

## 策略观点

### “两会”政策信号未超预期

- **宏观：**中国“两会”释放政策信号未超预期，房地产延续收缩、通缩压力和信心疲弱或推动政策延续渐进式宽松，经济活动年内可能小幅改善；美国经济持续超预期，就业依然偏强，通胀放缓但趋近目标仍需时间，美联储可能推迟在6月启动降息、全年降息1个百分点左右。
- **科技：**乐观。我们重申对科技板块的积极看法，全球科技龙头4Q23业绩向好，AI服务器需求强劲（戴尔/美超微/联想/HPE），消费电子持续复苏（小米/传音），AI PC/手机新品发布（苹果/三星/联想），MR创新周期高速增长，海外科技巨头AI和MR竞赛全面提速，整体科技产业景气度维持高位。展望1Q24，随着终端需求复苏和新品发布，行业创新正在加速，看好上半年折叠机/AI PC/Vision Pro带动新一轮景气周期。看好AI/MR终端创新、需求/库存改善和国产替代三大投资主线，同时看好份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司，建议关注服务器ODM/品牌如工业富联、联想和浪潮信息，以及AI PC/手机产业链如小米、比亚迪电子和立讯精密。
- **半导体：**谨慎乐观。2月行情：1) AI主题持续走强；2) 高股息依旧是投资人的偏好；3) A股半导体板块迎来估值修复、表现亮眼。进入3月，海外业绩期逐渐结束，A股业绩期伊始，短期内市场会关注A股市场个股公司业绩表现和展望。我们认为真正受益于AI需求、国产替代的公司将会有更强的业绩增长确定性。展望中长期，SIA预测全球半导体销售收入在2023年下降8.2%之后，将于2024年增长13.1%。我们维持之前的几条主线推荐：1) 持续看好人工智能（AI）产业链的发展，尤其看好存储市场（HBM3和HBM3e）、光通讯以及在有线连接（networking）的需求增长。我们偏好AI产业链中真正的A股受益标的，首选中际旭创（300308 CH，买入）。2) 半导体供应链将进一步加强本地化，继续看好半导体国产替代主题。首选标的为韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）。3) 若消费电子需求能持续回暖而非一次性备货拉动的短期需求，我们认为相关产业链标的有望在2024年受益。该主线受益标的为闻泰科技（600745 CH）和生益科技（600183 CH）。4) 另外，因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，相信通信板块仍会受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。
- **软件及IT服务：**中性乐观。2024年美元流动性压力缓释或有望推动板块估值重估，而基本面层面，在整体企业IT支出仍待恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及IT服务板块公司在短期的重要主题。随着宏观环境逐步恢复推动企业IT支出恢复，板块业绩有望恢复、估值或逐步重估，而云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。展望中长期，我们看好：1) 软件国产化的主题投资机会；2) 生成式AI与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善；3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。推荐买入金蝶国际（268 HK）和Salesforce（CRM US）。
- **互联网：**2月港股流动性边际好转驱动行业估值修复，基本面有短期催化（OTA&本地生活）、监管政策预期改善（在线教育）及股东回报水平较高且可预期性较强的公司取得相对指数的超额收益，电商板块整体因市场担忧竞争加剧及地缘政治因素扰动而表现平淡。展望来看，行业整体表现或仍与整体消费复苏及地产风险化解存在较强关联，外资能否延续此前回暖的流入趋势将是行业估值能否提升的关键之一，而行业选股偏好或仍将集中在短期业绩确定性较强及股东回报水平较高的标的，月度维度重点关注业绩有望超预期及盈利展望有望因阶段性竞争缓和及战略重心调整而有望改善的公司；年度维度仍建议关注三条主线：1) 业务出海带来增量营收及盈利空间；2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3) 有望受益于增量政策催

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

张苗

黄群

许义鑫

马毓泽

冯键嵘, CFA

夏微, CESGA

化的公司。月度选股视角下，我们推荐美团、拼多多、新东方、腾讯、阿里巴巴。

- **医药：**医药行业配置价值具吸引力，主要由于 1) 国内政策预期改善，医保对于创新产品的支付环境改善，医疗器械集采加速国产替代进程，反腐后院内医疗需求有望持续复苏；2) 出海渠道顺畅且市场空间大，创新药出海授权交易有望持续落地，创新医疗器械持续拓展海外市场；3) GLP-1、ADC 等长期投资机会；4) 板块估值吸引，多数龙头股票的动态市盈率低于历史平均 1 个标准差。我们建议买入具备高出海潜力的创新药/器械，以及具备强劲需求增长潜力的中医服务企业，继续看好百济神州、信达生物、迈瑞医疗、固生堂、巨子生物。
- **食品饮料、奢侈品：**春节动销情况好于预期，渠道库存徘徊于正常水平，1 月/2 月期间餐饮渠道复苏显现积极信号。行业高端化仍在继续，高端啤酒品牌年初至今销售增长仍然强劲，大多数高端 SKU 均录得低双位数增长。海外方面，国际护肤品龙头均表明中国旅游零售有望在上半年完成美妆库存调整，抵消需求端购物转化和打折促销上的压力。选股方面，我们偏好于业绩透明度较高的食品饮料公司，推荐贵州茅台（600519 CH），维持农夫山泉（9633 HK）、伊利股份（600887 CH）的“买入”评级。顶奢板块我们推荐新秀丽（1910 HK）、普拉达（1913 HK）。
- **可选消费：**短线（未来三个月看法维持中性）。从复苏率来说，1 月和 2 月对比四季度有所好转，但因季节性因素。从同店来说，综合 1 月和 2 月，压力仍然巨大，加上竞争剧烈，所以毛利率下跌和负经营杠杆还会出现。从行业来说，体育用品和餐饮都低于预期，家电和服装符合预期，旅游-酒店好于预期。展望 3 月份，我们的观点比较保守，因春节后淡季的消费力成疑，建议重点关注业绩有望超预期的公司。

中长线来说，目前估值非常便宜（只在 13 倍，对比 8 年平均的 20 倍），加上今年政府支持消费的力度也许会加大，估值拐点有望到来，现在仍然是收集好公司的好时机。

推荐达势股份（1405 HK）、九兴（1836 HK）、亚朵（ATAT US）、海信（921 HK）、美的（000333 CH）、JS 环球（1691 HK）、Vesync（2148 HK）、名创优品（9896 HK）、大家乐（341 HK）、安踏（2020 HK）、波司登（341 HK）和江南布衣（3306 HK）。

- **汽车：**我们预测 2 月乘用车零售销量同比下滑 14% 至 110 万台，3 月零售销量或继续同比下滑。根据我们的渠道调研，春节后的销量爬坡慢于过去几年，这可能也部分解释了近期车企纷纷加大折扣力度促销的原因。此外，较高的行业库存或许是另一个原因，我们测算现在新能源车行业平均库存不少于 2 个月。我们预计未来几个月汽车股价还会继续波动，投资者的情绪在对价格战的担忧和对新车发布的期望中左右摇摆。持续看好行业变革中的引领者，首推理想汽车（LI US/2015 HK）；建议关注传统车企的电动化转型机会，推荐关注吉利汽车（175 HK）和长城汽车（2333 HK/601633 CH）。
- **房地产和物管：**谨慎乐观。销售端：2 月较弱主要受春节假期成交较弱影响。近期一线城市新房市场到访量、成交量均有周度的环比增长，我们认为主要是受供应端推动—开发商进入集中推盘阶段，多盘开放样板间、打折造势等动作促使刚需购房者到访咨询、意向登记等数量增加从而带动成交。而成交总体恢复程度目前仅处于至去年相同时段的 45% 左右。我们认为 3-4 月销售可能在开发商大力推盘的作用下继续维持目前小幅修复的状态。融资端：我们认为“半国企进入暴雷名单可能使行业进入难以扭转的局势”已为多方共识，在目前行业基本面尚未看到有效修复、投资人对板块的信心进一步受损的背景下，监管可能进一步在融资端对相关企业予以协助如撮合融资行为落地等。板块表现：节后温和修复一周后受开发商债务危机影响再次进入震荡，我们认为开发商偿债相关消息将继续在 3-4 月扰动板块表现。选股：物管企业现金流稳定、股息率较高且有进一步提高派息比例的趋势，推荐华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云、越秀服务等；开发商我们推荐有长期持有价值的华润置地等。

轻资产方面，推荐二手房受益者贝壳和业绩兑现度较高、派息较高的代建公司绿城管理。

- **传媒文娱：**中性乐观。在外围环境边际改善、政策利好憧憬及春节出行+文娱消费韧性等因素下，2月港股及中概文娱板块触底反弹并进入小幅回升通道，海外流媒体、大件出海、OTA细分赛道延续强劲表现。随着3月业绩后指引充分调整、潜在降息来临、暑期产品供给上行，板块有望延续温和修复。在年报交易性机会下，我们建议关注业绩确定性高、股东回报可观且低估值超跌标的，包括快手、爱奇艺。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞、大健云仓、同程。
- **保险：**短期资产端压力仍存制约，看好财险逆周期属性。

中资寿险方面，一月各上市险企开门红情况不及预期，主要受银保“报行合一”的影响持续，我们认为当前行业供给和需求对新单保费的阶段性调整不改行业新业务价值增长潜力；短期内资产端回暖仍是板块估值修复的关键。农历新年后权益市场回暖趋势延续，利好险企一季度权益投资表现；但10年期国债收益率持续向下，已近2.3%关口，对险企新债配置及估值修复的正面影响或有抵消。随着月末上市险企集中披露年报业绩，资产端投资收益、内含价值长期投资收益假设和风险贴现率假设是否向下调整及2024年全年定调将成为看点。

财险方面，头部险企一月保费收入同比增速下行，老三家一月保费增速下滑至个位数水平。我们持续看好财险行业负债端的刚性需求及以一年期为主的短周期业务对宏观经济周期更低的敏感性，穿越周期潜质尽显。展望2024上半年，我们认为1) 寿险行业在“报行合一”的监管趋势下，新业务价值增长将由新单保费快速增长驱动向产品价值率提升驱动转变；预计一季度各险企新业务价值有望实现正增长，二季度因去年6-7月较高基数或将回落；2) 代理人分级销售已于3月1日起正式实施，利好核心举绩人力产能提升；3) 财险业务车险费用竞争在严监管下更趋良性，行业整体费用率水平呈现下行。我们维持行业车险保费将围绕新车保有量增速6%左右增长，新能源车市占率提升有望进一步带动业绩增量，龙头险企竞争优势更凸显；4) 非车结构优化，高赔付、低承保利润业务已逐步压降，为非车业务实现承保盈利提供空间，预计头部财险公司2023年非车承保综合成本率能降至100%以下。

维持板块优于大市评级，重点推荐中国财险(2328 HK)，基于公司作为财险龙头，是目前业内唯一一家基本实现新能源车险承保盈利的险企，为未来车险业务发展提供稳定增量；非车承保综合成本率亦将首年降至100以内，得益于公司风险减量管理的优异成果；公司财绩稳健，近三年ROE维持13%-15%，派息率近40%，动态股息率5.3%，具备较强配置吸引力。

- **资本品：**短期继续看好重卡。2月23日召开的中央财经委员会会议提出要加快大规模更新生产设备，以支持经济增长。这是首次将设备更新作为支持经济增长的手段。我们估计可能会有更多潜在政策出台，以支持淘汰国四标准的重卡，这对重卡行业是一个积极的信号。短期而言，中国液化天然气价格年初至今已下跌35%，但柴油价格基本保持不变。根据我们的计算，目前天然气/柴油价格比为0.59倍，价差对比2023年12月底的0.9倍大幅扩大，有助重新拉动天然气重卡需求。我们继续看好潍柴动力(2338 HK/000338 CH，买入，行业首选)天然气发动机带动市场份额的增长，以及中国重汽(3808 HK，买入)的出口驱动增长潜力。工程机械方面，我们看好浙江鼎力(603338 CH，买入)高空作业平台新产品在海外市场的持续突破。
- **能源-电力运营商、城燃：**

- **电力运营商：**保持乐观。2024年，中电联预测中国新增发电装机将再次超过3亿千瓦。中国风电光伏新增装机为2亿千瓦左右，较去年1.6亿目标提升25%。全国发电装机容量同比增长12%左右，预计达到32.5亿千瓦。非化石能源总装机占比比重上升到57%。当中并网风电和太阳能发电装机规模将超过煤电装机，占总装机比重上升到40%。火电保供作用依旧，我们预计火电企业成本可控持续，各省份或抓紧推出容量电价具体细节出台，利好火电。关



注华润电力（836 HK），预期火电成本维持相对合理低位，而需求受到整体经济恢复情况制约。公司估值具有吸引力，预计新能源业务风光新增装机增加，股息率良好，新能源业务分拆A股上市或进一步释放潜在价值。关注龙源电力（916 HK/001289 CH），预计业绩良好，估值具有吸引力，H股回购计划彰显信心；新能源装机加速可期，“上大压小”带来预期盈利增长空间。三峡能源（600905 CH）在建项目较多，项目储备丰富，预计新增风光装机提速；风光上游成本下降以及技术效率提高导致技术成本下降，有助于提升新增装机项目IRR；整体上网电价预期波动较小。

- **城燃板块**：保持中性乐观，板块整体短期波动，有向上动力，基本面稳中优化。根据重庆石油天然气交易中心，2024年全国天然气表观消费量增长率预计将达6%-8%。国产气供给和进口同比上升。预期气源供给和成本改善持续，工业用气金三银四将改善，Q1、Q2用气持续优化。相关居民顺价政策陆续出台利好城燃毛差。推荐华润燃气（1193 HK），原因是其估值具有吸引力、居民顺价政策陆续公布利好毛差改善，用气需求稳步改善，以及增值业务保持良好增速。

