

每日投资策略

行业点评、个股速评

行业点评

■ 中国医药行业 — 海外 CXO 2Q23 业绩综述：业绩出现分化；融资复苏尚需时间；需求展望有所改善

我们总结了海外主要 CXO 公司（包括临床 CRO、临床前 CRO、C(D)MO 以及生命科学上游）的 2Q23 业绩以及管理层对于全球医药行业融资和需求展望。由于中国 CXO 公司已深度融入全球医药研发产业链，我们希望通过分析海外 CXO 行业为理解中国 CXO 行业的发展趋势提供更加全面的视角。

海外 CXO 公司 2Q23 业绩出现分化。我们发现后期阶段 CXO 的业绩好于早期阶段 CXO，非生产类 CXO 的业绩好于生产类 CXO。我们认为导致业绩分化的原因有四个：1) 在后疫情时代，因新冠而积压的非新冠项目得以重新推进；2) 全球医疗健康融资额明显减少，biotech 公司将更多资源用于少数重点后期项目；3) 新冠药物造成 22 年业绩高基数，特别是对于 C(D)MO 公司而言；4) C(D)MO 的成本相对刚性，疫情后产能利用率低造成折旧压力大，而非生产类 CRO 可通过人员优化灵活调整成本。

海外 CXO 需求复苏初现苗头，但趋势尚未站稳，管理层对 23 年业绩预期偏谨慎。尽管有海外 CXO 管理层表示 biotech 融资出现恢复的迹象，但早期研发仍受到客户资金紧张的影响。由于客户进行管线优化，导致对临床 CRO 的需求提高，但临床前、药物发现以及生命科学上游的需求较弱。

海外 CXO 仍在等待业绩拐点。海外 CXO 公司的业绩在 3Q21 大范围出现增速下滑，22 年 2 月密集公布的 4Q21 业绩进一步强化了市场对于业绩将要放缓的预期，股价和估值随后进入下降通道。从 1Q23 和 2Q23 海外 CXO 业绩来看，改善趋势还未完全形成。

对中国 CXO 行业的启示。中国医疗市场的融资目前仍未出现明显的复苏迹象。基于海外 CXO 的整体表现，我们认为中国 CXO 短期可能面对海外需求带来的挑战，而中国本土的需求也同样可能较为疲弱。中国 CXO 公司在这一轮业绩减速时间点相比海外同行滞后约 2 至 4 个季度，主要可能是由于新冠订单节奏的影响。考虑到 23 年业绩增速受到 22 年高基数的影响，我们预计中国主要 CXO 公司最快将在 2024 年重新进入业绩加速通道。由于美国本土实验用猴供应出现问题，我们认为今年以来海外安评订单有初步流向中国的趋势，但是目前规模有限，海外客户从询单到签单再到转换成收入仍需时间。（[链接](#)）

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	17,846	0.31	-9.78
恒生国企	6,117	0.32	-8.76
恒生科技	4,009	0.20	-2.90
上证综指	3,078	-1.34	-0.35
深证综指	1,902	-1.96	-3.73
深圳创业板	2,039	-2.30	-13.12
美国道琼斯	34,473	0.54	4.00
美国标普 500	4,436	1.10	15.54
美国纳斯达克	13,721	1.59	31.09
德国 DAX	15,728	0.15	12.96
法国 CAC	7,247	0.08	11.94
英国富时 100	7,321	0.68	-1.76
日本日经 225	32,010	0.48	22.67
澳洲 ASX 200	7,148	0.38	1.56
台湾加权	16,577	0.85	17.25

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	29,298	0.54	-9.70
恒生工商业	10,075	0.21	-7.70
恒生地产	19,184	0.37	-26.33
恒生公用事业	32,032	-0.34	-13.03

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)	32.61
深港通 (南下)	11.63
沪港通 (北上)	-38.91
深港通 (北上)	-51.41

