

每日投资策略

宏观及行业展望

宏观策略

- **宏观政策 - 面对经济放缓中国展现适度宽松意愿。**面对 7、8 月份经济再度放缓，中国可能进一步下调 LPR，允许地方政府动用明年部分专项债额度，引导政策性银行扩大对基础设施投资和保交楼项目的支持力度。这将缓解市场过去一段时期对消费通胀温和上升背景下流动性政策可能调整的担心，确认流动性和信贷政策仍将处于宽松状态。如果未来两个月房地产销售依然较差，那么可能见到首套房与二套房按揭贷款利率进一步下降。

预计中国经济经历近期放缓后将逐步温和回升，2022 年下半年至 2023 年将处于渐进修复通道。得益于宽松流动性和信贷政策，住房市场在经历断崖式下跌后将缓慢复苏，尤其是在一二线城市。同时，地方政府已无财力执行严格防疫管控，将把稳定经济财政金融形势放在更加突出位置，消费和服务业将渐进回升。

短期内人民币对美元可能进一步走弱，因人民币贷款利率仍有下行空间而美元基准利率仍有上升空间，但 2023 年人民币兑美元料将反弹，因中国经济进一步修复而美国经济面临衰退风险。

- **港股策略 - 必需消费品板块之利润率压力缓解。**上周（8 月 15 日至 19 日），中国内地和香港股市随着美国股市下跌，美元走强削弱了市场情绪。本周投资者将密切关注美国核心 PCE 通胀和美联储主席鲍威尔本周五在 Jackson Hole 中央银行年会上的讲话，以寻找利率前景的启示。我们认为中国股票的短期上行空间有限，受制于中国房地产市场的风险、新冠疫情的复苏和中美关系紧张。板块方面，由于中国 PPI 与 CPI 之“剪刀差”的缩小料有助缓解利润率压力，中国必需消费品板块可能会跑赢大盘。

行业/个股速评

- **光伏板块 - 上周大规模抛售是否反应过度？**上周五 A 股光伏组件板块被抛售，市场担心通威（600438 CH）在中标华润电力（836 HK）3GW 项目规模后，将有可能改变光伏组件领域的竞争格局。虽然通威透露正对即将的组件产能做进一步论证规划，但我们认为市场反应过度，基于：（1）通威目前的组件产能仍较小（据我们估计仅为约 6.6GW），而该产能大可能已为华润电力项目及其他客户预留，我们认为公司近期不太可能参与另一次大规模招标；（2）虽然组件产能建设周期通常较短（6-9 个月），但建立分销网络需要一定时间，尤其海外；（3）中国和海外的分布式项目对光伏组件的需求具有韧性，我们认为组件企业目前没有迫切需要降价；（4）从中期来看，行业竞争更多侧重于光伏电池技术的转型，而非单纯的价格竞争。

- **中国 ERP 行业 - 金蝶、用友业绩点评：**

金蝶国际（268 HK） - 云业务进展顺利，订阅收入占比持续提升。金蝶 22 年上半年营收 21.97 亿元，同比增长 17%，好于我们预期，但净亏损有所扩大至 3.56 亿元，主要由于大型企业项目的实施成本增加，拉低了整体毛利率（同比下跌 2.1 个百分点）。在中型、小微企业客户市场，上半年订阅 ARR（同比+46%，环比+18%）和订阅相关合同负债（同比+56%，环比+16%）的强劲增长印证了 SaaS 运营模式的突出前景。在大型企业客户市场，金蝶继续从国产化替代浪潮中受益，虽然研发投入和实施工作增加将对短期利润率产生负面影响。

用友网络（600588 CH） - 云平台的建立需要时间。用友 22 年第二季度业绩好于预期，收入增长稳健，同比增长 15% 至 22.6 亿元人民币。云服务业务收

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	19,773	0.05	-15.49
恒生国企	6,720	0.29	-18.41
恒生科技	4,192	-0.01	-26.07
上证综指	3,258	-0.59	-10.49
深证综指	2,208	-1.28	-12.73
深圳创业板	2,734	-1.50	-17.71
美国道琼斯	33,707	-0.86	-7.24
美国标普 500	4,228	-1.29	-11.28
美国纳斯达克	12,705	-2.01	-18.79
德国 DAX	13,545	-1.12	-14.73
法国 CAC	6,496	-0.94	-9.19
英国富时 100	7,550	0.11	2.25
日本日经 225	28,930	-0.04	0.48
澳洲 ASX 200	7,114	0.02	-4.44
台湾加权	15,409	0.08	-15.42

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	31,008	0.14	-8.45
恒生工商业	11,160	-0.04	-20.27
恒生地产	25,204	0.18	-14.80
恒生公用事业	42,572	0.14	-16.01

