

每日投资策略

宏观、行业点评及个股速评

宏观策略

■ 宏观经济 - 信心依然疲弱，经济增速放缓

由于消费者支出、房地产销售和工业产出回落，中国4月经济增长放缓。由于青年失业率进一步上升，中国整体就业局势依然严峻，人们对扩大消费支出持谨慎态度。由于民营企业解决80%以上的城镇就业，但民营企业动物精神遭受重创，对于扩大资本支出和雇员数量非常谨慎，导致就业恢复比较缓慢。展望未来，随着服务业持续改善，就业状况可能会从2H23逐渐改善，家庭信心也将继续修复。中国决策层将维持宽松的信贷政策，并可能在6月或7月下调LPR或RRR以提振经济增长。我们预计剩余三个季度GDP增速分别达到8%、4.8%和5.5%，2023全年增速为5.7%；剩余三个季度GDP的两年复合增速预计分别为4.2%、4.3%和4.3%。由于中国GDP增速仍显著低于潜在增速，再通胀压力较低。我们预计未来几个季度CPI和PPI将温和回升。

由于疫情期间积压的需求释放，商品零售回落。由于基数效应，继3月同比增长10.6%后，4月中国社会零售额同比增长18.4%。然而，社会零售额的两年复合增速从3月的3.3%放缓至4月的2.6%。从两年复合增速来看，除餐饮外，大多数项目均下降。继3月增长26.3%后，4月餐饮收入同比增长43.8%，其两年复合增速从2.8%加速至5.4%。所有必需品和耐用品消费均走软。食品、饮料、烟酒、药品、服装、化妆品、文化办公用品、通讯设备、汽车零售额的两年复合增速从3月的8.4%、3.4%、8.1%、1.4%、1.3%、3.8%、2.5%和1.6%放缓至4月的5.4%、1.2%、3.4%、1.1%、-1.7%、-4.9%、-5.3%和-2.8%。与此同时，家电和家具的两年复合增速继3月下跌2.9%和2.8%后，4月分别再次下跌1.9%和5.7%。展望未来，随着服务业和就业局面持续改善，2H23的零售额可能会以两年复合增速的步伐逐步改善。我们预计中国2023年零售额将增长7.5%。

服务业产出持续复苏，但增速略有放缓。服务产出指数继1Q23上涨6.7%后，4月上漲13.5%。其两年复合增速从1Q23的4.6%略微放缓至4月的3.2%。分行业看，铁路运输、航空运输、住宿、电信服务、文化娱乐服务等行业景气度继续提升。

由于消费者信心依然疲弱和新屋开工量持续萎缩，房地产市场进一步恶化。商品房销售面积（GFA）和新开工面积继1Q23同比下降1.8%和19.2%后，在4M23分别同比下降0.4%和21.2%。从两年复合增速来看，商品房销售面积和新开工面积在分别下降8%和18.4%后，分别再次下降了11.2%和23.8%。房地产开发投资继1Q23下降5.8%后，4M23进一步下降6.2%。新房开工量持续萎缩预示着2Q23房地产开发投资可能继续下滑。展望未来，随着家庭信心持续恢复和抵押贷款政策保持宽松，2H23的房屋销售可能会逐渐改善，尤其是在一、二线城市。我们预计2023年房地产开发投资将同比下降2%。

由于商业信心仍然低迷，固定资产投资放缓。4月固定资产投资同比增长3.9%，低于3月的4.8%。其中，制造业和基础设施固定资产投资同比增速分别从3月的6.2%和9.9%放缓至4月的5.3%和7.9%，4M23固定资产投资增长达到4.7%。分行业看，采矿业、食品制造业、纺织业、金属制品业、不包含汽车的制造业、通用设备制造业、特种设备制造业、教育和文化娱乐服务业固定资产投资增速明显放缓；电气设备、计算机电子设备、汽车、化

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	19,978	0.04	1.00
恒生国企	6,789	0.14	1.26
恒生科技	3,958	0.83	-4.13
上证综指	3,291	-0.60	6.53
深证综指	2,019	-0.71	2.22
深圳创业板	2,294	-0.25	-2.24
美国道琼斯	33,012	-1.01	-0.41
美国标普500	4,110	-0.64	7.04
美国纳斯达克	12,343	-0.18	17.93
德国DAX	15,898	-0.12	14.18
法国CAC	7,406	-0.16	14.40
英国富时100	7,751	-0.34	4.02
日本日经225	29,843	0.73	14.37
澳洲ASX 200	7,235	-0.45	2.78
台湾加权	15,674	1.28	10.87

