

每日投资策略

宏观、行业与公司点评

宏观点评

■ 延续政策宽松以实现雄心勃勃的目标

政府工作报告显示 2024 年中国 GDP 增速目标定为 5%，政府试图向市场传递信心，将延续政策宽松。在低基数效应减弱、房地产深度调整、通缩压力以及企业和消费者信心疲弱的情况下，我们认为实现今年的增长目标并不容易。

决策层继续把技术创新和产业升级作为首要任务，同时开始考虑通过促进生产设备和耐用消费品以旧换新来扩大需求。

尽管近期政策初现转向需求侧刺激的迹象，但政府工作报告显示防风险目标仍可能继续限制政策宽松的空间。我们维持对 2024 年中国 GDP 增长 4.8% 的预测。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国汽车行业 - 竞争比折扣显示的更为激烈

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。

长城、吉利、比亚迪：长城 2 月平均折扣环比小幅扩大，几乎所有车型的折扣都有增加，特别是一些 PHEV 车型，例如枭龙系列、H6 和高山。不同于长城在坦克品牌和越野车型的成功，高山的市场反馈似乎低于预期。吉利 2 月折扣环比持平，主力 PHEV 车型（银河 L6 和 L7）的折扣环比收窄 3 个百分点。豪越和帝豪 L PHEV 的折扣也收窄 2-3 个百分点，主要因为年度新款的上市。其中新款帝豪 L PHEV 跟随比亚迪秦降价 18% 至 9.98 万元起，新款极氪 001 也在提升配置的同时降低售价。比亚迪春节后的终端折扣有所收窄，主要因为其下调了新款主力车型的厂商指导价 2-3 万（11-15%），我们估算这约等同于实际终端折扣放大 5 个百分点，比亚迪有望通过供应链年降来消化成本。但我们预计新上市车型后续折扣增加，会导致比亚迪品牌 2024 年毛利率同比收窄。旗下高端品牌和出口对比亚迪毛利率变得更为重要。

广汽、宝马、奔驰：埃安 3 月也跟进降价措施，埃安 Y 的起售价下调 17% 至 9.98 万元。我们认为昊铂品牌也需要放大折扣来促进销量。广汽本田 2 月折扣小幅收窄，主要因为雅阁和皓影，但平均折扣仍处于历史高位，我们预计广本的终端折扣在 2024 年会再创新高。广汽丰田 2 月折扣达到历史新高，3 月新一代凯美瑞上市后可能会帮助广丰的折扣短期收窄。华晨宝马的 2 月折扣仍维持在 21% 的历史高位。根据我们的渠道调研，全新 5 系刚上市一个多

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,163	-2.61	-5.19
恒生国企	5,563	-2.63	-3.57
恒生科技	3,324	-4.34	-11.70
上证综指	3,048	0.28	2.45
深证综指	1,718	-0.59	-6.50
深圳创业板	1,834	-0.06	-3.05
美国道琼斯	38,585	-1.04	2.38
美国标普 500	5,079	-1.02	6.47
美国纳斯达克	15,940	-1.65	6.18
德国 DAX	17,698	-0.10	5.65
法国 CAC	7,933	-0.30	5.17
英国富时 100	7,646	0.08	-1.13
日本日经 225	40,098	-0.03	19.82
澳洲 ASX 200	7,724	-0.15	1.76
台湾加权	19,387	0.42	8.12

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	28,614	-1.93	-4.05
恒生工商业	8,742	-3.05	-5.33
恒生地产	15,604	-2.58	-14.86
恒生公用事业	33,730	-1.90	2.60

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	46.45
深港通 (南下)	29.01
沪港通 (北上)	18.12
深港通 (北上)	26.54

资料来源: 彭博

月便有5%的折扣，打折力度强于早一个月上市的全新奔驰E级。我们估计宝马经销商1Q24的新车毛利率相比2H23或继续下滑2-3个百分点，所以我们预计今年主机厂需提供更高的额外返利。北京奔驰的平均折扣于2月份扩大至历史新高，但仍低于华晨宝马约3个百分点。我们估计今年奔驰经销商的新车毛利率会好于宝马经销商。（[链接](#)）

