

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

宏观点评

■ 美国经济 - 零售温和放缓，商品通胀反弹

美国 2 月零售环比增长 0.6%，低于市场预期的 0.8%，过去两月增速大幅下修，显示商品消费温和放缓。但 PPI 环比增速超预期，因供应链扰动和中欧经济回升推动能源和航运价格反弹。商品通胀反弹可能制约近期去通胀速度。首次领取失业金人数仍处于历史低位，但持续领取失业金人数接近历史高位，就业市场将平缓降温。

系列数据公布后，10 年国债收益率大幅上行至近 4.3%，美元指数走强，货币市场对 6 月降息概率预期保持在 60% 左右。近期通胀和就业数据令美联储有更多理由在 3 月和 5 月议息会议上保持政策利率不变。随着第二季度经济持续降温，6 月可能迎来首次降息。我们维持全年降息 100 个基点的预测。

([链接](#))

行业深度

■ 中国医药 - 海外 CXO/生命科学上游 2023 & 4Q23 业绩剖析：业绩分化贯穿全年；24 下半年需求复苏渐成共识

我们总结了海外主要 CXO 公司（包括临床 CRO，临床前 CRO，C(D)MO）和生命科学上游公司的 2023 及 4Q23 业绩，以及管理层对于全球医药行业融资和需求展望。由于中国 CXO 公司已深度融入全球医药研发产业链，我们希望通过分析海外 CXO 行业为理解中国 CXO 行业的发展趋势提供更加全面的视角。

2023 年 CXO 业绩持续分化。我们发现后期阶段 CXO 的业绩好于早期阶段，非生产类 CXO 好于生产类 CXO。我们认为导致此趋势的原因有五个：1) 后疫情时代积压的非新冠项目得以重新推进；2) 全球医疗健康融资明显减少，biotech 公司将更多资源用于推进少数重点临床项目；3) 大药企在 2023 年也开始控制成本投入，将重心放在商业化潜力更明朗的项目上；4) 新冠药物需求造成 2022 年业绩基数高，特别是对于 C(D)MO 公司而言；5) C(D)MO 公司成本相对刚性，疫情后产能利用率相对较低造成折旧摊销压力大。4Q23 业绩披露后，海外 CXO 公司的股价普遍上涨，大部分公司股价单日涨幅超过 10%，表明市场对业绩和指引给予了积极反馈。

临床 CRO 2023 年业绩达成率较高；2024 年行业利润预期明显改善。我们定义业绩达成率为实际全年业绩与初次给予的业绩指引的比值，体现管理层在年初对公司业绩预期是否更乐观或更保守。我们发现后期阶段 CXO 的业绩达成率好于早期阶段 CXO，同时非生产类 CXO 的好于生产类 CXO。收入的达

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

| | 收市价 | 升/跌 (%) | |
|------------|--------|---------|-------|
| | | 单日 | 年内 |
| 恒生指数 | 16,962 | -0.71 | -0.50 |
| 恒生国企 | 5,907 | -0.43 | 2.40 |
| 恒生科技 | 3,604 | -1.44 | -4.26 |
| 上证综指 | 3,038 | -0.18 | 2.13 |
| 深证综指 | 1,758 | -0.59 | -4.34 |
| 深圳创业板 | 1,883 | -0.64 | -0.44 |
| 美国道琼斯 | 38,906 | -0.35 | 3.23 |
| 美国标普 500 | 5,150 | -0.29 | 7.98 |
| 美国纳斯达克 | 16,129 | -0.30 | 7.44 |
| 德国 DAX | 17,942 | -0.11 | 7.11 |
| 法国 CAC | 8,161 | 0.29 | 8.20 |
| 英国富时 100 | 7,743 | -0.37 | 0.13 |
| 日本日经 225 | 38,807 | 0.29 | 15.97 |
| 澳洲 ASX 200 | 7,714 | -0.20 | 1.62 |
| 台湾加权 | 19,938 | 0.05 | 11.19 |

