

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 155.2 港元) - 预期新业务将大幅减亏

美团公布 4Q23 业绩: 收入为人民币 737 亿元, 同比增长 23%, 较彭博一致预期高 1%, non-GAAP 净利润为人民币 44 亿元, 优于市场一致预期的 29 亿元, 这主要是由于核心本地商业业务产生的经营利润超出预期, 以及新业务产生的亏损小于预期。管理层强调, 将在 2024 年对美团优选进行战略调整并完善商业模式, 旨在显著减少经营亏损, 我们认为这应该会推动 2024 年 non-IFRS 净利润同比增长约 49%。尽管本地生活市场的竞争尚未看到结构性改善, 美团或仍将在激烈竞争中维持警惕, 但我们认为, 更多关注核销 GMV 份额的战略举措或有助于以更高效的方式推动业务发展。我们将基于现金流折现的目标价下调 4% 至 155.2 港币 (前值: 161.5 元), 对应 non-IFRS 24.9x 市盈率, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 4.93 美元) - GAP 焕新渐入佳境, 部分投入摊薄利润率

宝尊 4Q23 业绩喜忧参半, 其中收入符合预期 (同比增长 9%), 但利润端低于预期 44%。其中, 多渠道策略为战略重心, 其中 45% 合作品牌至少参与两大渠道。考虑季节性因素及消费情绪疲软, 我们预计 1Q24E 集团收入同比低单位数下降, 利润端或被品牌管理及多渠道内容投入摊薄。展望 2024, 预计 BEC 业务收入及利润端保持同比持平, 而品牌管理收入在门店焕新、店铺提效下有望实现 20% 同比增长。为反映潜在投入加大, 我们下调 FY24-25 调整后净利润率 1.9-3.3ppts, 目标价调整至 4.93 美元。 ([链接](#))

■ 浙江鼎力 (603338 CH, 买入, 目标价: 70 元人民币) - 高空作业平台新产能扩张计划进一步提升全球竞争力

浙江鼎力周末宣布, 计划斥资 17 亿元人民币建设年产 2 万台新能源高空作业平台的新生产基地。据我们了解, 整个产能将用于剪叉式高空作业平台, 主要由于海外对电动和先进机型的需求不断增长。我们预计 2026-27 年新增产能将较目前增加 30%。

我们估计鼎力目前的净现金约为 30 亿元人民币, 因此具备充足的内部资源为新产能的资本开支提供资金, 而无需进行股权融资。

虽然 2026 年之前新产能不会有盈利贡献, 但我们认为扩张计划将有助于进一步增强鼎力的全球竞争力。我们维持“买入”评级, 目标价 70 元不变 (18 倍 2024 年市盈率, 较历史平均 31 倍低 1 个标准差)。同时, 我们认为液压组件和马达的主要供应商恒立液压 (601100 CH, 买入) 也将受益于鼎力中期的产能扩张。 ([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	16,499	-2.16	-3.21
恒生国企	5,758	-2.50	-0.19
恒生科技	3,456	-3.55	-8.19
上证综指	3,048	-0.95	2.46
深证综指	1,782	-1.22	-3.02
深圳创业板	1,869	-1.47	-1.17
美国道琼斯	39,476	-0.77	4.74
美国标普 500	5,234	-0.14	9.74
美国纳斯达克	16,429	0.16	9.44
德国 DAX	18,206	0.15	8.68
法国 CAC	8,152	-0.34	8.07
英国富时 100	7,931	0.61	2.56
日本日经 225	40,888	0.18	22.19
澳洲 ASX 200	7,771	-0.15	2.37
台湾加权	20,228	0.15	12.81

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	28,472	-1.34	-4.53
恒生工商业	9,083	-2.51	-1.63
恒生地产	15,510	-4.06	-15.37
恒生公用事业	34,100	-1.09	3.73

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)	91.23
深港通 (南下)	70.26
沪港通 (北上)	-5.62
深港通 (北上)	-2.42