■ 科技行业 – MacBook Air M3: 苹果发力 AI PC 市场

苹果昨日发布了搭载 M3 芯片的最新一代 MacBook Air，并在产品宣传稿中着重宣传其 AI 性能，称新款 MacBook Air 为“全球最佳用于 AI 功能的消费级笔记本电脑”。我们认为新款 MacBook Air 的发售标志了苹果公司在 2024 年端侧 AI 产品方向的重视和产品布局，此前不久公司则明确表示将把未来产品和战略重心转移至生成式 AI。去年年底发布的最新一代 M3 处理器芯片给予苹果个人电脑产品足够的 AI 算力硬件基础，MacBook Air 还搭载了 16 核的神经网络芯片，可以支持优化的端侧模型运行，并支持实时翻译、语音转写、文字编辑预测以及摄像效果优化等功能，对比前代 M1 和 M2 处理器芯片性能有大幅提升。

在英特尔与 AMD 均发布了能够支持 AI 功能的最新一代处理器芯片后，目前主流 PC 厂商包括联想、戴尔、惠普等品牌已经在过去两个月的 CES 和 MWC 大会上展示并发布了最新的 AI PC 产品。根据 IDC 预测，AI PC 出货量将在 2027 年达到 1.67 亿台，并达到 60% 市场渗透率，2024 年则是 AI PC 的商业化元年。我们看好苹果公司将在 6 月即将举办的 WWDC 大会上展示更多 AI 软件系统升级、边缘侧 AI 产品应用及开源大模型的进展。我们认为消费电子产品行业龙头公司对于 AI 方向的持续投入，也将使 AI PC 和 AI 手机产业链显著受益。我们看好相关消费电子终端公司受益于 AI 手机和 AI PC 产品渗透率显著提升，包括小米集团、苹果和传音控股，并看好相关上游产业链公司，包括比亚迪电子、立讯精密和华勤技术。（[链接](#)）

公司首发及点评

■ 科伦博泰 (6990 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 152.26 港元) – ADC 领域的先驱者

科伦博泰是 ADC 的先驱者，拥有多样化的 ADC 管线，并获得了默沙东的战略支持。公司开发了多个具有差异化的临床阶段 ADC，包括 SKB264 (TROP2 ADC)、A166 (HER2 ADC)、SKB315 (CLDN18.2 ADC) 和 SKB410 (Nectin-4 ADC)，以及多款临床前 ADC 候选药物。差异化的管线得到了默沙东的青睐，默沙东先后和公司达成三项长期战略合作，涉及 7 个 ADC 资产，交易金额可达 118 亿美元。默沙东也是公司的第二大股东，持有 6.1% 的股份。默沙东目前正在全球进行多个 SKB264 的三期临床试验，展示了对科伦博泰 ADC 药物的信心。

SKB264 有潜力成为治疗 TNBC 和 HR+/HER2- BC 的潜在 BIC TROP2 ADC。凭借其疗效和安全性的突出表现，SKB264 在这两项适应症的后线治疗中显示出了优于 Trodelvy 和 Dato-DXd 的结果。值得注意的是，SKB264 在 HR+/HER2- BC 治疗中可能提供类似或更优于 Enhertu 的表现，且不存在 ILD 的风险。科伦博泰已于 2023 年 12 月在中国递交了 SKB264 后线治疗 TNBC 的上市申请，并获得了优先审评。

与默沙东的战略合作将推动 SKB264 在 NSCLC 方面的全球布局。SKB264 在 NSCLC 方面具有差异化布局，特别是针对 EGFR-TKI 耐药的患者。Trodely 和 Dato-DXd 等竞品在 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 的临床开发仍处于早期阶段，SKB264 已在进行该领域的三期临床。SKB264 的早期初步数据显示，与其他创新疗法（包括信迪利单抗、AK112、HER3-DXd、amivantamab 等）相比，SKB264 存在治疗 TKI 耐药患者潜在最佳的可能性。对于 NSCLC 一线治疗，科伦博泰计划在 2024 年在中国开展 SKB264+A167 一线 NSCLC 的三期临床，而默沙东已经启动了一项全球性的 SKB264+Keytruda 与 Keytruda 对比的一线治疗 PD-L1+ NSCLC 的三期临床。此外，默沙东还启动了 SKB264 针对经治的 EGFR 或其他突变的 nsq-NSCLC 和子宫内膜癌的三期临床试验。这些进展对 SKB264 的全球化至关重要。

