

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 珀莱雅 (603605 CH, 买入, 目标价: 135.57 元人民币) - 618 表现亮眼: 主品牌卫冕天猫榜单, 彩妆品牌跃至榜首

公司在此次 618 活动中表现亮眼, 全周期整体 GMV 分别位列天猫/抖音的美妆排行榜第 1/2 名, 主要由于大单品策略持续发力叠加公司折扣可能略有放宽。其中, 护肤主品牌在天猫/抖音的 GMV 同比增长了 70%/110%, 增速明显优于平台板块整体 (传统电商平台-13%/抖音平台+47.6%) 及一众国际品牌。考虑到美妆行业退货率可能继续提升, GMV 增速落实至收入层面可能会打一定折扣。其他子品牌方面, 彩妆/护发品牌排名取得突破, GMV 排名分别攀升至天猫榜单第 1/9 名, 新品牌销售提升顺利, 为公司多品牌矩阵策略提供助力。我们将公司 2024 年/2025 年的盈利预期提高了约 20%, 以反映 618 表现及 4Q23/1Q24 的亮眼业绩。维持“买入”评级, 目标价调整至人民币 135.57 元, 对应 35x 2024E P/E。

618 整体表现亮眼, 主品牌 GMV 卫冕天猫, 抖音荣获榜眼。根据三方统计数据, 618 购物节期间, 珀莱雅整体美妆 GMV 在天猫成功卫冕, 在抖音平台仅次于韩束排名第二, 均超越了国际品牌。公司在天猫和抖音的 GMV 同比分别增长 70%/110%, 增速远超传统电商平台 (天猫+京东+拼多多) 的-13.3%和抖音平台的+47.6%。这主要得益于 1) 主品牌的大单品策略持续发力, 主品牌分别在天猫和抖音的护肤榜单上位列第 1/2 名。2) 产品可能略有提升。我们粗略统计看到, 珀莱雅在李佳琦首播直播间的部分单品平均折扣力度较去年双 11 略多 7%。

彩妆品牌首次登顶天猫彩妆 GMV 榜首, 洗护品牌首次进入前 10。618 期间, 彩棠 GMV 在天猫彩妆排名中首次登顶 (去年同期为第 7 名, 去年购物节双 11 为第 2 名), 其在天猫平台的 GMV 录得了 80% 的同比增长, 远高于综合电商上彩妆品类-14.2% 的同比降幅。抖音平台彩棠 GMV 与去年同期持平, 我们认为这可能由于公司战略性放弃竞争较激烈和费用率较高的平台以保障整体利润率。同时, Off&Relax 在天猫洗护排行上位列第 9 名 (首次进入前 10 名), GMV 同比增长 70%。经过此次初露头角, OR 有望成为公司下一个明星品牌。

业绩预期上调: 我们将 2024/25 年的收入预测提高约 20%。毛利率预测基本维持不变, 2024/25 年的净利润预测相应提高约 20%, 以反映公司在本次 618 的亮眼表现及 4Q23 和 1Q24 内的强劲业绩 (+39%/+46% YoY)。维持“买入”评级, 目标价调整至人民币 135.57 元, 对应 35x 2024E P/E。**风险提示:** 宏观经济弱于预期、618 活动退货率高于预期、销售费用高于预期、管理层变动等。 ([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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	18,090	0.09	6.12
恒生国企	6,477	0.20	12.29
恒生科技	3,690	0.94	-1.98
上证综指	2,973	0.76	-0.08
深证综指	1,641	2.02	-10.69
深圳创业板	1,731	1.80	-8.50
美国道琼斯	39,128	0.04	3.82
美国标普 500	5,478	0.16	14.84
美国纳斯达克	17,805	0.49	18.61
德国 DAX	18,155	-0.12	8.38
法国 CAC	7,609	-0.69	0.87
英国富时 100	8,225	-0.27	6.36
日本日经 225	39,667	1.26	18.54
澳洲 ASX 200	7,783	-0.71	2.53
台湾加权	22,987	0.48	28.20

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	31,726	-0.23	6.38
恒生工商业	10,006	0.22	8.37
恒生地产	15,282	0.40	-16.62
恒生公用事业	34,258	0.79	4.21

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)	34.37
深港通 (南下)	24.27

资料来源: 彭博

■ 保诚 (2378 HK, 买入, 目标价: 137.8 港元) – 20 亿美元回购计划落地, 资本自由盈余维持充裕

公司实施 20 亿美元股份回购计划, 将在不晚于 2026 年年中完成; 首期 7 亿美元的回购计划将在下半年 (不晚于 12 月 27 日) 完成。公司维持 FY24 全年 7%-9% 股息增速的指引, 并在此基础上推出此项未包含员工和代理人股权激励相关的回购计划, 规模略超市场预期, 显示公司对股东回报的重视。若以 6 月 21 日收市价计, 我们预计公司首期和全部计划将减少 7,800 万/2.24 亿普通股; 截至 2026 年年中, 在不计新发行股的假设情况下, 预计公司普通股股数降至 25.3 亿股 (2023 年底: 27.5 亿股)。作为在香港和伦敦两地主要上市的主体, 公司此次回购计划以减少在伦交所上市的流通股 (PRU.LN) 为主, 不影响港股流通股 (2378.HK) 和美股 ADR (PUK.US) 的数量。我们认为此次回购是公司在 1H23 提出五年战略发展规划的基础上, 明确对资本自由盈余管理和建立股东回报预期的举措, 边际利好港股流通股占比提升。预计此次回购完成后, 港股流通股占比将由目前的 6.7% 升至 7.3%。

