

每日投资策略

行业点评及个股速评

行业点评

■ **中国互联网行业 - 4月游戏市场回顾。**伽马数据显示，2023年4月中国网络游戏市场收入225亿元，同比下降2%，月环比增长3%。与1Q23相比，4月份网络游戏市场收入同比下滑幅度收窄（同比下降15%），主因多款高期待值手游的推出以及端游市场的韧性表现。随着游戏版号审批常态化，4M23已逐步恢复更多高质量新游戏的供应，有望支撑国内在线游戏市场收入自2Q23恢复正增长。腾讯和网易仍是我们在该行业首选，主因：1）公司在FY23的优质产品储备；2）老游戏的韧性表现；3）游戏出海稳步推进。（[链接](#)）

■ **中国汽车行业 - 库存风险犹存，前景喜忧参半。**考虑到价格战对燃油车零售的促进作用，我们上调今年乘用车的零售销量预测10万台至2,010万台，同比下滑1.9%；同时上调出口预测50万台至370万台，相应地我们上调批发销量预测60万台至2,318万台，同比下滑1.6%。考虑到宏观经济的不确定性以及燃油车的价格战，我们下调今年新能源乘用车的零售预测10万台至710万台，但维持批发预测830万台不变。

虽然前四个月的汽车销售数据好于年初的悲观预期，但并没有在股价中反映。年初至今，汽车股中仅理想汽车（招银国际首推）和比亚迪-H有正收益。行业库存仍在高位，新订单的波动性增加，叠加产能过剩，可能会延长价格战的存续时间。我们认为我们在去年底发布的2023年展望报告中建议的区间交易到目前看是正确的，但实操的难度在增加，因为波段的时长和波幅都在缩小。年初至今汽车经销商的股价跑输整车厂，下半年随着折扣企稳，我们预计经销商的业绩可见度或将高于整车厂，值得投资者关注。

新能源车仍然是投资者关注的重点，今年新能源品牌的分化也愈发明显。随着新车型的推出，我们预测新能源车的市占率会在剩下的月份里逐步提升。在本报告中，我们还梳理总结了前四个月的汽车数据，包括客流、新订单、零售、库存、折扣等，以及我们近期对重点新能源品牌的渠道调研。（[链接](#)）

■ **中国动力电池行业-CIBF 2023：创新不止，技术为王。**2023年5月16日-18日两年一届的CIBF电池展和研讨会，大概有2,500多家展商参加。动力电池行业经过近几年的飞速发展，竞争格局已经趋于稳定，但我们在展会也看到细分赛道的技术创新仍在多点开花，我们整理了研讨会的要点，希望对思考未来竞争格局和投资方向有所帮助。

与会厂商一致认为未来全球电池需求尤其是储能的需求仍将快速增长，也纷纷选择在海外建设工厂。欧阳明高院士指出对于大容量的储能电池，磷酸铁锂的气体爆炸风险比三元还要高，是大家目前忽视的地方，热失控过程安全的最终答案将是硫化物正极为主要代表的全固态电池。

针对快速补能，与会整车企业普遍认为：乘用车领域快充是最有普适性和普及前景的方向，而换电主要提供短期的补能增值服务和长期在高速干线的补充；对于电动重卡，换电则是最优的运营方案。

结构和工艺创新方面，厂商主要通过长薄化、压缩极耳空间和大圆柱等方法提升体积利用率；通过设备创新追求极限生产效率；电池体系方面，钠离子电池体系的产品是热点，成会明院士团队的双离子电池预计今年年底将开始供货，而半固态电池作为过渡阶段的产品，仍有厂商对大规模产业应用存在

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

疑虑；材料和零部件方面，会议讨论了硅、钛酸锂、钨基等材料在负极方面和新型电解质、溶剂和添加剂在电解液方面的创新应用，铝箔的减薄和涂层工艺以及复合集流体的产业化进展，向全固态电池路线发展的过程中软包电池工艺应用增加的预期和开发改进的重点。 ([链接](#))

