

每日投资策略

宏观策略、个股速评

宏观策略

■ 美国经济 - 去通胀近期受阻，远期仍将延续

9 月 CPI 环比增长 0.4%，略超预期，同比增长 3.7%，与上月持平；核心 CPI 环比增长 0.3%，在近四个月高位，同比增速则持续回落至 4.1%。三季度以来，经济活动回升，能源价格反弹，通胀进一步回落受阻，长期国债收益率上升，股债波动加大。但随着 CPI 篮子中权重最大的房租通胀进入大幅下行周期，我们预计美国去通胀今年下半年受阻，而明年仍将延续。随着去通胀进入最后一公里，债市波动、银行体系压力和经济不确定性不断上升，美联储对进一步紧缩更加谨慎。但由于短期经济韧性、通胀反弹且仍高于目标，美联储又不会很快转向鸽派。我们预计美联储 11 月可能再次暂停加息，但可能维持偏鹰基调，不会给出加息周期结束的信号。明年上半年经济和通胀进一步放缓后，下半年可能迎来适度降息空间。 ([链接](#))

■ 中国经济 - 政策持续宽松，信贷增速可能企稳

9 月中国社融数据超出预期，主要由于政府债券、表外融资和按揭贷款融资强劲增长。财政政策呈现更加积极的迹象，决策者要求地方政府在 9 月底之前发行完今年新增专项债额度，并允许省级政府发行特别再融资债券以解决隐性债务问题。同时，随着央行开始引导商业银行降低存量按揭贷款利率，家庭提前还贷趋势有所减缓。但企业新增贷款有所下降，私企信心依然疲软。展望未来，货币政策将持续宽松，信贷供给或进一步扩大，信贷需求可能缓慢改善。我们预计未来几个月信贷增速可能逐步企稳，并小幅回升。中国经济可能缓慢改善，预计 2023 年 GDP 增速将达到 5.1%，2024 年将达 4.8%。 ([链接](#))

■ 中国经济 - 信贷宽松后通缩或将逐步缓解

中国 CPI 同比增速从 8 月的 0.1% 小幅回落至 9 月的 0%，低于市场预期的 0.2%。食品和能源价格放缓是 CPI 疲弱的主要因素。但核心 CPI 增速维持在 0.8% 不变，显示核心消费需求在企稳。受原材料和能源价格上涨影响，中国 PPI 同比降幅继续收窄。央行近期表现出对通缩担忧，其货币政策委员会在三季度例会中表示，将促进物价低位回升。通缩将推升实际利率和实体部门债务负担，并对耐用消费和资本支出产生负面影响。展望未来，随着信贷宽松、需求逐步改善和基数效应，CPI 可能温和回升，PPI 降幅持续收窄，通缩将逐步缓解。我们预计 CPI 在 2023 年增长 0.6%，2024 年增长 2%，PPI 在 2023 年下降 2.7%、2024 年增长 1.3%。PPI 降幅收窄预示未来工业盈利可能逐步改善。 ([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,813	-2.33	-9.95
恒生国企	6,116	-2.42	-8.79
恒生科技	3,880	-3.46	-6.03
上证综指	3,088	-0.64	-0.04
深证综指	1,905	-0.79	-3.55
深圳创业板	1,997	-1.11	-14.92
美国道琼斯	33,670	0.12	1.58
美国标普 500	4,328	-0.50	12.72
美国纳斯达克	13,407	-1.23	28.10
德国 DAX	15,187	-1.55	9.07
法国 CAC	7,004	-1.42	8.18
英国富时 100	7,600	-0.59	1.98
日本日经 225	32,316	-0.55	23.84
澳洲 ASX 200	7,051	-0.56	0.18
台湾加权	16,783	-0.26	18.71

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	30,765	-1.59	-5.18
恒生工商业	9,826	-2.76	-9.98
恒生地产	18,525	-2.77	-28.86
恒生公用事业	29,937	-1.85	-18.71

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)	26.71
深港通 (南下)	26.80
沪港通 (北上)	-27.12
深港通 (北上)	-10.16

