

2023 年 Q3 投資研究季度報告

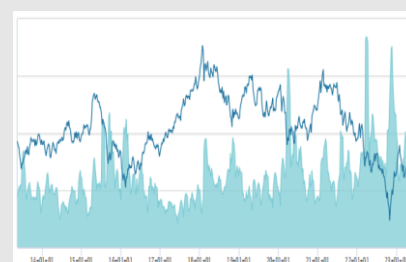
投資要点:

- 恆指 Q1 反彈後無以為繼，重新進入下降通道，但估值吸引
- 擔憂美國通脹韌性持續，加息週期存不確定性
- 關注穩定增長的政策信號，政策利好將在下半年加碼

報告摘要:

- 港股 Q2 轉弱的原因：1) 中國民間投資嚴重滯後，房地產投資是最大的因素。2) 中國工業生產恢復滯後於服務業，中小企業景氣度較低是關鍵。需求不足反應在價格上，可支配實際收入增速低於實際 GDP。3) 控制通脹仍然是美聯儲首要目標，較難改變美聯儲對加息終點的判斷。此外 6 月份美元兌離岸人民幣曾向上突破 7.2，兩國貨幣政策的走向美國是加息而中國是下調一年和五年期 LPR，我們認為人民幣弱勢是一個壓制港股估值的中短期趨勢。估值方面參考 2020 年 4 月恆指 BP 也曾出現跌破淨值及與 PE 背馳的情景，10 月份展開反彈至 2021 年 2 月 18 日的高位 31183 點，當時恆指的 PE 及 PB 均超越正一個標準差，關注 Q3 國內刺激政策的步伐，及下半年港股市場複製 2020Q4 的估值修復行情。
- 我們認為美國 PCE 物價指數同比增速低於預期暗示市場需求有所放緩，也有利於緩和市場對緊縮政策的情緒，雖然商品分項 PCE 物價指數同比已降至 1.1%，但服務分項 PCE 同比高達 5.3%，需要觀察下半年租金通脹會否進入下行通道，或美國勞動力市場工資下行或失業率等信號是否轉弱。
- 投資策略：7 月美聯儲在預期引導上保留了繼續加息的靈活性，通脹能否順利回落尚有不確定性，美聯儲短期維持鷹派態度。我們維持今年的投資策略主軸是中國經濟復蘇，六月的降息政策降低實體經濟的融資成本，釋放了穩定增長的信號，政策利好將在下半年加碼。中國對互聯網平台企業相關政策多次釋放積極信號，監管政策脈絡的逐步清晰有望提振互聯網板塊的投資緒。國務院常務會議審議通過《關於在超大特大城市積極穩步推進城中村改造的指導意見》，被視為通過城市更新貨幣化的手段支持房地產行業。我們認為人民幣中期弱勢的負面因素已被市場經消化，海外加息週期接近尾聲。當前港股表現已經充分反應對中國經濟的悲觀預期，6 月成交量低於 1000 億港幣，我們關注大市成交量能否重回 1100 億以上方以證明市場重拾動力，目前有較強的估值支撐。

市場表現



數據來源: Wind

行情数据

当前指数	19184
52 周最高	22700
52 周最低	14597
指數市值總和(億)	284,459
近三月日均成交(億)	1,023
52 周漲幅%	-4.91

数据来源: Wind

目錄

市場概覽	3
香港市場	3
美國市場	5
中國市場	7
歐洲市場	8
Q2 策略	9
市場策略	9
股票策略	9
公司推薦	10
產品介紹	13
基金產品	13
固定派息票據	13

市場概覽

香港市場

2023Q2 港股恒指下跌 7.27% (1483 點)，4 月初期市場預期中國經濟繼續復蘇，4 月第三周公佈的一季度 GDP 同比+4.5%，高於彭博預期 4%。3 月社零同比+10.6%，明顯超彭博預期的 7.5%，提振市場信心。美聯儲可能調整其緊縮的貨幣政策路徑，港股流動性環境總體趨向改善，4 月 17 日已見季內高點 20864 點。隨著 4 月後期至 5 月中國公佈的一系列 Q1 數據都顯示經濟復蘇不及預期，其中中國 5 月製造業 PMI 低過 4 月的 49.2，並連續兩個月處於 50 以下的收縮水平，投資者對國內經濟增長前景擔憂開始凸顯。

美國通脹依然高企，擔憂高利率水平及人民幣兌美元跌破 7.0 的心理關口，海外長線資金的流出港股，導致港股回調到 5 月 31 日的季內低點 18044，對比期間高位最大回撤達 13.52%。總結恒指 Q2 轉弱的原因：1) 中國民間投資嚴重滯後，房地產投資是最大的因素。2) 中國工業生產恢復滯後於服務業，中小企業景氣度較低是關鍵。需求不足反應在價格上，可支配實際收入增速低於實際 GDP。3) 控制通脹仍然是美聯儲首要目標，較難改變美聯儲對加息終點的判斷。

圖表 1：環球市場主要股市第二季度回報

市場	指數	第一季度回報%	第一季度最大跌幅%	第一季度最大漲幅%
日本	日經 225	18.36	-4.34	23.13
巴西	巴西 IBOVESPA 指數	15.91	-3.28	20.64
美國	納斯達克指數	12.81	-3.82	17.50
印度	印度 SENSEX30	9.85	-1.07	10.14
美國	標普 500	8.30	-0.81	10.13
中國台灣	台灣加權指數	6.60	-3.19	13.49
韓國	韓國綜合指數	3.66	-4.10	7.92
美國	道瓊斯工業指數	3.41	-2.83	6.14
德國	德國 DAX	3.32	-4.34	6.10
法國	法國 CAC40	1.06	-6.56	4.74
澳洲	澳洲標普 200	0.39	-4.55	2.39
英國	英國富時 100	-1.31	-6.74	2.03
中國	上證指數	-2.16	-8.03	2.19
中國	深證成指	-5.97	-11.21	6.48
中國香港	恒生指數	-7.27	-13.52	11.70