个股速评

- **美团 (3690 HK; 买入; 目标价: 172.0 港元) - 坚定维持在本生活领域的消费者心智。**公司公布1Q23业绩: 收入为586亿元人民币, 同比增长26.7%, 较招银国际预期/市场一致预期高 3/2%。1Q23 调整后净利润为 55 亿元人民币, 好于招银国际预期/市场一致预期的 20 亿元/ 19 亿元人民币, 主因得益于经营杠杆改善, 核心本地商业业务的营业利润好于预期, 以及新业务的成本管控相较预期更为严格。为抵御来自抖音的激烈竞争, 美团在投资于本地生活领域更好的消费者心智和商户 ROI 层面保持坚定。我们预计交易额增长及份额将成为评估美团竞争战略成果的关键评估指标。我们将基于 DCF 的目标价上调至 172.0 港元, 以反映好于预期的外卖业务单位经济模型扩张, 维持买入评级。 ([链接](#))
- **拼多多 (PDD US; 买入; 目标价: 109.0 美元) - 核心业务高质量增长。**公司公布 1Q23 业绩: 营收同比增长 58.2%至 376 亿元人民币, 较招银国际/彭博一致预期高 15/17%, 我们将此归因于强劲的 GMV 增长和货币化率提升。高于预期的收入增长推动了比预期更好的运营杠杆, 并推动了盈利强于预期。Non-GAAP 净利润同比增长 141.1%至 101 亿元人民币, 较市场一致预期高 69%。强劲的业绩印证了我们此前的观点, 即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。管理层强调拼多多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。我们将基于 DCF 的目标价提高 3%至 109.0 美元, 对应 22x 23E PE。维持买入评级。 ([链接](#))
- **网易 (NTES US, 买入, 目标价: 123.0 美元) - 手游增长及利润率提升支撑强劲 1Q23 业绩。**公司 1Q23 总收入同比增长 6%至 250 亿元, 符合招银国际/彭博一致预期。1Q23 非 GAAP 净利润同比增长 48%至 76 亿元, 好于招银国际/一致预期 36/33%, 主要得益于毛利率显著提升 (同比增长 5 个百分点) 以及营销费用的有效控制。我们将 FY23-25 非 GAAP 净利润预测上调了 8-10%, 主因更积极的游戏毛利率及运营杠杆展望。尽管面临宏观不确定性和竞争压力, 我们仍预测公司 FY22-25 年将实现 7/15%的总收入/运营利润 CAGR。我们基于 SOTP 的目标价上调至 123.0 美元 (此前: 116.0 美元)。维持买入评级。 ([链接](#))
- **微博 (WB US, 买入, 目标价: 26.7 美元) - 利润率稳健及估值具备吸引力, 但收入端仍待修复。**公司 1Q23 总收入同比下降 15% (固定汇率下同) 下降 7%) 至 4.14 亿美元, 符合一致预期。1Q23 非 GAAP 净利润同比下降 16% 至 1.11 亿美元, 好于一致预期的 1.03 亿美元。管理层看到整体市场的广告需求复苏速度慢于此前预期, 不同行业的广告需求恢复情况在 2Q23 表现分化。我们预测 2Q23 广告收入将同比增长 3% (固定汇率下)。考虑广告需求恢复速度和竞争格局, 我们将 FY23/24/25 非 GAAP 净利润预测下调了 7/8/3%。我们目标价下调 8%至 26.7 美元, 基于 12x FY23 PE。尽管收入恢复缓慢, 但公司盈利能力仍然维持稳健, 当前 7x FY23E PE 的估值仍然具备吸引力 (对比同业的 18 倍和 2 年历史平均 11 倍)。维持买入评级。 ([链接](#))
- **知乎 (ZH US, 买入, 目标价: 2.3 美元) - 实现经营现金流首次转正。**公司 1Q23 业绩超预期 (收入同比增长 34%, 高于市场预期/我们预期 4%/5%), 会员和职业培训表现出色 (同比分别增长 105%和 171%), 同时亏损持续缩小。我们预计 2Q23 收入同比增长 24%, 其中会员和职业培训将继续保持强

