

图 1：行业荐股

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	2024E	2025E	2024E	2024E	2024E	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.35	45.15	21%	14.5	10.7	2.3	22.3	0.6%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.66	N/A	N/A	16.8	12.7	N/A	7.9	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	16.84	25.39	51%	17.0	15.5	N/A	10.6	0.0%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	38.86	46.6	0.2	20.0	16.2	N/A	17.9	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	143.01	183.00	28%	23.4	18.2	10.2	23.2	0.2%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	316.79	405.00	28%	30.5	22.0	N/A	21.0	0.0%	
华虹半导体	1347 HK	半导体	买入	21.05	24.00	14%	33.8	19.3	N/A	N/A	0.0%	
ServiceNow	NOW US	软件&IT服务	买入	785.92	895.00	14%	56.2	45.6	N/A	13.4	0.0%	
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	7.54	15.50	106%	N/A	97.5	N/A	N/A	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	75.57	124.90	65%	8.8	7.8	N/A	10.7	0.0%	
美团	3690 HK	互联网	买入	119.70	157.80	32%	18.1	14.3	N/A	18.2	0.0%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	382.40	480.00	26%	17.3	15.8	N/A	17.5	0.0%	
携程	TCOM US	互联网	买入	49.66	65.80	33%	18.2	15.4	N/A	9.7	0.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	95.92	131.50	37%	13.4	12.5	N/A	22.6	0.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	137.34	192.70	40%	12.0	8.5	N/A	45.0	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	284.00	383.50	35%	25.0	21.1	8.0	40.0	2.3%	
影联医疗	688271 CH	医药	买入	103.58	160.40	55%	42.3	33.7	N/A	12.0	0.0%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	147.98	269.70	82%	N/A	N/A	67.4	N/A	0.0%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	37.00	55.70	51%	N/A	N/A	5.1	N/A	0.0%	
固生堂	2273 HK	医药	买入	36.60	72.00	97%	19.8	14.5	N/A	14.9	0.0%	
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	151.90	246.10	62%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
巨子生物	2367 HK	医药	买入	43.10	60.80	41%	23.7	18.8	N/A	30.0	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	100.71	135.57	35%	31.0	25.2	N/A	31.8	0.0%	
贵州茅台	600519 CH	可选消费	买入	1485.74	2219.00	49%	20.5	18.2	7.0	37.7	2.1%	
华润啤酒	291 HK	可选消费	买入	26.40	69.80	164%	11.6	10.0	N/A	20.7	0.0%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	15.30	19.77	29%	8.6	7.6	N/A	39.4	0.0%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.16	5.98	44%	11.7	9.9	N/A	27.0	0.0%	
特步	1368 HK	可选消费	买入	4.69	7.63	63%	9.3	7.9	N/A	14.5	0.0%	
安踏	2020 HK	可选消费	买入	72.30	101.73	41%	14.8	13.3	N/A	31.7	0.0%	
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	67.15	73.05	9%	N/A	62.5	10.9	2.1	0.0%	
海尔	6690 HK	可选消费	买入	25.10	31.24	24%	11.5	10.1	N/A	16.4	0.0%	
吉利	175 HK	汽车	买入	8.70	14.00	61%	11.6	10.7	N/A	8.4	2.7%	
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.72	26.00	25%	23.9	14.5	N/A	11.2	0.0%	
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	24.85	46.94	89%	14.9	12.8	N/A	20.9	0.0%	
保利物业	6049 HK	房地产	买入	30.30	57.31	89%	9.7	8.3	N/A	17.5	0.0%	
万物云	2602 HK	房地产	买入	22.40	44.10	97%	8.9	7.4	1.7	11.6	3.8%	
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	17.68	34.33	94%	7.1	5.7	N/A	36.1	0.0%	
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	4.74	9.37	98%	6.9	5.4	N/A	32.2	0.0%	
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.81	22.00	39%	14.5	13.1	N/A	6.5	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	27.95	45.1	0.6	5.2	N/A	N/A	13.8	0.0%	
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	44.80	97.00	117%	11.2	8.0	3.3	21.0	0.0%	
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	682.51	N/A	N/A	37.4	30.5	11.6	32.7	0.0%	
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	15.52	26.10	68%	12.5	10.7	1.7	10.1	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	31.89	46.00	44%	11.3	8.7	4.0	34.7	0.0%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.96	24.80	24%	5.6	5.3	N/A	12.4	5.7%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.83	11.90	21%	6.9	6.4	N/A	12.0	5.8%	
中联重科	1157 HK	资本品	买入	4.50	7.50	67%	7.9	7.0	0.6	7.6	4.8%	
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	55.03	75.00	36%	13.2	11.5	2.8	21.6	1.4%	

资料来源：彭博，招银国际环球市场

宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国经济

■ 经济量升价跌，收入与信心依然较弱

经济量升价跌。经济高频活动指数从5月的0.95升至6月的0.99，高频模拟GDP增速从5月的4.96%升至6月的5%。房地产销量明显改善，11个代表性城市¹二手房销量6月同比增长13.6%，而一季度和4-5月同比分别下降23.4%和7.1%，相比2019年同期复苏率从前5个月的94.3%升至6月的95.7%，30大中城市商品房销量同比降幅从一季度的42.2%和4-5月的38.3%大幅收窄至6月的19.5%。国内航班执行架次处于高位，国际航班执行架次显著上升，12个大城市²地铁日均客流量相比2019年同期复苏率持续超过115%。但通缩压力持续，汽车等耐用消费品延续价格战，中高端白酒价格和服务客单价明显下跌，对企业盈利伤害较大，反映消费需求依然疲弱。同时，房价跌幅扩大，中原地产一线城市房价指数月环比降幅从2023年的1.1%扩大至2024年前4个月的1.5%和5月的2.5%。

需求、收入和信心依然较弱。需求弱于生产，社会零售额实际增速持续低于工业增加值增速，制造业PMI新订单指数连续两个月处于收缩区间，而生产指数处于扩张区间。通缩打击收入与盈利，前5个月税收收入同比下降5.1%，税基接近名义GDP的增值税同比下降6.1%，反映企业盈利状况的企业所得税同比下降1.7%，反映个人收入的个人所得税同比下降6%。企业信心疲弱，PMI采购量指数和库存指数均处于收缩区间，企业存款定期化占比从2023年末的68.4%升至4月的71.6%和5月的72.7%。消费者信心较弱，个人存款定期化占比从2023年末的71.5%升至4月的73%和5月的72.9%。分行业来看，受益于涨价、成本下降、出口增长或人民币贬值等因素，有色、电力、汽车、造纸、纺织、家具、计算机、通信和其他电子设备等行业利润大涨，但受价格下跌和房地产下滑等因素拖累，煤炭、电气机械及器材、专用设备和非金属矿物制品等行业利润大跌。