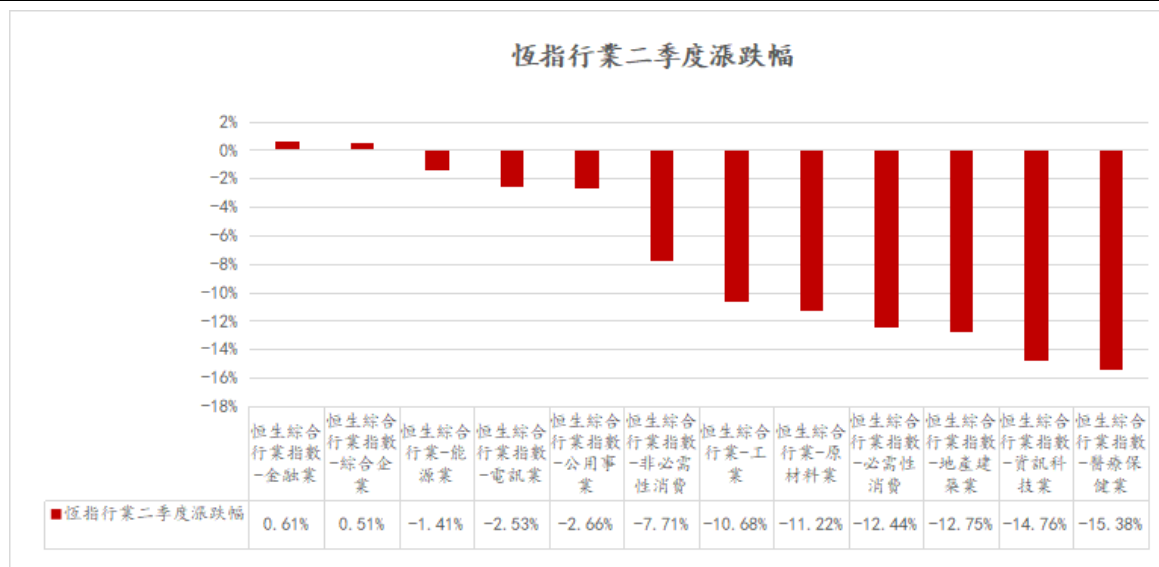
資料來源：wind、凱敏證券

6 月份美元兌離岸人民幣曾向上突破 7.2，人民幣貶值的兩個重要因素是：1) 市場對兩國基本面的共識。2) 兩國貨幣政策的走向，美國是加息而中國是下調一年和五年期 LPR，我們認為人民幣弱勢是一個壓制港股估值的中短期趨勢。

恆指 Q2 大部分行業錄得跌幅，金融業 (0.61%) 小幅上升，得益於中央政府對實體經濟的支持，在復蘇過程中處於穩定經濟的角色。新創建集團及太古股份的強勢下綜合企業 (0.51%) 也是企穩。海外的衰退風險增加拖累商品價格，PPI 同比走低反應社會總需求不足，弱復蘇預期下能源業 (-1.41%)，工業 (-10.68%)，原材料業 (-11.22%) 非必需

性消費（-7.71%）和必需性消費（-12.44%）出現不同程度的下跌，能源企業受惠油價的支撐有所收斂。国企改革預期下大型電訊業（-2.54%）及公用事業（-2.66%）有望提高ROE，其中雲計算浪減緩電訊業的跌幅，炎熱天氣預期及上游煤炭價格調整也有利於電力企業。地產建築（-12.75%）銷售數據持續惡化，市場期待更多救助政策出台但落空。美國消費需求旺盛，通脹韌性持續，寬鬆預期降溫下成長行業出現資金流出，資訊科技業（-14.76%）及醫療及保健（-15.38%）是最差的板塊。

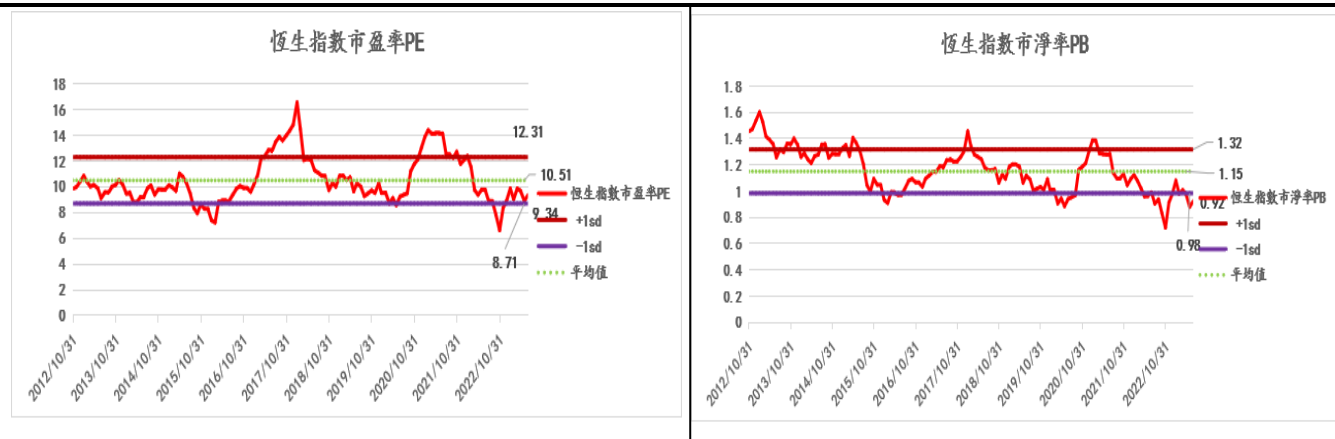
圖表 2：第二季度港股行業回報表現



資料來源：wind、凱敏證券

第二季度恆生市淨率（PB）自 Q2 後跌破淨值，處於負一個標準差以下，與市盈率程背馳方向，恆指市盈率及市淨率分別為 9.34 及 0.92，參考 2020 年 4 月恆指 BP 也曾出現跌破淨值及與 PE 背馳的情景，10 月份展開反彈至 2021 年 2 月 18 日的高位 31183 點，當時恆指的 PE 及 PB 均超越正一個標準差，關注 Q3 國內刺激政策的步伐，及下半年港股市場複製 2020Q4 的估值修復行情。

