

每日投资策略

行业及个股点评

行业点评

■ 中国汽车行业 - 短期底部已经形成?

2月份中国乘用车零售销量同比增长11%，低于我们此前预测4%；批发量同比增长11%，高于我们此前预测13%，主要由于库存增加以及出口超预期。根据我们测算，2月份整体行业库存增加约13.1万台，累计库存水平达到2.2个月（基于我们对3-4月份的销量预测）。过去12个月，我们估计新能源车库存增加约67万台，累计库存深度约为2.5个月。

过去几个月我们屡次提示库存风险。随着越来越多的车企加入价格战以及市场开始担心国六a车型库存车或拖累行业，这一风险于上周集中爆发。我们认为今年6月底国六a到国六b排放标准的切换，与2019年6月底国五切国六时的状况并不相同：彼时很多车企没有做好技术准备，并且还在幻想国六的实施时间可以推迟，但今年这两个问题都不存在。根据我们对几个品牌的渠道调研，国六a的库存应处于整体可控的水平。所以过去一周的股价下跌或部分反映市场对库存风险的预期。我们曾在去年12月发布的2023年展望中预测，今年是一个适合波段交易的市场，而我们认为现在可能是一个短期的底部。

3月前12天的乘用车零售销量同比下滑14%。但考虑到去年上海封城导致的低基数，我们预测3月整体零售销量有望同比增长6%至157万台。我们预测批发销量亦将同比增长6%至198万台，库存可能继续增加。我们认为投资者已经对上半年汽车消费弱于其他消费有所预期，汽车行业的复苏尤待下半年。根据我们的渠道调研，目前门店客流已经回到正常水平，而客流至订单的转换率还处于低位。我们预测3月新能源车的零售份额达到34%，创历史新高，对应零售销量为53万台。（[链接](#)）

个股速评

■ 迈瑞医疗(300760 CH, 首予买入, 目标价: 407.74元人民币) - 持续突破高端产线, 加速发力新兴业务

我们首次覆盖迈瑞医疗并给予买入评级。迈瑞医疗是中国收入体量最大的医疗器械与解决方案提供商，长期保持稳健发展，经营效率持续提升，净利润率从2014年的11.4%提升至2022年前三季度的34.8%。展望2023年，公司的超高端超声有望实现国产空白突破，为迈瑞医疗的超声市场份额提升带来积极推动；公司受疫情扰动较大的体外诊断板块将快速复苏，引领公司业绩增长。国内市场，医疗新基建仍保持高景气度，财政部提前下达医疗补助资金基本与22年持平，继续推动中国医疗器械市场扩容。海外高端突破凭借高端产品系列仍将持续发力。此外，种子业务动物医疗、微创外科和骨科均具备超百亿市场空间和国产替代潜力，可为公司的长期增长提供新动能。我们看好公司继续维持稳健增长，2022E-24E收入和净利润将保持20%的复合增长。我们首予买入评级，目标价407.74元人民币。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,204	-1.72	-2.92
恒生国企	6,482	-1.18	-3.32
恒生科技	3,812	-1.41	-7.68
上证综指	3,227	-1.12	4.46
深证综指	2,049	-1.53	3.74
深圳创业板	2,302	-1.51	-1.91
美国道琼斯	32,247	1.17	-2.72
美国标普500	3,960	1.76	3.15
美国纳斯达克	11,717	2.48	11.95
德国DAX	14,967	1.57	7.49
法国CAC	7,026	2.03	8.53
英国富时100	7,410	0.89	-0.56
日本日经225	27,011	-0.80	3.51
澳洲ASX 200	6,966	-1.46	-1.04
台湾加权	15,221	-1.08	7.66

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	32,275	-2.24	-0.52
恒生工商业	10,465	-1.67	-4.13
恒生地产	24,374	-0.27	-6.40
恒生公用事业	36,592	-0.04	-0.64

