

每日投资策略

宏观策略 / 行业、公司点评

宏观策略

■ PMI 显示需求疲软

中国制造业 PMI 延续萎缩，主要指数均有所走弱。国内外需求疲软，生产扩张速度有所放缓。服务业和建筑业指数均有所下降，但仍在扩张状态。出厂价格重回收缩，服务和建筑价格也进一步下降，通缩压力加剧。就业依然疲弱，对经济的负面影响持续。

PMI 显示 6 月经济疲软，需要额外政策支持。但预计近期不会出台重大政策刺激政策，下半年政策将延续渐进式宽松。在长期国债收益率创历史新低后，央行在公开市场操作中借入国债可能用于未来卖空，以阻止近期国债涨势。在房地产延续剧烈收缩和通缩压力持续背景下，防止期限利差为负和降低金融体系压力更好的政策选择是大幅降低短期利率，而非干预长期利率。决策者对汇率稳定的关注降低了国内货币政策的自主性，令人民币利率调整受制于美元利率与汇率。预计下半年央行仍需要在多目标之间寻求平衡，可能小幅下调法定存款准备金率、存款利率和 LPR。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国医药行业 - 我国辅助生殖行业迎来持续政策春风

近年来，多种因素导致我国面临日益严峻的人口形势。2023 年的出生人口为 902 万，相比 2016 年减少 49%，出生人口减少叠加人口老龄化加剧，造成我国人口年龄中枢显著上移。随着婚育观念的变化以及家庭和个人经济压力的增加，我国的平均婚育年龄明显后移，女性的平均生育年龄从 2000 年的 25.8 岁推迟至 2020 年的 29.7 岁，而不孕不育患病率随着年龄的增加而提高。庞大的人口基数和不断增长的不孕不育群体，使我国成为世界上试管婴儿 (IVF) 治疗周期量最大的国家，但 IVF 治疗的渗透率相比发达国家仍偏低。我们认为，价格是患者接受辅助生殖治疗时最看重的因素。自 2023 年起，我国有多个省市陆续将部分辅助生殖技术服务纳入医保，预计将有效降低患者的经济负担。从海外情况来看，积极的人口政策以及辅助生殖领域的支持政策将在长期提升民众对于辅助生殖服务的需求。

国内辅助生殖行业迎来持续政策利好。我国对于人口的支持政策是持续的，从 2015 年全面实施二孩政策到 2023 年以来多个地区将辅助生殖纳入医保等均体现这一趋势。辅助生殖作为解决人口生育问题的有力工具，在国家和地方层面均受到政策关注。迄今为止，我国已经有 10 个省市将部分辅助生殖技术服务纳入当地医保报销范围。我们测算了不同省市医保报销对 IVF 治疗费用的覆盖比例，以 1 代/2 代 IVF 为例，绝大部分省市 (8/10) 的覆盖比例超过 20%，部分省市接近或者超过 30%。考虑到患者对于辅助生殖费用的敏感性较高，我们认为医保对于辅助生殖服务的覆盖有望显著提高辅助生殖技术的普及率。

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,719	0.01	3.94
恒生国企	6,332	0.12	9.77
恒生科技	3,554	-0.96	-5.57
上证综指	2,967	0.73	-0.25
深证综指	1,618	0.25	-11.96
深圳创业板	1,683	-1.16	-10.99
美国道琼斯	39,119	-0.12	3.79
美国标普 500	5,460	-0.41	14.48
美国纳斯达克	17,733	-0.71	18.13
德国 DAX	18,235	0.14	8.86
法国 CAC	7,479	-0.68	-0.85
英国富时 100	8,164	-0.19	5.57
日本日经 225	39,583	0.61	18.28
澳洲 ASX 200	7,767	0.10	2.33
台湾加权	23,032	0.55	28.45

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	31,431	0.17	5.39
恒生工商业	9,733	-0.17	5.41
恒生地产	14,801	-0.03	-19.24
恒生公用事业	34,201	1.60	4.04

