

每日投资策略

个股速评

个股速评

■ 拼多多 (PDD US; 买入; 目标价: 109.0 美元): 获取消费者钱包份额的策略有效推动收入与盈利增长

拼多多8月29日公布2Q23业绩: 收入同比增长66.3%至523亿元, 超出招银国际/彭博一致预期22/21%, 主因GMV的强劲增长及货币率持续提升。非GAAP净利润同比增长42%至153亿元, 超出一致预期41%, 主因运营杠杆效应, 以及销售费用投入更好地转化为核心品类的GMV增长。超预期的业绩表现呼应我们此前对于电商行业的观点, 即拼多多拥有更多的主动权去驱动GMV增长, 包括获取更多的消费者钱包份额, 以及基于其高于同业的ROI水平去进一步驱动货币化率的提升。维持买入评级。 ([链接](#))

■ 伊利股份 (600887 CH, 买入, 目标价: 36.5 元人民币) 二季度营收/净利润同比+1%/+3%

公司二季度业绩略低于我们的预期, 营收/净利润分别仅录得同比+1/+3%。液态奶业务收入仅上升<1%且奶粉业务收入下降9%。管理层维持全年营收增长10%的目标, 并预计以下方面作为推动: 1) 金典品牌有望维持双位数增速; 2) 奶酪产品在2C端需求有望进一步恢复; 3) 低温产品销售随疫情后多种消费习惯的恢复仍在逐步提升; 4) 澳优品牌的相关认证已经通过。我们认为以上部分需要更长时间才能实现, 下半年隐含15%营收增长具有一定挑战性。盈利预测方面, 我们分别将2023-2024年的收入/毛利率预测下调3%/4 pct以体现新国标对婴配粉的销售的影响。维持公司“买入”评级, 目标价下调至36.5元人民币。 ([链接](#))

■ 比亚迪 (1211 HK, 持有, 目标价: 240 港元) -二季度盈利质量高; 重点关注高端化进程

二季度盈利质量较高: 比亚迪二季度净利润环比增长65%至68亿元人民币, 符合此前的盈利预告, 高出我们的预测24亿元。扣除汇兑收益和政府补贴的正面贡献, 其二季度净利润仍高于我们的预测9亿元, 主要因为毛利率18.7%强于预期, 反映了公司卓越的成本控制能力。虽然资本支出维持高位, 但上半年研发费用化比例高达97%。

在招银国际举办的公司路演中, 投资者关注的问题主要集中在自动驾驶、出口和品牌高端化。管理层认为现阶段辅助驾驶功能的核心是降成本。公司明年的出口目标是同比翻倍至40万台, 并有计划在欧洲和巴西设厂。虽然腾势D9比较成功, 但腾势N7和N8定价高于我们预期, 我们认为高端化是公司销量和利润提升的关键, 但目前仍不明朗。

展望和估值: 维持今年销量预测293万台, 提升毛利率预测至18.4%。我们预计公司下半年净利润有望环比增长59%至174亿元。我们预计明年销量有望同比增长16%至340万台, 其中腾势、仰望和方程豹贡献约40万台; 在假设公司研发继续高费用化的前提下, 我们预计明年净利润同比增长8%至

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	18,484	1.95	-6.56
恒生国企	6,387	2.25	-4.74
恒生科技	4,234	2.59	2.56
上证综指	3,136	1.20	1.51
深证综指	1,952	2.69	-1.21
深圳创业板	2,118	2.82	-9.74
美国道琼斯	34,853	0.85	5.14
美国标普500	4,498	1.45	17.14
美国纳斯达克	13,944	1.74	33.22
德国DAX	15,931	0.88	14.42
法国CAC	7,373	0.67	13.90
英国富时100	7,465	1.72	0.18
日本日经225	32,227	0.18	23.50
澳洲ASX 200	7,210	0.71	2.44
台湾加权	16,624	0.69	17.58

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	30,104	1.79	-7.22
恒生工商业	10,494	1.92	-3.86
恒生地产	20,111	3.14	-22.77
恒生公用事业	31,665	1.96	-14.02

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)	26.08
深港通 (南下)	21.60
沪港通 (北上)	-20.95
深港通 (北上)	39.62