以价换量和供求再平衡，经济与物价或温和改善。第一，房地产销量降幅将逐步收窄，城镇新增人口和二手房销量作为先行指标2023年以来已率先改善，新房销量跌幅从2024年二季度开始收窄。但由于供应过剩和库存居高，房价将延续下跌至明年上半年，土地购置与新开工等延续较大幅度下跌，供求延续再平衡。第二，服务消费量延续回升，端午节假期国内游人次和总花费同比分别增长6.3%和8.1%，好于预期；携程数据显示今年暑期国内旅游酒店、机票产品的搜索热度均同比上涨20%以上。第三，在AI等技术创新和“以旧换新”等政策刺激下，家电、手机和消费电子产品需求将延续温和改善趋势。第四，商品贸易活动将显著回暖。预计货物出口额和进口额增速分别从2023年的-4.6%和-5.5%回升至2024年的3.6%和3.3%。第五，通缩或有所缓解，上游价格已率先反弹，食品价格跌幅开始收窄，医疗、教育等部分服务价格延续小幅回升，预计CPI和PPI增速将分别从2023年的0.2%和-3%升至2024年的0.6%和-0.8%。

¹ 11个代表性城市包括北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、厦门、苏州、无锡、东莞和佛山。

² 12个大城市包括北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、厦门、苏州、重庆、郑州和长沙。

■ 宏观政策延续宽松，但不会强刺激

房地产政策延续宽松。在近期新一轮政策宽松后，绝大部分城市已取消限购政策，首套房贷和二套房贷最低首付比例分别降至 15% 和 20%，新增首套房贷和二套房贷平均利率估计降至 3.3% 和 3.8% 左右。未来房地产政策仍有宽松空间，包括进一步降低房贷利率，剩余少数城市取消限购，提供购房减税、补贴或更高房贷利息抵税等。

货币政策在多目标约束下或延续适度宽松。央行不仅要稳增长和防通缩，也要稳汇率、保银行息差和防止资金空转，多目标约束令货币政策难以大幅宽松。近期法德政坛动荡风险和不确定性打击欧元，美元指数延续走高，人民币承受压力进一步增加，对国内利率政策构成制约。中国央行在 4 月提示长期国债收益率过低风险后，近期入市借入国债可能在未来用于卖空，显示其对期限利差过低趋势下银行净息差压力和保险利差损风险的极大担忧。但长期利率下行反映房地产剧烈收缩、通缩压力持续和信贷需求疲弱等基本面因素，保持期限利差和金融体系稳定的可行政策是大幅降低短期利率而非干预长期利率。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。

财政政策空间已定，实际扩张进度可能加快。2024 年广义赤字（包括一般公共预算、政府性基金、国有资本预算和社保基金预算等四大体系收支差额）占 GDP 比达到 9%，高于 2023 年的 7.7%，显示财政政策适度加力。全年财政政策空间已基本确定，轻易不会调整。但上半年财政收入增速大幅低于预期，政府债券发行节奏偏慢，政府支出进度明显落后。下半年随着通缩有所缓解、财政收入增速回升和政府债券发行加快，政府支出增速将明显回升。中国广义财政赤字率并不算低，但市场对其实际效果评估不高，主要有三个原因。一是地方政府土地财政与城投净融资持续收缩；二是财政资源大量投入基础设施投资、科技创新与制造业升级等供给侧，对家庭转移支付和消费提振不足；三是在经济体系中占比超过 60% 的私人部门延续收缩。

美国经济

■ 经济和通胀温和放缓

经济温和降温，但仍具韧性。就业和工资持续增长支撑消费者收入与信心，房价与股价持续上涨提供财富效应，家庭消费延续增长。但随着高利率持续，不同家庭财务压力开始分化，信用卡和汽车贷款违约率明显上升，部分可选消费下滑，显示低收入群体财务压力增加。分行业来看，服务业延续扩张，服务业 PMI 在 5 月重回扩张区间，预计 6 月保持扩张状态，新订单指数和商务活动指数表现较强。但制造业活动显著下滑，ISM 制造业 PMI 从 5 月的 48.7 降至 6 月的 48.5，连续三个月萎缩。商品需求延续降温，但降幅收窄，新订单指数从 5 月的 45.4 反弹至 6 月的 49.3，在手订单指数降至大幅收缩区间，客户库存指数下降。商品贸易活动由扩张转为收缩，新出口订单指数与进口指数分别从 5 月的 50.6 和 51.1 降至 6 月的 48.8 和 48.5。制造业就业转弱，就业指数从 5 月的 51.1 降至 6 月的 49.3。商品价格指数下降，但仍处于扩张区间。由于美元利率居高和经济不确定性上升，制造企业不愿增加资本支出与库存。服务业仍延续扩张，5 月 PMI 重新反弹至扩张区间。

劳工市场依然稳健，供求更趋平衡。劳工需求有所反弹，JOLTS 职位空缺数在 4 月创三年多低点后，5 月显著回升，预示就业需求降温过程比较渐进温和。5 月职位空缺数增长主要由政府、制造业和医疗保健等部门推动，但住宿和餐饮服务职位空缺数持续下降，可能受部分州提高最低工资的影响。劳工供求更加平衡，职位空缺数与失业人数比保持在 1.2 左右，处于 2021 年 6 月以来最低，已基本回到长期趋势水平。5 月自主离职人数有所回升，与就业需求反弹相一致，但该指标仍处于多年来低位，作为前瞻性指标显示劳工市场有所

降温。总体来看，美国劳工市场在缓慢降温，劳工需求有所放缓，而移民流入支撑劳工供应增加，工资增速逐步放缓。

通胀重回温和下降。通胀一季度有所反弹后，二季度重回温和放缓势头。5月CPI环比零增长，同比增速延续下降。能源环比大降，食品价格降温，核心商品同比跌幅扩大。房租通胀依然较高，但剔除房租的超级核心通胀自21年9月以来首次下跌，机票价格大降，医疗服务和机动车保险等价格也明显下降。但房租通胀依然较高。展望未来，新车库存和二手车批发价等先行指标预示核心商品通胀将持续回落，6月汽油价格环比跌幅扩大预示能源价格进一步回落，整体通胀将持续回落。下半年去通胀的两大因素包括：一是大量移民流入和劳工需求放缓推动劳工供求更趋平衡，薪资增速逐步放缓，核心服务通胀下降；二是房租CPI变化滞后于市场租金变化6-12个月，滞后于房价变化超过1年，市场租金涨幅已从峰值降至3.7%左右，5月房租CPI增速超过5%，仍有下降空间。

美国大选最新情况。在两大候选人第一轮辩论后，特朗普相比拜登占优可能性上升。最高法院做出利于特朗普的裁决，几乎确保他在11月大选前不会遭受庭审。市场预期特朗普胜选概率上升。我们认为市场已经历两大候选人第一任期，政策思路有史可寻，此次大选结果对市场影响将更加温和。总体来看，特朗普胜选在短期内可能利好美元与美股（对外大幅增加关税和对内大幅减税），利空美债（大幅减税增加赤字，减少移民推升服务通胀）、油价（鼓励原油生产与出口）、新能源行业（取消新能源补贴）和人民币（大幅提升对华关税）。

■ 美联储或9月首次降息

美联储对去通胀谨慎乐观，在等待通胀进一步降温。鲍威尔在欧央行最近举办的央行论坛上表示，美联储的抗通胀已取得相当大进展，数据显示正在重回去通胀轨道，但希望看到更多进展才有足够信心开始降息。由于经济和就业仍具韧性，通胀仍显著高于2%的目标，美联储可能选择再等待2-3个月，看到数据进一步朝着期待方向发展后，才可能开始降息。未来一年，通胀可能处于2%-3%的中低端，但仍高于目标水平，政策利率很难降至非常低的状态。

