

每日投资策略

宏观经济及公司点评

宏观经济

■ 中国经济- 增长进一步放缓

7 月中国经济复苏遇阻，房地产持续收缩，家庭消费仍然疲软，私营企业资本支出不振。新房销售跌幅开始收窄，但依然较大。由于库存高企和供给过剩，房价继续下跌。零售额增速小幅回升，但依然疲软。工业增加值小幅回落，但仍超过零售增速。

由于内需疲软和外部环境更加不利，经济增长仍面临下行风险。中国应加大对消费的政策支持力度，避免落入通缩陷阱。但决策者仍将供给侧高质量发展作为首要任务，消费刺激政策非常有限。为应对经济疲弱和通缩压力，央行可能在今年剩余时间进一步下调 LPR 和存款利率 10-20 个基点，下调存款准备金率 25 个基点。随着美联储可能从 9 月启动降息周期，美元可能走弱，中国央行明年可能迎来更大政策空间。 ([链接](#))

■ 美国经济- 通胀延续放缓

美国 7 月 CPI 与核心 CPI 增速符合预期，显示通胀延续放缓。以同比增速衡量，商品通胀持续为负，房租通胀和其他服务通胀放缓，但仍分别达到 4.9% 和 4.6%，因房租和工资合同调价存在滞后期。展望未来，CPI 与核心 CPI 增速可能延续温和放缓，驱动因素包括房租通胀补跌、工资增速下降和大宗商品价格回调。

随着通胀延续下降和就业市场降温，美联储降息时机不断临近。9 月降息已无悬念，分歧在于降息幅度是 25 个基点还是 50 个基点。由于房租环比涨幅反弹，市场预期 9 月降息 25 个基点概率从 47% 升至 62.5%，降息 50 个基点概率从 53% 降至 37.5%。美联储的注意力已从抗通胀转向双目标平衡，对就业市场更加关注。目前美国经济放缓仍属温和，通胀下降但仍高于 2% 目标。我们预计美联储将在 9 月和 12 月两次降息合计 50 个基点，明年进一步降息 4 次共 100 个基点。 ([链接](#))

公司点评

■ 阿里巴巴 (BABA US; 买入; 目标价: 126.9 美元) -在保持市场份额稳定的同时, 推动变现能力提升

阿里巴巴公布了 1QFY25 (年结于 3 月) 的业绩: 总收入为 2,432 亿元人民币, 同比增长 3.9%, 低于彭博一致预期的 2.6%, 原因是某些直销业务的减少以及客户管理收入 (CMR) 增长低于预期, 而本季度调整后的 EBITA/非美国通用会计准则净利润分别为 450 亿元/403 亿元人民币, 均比预期高出 6%, 这得益于几乎所有主要业务部门的运营效率提升超出预期。我们认为, 这些业绩展示了阿里巴巴在推动业务部门运营效率提升方面的能力, 管理层已经明确了未来几个季度推动淘天集团盈利能力提升的清晰路径。我们认为, 云智能集团和国际数字商务集团等关键战略增长领域将支持阿里巴巴的长期收

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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,109	-0.02	0.36
恒生国企	6,035	0.17	4.62
恒生科技	3,384	-0.33	-10.09
上证综指	2,877	0.94	-3.28
深证综指	1,554	0.82	-15.47
深圳创业板	1,593	0.53	-15.79
美国道琼斯	40,563	1.39	7.62
美国标普 500	5,543	1.61	16.21
美国纳斯达克	17,595	2.34	17.21
德国 DAX	18,183	1.66	8.55
法国 CAC	7,423	1.23	-1.59
英国富时 100	8,347	0.80	7.94
日本日经 225	36,727	0.78	9.75
澳洲 ASX 200	7,866	0.19	3.62
台湾加权	21,895	-0.60	22.11

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	29,833	0.48	0.03
恒生工商业	9,392	-0.31	1.71
恒生地产	14,798	-0.08	-19.26
恒生公用事业	37,505	-0.03	14.09