资料来源: 彭博

■ **极兔速递 (1519 HK, 持有, 目标价: 12.8 港元) - 2023 年调整后净亏损少于预期; 中国单票价格好于预期, 但东南亚单价比预期低**

极兔 2023 年调整后税后亏损为 4.32 亿美元, 较 2022 年的 14.9 亿美元亏损大幅收窄, 也优于我们预测的 4.94 亿美元亏损。主要由于 23 年下半年中国市场单票价格同比上升, 有助于中国分部毛利层面上实现盈亏平衡。

展望未来, 我们预计中国市场将在 2024 年某个时点实现净利润层面的盈亏平衡。相反, 我们预计东南亚和新市场的平均售价压力将在 2024 年持续。因此, 我们将基于 SOTP 的目标价从 14.2 港元下调至 12.8 港元。维持“持有”评级, 主要由于我们认为当前估值仍不够有吸引力。 ([链接](#))

■ **复宏汉霖 (2696 HK, 买入, 目标价: 18.67 港元) - 预期持续盈利**

核心业务驱动利润扭亏为盈。受汉曲优 (曲妥珠单抗生物类似药) 和斯鲁利单抗 (PD-1) 强劲销售的推动, 复宏汉霖 2023 年收入同比增长 67.8% 至人民币 54 亿元。汉曲优 2023 年收入为人民币 27.4 亿元, 同比增长 58%。我们认为, 由于赫赛汀生物仿制药的竞争格局相对温和, 汉曲优在 2024 年纳入国家集采的风险较低。2023 年公司毛利率 (相对于产品销售额) 增长至 83.0%, 而 2022 年为 80.7%。销售费用率 (相对于产品销售额) 从 2022 年的 39.2% 下降至 2023 年的 38.5%, 管理费率从 2022 年的 13.2% 下降至 2023 年的 8.4%, 显示公司运营效率的改善。2023 年公司研发费用同比下降 20% 至人民币 11.2 亿元。2023 年, 复宏汉霖录得经营性现金流入 10.5 亿元, 净利润 5.46 亿元, 实现公司首个年度盈利。我们认为公司的净利润主要来自其药品销售核心业务, 这种盈利能力在未来将可持续。截至 2023 年底, 复宏汉霖拥有现金储备 9.89 亿元人民币。

斯鲁利单抗/Serplulimab (PD-1) 因其在 SCLC 和 CRC 领域的优异数据而具有全球潜力。2023 年 Serplulimab 的销售额为人民币 11.2 亿元, 2023 年下半年销售额保持稳定 (环比上半年增长 1%), 主要由于该药物在 SCLC 中的差异化优势。EMA 已于 2023 年 3 月接受了 serplulimab 作为 ES-SCLC 一线治疗药物的 NDA, 预计于 3Q24 获得批准。在美国, 复宏汉霖正在开展 serplulimab 治疗 1L ES-SCLC 的桥接研究, 预计将于 2024 年底发布数据并提交 BLA。复宏汉霖最近发布了 serplulimab 在 1L mCRC 中的令人鼓舞的数据, 尤其是针对 MSS 的人群。预计公司将在亚洲多个国家启动 serplulimab 与 HLX04 和化疗结合用于一线转移性结直肠癌的三期临床。

具有海外 BD 潜力的创新资产。HLX22 (HER2 mAb) 与汉曲优和化疗联用在 1L GC 中表现出了显著的 PFS 信号。我们预计复宏汉霖将启动 HLX22 + 汉曲优 + 化疗一线治疗 GC 的全球 3 期试验, 对照组将包括 Keytruda。复宏汉霖基于宜联生物的 payload-linker 技术开发了差异化的 ADC 平台。基于该平台的 HLX42 (EGFR ADC) 近期已在中国完成 FPI, 并获得 FDA 针对 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 的快速通道认定。在临床前研究中, HLX42 在奥希替尼治疗后的 EGFRm NSCLC 中显示出很大潜力。HLX43 (PD-L1 ADC) 于 2023 年底在中国启动 Ph1 研究, 并获得了美国 IND 批准。我们认为, 复宏汉霖有望凭借 HLX22、HLX42、HLX43 等差异化创新资产实现全球 BD 交易。