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日耗用额度

	亿元人民币
沪港通(南下)	2.64
深港通(南下)	18.27
沪港通(北上)	36.21
深港通(北上)	3.61

资料来源：彭博

入同比增长 57%至 15.5 亿元人民币。然而，我们观察到上半年 ARR 和合同负债的环比增速放缓到+2%和+11%，这可能由于客户续约率下降，对用友的云订阅业务发展带来不确定性。同时，用友增加了针对大型企业的云平台 YonBIP 的研发。研发投入同比增长了 38%，同时，研发资本化率也随之提升。我们认为在 YonBIP 的推进阶段，其盈利质量需要更长时间修复。

总体上，我们比较看好金蝶在 SaaS ERP 领域的先发优势和较高的订阅收入占比，维持金蝶的买入评级，目标价 23.83 港元，同时维持友友的持有评级，目标价 19.81 元人民币。

- **小米集团 (1810 HK) - 二季报业绩疲软符合市场预期，2H22 季节性需求回暖在望。**小米集团二季报业绩符合市场对于宏观环境疲软以及全球手机需求下滑的预期，公司二季报收入/经调整后净利润分别同比下降 20%与 67%，符合我们先前的预测。业绩疲软的主要原因是 1) 手机业务下滑（同比下降 28%），2) AIoT/互联网业务收入疲软（同比下滑 4%/1%），3) 新能源车与其他创新业务 R&D 费用较高。公司业绩会披露以下要点 1) 手机：中国区库存已回到正常水平，但海外地区库存依然较高，2) AIoT：中国区产品销售依然强劲，尤其是空冰洗等家电品类，但海外 AIoT 产品销售面临阻力，3) 互联网业务：全球 MAU 持续增长，游戏/广告业务前景正面。展望未来，我们对于小米不断赢取全球手机市场份额以及扩大用户基数的趋势保持乐观，但是我们认为去库存以及宏观不确定性将对公司手机/AIoT 产品需求形成压力。我们降低公司 FY22E-24E EPS 预测 6-20%，给予公司新的目标价 13.93 港元，基于 20 倍 FY22E 市盈率，维持买入评级。

- **深南电路 (002916 CH) 二季度业绩符合预期，但三季度面临挑战。**深南电路 2022 年二季度的收入/归母净利润同比增长 15.8%/33.1%，环比增长 10.3%/16.2%。受益于材料成本压力的缓解和产品结构的调整，毛利率稳定在 26%以上。基于 Prismark 预测，2022 年 PCB 市场年增长率为 4.2%，是相较 2021 年的 24.1%之后的一个温和的增长。其中载板市场将再次引领增长。我们预期深南电路的印制电路板和载板市场今年将分别增长 8.8%/18.9%，主要收益于产能提升和汽车市场的需求增长驱动。预计 2022 年公司全年总收入增长为 7.7%。

虽然二季度公司业绩符合预期，但是我们认为三季度业绩将面临如下挑战：1) 国内 5G 电信部署放缓，2) 新一代数据中心平台升级推迟，3) 消费者需求疲软。我们维持“持有”评级，目标价为 96.6 元人民币。

- **平安好医生 (1833 HK) 1H22 业绩符合预期。**上半年收入同比下降 26%至 28 亿元人民币，经调整净亏损 3.9 亿元人民币，较去年同期 7.9 亿元人民币的净亏损大幅度缩窄，得益于公司战略 2.0 聚焦企业客户以及公司有效的成本控制措施。

在公司战略 2.0 规划下，目标客户多为国内大中型央企/国企和民营企业，总部一般设在国内大型城市，且线下拜访为重要的获客方式。然而上半年的疫情主要集中于大型城市，多地政府对跨省市出行实施了严格的管控，导致公司无法进行正常的线下客户拜访。加之公司对健康商城业务进行主动调整，对收入增速产生较大影响。然而，我们已经看到公司在企业端市场的初步战略成效，截至今年 6 月，公司已累计服务 749 家企业客户（2021 年底为 520 家），覆盖员工数量已超过 200 万（2021 年底为超过 100 万）。公司的可及目标客户为平安集团的广大客户群体，覆盖超过 7,000 万公司员工，显示出公司业务未来显著的发展空间。

利润端公司持续缩窄亏损额，上半年毛利率较去年提升 4 个百分点，销售费用率较去年下降 5.5 个百分点，预计公司聚焦企业端客户的战略会持续带来费用节约和规模效应，助力公司在 2025 年达到整体盈亏平衡。