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

| | 收市价 | 升/跌 (%) | |
|--------|--------|---------|-------|
| | | 单日 | 年内 |
| 恒生金融 | 29,209 | -1.29 | -2.06 |
| 恒生工商业 | 9,332 | -0.43 | 1.06 |
| 恒生地产 | 16,590 | 0.18 | -9.48 |
| 恒生公用事业 | 34,075 | -1.01 | 3.65 |

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) | 29.92 |
| 深港通 (南下) | 16.59 |
| 沪港通 (北上) | 55.29 |
| 深港通 (北上) | 35.88 |

资料来源: 彭博

成率（平均 96.7%）也明显好于利润的达成率（平均 86.1%）。海外 CXO 公司给予的 2024 业绩指引整体维持谨慎，特别是收入端，主要反映 1H24 可能延续 2H23 较弱的市场需求和客户情绪，而几乎所有公司的利润指引都要好于 2023 年。

2024 年下半年需求复苏渐成共识。有多家海外公司管理层首次明确表示 2024 年下半年将看到行业需求和公司业绩的复苏，其中生命科学上游公司以及临床前 CRO 公司管理层给予的复苏信号最强烈。我们认为，这一方面反映这些公司 2023 年的业绩低基数效应，另一方面也反映出这些公司管理层对早期研发需求将随着融资改善而快速复苏的判断。医疗健康融资在 2023 年内企稳，随着美国逐渐进入降息周期，融资有望迎来恢复。我们预计，从融资改善到 CXO 业绩反弹，将经历一定的时间周期，而 2024 年下半年全球 CXO 行业或将迎来需求周期的向上拐点。

对中国 CXO 行业的启示。2023 年中国医疗健康融资的恢复趋势略弱于全球，但 4Q23 出现显著改善，或许意味着 2024 年中国医药行业融资将跟随全球逐渐步入复苏轨道。中国 CXO 公司的这一轮业绩减速时间点相比海外同行滞后约 2 至 4 个季度，主要可能是由于新冠订单节奏的影响。考虑到业绩基数的影响以及中国融资复苏节奏或将慢于海外，我们预计中国主要 CXO 公司将最早在 2024 年下半年重新进入业绩加速通道。（[链接](#)）

公司点评

■ 贝壳（BEKE US，买入，目标价：23 美元）- 曲折复苏中展现积极信号

贝壳公布 4Q23 业绩：低基数下收入同比增长 20.6%至人民币 202 亿元，较市场一致预期高 7%，主因二手房交易 GTV 好于预期，以及家居家装及其他业务收入增长好于预期。非 GAAP 净利润为人民币 17 亿元，比市场预期好 9.5%，这得益成本优化好于预期，带动毛利润好于预期。2023 年贝壳总收入同比增长 28%至 778 亿元人民币，非 GAAP 净利润为 98 亿元人民币，净利润率为 12.6%（2022：4.7%）。尽管贝壳的整体业务复苏在短期内较为曲折，因整体房产交易的需求或仍需时间才能恢复，且在此前被压抑的需求大量释放的情况下贝壳面临相对较高的基数，但随着限制性政策逐步放松，我们看到积极的迹象正在显现。贝壳的核心业务在其完善的 ACN 生态体系帮助下不断获取市场份额，且家居家装及其他新业务正在快速增长，我们认为这将助力贝壳的长期收入和盈利增长。我们基于 SOTP 目标价调整为 23.0 美元（前值为 24.7 美元），维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 微博（WB US，买入，目标价：18.8 美元）- 应对具有挑战的 FY24