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)	54.12
深港通 (南下)	27.71

资料来源: 彭博

入和盈利增长，而潜在的在香港双重主要上市和纳入港股通或有望推动估值重估。我们将基于 SOTP 的目标价上调 1.5%，达到 126.9 美元，这是由于 CMR 业务潜在更好的变现前景。维持买入评级。（[链接](#)）

■ **京东 (JD US; 买入; 目标价: 51.9 美元) - 对于投资有较严格的 ROI 要求驱动好于预期的 2Q 利润增长**

京东公布了好于预期的 2Q24 业绩：收入为 2,914 亿元人民币，同比增长 1%，符合招银国际预期和彭博一致预期；非 GAAP 净利润为 145 亿元人民币，超出招银国际预期/市场一致预期的 99 亿元/96 亿元，这得益于规模效应带来的毛利率扩张超出预期，以及其他营收项好于预期。我们对京东 2024 年下半年的盈利增长轨迹持积极态度，得益于严格的 ROI 目标下谨慎的投资，及规模经济效应带来的增益。然而，除了全国家电以旧换新活动带来的额外好处外，考虑到当前公司的股票回购计划额度已接近用完，京东需要向市场证明其在核心带品类中保持市场份额的能力，以在当前市场环境中推动进一步的估值重估。基于折现现金流 (DCF) 的目标价保持在 51.9 美元不变。维持买入评级。（[链接](#)）

■ **歌尔股份 (002241 CH; 买入; 目标价: 25.9 元人民币) - 毛利率表现显著改善，下半年有望受益于 “AI+XR” 行业趋势**

歌尔股份公布了符合预期的 1H24 业绩，我们上调了公司的目标价。公司上半年收入同比下降 11%，归母净利润同比上升 190%，归母净利润增长幅度在先前公司盈喜公告区间同比增长 180%-200% 的中值。收入表现方面，精密零组件和声学整机业务收入的增长，被智能硬件收入的下滑所抵消，主要由于公司核心智能硬件客户产品，包括索尼游戏机/VR、Meta Quest 3 等产品均处在产品周期末期，对于产品单价和销售造成一定压力。净利润表现的大幅提升，主要由于公司营运提效，以及各个业务线毛利率水平的显著提升。二季度公司综合毛利率达到 13.6%，同比增加 5.9 个百分点，环比增加 4.4 个百分点。展望 2024 年下半年及明年，除去公司在声学整机业务方面的逐步恢复，带动相关收入和利润率回升，我们认为公司将受益于主要下游客户包括 Meta 和索尼的新品发布，以及 “AI+AR” 的行业热潮，能够带动智能硬件部门的收入和利润率进一步回升。总的来说，我们预计公司 FY24/25E 净利润将同比增长 164% 和 23%。

由于公司在今年上半年盈利表现的反转和毛利率的显著修复，以及后续即将受益于游戏机、ARVR 新品发售带来的收入增长和盈利修复可持续性，我们上调公司 FY24/25E EPS 预测值 19-38%。新目标价 25.9 元人民币是基于 25 倍的 FY25E 市盈率倍数，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **贝克微 (2149 HK; 买入; 目标价: 49.8 港元) - 1H24 业绩强劲，未来前景乐观**

贝克微公布了强劲的 1H24 业绩。收入同比增长 42.1% 至 2.91 亿元人民币，主要得益于 1) 推出新的工业级产品（截至 1H24，公司 SKU 达到 500+，2023 年底为 400+）、2) 加强与主要客户的合作（新能源板块贡献了 1H24 总收入的 30%）和 3) 扩大分销网络（与多家新经销商合作），从而降低对单一客户的依赖度。净利润同比增长 46.3% 至 6,700 万元人民币。1H24 收入/净利润占我们全年预测的 45%/46%（相比 1H23 的 44%/42%）。由于库存

准备金的增加，1H24 毛利率下降至 51.3%，而 1H23/2023 全年为 55.2%/55.4%。剔除这一影响，毛利率则相对稳定。1H24 净利率为 23.1%，相比 1H23/2023 的 22.4%/23.5%。