资料来源: 彭博

306 亿元。考虑销量和利润的弹性，我们维持持有评级，目标价 240 港元，基于 21x FY24E P/E。 ([链接](#))

■ **蔚来汽车 (NIO US, 持有, 目标价: 10 美元) - 还未看到盈利大幅提升的信号**

二季度低于预期，尚无控费计划：蔚来二季度净亏损 62 亿元人民币，比我们的预测多亏 11 亿元，主要因为毛利率低于预期，费用率高于预期。公司目前仍未有在非核心项目上削减开支的计划，令我们担忧其大额净亏损可能会持续较长时间。

下半年展望：蔚来三季度的销量指引 5.5-5.7 万台低于公司和市场此前的预期（超 6 万台）。我们维持今年的销量预测 18 万台，对应下半年月均销量 2.1 万台。公司继续指引毛利率三季度将回到双位数，四季度达到 15%，我们认为整车的毛利率有望实现，但其他收入会大幅拉低整体毛利率。我们预测下半年整体毛利率 9.7%，净亏损 73 亿元。

盈利预测和估值：如我们此前的报告所述，蔚来 6 月份降价 3 万元会对未来几年的利润率产生较大的影响，主要因为递延收入的减少叠加换电站的投入增加。此外，明年下半年将推出阿尔卑斯品牌，因为定位大众市场，其毛利率或低于现有的蔚来品牌。所以，即使我们预测明年销量增长至 25 万台，如果公司不降低研发和销管费用，明年仍将面临大幅亏损。维持持有评级，目标价 10 美元，基于 1.5x FY24E P/S。 ([链接](#))

■ **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 41.98 港元) - 1H23 业绩超预期, 未来成长前景可期。**考虑到 2023 年上半年公司业绩超预期以及未来成长前景可期，我们将目标价上调至 41.98 港元。1H23 收入超我们/一致预期的 8%/6%，受益于苹果份额增长和强劲的新能源汽车/新型智能产品业务板块。净利润同比增长 139%，符合此前盈警预期，因更优的产品组合和产能利用率改善导致更高的毛利率。展望 2023 下半年，我们对安卓业务复苏、苹果的份额增长以及产品组合优化驱动利润率复苏持乐观看法。此外，公司收购捷普在中国的 Mobility 业务，将扩大其智能手机业务发展机会并从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。我们将 FY23-25E 每股收益调高 5-9%，以反映上半年业绩和较快的毛利率恢复节奏。该股目前市盈率为 FY23/24E 19.6x/16.0x PE，该股极具吸引力，重申“买入”评级。 ([链接](#))

■ **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 17.69 港元) - 2Q23 利润率表现超预期, 重申买入评级**

小米集团公布了超预期的 2Q23 业绩，经调整净利润 51.4 亿元人民币，同比增长 147%，超出我们以及市场一致性预期 29%/26%。强劲的盈利表现主要是由于手机/AIoT 业务线毛利率创历史新高、健康的库存水平以及公司降费提效的成果显现。公司 2Q23 实现营业收入 674 亿元人民币，同比下降 4%，符合市场以及我们的预期。手机/AIoT/互联网业务线收入分别同比 -13%/+12%/+7%。2Q23 毛利率表现超预期，手机与 AIoT 业务毛利率创历史新高。2Q23 公司 GPM 达到 21.0%，环比/同比增长 1.5 ppts/4.3ppts。手机/AIoT 业务毛利率表现创历史新高，达到 13.3%/17.6%。手机业务的毛利率表现获益于产品高端化战略推进、上游成本持续优化、库存水位恢复健康、去年同期的汇兑逆风去除、以及一部分库存跌价准备冲回的正面影响；AIoT 业务毛利率增加主要受到毛利较高的产品出货量增加，以及产品组合优化导致。展望 2H23E，我们看好公司在各个业务线持续维持较高的毛利率水平，并看

到营运效率和相关费用管理的持续提升，带来利润端的持续修复。我们预期公司 3Q/4Q23E 经调整净利润将同比增长 54%/133%。我们上调公司 FY23-25E 经调整净利润 10-14%，以反映公司上半年强劲的毛利率水平和盈利表现，我们的 FY23-25E 经调整净利润预测值高于市场一致预期 27%-31%。上调目标价至 17.69 港元，依然是基于 24 倍 FY24E 市盈率倍数，维持买入评级。

