

每日投资策略

个股点评

个股速评

■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 168.0 港元) - 拥抱更艰难的竞争

美团公布 4Q22 业绩: 四季度营收同比增长 21% 至 601 亿元人民币, 较招银预测/市场一致预期高 4%。调整后净利为 8.29 亿元人民币, 好于招银预期/市场一致预期的 2.81 亿/5.28 亿元, 主因好于预期的经营效率提升。鉴于抖音在到店业务板块的竞争持续提升, 美团正努力捍卫其领先地位, 在短期内通过牺牲部分变现率及盈利能力来维持中长期稳定的交易额市占, 目标在长期获得更大的经营利润潜在变现池, 我们认为这将有助于本地生活服务行业短期线上化率加速提升, 将潜在的竞争格局变化纳入考量。同时, 考虑美团在竞争中采取的举措, 我们将基于现金流折现的目标价下调至 168.0 港元 (前值: 216.4 港元)。股票买点或将会在市场完全消化到店板块的竞争影响及市场竞争格局变化后出现。 ([链接](#))

■ 小米 (1810 HK, 买入, 目标价: 15.41 港元) - 4Q22 基本符合预期, 2023 财年盈利水平提升值得期待

小米 4Q22 较为疲弱的业绩基本符合市场预期, 经调整净利润同比下滑 67% 高于我们/市场先前预期 9%/13%, 主要由于高于预期的利润率表现以及产品组合优化。展望未来, 我们认为手机市场疲软情况已经被反映在股价当中, 由于持续改善的手机库存水平、海外 AIoT 市场以及互联网广告及游戏业务的回暖, 全年公司盈利表现将有望逐步提升。我们对公司提升盈利能力及改善运营效率的全年战略目标持正面态度。我们调低 FY23/24 EPS 7%/7%, 基于 24 倍 FY24E 市盈率给予新的目标价 15.41 港元 (vs. 之前 24 倍 FY23E 市盈率)。维持买入评级, 股价上涨驱动因素包括 EV 业务新进展、新手机型号发售以及市场份额提升。 ([链接](#))

■ 广联达 (002410 CH, 买入, 目标价: 82.34 元人民币) - 清晰规划推动建筑产业链数字化转型

广联达 22 年四季度业绩强劲。22 年第四季度收入为 21.3 亿元人民币 (同比增长 6%), 净利润为 3.28 亿元人民币 (同比增长 77%)。毛利率和经营利润率都有良好的改善, 分别同比提升了 4 个百分点和 7.6 个百分点, 来自于 1) 项目制的数字施工业务收入减少 (同比-19%) 和 2) 经营费用率同比下降了 3.6 个百分点。同时, 公司在业绩会上给出了乐观的 23 年指引, 预计 23 年收入和净利润均同比增长 30%。

数字造价业务方面, 22 年第四季度造价业务云收入为 8.79 亿元人民币 (同比增长 21%), 占广联达总收入的 41%。云指标方面, 新签合同金额达 11.3 亿元人民币 (同比增长 23%), 期末云转型相关合同负债余额达 26.8 亿元人民币 (同比增长 31%), 表明了稳定增长的前景。22 年是公司造价业务云转型的收官之年, 较高的云转型率 (90%) 和续约率 (80%) 将成为公司未来现金流的支柱。我们相信公司自由现金流利润率的提高 (22 年自由现金流利润率: 12%) 将推动估值提升。

公司制定了第九个三年计划 (2023-2025), 指引为: 25 年营收较 22 年翻倍, 净利率超过 15%, 主要驱动力来自 1) 数字项目集成管理平台 (PaaS+模块) 和 2) 数字设计业务。数字施工业务方面, 尽管收入确认在 22 年第四季度受

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	19,916	-0.67	0.68
恒生国企	6,795	-0.61	1.34
恒生科技	4,225	0.62	2.33
上证综指	3,266	-0.64	5.71
深证综指	2,117	0.25	7.15
深圳创业板	2,370	0.38	1.01
美国道琼斯	32,238	0.41	-2.74
美国标普 500	3,971	0.56	3.42
美国纳斯达克	11,824	0.31	12.97
德国 DAX	14,957	-1.66	7.42
法国 CAC	7,015	-1.74	8.36
英国富时 100	7,405	-1.26	-0.62
日本日经 225	27,385	-0.13	4.95
澳洲 ASX 200	6,955	-0.19	-1.19
台湾加权	15,915	0.32	12.57

