现正在快速推进。1) 微软支持的 Open AI 在最近一轮（2023 年 12 月）的估值超过 1,000 亿美元，远高于去年 4 月的 290 亿美元和 10 月的 860 亿美元估值；2) 亚马逊和谷歌支持的 Anthropic 预计 2024 年收入将达到 8.5 亿美元，远高于目前的 1 亿美元收入，以及三个月前预估的 5 亿美元的收入预测；3) 由英伟达支持的云计算初创公司 CoreWeave 在最近一轮融资中的估值增长接近三倍，达到 190 亿美元。

展望未来，AI 的创新和应用将持续加速，我们预计市场的焦点将会从之前的 AI 硬件投资（如芯片等基础设施）拓展到 AI 应用和软件开发的进展，即关注 AI 变现策略能否顺利推进，且获得成功。例如，具备 AI 功能（如 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。除 AI GPU 市场以外，我们尤其看好存储市场（HBM3 和 HBM3e 的需求增长和存储产品价格的修复），以及光模块和网络通信芯片的需求。韩国半导体出口数据额在最近几个月实现强势增长（1/2/3/4/5 月：16%/63%/36%/56%/55%）。该增长一方面是由于库存出清、需求逐渐回暖；另一方面是 AI 市场的快速增长推动了 HBM 等产品的需求。我们认为随着推理大语言模型应用推广，该需求仍将保持强劲。

A 股首推中际旭创（300308 CH，买入）。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。我们维持对中际旭创的“买入”评级，目标价为 183 元。（[报告链接](#)）

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

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

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。**近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期。在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 HK，买入）将是受益者之一。（[报告链接](#)）

推荐北方华创（002371 CH，买入）。公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。北方华创为中国最大的设备制造商，并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。首次覆盖给予买入评级，目标价为 405 元人民币。（[报告链接](#)）

推荐华虹半导体（1347 HK，买入）。我们认为中国的半导体供应链将进一步加强本地化。我们预计中国晶圆代工龙头企业将持续保持市场份额的增长，主要驱动力包括：1）中国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。首次覆盖给予买入评级，目标价 24 港元。（[报告链接](#)）

3) 半导体周期或将回暖。我们认为消费电子市场于 2023 年年底触底。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。随着 2024 年宏观经济的温和改善，半导体行业终端需求有望逐步回暖。韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）将通过新品发布和市场份额的增长获益。韦尔股份的高阶像素 50 系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升。同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。卓胜微的基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率。同时，公司集成自产滤波器的产品也在 2Q23 放量。

4) 通讯板块仍是较好的防御性标的。我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观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），6.05%；中国联通（762 HK），5.79%；中国电信（728 HK），5.79%；中国铁塔（788 HK），4.29%；中兴通讯（763 HK），4.41%。

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

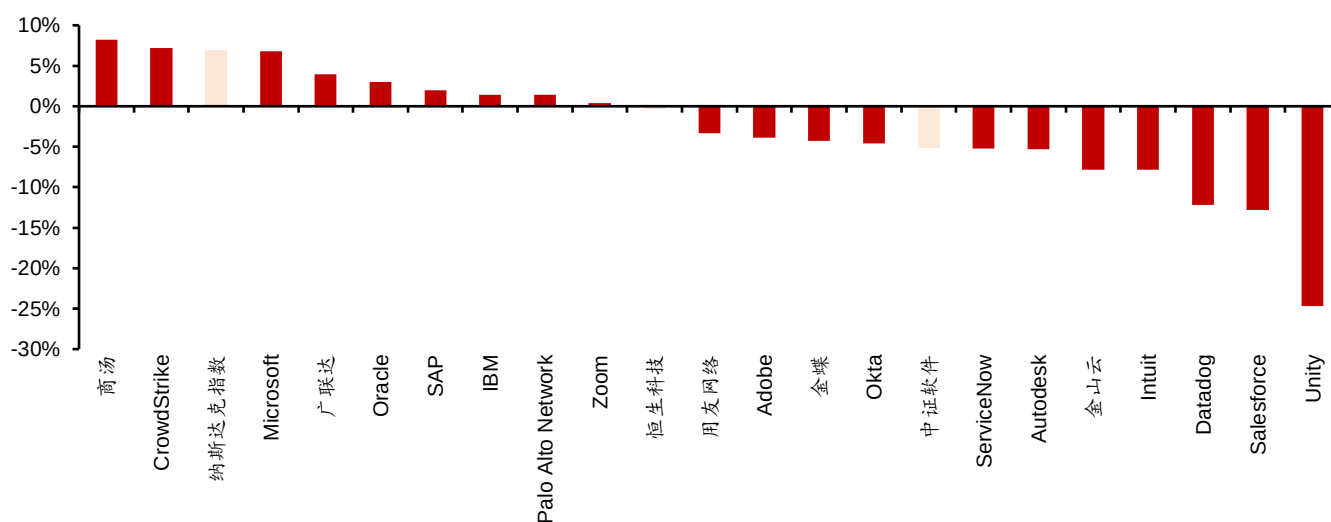
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

美元流动性压力能否缓释或仍为板块估值重估的关键驱动因素。基本面层面，在整体企业 IT 支出温和恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。基础云服务降价或有望助推成本改善，大模型使用成本下降或有望助推 AI 相关应用生态逐步繁荣。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。展望中长期，我们看好：1) 软件国产化的主题投资机会；2) 生成式 AI 与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善；3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。推荐买入金蝶国际（268 HK，买入）。

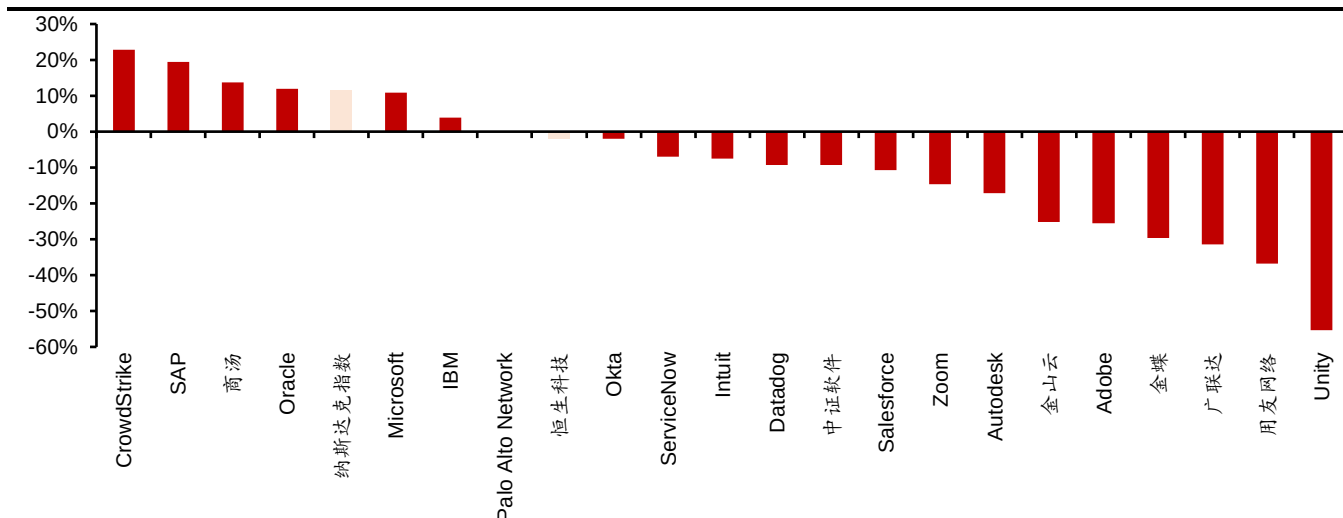
5 月恒生科技指数下跌 0.3%，中证软件指数下跌 5%。Salesforce 5 月股价下跌 13%，公司 1QFY25 业绩不及预期，cRPO 同比增速放缓至 10%（4QFY24：同比增长 12%）且低于公司此前指引，主因客户更加谨慎的采购行为以及公司对销售团队主动采取调整措施，引发投资人担忧。考虑持续的宏观逆风因素，管理层将 FY25 订阅收入增速指引下调至略低于 10%（前值：同比增长 10%）。

