



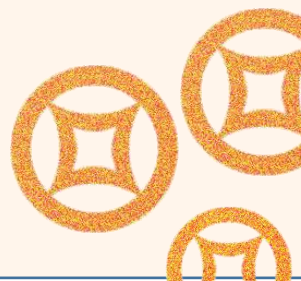
招銀国际
CMB INTERNATIONAL



2024

年度策略报告

曙光初现



目录

宏观与策略.....	3
2024年美国经济展望.....	4
2024年中国经济展望.....	17
行业展望.....	42
中国互联网及软件板块：深抓核心基本盘，全局视角强化股东回报.....	43
中国半导体板块：2024年三大投资主线.....	80
中国科技板块：行业需求全面复苏，AI创新赋能产业突破.....	93
中国医药板块：医药板块有望持续反弹，把握战略机会.....	119
中国必选消费板块：不均衡式复苏延续.....	134
中国可选消费行业：大破大立之年，也许是危，也许是机.....	148
中国汽车板块：2024年展望：竞争推动技术进步与海外扩张.....	166
中国保险板块：静待东风至.....	184
中国房地产板块：道阻且长，行则将至.....	207
中国工程机械/重卡板块：海外需求增长放缓叠加内需乏力，建议选择性好.....	223
中国文娱板块：内容溢价，盈利上行.....	242
中国电力板块：碳达峰碳中和引领新能源电力发展，容量电价重塑火电价值.....	268
中国城市燃气板块：聚焦用气需求和毛差改善，新业务转型加速.....	277
行业首选股份.....	284
腾讯控股 (700 HK).....	285
阿里巴巴 (BABA US).....	287
中际旭创 (300308 CH).....	289
卓胜微 (300782 CH).....	291
小米集团 (1810 HK).....	293
比亚迪电子 (285 HK).....	295
信达生物 (1801 HK).....	297
迈瑞医疗 (300760 CH).....	299
贵州茅台 (600519 CH).....	301
Vesync (2148 HK).....	303
理想汽车 (LI US).....	305
吉利汽车 (175 HK).....	307
万物云 (2602 HK).....	309
潍柴动力 (2338 HK).....	311
浙江鼎力 (603338 CH).....	313
奈飞 (NFLX US).....	315
快手 (1024 HK).....	317
龙源电力 (916 HK).....	319
龙源电力 (001289 CH).....	321
华润燃气 (1193 HK).....	323



宏观与策略

2024年美国经济展望

叶丙南, yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖, frankliu@cmbi.com.hk

在软着陆与温和衰退之间

2023年美国经济大超预期，剧烈加息周期尚未遏制家庭、企业和政府的支出扩张。2024年，信贷紧缩效应明显释放，超额储蓄和企业流动性衰减，就业和收入前景弱化，财政赤字率下降，美国经济增速将会回落。房地产和汽车、消费电子等耐用消费在加息周期中已率先收缩，服务业未来将迎来放缓。各部门下行不同步和实体资产负债表强劲降低了经济衰退风险。通胀将延续回落，因房租、工资涨幅下降和商品价格保持低位。美联储或在5、6月开启降息周期，美债收益率和美元指数将有所回落。

- 经济介于软着陆与温和衰退之间。名义GDP增速从2023年的6.2%降至2024年的3.1%（市场中值3.6%），实际GDP增速从2023年的2.3%降至2024年的0.8%（市场中值1%），2024年上半年GDP环比小幅负增长。失业率从2023年末的4%升至2024年末的4.7%（市场中值4.3%）。
- 就业强劲、超额储蓄释放、资产价格繁荣和财富效应、存量房贷固定利率保护等支撑2023年消费不变价增速达到2%。但随着就业降温、收入放缓、储蓄率回升、超额储蓄释放完毕和消费信贷收缩，2024年消费不变价增速将降至0.8%（市场中值1%），其中商品和服务消费增速分别从2023年的1.5%和2.3%降至2024年的0.9%和0.7%。
- 利率大幅攀升和信贷条件收紧推动房地产销售 2023年进入下行周期，但住房供应短缺支撑房价尚未下跌。2024年住房销售或因利率回落和供应改善而小幅改善，但难以进入新一轮繁荣周期，住宅投资增速从-13.5%升至-3.5%。商业地产市场将延续承压。
- 2023年制造业建设投资支撑企业投资快速增长，预计非住宅投资不变价增长3.3%。2024年企业投资可能温和放缓，因信贷紧缩效应、成本压力居高、消费需求放缓和政策刺激效应递减，非住宅投资不变价增速或降至1.8%。
- 出口增速放缓，进口增速回升，因基数效应。出口增速从2023年的2.8%降至2024年的1.1%（市场中值0.5%），进口增速从2023年的-1.9%升至2024年的1.4%（市场中值0.4%）。去库存结束、工业价格止跌回升和海外需求改善支撑出口。
- 去通胀延续。2023年能源通胀降幅最大，房租通胀降幅较小，其他大部分商品和服务通胀均明显下降。2024年去通胀将延续，因房租、工资涨幅回落和商品价格保持低位。预计PCE通胀与核心PCE通胀分别从2023年的3.8%和4.2%降至2024年的2.3%和2.4%（市场中值2.6%和2.7%）。PCE通胀与核心PCE通胀或在3Q24降至2.5%以下。
- 政府支出增速下降，因基数效应和国会对联邦政府扩大赤字的限制。政府消费和投资不变价增速从2023年的3.4%降至2024年的1.3%，联邦政府赤字率从2023年的6%小幅降至2024年的5.8%（市场中值5.8%）。尽管拜登政府希望延续财政扩张以提升民众支持率，但共和党势必对财政预算施加限制。
- 美联储加息见顶，明年二季度开始降息。联邦基金利率从2023年末的5.25%-5.5%下降1.5个百分点至2024年末的3.75%-4%（市场中值4.25%-4.5%），10年国债收益率从2023年末的4.5%降至2024年末的3.9%（市场中值为3.74%）。美联储可能维持或小幅放慢每月缩表至多950亿美元的QT计划。由于美欧经济增速差缩小及俄乌战争可能缓和，美元指数或从2023年末的103下跌5%至2024年末的97.8。

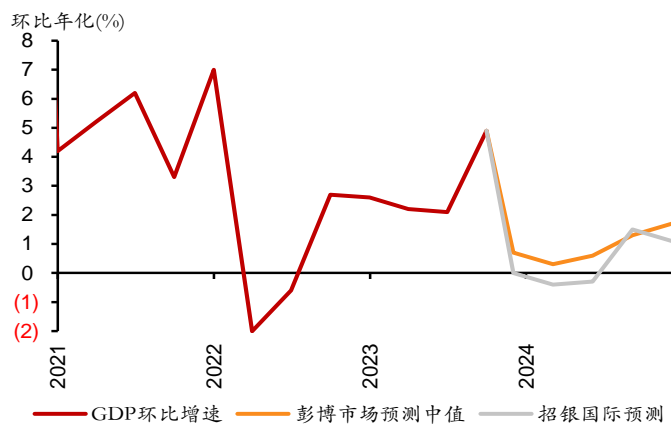
图 1: 美国经济预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 YTD	过去10年平均	彭博市场预测中值			招银国际预测		
													2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
名义GDP(万亿美元)	16.9	17.6	18.3	18.8	19.6	20.7	21.5	21.3	23.6	25.7	27.2	-	27.3	28.3	29.4	27.3	28.2	29.4
人均GDP(万美元)	5.3	5.5	5.7	5.8	6.0	6.3	6.5	6.4	7.1	7.7	8.1	-	8.2	8.4	8.7	8.2	8.4	8.7
GDP增速(%)	2.1	2.5	3.0	1.8	2.5	3.0	2.5	-2.2	5.9	2.0	2.3	2.3	2.3	1.0	1.8	2.3	0.8	2.2
消费增速(%)	1.7	2.8	3.4	2.5	2.6	2.7	2.0	-2.5	8.6	2.6	2.1	2.6	2.2	1.0	1.8	2.0	0.8	2.2
投资增速(%)	7.4	6.5	6.3	-0.1	4.4	5.8	3.1	-4.7	9.1	5.0	-2.2	4.3	-1.9	1.0	3.0	-1.8	0.9	3.6
住宅投资	12.8	4.3	10.6	7.1	4.3	-0.7	-0.9	7.2	11.3	-9.0	-13.8	4.7	-	-	-	-13.5	-3.5	5.0
非住宅投资	4.7	8.1	3.3	1.8	4.6	6.9	3.7	-4.7	6.0	5.2	4.3	4.0	-	-	-	3.3	1.8	3.2
出口增速(%)	3.0	3.9	0.3	0.5	4.1	2.9	0.5	-13.1	7.1	7.0	3.1	1.6	2.3	0.5	3.0	2.8	1.1	2.0
进口增速(%)	1.2	5.2	5.2	1.5	4.7	4.0	1.2	-9.0	15.2	8.7	-2.1	3.8	-2.3	0.4	3.0	-1.9	1.4	2.6
政府支出增速(%)	-2.4	-0.9	2.0	2.0	0.6	2.0	3.9	3.2	-0.3	-0.9	3.8	0.9	3.3	1.3	0.9	3.4	1.3	1.0
联邦政府赤字率(%)	4.1	2.8	2.4	3.2	3.5	3.8	4.6	14.9	12.3	5.5	4.7	5.7	6.1	5.8	6.0	6.0	5.8	6.1
PCE通胀(%)	1.3	1.4	0.2	1.0	1.7	2.0	1.4	1.1	4.2	6.5	4.1	2.1	3.8	2.6	2.1	3.8	2.3	2.0
核心PCE通胀(%)	1.5	1.5	1.2	1.6	1.6	1.9	1.6	1.3	3.6	5.2	4.5	2.1	4.2	2.7	2.2	4.2	2.4	2.1
失业率(%)	6.7	5.6	5.0	4.7	4.1	3.9	3.6	6.7	3.9	3.5	3.9	4.8	3.7	4.3	4.2	4.0	4.7	4.2
联邦基金利率(%)	0.1	0.1	0.2	0.6	1.3	2.4	1.6	0.1	0.1	4.3	5.3	1.07	5.33	4.33	3.33	5.33	3.83	3.33
10年国债利率(%)	3.0	2.2	2.3	2.5	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	3.9	4.4	2.33	4.52	3.74	3.60	4.50	3.90	3.55
美元指数	80.2	90.3	98.7	102.4	92.3	96.1	96.4	90.0	96.0	103.5	103.5	94.6	105.7	100.2	96.8	103.0	97.8	96.4

资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

注: 消费、投资、出口、进口和政府支出增速均为不变价增速。

图 2: 美国 GDP 环比增速



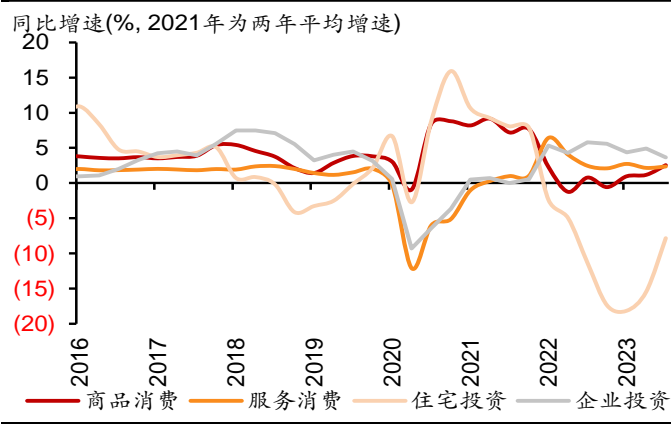
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国 GDP 同比增速



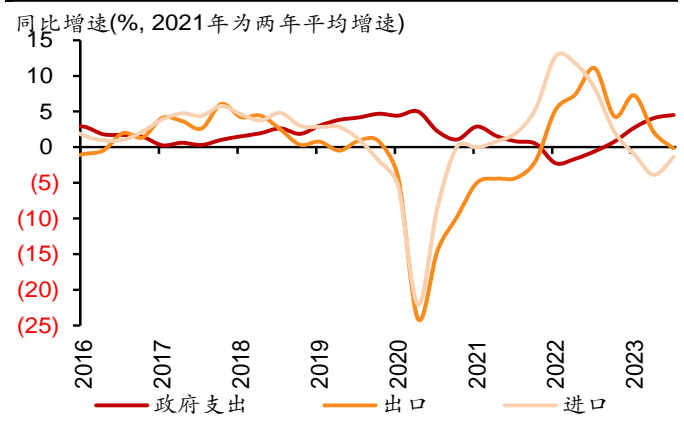
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 4: 私人消费与投资不变价增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 5: 政府支出与进出口不变价增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

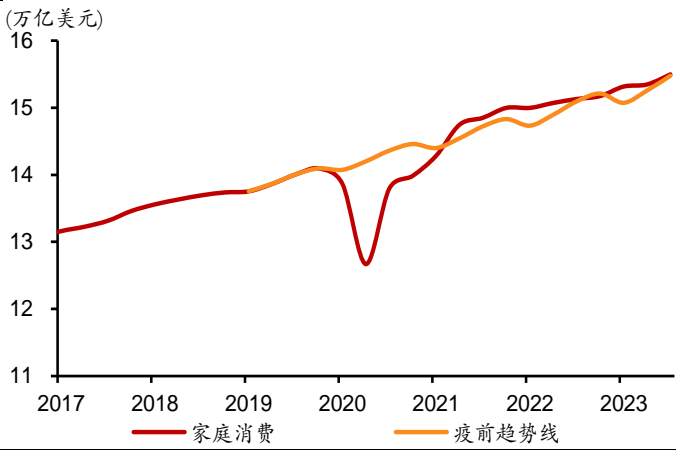
消费的韧性与隐忧

2023年家庭消费较快增长是经济超预期关键。前三季度消费不变价同比增速2.1%，低于2022年的2.6%，但超过疫情前2019年的2%。商品消费增速在2020-2021年宅经济时代年均达到8.2%，2022年骤降至0.3%，2023年前三季度小幅升至1.6%，其中汽车消费因供应链恢复和电动化智能化升级增长5.7%，家具家电消费因去库存趋缓和住房销售反弹转为增长0.6%，娱乐商品消费保持6%的较快增长，但计算机、消费电子下降1.2%，服装消费小幅增长0.5%，能源价格回落刺激能源产品消费增速小幅升至1.3%。服务消费进一步修复，2023年前三季度增速2.4%，低于2022年的3.8%，但高于2020-2022年平均增速1.5%和2017-2019年平均增速1.9%，其中家庭服务、娱乐和餐饮住宿消费增速分别达到2.8%、4%和4%，均显著超过2017-2019年平均增速，高端服务延续回升，医疗护理和金融保险消费增速分别为5.5%和1.9%，大幅超过2017-2019年平均增速。

五大因素支撑2023年家庭消费韧性。一是就业市场强劲。职位空缺数/失业人数比从2022年末的2倍降至2023年9月末的1.5倍，但仍高于2017-2019年的1.1倍，劳动报酬名义增速从2022年的4.9%降至2023年前三季度的4.5%，但通胀回落幅度更大，薪资实际增速从0.6%升至1.8%。劳工供求缺口收窄但仍存在，服务业占比回升和部分企业窖藏劳工推升劳工需求，劳工供应恢复较慢仍显著低于疫情前趋势线。一些大龄劳工可能因疫情、大规模财政补贴和资产价格繁荣周期而提前退休，55岁以上人口劳动参与率恢复缓慢，而川普时代移民政策和疫情导致2018-2021年移民数量显著下降，2022年外国出生劳工占劳工供应的18.1%。二是超额储蓄释放。2020-2021年财政刺激规模高达GDP的25%，大规模转移支付和线下消费场景受损令家庭积累超过2万亿美元超额储蓄，2022年以来超额储蓄持续释放成为消费重要支撑。三是资产价格繁荣及财富效应。2020-2021年超级宽松政策推动股市、房市和养老金资产大涨，家庭财富在两年间累计上涨近30%，2023年6月末创新高达到154.3万亿美元，比2019年末高出32.2%。四是家庭长期贷款中固定利率合约占比较高，加息周期对偿债负担的传导缓慢。30年固定利率抵押贷款利率已从2021年四季度的3.08%升至2023年第三季度的7%以上，但存量抵押贷款利率仅从3.4%升至3.7%，家庭在2009-2021年低利率时期申请的抵押贷款近90%为固定利率贷款。家庭长期贷款利率被锁定在低利率时代水平，家庭偿债负担率从2021年第一季度8.3%仅小幅升至2023年第二季度9.8%。五是消费信心强。储蓄率从2022年的3.3%小幅升至2023年上半年的5%，第三季度又降至3.8%，大幅低于2021年的11.1%和疫情前2019年的7.4%。

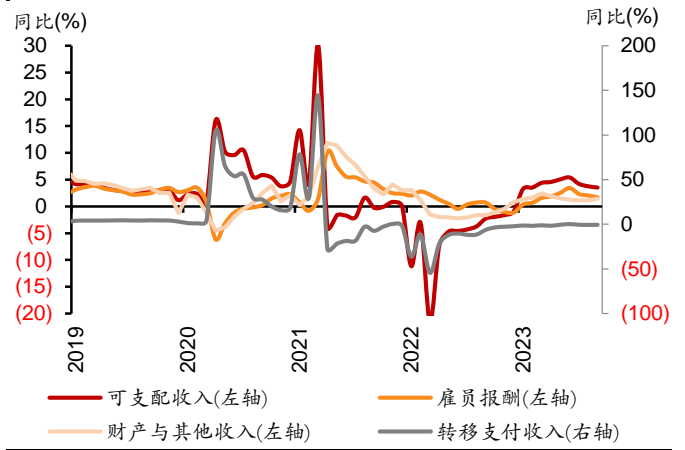
2024年家庭消费将有所放缓，因信贷紧缩及财务压力、失业风险和收入不确定性上升。金融条件和信贷供应持续收紧，消费贷款三个月环比年化增速从2022年3月的15.9%降至2023年7月的1.1%，8-10月逐步反弹至3.9%，但反弹可持续性值得观察。家庭固定利率存量房贷到期再融资，将面临融资利率大幅上升问题，利率每上升1个百分点，家庭偿债负担率上升0.6个百分点。信贷紧缩、成本压力和需求不确定性降低企业劳工需求，劳动参与率和移民流入回升支撑劳工供应逐步恢复，工资增速将进一步放缓。储蓄率已降至极低水平，随着未来就业和收入不确定性上升，储蓄率可能温和回升。超额储蓄已释放殆尽，对消费的支撑作用将逐步减弱。房价面临进一步下调压力，股市波动性上升，财富效应可能转弱。总体来看，家庭部门流动性条件和财务状况将逐步恶化，消费增速将有所放缓。

图 6: 美国家庭消费较早恢复



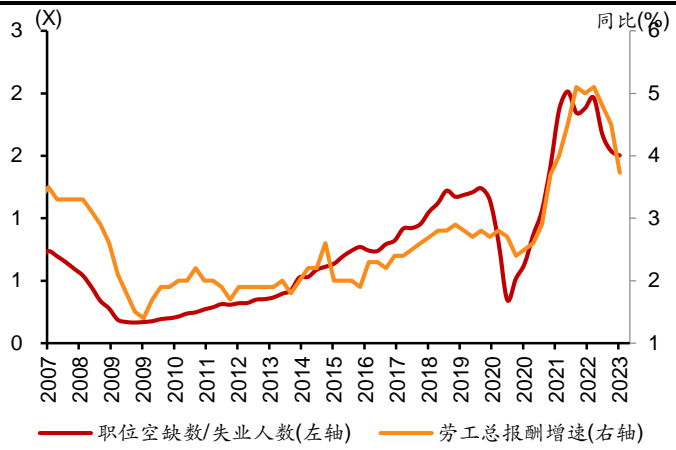
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 7: 家庭收入不变价增速



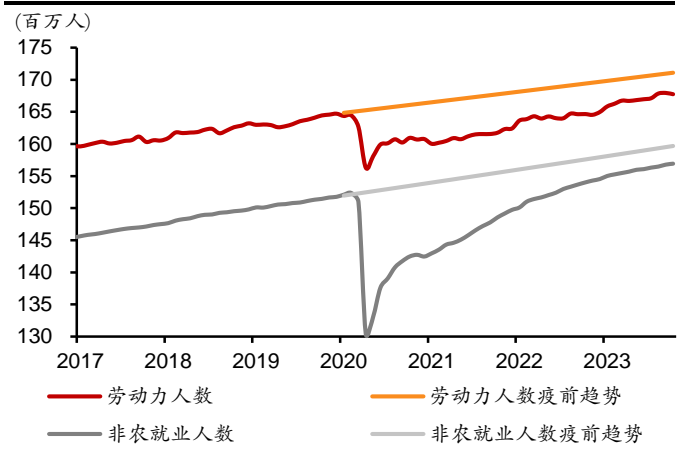
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 8: 就业供求与薪资增速



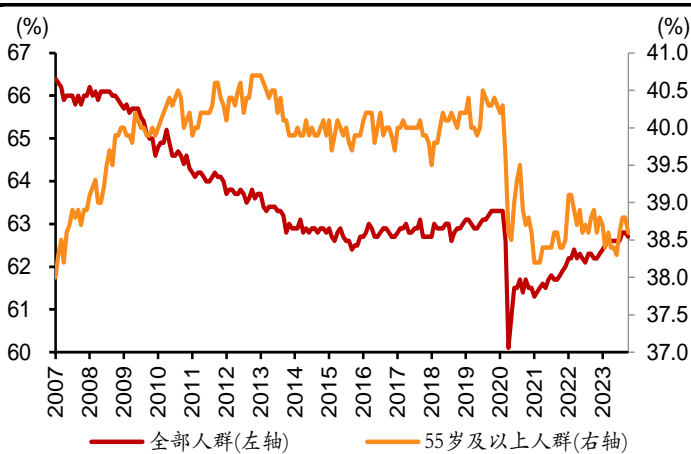
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 9: 劳动力供应缺口



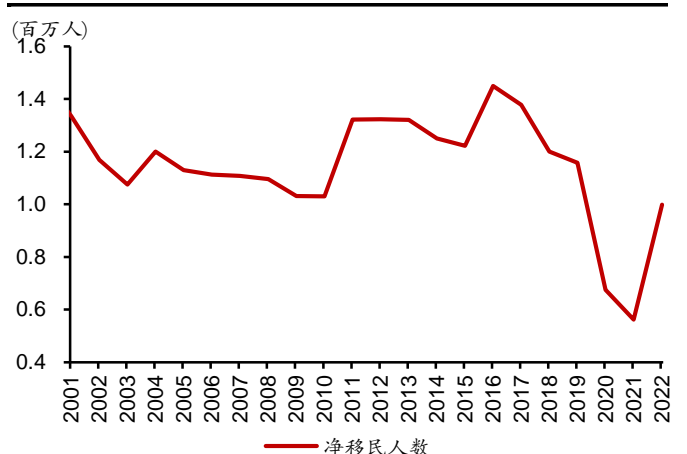
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 10: 劳动参与率



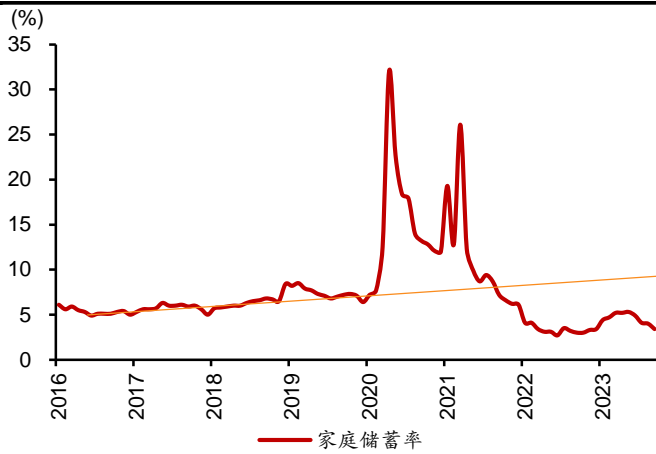
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 11: 净移民人数大幅下滑后开始反弹



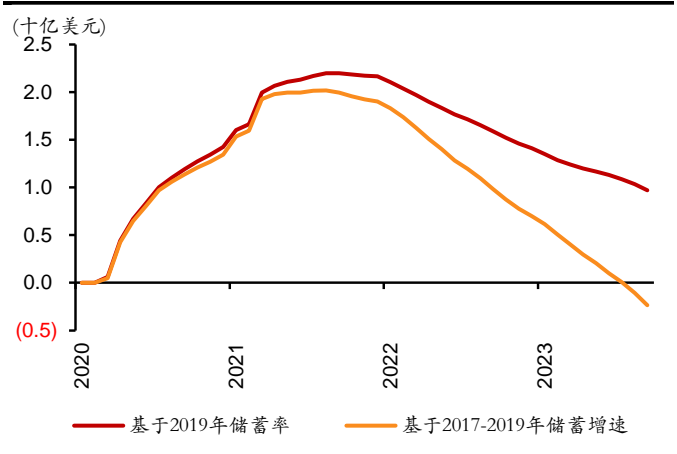
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 12: 家庭储蓄率大幅低于疫前趋势



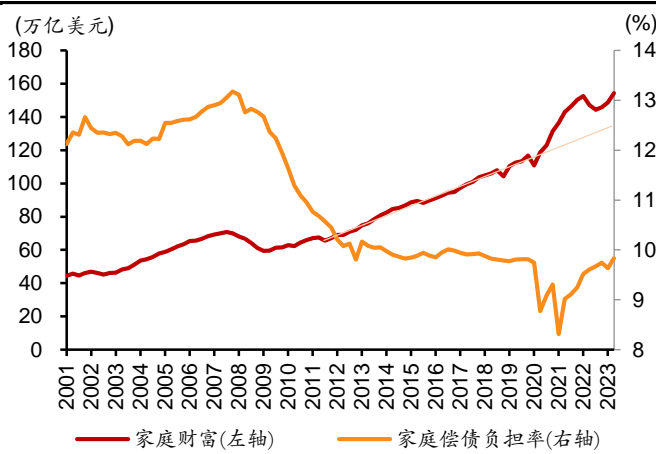
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 13: 家庭累计超额储蓄



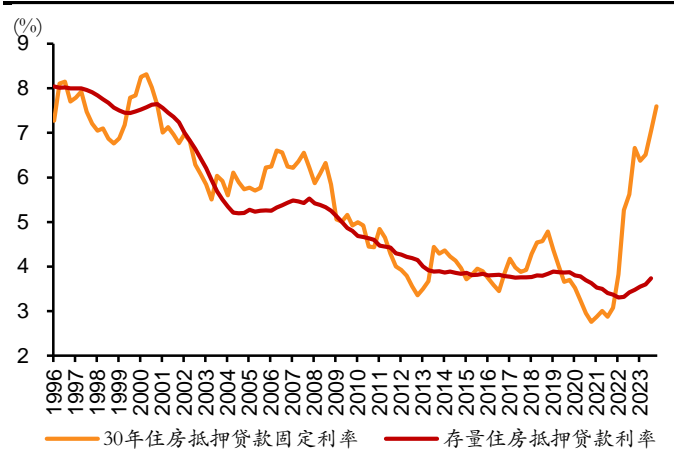
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 14: 家庭财富与偿债负担率



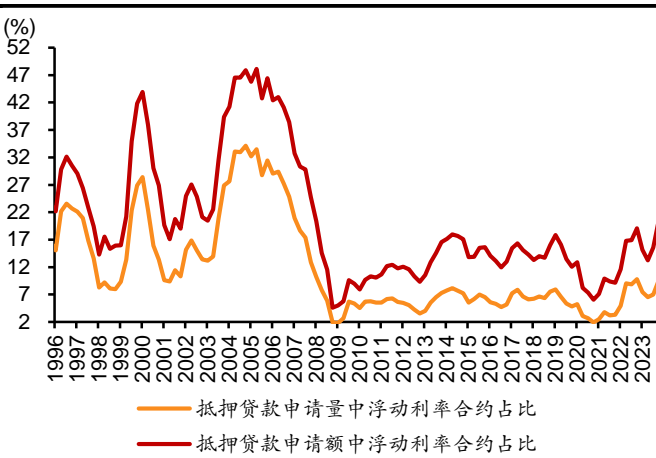
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 15: 新住房抵押贷款与存量住房抵押贷款利率



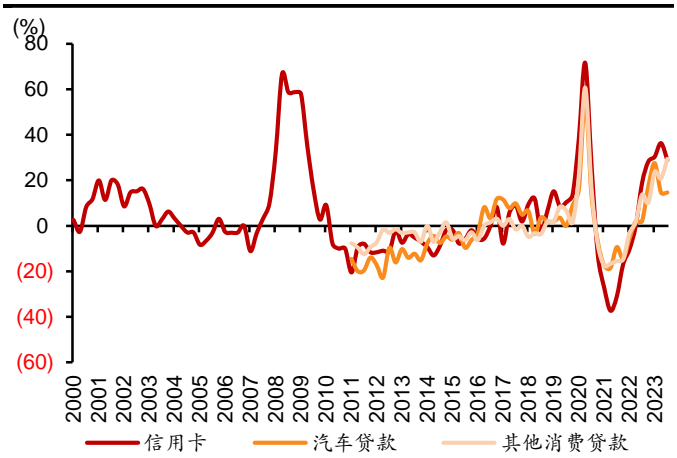
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 16: 住房抵押贷款申请中浮动利率合约占比



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 17: 银行收紧消费贷款标准净占比



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

房地产降幅逐步收窄

房地产部门因杠杆率较高对利率周期相对敏感，利率大幅攀升和信贷条件收紧推动房地产销售进入下行周期。2022年，新住房销量、新建住房获批量和成屋销量分别下降17.2%、4.2%和17.1%；2023年前三季度，新住房销量同比反弹5.3%，但新建住房获批量和成屋销量进一步下跌16.3%和21.9%。商业地产销售降幅更大，估计2022-2023年商业地产成交额累计下降50%左右。