资料来源：彭博

■ 中国科技行业 — 全球半导体设计/IDM 厂商 2Q23 跟踪：非 AI 相关业务库存调整持续；关注英伟达 3Q 业绩指引

我们梳理了加上英伟达在内的 10 家国际半导体设计/IDM 公司 FY2Q23 业绩，这些公司包括 AMD/英特尔/博通/高通/德州仪器/英飞凌/意法半导体/联发科/安森美。核心指标包括环比收入表现、毛利率和库存天数等。我们观察到大部分国际半导体设计/IDM 公司均预计 3Q23 营收将取得环比正增长，但非 AI 相关业务面临毛利率压力。具体来说，即使在手机和消费电子需求持续疲软的背景下，大多数半导体设计公司 2Q23 收入取得环比正增长。除英飞凌给出 3Q23 收入环比持平指引外，其他厂商均指引 3Q23 收入环比增长。毛利率方面，AI 业务占比较高厂商均指引毛利率提升，而其他厂商则由于库存调整、价格压力、产能利用率下滑以及新产能爬坡等原因面临毛利率压力。从库存天数来看，非 AI 相关业务厂商库存天数呈上升趋势，主要原因是消费电子/服务器市场需求依旧疲软。除联发科外，其他非 AI 应用下游的厂商 2Q23 库存水位和库存天数呈上升趋势，降低产能利用率和积极去库存措施将在今年下半年持续。（[链接](#)）

个股速评

■ 特步 (1368 HK, 买入, 目标价 11.41 港元) — 尽管有短期波动，增长故事依然完整

23 年上半年的业绩大致符合预期，销售同比增长 15% 至 65 亿元人民币，比市场/招银国际预期高 2%/3%，当中包括特步/K&P/S&M 分别增长 11%/19%/120%。净利润也同比增长 13% 至 6.65 亿元人民币，与市场/招银国际预期基本一致，当中毛利率的改善被运营费用大增所抵消。

23 年上半年的平均库存天数从 22 财年的 90 天增加至 115 天，但绝对数量仅增加 5%，其中一半与新品牌有关。特步主品牌已进行很多去库存的工作，通过主动降低订货会订单以及继续通过线下和线上渠道清理旧库存。管理层预计在 23 年下半年清货季节时，零售折扣可能会小幅扩大到 7 折，但我们认为都在可控范围以内。此外，新产品也非常成功，当中 23 年 1、2 季度的售罄率均超过 70%，同比改善 3-5 个百分点。

公司维持 23 年全年指引（销售增长 15-20%，利润增速比收入高）。销售增长可能在 23 年下半年加速，因为：1) 订货会销售增长可能开始与零售流水增长趋同，2) 特步高性价比产品足以赢得更多市场份额，特别是在消费降级时，3) 特步在跑步类别中仍然拥有的领导地位。此外，我们认为，由于广告和研发费用可能会集中在上半年，而占全年销售也会低于 13% / 3%，加上员工成本的优化，因此 23 年的净利润率至少可以保持平稳。

23 年 7-8 月特步主品牌的零售流水加速至高双位数，我们预计要实现 23 年全年 20% 以上的零售流水增长并不难。新品牌像 Saucony 表现亮丽，Saucony 和 Merrell 上半年的销售同比录得 120% 增长，也从 19 年创立合营公司以来首次录得利润，因此公司也将 23 年零售流水增长指引从 60% 以上提升至 70% 以上。我们亦相信 Saucony 在未来几年将会迎来更好的爆发。