图 2: 5 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢

头部 SaaS 公司的客户粘性强,但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出,我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 2024 年实现 14-20% 的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%,但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复,但整体结构性的复苏或仍有待观察。展望 24 年下半年,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在 2024 年或有望进一步提升。

■ 海外软件: 客户数字化支出仍然谨慎,关注生成式 AI 进展

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

■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

金蝶 2023 年营收为 57 亿元人民币,同比增长 17% (2022 年: 同比增长 17%), 归属于普通股股东的净亏损为 2.1 亿元人民币 (2022 年: 亏损 3.89 亿元人民币)。金蝶的减亏正

处于正轨，净亏损率从 2022 年的 17.9% 收窄至 2023 年的 12.1%，主要得益于毛利率的提升和经营效率的提升，而毛利率的提升得益于订阅收入占比提升和云基础设施成本优化。管理层承诺将在 2024 年持续提高运营效率，目标是在 2025 年之前实现盈亏平衡。受益于较强且持续强化的产品能力和合作伙伴体系，我们对金蝶受益于软件国产替代的趋势保持乐观。目标价为 15.5 港元，基于 6.4x EV/S，与一年均值一致，维持“买入”评级。

风险提示：宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

互联网

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

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

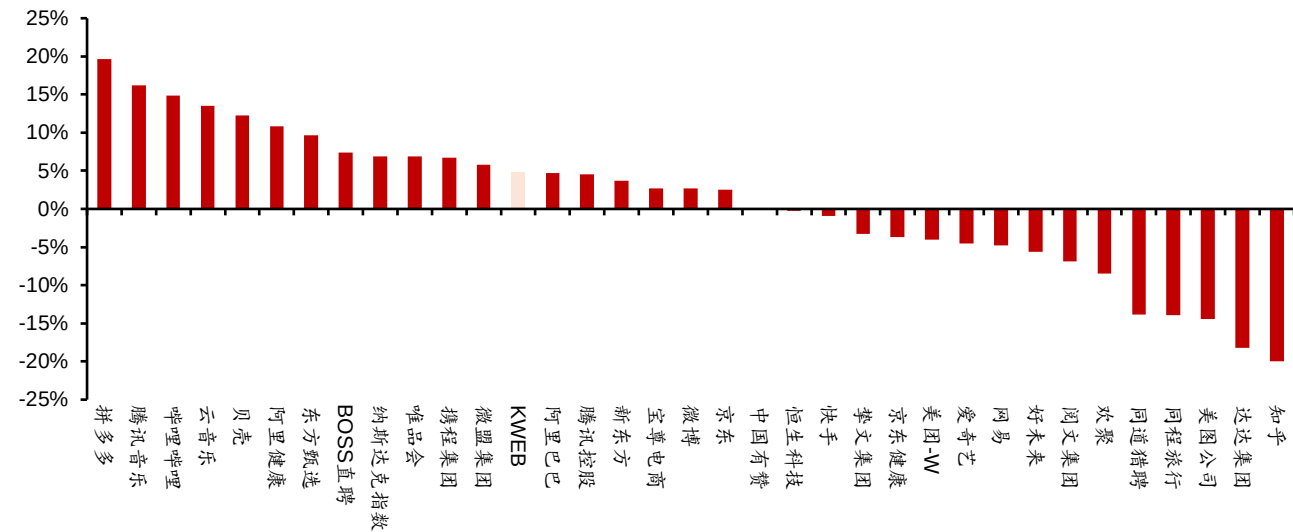
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

回顾 5 月，互联网板块在情绪改善及短线资金流入助推下的较快速上涨后有所回调，符合我们此前的预期。实质性的基本面改善或仍为股价持续上涨的关键支撑因素。随着业绩期逐步结束，市场关注重点或重回结构性趋势，1) 电商及本地生活板块：持续关注消费复苏、本地生活竞争环境改善的可持续性、及随着出游旺季到来 OTA 景气度是否有望进一步提升；2) 游戏板块：6 月关注腾讯 DNF 手游表现，暑期多款高期待值游戏上线有望驱动腾讯及网易 2H24 游戏收入增长重新加速。月度选股视角下，我们推荐 1Q 业绩有望好于预期的美团 (3690 HK, 买入)、行业整体高景气且基本面有支撑下估值有望提升的携程 (TCOM US, 买入)，且仍建议关注阿里巴巴 (BABA US, 买入)、腾讯 (700 HK, 买入) 和拼多多 (PDD US, 买入)。年度维度仍建议关注三条主线：1) 业务出海带来增量营收及盈利空间；2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3) 有望受益于增量政策催化的公司。

当前互联网板块整体估值对应 17x 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，我们预计互联网行业 2023-2025E 年非 GAAP 净利润复合增速有望达 19%，对应 2024E PEG 为 0.9x。

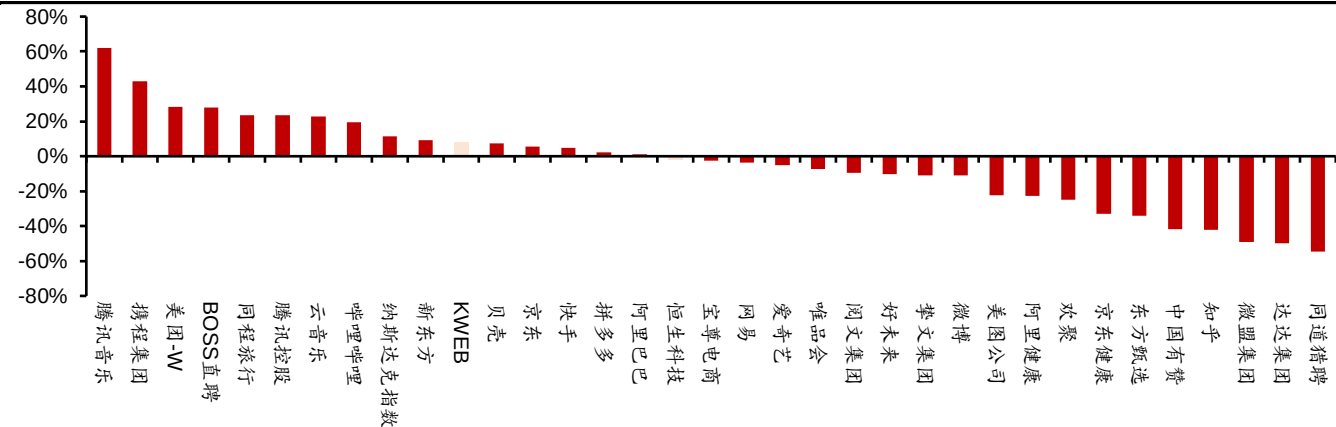
5 月恒生科技指数下跌 0.3%，KWEB 指数上涨 5%。拼多多/腾讯音乐/哔哩哔哩 5 月股价上涨 20/16/15%。腾讯音乐 1Q24 业绩好于预期，总收入同比下降 3% 至 67.7 亿元，非 IFRS 净利润同比增长 21% 至 17 亿元，较一致预期高 7%，主因毛利率提升好于预期（同比提升 7.9 个百分点）以及运营费用的有效控制（同比下降 8%）。基于良好的现金流，公司进一步提升股东回报，宣布派发首次现金股息每 ADS 0.137 美元（对应股息率约 1.0%）。

图 4: 5 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: 5-6 月或面临较高基数, 消费复苏及股东回报仍为驱动估值重估的关键因素