我们预计 SKB264 将成为公司的主要收入来源。预计 SKB264 将于 2025 年在中国开始商业推广，首先用于 TNBC，随后在 2026 年获批用于 HR+/HER2- BC 和 NSCLC 的治疗。我们预测科伦博泰在 23E/24E/25E 年度将实现收入 13.51/10.39/10.79 亿元人民币，净亏损额将分别为 3.37/4.4/6.53 亿元人民币。我们预计公司将在 2027 年实现盈利。我们首次覆盖科伦博泰，给予“买入”评级，目标价 152.26 港元。（[链接](#)）

■ 蔚来汽车 (NIO US, 持有, 目标价: 6.2 美元) – 融资后烧钱再提速

4Q23 业绩低于预期：去年四季度，蔚来的整车收入和整车毛利率（11.9%）符合我们此前的预期，但低于公司指引的 15%；其他收入毛利率-34%弱于我们的预测，验证了我们在 2023 年 7 月的报告中对其削减换电权益将导致利润率受损的论述。4Q23 研发和销管费用分别高于我们的预测 7.2 亿元，导致经营亏损 66 亿元比我们的预测多亏 19 亿元。

2024 年展望：考虑到第二品牌今年四季度才开启交付，我们下调今年的销量预测至 19 万台。我们预测 2024 年整车毛利率为 12.6%，总体毛利率 8.1%，对于管理层整车毛利率 15-18% 的指引，我们认为过于乐观，考虑到去年三四季度在刚刚完成 NT2.0 车型换代的情况下也未实现 15% 的毛利率，而今年一季度已经开始加大折扣。即使我们假设今年 15% 的整车毛利率伴随非常保守的研发和销管费用支出，蔚来今年的净亏损仍将超过 100 亿元。第二品牌和第三品牌在 2025 年也很难帮助公司实现盈利。

预测和估值：综上，我们预测蔚来今年的净亏损为 172 亿。维持“持有”评级，目标价 6.2 美元，基于 1.4x 2024E P/S。（[链接](#)）

■ 越秀交通 (1052 HK, 买入, 目标价: 7.2 港元) – 2023 年核心利润同比增长 91%但低于预期；>7% 股息率+潜在资产注入

越秀交通 2023 年净利润同比增长 69%至 7.65 亿元人民币。如果把汕头湾大桥人民币 1 亿元的非现金减值调整后，核心净利润将为人民币 8.65 亿元（同比增长 91%），但比我们/市场一致预测低 10%/8%，主要由于毛利率低于预期。越秀交通建议末期股息为每股 0.15 港元。计入中期股息（每股 0.15 港元），全年派息率约为 60%，按目前股价计算，股息率超过 7%。我们将 2024 年/25 年盈利预测下调 7%/3%，主要由于毛利率的下调以及广州北二环

高速的潜在分流导致车流量假设下调。展望未来，我们认为近期招商局公路（001965 CH，未评级）增持越秀交通股份（目前持股7%）不仅有利于支撑股价，也意味着河南平临高速公路的潜在资产注入将取得进展。我们维持“买入”评级，基于 DCF 的新目标价为 7.2 港元（前值为 7.5 港元），目标价相当于 11 倍 2024 年市盈率。（[链接](#)）