尽管 1H24 毛利率（51.3%）低于我们全年预测的 53.8%，但这主要是由于会计调整的影响（库存准备金增加）。我们仍然相信公司能够在 2024-26 年保持 53-55% 的毛利率水平。维持对贝克微的买入评级，目标价为 49.8 港元，对应 19 倍 2024 年市盈率，对公司 2024 和 2025 年收入增速在 40.2%/37.8% 的预测保持不变。（[链接](#)）

■ **新秀丽（1910 HK；买入；目标价：28.0 港元）- 2Q24 业绩受需求疲软拖累，指引下调**

公司 1H24 收入同比增长 2.8%（按不变汇率计算），1Q24 和 2Q24 分别同比增长 4.1% 和 1.5%，低于市场预期。2Q24 业绩疲软主要归因于：1) 北美市场销售额同比下降 1.2%，鉴于零售业放缓及去年强劲的批发和 TUMI 销售带来的高基数效应；2) 亚洲市场销售额同比下降 3.0%，鉴于中国市场消费需求显著减弱及印度市场竞争加剧。

公司实现了创纪录的半年度毛利率为 60.2%（对比 1H23/2H23 的 58.8%/59.8%），主要得益于渠道和产品组合优化：1) DTC 渠道对净销售额的贡献在 1H24 上升至 38.1%（从 1H23 的 37.7%），受益于 e-commerce 渠道的增长（占净收入的 10%）和新开店 82 家；2) 较高毛利率的非旅行产品对净销售额的贡献增加至 34.4%（1H23 为 33.9%）。公司报告的 EBITDA 利润率为 18.9%，净利率为 9.8%，分别提高了 10 和 20 个基点，这得益于显著的毛利率提升和严格的销售、SG&A 费用管理。我们预计这些趋势将在 2H24 持续，支持毛利率进一步改善。

公司将 2024 年全年净销售额增长指引从高个位数下调至低个位数，以反映消费需求的不确定性。因此，我们将 2024 年的收入预测下调 10% 至 36.83 亿美元（同比持平），反映了我们对 2024 年下半年需求复苏持更为悲观的看法，尤其在亚洲市场。

维持买入评级，最新目标价为 28.0 港元，基于 DCF 模型得出（WACC 8.28%，terminal growth 2.0%），反映 16 倍 2024E P/E。催化剂包括股份回购和在美国的双重上市进展。风险：消费者情绪和旅游需求弱于预期。（[链接](#)）