据国家统计局, 4M24 网上零售额/实物商品网上零售额达 4.4 万亿元/3.7 万亿元人民币, 同比增长 11.5%/11.1%, 对应两年 CAGR 为 11.9%/10.7%。整体网上零售额增速持续超过实物商品网上零售额增长, 服务体验性消费相较实物消费受到更多偏好的趋势延续。单 4 月份, 实物商品网上零售额同比增速为 9.6% (2M24/2024 年 3 月: 14.4/6.8%), 环比反弹, 好于市场此前偏弱的预期。2024 年领先的电商平台将 GMV 及收入增长放在首位, 而非利润率的提升, 并指引会将产生的增量营业利润进行再投资, 以推动业务进一步增长, 这可能表明行业竞争或持续激烈, 但线上渗透率的提升速度在电商平台较为积极的投资举措下有望超预期。我们认为在相对稳定的营业利润水平基础上提升股东回报的举措或有望为估值提供支撑, 而估值水平的进一步重估或将取决于消费能否进一步稳步复苏。海外扩张仍是电商平台长期营收和盈利增长的推动力。短期看, 2024 年 5-6 月份部分电商平台或将面临较高的基数, 营收增速环比放缓的情况下, 有能力产生较为稳定利润率及股东回报的公司或将跑赢同业。

■ 在线旅游: 出行旺季到来持续支撑行业高景气

五一假期期间旅行数据显示国内旅游消费高景气延续、长途游及出境游景气度进一步提升，此外旅游数据展现出下沉化及年轻化趋势。端午节旅行预测数据方面，携程《端午节假期出游趋势预测》报告显示其平台端午节期间周边游预定量同比增长 20%。此外，尽管端午假期只有三天，携程平台端午节期间出境游酒店的搜索热度相较 2019 年同期上涨 50%。我们认为，数据反映旅游需求趋向常态化后整体旅游消费仍具备韧性。随着整体出行旺季的到来，旅游行业高景气有望延续，而具备供应链优势及相对更高出境游业务营收的平台有望持续受益。

■ 在线游戏：新产品上线有望推动 2H24 游戏市场加速增长

4M24 中国游戏市场收入同比增长 6% 至 951 亿元，其中移动游戏市场收入同比增长 6% 至 688 亿元，主要得益于常青游戏产品流水的稳健增长，新游戏流水贡献相对有限。展望下半年，多款高期待值游戏的上线有望重新驱动游戏市场重新加速。分公司看：1) 腾讯 1Q24 游戏收入同比下降 1% 至 481 亿元，主因部分头部游戏商业化节奏放缓。但得益于头部游戏流水恢复及新游戏上线，我们看好公司 2Q24 游戏收入复苏。腾讯《地下城与勇士：起源》自 5 月 21 日上线后表现良好，连续 12 日排名 iOS 游戏畅销榜第 1，据 Niko Partners 预计其在中国首周收入超过 1.4 亿美元；2) 网易 1Q24 游戏及相关增值服务收入同比增长 7% 至 215 亿元，得益于常青游戏的韧性表现所推动，但公司对于部分游戏的主动调整导致 1Q24 PC 游戏收入同比下降 15%。展望未来，网易多款高期待值游戏有望在 2H24 推出并驱动游戏收入增长，包括《燕云十六声》（2024 年 7 月）、《永劫无间》手游（3Q24）、《七日世界》（3Q24）等。我们预计 2H24 游戏及相关增值服务收入增长将重新加速至 10%。

■ 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。分公司看：1) 腾讯 1Q24 在线广告收入同比增长 26%，得益于微信广告产品的强劲增长（如视频号和微信搜索）和广告基础设施的改善。1Q24 视频号用户使用时长同比增长超 80%，视频号广告收入同比增长超过 100%；2) 快手 1Q24 广告收入同比增长 27%，主因内循环广告的强劲增长以及外循环广告的持续复苏；3) 哔哩哔哩 1Q24 广告收入同比增长 31%，主要得益于效果广告的强劲增长（同比增长超过 50%）。在广告基础设施持续改善的推动下，管理层预计广告业务的良好增长趋势有望在 FY24 持续。

■ 推荐买入阿里巴巴、美团、腾讯、拼多多、携程

1) **阿里巴巴 (BABA US)**：我们预计阿里巴巴 2024 年将持续加大投资力度以支持国际业务更快速的扩张。尽管经过一年较为严格的成本管控及面对目前较为激烈的竞争环境，进一步提高运营效率的空间或较为有限，但阿里巴巴仍致力于通过派息和股票回购提升股东回报，或有望在追求确定性的市场投资情绪中获得更高的市场认可度推动估值重估，且阿里巴巴在外部环境不明朗的情况下短期维持集团基础设施和业务协同布局发展或有利长期发展。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，估值或具备重估空间。

2) **美团 (3690 HK)**：因到店酒旅板块竞争阶段性缓和，美团 1Q24 盈利或有望好于市场预期，成为短期股价上涨的催化剂，中期仍需关注到店业务竞争是否有望结构性缓和及优选业务是否有望进一步减亏。

3) **腾讯 (700 HK)**：腾讯核心竞争优势稳固，叠加消费互联网业务的经营杠杆，公司能够在宏观不确定以及竞争加剧的环境下持续实现稳健的盈利增长，并提升股东回报。我们看好：1) 视频号广告/电商以及小游戏等高毛利率新业务带来增量收入贡献，驱动公司毛利率持续改善；2) 高期待值手游《地下城与勇士：起源》5 月 21 日上线后表现强劲，首

周流水预估超 10 亿元，有望驱动公司 2H24 游戏收入加速增长；3) 强劲的现金流支撑股东回报持续提升，公司计划将 2024 年股份回购规模提升至 1,000 亿港元以上（约占当前市值 3%）。综合考虑公司盈利增长潜力及股东回报水平，公司当前 16x FY24E P/E 的估值（剔除战略投资的核心业务仅对应 14x FY24E P/E）具备较高吸引力。

4) 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 11.9x 2024E P/E，国内业务利润增长持续好于预期或有望支撑公司估值进一步提升。

5) 携程 (TCOM US)：携程国内游及出境游业务有望维持稳健营收增长，且借助其一站式平台、强大的移动端体验、优秀的客户服务能力和不断强化的供应链能力，携程有能力开拓在其他在线渗透率仍较低的国际市场，助力长期营收和盈利增长。公司目前交易现价对应 19x 2024E PE，公司 2024 年非 GAAP 经营利润有望同比增长 20%，估值或仍有进一步提升空间。

风险提示：宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，地缘政治风险加剧。

医药

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

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

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

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

■ 未来 6 个月看法乐观

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

■ 推荐标的

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

1) 迈瑞医疗：国内医疗新基建保持高景气度，迈瑞加速进行国产替代；海外扩张持续发力，海外收入占比约四成，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。海外业务延续强劲的增长势头。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（简称 zanu）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。值得注意的是，评估 sonrotoclax 联合 zanu 对照 venetoclax 联合 obinutuzumab 治疗 1 线 CLL 的 3 期研究在 2023 年底完成了首次患者入组 (FPI)。百济神州还启动了 sonrotoclax 单药治疗复发/难治性套细胞性淋巴瘤 (R/R MCL) 的潜在全球关键研究。

4) 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，预计将维持高速增长业绩增长势头。

5) 科伦博泰：默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程，目前已经启动了 9 项三期临床试验。我们预期 2024 年默沙东有望启动更多的关于 SKB264 的三期临床，我们看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。公司将在国际会议公布更多 SKB264 的临床数据，是股价潜在催化剂。

6) 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%。可丽金在 2023 年继续进行渠道调整，创客村的经销收入持续下降，我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道将延续高增长，拉动可丽金品牌在 2024 年实现快速增长。公司 4 款注射类胶原蛋白产品正在稳步推进中，其中 2 款有望在 2024 年内获批，为业绩贡献增量。

7) 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。

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

食品饮料、美妆护肤、旅游零售

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

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

■ **食品饮料 - 白酒业绩稳健步入淡季，啤酒迎奥运旺季销量盈利均有望提升（中性乐观）**
二季度为白酒消费淡季，且叠加去年婚宴需求的回补，导致基数略高，白酒企业整体或面临一定增长压力。但得益于地产板块的恢复，及行业的进一步分化，龙头公司仍存上行空间，建议关注确定性较高的龙头酒企。啤酒销售随着进入 2Q 旺季及奥运季叠加低基数，销量增长有望迎来改善，同时其提价策略及结构升级趋势维持，盈利能力仍将持续提升。