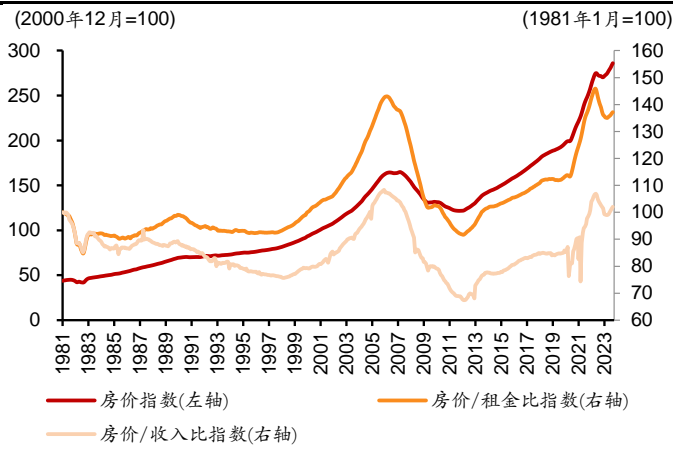
住房价格涨幅趋缓，但尚未明显下跌，因住房供应尤其是成屋供应短缺。成屋库存从2019年月均174.2万套降至2022年月均109.8万套和2023年前三季度的106.3万套，可供销售月数从2019年月均3.9个月降至2022年月均2.7个月，2023年前9个月因成屋销售进一步大幅萎缩而小幅升至3个月。成屋供应短缺，一方面制约住房销量并推升房价，另一方面促使更多居住需求转向租房市场，支撑房租水平。房地美房价指数从2019年末至2021年末两年期间累计大幅上涨31.6%，2022年上半年累计上涨6.5%后，下半年累计下跌1.6%，但2023年前三季度再度上涨5.8%。Zillow市场租金指数2022年月均环比年化上涨7.8%，2023年前10个月降至2.6%，但尚未开始下跌。

成屋供应短缺主要因为存量房贷利率大幅低于新房贷利率带来“金手铐效应”。大量房主被锁定在过去十几年低利率存量房贷中而不愿出售房屋，造成成屋供应短缺。截止2023年9月存量住房抵押贷款平均利率仅为3.74%，比30年新住房抵押贷款利率低3个百分点以上。据Zillow调查，住房按揭贷款利率降到5%可以将房主售房意愿提升至原来的两倍；据John Burns Research & Consulting调查，71%计划贷款买房的潜在购房者认为不能接受高于5.5%的利率。5%-5.5%似乎是住房抵押贷款利率的重要临界值，但新住房抵押贷款利率降至5%-5.5%仍需时日。

2024年房地产市场可能小幅改善，但很难进入新一轮繁荣周期。随着美联储降息和长期国债利率下降，房贷利率将有所回落，房贷条件或温和改善，但利率仍在限制性水平，对需求形成抑制。房地产供应尤其是成屋供应将有所改善，助推住房销售可能转为小幅正增长。新建住房开工可能延续下降，因2023年新住房库存可售月数升至历史较高水平，但新房开工的降幅将大幅收窄。多户住房可能面临一定供大于求压力，2023年前三季度私人部门多户住宅建造支出同比增长22.1%，9月在建公寓达到近100万套处于历史高位，多户住房到期债务从2023年的1850亿美元升至2024-2025年年均2500亿美元左右，再融资成本压力将有所上升。

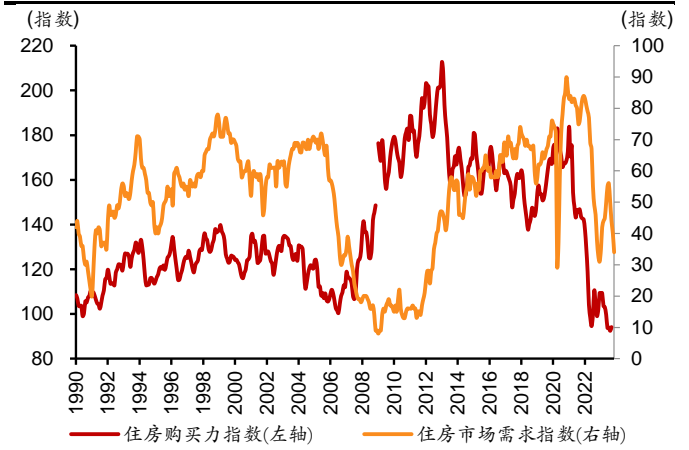
2024年商业地产市场将延续承压，其中办公楼市场压力依然最大。疫情令许多公司流行远程办公，降低办公楼需求，但办公楼建设和供应仍在增加，2023年前三季度私人部门办公建筑建造支出增长7.4%，2023年10月美国办公楼空置率达到17.8%。商业地产价格自2022年3月见顶以来累计下跌超过15%，彭博9月末调查显示70%的市场机构认为美国商业地产价格见底可能要到2024年下半年或者更晚。截至2023年10月末，商业地产贷款余额近3万亿美元，未来两年年均到期规模6000亿美元，再融资成本压力上升。商业地产市场疲弱对小银行拖累超过大银行，2023年10月末大银行和小银行的商业地产贷款余额分别为0.9万亿美元和2万亿美元。

图 18: 房价及泡沫化指数



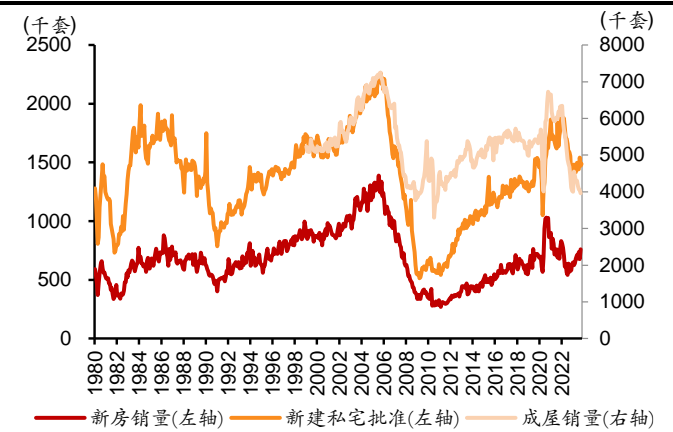
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 19: 住房购买力与市场需求指数



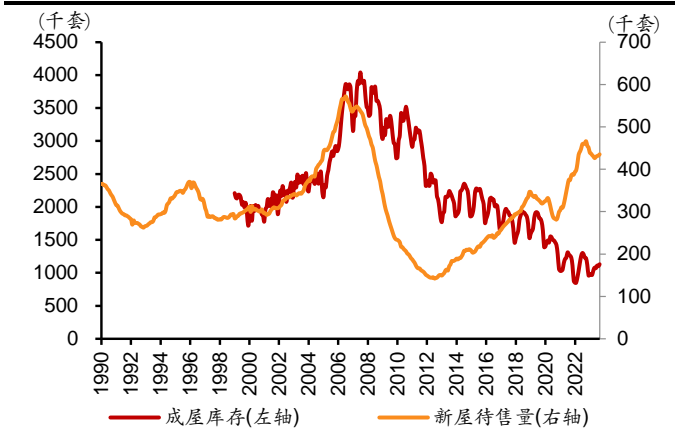
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 20: 房屋销量和新建住宅获批量



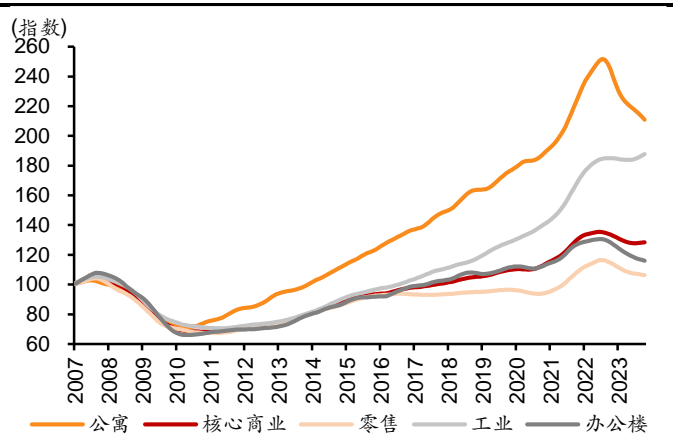
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 21: 成屋和新房供应



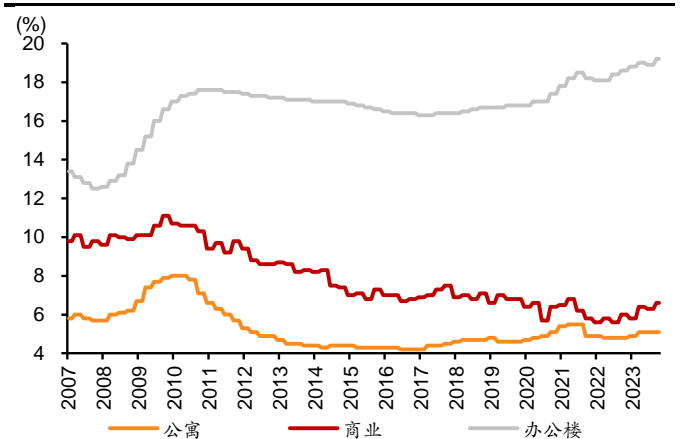
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 22: 商业地产价格指数



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 23: 都市区商业地产空置率



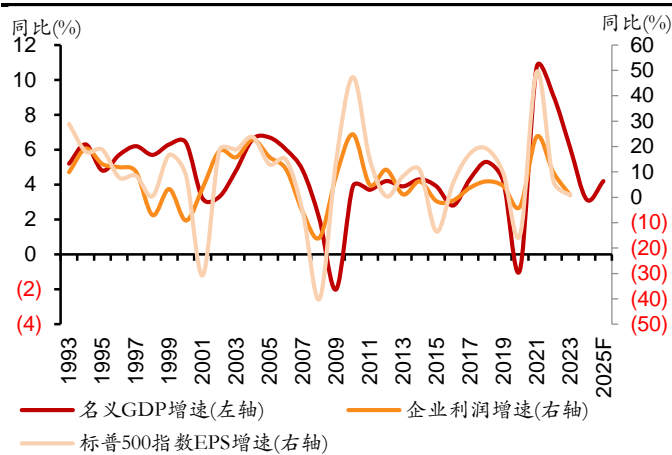
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

企业投资与库存周期

2023年企业投资保持较快增长，制造业建设投资是最大亮点。2023年前三季度非住宅固定资产投资不变价同比增长约4.3%，低于2022年的5.3%，但高于2020-2022年平均的2.2%，略低于2013-2019年平均的4.7%，在剧烈加息周期中表现出色，平均拉动GDP环比年化增速约0.6个百分点。分类别来看，建设投资和知识产权投资分别增长11.2%和5%，但设备投资下降0.1%。从对前三季度非住宅固定资产投资名义增速的贡献率来看，制造业建设、知识产权和运输设备分别贡献66.2%、28.2%和22.8%，而信息处理设备、采矿业建设和工业设备的贡献率均为负值。制造业建设投资强劲增长主要来自计算机、电子设备和电气设备行业拉动，可能受益于《通胀削减法案》3690亿美元补贴对电动汽车、关键矿物、清洁能源及发电设施和《芯片法案》2527亿美元补贴对半导体、人工智能等领域的投资支持。从库存周期来看，伴随PPI延续下跌，企业仍延续去库存，前三季度企业库存变化平均拖累GDP环比年化增速0.3个百分点。

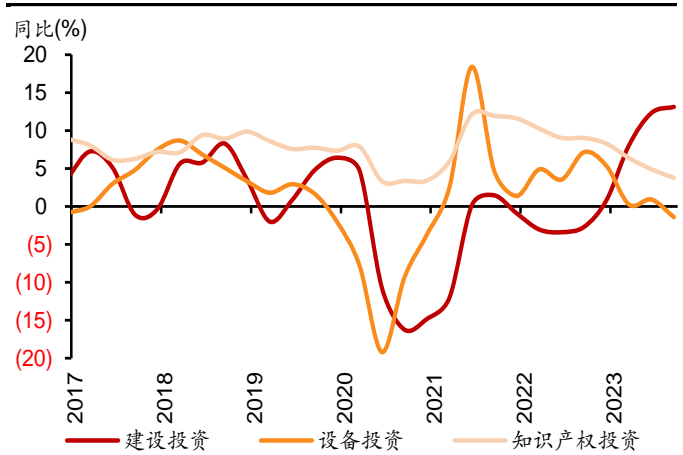
2024年企业投资可能温和放缓，因信贷紧缩效应显现、成本压力居高、消费需求放缓和政策刺激效应递减。企业信贷条件持续收紧，工商业贷款余额同比增速由2022年末的12.7%大幅降至2023年10月末的-0.3%，尽管下半年以来环比略有改善，但年化增速仍不到2%。在过去十几年低利率时期，企业普遍选择固定利率借款，债券发行中浮动利率债券占比从次贷危机前的近30%降至过去十年的15%左右，加上大企业充裕的现金资产在加息周期中收益上升，企业净利息支出占净利润比尚未开始上升，但随着企业低利率存量债务不断到期，未来再融资成本将明显上升。企业用工成本依然较高，上半年企业利润同比下降0.8%，可能拖累企业投资活动。随着消费需求放缓和前景不确定性上升，企业对未来资本支出可能更加谨慎。两党在大选前激烈斗争，共和党将努力限制拜登政府支出和企业补贴的进一步扩张，加上新能源和半导体行业中期内产能过剩风险上升，产业政策对企业投资的刺激效应可能递减。2024年企业去库存周期可能结束，但因需求前景不确定性上升，企业加库存意愿可能仍在低位，库存投资可能录得小幅正增长。

图 24: 名义 GDP 与企业利润增速



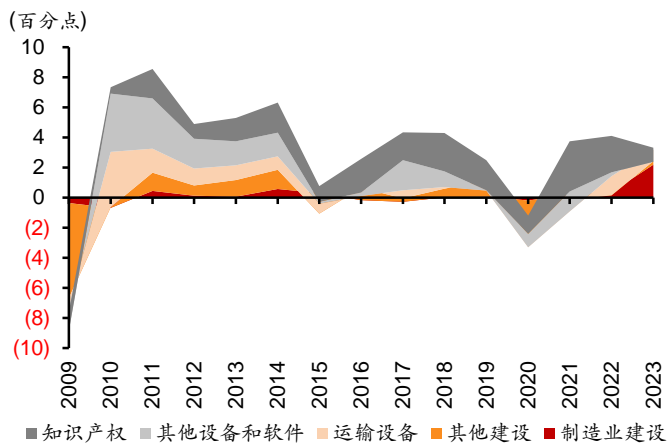
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 25: 企业投资不变价增速



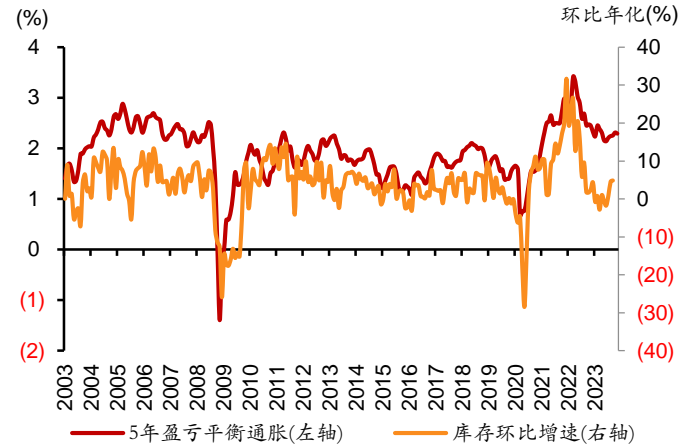
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 26: 主要项目对企业投资同比增速的拉动



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 27: 通胀预期与企业库存环比增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

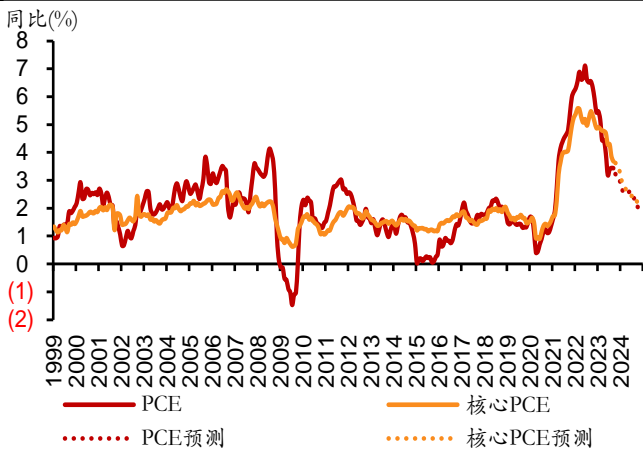
去通胀延续

2023年通胀显著回落，能源通胀降幅最大，非能源商品和除房租外服务通胀下降明显，但房租通胀降幅较小。CPI与核心CPI同比增速从2022年12月的6.4%和5.7%分别降至2023年10月的3.2%和4%，其中能源和食品CPI同比增速分别从7.1%和10.5%降至-4.5%和3.3%，其他商品和除房租外服务CPI同比增速分别从2.2%和7.5%降至0%和3%，房租CPI同比增速仅从7.6%降至6.8%。随着经济超预期、大宗商品波动和基数效应变化，下半年去通胀趋缓，各部门通胀走势分化，核心CPI环比增速近4个月稳定在2.4%左右，食品CPI环比增速从第二季度的2%升至8-10月的2.8%，能源CPI环比增速先升后降，其他商品CPI环比增速从4.4%大幅降至-2.4%，因汽车、手机等耐用品供给竞争加剧，房租CPI环比增速从5.6%降至4.8%，但除房租外服务CPI从0.4%跳升至5.6%，主要因能源价格反弹推升运输服务价格，医疗护理业罢工和健康险价格重计算推升医疗护理CPI。

2024年去通胀将延续，最大贡献可能来自房租项。CPI中房租来自对租户和房主的问卷调查，反映存量租约价格或等价租金，由于存量租约价格调整具有时滞，加上劳工部对同一个样本住宅的租金每6个月才进行一次抽样，CPI中房租变化滞后市场租金10-12个月。ZILLOW市场租金指数环比涨幅在2021年9月前后见顶，同比涨幅在2022年3月前后见顶，下半年以来大幅下行，最近两个月同比增速降至3%左右，预示CPI房租通胀未来仍有较大下降空间。除能源外的服务通胀与劳工成本涨幅密切相关，随着就业市场走弱和劳工成本涨幅下降，除能源外服务通胀将进一步回落。

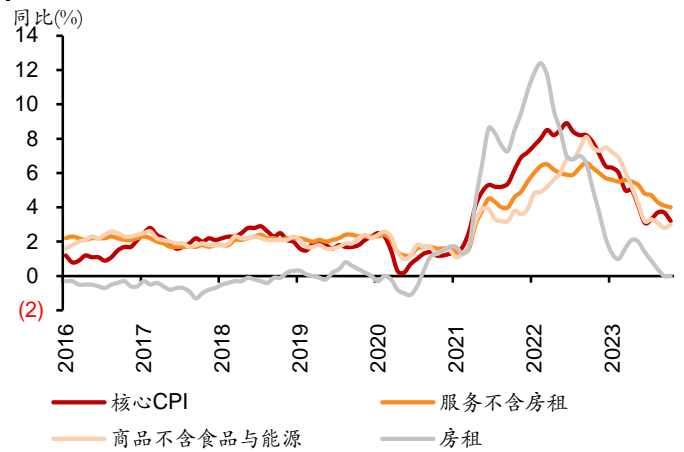
商品通胀可能在低位波动，预计大宗商品小幅下跌，工业品价格止跌回升。可能提振商品价格的宏观因素包括：全球货币政策边际放松，美欧央行开始降息，中国央行进一步放松货币信贷政策；中国和欧元区需求温和改善，中国可能实施更加积极的财政刺激；天气、地缘政治等因素对大宗商品供应的扰动。可能打击商品价格的因素包括：美国信贷条件可能依然偏紧，总需求可能放缓；俄乌战争可能缓和，中美关系或阶段性改善，全球商品供应链或进一步修复。

图 28: PCE 与核心 PCE 同比增速



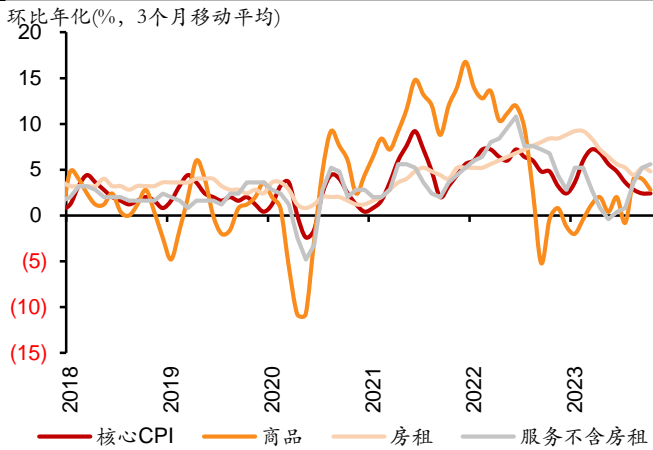
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 29: CPI 主要项目同比增速



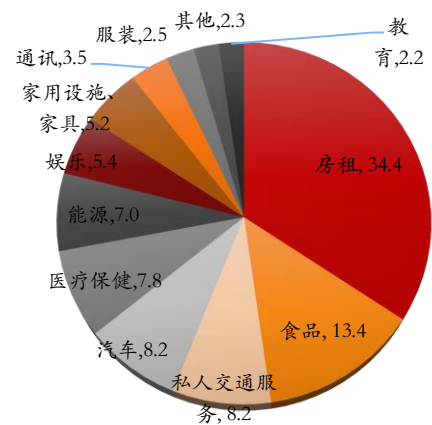
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 30: CPI 主要项目环比年化增速



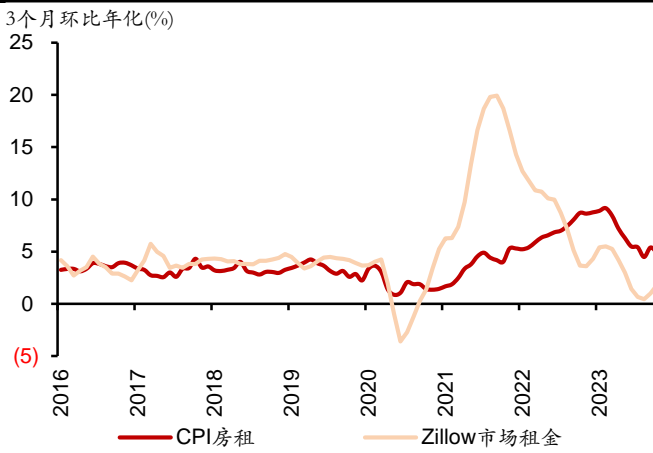
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 31: CPI 分项权重



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 32: 房租环比年化增速



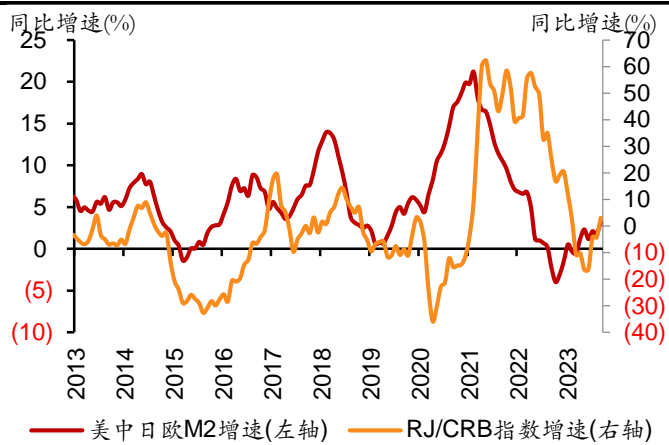
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 33: 薪资增速与核心通胀



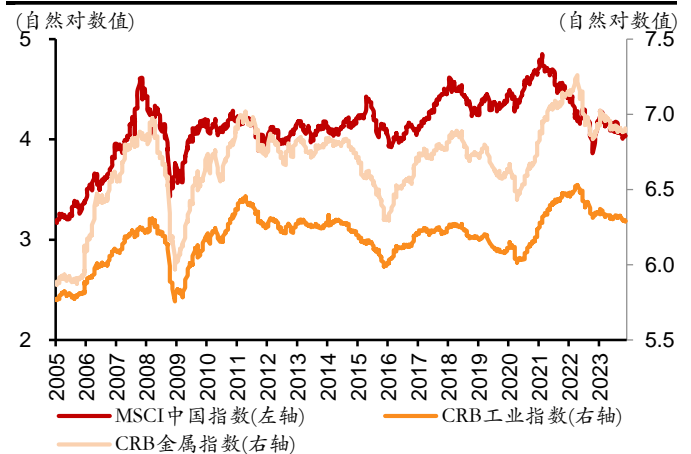
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 34: 全球货币周期与大宗商品周期



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 35: 中国因素对工业品和金属价格具有重要影响



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

宏观政策

财政政策扩张力度下降。联邦政府赤字率从2023年6.1%降至2024年5.8%，政府支出增速从3.4%降至1.3%。疫情期间大量紧急拨款和救济支出结束，家庭儿童支出等税收抵免到期，2023年6月债务上限协议将降低未来两个财政年度联邦支出2340亿美元。伴随剧烈加息，联邦政府偿债负担率显著上升，2023年联邦政府利息支出占收入比近15%，未来几年伴随债务规模膨胀可能升至20%以上。政府预算和债务可持续问题引发高度关注，两党在大选前将围绕财政预算展开激烈斗争，尽管拜登政府希望进一步扩张财政政策以延续经济景气周期和提升民众支持率，但共和党势必努力对此施加限制。布鲁金斯研究会认为财政扩张力度减弱将年化拖累2024年GDP增速约0.6个百分点。但联邦政府很难大规模削减支出，因为约三分之二支出是社会保障、医疗保险和医疗补助等强制性福利支出，人口老龄化、医疗和养老成本居高以及贫富差距扩大令相关福利性支出面临上升压力，削减这些支出面临巨大的政治压力。

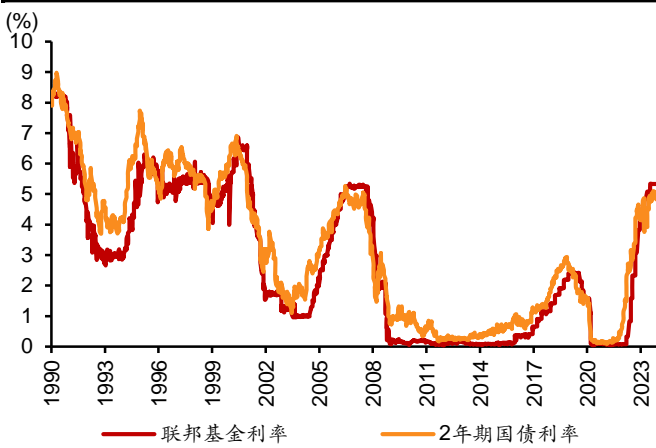
美联储加息周期已经到顶。随着通胀显著回落、信贷条件收紧、金融压力上升和就业放缓，美联储已重拾控通胀自信，更加关注金融风险和经济不确定性，对进一步紧缩非常谨慎。目前好于预期的经济指标多是滞后或同步指标，例如就业、消费和服务业，但一些先行指标如收益率曲线、制造业PMI、信贷条件和消费者信心指数均给出经济下行乃至衰退风险预警。货币政策完全依赖滞后指标，将失去前瞻性，容易犯紧缩过头风险。美联储10月和11月连续暂停加息，显示其不愿以金融动荡风险为代价过度加息，而选择耐心等待高利率紧缩效应进一步释放，关注点已经从利率峰值多高转向当前高利率持续多久。鲍威尔在11月记者会上表示，本轮加息周期已接近结束但将继续谨慎行事并重申通胀目标。

美联储将在2024年开启降息周期。随着经济增速和通胀水平显著回落，实际利率将升至非常高水平，银行体系与金融市场可能持续承压，降息条件将逐步形成，美联储可能在5、6月开始降息，全年降息1.5个百分点左右。由于通胀降至目标水平仍需一段时间，高利率将维持数月时间。但随着实际利率持续上升和信贷条件不断收紧，家庭部门财务状况可能恶化，消费或逐步放缓。房地产市场尽管环比反弹，但很难进入新一轮繁荣周期。企业面临成本压力和远期不确定性，对增加资本支出更加谨慎，尽管去库存接近完成，但企业加库存意愿仍然较低。长期贷款固定利率令中小银行承压，银行体系仍有局部动荡风

险，但主要部门资产负债表稳健，银行资产质量和资本充足率优良，银行体系发生危机概率较小。

美元指数可能周期性回落。首先，美欧经济增速差和利差可能小幅收窄。美国经济增速、通胀和利率可能显著回落，GDP增速从2023年的2.3%降至2024年的0.8%；欧元区经济延续疲弱，但2023年已率先大幅放缓，GDP增速可能从2023年的0.6%小幅升至2024年的0.8%。其次，俄乌战争可能走向缓和，对欧元压制可能减轻。俄乌战争对双方的消耗持续增加，巴以冲突可能进一步分散美国精力与资源，欧美国内反战力量上升。最后，中美关系可能阶段性改善，利好欧元。中国希望改善中美关系以修复市场信心和重振经济。美国政府希望延续当前经济扩张周期并缓解工商界和中小企业压力，对中国长期发展前景预期有所改变，对华战略可能从全面遏制转向“小院高墙”，重点打击高科技，但重启其他领域沟通合作。欧元区对中国供应链和中国市场依赖度比美国更高，中美关系阶段性改善将利好欧元。

图 36: 2 年国债利率反映对政策利率预期



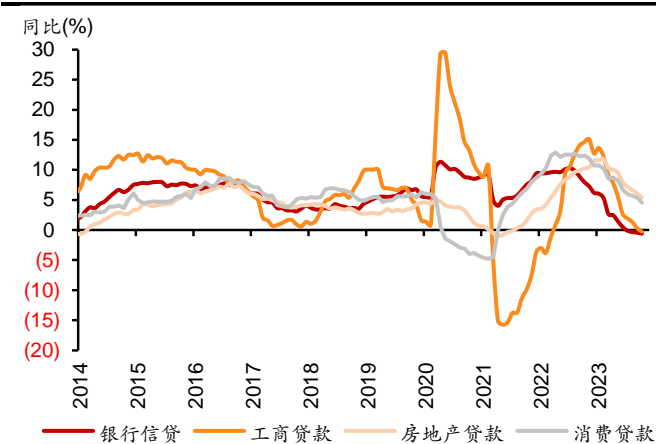
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 37: 美国实体部门融资成本



