

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 比亚迪 (1211 HK, 买入, 目标价: 262 港元) - 2023 年的盈利质量较高

2023 年业绩: 比亚迪 2023 年录得净利润人民币 300 亿元, 位于其先前盈利预告的中位, 2023 年第四季度的毛利率比我们之前的预测低了约 0.5 个百分点。2023 年的研发费用接近 400 亿元, 约占收入的 6.6%, 创历史新高。全年的研发支出费用化比率提升至 99%, 并且加速了固定资产的折旧。我们认为这种盈利质量为 2024 年的盈利奠定了基础。

2024 年展望: 我们将今年的销量预测下调 10 万辆至 360 万辆, 毛利率下调 0.7 个百分点至 19.6%。相应地, 我们将 2024 年净利润预测下调 16% 至 330 亿元, 对应单车净利润为 9,200 元。我们认为, 比亚迪 2024 年盈利可能会比一些投资者预期的更有韧性, 因为 2023 年高质量盈利带来的财务负担较小。比较值得关注的是 2024-25 年的资本支出速度, 因为公司应该意识到潜在的产能过剩风险。此外, 我们认为海外扩张、高端化和自动驾驶仍是提高利润率和股价的关键。比亚迪仍有机会在自动驾驶方面实现赶超。而贸易壁垒在全球汽车工业的历史中始终存在, 我们认为, 比亚迪正在有效地进入没有强大本土品牌的海外市场, 但要打入有强大本土品牌的市场仍需时间。

估值: 我们维持“买入”评级, 将目标价格下调至 262 港元, 仍然基于 20x FY24E P/E。我们认为, 投资者可能更倾向于选择有稳定盈利的中国电动汽车制造商, 因为他们更有可能在日渐激烈的竞争中存活。 ([链接](#))

■ 药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价: 18.32 港元) - 海外产能扩张缓解地缘政治风险

药明生物 2023 年收入同比增长 11.6% 至人民币 170 亿元, 经调整净利润同比下降 4.6% 至 47 亿元。考虑到全球 biotech 融资恢复和地缘政治因素对“赢得分子项目”的潜在影响, 管理层预计 2024 年收入增长 5-10%, 非新冠收入增长 8-14%, 利润率有望小幅提升。

行业需求显现早期复苏信号。剔除新冠相关因素, 药明生物的收入增长 37.7%, 临床 3 期和 CMO 项目收入同比增长 101.7%, 显示出后疫情时代客户对药明生物服务的稳健需求。欧洲、北美和其他地区的非新冠收入同比增长 172.4%、20.2% 及 37.7%。我们注意到年初至今全球 biotech 融资恢复的迹象, 预计将支撑药明生物 2024 年非新冠收入的稳健增长。

欧洲市场快速增长, 缓解地缘政治影响。2023 年, 受各规模客户需求的推动, 药明生物欧洲市场收入激增 101.9%, 占公司总收入的 30.2%。管理层认为, 欧洲客户对地缘政治不敏感, 增长中的欧洲市场有助于公司减少对美国市场的依赖。随着爱尔兰和德国生产网络的成熟, 预计欧洲市场的强劲表现将持续。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,393	-1.36	-3.84
恒生国企	5,728	-1.67	-0.70
恒生科技	3,393	-2.25	-9.85
上证综指	2,993	-1.26	0.61
深证综指	1,703	-2.80	-7.32
深圳创业板	1,790	-2.81	-5.37
美国道琼斯	39,760	1.22	5.49
美国标普 500	5,248	0.86	10.04
美国纳斯达克	16,400	0.51	9.25
德国 DAX	18,477	0.50	10.30
法国 CAC	8,205	0.25	8.77
英国富时 100	7,932	0.01	2.57
日本日经 225	40,763	0.90	21.81
澳洲 ASX 200	7,820	0.51	3.01
台湾加权	20,200	0.37	12.66

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	28,013	-1.49	-6.07
恒生工商业	9,075	-1.40	-1.72
恒生地产	15,565	-0.13	-15.07
恒生公用事业	33,357	-1.22	1.47

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)	47.89
深港通 (南下)	33.56
沪港通 (北上)	-8.84
深港通 (北上)	-45.94

资料来源: 彭博

股份回购计划彰显管理层对公司前景的信心。公司于去年12月公告将回购至多6亿美元的股份。截至2023年底，公司已回购约1.29亿美元的股份。根据我们的计算，年初至今公司已回购约1.25亿美元。剩余回购额度约3.46亿美元，相当于公司现在市值的4.6%。管理层计划继续回购股份。

维持药明生物“买入”评级，目标价18.32港元。我们预计药明生物2024E/25E/26E收入增速为5.2%/13.6%/13.9%，经调整归母净利润增速为7.5%/14.5%/13.9%，对应现阶段股价的经调整PE分别为10.4x/9.1x/8.0x。

