

每日投资策略

宏观策略及个股点评

宏观点评

■ 美国经济：从九大先行指标看美国衰退风险

随着美股从低位大幅反弹，讨论美国衰退风险变得富有争议。目前九大先行指标对美国衰退风险的预示并不清晰统一。收益率曲线和经济先行指数已发出预警，但标普500指数经过大幅反弹已收回之前预警；制造业PMI处于衰退边缘，但服务业PMI依然较强；消费者信心指数信号不一（密歇根大学CSI给出衰退预警，但经济咨商局CCI尚未给出）；银行贷款增速接近衰退风险预警，但新房开工数、金融条件指数和实际利率尚未给出预警。总体来看，美国衰退风险在上半年有所下降，但尚未完全解除。货币政策紧缩时间和程度不够是经济尚未进入衰退的重要背景，但经济超预期预示货币政策紧缩周期延续，下半年或仍有中小银行出现动荡，打击消费者信心和银行信贷增长，令经济活动进一步放缓。

1. 收益率曲线：10年/3个月和10年/2年国债利差已分别持续8个月和13个月为负，且负值显著超过历次经济衰退期均值，显示债券投资者预期远期衰退风险和降息周期。在各先行指标中，收益率曲线对未来4-6个季度衰退风险的预测准确率最高。

2. 标普500指数：股市走熊似乎是经济衰退的必要非充分条件（历次经济衰退之前总伴随熊市，但并非所有熊市都有经济衰退相伴）。标普500指数在去年前三季度经历熊市，但今年大幅反弹，已收回之前的衰退风险预警。

3. 经济先行指数：经济咨商局LEI自2021年12月至今年5月累计下降9.4%，连续14个月下跌，创2009年以来最长连续下跌，已发出衰退风险预警。OECD经济先行指数也接近衰退风险预警。

4. PMI：ISM制造业指数连续7个月处于收缩区间，目前已在衰退边缘，但服务业指数今年3月以来重回扩张区间，尚未发出衰退风险预警。

5. 消费者信心指数：密歇根CSI大幅降至历次经济衰退时平均值，显示消费者财务状况恶化和耐用消费下滑趋势，经济咨商局CCI也显著下降，但仍显著高于衰退时平均值，显示就业市场强劲仍在支撑消费者信心。

6. 银行贷款增速：目前银行贷款环比增速已连续下降超过7个月，今年6月出现环比负增长，临近经济衰退风险预警。随着消费信心下滑，消费贷款可能进一步放缓，加上3月中小银行动荡可能导致信贷条件收紧，美国银行业贷款增速可能进一步下行。

7. 新房开工数：去年显著下滑，今年上半年有所反弹，尚未发出衰退风险预警。利率从零快速上升抑制再融资和成屋供应，25-39岁人数创新高支撑新房需求，货币政策紧缩时间和程度不够，供应瓶颈缓解支撑房屋建筑活动。但不能判定新房市场将进入新一轮上升周期，因货币政策延续紧缩可能进一步抑制房地产市场。

8. 金融条件指数：金融条件在去年前三季度明显收紧，但今年以来有所趋松，目前比历史平均水平宽松，并未发出衰退风险预警。

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	18,861	1.08	-4.65
恒生国企	6,378	1.30	-4.88
恒生科技	4,081	1.96	-1.15
上证综指	3,196	-0.78	3.46
深证综指	2,031	-1.08	2.79
深圳创业板	2,197	-0.90	-6.39
美国道琼斯	34,347	0.25	3.62
美国标普 500	4,472	0.74	16.48
美国纳斯达克	13,919	1.15	32.99
德国 DAX	16,023	1.47	15.08
法国 CAC	7,333	1.57	13.27
英国富时 100	7,416	1.83	-0.48
日本日经 225	31,944	-0.81	22.42
澳洲 ASX 200	7,136	0.38	1.38
台湾加权	16,962	0.37	19.98

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	31,618	1.13	-2.55
恒生工商业	10,468	1.21	-4.10
恒生地产	21,132	-0.07	-18.85
恒生公用事业	34,311	0.38	-6.84