我们预计复宏汉霖将于3Q24在美国提交HLX14的NDA，并于2024年底在美国提交HLX11的NDA。HLX11可能成为欧美首个帕妥珠单抗生物类似药。我们维持目标价18.67港元不变，维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **瑞声科技 (2018 HK, 持有, 目标价: 22.44 港元) - 业绩展望正面, 受益于 PSS 收购并表及光学业务利润率回暖, 维持“持有”评级**

瑞声科技公布了2023年业绩: 2023年收入204亿元人民币, 同比下降1%, 净利润7.4亿元, 同比下降9.9%, 全年净利润表现超预期, 主要是由于汇兑受益及其他收益增长较为明显。全年毛利率16.9%, 大体符合市场先前预期, 2023年下半年毛利率达到19.2%, 环比上升5.1个百分点, 主要由于公司各个业务线市场需求、终端需求回暖以及产品组合优化。具体来说, 公司电磁传动与精密结构件、光学业务部门收入分别同比增长13%, 声学及MEMS麦克风业务部门收入分别同比下降15%和18%。其中, 光学业务的亏损在2023年下半年明显收窄, 受到光学市场回暖、价格战缓和以及公司高端光学镜片产品占比提升所驱动。管理层表示公司光学镜片业务毛利率在去年12月份单月以及今年一季度单季已经完成转正, 并且整体光学业务也有望在2H24/FY24达到毛利率转正目标。公司的电磁传动与精密结构件业务中, 手机线性马达、金属结构件中框、折叠屏转轴等多个单品下游主要客户需求增长及份额提升较快。展望2024年, 公司光学业务利润率明显改善、多个业务线均展现产品组合优化及主要客户份额提升的成长逻辑, PSS车载声学并购案也将贡献更多业绩增量。管理层指引公司将在2024年, 自身收入有望同比增长10-15%, 如加上PSS并表带来的业绩增量, 则收入有望同比上升20%-30%。

由于公司2023年超预期的业绩表现, 以及2024年多项业务增长和利润率改善的预期, 我们调高公司FY24/25E盈利预测, 但是目前公司股价对应估值为20.2/16.2倍的FY24/25E市盈率倍数。在近期的股价上涨后, 我们认为目前公司的估值是比较合理的。维持“持有”评级, 将基于SOTP估值法的目标价上调至22.44港元, 对应18倍的FY24E市盈率倍数。 ([链接](#))