图 1: 行业荐股

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	2024E	2025E	2024E	2024E	2024E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.65	45.86	60%	15.1	11.0	2.0	13.3	0.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	12.80	19.54	53%	15.9	15.3	N/A	10.6	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	27.18	46.96	73%	17.5	13.9	N/A	10.9	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	164.14	136.00	-17%	77.1	56.6	9.7	15.6	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	92.41	117.50	27%	130.2	37.6	N/A	4.5	0.0%
卓胜微	300782 CH	半导体	买入	109.10	174.00	59%	48.7	37.5	5.9	12.2	0.2%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	8.18	15.10	85%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	302.42	350.00	16%	31.2	27.5	N/A	10.0	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	271.00	458.50	69%	15.6	13.0	N/A	15.4	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	117.14	142.60	22%	21.4	16.3	N/A	41.4	0.0%
新东方	EDU US	互联网	买入	90.47	104.50	16%	29.3	22.3	N/A	10.3	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	72.54	137.10	89%	8.4	7.7	1.0	8.5	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	85.40	161.50	89%	21.5	14.7	N/A	9.9	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	162.25	268.20	65%	N/A	N/A	73.2	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	38.50	57.35	49%	N/A	N/A	5.4	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	296.03	383.83	30%	30.9	25.9	9.7	33.7	1.9%
固生堂	2273 HK	医药	买入	44.00	70.77	61%	33.2	24.1	N/A	12.9	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	35.50	48.84	38%	24.9	20.2	N/A	31.3	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1683.63	2219.00	32%	28.8	23.3	9.8	35.6	1.5%
伊利股份	600887 CH	必选消费	买入	28.55	33.40	17%	17.0	15.6	3.2	20.2	4.6%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	41.85	57.80	38%	38.9	31.5	16.6	43.2	2.0%
新秀丽	1910 HK	必选消费	买入	29.00	30.60	6%	13.9	12.1	N/A	27.0	0.0%
普华永道	1913 HK	必选消费	买入	55.65	65.20	17%	22.4	20.3	N/A	18.3	0.0%
周大福	1929 HK	必选消费	买入	11.54	18.60	61%	13.8	12.3	N/A	26.4	0.0%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	51.50	75.5	0.5	N/A	N/A	8.5	N/A	0.0%
九兴	1836 HK	可选消费	未评级	10.88	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
海信	921 HK	可选消费	未评级	25.35	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.43	1.84	29%	2.4	6.3	N/A	8.4	0.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.48	6.71	50%	9.2	7.4	1.9	23.0	3.5%
名创优品	9896 HK	可选消费	未评级	33.30	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	8.70	14.82	70%	14.8	10.7	N/A	12.1	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	72.80	110.0	0.5	18.4	14.9	N/A	30.7	0.0%
波司登	341 HK	可选消费	买入	8.70	14.8	0.7	14.8	10.7	N/A	12.1	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.36	19.77	38%	8.0	7.0	N/A	39.4	0.0%
理想汽车	LI US	汽车	买入	36.47	48.00	32%	41.6	30.2	N/A	20.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.37	14.00	67%	17.1	13.0	N/A	6.2	2.1%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	22.00	46.94	113%	15.8	13.1	N/A	19.3	0.0%
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	2.62	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	25.20	57.31	127%	9.3	8.0	N/A	16.9	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	17.00	44.10	159%	8.1	6.7	1.6	10.9	4.3%
中海物业	2669 HK	房地产	未评级	6.09	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	12.59	24.7	1.0	37.9	13.8	N/A	8.3	0.0%
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	5.00	9.67	93%	9.2	7.3	2.6	26.7	8.5%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	21.90	45.10	106%	4.5	4.1	N/A	13.3	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	608.51	613.00	1%	35.4	28.7	10.1	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	45.80	97.00	112%	20.1	14.5	N/A	9.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	33.90	30.00	-12%	16.3	13.3	6.2	39.6	0.0%
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	19.12	25.10	31%	18.1	15.8	2.3	9.2	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	3.77	8.60	128%	7.0	6.3	13.0	26.0	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.88	11.70	8%	8.6	7.2	N/A	11.9	4.6%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	14.82	N/A	N/A	13.9	11.6	1.5	11.3	2.5%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	59.00	70.00	19%	17.7	15.2	3.5	21.7	1.1%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	19.74	22.50	14%	9.9	8.0	N/A	13.3	0.0%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.75	34.13	44%	8.9	7.4	N/A	11.0	5.7%
龙源电力	916 HK	能源	买入	5.70	10.09	77%	5.6	4.8	N/A	10.7	3.6%
华润电力	836 HK	能源	买入	18.10	23.27	29%	6.9	5.7	N/A	14.6	0.0%
三峡能源	600905 CH	能源	买入	4.78	6.24	31%	15.4	12.9	N/A	11.0	0.0%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

## 宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170  
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

### 中国经济

#### ■ “两会”释放的政策信号未超预期

**政府主要经济目标符合预期。**政府主要经济目标已在去年12月中央经济工作会议上确定，在今年“两会”期间政府工作报告中公开。5%的GDP增速目标与去年持平，但由于低基数效应减退、房地产持续剧烈收缩、通缩状态延续和企业、家庭部门信心疲弱，今年实现同样增长目标的难度比去年更大，说明政府希望向市场传递信心的苦心，政策宽松力度将会有所提升。CPI增速目标设定在3%，但该指标政策预示价值较小，更多惯性延续过去高速增长时代的通胀目标，在高增长时代该目标的实际含义是不超过3%。不过结合其他方面的提法和央行官员1月记者会信息可以判断，央行已认识到目前物价低迷和实际利率居高状态，力求在多目标约束下做得比去年更多。城镇调查失业率目标设定在5.5%，该目标实现难度较小，因为中国劳动者非常勤奋，就业的国际通行定义门槛较低（过去1周从事有报酬活动达到1小时即可），2023年城镇调查失业率已降至疫情前水平，唯出生在富足时代的青少年可以啃老而对就业质量更加挑剔，调查失业率仍居高不下。单位GDP能耗目标是降低2.5%左右，2020年、2021年和2023年该指标目标均未实现，该指标约束性可能已显著下降，“先立后破”的政策逻辑预示政府将通过加快新能源产业发展和经济结构（产业结构、能源结构、交通运输结构等）转型来推动节能，但不会再像2021年一刀切或运动式推动节能减排。

**产业政策以发展新质生产力和建设现代化产业体系为重点。**一是加快传统产业高端化、智能化和绿色化转型升级，促进中小企业专精特新发展；二是巩固扩大智能网联、新能源汽车等新产业领先优势，加快氢能、新材料、创新药、生物制造、商业航天、低空经济等新兴产业发展；三是实施AI+行动，超前建设一体化算力体系等数字基础设施，做大做强数字经济。预计政府将对相关产业保持相对更低的所得税率，增加对相关产业研发支出及税收抵扣，对下游企业购置相关产业设备产品提供税收抵扣和贷款利息补贴。为提振企业投资以扩大内需，政府将通过税收抵扣、财政补贴和专项贷款等政策激励，推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造。

**积极财政政策适度加力，增量更多来自中央政府，方向仍是扩大投资而非提振消费。**今年广义财政预算支出（一般财政预算支出+政府性基金预算支出+国有资本经营性预算支出）增长7.8%，超过去年1.3%的实际增速，显示财政政策宽松力度加大。广义财政支出增速提升主要来自中央政府超长期特别国债对应的投资，带动政府性基金预算支出增速从去年的-8.4%提升至今年的18.6%，但一般财政预算支出增速从去年的5.4%降至今年的4%。由于土地市场可能延续疲弱，且决策层严控地方政府新增隐性债务，城投债等隐性债务融资可能保持在低位，地方主导的基建投资难以大幅反弹。今年一般财政赤字率3%，低于去年的3.8%（去年四季度追加了0.8%，其中一半将留在今年使用）；地方政府专项债额度3.9万亿（相当于GDP的2.9%），而去年额度是3.8万亿（相当于GDP的3%）；未来几年中央政府将持续发行超长期特别国债用于国家重大战略和重点领域安全能力建设，今年额度1万亿（相当于GDP的0.75%）。今年省级政府将继续发行特殊再融资债券置换部分到期的隐性债务，全年置换额可能超过1万亿，去年规模1.35万亿。今年可能针对科技企业、高端制造业和相关设备购买提供结构性减税政策，但尚未看到显著增加对家庭转移支付及提振消费的政策信号。

**货币政策延续适度宽松。**货币政策重点是保持流动性合理充裕，预计年内仍有两次降准合计0.5个百分点；保持社融、货币供应量通经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进社融综合融资成本稳中有降，暗示决策层关注到物价低迷状态，央行可能意识到实际利率居高问题，对进一步降息可能更加积极，但仍受制于保汇率、保银行息差和避免资金空转等多目标约束，预计年内可能进一步下调LPR约10个基点，针对按揭贷款利率定向降息20个基点。

## ■ 经济有望小幅改善

**经济增速或先降后升。**预计GDP增速从去年4季度的5.2%降至今年1季度的4.2%，二季度或升至5.5%，三季度和四季度可能分别达到4.5%和4.8%，全年GDP增速为4.8%，低于去年同比增速5.2%，但高于2022-2023年两年平均增速4.1%。2024年通缩将有所缓解，GDP平减指数可能从2023年的-0.5%升至2024年的0.3%。预计名义GDP增速可能从2023年的4.6%升至2024年的5.2%。

**通缩逐步缓解，但通缩压力仍存。**受益于生猪去产能、城镇服务业复苏、家庭消费改善及全球制造业去库存周期结束，预计CPI和PPI增速分别从2023年的0.2%和-3%升至2024年的0.7%和-0.3%。目前猪粮比已接近历史谷底，亏损压力将推动生猪行业去产能，预计生猪价格可能在2024年见底回升。经济重启后城镇服务业延续复苏，流动人口逐渐重回城镇，就业和消费或温和改善，预计食品和核心CPI增速分别从2023年的-0.3%和0.7%回升至2024年的0.3%和1%。全球制造业去库存周期结束，工业品价格可能止跌小幅上升。但中期内，中国再通胀压力较小，通缩压力依然存在，因经济增速仍将低于潜在增速，大部分行业面临需求不足和供给过剩压力。

**房地产降幅收窄。**预计商品房销售面积降幅从2023年8.5%收窄至2024年4%。二手房市场变化领先于新房市场，11个代表性城市（北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）2023年二手房销量相比2019年的复苏率达到96.4%，显著高于2022年的74.1%，显示二手房销量已率先改善，预计新房销量降幅可能在2024年逐步收窄。房地产开发投资改善将更加滞后，2023年土地购置和房屋新开工活动延续大幅下滑，预示房地产开发投资降幅可能依然较大。但受城中村改造、保障房建设和平急两用基础设施投资支撑，房地产开发投资降幅可能从2023年的9.6%收窄至2024年的7%。

**消费缓慢改善。**预计2024年社会零售额增长5.3%，高于2022-2023年平均增速3.4%，其中药品、食品饮料和书报杂志零售保持较快增长，文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电和家具零售改善，体育娱乐用品和服装零售额小幅改善，建筑装潢材料零售跌幅收窄，汽车零售可能明显放缓。2024年支撑消费可能缓慢改善的因素有：吸纳就业较多的服务业延续复苏；地方政府现金流和国有企业融资条件改善，公共部门和国有企业就业改善；房地产降幅收窄；通缩有所缓解。

**商品贸易回暖。**预计货物出口额和进口额增速分别从2023年的-4.6%和-5.5%回升至2024年的3.6%和3.3%。全球贸易活动将在低基数上有所回升，IMF预测全球货物贸易数量和价格增速分别从2023年的-0.3%和-2.5%升至2024年的3.2%和1.5%，WTO预测全球货物贸易数量增速将从2023年的0.8%升至2024年的3.3%。



## 美国经济

### ■ 经济延续超预期

**经济放缓慢于预期，就业市场依然偏强。**4Q23以来美国经济表现持续好于市场预期，预计1Q24的GDP同比增速可能接近2%。由于零售、就业和服务业PMI等数据均显示经济延续扩张，市场机构纷纷上调对美国经济增速预测，2024年GDP增速的彭博市场一致预测从年初的1.3%提高至2.1%。但实际利率不断上升，货币政策紧缩效应或更明显显现，联邦政府赤字率和政府支出不变价增速预计分别从2023年的6.5%和4%降至2024年的6%和2.4%，美国经济可能逐渐放缓。我们将美国2024年GDP增速从1.2%小幅上调至1.4%，低于2023年2.5%的增速。需求放缓、供应链恢复和大宗商品回落将推动PCE通胀从2023年的3.7%降至2024年的2.5%。名义GDP增速将从2023年的6.3%降至2024年的4%。

**通胀或延续回落，但趋近2%目标仍需时间。**最近美国劳工统计局（BLS）对住户等价租金（OER）的解释和随后市场对OER可能失真的热情讨论显示占CPI近24%的OER对通胀的重要影响。BLS表示近期OER反弹是因为独户住宅在统计中占比有所提高，但市场对OER与另一个房租分项“主要住宅租金”在1月的分化趋势以及2023年1月已采用的新计算方式在2024年1月大幅调整统计权重表示疑惑。如果BLS解释是正确的，那么由于成屋供应持续受限，美国房价近期不断上涨，我们预计服务业通胀中的房租项将保持较高的环比增速，延缓进一步去通胀进程。同时，工资涨幅回落将带动其他服务通胀下降，但由于劳动力市场依然偏强，其他服务通胀降至合宜水平仍需时间。全球总需求下降、供应链恢复和美元高利率推动商品价格下行。总体来看，PCE通胀将延续回落，但趋近2%的目标水平仍需更长时间。

### ■ 高利率或延续更长时间，降息幅度预测下调

**美债收益率或小幅下降。**10年国债收益率反映市场对未来10年政策利率路径的预期，取决于对未来经济增长和通胀的预期。10年国债收益率与市场对未来10年平均名义GDP增速或潜在名义GDP增速强相关。根据联邦政府债务率变化 $\Delta$ 政府债务率=上期债务率\*(债务利率-名义GDP增速)/(1+名义GDP增速)+赤字率，当政府债务利率高于名义GDP增速时，政府债务率升幅大于赤字率，政府债务螺旋式上升不可持续；反之，政府债务率升幅小于赤字率，政府债务不会螺旋式上升。通过美联储QE和维持美元主导地位吸引国际资金投资美债，美国政府债务利率可以在大部分时间保持在名义GDP增速之下。2000-2009年和2010-2019年美国名义GDP平均增速分别为4.2%和4.1%，在适应性预期模式下，4.2%可能是美国10年国债收益率的上限。从周期性因素来看，2020-2021年处于货币政策超级宽松期，2022-2023年进入货币政策剧烈收缩期，2024-2025年可能迎来经济和通胀放缓期，预计10年国债收益率可能从2023年末的3.9%降至2024年末的3.75%和2025年的3.6%。

**美元指数依然强势，未来或小幅回落。**由于美国经济持续超预期，2024年以来美元指数小幅反弹。美联储降息时点推迟，地缘政治风险居高不下，美元指数近期可能维持强势。但随着美国经济逐步放缓和通胀进一步下行，美联储可能在6月启动降息周期，美元指数年内或小幅回落，预计美元指数从2023年末的101.4降至2024年末的97.8。

**美联储或从6月开始降息，全年降息1个百分点。**近期联储官员表示美联储目前面临紧缩时间过长和过短的风险相对平衡，保持利率不变静观经济数据变化成为上策。美联储主席鲍威尔在本周（3月4日当周）国会质询可能延续强调，在启动降息之前需要看到更多通胀