资料来源: 彭博

■ 中国经济 - 得益于基数效应和价格因素，9 月出口有所改善

中国 9 月进出口依然疲弱，但得益于基数效应和进出口价格跌幅收窄，进出口同比降幅有所收窄。令人欣慰的是，汽车、家电出口保持快速增长，医疗设备、手机出口大幅改善。对于进口而言，价格下跌仍是主要拖累，但值得关注的是，9 月许多大宗商品进口数量开始出现负增长。中国外贸疲软与全球制造业活动低迷相一致，三季度海外消费者信心改善主要提振服务业，因全球消费者从商品消费不断转向服务消费，全球制造业 PMI 持续萎缩，需求低迷，加库存动力不强。展望未来，由于基数降低和通缩改善，中国进出口同比可能继续改善。预计中国商品出口和进口 2023 年将分别下降 3.8% 和 5.4%，2024 年将分别增长 3% 和 4%。贸易疲软意味着中国经济增长仍面临压力，中国决策者将维持宽松的信贷政策和积极的财政政策以实现今年 5% 的经济增长目标。 ([链接](#))

个股速评

■ 京东 (JD US, 买入, 目标价: 56.5 美元) - 业务调整的影响或需时间消化

由于宏观不利因素及业务调整的持续影响，我们预计京东 3Q23 营收增长或将逊于市场一致预期。在消费情绪疲软之际，京东正在探索更有效的方式来提振 GMV 增长。我们预计京东将持续推动平台生态系统改善，更好地满足消费者对高性价比商品的需求以抵御竞争、维持 GMV 市占、及消费者钱包份额。在当前宏观环境影响下，我们预期公司将在加大投资的同时权衡其对于利润率的影响。考虑到业务调整的影响大于预期及宏观环境不利因素的影响大于预期，我们将基于 DCF 的目标价下调 8.9% 至 56.5 美元(此前为 62.0 美元)，对应 19x 2023E PE (Non-GAAP)，维持买入评级。 ([链接](#))

■ 潍柴动力 (000338 CH/2338 HK, 买入, 目标价: 14.7 元人民币/16.1 港元)

- 3Q23 净利同比增长 120-200%；强劲的天然气重卡车销售仍为主要驱动力
 潍柴于周末公布盈利预告，3Q23 净利润预计同比增长 120-200% 至 20.3-27.7 亿元人民币，好于我们的预期。强劲的 3Q23 业绩亦推动了今年前九个月净利润同比增长 80-100%。我们认为 3Q23 的强劲增长主要由 LNG 重卡和出口所推动。

天然气/柴油价差和天然气重卡的相关度高，去年底到现在 LNG 和柴油价格分别下跌 40% 和 <20%，天然气重卡的占比从 7% 上升至 31%。

我们维持对潍柴的积极看法，考虑到天然气价格的下跌将继续带动天然气重卡/发动机的销售，而潍柴为天然气重卡发动机市场龙头，市场份额超过 50%。我们将 2023 年/24 年/25 年盈利预测分别上调 17%/9%/8%，主要由于调高了发动机销量假设。我们将潍柴 A/H 股的目标价（基于 SOTP）上调至 14.7 元人民币/16.1 港元。重申买入评级。 ([链接](#)/[链接](#))

■ 舜宇光学 (2382 HK, 买入, 目标价: 64.08 港元) - 出货量修复和手机规格升级；维持“持有”评级

我们对最近去库存后华为/苹果旗舰机型 (Mate Pro 60/iPhone 15 Pro Max) 推动出货恢复和行业规格升级趋势持乐观看法。预计舜宇 ASP 复苏、苹果/华为订单获取以及行业竞争缓将驱动 2H23/2024 盈利。然而在短期内，出货量提升和 ASP 改善至 2H24E 已反映在近期股价的反弹中；而且，考虑到 9 月

苹果/华为旗舰机补货和 2022 年同期低基数，公司 HLS/HCM 出货同比增 17%/41%符合预期。目前估值为 41.9x/23.8x FY23/24E PE，估值合理而市场正等待更多积极催化剂，如 2024 年指引、投资计划、海外扩张和手机/汽车客户订单获取。维持“持有”评级，考虑到 RMB 贬值，基于分部估值法的新目标价为 64.08 港元。（[链接](#)）