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	34,353	-0.34	5.88
恒生工商业	10,805	0.37	-1.01
恒生地产	23,764	-0.67	-8.74
恒生公用事业	38,852	0.22	5.49

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)	9.02
深港通(南下)	16.80
沪港通(北上)	11.66
深港通(北上)	-26.50

资料来源: 彭博

工产品和发电及供应保持强劲增长。展望未来，我们预计 2023 年固定资产投资增速将达到 5%。

由于零售和出口持续疲软，工业增加值增长低于预期。由于基数效应，继 3 月同比增长 3.9% 后，中国 4 月工业增加值同比增长 5.6%。中国工业增加值的两年复合增速从 3 月的 4.7% 放缓至 4 月的 1.3%。采矿业、制造业和公用事业行业的工业增加值两年复合增速分别从 1Q23 的 6.9%、4.5% 和 4.7% 下降至 4 月的 4.6%、0.8% 和 3.1%。分行业看，4 月医药、建材、金属制品、专用设备、汽车、电气设备、工业汽车、金属切削材料的两年复合增速大幅下滑，海外医药需求、房地产开发投资和企业资本支出依然疲软。继 1Q23 同比下降 5.3% 后，4 月出口交货值同比下降 3.8%。 ([链接](#))

行业速评

■ 互联网行业：4 月网上零售数据回顾

低基数情况下，4 月实物商品网上零售额同比增长跃升至 20.8% (3 月：10.9%)，但 7.0% 的两年复合年增长率仅相较 3 月份的 6.8% 略有改善，显示出温和渐进的复苏趋势。展望 5 月，来自双品网购节和劳动节假期的较强的消费数据可能预示着 5 月份网上零售额将持续温和复苏。京东 1Q23 的业绩或表明，尽管行业竞争依然激烈，但短期内电商行业的竞争格局演变比人们担心的要好。从长期看，推动更好的消费者参与度和商家投资回报率的提升是在竞争中取得领先的关键。维持拼多多、阿里巴巴和京东的买入评级。 ([链接](#))

个股速评

■ 百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 199.4 美元) - 云业务扭亏为盈

百度公布 1Q23 业绩：季度收入为 311 亿元人民币，同比增长 9.6%，较招银国际预期/彭博一致预期高 5/4%。Non-GAAP 净利润为 53 亿元人民币，优于招银国际预期/彭博一致预期的 42 / 43 亿元人民币，主要得益于广告业务复苏强于预期以及云业务的利润率提升好于预期，云业务本季度实现了 Non-GAAP 营业利润水平的盈利。鉴于百度在线下广告类目的营收占比相较竞对更高，线下活动的持续复苏或给百度带来更大利好。百度推动云业务高质量增长的战略或有助于云业务在中期持续扩大利润率。管理层仍然致力于投资于长期增长驱动因素，如文心一言和自动驾驶。我们将基于分部估值的目标价提高 2% 至 199.4 美元，以反映核心广告业务的复苏优于预期。维持买入评级。 ([链接](#))

■ 腾讯音乐 (TME US, 买入, 目标价: 11.2 美元) - 强劲核心音乐业务支撑 1Q23 业绩超预期

腾讯音乐在 5 月 16 日公布 1Q23 业绩。总收入同比增长 5% 至 70 亿元，符合一致预期/招银国际预期。1Q23 非 IFRS 净利润同比增长 57% 至 14 亿元，超出一致预期/招银国际预期 11/9%，主因核心音乐业务强劲增长（同比增长 34%）和有效费用控制。音乐业务 1Q23 单季度净增 590 万付费用户数（历史新高），APPRU 同比增长 11%，表明公司高质量增长战略的成功落地。受在线音乐业务商业化水平提升和有效成本控制所支撑，我们将 FY23/24 非 IFRS 净利润上调 9/5%。基于 DCF 的目标价上调 6% 至 11.2 美元。维持买入，主因公司强劲盈利增长前景（FY23：同比增长 25%）及较低的估值水平（FY23：16x PE）。 ([链接](#))