圖表 3：恆指月線估值水

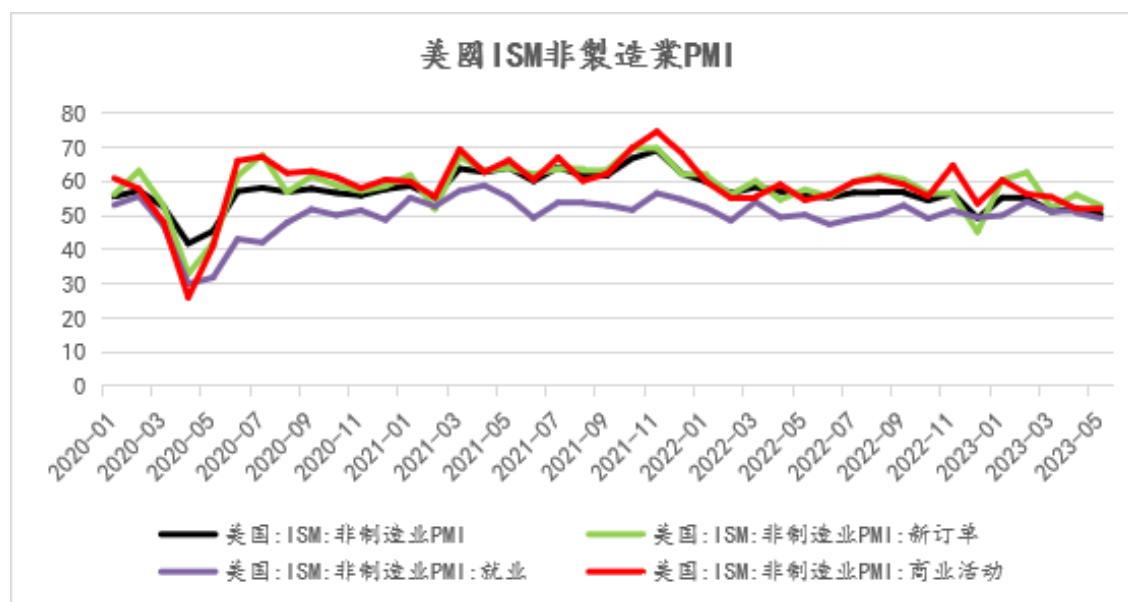


資料來源：wind、凱敏證券

美國市場

美國經濟方面，6月5日公佈5月份的ISM非製造業指數降至50.3，較4月的51.9出現環比回落，低於預期52.4，創2022年12月以來新低，除庫存與庫存景氣分項大幅上升外，其他分項均有所回落，我們認為高利率及銀行流行的壓力正傳遞至非製造業。美勞工部數據顯示6月3日當周初次申請失業救濟人數為26.1萬人，遠超市場預期的23.5萬人，前值為23.3萬人，較上周增加2.8萬人，數據反映美國勞動力市場可能出現降溫。美國的強勁消費動力主要由就業市場所帶動，若就業市場降溫將逆轉旺盛的消費需求，差於預期的初次申數據將是強化美聯儲6月14日議息會議暫停加息的理由。

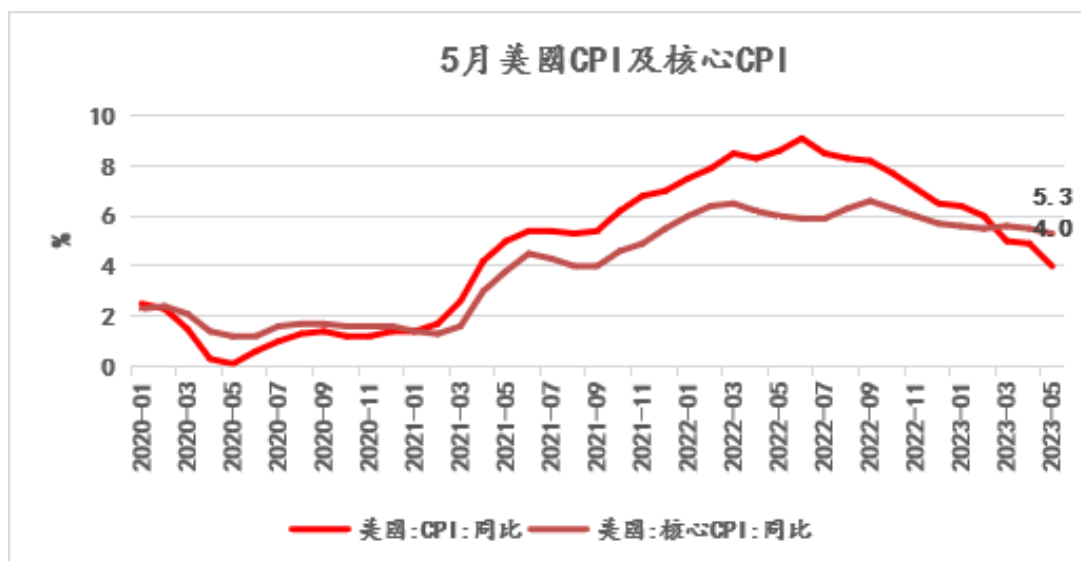
圖表 4：美國 ISM 非製造業 PMI



資料來源：wind、凱敏證券

6月15日美聯儲FOMC會後決議將基準利率維持在5.0%-5.25%，為2022年3月啟動本輪加息以來第一次暫停加息進程，暫停加息並不意味著政策拐點，會後公佈的經濟預測總結態度偏鷹超出了市場預期，上調2023年GDP和核心PCE通脹預測至1.0%/3.9%（較3月上修0.6/0.3個百分點），下調失業率預測0.4個百分點至4.1%，並一次性上修年底聯邦基金利率預測50BP。鮑威爾連續兩次議息會議後均表態今年沒有降息空間，美聯儲下半年的加息指引較我們之前的預期更加堅定，需要重新評估美國經濟供需旺盛的持續性，通脹螺旋式上升的風險仍然存在。

圖表 5：美國 5 月 CPI 及核心 CPI

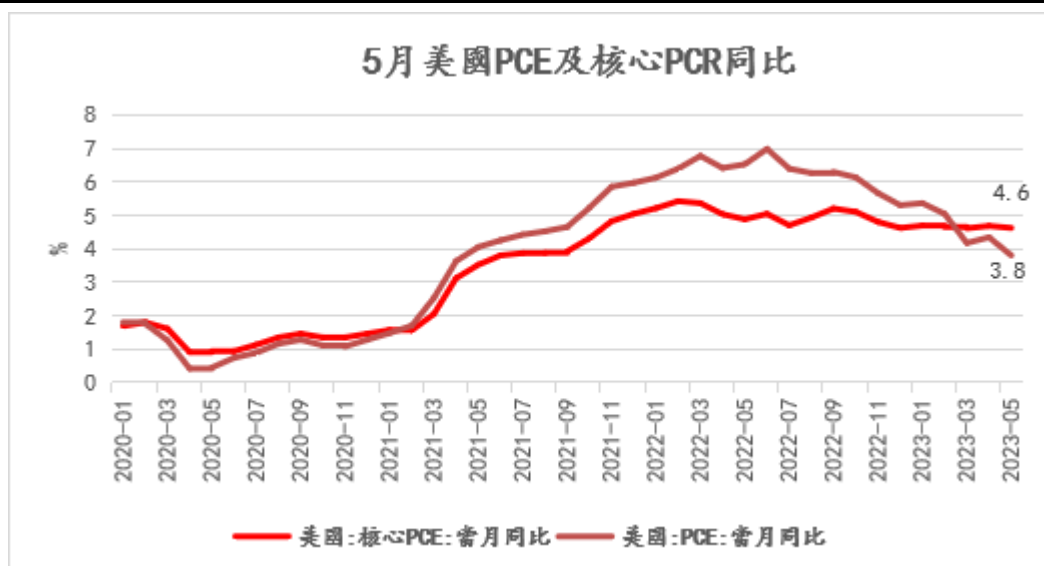


資料來源：wind、凱敏證券

6月13日美國布5月CPI同比4.0%（前值4.9%），低於市場預期4.1%，環比0.1%（前值0.4%），符合市場預期，核心CPI同比5.3%（前值5.5%），環比0.4%（前值0.4%），均符合市場預期。

