

每日投资策略

宏观、行业及个股点评

宏观点评

■ 中国经济：低基数推动 11 月经济增速回升

由于基数效应，11 月经济活动同比增速回升。由于房地产市场延续下滑，通缩压力加剧，私人部门信心低迷，经济增长动能疲弱。未来政策力度将进一步加大。9 月以来，政府债券融资和财政支出增速回升，显示财政政策在提力增效，预计 2024 年广义赤字将有所增加，上半年财政支出保持扩张势头。同时，央行可能在未来几个季度下调存款准备金率、LPR 和存款利率，以鼓励信贷供应增加。此外，房地产政策可能进一步宽松。我们将 2023 年和 2024 年的 GDP 增速预测分别维持在 5.3% 和 4.8%。 ([链接](#))

行业点评

■ 英特尔 AI Everywhere 主题发布会点评：Meteor Lake 发布将在 2024 年促进 PC 周期上行

英特尔举行了以 AI Everywhere 为主题的新品发布会，发布新产品主要涉及新一代面向 PC 产品的酷睿 Ultra 处理器 Meteor Lake，还有面向服务器、数据中心的第五代至强可扩展处理器 Emerald Rapids。其中，Meteor Lake 处理器的革新受到市场广泛关注，此次产品升级代表着英特尔 40 年来最重大的架构转变，旨在为个人 PC 端搭载 AI 功能打造坚实的硬件基础，使得 AI 大模型可以在 PC 端侧运行。整场发布会受到 PC 产业链伙伴的站台支持，包括联想、Acer、华硕、戴尔等，并宣布了 AI PC 方面的新产品布局。在 2022-23 年两年 PC 市场库存调整后，我们已经看到 2Q/3Q23 全球 PC 市场出货量企稳回升，我们预计 2024 年全球 PC 市场出货量同比增长将达到 3.7%。根据 IDC 预测，2023 年全球 AI PC 的渗透率将达到 8.1%，并在 2024 年达到 54.7%。我们认为 AI PC 浪潮中硬件和软件生态的革新将提升用户体验并促进下一轮 PC 周期上行，催生更多换机需求。我们看好 AI PC 相关品牌和产业链公司标的，包括联想集团、鸿腾精密、长盈精密、华勤技术和春秋电子。 ([链接](#))

■ 海外顶奢消费跟踪-压制需求释放后，明年增长常态化

奢侈品行业全球增长于三季度以快于市场预期的速度常态化，特别是欧洲本地消费者在大部分压抑需求消化后已体现阶段性饱和，品牌季度出现平均低单下降。美国消费群体整体表现不温不火，增长势头从 1Q 后转负并逐渐收窄。亚洲依然为增长提供亮点；中国内地增长继续受益于低基数，而日本 (20%+) 得益于其汇率优势吸引全球游客。进入四季度传统旺季，中国市场低基数效益会更明显，但其他地区可实现增长惊喜的空间依然有限。上述情况将至少延续至 2024 年上半年。因此，我们预计明年的行业增速将从过去 3 年双位数增长回落至历史平均高单位数水平。考虑到 2023 年内基数的波动，2024 年增长态势或出现先低后高的情况。上半年的弱增长在销量放缓叠加规模扩张趋势减弱下将更依赖于销售组合的优化以及单价的提升。低位过后，基数红利将在下半年更亮眼，并拉动行业低双位数的反弹。 ([链接](#))

■ 中国互联网 - 十一月网上零售数据回顾

据国家统计局数据，11M23 网络零售额/实物商品网上零售额达到 14.0 万亿元/11.8 万亿元人民币，同比增长 11.0%/8.3%。2023 年 11 月实物商品网上零售额/社会消费品零售总额的同比增长率为 7.6%/10.1% (10 月：4.9%/7.6%)，

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,792	2.38	-15.11
恒生国企	5,700	2.28	-14.98
恒生科技	3,781	2.22	-8.43
上证综指	2,943	-0.56	-4.75
深证综指	1,828	-0.38	-7.46
深圳创业板	1,849	-0.65	-21.23
美国道琼斯	37,305	0.15	12.54
美国标普 500	4,719	-0.01	22.91
美国纳斯达克	14,814	0.35	41.54
德国 DAX	16,751	0.00	20.31
法国 CAC	7,597	0.28	17.35
英国富时 100	7,576	-0.95	1.67
日本日经 225	32,971	0.87	26.35
澳洲 ASX 200	7,443	0.88	5.74
台湾加权	17,674	0.12	25.01

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	29,180	2.22	-10.06
恒生工商业	9,136	2.44	-16.30
恒生地产	18,026	3.49	-30.77
恒生公用事业	32,151	1.01	-12.70

资料来源：彭博

沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	-4.84
深港通 (南下)	-13.00
沪港通 (北上)	-18.37
深港通 (北上)	4.45