■ 汇量科技 (1860 HK, 买入, 目标价: 6.3 港元) - 1Q23 良好开端，憧憬业绩加速

汇量科技 1Q23 业绩较为稳健，收入增长符合预期（同比增长 5%），净利润为 450 万美元，超出预期。Mintegral 的广告垂类拓展取得有效进展，业务同比增长 13%。其中，中重度游戏占收比提高到 28.5%（较 4Q22 的 23% 有所增长）。Nativex 收入同比下降 49%，主要是媒体代理业务的剥离。展望未来

来，我们认为汇量科技的增速将在 2Q23 持续提升（预计同比增长 22%），并在 2H23 进一步增长，主要得益于 ROAS 系统的上线，以及接入谷歌带来的增量。利润端，1Q23 毛利率/净利率为 19.2%/1.8%，当中激励费用和模型训练费同比下降 53%/79%。我们预计 2023 年公司净利润率提升至 2.1%，主要得益于 1) 热云亏损的缩小；2) 研发投入趋于稳定；3) 模型及算法优化下激励费用的下降。我们维持盈利预测不变，维持买入评级。根据 SOTP 估值法，目标价为 6.3 港元（对应 2023/24 年市销率为 1.2x/1.0x，市盈率为 58x/40x，2023-25 年的盈利年复合增长率为 31%）。（[链接](#)）

■ 虎牙 (HUYA US, 买入, 目标价: 6.9 美元) - 利润率提升可期

尽管受到季节性的扰动和疫情的影响，虎牙 1Q23 业绩仍然好于预期，当中收入同比下降 21%，好于市场预期/我们预期 5%/6%。主要得益于直播业务在 3 月份有效的运营策略。利润端，受到主播分成和内容成本的下降，经调整净利润为 8,600 万元人民币，高于市场预期的-200 万元人民币。展望 2Q23，公司指引好坏参半，在于直播业务收入恢复节奏更为温和，但广告和利润率向好。我们预计 2Q23 直播收入将环比持平，主要受假期和线下活动时长的分流影响，以及在当前监管环境下保守的运营策略。但广告业务随着疫情的放开和众多游戏的上线而预算需求提升，公司也将在 2Q23 实现持续盈利。我们维持全年的收入预期不变，收入同比下降 10%，当中直播收入同比下降 5%。建议投资人关注 2H23 直播收入的恢复，主要源于 1) 监管后的同比低基数；2) 较强的季节性；3) 新游的上线对用户参与度的提升。我们看好公司盈利能力的改善，并调升 2023 年经调整净利率 0.7ppts，以反映更好的毛利率水平。2023-2025 年收入预测维持不变，目标价为 6.9 美元，对应 2023 年 1.4x 市销率。我们认为，当前公司市值低于账上净现金，直播业务的复苏将有利于估值的上修。（[链接](#)）

■ 新天绿色能源 (956 HK, 买入, 目标价: 4.57 港元) - 天然气和新能源业务齐头并进

新天绿色能源公布了 2023 年 1 季度和 2023 年 4 月的运营数据，显示风力发电量同比增长 3.57% 和 4.07%。同期，光伏发电分别同比增长 10% 和 7.13%。尽管天然气行业复苏较慢，但我们 2023 年对公司仍持乐观态度，因为 1) 由于天然气成本稳步下降，天然气批发销售量反弹；2) 唐山 LNG 接收站一期项目 2023 年投产，将支撑天然气供应和改善毛差；3) 较低的上游风机价格可能会提高公司新增风电装机意愿；4) 更多项目将进入可再生能源项目补贴合规清单。新天绿色能源的 FY23/24E 市盈率仅为 0.57 倍/0.53 倍 PB，而 FY23E 的收益率为 6.54%，具吸引力。我们基于 SOTP 给予公司目标价 4.57 港元，基于 FY23E 可再生能源板块 0.8x 目标 PB 和天然气板块 10x 目标 PE。给予买入评级。（[链接](#)）