实质性趋近 2% 的数据证明，这需要劳动力市场和房租市场的进一步降温。预计 2Q24 可能见到经济明显降温的数据拐点。我们预计美联储可能在 6 月开始降息，全年降息幅度可能为 1 个百分点。经济超预期表现将推迟美联储降息时点，但长时间限制性利率终将拖累未来经济，美联储将从“更高更久”的加息周期转为“更迟更快”的降息周期。

**大选年的货币政策路径历史显示 6 月可能是较好的降息窗口期。**通过观察美联储历史上在选举年的政策路径可以发现，美联储在临近大选时期通常会保持既定的政策路径，避免在接近大选的联储会议上做出政策转向决定，以维护美联储政治中立不偏向任一方的声誉。6 月可能是美联储启动降息周期的窗口期，否则美联储可能需要等到 11 月大选后才能转向。

## 科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881  
| 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk  
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

### ■ 未来3个月看法乐观

全球电子终端需求回升，AI 创新成为新的成长动能。我们重申对科技板块的积极看法，全球科技龙头 4Q23 业绩向好，AI 服务器需求强劲（戴尔/美超微/联想/HPE），消费电子持续复苏（小米/传音），AI PC/手机新品发布（苹果/三星/联想），MR 创新周期高速增长，海外科技巨头 AI 和 MR 竞赛全面提速，整体科技产业景气度维持高位。展望 1Q24，随着终端需求复苏和新品发布，行业创新正在加速，看好上半年折叠机/AI PC/Vision Pro 带动新一轮景气周期，AI/MR 终端创新、需求/库存改善和国产替代为三大投资主线，同时看好份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司，建议关注服务器 ODM/品牌如工业富联、超微电脑、联想、戴尔、浪潮和华勤，以及 AI PC/手机产业链如小米、苹果、传音控股、比亚迪电子和立讯精密。

**1) 智能手机/PC：华为回归份额持续提升，苹果面临短期压力，看好国产替代和技术创新**  
1Q24 需求趋势乐观，手机/PC 终端持续复苏，预期一季度三星 S24 和 P70 系列发布将推动高端需求，苹果在国内市场将面临短期压力。考虑到高端手机在光学、存储、散热、卫星通话和折叠屏等方面创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、高伟电子和鸿腾精密等。

折叠屏手机已成为细分成长亮点和高端手机迭代方向，预期在 2024 年维持较快增长速度。三星预计于 2Q 发布 Galaxy Z Flip 6，vivo X Fold 3 和小米 MIX Fold 4 或于 2Q24 发布。从折叠屏手机的成本对比来看，铰链和屏幕是最大的增量。随着柔性 OLED 屏幕价格下行，铰链技术越加成熟，我们看好折叠屏手机渗透率进一步提升，相关产业链公司标的将受益，例如为荣耀 Magic V2 系列折叠屏手机供应转轴产品的瑞声科技，安卓系折叠屏铰链相关厂商精研科技、东睦股份和宜安科技。

### **2) AI 产业链：AI 服务器和 AI PC/智能手机供应链在 1H24 将保持强劲增长势头**

在 AI 算力端，全球 AI 服务器 ODM/品牌（DELL/SMCI/联想/HPE）的 AI 服务器 4Q23 出货量和在手订单强劲增长，下游产业化应用加速，芯片供应限制将在 2024 年上半年得到缓解，高算力需求将推升 AI 服务器增长。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、接口和电源等厂商；中游主要以服务器品牌和 OEM/ODM 为主，而随着终端客户对服务器定制化需求逐步增强，OEM/ODM 厂商将加强与终端客户联系；服务器下游厂商主要是 B 端和 G 端客户如云厂商、运营商和政府机构。从硬件层面，建议关注全球核心 AI 服务器相关产业链受益标的，包括工业富联、超微电脑、联想、戴尔、浪潮信息和华勤。

在边缘 AI 端，随着高通、联发科、英特尔等巨头加码 AI，我们看到更多新品发布和消费者对 AI 手机的强烈兴趣，特别是三星 Galaxy S24 和 MWC 新品（如 Honor Magic Pro、小米 14 Ultra），端侧大模型应用创新和性能体验的改善有望催化消费者需求，引领新一轮换机周期。我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。我们看好 PC 品牌厂商及相关上游产业链标的，包括联想集团、春秋电子、光大同创、华勤技术和莱宝高科。

### 3) MR 产业链: Vision Pro 带动行业进入新一轮创新周期, 2024 年有望迎来拐点

Apple Vision Pro 上月正式发售, 苹果推出超过 100 万个兼容应用程序和逾 600 个专门打造的应用程序。我们预计 2024 年 Meta、三星、索尼和华为等大厂将发布多款 MR 新品, 拉动行业出货重回正增长。我们看好明年苹果 MR 产品出货及二代平价版本的计划推出, 将激活相关软件生态建设, 加速 AR/VR/XR 产品渗透。相关上游硬件零部件及组装产业链受益标的包括立讯精密、歌尔股份、兆威机电、高伟电子和长盈精密。

### 4) 汽车电子: 汽车电动化与智能化加速发展, 域控迎来增量空间

2023 年中国新能源汽车市场持续较快增长, 新能源车渗透率再创新高, 出口表现出色。受益于汽车智能化浪潮, 以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势, 中国汽车智能化发展提速, 相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商, 仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。另外, 随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展, 自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高, 预计 ADAS 摄像头需求将不断增长。我们看好京东方精电、英恒科技、德赛西威、均胜电子、经纬恒润、舜宇光学和联创电子等公司。

#### ■ 推荐买入比亚迪电子、小米集团、立讯精密

- 1) **比亚迪电子 (285 HK)**: 安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为利润增长动力, 同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构, 我们预计利润率修复有望超预期。此外, 公司收购捷普的 Mobility 结构件业务, 扩大其智能手机业务发展空间, 从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年, 我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。
- 2) **小米集团 (1810 HK)**: 手机业务回暖, 表现优于市场, 国际化、高端化战略效果明显, 小米 14 系列手机销售表现亮眼。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力, 以及极致的性价比和软硬件生态完整性, 在消费者中树立良好口碑, 高端化进程进入新阶段。公司将在 2Q24 将发布新能源车产品, 我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础, 为消费者打造“人车家全生态”体验, 从个人设备到智能家居到智慧出行, 产品生态创新将成为竞争壁垒。
- 3) **立讯精密 (002475 CH)**: 受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升, 近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局, 持续深化垂直整合能力, 中短期业绩增长较为确定, 中长期布局汽车电子快速扩张, 全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系, 随着新品发布和技术布局逐步落地, 看好公司成长逻辑, 目前估值处于历史低位, 建议买入。

■ **风险提示**: 宏观疲弱影响需求, 去库存速度慢于预期。

## 半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

**A股市场:** 2024年2月, 受益于AI行情、国产替代主题业绩增长带动等因素的影响, 半导体板块迎来估值修复, 整体走强。

**美股市场:** AI产业链受益标的的股价, 受益于行业景气度的延续而继续走强, 于近期创下历史新高: 超微电脑 (SMCI US, +284% YTD)、ARM (ARM US, +78% YTD)、英伟达 (NVDA US, +74% YTD)、Dell (DELL US, +55% YTD)、Coherent (COHR US, +51% YTD)、AMD (AMD US, +39% YTD)、Marvell (MRVL US, +31% YTD)、TSM (TSM US, +30% YTD)、Broadcom (AVGO US, +21% YTD)、Arista (ANET US, +20% YTD)、Fabrinet (FN US, +16% YTD)、Qualcomm (QCOM US, +12% YTD)、Micron (MU US, +11% YTD)。

### ■ 未来3个月看法谨慎乐观

**短期观点:** 进入3月, 海外业绩期逐渐结束, A股业绩期伊始, 短期内市场会关注A股市场个股公司业绩表现和展望。我们认为真正受益于AI需求的公司将会有更强的业绩增长的确性。

**中期观点:** 我们维持2023年年底策略报告中的几条主线推荐:

**1) 我们持续看好人工智能 (AI) 产业链的发展。**我们认为2024年各大云厂商将继续加大对AI基础设施的投资, 以确保在AI军备竞赛中保持先发优势, 继续为获得更多的市场份额、吸引更多用户使用其产品, 并着重对基建中能效指标进行改进和提升。彭博预测2024年微软、谷歌、亚马逊和Meta四家公司的资本开支将增长22.6%。除AI GPU市场以外, 我们尤其看好存储 (HBM3 和 HBM3e 的需求增长和存储产品价格的修复), 以及光模块 (特别是800G) 和网络通信芯片的需求。进入AI市场高速发展的第二年, 我们偏好AI业绩贡献较高的、行业真正的受益标的, 首选中际旭创 (300308 CH, 买入)。公司的800G光模块产品在3Q23出货量明显提升, 目前该产品贡献了最大的营收, 并且800G光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。 ([链接](#))

**2) 我们认为半导体供应链的本土化将进一步加强。**一方面, 禁令的出台和升级, 使得国内厂商被动选择国产替代方案; 另一方面, 近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破, 推动终端企业积极进行本地化地主动替代。我们长期看好中国半导体行业的发展, 首选标的为韦尔股份 (603501 CH, 买入) 和卓胜微 (300782 CH, 买入)。韦尔股份的高阶像素50系列产品受到客户好评, 预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升; 同时, 公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。卓胜微的基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力, 逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率; 同时, 公司集成自产滤波器的产品也在2Q23放量。

未来几年, 中国可能会有数十个新的晶圆代工厂完工, 其中绝大多数都是成熟制程。晶圆厂的产能扩充一方面直接利好半导体设备厂商, 另一方面可能会导致成熟制程产能过剩, 代工价格下滑, 或会利好设计企业的利润率。

**3) 半导体周期或将回暖。**虽然在2023年下半年, 消费电子市场因厂商新产品发布而显现季节性回暖, 但终端需求暂未观察到显著修复。目前, 渠道库存已恢复至较健康的水平。随着2024年宏观经济的温和改善, 半导体行业终端需求或有机会逐步回暖。该主线受益标的为闻泰科技 (600745 CH) 和生益科技 (600183 CH)。闻泰科技的传统优势业务是产



品集成，其中主要包括手机和笔电等产品。随着消费级 AI 手机及笔电产品在 2024 年的陆续推出，公司有望受益于新产品推出而带来的订单；生益科技有望随着 AI 服务器的持续增长以及消费级 AI 手机、笔电的推出而受益。

**4) 通讯板块仍是较好的防御性标的。**因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

#### ■ 人工智能 (AI)：资本开支继续增长，产业链持续受益

**进入 AI 高速发展的第二年，我们继续看好 AI 行业的发展。**此前，我们提到过三大云厂商在三季度业绩公布后的股价走势显现出明显的差异，这表明投资者非常关注各家云业务的发展，即 AI 应用的变现进展。

近期我们看到两家龙头大语言模型公司的估值和收入预测都有大幅提升，表明 AI 应用的变现正在快速推进。1) 微软支持的 Open AI 在最近一轮 (2023 年 12 月) 的估值超过一千亿美元，远高于去年 4 月的 290 亿美元和 10 月 10 日的 860 亿美元估值；2) 亚马逊和谷歌支持的 Anthropic 预计 2024 年收入将达到 8.5 亿美元，远高于目前的 1 亿美元收入，以及三个月前预估的 5 亿美元的收入预测。

基于此，我们认为科技公司将会持续投资 AI 基础硬件设施和设备，其中我们尤其看好存储行业 (HBM3 和 HBM3e) 在今年的需求增长。近期，韩国半导体出口数据额在 11 月份实现增长 (12.9%)，结束了自 2022 年 8 月开始的 16 个月度下跌趋势。该出口数据在 12 月份继续保持高速增长 (21.8%)。该增长一方面是由于存储厂商削减产能，导致存储产品价格回升；另一方面是 AI 市场的快速增长推动了 HBM 等产品的需求。我们认为随着推理大语言模型应用推广，该需求仍将保持强劲。

#### ■ 半导体国产替代需求加强，供应链加快本地化

根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

从国际关系上，我们看到 AI 禁令进一步趋严，同时有些国家也在加强对中国半导体行业的限制，如近期荷兰政府撤销了部分光刻机出口到中国的许可证。在这种国际环境下，国产替代的趋势势必会加强。我们已经看到英伟达最新的符合出口规定的芯片在中国的需求并没有预期中那般强劲。出于对性能、价格等因素的考虑，国内云厂商的购买意愿似乎并不强烈，并转向寻求国产替代的方案 (华为) 以及自研方案。

在成熟制程上，中国晶圆厂在大力扩产，据 Digitimes 报道，未来几年可能会有数十个新的晶圆代工厂完工，其中绝大多数都是成熟制程。晶圆厂的产能扩充一方面直接利好半导体设备厂商，另一方面可能会导致成熟制程产能过剩，代工价格下滑，或会利好设计企业的利润率。

#### ■ 通讯板块仍是较好的防御性标的

我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观逆风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

目前通讯板块的股息收益率为：**中国联通 (762 HK)**，5.97%；**中国移动 (941 HK)**，6.81%；**中国电信 (728 HK)**，5.85%；**中兴通讯 (763 HK)**，2.53%。

## ■ 推荐标的

- 1) **中际旭创 (300308 CH)**：只有真正的 AI 供应链参与者才能享受到 AI 行业发展的红利，并收获销售的增长。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。我们维持对中际旭创的“买入”评级，目标价为 136 元。
- 2) **韦尔股份 (603501 CH)**：公司在研发能力和系统技能上水平领先，50 系列产品也获得下游客户的肯定，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升。同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。随着国产替代趋势的加强、市场竞争格局的优化，我们维持对韦尔股份的“买入”评级，目标价为 117.5 元。
- 3) **卓胜微 (300782 CH)**：公司基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率；同时，公司集成自产滤波器的产品也在 2Q23 放量。2023 年上半年，公司交付的 DiFEM、L-DiFEM 及 GPS 模组等产品中集成自产的滤波器超 1.6 亿颗，集成自产滤波器相关产品稳定规模量产，在客户端逐步放量提升；双工器和四工器已在个别客户实现量产导入，国产替代稳步推进。我们维持对卓胜微的“买入”评级，目标价为 174.0 元。

