

# 每日投资策略

## 宏观展望 / 个股点评

### 个股点评

■ **呷哺呷哺 (520 HK, 首次覆盖, 目标价: 11.61 港元) - 至关重要的公司改革, 有望让公司成为全国性的餐饮品牌。** 我们认为公司涵盖的价格带非常全面, 作为中国第二大的火锅集团, 公司于21年火锅市场的占有率约在1.2%, 旗下拥有三大品牌 - 呷哺呷哺、凑凑和趁烧。截止21财年, 公司分别拥有841家呷哺和183家凑凑餐厅, 销售额/净亏损分别为61.5亿/2.9亿元人民币。

我们认为公司这两年的改革很成功, 未来依然有巨大红利得以释放。公司以前的问题包括: 1) 内部沟通不良, 两品牌之间过度竞争; 2) 员工不够努力, 服务较不到位; 3) 学习凑凑走高端路线, 令公司产品性价比反而降低。然而, 自21年贺董事长重新接任CEO后, 公司进行了多项改革: 1) 精简汇报层级; 2) 设立双总部; 3) 整合两个品牌的资源; 4) 推行新的员工激励机制, 理顺员工、顾客与公司之间的利益; 5) 回归性价比并修整门店装修等。

举例来看, 公司新增了更多高性价比套餐, 并改进了更多门店的室内设计; 在上海, 大众点评的顾客评分从原来老店的3.9分提升至新店4.4分。我们认为这一成功案例可以复制到其他地方, 并让公司发展为全国性的餐饮品牌。23财年的春节期间, 公司的同店销售增长高达24%, 远超同业, 对比同期海底捞(6862 HK)的同店销售同比为-10%。

此外, 我们认为呷哺在华东、华南, 与凑凑在低线城市、海外地区均存在巨大的扩张空间。预计于25财年, 呷哺和凑凑的门店总数将分别增加至1,246/444家, 年复合增长率为10%/25%, 达到公司目标1,500/520家门店的83%/85%, 这其中我们还并未把新品牌趁烧的扩张计算在内。

我们预测21-24财年的销售/经营利润的年复合增长率为20%/140%。此外, 得益于: 1) 关闭亏损门店; 2) 激励措施推动生产力提高; 3) 更强的协同效应; 4) 更低的资本和折旧支出, 我们相信呷哺/凑凑品牌在餐厅层面的23财年经营利润率可达17%/13%, 接近19财年的水平。

首次覆盖, 我们予以买入评级, 目标价11.61港元。基于分类加总估值法, 公司目标价对应FY23市盈率为近28倍, 较行业平均低近4%, 其中呷哺/凑凑FY23E市盈率各为23倍/35倍。公司目前股价交易在FY23E 19倍市盈率和1.1倍市销率, 远低于行业平均的29倍/2.0倍水平, 具有吸引力。

([链接](#))

■ **兖煤澳大利亚 (3668 HK, 买入, 目标价: 53 港元) - 煤价上限及煤产量限制政策的落实有助于消除市场疑虑。** 公司昨日上午发布公告表示, 澳洲新南威尔士州政府引入煤炭价格上限及储备政策, 该政策将有15个月(2023年4月1日至2024年6月30日)生效期。根据政策, 公司须每季度向国内电厂提供最多31万吨煤炭。我们测算这将对公司2023/24年税前盈利分别带来-3.0%/-1.7%的影响, 因此我们认为该政策的出台对公司影响不大。考虑到限价政策已在市场上讨论了一段时间, 我们相信相关细节获确认后, 将有助于消除市场对公司业务发展的疑虑。我们维持盈利预测不变; 公司将于2月27日发布全年财务业绩。维持买入评级, 基于NPV目标价为53港元。(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	20,988	0.84	6.10
恒生国企	7,090	1.02	5.74
恒生科技	4,367	1.83	5.77
上证综指	3,249	-0.96	5.17
深证综指	2,150	-1.70	8.84
深圳创业板	2,513	-1.36	7.06
美国道琼斯	33,697	-1.26	1.66
美国标普500	4,090	-1.38	6.53
美国纳斯达克	11,856	-1.78	13.27
德国DAX	15,534	0.18	11.56
法国CAC	7,366	0.89	13.78
英国富时100	8,013	0.18	7.53
日本日经225	27,696	0.71	6.14
澳洲ASX 200	7,410	0.79	5.28
台湾加权	15,551	0.76	9.99

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	34,053	0.71	4.95
恒生工商业	11,764	0.95	7.77
恒生地产	26,017	1.23	-0.09
恒生公用事业	38,023	-0.38	3.24

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)	1.14
深港通(南下)	8.92
沪港通(北上)	40.98
深港通(北上)	50.01

资料来源: 彭博

- **爱康医疗 (1789 HK, 买入, 目标价: 11.44 港元) – 国产替代加速, 2023 年前景可期。** 公司公布 2022 年盈利预告, 全年收入同比增长超 35%, 归母净利润同比增长超过 100%, 基本符合市场预期。

关节集采落地, 需求强劲增长。爱康医疗作为国家关节集采的最大赢家, 共获得约 8.1 万套首年签约量, 在所有品牌中排名第一, 2022 年通过集采以价换量的策略初见成效, 收入实现稳定增长。此外, 由于集采缩小了进口品牌与国产品牌的价差, 进口品牌利润空间被极大压缩, 经销商服务偏好向国产品牌倾斜, 因此我们认为骨科关节产品的国产替代在 2023E 年有望进一步加速。