自由盈余储备充裕, 股东回报预期更加明确。截至 2023 年底, 在未排除 FY23 第二次中期股息 (每股 14.21 美分) 的情况下, 公司自由盈余储备 (不计分销权和其他无形资产) 为 85 亿美元, 对应资本自由盈余率为 242%。假设其他条件不变, 预计 20 亿美元回购后, 公司自由盈余余额为 65 亿美元, 对应自由盈余率 208%; 若再计入 FY23 第二次中期股息的影响, 预计自由盈余余额为 61 亿美元, 对应自由盈余率 202%, 高于公司自由盈余的目标区间 175%-200%, 自由盈余储备维持充裕, 为后续的外部投资及新业务发展预留空间。在新准则下, 新业务价值的增长仍是公司内生资本积累的最重要来源。展望 2024 年, 我们认为公司新业务价值的增长更多以量代价, 新业务价值率进一步下行的空间有限。结合公司五年战略规划财务目标, 我们预计公司 FY27E 总营运自由盈余 (Gross OFSG) 达 45 亿美元, 对应 5 年年复合增长率为 10.4%, 达到公司实现双位数年复合增速的预期。

回购后港股流通股占比提升, 边际利好未来在港流动性。公司港股流通股占比不及 7%, 海外流通股占比超过 93%。此轮回购以公司在伦交所上市的流通股为主, 预计回购完成后, 港股流通股占比将提升至 7.3%, 为后续在港发行新股或考虑以股代息等方式增加流动性而带来的股权稀释效应提供了一定的对冲。本次回购明确了公司对股东回报的预期路径, 显示公司主动进行市值管理和改善流通股市场结构的决心。

估值: 公司目前股价交易于 FY24E 0.52 倍 P/EV。年初至今股价波动主要受一季度业绩不及预期的影响。此轮回购有望推动公司中长期股价回升, 维持“买入”评级, 目标价 137.8 港元, 对应 FY24E 0.95 倍 P/EV。 ([链接](#))

■ 丘钛科技 (1478 HK, 买入, 目标价: 审视中) – 安卓需求回暖和规格升级推动 ASP/GPM 上行

我们在 6 月 26 日邀请了丘钛科技参加了我们举办的科技企业日会议。主要重点包括: 1) 智能手机 CCM: 在安卓需求回暖、更高 UTR 和更优的产品组合推动下, 管理层对 GPM 修复持乐观看法; 2) 非智能手机 CCM: 受益于华为和海外 Tier1 客户的订单获取, 车载 CCM 加速增长; 3) FPM: 随着超声波 FPM 日益普及和 ASP 不断上升有望推动业务扭亏为盈。总体而言, 我们预计高端安卓手机需求回暖和规格升级将推动 2024 年 ASP/盈利提升。目前

该股估值为 11.9x/8.7x FY24/25E 市盈率（8 年历史平均市盈率为 18 倍），我们认为该股仍然具有吸引力。维持“买入”评级。目标价正在审视中。
([链接](#))

■ **京东方精电（710 HK，买入，目标价：10.94 港元）－看好大屏化和高端屏需求、成都工厂满产和海外订单赢取**

我们在 6 月 26 日邀请了京东方精电参加了我们举办的科技企业日会议。管理层预计大屏化和高端屏仍然是行业主要升级趋势，考虑到公司领先的行业地位，公司有望持续受益。管理层预计在 ASP 提升、运营效率提高、海外订单和系统产品快速增长的推动下，2024 年收入增速将超过市场平均水平且净利率在 2024 年持续修复。该股目前估值为 6.5 倍/5.7 倍 FY24/25E 市盈率（比历史平均水平低 1 个标准差），我们认为该股风险回报较有吸引力。目标价 10.94 港元基于 2024 年 15 倍的市盈率。([链接](#))