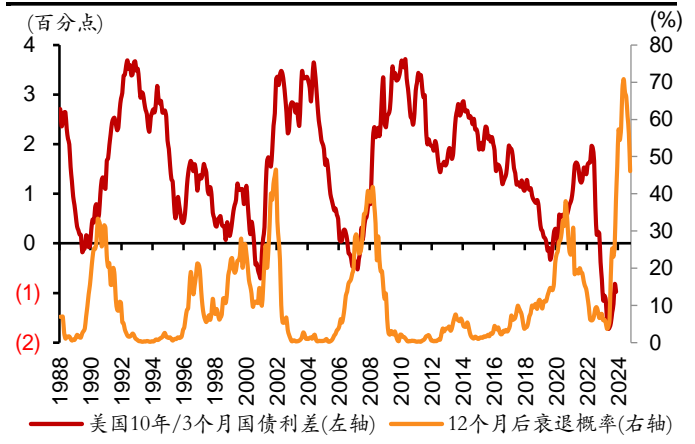
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 38: 美国信贷增速



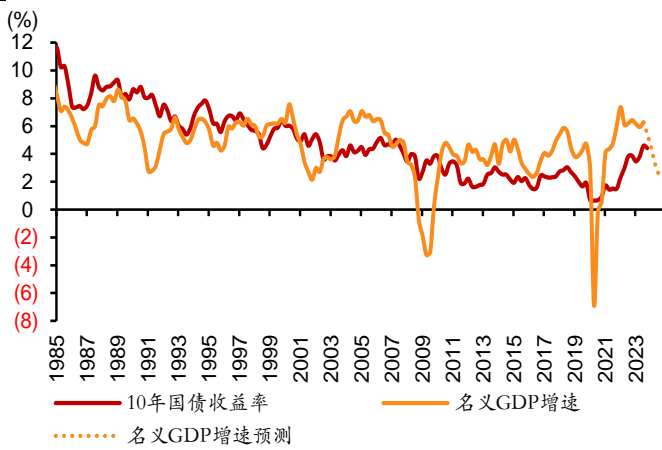
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 39: 国债期限利差与未来 12 个月衰退概率



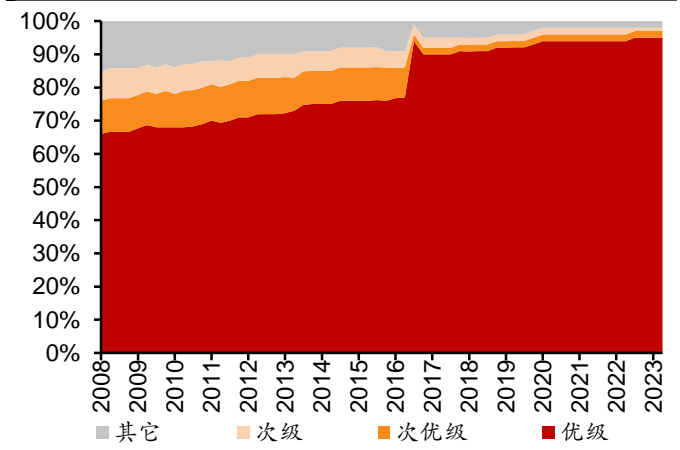
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 40: 美国 10 年国债收益率与名义 GDP 增速



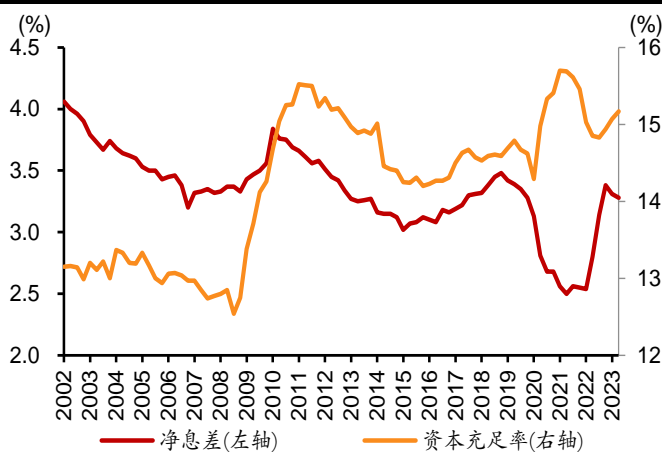
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 41: 美国住房抵押贷款信用质量分布



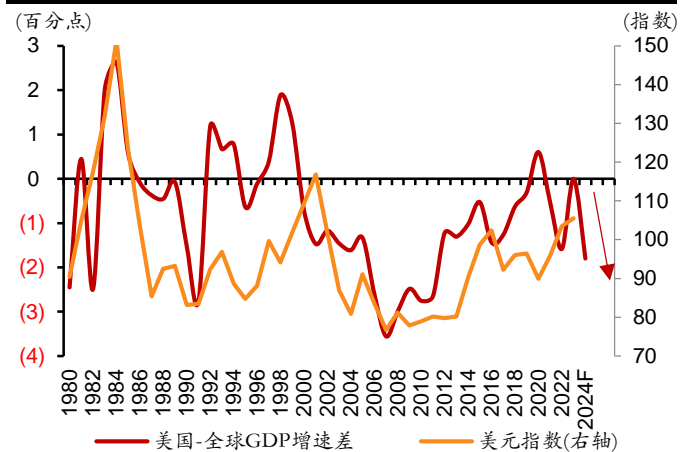
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 42: 美国银行业净息差与资本充足率



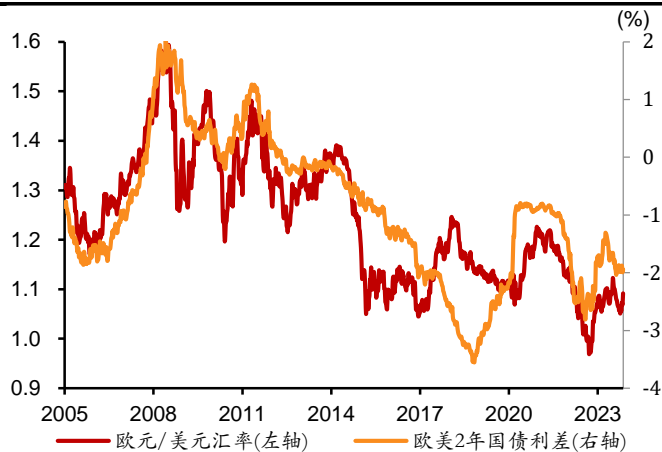
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 43: 美国经济相对强弱与美元指数



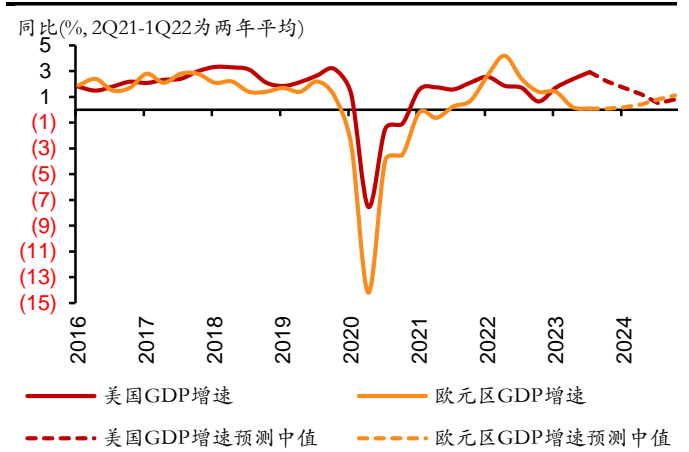
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 欧元/美元汇率与利差



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 2024 年美欧经济增速差将明显缩小



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

2024年中国经济展望

叶丙南, yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖, frankliu@cmbi.com.hk

温和改善

2023年经济复苏充满波折，地产剧烈收缩、实体通缩和日本化预期重挫私人信心，地方财政困境和隐性债务风险拖累财政政策效果，美元高利率限制国内利率政策空间。2024年决策层或维持5%经济增速目标，显著提升财政宽松力度，延续放松货币政策，着力稳地产、化解风险和修复信心。中国经济将温和改善，消费缓慢向好，房地产降幅趋缓，固定资产投资和进出口贸易增速回升，通缩逐步缓解。中国名义GDP增速将重新超过美国，美中利差明显收窄，人民币或温和反弹。

- 经济温和改善。名义GDP增速从2023年的4.5%升至2024年的5.8%；实际GDP增速从2023年5.3%降至2024年4.8%，超过2022-2023年均增速4.1%。中国将加大政策宽松力度，加快开放和优化营商环境，努力改善国际关系和企业家信心。
- 通缩逐步缓解。受益于生猪去产能、服务业和消费改善和全球工业去库存结束，GDP平减指数、CPI、核心CPI和PPI增速分别从2023年的-0.8%、0.3%、0.7%和-3%升至2024年的1%、1.4%、1.6%和0.3%。中期内再通胀压力较小。
- 消费缓慢向好。社会零售额增速从2023年的7.6%降至2024年的5.3%，但高于2022-2023年均增速4.2%。交运、住宿、旅游、文体娱乐等服务消费延续复苏，药品、食品饮料、化妆品零售保持较快增长，文化办公用品、通讯器材、家电和家具零售显著回升，但汽车、服装、金银珠宝零售增速可能放缓。
- 房地产收缩趋缓。商品房销售面积和开发投资降幅分别从2023年的8%和9%收窄至2024年的5%和7%，城中村改造等增量或缩小开发投资降幅3个百分点。不考虑拆迁等因素的住宅需求或从2023年10.3亿平方米降至2030年7亿平方米。
- 投资增速回升。投资增速从2023年的2.8%升至2024年的4.2%。制造业投资增速从6.2%升至6.5%，消费和出口改善，科技创新、产业转型和自主替代投资加快。基础设施投资增速从8.2%降至7.8%，财政政策更具扩张性，但新增隐性债务受限。
- 进出口贸易回暖。美国需求放缓主要来自服务业，非美地区需求改善，商品去库存结束而价格止跌，中国货物出口和进口增速分别从2023年的-4.3%和-4.9%升至2024年的3.6%和3.3%。中国加快开放和服务贸易供应链修复，跨境要素流动持续恢复，服务出口和进口增速分别从2023年的-12%和15.5%升至2024年的15%和20%。
- 财政政策更具扩张性。预计2024年包括公共财政赤字、地方政府新增专项债和特殊再融资债券及结转上年资金在内的实际广义赤字超过GDP的8%。公共财政收入增速从2023年的6.7%降至2024年的4.8%，公共财政支出增速从5.6%升至6.4%。中期内人口老龄化和城镇化放缓将推升财政收支缺口和社保、医疗卫生等支出占比。
- 货币政策延续宽松。2024年可能两次降准，1年和5年LPR分别下调10和20个基点。预计社融规模和新增人民币贷款分别增长11%和14%，基数效应和储蓄意

愿下降推动 M2 增速回落。美国经济放缓而中国经济改善，中美名义 GDP 增速差和利差止跌回升，预计美元/人民币汇率从2023年末的7.1降至2024年末的6.95。

图 1: 中国经济预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
GDP																	
GDP增速(%)	9.4	10.6	9.6	7.9	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.3	4.8	4.5
名义GDP(万亿美元)	5.1	6.1	7.6	8.5	9.6	10.4	11.0	11.2	12.3	13.9	14.3	14.7	17.8	18.0	18.0	19.0	20.1
人均GDP(美元)	3823	4541	5597	6280	7057	7586	7923	8065	8797	9880	10124	10404	12615	12720	12749	13495	14281
通胀(同比%)																	
GDP平减指数	(0.2)	6.9	8.0	2.3	2.1	1.1	0.0	1.5	4.3	3.5	1.2	0.5	4.6	2.2	(0.8)	1.0	1.7
CPI	(0.7)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.3	1.4	1.7
PPI	(5.4)	5.5	6.0	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	0.3	1.8
分行业GDP增长(%)																	
农业	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	4.0	3.5	3.1	3.1	7.1	4.1	3.9	3.9	3.7
工业与建筑	10.3	12.7	10.7	8.4	8.0	7.2	5.9	6.0	5.9	5.8	4.9	2.5	8.7	3.8	4.7	4.4	4.3
-规模以上工业企业增加值	11.0	15.7	13.9	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	6.6	6.2	5.7	2.8	9.6	3.6	4.5	4.3	4.2
第三产业	9.6	9.7	9.5	8.0	8.3	8.3	8.8	8.1	8.3	8.0	7.2	1.9	8.5	2.3	6.0	5.2	4.8
对GDP增长拉动(百分点)																	
消费	5.4	5.0	6.3	4.4	3.9	4.2	4.9	4.5	3.9	4.3	3.5	(0.2)	5.3	1.0	4.3	3.3	2.7
投资	8.0	6.7	3.9	3.3	4.1	3.3	1.6	3.1	2.7	2.9	1.7	1.8	1.1	1.5	1.6	1.7	1.6
净出口	(4.0)	(1.1)	(0.6)	0.2	(0.2)	(0.1)	0.5	(0.8)	0.3	(0.5)	0.8	0.6	1.7	0.5	(0.6)	(0.2)	0.2
需求指标(%)																	
非农户固定资产投资	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.1	2.8	4.2	4.5
-制造业	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	9.5	3.1	(2.2)	13.5	9.1	6.2	6.5	6.1
-房地产	16.1	33.2	27.9	16.2	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	(10.0)	(9.0)	(7.0)	(2.5)
-基础设施	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	8.2	7.8	6.1
社会零售额	15.9	18.8	18.5	14.5	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	(3.9)	12.5	(0.2)	7.6	5.3	4.9
商品出口额	(16.0)	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.3)	3.6	3.2
商品进口额	(11.2)	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	(14.3)	(5.5)	16.1	15.8	(2.7)	(0.6)	30.1	0.7	(4.9)	3.3	3.0
货币条件																	
M2增长(%)	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.1	8.1	8.7	10.1	9.0	11.8	10.0	8.5	8.0
M1增长(%)	32.4	21.2	7.9	6.5	9.3	3.2	15.2	21.4	11.8	1.5	4.4	8.6	3.5	3.7	2.0	3.1	3.5
新增人民币贷款(万亿元)	9.6	8.0	7.5	8.2	8.9	9.8	11.7	12.7	13.5	16.2	16.8	19.6	20.0	21.3	23.4	26.9	29.0
新增社会融资规模(万亿元)	13.9	14.0	12.8	15.8	17.3	16.5	15.4	17.8	26.2	22.5	25.6	34.9	31.4	32.0	36.2	40.2	43.6
大型银行法定准备金率(%)	15.50	18.50	21.00	20.00	20.00	20.00	17.50	17.00	17.00	14.50	13.00	12.50	11.50	11.00	10.25	9.75	9.50
10年期国债利率(%)	3.73	3.90	0.00	3.58	4.56	3.62	2.83	3.02	3.88	3.24	3.14	3.14	2.77	2.84	2.75	2.78	2.70
1年期LPR(%)					5.73	5.51	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	3.65	3.45	3.35	3.35
5年期LPR(%)											4.80	4.65	4.65	4.30	4.20	4.00	4.00
公共财政																	
公共财政收入同比(%)	11.7	21.3	25.0	12.9	10.2	8.6	5.8	4.5	7.4	6.2	3.8	(3.9)	10.7	0.6	6.7	4.8	5.1
公共财政支出同比(%)	21.9	17.8	21.6	15.3	11.3	8.3	13.2	6.3	7.6	8.7	8.1	2.9	0.3	6.1	5.6	6.4	4.7
一般财政赤字/GDP(%)	2.7	2.5	1.8	1.5	2.0	2.1	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.9	3.6	3.4
政府性基金收入同比(%)				(9.3)	39.2	3.5	(21.8)	11.9	34.8	22.6	12.0	10.6	4.8	(20.6)	(15.0)	(5.0)	0.5
政府性基金支出同比(%)				(9.7)	37.9	1.8	(17.7)	11.7	32.7	32.1	13.4	28.8	(3.7)	(2.5)	(15.0)	(5.0)	0.5
地方政府专项债额度/GDP(%)								0.5	1.0	1.5	2.2	3.7	3.2	3.0	3.0	3.3	3.3
国际收支与汇率																	
商品贸易差额/GDP(%)	4.8	4.0	3.0	3.6	3.7	4.2	5.3	4.4	3.9	2.7	2.8	3.5	3.2	3.7	3.4	3.2	3.3
服务贸易差额/GDP(%)	(0.5)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(1.3)	(2.0)	(2.0)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(1.8)	(1.0)	(0.6)	(0.5)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
经常账户差额/GDP(%)	4.8	3.9	1.8	2.5	1.5	2.3	2.7	1.7	1.5	0.2	0.7	1.7	1.8	2.2	1.5	1.4	1.3
金融账户差额/GDP(%)	3.8	4.6	3.4	(0.4)	3.6	(0.5)	(4.0)	(3.7)	0.9	1.2	0.1	(0.4)	0.2	(1.2)	(1.0)	(0.7)	(0.9)
误差遗漏项/GDP(%)	(0.8)	(0.9)	(0.2)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(1.8)	(1.9)	(1.7)	(1.3)	(0.9)	(1.1)	(0.9)	(0.5)	(0.2)	(0.5)	(0.6)
外汇储备(十亿美元)	2.40	2.85	3.18	3.31	3.82	3.84	3.33	3.01	3.14	3.07	3.11	3.22	3.25	3.13	3.11	3.14	3.10
美元/人民币(年末)	6.83	6.59	6.30	6.23	6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.87	6.97	6.54	6.37	6.95	7.10	6.95	7.17

资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

经济温和改善

2023年中国经济进入重启后复苏，但充满反复与波折。一季度，经济主体处于重启后亢奋期，投资者风险偏好大增，消费者积压需求报复性释放，企业大幅增加生产和库存，GDP环比年化增速冲高至9.5%。二季度，经济主体亢奋过去，积压需求释放完毕，总需求大幅下滑，剧烈去库存和价格战到来，多数行业进入通缩，经济第二次探底，GDP环比年化增速骤降至2%。三季度，政治局会议推动财政政策、货币政策、稳地产政策与化解债务风险政策协同发力，经济活动低位企稳，GDP环比年化增速升至5.3%，企业用电量和货运量两年平均增速分别从二季度的4%和1.4%升至第三季度的6.6%和3%，增值税两年平均增速从二季度的-2.3%升至第三季度的3.6%。四季度，经济活动小幅回升，10月企业用电量、货运量和增值税两年平均增速升至7.1%、3.2%和8.1%，一财高频经济活动指数从三季度平均0.83升至10月至11月上旬平均0.91。

2023年经济复苏力度依然较弱，各部门分化明显。预计全年GDP增速5.3%，两年平均增速4.1%，显著低于2020-2021年平均增速5.3%。低基数和重启效应推动消费增速大幅回升，预计社会零售额增速从2022年-0.2%升至2023年的7.6%，但两年平均增速仅3.6%，大幅低于疫情前2018-2019年的8.5%。受房地产延续大幅收缩和地方基建投资、制造业投资放缓拖累，预计固定资产投资增速从2022年5.1%降至2023年2.8%。全球消费者从商品消费回归服务消费，制造业降价去库存，世界贸易活动疲弱，预计中国货物出口额和进口额分别从2022年的5.6%和0.7%降至2023年的-4.3%和-4.9%。受运输服务和知识产权使用费出口大幅萎缩影响，预计中国服务出口增速从2022年的8.1%降至2023年的-12%，但受益于中国经济重启后出境旅游、留学和文娱服务进口大涨支撑，预计中国服务进口增速从2022年的8.9%升至2023年的15.5%。

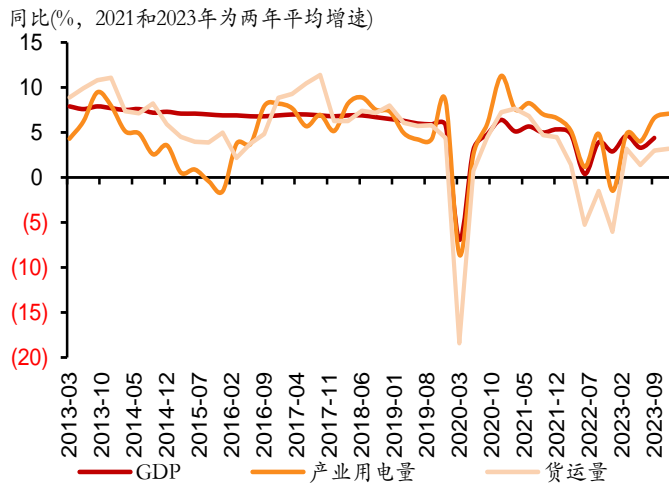
2023年各行业复苏进度不一，汽车、交运服务、住宿餐饮、娱乐、信息技术服务等行业复苏较好，房地产、建材、资本品、消费电子设备等行业复苏较差。预计制造业和服务业GDP增速分别从2022年2.9%和2.3%升至2023年4.3%和6%，两年平均增速分别为3.6%和4.1%，显著低于2020-2021年平均增速6.8%和5.2%。预计交通运输、仓储和邮政业、批发零售业以及住宿餐饮业GDP增速分别从2022年-0.8%、0.9%和-2.3%升至2023年7.7%、6.1%和14.7%，两年平均增速分别为3.4%、3.5%和5.9%。预计金融业GDP增速从2022年5.6%升至2023年7%，信息传输、软件和信息技术服务业GDP增速从2022年9.1%升至2023年12%。从用电量增速来看，2023年电气机械及器材（含部分新能源器件）、铁路运输、航空运输、汽车制造、教育文体娱乐、住宿餐饮、租赁和商务服务、批发零售、互联网、医药、公共服务、航空航天设备等行业生产经营活动强劲，但仪器仪表、房屋建筑、通信设备、有色金属、土木工程建筑、计算机制造等行业生产经营活动疲弱。

2024年中国经济将温和改善。预计GDP增速达到4.8%，相比2022-2023年平均增速4.1%进一步回升。分产业来看，第二产业和第三产业GDP增速分别从2023年的4.7%和6%降至2024年的4.4%和5.2%，高于2022-2023年两年平均增速4.2%和4.1%。分支出来看，预计社会零售额、固定资产投资、货物出口额和服务出口额分别增长5.3%、4.2%、3.6%和15%。预计消费、投资和净出口分别拉动2024年GDP增速3.3、1.7和-0.2个百分点，而2022-2023年年均拉动2.6、1.6和0个百分点。

2024年中国将加大政策宽松力度，加快对外开放，优化营商环境，展现亲商友好态度。首先，2024年中国可能维持5%的经济增速目标，但除房地产外大部分行业低基数效应减

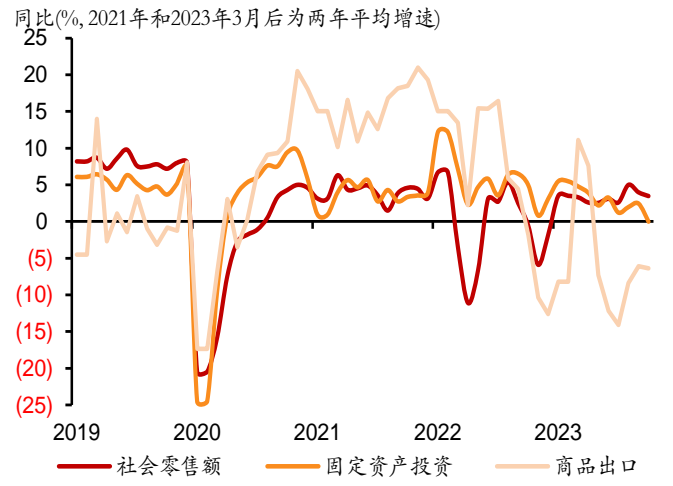
退，实现同样目标的难度上升，需要宏观政策更加宽松。预计中国可能实施中等规模的财政刺激，包括公共财政赤字、地方政府新增专项债和特殊再融资债券、结转上年资金等在内的实际广义赤字可能超过10万亿元人民币，占GDP比超过8%。地方财政形势将有所改善，有利于稳定公共部门就业和消费信心，改善政府供应商现金流、就业和资本支出。地方政府隐性债务风险下降，地方国企融资条件改善，有利于稳定地方国企就业和基础设施投资。政府可能对企业 and 家庭减税超过1.5万亿元，以提振企业投资和家庭消费。其次，中国将延续货币政策宽松，进一步降准和降息，引导银行扩大信贷供应，鼓励银行加快地方政府隐性债务重组，加大对城中村改造、保障房建设和基础设施投资等支持。再次，中国将加大稳地产政策力度，可能在暂缓执行“三道红线”政策基础上鼓励银行扩大房地产信贷供应，放松核心城市住房限购政策和二套房贷款政策，下调5年LPR约20个基点。最后，中国将加快对外开放，优化营商环境，展现亲商态度，努力改善国际关系和企业家信心。

图 2: GDP、用电量和货运量增速



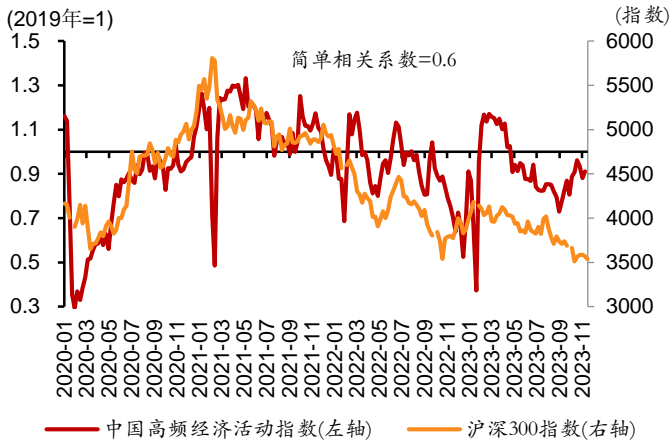
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 3: 社会零售额、投资和出口增速



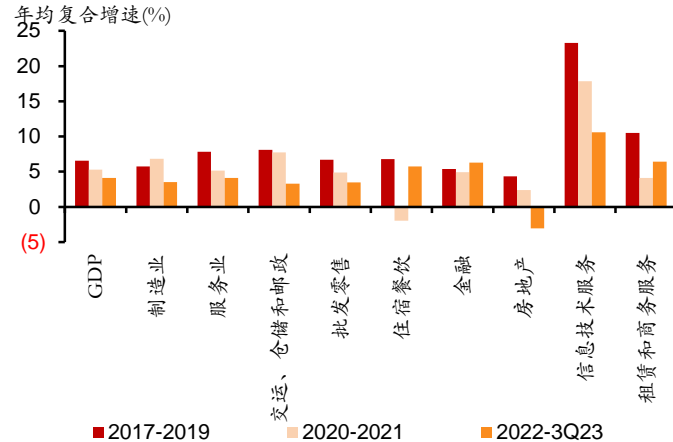
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 4: 高频经济活动指数与沪深 300 指数



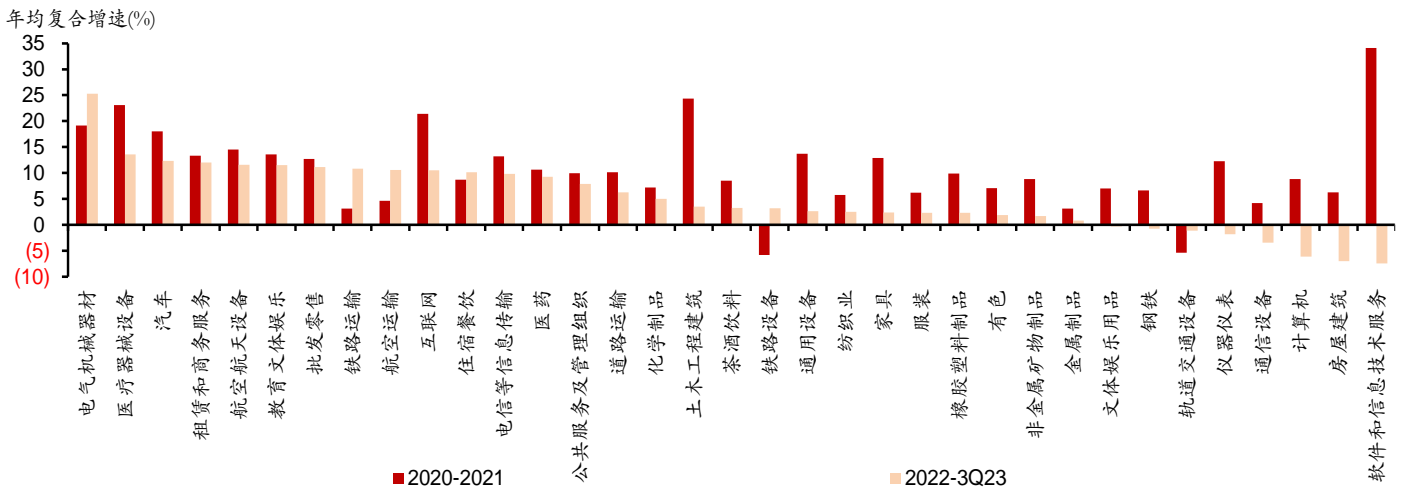
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 5: 主要行业 GDP 增速



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 6: 各行业用电量增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

通缩逐步缓解

2023年中国面临明显通缩，主要价格指数显著下跌，因内需疲弱、产能过剩和大宗商品价格回落。2023年前三季度GDP平减指数下跌0.8%；CPI增速从2022年的2%降至前10个月的0.4%，7月和10月CPI出现单月负增长；PPI由2022年上涨4.1%转为前10个月下跌3.1%。预计2023年GDP平减指数、CPI和PPI增速分别为-0.8%、0.3%和-3%。

