

每日投资策略

宏观策略及公司点评

宏观策略

■ 美国经济 - 零售超预期，乐观降息预期略有降温

美国零售增速超预期，因汽车、网购和服装等假期消费强劲。美联储褐皮书显示消费依然稳健，就业市场和通胀有所降温。消费韧性支撑经济延续增长，抵消了制造业和房地产的疲软。零售数据公布后，货币市场对美联储 3 月降息概率的预期从 63% 下降至 54%。一季度，美国经济可能继续降温，但尚未完全冷却，各类经济数据可能冷热不一，市场对降息路径的预期可能仍有波动。预计美联储在 5 月开启降息周期，首次降息 25 个基点，第二次或第三次降息幅度可能扩大至 50 个基点，确认经济显著冷却和去通胀基本胜利。随着下半年 PCE 通胀可能降至 2.5% 以下，预计全年降息幅度 150 个基点左右，联邦基金利率年底降至 3.8% 左右。美联储可能放缓 QT 速度。预计美国名义 GDP 增速从 2023 年的 6.3% 降至 2024 年的 3.5%（市场中值预测 3.8%），2024-2025 年潜在名义 GDP 增速为 4%-4.3%，10 年国债收益率可能在 3.5%-4% 的中枢区间，预计 2024 年末在 3.75% 左右。（[链接](#)）

公司点评

■ 宏信建发（9930 HK, 买入, 目标价：5.2 港元）- 近期的抛售并不合理；我们预计沽售压力将在 2-3 天内结束；建议在当前的低位买入

宏信建发的股价在过去两天下跌了 50%，我们认为这是由于远东宏信（3360 HK）的一些股东在收到建发股份后出售所致，而这些股东可能是为了实现本身的财务目的而需要套现。尽管我们对市场缺乏承接力感到惊讶，但我们的分析显示抛售压力大概只需多 2-3 天。我们认为当前的大幅回调是买入机会，因为抛售并非由基本面驱动。宏信建发目前交易在 5 倍 2024 年市盈率，我们认为具有吸引力。我们继续看好公司向轻资产模式转型将改善资产负债表和盈利。同时，海外扩张将成为未来几年新的增长动力。维持“买入”。

- 股票分发后交易量上升。1 月 16 日，共有 1.6 亿股宏信建发股份分配给远东宏信股东。1 月 17/18 日宏信建发的交易量达到 660 万股/1,500 万股，远高于两个月平均水平的 37 万股。我们认为增量主要来自远东宏信的股东。
- 我们对最大潜在股票出售的估算。中化集团为远东宏信第一大股东，持股 21.3%。远东宏信首席执行官孔繁星持有 20.8% 的股份。DCP Capital Partners，一家在董事会拥有席位的机构投资者，持有 8.4% 的股份。我们认为这三大股东（合计持股约 50.5%）无意出售宏信建发的股份。因此，假设其余的远东宏信股东都出售宏信建发的股份，则总共可出售的股份约为 7,900 万股。扣除过去两天已成交的量，并假设未来每天的交易量为 2,000 万股，剩余的股票只需要 2-3 天的时间就能完成出售。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	15,392	0.75	-9.71
恒生国企	5,172	0.76	-10.34
恒生科技	3,176	0.51	-15.63
上证综指	2,846	0.43	-4.34
深证综指	1,702	0.22	-7.37
深圳创业板	1,732	1.93	-8.41
美国道琼斯	37,469	0.54	-0.59
美国标普 500	4,781	0.88	0.23
美国纳斯达克	15,056	1.35	0.30
德国 DAX	16,567	0.83	-1.10
法国 CAC	7,401	1.13	-1.88
英国富时 100	7,459	0.17	-3.55
日本日经 225	35,466	-0.03	5.98
澳洲 ASX 200	7,346	-0.63	-3.22
台湾加权	17,228	0.38	-3.92

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	27,082	0.57	-9.19
恒生工商业	8,310	0.82	-10.00
恒生地产	15,924	0.72	-13.11
恒生公用事业	31,538	1.44	-4.06

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)	17.44
深港通 (南下)	4.63
沪港通 (北上)	18.69
深港通 (北上)	-10.24

资料来源：彭博

■ 伊利股份 (600887 CH, 买入, 目标价: 33.4 元人民币) - 四季度业绩展望: 营收/净利分别达到 307/11 亿元人民币

我们预计伊利四季度收入/净利将分别达到人民币 307 亿元/11 亿元, 而澳优收入可能面临低单位数的降幅。撇除澳优, 我们预计伊利的经常性收入将实现中单同比增长, 主要得益于: 1) 基础液奶品类高单位数增长, 高端化势头有望推动金典实现两位数增长; 2) 奶粉品类低单位数增长, 其中成人配方粉预计实现两位数增长。另一方面, 仍有部分品类面临不利因素, 包括: 1) 低温品类面临高单位数降幅, 但是我们仍预计品类全年实现正增长; 2) 对于常温酸奶和奶酪, 考虑到其可选属性及当前消费环境下的堂食需求, 品类可能面临负增长。利润率方面, 预计四季度的毛利率将同比增长 0.3 个百分点, 净利润率将扩大 0.6 个百分点 (有低基数效应), 而运营费用率将下降 0.4 个百分点。据此估计, 我们预计 2023 年全年收入将同比增长 4%, 并实现 8.2% 的净利率, 与公司管理层在三季度业绩会上提出的目标基本一致。由于公司的盈利能见度相对较高, 且市场一致预期已经见底, 我们维持看好全年业绩。维持公司“买入”评级, 目标价 33.4 元人民币。 ([链接](#))