■ 大健云仓（GCT US，首次覆盖，买入，目标价：17.2 美元）- 基于数据驱动的 B2B 大件物流先锋

作为全球 B2B 大件物流先锋，大健云仓的独特卡位（非标、大件、出海）、低价供应链、高效仓储物流及数字化能力构筑了较高壁垒。我们看好家具出海赛道增长潜力（千亿美元规模）及市场分散格局，公司在宏观不确定性下具备韧性（非内需相关）、且市占率提升空间可期。在卖家拓盘+商品 SKU 双重驱动下，公司内生增长逻辑清晰，预计 FY23-25 3P GMV 44% CAGR, 1P 收入 18% CAGR。后疫情期海运成本回落助力利润率修复。潜在收购也将扩大 1P 规模，并带来长期业务协同。首次覆盖给予买入评级，目标价 17.2 美元，看好其估值吸引（4.8x FY23E P/E），高于行业的增速（FY23-25E 利润复合增速为 22%）及多个潜在催化剂。

基于数据驱动的 B2B 大件物流先锋。公司是一家领先的全球端到端 B2B 电商平台，为 665 家活跃 3P 卖家（如：亚洲家具工厂）和 4,351 家活跃买家（如亚马逊家具商家）提供跨境大件物流解决方案（包括交易、物流、支付等）。覆盖品类集中在家具（约 70%）、家电、健身器材等，聚焦美国出海，在美国、英国、德国、日本运营 24 个仓库。凭借丰富低价供应链、高效仓储物流及数字化能力，我们预计公司将在 FY23-25E 年实现 22%的年均利润复合增速。

跨境家具行业空间可期，供应链+物流+定价构筑护城河。我们看好美国 B2B 大件物流市场增长潜力，得益于线上渗透率提升及后疫情期家具需求增加。2022 年美国家具市场规模为 2,425 亿美元，预计于 2026 年增至 2,889 亿美元，且线上渗透率有望从 35%提升至 45%。美国家具进口比例占 38%（越南及中国为 TOP2 进口国），而本土家具品牌商市场较为分散，公司市占率提升空间可期。我们认为公司在跨境大件物流领域具备先发优势，且具备如下差异化优势：1）亚洲供应链提供充足原材料、低劳动力成本、高效率方案；2）强大履约能力及数据算法下实现低价的仓储+尾程配送全美统一报价（帮助交易双方节省物流成本）；3）产品聚焦中产大众消费，通胀环境下性价比优势凸显。

卖家拓盘+商品 SKU 丰富化驱动内生增长，海运成本回落助力利润率修复。激烈竞争和宏观挑战下，我们看好中国及东南亚供应商/卖家出海增量空间（亚洲家具工厂>10,000 家）。凭借品牌效应和高效营销，预计公司 3P 卖家数将在 FY23-25E 实现 34%年复合增长，推动 3P GMV 实现 44% CAGR。SKU 扩展将推动自营（1P）收入稳健增长（预计 18% CAGR）。同时，我们看好公司盈利回升以及利润率修复（FY23-25 经调整净利润率为 12%），受益于放开后海运成本回落（从 2022 年高位回落 90%至正常水平）。

首次覆盖，给予买入评级。基于 SOTP 目标价为 17.2 美元（10x/8x FY23/24E P/E），远低于行业平均。我们认为市场对 Noble House 潜在收购反应过度（预计利润摊薄可控），近期股价回调提供合适买点。催化剂：1）

