

# 每日投资策略

## 策略、行业及公司点评

### 宏观策略

#### 中国策略 - 三中全会政策解读

高质量发展是推进中国式现代化的首要任务，政策利好科技行业与高端制造业，但提振消费政策依然较少。构建统一大市场 and 新型城镇化利好核心城市、大众消费、科技行业、大数据公司、智能电网产业链和能源资源行业龙头国企。在土地财政萎缩背景下，财税体制改革重点是为地方财政开源，相关行业税负可能上升。未来金融业发展重点是科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。 ([链接](#))

### 行业点评

#### 半导体 - PCB 行业 1H24 业绩预览

截至 7 月中旬，国内头部 16 家 PCB 制造商中有 7 家发布了盈喜或盈警，预计这 7 家公司 2024 年二季度净利润平均同比增长 75%至 105%，环比增长 21%至 43%。我们认为这 7 家公司的强劲业绩主要受到下游库存回补与 AI 热潮驱动的升级周期所驱动。本月至今，这七家公司股价平均上涨 9%。我们认为，PCB 行业正从周期底部复苏。在连续六个季度收入环比下降后，全球 PCB 销售额在 2024 年一季度终于实现了同比正增长。PCB 行业预计在 2024 年实现收入正增长（根据 Prismark 预测，行业收入同比增长 5.0%），增长将体现在销售额和销售面积上，二者均有增长。基于此，我们提高了该板块两家覆盖公司的财务预测和估值，并对目标价进行了调整。生益科技（600183 CH，买入）目标价格调整至人民币 26.40 元，深南电路（002916 CH，持有）目标价格调整为人民币 106.40 元。 ([链接](#))

#### 中国医药 - 政策利好持续兑现

年初至今，MSCI 中国医疗指数下跌 24.3%，跑输 MSCI 中国指数 27.9%；近期行业初现反弹趋势。目前行业指数的动态市盈率为 23.8 倍，低于 12 年历史均值。党的三中全会及国常会再次部署推进大规模设备更新。7 月 5 日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。医疗反腐已进行一年，我们预期随着行业监管常态化，医药行业的盈利有望从 2H24 开始逐步修复。此外，海外降息预期或将推动高弹性的创新药/器械板块估值反弹。我们继续看好龙头医疗设备、龙头创新药（包含制药/Biotech）、业绩扎实且估值吸引的消费医疗企业。

继续看好龙头医疗设备、创新药以及高成长消费医疗个股。看好医药行业反弹，主要由于 1) 医疗设备更新政策落地有效刺激采购需求，创新药械支持政策即将落地；2) 出海提供增长动力，创新医疗器械海外市场高速增长，创新药出海授权交易有望持续落地；3) GLP-1、ADC 等长期投资机会。继续看好迈瑞医疗、联影医疗、信达生物、百济神州、固生堂、科伦博泰、巨子生物。 ([链接](#))

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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       | 17,418 | -2.03   | 2.17   |
| 恒生国企       | 6,165  | -2.25   | 6.87   |
| 恒生科技       | 3,537  | -2.12   | -6.05  |
| 上证综指       | 2,982  | 0.17    | 0.25   |
| 深证综指       | 1,610  | 0.34    | -12.39 |
| 深圳创业板      | 1,725  | 0.45    | -8.77  |
| 美国道琼斯      | 40,288 | -0.93   | 6.89   |
| 美国标普 500   | 5,505  | -0.71   | 15.41  |
| 美国纳斯达克     | 17,727 | -0.81   | 18.09  |
| 德国 DAX     | 18,172 | -1.00   | 8.48   |
| 法国 CAC     | 7,535  | -0.69   | -0.11  |
| 英国富时 100   | 8,156  | -0.60   | 5.46   |
| 日本日经 225   | 40,064 | -0.16   | 19.72  |
| 澳洲 ASX 200 | 7,972  | -0.81   | 5.02   |
| 台湾加权       | 22,869 | -2.26   | 27.54  |

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   | 30,077 | -1.73   | 0.85   |
| 恒生工商业  | 9,670  | -2.16   | 4.73   |
| 恒生地产   | 14,971 | -3.13   | -18.31 |
| 恒生公用事业 | 35,141 | -1.23   | 6.90   |

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) | 53.45    |
| 深港通 (南下) | 28.24    |

