

每日投资策略

个股速评

个股速评

■ **小鹏汽车(XPEV US) - 小鹏的二次品牌升级。**小鹏 2Q22 的经营亏损(21 亿元人民币)基本符合我们预期, 9.4 亿元的汇兑损失导致净利润低于预期。3Q22 的销量指引低于预期, 或许从侧面开始验证我们在 8 月 15 日的行业报告中提到的我们对价格战的担心。我们下调小鹏全年销量预测至 14.7 万台。我们认为小鹏明年的重点车型将聚焦在全新平台的 B 级 SUV (对标 Model Y)、C 级新车、G9 以及改款的 P7, 这将是小鹏从 G3 成功升级到 P7 之后的第二次品牌升级。我们认为这次的难度可能更大, 单靠有特色的辅助驾驶功能可能还不够吸引这些消费者, 小鹏也准备了 800 伏超充、全新融合的平台等硬件创新, 但我们认为此时下结论有些为时过早, G9 给消费者的观感或成为升级关键。考虑到不确定性, 我们下调明年的销量至 25 万台。虽然管理层在 G9 的介绍中提到以城市 NGP 为基础, 但并没有给出明确的 XPilot 3.5 的 OTA 时间。随着友商都陆续上线类似的高速 NGP 功能, 小鹏的城市 NGP 时间表及被消费者的接受程度仍然是公司独特定位和估值的关键。我们维持买入评级, 目标价从 60 美元下调至 40 美元, 基于 23 财年 3.2 倍的 P/S 估值。在看到更清晰的升级是否成功的信号 (比如 G9 交付后的消费者反馈) 后或许是更好的时间节点。

■ **特步国际 (1368 HK) - 无需过分担忧库存, 公司维持全年财务指引。**公司 22 财年上半年业绩符合预期, 销售同比增长 37%至 56.8 亿元人民币, 比招银国际预测高 2%, 考虑到东北地区经销商因疫情而取消的一些订单, 表现依然强劲。净利润同比增加 38%至 5.9 亿元人民币, 比招银国际预测高 2%, 当中包括索康尼、迈乐和特步儿童的销售增长超预期, 但税率也比预期高。派息比率也从 21 财年约 60%下降至只有 50%, 但仍是同业最高, 原因是公司想多留现金去拓展业务。库存天数也从去年底的 77 天增加至 106 天, 但主要是因为疫情导致部分订单取消以及盖世威和帕拉丁海外航运延误影响, 以及保留一定库存应付未来消费者需求。此外, 公司 7、8 月零售流水增速加快, 管理层提到特步主品牌 7/8 月的零售流水增长约为 20-30%/30%, 而 5/6 月只录得 10%/30-35%增长。这增速已经是同业最快。管理层提升 22 财年全年的销售增长指引从 25-30%至约 30%, 因为: 1) 特步主品牌快速复甦, 下半年不需要再进行订单调整, 2) 特步儿童发展快速, 得益于体育课成为学校必修课之一, 3) 门店扩张以及店铺平均面积增长。虽然毛利率指引是在 42-42.5%左右, 但特步儿童的营运支出超预期, 因为公司想在未来 1-2 年内打下基础, 以取得更好的长期增长, 所以公司全年整体净利润率可能下降 0.3-0.5%。因此, 我们维持买入评级, 目标价维持在 17.04 港元, 基于 27 倍 23 财年市盈率, 现价在 21 倍。

■ **安踏体育 (2020 HK) — 安踏/FILA 牌业绩拐点出现, 亚玛芬将实现盈亏平衡。**公司 22 财年上半年业绩表现超预期, 销售/净利润分别日上升 14%/下跌 7%至 260 亿元人民币/36 亿元人民币, 比招银国际预测高 11%/5%, 原因包括: 1) DTC 转型好于预期, 2) 其他收入好于预期, 3) 强韧的经营利润率, 也包括 4) 高于预期的财务成本和税率。我们对公司上半财年 22.3%的经营利润率表示非常满意, 比招银国际预测高 1.3%, 亦远超去年下半财年的 19.2%, 尽管疫情形势比当时更严峻。此外, 如果我们剔除库存减值, FILA 的经营利润率更可达到 24-25% (此前为 22%), 对比疫情前 19 财年的 27%相近。此外, 安踏/FILA 牌在 7、8 月份的零售流水达高单位数增长/超 10%增长, 对

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	19,503	-0.78	-16.64
恒生国企	6,649	-0.69	-19.27
恒生科技	4,141	-0.26	-26.98
上证综指	3,276	-0.05	-9.99
深证综指	2,227	-0.04	-11.97
深圳创业板	2,780	0.05	-16.32
美国道琼斯	32,910	-0.47	-9.44
美国标普 500	4,129	-0.22	-13.37
美国纳斯达克	12,381	0.00	-20.86
德国 DAX	13,194	-0.27	-16.94
法国 CAC	6,362	-0.26	-11.06
英国富时 100	7,488	-0.61	1.40
日本日经 225	28,453	-1.19	-1.18
澳洲 ASX 200	6,962	-1.21	-6.49
台湾加权	15,096	-0.98	-17.14