6月30日美國經濟分析局發佈的數據顯示5月份個人消費支出(PCE)指數同比上漲3.8%，預期3.8%，前值4.3%，環比增0.1%，預期0.1%，前值0.4%，符合市場預期。剔除食品和能源後，核心PCE物價指數同比上漲4.6%，略低於預期4.7%，前值4.7%；環比增速由前值的0.4%回落到0.3%，與市場預期一致，但同比增速小幅回落0.1pct至4.6%，略低於前值及彭博一致預期（4.7%）。PCE價格環比下降主要原因是能源分項大幅回落，核心服務環比回落與此前公佈的CPI數據所反映的資訊基本一致。

圖表 5：美國 5 月 PCE 及核心 PCR 同比



資料來源：wind、凱敏證券

我們認為美國 PCE 物價指數同比增速低於預期暗示市場需求有所放緩，也有利於緩

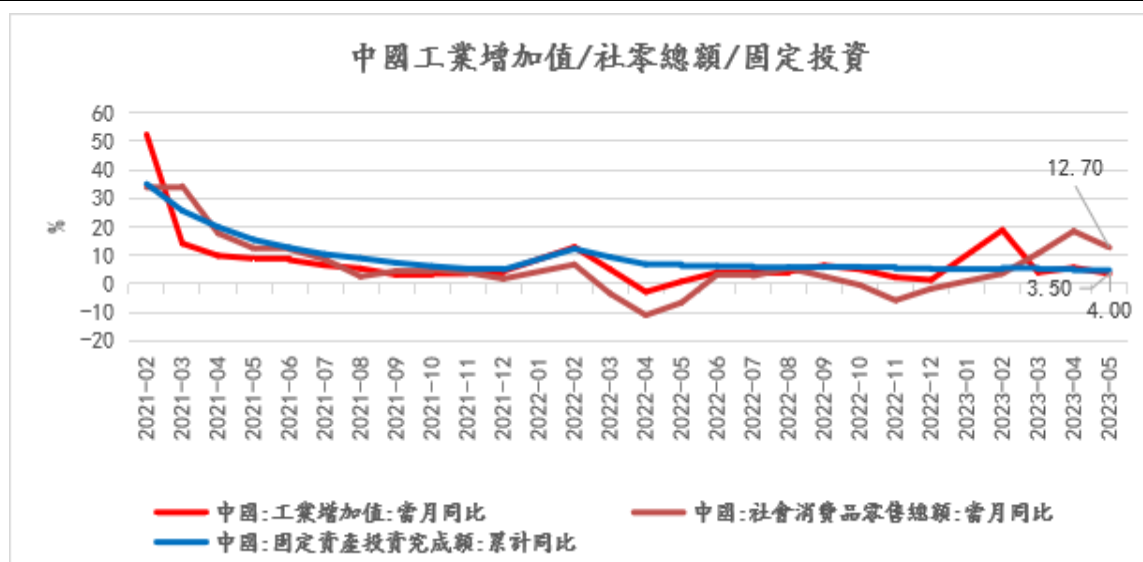
和市場對緊縮比政策的情緒，雖然商品分項 PCE 物價指數同比已降至 1.1%，但服務分項 PCE 同比高達 5.3%，需要觀察下半年租金通脹會否進入下行通道，或美國勞動力市場工資下行或失業率等信號是否轉弱。美股估值較高而經濟伴隨衰退風險，疊加持續的流動性偏緊，預期美股的成長性板塊將出現較大的波動，價值型股份可能因息率較高出現分化，這種相應也傳遞至港股，需要等到貨幣政策寬鬆週期的預期改善才能緩解。

中國市場

中國 5 月工業增加值同比+3.5%，較 4 月同比增速 5.6%回落，社會消費品零售總額同比+ 12.7%，1-5 月固定投同比+4.0%，5 月新增社融 1.56 萬億元，同比少增 1.95 億元，低於市場預期 2 萬億元，社融存量同比增速 9.5%，較上月減少 0.5 個百分點，企業短期融資同比少增反映出企業經營情況較弱。5 月經濟數據低於市場預期，Q2 經濟復蘇的趨勢仍在放緩，預計下半年隨著去庫存結束，供給斷端有望企穩回升，重點仍是要刺激需求。回應“弱數據”，央行下調了逆回購（OMO）/常備借貸便利(SLE)/中期借貸便利(MLF)利率 10BP。

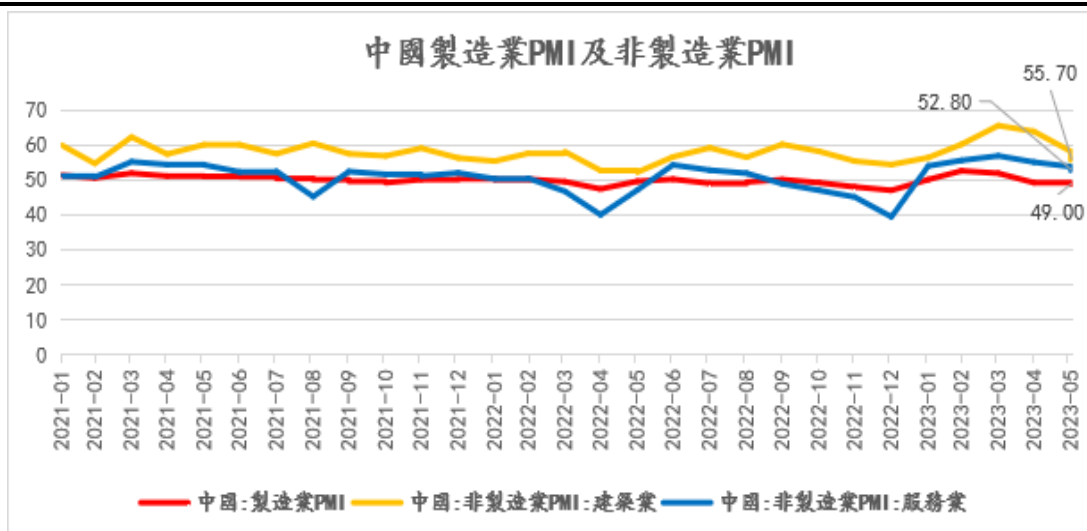
6 月製造業 PMI/建築業/服務業商務活動指數分別為 49/55.7/52.8，製造業 PMI 較上月溫和改善 0.2 但仍處於收縮區間。生產指數改善達 0.7 至 50.3,重回榮枯線上方，但新出口訂單、產成品庫存等分項指數仍在榮枯線下連續回落,外需不振依然是痛點。大型和中型企業 PMI 均較前值有所回升，但小型企業 PMI 再降至 46.4%。從庫存週期的角度來看，產成品存貨同比增速較前值下降 2.7pct 至 3.2%，國內工業企業仍處於加速去庫週期階段，5 月工業企業利潤降幅也有所收窄，5 月當月同比增速為-12.6%，1-5 月累計增速較前值回升 1.8pct 至-18.8%，國內需求疲弱的趨勢得到緩和。