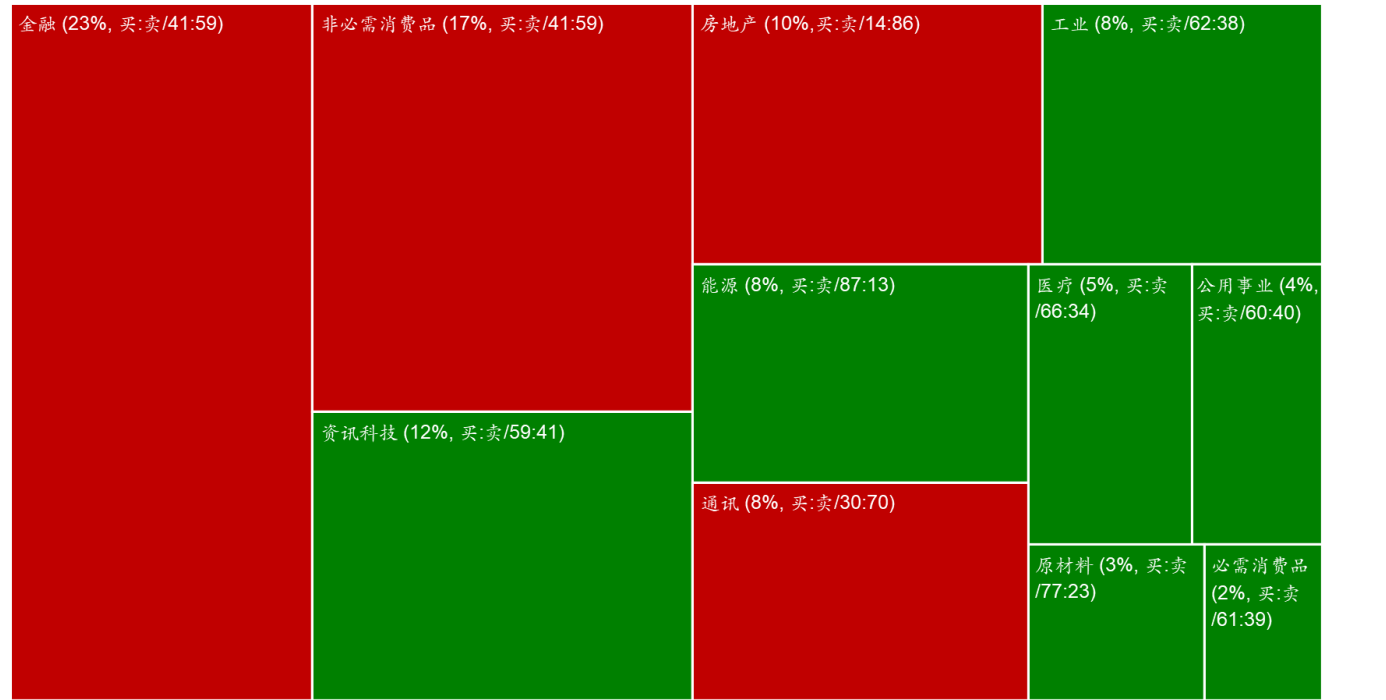
招銀國際環球市場焦點股份

				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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
持仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	18.92	26.00	37%	3.0	2.2	2.9	11.2	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.15	14.00	53%	13.9	12.7	0.1	8.0	22.3%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.34	7.50	40%	10.1	8.9	0.1	7.6	47.8%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	59.98	75.00	25%	14.4	12.5	2.9	21.6	1.6%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	15.24	19.77	30%	9.2	8.1	0.4	39.4	77.4%	
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	27.70	31.24	13%	13.6	11.9	0.3	16.4	27.0%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.17	6.79	31%	64.6	54.4	1.9	21.7	4.5%	
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1489.22	2219.00	49%	20.6	18.3	7.5	37.7	2.5%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	146.44	269.73	84%	N/A	N/A	594.8	N/A	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	295.00	383.49	30%	26.0	21.9	8.0	40.0	2.1%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.76	24.80	26%	6.0	5.7	0.1	12.4	42.2%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.89	11.90	20%	7.5	6.9	0.1	12.0	42.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	382.00	480.00	26%	18.5	16.9	0.5	17.5	7.7%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	74.17	124.90	68%	1.2	1.1	1.6	10.7	0.9%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	138.23	192.70	39%	1.7	1.2	5.2	45.0	0.0%	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	193.61	211.00	9%	N/A	N/A	62.5	21.3	0.0%	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	677.69	审视中	N/A	37.0	30.3	104.9	32.7	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	47.50	97.00	104%	12.7	9.1	0.4	21.0	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	29.43	46.00	56%	10.4	8.0	N/A	34.7	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	27.40	45.10	65%	5.5	N/A	0.1	13.8	42.5%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.09	审视中	N/A	N/A	N/A	1.1	7.9	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.82	25.39	42%	19.4	17.6	0.3	10.9	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.85	45.15	19%	13.5	10.1	0.3	7.5	11.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	140.00	183.00	31%	22.9	17.8	8.4	23.2	0.4%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	319.55	405.00	27%	30.8	22.2	5.9	21.0	0.3%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	7.48	15.50	107%	N/A	103.9	0.4	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 6 月 26 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 26/6/2024

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之分析员，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。