

# 每日投资策略

## 宏观策略、行业及公司点评

### 宏观策略

#### ■ 宏观经济 - PMI 显示需求依然疲软

2 月份中国制造业 PMI 小幅回落至 49.1%，在过去 11 个月中有 10 个月处于收缩状态。新订单和出口订单指数延续下滑，显示国内外需求依然低迷。由于信心疲弱，企业仍不愿增加采购和库存。

受益于春节假期，服务业 PMI 继续扩张。由于高债务地区暂缓基建投资和房地产投资延续收缩，建筑业扩张速度放缓。制造业出厂价格指数小幅回升，预示 2 月 PPI 降幅可能收窄。

PMI 显示需求依然疲弱，中国需要需求侧刺激政策来稳定房地产市场、提振消费和应对通缩。近期政策初步出现转向提振需求侧的迹象。但我们还需要更多时间来观察政策动态。我们维持 2024 年 GDP 增长 4.8% 的预测。 ([链接](#))

### 行业点评

#### ■ 中国医药 - 行业估值吸引，看好创新龙头

年初至今，MSCI 中国医疗指数下跌 12.2%，跑输 MSCI 中国指数 9.3%。MSCI 中国医疗指数的动态市盈率回调至 27.2 倍，已经低于 12 年历史均值。大部分龙头个股的动态市盈率仍然远低于历史平均水平。根据国家医保局披露的数据，2023 年全国基本医疗保险总收入同比下降 12%，总支出同比下降 10%。统计局数据显示，2023 年中国医药制造业营业收入同比下降 3.7%，利润总额同比下降 15.1%，行业经营情况与医保支出趋势吻合。我们认为，2023 年医药行业的经营压力主要由于下半年行业监管以及新冠收入基数的影响。展望 2024 年，随着行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，同时海外市场加速拓展，中国医药行业有望回归健康增长。 ([链接](#))

#### ■ 中国汽车行业 - 春节后的销量复苏或较温和

春节后的汽车销量复苏或慢于预期：我们预测 2 月乘用车零售销量同比下滑 14% 至 110 万台，3 月零售或继续同比下滑。根据我们的渠道调研，春节后的销量爬坡慢于过去几年，这可能也部分解释了近期车企纷纷加大折扣力度促销的原因。此外，较高的行业折扣或许是另一个原因，特别是新能源车，我们测算现在新能源车行业平均库存不少于 2 个月（基于对 3-4 月的销量预测）。我们预计未来几个月汽车股价可能会继续波动，投资者的情绪或在

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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	16,589	0.47	-2.69
恒生国企	5,729	0.90	-0.69
恒生科技	3,488	1.66	-7.34
上证综指	3,027	0.39	1.75
深证综指	1,725	1.08	-6.12
深圳创业板	1,824	0.94	-3.56
美国道琼斯	39,087	0.23	3.71
美国标普 500	5,137	0.80	7.70
美国纳斯达克	16,275	1.14	8.42
德国 DAX	17,735	0.32	5.87
法国 CAC	7,934	0.09	5.18
英国富时 100	7,683	0.69	-0.66
日本日经 225	39,911	1.90	19.26
澳洲 ASX 200	7,746	0.61	2.04
台湾加权	18,936	-0.16	5.61

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	29,253	-0.03	-1.91
恒生工商业	8,993	0.97	-2.60
恒生地产	16,148	-1.32	-11.89
恒生公用事业	34,211	0.01	4.07

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)	36.30
深港通 (南下)	20.28
沪港通 (北上)	-3.91
深港通 (北上)	-21.30

资料来源: 彭博

价格战的担忧和对新车发布的期望中（我们预计3月就有约20款新能源车上市）左右摇摆。

新能源车出口或面临波折：继欧洲对中国新能源车企业进行反补贴调查之后，美国总统拜登于2月29日发布声明称将以危害国家安全的名义限制中国新能源车在美国销售。虽然该声明更像是为竞选造势，但中国车企新能源车出口所面临的政治风险不容忽视。2023年中国新能源乘用车出口约116万台，其中55%为中国品牌，我们维持对今年新能源乘用车出口180万台的预测，其中64%为中国车企贡献。但我们对长期的出口前景变得更加审慎，因为可能会有更多的国家，特别是较大的汽车销售市场或具有自主汽车品牌的国家，会考虑采取措施限制中国新能源车的进口。