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	30,507	-0.78	-9.93
恒生工商业	11,040	-0.72	-21.12
恒生地产	24,962	-1.37	-15.61
恒生公用事业	40,893	-0.50	-19.32

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)	4.96
深港通 (南下)	4.74
沪港通 (北上)	-38.15
深港通 (北上)	-27.97

资料来源: 彭博

比2季度中单位数增长/低单位数下滑大幅改善。而其他品牌（迪桑特/可隆）在7、8月份的零售流水增长也可以达到30%以上，对比2季度30%以上/35%以上的零售流水增长。公司有调整全年指引，公司期望安踏/FILA/其他品牌的零售流水在下半财年将录得10%以上/10%以上/30%以上增长，对比之前的指引略为下调，但是我们认为市场已经消化了，并更多关注公司之后的业绩反转。此外，公司也希望安踏品牌全年收入增长能达到20%以上。我们总体对公司下半年表示正面，因为：1) 高端化趋势，2) 1、2线城市拓展顺利，以及上半年新店表现不俗，3) 安踏/FILA的经营利润率或将进一步改善，4) 新品牌的良好势头，销售增长更快和利润率更高。我们维持买入评级，目标价上调至122.05港元，基于25倍23财年市盈率，现价在19倍。

- **广联达 (002410 CH) - 基建业务带来新增长动力。**广联达2022年第二季度业绩超预期，收入达16.4亿元人民币（同比增长23%），净利润达2.88亿元人民币（同比增长38%）。数字造价业务云收入同比增长28%至7.94亿元人民币。新签云合同（同比增长18%）和合同负债（同比增长28%）的增长印证了其SaaS模式的稳健前景。数字施工业务方面，收入从低基数快速上升（同比增长67%），广联达维持全年数字施工业务收入同比增长30%的指引不变。我们继续看好广联达的SaaS表现和研发能力，其数字基建业务的拓展将部分抵消房地产行业波动带来的影响。维持买入评级，目标价上调至85.19元人民币。
- **万国数据 (GDS US/ 9698 HK) - 复苏时间缺乏能见度。**万国数据公布的22财年第二季度业绩符合我们预期，EBITDA同比增长19%，达10.6亿元人民币。然而，GDS将22财年全年的收入和调整后EBITDA增速指引下调至+19%和+14%（之前为同比+22%和+18%），主要原因是：1) 有45%原定于在22财年内投入运营的数据中心面积被延迟到23财年或之后；2) 电费的上涨继续影响利润率。同时，GDS正在设立中国数据中心基金以缓解其资产负债表端的压力。公司估值目前处在3年平均的1个标准差以下，我们维持买入评级，下调目标价至35.07美元 (GDS US) 及33.96港元 (9698 HK)。
- **快手 (1024 HK) - 业绩亮眼，2H22展望超预期。**快手2Q22业绩再次超预期，DAU/收入同比增长18.5%/13%（比市场预期分别高1%/5%），净亏损为13亿元人民币（好于预期29亿元）。基于其强劲收入增长和好于预期的利润率（国内业务经营利润提前两个季度实现盈亏平衡），我们认为该业绩表现亮眼。2H22指引基本符合预期（但未有惊喜），预计3Q22/4Q22收入同比增长12%/15%。我们预测3Q和4Q的电商GMV同比增长26%/30%，全年实现GMV 9,000亿元人民币的目标不变。3Q22广告预计同比增长12%，其中内循环电商广告和品牌广告增长势头良好，外循环广告预计同比持平。快手在2H22或将加大国内及国外营销力度，但仍以ROI驱动为导向。我们维持公司全年收入预测不变，目标价120港元。我们重申看好公司的韧性增长、市占提升，及亏损缩窄。
- **同程旅行 (780 HK) - 复苏趋势向好。**同程旅行2Q22业绩超预期，收入/经调整净利润同比下降38%/73%，比市场预期高5%/49%。管理层预计3Q22收入同比增长5%-10%（中值高于市场预期15%），净利润在3.0-3.5亿元人民币（中值高于预期7%），主要受益于自6月中旬以来酒店业务的强劲复苏。我们预计3Q22酒店将同比增长22%，货币化率维持在9%以上。2Q22为ADR低点，我们预计ADR在3Q22将恢复至200元人民币。交通业务仍将下降，预计3Q22同比下降2%，货币化率保持稳定。鉴于同程低线城市覆盖比例较高（受疫情反复影响较小），我们预计公司将持续实现高于行业的增长，及快于同行的反弹。我们预计2022财年收入/净利润同比下降7%/27%（经调整净利率为13.4%）。为了反映更好的复苏态势，我们上调公司2023-2024财年盈利预测1-2%，并将目标价调整至20港元。