圖表 6：中國工業增加值/社零總額/固定投資



資料來源：wind、凱敏證券

圖表 7: 中國製造業 PMI 及非製造業 PMI

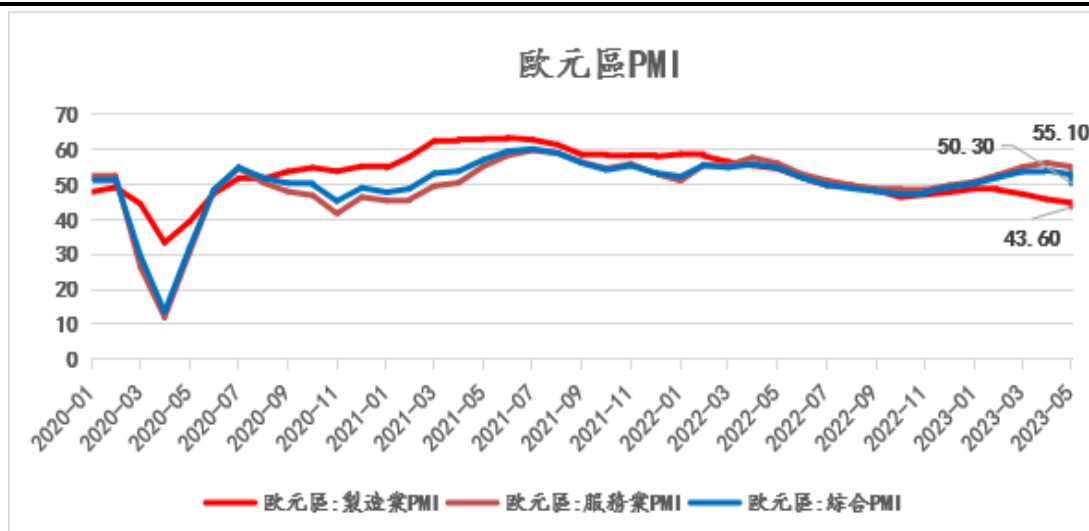


資料來源: wind、凱敏證券

歐洲市場

歐元區 6 月 Markit 綜合 PMI 和服務業 PMI 初值分別 50.3 及 52.4, 超預期降至五個月低, 製造業 PMI 初值進一步萎縮至 43.6 創 37 個月新低。製造業 PMI 新訂單分項則降至 40.4 的低位, 歐元區經濟動力出現明顯走弱。6 月歐元區經濟前瞻與消費者信心改善有限, 歐元區 6 月經濟景氣指數 95.3, 低於預期的 96 前值的 96.5, 歐元區 6 月消費者信心指數終值 -16.1 (預期-16.1, 前值-16.1)。歐洲同樣面臨工作時長下降、薪資增速維持粘性約束核心服務通脹回落等問題。基於歐央行 6 月會議中的鷹派表態, 我們預計歐央行 7 月仍有一次加息, 9 月加息的可能性在上升但仍將基於經濟數據表現, 在技術性衰退的陰霾下歐元區股指的波動將持續。

圖表 7: 歐元區 PMI



資料來源: wind、凱敏證券

Q3 策略

市場策略

7月美聯儲在預期引導上保留了繼續加息的靈活性，通脹能否順利回落尚有不確定性，原油等風險資產走高通脹走低預期回落，市場對美聯儲繼續加息的擔憂依然存在，美聯儲短期維持鷹派態度。Q2後期美國經濟及就業數據有鬆動的跡象兌現，我們預期高利率下美國無法避免衰退的問題，Q3經濟及就業數據或更多反應後續服務消費的走弱及衰退預兆，需要步入Q4後段才出現輕度衰退，本輪加息週期正式結束。

我們維持今年的投資策略主軸是中國經濟復蘇，六月的降息政策降低實體經濟的融資成本，釋放了穩定增長的信號，政策利好將在下半年加碼。中國對互聯網平台企業相關政策多次釋放積極信號，發改委梳理了騰訊、美團、阿里巴巴等企業相關投資案例，監管政策脈絡的逐步清晰有望提振互聯網板塊的投資緒。國務院常務會議審議通過《關於在超大特大城市積極穩步推進城中村改造的指導意見》，被視為通過城市更新貨幣化的手段支持房地產行業。我們認為人民幣中期弱勢的負面因素已被市場經消化，海外加息週期接近尾聲，預計三季度人民幣匯率將穩定在7.0-7.3之間波動。當前港股表現已經充分反應對中國經濟的悲觀預期，6月成交量低於1000億港幣，我們關注大市成交量能否重回1100億以上方以證明市場重拾動力，過去10年港股有3次PB跌破淨值，BP跌破淨值與PE背馳的情景在4-6個月都迎來大幅回升，目前有較強的估值支撐。

從上市公司回購中也得到啟示，對應華盛通平台的回購查詢顯示Q進行回購股票的公司數目有194間，較Q1增加26間，7月港股市場回購總金額從上月的101億港元上升至163億港元，從回購公司的行業分佈來看主要的回購金額集中在金融和資訊技術行業，分別受騰訊控股、友邦保險和匯豐控股的回購帶動。

股票策略

投資建議一：

中國新經濟 - 對美聯儲加息終點將至的預期將進一步改善美股的流動性，全球成長性公司估值得以提升，AIGC人工智慧技術革命推動下的TMT方向是今年以來的最大點，我們預期市場環境改善相關概念的頭部公司將迎來大幅估值修復，建議關注在未來較高去定性佔據人工智慧產業鏈關鍵入口或通過人工智慧技術，對內部組織至生產方式進行升級再造，降低運營成本或強化自身經營優勢的公司，包括平台經濟中的廣告/電商/社交等行業分支。