■ **风险提示**：AI 需求不及预期；新的半导体禁令出台；消费电子需求持续下滑。

## 软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

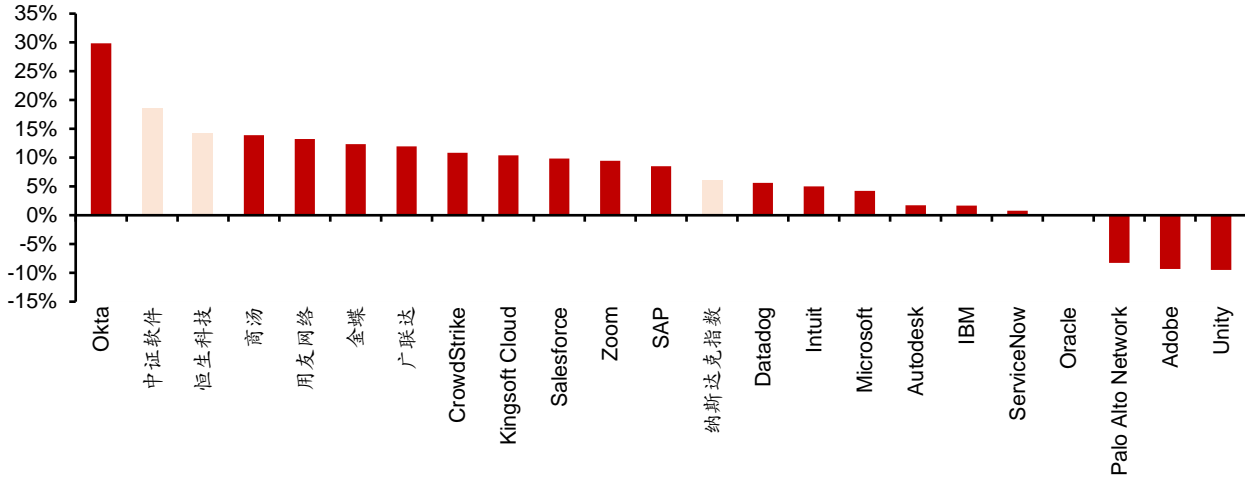
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

2024 年美元流动性压力缓释或有望推动板块估值重估，而基本面层面，在整体企业 IT 支出仍待恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块业绩或有望修复、估值有望逐步重估，而云化转型领先的龙头公司或持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。展望中长期，我们看好：1) 软件国产化的主题投资机会；2) 生成式 AI 与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善；3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。美股推荐买入 **Salesforce (CRM US)**，H 股推荐买入 **金蝶国际 (268 HK)**。

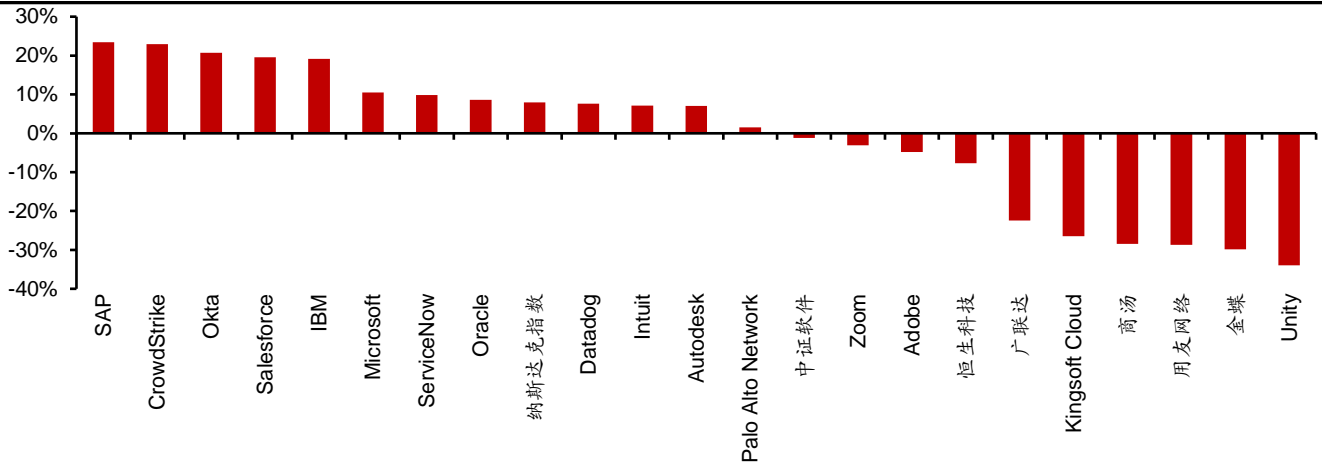
2 月恒生科技上涨 14%，中证软件指数上涨 19%。Unity 2 月下跌 10%，表现弱于行业，公司公布了弱于预期的 4Q23 业绩：4Q23 总收入同比增长 35% 至 6.1 亿美元，但包含 Weta 服务协议调整带来的一次性收入 9900 万美元，剔除该影响，公司 4Q23 总收入同比下滑 2% 至 5.1 亿美元，低于一致预期的 5.5 亿美元。剔除 Weta 调整影响，公司调整后 EBITDA 由 4Q22 的 0.21 亿美元改善至 0.84 亿美元，主要得益于公司有效的产品组合调整及组织优化，但仍然弱于一致预期的 1.1 亿美元。

图 2: 2 月软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ **SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢**

头部 SaaS 公司的客户粘性强,但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出,我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 2024 年实现 14-20%的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%,但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复,但整体结构性的复苏或仍有待观察。2024 年,相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司,我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ **IaaS 和 PaaS: 高质量增长是主题, AI 云带来新增量**

2023 年中国云服务市场受到宏观环境逆风的影响,龙头厂商持续进行业务调整,逐步减少低利润率 CDN 业务、更专注 PaaS 及增值服务端的营收扩张以驱动云业务利润率提升、高质量增长。展望 2024,整体中国云行业的营收增长或有望随着经济逐步回暖带动企业数字化开支回暖而逐步回升,生成式 AI 对于头部公司的营收贡献有望从 3Q23 的低单位数进一步提升。因生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平,叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略,头部厂商云业务的盈利能力在 2024 年或有望进一步提升。

### ■ 海外软件：美国进入降息周期以及经济软着陆，公司基本面及估值仍有改善空间

展望2024年，我们继续看好美股软件行业。随着美股市场步入降息周期，美国经济有望软着陆，美股软件行业估值水平和基本面仍然有改善的空间。经历2023年上涨以后，软件行业1年远期PE虽然较5年均值有13%左右的溢价，但仍较2020-2021年低利率期间的估值峰值有10%的修复空间；美国经济软着陆有望推动企业数字化预算修复，而收入增长维持韧性的同时，组织优化带来的运营效率改善有望在2024年进一步释放，推动盈利维持较快增长。我们看好SaaS领域细分赛道龙头Salesforce以及ServiceNow。

### ■ 推荐买入金蝶国际（268 HK）和Salesforce（CRM US）

金蝶公布2023年的财务业绩的初步预期，预计总收入为人民币56.5亿-57亿元，同比增长16.2%-17.2%（2022年：16.6%），略低于彭博一致预期的58亿元人民币，我们将其归因于宏观逆风，而归母净亏损预期为人民币1.7亿-2.5亿元，好于市场预期的2.59亿元，我们认为这表明在有效成本管控助力下金蝶的减亏正处于正轨。尽管在当前的宏观背景下，我们预期企业端数字化需求复苏仍需时间，但数字化和国产替代或仍是长期重要趋势，金蝶有望受益。与同行相比，金蝶订阅服务营收占比更高，2024年的收入增长确定性或有望更高。我们每股目标价为15.1港币，基于一年均值的7.5x EV/S目标估值水平。

Salesforce公布了符合预期的4QFY24业绩：总收入同比增长10.8%至92.9亿美元，非GAAP营业利润同比增长19.3%至29.2亿美元，均符合一致预期。公司指引FY25总收入同比增长8-9%至377-380亿美元，略低于一致预期的386亿美元，主要受客户较为谨慎的数字化支出所影响。尽管如此，管理层预计公司经营效率在FY25继续提升，并指引FY25非GAAP运营利润同比提升约2个百分点至32.5%。Salesforce AI解决方案Einstein 1 Edition表现强劲，有效推动现有客户客单价显著上涨，并吸引更多新客户。公司预计AI产品将在FY25有更显著财务贡献，但谨慎起见，管理层在FY25的指引中尚未反映AI的潜在贡献。我们预计AI产品商业化加速有望成为公司业务增长和估值的主要催化因素。考虑公司在CRM行业的领先优势以及稳健的业绩展望，我们认为公司当前19x FY25E EV/EBITDA仍然有较高性价比。

■ 风险提示：宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。



## 互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

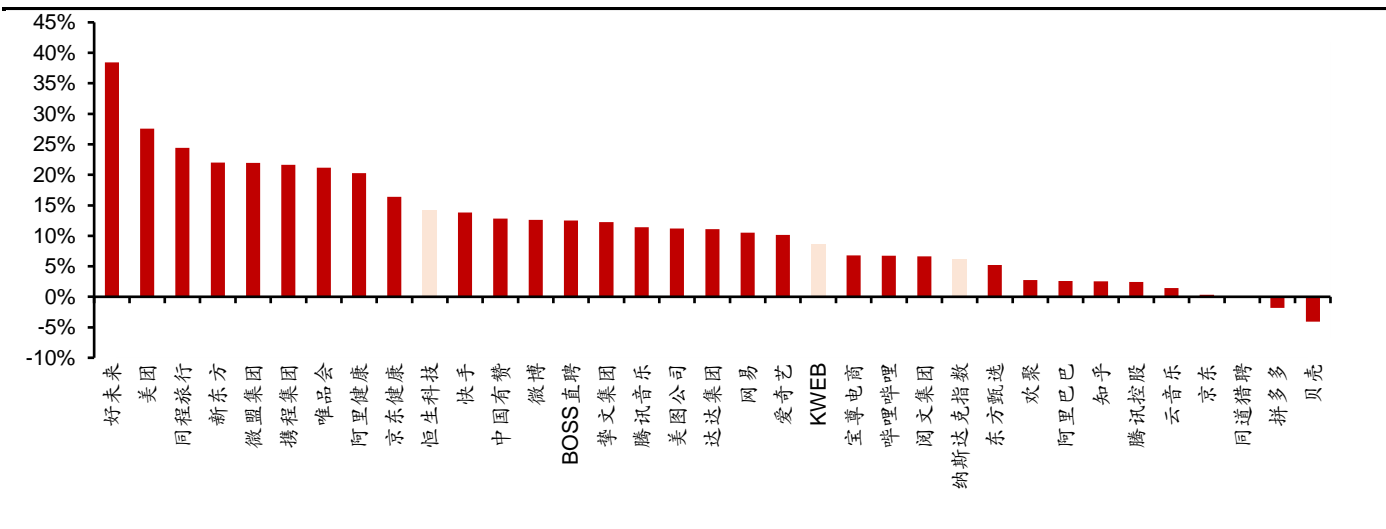
### ■ 未来3个月看法中性乐观

2月港股流动性边际好转驱动行业估值修复，基本面有短期催化（OTA&本地生活）、监管政策预期改善（在线教育）及股东回报水平较高、且可预期性较强的公司取得相对指数的超额收益，电商板块整体因市场担忧竞争加剧及地缘政治因素扰动而表现平淡。展望来看，行业整体表现或仍与整体消费复苏及地产风险化解存在较强关联，外资能否延续此前回暖的流入趋势将是行业估值能否提升的关键之一，而行业选股偏好或仍将集中在短期业绩确定性较强及股东回报水平较高的标的，月度维度重点关注业绩有望超预期及盈利展望有望因阶段性竞争缓和及战略中心调整而有望改善的公司；年度维度仍建议关注三条主线：1) 业务出海带来增量营收及盈利空间；2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3) 有望受益于增量政策催化的公司。

当前互联网板块整体估值对应 14x 2024E Non-GAAP PE，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业 2023-2025E 年 Non-GAAP 净利润复合增速有望达 19%，对应 2024E PEG 为 0.7x。综合考虑竞争格局的边际变化、现有估值水平及潜在的长期增长驱动力，月度选股视角，推荐：美团、拼多多、新东方、腾讯、阿里巴巴。

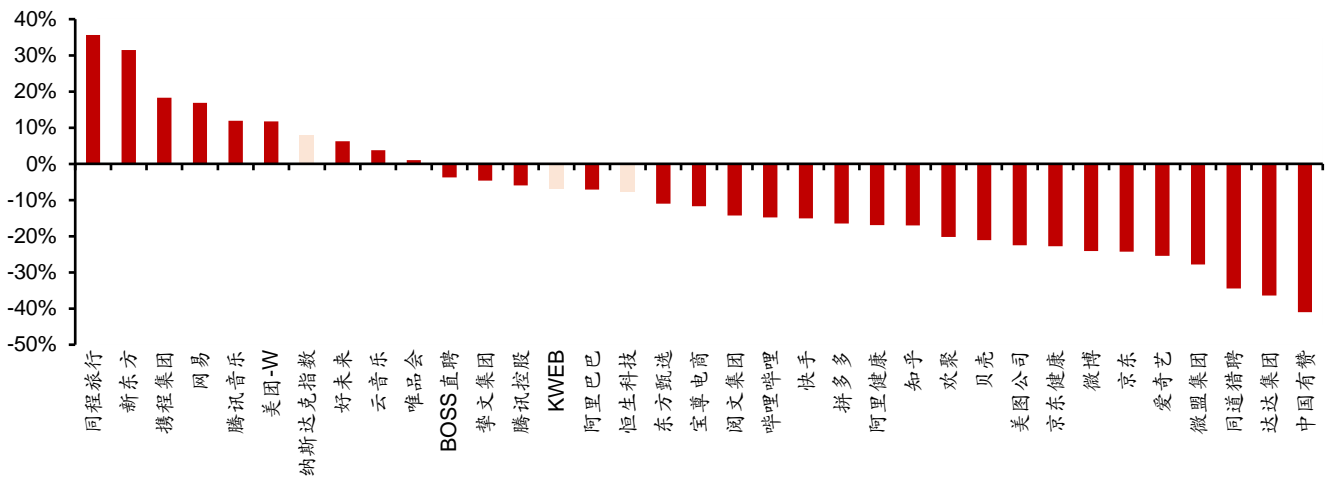
2月恒生科技上涨 14%，KWEB 指数上涨 9%。好未来/新东方 2月分别上涨 38%/22%，跑赢行业，主因得益于教育行业监管预期改善：教育部 2024 年 2 月 8 日发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，《管理条例》围绕“双减”政策的指导方向，为校外培训行业提供更清晰的监管指引，包括明确校外培训时间和指导价等限制不适用于高中阶段培训，鼓励质量高信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，利好高中以及非学科类校外辅导机构。