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)	26.32
深港通 (南下)	29.44

资料来源: 彭博

海外经验：政策支持对辅助生殖具有显著刺激作用。与中国类似，全球也面临严峻的人口和生育难题。海外多个国家/地区出台了积极的人口和辅助生殖的支持政策，包括对辅助生殖服务给予补贴或纳入医保。海外辅助生殖的需求量长期维持增长趋势。2004年起，日本政府实施了国民IVF治疗补助计划，2007至2011年其IVF治疗周期数的复合增速为10.7%，2011年后周期数也维持了长期增长。日本的辅助生殖出生婴儿在总出生人口中的比例从2007年的1.8%提升至2021年的8.6%，为全球主要经济体中最高。2004年，德国实施了《法定健康保险现代化法案》，IVF治疗的报销比例从之前的100%大幅降低至50%，导致了IVF治疗周期在短期内显著减少，2005年的周期数相比2003年大幅减少56%，这从另一个角度表明患者对辅助生殖治疗存在较高价格敏感度。其后多年，依托于德国持续的鼓励生育政策，辅助生殖周期数依然保持了增长趋势。

对我国辅助生殖政策的启示：基于海外多个国家/地区的经验，缓解患者的经济压力将可显著提升辅助生殖的治疗意愿。目前我国将辅助生殖纳入医保的10个省份的人口仅占全国总人口的28%。考虑到大多数人口大省以及过去5年人口净流出的省份仍未将辅助生殖纳入当地医保，我们认为辅助生殖纳入医保在地方政府层面仍有显著的政策推进空间。我们呼吁我国在政策端适度放开辅助生殖技术限制。虽然海外发达经济体的辅助生殖渗透率普遍较高，但各地区也呈现明显的差异，我们认为对辅助生殖技术服务的法规限制是导致渗透率差异的重要原因。我们建议可适度放宽第三代试管婴儿的临床应用范围并增加相关医疗资源供给，同时进一步支持辅助生殖新技术（例如细胞治疗、未成熟卵体外培养、线粒体置换等）的应用和落地，以更好的满足患者的多样化治疗需求。（[链接](#)）

■ 中国汽车行业 - 六大新能源品牌6月销量创新高

12家中国车企昨天公布了6月新能源车销量，合计销量同比增长42%，环比增长8%。我们预计6月整体新能源车零售销量有望环比增长7%至约84万台，市场份额提升至48%；上半年新能源车总销量将同比增长38%至约410万台，市占率41%。我们估计6月特斯拉在中国的零售销量有望环比增长15%至约6.4万台，2Q24特斯拉在中国的总销量或同比下滑5%。

蔚来小理略超预期：理想汽车6月交付环比增长36%至4.8万台，其中L6交付量破2万，符合我们此前的预期，其他车型总交付量环比增加约5,500台，好于我们此前的预期。我们认为2Q24理想的盈利能力主要取决于其控费能力。蔚来5月交付环比增长3%至2.1万台，创历史新高，隐含6月最后一周交付量超过8,500台。蔚来2Q24总交付量5.7万台，略超此前的销量指引，但2Q24毛利率或仍维持在个位数。小鹏6月交付量环比增长5%至1.1万台，对比零售数据，公司的渠道库存或有所增加。

比亚迪、极氪、零跑和鸿蒙智行创历史新高：比亚迪6月乘用车批发销量34万台，创历史新高，2Q24盈利有望环比显著提升。极氪和零跑6月交付量首次超过2万台，新上市的零跑C16定价很有竞争力。鸿蒙智行6月交付环比增长51%至4.6万台，其中M7和M9合计贡献3.6万台。（[链接](#)）

公司点评

■ 比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 45.15 港元) - 看好 iPad/iPhone 周期、新能源汽车、AI 服务器和机器人

我们在 6 月 28 日邀请了比亚迪电子参加了我们举办的科技企业日会议。管理层重申了对 2024 年的正面展望: 1) 苹果/安卓: iPad 份额增长、AI iPhone 升级周期和高端安卓手机业务增长; 2) 新能源汽车: 智能座舱、热泵系统、高端 ADAS 系统和主动悬架产品有望推动业务收入在 2024 年同比增长 40% 以上; 3) 英伟达 AI 服务器/机器人: 中国 CSP 对 AI 服务器需求和为工厂提供的自主移动机器人 (AMR)。该股目前估值为 15.2 倍 2024 年市盈率, 我们认为很有吸引力。目标价 45.15 港元是基于 17.2 倍 FY24E P/E。比亚迪电子是我们的行业首选, 重申“买入”评级。 ([链接](#))

■ 吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 14 港元) - 1Q24 业绩稳健, 2H24 或更佳

