

每日投资策略

行业及个股点评

行业点评

中国互联网行业 - 世界人工智能大会：大模型生态持续完善

我们参加了2023年世界人工智能大会（7月6日至8日），核心产业趋势梳理如下：1) 具有算法、算力和数据综合优势的企业将模型生产的复杂过程封装起来，通过低门槛、高效率的生产平台，为千行百业提供大模型服务的MaaS（Model-as-a-Service）模式，或为未来大模型商业化方向之一；2) 在深耕算力、持续提升通用大模型能力的基础上，将细分行业专有知识、经验与大模型的能力结合，为客户提供细分行业专业精准的行业解决方案，或成为未来大模型商业化探索的方向之一；3) 当前我国企业在发展人工智能时，算力在可获取性和成本方面仍面临挑战，行业需持续通过架构创新、发展生态、灵活共建等方式提升计算效率和性能以应对挑战。（[链接](#)）

中国汽车行业 - 终端折扣连续8个月扩大，何时见顶？

长城、吉利、比亚迪：长城6月终端折扣环比扩大，达到2021年1月以来的最高水平。由于枭龙上市之后就出现折扣，我们预计长城可能对将要上市的几个PHEV车型采取更加激进的定价策略。吉利6月终端折扣环比扩大至27个月以来的最高。今年上半年长城和吉利的折扣变动节奏非常相似，都是从1月的5.5%扩大到6月的超过9%。比亚迪6月终端折扣环比收窄，仍然维持在主要车企中最低的折扣水平，主要因为陆续上市的冠军版车型的官方指导价已经相比原有版本有所降低。我们认为7月3日上市的腾势N7定价偏贵。

广汽、宝马、奔驰：传祺的6月折扣环比扩大，而埃安的折扣环比有所收窄，主要因为Aion Y定价更低的改款车型逐渐上量。6月广汽丰田和广汽本田的折扣环比扩大。6月华晨宝马的折扣环比扩大，非常接近2019年上半年的历史高点。据我们的渠道调研，宝马3季度的单车返利相比2季度提高约1,000元，从宝马最终在2Q23提供大额的额外返利来看，宝马可能仍然需要在3季度继续提供额外返利。北京奔驰的终端折扣6月环比扩大至约17%，为历史最高，符合我们此前的预期。

如我们此前所料，大部分车企6月的终端折扣环比扩大，主要是因为上半年的销量目标冲量以及去库存。我们维持此前的观点，虽然高折扣可能仍会持续一段时间，但整体折扣可能在6-7月份达到顶峰。（[链接](#)）

个股速评

阿里巴巴（BABA US，买入，目标价：156.6美元） - 基本面持续复苏

受益于可选的复苏和较低的基数，阿里巴巴的核心中国市场平台GMV增长处于稳定复苏的轨道，1QFY24表现或有望好于市场预期。此外，阿里巴巴提升商家ROI和消费者体验的战略举措也有望持续展现效果。但对于云业务而言，考虑到企业端需求复苏或需时间，业务板块的营收同比增速或缓和复苏。各业务线持续追求有效率的增长或推动1QFY24调整后EBITA好于市场预期。我们对阿里巴巴1QFY24的收入/调整后EBITA预期较彭博市场一致预期高2/5%。维持SOTP目标价156.6美元和买入评级。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	18,366	-0.90	-7.16
恒生国企	6,199	-1.11	-7.55
恒生科技	3,901	-1.21	-5.51
上证综指	3,197	-0.28	3.47
深证综指	2,030	-0.67	2.77
深圳创业板	2,169	-1.05	-7.57
美国道琼斯	33,735	-0.55	1.77
美国标普 500	4,399	-0.29	14.57
美国纳斯达克	13,661	-0.13	30.52
德国 DAX	15,603	0.48	12.06
法国 CAC	7,112	0.42	9.86
英国富时 100	7,257	-0.32	-2.61
日本日经 225	32,388	-1.17	24.12
澳洲 ASX 200	7,042	-1.69	0.05
台湾加权	16,664	-0.58	17.87

资料来源：彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	31,120	-1.09	-4.09
恒生工商业	10,094	-0.59	-7.52
恒生地产	21,101	-1.80	-18.97
恒生公用事业	33,781	-2.53	-8.28