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	4.98
深港通 (南下)	7.91
沪港通 (北上)	9.72
深港通 (北上)	20.15

资料来源：彭博

9. 实际利率：联邦基金实际利率今年5月才转正，名义利率仍大幅低于泰勒规则合宜利率水平，说明货币政策紧缩时间和程度不够，尚未发出衰退风险预警。（[链接](#)）

个股点评

■ 康方生物（9926 HK，首次覆盖，买入，目标价：52.65港元）- 双抗及其他创新品种的领导者

公司产品管线丰富，18款产品已经进入临床研究阶段，其中三款产品已经获批上市，分别为卡度尼利（AK104，PD-1/CTLA-4）、派安普利单抗（PD-1）、普利单抗（PD-1，授权给乐普生物）。公司具有6款差异化的双抗产品，包括已上市的卡度尼利（AK104，PD-1/CTLA-4）和处于三期临床的依沃西（AK112，PD-1/VEGF）。

卡度尼利单抗（AK104）具有覆盖多种大适应症的潜力。公司全球首创的双抗AK104已于去年6月在国内获批上市，用于治疗2L宫颈癌，填补了宫颈癌免疫治疗的空白。AK104具有扩展至其他一线大适应症的潜力，目前在1L宫颈癌、1L胃癌、早期肝细胞癌等大适应症的注册性三期临床均在高效推进中，并且早期临床数据也显示出AK104疗效和安全性优于其他竞品的优势。我们看好未来AK104在大适应症上的扩展潜力。AK104在2022年上市后6个月内实现5.5亿元销售额，公司销售团队的布局亦在持续深化，我们看好该产品未来在大适应症上的销售放量。

依沃西（AK112）在肺癌全线治疗方面潜力巨大。公司第二款全球首创的双抗AK112已在国内外处于三期研究中，具有覆盖肺癌大适应症全线治疗的潜力。在国内，基于良好的早期疗效信号，AK112有三项三期临床在推进中，包括（1）单药对比K药治疗PD-L1高表达NSCLC患者的头对头研究；（2）联合化疗在EGFR-TKI耐药的nsq-NSCLC的三期临床，公司预期将在今年下半年递交该适应症的上市申请；（3）联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗一线治疗sq-NSCLC的三期头对头研究。此外，在总金额高达50亿美元的对外合作中，康方生物已将AK112的部分海外权益授权给Summit，并已收到5亿美元的首付款。Summit已在海外启动AK112的两项三期临床研究，分别是（1）基于中国三期研究、在海外扩展的针对EGFR-TKI耐药的nsq-NSCLC的MRCT研究（今年5月FPI）和（2）联合化疗头对头对比K药联合化疗一线治疗sq-NSCLC的研究（预计今年下半年FPI）。AK112在国内外肺癌适应症上的全线布局有利于最大化该产品未来的全球潜力。

我们预计AK104和AK112将成为公司未来收入增长的核心驱动力。基于DCF模型预测，我们首次覆盖康方生物（9926 HK），给予买入评级，目标价52.65港元。（[链接](#)）

■ 平安好医生（1833 HK，买入，目标价：23.89港元）- 1H23E业绩前瞻：预计后疫情时代战略2.0深化将提速

考虑到平安好医生持续削减低协同性业务，我们预计公司1H23E收入同比下降7.0%，然而得益于疫情后经济活动复苏以及公司战略转型B端获客，我们预计公司收入将在2024和2025年重新实现正增长。

宏观经济复苏为战略2.0的执行打下坚实基础。2022年的疫情管控对企业客户（B端）的获取产生负面影响，即使如此，公司的战略2.0深化已经看到在B端市场的初步成效，截至2022年12月，公司已累计服务978家企业客户（2021年底为520家）。随着疫情出行限制的取消以及宏观经济的复苏，我们认为公司在B端的业务探索将得以提速。