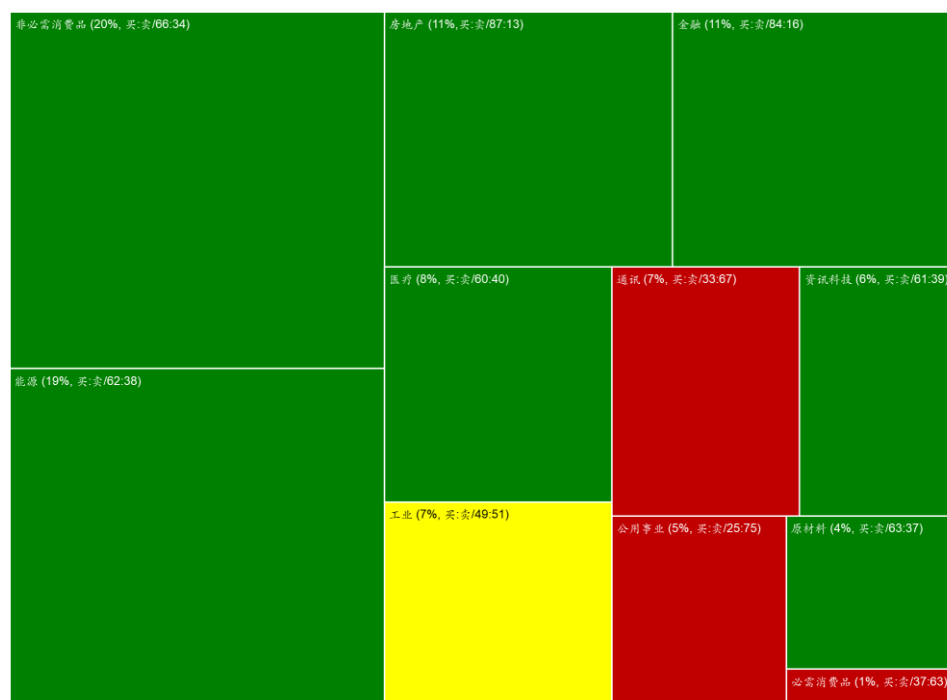
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	股價 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)	上行/下行 空間	市盈率(倍) 2022E	2023E	市淨率(倍) 2022E	2023E	ROE(%) 2022E	2023E	股息率 2022E
長倉													
蔚来汽車	NIO US	汽車	買入	18.29	45.00	146%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
億和控股	838 HK	汽車	買入	1.73	3.00	73%	9.2	5.8	N/A	N/A	11.5	3.5%	
晶盛機電	300316 CH	裝備製造	買入	83.11	93.00	12%	40.0	32.6	11.7	33.4	0.5%		
三一國際	631 HK	裝備製造	買入	8.26	14.60	77%	13.6	11.4	2.3	17.7	2.2%		
順丰控股	002352 CH	快遞	買入	49.73	94.00	89%	32.1	22.0	2.8	9.2	0.6%		
特步國際	1368 HK	可選消費	買入	12.62	17.04	35%	24.4	19.6	3.3	13.9	2.5%		
美的集團	000333 CH	可選消費	買入	52.12	67.79	30%	11.5	10.1	2.5	23.4	3.5%		
华润啤酒	291 HK	必需消費	買入	56.25	72.40	29%	37.7	35.0	6.3	16.8	1.0%		
百威亞太	1876 HK	必需消費	買入	22.50	28.40	26%	36.3	32.3	3.3	9.2	1.4%		
信达生物	1801 HK	医药	買入	32.15	55.33	72%	N/A	N/A	4.6	N/A	0.0%		
药明生物	2269 HK	医药	買入	66.25	120.39	82%	54.4	39.8	5.6	12.4	0.0%		
人保财险	2328 HK	保險	買入	7.78	12.2	57%	6.2	4.8	0.7	12.0	0.1		
快手	1024 HK	互聯網	買入	75.10	120.00	60%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
华润置地	1109 HK	房地產	買入	30.95	44.79	45%	5.5	N/A	0.8	14.3	6.2%		
碧桂园服务	6098 HK	房地產	買入	15.72	47.60	203%	8.0	6.0	4.5	30.2	3.1%		
歌尔股份	002241 CH	科技	買入	36.72	48.00	31%	21.5	17.7	N/A	N/A	18.1	0.7%	
闻泰科技	600745 CH	科技	買入	68.07	93.12	37%	28.0	18.3	2.3	8.1	0.4%		
金蝶国际	268 HK	軟件 & IT 服務	買入	15.42	23.83	55%	N/A	N/A	6.4	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 23 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 23/8/2022

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。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。