资料来源：彭博

对应两年 CAGR 为 4.3%/1.8%，低于 10 月 10.0%/3.5% 的两年 CAGR，或意味整体消费情绪仍需要时间才能恢复。展望 2024 年，我们预计消费将有望随着扩内需政策逐步见效而出现温和复苏趋势，同时我们认为对于电商平台的国内业务而言，推动高质量增长仍将是关键主题。我们预计，在 2024 年零售总额预计同比增长 5.3% 的基础上，实体商品 GMV 的在线零售额将同比增长 7.3%。与此同时，利用强大的国内供应链能力，海外扩张对推动长期收入和盈利增长或仍至关重要。维持阿里巴巴和拼多多的买入评级。（[链接](#)）

■ 中国互联网 - 2023 年在线游戏市场回顾

据游戏工委，2023 年中国在线游戏市场收入同比增长 13.9% 至 3,030 亿元，两年复合增速 1.1%；2H23 在线游戏市场收入同比增长 34.4%，主要得益于多款热门游戏上线和用户付费意愿恢复。尽管用户数基本维持稳定，但 ARPU 在 2023 年同比增长 13% 至 453 元。2023 年中国游戏市场进一步整合，中小平台由于较弱的研发或运营能力逐渐退出市场。展望未来，我们预计 FY24E 网络游戏市场收入将同比增长 6%，其中腾讯/网易游戏收入分别同比增长 6%/10%。我们继续看好腾讯和网易等头部公司。在领先的研发和运营能力支持下，腾讯和网易可以在维持领先优势的同时持续向新的游戏品类和海外市场扩张，以把握增量变现机会。（[链接](#)）

■ 统计局 11 月数据符合预期，北京上海新政有望提振年末二手房成交

统计局 11 月数据符合市场预期，房地产投资单月环比降幅从 10 月的 -11.3% 收窄至 -10.6%，主要由于新开工面积出人意料地录得同比正增长（11 月同比 5%，10 月同比 -21%），且 11 月在基数调低幅度增加（11 月下调 8%，10 月仅下调 6%）。前 11 个月的跌幅从 10 月的 -9.3% 继续扩大至 11 月的 -9.4%。商品房销售面积/销售额环比微升 2/1%，由于购买情绪低迷，几乎没有出现年末季节性现象（过去 5 年的 11 月平均环比增幅为 11%）。高频数据也对此有所佐证，截至 12 月 16 日，当月环比增长 20%，与过去 5 年平均的 45% 也相差甚远。北京和上海在 12 月 14 日放宽了购房政策，主要包括降低首付比例和提高豪宅认定标准（即降低非豪宅的税费），虽然部分投资者认为政策力度不及预期，但股市反应相对积极，内房股在次日平均上涨 5%。但政策的效果目前并不明显，在新政策出台后两天内（12 月第三个周五/周六），两个城市的成交量相较 12 月前两个周末并未出现大幅增长。我们的渠道调查显示，新政出台后购房者到访、咨询量及二手房挂牌量有较明显的增加，鉴于挂牌量增长对换手率会有自然的提高，我们预计新政将在一定程度上提振 12 月份的二手房成交。高频数据方面，目前 12 月截至到 16 日，二手房成交环比/同比分别为 -11%/+13%（11 月为 11%/26%）。个股方面，我们看好中介贝壳；代建公司绿城管理；物业管理公司万物云、华润万象生活、中海物业、保利物业、越秀服务；开发商华润置地和滨江集团。（[链接](#)）

公司点评

■ 滔搏 (6110 HK, 买入, 目标价: 9.23 港元) — 三季度整体符合预期, 业绩反转持续

尽管行业和宏观因素存在不确定性，我们仍然认为滔搏中线的业绩反转是很稳固的。新产品热销和营销力度提升都会推动销售增长加速，而内生效率的持续提升将推高利润率。

24 财年 3 季度零售流水增速在低双位数，符合预期，但我们认为基本面十分良好，而且我们认为利润率也大概率会有同比改善，因为：1) 对比上季度有所反弹，2) 落后的主力品牌的增长有明显改善，3) 线上和线下以及同店销售强劲增长，4) 整体库存水平有双位数的同比下降，库销比在 4 个月以下，十分健康和 5) 零售折扣同比持续改善等。

展望 24 财年 4 季度和 25 财年，我们的看法比较乐观，预期销售增长会持续加速。

受到大环境以及个别品牌去库存的影响，我们对行业的看法是中性的，但滔搏的库存水平已经相当健康，加上品牌力持续提升，我们相信公司对于销售增长和促销时间，会有更好的步伐和把握。总的来说，受惠于：1)2024年春节时间较晚，2)新产品的售罄率较为良好，3)总销售面积环比重新恢复增长，4)主力品牌在25财年大概率会持续增加对新产品和营销的投入等，我们对未来增长加速仍然保持乐观。