预计利润率将持续改善。高毛利率的医疗服务收入占比从2021年的31.2%提升至2H22的42.5%，我们预计公司聚焦B端的战略会持续带来费用节约和规模效应，使得2023-25E的经调整净亏损继续收窄。

维持平安好医生买入评级，目标价23.89港元。我们预计平安好医生2023E/24E/25E收入同比增长-1.3%/+12.6%/+14.9%，经调整净亏损7.3亿/3.5亿/0.9亿元，对应现阶段股价的PS分别为3.0x/2.7x/2.3x。（[链接](#)）

■ **英恒科技 (1760 HK, 买入, 目标价: 7.54港元) - 2H23在手订单饱满, FY24/25E多种增长驱动因素凸显**

我们本周在香港办公室举办了英恒科技NDR会议，公司联合创始人、CEO陆颖鸣先生出席了会议。会议当中，投资者比较关心的问题主要聚焦在今年下半年中国新能源车市场需求、智能/自动驾驶渗透率提升情况，以及英恒自身的公司战略和产品推出情况。公司管理层认为，上半年直至目前，中国新能源车市场价格战，以及降规降配趋势已经接近缓和，对于下半年公司在手订单饱满程度、下游品牌车厂的终端需求情况持乐观态度。而随着主要客户新能源车出口辆数迅速增长，英恒也将把海外市场扩张看作未来的主要增长动力。今年下半年公司也将在香港开设研发中心，以更好服务、接应客户出海海外市场的需求。从我们首次覆盖后的这两周以来，公司股价已上涨了15%，目前股价对应8倍/6倍的FY23/24E市盈率倍数，对于公司34%的FY22-25 EPS CAGR和25%的ROE水平，与A/H股同行横向对比，估值水平显著低估。我们维持买入评级，目标价7.54港元是基于12倍的FY23市盈率倍数。（[链接](#)）

■ **舜宇光学科技 (2382 HK, 持有, 目标价: 78.3港元) - 1H23业绩前瞻: 单价提升抵消出货疲软; 关注2H23E需求复苏**

公司将于8月中旬公布1H23业绩。考虑到上半年行业去库存和安卓需求疲软，我们预计1H23收入/净利润将同比下降11%/10%，相对市场预期-8%/+3%。展望2023年下半年，我们预计渠道开始补库存以及旗舰机型在3Q将迎来镜头规格升级（潜望式/OIS）。我们对公司在2023年下半年手机摄像头模组/镜头出货量同比修复、车载镜头出货量稳步增长和XR的强劲增长势头维持乐观看法。我们将2023年收入/净利润调低了5%/10%，以反映2023年上半年手机镜头/模组出货量疲软但被下半年手机镜头规格升级和需求逐步恢复抵消。我们对公司的技术领先地位和非智能手机业务前景持乐观看法，我们认为该股目前估值合理，为26.1x FY23E PE。维持持有评级，基于分部估值法的新目标价为78.3港元（对应24.5倍FY23E PE）。（[链接](#)）