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	32,740	-1.13	0.91
恒生工商业	11,072	-0.43	1.44
恒生地产	24,777	-0.39	-4.85
恒生公用事业	35,555	-0.44	-3.46

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

	亿元人民币
沪港通 (南下)	33.33
深港通 (南下)	41.11
沪港通 (北上)	-6.68
深港通 (北上)	25.05

资料来源: 彭博

到了影响，项目和客户仍在有序推进，22年新增施工业务项目数达21,000个，新客户数达1,600个。数字设计业务方面，广联达已经从房建设计拓展到道路设计，22年数维道路设计产品所覆盖的项目涵盖了超100公里的道路、70座桥梁、11个隧道和10个互通立交。

我们将23-24年的净利润预测提高了11-15%，以反映：1) 数字施工和数字设计业务线更高的收入增速和2) 更好的费用控制。维持买入评级，目标价上调至82.34元人民币（前值：78.56元人民币）。([链接](#))

■ 中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 12.44 港元) – 2H22 财险承保盈利, 承保利润率持续提升

公司于24日收市后公布FY22全年业绩，财险全年承保利润同比大涨579%，对应2H22承保盈利21亿元人民币，对比2H21承保净亏损39亿元人民币实现大幅好转。FY22全年综合成本率同比下降2个百分点至97.6%，优于同业平均99%的综合成本率水平。承保利润率(承保利润/净保费收入)实现连续4个季度正增长，推动公司2H22/4Q22综合成本率回落至99.1%/100.7%，同比各降2.8/0.9个百分点。

分险种看，车险业务全年承保利润贡献正增长，同比提升69.4%；非车业务整体承保亏损大幅缩窄，但各条线表现分化，其中意健险/农业险/企财险综合成本率同比改善，但责任险/信保险/货运险综合成本率略有抬升，对冲抵消了非车业务承保利润的增长。对于责任险，公司主要服务于中小微企业客户，去年受疫情封控的影响较大；基于已有保单的长尾效应，责任险客户申请赔付及费用的支出较高因而拉低条线的利润水平。信任保证险方面，综合成本率虽同比提升9.7个百分点，但赔付率已呈下行趋势，同比下降5.0个百分点至45.6%。展望今年，随着疫情放开后社会经济活动逐步复苏，我们认为服务于中小微企业的责任险赔付率有望持续下行，推动公司整体非车业务的承保利润企稳回升；但车险业务的赔付因经济回暖和出行需求增加预计可能有所上行。

此外，FY22公司全年计提的未决赔款准备金水平充足，准备金率(未决赔款准备金/净保费收入)同比提升4.3个百分点至41.3%，为今年及未来在疫情后社会经济活动逐步回暖的情况下，对大灾及其他各类险种的相关赔付留出充足的吸收损失的缓冲空间。

截至3月24日，公司股价收于7.57港元，对应4.9倍FY23E市盈率和0.6倍FY23E市净率水平，低于2年/5年各为5.1倍/6.1倍历史平均市盈率及0.7倍/0.8倍历史平均市净率水平，估值具备吸引力。公司注重股东的长期回报，提升每股股息至0.478港元，对应FY23E 8.2%的分红率及13.8%的净资产收益率。基于公司作为财险行业龙头的优势地位，我们看好公司持续优化的风险定价模型及成本管控将对未来承保利润增长的贡献，维持买入评级，目标价12.44港元。([链接](#))

■ 华润啤酒 (291 HK, 买入, 目标价: 74.8 港元) – 22年下半年业绩符合预期, 中国食品饮料行业中首推

华润啤酒去年下半年业绩符合预期。公司对23年展望表达信心，受益于20%高端/次高端品量增长（喜力啤酒30%左右增长），以及中单位数单价增长，管理层维持高单位数收入增长的指引。此外，考虑到营业费用率将继续在23年下降，我们预计今年核心EBIT增长将维持双位数。白酒方面，与金莎的报表合并已在今月10日完成，但预计对财务的即时性影响较少。公司今年目标优先解决渠道定价、库存等问题。管理层指出白酒业务是公司的长远发展计划，将在未来三至五年持续扩张，预计在2028年获得回报。为了反映2022年全年业绩，我们下调今明两年核心EBIT 5%左右，目标价从77.4港元下调至74.8港元，维持买入以及食品饮料行业首推。([链接](#))