维持买入评级，提高目标价至 11.41 港元，基于 23 财年 23 倍市盈率。目前在 16 倍和 0.7 倍 PEG，估值并不贵。（[链接](#)）

■ 爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 8.6 美元) — 重视长期会员价值释放

尽管受季节性因素和剧集延期影响, 爱奇艺 2Q23 业绩依然稳健。当中, 收入同比增长 17%, 符合预期, 调整后净利润达 6 亿元人民币, 较我们/市场预期高 32%/42%。市场担心会员留存度转弱及 2H23 净增用户可见度不高, 但我们认为公司将更加兼顾会员当期及长期价值, 其独家精品内容储备助于长期价值最大化。我们预计 3Q23 收入同比增长 8%, 当中会员/广告增速为 20%/37%, 经调整运营利润为 8.15 亿元人民币。会员方面, ARM 将实现健康增长, 预计首次超 15 元, 得益于精细化价格策略。广告有望保持加速增长, 源于暑期头部剧和综艺的上线带动内容营销, 以及食品饮料投放旺季。管理层看好 2H23 在平台电商、直播电商、文化旅游及生活工具等垂类广告的增长。我们建议投资者关注 2H23 精品剧集上线, 包括《无忧渡》和《宁安如梦》等。我们上调 FY23-25 净利润 5-10%, 目标价维持 8.6 美元不变。(链接)

■ 爱康医疗 (1789 HK, 买入, 目标价: 8.46 港元) — 1H23 业绩稳健增长

爱康医疗公布 1H23 业绩, 收入同比增长 22.1% 至 6.5 亿元, 毛利率同比下降 1.8 个百分点至 61.9%, 主要是由于关节集采于 22 年 4 月落地执行。净利润同比增长 5.2% 至 1.3 亿元, 净利率下滑 3.3 个百分点至 20.4%, 主要是毛利率下降以及管理费用率上升所致。

膝关节植入物增长强劲。关节集采持续带动人工关节销量上升, 上半年公司初次膝关节销量同比增长 107%, 此外, 去年获批的单髁置换系统上半年贡献收入达 3,375 万元, 共同带动上半年公司膝关节植入物收入同比增长 64.7% 至 2.1 亿元。

省级医院占比提升。据公司披露, 23 年上半年, 公司约 16% 的植入手术发生在省级医院, 高于 22 年上半年的 10%。我们预计这一趋势将进一步推动膝关节植入物销售的强劲增长。

收入结构改善, 高毛利非集采产品收入比例提升。据公司披露, 上半年非集采覆盖产品国内收入占国内总收入的比重提升至约 48%, 其中包括翻修产品, 上半年国内收入同比增长超 60%, ICOS 定制化产品, 上半年收入同比增长 32%, 以及 3D 打印脊柱产品和单髁产品等。此外公司海外收入占比提升至 17.5%, 我们测算 23 年上半年公司非集采收入占比达到 56.8%。

考虑到下半年行业面临的外部挑战, 我们将目标价调整为 8.46 港元, 维持买入评级。(链接)

■ 保利物业 (6049 HK, 买入, 目标价: 57.31 港元) — 1H23 业绩符合预期, 应收受公服影响增加

保利物业 1H23 净利润同比增长 22%, 符合全年 20% 的目标。利润增速远高于收入增速 (同比+11%), 反映了利润率的提高和费用率的下降。毛利率同比提高 1ppt 到 21.2%, 管理费用率下降 0.7ppt 到 7.3%。这些改善主要归因于公司在基础物管方面开始追求项目密度, 将重点三方拓展城市从原来的 100 个城市削减到 48 个。在增值服务方面, 公司在寻求更有质量的增长进而退出一些低毛利业务, 如疫情期间的保供等。公司维持全年的指引不变, 希望做到新增中标合同年化金额、收入、归母净利润 20% 的增长。公司 1H23 应收账款增加主要由于公共服务类业务收入增速较高, 占比提高。我们认为这是整个行业面临的问题, 因为城市服务是行业未来面积增长点之一。我们认为公司将在央企母公司的支持下实现稳定的增长, 维持买入评级, 目标价微调至 57.31 港元, 反映 20x 的 2023E PE (链接)