美联储或9月降息，全年降息50个基点左右。近期数据显示美国经济和就业温和放缓，通胀重回下降趋势，美债收益率回落，降息预期反弹。随着通胀回落，实际利率进一步上升，货币政策紧缩效应可能逐步显现，欧洲政坛动荡风险推升美元并可能影响外需，预计美国经济和通胀在三季度可能进一步放缓。我们维持美联储可能在9月首次降息、12月再次降息、全年降息50个基点和明年降息75-100个基点的预测。美国部分商界和金融人士认为，美联储为彰显政治中立，可能不会在11月大选前启动降息（标志着货币政策重大转向，这意味着首次降息时间可能在12月）。

科技

伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk
 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法乐观

全球终端需求回升，苹果 AI 加速端侧升级周期。重申对科技板块的正面看法，持续看好 AI 算力需求高增和端侧 AI 创新成长，手机/PC 需求复苏以及产业链业绩持续改善。全球产业链业绩显示去库存大致完成；手机产业链（苹果/小米/高通/联发科）展望稳定复苏，苹果链（瑞声/比电/鸿腾）将显著受益 iPhone/iPad 升级周期；PC/服务器品牌（戴尔/惠普/SMCI/联想）和代工厂商（鸿海/广达）业绩向好和指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单需求维持强劲，下半年全球产业链有望呈现全面增长。6 月以来全球科技巨头相继发布 AI 算力/端侧新品和技术路线图，关注下半年苹果 AI 和 GB200 服务器持续催化带动主题性投资机会。建议关注 AI 服务器板块如工业富联（601138 CH，未评级）、鸿腾精密（6088 HK，买入）和立讯精密（002475 CH，买入），以及 AI PC/手机产业链如小米（1810 HK，买入）、苹果（AAPL US，未评级）、联想（992 HK，未评级）、比亚迪电子（285 HK，买入）和瑞声科技（2018 HK，持有）。

1) 智能手机/PC：苹果 AI 驱动 iPhone 升级周期，AI PC ARM 架构有望加快渗透

手机/PC 终端持续复苏，1Q24 全球手机/PC 出货量同比增长 7.8%/1.5%，1-5 月国内手机出货量同比增长 10.6%，5 月加速同比增长 16.5%。展望下半年，苹果 Apple Intelligence 加速终端升级，我们预计下半年 iPhone 新品将拉动新一轮换机周期，3Q 出货量有望同比转正，看好苹果 AI 生态引领行业发展，未来三年有望迎来创新周期，看好国内产业链龙头立讯精密、瑞声科技、鸿腾精密和比亚迪电子等份额和价值量持续提升。安卓链方面，全球和国内出货量持续复苏，小米供应链明显受益，看好 AI 手机创新有望驱动需求改善。考虑高端手机在光学、结构件、散热、卫星通话和折叠屏等方面创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好比亚迪电子（285 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）、舜宇光学（2382 HK，持有）、高伟电子（1415 HK，未评级）、瑞声科技（2018 HK，持有）和鸿腾精密（6088 HK，买入）等。

在 PC 端，1Q24 出货量同比恢复增长，笔电代工厂 5-6 月营收同比提速，终端品牌（戴尔/惠普/联想）业绩向好，指引需求复苏持续。6 月 COMPUTEX 大厂密集推出 AI PC 产品，高通、联发科、AMD、英特尔等巨头加码 AI PC，我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。展望下半年，预计行业受益 AI PC 和 Win11 更新周期驱动将温和复苏，英特尔预测 2024 年 AI PC 出货量约 4000 万台，2028 年 AI PC 占比将达 80%。我们看好手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链标的，包括苹果（AAPL US，未评级）、小米集团（1810 HK，买入）、联想集团（992 HK，未评级）和华勤技术（603296 CH，未评级）。

2) AI 产业链：GB200 放量在即，聚焦 AI 服务器供应链下半年迎来全面增长

全球云厂商 2024 年资本支出将重回高速增长，服务器品牌（戴尔/惠普/SMCI/联想）和代工厂商（鸿海/广达）1H 业绩向好并指引通用服务器/PC 市场恢复增长，AI 服务器订单需求维持强劲。我们预计 GB200 服务器将于 9-10 月量产，多家参与的 ODM 受益显著，其中广达预计将于 9 月量产，工业富联指引 2024 年 AI 服务器收入同比增长两倍，占服务器总收入近 40%，其中生成式 AI 服务器同比增加三倍。另外，6 月 COMPUTEX 展会上海外巨头（英伟达/AMD/英特尔）相继发布 AI 新品和技术路线图，包括英伟达下一代 Rubin 系列、

AMD的MI325X GPU/Zen 5 CPU以及英特尔下一代Lunar Lake CPU芯片，我们看好AI算力升级周期加快将推动产业链持续增长。

AI下游产业化应用加速，芯片供应限制将在2Q得到缓解，高算力需求将推升AI服务器增长。AI服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商；中游主要以服务器品牌和OEM/ODM为主，而随着终端客户对服务器定制化需求逐步增强，OEM/ODM厂商将加强与下游厂商如云厂商、运营商和政府机构等合作。从硬件层面，建议关注全球核心AI服务器OEM/ODM受益标的，包括工业富联、超微电脑、联想、戴尔和浪潮信息，以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括鸿腾精密（6088 HK，买入）、立讯精密（002475 CH，买入）和比亚迪电子（285 HK，买入）。

3) MR产业链：AI模型提升交互能力，看好下半年AR眼镜发展趋势

随着苹果Vision Pro全球多地开售，应用生态加快完善，预计MR产业链2024年出货量将温和复苏，看好苹果二代平价版本推出将激活相关软件生态建设，加速AR/VR/XR产品渗透。另外，我们预计下半年Meta、三星、索尼和华为等大厂将发布多款MR新品，Meta有望在9月Connect 2024上展示AR眼镜新品，我们看好AR眼镜将成为主流终端，拉动行业整体出货重回正增长。相关上游硬件零部件及组装产业链受益标的包括立讯精密（002475 CH，买入）、歌尔股份（002241 CH，买入）、兆威机电（003021 CH，未评级）、高伟电子（1415 HK，未评级）和长盈精密（300115 CH，未评级）。

4) 汽车电子：小米SU7上调交付目标和特斯拉推动FSD入华，有望加速自动驾驶发展

小米SU7上调今年交付目标至12万台，其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力，推出Pilot Pro/Pilot Max两套智驾方案。受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。另外，随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展，自动驾驶和ADAS渗透率不断提高，预计ADAS摄像头需求将不断增长。我们看好京东方精电（710 HK，买入）、英恒科技（1760 HK，买入）、德赛西威（002920 CH，未评级）、经纬恒润（688326 CH，未评级）、舜宇光学（2382 HK，持有）和联创电子（002036 CH，未评级）等汽车电子产业链。

■ 推荐买入比亚迪电子、鸿腾精密、小米集团、立讯精密

1) **比亚迪电子（285 HK）**：安卓业务稳定和iPad OEM/组件份额提升为利润增长动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司收购捷普的Mobility结构件业务，扩大其智能手机业务发展空间，从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