([链接](#))

■ **歌尔股份 (002241 CH, 买入, 目标价: 17.59 元人民币) -1H23 业绩疲软符合预期, 调降目标价以反映较为缓慢的需求恢复**

歌尔股份公布了上半年业绩，收入/净利润同比+3.6%/-79.7%，基本符合公司此前的盈警。1H23 公司精密零组件、声学 and 智能硬件业务线的收入同比-8%/-25%/+18%，公司综合毛利率降至 7.3%，同比下降 5.7 个百分点，主要是由于声学/智能硬件方面的毛利率疲软。2Q23 单季度综合毛利率 7.7%，实现毛利率探底回升，我们看好公司在 2H23E 有持续的盈利表现改善，受益于产能稼动率提升和产品组合的优化。看好公司 FY24-25 在 VR/AR 和游戏机产品方面的成长机会，将受益于包括 Meta、Pico、Sony 和苹果在未来 VR/AR/XR 方面新产品的推出。调降公司 FY23-24 EPS 63%-69%，以反映公司 1H23 收入和利润率方面的持续压力。新目标价 17.59 元人民币是基于 25 倍 FY24E 市盈率倍数。我们也将公司目标市盈率倍数从 28 倍调低至 25 倍，以反映公司声学产品订单波动、利润率下滑以及较为缓慢的盈利修复情况。目前公司股价对应 20.9 倍 FY24E 市盈率倍数，我们认为 2023 年业绩疲软的情况已经反映在股价中，关注公司在 TWS/AR/VR/XR/游戏机产品方面的新订单上量和份额提升。([链接](#))

■ **汇通达 (9878 HK, 买入, 目标价: 55 港元) -看好 2H23 温和复苏及利润释放**

汇通达 1H23 业绩好坏参半，收入同比增长 6.6%，较一致预期低 6.2%。经调整净利润同比增加 20%，符合预期。我们预计 FY23 收入同比增长 12.9%，当中 2H23 收入有望加速增长（预计同比增长 19.5%）。消费电子和汽车将继续作为主要驱动因素，源于供应链拓展，以及该品类在低线城市较低的渗透率。服务业务将从 2H23 触底回升，全年将实现 10% 的同比增长，源于 SaaS 业务调整（付费用户迅速增长，但部分增长被 ARPU 下降抵销）。好享家的并购预计对 FY23 利润贡献达到 6,000 万元人民币。我们略微上调汇通达 FY23-25 利润 10-14%，以反映好于预期的利润率提升趋势。我们维持 55 港元目标价不变。([链接](#))

■ **宝尊电商 (BZUN US, 买入, 目标价: 7.6 美元) - 品牌管理业务渐入佳境**

宝尊 2Q23 收入同比增长 9%，较一致预期低 3.7%。而净亏损为 400 万元人民币，好于预期的 1,900 万元亏损。收入的疲软主要源于 BEC 业务中家电和电子品类的下滑，以及对于产品渠道的优化调整。展望 3Q23，我们预计收入有望实现同比单位数增长，其中品牌管理业务 (BBM) 保持韧性，但部分被 BEC 进一步下滑所抵销（预计 3Q23 BEC 收入同比下降 15%）。BEC 业务下滑主要在于宏观挑战下 7/8 月 GMV 复苏略慢于预期，尽管一些垂直领域（如奢侈品、珠宝、户外等）实现双位数同比增长。对于品牌管理业务，我们维持对 Gap China 的 FY23 收入预测 15 亿元人民币不变；利润端，我们预计 Gap China 全年亏损将从此前的 2.5 亿元人民币缩窄到 2 亿元人民币。未来公司将受益于 Hunter 并购后的业务协同。我们下调 FY23-25 经调整运营利润 3-

36%，以反映 BEC 业务短期压力。目标价下调至 7.6 美元，对应 11 倍 2024 年 EV/EBIT。 ([链接](#))