资料来源: 彭博

## 公司点评

### ■ 舜宇光学科技 (2382 HK, 上调至买入, 目标价: 67.88 港元) - 1H24 业绩盈喜缓解对 GPM 的担忧; 上调至“买入”评级

在公司发布 1H24 盈利同比增长 140-150% 的盈喜后, 我们将推荐评级调升为“买入”, 并将目标价上调至 67.88 港元, 主要由于我们认为公司 GPM 复苏、iPhone 份额增长和混合/潜望式摄像头采用超预期。我们将 FY24-25E 每股收益上调了 46-82%, 以反映更强劲的 GPM、iPhone 份额增长 (2024/2025 年为 18%/25%, 2023 年为 15%)、iPhone 订单赢取 (2024 年为前置摄像头/ToF、2025 年为混合镜头) 以及安卓旗舰机采用潜望式镜头。我们还认为, AI 智能手机的推出将在 2024 年下半年加速推动升级周期。我们新的 FY24/26E 每股收益较一致预期高 4-26%, 新的基于分部估值法的目标价为 67.88 港元, 基于 FY25E 25.2x PE。 ([链接](#))

### ■ 东江集团控股 (2283 HK, 买入, 目标价: 2.79 港元) - 1H24 盈喜公告, 2H24/FY25E 业务订单持续增长

东江集团在上周四盘后发布了 1H24 盈喜公告, 半年报净利润将同比上升不少于 40%, 周五公司股价表现正面, 今年以来股价已经上升 48%。我们在与公司管理层交流过后, 持续看好公司 2024 年下半年的业务景气度、新客户新订单放量以及各个下游业务线收入及利润率回升。在消费电子及可穿戴下游方面, Meta AR、SONOS 耳机、Insta360 运动相机等产品订单驱动相关业务板块收入增长, Polycom 通讯客户需求显著提升。我们预计公司 1H24 在手订单对比 FY23 年报期间也将有明显涨幅。我们预计公司 1H24 毛利率将提升至 24.3%, 受益于更高的产能利用率和更好的产品组合。

在经历了 2022 和 2023 年的疫情影响、行业逆风和主要客户去库存等因素影响之后, 我们预计公司 FY24/25E 净利润将同比上升 38% 和 19%, 受益于消费电子和通信客户需求回暖、可穿戴及智能家居新客户订单上量、产能稼动率提升以及经营杠杆作用。公司在手现金充盈, 于 2023 年偿还了大部分银行贷款, 财务情况稳健。公司在 FY23 发放了特别股息, 如无特别投资和收并购计划, 公司有望在 FY24 依然维持较高的股息支付比率。

我们维持公司目标价 2.79 港元, 依然是基于 8.2 倍的 FY24E 市盈率倍数。公司目前股价对应 5.6 倍的 FY24 市盈率倍数; 考虑到目前公司 FY24/25E EPS 同比增速 38%/19%, 以及股息收益率 8%/10%, 我们认为估值非常具有吸引力, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ 美东汽车 (1268 HK, 买入, 目标价: 3.0 港元) - 我们预计 1H24 仍将盈利

1H24 盈利预测: 我们预测美东 1H24 新车销量同比下滑 8% 至 29,200 台 (保时捷: 4,500 台, 宝马: 11,500 台)。尽管保时捷 1H24 在中国市场销量同比下滑 39%, 我们预计美东在保时捷中国市场的份额或从 2H23 的 16% 扩大到 1H24 的 17%。我们预计美东 1H24 新车平均售价将同比下降 13%, 主要因为终端折扣增加。尽管上半年售后服务次数可能有所减少, 我们预测美东的售后服务收入将同比增长 12%, 主要得益于保时捷在售后收入中占比更高, 以及汽车金融佣金收入同比增加 (美东将金融佣金记在售后, vs. 其他经销商记在其他收入)。

我们预计美东 1H24 新车毛利率将降至-3.7%（保时捷：-4%，宝马：-7%，雷克萨斯：-2%），为历史最低。此外，考虑到可转债的回购，我们预计上半年利息费用有所下降，我们估算上半年因往香港分派现金导致的预提税约为 3,500 万元。综上，我们预计美东 1H24 收入或同比下降 15%，毛利润同比下降 11%，在没有重大减值的情况下，我们预计美东上半年净利润将同比增长 9%至 4,300 万元。