我们预计平安好医生 2022E/23E/24E 收入增速分别为-12%/23%/21%，经调整净亏损分别为 9.9 亿/6.7 亿/1.2 亿元人民币，维持买入评级，目标价 28.4 港元。

- **康德莱器械 (1501 HK) - 疫情影响可控, 收入平稳增长。**公司上半年收入同比增长 24.7%至 2.25 亿元, 其中介入类医疗器械收入增长 12.1%至 1.92 亿元, 新增医疗器械代理业务贡献 2,181 万元。归母净利润略微上升 0.47%至 5,084 万元。

二季度公司在上海的工厂生产以及全国的 PCI 手术量均因疫情封控措施受到严重影响, 而公司上半年介入类耗材销售收入仍能保持 12.1%的稳健增长, 主要得益于公司全面的产品组合, 广泛的分销网络和具有竞争力的成本优势。公司新增代理业务以心内科影像医疗器械为主, 与介入类医疗器械针对同一临床科室。代理业务可对公司产品组合形成良好补充, 有助于公司加强与经销商的联系, 拓展医院网络。此外公司展现了高效的研发能力, 上半年新获得 4 张三类 NMPA 注册证, 2 张二类证。

公司上半年销售收入受疫情影响, 下半年随着 PCI 手术需求的释放, 我们预计公司业务复苏, 全年实现 32%的收入增长。我们维持买入评级, 目标价 31.39 港元。

- **上海家化 (600315 CH) - 1H22 业绩点评: 2Q 基本面大利空落地, 聚焦 2H 增长恢复节奏。**

业绩概述: 公司 1H22 实现营收/ 净利润/ 毛利率 37.2 亿元/ 1.58 亿元/ 59.9%, 同比-11.8%/-44.8%/-1.35pp, 其中, 2Q 营收 15.98 亿元, 同比-23.8%, 净亏损 4169 万元, 2Q21 为盈利 1.17 亿元, 毛利率 56.3%, 同比-7.46pp。1H 护肤品/ 个护家清/ 母婴/ 合作品牌分销业务营收分别同比-34.8%/ +1.3%/ -3.7%/ -22.4%, 线上/线下渠道营收分别同比-22.6%/ -5.1%。

目标/展望: 公司下调 2020 年限制性股票激励计划中 2022/ 2023 年收入和 2023 年净利润考核指标, 维持 2022 年利润指标。调整后指标对应 2H22 +10.2%~+24.7%/ -16.6%~+38.4%收入/净利润同比增长以及 2022 全年-1.9%~4.6%/ -29.0%~+1.8%收入/ 净利润同比增长。管理层目标 2H22 实现收入至少 DD 同比增长、净利润增速超收入、2023 年收入 DD 增长且快于 2022 年。截至 6 月末生产经营已基本恢复正常, 7 月以来天气和线上价格管控推从六神产品线上线销售增长。管理层预计 3Q 销售能恢复增长。

核心观点: 虽然公司 2Q 业绩受 3-5 月上海严格封控冲击程度超我们和市场预期, 但我们仍看好公司 2H 业绩回归 DD 增长轨道, 并且, 随着毛利率较高的护肤品业务逐渐修复, 2H 毛利率有望恢复同比提升。主要逻辑包括: **1) 相对于 A 股主要可比公司, 上海家化更多元化的品类布局** (护肤品、个护家清、母婴护理和合作品牌分销) 增加公司的相对抗风险能力; **2) 更聚焦的品牌/ 产品策略** 有助于公司实现更高效的资源投放和成功打造大单品。公司明确四大核心品牌: 佰草集 (护肤)、玉泽 (护肤)、六神 (个护) 和启初 (母婴)。佰草集明确四大功能线布局: 新太极、新七白、御五行、双石斛高保湿系列。启初明确将聚焦 0-1 岁婴幼儿招新; **3) 扎实的推新能力为品牌增长持续添动能:** 1H 疫情对上新节奏扰动较大, 2H22 各品牌/品类将加快上新, 计划推出新品包括: 六神净透祛痘沐浴露、佰草集双石斛高保湿系列 (敏感肌可用)、启初婴儿多维舒缓常护霜和特护霜、高夫高端蓝色线控油磨皮双舱乳和大众红色线净澈保湿洁面乳等。基于年轻化、高端化策略打造的六神沐浴露新品表现亮眼 (618 期间跻身天猫沐浴露品类 Top5 品牌), 有望持续为六神品牌贡献重要增长动力; **4) 品类/ 渠道拓展空间仍大:** 佰草集和玉泽正从水乳霜不断拓展到防晒等品类, 各品牌不断从天猫拓展到抖音/拼多多/唯品会/百货私域等新兴渠道。