微博 3 月 14 日公布 4Q23 业绩：总收入同比增长 3%（固定汇率下同比增长 5%）至 4.64 亿美元，符合一致/我们预期（4.54/4.58 亿美元）。4Q23 非 GAAP 经营利润同比下降 4%至 1.46 亿美元，较一致预期高 7%，主要得益于研发费用的严格控制。FY23 总收入同比下降 4%至 17.6 亿美元，非 GAAP 经营利润同比增长 1 个百分点至 33.6%，主要得益于运营效率的提升。展望 2024 年，微博将加大在内容和获客端的投入，以恢复总收入增长。考虑宏观不确定性和短视频平台的竞争压力，我们预计微博 FY24 总收入同比持平在 17.7 亿美元（固定汇率下同比增长 3%）。我们将 FY24/25 盈利预测下调了 16-19%至 4.5/5.0 亿美元。我们将目标价下调至 18.8 美元，基于 10x FY24

PE (前值: 23.5 美元, 基于 10x FY24 PE) , 相较同行均值的 18x 有较高折让。公司的业务恢复仍需时间且取决于宏观环境, 但我们认为微博目前 5x FY24 PE 的估值已提供足够安全边际以弥补不确定性。维持“买入”评级。

([链接](#))

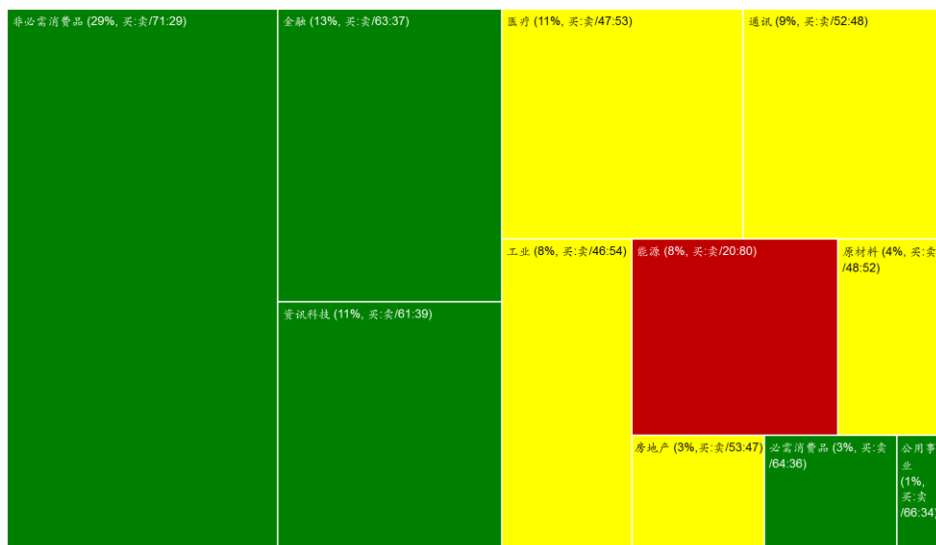
招銀国际环球市场焦点股份

| 公司名称 | 股票代码 | 行业 | 评级 | 股价 | 目标价 | 上行/下行 空间 | 市盈率 (倍) | | 市净率 (倍) | | ROE (%) | | 股息率 |
|-----------|-----------|------------|----|---------|---------|-------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|-----|
| | | | | (当地货币) | (当地货币) | | 2023E | 2024E | 2023E | 2023E | 2023E | 2023E | |
| 买入 | | | | | | | | | | | | | |
| 理想汽车 | LI US | 汽车 | 买入 | 36.79 | 48.00 | 30% | 27.3 | 19.6 | 4.4 | 20.6 | 0.0% | | |
| 吉利汽车 | 175 HK | 汽车 | 买入 | 8.80 | 14.00 | 59% | 16.2 | 12.3 | 0.9 | 6.2 | 2.2% | | |
| 潍柴动力 | 2338 HK | 装备制造 | 买入 | 15.72 | 19.40 | 23% | 14.1 | 11.9 | 1.5 | 11.3 | 2.8% | | |
| 浙江鼎力 | 603338 CH | 装备制造 | 买入 | 59.26 | 70.00 | 18% | 16.8 | 14.5 | 3.3 | 21.7 | 1.1% | | |
| 华润电力 | 836 HK | 能源 | 买入 | 18.90 | 23.27 | 23% | 5.4 | 4.5 | 0.7 | 14.6 | 6.7% | | |
| 华润燃气 | 1193 HK | 能源 | 买入 | 25.30 | 34.13 | 35% | 9.0 | 7.6 | 1.3 | 11.0 | 5.5% | | |
| 江南布衣 | 3306 HK | 可选消费 | 买入 | 14.90 | 19.77 | 33% | 8.5 | 7.4 | 2.7 | 39.4 | 10.8% | | |
| JS环球生活 | 1691 HK | 可选消费 | 买入 | 1.48 | 1.84 | 24% | 2.5 | 6.3 | 0.3 | 8.4 | 0.7% | | |
| Vesync | 2148 HK | 可选消费 | 买入 | 4.59 | 6.71 | 46% | 9.0 | 7.3 | 1.9 | 23.0 | 0.3% | | |