2) **鸿腾精密（6088 HK）**：全球服务器连接器龙头厂商之一，管理层预期2024年服务器/互连业务收入将同比增长15-20%，AI服务器相关产品收入将占收入8-10%，对比2023年的1%有较大幅度提升，主要受到铜连接器产品的出货增长驱动，以及包括MCIO和高速I/O产品的快速放量。另外，今年公司迎来新品上量及业务突破：1) 网络连接业务的高速连接器产品出货量将显著增加。2) EV业务的Voltaira汽车电子并表有望带来三位数同比增长。3) AirPods产品将在3Q24出货，目前越南及印度工厂已陆续开启生产。我们认为公司增长动力，产品组合持续优化，我们看好公司2024年收入和利润增长加速。

3) 小米集团 (1810 HK) : 手机业务回暖, 表现优于市场, 国际化、高端化战略效果明显, 小米 14 系列手机销售表现亮眼。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力, 以及极致的性价比和软硬件生态完整性, 在消费者中树立良好口碑, 高端化进程进入新阶段。3 月 28 日小米汽车正式发布小米 SU7, 我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础, 为消费者打造“人车家全生态”体验, 从个人设备到智能家居到智慧出行, 产品生态创新将成为竞争壁垒。

4) 立讯精密 (002475 CH) : 受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升, 近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局, 持续深化垂直整合能力, 未来 3 年苹果 AI 叠加 iPhone 升级周期, 中短期业绩增长较为确定, 中长期布局汽车电子快速扩张, 全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系, 随着新品发布和技术布局逐步落地, 看好公司成长逻辑, 目前估值处于历史低位, 建议买入。

■ **风险提示:** 宏观疲弱影响需求, 去库存速度慢于预期。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

6 月，AI 产业链核心受益标的博通 (AVGO US, [报告](#))、迈威尔 (MRVL US, [报告](#)) 和美光 (MU US, [报告](#)) 分别发布了业绩。从基本面看，相关业绩情况符合我们过去几个月的观点，即来自 AI 的收入维持高速增长。AI 主题依旧是市场最火的投资主题之一，市场行情发展到现阶段，我们再次梳理了 AI 产业链相关受益标的 AI 收入占比的情况、年初至今的表现、未来 12 个月的收入增速，以及估值水平 ([报告](#))。英伟达依旧是 AI 收入占比最高、涨幅最高的标的。公司股价年初至今的收益率为 150% (截至 6 月 28 日收盘)。目前，英伟达股价在看似势不可挡的上涨后稍显疲态，不过公司及其他 AI 产业链相关标的仍受到投资人的高度关注。

近期热点回顾：

1) AI 主题：

英伟达 (Nvidia) 作为 AI 行业的风向标，于 5 月下旬公布了一季度财报。本季度收入为 260 亿美元，同比增长 262%，环比增长 17.8%。公司数据中心收入为 226 亿美元，同比增长 426.7%，环比增长 22.6%。除强劲的一季度业绩和二季度指引外，英伟达宣布增加股息，并将以 10:1 的比例进行拆股。业绩发布后，英伟达股价突破 1,000 美元大关。 ([报告](#))

迈威尔 (Marvell) 于 5 月底公布了一季度财报。在英伟达又一次强劲的业绩后，投资者对迈威尔的预期提升。然而符合预期的 2025 年一季度业绩和指引不足以激起投资者的兴趣。因此，我们看到公司股价在财报后回落。我们认为，公司业绩表明 AI 需求依旧强劲。不过，来自其他终端市场的需求持续疲软。公司一季度数据中心收入同比增长 87.3%/环比增长 6.7%，预计二季度增长在中个位数。管理层有信心 2025/26 财年的 AI 收入将超过此前指引，即每年增长 10 亿美元。 ([报告](#))

博通 (Broadcom) 于 6 月公布了强劲的 2024 年二季度业绩。公司本季度收入和非 GAAP 净利润分别达到 125 亿美元和 54 亿美元，超出彭博一致预期 4% 和 2%。AI 收入仍是投资者关注的重点。公司本季度 AI 收入突破 31 亿美元，同比增长 280%、环比增长 35%，占总销售额的 25%、半导体业务部门销售额的 43%。非 AI 半导体业务在二季度持续疲软，但管理层预期该部分收入将于下半年实现温和复苏。公司将 2024 财年的收入指引上调 10 亿美元至 510 亿美元，并将 EBITDA 利润率从此前的 60% 上调至 61%。虽然收入指引的上修主要是得益于 AI 收入增长的推动，但投资人认为管理层对 AI 收入的指引过于保守，预期公司下个季度的业绩有望再超预期。公司也宣布将在 2024 年 7 月 12 日盘后按 10:1 比例进行拆股。博通本季度的业绩印证了来自 AI 领域的需求，尤其是 AI 网络连接方面的需求依旧强劲。 ([报告](#))

美光宣布了基本符合预期的 2024 财年第三季度业绩。收入环比增长 17%/同比增长 81%，达到 68 亿美元 (略高于市场预期的 67 亿美元)，主要受益于 1) 供需条件的改善，2) 有利的产品结构，即高价值产品 (如 HBM) 的出货量逐步增长，预期这种趋势将持续。同时，公司盈利能力也有所提高：1) 本季度毛利率为 26.9% (市场预期为 27.2%)，对比上季度的 18.5% 和去年同期的 -17.8%，2) 净利润连续第二个季度转正，达到 3.22 亿美元。下一季度的收入指引为 76 亿美元加减 2 亿美元 (环比增长 8%/同比增长 84%)，符合市场预期。预计公司毛利率将在四季度增加 600 个基点，并在 25 财年一季度继续提升，主要受益于 ASP 的上涨和 HBM、大容量 DIMMS、数据中心 SSD 等产品贡献增加的推动。 ([报告](#))

基于英伟达及 AI 产业链相关公司的业绩，我们维持 AI 需求将在短期和长期持续增长的观点。我们认为主要云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和 Meta 会维持大额的资本支出，以支持 AI 算力的提升。根据彭博一致预测，四大巨头 2024 年的资本支出总额预计增长 36%，高于 2 月初预期的 11%，**这将持续利好 AI 产业链的发展。而真正受益于 AI 需求的公司将会有更强的业绩增长的确定性。首选中际旭创（300308 CH，买入）。**

对于海外受益标的，包括英伟达、博通、美光等标的，我们在 1 月的报告中列出了他们各自的人工智能收入占比（即来自人工智能相关销售额除以总收入），我们最近对该数字进行了更新（[报告](#)）。英伟达依旧是 AI 收入占比最高、涨幅最高的标的。公司股价年初至今的收益率为 150%（截至 6 月 28 日收盘）。目前，英伟达股价在看似势不可挡的上涨后稍显疲态，不过公司及其他 AI 产业链相关标的仍受到投资人的高度关注。

2) 国产替代主题：

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体自主可控将是长期趋势。**

近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，注册资本高达 3,440 亿元人民币，是迄今为止规模最大的一期（第一/二期资金规模分别为 1,390 亿元/2,000 亿元人民币）。该基金的设立对推动中国集成电路产业的发展有着重要的意义。参考前两期投资重点主要集中在芯片制造、半导体设备和材料等领域，我们认为第三期的投资方向有望延续此前的投资范围，同时可能关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。**在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 CH，买入）将是主要受益者。**（[报告](#)）