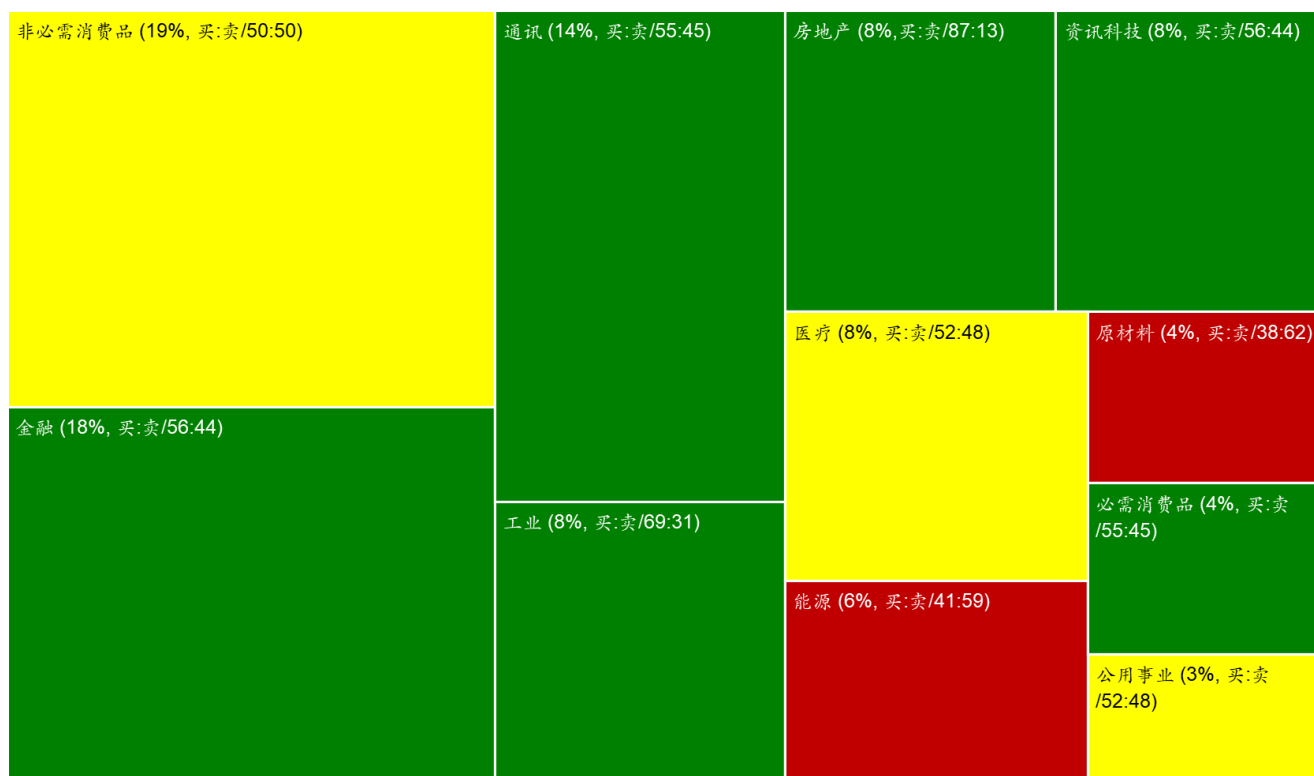
■ **绿城管理 (9979 HK, 买入, 目标价: 9.37 港元) - FY23 业绩符合预期, +30%净利增长并 100%派发股息**

绿城管理FY23归母净利润达9.7亿元人民币, 同比增长31%, 继续派发特别股息使派息率达100%, 截至上个交易日股息率达8%, 业绩后次日股价上涨8%。公司强劲的利润增长主要得益于1) 稳健的收入增长(同比增25%至33亿元), 2) 有效的经营费用管控(三费去除折旧摊销占收入比重自22年的20%降低到23年的16%), 3) 有效的税务管理, 公司有效税率自22年的20%降至23年的17%系部分附属公司申请高新技术企业证书享受15%的优惠税率。综合毛利率稳定在52%, 商业代建毛利率下降2个百分点至52%系由于部分项目拓展服务内容引入三方协助, 政府代建毛利率提高4个百分点至45%系由于优化员工考核机制。公司向市场指引未来三年收入、归母净利润的复合增长率分别大于20%、25%, 派息率维持80%以上, 属于地产板块领先。我们认为指引可达性强, 公司在手订单可收取费用余额约250亿元, 同时每年新签约合同价值约100亿, 而达到指引目标只需在三年内一共实现150亿收入即可。我们认为公司的应变能力值得给出估值溢价, 公司在市场一次次的担忧中始终保持高业绩兑现度, 其针对市场需求及时调整业绩结构的能力起到重要作用。公司在把业务重点向城投、金融机构、保交楼、保障

房等空间更大的方向转移的同时，其非住宅项目占比也增长到 15%且可能继续攀升。我们看好公司的行业领先地位（20%市占率）、轻资产模式、高现金高股息及其优秀的展业灵活度和费用管理能力，维持“买入”评级，目标价 9.37 港元对应 13 倍 2024E PE。（[链接](#)）

招银国际环球市场上日股票交易方块 - 22/3/2024

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他关联机构曾在过去12个月内与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定。

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定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。