([链接](#))

■ 爱康医疗 (1789 HK, 买入, 目标价: 7.2 港元) - 期待骨科业务复苏

爱康医疗2023年收入人民币10.9亿元，同比增长4.0%。毛利为6.7亿元，同比增长6.0%。毛利率改善了1.2个百分点，达到61.7%，主要得益于有效的成本控制和海外收入占比的提升。归母净利润1.8亿元，同比下降11.1%，归母净利率下降2.8个百分点至16.6%，主要是由于公司海外扩张导致销售费用率增加。

海外业务的快速增长抵消了国内业务下滑的负面影响。由于2023年8月以来中国骨科手术量下降，爱康医疗的国内收入同比下降2.2%至8.7亿元。为应对中国具有挑战的商业环境，爱康医疗积极拓展了AK和JRI品牌在海外市场的业务。AK品牌主要针对墨西哥和越南等新兴市场，已布局30多个国家，与大约45个经销商合作。JRI品牌则针对英国、西班牙和德国等发达市场。得益于对海外市场的积极开拓，爱康医疗的海外收入在2023年同比增长37.1%至2.3亿元。亚太地区、EMEA以及拉美地区的销售都显著增长，同比增幅分别达到54%、43%和37%。

随着被压抑的需求增长和集采续约的落地，国内业务有望恢复。2023年，爱康医疗非集采产品的国内收入同比增长约30.8%，占国内总收入的47.9%。值得注意的是，非集采产品的国内收入在1H23同比增长超过60%，势头强劲。然而，由于医生在行业监管收紧期间对使用非集采产品有所顾虑，非集采产品的国内收入在2H23同比持平。随着监管环境逐渐正常化，我们预计2024年骨科手术量将恢复增长，非集采产品的销售将恢复强劲增长势头。此外，我们预计关节产品集采续约将于2Q24开始实施，将有助于爱康医疗市场份额的提升。

骨科手术机器人进入商业化阶段。爱康医疗于2023年11月获得了首个国家药监局批准的iBot髌关节手术机器人。其膝关节手术机器人预计将于2024年获得批准。根据海外行业动态，我们认为机器人系统将逐渐成为骨科手术的主流，推动骨科植入物的长期增长。

维持“买入”评级。我们认为非集采产品和海外销售的收入占比提高将提升爱康医疗的盈利能力。预计爱康医疗的营收和归母净利润将在2024年分别同比增长30.7%和48.2%。我们根据9年DCF模型(WACC: 10.11%，终端增长率: 3.0%)将目标价调整为7.20港元。([链接](#))

■ **新希望服务 (3658 HK, 买入, 目标价: 2.79 港元) - 12%的股息率 + 账面现金>市值, 维持“买入”**

新希望服务 2023 年净利润/营业收入分别为人民币 2.15 亿元/12.61 亿元, 同比增长 6%/11%, 略微低于我们的预期。可喜的是公司宣布派发每股 0.16 元人民币的股息, 将 2023 年的派息比例从 22 年的 48% 和 21 年的 31% 提高到 60%, 股息率在宣布当天达 12%, 公告后两天内股价上涨 6% (HIS: -0.5%)。公司确认今后将把派息率维持在 50% 以上, 争取 60% 的水平。

财务方面: 净利润率下降 0.6 个百分点至 17.1%, 但在行业中仍处于领先地位, 主因其业务集中度较高; 毛利率收窄 2.9 个百分点至 34.9%, 由于 1) 公司积极地在竞争较为激烈的市场拓展面积, 2) 公司在逐步退出利润率较高的非业主增值业务 (板块收入同比下降 26%)。公司预计未来收入增速将保持 10%-20%, 净利润率增速保持 5%-10%。运营方面: 1) 公司向华东地区的区域扩张卓有成效, 区域在 2023 年基础物管的收入贡献从 22 年的 31.3% 增至 37.9%。据公司称, 未来这一数字可能会稳定在 40%。2) 其知名业务团餐服务在 23 财年实现了 44% 的同比增长, 并在 24 年第一季度新签 3 个项目, 合同金额达 6500 万元。

公司 23 年经营性现金流同比增 87% 至 3.35 亿元, 显示了优秀的回款能力。截至 23 年底现金余额为 11.5 亿元人民币 (折合约 12.4 亿港元), 已超过上一交易日 12.1 亿港元的市值。我们看好该公司清晰的战略、高度集中的业务、高股息率以及现金/市值大于 1 等特点, 维持“买入”评级, 目标价为 2.79 港元, 对应 8 倍 2024E PE, 公司目前交易在 5 倍 2024E PE。风险提示: 市拓展不及预期, 应收账款减值风险等。 ([链接](#))