劲增长。新推出的盐言故事 App 将进一步提升会员数量。营销服务将在 2Q23E 温和复苏，主要受益 3C 和电商广告垂类的增长带动，并有望在 2H23E 重拾增长。知乎 1Q23 实现首次经营现金流转正，随着未来亏损持续收窄，预计未来将保持良好的现金流。知乎在人工智能方面的投入（如知海图 AI 和“热榜摘要”等新功能），将帮助内容创作者高效创作高质量内容及聚合内容精准匹配，从而释放长期潜力。我们维持对 2023-25 年盈利预测不变，目标价为 2.3 美元。（[链接](#)）

- **宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 8.4 美元) – 期待 2Q23E 温和复苏。**公司 1Q23 业绩超预期，收入符合预期(同比下降 5%)；净利润超预期，受益于高于预期的毛利率。展望 2Q23E，我们预计收入将同比增长双位数。当中，BEC 有望温和复苏（收入从下降恢复到同比持平或微增），BBM 收入预计环比增长。按品类来看，体育、奢侈品和服装将带来稳健增长动力，以抵消电子产品的疲软。我们预计宝尊 618 GMV 将同比增长个位数。品牌商家和平台已做好充分准备，并在 618 中推出多样化营销手段，但由于宏观不确定性，消费者信心仍有待观察。宝尊将从 GAP 优化转型和并购机会中获得更多的协同效应。我们维持 2023-25 年财务预测不变，目标价为 8.4 美元（对应 2024 年 13 倍市盈率）。（[链接](#)）

- **石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价: 10.28 港元) – 持续推进 mRNA 疫苗和 ADC 药物的研发。**公司 1Q 实现收入 80.5 亿元人民币，同比增长 2.3%，归母净利润 14.3 亿元，同比增长 1.7%。成药业务收入 64.2 亿元，同比增长 1.9%，其中，受恩必普销售的驱动，神经系统疾病产品收入同比增长 9.8%。受疫情以及克艾力集采续约降价的影响，抗肿瘤产品的收入 1Q 同比减少 33.1%。受价格下降趋势影响，维生素 C 产品的收入下降 21.3% 至 5.51 亿元。然而，受销售量增长的拉动，抗生素产品的收入增加 27.3% 至 4.66 亿元，主要因为咖啡因产品增长的拉动，功能食品及其它业务的收入同比增加 21.7% 至 6.15 亿元。相对上年同期，公司今年 1Q 的毛利率降低至 68.5%，主要是受克艾力和维生素 C 降价的影响。

今年 1Q，恩必普销售额同比增长 10.8%，胶囊和针剂均录得不错的销售增长。预计未来两年恩必普受到仿制药的冲击不大，并将保持稳定的销售。受降价的影响，公司今年老产品如克艾力、玄宁、多美素等的销售将会受到影响，但公司新产品如铭复乐、多恩达和安复利克将实现快速放量。

公司将持续推进 ADC 和 mRNA 管线的研发。DP303c (HER2 ADC) 目前正在注册临床阶段，预计今年底或明年初递交上市申请，SYSA1801 (Claudin18.2 ADC) 亦将会在年内进入注册临床。度恩泰(新冠 mRNA 疫苗)已于今年 5 月完成首针接种，在疫情反弹的情况下，公司将能够快速满足市场需求。同时，针对突变株的迭代疫苗亦在开发中，并且有望在 7 月份递交上市申请。