图 4: 2月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

### ■ 电商: 消费复苏仍待时日, 出海带来增量空间

据国家统计局, 2023 中国网上零售额/实物商品网上零售额达人民币 15.4 万亿元/13.0 万亿元, 同比增长 11.0%/8.4%。根据数据计算, 单 12 月实物商品网上零售额/社会消费品零售总额同比增长 9.4%/7.4%, 对应两年 CAGR 为 6.8%/2.7%, 相较 11 月的 4.3%/1.8% 两年 CAGR 有所回升。展望 2024, 我们预计消费将出现温和复苏趋势。我们预计在社会消费品零售总额同比增长 5.3% 的支撑下, 网上零售额将同比增长 6.8%, 且虚拟商品网络零售额增速或将持续跑赢实物商品网上零售额增速。对于电商平台而言, 国内业务的高质量增长将仍是电商平台的关键主题, 而海外扩张仍是长期营收和盈利增长的推动力。维持对于拼多多和阿里巴巴的“买入”评级。

### ■ 在线旅游: 假期旅游消费稳步复苏, 2024 体验型消费或维持韧性

2024 年春节假期, 基于相对较低的基数和长途旅行的强劲复苏, 整体国内旅游出游人次和出游总花费都实现了同比强劲增长。随着越来越多的消费者愿意花更多的钱来获得优质的服务和更好的体验, 旅游行业消费分层的趋势延续。据携程数据, 春节期间, 其平台上长途旅行订单同比翻番, 我们认为或可归因于 2023 年相对较低的基数及消费者长途出行需求增长。24 年春节期间携程平台长途订单占总订单的 57%, 而相比 23 年国庆假期为 51%, 疫情前为 60% 以上, 这展现了长途游订单的持续复苏趋势, 且有望进一步复苏。此外, 携程强调其平台出境游订单已经超过 2019 年同期, 且热门东南亚旅游目的地如“新、马、泰”旅游订单合计较 2019 年增长超 3 成。

### ■ 本地生活: 线上化渗透提速及线下活动健康增长推动本地生活交易额强劲增长

根据美团数据, 截至 2 月 16 日的春节假期期间, 其平台的日均消费规模增长 36%, 较 2019 年增长超 155% (隐含 2019-2024 年复合年增长率为 20.5%)。我们认为, 相较 5 年复合增长率, 美团平台日均消费规模同比增速在 2024 年增速加速或主要得益于美团持续加强商家支持和消费者补贴的举措, 尤其是在低线城市, 以保持相对竞争对手的 GMV 份额优势。此前市场较为担心抖音竞争压力致使美团到店业务板块估值承压, 但若本地生活板块竞争出现阶段性缓和, 美团到店业务板块或有望迎来盈利和估值双升, 驱动股价进一步修复。此外, 2024 社区团购业务亏损收窄速度若快于市场预期或有望驱动股价增长。

## ■ 在线游戏：监管释放积极信号，短期业绩或承压

年初以来，游戏行业政策环境及监管预期持续改善。2024年1月/2月国家新闻出版署分别发放115/111款国产游戏版号，另外批准35款游戏信息变更，版号数量相较2023年显著增长（2023年平均每月发放81款国产游戏版号）。多款重点游戏获批，包括腾讯《地下城与勇士：起源》以及网易《永劫无间》移动版等，我们预计这些游戏的上线有望推动公司FY24游戏收入的稳定增长。但从短期来看，由于行业竞争加剧以及缺少新产品上线，我们预计4Q23-1Q24游戏收入增长仍然承压：1) 网易4Q23游戏及VAS收入同比增长10%至209亿元，增速相较3Q23有所放缓，主因PC端游收入下滑以及行业竞争加剧；2) 我们预计腾讯4Q23游戏收入同比增长2%，收入增速略有放缓，主因国内部分头部游戏的货币化节奏减缓，以及国际游戏收入增长面临较高的基数效应。

## ■ 在线广告：广告市场温和增长，电商广告带动中短视频平台广告收入增长好于同行

我们预计2024年中国在线广告市场将延续复苏趋势。分平台看，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于平台电商交易生态及广告基础设施的持续完善，进而推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望4Q23：1) 我们预计腾讯4Q23广告收入同比增长15%，主要得益于视频号广告的稳健增长、电商广告预算份额增加以及广告技术的持续提升；2) 我们预计快手4Q23广告收入同比增长22%，主因内循环广告的强劲增长以及外循环广告的持续复苏；3) 我们预计哔哩哔哩4Q23广告收入同比增长25%，主要受益于电商类广告预算的强劲增长，双11期间平台上视频和直播电商GMV同比增长超过250%。

## ■ 推荐买入美团、拼多多、新东方、腾讯、阿里巴巴

- 1) **美团 (3690 HK)**：短期视角下，在目前市场情绪逐步恢复推动公司估值水平有望维持稳定或有所提升的情况下，新业务亏损收窄的幅度或有望转化至驱动市值改善的幅度，中期视角下，若本地生活行业竞争结构性改善，公司估值或有望进一步提升。公司目前交易价格对应16x non-IFRS 2024E PE。
- 2) **拼多多 (PDD US)**：拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动强劲的GMV增长，且拼多多的货币化率有进一步提升的潜力，因其与同行相比可以为商户提供相对更高的ROI。公司正进入一个更注重增长质量的增长阶段，我们认为这表明国内业务的利润率状况或更加稳定，而Temu的海外扩张或有助于释放长期增长潜力。
- 3) **新东方 (EDU US)**：新东方在经历FY23业务转型后已经进入新的增长阶段，受益于监管预期趋于稳定、行业竞争格局改善以及课外辅导行业的需求复苏。在宏观不确定性较高的情况下，公司教育及备考业务仍有望维持韧性。新东方目前估值仅对应24x FY25 PE，考虑FY24-26期间49%的盈利复合增速预期以及同行36x平均PE，我们认为公司目前估值具备较高吸引力。
- 4) **腾讯 (700 HK)**：腾讯核心竞争优势稳固，叠加消费互联网业务的经营杠杆，公司能够在宏观不确定以及竞争加剧的环境下持续实现稳健的盈利增长。展望2024年，我们看好：1) 视频号广告/电商以及小游戏等高毛利率新业务带来增量收入贡献，同时支撑公司毛利率提升；2) 《地下城与勇士：起源》等新游戏上线驱动游戏业务稳健增长；3) 公司持续回购以提升股东回报。我们预计公司FY24/25 non-IFRS净利润同比增长18%/9%，而公司当前估值仅对应13x FY24 non-IFRS PE（剔除战略投资仅对应10x FY24E PE），估值具备较高吸引力。
- 5) **阿里巴巴 (BABA US)**：我们预计阿里巴巴2024年将持续加大投资力度以支持国际业务更快速的扩张。尽管经过一年较为严格的成本管控及面对目前较为激烈的竞争环境，进一步提高运营效率的空间或较为有限，但阿里巴巴仍致力于通过派息和股票回购提升股东回报，或有望在追求确定性的市场投资情绪中获得更高的市场认可度推动估值重估，且阿里巴巴在外部环境不明朗的情况下短期维持集团基础设施和业务协同

布局发展或有利长期发展。阿里巴巴目前估值对应 8.4x FY24E PE (non-GAAP)，在公司持续提升股东回报的举措驱动下，估值或具备重估空间。

- **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，地缘政治风险加剧。



## 医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842  
 | 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288  
 | 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288  
 | 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

### ■ 未来6个月看法乐观

截至2024年3月1日, MSCI中国医疗指数下跌12.2%, 跑输MSCI中国指数9.3%。MSCI中国医疗指数的动态市盈率回调至27.2倍, 已经低于12年历史均值。大部分龙头个股的动态市盈率仍然远低于历史平均水平。根据国家医保局披露的数据, 2023年全国基本医疗保险总收入同比下降12%, 总支出同比下降10%。统计局数据显示, 2023年中国医药制造业营业收入同比下降3.7%, 利润总额同比下降15.1%, 行业经营情况与医保支出趋势吻合。我们认为, 2023年医药行业的经营压力主要由于下半年行业监管以及新冠收入基数影响。展望2024年, 随着行业监管常态化进行, 新冠基数影响逐渐消退, 同时海外市场加速拓展, 中国医药行业有望回归健康增长。

全球GLP-1药物再迎研发新进展。Zealand Pharma/勃林格殷格翰宣布, survodutide (GLP-1/GCGR) 在一项针对MASH (原疾病名称为NASH) 适应症的II期临床试验获得积极顶线数据, 治疗48周后, 接受survodutide的患者中有83%达到NASH逆转且肝纤维化未恶化, 与安慰剂(18.2%)相比具有统计学意义(差值64.8%,  $p < 0.0001$ )。Survodutide还达到了所有的次要终点, 包括在肝脏纤维化方面的统计学显著改善。信达生物(1801 HK)的同靶点药物玛仕度肽(GLP-1/GCGR) 9mg剂量在肥胖的2期临床中, 治疗24周后, 患者肝脂肪含量平均下降73.3%。信达生物在2月7日宣布国家药监局(NMPA)已经受理玛仕度肽6mg剂量用于减重的上市申请。我们看好玛仕度肽在减重、糖尿病以及MASH等适应症的重磅潜力。此外, Viking Therapeutics的VK2735 (GLP-1/GIP) 在肥胖人群的II期试验也获得积极顶线数据: 患者接受VK2735治疗13周后, 高剂量组(15mg, N=35)患者平均减重14.7% (经安慰剂调整后为13.1%)。VK2735的减重疗效优异, 但同时我们注意到高剂量组有20%患者停药, 安全性值得关注。

关节国采续约文件公布, 国产龙头有望受益。2月23日, 国家组织高值医用耗材联采办发布《人工关节集中带量采购协议期满接续采购公告(第1号)》。本次接续采购周期为3年(此前为2年), 采购周期延长将有利于中标企业维护市场份额和价格, 我们估计国产龙头企业将优先受益。我们预期2号文将公布更多招标细则, 特别是关于最高有效申报价和拟中选规则的制定。

医药行业抄底价值凸显, 建议关注创新药和器械龙头的投资机会。我们认为, 医药行业配置价值具吸引力, 主要由于1) 国内政策预期改善, 医保对于创新产品的支付环境改善, 医疗器械集采加速国产替代进程, 反腐后院内医疗需求有望持续复苏; 2) 出海渠道顺畅且市场空间大, 创新药出海授权交易有望持续落地, 创新医疗器械持续拓展海外市场; 3) GLP-1、ADC等长期投资机会; 4) 板块估值具吸引力, 多数龙头股票的动态市盈率低于历史平均1个标准差。我们建议买入具备高出海潜力的创新药/器械, 以及具备强劲需求增长的中医服务企业, 继续看好百济神州、信达生物、迈瑞医疗、固生堂、巨子生物。

### ■ 推荐标的

首选标的: 百济神州 (BGEN US, 6160 HK/688235 CH)、信达生物 (1801 HK)、迈瑞医疗 (300760 CH)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)。

1) 百济神州: 在2023年第四季度, 百济神州的产品总销售额达到631百万美元(环比增长6%, 同比增长86%)。作为唯一一款临床数据优于伊布替尼, 并且拥有最广泛

适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼（简称 zanu）将继续保持市场份额增长的势头，并预测其 2024 年全年销售额将达到 19 亿美元（同比增长 46%）。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们认为 sonrotoclax (BCL-2) 和 BGB-16673 (BTK CDAC) 将成为下一波重磅药物。值得注意的是，评估 sonrotoclax 联合 zanu 对照 venetoclax 联合 obinutuzumab 治疗 1 线 CLL 的 3 期研究在 2023 年底完成了首次患者入组 (FPI)。百济神州还启动了 sonrotoclax 单药治疗复发/难治性套细胞淋巴瘤 (R/R MCL) 的潜在全球关键研究。此外，百济神州已经开始 BTK CDAC 治疗 R/R MCL 扩展队列的患者入组，该研究有注册临床潜力。

- 2) **信达生物：** 玛仕度肽 (GLP-1/GCGR) 抢占国内减肥赛道双靶点 GLP-1 产品的先机，有重磅潜力。信达生物在 2 月 7 日宣布 NMPA 已经受理玛仕度肽 6mg 剂量用于减重的上市申请，有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物。信迪利单抗 (PD-1) 作为有医保覆盖的成熟品种，受益于国内经营环境的变化，将持续增加市场份额并节省销售费用。肿瘤和非肿瘤创新管线丰富且研发效率高。
  - 3) **迈瑞医疗：** 国内医疗新基建保持高景气度，迈瑞加速进行国产替代；海外扩张持续发力，海外收入占比约 4 成，持续突破海外高端市场；种子业务动物医疗、微创外科等为长期增长提供新动能。
  - 4) **固生堂：** 公司是国内领先的民营中医医疗服务机构，受益于国内中医医疗需求的快速增长。公司把握优质医生资源，构建深厚护城河。公司持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络，预计将维持高速业绩增长势头。
  - 5) **巨子生物：** 魔镜数据显示，可复美在天猫淘宝、京东、抖音共实现销售额 2.1 亿元，同比增长 140.5%，环比增长 26.6%。公司 4 款注射类胶原蛋白产品正在稳步推进中，其中 2 款有望在 2024 年内获批，为业绩贡献增量。
- **风险提示：** 医药反腐等监管政策对于国内经营环境产生负面影响；中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

## 食品饮料、美妆奢侈品

| 黄铭谦 / josephwong@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

### ■ 食品饮料 - 啤酒春节动销情况理想；百威去年四季度业绩逊预期

春节动销情况好于预期，渠道库存徘徊于正常水平，1月/2月期间餐饮渠道复苏显现积极信号。行业高端化仍在继续，高端啤酒品牌年初至今销售增长仍然强劲，大多数高端SKU均录得低双位数成长，包括喜力、雪花、青岛白啤和百威等等。业绩方面，剔除7千万美元税收拨备后，百威四季度业绩比我们/市场预期低约3%/6%。随着日本品牌的回归，韩国（尤其是家庭渠道）业务面临更大挑战，销量自去年三季度以来连续两个季度以MSD%的速度下跌（去年上半年：+LSD%）。我们认为这可能意味着进一步降低该地区提价的概率，而EBITDA率扩张将更依赖成本降低。我们预计，当国内高端化持续转化为单价和销量提升时，韩国业务或继续拖累公司整体营收增长。季报一大惊喜是末期股息录得40%增长，股息率达3.5%，证明管理层积极并及时回应了资本市场的诉求。

### ■ 海外消费业绩解读 - 国内旅游零售有望在二季度完成美妆库存调整

国际护肤品集团雅诗兰黛、欧莱雅和资生堂近期相继公布了季度业绩数据并召开了说明会。内地及旅游零售市场表现乏力贯穿各家财报。各集团均表示目前库存正在持续改善，海南及韩国的库存将于2024年下半年起回归正常水平，免税零售商去库存压力也将随之回落。考虑到雅诗兰黛品牌和海蓝之谜在免税市场中市占率较高，而兰蔻和资生堂处于免税市占的第二和第三梯队，我们预计雅诗兰黛有望实现该渠道业绩的显著提升，同时拉动中国中免香化板块盈利增长。随着机场业务规模逐渐提升、境内业务盈利改善，我们认为旅游零售板块恢复仍将延续。需要注意的是，尽管销售端压力逐步缓解，需求端复苏可能仍慢于预期。2024年春节黄金周数据显示，三亚免税店进店客流相较2023年同期上升41%，而离岛免税购物平均客单价下降16%。

