

每日投资策略

行业深度及公司首发/公司点评

行业深度及公司首发

■ 美股软件行业 - 降息周期下的首选标的

在企业数字化需求推动下，美国软件和云计算行业过去 20 年实现快速增长，2023 年软件行业已占美国科技行业市值 38%。据 Gartner 数据，2022 年全球 IT 支出同比增长 3% 至 4.5 万亿美元，其中软件/IT 服务支出占比达到 18/29%（2020 年：16/27%）。2023 年美国软件板块年涨幅超过 50%，得益于市场预期美国将结束加息周期，叠加公司基本面表现持续好于预期。展望 2024 年，随着美国经济有望实现软着陆，我们看好软件公司收入增长维持韧性，同时也将继续注重经营效率的提升，驱动高质量的盈利增长。SaaS 行业中，我们看好细分赛道龙头公司 Salesforce 和 ServiceNow 的长期增长潜力，主因其稳固的竞争优势、庞大的可触达市场空间以及交叉/向上销售的潜力。

我们首次覆盖 Salesforce 和 ServiceNow 并给予“买入”评级。在美股软件行业已经历一轮上涨以及美国降息预期的背景下，我们推荐软件行业中的龙头企业。我们看好 Salesforce：1) 公司在 CRM 市场中的领先地位（占有全球 23% 的市场份额）；2) 公司仍有充足空间进一步提升运营效率并驱动盈利增长；3) 当前估值（20x FY24 EV/EBITDA）相较于行业平均有 42% 的折让；我们看好 ServiceNow：1) 在 ITSM 市场中的领先地位；2) 除 ITSM 以外的向上/交叉销售机会支撑公司长期增长空间；3) 良好的财务状况满足 Rule of 50（总收入增速+自由现金流比率>50%），持续优于其他同行。（[链接](#)）

公司点评

■ 比亚迪电子（285 HK, 买入，目标价：45.86 港元）- 2023 年盈警超预期；看好 2024 年公司前景，重申“买入”评级

比亚迪电子公布了强劲的 2023 年净利润预计，同比将增长 110-123%，高出我们/一致预期的 2%/3%。2023 年第四季度净利润实现同比增速为 57%。正如我们上周我们发布的报告所述，我们认为公司最近股价调整主要是由于市场对 2024 年 Q1 智能手机复苏缓慢、新能源汽车业务价格压力和捷普盈利不确定性的担忧。我们认为市场担忧过度，考虑到：1) 华为高端机型回归将提振出货量和钛合金升级推动 ASP 提升，2) 由于新产品推出、母公司订单和新订单获取，新能源汽车业务将稳步增长，以及 3) 捷普收购带来的协同效应显著。经过最近股价的调整，该股目前估值为 2024 年 11.2 倍 PE，我们认为该股很有吸引力。我们基于分部估值法的目标价为 45.86 港元，是基于 2024 年 17.5 倍市盈率。（[链接](#)）

■ 农夫山泉（9633 HK, 买入，目标价：57.8 港元）- 下半年预测营收/净利略超预期，同增 31%/39%

我们预期公司下半年营收同比增长 31%，优于上半年的增速以及市场预期和之前的管理层指引。我们预计公司平均单价在没有提价举措前提下维持稳定，而产品升级以至于新品推出将为单价带来低单涨幅。按品类来看，瓶装水维持稳定增长，大约在 9% 左右（全年约 10%）。茶饮料增速爆发，下半年增速翻倍（全年约 80%）；果汁饮料和功能饮料分别有望录得超过 20% 的增长（全年 20%+ 左右）。毛利率方面，由于 PET 的采购价格在去年下半年出现