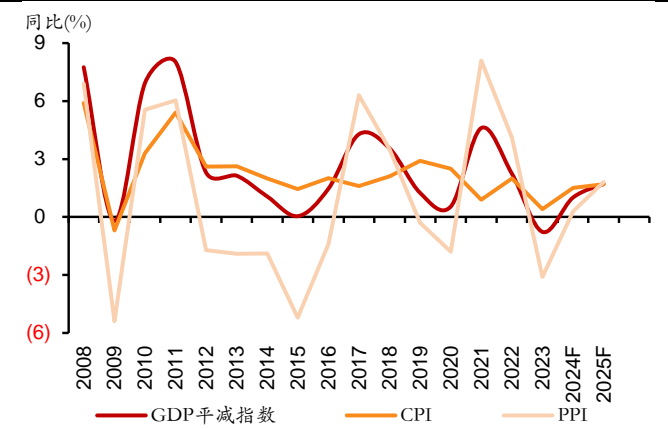
CPI分类来看，猪肉、能源和耐用品价格大幅下跌，中药、旅游服务等少数类别价格显著上涨。猪肉价格已连跌三年，前10个月下跌9.8%，拉低CPI增速0.2个百分点，因消费需求疲弱和生猪产能过剩（2020-2021年畜牧业投资累计增长1.3倍）；能源价格上半年大幅回落，7月以来小幅反弹，全年同比仍明显下跌；家用器具、交通工具和通信工具价格前10个月同比分别下跌1.2%、3.8%和2.3%，反映消费需求疲弱和供给竞争加剧；中药材价格前10个月同比上涨5.2%，因供应减产和疫后需求强劲；旅游价格前10个月大幅上涨9.5%，因旅游服务需求快速复苏，但旅游服务供给恢复慢于需求；因政策管制，前10个月医疗服务和教育服务价格分别仅上涨1%和1.3%。

PPI分类来看，核心大宗商品下跌，耐用消费品和资本品价格走弱，显示工业需求较弱和产能过剩压力。全球和中国制造业PMI延续疲弱，美联储剧烈加息，大宗商品和工业品价格显著回落。前10个月，煤炭开采业、油气开采业与黑色金属冶炼加工业PPI分别下跌11%、11.6%和10.9%，汽车业、计算机、通信和其他电子设备业与金属制品业PPI分别下跌1.1%、1.3%和3.3%。

三年疫情严重打击城镇吸纳就业最多的服务业，导致城镇化暂时性倒退，加剧经济疲弱和通缩效应。一些流动人口从城镇重回乡村，从农业的净消费者变成净生产者，带来消费降级效应，减少城镇消费和住房需求，加剧农产品、耐用品和房租通缩。2022年中国服务业就业人数和城镇就业人数分别下降3.6%和1.8%，均是改革开放以来首次下跌，农业就业人数则罕见增长3.5%，上次农业就业正增长发生在1998-2001年伴随亚洲金融危机和美国衰退而来的通缩期。租赁住房房租自2022年4月开始环比下跌，同比降幅在4Q22达到最大，2023年以来微幅改善，前10个月同比仍下跌0.3%，反映年轻人就业复苏依然较慢。

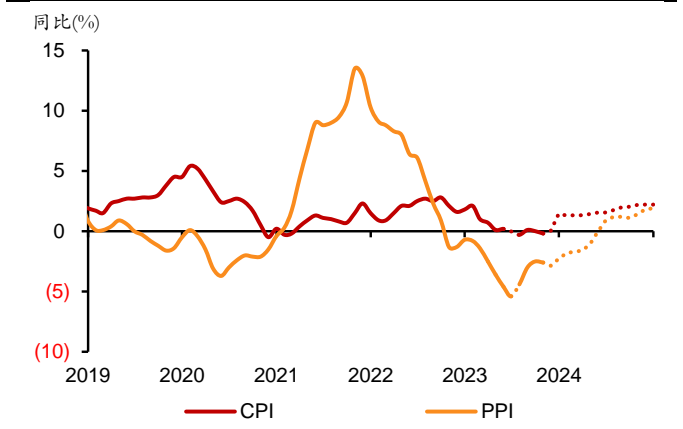
2024年中国通缩将逐步缓解，因生猪去产能、城镇服务业延续复苏、家庭消费温和改善及全球制造业去库存周期结束。预计GDP平减指数、CPI和PPI增速分别从2023年的-0.8%、0.3%和-3%升至2024年的1%、1.4%和0.3%。目前猪粮比已接近历史谷底，较大亏损压力将推动行业去产能，预计生猪价格可能在2024年见底回升。经济重启后城镇服务业延续复苏，流动人口逐渐重回城镇，就业和消费将温和改善，预计食品和核心CPI增速分别从2023年的0.4%和0.7%回升至2024年的1.4%和1.5%。全球制造业去库存周期结束，工业品价格可能止跌迎来小幅上升，大宗商品可能小幅波动。中期内中国再通胀压力较小，通缩风险大于通胀风险，因需求复苏相对温和，经济增速仍低于潜在增速，大部分行业供给竞争依然激烈。

图 7: GDP 平减指数、CPI 和 PPI 增速



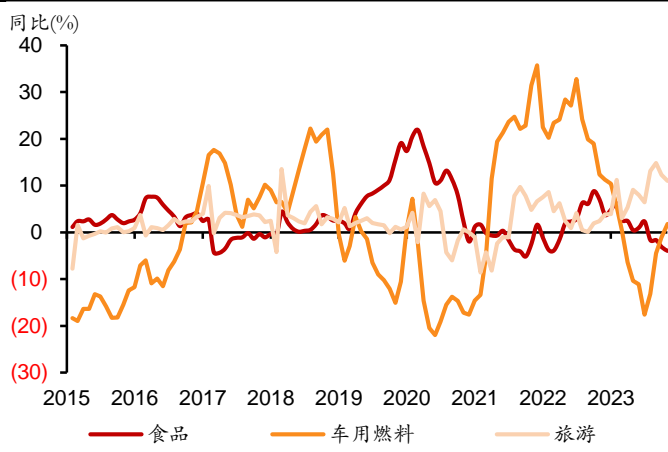
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 8: CPI 和 PPI 增速预测



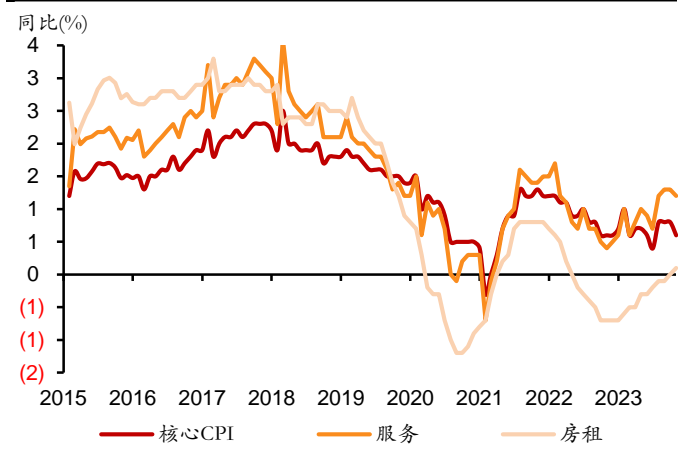
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 9: 食品、能源与旅游价格指数增速



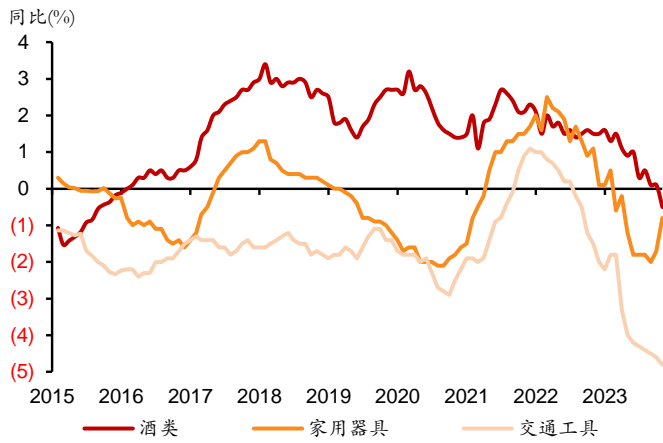
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 10: 核心 CPI、服务和房租增速



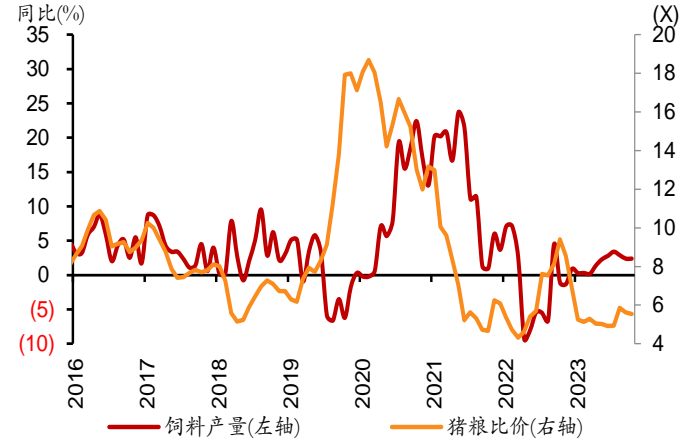
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 11: 酒类、家用器具和交通工具价格增速



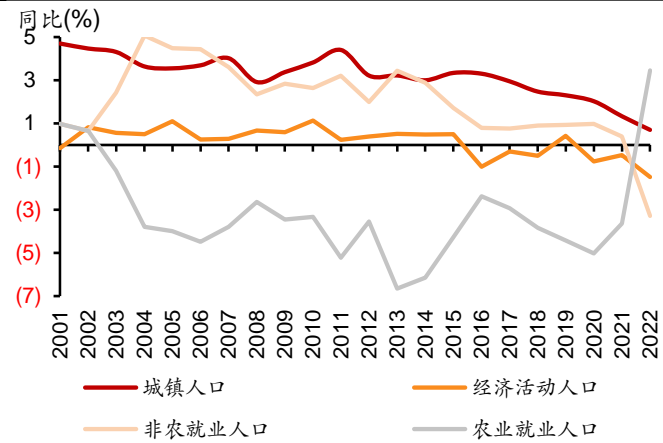
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 12: 饲料产量增速和猪粮比价



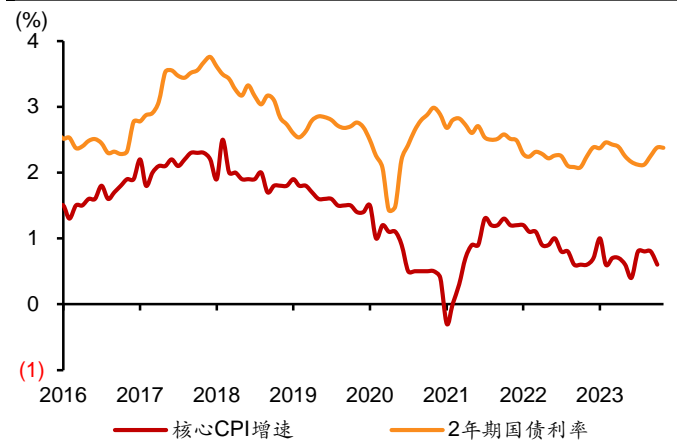
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 13: 城镇人口与就业增速



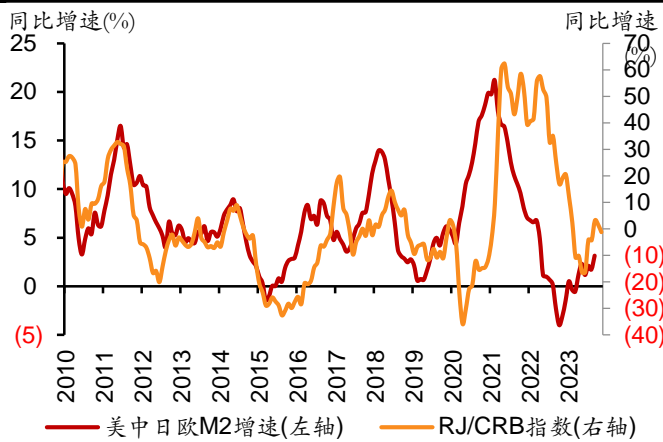
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 14: 核心CPI增速与2年期国债利率



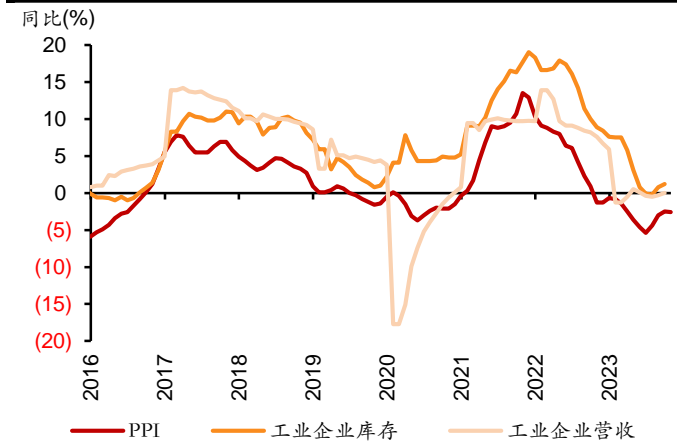
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 15: 四大经济体M2与商品价格增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 16: PPI、工业企业库存和营收增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

消费缓慢改善

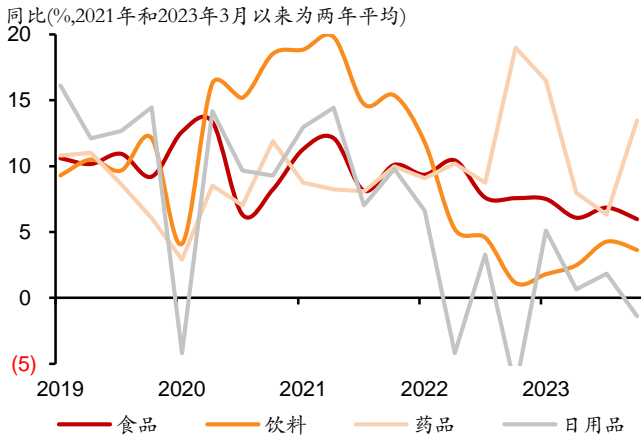
2023年家庭消费增速因低基数和重启效应明显回升，但整体复苏依然偏弱。前10个月，社会零售额同比增长6.9%，两年平均增速3.7%，接近2020-2021年平均增速4%，但大幅低于2019年8%的增速。必选消费保持较快增长，食品和药品零售额同比分别增长5.2%和8.7%，两年平均增速分别达到7.1%和9%；出行、旅游、住宿、餐饮、娱乐等消费复苏相对较好，石油制品、服装、餐饮和体育娱乐用品零售额同比分别增长6.4%、10.2%、18.5%和9.9%，两年平均增速为9.4%、2.6%、6.1%和4.2%；汽车零售额超预期增长5.3%，两年平均增速3%，超过2020-2021年的2.8%；其他耐用品消费恢复较差，通讯器材和家电音响器材零售额同比增长5.2%和0.3%，两年平均增速2.1%和-0.3%，大幅低于2020-2021年水平；家具增长2.9%，建筑装潢材料下降7.5%，两年平均下降2.8%和6.4%。

2023年三大因素制约家庭消费复苏。一是解决80%以上就业的民营企业家和中小企业主信心疲弱，不愿扩大资本支出，导致就业复苏缓慢，影响家庭收入和消费信心。民间投资增速从2021年7%降至2022年0.9%和2023年前10个月-0.5%。2022年4月以来，消费者就业预期指数延续走低显示就业疲弱，前10个月个人所得税同比下降0.5%反映家庭收入不振。消费者信心指数和消费信贷增速仍在低位，储蓄率和定期储蓄存款增速依然较高，均说明家庭消费信心疲弱。城镇调查失业率已降至疫情前水平，但该指标可能未准确反映就业全貌。调查失业认定条件非常苛刻，包括近3个月在积极找工作、过去1周末从事有报酬活动1小时以上和如有合适工作机会可以在2周内开始工作等。在社会保障网较弱、以勤劳为传统美德和崇尚家庭集体主义的地区，失业人员从事有报酬零工活动非常普遍。出生在富足时代的青少年可以“啃老”，参与有报酬零工活动比例较低，可能是16-24岁青少年调查失业率仍大幅高于疫前水平的部分原因。二是房地产市场延续大幅下滑，通过财富效应、信心渠道和配套消费渠道影响家庭消费。房产在中国家庭资产中占比超过60%，房地产剧烈调整影响家庭消费信心和装修、家具、家电等配套消费。此外，证券市场低迷，理财产品出现亏损，也可能对消费产生负面影响。三是通缩效应，实际利率上升和通缩-债务螺旋加剧家庭债务负担，通缩预期则打击资本支出和耐用消费。

2024年家庭消费将缓慢改善。预计社会零售额增长5.3%，高于2022-2023年平均增速3.6%。药品、食品饮料和书报杂志零售额或保持较快增长，预计2024年分别增长9%、6.5%和7%，2022-2023年平均增长10.8%、6.8%和6.6%；文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电和家具零售额改善，预计2024年分别增长9%、8.5%、6.5%、4%和4%，2022-2023年平均增速为-0.4%、1.1%、1%、-1.5%和-2.2%；体育娱乐用品和服装零售额小幅改善，预计2024年分别增长6%和3.5%，2022-2023年平均增速4.5%和1.8%；建筑装潢材料零售额可能延续下跌，但降幅从2023年-7.5%收窄至2024年-3%；汽车零售额可能明显放缓，预计2024年增长2%，低于2022-2023年3.2%的平均增速。

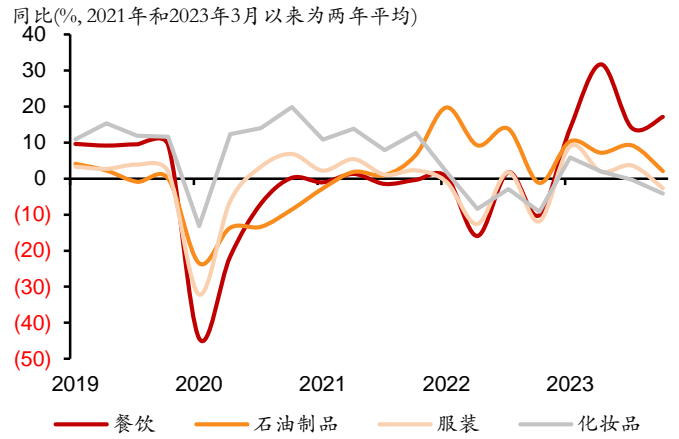
2024年四大因素支撑家庭消费缓慢改善。一是吸纳就业较多的服务业延续复苏，改善家庭就业和消费信心。二是财政政策更具扩张性，地方隐性债务风险下降，地方政府、政府供应商和地方国企现金流改善，利好公共部门、政府供应商和地方国企就业和资本支出。三是房地产收缩趋缓，核心城市房市可能率先企稳，二手房市场先于新房市场改善，改善消费信心和相关耐用消费。四是消费价格温和回升，有助于消除通缩预期，提振耐用消费。

图 17: 食品、饮料、药品和日用品零售增速



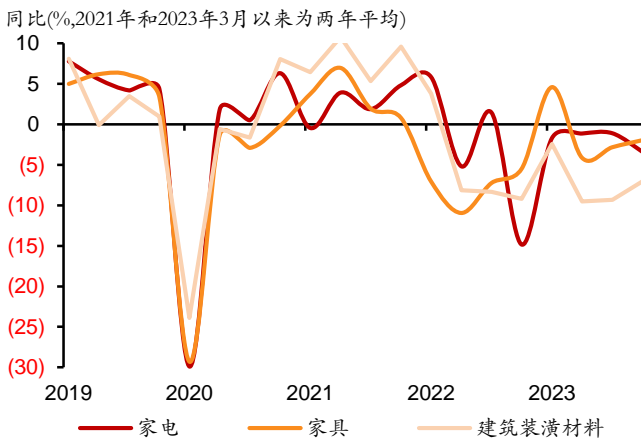
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 18: 餐饮、石油制品、服装和化妆品零售增速



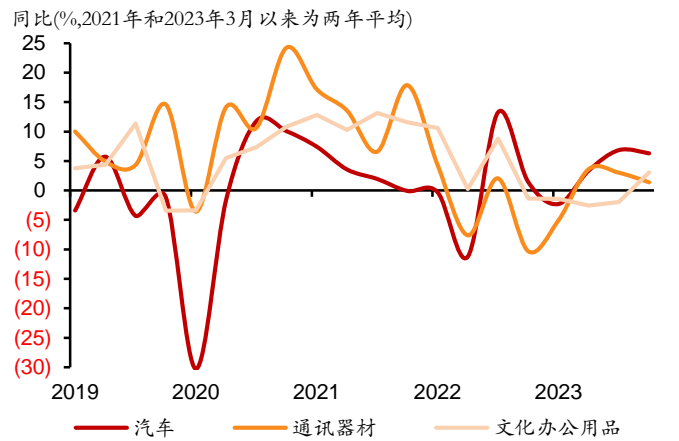
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 19: 家电、家具和建筑材料零售增速



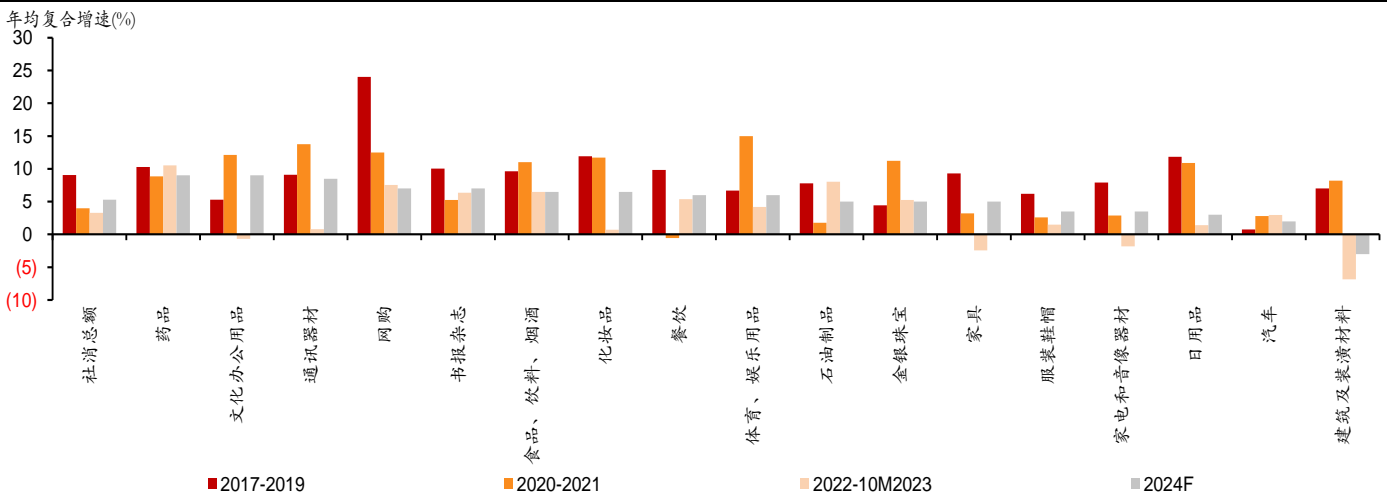
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 20: 汽车、通讯器材和办公用品零售增速



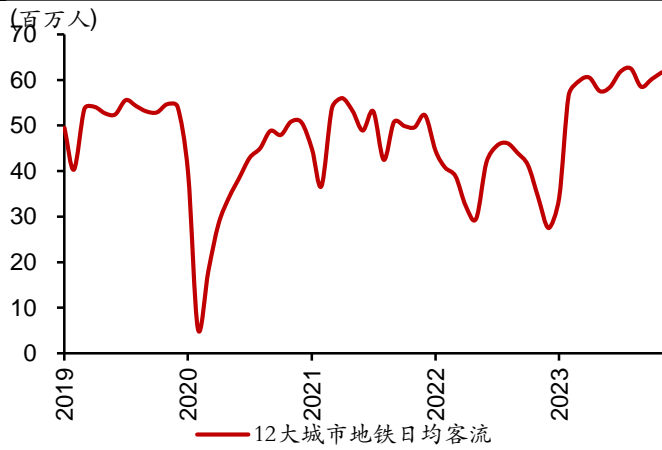
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 21: 各行业零售额增速



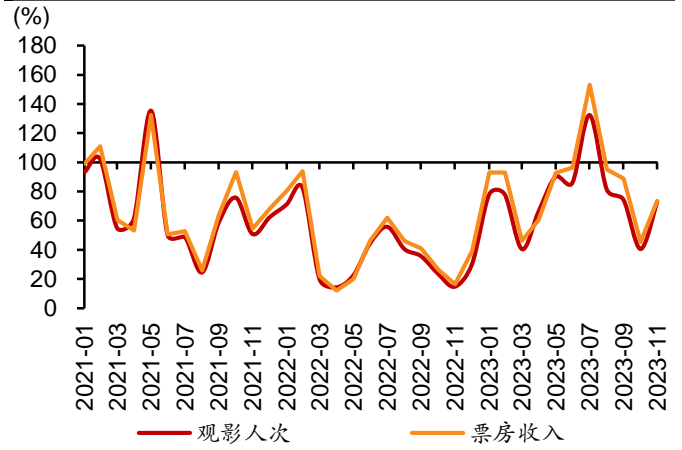
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 22: 12 大城市地铁日均客流



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 23: 日均观影人次与票房收入相比 2019 同期复苏率



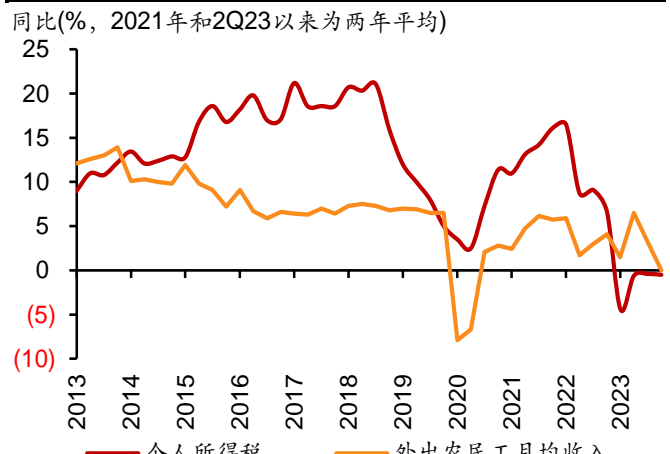
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 24: 飞天茅台批发参考价与贵州茅台股价



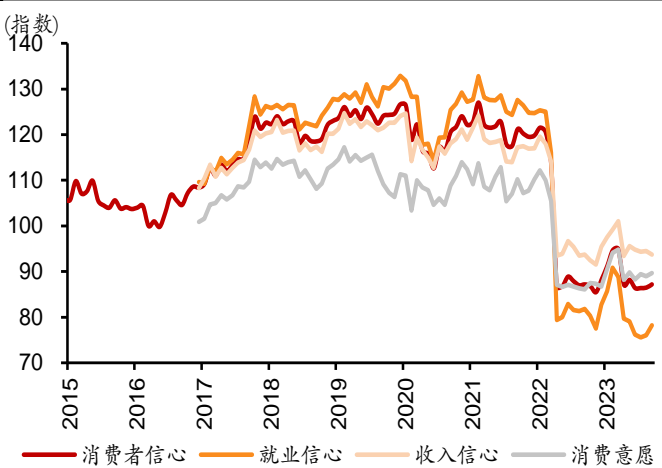
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 25: 个人所得税与农民工月收入增速



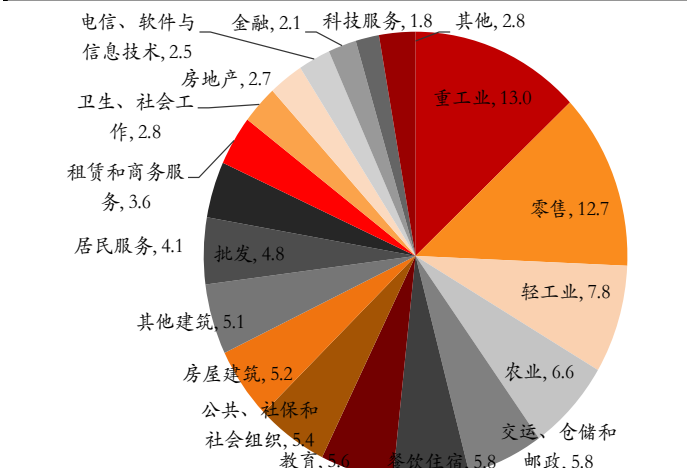
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 26: 消费者信心与消费意愿



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 27: 2020 年人口普查城镇就业行业分布(%)



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

房地产收缩趋缓

2023年房地产延续大幅收缩但降幅收窄，新开工降幅超过销售，二手房市场好于新房市场，现房销售好于期房，一线和强二线城市好于三四线城市。房地产销售面积连续两年下跌，2022年和2023年前10个月分别下降24.3%和7.8%。由于销售预期不佳、现金流紧张和保交楼强监管，房企购置土地和新开工意愿大幅下滑，房屋新开工面积和100城市成交土地规划建筑面积连跌三年，2021-2023年累计降幅分别达到近60%和70%，房屋新开工面积/商品房销售面积比从2014-2019年平均100.3%降至2023年前10个月的72.6%，房地产开发投资2022年和2023年前10个月分别下降10%和9.3%。政府政策以保交楼为重中之重，商品房竣工面积表现出色，前10个月同比增长19%。11个代表性城市（北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）二手房销量2022年下降14.1%，2023年前10个月同比大增30.2%，相比2019年同期的复苏率由2022年的74.1%升至2023年前11个月的97.8%，表现好于新房市场。期房销售面积2022年和2023年前10个月分别下跌28.1%和12.7%，而现房销售面积分别增长0.8%和15.6%。