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

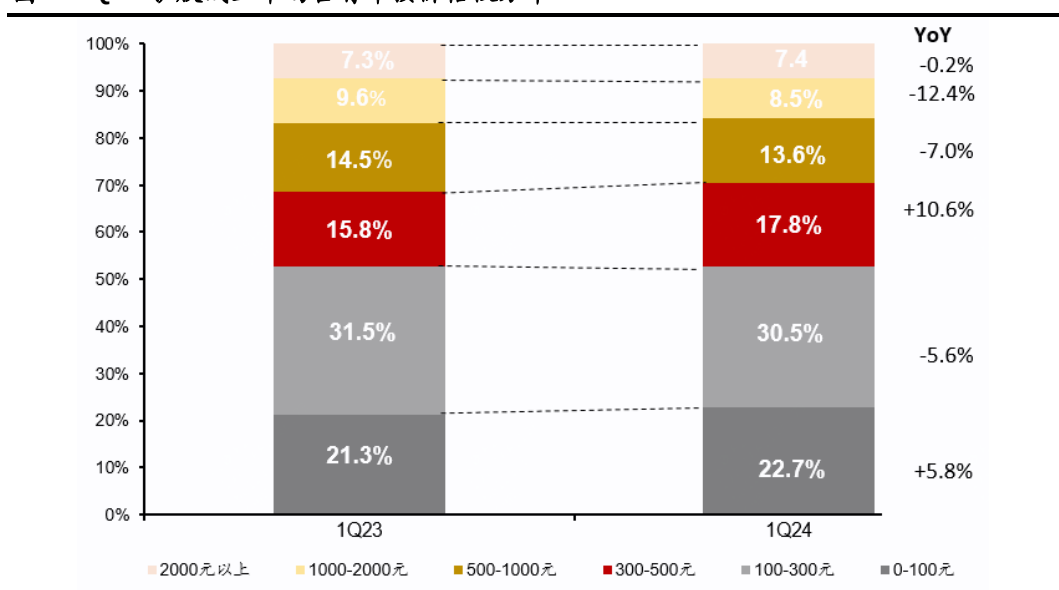
2024 年 618 大促首周（5 月 20 日-5 月 28 日）的数据显示，珀莱雅主品牌在天猫平台的销售额位居护肤类目排名榜首，抖音榜单位居第六。其美妆子品牌彩棠的销售额位居天猫彩

妆类目排名第一位。在李佳琪首播中珀莱雅也同样力压欧莱雅夺得了销售额榜首，尽管同比下滑约 31%，仍明显好于美妆类目整体下滑的 46%。

我们认为，直播数据的下滑有部分原因是由于直播带货模式进入成熟期导致，而美妆板块的整体销售依然稳健，且国货替代的投资主线更为明确。据三方数据，中国美妆市场的 1Q24 销售额达到了 983.3 亿元，同比微增 1.3%。其中彩妆品销售额增长而护肤品销售额小幅收缩。尽管如此，以 300 元价格带为分水岭的上下两档份额几乎不变，高端（2,000 元+）的占比同样几乎不变。中低价位（300-500 元）消费群体尚未固化，该价格带上产品的销售仍维持了同比 10.6% 的稳健增长，市占率提升 2 个百分点至 18%（图 6）。

同时，市场进一步向头部品牌聚焦，CR10 市占率提升 3 个百分点达到 16.5%。这表明中国消费者并不是单纯追求低价，“性价比”仍为市场的中短期内的核心驱动力，对于品质升级的追求有望在长期显现。另一方面，海外市场对于中国护肤和彩妆的接受度开始走高。据海关总署的数据，1-4 月美容化妆品及洗护出口额同比增长 17.5%，其中印度尼西亚已成为重要的出口目的地。我们认为，珀莱雅（603605 CH, 买入）作为国货品牌龙头仍在海内外市场的发展中有着明显的优势，且可能在 618 中取得不俗的表现，维持买入评级。

图 6: 1Q24 护肤线上市场占有率按价格段分布



资料来源: 魔镜资料库, 招银国际环球市场

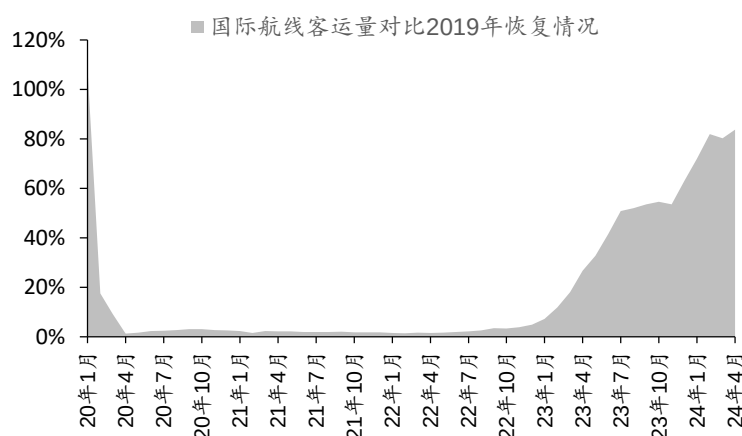
■ 旅游消费—中免营收受境外游复苏双面影响，规模稳步提升（中性乐观）

进入暑期，旅游出行消费活跃度将持续走高，我们预计免税消费整体市场将延续增长。尽管在海南进入高温季节及海外游恢复分流的影响，中国中免的离岛免税业务或有增长放缓的风险。我们认为，公司全年业绩将主要受到机场口岸的增长推动，并逐步实现口岸/海南收入贡献占比平衡，符合公司长期稳健发展的目标。截至 4 月底，国际航班客运量已恢复至 2019 年同期的 84%（图 7）。携程平台数据显示，端午出境游酒店的搜索热度相较于 2019 年同期已上涨 50%。端午免签国出境游预订量稳步提升，往日韩为目的地的出行热度不减，且往马来西亚地区的订单量同比增长 54%。基于 5 月的签证办理量呈现显著增长态势，叠加美妆护肤品旅游零售库存自 2 季度起修复至正常水平，及年初至今的新机场合同带来的租金节约，我们依然认为，跨境客流的恢复下，机场业务将在 2024 年贡献可观

的业绩增量。同时，机场口岸业务复苏回暖下公司聚焦盈利增长以及护肤品库存水平恢复至健康，我们预计公司当前的毛利率及经营利润率水平仍有提升空间。

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

图 7: 国际航线客运量对比 2019 年恢复情况



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 推荐标的

我们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。

风险提示：原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策利空、地缘政治影响超预期。

可选消费

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

■ 可选消费行业 (未来三个月看法维持中性)

整体来说, 4 到 5 月的表现比 1 季度稍为改善, 因为高基数减少, 但同店增长普遍仍然很差, 负经营杠杆, 加上行业价格战持续, 利润率普遍较差。从行业来说, 家电和服装的表现好于预期, 餐饮符合预期, 体育用品和旅游则略为低于预期。展望 6 月和 3 季度, 我们相当看好家电行业, 主因受惠于国内房地产政策利好。同时, 我们也看好服装和体育用品行业, 因为基数变好, 电商增长较快, 环比改善, 相信仍会持续。目前估值仍然吸引, 适合中长线布局, 特别是与房地产、出口和高股息相关的标的。

推荐海尔(6690 HK)、Vesync (2148 HK)、江南布衣(3306 HK)、波司登(3998 HK)、安踏(2020 HK)、特步(1368 HK), 达势(1405 HK)和大家乐(341 HK), 也建议关注九兴(1836 HK, 未评级)、申洲(2313 HK, 未评级)、海信(921 HK, 未评级)和名创优品(9896 HK, 未评级)等。

■ 餐饮行业 (维持中性)