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,077	0.78	-5.69
恒生国企	5,409	0.91	-6.23
恒生科技	3,204	0.54	-14.90
上证综指	2,883	-0.92	-3.08
深证综指	1,637	-2.42	-10.91
深圳创业板	1,624	-3.49	-14.15
美国道琼斯	38,333	0.59	1.71
美国标普 500	4,928	0.76	3.31
美国纳斯达克	15,628	1.12	4.11
德国 DAX	16,942	-0.12	1.13
法国 CAC	7,641	0.09	1.29
英国富时 100	7,633	-0.03	-1.30
日本日经 225	36,027	0.77	7.66
澳洲 ASX 200	7,578	0.31	-0.16
台湾加权	18,120	0.69	1.05

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	29,011	0.65	-2.72
恒生工商业	8,571	0.86	-7.18
恒生地产	16,288	0.61	-11.13
恒生公用事业	32,701	1.13	-0.53

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上市资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	-2.34
深港通 (南下)	-5.02
沪港通 (北上)	16.24
深港通 (北上)	-9.35

资料来源: 彭博

下行情况，我们认为下半年毛利率能企稳在 59%左右，拉动全年毛利率同比提升 2 个百分点到 59.4%。公司在下半年按季节性需求加大宣传投入，但全年来看三费倍率维持稳定，费率增速与营收增速同步（约 27%）。综上，我们预计下半年净利润达到 55 亿元人民币，同比增 39%。全年净利润超额完成至 26.5%，略高于管理层和市场预期。考虑到农夫山泉业绩潜在超预期的可能性，我们维持“买入”评级，并把公司加进我们短期推荐名单（茅台、伊利、新秀丽）。([链接](#))

■ **迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 383.83 人民币) - 收购惠泰医疗, 强势切入心血管介入赛道**

迈瑞医疗公告拟通过全资子公司深迈控以 66.5 亿元自有资金收购惠泰医疗控股股东成正辉及其他股东合计持有的惠泰医疗约 1,412 万股股份，占惠泰医疗总股本的 21.12%。同时，深迈控拟以 129.28 万元受让晨壹红启持有的珠海彤昇全部 0.12% 的普通合伙权益，珠海彤昇持有惠泰医疗 233.5 万股，占股 3.49%。深迈控将成为珠海彤昇 GP 和执行事务合伙人，迈瑞医疗仍继续为珠海彤昇的 LP。本次交易完成后，深迈控及其一致行动人珠海彤昇将合计持有惠泰医疗约 24.61% 的股权，深迈控将成为惠泰医疗的控股股东。

收购惠泰医疗将贡献业绩增量。惠泰医疗公告预计 2023 年实现归母净利润 5.10-5.65 亿元，同比增长 42.5%-57.8%。根据彭博一致预期，2024 年惠泰医疗有望实现收入 22.1 亿元，归母净利润 6.7 亿元。我们预计此交易仍需一段时间才会完成。假设惠泰医疗自 2024 年初开始全年并表，我们估计此项并购将拉动迈瑞医疗 2024E/25E 收入增长 5.2% 和 5.7%，拉动归母净利润分别增长 1.2% 和 1.3%。

控股收购，估值稍有溢价。根据我们的测算，本次交易的估值约为 45 倍 FY24E PE（基于彭博一致预期），对应惠泰医疗 1 月 26 日收盘价溢价约 25%。我们认为，约 25% 的控制权溢价相对合理。惠泰医疗是中国电生理领域的龙头企业，电生理市场国产替代空间巨大，迈瑞医疗将通过收购惠泰医疗快速切入心血管介入赛道，支撑公司的长期快速发展。此外，惠泰医疗三季度海外业务增长超 90%，海外收入占比约 16%，拥有较强的出海潜力。通过此次收购，迈瑞医疗将充分利用全球市场的资源优势完善惠泰医疗的全球化布局，实现强强联合，提升迈瑞医疗在全球市场的综合竞争力。

维持“买入”评级，目标价 383.83 元人民币。考虑到此次交易尚未完成，我们暂未调整对于迈瑞医疗的盈利预期，基于 8 年的 DCF 模型，目标价 383.83 元人民币（WACC: 9.4%，永续增长率: 3.0%）。([链接](#))