■ 中手游 (302 HK, 买入, 目标价: 3.52 港元) - 憧憬 2023 年强劲游戏储备

受游戏版号停发及新游匮乏影响, 中手游 2022 年业绩较为疲软, 但市场已经充分预期及反映。2022 年收入同比下降 31%; 调整后净亏损为 1.96 亿元人民币, 主要因为被投企业亏损产生的一次性计提。展望 2023 年, 我们认为公司增长动力将恢复, 预计收入同比增长 97% 至 53 亿元收入, 主要源于 11 款新游计划年内上线, 当中包括《斗罗大陆史莱克学院》和《仙剑世界》两款重磅游戏。其中, 自研元宇宙平台及开放世界游戏《仙剑世界》将于 2H23 上线, 在强有效的运营下也有望进一步推动公司估值修复。我们认为中手游将受益于版号发放的常态化以及 AIGC 概念。我们维持财务预测不变, 基于 DCF 的目标价为 3.52 港元, 对应 2023/24 年 14x/11x 市盈率。(链接)

■ 永达汽车 (3669 HK, 买入, 目标价: 8.5 港元) - FY23 净利润或逐季改善

永达汽车 FY22 净利润同比下滑 43% 至 14 亿元人民币, 和此前的盈利预警基本一致。管理层在业绩会上的表态进一步印证了我们此前的观点: 售后服务是今年利润增长的主要驱动力。随着前期被抑制需求的释放, 以及通勤的恢复, 我们预测永达的售后服务收入今年有望同比增长 16%, 占到总收入的约 17%。这将带动公司的综合毛利率从去年的 8.9% 提升至今年的 9.7%。

新车方面, 我们预测永达今年新车销量将同比下滑 6% 至 17.7 万台, 相对管理层的指引 (同比增长 15-20%) 更加保守。考虑到价格折扣很难于今年上半年收窄, 我们下调今年的新车毛利率预测至 2.3%, 为历史最低。我们上调佣金收入 10% 至 15 亿元人民币, 得益于更高的金融服务收入和新能源车代理服务收入。我们维持今年净利润预测 20 亿元人民币不变, 同比增长 42%。

我们认为公司 1 季度潜在的盈利下滑已经大部分被股价反映。永达今年的净利润有望逐季提升。维持买入评级, 目标价 8.5 港元, 基于 7x FY23E P/E。考虑到售后服务重要性的提升, 以及永达在新能源车方面的先发优势, 我们认为永达和中升、美东的估值差有望收窄。(链接)

■ 智云健康 (9955 HK, 买入, 目标价: 14.55 港元) - 规模效应驱动利润率改善

智云健康 2022 年收入同比增长 70% 至 30 亿元, 经调整净亏损同比缩窄 25% 至 3.3 亿元。医院解决方案收入同比增长 72% 至 22 亿元, 其中, 高毛利率的数字营销收入同比增长 34% 至 5.4 亿元。

“医院为先”策略推动所有板块快速增长。截至 2022 年底, 全国 2567 家医院以安装智云健康的 SaaS, 包括 714 家三级医院及 38 家中国百强医院。利用其日益庞大的 SaaS 网络, 智云健康为国内外药企提供高效的数字营销服务, 为医院提供慢病医疗用品。同时, 公司利用其药房 SaaS 网络为用户提供院外慢病服务, 2022 年平台处方量达到 1.7 亿张 (为全国最大线上处方平台之一), 成功构建覆盖慢病患者院内院外全链条的服务体系。

规模效应持续改善利润率。营销/行政/研发费用占收入的比重从 2021 年的 44.8%/15.3%/13.4% 显著下降至 2022 年的 31.2%/11.2%/3.8%, 经调整净亏损率从 2021 年的 25.3% 大幅度缩减至 2022 年的 11.1%。我们预计公司在 2024 年实现经调整利润端的扭亏为盈。

我们看好公司在中国数字慢病管理市场中的长期发展前景, 维持买入评级, 目标价 14.55 港元。我们预计智云健康 2023E/24E/25E 收入增速为 44.1%/39.6%/34.6%, 经调整净利润为 -1.4/+0.6/+3.6 亿元, 对应现阶段股价的 PS 分别为 0.9x/0.7x/0.5x。(链接)