5 月的基数比 4 月低, 所以 5 月同店销售仍然下跌, 但有所收窄, 表现算是符合预期。展望 6 月, 同店销售仍然有机会下跌, 而对于 3 季度的餐饮旺季, 尽管欧洲国家杯和巴黎奥运 (今届时差比较友好) 等盛事可能会为销售带来一点帮助, 但我们的看法仍然偏向保守。我们仍然看好低价的, 或者快餐等品牌。而且, 我们观察到平均单价仍然在下跌, 显示价格持续, 毛利率会有压力, 而且今年外卖业务的占比有所反弹, 对经营利润率也会带来压力。今年行业都在加速整合, 短期来说难以看好, 但在这情况下, 中长期来说, 我们看好仍然能加速开店的品牌。

我们推荐达势(1405 HK), 因为公司较能应对消费降级, 以及大家乐 (341 HK), 因为香港业务企稳和大湾区表现较好。同时, 我们也相对看好海底捞(6862 HK), 但对于百胜中国(9987 HK) 的观点比以前保守。

我们对于茶饮和咖啡的看法更加谨慎, 因为同店下滑仍然严重, 而且相信库迪会继续补贴来打价格战, 未来开店速度也没有放慢, 加上 3 季度会大推果咖系列产品, 行业大混战仍然会持续。

■ 体育用品行业 (维持看好)

4 至 5 月的流水增长面临重大压力, 部份品牌同店销售出现下滑, 但是普遍来说, 电商销售有所加速, 特别是抖音渠道。所以, 整体来说, 只是略为低于预期。安踏和 FILA 增长较快 Nike 和特步则较慢, 再来是李宁和 Adidas, 而滔搏和宝胜都在下跌。

展望 6 月和 3 季度, 在基数较低的情况下, 叠加欧洲国家杯和巴黎奥运等盛事, 以及品牌加大宣传和新产品的推广, 较大机会出现销售增长加速, 而且抖音渠道的增长势头仍在。我们之前较为担心 2 季度零售折扣的基数较高, 但因为库存保持健康, 价格占并不严重。目前观察线下的零售折扣改善仍然明显, 线上折扣的确有点转弱, 但总体来说, 相信还是能够有同比改善。我们将行业 5 月的评级上调至看好, 目前仍然维持看好。

目前较为推荐安踏(2020 HK)和特步(1368 HK)。另外, 虽然有部份品牌因达成率不高可能会在下半年面临指引下调的风险, 但因为今年抖音渠道表现很好, 利润率也偏高, 整体利润下调压力不算太大, 而且市场也有一定预期, 我们并不担心。

■ 旅游 - 酒店行业（维持中性）

4 月和 5 月的 RevPAR 压力较大，同样出现下跌，下跌幅度约为 5% 至 10%。普遍来说，入住率比较平稳，而房价都在下跌，大致符合市场悲观的预期。

展望 6 月和 3 季度，我们的看法仍然保守，因为

1) 今年天气较差和下雨较多，会有所影响，2) 像 5-1 假期前后，需求同比下跌较为严重，3) 海外出游的势头和意欲仍然很强，会继续分流国内旅客，4) 国内经济增长复甦缓慢，商务出差费用有进一步下跌的风险。而且从供应端来说，由于去年行业复甦，所吸引的新签酒店大多会在今年暑假前开业，势必带来更多竞争，RevPAR 仍然有下滑的压力。最后，负经营杠杆，加上酒店员工的成本上涨，都会令利润率出现压力。

华住(1179 HK) 因为开店较快，有望跑赢行业，但对于其他品牌，我们都会较为担心。

■ 家电行业（维持看好）

据排产数据，我们注意到 6 月到 7 月的增长有所放缓，的确会导致库存积压，但因为目前水平不高，还能算是健康。我们认为更重要的是零售端的表现。4 月到 5 月增长比较一般（线下下滑明显，比较惨淡，但线上增长不俗），但从 5 月下旬开始，受惠于品牌/地方政府以旧换新/节能环保补贴政策的推出，销售的确有所推动。

展望 6 月到 7 月，除了补贴的帮助，房地产政策的放松加快房地产销售以及换楼需求，像首套和二套的首期下降，限购令取消等，后续对于家电也有所帮助。另外，补贴政策，品牌也会配合 618 和端午节的节点加强宣传，来催俗销售，所以我们仍然看好。近期金属价钱像铜价上涨，海运费用上升，目前仍然可控，而且传导仍然需要时间，所以目前利润率应该还能维持。价格战是有出现的，但更多是在入门机型，普遍都是一线品牌抢掉二三线品牌的份额，中高档的机型价钱普遍稳定。我们继续看好家电出口，因为补库存的需求仍在，而且汇率也有帮助。而我们对小家电的看法仍然比较保守。

我们比较推荐海尔智家(6690 HK)，看好国内政策帮助，全球化布局带来的效益，以及空调和欧洲的发力，以及跨境电商品牌 Vsync (2148 HK)。

■ 服装行业（维持看好）

对比 1 至 3 月，4 至 5 月的零售流水普遍有所加速，主要是高基数减弱的帮助。线下的同店销售普遍都有正增长。而线上方面，受惠于抖音渠道的强劲增长（传统电商像淘天都有些压力），整体来说普遍都是好于预期。

目前来看，6 月和 3 季度的基数不算高，增长相信可以维持，特别是抖音的表现仍然值得期待。行业库存属于正常水平，零售折扣压力也不大，加上抖音渠道的利润率较好，渠道占比改变，有利利润率提升，整体发展算是健康。

我们比较看好江南布衣(3306 HK)，因为他们注重服务和粉丝的营运模式，令线下门店表现出色，而因为抖音渠道的表现亮眼，线上增长对比去年仍能加速。另外，我们继续看好品类拓展比较成功的波司登(3998 HK)，同时也看好利郎(1234 HK)，而且三者的股息率仍然非常吸引，下跌空间有限。

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

汽车

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

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

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

5 月新能源车零售渗透率或达到 45%: 6 月 1-2 日, 10 家中国车企公布了 5 月新能源车销量, 合计销量同比增长 38%, 环比增长 12%。我们预计 5 月整体新能源车零售销量有望环比增长 10% 至约 76 万台, 略低于我们之前的预测, 主因以旧换新的刺激政策带动使得销量低于预期, 而新能源车的零售市占率或达 45% 的历史新高。我们估计 5 月**特斯拉 (TSLA US)** 在中国的零售销量有望环比增长 70%+ 至约 5.6 万台, 主要得益于 4 月下旬的降价措施。

蔚小理:**理想汽车 (LI US/2015 HK)** 5 月交付量环比增长 36% 至 3.5 万台, 其中 L6 的交付量约为 1.3 万辆, 这也隐含其他车型的销量环比有所下滑。基于 L6 的在手订单情况, 我们预计 6 月 L6 的交付量有望超过 2 万台, 同时 L7/8/9 的销量还需环比增长约 7,000 台, 才能实现 6 月 5 万台的总交付量。**蔚来 (NIO US/9866 HK)** 5 月交付量环比增长 32% 至约 2.1 万台, 创历史新高。根据我们的渠道调研, 蔚来 5 月的新增订单高于其交付量, 主要得益于 5 月底到期的部分购车权益引发的提前购买效应。**小鹏 (XPEV US/9868 HK)** 在 5 月交付量环比增长 8% 至 1 万台, 基于保险数, 我们测算其渠道库存或有所增加。

其他品牌:**比亚迪 (1211 HK/002594 CH)** 5 月乘用车批发销量为 33 万辆, 创历史第二高, 我们测算其渠道库存略有增加。广汽埃安 5 月批发量环比增长 43% 至 4 万台, 我们测算其渠道库存增加约 6,000-7,000 台。**零跑 (9863 HK)** 的 5 月批发销量环比增长 21% 至 1.8 万辆, 接近其于 4Q23 的月均水平。**小米 (1810 HK)** 5 月交付约 8,600 辆, 略低于我们的预期, 6 月交付有望破万。