### ■ 推荐标的

我们推荐短期盈利确定性较高的公司。食品饮料行业中，我们推荐贵州茅台（600519 CH），维持农夫山泉（9633 HK）、伊利股份（600887 CH）的“买入”评级；高端消费中，我们维持新秀丽（1910 HK）、普拉达（1913 HK）、周大福（1929 HK）的“买入”评级。

■ 风险提示：原材料持续涨价超预期、行业高端化势头骤缓、政策利空、地缘政治影响超预期。

## 可选消费

| 胡永匡/ walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

### ■ 短线（未来三个月看法维持中性）

从复苏率来说，1月和2月对比四季度有好转，但我们认为只是季节性的因素。从同店销售表现看，综合1月和2月，压力仍然巨大，加上竞争剧烈，所以毛利率下跌和负经营杠杆还会出现。从行业看，体育用品和餐饮都低于预期，家电和服装符合预期，酒旅好于预期。

展望3月份，我们的看法比较保守，因为春节后淡季消费力成疑，建议重点关注业绩有望超预期的公司。

**中长线来说**，目前估值非常便宜（只在13倍，对比8年平均的20倍），加上今年政府支持消费的力度也许会加大，估值拐点也可能到来，现在仍然是收集好公司的好时机。

推荐达势股份（1405 HK）、九兴（1836 HK）、海信（921 HK）、JS环球（1691 HK）、Vesync（2148 HK）、名创优品（9896 HK）、大家乐（341 HK）、安踏（2020 HK）、波司登（341 HK）和江南布衣（3306 HK）。

### ■ 餐饮行业（维持中性）

2月的同店比1月份好，主要是因为春节时间点的帮助，但综合1和2月，以及春节同比来说，普遍是负增长（只有海底捞有正增长）。购物中心的客流尚待改善。从复苏率来说，2月相较1月改善不大。除了海底捞和百胜中国的表现较好和企稳以外，诸如九毛九、呷哺呷哺、奈雪等其他品牌表现缺乏亮点。

延续1月的情况，行业价格战仍然严重（折扣产品较多，外卖平台折扣力度更大，导致单价同比下降较多），加上同店销售同比下降，毛利率和经营利润率都面临巨大压力。

展望24年，我们还是偏向保守，只会相对看好价格战的赢家和开店还有加速的品牌，像百胜中国和达美乐。

目前更推荐百胜中国（9987 HK）和达势（1405 HK），因为他们能较有效应对消费降级。同时也相对推荐海底捞（6862 HK），因为在产品，服务和年轻化上改革较为成功，会期待公司未来加速开店，特别是开放了加盟策略之后。我们也推荐大家乐（341 HK），因为香港业务开始企稳和股息率较高。对于茶饮，我们认为行业仍然有较快的增长空间，但竞争激烈，只看好少数头部品牌。

### ■ 体育用品行业（维持中性）

2月的流水增长比1月要好，但也只是春节时间点的帮助。1月和2月合并来看未见大幅增长，李宁安踏增速估计在5%到10%，符合比较悲观的预期，考虑到新开店和Outlet的贡献，可以想象同店增长并不亮眼。复苏率有一些改善，但我们认为也只是季节性因素所导致。尽管库销比对比23年四季度有环比改善，但零售折扣却没有环比改善，普遍仍然偏高，而同比去年还是增加了，因而毛利率和经营杠杆很面临压力。

我们对3月的看法还是保守，预计安踏表现较好，FILA、李宁和特步一般，海外品牌较差。但按季度来说，我们是希望流水增长可以加速，但目前只能有最保守的预期。不过随着库存水平逐步改善，零售折扣迎来拐点的概率还是很大，所以还是行业见底和买入的好时机。

短期内仍较推荐安踏（2020 HK），也会期待欧文产品的推出所带来的帮助。对于特步（1368 HK），因为估值相当便宜，随着基本面反转，可以做中长线的布局。另外也推荐Amer Sports（AS US），因为始祖鸟和中国区的增长仍然迅速，最近因四季度业绩和一季度指引稍为低于预期，股价有所回调，但后面环比改善机率较大，我们仍然看好。



## ■ 家电行业（维持看好）

国内方面，白电（空调、冰箱和洗衣机）延续1月的趋势，进入2月，线上销售仍然有下跌，但线下表现持续改善，不过考虑到春节的影响，表现还是符合预期的。从排产的数据看，我们对春节后3月的表现变得更乐观。

虽然销售不算特别强劲，但我们依然看好这一板块，因为在库存水平相当健康的情况下，各大品牌的策略明显以利润为主，折扣减少，产品单价开始上调，营销费用投放也会更加精准等等。

展望24年，我们还是偏乐观，除了房地产竣工数量仍在增长，需求仍能短暂维持，另一方面是价格战风险很低，加上最近房地产政策的放松力度较大，也一定程度会带来信心提升。同时也会期望对家电消费有更多的实质性财政帮助，刺激家电置换的需求。

出口方面，受惠于美国1月零售数据低于预期，但家电行业复苏相对稳健，以及去库存进入尾声，我们继续看好，不过从利润率的角度来说，人民币贬值帮助减少，海运费用见底回升，利润率提升可能比之前预期慢。我们更推荐龙头品牌和跨境电商品牌。

所以未来我们比较看好出口、低价和空调，受惠于较好的排产数据，以及中央空调的渗透率提升。对小家电仍然持审慎观点。

推荐海信（921 HK）、Vesync（2148 HK）和JS环球（1691 HK），都是估值偏低，销售和利润增长快速。同时，我们看好美的（000333 CH），考虑到其受惠于中低价产品需求提升和潜在的香港上市。

## ■ 旅游-酒店行业（维持中性）

进入春节旺季，数据开始改善，加上去年春节并没有完全复苏，所以1月和2月合并来看，行业的RevPAR复苏率预计在110%到120%左右，和去年十一黄金周假期的水平相若，复苏率和同比增长均好于预期，主要是客流的带动，房价同比只有小幅提升。而个别品牌，像华住和亚朵表现会更好。

但展望24年一季度，我们的看法仍然保守，考虑到淡季来临，消费力减弱，出境游的持续分流等等。全年来看，我们预期国内休闲旅游增长会放缓，但商务旅游的增长会持续，因为公司和员工仍然要为业绩奔波。不过旅游支出和差旅费的标准下降，会继续利好优质的中高端和经济型酒店。

我们目前看好性价比高的品牌，像亚朵（ATAT US）和华住（1179 HK），其他品牌会更悲观。但值得一题的是，因为估值已经下调很多，目前的值博率不俗。

## ■ 服装行业（维持看好）

行业来说，1月和2月增长都受惠于天气的帮助，因为冬天明显比去年长，而且在不少日子降温相当快速，对销售刺激明显。另外社交活动增加，消费者对时尚潮流服装有较大需求，整体表现仍然好于鞋类和体育类的产品。

但仍然需要注意的是，进入24年后，基数开始较高，同店增长以及行业增长都会放缓，所以未来也只能更注重选股。

我们仍然看好江南布衣，因为他们针对粉丝群体的营运相当稳健，在产品和服务上都有持续提升下，业绩非常亮丽。同时看好波司登，一方面是24年的降温明显，另一方面是他们创新而高端的产品仍然能够吸收消费分级的需求（虽然现在的消费者变得越来越理性），带动客单价和销售的增长。而因库存压力较低，零售折扣普遍都比较平稳。

目前较为推荐江南布衣（3306 HK）、波司登（3998 HK）和利郎（1234 HK），三家的股息率都不低，下跌空间有限。

- **风险提示：**零售销售增长慢于预期，行业竞争加剧，房地产价格持续下跌，人民币大幅升值，关税大幅提升等等。

## 汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

### ■ 未来3个月看法谨慎乐观

**春节后的汽车销量复苏或慢于预期:** 我们预测2月乘用车零售销量同比下滑14%至110万台,3月零售或继续同比下滑。根据我们的渠道调研,春节后的销量爬坡慢于过去几年,这可能也部分解释了近期车企纷纷加大折扣力度促销的原因。此外,较高的行业库存或许是另一个原因,特别是新能源车,我们测算现在新能源车行业平均库存不少于2个月(基于对3-4月的销量预测)。3-4月的新能源渗透率有望为全年的增长定基调。

2月,我们测算行业平均折扣基本环比持平,春节假期对销售节奏有所影响。随着越来越多车企在春节后降低年度款新车型的厂商指导价,我们认为2-3月终端折扣本身已经不能精确反映市场竞争的变化,需要对每个车企进行深度剖析。具体内容可以参考我们的相关报告。

**新能源车出口或面临波折:** 继欧洲对中国新能源车企业进行反补贴调查之后,美国总统拜登于2月29日发布声明称将以危害国家安全的名义限制中国新能源车在美国销售。虽然该声明更像是为竞选造势,但中国车企新能源车出口所面临的政治风险不容忽视。2023年中国新能源乘用车出口约116万台,其中55%为中国品牌,我们维持对今年新能源乘用车出口180万台的预测,其中64%为中国车企贡献。但我们对长期的出口前景变得更加审慎,因为可能会有更多的国家,特别是较大的汽车销售市场或具有自主汽车品牌的国家,会考虑采取措施限制中国新能源车的进口。

我们预计未来几个月汽车股价可能会继续波动,投资者的情绪或在对价格战的担忧和对新车发布的期望(我们预计3月就有约20款新能源车上市)中左右摇摆。

### ■ 推荐标的

**理想汽车 (LI US/2015 HK)** 和 **吉利汽车 (175 HK)** 仍是汽车板块的首选标的。随着价格战升级为持久战,我们认为新车型和盈利能力对车企的重要性持续提升。目前中国新能源车企业中只有两家实现盈利:比亚迪 (1211 HK/002594 CH) 和理想。理想汽车今年计划推出五款新车,到年底在售车型数量将从三款增加到八款,我们认为理想的单车盈利能力和销量增长潜力优于比亚迪。吉利的1月新能源销量超过了特斯拉中国和上汽通用五菱成为仅次于比亚迪的第二位,市场份额8%,吉利今年前两个月的汽车总销量也超过了比亚迪。此外,吉利燃油车的盈利贡献也将助力其在新能源车市场的竞争,值得投资者关注。

■ **风险提示:** 新能源汽车销量或渗透率低于预期,市场竞争及价格战超预期,新车型的定价和市场反馈低于预期,地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

## 房地产和物管

| 张苗 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

### ■ 谨慎乐观

房地产和物管：谨慎乐观。销售端2月成交受春节假期拖累，而近期新房到访、成交均有所恢复但系受供应端推动，恢复程度来看总成交仅恢复至23年的45%左右。2月开发商销售额环比下降主要受春节假期影响。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在2月单月同比下跌64%，较1月的-36%降幅扩大较多主要由于去年春节假期处于1月，故2月基数较高。近期（本年第9-10周）一线城市新房销售出现一定程度回暖，主要体现在到访量、成交量均有周度的环比增长，我们认为主要是受供应端推动—开发商进入集中推盘阶段，在多盘开放样板间、打折造势的推动下，来自刚需购房者的“到访咨询、意向登记”等数量显著增加，同时新闻媒体的渲染也带动了更多人气。成交方面以上海为例，根据我们的渠道调研，本年第9周新房成交有所恢复，但根据各楼盘成交排行可以观察到成交套数较多项目均为开启认购多日只是在周内开盘并录入成交。恢复程度方面，根据30城日度网签量（反映前1-15日的成交）可以看到目前仅恢复至去年相同时段的45%左右。我们认为3-4月销售可能在开发商大力推盘的作用下继续维持目前的回暖状态。融资端方面，各地继续推动融资协调机制，个别民企表示有部分项目已经获得增量融资，后续落地还需继续观察。开发商迎来新一轮的偿债高峰，万科、金地等半国企梯队备受市场关注，“该梯队企业如果进入暴雷名单可能使行业进入难以扭转的局势”似乎已经是多方共识，我们认为在目前行业基本面尚未看到有效修复、投资人对板块的信心进一步受损的背景下，监管可能进一步在融资端对相关企业予以协助如撮合融资行为落地等。股票表现方面，板块在节后一周出现温和修复，但受开发商偿债相关负面消息影响又进入震荡下跌，由于销售端恢复的可持续性有待观察，开发商债务相关消息将继续在3-4月扰动板块表现。

物管企业近期由于现金流较好和股息率较高受到投资人关注，根据行业协会分享的信息，除个别母公司强劲的物企，其余企业全年利润平均增速大约在5-15%的区间，主要受非业主增值服务、应收账款减值、三方竞争加剧导致毛利率收缩等影响。值得注意的是自地产板块风险暴露后，物管公司多将管理重点向现金管理转移，故多数物企现金流好于往年。派息方面，我们渠道调研显示多家物企在该问题上态度积极，表示会努力争取或参考同业水平决定是否提高派息比例，即使部分母公司已经暴露风险，物企如融创服务、永升服务等也表示会保持派息比例。我们认为板块表现可能受地产板块影响保持震荡。

### ■ 推荐标的

房地产方面，由于行业长期将进入存量时代，中短期二手房市场的“以价换量”继续推动成交攀升，且房企暴雷违约和房屋交付问题将挤压更多需求到二手方市场，故我们推荐直接受益于二手房市场的贝壳（BEKE US）、开发商方面我们推荐有长期持有价值的华润置地（1109 HK）等。轻资产方面，我们推荐业绩兑现度较高且派息较高的绿城管理（9979 HK）。物业管理方面短期建议关注有业绩反转机会或母公司对物管的负面已消化的公司，中长期推荐母公司稳健、现金比例较高、派息率较高的公司如华润万象生活（1209 HK）（有近6成收入来自商管板块）、中海物业（2669 HK）（高业绩兑现度）、保利物业（6049 HK）（母公司表现优异）、万物云（2602 HK）（存量领域有绝对竞争优势）、越秀服务（6626 HK）（母公司增长领先于行业）等。

■ 风险提示：新房销售恢复不及预期、融资政策落地不及预期、国资背景开发商违约。



## 传媒文娱

| 黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889  
| 许义鑫 / easonxu@cmbi.com.hk (852) 3900 0849

### ■ 未来6个月看法中性乐观

在外围环境边际改善、政策利好憧憬及春节出行+文娱消费韧性等因素下，2月港股及中概文娱板块触底反弹并进入小幅回升通道，海外流媒体、大件出海、OTA细分赛道延续强劲表现。随着3月业绩后指引充分调整、潜在降息来临、暑期产品供给上行，板块有望延续温和修复。在年报交易性机会下，我们建议关注业绩确定性高、股东回报可观且低估值超跌标的，包括快手、爱奇艺。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞、大健云仓、同程。