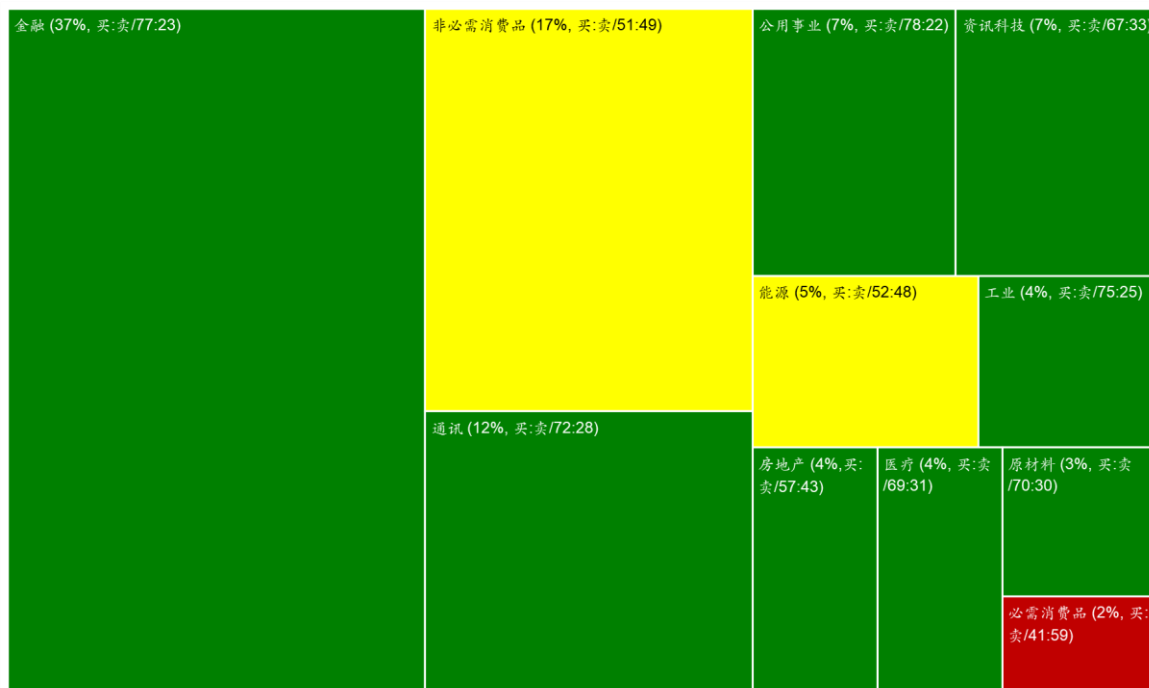
招銀国际环球市场焦点股份

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	
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	37.76	48.00	19%	27.3	19.6	4.4	17.9	N/A	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.30	14.00	69%	16.2	12.3	0.9	6.2	1.3%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	14.74	19.40	32%	14.1	11.9	1.5	11.3	2.5%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	59.95	70.00	17%	16.8	14.5	3.3	21.7	1.2%	
华润电力	836 HK	能源	买入	17.60	23.27	32%	5.4	4.5	0.7	14.6	N/A	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.10	34.13	48%	9.0	7.6	1.3	11.0	N/A	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.48	19.77	37%	8.5	7.4	2.7	33.9	8.6%	
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.45	1.84	27%	2.5	6.3	0.3	8.4	17.4%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.45	6.71	51%	9.0	7.3	1.9	23.0	2.8%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,695.10	2,219.00	31%	27.9	22.3	8.2	35.6	1.7%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	160.42	268.20	67%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.62	11.70	10%	7.5	6.2	0.9	11.9	5.4%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	268.20	458.50	71%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	72.07	137.10	90%	9.7	9.9	N/A	N/A	N/A	
拼多多	PDD US	互联网	买入	121.33	142.60	18%	15.4	21.2	N/A	32.7	N/A	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	174.12	213.00	22%	41.9	39.5	N/A	N/A	N/A	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	598.50	613.00	2%	47.6	33.3	N/A	26.1	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	43.15	97.00	125%	19.6	13.5	N/A	N/A	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	37.66	30.00	-20%	13.2	10.7	N/A	N/A	N/A	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.20	45.10	103%	4.7	4.3	0.6	13.3	6.6%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.00	45.86	53%	14.9	10.9	2.4	13.3	0.3%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	28.19	46.96	67%	17.5	13.8	1.9	10.9	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	169.16	136.00	-20%	58.9	32.2	N/A	15.6	N/A	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	7.98	15.10	89%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年3月5日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 5/3/2024

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。