

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 立讯精密 (002475 CH, 买入, 目标价: 55.09 元人民币) - 3Q24 业绩及 FY24 业绩预告符合预期, 看好 Apple Intelligence 落地促进业务增长

立讯精密 3Q24 收入/归母净利润分别同比上升 27%/22%, 与公司先前给出业绩预告净利润同比增长区间相符 (14.4%-26.6%)。公司同时发布 FY24 全年业绩预告指引, 预计归母净利润同比增长 20-25% 区间。3Q24 公司季度收入增长较快, 我们认为主要是由于立讯精密在新一代 iPhone 当中的高端机型供应份额提升, 同时管理层强调 3Q24 季度业务中, 消费电子终端产品包括手机、PC、XR、AIoT 等产品品类受到边缘 AI 应用落地的促进, 但也看到公司控股子公司立铠精密科技 (盐城) 有限公司受主要客户智能头显产品的影响, 吸收了较大的成本费用损失; 另外, 公司在 AI 服务器数据中心连接方案方面, 以及汽车电子业务方面均看到不错的下游客户需求和业务进展。展望 FY24E 全年, 公司预计全年公司归母净利润将同比增长 20-25%, 大体符合市场先前预期。我们认为公司未来业务主要驱动力来自于 AI 服务器及数据中心连接方案业务拓展和落地, 汽车电子平台业务受到近期对于德国莱尼公司的收购促进, 进一步加大在中国及全球头部 Tier-1/OEM 品牌车企处的业务渗透; 另外, 苹果即将落地的 Apple Intelligence AI 功能也将成为立讯精密的主要业绩催化。

估值方面, 目前公司股价对应 18.9 倍 FY25E 市盈率倍数, 我们认为考虑到 22%/19% 的 FY25/26E 净利润增速来说仍有一定吸引力。我们把公司的目标市盈率倍数调整至 FY25E, 新的目标价 55.09 元人民币是基于 24 倍的 FY25E 市盈率倍数 (前值: 45.11 元人民币), 维持“买入”评级。我们关注 Apple Intelligence 随着 iOS 18.1 更新在北美地区首轮发布的用户反馈及对于苹果产业链公司股价的催化。 ([链接](#))

■ 长城汽车 (2333 HK, 买入, 目标价: 17 港元) - 3Q24 核心盈利符合预期, 海外和新车将助力明年增长

长城汽车 3Q24 收入比我们之前的预测高出约 5%, 但毛利率比我们的预测低 0.8 个百分点为 20.8%, 整体毛利润和我们的预测一致。研发和销管费用合计也基本符合我们的预期。3Q24 净利润环比下滑 13% 至 34 亿元, 低于我们此前的预测 5.7 亿元, 主要是因为汇兑损失和增值税抵减的延迟到账。

海外增长的韧性或好于市场预期: 公司目标明年海外销售将同比增长 29% 至 58 万台, 主要得益于 KD 工厂和新车型的增量贡献。考虑到长城丰富的海外经验以及巴西工厂的投产, 我们认为这个目标是有望实现的。我们预计明年长城海外市场的利润率仍有望维持稳定, 但考虑到更多车企卷到海外, 2026 年海外的利润率或有所下滑。

明年的大量新车有望重振中国市场销量: 我们测算长城今年在国内的批发销量或同比下滑 17% 至 76 万台, 很多原本规划于今年上市的新车将推迟至明年。明年公司计划推出 7 款新能源新车型, 包括四款 Wey 品牌车型 (含 2 款

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

轿车，1 款大型 SUV），两款哈弗品牌新车（H7 + 猛龙系列另一款车），以及欧拉的二代好猫。虽然我们对明年 Wey 品牌定价 25 万以上的轿车的销量预测持谨慎态度，但大型和中型 SUV 有望贡献额外的销量。2025 年将是公司加速新能源转型的一年，我们仍然认为长城还需要一款爆款车型（类似燃油时代的 H6）来夯实其在新能源时代的市场地位。我们上调明年的销量预测至 136 万台（同比增长 13%），其中国内增长 3%，海外增长 29%，并上调净利润预测 7% 至 140 亿元。维持“买入”评级，调整目标价至 17 港元（前值：14 港元），基于 10x FY25E P/E。（[链接](#)）