### 短视频：看好强业绩预见性及电商增量

2024年春节假期短视频总时长占比持续增长至31%（同比增加0.7ppts），其中抖音快手日均使用时长同比增长10.3%/9.6%至116/110分钟（根据QuestMobile数据）。流量稳定下，短视频年货节电商GMV强劲增长持续，内容+货架双驱动，全品类渗透（不限于食品、酒水、生鲜、女装等热门品类），主打性价比特色商品。其中快手商城年货节（2024年1月13日-1月28日）订单量较上一年年货节（2022年12月24日-2023年1月2日）增长98%，买家数增长65%，品牌商品GMV增长77%。短视频、搜索、泛货架三个场域表现亮眼，快手短视频挂车支付GMV增长345%，搜索支付GMV增长164%，泛货架GMV增长383%。3月1日，2024快手商城38节正式启动，憧憬春节货品上新带动GMV持续稳健增长。抖音年货节平台日均单量增长75%，抖音商城日均GMV增长98%，日均动销商品数增长113%，电商直播累计时长达4,385万小时，挂购物车短视频看播量达1,436亿次。此外，内容消费层面，快手春节星芒短剧播放量同比增长41%，“云上庙会”总播放人次超285亿，且于2024将投入亿级流量和现金扶持原生付费短剧，星芒短剧也将完善分账政策。抖音将借力精品影视IP，联合北京精彩、华策影视、长信传媒等推出10部剧集（包括《超越吧！阿娟》、《天涯小娘惹》、《我的归途有风》等）。我们看好快手业绩兑现能力、中期电商增长空间及长期利润释放。快手4Q23业绩前瞻向好，收入预计同比增长15%（符合预期），经调整净利润率达10.7%（优于此前预测8.7%）。4Q23电商GMV/其他收入将分别增长30%/35%，受益于强劲双十一表现及泛货架电商推广。预计2024快手电商增势持续，且利润上修可期，高力度回购释放业务信心。

### 海外流媒体：大盘流量持续向好，憧憬会员净增及利润释放

受益于寒冷天气及NFL季后赛，1月整体电视收视率继续攀升，环比增加3.7%（根据尼尔森数据），且海外流媒体大盘增长向好。1月流媒体使用量增长4.1%，新剧本节目回归正当时，其中奈飞《愚弄我一次》、迪士尼+《布鲁伊》和亚马逊Prime Video《雷切尔》位居观看时长前三。Netflix在1月电视份额达7.9%（环比+0.2ppts）。2月及3月在天气转暖前，预计内容供给上行将继续驱动流媒体稳健增长。根据Antenna数据，黑五大促以及近期1月AFC赛事助推会员净增大涨，流媒体大盘广告版会员净增数破新高。此外，2月迪士尼发布1QFY24E业绩，流媒体减亏及2024指引好于预期，延续流媒体大盘利润率提升趋势。首选奈飞，看好1H24E奈飞会员净增趋势及利润上修空间，源于：1) AVOD渗透率提升，受益于即将在2Q24取消加拿大和英国的基础会员；2) 付费共享刺激更多家庭用户转化（TAM扩大25%）；3) 内容供给恢复上行，2024精品内容包括：Diplomat S2, Bridgerton S3, Squid Game S2, Empress S2等。我们认为2024年依旧是流媒体大年，受

益于 AVOD 及付费共享积极推进、行业提价潮及利润改善持续、内容上新恢复以及广告增量可期。

### 长视频：提质减量持续，ARM 提升及利润稳健，憧憬后续内容上新

根据云合数据，2月 TOP5 播放量剧集包括<南来北往>（爱奇艺）、<在暴雪时分>（腾讯）、<大唐狄公案>（优酷）、<乡村爱情 16>（优酷）、<要久久爱>（优酷）。此外，2月中下旬及3月长视频内容持续上新，剧集竞争分散，包括爱奇艺<大理寺少卿游>、<唐人街探案 2>、腾讯视频<猎冰>、<人间烟火>，以及优酷<别对我心动>、<大唐狄公案>等。其中，TOP2 剧集腾讯<猎冰>和爱奇艺<南来北往>播放量占比分别为 15.1%和 13.6%。爱奇艺近期股价已反映同期高基数压力及友商竞争。公司公布好于预期的 4Q23 业绩，并维持 FY24 经营利润（50 亿元）指引不变，体现其提质减量及成本控制稳健。憧憬 2Q24E 及 2H24E 精品剧集上线，看好 ARM 提升下利润率改善。关注 2024 头部剧集包括：<孤舟>、<狐妖小红娘月红篇>、<狐妖小红娘竹业篇>、<城中之城>、<哈尔滨一九四四年>和<白月梵星>等。

### 直播：开放竞争，关注海外直播企稳复苏及新业务拓展

我们认为多数平台在监管及自查下直播指引已下调充分，建议关注海外直播复苏及新业务拓展推进，短期 4Q23 业绩及 1Q24E 指引为核心催化剂。海外直播竞争格局逐步稳定（如中东），且部分地区重拾增长，期待直播流水边际改善及利润率改善。虎牙重新配置资源优先发展游戏业务（游戏分发、道具销售等），目前在部分腾讯精品游戏合作中已初见成效。我们认为当前直播标的估值倒挂、部分公司回购分红彰显信心，下行空间有限，潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。此外，百度宣布对 YY Live 收购协议终止，我们认为其对 JOYY 现金影响约 10 亿美元（假设较悲观情景），同时考虑 YY Live 潜在利润及估值，当前股价回调已充分反应该事件影响，建议逢低吸纳。

### ■ 推荐买入奈飞、大健云仓、同程、爱奇艺、快手

- 1) **奈飞 (NFLX US)**：作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。我们看好奈飞变现加强，持续扩大的市场空间（AVOD 及付费共享驱动），以及利润改善趋势。奈飞 4Q23 业绩亮眼，订阅用户和运营利润率均超预期。其中，低价广告订阅（AVOD）环比增长 70%，广告订阅用户占新增用户 40%（在 2023 年 9 月占 30%）。我们预计其强劲势头将持续，源于：1) AVOD 渗透率提升，受益于即将在 2Q24 取消加拿大和英国的基础会员；2) 付费共享刺激更多家庭用户转化；3) 内容供给恢复上行。广告和游戏业务仍处于早期，但有望在长期贡献增量。管理层将 FY24 运营利润率从 22%-23%上调至 24%，基于有效的内容投入和强劲收入增长。维持“买入”评级。
- 2) **大健云仓 (GCT US)**：我们重申大健云仓作为首选标的之一，看好其高护城河、吸引估值及清晰利润提升路径（预计 FY23-25 收入/净利润 CAGR 为 36%/26%）。我们对大健云仓内生增长及 Noble House 利润率改善更为乐观。憧憬潜在多重催化剂，包括：1) 潜在强劲 4Q23 业绩；2) Noble House 减亏更有实效；以及 3) 并购协同效应逐步释放。尽管近期红海航线中断下海运费有所上升（于 2 月初逐步企稳），但我们认为对 1P 业务利润率影响可控。基于家居出海大势以及大健云仓在卖家和买家拓展成效显著，我们认为未来其盈利及估值均存在上修空间。
- 3) **同程艺龙 (780 HK)**：同程旅行作为我们的首选标的之一，在农历新年期间表现出色，源于假期时间较去年延长，且较多游客返乡后继续周边游。交通业务彰显韧性（国内机票/火车票销量同比增长 30%/15%），酒店业务增长保持强劲（国内间夜量同比增长 30%）。尽管宏观环境存在不确定性，但机票价格和酒店 ADR 均实现了同比正增长。出境游在低基数和航线恢复的推动下显著增长，其中，国际机票单量/酒店间夜量同比增长 6 倍/4 倍。国际机票价格由于航线恢复和补贴影响短期有所下降，但国际酒店 ADR 和跟团游 ADR 实现 18%和三位数的同比增长。强劲的农历新年数据为

FY24E 开局奠定基础，憧憬后续增量和催化剂：1) 持续至3月初的春运回程潮；2) 节后酒店业务韧性；3) 1H24E 后续多个假期（如清明节和劳动节）；4) 出境游复苏。我们重申对同程艺龙 FY24E 韧性增长信心，并维持 FY23-25E 盈利预测不变，基于 DCF 目标价为 25.1 港元，对应 FY24E 21 倍市盈率。

- 4) **爱奇艺 (IQ US)**：爱奇艺 4Q23 业绩好于市场预期，其中收入符合预期（同比增长 1.5%），调整后净利润达 6.82 亿人民币（较市场预期/我们预期高 29%/4%）。展望 1Q24，公司收入和盈利有望实现环比增长，ARM 持续稳健。我们看好爱奇艺在 FY24 实现 50 亿元经调整运营利润的目标，受益于内容成本管控和 ARM 提升。鉴于市场预期已较低且公司盈利能力显著提升，我们认为当前股价下行风险有限。我们建议关注公司即将推出的精品剧集，包括《孤舟》和《狐妖小红娘》系列等。维持“买入”评级，基于 DCF 目标价 8.6 美元（16x FY24E P/E）。
- 5) **快手 (1024 HK)**：看好快手业绩兑现能力、中期电商增长空间及长期利润释放，盈利及估值上修空间可期。快手 4Q23 收入预计同比增长 15%（符合预期），经调整净利润率达 10.7%（优于此前预测 8.7%）。分业务看，电商 GMV/其他收入将分别增长 30%（符合预期）/35%，受益于强劲双十一表现及泛货架电商推广（部分被游戏业务下滑抵销）。广告收入预计同比增长 20%（符合预期），源于内循环广告强劲表现和外循环广告稳健复苏（预计同比双位数增长）。直播业务在业务自查调整下预计同比持平。利润端，我们预计经调整净利润为 35 亿人民币，较市场一致预期高 22%。展望 FY24，我们看好快手在电商和广告领域持续获取份额，并提升货币化率。同时，利润空间有望进一步释放，得益于良好的成本控制、以投资回报为导向的营销推广，以及海外市场亏损持续收窄。维持“买入”评级，目标价为 97 港元。

■ **风险提示**：地缘政治风险；宏观环境恢复或慢于预期；竞争格局恶化；内容监管收紧。

## 保險

| 馬毓澤 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

### ■ 中性乐观，看好财险逆周期防御属性；寿险资产端有望随大市反弹带动估值向上

我们认为当前中资寿险板块估值的核心逻辑仍在资产端预期的修复。近期监管一系列支持权益市场发展的政策出台利好寿险资产端投资收益向上，带动板块估值弹性修复；负债端，我们认为中长期价值增长的拐点已现，未来寿险新业务价值将更多以新单保费的高速增长驱动向以新业务价值率的提升驱动转变。从1月开门红的情况来看，个险再度成为各险企开门红新单保费增长的重要渠道，银保和经代渠道仍需对监管“报行合一”进一步消化，我们预计银保新单保费过渡期或将持续至一季度。根据渠道调研的结果看，储蓄型产品，尤以3.0%定价的增额终身寿产品仍是今年开门红主力，对开门红新单保费增长贡献最大。随央行可能进一步降息和银行存款利率持续下调的趋势，寿险储蓄型产品相较于竞品更高的投资回报及刚兑属性，有望支撑其成为行业上半年的主打产品。预定利率及银保经代手续费率的调降，将利好产品价值率显著回升，我们预计上市险企一季度新业务价值有望实现同比中高单位数增长。

建议关注 1) 各险企在开门红新单保费及新业务价值增长情况；2) 下调中长期投资收益假设（目前市场普遍认为会下调50bp，由原5.0%降至4.5%）及风险贴现率假设对寿险新业务价值及内含价值所造成的影响；3) 自3月1日起实施的个险代理人分级销售对个险人力举绩的波动影响；4) 重疾险销售情况；5) 银保渠道分红险及个税递延型养老金产品进一步扩延。推荐关注中国太保（2601 HK）、中国平安（2318 HK）、中国人寿（2628 HK）。

财险方面，我们预计车险保费增速将有望回归“量增”中枢，即机动车保有量近6%的增速水平；非车业务结构进一步优化，承保利润仍有广阔的探索空间。头部险企有望凭借优于同业的風險勘測及数据定价模型，实现事前预警、事中管控、事后赔偿的全流程优化管理，控制承保综合成本率稳定在合理区间。展望上半年，政策类业务如农险、健康险有望在中央经济工作会议中所强调的“做好五篇经济文章”的基调下进一步发力，伴随高赔付、低利润业务如责任险、企财险、信用保证险等占比的逐步降低，及创新型险种如家财险、网络安全险等的发展，我们认为未来财险非车业务的增量空间大有可期。此外，财险公司以一年期为主的短周期业务为主，即负债久期为1年，对比资产端久期为5年左右，在当前中长期率中枢下行、资本市场波动的环境下，无需考虑再投资风险，因而对经济周期的敏感度更低，抗周期及负Beta的属性提供稳健性。高股息配置为中长期配置提供防御边际，看好龙头险企的股东背景、刚性需求下逆周期的业务属性及业务增量。

投资建议方面，我们认为当前港股板块估值仍处低位，股价交易于0.1-0.4倍FY24E P/EV。资产端预期扭转的拐点尚未达成市场共识，是制约中资险企股价回升的重要原因。推荐买入中国财险（2328 HK），预计2023年车险/非车承保综合成本率为96.9%/99.8%，达成97%/100%的年初指引。此外，公司在车险及非车业务板块增量业绩稳健性强，23年已领先于行业实现新能源车险的承保盈利，为未来车险承保利润的提升提供增量；非车领域受益于主动压降责任险及企财险等高赔付类业务，大力发展综合成本率低于95%的个人商业非车业务，通过调结构实现非车业务板块亦将实现首年盈利。预计公司未来三年的ROE维持13%-15%。目前公司股价交易于0.8x FY24E市净率，具备向上空间；基于P/B-ROE估值法，给予目标价11.7港元，对应1.0x FY24E市净率。

■ **风险提示：**长端利率中枢大幅下行；权益市场波动加剧；新单保费增长不及预期；个险代理人展业受代理人分级销售影响较大等。



## 资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

### ■ 重卡/工程机械

2月23日召开的中央财经委员会会议提出要加快大规模更新生产设备,以支持经济增长。这是首次将设备更新作为支持经济增长的手段。我们认为这对重卡行业是一个积极的信号。根据国家排放标准政策,国四重卡在2013年年中至2017年年中期间销售。根据我们的计算,在此期间大约售出了约300万辆重卡,我们假设其中一半的重卡(即150万辆)仍在运行。假设到2026年这些重卡将被淘汰,每年的替换需求将达到50万辆,我们认为这是一个相当大的数量。我们预期更多的地方政府可能出台政策支持淘汰国四标准的重卡。