近期路演反馈: 5 月底我们与一些机构投资者交流了对汽车行业和主要公司的最新观点。投资者整体对下半年汽车的需求缺乏信心, 更加关注几家头部公司的基本面情况, 对业绩确定性的要求更高。即使对于头部车企, 投资者也不愿给出更高的估值倍数。相比于长线基金, 对冲基金对汽车板块的兴趣更强一些, 投资者对新势力的关注高于对传统车企, 对 Tier-1 零部件和经销商的预期也更加理性。

蔚小理:**理想汽车**的询问度最高, 投资者对做多和做空都有所犹豫, 目前投资者对理想今年的业绩表现仍旧在意, 虽然我们从行业内了解到一些其纯电车型的情况, 但明年的可见度仍然较低。**蔚来汽车**因为 5 月 31 日前提供的换电权益以及置换补贴, 4-5 月份的订单和交付有较大的改善, 但投资者仍然担心 6 月后的销量会不会提前透支。第二品牌乐道目前的声量较低, 对 NIO 品牌的销量也会有内部蚕食。投资者对**小鹏汽车**更倾向于短期博弈。

传统车企:**比亚迪**的询问度最高, 不同的基金类型对投资方向也存在分歧。比亚迪过去两年较高的盈利质量给今年的盈利提供了弹性, 但考虑到现在市场的风险偏好, 投资者很难给到 20 倍以上的估值, 因此其股价的上行空间或受到限制。投资者现在更多把**长城汽车 (2333 HK/601633 CH)** 作为出海的主题标的, 对其国内的新车型表现没有太多的预期。对于吉利汽车, 今年 1-4 月吉利上市公司的新能源车零售销量仅次于比亚迪排名第二, 但几乎没有投资者注意到这点, 我们认为值得关注。

零部件和经销商：根据我们的渠道调研，今年的平均年降或在 5 个点甚至更多。虽然我们认为国产零部件替代仍是大趋势，但车企矛盾的心理或使此进程并不能一蹴而就。投资者对经销商的问询热度超过我们预期，但我们仍然认为经销商的拐点还未到来。

■ 投资建议

对于**理想汽车**（LI US/2015 HK），我们认为 L6 订单的可持续性对于今年非常重要，而估值的提升则取决于投资者什么时候愿意将估值倍数转至明年，以及明年的纯电车型可以释放多大的可见度。如果 6 月的交付量可以提升至 5 万台，将给予投资者更多信心。

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 1) “去库存”方面出现积极进展，广州增城区政府计划以项目成本价格收购独立开发商的待售库存转化为安置房，金茂和万科等企业已经报名参与。我们认为该举措非常积极，因为这会与其他城市在去库存的细则（如收购模式和价格）上提供参考从而加快整体去库存任务的完成进度；同时认为去库存计划的目前可能仅利好具有国资背景的独立开发商。此前，市场认为的受益者“地方城投公司”如果想要大规模受益，可能还需要进一步剥离其作为政府融资平台的属性成为独立的主体，以满足地方财政“收支两线”的要求。2) 自 5 月 17 日央行发布降首付、取消全国房贷利率下限等措施以来，多地火速落实楼市新政。根据贝壳研究院的数据，2024 年 5 月的百城首套、二套主流房贷利率分别自上月降 12、26 个基点至 3.45%、3.90%。截至 5 月底，百城中超 80 城明确执行首套 15%、二套 25% 的首付比例要求。只有北京、上海、深圳依然采用首套 20-30% 和二套 30-50% 的较高首付比例。考虑到政策对管理购买情绪的灵活性提高，我们认为，这些城市仍有进一步放松的可能。3) 积极政策基调和活跃的交易情绪对基本面修复起到带动作用，在 517 政策出台后，多个城市的新房和二手房交易量均出现了显著增长。根据我们跟踪的高频数据，截至 6 月 3 日，30 城新房在 517 新政后的日均成交量较 517 前和年内日均分别上升了 20% 和 23%。苏州、杭州和成都新政前后日均成交的增长达到 37-45%。17 城二手房在 517 新政后的日均成交量较 517 前和年内日均分别增长了 21% 和 18%，其中苏州、杭州和南京的新政前后增幅达到 26-46%。我们的一线城市成交套数交易量周度监测显示，在 2024 年第 22 周（5 月 27 日-6 月 2 日），二手房销量出现了明显回暖反弹。上海、北京、广州和深圳周内的二手房销售面积分别超过了其年内周均均值水平的 42%、21%、10% 和 8%。

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

■ 推荐标的

轻资产方面，我们推荐存量服务概念的物管公司如**华润万象生活 (1209 HK, 买入)**、**保利物业 (6049 HK, 买入)**、**万物云 (2602 HK, 买入)**、**滨江服务 (3316 HK, 买入)**、**新希望服务 (3658 HK, 买入)**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, 买入)**；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, 买入)**。开发商方面我们推荐有长期持有价值的**华润置地 (1109 HK)**

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

传媒文娱

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

■ 未来 6 个月看法乐观

随着 5 月 1Q24 业绩期结束及部分利好兑现，港股及中概文娱板块进入良性回调阶段，部分资金获利了结。展望 6 月及 2H24E，我们认为板块驱动逻辑将从估值修复转向基本面改善和盈利上修。考虑视频行业进入内容强劲周期、且社区平台迎来 618 大促，推荐快手 (1024 HK, 买入)，源于季度业绩确定性高、估值吸引、多重催化剂。虽然市场此前已部分反映 OTA 五一假期利好、指引温和，但我们期待后续端午及暑假增量、业绩韧性，推荐同程，看好其强劲内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞 (NFLX US, 买入)、迪士尼 (DIS US, 买入) 和大健云仓 (GCT US, 买入)。

短视频：广告及电商韧性凸显，利润持续上修

快手于 5 月 31 日发布自研大模型产品“可图”，支持文生图和图生图等 20 余种 AI 图像玩法，参数规模达 10 亿级，并通过扩散模型的加噪去噪理论实现画质提升。此外，快手 618 大促首周数据迎来开门红 (5.20-5.25)：平台动销商家数同比增长 32%，动销新商家同比增长 25%；泛货架支付用户数同比增长 59%，订单量增长 67%，体现商家参与度提升和泛货架增势不减。而抖音 618 则围绕“广蓄声量、种收提效、流量加码”经营策略加速全域推进。业绩层面，快手于 5 月 22 日发布 1Q24 业绩，业绩持续超预期，且上调 FY24 全年净利润至 172 亿元人民币（相较于此前 160 亿元的指引）并公布 160 亿港元回购计划，充分体现股东回报和业务信心。指引层面，预计 2Q24E 收入同比增长 9.5%，其中广告和电商收入增长 >20%，且 2Q24E 调整后净利润有望达 44 亿元人民币（超一致预期 13%）。在经历 beta 强势反弹后，我们看好快手后续盈利驱动下的股价上行空间，受益于业绩高确定性、盈利指引上修及广告+电商增长韧性。

长视频：业绩盈利稳健，头部内容分化加剧

根据云合数据，5 月全网剧集集中度较高，《庆余年第二季》、《哈尔滨一九四四》、《新生》正片有效播放排名前三，市占率分别达 8.7%/3.0%/2.4%。至 5 月底，腾讯独播剧《庆余年第二季》口碑收视双爆，实现断层式第一，播放市占率维持 50%+ 高位（过往三年仅《狂飙》市占率超 50%），第二名爱奇艺独播剧《狐妖小红娘》播放市占率约 8%；6 月初开播的《墨雨云间》（优酷独播）目前已跻身前三。短剧《此刻无声》（腾讯）、《风月无边》（腾讯）、《孔雀圣使请动心》（爱奇艺）则位居 5 月全网短剧前三。此外，爱奇艺于 5 月 16 日公布 1Q24 业绩，整体业绩超预期（收入/调整后净利润较一致预期分别超 1%/91%），且 2Q24E 指引非 GAAP OP 达 8 亿元人民币，此次业绩后将减轻市场对全年利润预见性的担忧。虽然 5 月《狐妖小红娘》因内容及档期竞对等因素表现温

和，但我们认为市场已对该时段内容排期竞争格局有所预期（包括后续腾讯独播剧《玫瑰的故事》、《长相思2》）。在利润释放支撑 beta 下，期待爱奇艺潜在精品剧集上线及暑期旺季，包括《看不见影子的少年》、《颜心记》和《小夫妻》等。