1Q24 盈利小幅超预期: 吉利史上首次公布了季度业绩。尽管受到价格战的影响, 吉利 1Q24 平均售价同比增长 6%, 好于我们的预期。剔除极氪后的毛利率同比下滑 2.1 个百分点至 14.2%, 符合我们的预期。销售费用略高于预期, 而管理费用略低于预期, 叠加好于预期的财务收益, 吉利 1Q24 净利润 15.6 亿元人民币略好于我们此前的预期。

全年展望: 我们维持极氪 24 年的销量预测 22 万台, 隐含下半年平均月销 2.2 万台 (vs. 6 月 2 万台)。我们估计 009 光辉版将改善极氪下半年的毛利率超过 1 个百分点, 因此我们预计极氪全年的毛利率有望从 1Q24 的 14% 提升至 14.7%。我们测算今年极氪在港股准则下整体净亏损或收窄至 7.7 亿元。我们上调吉利全年销量至 198 万台, 主要得益于上半年好于预期的燃油车销量。上半年领克的销量也好于预期。我们认为燃油车更好的规模效应有望抵消 PHEV 偏低的毛利率。我们上调吉利全年的盈利预测 5% 至 70 亿元。

估值: 我们维持“买入”评级, 目标价 14 港元, 基于分部估值, 其中极氪基于 1x FY24 核心 P/S, 吉利其他业务基于 13x FY24E P/E。 ([链接](#))

■ 耐克 (NKE US, 未评级) - 24 财年四季度业绩点评

24 财年四季度业绩略好于预期。销售下跌 2%, 低于市场预期 2%, 主要是美国和欧洲以及自营和电商渠道的需求较差; 利润增长 46%, 主因其他收入和税率好于预期。中国销售额 (以固定汇率计算) 增长 7%, 符合市场预期。

但 25 财年指引相当悲观, 三季度时公司仍然预期 25 财年会有正增长, 但现在预计销售会出现中单位数的负增长, 而且在 25 财年一季度, 销售跌幅更会高达约 10%, 一是宏观环境较差, 二是公司营运仍有待改善。休闲产品销售疲弱, 功能性产品相对较好, 但跑步和户外等品类仍然持续输给 On 和 Hoka 等小众品牌。尽管公司上半年的压力可能是短暂的 (因未来新产品推出的渠道更多会放到经销商, 而不是自营和电商), 但我们对新产品受欢迎的程度仍然持观望态度, 所以目前认为管理层假设下半年好转的确定性并不高。从利润率来说, 渠道变化也比较不利 (经销增加、自营减少), 且销售和管理费用仍然会有同比上升, 最终利润可能会有双位数的下降。

对于申洲 (2313 HK, 未评级) 等供应商, 我们认为影响略为负面, 因为 25 财年需求较差, 但库存水平尚可, 所以影响大体上仍然可控。但对九兴 (1836 HK, 未评级), 我们认为是中性, 因为 Jordan 品牌增长仍然较好。对于滔搏 (6110 HK, 买入) 和宝胜 (3813 HK, 未评级) 等经销商, 我们认为影响是中性, 因为一方面中国需求疲弱, 但公司重新聚焦批发业务, 对他们仍会有利好。对于安踏 (2020 HK, 买入) 和李宁 (2331 HK, 买入) 等竞争对手而言, 影响略为正面, 因为 25 财年对耐克来说应该是一个过渡年份, 他们采取激进的行为如价格战, 或者在营销上投放巨大的可能性较低。耐克估值仍然较高, 加上短期业绩较差, 我们认为风险仍然存在。