重卡仍是我们目前最看好的细分板块。根据第一商用车初步数据,2024年前两个月中国重卡销量(内销+出口)同比增长23%至约15.5万辆。销量在二月单月有所下滑(同比-25%),但主要受农历新年的季节性因素影响。在更新换代需求和出口强劲的推动下,我们维持重卡行业全年销量增长17%的预测。

短期而言,中国液化天然气价格年初至今已下跌35%,但柴油价格基本保持不变。根据我们的计算,目前天然气/柴油价格比为0.59倍,价差对比2023年12月底的0.9倍大幅扩大。天然气重卡在今年1月仅占重卡销售总量的7%,但我们认为当前天然气/柴油价格差距应足以带动未来几个月天然气重卡销量的新一轮增长。我们预计这一趋势可能与2023年7月至11月类似,当时天然气重卡占重卡销售总量的17-29%。

工程机械方面,我们的看法较为保守,主要担心总体出口下滑以及房地产投资疲弱进一步对国内需求构成压力。我们只选择性看好出口仍然强劲的高空作业平台。

图 6: 国内工程机械下游需求分布

工程机械类别	基建	房地产	采矿	制造
挖掘机	高	中	低	低
轮式装载机	中	低	高	低
汽车起重机	高	低	-	低
塔机	-	高	-	-
混凝土机械	中	高	-	低
煤炭机械	-	-	高	-
矿用车	-	-	高	-
高空作业平台	中	低	-	高

资料来源:招银国际环球市场

### ■ 投资建议: 短期继续看好重卡

我们继续看好潍柴动力(2338 HK/000338 CH, 买入, 行业首选)天然气发动机带动市场份额的增长,以及中国重汽(3808 HK, 买入)的出口驱动增长潜力。我们也看好浙江鼎力(603338 CH, 买入)高空作业平台新产品在海外市场的持续突破。三一重工(600031 CH, 持有)由于需求较疲弱的欧洲和亚太地区业务占比较高,加上在中国挖掘机销售占比较大,相对不利。

■ 风险提示: 三月份(传统旺季)国内销量不及预期; 出口增长放缓。

## 能源 - 电力运营商、城燃

| 夏徽, CESGA / meganxia@cmbi.com.hk (852) 3900 0836

### ■ 电力运营商：看好火电以及新能源电力运营商，保持乐观。

**装机情况：**据国家能源局数据，2023年中国累计电力总装机容量达到了29.2亿千瓦，同比增长13.9%。其中，太阳能发电装机容量累计约6.1亿千瓦，同比增长55.2%；风电装机容量累计约4.4亿千瓦，同比增长20.7%。火电装机容量累计13.9亿千瓦，同比增长4.1%。可再生能源发电总装机比重超过50%，历史性超过火电装机。

根据国家能源局，2023年中国电力新增装机约3.3亿千瓦。根据国家能源局发布的统计数据来看，2023年全年，光伏新增装机216.88GW，同比增长148.12%。其中12月新增装机53GW，同比增长144%。2023年风电新增装机约为75.9GW，同比增长约102%。预期风光装机有望持续高增长，伴随上游成本下降，整体装机有望维持稳定增长。2023年风光装机规模增长迅速。

进入2024年，中电联预测中国新增发电装机将再次超过3亿千瓦。中国风电光伏新增装机为2亿千瓦左右，较去年1.6亿目标提升25%。全国发电装机容量同比增长12%左右，预计达到32.5亿千瓦。火电为14.6亿千瓦，占总装机比重预期降至37%左右。非化石能源总装机占比比重上升到57%。当中并网风电和太阳能发电装机规模将超过煤电装机，占总装机比重上升到40%。

**利用小时数：**根据国家能源局数据，2023年1-12月份，全国发电设备的平均利用小时为3592小时，同期略有减少101小时。火电的利用小时数同比增加76小时；水电利用小时数同比下降285小时。预期2024年全国发电设备平均利用小时数小幅改善。

**电源投资：**2023年，全国主要发电企业电源工程完成投资9,675亿元，同比增长30.1%。电网工程完成投资5275亿元，同比增长5.4%。火电完成1029亿元，同比增长15%。预期风光投资保持相对高增速。水电完成991亿元，同比增长13.7%。核电完成949亿元，同比增长20.8%。根据国家能源局，2023年新能源完成投资额同比增长超过34%。当中，太阳能发电完成投资额超过6700亿元，有3个省份投资额同比增速超1倍。风电完成投资额超过3800亿元。我们预期2024年主要发电企业工程完成投资额将会进一步提升。

**用电和发电：**在供需方面，根据国家能源局数据，2023年全社会用电量为9.22万亿千瓦时，同比增长6.7%。其中，第一产业和第三产业用电增速同比保持较高增速，分别达到11.5%和12.2%。全社会发电量（规模以上工业发电量）为8.9万亿千瓦时，同比增长5.2%。

根据中电联发布的预测，预计2024年迎峰度夏和迎峰度冬期间全国电力供需形势总体趋于紧平衡状态，综合考虑电力需求增长以及电力供给涉及气候等多方不确定因素。2024年全社会用电量预期达到9.8万千瓦时，同比增长6%。此外，中国统调最高用电负荷将预期比2023年增加1亿千瓦左右为14.5亿千瓦。

**电价：**电力市场化改革持续推进，电价有望小幅稳中提高。2024年预期中国将进一步落实好煤电“两部制电价政策”，各省加快出台煤电容量电价实施细则，稳定加强煤电企业固定成本回收预期。此外，国家进一步加快完善新能源参与市场交易电价机制。积极鼓励加快绿电市场建设和进一步扩大购买绿电绿证的参与渠道。全方位推动电力市场化改革。

广东电力市场交易电价：截至 2024 年 2 月中旬，广东电力现货日前市场成交周均价为 300.29 元/兆瓦时，周环比下降约 5%。

**火电-动力煤价格：**根据 CCTD 和万得数据，2023 年秦皇岛动力煤指数年内均价为 974 元/吨。较 2022 年全年指数均价下降大约 25%。2024 年 3 月，秦皇岛动力煤 5500 综合交易价在 748 元/吨。3 月 5 日，CCTD 环渤海动力煤 5500 现货为 922 元/吨，环比下跌约 3 元/吨。动力煤长协履约率明显提升动力煤价格稳定。预期 2Q24 动力煤价格整体震荡运行，在工业企业不断复工的推动下，电煤日耗快速攀升。但是在长协煤和进口煤的补充下，库存仍在向上，电力端对现货煤采购意愿不高。但是预计 Q2 费电需求部分工业复工增加，电煤需求随着气温回升将逐渐转淡。

我们认为中长期火电不仅局限于成本维持相对低位，更应该重视盈利与扩表周期的行业重估，预期容量电价具体政策内容出台实施有望利好火电运营商。短期港口库存冬季下降，动力煤价格小幅上扬，但是整体需求预期稳定，火电成本大幅反弹机会不大。政府多次强调火电在民生用电保供和支持经济平稳发展中的作用，是用电高峰期保供的能源保障和压仓石。

**新能源-风机/光伏组件价格：****风机价格 -** 2023 年风机价格大幅下降，陆上风机（不含塔筒）最低报价跌破 1000 元/kW，中标均价下滑到约 1500 元/kW。2024 年初，风机也在 1000 元/千瓦附近。预期 2024 年上半年整机制造商竞争将持续激烈。1Q24 风机价格维持相对低位仍持续，部分可能受到向上支撑。由于下游运营商的上网电价有走低压力叠加补贴拖欠仍待改善，因此电力运营商偏向将成本压力向上游整机厂传导消化。我们对上游风机制造商竞争情况持谨慎态度，预期总体较低风机成本利好风电运营商风电装机稳步加速，助力实现十四五目标。

**光伏组件价格 -** 2024 年 2 月初光伏组件价格依旧徘徊低位。主流现货 182 单玻（集中式项目）均价在 1.73 元/W 左右环比小幅下滑。预期组件价格维持震荡走弱。短期预计组件库存仍有压力。对于 1Q/2Q24，我们预期组件价格仍然维持低位但是有小幅向上支撑，过剩产能出清仍需要时间，有利于下游光伏电力运营商新增装机项目 IRR 提升，装机积极性提高。

**我们对火电以及新能源电力运营商乐观：看好华润电力（836 HK）。**我们预期公司 2023 年火电业绩表现良好，火电业务的成本和利润在 2023 年得到改善。2024 年火电业务在容量电价的政策具体内容措施出台后，也会受益其中。原因是：1) 积极签订长协煤合同，履约率预期有所提高；2) 基于电力市场改革电价政策持续优化，多地电力市场成交价均实现 20% 顶格上浮。新能源业务方面，公司管理层给予 2023 年指引实现 7,000MW 的风光新增装机容量。下降的上游成本会使得更多的项目将符合公司的投资和建设标准。此外，公司宣布其新能源业务分拆到 A 股上市，将帮助公司实现 2025 年 40GW 风光累计装机目标。分拆后释放新能源业务潜在价值，有利于提高整体估值。稳定的派息具有吸引力。风险提示：1) 煤炭成本反弹超预期；2) 装机增速不及预期；3) 上网电价下滑；4) 发电量浮动，火电和风电发电短期受到水电发电增长和风资源波动等影响。

**龙源电力（916 HK/001289 CH）：**我们认为公司业绩表现良好，目前估值具有吸引力。第一，公司获得新能源指标和累计取得开发指标良好，有利公司在十四五期间实现新增新能源装机 30GW 的目标。此外，光伏控股装机增长明显，组件平均采购价格维持相对低位，有助于光伏项目 IRR 提高。第二，公司积极开展老旧风机改造，龙源电力运营风电项目将近 30 年，1.5 兆瓦以下老旧风机占到 70%。公司将积极抓紧政策窗口期对符合条件的老旧风机进行等容增容改造。第三，积极开展绿电绿证交易获得良好收益。第四，公司公布港股回购计划彰显管理层对公司发展信心。风险提示：1) 上网电价波动；2) 装机增速慢于预期；3) 国补回收不及预期；

**三峡能源 (600905 CH)：**我们认为公司有良好的增长潜力。1) 三峡能源预期 2023 年实现光伏和风电新增装机容量 5,000 兆瓦，同比增长 42%，光伏装机将有明显提速，预期 2024 年风电光伏装机表现良好持续。2) 我们预计风电和光伏上游成本降低，以及技术和效率提高导致的技术成本下降，会提高三峡能源新增新能源风光项目的内部收益率，从而进一步提高三峡能源的装机意愿和利润。3) 预期上网电价同比相对稳定。4) 回购计划彰显公司信心。风险提示：1) 会计准则调整导致计提折旧增加；2) 装机增速慢于预期；3) 上网电价波动。

### ■ 城燃板块：保持中性乐观

板块整体：城燃板块小幅反弹，部分头部企业基本面表现好于市场预期，估值具有吸引力。2023 年，中国天然气表观消费量 3945.3 亿方，同比上升 7.6%。此外，预期 2024 年整体气源供给持续改善，天然气供应相对良好，为下游天然气消费提供支持。根据重庆石油天然气交易中心，天然气表观消费增长率预计达到 6-8%。用气成本小幅回落以及经济恢复情况改善有利于用气需求优化。预期 2024 年 Q1-Q2 整体气价成本和居民顺价政策将持续改善，利好毛差优化。

整体基本面我们保持中性乐观，原因是：

#### - 行业：中国天然气需求仍待恢复，气源供给改善

1) 气价：国际天然气价格大幅回落。2024 年 3 月荷兰 TTF 月度现货价格有小幅反弹但是维持相对低位，现货价格为 8.39 美元/百万英热（2024 年 2 月为 8.11 美元/百万英热）。美国 Henry Hub 3 月现货平均价格为 1.48 美元/百万英热。2 月同比下滑约 14%。我们预期美国 HH 现货价格短期 2024 年 Q1/Q2 反弹动力不高。中国现货 (DES) 2024 年 2 月为 8.5 美元/百万英热，同比下降约 41%。我们预期 2024 年 Q1/Q2 国际气价维持相对低位震荡，向上动力不大。

国内天然气价格：截至 2024 年 3 月 4 日，上海石油天然气交易中心 LNG 出厂价格全国指数下滑到 4,190 元/吨，比起 2 月低点小幅反弹但是仍然维持低位。预期 2024 年 Q1、Q2 整体气价仍然维持相对低位，气价成本同比优化。

2) 气源供给：根据海关总署数据，2023 年，生产天然气 2,297 亿立方米，同比增长 5.8%。进口天然气 11,997 万吨，同比增长 9.9%。我们预期短中期以及 2024 年供应趋稳。

3) 天然气需求：2023 年 12 月，全国天然气表观消费量 376.5 亿方，同比上升 9.5%。整体天然气需求有反弹。接下来，我们预期 2024 年整体有望持续改善，随着经济表现改善，预期带动整体用气需求。重庆石油天然气中心预测 2024 年全国天然气表观消费量增长率预计将达 6%-8%。此外，随着欧洲等国家对天然气需求减弱，全球天然气需求中长期将聚焦在亚洲和中国。

#### - 城燃企业分析：

1) 销气量：城燃企业 2024 年预期整体销气量根据经济恢复预期改善，居民用气和商业用气上半年同比增长良好。我们对城燃 1Q、2Q 整体销气量改善和销气收入及利润增长持中性乐观。

2) 毛差：2024 年一季度预期上游签署成本小幅下调，居民顺价措施陆续实施。陆续各省份快速出台相关居民顺价政策。积极顺价措施有望改善城燃顺价和毛差情况，我们对全年毛差改善保持乐观。

3) 接驳业务：基于地产趋势，城燃企业给出的接驳指引均较保守但符合预期。



- 4) 增值业务: Q1/Q2 预期整体增值业务增长相对稳定, 经济持续恢复增长, 利好增值业务持续向好, 包括炉具销售、保险销售等。
- 5) 新能源业务: 城燃企业将进一步加速对于新兴业务的布局, 包括分布式电力和综合能源业务, 有望成为城燃企业业务第二增长动力。

综上, 我们对城燃板块保持谨慎中性乐观, 推荐**华润燃气 (1193 HK)**。我们认为华润燃气估值具有吸引力, 预期 2024 年 1Q/2Q 工商业用气需求持续改善, 居民顺价持续推进, 整体毛差有望持续改善。优质项目优势明显, 增值业务增长潜力大。风险提示: 1) 居民顺价进度不理想; 2) 接驳业务低于预期; 3) 工业用气需求恢复不及预期。

## 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，都应以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。