海外流媒体：“捆绑套餐”加速上线，广告版会员增量可期

5 月海外流媒体焦点集中在“捆绑套餐”：迪士尼与华纳兄弟探索频道推出了包括 Disney+、Hulu 和 Max 在内的流媒体捆绑套餐，一周后康卡斯特则宣布推出包括 Peacock、奈飞和 Apple TV+ 在内的捆绑套餐。我们认为该趋势体现流媒体平台更为注重低价及选择多样化，且行业格局趋于合作。此外，迪士尼于 5 月 7 日发布 2QFY24 业绩，整体业绩稳健，收入及利润较一致预期超 0%/8%，利润加速释放源于流媒体业务提前实现季度扭亏为盈。管理层将 2024 财年每股收益增长预期从 20% 上调至 25%。业绩后股价出现短期波动，在于公司指引 3QFY24E 流媒体表现较弱、主题公园营业利润同比持平。我们认为 3Q 季度利润增速波动不改长期盈利改善逻辑，预计 4QFY24E 利润将进入上升通道，受益于：1) DTC 重回盈利状态；2) 提价及美国市场复苏下主题公园利润重回增长；3) 内容上线爬坡。奈飞于 5 月中旬公布广告订阅用户月活超 4,000 万，且计划于 2025 年推出自有广告平台，预计将持续受益于 AVOD 推广。

直播：关注新业务拓展，“利润上修+股东回报”凸显长期价值

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

■ 推荐买入快手、奈飞、同程、大健云仓、迪士尼、爱奇艺

1) 快手 (1024 HK)：我们重申看好快手中长期广告及电商增长韧性、利润释放弹性，持续业绩兑现及盈利指引上修将有望推动公司估值中枢回升。快手 1Q24 业绩再次超预期，其中收入同比增长 17%（超一致预期 1%），调整后净利润达 44 亿元人民币（超一致预期 37%）。在经历 beta 强势反弹后，我们看好快手后续盈利驱动下的股价上行空间，源于：1) 经营杠杆效率+海外亏损持续收窄下，上调 FY24 全年净利润至 172 亿元人民币（相较于此前 160 亿元的指引）；2) 季度业绩高确定性，预计 2Q24E 收入同比增长 9.5%，其中广告和电商收入增长 >20%，且 2Q24E 调整后净利润有望达 44 亿元人民币（超一致预期 13%）；3) 160 亿港元新增回购计划，充分体现股东回报和业务信心。我们将 FY24-26E 盈利预测上调 7.3%-7.6%，目标价 97 港元；维持“买入”评级。

2) 奈飞 (NFLX US)：作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。奈飞 1Q24 业绩再次实现全面超预期，且会员净增达 933 万（高于市场预期 600-800 万）。2Q24E 指引稳健，其中收入预计同比增长 16%（符合预期），经营利润同比增长 38%（较预期高 5%）。此外，管理层再次上调 2024 年 OPM 至 25%（vs. 此前 24%），彰显利润加速释放信心。股价在业绩后出现部分回调，源于其 2024 收入指引温和（同比增长 13%-15%）、披露调整（1Q25 后季度会员数及 ARM 不再披露）。我们认为市场在板块回调和过高预期下存在过度反应，长期看好奈飞低价广告版会员增量、付费共享推进以及利润上修空间。此外，奈飞于 5 月中旬公布广告订阅用户月活超 4,000 万，且计划于 2025 年推出自有广告平台，预计将持续受益于 AVOD 推广。评级为买入。

3) 同程 (780 HK) : 我们重申同程作为首选标的之一, 源于其韧性内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。同程 1Q24 业绩强劲, 其中收入同比增长 50% (较一致预期高 3%), 调整后净利润同比增长 11% 至 5.59 亿元 (较一致预期高 4%)。展望 2Q24E, 我们预计收入将实现 49% 同比增长, 受益于多个节假日出行高景气及海外业务加速复苏。2Q24E 核心 OTA 业务预计同比增长 23.5%, 其中住宿/交通/其他收入分别同比增长 12%/17%/92%。预计海外业务 2Q24E 收入占比达 3%-4%。五一假期过后因部分利好兑现, 同程股价出现短期波动, 我们认为其良性回调提供潜在买点, 看好中长期出行韧性需求、海外业务扩张、并购协同及利润释放。DCF 目标价为 26.1 港元 (对应 21x FY24E P/E)。维持“买入”评级。

4) 大健云仓 (GCT US) : 大健云仓 1Q24 业绩稳健, 收入和指引增速表现亮眼。1Q24 收入同比增长 96% (超出一致预期 3%), 净利润达 2,700 万美元, 较一致预期高 7%。1Q24 净利润率同比下滑 1.7ppts, 源于新开仓库费用摊薄及欧元贬值影响。我们预计 2H24E 净利润率有望改善, 受益于海运费长协效应、仓库利用率提升及 Noble House 提效。此外, 我们看好 2Q24E 及 2H24E 收入增长潜力 (预计 2Q24E 收入同比增长 77%), 短期户外家居旺季及履约网络扩张助于卖家拓张及 GMV 增长, 中长期将受益于 BaaS 项目推进。基于 SOTP 的目标价维持在 46 美元。维持“买入”评级。

5) 迪士尼 (DIS US): 凭借庞大内容生态、经典 IP、多元产品矩阵, 我们认为迪士尼将持续受益于流媒体和体育赛道风口, 且降本增效下利润释放可期。公司 2QFY24 业绩稳健, 收入同比增长 1.2% (符合预期), 利润同比增长 30% (超一致预期 8%)。利润加速释放源于流媒体业务提前实现季度扭亏为盈。此外, 管理层将 2024 财年每股收益增长预期从 20% 上调至 25%。业绩后股价出现短期波动, 在于公司指引 3QFY24E 流媒体表现较弱 (受印度业务影响)、主题公园营业利润同比持平 (受新邮轮支出影响, 低于我们预期的 10% 增长)。我们认为 3Q 季度利润增速波动不改长期盈利改善逻辑, 预计 4QFY24E 利润将进入上升通道, 受益于: 1) DTC 重回盈利状态; 2) 提价及美国市场复苏下主题公园利润重回增长; 3) 内容上线爬坡。目标价维持在 142 美元。维持“买入”评级。

6) 爱奇艺 (IQ US) : 爱奇艺 1Q24 业绩超预期, 其中收入同比下降 5% (较一致预期高 1%), 调整后净利润为 8.44 亿元人民币 (较一致预期高 91%)。非 GAAP OPM 提升至 14%, 高于我们的预期 3ppts, 源于降本增效、内容成本下降及 AIGC 提效。展望 2Q24E, 我们预计收入同比下降 1%, 其中会员收入同比下降 5%, 广告收入同比增长 7%。内容层面, 我们期待 2Q24 及暑期档精品剧集陆续上线, 包括《看不见影子的少年》等。我们预计 2Q24E 非 GAAP OP 达 8 亿元人民币, 对全年 OP 50 亿元人民币的目标保持乐观。我们认为市场已逐步认可 ARM 提升驱动利润增长逻辑, 期待后续内容供给上行带动会员边际改善, 并进一步释放估值弹性。维持买入评级, 目标价 8.6 美元。

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

保险

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

■ 中性乐观。看好保险股在资产端预期修复下的反弹行情，弹性标的推荐中国太保-H

我们认为市场对投资端收益预期的边际改善是二季度市场对港股保险板块配置逻辑转变的关键。从此轮个股反弹的趋势看，我们认为个股标的的选择逻辑可大致分为四类：1) 产业链利好政策对平安、新华（1336 HK，未评级）股价的弹性更大；2) 权益上行对太平、新华（1336 HK，未评级）的敏感度最高；3) 资产负债久期匹配和新会计准则下财务稳健性方面，太保表现最优；4) 高股息及估值兑现业绩增长的角度，人保集团受到关注。年初至今，板块个股涨幅略有差异，太保/太平上涨最多达 37%/29%，国寿/平安/人保涨幅超 10%（截至 6 月 4 日）。市场普遍关注此轮政策催化下的弹性修复行情是否可持续，我们认为 8 月底上市险企中期业绩的披露或为板块股价的阶段观点，目前至 7 月底市场对三中全会增量政策的预期有望支撑板块此轮弹性上修行情延续。