2023年房地产政策延续宽松，但尚未扭转市场下跌趋势。首先，家庭购房意愿依然低迷。因经济和就业恢复较慢，家庭对未来就业和收入预期较差，消费者就业预期指数和收入预期指数仍在低位。潜在购房人买涨不买跌，央行对储户调查显示预期未来房价下跌占比升至2013年以来最高。房企信用风险居高不下，潜在购房人担心期房烂尾风险，期房销售表现比现房和二手房销售差很多。其次，金融机构对房地产销售前景信心不足，仍担心房企信用风险，对房地产项目融资依然比较谨慎。最后，因销售和融资条件改善有限，房企现金流依然紧张，对房地产市场前景预期较差，一些财务稳健的房企也不愿逆周期扩张。

2024年房地产收缩趋缓。预计商品房销售面积、房屋新开工面积和房地产开发投资的降幅分别从7.8%、23.2%和9%收窄至2024年的5%、10%和7%。一方面，房地产政策将延续宽松，核心城市可能进一步放松或取消限购政策，进一步下调二套房按揭贷款首付比例和贷款利率，央行可能进一步下调5年期LPR并引导银行加大房地产信贷供应，政策宽松的提振效应将更加明显；另一方面，经济温和复苏将支撑家庭就业和收入预期改善，房地产供应收缩超过需求有利于稳定房价，政府强力保障保交楼有助于降低潜在购房人对期房烂尾担忧，潜在购房人的入市意愿可能改善。房企现金流和信心改善可能更加滞后，新开工降幅可能仍超过销售，加上在建项目逐渐完工，房地产开发投资降幅很难明显收窄，但城中村改造和保障房建设提速可能对冲房地产开发投资降幅约3个百分点，预计房地产开发投资降幅从2023年的9%收窄至2024年的7%。

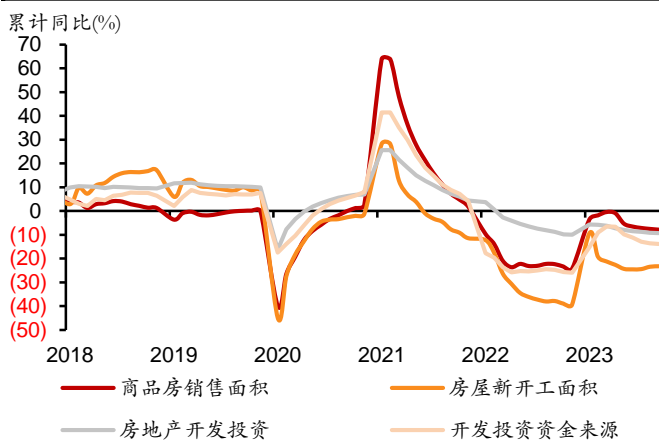
城镇住房需求的中长期趋势取决于城镇新增人口规模和人均住房面积增速决定的真实住宅需求，短期趋势则受经济环境和政策周期的影响。我们基于城镇新增人口和人均新增住房面积估计出2013年以来的真实住房需求，与商品住宅销售面积比较后发现，2017年可能是新房市场供求转折点。2017年以前，商品住宅销售面积低于真实住房需求，两者同步上升。2017年以后，城镇新增人口和真实住房需求开始下降，但受宽松政策周期和大规模棚改拆迁货币化安置刺激，商品房住宅销售面积进一步攀升，逐渐大幅超越真实住房需求。中国住房供求拐点加速来临，根据2020年人口普查数据估算城镇户均住房套数已接近1.1，除核心城市外，大部分城市户均套数已明显高于供求平衡线。前期需求透支显然可能放大2021年政策大幅收紧后的紧缩效应，加剧2022-2023年房市剧烈调整。

未来中期，住房需求仍面临进一步下行压力。首先，适龄购房人口数量明显下降。根据1983-2005年出生人口简单推算，2030年25-40岁人口相比2023年下降12%左右。其次，城镇化速度明显放缓。城镇化在过去三年大幅放缓，城镇新增人口从2019年2000万人骤降至2022年650万人，2023-2024年可能周期性恢复至850万人左右，但2025年后将逐步下行。最后，改善需求可能减速。2020年住建部统计城镇人均住房建筑面积为38.6平方米，已满足基本居住需求，我们估计人均住房建筑面积的年均增速可能从2010-2020年的2.5%降至2020-2030年的1.6%，2030年人均住房建筑面积或达到45.1平方米。

我们对城镇住房需求的中期预测如下：在基准情景下，假设城镇人口占比从2023年65.9%年均提升0.53个百分点至2030年的69.2%，那么城镇新增人口将从2024年的850万人降至2030年的500万人，住房需求面积将从2023年的10.3亿平米年均下降6.3%至2030年的7亿平米；在乐观情境下，如果城镇人口占比年均提升0.58个百分点至2030年的69.7%，那么城镇新增人口将从2024年的850万人降至2030年的780万人，住房需求面积将从2023年的10.3亿平米年均下降3.7%至2030年的8.3亿平米；在悲观情况下，如果城镇人口占比年均提升0.45个百分点至2030年的68.4%，那么城镇新增人口将从2024年的850万人大幅降至2030年的340万人，住房需求面积将从2023年的10.3亿平米年均下降7.4%至2030年的6.3亿平米。我们的预测没有考虑拆迁和城乡区划调整等因素，估计的绝对值可能有明显偏差，但这些因素对估计增速影响较小。随着城镇大拆大建大扩区时代结束，拆迁和城乡区划调整因素对城镇住房需求增速的影响可能明显下降。

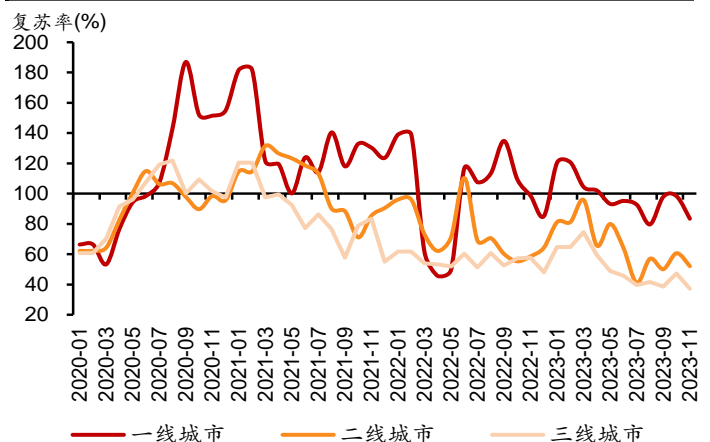
未来加快以人为本地城镇化是稳定住房需求的关键。重点是修复民营企业信心和服务业活力，扩大城镇就业机会；同时加快取消户籍制度，优化公共财政投向从基础设施投资转向完善城镇保障房、医疗、教育等公共服务体系，助力更多年轻人在城镇安居乐业，加快流动人口市民化。此外，推动农村土地制度改革，鼓励农业规划化经营，促进城乡要素市场统一，加快农村农业人口向城镇转移。二手房、养老地产、住房服务等将成为房地产业新增增长点，目前中国房地产业增加值在GDP中占比仍显著低于其他经济体。

图 28: 房地产销售、新开工与投资增速



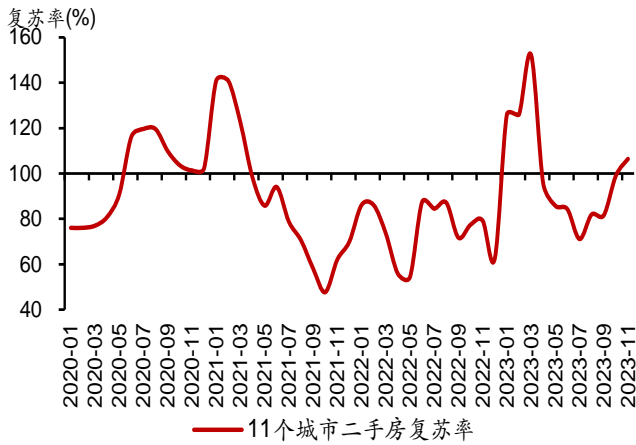
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 29: 商品房成交量相比 2019 同期复苏率



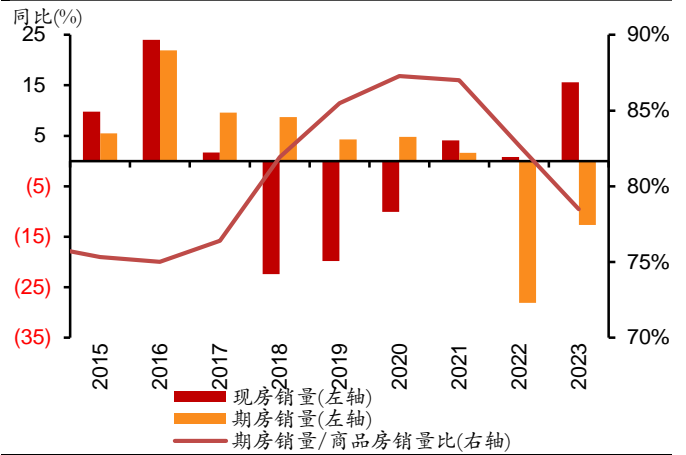
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 30: 11 城二手房成交量相比 2019 年同期复苏率



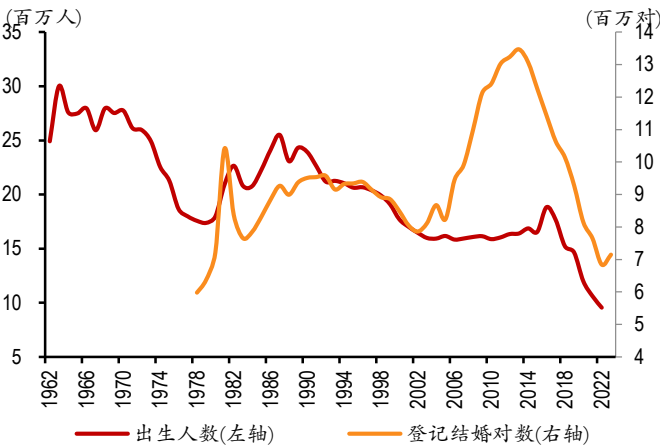
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 31: 现房与期房销量增速



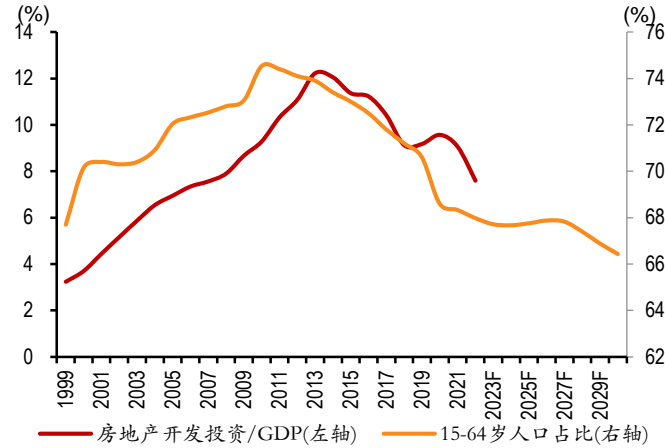
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 32: 出生人数与结婚对数



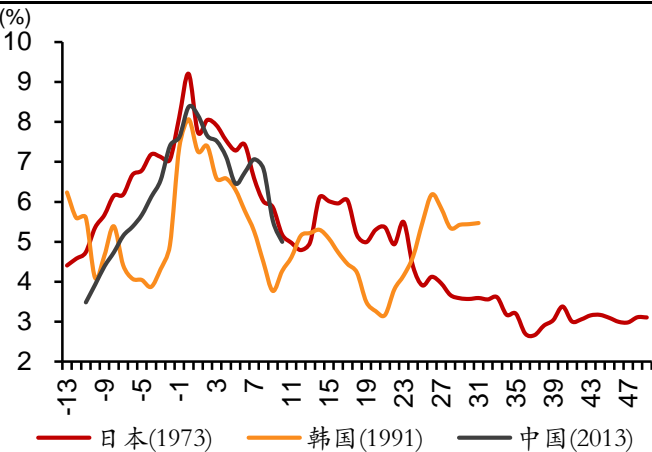
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 33: 房地产开发投资/GDP 与劳动年龄人口占比



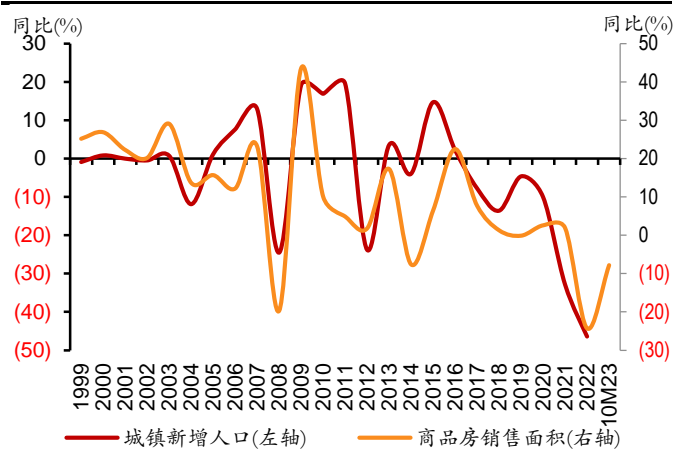
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 34: 中日韩住宅投资/GDP 比见顶前后对比



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

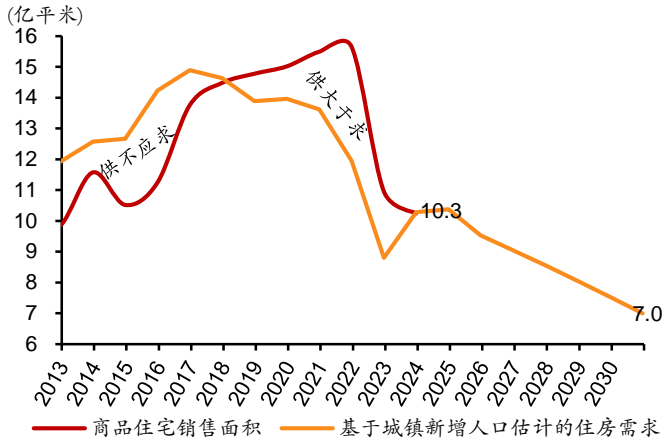
图 35: 城镇新增人口与商品房销售面积增速



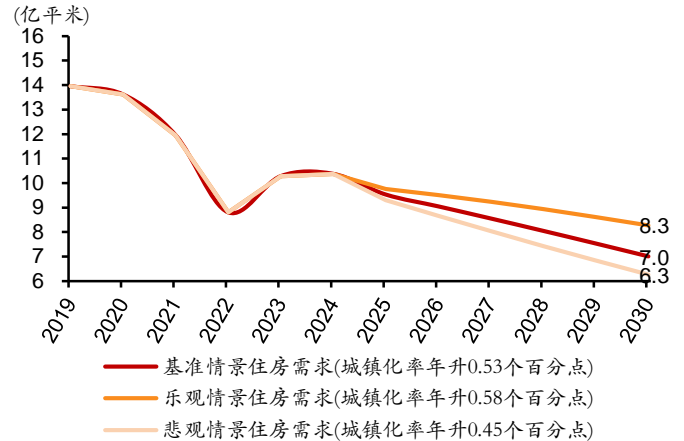
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 36: 住宅销售面积与估计的住房需求

图 37: 中国城镇住房需求预测



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

投资增速回升

2023年投资增速大幅放缓，房地产投资持续收缩，基础设施和制造业投资增速显著回落。固定资产投资增速从2022年5.1%降至2023年前10个月2.9%，其中基础设施和制造业投资增速分别从2022年11.5%和9.1%降至2023年前10个月8.3%和6.2%。二季度以来，投资月均同比增速降至2.5%以下，房地产开发投资降幅扩大，地方城投或国企主导的投资大幅下滑，道路运输业、水利、环保和公共设施管理业、教育以及卫生和社会工作投资的同比增速分别从1Q的8.5%、7.8%、6.2%和18.5%骤降至前10个月的0%、-0.8%、1.6%和-1.3%；但央企主导的基础设施投资保持快速增长，电力、热力生产供应业和铁路运输业投资前10个月同比增长29.4%和24.8%，超过一季度26%和17.6%的增速。

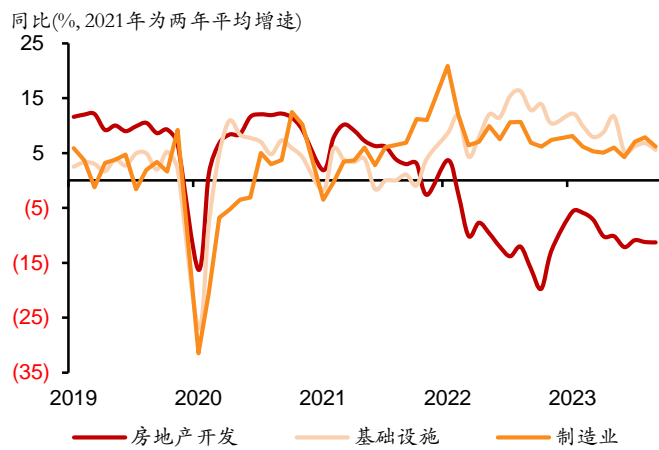
地方基础设施投资下滑由于土地财政和隐性债务融资大幅萎缩。2023年地方政府土地收入估计约为5.2万亿人民币，比2021年的8.7万亿下降40%。地方融资平台高度依赖土地收入，土地收入暴跌和地方财政恶化引发政府隐性债务风险，城投债净融资额从2021年1.9万亿人民币降至2022年0.9万亿和2023年前11个月0.7万亿，其中12个高风险省市（天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）城投债净融资额在2022年和2023年连续为负。中央政府为化解地方政府隐性债务风险，允许高风险省市率先发行特殊再融资债券置换隐性债务，但严控这些省市新上项目和新增隐性债务。天津和广西的基础设施投资增速分别从2022年前三季度的10.1%和16.7%骤降至2023年前三季度的-12.6%和-8.7%。12个省市基础设施投资占全国比例接近四分之一，每下降10%将拖累全国基础设施投资增速接近2.5个百分点。

制造业投资放缓由于基数效应和产能过剩。2022年制造业投资大增9.1%受三大因素支撑：全球供应链因疫情和俄乌战争持续紧张，令中国出口和制造业受益，刺激中国制造业产能扩张，服装、皮毛羽绒制品、化学制品、金属制品、通用设备和仪器仪表2022年投资增速高达25.3%、24.1%、18.8%、11.8%、14.8%和37.8%；新能源汽车、光伏风电等新产业大爆发，上下游投资高歌猛进，汽车、电气机械及器材和有色金属业2022年投资分别增长12.6%、42.6%和15.7%；国内宅经济爆发，农副食品加工、食品饮料等相关行业投资增速超过10%。2023年前10个月制造业投资增速放缓至6.2%，2022年投资高增长的行业均迎来投资增速大幅放缓，服装、皮毛羽绒制品、文体娱乐用品等轻工业投资出现负增长，金属制品和通用设备业投资增速降至3.2%和5.2%，但新能源产业链投资保持

强势支撑电气机械及器材业投资增长 36.6%，汽车、仪器仪表和化学制品增速仍达到 18.7%、24.2%和 13.4%。2023 年制造业面临需求下滑、去库存和价格战压力。前 10 个月 PPI 大幅下跌，营收接近零增长，营业利润同比下降超 7%。

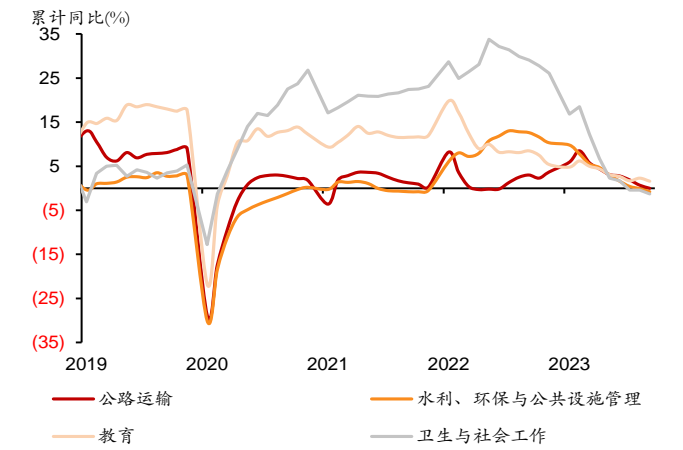
2024 年投资增速将有所回升。预计固定资产投资增速可能从 2023 年 2.8% 升至 2024 年 4.2%。房地产市场收缩趋缓，城中村改造和保障房建设提速对冲房地产开发投资降幅约 3 个百分点，预计房地产开发投资降幅从 2023 年的 9% 收窄至 2024 年的 7%。消费延续温和复苏，出口显著回暖，通缩逐步缓解，制造企业营收和利润增速逐渐回升，新技术产业化、产业转型和自主替代投资加快，预计制造业投资增速从 2023 年的 6.2% 升至 2024 年的 6.5%。广义赤字率显著上升，地方政府现金流改善，但新增隐性债务依然严格受限，基础设施投资将保持较快增长，增速或从 2023 年的 8.2% 小幅放缓至 2024 年的 7.8%，其中央企主导的基础设施投资保持快速增长，但因高基数可能有所放缓，地方国企主导的基础设施和公共服务投资可能小幅回升。

图 38: 房地产、基建和制造业投资增速



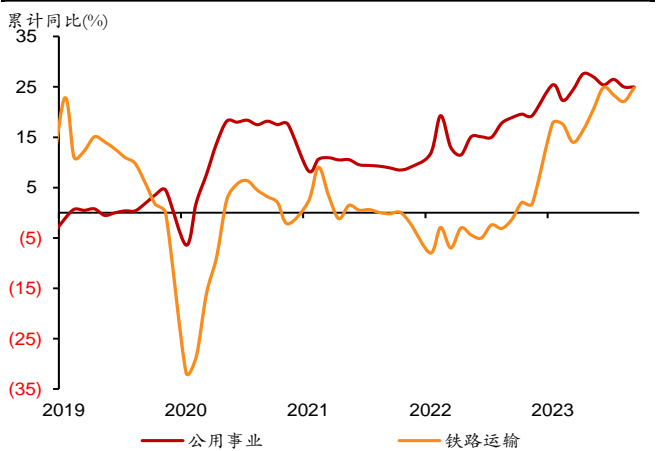
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 39: 地方国企主导的基础设施投资增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

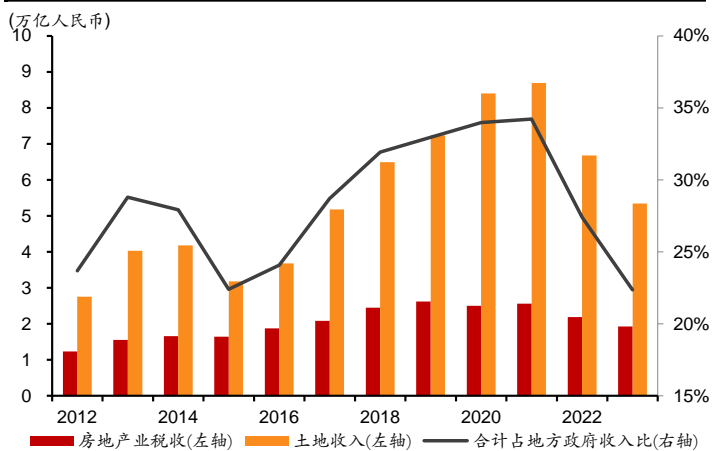
图 40: 央企主导的基础设施投资增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

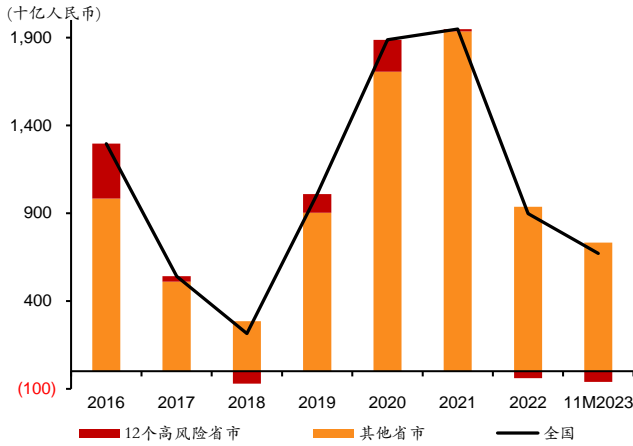
图 42: 城投债券净融资额

图 41: 地方政府房地产相关收入

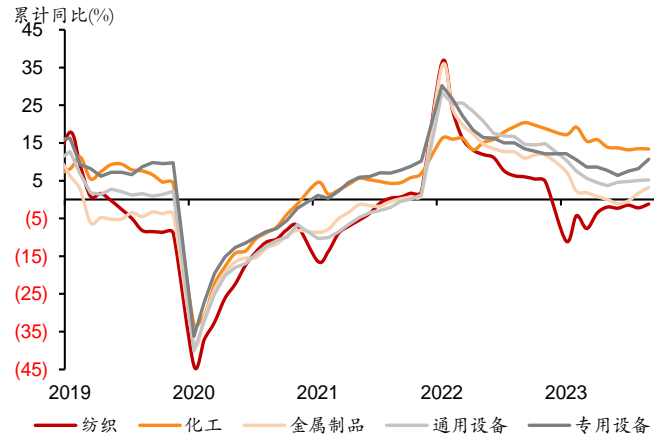


资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 43: 部分制造业投资增速

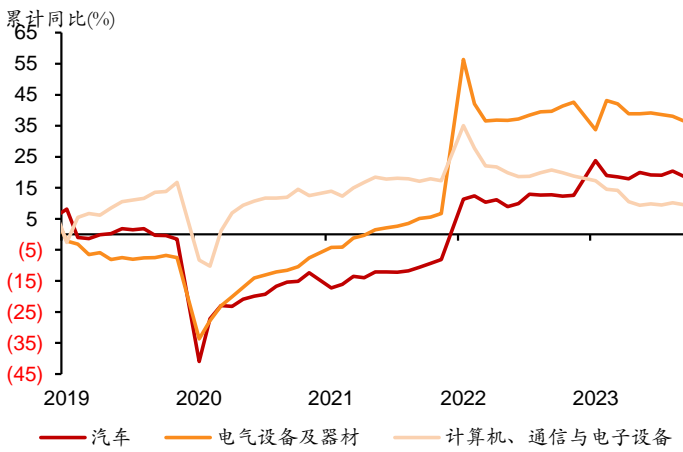


资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场



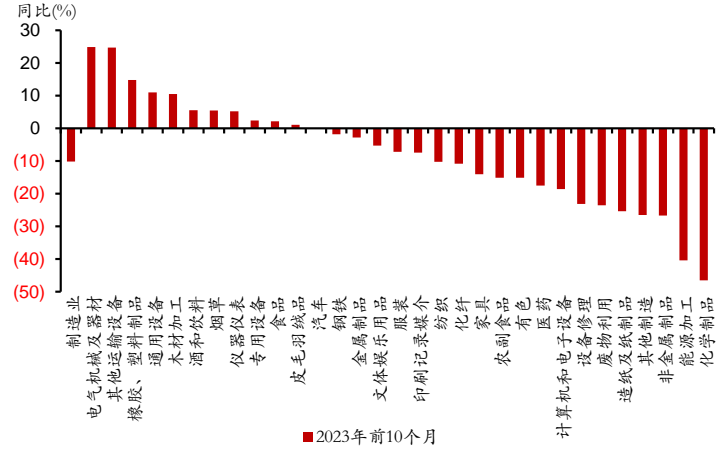
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 汽车、电气设备与消费电子设备投资增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 主要制造业利润增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

进出口贸易回暖

2023 年中国货物贸易大幅下滑。前 10 个月货物出口额和进口额同比分别下降 5.6% 和 6.5%。从出口目的地看，对北美和欧洲货物出口跌幅较大，对亚洲贸易伙伴降幅其次，对新兴市场出口表现相对较好。从进口来源地看，从美国、日本、韩国和东盟进口跌幅扩大，从欧盟进口降幅缩小，从澳大利亚进口由跌转升。从出口商品看，随着海外商品量价放缓及房地产萎缩，服装、箱包、玩具、家具、灯具、装潢材料、钢材等出口大幅下滑，但家电出口反弹尤其对新兴市场出口强劲；全球消费电子和半导体需求延续疲弱，计算机、手机和集成电路出口额降幅进一步扩大；汽车、新能源设备与组件延续爆发式增长。从进口看，大宗商品进口量强劲，但进口价大跌，大豆、铜矿、原油和天然气进口量均明显增长好于 2022 年表现，但进口价均有不同幅度下跌，煤炭进口量则出现暴涨；经济重启后交通运输和医疗需求快速恢复，飞机和医药进口额大幅，汽车进口额增速也显著回升；但由于地产开发投资收缩、地方基础设施投资放缓和企业资本支出疲弱，钢材、铜材、机床等资本品进口额大幅下跌。

2023年中国货物贸易大幅下滑主要由于全球消费者由商品消费回归服务消费、商品去库存和价格通缩。海外经济2021年重启以后，宅经济退潮，消费者需求回归服务消费，同时供应链逐步改善，商品行业因前期大量囤货而进入去库存阶段，商品价格大幅下跌。2022年和2023年前三季度，美国不变价商品消费增速分别降至0.3%和1.6%，但服务消费增速达到3.7%和2.4%，库存投资持续走弱，货物进口价格从2022年上涨8.6%转为2023年前10个月下跌3.3%。中国制造业因内需疲弱和产能过剩，出海竞争更加激烈，货物出口价格5月同比转跌，6-9月月均同比下降7.2%。

2023年中国服务贸易表现分化。前10个月，服务出口额同比下降15.2%，但服务进口额同比增长15.3%。从服务出口看，因全球贸易收缩，加工和运输服务出口额大幅下跌；可能由于境外投资者减少中国市场投资，中国金融服务出口同比下降；美欧对华科技贸易壁垒增加，知识产权使用费出口多年来首次萎缩；随着国内封关结束，旅行服务和保险及养老金服务出口由跌转升。从服务进口看，加工服务、保险及养老金服务、知识产权使用费等服务出口显著下跌，但随着出境游恢复，旅行、个人文化娱乐等服务进口暴增。