| 贵州茅台 | 600519 CH | 必需消费 | 买入 | 1716.63 | 2219.00 | 29% | 27.9 | 22.3 | 8.2 | 35.6 | 1.8% | | |
| 百济神州 | BGNE US | 医药 | 买入 | 168.90 | 268.20 | 59% | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.0% | | |
| 中国财险 | 2328 HK | 保险 | 买入 | 11.20 | 11.70 | 4% | 7.5 | 6.2 | 0.9 | 11.9 | 4.6% | | |
| 腾讯 | 700 HK | 互联网 | 买入 | 289.20 | 458.50 | 59% | N/A | N/A | N/A | 15.4 | 0.7% | | |
| 阿里巴巴 | BABA US | 互联网 | 买入 | 73.40 | 137.10 | 87% | 9.7 | 9.9 | N/A | 8.5 | 0.9% | | |
| 拼多多 | PDD US | 互联网 | 买入 | 123.20 | 142.60 | 16% | 15.4 | 21.2 | N/A | 41.4 | 0.0% | | |
| 亚马逊 | AMZN US | 互联网 | 买入 | 178.75 | 213.00 | 19% | 41.9 | 39.5 | N/A | 18.9 | 0.0% | | |
| 奈飞 | NFLX US | 传媒与文娱 | 买入 | 613.01 | 613.00 | 0% | 47.6 | 33.3 | N/A | 32.7 | 0.0% | | |
| 快手 | 1024 HK | 传媒与文娱 | 买入 | 50.85 | 97.00 | 91% | 19.6 | 13.5 | N/A | 9.1 | 0.0% | | |
| 大健云仓 | GCT US | 传媒与文娱 | 买入 | 34.99 | 30.00 | -14% | 13.2 | 10.7 | N/A | 39.6 | 0.0% | | |
| 华润置地 | 1109 HK | 房地产 | 买入 | 25.40 | 45.10 | 78% | 4.7 | 4.3 | 0.6 | 13.3 | 6.1% | | |
| 比亚迪电子 | 285 HK | 科技 | 买入 | 30.30 | 45.86 | 51% | 14.9 | 10.9 | 2.4 | 13.3 | 1.0% | | |
| 立讯精密 | 002475 CH | 科技 | 买入 | 27.56 | 46.96 | 70% | 17.5 | 13.8 | 1.9 | 10.9 | 0.6% | | |
| 中际旭创 | 300308 CH | 半导体 | 买入 | 169.53 | 136.00 | -20% | 58.9 | 32.2 | N/A | 15.6 | 0.2% | | |
| 金蝶 | 268 HK | 软件 & IT 服务 | 买入 | 8.97 | 15.10 | 68% | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.0% | | |

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年3月14日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 14/3/2024

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风险。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，未在美国金融监管机构(“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。