股票推荐：理想和吉利仍是首选，随着价格战升级为持久战，我们认为新车型和盈利能力对车企的重要性持续提升。比亚迪和理想是目前中国仅有的两家盈利的新能源车企。理想今年计划推出五款新车，到年底在售车型数量将从三款增加到八款，我们认为理想相比比亚迪具有更高的单车盈利能力和销量增长潜力。吉利的1月新能源销量超过了特斯拉和上汽通用五菱成为仅次于比亚迪的第二位，市场份额8%，吉利今年前两个月的汽车总销量也超过了比亚迪。此外，吉利燃油车的盈利贡献也将助力其在新能源车市场的竞争。此报告还包含我们对细分行业和重点公司的多维度点评。（[链接](#)）

## ■ 中国汽车行业 - 2月新能源车销量下滑，3月将迎来更多新车上市

上周五，11家中国车企公布了2月新能源车销量。受到春节假期的影响，合计销量同比下滑19%，环比下滑39%。我们估计2月整体新能源车零售销量为36万台，新能源市占率或从1月的29.9%提升至2月的32%。我们认为3-4月的新能源渗透率或为全年的增长定基调。我们估计2月特斯拉在中国的交付约为3万台，环比下滑27%。

蔚小理：理想2月交付量同比增长22%、环比下滑35%至约2万台，符合我们的预期。3月1日理想发布了全新电动车Mega和L系列的三款改款车型，其中L7、L8的Pro版本在配置提升的同时涨价1万元，新增包括激光雷达和AD Max等功能，其他版本加量不加价。理想3月的交付目标是5万台。蔚来2月交付量环比下滑19%至8,100台，是11个品牌中最小的环比下滑，但我们仍认为蔚来上半年缺少销量增长动力。小鹏2月销量环比下滑45%至4,500台，剔除X9的1,400台，其余车型环比下滑46%至仅有3,100台，低于我们的预期。如果小鹏上半年的销量都依赖X9，公司今年将面临更大的挑战。

其他品牌：比亚迪、长城2月继续减库存，而零跑、哪吒、深蓝可能加库存。比亚迪2月批发销量环比下滑39%至12万台，我们估计其渠道库存减少约1.5万台。2月25日仰望品牌发布了其第二款车（仰望U9纯电跑车），售价168万元。长城的2月新能源车批发销量同比增长47%、环比下滑61%至1.2万台，我们估计其渠道库存在2月份进一步下降。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 云音乐 (9899 HK, 买入, 目标价: 106.5 港元) - 稳健核心音乐业务及利润率前景

云音乐公布 FY23 财务业绩: FY23 总收入同比下降 13% 至人民币 78.7 亿元, 符合我们/一致预期。2H23 总收入同比下降 16% 至 39.6 亿元, 主要由于社交娱乐业务的调整 (同比下降 42%)。云音乐在 FY23 录得 8.19 亿元的调整后净利润, 好于我们/一致预期的 6.86/6.29 亿元, 主要得益于毛利率的稳步改善 (同比提升 12.3 个百分点)。我们预计社交娱乐业务仍将面临压力, 并因此将 FY24-25E 收入预测下调 6-8%。但在持续增长的付费用户数的支持下, 我们看好公司核心音乐业务增长以及毛利率的扩张, 并将 FY24-25E 调整后净利润预测上调 1-2%。我们基于 DCF 的目标价上调至 106.5 港元 (前值: 99.5 港元)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

