

每日投资策略

宏观策略及行业/个股点评

行业点评

中国互联网行业 - 2月中国游戏市场回顾。

据伽马数据，2023年2月中国网络游戏市场收入同比下降23%至216亿元，主因新游增量收入贡献有限以及去年春节在2月（今年在1月）导致的高基数效应。剔除季节性影响，23年前2个月网络游戏市场收入同比下降20%。随着游戏版号审批的持续恢复，多款高期待值游戏有望自2Q23推出驱动游戏行业复苏。我们偏好腾讯和网易等头部游戏公司，主因它们在FY23高质量的游戏储备，以及持续向海外扩张和扩大TAM的能力。[\(链接\)](#)

个股速评

石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价 12.11 港元) - 新冠 mRNA 疫苗的获批是对公司 mRNA 技术平台的验证。

2022年石药收入同比增长11.0%至309.4亿元，归属股东的盈利同比增长8.7%至60.9亿元，与我们的预测基本一致。成药销售同比录得8.1%的增长，主要受神经系统疾病和抗感染产品的销售驱动。功能食品及其他业务同比增长43.9%，主要由于咖啡因产品销售量和售价均录得理想的增长。2022年毛利率下降3.9个百分点至71.9%，主要是由于收入结构变化及维生素C产品销售价格下降所致。石药在2022年内及近期先后实现SYSA1801 (Claudin 18.2 ADC) 和SYS6002 (Nectin-4 ADC)的对外授权，证明了公司较强的创新药自研能力。

新冠mRNA疫苗的紧急授权批准是对公司mRNA平台优势的验证。SYS6006近日获批，成为中国首个自主研发并获得紧急授权的mRNA疫苗。公司已具备了年产15亿剂的产能布局，鉴于mRNA疫苗便于生产的优势，SYS6006在疫情爆发时将能够快速满足市场需求。基于mRNA疫苗平台，公司正在开发狂犬病、呼吸道合胞病毒和带状疱疹等多种mRNA疫苗。

新产品将实现快速放量。我们预测恩必普、多美素、津优力、克艾力等老产品今年的销售将会维持稳定，然而在起步阶段的新产品将会实现快速放量，包括铭复乐、多思达、安复利克等。

我们将公司目标价从13.52港元调低至12.11港元，维持买入评级。[\(链接\)](#)

药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价 81.93 港元) - 持续增强的全球竞争力。

药明生物2022年收入同比增长48.4%至153亿元，经调整净利润同比增长48.5%至49亿元。非新冠收入同比增长62.8%，占总收入的78.5%。尽管2022年有大量新产能上线，经调整毛利率仍然维持在50.0%，与2021年的50.6%基本持平，体现出公司现有产能的高利用率、收购产能的快速整合、新产能的快速爬坡以及提升的经营效率。

管线增长强劲，证明了公司在全球市场拥有更强劲的竞争力。全年综合项目数588个 (vs 2021年的480)，包括37个临床三期和17个商业化项目。新增136个新项目，继续高于疫情前的平均每年60个，其中一半来自北美市

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	20,050	2.34	1.36
恒生国企	6,836	2.96	1.96
恒生科技	4,199	4.74	1.70
上证综指	3,287	0.64	6.39
深证综指	2,111	0.62	6.88
深圳创业板	2,361	0.83	0.62
美国道琼斯	32,105	0.23	-3.14
美国标普 500	3,949	0.30	2.84
美国纳斯达克	11,787	1.01	12.62
德国 DAX	15,210	-0.04	9.24
法国 CAC	7,139	0.11	10.28
英国富时 100	7,500	-0.89	0.64
日本日经 225	27,420	-0.17	5.08
澳洲 ASX 200	6,969	-0.67	-1.00
台湾加权	15,864	0.66	12.21

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	33,116	0.98	2.06
恒生工商业	11,120	3.64	1.88
恒生地产	24,874	0.18	-4.48
恒生公用事业	35,712	-0.48	-3.03

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)	16.28
深港通 (南下)	15.00
沪港通 (北上)	36.44
深港通 (北上)	29.33

资料来源: 彭博

场，表明公司在不确定的全球宏观环境下继续获得较高的市场认可度和客户信任度。公司收入排名 2022 年全球第二名。

新产能上线应对客户需求。药明生物在 2022 年上线了位于爱尔兰的 7 厂和位于石家庄的 8 厂，合计新增产能 9.6 万升，相比于 2021 年底的 15.4 万升，总产能大幅度提升，将使公司更好的应对庞大的在手订单（截至 2022 年 12 月为 206 亿美元）。

维持药明生物买入评级，目标价 81.93 港元。我们预计药明生物 2023E/24E/25E 收入增速为 30.3%/29.9%/30.4%，经调整净利润增速为 25.3%/27.2%/27.0%，对应现阶段股价的 PE 分别为 30x/23x/18x。 ([链接](#))