2H24 和 2025 年展望：尽管现在行业和公司的能见度较低，但我们预计 2H24 和 2025 会略好于 1H24。我们预计 2H24 保时捷销量或继续低迷，但由于销量目标降低，经销商的新车毛利率或将略有恢复。考虑到外资车企可能会调减销量目标，我们预计美东的新车毛利率在 2025 年有望同比提高 1.2 个百分点至-2%。此外，在可转债利息费用和预提税的影响消除后，我们预计 2025 年公司的相关费用将同比减少 1.3 亿元。综上，我们预计 2025 年净利润有望同比增长超过 100%至 3.6 亿元。

估值：我们维持美东的“买入”评级，将目标价下调至 3.0 港元，基于 10x FY25E P/E。展望 2025 年，考虑到可转债相关费用的消除以及宝马进入全新新能源产品周期，我们预计投资者对美东的展望会更加乐观。（[链接](#)）

#### ■ 九毛九 (9922 HK, 下调至持有, 目标价: 3.59 港元) - 公布 24 年二季度营运数字和 24 年上半年业绩盈警

在二季度，太二、怂和九毛九的翻台率分别为 3.6 次、2.8 次和 2.6 次，比上季度的 3.9 次、3.0 次和 3.0 次有所下降，且同店销售同比亦下降了 18%、37% 和 13%，另客单价也有所下降，至 69 元、104 元和 55 元人民币。公司预计上半年净利润约为 6700 万元人民币，同比下降约 70%。公司表示原因包括客单价和翻台率的下滑、降本措施推行较晚、政府补助减少及一些餐厅资产的减值损失等等。未来管理层将加大力度推进加盟和主力外送的卫星店，优化菜单和定价，完善员工激励，并加强成本控制等等。

招银国际点评：1) 业绩低于预期，我们对餐饮行业和九毛九的预期已经较为悲观，但二季度的数据仍然低于预期，太二和怂在二季度的同店销售分别下滑 18%和 37%，相比我们预计的 8%和 25%更差；2) 太二的恢复率（相较于 2019 年水平）在二季度约为 71%，低于一季度的 76%，即便基数较低，但增长仍然乏力；3) 新措施未见成效，管理层在业务转型上已经较为积极（为解决明星产品酸菜鱼的创新和年轻人消费力下降的问题），但新产品的口碑一般，而且客单价的下调也未能有效提升客流量，成本削减措施推行较晚且力度不足，因此负经营杠杆效应比较明显；4) 对三季度和下半年保持谨慎，由于宏观环境疲弱和去年基数较高，我们对 24 年三季度和下半年的表现保持谨慎，预计所有品牌的翻台率将进一步降低（太二、怂和九毛九的分别为 3.6 倍、2.8 倍和 2.8 倍），同时也预计店铺扩张会因此而放缓，我们调整了 24 年的新店开设预期（太二约 110 家，怂约 30 家，原预期分别为 120 家和 35 家）。

下调评级至“持有”，目标价亦下调至 3.59 港元。由于下半年行业前景严峻、销售增长乏力和目前较高的估值，我们将九毛九的评级下调至“持有”，目标价下调至 3.59 港元。目前股价对应 23 倍 24 年预测市盈率，鉴于上半年 6% 的销售增长和 70% 的净利润下滑（24 财年预期约 19% 的销售增长和 56% 的净利润下滑），我们认为估值仍然偏高。（[链接](#)）

■ **兗煤澳大利亞 (3668 HK, 買入, 目標價: 45 港元) - 2Q24 銷量+1%; 全年目標仍可實現**

兗煤澳大利亞 2Q24 運營數據略低於我們預期，受惡劣天氣條件和長壁移動等因素影響，權益銷量同比僅增長 1%至 860 萬噸。2Q24 平均售價同比下降 20%，但符合市場趨勢和我們的預期。我們測算兗煤澳大利亞 2Q24 收入約為 15 億澳元（同比 -20%；環比 +3%）。兗煤澳大利亞維持全年銷量指引不變。我們認為當 24 年下半年銷量增長有所改善時，公司有機會實現目標範圍（3,500-3,900 萬噸）。我們維持盈利預測不變，並將在 8 月份發布 1H24 業績後再次審視我們的假設。維持“買入”評級和基於淨現值的目標價 45 港元。當前股價相當於 6x 2024 年市盈率和 8.5%收益率，具吸引力。（[鏈接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