■ **韦尔股份（603501 CH，买入，目标价：130 元人民币）- 三季度业绩符合预期**

韦尔股份发布 2024 年三季度业绩。公司实现了创纪录的季度收入 68 亿元人民币（同比增长 9.5%，环比增长 5.7%），略低于我们和市场预期的 2% 和 4%。管理层将增长归因于消费需求的复苏、高端智能手机市场的产品渗透增加以及自动驾驶应用的推广。三季度毛利率稳定在 30.4%（二季度为 30.2%），表明业务已从周期低谷恢复（较去年三季度增长 8.6 个百分点）。净利润为 10 亿元人民币，同比增长 368.3%，环比增长 24.6%，与我们预期一致，高于市场预期 2%。该增长主要得益于 1）2023 年三季度低基数（2 亿元人民币），2）有利的产品组合，以及 3）有效的成本控制。净利润率稳步提升至 14.8%（上季度为 12.6%，去年同期为 3.5%）。维持“买入”评级，调整目标价至 130 元人民币（前值：115.39 元人民币），对应 32 倍 2025 年市盈率（此前为 40.7 倍）。（[链接](#)）

■ **闻泰科技（600745 CH，买入，目标价：52 元人民币）- 拐点信号明确，双业务板块环比均改善**

闻泰科技发布 2024 年三季度业绩，收入为 196 亿元人民币（自 2020 年以来的最高单季度收入），同比增长 28.7%，环比增长 12.9%，超过彭博一致预期的 16%。毛利率为 11%，相比于 2024 年一、二季度的 9.2% 和 9.7% 有所提升，超过市场预期的 10.5%。净利润达 2.74 亿元人民币，扭转二季度亏损局面。ODM 和半导体业务均实现销售的环比增长（分别增长 15% 和 6%），显示公司业务正在逐步摆脱周期低谷。我们分别上调公司 2025/26 年 EPS 22%/15%，由于我们认为公司净利率将持续改善。维持“买入”评级，目标价调整至 52 元人民币（前值：48 元人民币），基于 2025 年 25 倍市盈率（此前为 23.5 倍），我们认为公司两大业务板块已度过最艰难时期，且复苏拐点在即。（[链接](#)）

■ **特步（1368 HK，买入，目标价：7.5 港元）- 双 11 表现尤为关键，但利润增长指引仍然维持**

24 年三季度零售销售增长如预期放缓。特步三季度零售销售增长仅为中单位数，较二季度的 10% 有所放缓。放缓主要因宏观环境疲软、不利的天气及运动时尚需求疲软。电商增速预计仍高于线下，而跑步产品的销售表现优于时尚产品及儿童系列。库存和折扣仍然健康。三季度特步库存销售比为 4 个月，环比持平但同比改善。零售折扣保持稳定，三季度在 75 折，优于去年同期的 7 至 7.5 折，同样也是好于预期。

展望四季度，10 月零售销售有所改善，但双十一的表现仍至关重要。管理层提到 10 月零售销售增长超 10%（客流和平均单价均有所提高），但其持续性取决于双十一的实际表现。至 10 月底，预售增长约为 10% 以上，但管理层更

关注盈利能力和库存健康性。我们对 24 财年净利润增长仍具信心。尽管三季度销售增长不达预期，管理层仍预计 24 财年净利润增长将超过 20%，主要支撑因素包括：1) K&P 板块的分拆，2) 库存清理压力有限，3) 净新店开设放缓，4) 积极控制广告费用等。

25 财年展望温和乐观。对于特步核心品牌，尽管平均单价可能保持不变（高价跑鞋的销售比例上升，同时被更多大众市场产品销售所抵消），我们仍预计 25 财年特步主品牌销售增长为高单位数，原因是：1) 跑步产业的快速增长，2) 产品质量的不断提升，3) 渠道库存较低带来的订单增长，4) 抖音平台的快速增长。另外，Saucony 品牌的增长前景也乐观，预计 25 财年销售增长超 30%，主要受到其优质产品、深圳新旗舰店反馈良好、品类扩展及门店扩展等因素的推动。

维持“买入”评级并将目标价上调至 7.50 港元（前值：6.67 港元），基于 13 倍 25 财年预测市盈率（之前为 14 倍 24 财年）。现价估值为 10 倍，股息率则为 5%。（[链接](#)）