投資建議二：

大消費 - 6月的發改委新聞發佈會提出要抓緊制定出台恢復和擴大消費的政策，持續改善消費環境，釋放服務消費潛力。預期Q3經濟的企穩，居民消費也將修復，大消費行業有望迎來反彈，為更好支持新能源汽車下鄉等出台了一系列政策，包括構建高質量充電基礎設施體系。消費復蘇強勁，旅遊出行人數持續增長，將對行業需求構成支撐。

投資建議三：

中特估+國企改革-國資委專題會議指出中央企業要以上市公司為平台開展並購重組，以上市公司為平台開展並購重組，助力提高核心競爭力。篩選市盈率低、分紅率高、低估值的國有企業，聚焦數字經濟的基礎設施建設中扮演主力角色的電訊運營商，和綠色能源基建的運營商。

投資建議四：

高端製造+國際化戰略-高端製造產業一直受國策支持，並於疫情期間受益於產業鏈優勢，拓展更多海外客戶，特別在中高端的機械及工程用車方面都有長足的發展，海外市場將國內頭部製造業的增長點，這是一個長期良好的趨勢，建議以中期心態持有相關資產。

公司推薦

騰訊(0700.HK)1Q2023 公司營收 1,499.9 億人民幣(下同)，同比+10.7%，環比+3.5% 高於市場及我們的預期，毛利率為 45.5%，同比+3.4pct。經調整歸母淨利潤為 325 億元，同比+27.4%，環比+10%，略遜於市場預期的 332 億，但同比增長反映業務精簡及降本增效措施持續見效。其中遊戲收入為 483 億元，同比+11%。略好於我們的預期，國內遊戲及海外遊戲收入分別為 351/132 億，同比+6%/25%，國內核心產品《王者榮耀》和《穿越火線手遊》以及近年的《金鏢鏢之戰》流水均創下歷史新高，《金鏢鏢之戰》1Q23 流水同比增長 30%，DAU 於今年 4 月突破 1000 萬，國際市場，重點遊戲如《VALORANT》和《PUBG Mobile》推動流水同比增長超過 30%。社交網路收入 310 億元，同比+6%，網絡廣告收入為 210 億元，同比+17%，增長得益於視頻號資訊廣告的亮眼表現，以及廣告主投放需求的回暖，貢獻較大的行業如：快銷、電商、金融等。金融科技及企業服務收入 487 億元，同比+14%，得益於消費反彈帶來的商業支付活動恢復，中國雲服務市場規模高速增長，騰訊雲積極調整戰略方向。

預期騰訊控股 2Q23 營收為 1,510 億元，同比+13%，毛利率為 44.8%，4Q22 經調整歸母淨利潤預計為 360 億元，同比整體+28%。預計遊戲收入為 456 億元，關注下半年《無畏契約》(7.12 已上線)及《命運方舟》《重生邊緣》等重點端手遊。社交網路及廣告收入預計 312 及 240 億元，廣告業務將隨著宏觀經濟復蘇而持續，視頻號不斷完善廣告工具以及閉環電商生態，廣告收入增速可能高於預期。金融科技與雲業務得益於線下活動恢復同環比將繼續復蘇，收入預計 490 億，中國政府以增長為目標的政策表明支持、鼓勵平台企業持續提升金融普惠性，推動科技金融創新，增強國際金融競爭力。常態化監管下，平台企業金融業務邊界更明確，有助於更清晰判斷中長期增速及估值修復。

估值方面，維持 2023 年的收入預測至 6290 億人民幣，採用分部估值法(SOTP)進行估值，網路遊戲、社交網路及廣告業務成熟，盈利穩定 P/E 進行估值，預期 2023 年業務淨利潤為 809/ 356/ 322，對應 15/20/20 倍 PE 估值分別為 12,135/7,120/ 6,440 億，金融科技及企業服務業採用 P/S 估值法進行估值，預計 今年該業務收入為 1,800 億，給予 3 倍 PS 估值為 5,400 億元。微信電商業務以 P/GMV 估值法進行估值，維持預計 2023 年 GMV 為 36,000 億，給予 0.2 倍 PGMV 該項估值為 7,200 億，加總合計騰訊港元市值 42,890 億，目標價下調至 448 港元。

風險提示：在線行業的競爭加劇，宏觀經濟對廣告業務的風險

快手 (1024.HK) 1Q2023 公司營業收入 252 億元人民幣 (下同), 同比+19.7%, 好於市場預期的 272, 經調整歸母淨利潤扭虧為盈至 0.42 億元, 大幅好市場預期的虧損 4.6 億。Q1 快手平均日活躍用戶 (DAU) 3.74 億, 同比+8.3%, MAU 6.54 億同比+9.4%, 快手應用的平均 DAU/MAU 高位持平, 用戶保持高黏性每位日活躍用戶日均使用時長 126.8 分鐘, 短視頻及直播內容的總觀看次數同比增長超 10%。其中線上營銷服務收入為 131 億元, 同比+15%, 內迴圈增長同比增速高於 GMV 增速, 品牌廣告連續兩個季度同比+20%。電商 GMV 為 2248 億元, 同比+28.4%, 月均新動銷企業商家數量同比增長超 50%。直播業務為 93 億元, 同比+18.8%, 主要得益於直播平均月付費用戶同比增長 6.4% 至 6010 萬人, 直播月度 ARPPU 呈兩位數同比增長。

我們預計 2Q2023 公司收入 270 億元, 同比增長 25%, 整體毛利率 47%, 毛利 127 億, 毛利率提升主要系高毛利的廣告等業務發展較好, 經調整淨利潤 15 億元。直播/線上行銷/其他收入為 100/140/30 億元, 同比增長 16%/27%/50%, 2Q 電商 GMV 為 2581 億元, 同比+35%, 電商貨幣化率提升推動下, 傭金率上漲 0.26pp yoy。

我們維持對快手 2023 年營業收入預測為 1,100 億人民幣。採用分部估值法 (SOTP) 對快手進行估值, 直播業務提升估值給予 1 倍 PS 估值為 370 億。線上行銷服務業務給予 2.5 倍 PS 對應估值為 1,540 億。電商業務 2023 年 GMV 達 11,700 億元預測, 對應 0.15 倍 PGMV 估值為 1,755 億, 加總合計快手港元市值 3,665 億, 目標價 93 港元。