| 公司名字   | 股票代码      | 行业         | 评级 | 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    | 1FY    | 2FY  | 1FY    | 1FY  | 1FY    |     |
| 长仓     |           |            |    |         |         |       |        |      |        |      |        |     |
| 理想汽车   | L1 US     | 汽车         | 买入 | 19.64   | 26.00   | 32%   | 3.1    | 1.9  | 2.7    | 11.2 | 0.0%   |     |
| 吉利汽车   | 175 HK    | 汽车         | 买入 | 8.07    | 14.00   | 73%   | 11.5   | 10.6 | 0.9    | 8.4  | 3.6%   |     |
| 中联重科   | 1157 HK   | 装备制造       | 买入 | 4.69    | 7.50    | 60%   | 8.8    | 7.8  | 0.7    | 7.6  | 7.1%   |     |
| 浙江鼎力   | 603338 CH | 装备制造       | 买入 | 53.38   | 75.00   | 41%   | 12.8   | 11.1 | 2.5    | 21.6 | 1.9%   |     |
| 波司登    | 3998 HK   | 可选消费       | 买入 | 4.01    | 5.98    | 49%   | 12.2   | 10.3 | 2.7    | 26.3 | 7.2%   |     |
| 江南布衣   | 3306 HK   | 可选消费       | 买入 | 13.04   | 19.77   | 52%   | 7.9    | 6.9  | 2.7    | 39.4 | 12.4%  |     |
| Vesync | 2148 HK   | 可选消费       | 买入 | 4.39    | 6.79    | 55%   | 54.9   | 46.2 | 11.5   | 21.7 | 0.8%   |     |
| 贵州茅台   | 600519 CH | 必选消费       | 买入 | 1525.62 | 2219.00 | 45%   | 21.1   | 18.7 | 7.7    | 37.7 | 2.5%   |     |
| 百济神州   | BGNE US   | 医疗         | 买入 | 154.74  | 269.73  | 74%   | N/A    | N/A  | N/A    | N/A  | 0.0%   |     |
| 迈瑞医疗   | 300760 CH | 医疗         | 买入 | 285.25  | 383.49  | 34%   | 25.2   | 21.2 | 7.9    | 40.0 | 2.2%   |     |
| 中国太保   | 2601 HK   | 保险         | 买入 | 20.15   | 24.80   | 23%   | 6.1    | 5.8  | 0.7    | 12.4 | 5.7%   |     |
| 中国财险   | 2328 HK   | 保险         | 买入 | 9.55    | 11.90   | 25%   | 7.2    | 6.7  | 0.8    | 12.0 | 6.1%   |     |
| 腾讯     | 700 HK    | 互联网        | 买入 | 364.00  | 480.00  | 32%   | 17.7   | 16.1 | 3.3    | 17.4 | 1.1%   |     |
| 阿里巴巴   | BABA US   | 互联网        | 买入 | 75.27   | 124.90  | 66%   | 1.2    | 1.1  | 1.5    | 10.7 | 1.1%   |     |
| 拼多多    | PDD US    | 互联网        | 买入 | 133.04  | 192.70  | 45%   | 1.6    | 1.1  | 4.4    | 45.0 | 0.0%   |     |
| 亚马逊    | AMZN US   | 互联网        | 买入 | 183.13  | 211.00  | 15%   | N/A    | N/A  | 51.6   | 21.3 | 0.0%   |     |
| 华润置地   | 1109 HK   | 房地产        | 买入 | 25.35   | 45.10   | 78%   | 5.1    | N/A  | 0.6    | 13.8 | 6.3%   |     |
| 鸿腾精密   | 6088 HK   | 科技         | 买入 | 3.09    | 4.24    | 37%   | 114.4  | 73.6 | 7.8    | 7.4  | 0.0%   |     |
| 小米集团   | 1810 HK   | 科技         | 买入 | 16.52   | 25.39   | 54%   | 18.0   | 16.4 | 2.1    | 10.9 | 0.0%   |     |
| 比亞迪电子  | 285 HK    | 科技         | 买入 | 33.70   | 45.15   | 34%   | 14.1   | 10.4 | 2.1    | 28.3 | 1.9%   |     |
| 中际旭创   | 300308 CH | 半导体        | 买入 | 134.98  | 183.00  | 36%   | 22.1   | 17.2 | 7.7    | 23.2 | 0.5%   |     |
| 北方华创   | 002371 CH | 半导体        | 买入 | 355.00  | 405.00  | 14%   | 34.1   | 24.1 | 6.4    | 21.0 | 0.3%   |     |
| 金蝶     | 268 HK    | 软件 & IT 服务 | 买入 | 6.20    | 15.50   | 150%  | N/A    | 86.1 | 2.4    | N/A  | 0.0%   |     |

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 7 月 19 日）

## 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。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。