■ **知乎 (ZH US, 买入, 目标价: 2.3 美元) - 教育实现梯度接力, AIGC 内容优势凸显。**

尽管受疫情和宏观经济挑战，知乎 4Q22 业绩依然保持韧性且全线超预期。其中，会员和职业教育收入增长强劲，亏损持续收窄。我们预计知乎收入将从 1Q23 加速增长（预计同比增长 28%），主要基于：1) 会员业务增势不减；2) 职业教育增长势头强劲（预计同比增长 140%）；3) 广告业务随着疫情放开而温和复苏。随着产品矩阵和课程的愈加丰富，我们看好职业教育的增长潜力。展望 2023 年，我们预计收入同比增长 28%，将主要由会员业务（预计同比增长 54%）和职业教育（预计同比增长 81%）拉动，广告和 CCS 则将从 2Q23 开始逐步恢复。随着毛利率提升及节制的营销费用，我们看好知乎利润率改善趋势，并预计 2024 年实现单季度扭亏为盈（尽管在 AIGC 方面的投入会略微减缓扭亏的步伐）。知乎正积极探索尝试 AIGC 模型及应用，看好其社区数据优势及 PUGC 内容积累。为反映更为乐观的职业教育及会员业务增长，我们提升公司 2023-24 年收入 5-8%，利润端基本维持不变。目标价为 2.3 美元，对应 2023 年 2.1 倍的市销率。 ([链接](#))

■ **宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 8.4 美元) - 业务管线理清, 捕捉品牌及海外长期机遇。**

宝尊 4Q22 业绩喜忧参半，主要受疲软的电器品类影响。为了捕捉电商复苏以及长期增长机会，公司把业务布局升级为三大业务线，核心电商（BEC）、品牌管理（BBM）和国际业务（BBM）。展望 2023 年，我们预计核心电商（BEC）收入同比增长 7%。当中体育用品和奢侈品较为强劲，抵销了数码电器疲软带来的负面影响。在 GAP 上海并表之后，集团收入将在 2023 年实现同比 25% 的增长，调整后运营利润预计为 1,100 万元（当中，核心电商的调整运营利润为 2.63 亿元）。我们认为，凭借品牌管理能力和多渠道优势，宝尊将受益于放开及经济复苏，并且通过并购、品牌深耕产生协同效应及打开海外机遇。为反映 GAP 并表影响，我们调升 2023-24 年收入 19-21%，但下调调整后运营利润率 3-4ppts。目标价维持在 8.4 美元不变，对应核心电商（BEC）2023 年 11 倍的 EV/EBIT。 ([链接](#))

■ **瑞声科技 (2018 HK, 持有, 目标价: 15.58 港元) - 4Q22 业绩小幅低于预期, 静待回暖。**

公司 4Q22 净利润同比增长 12%，低于我们/市场预期 5%/6%，主要由于光学业务亏损加大。收入则受到光学镜头模组的强劲成长驱动，同比增长 21%。4Q22 综合毛利率 16.6%，大幅低于我们/市场预期，主要由于光学产品计提减值。分业务线来看，公司声学/光学/精密结构件/传感器业务收入分布别同比增长 6%/56%/28%/50%。公司管理层在业绩会上表示，FY23 公司将继续关注利润率的提升，削减资本开支，提升运营效率。总的来说，我们认为手机市场需求疲软以及光学产品的亏损将持续对公司近期业绩构成压力。我们维持持有评级，以 SOTP 方法计算的目标价为 15.58 港元，基于 15.1 倍 FY23E 市盈率，目前公司股价对应 14.1 倍 FY23E 市盈率。 ([链接](#))

■ 力劲科技 (558 HK, 未评级) – 深圳生产基地调研要点总结:

一体化压铸解决方案将继续为车厂提供成本优势: 力劲科技相信压铸技术将持续取代传统焊接工艺, 主要考虑到压铸技术可以协助车厂达到: (a) 降本: 前期资本投入可降低 40%, 产线占地面积减少 30%; (b) 轻量化: 总体减重约 10-20%, 可为续航里程带来 14% 的提升; (c) 增效: 生产时效由传统焊接工艺的 120 分钟降低至 110-120 秒。

超大型压铸机市场空间测算: 假设 2025 年新能源汽车需求量为 1,250 万台 (根据招银国际汽车团队预测), 我们预测在超大型压铸机全面应用的场景下, 超大压铸机保有量可达到 300 台 (假设产能利用率为 80%)。我们预计 2025 年超大型压铸机 (6000 吨及以上) 市场规模可达到 190 亿元人民币 (假设单价为 6,300 万元)。

新产能预计在 2024 财年落成: 力劲杭州湾厂房预计于 23 年 7/8 月开始投入运营。投产后, 公司的超大型压铸机月产能将从目前的 2-3 套增加到 8 套。

新产品及交叉销售策略: 两款超大吨位 (>12000T) 压铸机将 24 财年下半年推出。另一方面, 力劲计划通过交叉销售策略来促进 CNC 销售 (一台压铸机通常搭配四台 CNC)。