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上市资金流向

	亿元人民币
沪港通(南下)	26.34
深港通(南下)	10.60
沪港通(北上)	0.98
深港通(北上)	21.54

资料来源: 彭博

■ 中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 80.3 港元) – 苦尽甘来: 三年寿险改革后新业务价值增速有望于一季度及全年实现转正

公司 4Q22 寿险新业务价值增速实现转正, 同比提升 11.7%, 主要得益于公司为期三年的寿险渠道改革成效已逐步拓展至全国各营业部, 代理人队伍产能/均收显著提升并辅以医疗科技生态圈的赋能。除去假设调整变动的影响, 公司 FY22 新业务价值同比下降 17.5%, 已较 1H22/9M22 同比-20.3%/-18.9% 的降幅边际收窄。管理层于 16 日的业绩会上给出寿险新业务价值将于一季度及全年实现同比转正的指引, 并指出新业务价值增长动能已于 2M23 大幅提升, 延续至今, 并有望拓展至全年。

寿险方面, 增长主要受益于公司多元化渠道的建设及综合性金融产品服务, 具体包括: 1) 代理人队伍中钻石团队规模企稳且业绩贡献效果显著, FY22 人均新业务价值 (NBV) 同比提升 14%; 潜力队伍人均产能/人均收入贡献同比 +25%/+32% (对比 FY21 同比-15%/-14%), 队伍质量大幅提升, 有望成为公司 FY23 寿险 NBV 转正的关键转裂点; 2) 社区网格化进一步深入, 网格化线下专员人数已达近 8,000 人, 13 个月保单继续率同比+14 个基点; 3) 享有服务权益(含医疗健康、居家养老、高端养老)的客户对寿险长险 NBV 贡献占比大幅提升至 55% (对比 FY21: 31%), 推动人均交叉销售收入同比高升 50%, 为寿险收入的提升提供新动能。

产险方面, FY22 公司承保利润率同比下降 0.3%, 主要受 4Q22 信用保证保险综合成本率同比上升 40 个基点的影响, 其承保对象以小微企业为主, 受去年宏观经济波动对企业营运影响较大所致。若除去信保赔付及费用, 公司 FY22 产险全年综合成本率为 97.2%。此外, 公司每股股息分红同比提升 1.7%, 显示在宏观经济波动下公司对长期股东利益分配的重视。

展望 2023 年, 基于公司多元化渠道的经营战略, 及医疗科技生态圈的持续赋能支撑寿险长险保单的交叉销售, 我们看好公司由寿险新业务价值增长带动集团营运利润增长, 从而支撑股息分红的发展前景, 给予买入评级, 目标价 80.3 港元。截至 3 月 16 日收市, 公司股价为 50.5 港元, 对应 FY23E 0.5 倍 P/EV 和 FY23E 0.9 倍 P/BV 水平。 ([链接](#))

■ 金蝶国际 (268 HK, 买入, 目标价: 23.28 港元) – 云业务和信创项目齐头并进

金蝶 22 年业绩整体符合预期。收入同比增长 17% 至 48.7 亿元人民币。云计算业务收入同比增长 34.6% 至 37.1 亿元人民币, 占收比达 76.3%。买断制的 ERP 业务收入继续收缩, 同比下降了 18.7%。云指标方面, 云订阅 ARR 和订阅相关的合同负债分别同比增长了 36.3% 和 38.3%, 彰显了金蝶 SaaS 模式的稳固增长前景。公司的净亏损从 21 年的 3.02 亿元扩大到了 22 年的 3.89 亿元, 主要由于大型企业项目的实施成本增加, 毛利率同比下降 1.5 个百分点至 61.6%。

在中小企业市场, 金蝶的核心 SaaS 产品云星空收入同比增长 18.4% 至 16.8 亿元人民币。云星空是一个高度标准化的 SaaS 产品, 我们比较积极地看到: 在去年四季度的疫情影响下, 云星空的订阅 ARR 依然同比增长了 31.2%, 云星空 23 年的金额续费率仍然保持在 97.2%, 说明客户粘性比较好, 同时, 经营利润率保持在 20% 以上。