预测与评级: 基于以上逻辑以及公司修订后的 2020 年限制性股票激励计划业绩考核指标 (B 情形), 我们调降公司 2022E 营收/ 净利润预测 7.1%/ 20.5%, 给予公司 40.0 倍 (为 2019 年以来 PE 均值) PE 估值, 基于 2022E/ 23E 预测 EPS 均值, 调降目标价 15.2%至 39.2 元人民币 (前值: 46.2 元), 维持买入评级。

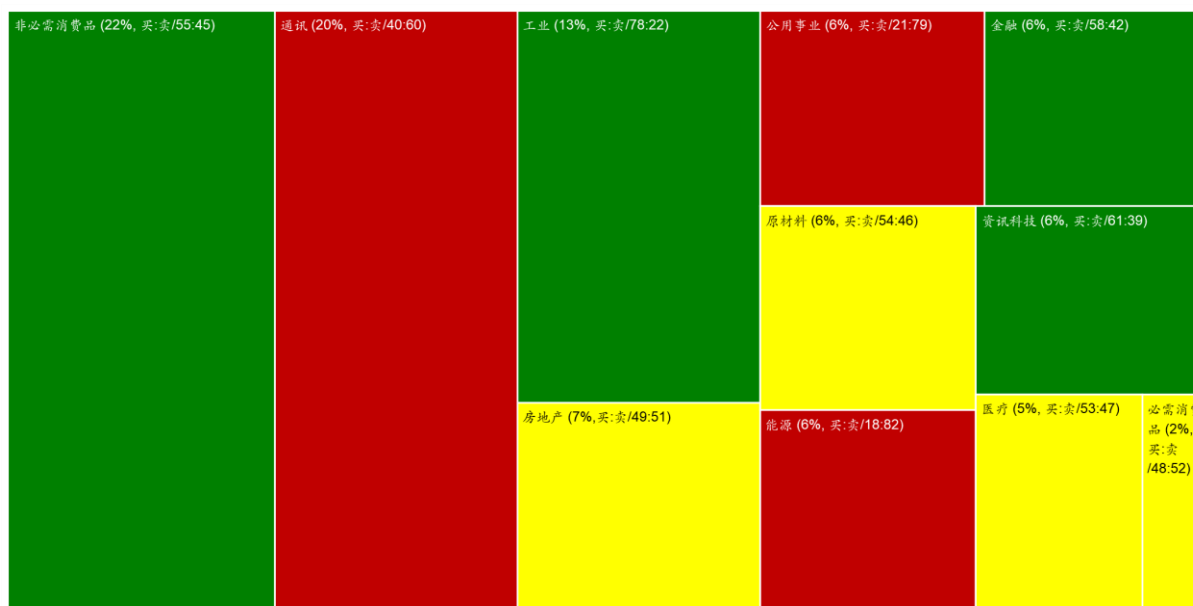
招銀國際環球市場焦點股份

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) 2022E	2023E	市净率(倍) 2022E	ROE(%) 2022E	股息率 2022E
长仓											
蔚来汽车	NIO US	汽车	买入	19.05	45.00	136%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.76	3.00	70%	9.4	5.9	N/A	11.5	3.4%
晶盛机电	300316 CH	装备制造	买入	82.06	93.00	13%	39.5	32.2	11.5	33.4	0.5%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.35	14.60	75%	13.7	11.5	2.3	17.7	2.2%
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	49.88	94.00	88%	32.2	22.1	2.8	9.2	0.6%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	12.86	17.04	33%	24.8	20.0	3.3	13.9	2.4%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	52.61	67.79	29%	11.6	10.2	2.5	23.4	3.4%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	58.10	72.40	25%	38.8	36.1	6.5	16.8	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	23.25	28.40	22%	37.4	33.3	3.4	9.2	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	33.10	55.33	67%	N/A	N/A	4.7	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	68.20	120.39	77%	55.9	40.9	5.7	12.4	0.0%
人保财险	2328 HK	保险	买入	7.76	12.2	57%	6.1	4.8	0.7	12.0	0.1
快手	1024 HK	互联网	买入	74.00	120.00	62%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.65	44.79	46%	5.5	N/A	0.8	14.3	6.3%
碧桂园服务	6098 HK	房地产	买入	15.38	47.60	209%	7.8	5.9	4.4	30.2	3.1%
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	36.50	48.00	32%	21.3	17.6	N/A	18.1	0.7%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	68.71	93.12	36%	28.3	18.5	2.3	8.1	0.3%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT 服务	买入	16.02	24.37	52%	N/A	N/A	6.5	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究(截至 2022 年 8 月 19 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 19/8/2022

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定。

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误差、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员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。