我们维持 2023 年年底策略报告中的投资主线推荐。

1) 人工智能（AI）：资本开支继续增长，产业链持续受益。

需求端：我们持续看好人工智能产业链的发展。我们认为 2024 年各大云厂商将继续加大对 AI 基础设施的投资，以确保在 AI 军备竞赛中保持先发优势，以获得更多的市场份额、吸引更多用户使用其产品，并着重对基建中能效指标进行改进和提升。根据彭博预测，**2024 年主要云厂商（MSFT/GOOG/AMZN）和 Meta 的资本支出总额预计同比增长 36%**，高于 2 月初预期的 11%，这将持续利好 AI 产业链的发展。

供给端：1) 台积电：AI 需求一枝独秀；2) 海力士、美光：HBM 2024 年产能已经全部订满，2025 年产能基本分配完成。

另外，我们看到两家龙头大语言模型公司的估值和收入预测近期都有大幅提升，表明 AI 应用的变现正在快速推进。1) 微软支持的 OpenAI 在最近一轮（2023 年 12 月）的估值超过一千亿美元，远高于去年 4 月的 290 亿美元和 10 月的 860 亿美元估值；2) 亚马逊和谷歌支持的 Anthropic 预计 2024 年收入将达到 8.5 亿美元，远高于目前的 1 亿美元收入，以及三个月前预估的 5 亿美元；3) 由英伟达支持的云计算初创公司 CoreWeave 在最近一轮融资中的估值增长接近三倍，达到 190 亿美元。

展望未来，AI 的创新和应用将持续加速，我们预计市场的焦点将会从之前的 AI 硬件投资（如芯片等基础设施）拓展到 AI 应用和软件开发的进展，即关注 AI 变现策略能否顺利推进且获得成功。例如，具备 AI 功能（如 Copilot）的终端设备（AI 智能手机和 AI PC）是否能在未来加速渗透。

我们维持 AI 需求将持续增长的观点，相信产业链相关公司会持续受益，尤其是那些业务收入来自 AI 市场份额高的标的。除 AI GPU 市场以外，我们尤其看好存储市场（HBM3 和

HBM3e 的需求增长和存储产品价格的修复)，以及光模块和网络通信芯片的需求。韩国半导体出口数据在最近几个月实现强势增长（1/2/3/4/5 月：16%/63%/36%/56%/55%）。该增长一方面是库存出清、需求逐渐回暖；另一方面是 AI 市场的快速增长推动了 HBM 等产品的需求。我们认为随着推理大语言模型应用推广，该需求仍将保持强劲。

A 股首推中际旭创（300308 CH，买入）。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。我们维持对中际旭创的“买入”评级，目标价为 130.71 元（分红后）。（[报告](#)）

2) 科技自主可控需求推动半导体供应链加速本地化

根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

从国际关系上，AI 禁令进一步趋严，同时有些国家也在加强对中国半导体行业的限制，如近期荷兰政府撤销了部分光刻机出口到中国的许可证。在这种国际环境下，国产替代的趋势势必会加强。我们已经看到英伟达最新的符合出口规定的芯片在中国的需求并没有预期中那般强劲。出于对性能、价格等因素的考虑，国内云厂商的购买意愿似乎并不强烈，并转向寻求国产替代的方案（如华为）以及自研方案。

地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保障供应链安全上。**对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。**近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期。在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创（002371 CH，买入）和华虹半导体（1347 CH，买入）将是其中的受益者。（[报告](#)）

推荐北方华创（002371 CH，买入）。公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。北方华创作为中国最大的设备制造商，拥有最丰富的产品线。公司持续巩固其在中国的领先地位，与国内众多芯片制造商都有紧密的合作，多种产品已安装并运行。公司雄厚的资产负债表（现金超过 100 亿元人民币）和多样化的人才库赋予了其持续发展所需的财务实力和研发能力。我们给予该标的“买入”评级，目标价为 405 元人民币。（[报告](#)）

推荐华虹半导体（1347 HK，买入）。我们认为中国的半导体供应链将进一步加强本地化。我们预计中国晶圆代工龙头企业将持续保持市场份额的增长，主要驱动力包括：1) 中国政府对半导体供应链自主可控的大力支持；2) 成熟制程产能的扩张和份额提升；3) 下游市场需求的逐渐复苏。我们认为，中国最大的两家晶圆代工企业，中芯国际和华虹半导体，将是半导体自主可控趋势下的主要受益者。华虹半导体是中国第二大晶圆代工企业。我们观察到了公司晶圆出货量和产能利用率上升等积极迹象，我们认为公司正在从周期底部逐渐复苏，给予该标的“买入”评级，目标价 24 港元。（[报告](#)）

3) 半导体周期或将回暖

我们认为消费电子市场于 2023 年年底触底。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。随着 2024 年宏观经济的温和改善，半导体行业终端需求有望逐步回暖。**韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）**将通过新品发布和市场份额的增长获益。韦尔股份的高阶像素 50 系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升；同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。卓胜微的基于芯卓自建产

线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率；同时，公司集成自产滤波器的产品也在 2Q23 放量。

4) 通讯板块仍是较好的防御性标的

我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观顺风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

目前通讯板块的股息收益率为：中国移动（941 HK），6.19%；中国电信（728 HK），5.31%；中国联通（762 HK），4.91%；中兴通讯（763 HK），4.23%；中国铁塔（788 HK），3.88%。

■ **风险提示：**AI 需求不及预期；新的半导体禁令出台；行业竞争激烈程度高于预期；消费电子需求持续下滑。

软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

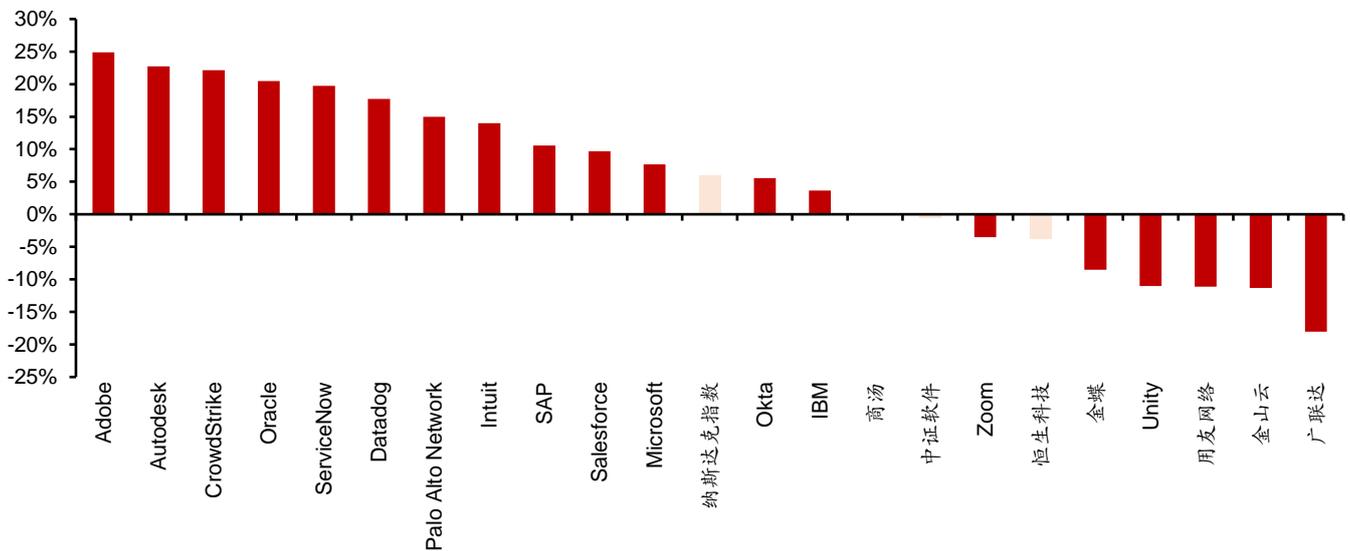
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