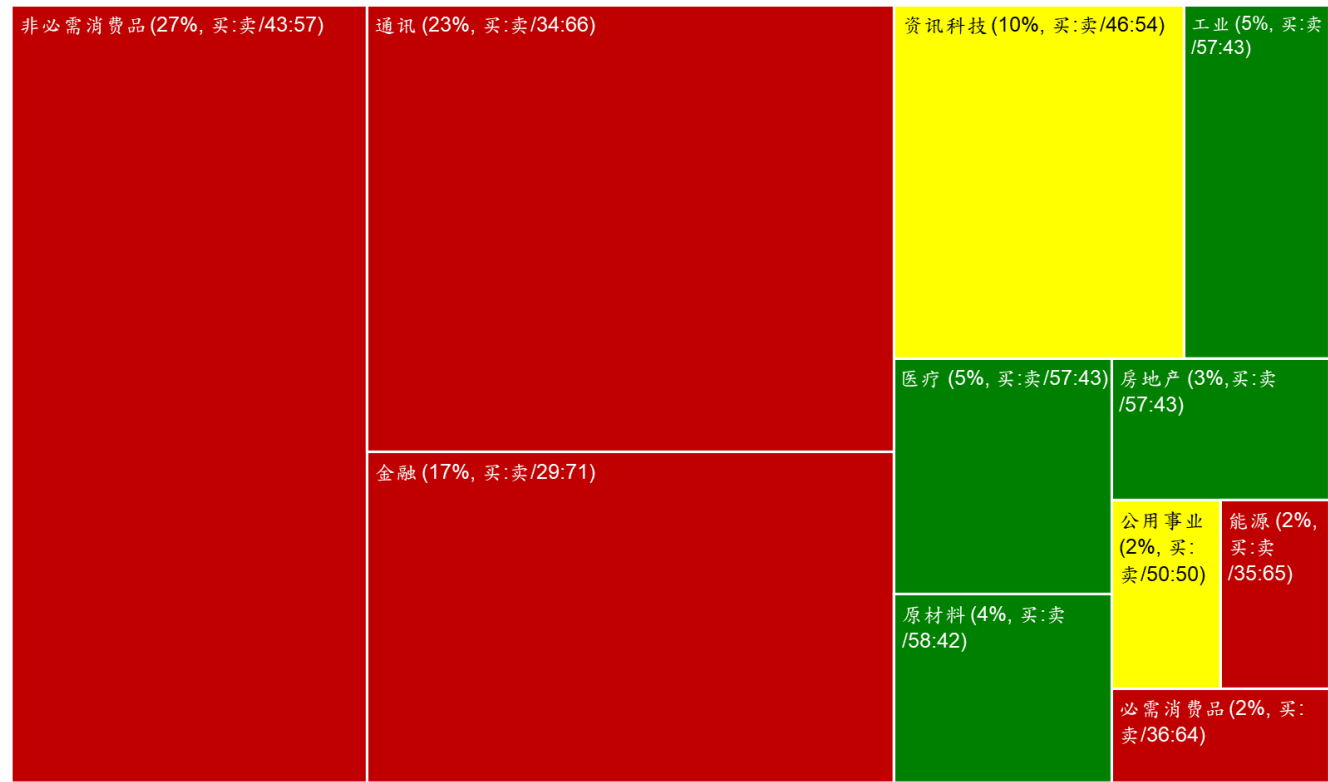
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	38.17	44.00	15%	N/A	N/A	7.6	10.4	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.53	12.00	26%	13.4	12.6	1.1	8.5	0.9%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	3.93	6.35	62%	8.4	7.1	0.5	6.7	5.0%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	10.42	16.20	55%	12.4	9.3	2.6	22.1	2.1%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	25.00	39.00	56%	8.3	6.8	1.0	12.3	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	452.00	595.15	32%	26.4	154.4	19.4	12.0	0.1%
美的	000333 CH	可选消费	买入	57.09	66.68	17%	12.0	11.0	N/A	21.8	4.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	48.25	77.40	60%	29.5	24.5	N/A	18.5	1.4%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	68.80	92.90	35%	19.7	17.0	N/A	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	59.20	72.10	22%	0.6	4.8	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1713.80	2440.00	42%	28.9	24.8	9.2	31.9	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	30.90	50.34	63%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	7.06	12.31	74%	26.9	19.6	N/A	11.1	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	78.60	118.00	50%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
腾讯	700 HK	互联网	买入	340.00	455.00	34%	21.8	18.6	N/A	16.9	0.6%
拼多多	PDD US	互联网	买入	75.34	109.00	45%	N/A	N/A	N/A	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	102.80	123.00	20%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	94.00	156.60	67%	10.8	N/A	1.4	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	55.45	97.00	75%	63.5	26.7	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	31.50	45.10	43%	6.9	5.9	0.8	13.3	5.8%
京东方精电	710 HK	科技	买入	12.50	23.70	90%	13.0	9.4	2.0	16.1	2.5%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	46.58	88.60	90%	16.6	12.6	N/A	8.6	0.7%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	10.94	23.28	113%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 7 月 12 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 12/7/2023

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。