3Q23 业绩；2) 4Q23 电商旺季；3) Noble House 潜在收购进展及信息明朗化。（[链接](#)）

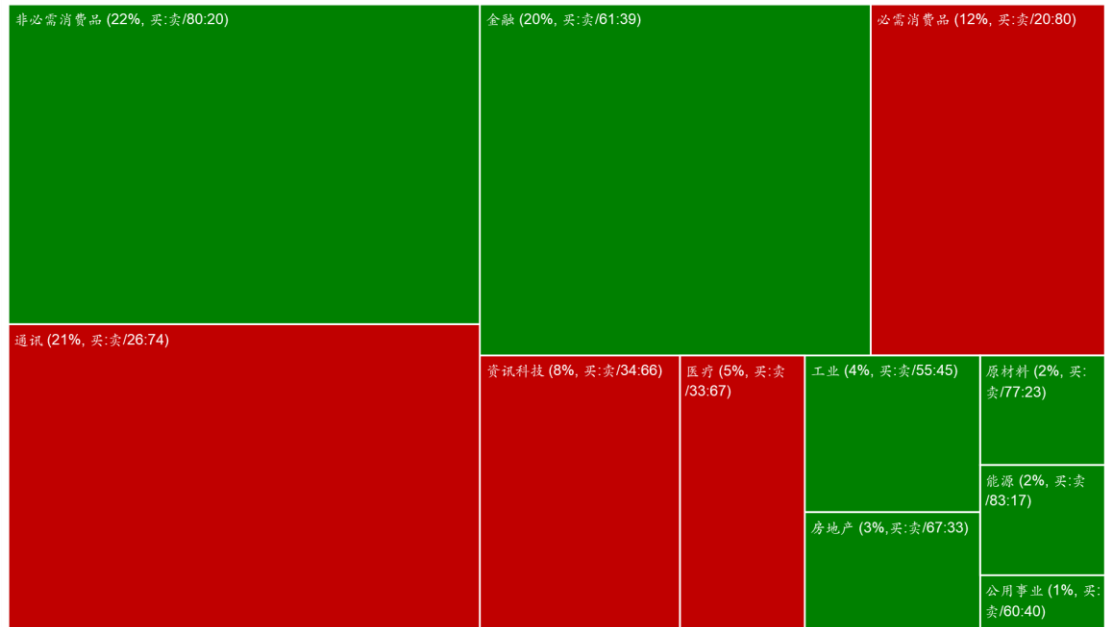
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2023E	市盈率(倍) 2024E	市净率(倍) 2023E	ROE (%) 2023E	股息率 2023E
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	34.30	55.00	60%	55.7	28.2	6.4	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.32	14.00	50%	25.6	18.5	1.1	4.7	1.9%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	12.00	16.20	35%	14.5	10.9	3.0	22.1	1.8%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	49.75	67.00	35%	17.1	13.9	3.0	19.2	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	14.50	23.43	62%	4.9	4.2	0.7	14.6	7.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.76	14.26	33%	7.2	6.4	2.3	34.1	10.6%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.13	6.71	62%	62.2	50.1	13.3	23.0	0.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	43.65	73.10	67%	1.6	1.6	4.2	18.9	1.6%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	61.30	88.90	45%	43.0	65.0	2.8	16.6	2.9%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1751.00	2440.00	39%	29.5	25.4	9.4	31.9	1.8%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	97.18	132.30	36%	29.1	21.5	3.7	13.6	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	44.50	48.13	8%	N/A	N/A	6.4	N/A	0.0%
中国平安	2318 HK	保险	买入	44.15	80.30	82%	5.8	5.0	0.8	14.4	6.1%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	68.30	118.00	73%	99.6	87.4	16.6	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	306.80	458.00	49%	18.4	15.4	3.1	15.1	0.7%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	84.02	156.60	86%	9.9	9.2	1.4	10.4	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	106.10	109.00	3%	27.0	20.0	8.1	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	105.50	125.00	18%	18.3	17.1	4.8	21.5	1.3%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	63.40	97.00	53%	37.0	21.9	5.5	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.45	45.10	48%	6.3	5.7	0.8	13.3	5.1%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.95	41.98	5%	24.2	19.6	3.0	12.7	0.7%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	47.36	68.00	44%	24.0	17.3	1.5	6.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	10.40	17.00	63%	N/A	N/A	4.8	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 10 月 13 日)

招銀國際環球市場上日股票交易方块 – 13/10/2023

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注：

- “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
- 绿色代表当日买入股票金额≥总买卖金额的 55%
- 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例>45%且<55%
- 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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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。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。