中性乐观。美元流动性压力能否缓释或仍为中国软件板块估值重估的关键性驱动因素。基本面层面，在整体企业 IT 支出温和恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。基础云服务降价或有望助推成本改善，大模型使用成本下降或有望助推 AI 相关应用生态逐步繁荣。中国市场中云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。推荐买入金蝶国际 (268 HK)。美国软件行业中，降息预期交易助推近期板块估值高位抬升，在估值已经较为充分地反映市场乐观情绪的情况下，基本面能否维持超预期的表现或为估值波动中枢的关键支撑因素，中长期仍关注利润率扩张节奏及 AI 带来的增量营收变现前景。推荐买入 ServiceNow (NOW US)。

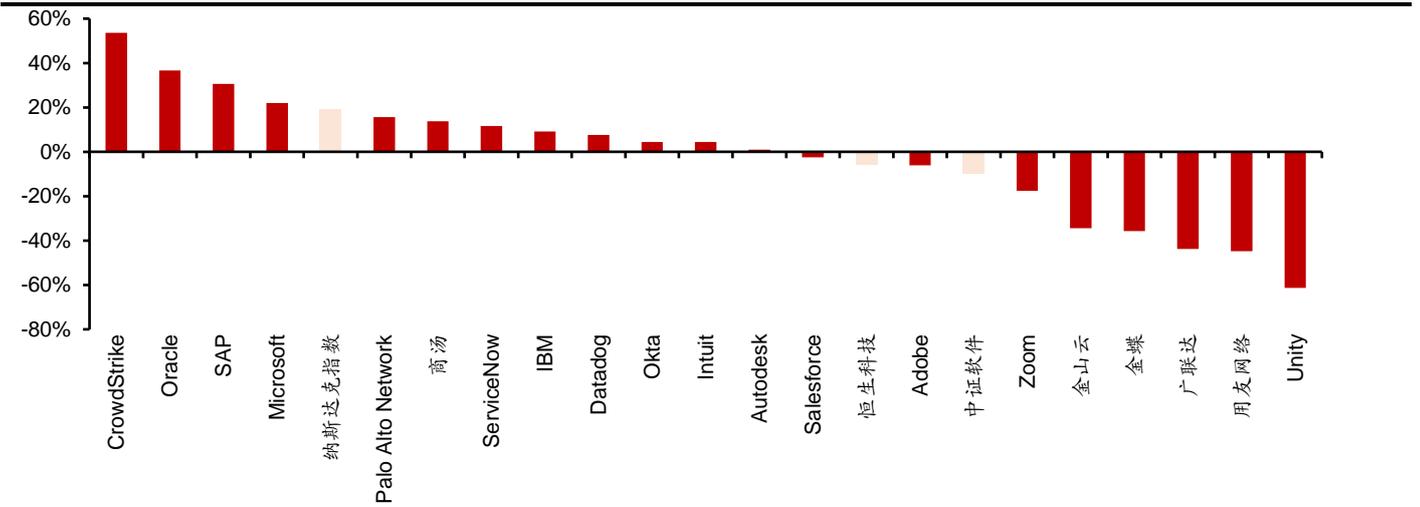
6 月恒生科技指数下跌 4%，中证软件指数下跌 1%。Adobe 6 月上涨 25%，公司公布了好于预期的 2QFY24 业绩，总收入同比增长 10% 至 53.1 亿美元，RPO (remaining performance obligations, 剩余履约价值) 同比增长 17% 至 179 亿美元 (1QFY24: +16% YoY)，公司上调 FY24 全年数字媒体 ARR (annual recurring revenue, 年度经常性收入) 指引至约 19.5 亿美元 (前值: 19.0 亿美元)，并上调全年 Non-GAAP EPS 预期至 18.00-18.20 美元 (前值: 17.60-18.00 美元)。

图 2: 6 月软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢

头部 SaaS 公司的客户粘性强,但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出,我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 2024 年实现 14-20% 的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%,但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复,但整体结构性的复苏或仍有待观察。2H24 年,相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司,我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ IaaS 和 PaaS: 高质量增长是主题, AI 云带来新增量

2023 年中国云服务市场受到宏观逆风的影响,龙头厂商持续进行业务调整,逐步减少低利润率 CDN 业务、更专注 PaaS 及增值服务端的营收扩张以驱动云业务利润率提升、高质量增长。展望 2024 年,整体中国云行业的营收增长或有望随着经济逐步回暖带动企业数字化开支回暖而逐步回升,生成式 AI 对于头部公司的营收贡献有望从 3Q23 的低单位数进一步提升。因生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平,叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略,我们预计头部厂商云业务的盈利能力在 2024 年或有望进一步提升。

■ 海外软件: 客户数字化支出仍然谨慎,关注生成式 AI 进展

美股降息预期降温,软件板块估值维持高位波动。由于宏观逆风因素以及疫情后企业数字化投入放缓,目前企业客户对于数字化支出仍持谨慎态度。Salesforce 公布 1QFY25 总收入同比增长 11% 至 91.3 亿美元,非 GAAP 营业利润同比增长 29% 至 29.3 亿美元,符合一致预期。但 1QFY25 公司 cRPO 同比增速放缓至 10% (4QFY24: 同比增长 12%) 且低于公司此前指引,主因客户更加谨慎的采购行为以及公司对销售团队主动采取调整措施,引发投资人担忧。考虑持续的宏观逆风因素,管理层将 FY25 订阅收入增速指引下调至略低于 10% (前值: 同比增长 10%)。ServiceNow 1Q24 总收入同比增长 24% 至 26 亿美元,非 GAAP 净利润同比增长 46% 至 7.07 亿美元。1Q24 固定汇率下 cRPO 同比增长 21%,较此前指引高出 100bps,得益于 1Q24 新签订单的强劲表现。我们看好公司在企业 AI 解决方案市场的竞争优势,公司生成式 AI 产品 Pro Plus 的销售表现强劲。

■ 推荐买入 ServiceNow、金蝶国际

ServiceNow (NOW US) : ServiceNow 1Q24 总收入同比增长 24%至 26.0 亿美元，固定汇率下 cRPO 同比增长 21%，较指引高出 100bps。在经营杠杆推动下，1Q24 非 GAAP 运营利润率同比提升 4.4 个百分点至 30.4%。相较于同业，我们更加看好 ServiceNow cRPO 在宏观逆风环境下的增长韧性表现、良好的财务指标（1Q24 自由现金流比率+收入增速> 70%）以及生成式 AI 产品的快速发展（AI 赋能的 Pro Plus 产品 NNACV 已超过公司历史上所有新产品在可比期间的表现）。我们目标价为 895.0 美元，基于 50 倍 FY24 EV/EBITDA。