■ **滨江服务 (3316 HK, 买入, 目标价: 34.33 港元) - 中期业绩未达预期, 增值服务增长承压**

公司 23 年上半年盈利未达预期，净利润同比增长 21%，低于 30% 的原定目标，主要由于：1) 源泉税豁免获批较晚，如果剔除影响 23 年上半年净利润增长可达 29%。2) 毛利率下降 4.8 个百分点至 26.7%，主要受社区增值服务收入结构变化影响。公司的两增业务增长承压，非业主增值服务受开发商削减开支影响收入增速继续放缓至 19% (1H22 46%，FY22 28%)。社区增值服务受房地产市场和消费复苏缓慢影响，高毛利的房屋中介和居家生活服务增长放缓，所以公司加大了软装业务的力度予以对冲。而该业务毛利相对较低，导致板块毛利下降至 34.8% (1H22 71.5%，FY22 48.3%)。由于软装服务采取预收费模式，所以公司经营性现金流保持良好。我们看好该公司稳定的母公司、良好的现金流和高派息率，但下调了 23-25E 财年净利润预测 4-11%，以反映其在第三方扩张和两个增值服务领域的压力。维持“买入”评级，新目标价为 34.33 港元，反映 16x 的 2023E PE。 ([链接](#))

■ **新天绿色能源 (956 HK, 买入, 目标价: 4.16 港元)：天然气输气量同比下降, 新能源发电较稳定。**新天绿色能源发布 2023 财年上半年业绩，实现归母净利润为 14.39 亿元人民币，同比下降 11%。经营现金流同比下降 12.5%。主要业绩低于预期原因包括：1) 天然气输气量增长减缓；2) 批发天然气管输费下降；3) 经济复苏疲弱用气需求减少；4) 市场电交易增加，新能源上网电价下降。对于下半年，公司持积极态度，因为天然气气源多样化使得天然气成本下降，并且省内新能源装机指标批复新能源等项目建设进展顺利。此外，预期新天绿色能源的新能源装机将在 2023 年下半年加快推进，我们预计其在 2023 年新能源装机仍能实现 480 兆瓦的目标。唐山 LNG 项目一期已经顺利投运。估值方面，考虑到半年业绩低于预期的整体输气量增长和下降的上网电价。因此，我们将 2023 年/2024 年的盈利预测进一步下调 7.2%/3.9% 至 21.95 亿元/26.99 亿元人民币。目标价从 4.57 港元下调至 4.16 港元，对应 23 财年预期市盈率 7.3 倍（低于 3 年平均市盈率 8.16 倍）。我们认为估值具有吸引力，维持买入评级。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	2023E
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	42.91	55.00	28%	69.4	35.1	7.8	17.6	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.82	14.50	48%	26.8	19.4	1.1	4.7	1.4%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	11.74	16.20	38%	14.1	10.6	3.0	22.1	1.8%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	51.80	67.00	29%	17.8	14.5	3.2	19.2	1.0%	
华润电力	836 HK	能源	买入	15.84	23.20	46%	5.8	4.6	N/A	15.1	0.0%	
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	19.78	21.83	10%	30.5	18.8	N/A	42.2	0.5%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.68	4.70	28%	7.6	44.3	9.2	23.0	0.3%	
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	47.20	77.40	64%	26.1	20.8	4.7	18.9	1.4%	
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	67.50	92.90	38%	19.6	16.9	N/A	16.0	0.0%	
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	52.30	72.10	38%	55.7	441.2	N/A	16.0	0.0%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1851.33	2440.00	32%	31.2	26.8	9.9	31.9	1.7%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	35.85	50.34	40%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	70.45	118.00	67%	14.1	89.5	13.9	18.2	0.3%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	329.40	455.00	38%	19.7	16.5	2.9	15.1	0.5%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	93.22	109.00	17%	23.6	17.5	7.3	23.4	0.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	104.91	123.00	17%	18.1	16.9	4.1	21.5	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	94.03	156.60	67%	9.9	9.0	N/A	11.9	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	68.65	97.00	41%	39.8	23.6	N/A	12.0	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	33.25	45.10	36%	7.4	6.3	0.8	13.3	4.8%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.60	31.67	-3%	20.7	16.8	N/A	11.5	0.0%	
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	45.60	88.60	94%	23.1	16.7	1.5	6.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	12.82	23.28	82%	N/A	N/A	5.9	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年8月29日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 29/8/2023

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，都应以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。