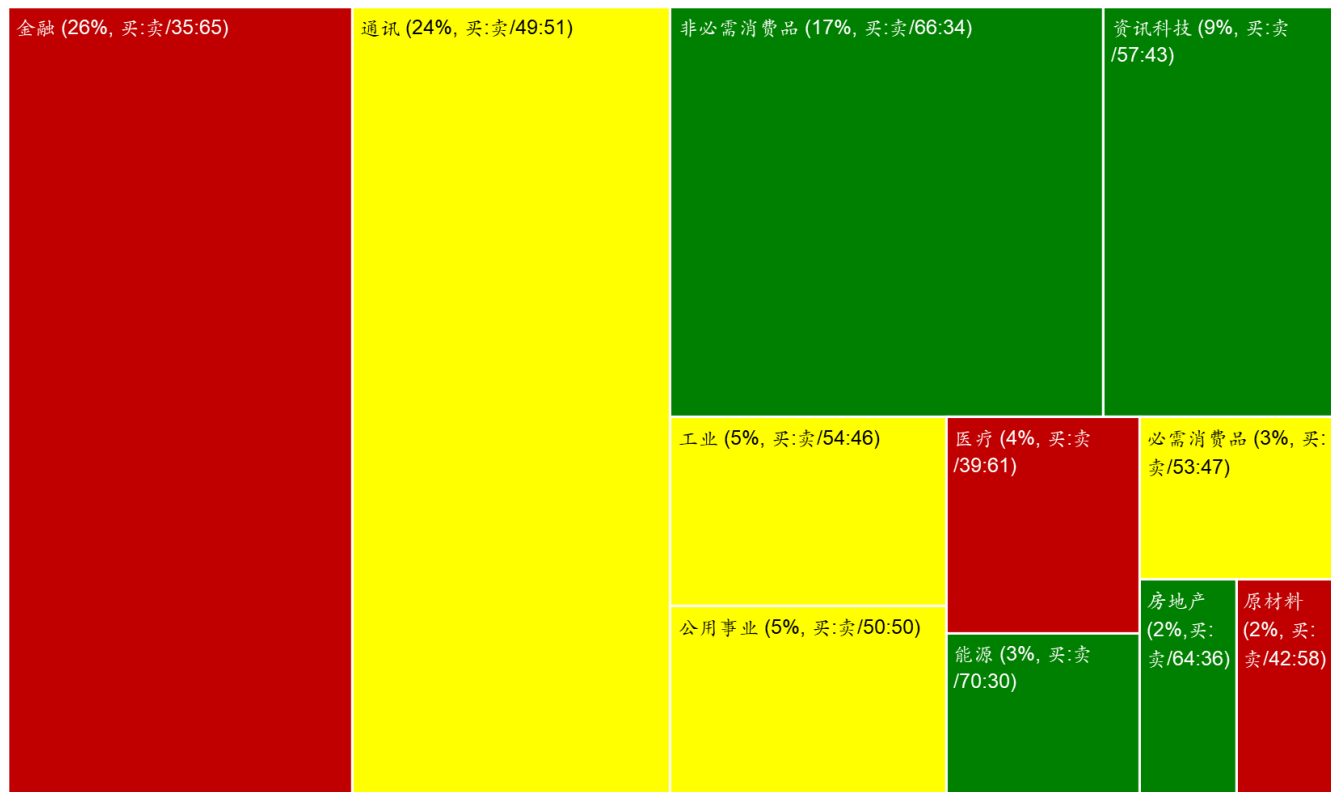
招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	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
长金											
理想汽车	LI US	汽车	买入	19.20	26.00	35%	3.0	1.8	2.6	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.70	14.00	82%	11.0	10.1	0.8	8.4	4.2%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.25	7.50	76%	8.0	7.1	0.6	7.6	7.9%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.72	75.00	54%	11.7	10.2	2.3	21.6	2.1%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.87	5.98	55%	11.7	9.9	2.5	26.3	7.5%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	12.88	19.77	53%	7.8	6.9	2.6	39.4	12.7%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.86	6.79	76%	48.3	40.6	10.0	21.7	0.9%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1426.89	2219.00	56%	19.7	17.5	7.3	37.7	3.3%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	190.89	269.73	41%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	252.96	383.49	52%	22.3	18.8	7.0	40.0	2.6%
中国太保	2601 HK	保险	买入	18.90	24.80	31%	5.7	5.4	0.6	12.4	6.2%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.18	11.90	17%	7.7	7.1	0.8	12.0	5.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	368.40	480.00	30%	16.6	15.4	3.3	19.3	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	79.54	124.90	57%	1.3	1.1	1.3	10.7	1.1%
拼多多	PDD US	互联网	买入	145.08	192.70	33%	1.7	1.2	4.6	45.0	0.0%
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	177.59	207.00	17%	N/A	N/A	48.6	21.4	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.60	45.10	100%	4.5	N/A	0.5	13.8	7.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.21	4.24	92%	85.0	52.6	5.6	7.3	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.22	24.29	41%	19.6	17.0	2.2	9.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.45	45.28	54%	13.1	9.6	1.8	21.1	2.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	115.10	150.76	31%	22.9	15.4	6.5	23.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	313.96	405.00	29%	30.2	21.4	5.6	21.0	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	5.56	15.50	179%	N/A	77.2	2.1	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 8 月 15 日）

招銀國際環球市場上日股票交易方块 – 15/8/2024

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



- 注:
- 1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
 - 2. 绿色代表当日买入股票金额≥总买卖金额的 55%
 - 3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例>45%且<55%
 - 4. 红色代表当日买入股票金额≤总买卖金额的 45%

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。

招銀國際環球市場或其關聯機構曾在過去12個月內與本文內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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定。

本报告包含的任何信息由招銀國際環球市場编写，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定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。招銀國際環球市場可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。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責任。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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。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。