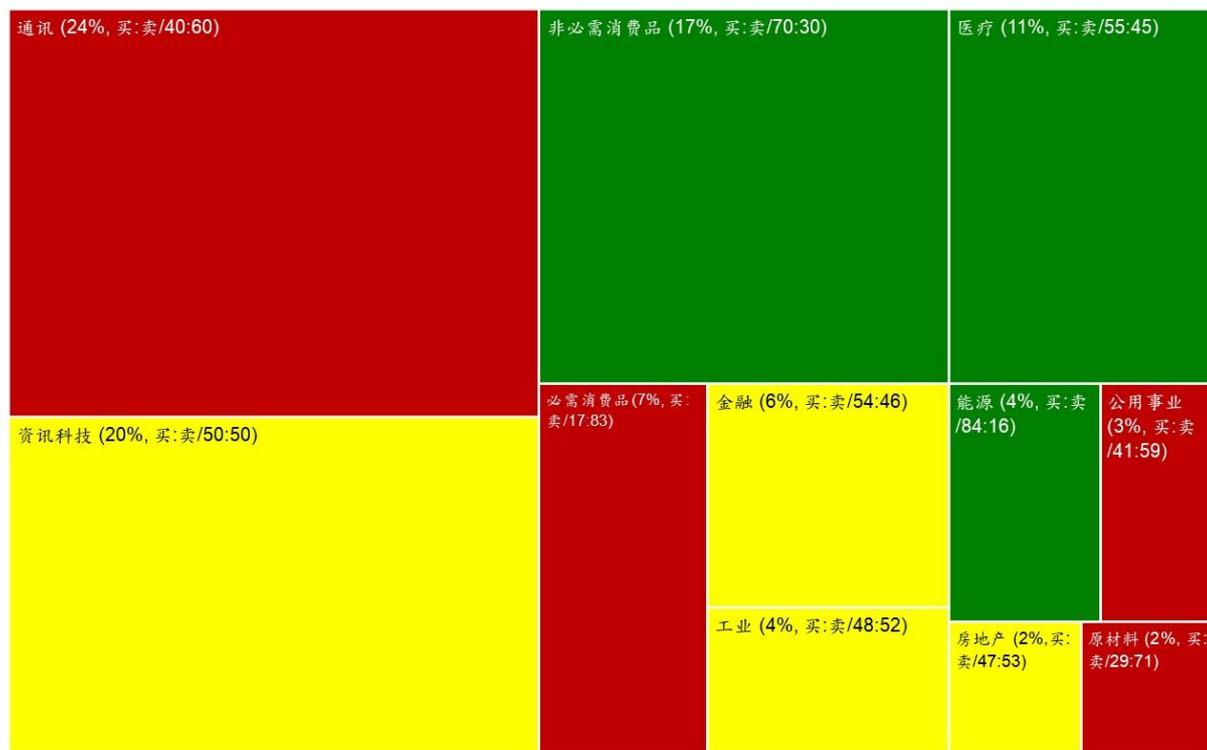
招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	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)		2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	23.38	44.00	88%	229.4	267.6	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	10.02	15.00	50%	19.9	13.3	N/A	6.0	1.8%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	111.20	187.00	68%	37.2	31.0	5.4	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.20	5.24	25%	11.1	9.0	0.6	5.0	3.8%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	28.60	48.00	68%	2.0	2.3	0.7	40.0	27.2%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	28.65	39.13	37%	9.5	8.6	1.4	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.42	11.20	74%	N/A	15.2	3.7	8.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	498.20	554.61	11%	29.3	23.7	2.8	5.9	0.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.30	11.76	26%	8.3	7.0	2.3	28.9	11.4%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	62.90	77.40	23%	36.7	30.6	6.2	18.5	1.1%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1778.62	2440.00	37%	35.7	29.9	9.9	27.9	2.9%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	186.32	255.00	37%	53.2	36.5	11.0	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	177.36	184.00	4%	49.3	36.2	10.4	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	38.50	52.59	37%	N/A	N/A	5.5	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.20	11.44	24%	47.3	33.5	4.2	9.2	0.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	81.55	118.00	45%	16.3	14.3	2.1	18.2	16.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	376.80	455.00	21%	23.0	N/A	3.1	14.1	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	73.96	106.00	43%	17.7	13.1	26.7	23.4	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	56.90	94.00	65%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	35.40	45.10	27%	8.2	7.4	0.9	11.2	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	14.20	23.69	67%	14.9	11.6	N/A	16.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	56.58	88.60	57%	24.1	16.0	1.9	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	13.66	23.28	70%	N/A	N/A	5.9	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年3月24日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 24/3/2023

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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任何其他人。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。