资料来源：彭博

沪港通及深港通上市资金流向

亿元人民币	净买入（卖出）
沪港通（南下）	-9.24
深港通（南下）	-13.49
沪港通（北上）	-7.86
深港通（北上）	-11.95

资料来源：彭博

■ **中国中免 (601888 CH, 买入, 目标价: 232元人民币) - 全年收益预期逐渐清晰**

中免周五收市后披露了业绩快报。1H营收和净利润分别达到359亿/39亿元人民币, 同比增29.7%/降1.9%, 毛利率比上期改善7.8%; 2Q 营收和净利润分别达到151亿/16亿元, 同比增长38.8%/14.3%, 毛利率环比提升3.7%。参考海南省公布的1H23离岛免税销售为324亿元, 我们估算海南对于公司2Q的收入贡献为90-100亿元人民币, 略低于我们此前的预期。1H整体净利润也略低于预期, 有可能基于: 1) 毛利率虽环比增长, 但同比下跌; 2) 人民币贬值导致采购成本上行; 3) 1Q有精品类备货不足的情况; 4) 机场DFS收入占比增加而拉低整体盈利水平。

市场对全年净利润的预期已下调至70-80亿元。但在缺乏利好基本因素的前提下, 我们认为短期内任何反弹将由估值拉动。 ([链接](#))

■ **华润啤酒 (291 HK, 买入, 目标价: 76.9港元) - 1H23啤酒量价齐升, 业绩稳固增长**

公司预计实现1H23啤酒销量中单位数增长, 其中1Q增速略高于2Q。按产品级别来看, 次高端及以上产品销量可实现20%增速: 喜力品牌增速达30%+, SuperX及其他增速达双位数。按销售渠道来看, 餐饮端需求已完全恢复至2019年水平, 夜场端也已基本恢复。叠加产品平均售价的中单位数增长, 我们认为1H23公司有望实现营收低双位数增长。

对于最近关于福建地区喜力高库存水平的市场传闻, 公司澄清, 并未刻意压渠道库存。考虑到该品牌30%的实际销量增长, 分销商对于该品牌3个月库存水平的说法不足为信。此外, 浙江和福建一直是喜力品牌最畅销的两个地区。

除销售层面量价齐升带来公司毛利率的改善, 公司有望在生产层面进一步实现原材料成本节约。与管理层年初指引一致, 铝材等包材的降价受益已在1H23中得以呈现。澳大利亚进口大麦关税取消所带来的受益也将在明年进一步凸显。总体来看, 我们预计公司2023年原材料成本增幅缩小至4-5亿元, 维持前预期。

白酒板块方面, 公司对金沙品牌的重组已基本完成, 即将推出的新品将定位中端酒及光瓶酒。为避免价格倒挂, 公司针对金沙做了经销商滞销库存回购。考虑目前金沙调整期及白酒行业整体情况, 管理层并不期待品牌对集团产生重大利润贡献, 但预计将为2023年贡献超30亿元的整体收入。

我们尚未计入金沙对公司的财务影响, 重申买入评级, 目标价76.9港元, 对应27X EV/EBITDA (自2018年以来的长期平均值)。 ([链接](#))

■ **云音乐 (9899 HK, 买入, 目标价: 103.5港元) - 盈利能力持续提升**

云音乐将重点从收入增长转向可持续盈利增长。我们预测1H23总收入同比下降9%至39亿元人民币, 主因公司减少直播在应用内的曝光, 并且降低直播收入分成比例, 以推动社交娱乐业务高质量增长。尽管收入下滑, 但我们预计云音乐将在1H23扭亏为盈, 1H23调整后净利润4,200万元 (1H22: 调整后净亏损2.17亿元), 主因毛利率提升 (同比提升10个百分点)。由于社交娱乐业务调整, 我们下调了FY23-25E总收入预测。但考虑整体利润率提升, 我们将FY23-25调整后净利润预测上调了3-8%。我们基于DCF的目标价为103.5港元 (前值: 110.0港元), 对应2.6/2.3x FY23/24 PS。维持买入评级。 ([链接](#))

■ **永达汽车 (3669 HK, 买入, 目标价: 6.5港元) - 1H23业绩前瞻: 新车毛利率或已触底**

我们预计永达上半年新车销量同比增长16%至约8.9万台, 受价格战影响, 新车平均售价可能同比下滑11%。综合考虑折扣扩大和宝马返利的影响, 我们测算上半年新车毛利率将环比下滑0.5个百分点至1.1%。我们预计上半年售后收入同比增长13%至约50亿元人民币, 毛利率保持稳定。受益于成本控制, 我们预计销管费用率有望同比收窄0.5个百分点至7.9%。综上, 我们预计永达上半年净利润将同比下滑34%至约4.45亿元人民币。

考虑到主要的豪华品牌厂商上半年给了较多返利, 我们估计上半年的新车毛利率已经触底。我们测算今年全年的新车毛利率为1.2%, 为历史最低。我们下调今年的净利润预测41%至12亿元人民币。

我们预计明后年新车毛利率将有小幅改善。未来几年, 随着新车增长放缓, 售后业务的收入占比有望提升, 将带动综合毛利率进一步改善。随着门店扩张放缓, 我们估计明后年的费用率将继续收窄。我们预测永达24-25年净利润有望同比增长41%/22%至17亿/21亿元人民币。维持买入评级, 目标价6.5港元, 基于7x FY24E P/E。 ([链接](#))