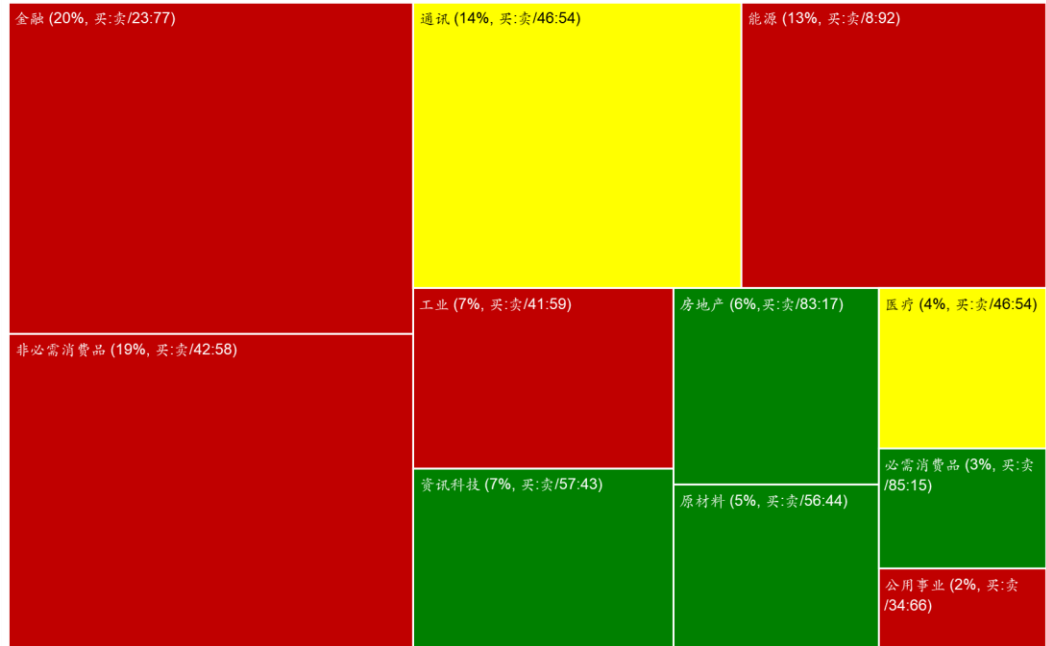
招银国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2023E	市盈率(倍) 2024E	市净率(倍) 2023E	ROE (%) 2023E	股息率 2023E
央企											
理想汽车	LI US	汽车	买入	29.96	44.00	47%	N/A	N/A	6.1	7.6	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.73	12.00	23%	13.3	12.6	1.1	8.5	3.3%
捷佳伟创	1157 HK	装备制造	买入	4.37	6.35	45%	9.0	7.6	0.6	6.7	4.6%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	28.50	48.00	68%	2.0	10.7	3.2	40.0	5.7%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	29.65	39.00	32%	9.9	7.8	1.2	12.3	0.0%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	9.06	11.76	30%	17.9	14.4	2.3	13.9	2.9%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	481.00	595.15	24%	28.4	159.8	N/A	12.0	0.1%
哔哩哔哩	520 HK	可选消费	买入	5.13	11.21	119%	13.8	8.6	N/A	11.9	0.0%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	55.20	77.40	40%	32.8	27.3	5.3	18.5	1.2%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	75.80	92.90	23%	21.1	18.2	N/A	16.0	0.0%
普华永道	1913 HK	必需消费	买入	59.30	72.10	22%	0.6	4.6	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1703.29	2440.00	43%	28.7	24.7	9.1	31.9	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.50	50.34	24%	N/A	N/A	6.2	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	8.20	12.31	50%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
友邦保险	1299 HK	保险	买入	81.20	118.00	45%	16.2	99.0	N/A	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	344.80	455.00	32%	N/A	N/A	N/A	14.1	0.5%
拼多多	PDD US	互联网	买入	66.01	106.00	61%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
网易	NTES US	互联网	买入	89.64	116.00	29%	18.0	N/A	3.3	15.1	1.3%
快手	1024 HK	互联网	买入	53.00	94.00	77%	157.3	36.3	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	34.15	45.10	32%	6.7	6.1	0.8	13.3	5.5%
京东方精电	710 HK	科技	买入	11.62	23.70	104%	12.4	8.5	1.7	16.6	2.9%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	54.65	88.60	62%	15.4	11.6	N/A	10.6	0.6%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	11.56	23.28	101%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 5 月 16 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 16/5/2023

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。