風險提示: 業內競爭加劇, 活躍用戶增速放緩風險, 反壟斷風險

攜程集團 (9961.HK) 1Q2023 公司收入為 92 億人民幣(下同), 同比+124%, 環比+13%, 並恢復至 2019 年的 113%, 大幅超越此前 78~82 億元的收入預期, 1Q23 毛利率約 82%, 較 1Q19 上升 3%, 毛利率提升主要是得益於各版塊營收增長強勁, 及公司持續應用 AI 技術, 客服自動化水平提升後期伴隨業務量增長客服人員數量或小幅增加, 毛利率平穩。2023Q1 公司期間費用率為 57.8%/-24.9pct, 其中研發/銷售/管理費用率分別為 29.1%/19.1%/9.7%, 分別同比變化-19.0pct/-1.4pct/-4.5pct。實現經調整 EBITDA 28 億元, 經調 EBITDA 利潤率 31% 為近 10 年最高水平, Non-GAAP 淨利 21 億元, 同比扭虧為盈, 環比+18%。Q1 住宿/交通/度假/商旅/其他收入分別為 34.8/41.6/3.9/4.5/7.4 億元, 同比+140%/+150%/+211%/+100%/14%, 較 19Q1 疫情前增長 15%/24%/-63%/87%/44%, 度假業務復蘇緩慢主要系疫情前度假業務中出境占比超 6 成, 出境恢復率低拖累度假業務修復進程。整體國內業務恢復顯著超疫前, Q1 國內異地/本地酒店預定量較 19Q1 增 32%/150%, 平台整體酒店房價仍已恢復, 進而驅動盈利核心住宿業務的良好增長。

此外, 國內機票預訂及收入與、跟團遊業務均超疫前。純外快速成長, Trip.com 國際機票和酒店預定量創新高, 較 19Q1 增 100% 以上, 部分區域已實現盈利, 未來將繼續發展全球業務, 持續探索入境市場的機會。出境遊領先行業復蘇, Q1 出境機票和酒店預定量恢復超 40%, 而整體出境航空市場僅恢復到 15%, 攜程恢復行業領先, 目前國際航班數量仍然是境外業務恢復瓶頸所在, 公司預計未來幾個月出境航班量可能會達到 2019 年同期的 60% 左右, 潛在改善空間成為收入增量的來源。

攜程在疫情期間穩步推進低線城市戰略佈局, 堅持拓展國際化戰略, 並提升優化供應鏈及

服務品質，大力推進降本增效，長期競爭優勢顯著，考慮公司客戶群體以中高端為主，過往三年全面擴容的同時受益旅遊線上化率提升，公司復蘇持續領跑行業，一季度強勁表現也已驗證了業績彈性，我們預計 2023 年收入 411 億元，同 105%，non-GAAP 歸母淨利潤 94.5 億元，同比+630%，給予公司 23 倍市盈率，對應港股市值 2,434 億，目標價 376.8 港元。

風險提示：行業競爭加劇，海外新業務拓展不及預期，出境放開不及預期

安踏體育 (2020.HK) 2023Q2 公司經營數據安踏及 FILA 符合預期，安踏主品牌 Q2 流水同比增長高單位數 (2 CAGR=1%)，H1 流水同比增長中單位數，FILA 品牌 Q2 流水同比+10%~20%高段 (2 年 CAGR=4%)，H1 流水同比+10%~20%中段。其他品牌 Q2 流水同比+70%~75% (2 年 CAGR=45%)，H1 流水同+70%~75%。5-6 月國內整體消費面臨壓力，公司仍然維持全年踏主及 FILA 流水雙位數增長指引不變，我們認為這是基於公司直營店占比比例較高，流水恢復將對業績產生正面作用。

FILA 通過持續調整現有店鋪，除了關閉低效店，加大品牌滲透至高增長的直播及社交平台，今年底公司目標店鋪數量 1900-2000 家 (FILA、FILA KIDS 及 FILA FUSION)。公司在專業運動、時尚運動及戶外運動三個成長維度都佔據有利位置。維持公司 2023 年公司收入 608 億人民幣 (下同) 的判斷，歸母淨利潤為 86 億元，給予 38 倍市盈率，對應港股市值 3,660 億，目標價 134 港元，配售令股價承壓是買入的機會。

風險提示：終端銷售恢復低於預期，市場競爭加劇風險，新品推廣不及預期

中國重汽 (3808.HK) 中國重汽發佈正面盈利預告，預計 2023H1 歸母淨利潤同比+80%~100%，絕對值預計為 23.09~25.66 億元，取中值 24.38 億元，同環比分別+90%/+36%，H1 業績表現略超我們預期。公司業績大幅增長主要受益於國內宏觀經濟穩中向好及海外市場需求提升，重卡行業需求復蘇明顯，產品銷量實現大幅增長，盈利能力顯著提升。1-6 月中國重卡行業總銷量約為 49 萬輛，同比+29%，其中 6 月行業銷量約為 8.65 萬輛，同比+57%。2023 年 1-6 月中國重汽實現銷量 13 萬輛，同比+46%，6 月重汽銷量約為 2.09 萬輛，同比+130%。出口方面，上半年國重卡出口保持高速增長，中國重汽 1-6 月出口銷量達到 6.5 萬輛，重汽成為重卡出口領域的龍頭，出口市場的市占率進一步提升至 50%。

我們預計下半年國內重卡需求有望繼續迎來恢復，及重卡高保有量將減弱行業的週期性將，海外重卡需求仍將維持高位，2023 全年重卡銷量增速有望超過 20%，重汽銷量表現有望大幅跑贏行業。預測公司 2023-2024 年收入分別為 81/103/億元，同比增長 36/27%，歸母淨利潤分別為 35.5/52.8 億元，同比增長 98%/49%，給予公司 10 倍 2024 年市盈率，對應 2023 年港股市值 591 億，目標價 21 港元。

風險提示：國內對重卡需求不及預期，出口增長不及預期

產品介紹

基金產品

貨幣市場基金投資標的為一年內到期、隨時可以變現、安全性極高、而且會產生利息收益的投資商品，在美聯儲持續加息下，近期貨幣市場基金表現，亦相對應的提高。

在美聯加息週息中，投資者可以透過購買貨幣市場基金獲取港銀大額定存利率(大額優惠利率存款起存金額多為港幣 100 萬元)，貨幣市場基金的優點是低申購金額及高流動性，並具有低管理費及穩定報酬的特性，但投資者需留意其回報較會受到短期利率波動影響。在環球市況的波動下及投資前景未明的情況下，貨幣市場基金為投資者管理流動性並維持收益率的不錯選擇。