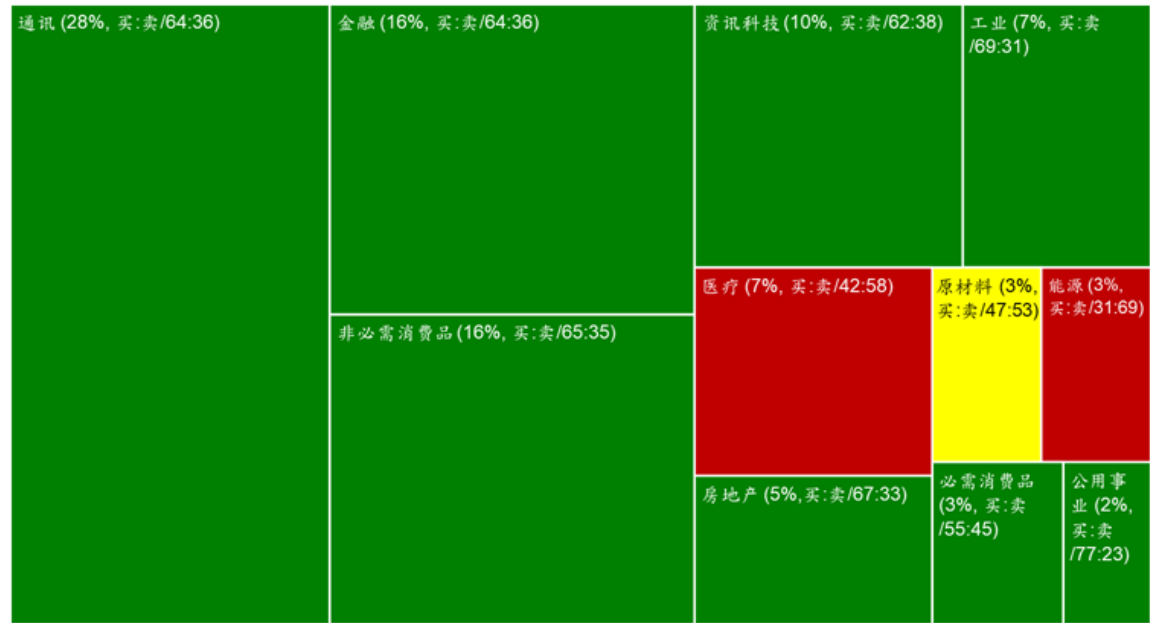
招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)		市净率 (倍)	ROE (%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	38.94	55.00	41%	63.0	31.8	7.1	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.20	14.50	58%	25.1	18.2	1.1	4.7	1.5%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	11.40	16.20	42%	13.7	10.3	2.9	22.1	1.9%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	49.24	67.00	36%	16.9	13.8	3.0	19.2	1.1%
华润电力	836 HK	能源	买入	16.06	23.20	44%	5.8	4.6	N/A	15.1	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	20.70	21.83	5%	31.9	19.7	N/A	42.2	0.5%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.51	4.70	34%	7.2	42.3	8.8	23.0	0.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	45.95	77.40	68%	25.4	20.2	4.6	18.9	1.4%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	65.60	92.90	42%	19.0	16.5	N/A	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	53.65	72.10	34%	57.1	452.8	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1774.00	2440.00	38%	29.9	25.7	9.5	31.9	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	30.75	50.34	64%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	69.95	118.00	69%	14.0	89.0	13.8	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	318.00	455.00	43%	19.0	15.9	2.8	15.1	0.5%
拼多多	PDD US	互联网	买入	77.92	109.00	40%	19.7	14.7	6.1	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	102.64	123.00	20%	19.5	17.7	4.0	19.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	89.84	156.60	74%	9.4	8.6	N/A	11.9	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	64.40	97.00	51%	37.4	22.1	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	31.10	45.10	45%	6.9	5.9	0.8	13.3	5.1%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.30	31.67	-2%	20.5	16.7	N/A	11.5	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	42.48	88.60	109%	15.1	11.5	1.4	8.6	0.5%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	11.88	23.28	96%	N/A	N/A	5.5	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 8 月 23 日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 – 23/8/2023

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属制的报告。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。