■ **农夫山泉 (9633 HK, 买入, 目标价: 57.8 港元 (审视中)) - 2H23 营收/净利分别增长 33%/62%, 无糖茶业务占比显著提升**

农夫山泉 2H23 营收及净利润分别录得+33.4%/62.2% 增长, 超出预期。全年营收和净利均创下新高, 毛利率回升 2.1 个百分点至 59.5%, 净利率达到 28% 的历史高位, 部分得益于茶饮业务同比 83% 的高速增长, 收入贡献占比达近 30%, 拉低包装水业务占比至 48%。展望 2024 年, 公司目标各业务板块均实现双位数增长。同时, 公司不以追求维持高毛利为重点策略, 并预计长期利润率将回落至 25% 左右区间。得益于消费力的恢复及茶饮的持续推新和渗透, 2H 整体表现优于 1H, 且 2024 年前两个月的业务发展均符合预期。公司表示, 3 月中旬开始的舆论主要影响线上直播间销售, 目前事件负面影响正在减弱。维持“买入”评级, 目标价 57.8 港元 (审视中)。 ([链接](#))

■ **蒙牛乳业 (2319 HK; 买入; 目标价: 36.5 港元 (审视中)) - 2H23 不及预期, 高品质发展目标延续**

蒙牛 2H23 营收和净利润同比分别+5.9%/+15.3%。剔除妙可蓝多并表影响, 公司全年营收可比增长 2.9%。派息率由往年的 30% 提升至 40%。在周二公布年度业绩的同时, 公司宣布高飞先生新任执行总裁, 但并未表示对整体业务发展战略做出大幅调整。业绩会上, 公司对于 2024 年运营层面重点提出以下战略: 1) 以价换量策略并不适合当下发展; 2) 原奶走弱仍将持续利好毛

利率改善。按业务板块来看，公司认为，液体奶高端化的趋势不变；奶酪业务仍具发展潜力；奶粉业务已经呈现改善趋势；个性化产品领域有望加大布局；海外冰激凌业务取得了 20% 以上的亮眼增长，且势头延续。公司给出了基本一致于市场预期的指引，目标 2024 年实现营收低至中单位数增长，并延续经营利润率 30-50 基点的改善目标。随资本支出减少，我们认为未来派息率存在扩大空间。维持“买入”评级，目标价 36.5 港元（审视中）。([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		
长仓														
理想汽车	LI US	汽车	买入	30.18	48.00	59%	4.8	3.5	0.5	20.6	0.0%			
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.12	14.00	54%	13.8	12.7	1.1	8.0	3.1%			
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	14.68	22.00	50%	10.6	9.8	1.5	14.6	3.9%			
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	56.58	70.00	24%	16.9	14.6	3.3	21.7	1.2%			
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	53.50	75.51	41%	N/A	N/A	4.6	11.9	0.0%			
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	15.02	19.77	32%	9.0	8.0	3.5	39.4	11.0%			
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.09	6.71	32%	66.1	53.0	14.1	22.6	0.5%			
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1701.00	2219.00	30%	29.1	23.5	9.3	35.6	2.0%			
百济神州	BGNE US	医药	买入	155.08	268.20	73%	-14.8	-71.8	77.0	N/A	0.0%			
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.52	11.70	11%	7.6	7.0	0.9	13.4	5.9%			
腾讯	700 HK	互联网	买入	302.00	458.50	52%	15.1	13.7	2.9	15.7	1.2%			
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	71.59	137.10	92%	1.2	1.1	0.2	8.5	0.9%			
拼多多	PDD US	互联网	买入	116.66	155.40	33%	1.9	1.3	0.8	35.7	0.0%			
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	179.83	213.00	18%	N/A	N/A	6.9	18.9	0.0%			
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	613.53	613.00	0%	35.6	28.9	11.2	32.7	0.0%			
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	47.95	97.00	102%	13.8	9.9	3.2	19.1	0.0%			
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	26.16	43.00	64%	10.1	7.7	N/A	32.1	0.0%			
华润置地	1109 HK	房地产	买入	24.60	45.10	83%	4.9	N/A	0.6	13.8	6.7%			
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	1.94	2.40	24%	3.5	7.2	5.3	7.9	0.0%			
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.70	45.86	60%	12.0	8.7	2.0	15.7	1.6%			
立讯精密	002475 CH	科技	买入	29.41	46.96	60%	19.0	15.0	3.6	10.9	0.6%			
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	154.20	136.00	-12%	72.4	53.2	8.8	15.6	0.2%			
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.91	15.50	74%	N/A	123.8	3.8	N/A	0.0%			

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年3月27日）

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。