负债端层面，去年二季度新业务价值增长的高基数使今年同期 NBV 增长承压。从 4 月保费数据来看，国寿/太保 4 月单月保费增速重回双位数至 11.6%/12.3%；负债端的成本压降有望成为二季度险企业绩分化的重要考量。整体来看，我们认为险企二季度新业务价值增速有望优于预期，主要得益于：1) 国内居民储蓄需求续强，商行 5 年期定存收益率低于 2%，传统险 3.0% 的刚兑收益相较于投资竞品仍具备配置吸引力；2) 银保报行合一的影响逐步出清，费用率压降带动渠道新业务价值率提升的趋势延续；3) 近期监管对头部寿险公司窗口指导，有望降低传统险预定利率至 2.5%，将利好险企负债端成本进一步下行，缓解市场对行业利差损的隐忧。我们预计上半年行业新业务价值增速有望在新业务价值率的带动下实现中低单位数增长。

财务方面，在新会计准则下我们认为二季度上市险企的投资服务业绩有望随权益市场的回暖实现同比正增长，带动归母净利润回升。围绕资产端修复的逻辑，市场关注险企在 FVOCI 权益资产中对高股息股票的配置比例，并对资产负债久期缺口及其所带来的利率风险敞口和再投资风险更加重视。据我们渠道调研的情况看，目前上市险企的资产负债久期缺口大致在 4.4-6.5 年，其中中国人寿的久期管理在业内相对领先。保险服务业绩方面，合同服务边际释放仍是各家增长变量的决定因素，但从降本增效的角度看，正营运经验偏差（实际营运费用优于精算假设值）将助力险企营运利润的边际改善。目前板块估值交易于 0.1-0.5 倍 P/EV 和 0.3-0.9 倍 P/BV，板块估值中枢上修的空间充裕。维持板块“优于大市”的评级。个股层面，我们推荐“攻守兼备”策略，资产端弹性逻辑推荐中国太保（2601 HK，买入，目标价：24.8 港元）；防御属性推荐中国财险（2328 HK，买入，目标价：11.9 港元）。

风险提示：长期利率超预期下行；权益市场大幅回调；5-7 月保费增长大幅不及预期；汽车销量大幅回落及财险政策性业务监管趋严或承保节奏延续后置。

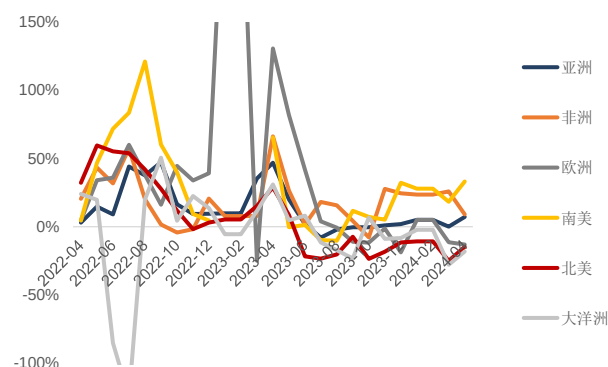
资本品

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

■ 工程机械：对新兴地区出口增长持续；国内政策拉动叠加需求边际改善

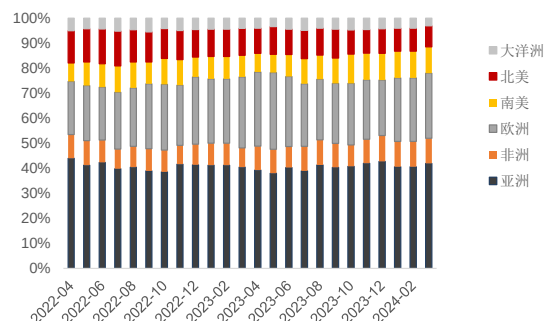
中国工程机械 4 月份出口金额 45.7 亿美元, 同比持平 (三月份同比下跌 3%)。地区的差异化仍然明显, 对南美、非洲和亚洲的出口分别同比上升 33%、9% 和 8%, 对北美和欧洲分别下跌 15% 和 13%。我们相信重点布局一带一路和新兴地区的中国制造商将会继续处于有利位置。

图 8：中国工程机械月度出口金额同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9：中国工程机械月度出口金额分布



资料来源: Wind, 招銀國際環球市場

分产品方面, 中国工程机械工业协会的数据显示 4 月份国内的挖机销售同比上升 13%, 连续两个月同比转正。另外, 初步数据显示 5 月份国内挖机销售将保持同比上升态势, 主要由小型挖掘机拉动。但挖机的出口连续 11 个月出现同比下跌, 我们预期海外挖机在高基数下仍然面临压力。

叉车 4 月份继续在内销和出口均保持增长。其他机械普遍国内疲弱, 出口大致理想, 当中高空作业平台 4 月份出口增长 22%。

设备更新方面, 我们预期未来将有更多的政策执行细节出台, 我们预计国内需求有机会迎来边际改善。

图 10：中国工程机械四月份销售量分布

	销量(台)			同比变动		
	合共	中国	出口	合共	中国	出口
挖掘机	18,822	10,782	8,040	0%	13%	-13%
轮式装载机	9,776	5,309	4,470	1%	1%	1%
汽车起重机	2,157	1,294	863	-21%	-35%	17%
履带起重机	272	106	166	-22%	-37%	-9%
塔式起重机	832	687	145	-60%	-64%	-18%
叉车	123,876	85,072	38,804	24%	30%	12%
高空作业平台	21,336	12,600	8,736	-4%	-17%	22%

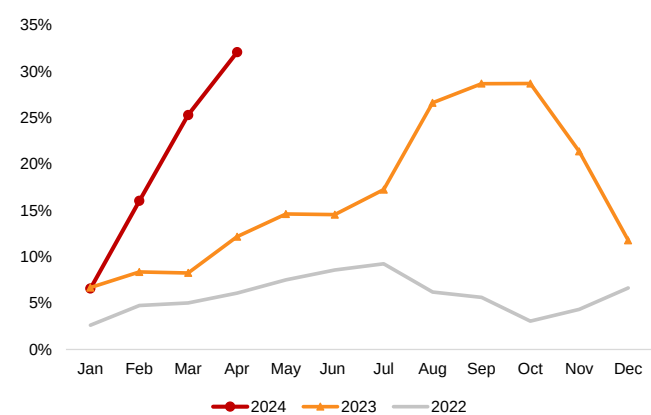
资料来源: 中国工程机械工业协会, 招银国际环球市场

■ **重卡: 总体销售有所转弱; 但天然气重卡占比持续提升**

根据第一商用车的初步数据, 5 月份重卡行业销量 (内销+出口) 同比下降 3%至 7.5 万台, 而今年首 5 月重卡销售同比上升 7%, 进度上略低于我们的预期。

天然气重卡方面, 今年以来销售占比一直在上升 (4 月份 32%), 天然气/柴油价格差目前仍维持在 0.6 倍。由于价差仍然较大, 我们相信将继续带动未来几个月天然气重卡的销量增长。

图 11：中国天然气重卡销售量占比



资料来源: 第一商用车, Wind, 招银国际环球市场

■ **投资建议**

我们看好**中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入)**令人刮目相看的全球扩张战略以及在重点产品的市场份额提升 (相关报告: A: [链接](#); H: [链接](#))。此外, 我们仍然看好**潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH, 买入)** 天然气重卡发动机带动市场份额的增长, 以及大缸径发动机的结构性增长潜力 (相关报告: A: [链接](#); H: [链接](#))。看好**浙江鼎力 (603338 CH, 买入)** 高空作业平台新产品在美国市场的持续突破 (相关报告: [链接](#))。

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作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风险。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。