维持买入评级，目标价9.23港元，基于18倍25财年预测市盈率，现价估值在12倍，对比4年平均的13倍，还是比较吸引。而且考虑到7%的25财年预测股息率，我们认为下行空间比较有限。[\(链接\)](#)

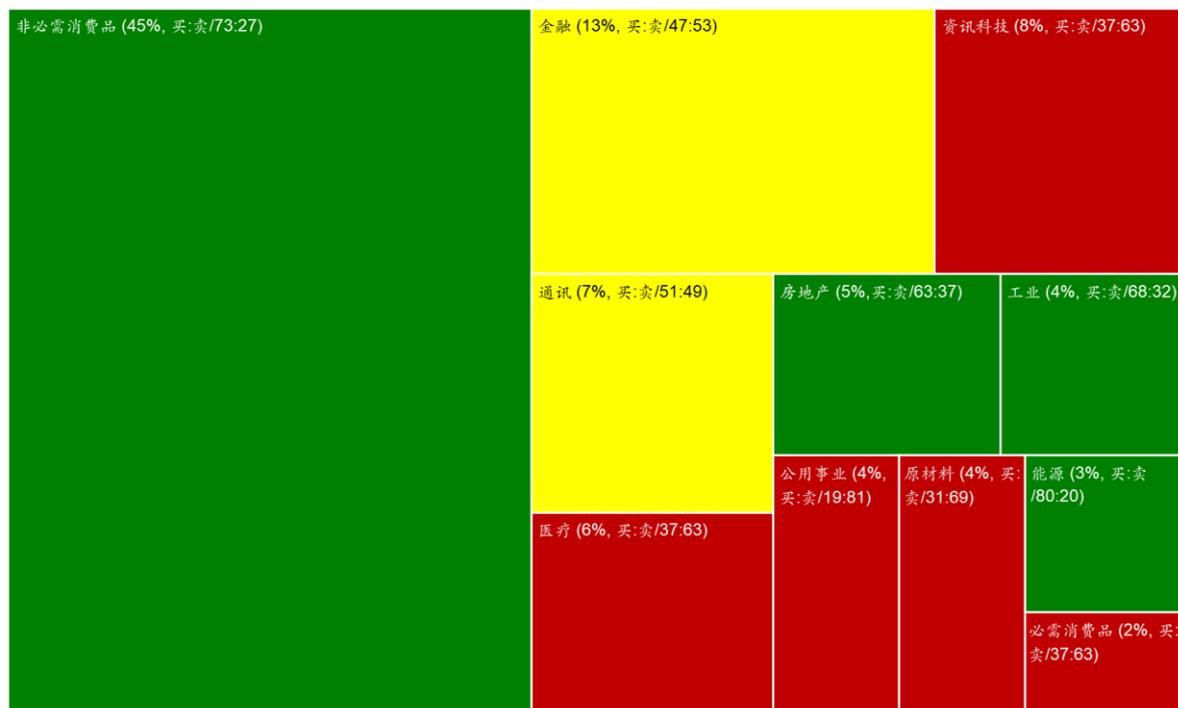
招银国际环球市场焦点股份

公司名称	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)		2023E	2024E	2023E	2023E		
持仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	35.32	50.00	42%	54.7	34.5	6.0	18.1	0.0	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.08	14.00	73%	21.7	15.7	0.9	4.7	2.3%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.16	19.40	47%	12.3	10.3	1.3	11.3	3.2%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.84	70.00	43%	14.6	12.6	2.9	21.7	1.2%	
华润电力	836 HK	能源	买入	15.06	22.53	50%	5.2	4.4	0.8	14.6	8.3%	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	24.90	34.13	37%	8.3	7.1	1.2	11.2	5.7%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.72	14.26	47%	6.3	5.6	2.1	34.1	12.0%	
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.40	1.84	31%	16.8	44.1	2.6	8.4	0.9%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.16	6.71	30%	76.0	61.2	16.2	23.0	0.2%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1645.00	2219.00	35%	28.2	22.7	8.9	33.0	1.9%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.20	57.35	36%	N/A	N/A	5.9	N/A	0.0	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	67.90	118.00	74%	96.8	84.9	16.0	11.3	0.3%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	314.40	465.00	48%	17.8	15.1	3.2	15.5	0.7%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	148.35	142.60	-4%	26.9	20.4	10.0	41.4	0.0%	
网飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	472.06	512.00	8%	280.1	217.6	66.2	25.0	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	55.20	97.00	76%	N/A	N/A	4.6	7.7	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	28.05	45.10	61%	5.7	5.2	0.7	13.3	5.7%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.80	44.20	31%	N/A	N/A	2.4	13.4	1.0%	
中际旭创	300308 CH	科技	买入	110.05	109.30	-1%	51.7	37.9	6.4	12.6	0.3%	
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	10.72	17.00	59%	N/A	N/A	4.7	N/A	0.0	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2023年12月15日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 15/12/2023

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关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去12个月内与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个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

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

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

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商投资者

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属的报告。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。