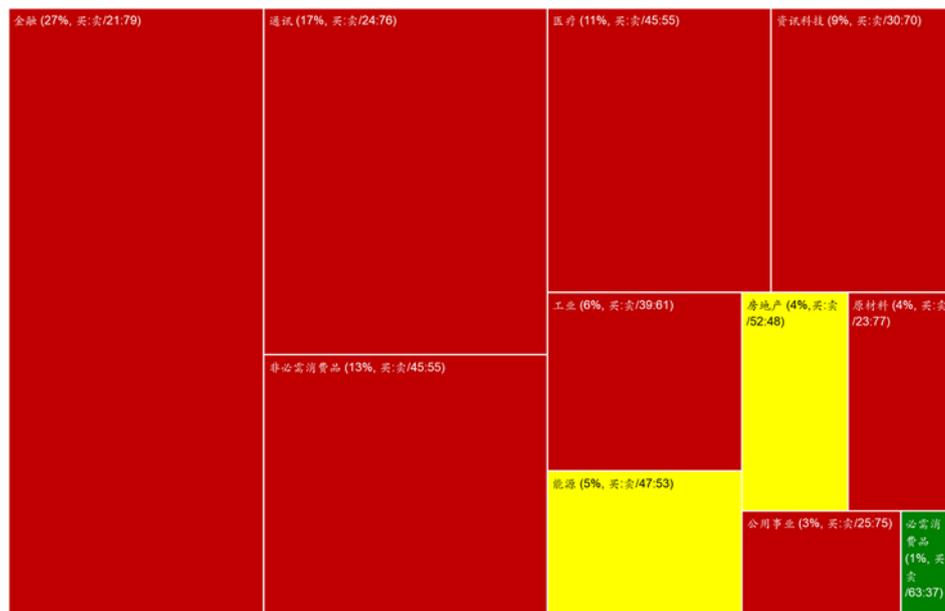
招銀国际环球市场焦点股份

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	2023E
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	27.81	45.00	62%	29.2	18.3	4.8	18.1	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.48	14.00	87%	16.2	12.3	0.9	6.2	2.6%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.68	19.40	42%	13.1	11.0	1.4	11.3	3.1%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	50.23	70.00	39%	16.4	14.2	3.0	21.7	1.2%	
华润电力	836 HK	能源	买入	15.80	23.27	47%	5.4	4.5	0.8	14.6	7.6%	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	22.65	34.10	51%	9.0	7.6	1.1	11.0	6.2%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.69	14.30	48%	7.3	6.4	2.1	34.1	11.8%	
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.25	1.80	44%	2.5	6.5	2.5	8.4	0.9%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.05	6.70	65%	10.7	8.6	12.6	23.0	0.3%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,622.75	2,219.00	37%	27.9	22.3	8.8	35.6	2.0%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	162.08	295.67	82%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.61	11.70	22%	7.5	6.2	0.9	11.9	5.3%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	274.40	458.50	67%	N/A	N/A	2.9	15.4	0.8%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	130.15	142.60	10%	15.4	21.2	7.6	41.4	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	73.58	137.00	86%	23.0	11.2	1.2	15.0	0.1%	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	575.79	613.00	6%	41.0	31.8	75.2	32.7	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	40.75	97.00	138%	21.0	13.0	3.4	9.1	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	22.65	30.00	32%	10.0	8.7	N/A	39.6	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	24.05	45.10	88%	4.6	4.2	0.6	13.3	6.6%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	27.55	45.86	66%	16.0	12.8	2.0	14.3	1.1%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	26.83	47.00	75%	18.6	14.7	3.3	10.9	0.6%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	102.81	136.00	32%	44.1	32.5	5.9	15.5	0.3%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.35	15.10	81%	N/A	N/A	3.7	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年1月29日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 29/1/2024

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之分析员，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之分析员，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。