金蝶 (268 HK) : 金蝶 2023 年营收 57 亿元人民币，同比增长 17%（2022 年：同比增长 17%），归属于普通股股东的净亏损为 2.1 亿元人民币（2022 年：亏损 3.89 亿元人民币）。金蝶的减亏正处于正轨，净亏损率从 2022 年的 17.9%收窄至 2023 年的 12.1%，主要得益于毛利率的提升和经营效率的提升，而毛利率的提升得益于订阅收入占比提升和云基础设施成本优化。管理层承诺将在 2024 年持续提高运营效率，目标是在 2025 年之前实现盈亏平衡。受益于较强且持续强化的产品能力和合作伙伴体系，我们对金蝶受益于软件国产替代的趋势保持乐观。我们给予金蝶的目标价为 15.5 港元，基于 6.4x EV/S，与一年均值一致，维持“买入”评级。

■ 风险提示：宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

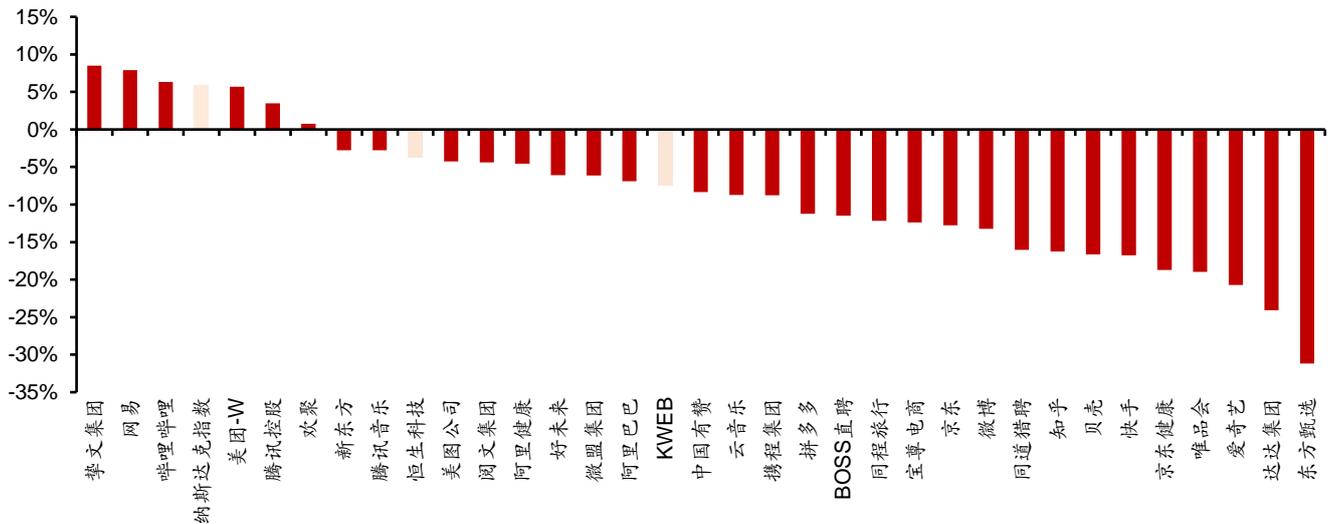
■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 6 月，行业取得绝对收益的标的集中在存在事件性催化的公司（宣布新游定档的网易及新游上线具备亮眼表现的哔哩哔哩），和业绩好于预期或基本面表现稳健且有回购支撑的公司（美团、腾讯）。地产风险进一步缓释、消费结构性复苏及流动性缓释或仍为推动板块估值重估的决定性因素。展望 7 月，除基本面维持稳健表现外，受益于事件性的催化因素（如世界人工智能大会相关产业链政策及新品发布催化、新游发布后表现超预期）及 2Q 业绩有望好于预期的公司或将获得更多的关注度。月度选股视角下我们推荐即将进入新一轮高质量游戏产品周期的网易（NTES US）、旺季出境游业务恢复有望好于预期的携程（TCOM US）、竞争阶段性缓和且全年净利润增长展望更加乐观的美团（3690 HK），同时仍建议关注基本面表现稳健且股东回报水平稳定的腾讯（700 HK）和基本面改善已现早期成效的阿里巴巴（BABA US）。年度维度仍建议关注三条主线：1) 新业务潜在体量大、业务探索有望在长期带来可观资本利得；2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3) 主营业务有稳健盈利增长空间的公司。推荐标的为腾讯（700 HK）、阿里巴巴（BABA US）、拼多多（PDD US）。

当前互联网板块整体估值对应 17x 2024E non-GAAP P/E，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，我们预测互联网行业 2023-2025E 年 non-GAAP 净利润复合增速有望达 19%，对应 2024E PEG 为 0.9x。

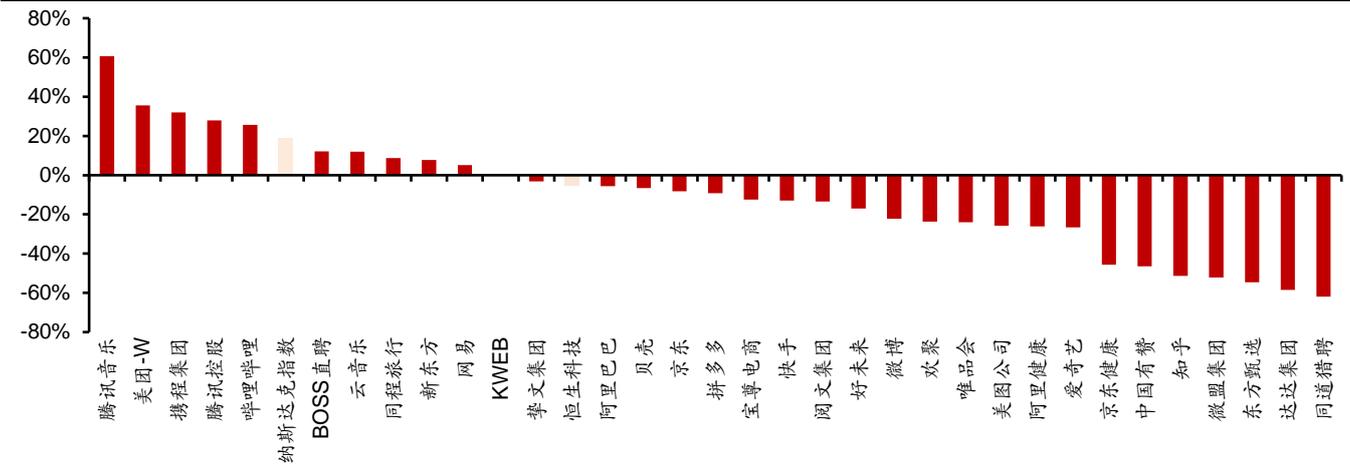
6 月恒生科技指数下跌 3.7%，KWEB 指数下跌 7.5%，挚文集团/网易/哔哩哔哩 6 月上涨 9/8/6%。网易 6 月公布高期待值《永劫无间》手游将于 7 月 25 日上线，《魔兽世界》国服亦定档 8 月重新上线，多款新游提升市场对于网易下半年基本面及股价表现的信心；哔哩哔哩《三国：谋定天下》6 月上线后流水表现好于预期，连续 20 日排名 iOS 游戏畅销榜前 5，有望驱动公司下半年游戏收入强劲表现。

图 4: 6 月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 电商：高基数下表现或具备韧性，消费复苏及股东回报或仍为关键估值驱动因素