2024年中国进出口贸易将显著回暖。预计货物出口额和进口额增速分别从2023年的-4.3%和-4.9%回升至2024年的3.6%和3.3%，服务出口额和进口额增速分别从2023年的-12%和15.5%升至2024年的15%和20%。全球贸易活动将在低基数上有所回升，IMF预测全球货物贸易数量和价格增速分别从2023年的-0.3%和-2.5%升至2024年的3.2%和1.5%，WTO预测全球货物贸易数量增速将从2023年的0.8%升至2024年的3.3%。中国经济温和改善，国内消费进一步复苏，投资增速明显回升，通缩逐步缓解，货物进口增速将在低基数上展开反弹。中国跨境人员往来将进一步恢复，中美关系阶段性改善，有助于推动服务贸易增速持续回升。

近年来中美关系紧张和美国供应链“友岸化”、“近岸化”对区域供应链格局和中国货物贸易结构产生了重要影响。从美国货物进口来源地结构看，2018年以来中国大陆的份额累计下降7.9个百分点，东盟、墨西哥、中国台湾、加拿大、印度和韩国的份额则累计分别上升3、2.1、1、0.9、0.7和0.7个百分点。从中国出口目的地结构看，2018年以来美国、中国香港和日本在中国内地货物出口中占比累计分别下降4.1、4.5和1.4个百分点，东盟、拉美、俄罗斯、非洲、墨西哥和印度的占比累计分别上升3、1.6、1.3、0.9、0.8和0.5个百分点，欧盟的占比则相对稳定。从欧盟货物进口来源地结构看，2018-2020年中国大陆占比累计上升2.7个百分点，欧洲非欧盟成员占比累计下降3.2%，东盟占比小幅下降0.5%，疫情和俄乌战争发生后欧盟对中国供应链依赖度上升。总体来看，中美贸易增速显著放缓，但两国与欧盟贸易稳定，与东盟、墨西哥、印度之间贸易加强，供应链调整部分对冲了中美经贸冲突对全球贸易的负面影响。

中国FDI在2018-2022年表现平稳，但2023年大幅下滑，2024年或温和回升。2018-2022年，中国内地FDI流量年均增长17.8%，高于印度增速11.2%和拉美地区增速15.6%，略低于东南亚增速18.9%，大幅低于日本增速86.4%。从份额变化来看，欧盟在全球FDI中占比从2018年的22.5%降至2022年的-9.7%，中国和美国的占比则分别从10.1%和14.8%升至14.6%和22%，东南亚、拉美、南亚和日本的占比则分别从10.8%、11.2%、3.8%和0.72%升至17.2%、16.1%、4.4%和2.51%。2023年前10个月，中国实际利用FDI同比下降14.5%。

图 46: 货物与服务进出口额增速

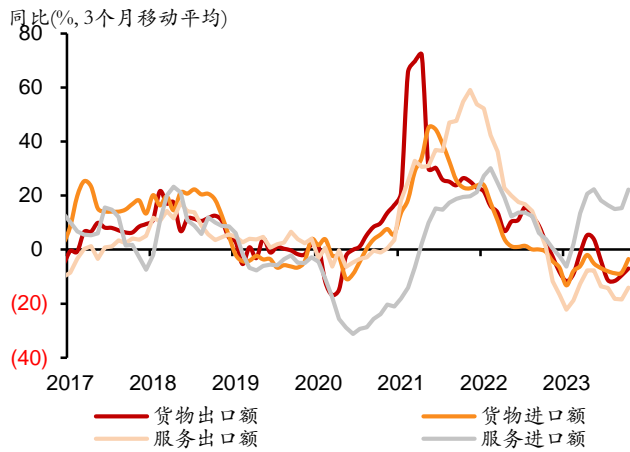


图 47: 货物进出口量

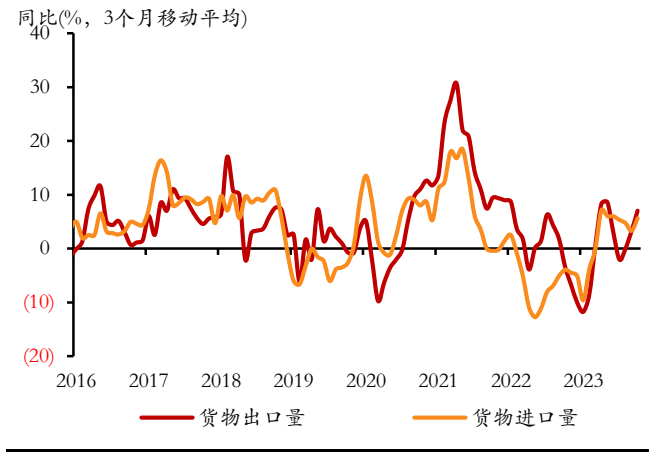


图 48: PPI 与货物进出口价格

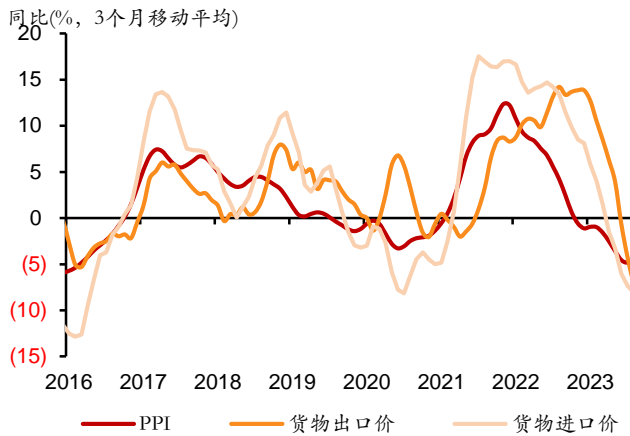


图 49: 主要商品出口额增速

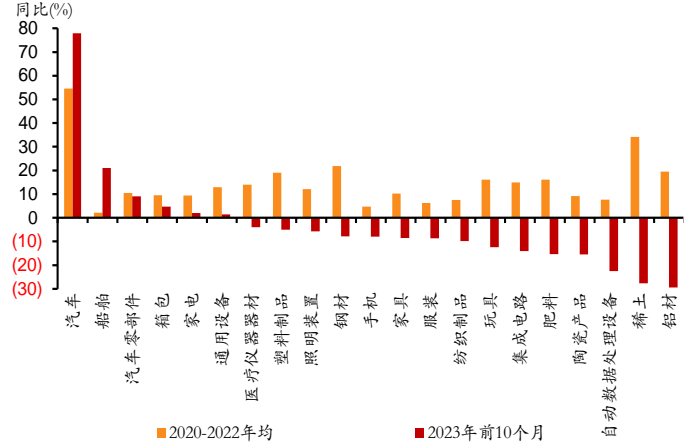


图 50: 服务贸易出口额增速

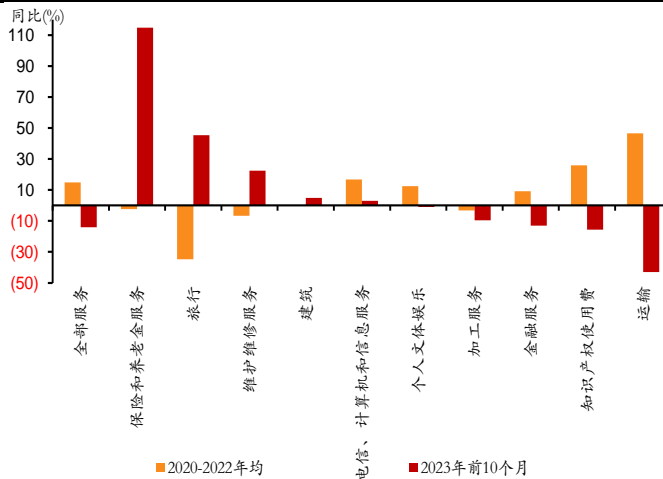


图 51: 服务贸易进口额增速

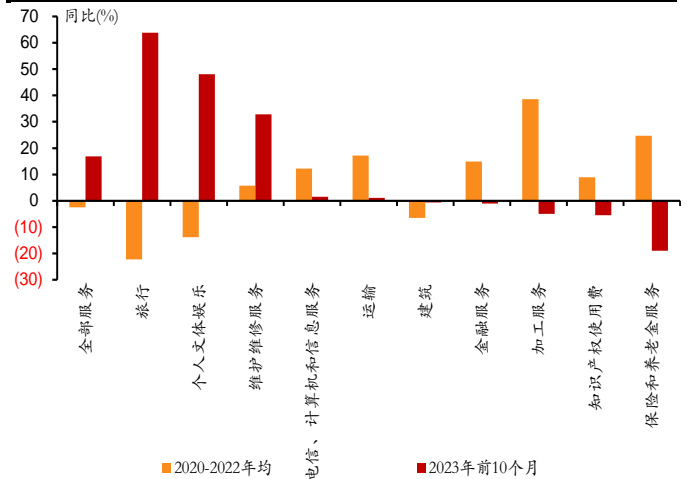
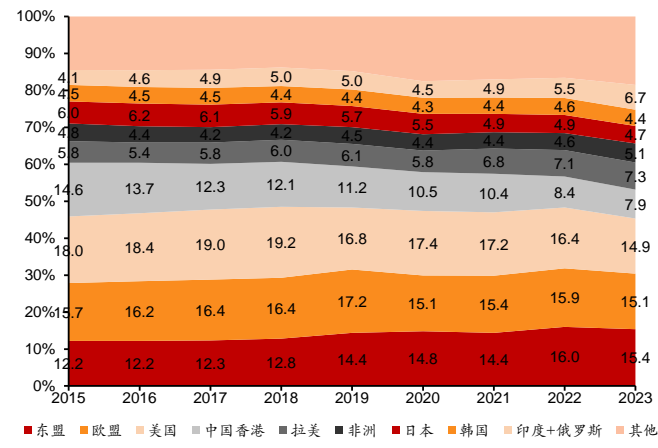
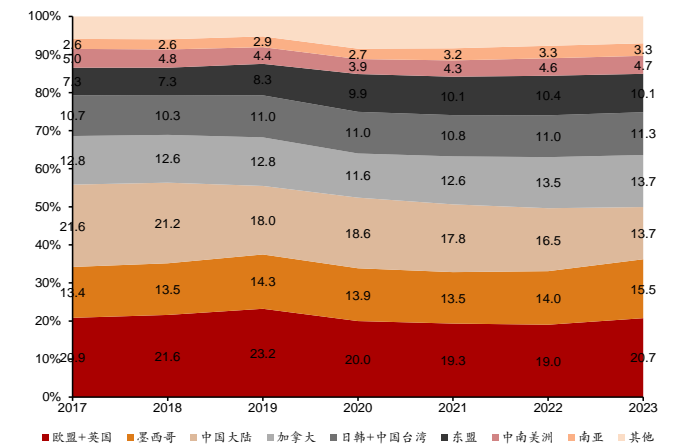


图 52: 中国商品出口目的地结构变化



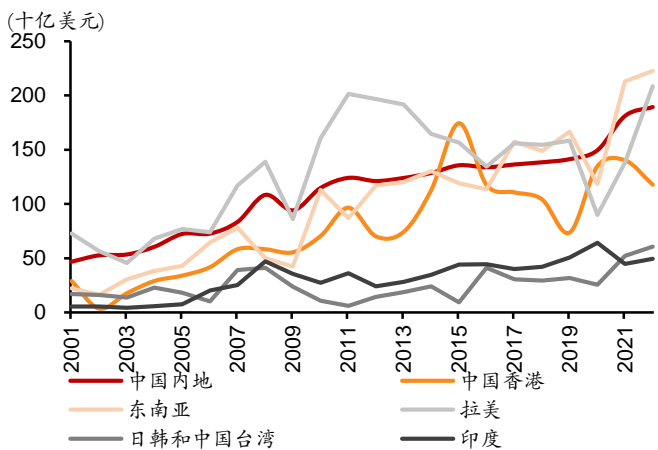
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 53: 美国商品进口来源地结构变化



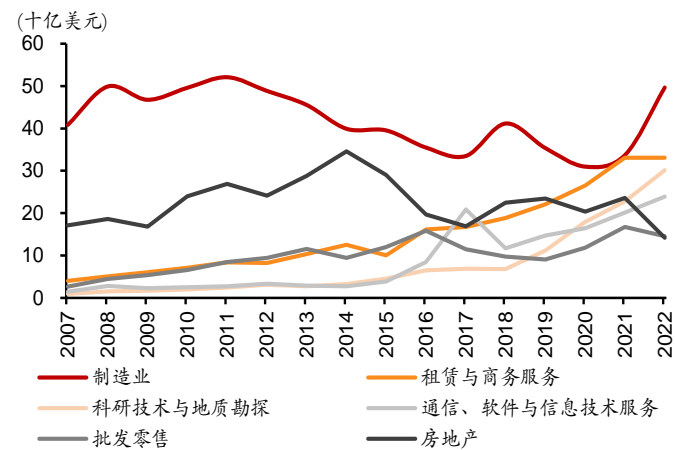
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 54: 主要经济体 FDI 流量规模



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 55: 中国主要行业吸引 FDI 流量规模



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

财政政策更具扩张性

2023年中国积极财政政策先弱后强。前7个月扩张力度大幅低于预期,7月政治局会议后公共财政扩张力度大幅提升,但土地财政仍受房地产延续下滑影响。前7个月,公共财政收入同比增长11.5%远超全年预算增速6.7%,但公共财政支出同比增速仅为3.3%,显著低于全年预算增速5.6%,公共财政赤字完成率仅为31.7%,政府债券净融资额同比下降25%;8月以后,公共财政扩张力度显著提升,前10个月公共财政支出增速升至4.6%,公共财政赤字完成率升至72.8%,政府债券净融资额转为增长21.5%。但土地财政延续大幅萎缩,政府性基金收入同比降幅从前7个月的14.3%扩大至前10个月的16%,地方政府专项债发行和相关支出加快,政府性基金支出同比降幅由前7个月的23.3%收窄至前10个月的15.1%,但仍大幅低于全年预算增速6.7%。

地方财政困难和隐性债务风险拖累2023年财政政策效果。2021年地方政府来自房地产业税收和土地收入共10万亿人民币(假设房地产业税收50%归地方政府),占地方政府收入35%,2022-2023年房地产相关收入累计下降35%。地方政府隐性债务风险上升,城投债净融资从2021年1.9万亿元人民币降至2022年0.9万亿和2023年前11个月不到0.7万亿元,非标净融资从2022年的-2,900亿元扩大至2023年前11个月的-6,000亿元。地

方政府收入萎缩和隐性债务风险上升抑制其财政支出，地方公共财政支出增速从2022年6.4%降至2023年前7个月2.9%，地方政府性基金支出2022年和2023年前10个月分别下降4.7%和15.1%。

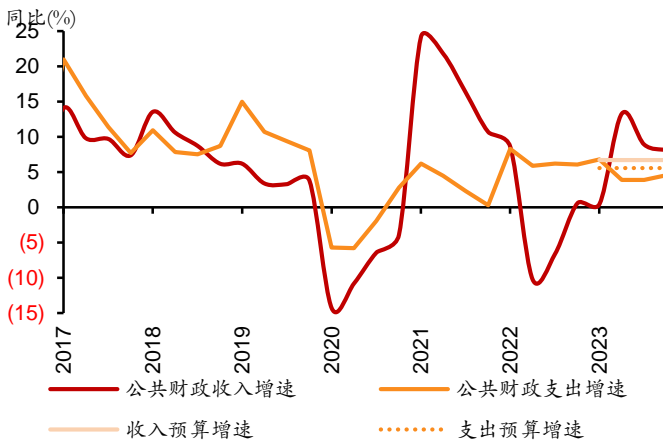
7月政治局会议推动财政政策扩张力度明显上升。第一，要求地方政府9月底前完成全年专项债额度内发行，并加快财政资金拨付。第二，积极化解地方政府隐性债务风险，要求国有银行加快对地方政府隐性债务重组（展期或借新还旧并降低再融资利率），允许地方政府发行特殊再融资债券置换难以市场化重组的隐性债务，28省市已披露合计金额超过1.36万亿元人民币。第三，中央财政临时追加1万亿元赤字，全部转移支付给地方，缓解地方财政压力。第四，近期财政部可能提前下达2024年部分新增地方政府债务额度超过2.5万亿元人民币。在系列举措支撑下，8-10月财政政策力度持续提升，公共财政支出同比增速已从前7个月的3.3%跳升至10月的11.9%，预计11月至2024年上半年将延续强劲增长。

2024年积极财政政策将更具扩张性。12月召开的中央经济工作会议可能维持2024年5%的GDP增速目标，因低基数效应减退和私人信心恢复较慢，实现同样目标的难度上升，财政政策需要发挥更大作用。预计2024年公共财政赤字可能为4.88万亿元人民币（约占2024年GDP的3.6%），与2023年临时追加1万亿元人民币后赤字持平，2023年临时追加额度一半将用于2024年（约占2024年GDP的0.4%）；地方政府新增专项债额度可能从2023年3.8万亿元人民币（约占2023年GDP的3%）增加至2024年4.4万亿元人民币（约占2024年GDP的3.3%）。2024年在评估地方政府特殊再融资债券置换隐性债务和国有银行重组隐性债务的效果之后，可能有新的置换额度。预计2024年广义财政赤字率（政府债券净融资额/GDP比）可能超过8%，公共财政支出增速从2023年5.6%升至2024年6.4%，公共财政收入增速从2023年6.7%降至2024年4.8%。决策者将引导国有商业银行和政策性银行持续加大准政策性贷款供应，进一步发挥准财政工具作用。

2024年财政支出重点是保障居民就业、基本民生、市场主体、粮食能源安全、产业链供应链稳定和基层运转。根据2022年公共财政支出细项估算，涉及社会民生的教育、社保和就业、医疗卫生、农林水事物以及城乡社区事物合计在公共财政支出中占比近45%，行政和事业机构运行及公共安全等公共部门支出占比近三分之一，科技、节能环保、能源资源和产业发展等方向支出占比近10%。2022-2023年地方财政困难显著影响到社会民生、公共部门运转和产业政策，预计2024年地方政府现金流将有所改善，基本民生支出增速将有回升，公共部门就业和支出将会改善，对私人部门减税和产业政策力度可能加大。

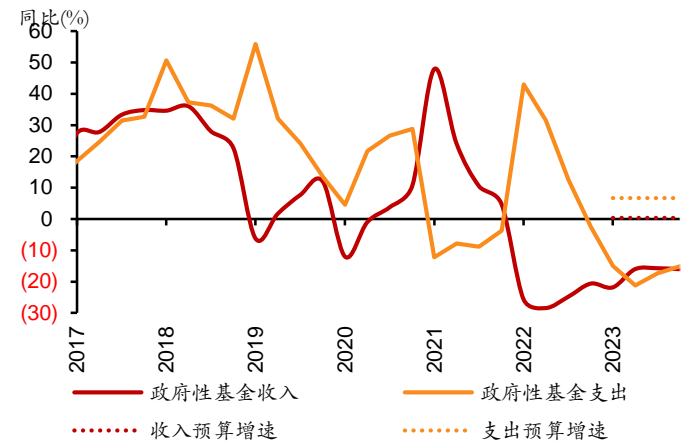
中长期内，人口老龄化加速和城镇化减速将对财政支出结构产生深远影响。新房市场仍将下行，给财政收入带来压力。社保赤字不断扩大，医疗卫生支出需求快速增长，财政相关支出占比或持续上升。以人口老龄化先行者东北三省为例，2022年城镇基本养老保险缴费职工/退休职工比已降至1.3-1.4倍，城镇基本养老保险赤字超过1,700亿元人民币，相当于三省财政收入的3.7倍，三省公共财政支出中社保和就业支出占比超过25%，远高于全国14%的水平，三省财政和社保体系高度依赖中央政府和广东等社保盈余省份的转移支付。我们建议中国财政体系降低对基础设施投入，增加私人部门减税并壮大私营经济，加大对城镇保障房、人力资本、医疗卫生等公共服务投入，助力更多年轻人在城镇安居乐业，投资于年轻人就是投资于中国的未来。

图 56: 公共财政收入与支出增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 57: 政府性基金收入与支出增速



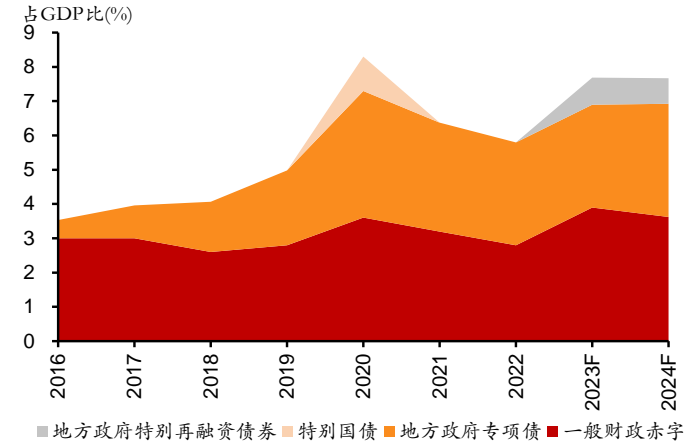
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 58: 政府与城投债收益率



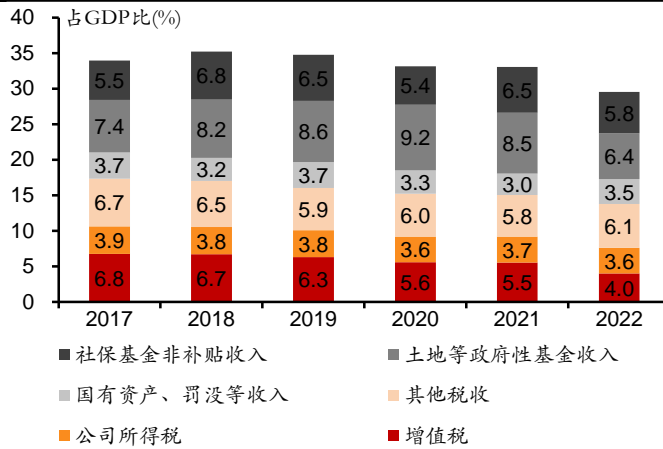
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 59: 广义财政赤字率



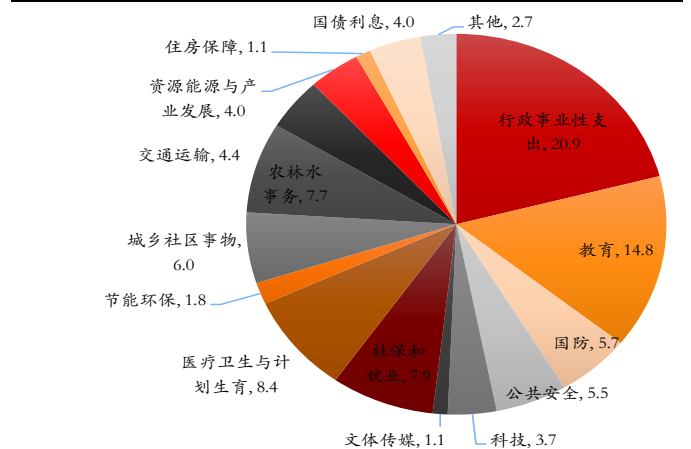
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 60: 广义政府收入占 GDP 比



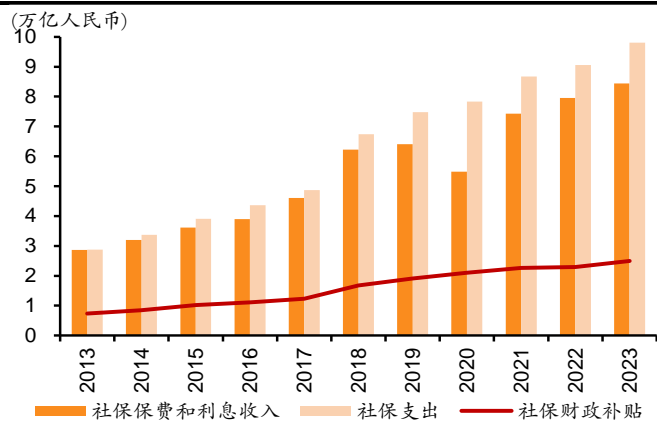
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 61: 公共财政支出结构 (%)



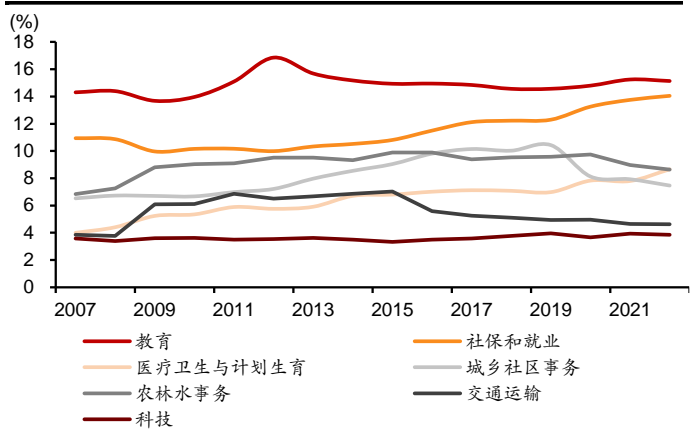
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 62: 社保体系收支与财政补贴



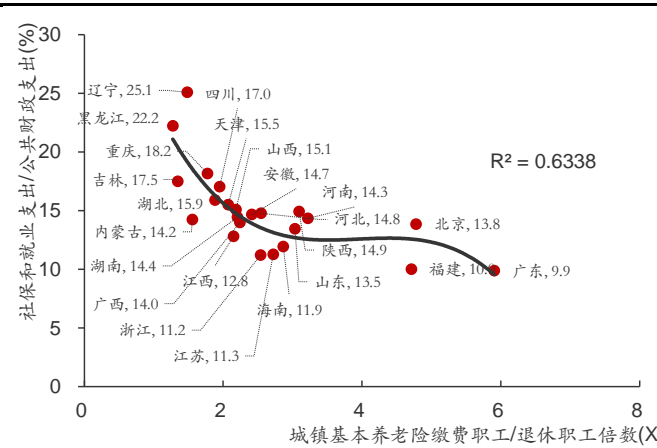
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 63: 公共财政支出中部分支出占比



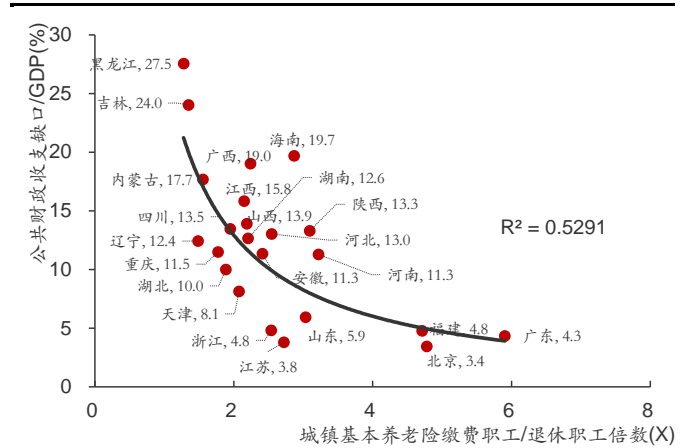
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 64: 社保缴费职工/退休职工比与财政支出压力



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 65: 社保缴费职工/退休职工比与公共财政收支缺口



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

货币政策延续宽松

2023年中国央行保持稳健货币政策, 适度放松信贷政策, 实际力度低于预期。前10个月, 法定准备金率两次下调累计0.5个百分点共释放流动性约1万亿元人民币, 公开市场逆回购和MLF利率两次下调累计0.2和0.25个百分点, 1年期LPR下调两次累计0.2个百分点, 5年期LPR下调一次0.1个百分点, 存款利率下调约0.1个百分点; 房地产信贷政策进一步放松, 降低首付比例、房贷利率下限、首套房认定标准和存量房贷利率, 努力改善房企融资。从实际效果看, 前9个月大银行从央行新增借款0.65万亿元同比增长182%, 但中小银行新增借款0.68万亿元同比下降348%; 存款类机构7天质押回购年均利率从2022年的1.76%升至2023年前11个月的1.95%, 3个月Shibor和6个月股份行同业存单年均收益率分别从2022年的2.08%和2.15%升至2023年前11个月的2.29%和2.38%; 7年国债和AA企业债年均利率分别从2022年的2.76%和4.25%降至2023年前11个月的2.72%和4.08%, 金融机构企业贷款和个人住房贷款加权平均利率分别从4Q22的3.97%和4.26%降至2Q23的3.95%和4.11%; 前10个月社会融资规模和实体部门新增人民币贷款同比分别增长8.6%和9.1%, 社会融资存量和人民币贷款余额同比增速分别从2022年末的9.6%和11.1%降至2023年10月末的9.3%和10.9%, 其中房地产开发贷

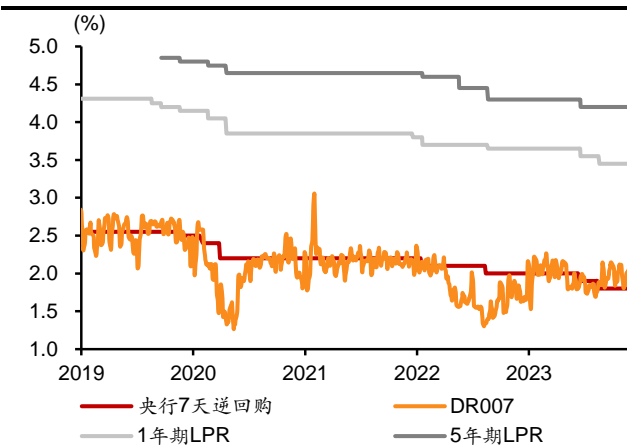
款余额增速从2022年末的3.7%微幅升至2023年9月末的4%，但个人购房贷款余额增速从1.2%降至-1.2%。