在大型企业市场, 受益于信创和国产替代浪潮, 金蝶云苍穹和云星瀚收入同比增长 80.8% 至 6.96 亿元人民币, 占收比达 14.3%。金蝶预计 23 财年大型企业收入将同比增长 50% 以上。另一方面, 由于大型企业有更高的定制化需求, 投资者对大型项目造成的利润率拖累感到担忧。金蝶的目标是在未来 3 年将 50% 的相关实施工作外包给第三方 ISV/合作伙伴, 从而优化实施环节, 降低实施成本。

我们看好公司信息披露频率的提升和盈利质量的改善：业绩会上管理层提到，从 23 财年开始，金蝶将按季度来提供订阅相关的运营指标。同时，公司较高的 ARR 占收比（22 财年达 44.0%）将带来持续的现金流改善，管理层认为未来 3 年，经营性现金流会以 50% 的 CAGR 提升。我们基本维持 23-24 财年的收入预测，维持买入评级，新目标价为 23.28 港元（此前为 23.56 港元）。[\(链接\)](#)

■ **中通快递 (2057 HK, 买入, 目标价: 321 港元) - 明确的包裹量及市场分额目标指引展现公司信心; 进一步的降本空间将持续提升利润表现**

中通 4Q22 实现净利润同比增长 25%，展现出公司在严峻的宏观环境下的强大韧性。这使公司 2022 年全年净利润实现同比增长 43%，达到 68 亿元人民币。与此同时，中通实现了自 2018 年以来的首次正自由现金流。展望未来，管理层表示有信心 2023 年包裹量实现 18-22% 的增长，这表示公司市场份额将同比增长 1.5 个百分点。成本端方面，考虑到当前车辆装载率仍较低、线路规划可进一步完善的情况下，我们认为潜在的经营杠杆将可为单票运输成本提供进一步的下降空间。我们分别将 2023E/24E 盈利上调 6%/9%，基于我们调高了对包裹量的预测。此外，我们预计中通将继续维持正自由现金流，这可能会推动公司未来支付更高的股息分红（2022 年为 31%）。我们预计公司 1Q23 包裹量增长将提升至 18%（高于 4Q22 的 4%），可为近期股价提供一定催化剂。我们维持买入评级，基于 29 倍 2023 年市盈率，将公司目标价上调至 321 港元。[\(链接\)](#)

■ **贝壳 (KE US, 买入, 目标价: 24.30 美元) - 2Q23 将继续带来惊喜**

贝壳强劲的 1Q23 指引和年初至今的房地产行业数据印证了我们此前相对行业更高的预测。基于我们的领先指标、渠道调研、和相对较低的可比基数，我们预测房地产销售额强劲增长或有望持续至 2Q 及之后。加上 ACN 网络的放大效应，我们预期贝壳 2023/2024 年调整后净利将达到 62 亿元/77 亿元人民币，相较彭博一致预期高 17/13%。我们维持买入评级，并将目标价提升至每 ADS 24.3 美元（前目标价：23.3 美元）。催化剂：销售数据持续超预期、政策放松。[\(链接\)](#)