■ **李宁 (2331 HK, 买入, 目标价: 19.58 港元) - 24 财年指引维持, 但我们看法较为保守**

24 年三季度零售流水略好于市场预期。李宁的 24 年三季度零售销售下降约中单位数，较二季度的低单位数下降有所恶化，但略优于市场预期（考虑到同行近期疲软的数据）。电商渠道增长更为稳健，达到中单位数，而线下渠道销售则下降高单位数（直营/批发分别下降中单位数/高单位数）。功能性产品的销售表现优于时尚类产品（“中国李宁”系列压力较大），同时奥特莱斯和非奥特莱斯销售增长均有所放缓。零售折扣与库存均有压力。24 年三季度线下渠道零售折扣同比加深低单位数，而电商渠道的折扣则有所改善。库存销售比约为 5 个月，环比二季度的 4.5 个月有所上升，但与去年三季度持平。

公司维持了 24 财年的指引（低个位数销售增长和低双位数的净利润率），但我们更为谨慎，预计仅有 2% 的销售增长和 11% 的净利润率。尽管管理层强调 10 月零售销售已转为正增长，但要实现低个位数增长目标，四季度的销售增长需达到 10% 以上，但我们较为保守（预计 7%）。双十一期间的表现也至关重要。我们认可公司在成本控制方面的决心，但对经营利润率仍持谨慎态度，主要由于以下原因：1) 零售折扣需要加深以实现年底 4 个月库销比的目标，2) 不利的渠道结构调整，3) 大于预期的负经营杠杆效应，以及 4) 相对固定的经营开支，包括工厂和办公室新增的折旧开支。

成立海外业务合资公司。李宁公司宣布与创始人李宁先生及红杉公司成立合资公司，拓展“一带一路”区域（如东南亚和中东）的业务。李宁公司/李宁先生/HongShan Venture 和 HongShan Motivation 将在该合资公司中分别投资约 5800 万港元/5200 万港元/6270 万港元和 2730 万港元（总金额为 2 亿港元）。公司拥有在第 4 年和第 8 年后回购股份的权利（如果未达到销售目标 7.8 亿美元）。在海外市场拓展方面，安踏的目标为实现 15 亿美元的零售流水，与李宁的目标较为相似。

维持“买入”评级并将目标价上调至 19.58 港元（前值：16.18 港元），基于 13 倍 25 财年预测市盈率（之前为 12 倍 24 财年市盈率）。现价估值为 11 倍和 4% 股息率，较有吸引力。随着市场情绪改善以及未来的复苏，我们对公司仍然长期看好。（[链接](#)）

■ **滔搏 (6110 HK, 下调评级至持有, 目标价: 2.58 港元) - 股息率虽高, 但业绩反转仍需等待**

25 财年上半年业绩表现符合预期。滔搏的销售额同比下降 8% 至 131 亿元人民币, 净利润同比下降 35% 至 8.74 亿元人民币, 与之前的盈利预警一致。业绩不佳主要原因包括: 1) 线下客流大幅减少导致经营杠杆效应下降, 2) 零售折扣增加及低毛利率的电商销售占比提升导致利润率下降。另外毛利率降至 41.1% (同比下降 3.6 个百分点), 远差于我们的预期, 但被更多的关店带来的成本节约所抵消。此外, 经营现金流亦同比增长 3%, 且公司宣布每股派息 16.0 分, 派息率接近 100% (去年为 74%)。

25 财年下半年展望审慎。滔搏的经销模式线下属性较多及耐克改革, 都使得未来几个月前景不容乐观。管理层预期 25 财年销售将同比下降中单位数, 净利润将同比下降 35%-45%。我们亦同意此观点, 原因包括: 1) 尽管 10 月初客流有轻微改善, 线下店需求疲软可能会拖累增长, 2) 滔搏对耐克品牌高度依赖, 但耐克的复苏可能需要 1-2 年, 3) 行业去库存压力较大 (耐克、李宁等品牌在双十一期间将加大促销力度)。此外, 利润率也面临较大压力, 原因包括: 1) 主要品牌的回扣和支持有限, 2) 去库存导致的折扣增加, 3) 线下流量疲软带来的负经营杠杆, 4) 潜在的拨备或减值, 以及 5) 电商业务占比上升也会拖累利润率。

下调滔搏的评级至“持有”, 目标价亦下调至 2.58 港元 (前值: 2.89 港元), 基于 12 倍 25 财年预测市盈率 (不变)。调整未来三年净利润预测约 11% 至 13%, 以反映销售疲软、门店关闭增加、零售折扣提升、毛利率下降及更高的拨备和减值风险等等。虽然 8% 的股息率很高, 但由于下半年前景不佳及耐克复苏时间也许较长, 我们看法仍然保守。 ([链接](#))

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。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。