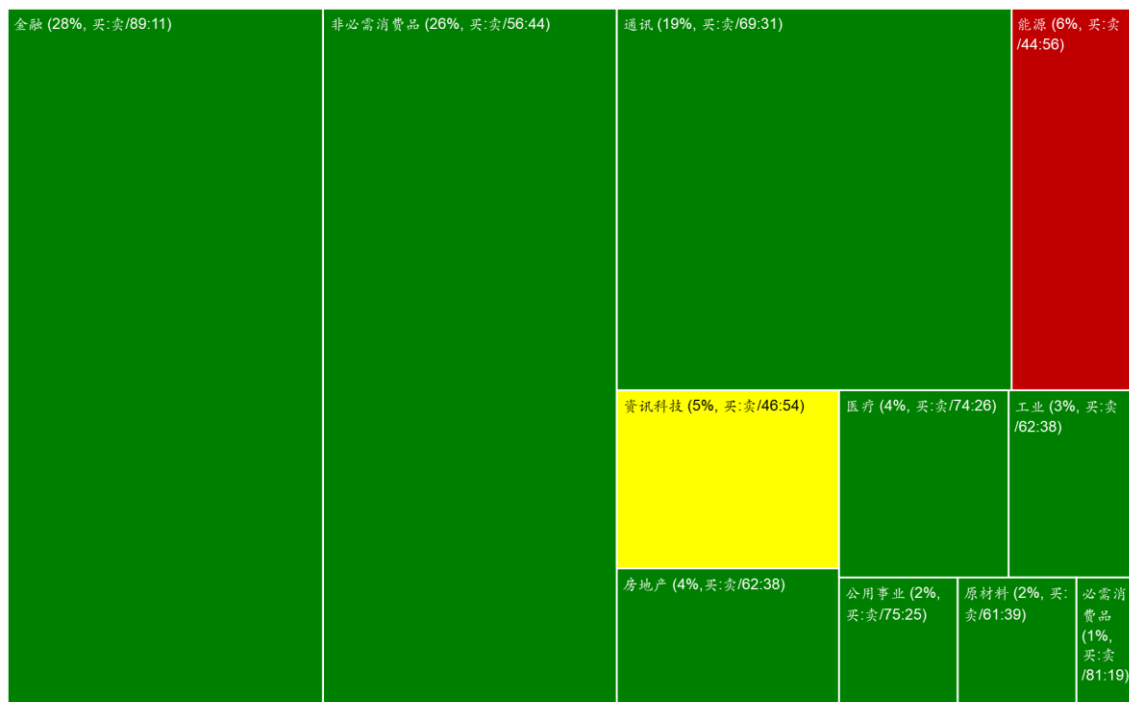
## 招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	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	
<b>长仓</b>												
理想汽车	LI US	汽车	买入	45.88	48.00	5%	27.3	19.6	4.4	17.9	N/A	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.64	14.00	62%	16.2	12.3	0.9	6.2	1.3%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	14.94	19.40	30%	14.1	11.9	1.5	11.3	2.5%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	58.28	70.00	20%	16.8	14.5	3.3	21.7	1.2%	
华润电力	836 HK	能源	买入	17.08	23.27	36%	5.4	4.5	0.7	14.6	N/A	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.50	34.13	45%	9.0	7.6	1.3	11.0	N/A	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.54	19.77	36%	8.5	7.4	2.7	33.9	8.6%	
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.47	1.84	25%	2.5	6.3	0.3	8.4	17.4%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.63	6.71	45%	9.0	7.3	1.9	23.0	2.8%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,685.06	2,219.00	32%	27.9	22.3	8.2	35.6	1.7%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	165.65	268.20	62%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.78	11.70	9%	7.5	6.2	0.9	11.9	5.4%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	277.40	458.50	65%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	74.03	137.10	85%	9.7	9.9	N/A	N/A	N/A	
拼多多	PDD US	互联网	买入	124.54	142.60	15%	15.4	21.2	N/A	32.7	N/A	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	176.76	213.00	21%	41.9	39.5	N/A	N/A	N/A	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	602.92	613.00	2%	47.6	33.3	N/A	26.1	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	44.65	97.00	117%	19.6	13.5	N/A	N/A	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	37.45	30.00	-20%	13.2	10.7	N/A	N/A	N/A	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	23.85	45.10	89%	4.7	4.3	0.6	13.3	6.6%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.90	45.86	48%	14.9	10.9	2.4	13.3	0.3%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	28.34	46.96	66%	17.5	13.8	1.9	10.9	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	161.10	136.00	-16%	58.9	32.2	N/A	15.6	N/A	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.36	15.10	81%	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1日）

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 1/3/2024

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。