■ 理想汽车 (LI US, 买入, 目标价: 45 美元) - 4Q23 业绩前瞻: 净利润或环比持平

4Q23 盈利预测: 2023 年四季度, 随着折扣放大, 我们预计理想的平均单车售价环比下滑 1.3 万元 (4%) 至 30.6 万元, 但整车毛利率可能仅环比收窄 1 个百分点至 20.2%, 因为我们测算降价对毛利的负面影响有望被规模效应和原材料成本下降抵消约 75%。去年四季度, 理想汽车加大研发投入, 同时加快建店速度, 单季度新增零售门店 106 家, 创历史新高。我们预测 4Q23 研发费用和销管费用率合计为 15.1%, 仍环比下降 0.4 个百分点。综上, 我们估计理想去年四季度净利润有望环比增长 2% 至 29 亿元。

2024 年展望: 我们维持对今年的销量预测 61 万台, 但考虑到终端折扣放大, 我们下调对单车售价的预测 3%。考虑到竞争的加剧, 我们预计今年毛利率将同比收窄 0.7 个百分点至 20.7%, 但毛利率的下降有望被销管费用率的收窄所抵消。综上, 我们预测 2024 年理想汽车的净利润将同比增长 41% 至 126 亿元, 对应单车净利润 2.1 万元, 相比 2023 年下滑约 3,200 元。

估值: 根据我们的估计, 2023 年中国市场售价 30 万以上的 SUV 和 MPV 销量同比增长 35% 至约 300 万台, 理想已经超越宝马和奔驰成为该细分市场的第一名, 市占率接近 13%。我们预测 30 万价格以上的市场规模将在今年保持增长, 理想也将继续抢夺外资品牌的市场份额。维持“买入”评级, 目标价 45 美元, 仍然基于 25x 2024E P/E。我们认为理想汽车目前 16x 的估值具有吸引力。 ([链接](#))

■ 九兴控股 (1836 HK) - 23 年四季度和 23 年全年营运数字公布

全年销售额下跌 9% (销量下跌 12%, 平均单价上升 4%), 比预期好 2%, 主要是奢侈品和潮流品牌在 12 月的零售销售 (以及后续补单) 好于预期。同时四季度也是一年以来首次录得销售增长。除了 23 年业绩超预期, 未来 24 年的指引保持乐观 (维持指引), 预期销量 0% 到 5% 增长, 平均单价持平, 但利润增长有望加速至低双位数。

从分部来说, 体育板块会从去库存转成补库存, 四季度的产能使用率也重回 8 成以上 (三季度为 7 成以上)。奢侈品和潮流板块的增长也比预期好, 客户的产品品价持续上升也让公司利润率的弹性更高, 而且过去几年新增较多客户。休闲板

块客户的库存和零售折扣已较健康，有增加订单意愿，但公司会优先把产能分配给奢侈品和潮流板块。总的来说，非体育板块的产能使用率一直都保持在10成以上。目前估值仍然具有吸引力，现价只在8倍的23年预测市盈率和9%的股息率，我们仍然比较看好九兴。

■ 名创优品 (9896 HK) - 2024年投资者日昨日举行

公司公布了未来中长线发展策略，即通过超级产品、超级供应链、超级IP来打造超级品牌，从以前的极致性价比，升级为性价比+IP的以消费者兴趣需求为主的发展路线。

同时公司公布了2024年到2028年的目标，包括：1) 每年新开900到1000家的门店，到2028年对比2023年接近翻倍；2) 期内销售复合增长率达到最少20%以上；以及3) IP相关销售占比达到50%以上。

开店的目标（国内350至400，海外550至600）的确是低于市场预期，因为在2023年，公司的新开店已经达到1000家（国内600，海外400），特别是国内的增长会放慢，但我们认为公司在“关小店开大店，关差店开好店”，以及海外业务持续提升下，平均每店GMV或良好提升，最终业绩预计不会太差。