■ **远东宏信 (3360 HK, 买入, 目标价: 12.5 港元) - 2H22 净息差持续扩张, 资产质量保持稳健共促集团业务增长**

集团 2022 年利润实现同比双位数增长，其中净利润同比上升 11%，2H22 净利增速贡献较大，同比提振 12%。拨备前营运利润(PPoP)全年增长 6%，同样受益于 2H22 的增长贡献，同比上升 7%。去年全年的利润增速主要得益于：1) 公司产业化经营模式带来负债端融资成本进一步下行辅以资产端投资收益的提升，利好公司净息差(NIM)持续扩张，并有效抵抗了宏观经济波动所带来的营运风险；公司全年净息差同比上涨 53 个基点至 4.67%，下半年净息差同比上行 37 个基点至 4.86%，贡献作用显著；2) 产业运营业务收入作为公司主要战略发展方向，收入保持较高增速，FY22 全年实现 132.33 亿元人民币的收入，同比上升 16%。此外，公司资产质量稳健向好，2H22 坏账率及 30 日逾期率环比均有下降。展望 2023 年，我们看好公司创新型业务发展，带动生息资产在疫情后实现进一步扩张，从而推动公司净息差收益稳步上行。截至 3 月 16 日收市，公司股价为 6.70 港元，对应 FY23E 0.5 倍市净率和 FY23 3.1 倍市盈率水平；重申买入评级，目标价 12.5 港元。[\(链接\)](#)

■ **欢聚时代 (YY US, 买入, 目标价: 46.0 美元) - 憧憬 2H23 重拾增长**

欢聚时代 4Q22 业绩整体超预期，收入同比下降 9%（跟市场预期一致），净利润为 5,000 万美元（高出市场一致预期 82%）。公司 1Q23E 收入指引中值比市场预期低 1%，主要由于宏观不确定性及弱季节性。我们预计 1Q23E 收入同比下降 9%，环比下降 7%（当中 BIGO 环比下降 5%），主要源于农历新年和斋月等传统节假日扰动，以及抖音中东竞争。我们认为

1Q23 弱指引已被市场局部消化，建议关注 2H23E Bigo 重拾增长。随着欧美地区付费用户的稳健增长以及中东市场的企稳，我们预计 Bigo 业务将进入复苏通道，2Q23E 有望实现环比增长，并于 2H23 恢复同比正增长(全年低单位数下降)。利润端方面，Shopline 的并表短期摊薄集团利润率，但长期利润率改善趋势不变。我们预计 2023/24 年经调整净利率为 5.5%/6.5%，受益于 Hago 和 Shopline 的亏损继续收窄，同时 Bigo 运营利润率在 2023 年同比持平。为反映 1Q23E 弱指引以及 Bigo 潜在市场投入，我们下调公司 2022-24 年净利润 3.4-9.6%，基于 SOTP 的目标价为 46 美元。[\(链接\)](#)

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
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	21.98	44.00	100%	216.6	252.7	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.16	16.50	80%	17.5	14.9	N/A	6.6	2.1%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	111.61	187.00	68%	37.3	31.1	5.4	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.16	5.24	26%	11.1	8.9	0.6	5.0	3.8%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	28.45	48.00	69%	2.0	2.3	0.7	40.0	27.2%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	29.45	39.13	33%	9.8	8.9	1.4	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.37	11.20	76%	N/A	15.1	3.7	8.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	472.00	554.61	18%	27.9	22.6	2.7	5.9	0.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.75	11.76	21%	8.7	7.4	2.4	28.9	10.9%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	60.70	77.40	28%	41.0	35.6	6.8	17.2	0.9%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1751.99	2440.00	39%	35.2	29.5	9.8	27.9	3.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	184.26	255.00	38%	52.6	36.1	10.9	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	181.10	184.00	2%	50.3	37.0	10.7	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.60	52.59	23%	N/A	N/A	6.1	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.18	11.44	25%	47.5	33.6	4.2	9.2	0.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	76.40	118.00	54%	15.3	13.4	2.0	18.2	17.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	336.00	450.00	34%	24.3	N/A	3.1	12.3	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	94.52	116.90	24%	23.8	20.8	45.8	33.7	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	51.15	94.00	84%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	34.90	45.10	29%	8.1	7.3	0.9	11.2	5.5%
京东方精电	710 HK	科技	买入	15.50	26.01	68%	20.5	15.0	N/A	14.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	49.35	88.60	80%	21.0	13.9	1.7	7.9	0.5%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	15.00	23.56	57%	N/A	N/A	6.5	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年3月16日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 - 16/3/2023

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。