債券基金投資於由政府、公營機構、銀行、商業機構或多邊國家機構所發行的債券或債務工具。基金之投資回報，主要來自債券的利息收入，或在市場上買賣債券所賺取的利潤。

直接投資於債券大多數需為專業投資者，而市場市的大部份債券基金可供零售客戶投資。債券基金入場門檻一般較直接投資債券為低，投資者可以較少的本金投資於多元化的債券組合。在美聯加息週息中，債券價格持續受利率波動所影響，存續期較短的債券，對利率敏感度越低，債券價格的波動亦較小。

圖表 8：貨幣基金

基金名稱	ISIN	類別	基金表現*					
			1個月 (%)	3個月 (%)	6個月 (%)	年初至今 (%)	1年 (%)	3年 (%)
大成貨幣市場基金	HK0000477056	A	0.44	1.3	2.54	2.72	4.25	1.76
泰康開美元泰貨幣基金	HK0000857299	A	0.43	1.27	2.49	2.67	4.35	不適用
泰康開港元泰貨幣基金	HK0000773033	A	0.33	0.91	1.86	2.04	3.41	不適用
高騰微金美元貨幣基金	HK0000584737	A	0.41	1.29	2.52	2.7	4.27	1.73
高騰微財貨幣基金	HK0000478872	A	0.34	0.95	1.95	2.1	3.24	1.31
泰康開泰海外短期債券基金	HK0000369188	A	0.26	0.63	2.4	2.89	3.47	1.3
中銀香港全天候短期債券基金	HK0000441706	A2	0.61	1.63	3.5	4.71	7.76	2.75

資料來源：凱敏證券，公開市場整理

* 資料來源：彭博，截至 2023 年 7 月 17 日；數字僅作參考之用，並非代表實際可以獲取的收益。

固定派息票據

當負面因素及悲觀情緒衝刺市場時，投資者宜不直接投資股票而選擇投資於有較大折讓接貨價的結構性產品，如具有折讓接貨價的固定派息票據(Fixed Coupon Note)，為投資者提供現階段持續尋底過程中的一個到期時保本的投資選擇。

什麼是固定派息票據固定派息票據(Fixed Coupon Note “FCN”)是一種結構性產品，它不論市況如何都會定期向投資者支付固定票息，直到被贖回或到期為止。

投資者可選擇不同年期、相關股票和執行水平，以配合你對股市前景的看法、個人可承受的風險和回報目標。有自動提前出場條款，提供安全贖回的機會，並賺得可觀的年收益率。即使在票期內從未發生過提前贖回事件，產品仍可提供遠較普通定期存款為高的收益率。對此結構性產品適合具有區間波動性觀點 / 適度看漲觀點的投資者。若發生執行事件，投資者不介意接貨及持有掛鉤股票願意作中長線投資

產品風險：

產品並非保本。

在實物交割的情況下，投資者必須意識到產品的贖回金額可能低於最初投資的金額。

在最差的情況下，投資者可能會承受全部投資損失。

產品發行商的違約風險，最壞情況可能損失全部本金。

產品票期不能轉名，沒有二手市場

FCN 產品特點：

固定收益票據最少認購金額本金一般為美金 200,000。

定期收取固定的票息（Coupon），直至到期日或票據自動贖回為止。

固定派息票據期限（Tenor）一般為三個月至十二個月。

固定派息票據可以掛鉤 1-4 隻股票，市場不限，組合不限。

若於敲出觀察日，（最差表現的）掛鉤股票價格相等於或高於敲出水平，票據將會自動提前贖回。在這種情況下，投資者就會以現金形式收回 100% 本金，連同該段期間的票息。

如沒有發生敲出事件，固定派息票據將在下一次觀察日再觀察直至到期。

在最終觀察日：

若（最差表現的）掛鉤股票價格相等於或高於執行水平，本金會以現金形式收回。

若（最差表現的）掛鉤股票價格低於執行水平，投資者將以實物交割或現金的方式結算

免責條款：

本報告所載數據及資料只供參考用途，並不構成任何證券、金融產品或工具要約、招攬、建議、意見或任何保證，也不會構成在會受到法律或者法例限制或禁止的任何司法管轄區購買或出售證券、金融產品或工具的邀約、招攬、建議、意見或任何保證。相關的數據及資料亦未有考慮任何特定個人的投資目標、財務狀況及具體需要。對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

投資涉及風險，金融產品價格有可能會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失，往績數字並非未來表現的指標。結構性產品可能並無抵押品，如發行人無力償債或違約投資者可能無法收回全部或部分應收款項，產品價格可以急升或急跌，投資者有機會蒙受投資全部損失。本報告並未考慮到任何人士的目標、財務狀況或需要。投資前應考慮投資產品是否切合本身的投資需要。若有需要應諮詢其他獨立專業人士之意見，方可作出有關投資決定。

凱敏證券有限公司（「凱敏證券」或「本公司」或「我們」）、其關聯公司和/或其關聯公司的管理人員、董事及員工（「凱敏相關方」）可能持有本報告所提及的任何證券或任何相關的投資。並可能不時增持或減持此類證券或投資。凱敏證券和其關聯公司可能是本報告中所提及的任何公司證券或投資的造市商，或者曾經承銷這些公司的證券，或者為這此公司提供或尋求提供任何投資銀行或承銷服務。鑒於上述角色可能存在衝突，凱敏證券的利益可能與閣下的利益不一致，凱敏證券可能亦會因出任該等角色而獲得報酬。

互聯網通訊並不完全穩妥或保密，相關通訊可能會被截斷、幹擾或在傳送時失敗以及亦可會被誤解或出現錯誤。本報告內容純粹為提供數據而編寫，並未經過任何司法管轄區的任何監管機構審閱。所述數據及資料均來自本公司認為可靠的公開來源所得。本公司所提供的數據所載的意見、估計及其他信息可在未經事先通知的情況下更改或撤回。凱敏證券已盡力確保本報告所載之數據及內容的準確性及完整性。如對本報告內容有任何疑問，應徵詢獨立的專業意見，凱敏證券不會對任何因該等資料而引致的損失承擔任何責任。

本報告所載的商標、標識及服務商標乃數據的所有內容的版權均屬於本公司擁有，任何人士及機構在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載，或用於商業或公眾用途。

凱敏證券撰寫本報告所依據的資訊來自其相信可靠的來源，但並未進行獨立核實；在法律容許的最大程度下，凱敏證券及凱敏相關方亦不對因其中內容之錯誤或遺漏或因閣下依賴本產品手冊而導致的任何損失、損害、責任、成本及/或費用承擔任何責任（不論合約或侵權），閣下須自行承擔由此產生的所有風險及責任。本報告所提供的資料只是對市場過往表現的記載，並無明示或暗示有關產品或服務的未來表現或收益情況。本報告未考慮任何具體投資目標、財務狀況或任何接受者的具體需求。