据国家统计局，5M24 网上零售额/实物商品网上零售额达 5.8 万亿元/4.8 万亿元人民币，同比增长 12.4%/11.5%，对应两年 CAGR 为 13.1%/11.6%，网上零售额增速持续超过实物商品网上零售额增长。单 5 月份实物商品网上零售额增速 12.9%，环比上月的 9.6% 进一步加速，较高基数下稳健增长趋势延续且好于市场预期，直播电商及即时零售持续渗透、传统电商平台深化低价策略及优化购物体验支撑下消费者购买习惯持续向线上迁移或为主要支撑。

据易观数据，2024 年 618 全周期（5 月 20 日-6 月 18 日），主要电商平台（淘宝天猫、京东、拼多多、抖音、快手）整体成交额同比增长 13.6%，抖音/拼多多/快手/淘宝天猫/京东全周期成交额分别同比增长 26.2/17.7/16.1/12.0/5.7%。回顾 2018-2019 年 618 购物节，传统电商平台 GMV 在 2Q 平台总 GMV 中的占比约为 36%，结合 4-5 月国家统计局给出的数据，实物商品网上零售额 2Q 增长或仍有望达到双位数，好于市场中高单位数的增长预期。尽管超预期的 GMV 增长或部分因退货率提升及补贴力度加大所驱动而不能完全转化至利润水平，但需注意电商平台整体的补贴仍以高效为基调展开，补贴主要围绕高频及核心会员用户，利润端的扰动程度或有望弱于市场预期。

展望 2H24，电商平台基于较为稳定的利润水平提升股东回报或有望为估值水平提供支撑，而估值水平的进一步重估或将取决于消费能否进一步稳步复苏。海外扩张仍是电商平台长期营收和盈利增长的关键推动力。我们维持阿里巴巴（BABA US）、拼多多（PDD US）、京东（JD US）的“买入”评级。

■ 在线旅游：国内业务高基数下同比增长具备韧性，出境游业务恢复有望好于预期

2Q24 节假日出游预定数据显示高基数下国内游业务维持温和健康增长，出境游业务的恢复处于正轨，而根据目前暑期预定数据看，携程的出境游酒旅 GTV 或有望在旺季接近全量恢复，表现有望至少符合市场预期。

根据中国文化和旅游部发布的数据，2024 年端午节假期国内旅游出游合计 1.1 亿人次，同比增长 6.3%（2019 年端午节：9,597.8 万人次，同比增长 7.7%；2019-2024 CAGR：2.8%），端午节期间国内游客出游总花费 403.5 亿元人民币，同比增长 8.1%（2019 年端午节：393.3 亿元人民币，同比增长 8.6%；2019-2024 CAGR：0.5%）。2024 年端午节假期期间人均旅游支出（ARPU）为 367 元人民币，同比增长 2%，尽管面临较高基数，我们认为端午节国内旅游需求仍维持健康，但这个计算出的 ARPU 相较 2019 年低 10%，我们认为这部分是由于消费意愿更加谨慎所致。

出境游方面，数据显示消费者的出游需求仍维持强劲，出境游复苏仍处于正轨。在供给方面，航旅纵横于5月23日发布的预测数据显示，2024年端午节假期期间的国际航班数量将超过4,800班次，同比增长72%，将恢复至2019年水平的约75%，相较1Q24的70%有所改善，这符合我们对复苏节奏的预期，我们预计2Q24的整体行业复苏率将达到约80%。在需求方面，端午节假期出入境航线机票预定量超41万，同比增长约80%。去哪儿网的数据也显示了出境游的稳步复苏趋势：其平台上端午出发的国际机票预订量同比增长逾60%，端午入住的国际酒店预订量同比增长了50%。然而，由于国际航班供给数量的正常化，端午期间的国际机票平均价格同比下降了20%。

对于我们覆盖的OTA平台，我们认为，得益于强劲的订单量同比增长，2Q-3Q24国际机票业务的总交易额（GTV）有望维持强劲的同比增长趋势，但部分被票价的正常化所抵消。对于国际酒店预订业务，我们预计强劲的预订量增长将在2Q-3Q24推动GTV和收入增长。中国新闻网报道的暑期出境游趋势已经部分验证我们的结论：据报道，7月1日至8月31日整体出境游机票预订量同比增长1.6倍，机票价格较去年同期下降两成左右，我们认为这或对应行业整体的出境机票GTV预定恢复至疫情前的约80%、酒店GTV恢复水平更优，而携程有望持续好于行业20-30%，或对应暑期期间的出境游GTV有望接近全量恢复。

■ 在线游戏：新产品上线有望推动2H24游戏市场加速增长

7月多款高期待值游戏上线，叠加5-6月多款重磅新游戏的强劲流水表现，我们看好下半年游戏市场收入加速增长：1) 腾讯《地下城与勇士：起源》自5月21日上线后表现强劲，连续超30日排名iOS游戏畅销榜第一，Sensor Tower估计该游戏10天流水（仅iOS）即超过1亿美元。我们预计该游戏24年流水有望达到80-100亿元，约占腾讯2024E游戏收入的4-5%；2) 网易进入新一轮高质量游戏产品周期，高期待值《永劫无间》手游定档7月25日上线，《燕云十六声》将于7月26日上线，得益于新游戏上线以及部分老游戏的调整基本完成，我们预计网易下半年游戏收入有望重新加速增长；3) 哔哩哔哩《三国：谋定天下》上线后流水表现好于预期，连续20日排名iOS游戏畅销榜前5，我们预计该游戏24年流水有望达到10-20亿元人民币，约占哔哩哔哩2024E游戏收入24-47%。

■ 在线广告：广告市场温和增长，电商广告驱动中短视频平台广告收入增长

我们预计2024年中国在线广告市场将延续复苏趋势。分平台看，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于电商交易生态及广告基础设施的持续完善，推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望2Q24：1) 我们预计腾讯2Q24在线广告收入同比增长18%，主要得益于视频号广告收入增长以及广告技术能力提升；2) 我们预计哔哩哔哩2Q24广告收入同比增长27%，主要受电商相关行业广告收入的强劲增长所驱动，618大促期间，哔哩哔哩带货GMV同比增长146%，订单量同比增长154%，在平台进行投放的广告主数量达到去年同期4倍；3) 我们预计快手2Q24在线广告收入同比增长20-25%，主因内循环广告的强劲增长以及外循环广告的持续复苏。

■ 推荐买入阿里巴巴、美团、腾讯、携程、网易、拼多多

1) **阿里巴巴 (BABAUS)**：我们预计阿里巴巴2024年将持续加大投资力度以支持国际业务更快速的扩张。尽管经过一年较为严格的成本管控及面对目前较为激烈的竞争环境，进一步提高运营效率的空间或较为有限，但阿里巴巴仍致力于通过派息和股票回购提升股东回报，或有望在追求确定性的市场投资情绪中获得更高的市场认可度推动估值重估，且阿里巴巴在外部环境不明朗的情况下短期维持集团基础设施和业务协同布局发展或有利长期发展。公司投资以重振长期增长的举措已在重振淘天GMV增长层面初见成效，变现率提升、云业务增长重新加速、国际业务UE提升或有望在2HFY25（年结于3月）逐步兑现，阿里巴巴目前估值对应8x FY25E P/E (non-GAAP)，在公司持续提升股东回报的举措驱动下，估值或具备重估空间。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/906232041055010203>