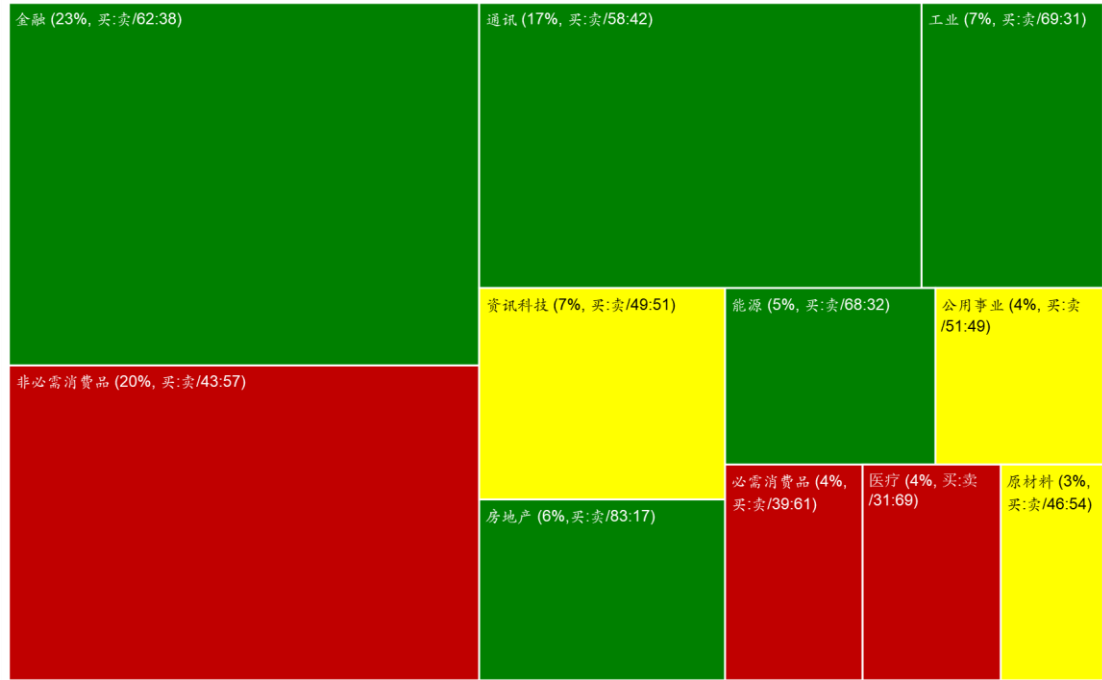
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	2023E
长企												
理想汽车	LI US	汽车	买入	35.89	44.00	23%	N/A	N/A	7.2	10.4	0.0%	
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.19	12.00	31%	47.1	15.7	1.1	2.4	0.9%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	3.74	6.35	70%	8.0	6.8	0.5	6.7	5.2%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	10.12	16.20	60%	12.1	9.1	2.6	22.1	2.1%	
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	24.75	39.00	58%	8.4	6.8	1.0	12.3	0.0%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	430.80	595.15	38%	25.6	148.4	18.6	12.0	0.1%	
美的	000333 CH	可选消费	买入	57.75	66.68	15%	11.2	10.3	N/A	21.8	4.2%	
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	47.70	77.40	62%	29.4	24.5	N/A	18.5	1.4%	
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	68.20	92.90	36%	19.7	17.0	N/A	16.0	0.0%	
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	52.00	72.10	39%	0.6	4.2	N/A	16.0	0.0%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1690.03	2440.00	44%	28.5	24.5	9.1	31.9	1.8%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	30.25	50.34	66%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	7.04	12.31	75%	27.1	19.7	N/A	11.1	0.0%	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	76.55	118.00	54%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
腾讯	700 HK	互联网	买入	326.60	455.00	39%	20.5	17.6	N/A	16.9	0.6%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	70.00	109.00	56%	N/A	N/A	N/A	23.4	0.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	96.45	123.00	28%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	90.55	156.60	73%	10.5	N/A	1.4	10.4	0.0%	
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	52.50	97.00	85%	60.6	25.5	N/A	N/A	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	31.70	45.10	42%	7.0	6.0	0.8	13.3	5.7%	
京东方精电	710 HK	科技	买入	11.94	23.70	98%	12.7	9.0	1.9	16.6	2.6%	
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	48.55	88.60	82%	13.7	10.3	N/A	10.6	0.7%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	10.50	23.28	122%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 7 月 7 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 7/7/2023

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 $\geq$ 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 $\leq$ 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 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

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责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

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

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。