关节置换手术量有望在 2023 年快速修复。2022 年底由于疫情防控政策放开导致全国新冠疫情大规模爆发, 对骨科手术量造成一定的负面影响。但我们认为, 骨科手术需求只是受到疫情影响推迟而非取消, 因此随着疫情逐渐平稳, 医院运行恢复常态, 骨科手术市场将快速复苏, 而集采降价也预计持续带动市场需求增长。

此外高毛利的 3D 打印产品凭借其差异化的市场竞争和在标外市场预期将成为爱康医疗的另一收入增长点。

尽管受到年末疫情干扰, 爱康医疗在 2022 年仍实现了收入的稳定增长和净利润的强劲增长, 体现了集采放量对公司业绩的推动作用。借助集采, 我们预期公司的市场份额将得到大幅提升带动公司收入增长, 2023E-2025E 收入年复合增长率将达 29.6%, 并基于 9 年的 DCF 模型将目标价上调至 11.44 港元。 ([链接](#))

- **诺诚健华 (9969 HK, 买入, 目标价: 10.84 港元) – Biogen 与公司终止合作关系。** Biogen 终止了与公司就奥布替尼 (BTK 抑制剂) 关于多发性硬化 (MS) 以及其他自免疾病的合作。Biogen 已支付的 1.25 亿美元首付款无需退还。去年 12 月, 由于可能存在的肝损伤问题, FDA 要求部分暂停奥布替尼在美国的 MS 二期临床研究。

据公司管理层透露, 该 MS 二期研究临床试验 80%+ 的患者已经入组且完成至少 70 天的治疗, 公司将继续进行该部分患者的临床试验。该研究的第一次期中分析 (患者接受治疗 12 周) 已经完成, 但结果未对外发布, 公司将在今年第二季度对外发布相关临床数据 (患者接受治疗 24 周)。同时, 公司已经按照 FDA 的要求, 将调整后的临床方案递交至 FDA。

市场存在对奥布替尼治疗 MS 潜力的质疑, 但鉴于临床试验中, 仅个别患者出现可逆性的肝脏转氨酶升高, 并无实质肝损伤, 该临床试验具体数据的公布仍然值得期待。同时, 在其他自免适应症方面, 奥布替尼的临床探索也在推进中, 例如针对系统性红斑狼疮 (SLE), 潜在的注册性 2b 期临床已经开始入组。另外, 公司现金充足, 截至去年 9 月末, 公司在手净现金达 77 亿元人民币。

鉴于奥布替尼 MS 的进一步开发存在不确定性, 我们调整公司的目标价至 10.84 港元, 维持买入评级。 ([链接](#))

- **拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 116.9 美元) – 具备韧性的 GMV 增长有望在 2023 年延续。** 我们预计公司将在 2023 年保持相对于同业更具韧性的 GMV 和收入增长, 这得益于用户粘性的增强, 以及在通过品牌商品满足消费者增量需求层面取得的进步。我们认为 2023 年多多买菜业务在效率提升上的进展将会持续, 并有望在年中至年末实现单月经营利润盈亏平衡。此外, 公司的核心主站业务已步入成熟阶段, 可以为 Temu 的海外扩张提供强大的现金流支持。我们认为市场对于 Temu 业务在前期较为激进的投资已形成较为充分的预期。我们对公司核心主站的利润增长及海外扩张前景持乐观态度, 将

2023 年 2 月 17 日

公司估值前滚至 2023 年，基于现金流折现法，我们予以公司目标价 116.9 美元，维持买入评级。 ([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	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E	
持仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.74	44.00	78%	N/A	630.0	N/A	N/A	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	11.84	16.50	39%	22.6	19.2	N/A	6.6	1.6%	
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	124.68	187.00	50%	41.7	34.7	6.0	15.6	0.2%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.64	5.20	12%	12.3	9.9	0.6	5.0	3.4%	
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	30.20	53.00	75%	1.9	2.3	0.7	39.0	25.7%	
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	33.80	39.10	16%	11.3	10.3	1.6	11.9	0.0%	
大家乐	341 HK	可选消费	买入	12.74	15.10	19%	32.2	18.6	2.5	8.0	2.2%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	473.20	554.60	17%	28.0	22.7	2.7	11.7	0.9%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.52	12.70	21%	7.9	6.6	2.6	32.7	10.1%	
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	59.15	77.40	31%	39.9	34.5	6.6	17.2	1.0%	
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	23.30	27.20	17%	37.5	33.2	3.2	9.2	1.1%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1867.12	2440.00	31%	37.5	31.4	10.4	27.9	2.8%	
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	204.80	255.00	25%	58.5	40.2	12.1	20.0	0.4%	
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	189.75	184.00	-3%	52.7	38.7	11.2	21.4	0.6%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.05	52.60	31%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%	
药明生物	2269 HK	医药	买入	56.45	120.40	113%	42.6	30.9	5.8	12.9	0.0%	
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.76	20.90	52%	9.3	6.7	0.7	10.3	4.6%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	381.40	381.60	0%	27.4	N/A	3.5	12.3	0.4%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	96.79	116.90	21%	30.8	25.1	46.8	26.2	0.0%	
快手	1024 HK	互联网	买入	61.70	94.00	52%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	36.15	45.10	25%	8.4	7.6	0.9	11.2	5.3%	
京东方精电	710 HK	科技	买入	18.68	26.00	39%	24.8	18.1	N/A	14.7	0.0%	
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	57.80	88.60	53%	24.6	16.3	1.9	7.9	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服	买入	16.48	23.80	44%	N/A	N/A	6.9	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年2月16日)

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 16/2/2023

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错误、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。