四大因素制约2023年货币政策宽松空间和实际效果。第一，美联储剧烈加息大幅推升美元利率，加上俄乌战争等地缘因素，美元大幅走强，人民币显著承压。浮动汇率和资本外流恐惧症限制国内利率政策“以我为主”的实际空间。第二，信贷需求疲弱、存款竞争激烈和资产质量恶化令国内银行体系承压，政策部门可能担心大幅降息影响银行息差和金融稳定。商业银行净息差从4Q22的1.91%降至3Q23的1.73%，已低于市场利率定价自律机制评分警戒线1.8%；上市国有大型银行PB倍数从2022年末0.43倍小幅升至2023年三季度末的0.46倍，上市股份制银行和城商行的PB倍数则分别从0.49倍和0.58倍降至0.45倍和0.5倍。第三，房地产市场延续剧烈调整，私人部门信心低迷，严重抑制信贷需求，货币政策宽松尚未推动信贷增速显著回升。第四，国内物价通缩抵消名义利率下降效果，扣减GDP平减指数增速后的10年国债和金融机构贷款的实际利率分别从3Q22的0.92%和2.54%持续升至2Q23的3.66%和5.15%。

2024年货币政策将延续宽松，加强与财政政策和产业政策配合，大力支持财政扩张和准政策性信贷业务，信贷增速可能温和回升。预计央行可能两次下调法定存款准备金率共0.5个百分点，一次下调政策利率，两次下调存款利率，1年和5年LPR分别下调0.1和0.2个百分点，存款利率下调约0.2个百分点以保护银行息差，社会融资存量和人民币贷款余额增速可能从2023年末的9.5%和10.8%升至2024年末的10%和11.3%。

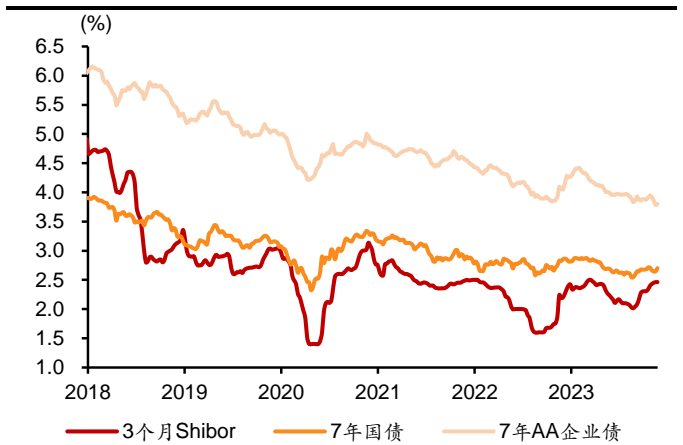
2024年四大制约因素将有所改善，提升货币政策宽松空间和实际效果。第一，人民币汇率因素对国内货币政策的制约明显减弱。预计美元/人民币汇率可能从2023年末的7.1降至2024年末的6.95左右。2024年美国经济和通胀下行，美联储可能降息1.5个百分点左右，美元指数可能转弱；俄乌战争可能缓和，提振欧元而降低美元指数；中国经济温和改善，名义GDP增速重新超过美国，美国和中国利差可能有所收窄。第二，人民币存款利率可能与贷款利率同步下调，以对冲降息对银行净息差的影响。第三，财政政策更具扩张性，政府支出增速回升，私人部门信心缓慢改善，信贷需求或温和回升。第四，国内通缩将逐步缓解，GDP平减指数增速由负转正，预计降低实际利率水平超过1.5个百分点。

图 66: 央行政策利率



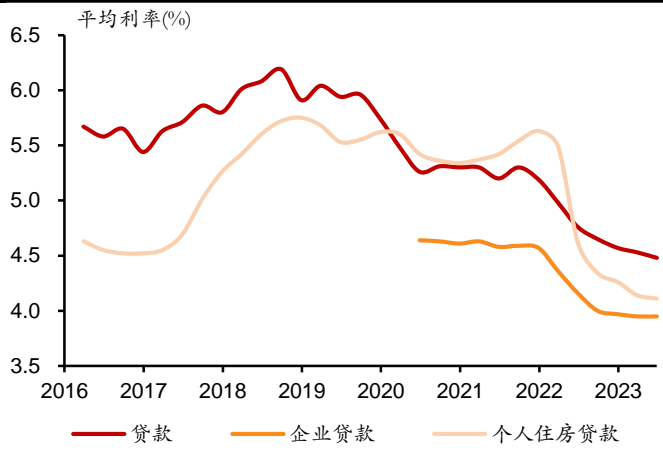
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 67: 货币市场与债券市场利率



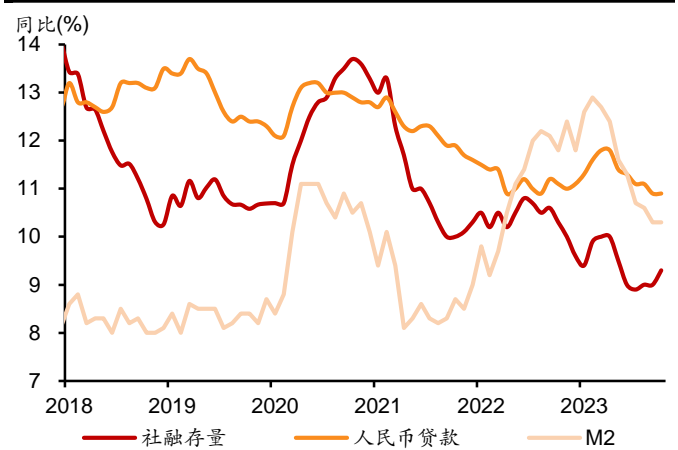
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 68: 银行贷款加权平均利率



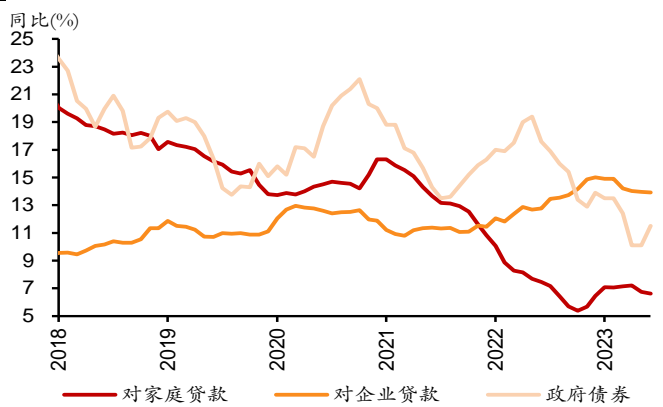
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 69: 社融存量与货币信贷增速



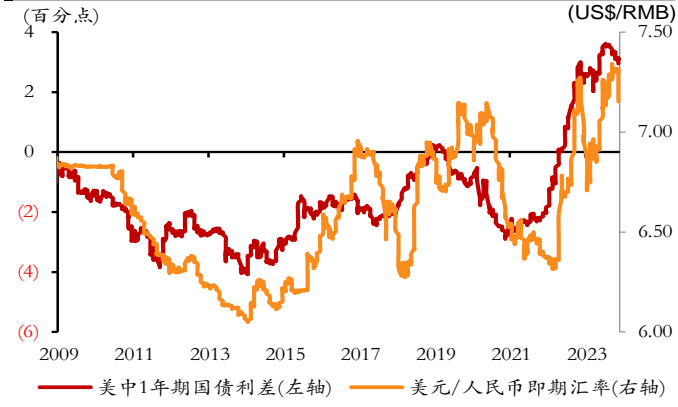
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 70: 对实体部门信贷增速



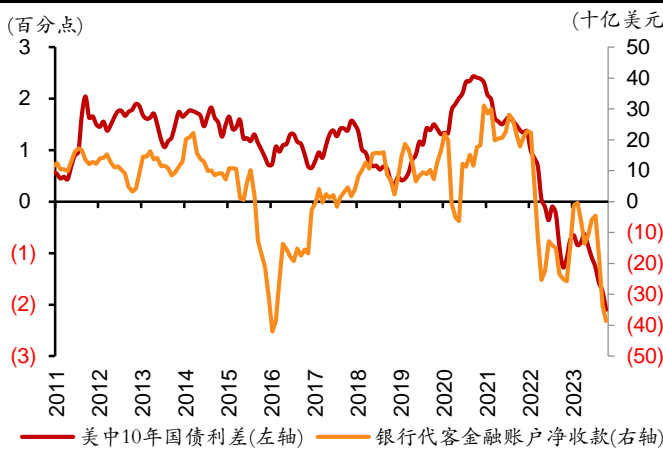
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 71: 美元/人民币汇率与利差



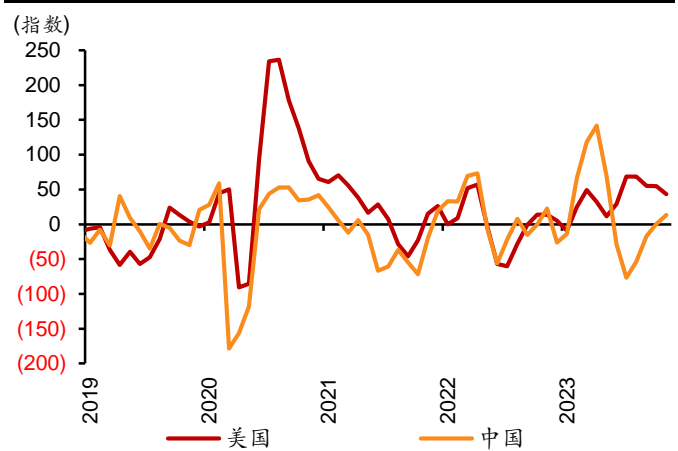
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 72: 中美利差与中国金融账户资本流动



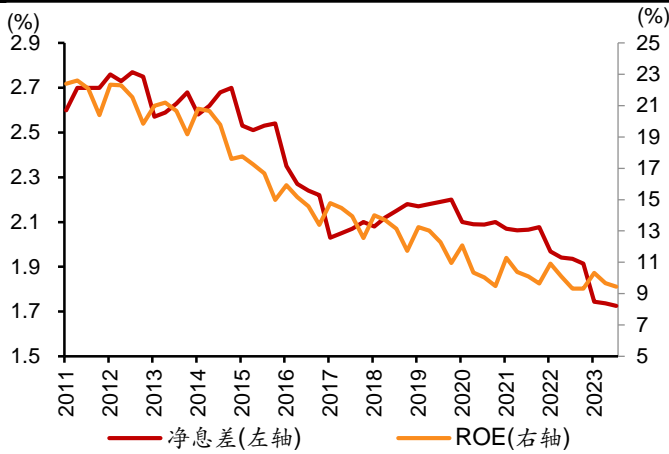
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 73: 中美经济意外指数



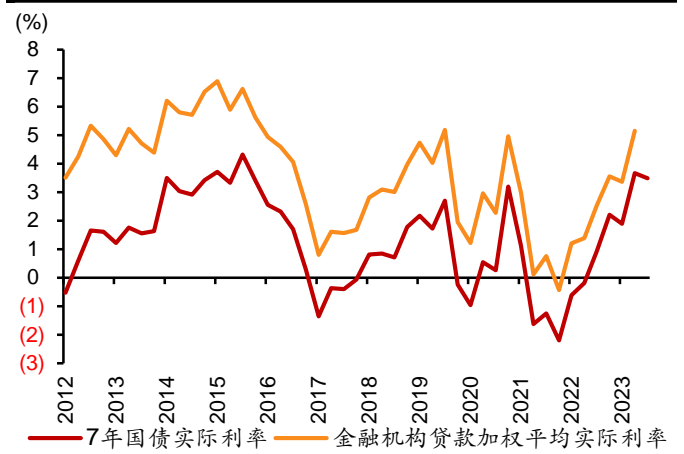
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 74: 中国银行体系净息差和 ROE



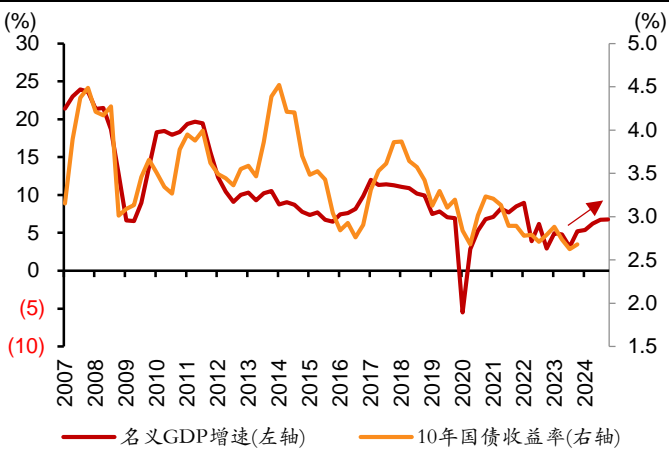
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 75: 扣减 GDP 平减指数增速后的实际利率水平



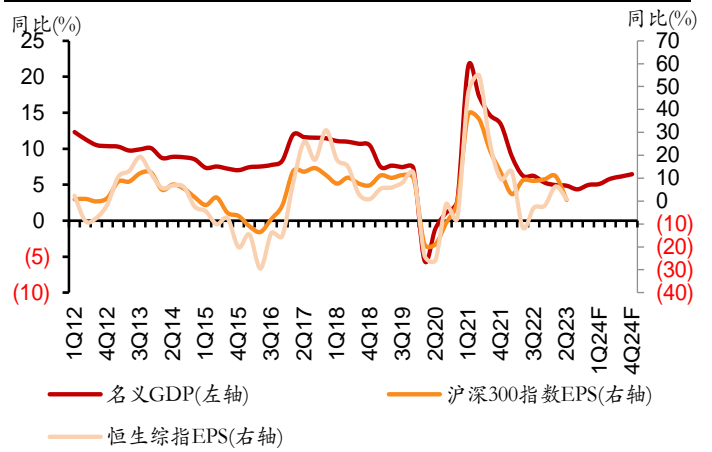
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 76: 中国名义 GDP 增速与 10 年国债收益率

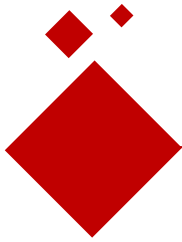


资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 77: 中国名义 GDP 与股市 EPS 增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场



行业展望

- ❖ 中国互联网及软件板块 - 优于大市
- ❖ 中国半导体板块 - 优于大市
- ❖ 中国科技板块 - 优于大市
- ❖ 中国医药板块 - 优于大市
- ❖ 中国必选消费板块 - 同步大市
- ❖ 中国可选消费板块 - 同步大市
- ❖ 中国汽车板块 - 优于大市
- ❖ 中国保险板块 - 优于大市
- ❖ 中国房地产板块 - 优于大市
- ❖ 中国工程机械/重卡板块 - 优于大市
- ❖ 中国文娱板块 - 优于大市
- ❖ 中国电力板块 - 优于大市
- ❖ 中国城市燃气板块 - 优于大市

中国互联网及软件板块

优于大市

分析师：贺赛一 - hesaiyi@cmbi.com.hk

分析师：陶冶 - franktao@cmbi.com.hk

分析师：陆文韬 - luwentao@cmbi.com.hk

深抓核心基本盘，全局视角强化股东回报

筑高质量增长壁垒，从“流量为王”到技术优势主导未来发展

回顾2023年，两类互联网及软件公司股价相对跑赢行业：1) 基本面表现持续好于市场预期且证明其有能力高效维持营收/利润可持续高速增长的公司；2) 主营业务具备稳定的护城河和盈利能力且持续证明其有能力提升股东回报的公司。展望2024年，在整体消费复苏仍面临挑战的情况下，我们预期高效利用现有资源打开长期增长空间及高质量发展核心主业强化股东回报或仍为行业重要主题。海外扩张及生成式AI相关营收起量或为驱动2024年行业增量营收增长的两条主线，而具备独特差异化竞争力和技术优势的公司或有能力进一步提升盈利能力并强化股东回报。股票推荐层面，互联网行业，推荐阿里巴巴、腾讯、拼多多、百度，软件板块推荐金蝶。

商业模式优势或为竞争及保障股东回报利器

我们看好商业模式具备优势的公司能够基于经营杠杆效应实现可持续的盈利增长，从而提升ROI并且保障对于股东的回报，包括腾讯、阿里巴巴、百度等：1) 腾讯核心竞争优势稳固，我们预计高毛利率业务增长将推动FY24 non-IFRS净利润同比增长18%；公司9M23累计已回购322亿港元，约占公司市值1.1%；此外公司仍有约8525亿港元战略投资（约占公司市值28%），可作为潜在分红回馈股东；2) 阿里巴巴营收增长或有望在2024年随着宏观环境好转而改善，且非核心业务减亏将有望推动集团利润率改善。基于稳中有升的利润率水平，阿里巴巴持续强化股东回报的举措或有望推动估值重估。

有能力维持高增长的业务或将持续享有估值溢价

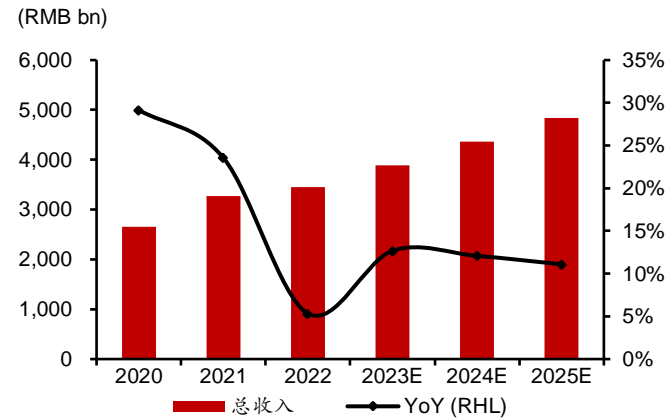
在国内电商整体增长逐步趋缓的情况下，依托中国在制造业的产业链优势，电商出海或将帮助电商平台打开长期增长空间。目前美国、东南亚、欧洲为主要的电商出海目的地，且基于逐步完善的物流基础设施布局，电商出海目的地有望拓展至世界更多国家。拼多多旗下的Temu及阿里巴巴的国际数字商业板块2023年均取得强劲营收增长，并有望支撑长期营收及盈利增长。展望2024年，跨境电商业务强势增长势头或有望延续。

高质量发展或仍为行业主题

展望2024年，互联网公司仍将专注于高质量发展战略，加强对流量的精细化运营，减少影响利润率的恶性竞争；基于彭博一致预期及我们测算，预计2024年互联网板块整体调整后净利润仍将实现15%的稳健增长，调整后净利润率同比提升0.4个百分点至14.4%。我们看好头部平台如阿里巴巴、腾讯、百度、拼多多能够基于C端/B端的流量优势，通过更多元化的变现手段，进一步提升变现效率，驱动利润增长；而中腰部平台或将面临更多竞争压力，需要提供差异化的产品/服务以维系市场份额稳定。

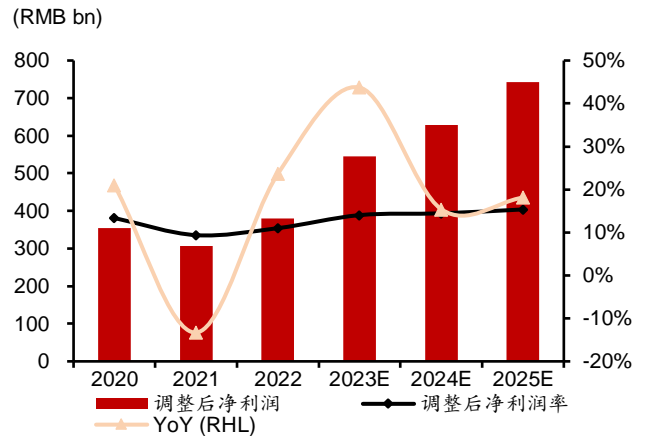
重要图表

图 1: 主要互联网公司: 总收入趋势



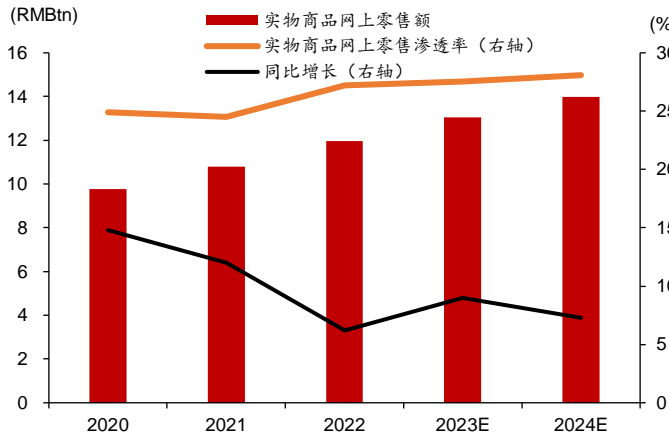
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 主要互联网公司: 总调整后净利润趋势



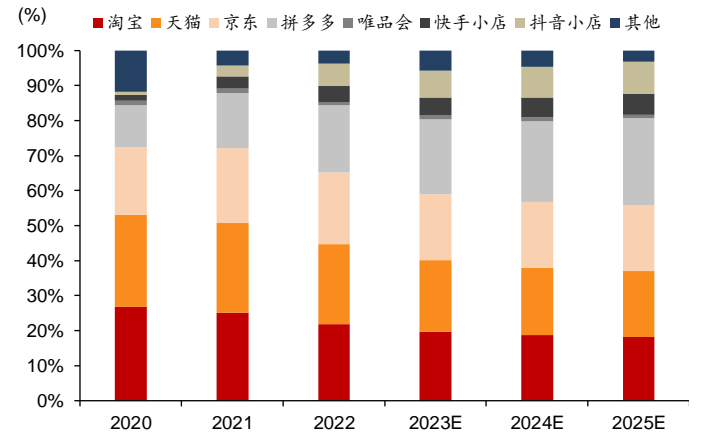
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 中国: 实物商品网上零售额及增长预测



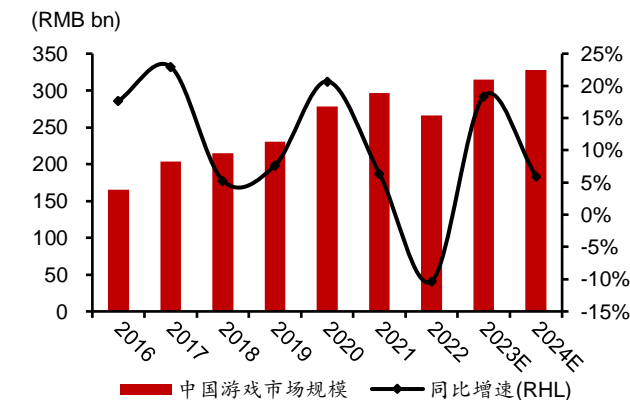
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场预测

图 4: 中国: 电商市场份额



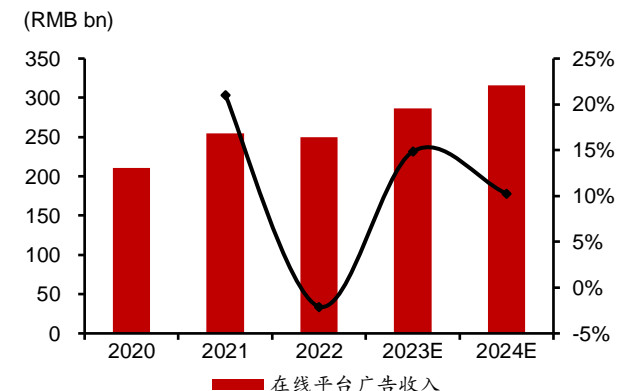
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 5: 中国: 游戏市场规模



资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 招银国际环球市场预测

图 6: 中国: 主要在线平台广告收入



资料来源: 公司数据, 彭博, 招银国际环球市场预测

深抓核心竞争优势，全局视角强化股东回报

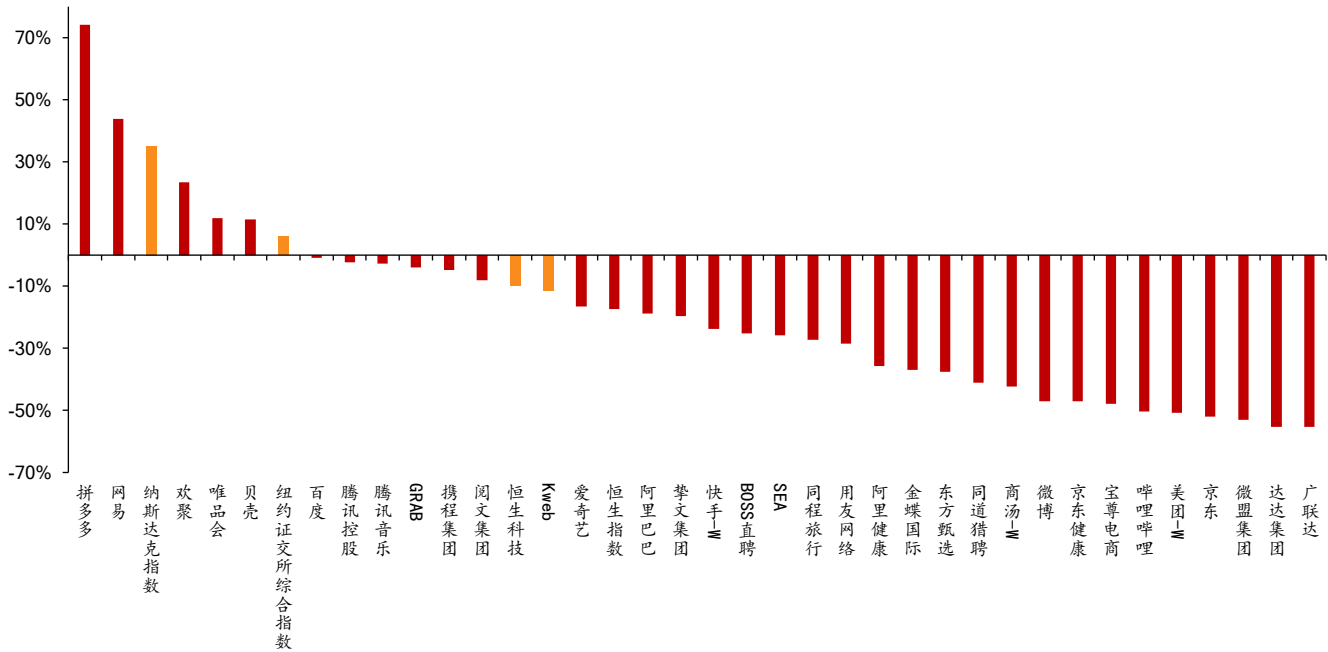
回顾 2023 年，相较指数取得超额收益的公司特点可概括为：1) 基本面表现持续好于预期、因新业务扩张持续具备强劲表现的公司（如拼多多、网易）；2) 基本面表现稳健，且持续通过回购提升股东回报的公司（如唯品会）。此外，此前业务显著受到疫情影响、但随着疫情放开结构性受益的公司也给出了相对指数更优的回报水平（如携程、贝壳）。

基本面和股东回报层面，在整体经济弱复苏、消费复苏仍面临挑战的情况下，我们预期高质量地维持现有业务增长、高效率的探索有望打开长期增长空间的新业务、及大决心地提升现有股东的回报水平或为 2024 年行业主题，主要途径包括：1) 进一步投资于长期有增长空间的业务，以提振长期营收和盈利增长前景，目前看，电商出海及生成式 AI 带来的营收增长或为创造增量营收的两条重要主线；2) 深抓核心用户基本盘、有能力通过技术实力及业务模式优势进一步降本增效以维持稳定的盈利能力，基于稳中有升的盈利能力提升分红、回购以强化股东回报。对于软件板块而言，基本面的结构性复苏或将略滞后于企业盈利复苏，营收增速或将伴随经济复苏和企业数字化支出修复而逐步改善，降本增效推动盈利改善或仍为 2024 年主要关注点。

估值层面，2024 年美元流动性压力缓释或将推动港股估值复苏，TMT 板块有望相较大盘展现出更高弹性，估值重估过程中短期而言中小市值股票估值修复速度或有望领先大票。此外，若行业估值持续受到挤压，部分仍持续亏损、仍有现金流压力的公司，或需进一步寻求融资。

股票推荐层面，互联网行业，推荐拼多多、阿里巴巴、腾讯、百度，软件板块推荐金蝶。

图 7: YTD 互联网板块股价表现



注：股价表现区间为 2022 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 7 日

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

主题一：关注海外拓展起量、有望支撑长期营收及盈利增长的公司

在国内电商整体增长逐步趋缓的情况下，依托中国在制造业的产业链优势，电商出海或将帮助电商平台打开长期增长空间。目前美国、东南亚、欧洲为主要的电商出海目的地，且基于逐步完善的物流基础设施布局，电商出海目的地有望拓展至世界更多国家。拼多多旗下的 Temu 及阿里巴巴的国际数字商业板块 2023 年均取得强劲营收增长，并有望支撑长期营收及盈利增长。展望 2024 年，跨境电商业务强势增长势头或有望延续。此外，游戏、云和软件业务的出海在长期也有望为相关公司带来增量营收贡献。

主题二：关注生成式 AI 浪潮下，有望结构性受益的公司

我们看好百度、阿里巴巴、腾讯将受益于国内生成式 AI 发展的浪潮，主因三大平台：1) 在过去发展主业期间积累了国内领先的算力基础设施以及 GPU 储备；2) MaaS 解决方案与传统 IaaS/PaaS/SaaS 业务具备较强的协同效应，百度云/阿里云/腾讯云能够增加对于现有云业务客户的交叉销售；3) 拥有国内能力领先的自研大模型。拥有领先大模型能力及广泛应用场景的公司能够进一步改善 C 端用户体验并提高自身业务运营效率，实现进一步降本增效。此外，大模型能力能够进一步优化广告解决方案，提升商家广告投放效率，大模型对于财务表现的积极影响或有望在 2024 年逐步显现。

主题三：关注主业稳定，有望持续提升股东回报的公司

我们看好阿里巴巴、腾讯、唯品会，主因其稳固的核心竞争优势、能够通过降本增效提升盈利能力、充足的现金流支撑其增加分红或回购以强化股东回报。腾讯：我们预计公司 Non-IFRS 净利润在 2023-2025 年维持 20% 的复合增长，主要得益于高毛利率业务（如视频号广告/电商和小游戏）的快速增长以及公司持续降本增效措施。腾讯在 9M23 已累计回