销售复合增长率20%以上，虽然只是符合预期，但扣除开店的10%至15%复合增长率，平均每店GMV复合增长率只需达到5%至10%。

最后IP销售占比达到50%以上，对比目前国内和海外占比（约25%和约35%），还有很大的提升空间，外加毛利率达到60%以上，我们对公司利润增长仍然乐观。

公司目前估值仍然具有吸引力，现价在16倍24年预测市盈率，对比其20%的销售复合增长率，我们认为估值并不高。

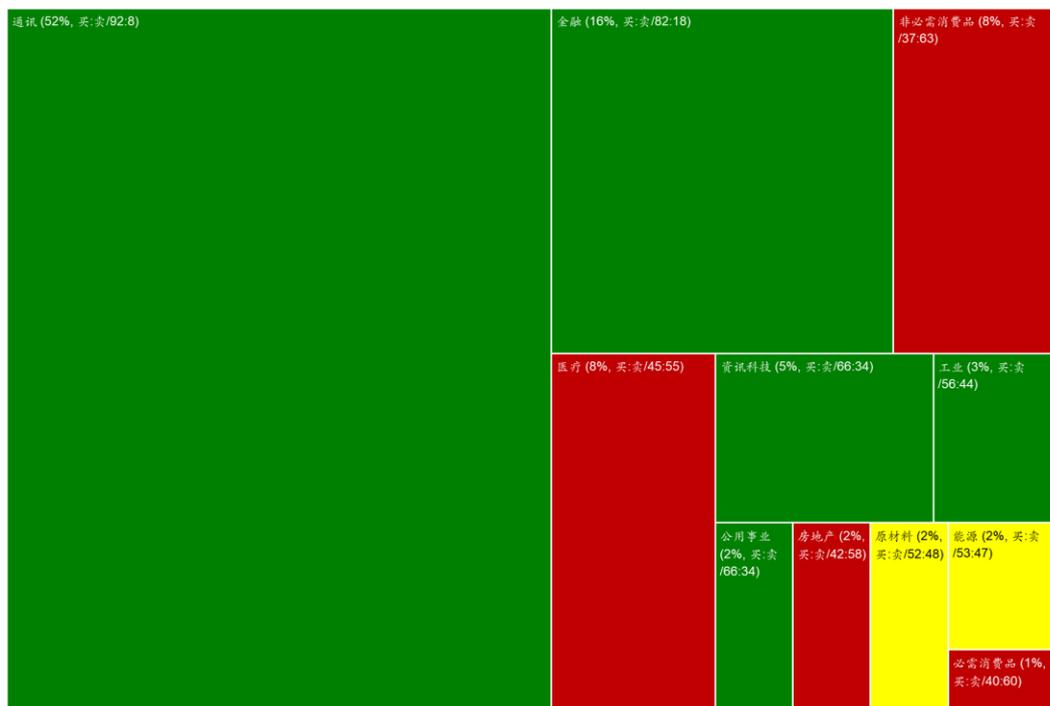
招銀国际环球市场焦点股份

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	2023E	2023E	
持仓													
理想汽车	LI US	汽车	买入	28.91	50.00	73%	45.1	28.3	5.0	18.1	0.0%		
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.82	14.00	79%	16.0	12.2	0.9	6.2	2.5%		
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.22	19.40	47%	12.4	10.4	1.3	11.3	3.2%		
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	55.04	70.00	27%	16.5	14.2	3.3	21.7	1.1%		
华润电力	836 HK	能源	买入	15.60	22.53	44%	5.4	4.6	0.8	14.6	7.7%		
华润燃气	1193 HK	能源	买入	22.70	34.13	50%	7.8	6.5	1.1	11.0	6.2%		
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.16	14.26	40%	6.7	5.9	2.2	34.1	11.4%		
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.53	1.84	20%	18.5	48.5	3.1	8.4	0.7%		
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.09	6.71	32%	78.1	58.5	15.9	20.6	0.3%		
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1610.87	2219.00	38%	27.8	22.4	8.7	35.6	2.0%		
信达生物	1801 HK	医药	买入	39.75	57.35	44%	N/A	N/A	5.6	N/A	0.0%		
友邦保险	1299 HK	保险	买入	59.25	118.00	99%	85.2	74.7	14.1	11.3	0.4%		
腾讯	700 HK	互联网	买入	277.60	465.00	68%	15.9	13.4	2.9	15.5	0.7%		
拼多多	PDD US	互联网	买入	142.06	#N/A	N/A	#VALUE!	26.0	19.8	9.5	41.4	0.0%	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	485.31	512.00	5%	291.0	226.0	68.5	25.0	0.0%		
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	43.05	97.00	125%	N/A	N/A	3.6	7.7	0.0%		
华润置地	1109 HK	房地产	买入	23.20	45.10	94%	4.7	4.3	0.6	13.3	6.8%		
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.00	44.20	43%	N/A	N/A	2.2	13.4	1.0%		
中际旭创	300308 CH	科技	买入	109.83	109.30	0%	51.6	37.9	6.3	12.6	0.3%		
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	9.42	15.10	60%	N/A	N/A	4.2	N/A	0.0%		

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年1月18日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 18/1/2024

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 \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之分析员，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、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业务相关业务联系。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之分析员，未在美国金融监管机构(“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。