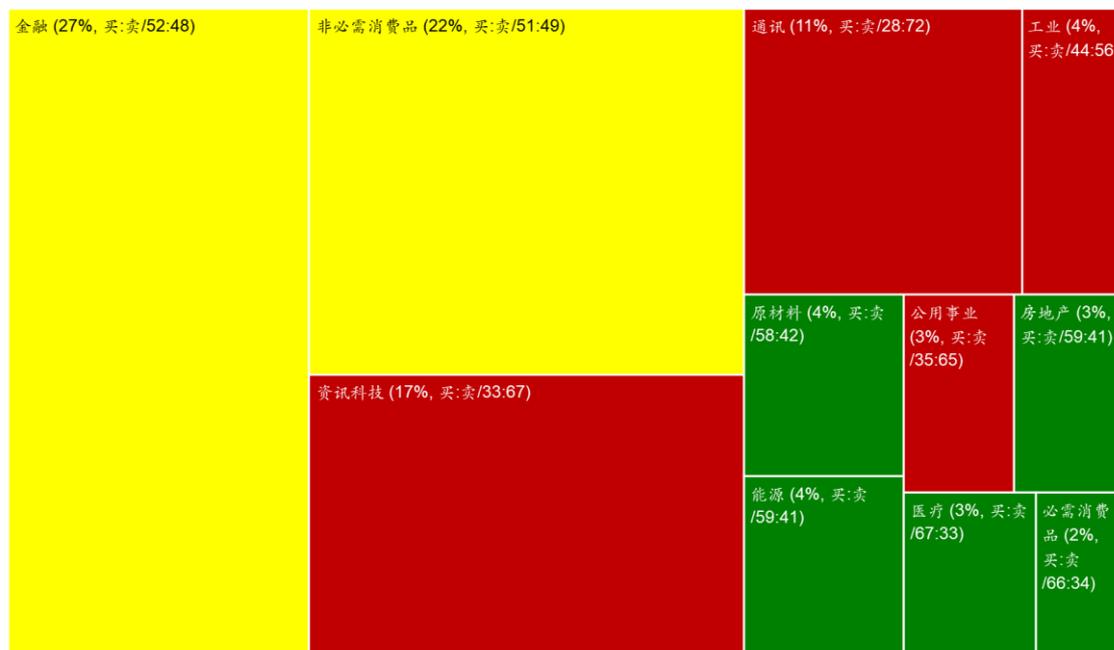
招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	现价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)		股息率	
				(当地货币)	(当地货币)		1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY		
长合														
理想汽车	LI US	汽车	买入	19.08	26.00	36%	3.0	2.2	2.6	11.2	0.0%			
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.79	14.00	59%	13.3	12.2	1.0	8.0	3.2%			
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.05	7.50	49%	9.5	8.4	0.7	7.6	7.0%			
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	61.21	75.00	23%	14.7	12.8	2.9	21.6	1.6%			
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	15.22	19.77	30%	9.2	8.1	3.2	39.4	10.7%			
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	26.10	31.24	20%	12.9	11.3	2.0	16.4	3.9%			
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.05	6.79	34%	63.1	53.2	13.3	21.7	0.6%			
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1440.38	2219.00	54%	19.9	17.7	7.2	37.7	2.6%			
百济神州	BGNE US	医疗	买入	144.89	269.73	86%	N/A	N/A	513.0	N/A	0.0%			
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	285.03	383.49	35%	25.1	21.2	7.8	40.0	2.2%			
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.06	24.80	30%	5.8	5.5	0.6	12.4	6.0%			
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.70	11.90	23%	7.3	6.8	0.8	12.0	6.0%			
腾讯	700 HK	互联网	买入	372.40	480.00	29%	18.1	16.5	3.4	17.5	1.1%			
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	72.18	124.90	73%	1.2	1.0	1.4	10.7	1.1%			
拼多多	PDD US	互联网	买入	132.98	192.70	45%	1.6	1.1	4.3	45.0	0.0%			
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	197.20	211.00	7%	N/A	N/A	55.5	21.3	0.0%			
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	673.61	审视中	N/A	36.8	30.1	90.9	32.7	0.0%			
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	46.15	97.00	110%	12.3	8.9	2.9	21.0	0.0%			
大键云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	32.00	46.00	44%	11.3	8.7	N/A	34.7	0.0%			
华润置地	1109 HK	房地产	买入	26.55	45.10	70%	5.3	N/A	0.6	13.8	6.1%			
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.47	审视中	N/A	N/A	N/A	8.8	7.9	0.0%			
小米集团	1810 HK	科技	买入	16.48	25.39	54%	17.9	16.3	2.1	10.6	0.0%			
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.00	45.15	16%	16.3	12.0	2.5	7.5	1.5%			
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	144.90	183.00	26%	23.7	18.4	8.7	23.2	0.4%			
北方华创	002371 CH	半导体	买入	324.86	405.00	25%	31.3	22.6	5.9	21.0	0.3%			
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	7.32	15.50	112%	N/A	101.7	2.8	N/A	0.0%			

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年6月28日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 28/6/2024

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之分析员，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风险。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。