24 财年盈利将有望复苏: 考虑到 23 财年下半年 (2022 年 10 月-2023 年 3 月) 实现逐渐复苏, 我们预测力劲 23 财年收入将同比增长 10-20%, 净利润将持平。展望未来, 力劲科技目标 24 财年实现收入同比增长 30%, 主要得益于超大型压铸机的收入贡献比例提升。 ([链接](#))

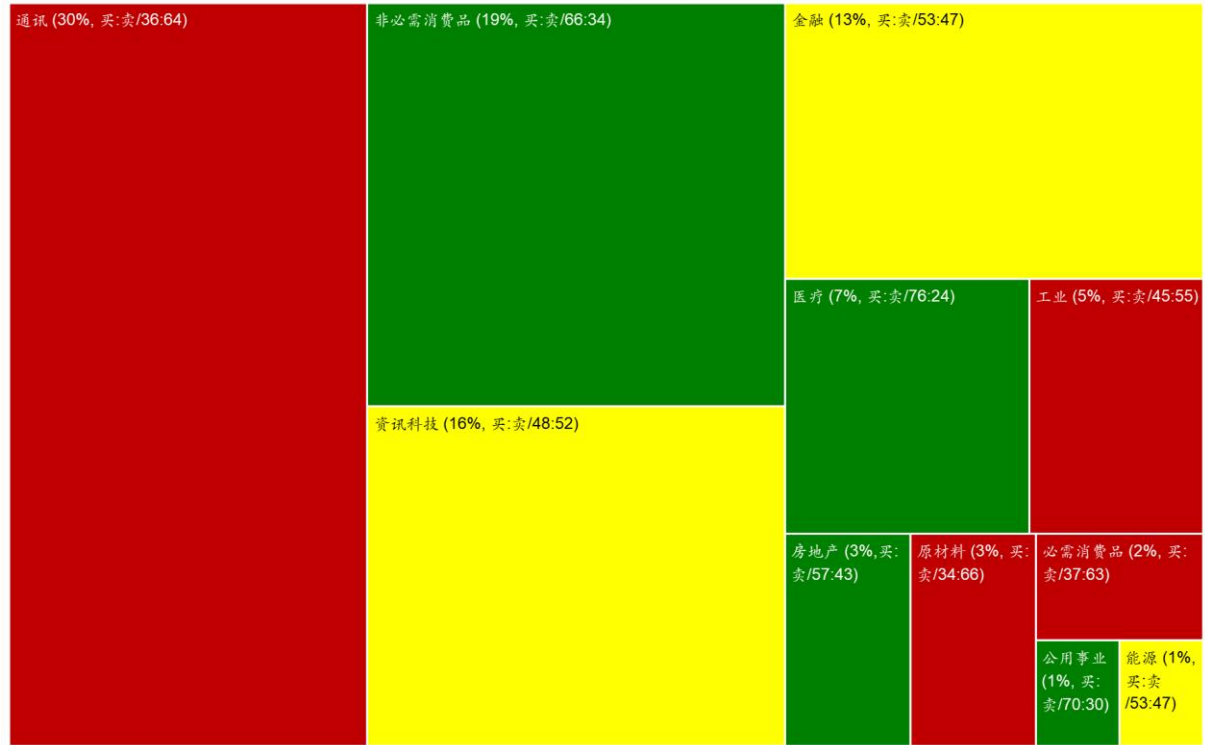
招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
							2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	23.70	44.00	86%	231.0	269.5	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	10.10	15.00	49%	20.0	13.3	N/A	6.0	1.8%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	110.00	187.00	70%	36.8	30.6	5.3	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.26	5.24	23%	11.2	9.0	0.6	5.0	3.8%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	29.25	48.00	64%	2.1	2.3	0.7	40.0	26.7%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	29.40	39.13	33%	9.7	8.8	1.4	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.66	11.20	68%	N/A	15.6	3.8	8.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	500.00	554.61	11%	29.2	23.7	2.8	5.9	0.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.54	11.76	23%	8.5	7.1	2.3	28.9	11.2%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	62.25	77.40	24%	41.6	36.1	6.8	17.2	0.9%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1774.86	2440.00	37%	35.6	29.9	9.9	27.9	2.9%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	184.56	255.00	38%	52.7	36.2	10.9	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	178.68	184.00	3%	49.6	36.5	10.5	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	39.00	52.59	35%	N/A	N/A	5.6	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.13	11.44	25%	46.7	33.1	4.2	9.2	0.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	81.10	118.00	45%	16.1	14.1	2.1	18.2	17.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	375.60	455.00	21%	22.8	N/A	3.1	14.1	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	77.45	106.00	37%	18.4	13.7	27.8	23.4	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	56.60	94.00	66%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	35.85	45.10	26%	8.3	7.5	0.9	11.2	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	14.82	23.69	60%	14.2	10.4	N/A	17.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	56.49	88.60	57%	24.0	16.0	1.9	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	13.26	23.28	76%	N/A	N/A	5.7	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 23 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 23/3/2023

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误差、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。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编制的报告。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。