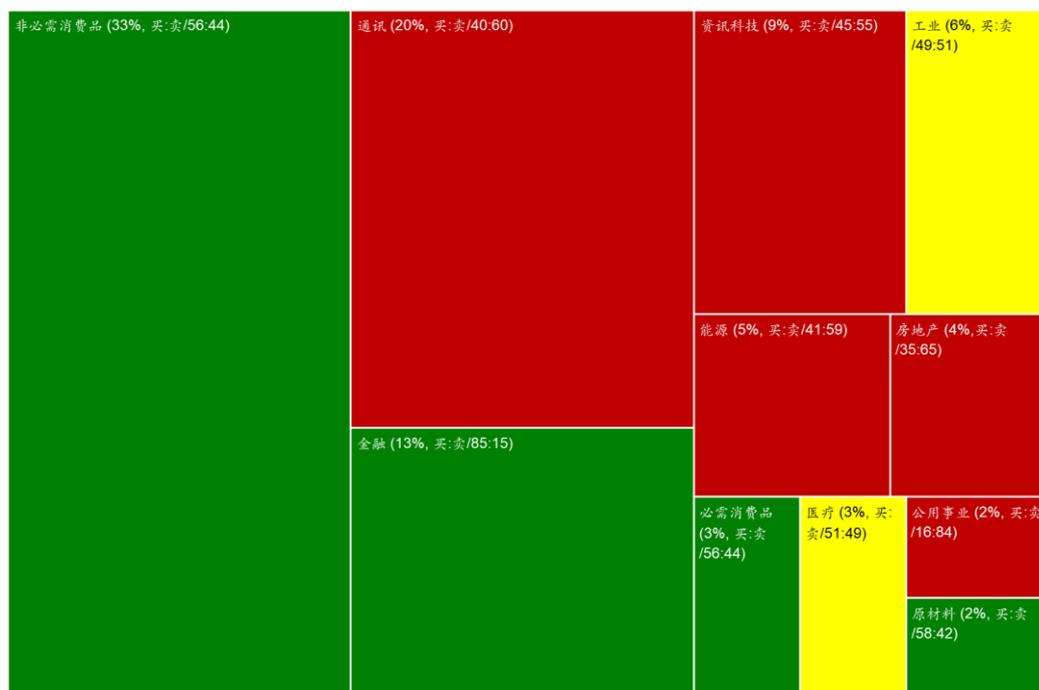
我们预计公司今明两年收入将实现 5.2% 和 7.2% 的同比增长，归母净利润将实现 2.6% 和 6.6% 的同比增长。我们调低公司目标价至 10.28 港元，维持买入评级。（[链接](#)）

- **迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 396.48 元人民币) – 打造智能生态，剑指世界一流。**公司于 5 月 25 日举行投资者日，重点介绍了未来 2-3 年的研发方向及当前进展，生命信息与支持、IVD 及超声三大业务线均将在 2025 年完成升级换代并达到世界一流水平。我们总结了主要亮点：1) 三大产线打造智能化应用生态；2) 多模态融合构建产品独特竞争力；3) 新兴业务支撑长期稳健增长。我们认为公司具备多产线、平台化优势有利于整合多领域技术，实现创新多模态数据融合，率先实现更高质量的智能化应用，巩固公司的行业领先地位。此外，公司微创外科作为目前投入最大的种子业务，预计到 2025 年将实现腹腔镜全系列的自主研发和生产，并推出四合一能量平台及吻合器等高值耗材。我们认为，随着公司微创外科产品布局逐渐完善，微创外科业务将维持高速增长势头，为公司增长提供新动能。

我们预计迈瑞医疗主营业务的高端突破及新兴业务的高速发展将推动公司稳健增长，基于 9 年的 DCF 模型，维持 396.48 元人民币的目标价（基于加权平均资本成本 WACC: 8.5%，永续增长率 terminal growth rate: 3.0%）。
([链接](#))

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 25/5/2023

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或于不时自行及/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商投资者

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撰写的报告。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。