购322亿港元公司股票，约占公司市值1.1%；此外，公司仍有约8525亿港元战略投资（约占公司市值28%）可作为潜在分红回馈股东，进一步释放其投资组合的价值。

图8: 互联网: 股东回报&公司基本面

公司	现金储备		股东回报		估值&基本面		
	9/30 现金余额 (US\$m)	现金/市值	FY23E 股息率	剩余回购额度占市值比	FY23 PE	FY23E 净利润率	23-25E 净利润 CAGR
阿里巴巴	33,945	18.7%	1.2%	8.0%	8.0	17.3%	11.6%
腾讯	20,401	5.4%	0.7%	NA	17.9	25.4%	21.9%
百度	4,862	12.2%	0.0%	12.5%	10.7	19.9%	14.0%
网易	2,105	3.1%	1.3%	6.5%	17.2	30.4%	17.0%
京东	16,152	38.1%	0.7%	4.0%	9.1	3.1%	14.5%
贝壳	2,206	11.4%	0.2%	6.5%	14.1	12.8%	58.2%
快手	1,570	5.2%	0.0%	1.2%	25.6	7.7%	NA
腾讯音乐	1,724	12.5%	0.0%	2.9%	16.7	21.7%	14.4%
唯品会	2,624	31.4%	0.0%	6.6%	6.8	8.0%	12.8%
哔哩哔哩	1,064	21.6%	0.0%	9.1%	NA	-15.6%	NA

资料来源: 彭博一致预期, 公司资料, 招银国际环球市场

主题四: 关注估值处于低位、有望受益于行业整合的公司

经历过市场震荡后, 目前互联网行业平均2024年PE为16.1x (Forward 1Y PE近3年交易区间: 11.5-29.7x, 平均值20.6x)。展望2024, 美元流动性压力缓释推动港股估值复苏, TMT板块相较于大盘展现更高弹性, 估值重估过程中短期而言中小市值股票估值修复速度或有望领先大票。向前看, 尽管估值重估后的板块进一步上涨空间或取决于基本面复苏的强度, 但互联网公司深抓核心基本盘、龙头公司均追求高效运营、专注于通过自身技术优势进一步降本增效及寻求高效扩张路径或将使得行业整体的利润率水平稳中有升, 而估值处于低位、现金流存在压力的公司, 或存在进一步融资需求以支撑发展。

图9: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/下行空间	市值 (US\$ mn)	P/E (x)		P/S (x)	
							FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
中国互联网&软件										
腾讯	700 HK	买入	465.0	311.6	49%	374,545	15.1	13.3	3.9	3.5
拼多多	PDD US	买入	142.6	140.3	2%	186,387	19.0	14.7	4.1	3.2
阿里巴巴	BABA US	买入	155.0	72.3	114%	183,966	7.3	6.5	1.3	1.2
美团	3690 HK	买入	161.5	86.4	87%	68,805	15.9	10.7	1.5	1.3
网易	NTES US	买入	132.5	104.8	26%	67,565	16.7	15.3	4.1	3.8
京东	JD US	买入	57.5	26.9	114%	42,321	8.6	7.4	0.3	0.2
百度	BIDU US	买入	195.6	115.8	69%	40,476	10.9	10.0	2.0	1.8
快手	1024 HK	买入	97.0	55.2	76%	30,193	15.5	10.3	1.7	1.5
携程	TCOM US	买入	45.8	33.0	39%	21,336	13.9	11.9	3.0	2.6
贝壳	BEKE US	买入	24.7	15.1	64%	18,691	13.9	14.4	1.5	1.4
京东健康	6618 HK	未评级	NA	36.9	NA	15,384	26.8	20.9	1.7	1.4
腾讯音乐	TME US	买入	8.9	8.1	10%	13,883	14.9	13.3	3.5	3.2
唯品会	VIPS US	未评级	NA	15.4	NA	8,365	6.5	6.1	0.5	0.5
阿里健康	241 HK	未评级	NA	4.3	NA	7,413	40.6	40.6	1.5	1.5
Boss直聘	BZ US	未评级	NA	15.2	NA	6,698	22.1	17.3	6.5	5.2
商汤	20 HK	买入	2.3	1.3	78%	5,483	NA	NA	7.2	5.6
哔哩哔哩	BILI US	买入	24.0	12.0	100%	4,983	NA	47.2	1.4	1.2
金山软件	3888 HK	未评级	NA	24.6	NA	4,360	24.4	19.2	3.0	2.6
同程旅行	780 HK	买入	25.1	14.0	79%	3,936	12.8	10.6	2.0	1.7
阅文集团	772 HK	未评级	NA	27.0	NA	3,648	14.8	13.1	3.1	2.9
平安健康	1833 HK	买入	23.8	17.5	36%	2,589	NA	NA	3.1	2.7

云音乐	9899 HK	买入	99.5	90.0	11%	2,441	20.4	14.4	2.0	1.8
微博	WB US	买入	23.5	9.6	144%	2,339	4.5	4.1	1.3	1.2
达达	DADA US	未评级	NA	3.1	NA	815	14.1	7.6	0.4	0.4
						平均	16.1	15.0	2.5	2.2
全球										
Microsoft Corp	MSFT US	未评级	NA	371.0	NA	2,756,998	32.8	28.6	11.3	10.0
Alphabet Inc	GOOGL US	未评级	NA	136.9	NA	1,723,181	19.3	16.3	6.0	5.4
Amazon	AMZN US	未评级	NA	146.9	NA	1,517,862	32.4	25.8	2.4	2.1
NVIDIA Corp	NVDA US	未评级	NA	466.0	NA	1,150,921	37.9	22.8	19.5	12.5
Meta	META US	未评级	NA	326.6	NA	839,291	18.1	16.2	5.5	5.0
Tesla Inc	TSLA US	未评级	NA	242.6	NA	771,333	NA	45.1	6.5	5.3
Adobe Inc	ADBE US	未评级	NA	608.8	NA	277,178	33.9	29.7	12.7	11.3
Salesforce Inc	CRM US	未评级	NA	248.9	NA	240,887	30.4	26.0	6.9	6.2
Netflix Inc	NFLX US	未评级	NA	452.0	NA	197,831	28.2	22.9	5.2	4.7
Intuit Inc	INTU US	未评级	NA	571.5	NA	159,981	34.9	30.1	10.0	8.9
ServiceNow	NOW US	未评级	NA	687.7	NA	140,974	NA	44.7	13.0	10.8
Palo Alto	PANW US	未评级	NA	293.6	NA	92,575	NA	45.5	11.3	9.6
Shopify Inc	SHOP US	未评级	NA	71.9	NA	92,347	NA	NA	11.1	9.2
Workday	WDAY US	未评级	NA	272.4	NA	71,636	47.5	41.4	9.9	8.5
Snowflake	SNOW US	未评级	NA	187.3	NA	61,681	NA	NA	22.1	17.0
						平均	32.4	30.1	9.8	8.1

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：数据截至2023年12月7日

电商：深抓核心用户基本盘，出海带来增量空间

2023年整体国内电商在相对低基数的情况下展现弱复苏趋势，10M23社会消费品零售总额/实物商品网上零售额同比增长6.9%/8.4%。整体消费趋势体现为消费者更追求性价比，在“可以买贵的、不能买贵了”逐渐成为更多消费者共识后，电商平台国内业务运营更倾向于通过提升供应链效率及丰富产品供给以提升销售商品性价比，同时通过增强内容生态和互动属性、优化售后服务及强化核心会员群体运营以提升消费者的交易频次和粘性、推动GMV增长，同时为平台商家创造更好的投资回报率、推动商家在平台上产生更强的广告投放意愿以支撑平台业务营收增长。

展望2024年，我们认为在扩内需政策推动下，消费有望温和复苏，而电商平台的国内业务或仍将维持高效运营策略，提升价格力、关注核心会员用户群体运营从而提升成交、推动GMV增长仍是重心所在。得益于更强的互动属性和可以在部分细分品类更好的提升消费者购买体验，直播电商和社区团购业务仍有望在2024年维持相较电商大盘更快的增长速度，并驱动整体电商行业的增长，但因品牌商更为关注ROI，直播电商（尤其是有KOL参与的直播电商）整体对传统货架电商带来的竞争或有望进一步边际缓和。

我们预测2024年实物商品网上零售额将同比增长7.3%（社会消费品零售总额+5.3%）。与此同时，依托国内强大的供应链能力，海外扩张或仍是支撑电商平台长期营收和盈利增长的关键。维持拼多多、阿里巴巴、京东的买入评级。

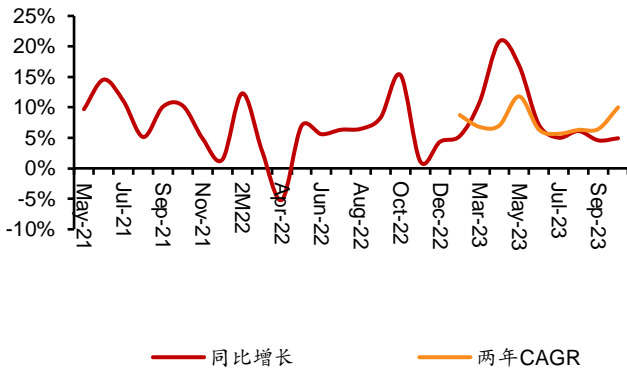
国内电商：温和增长趋势或延续，高效增长或仍为重点

■ 电商行业温和增长趋势或延续

据国家统计局数据，10M23网上零售额/实物商品网上零售额分别为12.3/10.3万亿元，同比增长11.2%/8.4%。据此数据计算，单10月份实物商品网上零售额同比增长4.9%

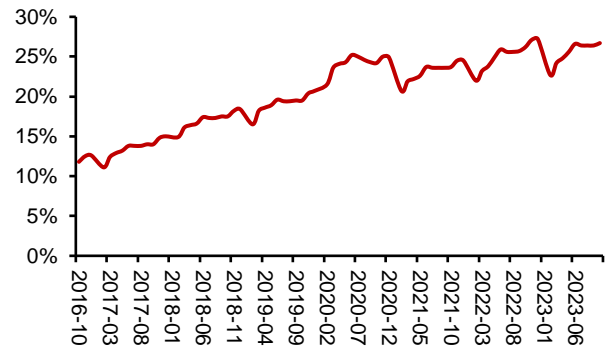
（2023年6/7/8/9月：7.1/5.0/6.1/4.6%），环比展现温和复苏趋势。10M23实物商品网上零售渗透率为26.7%，相较此前疫情期峰值27.2%有所下滑，但整体仍维持稳中有升的态势，或主因直播电商、社区团购及即时零售等业态推动下，各细分领域线上渗透率有所提升。

图 10: 中国: 实物商品网上零售额当月同比增速及两年 CAGR



资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

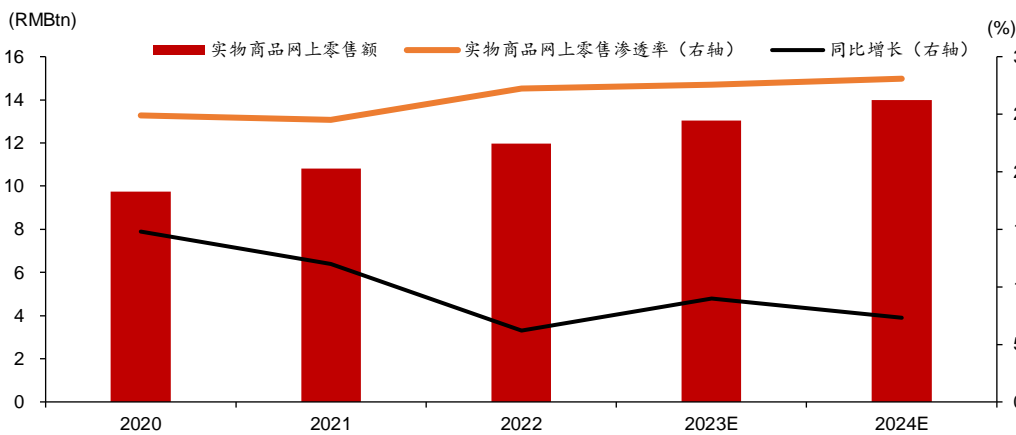
图 11: 中国: 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重



资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

随着扩内需政策持续出台并逐步推进, 我们预计整体消费有望在 2024 年温和复苏, 而实物商品网上零售额增速仍有望快于大盘, 我们预测 2024 年实物商品网上零售额将同比增长 7.3% (2023 年: 9.0%)。

图 12: 中国: 实物商品网上零售额及增长预测



资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场预测

■ 高质量增长或仍为 2024 年行业关注重点

2024 年, 在整体消费复苏力度仍有待观察的情况下, 我们预期国内电商平台仍将关注高质量增长, 通过深化供应链布局及丰富商品供给以为消费者提供更具性价比的商品, 且电商平台有望通过持续强化核心会员群体运营以寻求高效增长。

2023 年电商平台已给予会员群体较多关注, 且指引将持续优化会员群体的体验, 我们认为更关注会员群体的消费提升或为助力高效增长的有效途径之一。据京东, 3Q23 京东 Plus 会员数量录得双位数增长, 且 Plus 会员持续展现高忠诚度和较强的消费能力, 京东会员的年度会员人均消费是非 Plus 会员的 8 倍。据唯品会, SVIP 会员群体的数量 3Q23 达到 670 万人, 连续多个季度录得双位数的增长, 且贡献了唯品会线上 GMV 的 45%。阿里巴巴指出 88VIP 会员数量在 3Q23 达到 3200 万 (2022 年 6 月: 2500 万人, 人均年消费 57,000 元), 我们估算 88VIP 会员 FY 在淘天集团年度 GMV 中的贡献约为 25%。

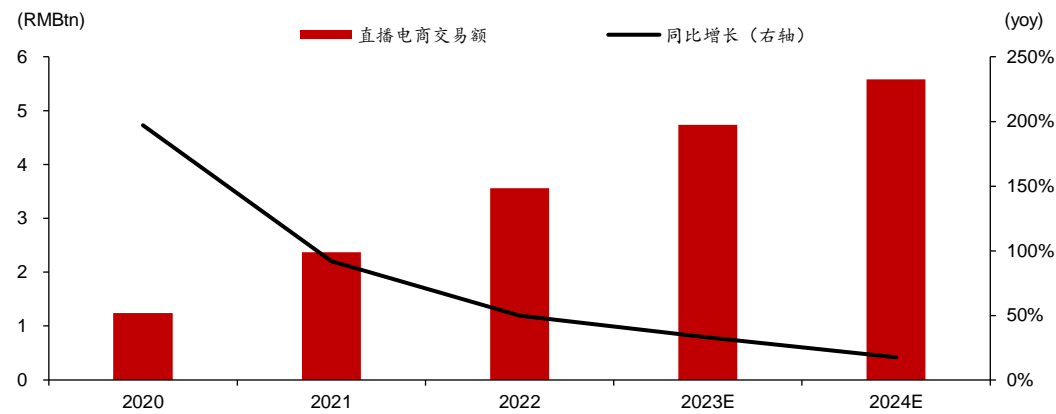
■ 直播电商、拼多多市占或仍有提升空间，但品牌商或将更关注 ROI

因其互动及内容属性可以帮助商家在部分展示属性较强的类目进行更高效的用户触达，直播电商 2023 年仍维持了相对行业更快的增速。基于艾瑞数据及公司数据，我们预测 2024 年直播电商成交额将达 5.6 万亿元人民币，同比增长 17.6% (2023E: 33.0%)。

尽管直播电商增速仍较高，但基于 618 及双十一的大促数据，我们观测到直播电商为传统货架电商带来的竞争呈现边际趋缓状态。整体而言，直播电商下单 GMV 向实际成交 GMV 及剔除退单后的实际成交 GMV 的转化效率相较传统电商平台而言或仍有较大优化空间。我们认为，随着品牌商更关注可持续经营，店播及品牌自播在直播 GMV 中的占比或将持续提升。

据星图数据，直播电商整体增速仍快于电商行业大盘，但竞争压力或边际趋缓。2023 年双十一购物节电商行业的整体交易额为 1.1 万亿元人民币，同比增长 2.1% (2022 年双十一: 13.7%)，其中综合电商平台 (如阿里巴巴、京东、拼多多) 的交易额为 9235 亿元人民币，同比下降 1.1% (2022 年双十一: 同比增长 2.9%)，直播电商平台的交易额为 2151 亿元人民币，同比增长 18.6% (2022 年双十一: 同比增长 146.1%; 2023 年 618: 同比增长 27.6%)，对应应在整体交易额中的占比为 18.9% (2022 年双十一: 16.3%)。此外，2023 年 618 期间，综合电商整体大促 GMV 增速由 2022 年的 0.7% 恢复至 2023 年的 5.4%，直播电商产生的 GMV 同比增长 27.6%，尽管仍高于行业平均水平，但相较 2022 年 618 期间同比增长 124% 有所放缓。

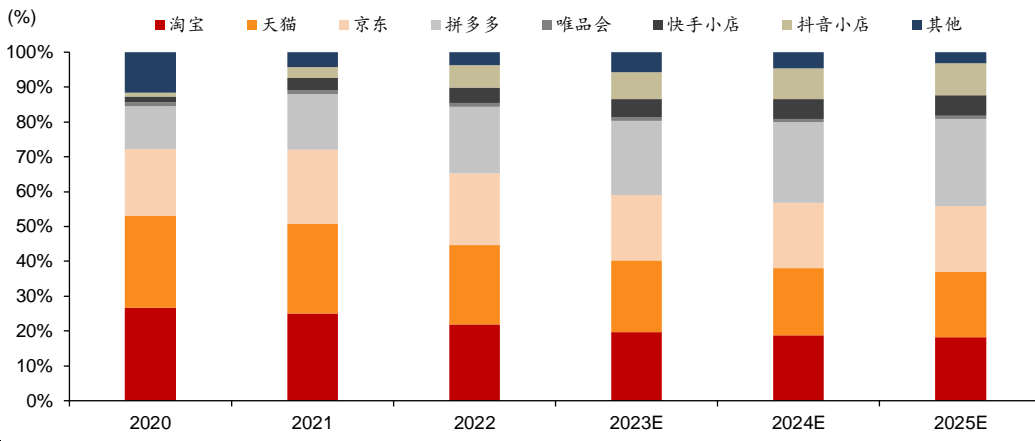
图 13: 中国: 直播电商增长情况估算



资料来源: 艾瑞咨询, 招银国际环球市场预测

展望 2024 年，我们预期直播电商和拼多多仍有望进一步增长市场份额。基于在性价比商品上的先发者优势，和更优的流量分发效率，拼多多有望进一步提升在中国电商市场中的市占率。我们预测 2024 年拼多多的市场份额将增长至 23.0% (2023: 21.4%)。随着不带电品类的调整完成，及组织结构调整后业务运营逐步回归正轨，我们预测京东的市占将在 2024 年维持相对稳定 (2023: -1.6pp YoY)。对淘宝天猫而言，在追求性价比及白牌商品的消费趋势下，我们预期淘宝 GMV 增速将持续快于天猫 GMV 增速，而淘天集团“用户为先、生态繁荣、科技驱动”的战略下，用户活跃度持续提升驱动成交频次提升及订单量增长或有望助力淘天集团收窄其 GMV 与行业 GMV 增长之间的差距。我们预测淘天集团 2024 年的市占率将达到 38.0%，同比下降 2.2pp (2023: -4.6pp; 2022: -6.0pp)。

图 14: 中国：电商市场份额拆分



资料来源：国家统计局，晚点 Latepost，公司资料，招银国际环球市场估算

注：1) GMV 数据为公司披露口径数据及我们基于第三方数据进行估算，可能存在电商平台间 GMV 披露口径不一致而不绝对可比的情况；2) 在计算市场份额时，我们将退货率纳入考虑，计算实际产生的 GMV，我们假设 2020-2024E 电商平台的退货率分别为 14/15/19/22/25%；直播电商平台的退货率分别为 30/30/30/33/33%；3) 计算市场份额时，因抖音、快手均仍存在部分外链，为避免重复计算，我们仅计算小店（闭环电商）产生的 GMV 体量，以避免重复计算。

电商出海：借力中国供应链，打开长期增长空间

在国内电商整体增长逐步趋缓的情况下，依托中国在制造业的产业链优势，电商出海或将帮助电商平台打开长期增长空间。目前美国、东南亚、欧洲为主要的电商出海目的地，且基于逐步完善的物流基础设施布局，电商出海目的地有望拓展至更多国家。拼多多旗下的 Temu 及阿里巴巴的国际数字商业板块营收增速均有较高增长，并有望为长期营收及盈利增长打开空间。展望 2024 年，跨境电商业务强势增长势头或有望延续。

图 15: 全球电商渗透率情况

区域	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
亚太及澳洲	15.1%	18.3%	21.5%	27.3%	28.6%	29.5%	30.0%	31.1%
澳大利亚	5.3%	5.4%	5.5%	7.9%	9.5%	9.1%	9.2%	9.5%
中国	23.5%	29.2%	34.1%	42.4%	43.2%	45.7%	45.9%	47.3%
中国香港	3.8%	3.8%	4.4%	6.3%	8.1%	9.9%	9.3%	9.5%
印度	2.5%	3.1%	3.7%	5.8%	7.0%	7.4%	7.9%	8.4%
日本	8.2%	8.9%	9.6%	11.4%	12.2%	12.9%	13.9%	14.7%
新西兰	6.7%	7.2%	7.7%	9.0%	9.2%	9.4%	9.5%	9.9%
韩国	16.6%	18.6%	21.5%	26.4%	27.6%	26.3%	26.4%	26.7%
其他亚太国家	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%
东南亚	2.4%	3.0%	3.7%	6.7%	9.6%	10.3%	10.9%	11.5%
印度尼西亚	3.8%	5.3%	7.1%	13.6%	22.6%	26.3%	28.8%	30.4%
马来西亚	2.4%	2.8%	3.2%	4.6%	5.6%	5.3%	5.7%	6.4%
菲律宾	0.5%	0.7%	0.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.7%
新加坡	4.0%	4.7%	5.5%	11.4%	13.0%	12.7%	12.6%	12.8%
泰国	1.7%	1.9%	2.1%	3.9%	4.4%	4.9%	5.0%	5.4%
越南	1.7%	1.8%	1.8%	2.2%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%
中欧及东欧	4.6%	5.2%	5.9%	8.6%	10.3%	11.4%	11.8%	12.7%
俄罗斯	4.0%	4.5%	5.2%	8.0%	10.0%	11.2%	11.9%	13.1%
其他中欧及东欧国家合计	4.9%	5.6%	6.3%	9.0%	10.5%	11.6%	11.7%	12.4%

拉丁美洲	2.6%	3.3%	4.4%	7.9%	9.5%	9.5%	10.1%	10.7%
阿根廷	1.8%	2.2%	3.6%	10.5%	11.1%	11.1%	11.2%	11.9%
巴西	3.7%	4.3%	5.2%	8.4%	10.7%	10.0%	10.6%	11.1%
智利	3.0%	3.7%	5.3%	9.5%	10.9%	8.7%	8.0%	8.3%
哥伦比亚	3.5%	4.0%	5.0%	7.6%	6.7%	7.7%	8.4%	8.9%
墨西哥	3.1%	3.7%	4.9%	8.9%	10.3%	11.9%	13.2%	14.2%
秘鲁	1.1%	1.6%	2.1%	4.5%	5.7%	5.9%	6.2%	6.7%
其他拉丁美洲	1.5%	1.9%	2.7%	4.8%	6.3%	6.2%	6.7%	7.2%
中东及非洲	2.2%	2.2%	2.2%	3.6%	3.7%	4.0%	4.4%	4.7%
北美	8.7%	9.5%	10.7%	14.3%	14.5%	14.4%	15.2%	16.2%
加拿大	4.8%	5.3%	6.4%	11.0%	12.2%	11.4%	11.5%	12.0%
美国	9.1%	9.9%	11.1%	14.7%	14.7%	14.7%	15.6%	16.6%
西欧	8.7%	9.5%	10.2%	13.4%	14.3%	12.7%	12.6%	12.9%
其他西欧国家	7.5%	8.2%	8.7%	11.1%	11.9%	10.9%	11.0%	11.1%
法国	7.5%	8.5%	9.2%	10.6%	11.2%	10.2%	10.3%	10.5%
德国	7.8%	8.2%	8.4%	9.6%	10.7%	9.0%	9.1%	9.6%
意大利	3.2%	3.7%	4.2%	5.7%	6.1%	5.9%	6.1%	6.2%
西班牙	6.2%	6.8%	7.7%	11.5%	11.9%	10.7%	10.8%	11.0%
英国	19.2%	20.3%	21.8%	33.1%	34.4%	30.1%	29.6%	29.8%
全球合计	10.5%	12.2%	14.0%	18.2%	18.9%	18.9%	19.5%	20.3%

资料来源：eMarketer，招银国际环球市场估算

■ 美国市场：Temu 增长迅速，有望在美国市场中占据一席之地

拼多多旗下 Temu 业务运营初期将目标市场选定为美国，在美国业务发展较为成熟后，逐步将增量的资源部署至其他国家进行进一步的拓张。尽管美国电商市场已经相对成熟，我们认为拼多多仍有望借力中国的产业带及供应链优势取得快速发展。

图 16: 美国：社会消费品零售总额分拆

品类	2023 年预测
汽车及零部件	22.5%
其他	24.8%
食品及饮料	18.9%
健康及个人护理	9.7%
服饰	8.1%
家居家装	6.2%
电脑及消费电子	5.0%
玩具及兴趣爱好	2.9%
书籍及音像制品	1.2%
办公用品	0.7%
合计	100.0%

资料来源：eMarketer，招银国际环球市场

图 17: 美国：电商线上渗透率，分板块

(%)	2021	2022	2023E	2024E
服饰	34.0	34.9	36.2	38.4
汽车及零部件	4.3	4.5	4.8	5.1
书籍及音像制品	65.2	65.4	67.2	69.3
电脑及消费电子	48.3	48.8	49.7	50.8
食品及饮料	5.8	6.4	7.2	8.2
家居家装	36.2	37.1	38.6	40.4
健康及个人护理	15.4	16.9	18.5	21.1
办公用品	30.7	31.3	32.6	35.2
玩具及兴趣爱好	42.5	44.0	45.4	49.1
其他	5.0	4.5	4.8	4.9
整体线上渗透率	14.7	14.7	15.6	16.6

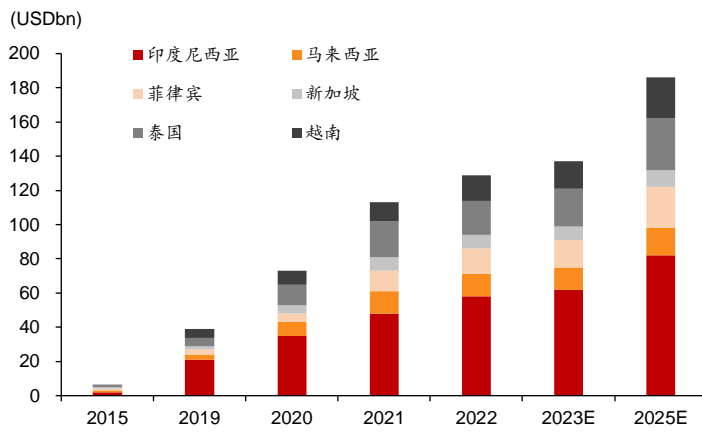
资料来源：eMarketer，招银国际环球市场

据 eMarketer 数据，美国社会消费品零售总额 2023 年预计将达 7.3 万亿美元，同比增长 2.9%，而线上渗透率预计将达 15.6% (2022: 14.7%)。但按品类而言，在社会消费品零售额中占比较大的类目如食品饮料线上渗透率仍较低，且在已经具备较高渗透率的家居家装、服饰等类目，拼多多有望借力中国的产业带及供应链优势提供更多物美价廉的商品以逐步建立用户心智。我们预测 Temu 将有望在 2026 年占比美国电商零售额 4.3% (2023 年: 1.5%)。

■ **东南亚：电商渗透仍处早期阶段，渗透率有望进一步提升**

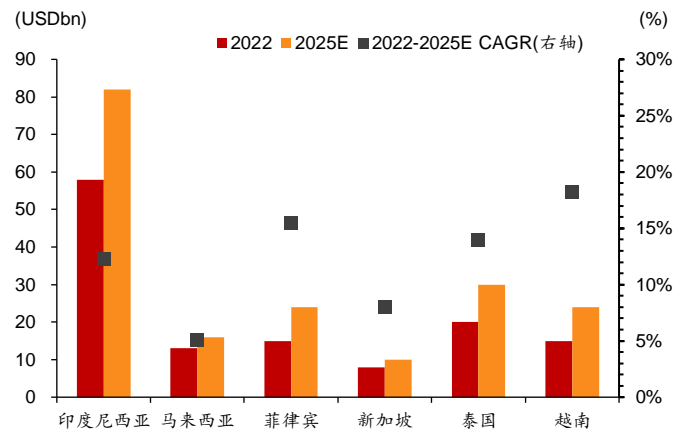
根据淡马锡、贝恩和谷歌（2023年11月1日）联合发布的报告，2022年东南亚市场电子商务市场GMV总额达1,290亿美元，同比增长14%（2021：53%）。报告预估2022-2025E年东南亚地区电商GMV CAGR将达13%，市场规模将在2025年达1860亿美元，且报告预估整体市场规模有望在2030年达到3800亿美元，对应2025-2030E CAGR为15%。

图 18: 东南亚：主要国家电商 GMV 增长情况预测



资料来源：淡马锡、贝恩、谷歌，招银国际环球市场

图 19: 东南亚：主要国家电商 GMV 增长趋势



资料来源：淡马锡、贝恩、谷歌，招银国际环球市场

在东南亚六国中，2023年印尼市场规模仍遥遥领先，为620亿美元，菲律宾/越南/泰国/印尼在2022-2025年仍有望维持超过10%的年复合增长率。东南亚整体电商渗透率仍不高，基础设施升级将是驱动电商渗透率提升的关键因素之一。据eMarketer，东南亚电商渗透率或有望从2022年的10.3%提升至2025年的12.0%。

在线游戏：竞争持续加剧，品类拓展寻找新增量

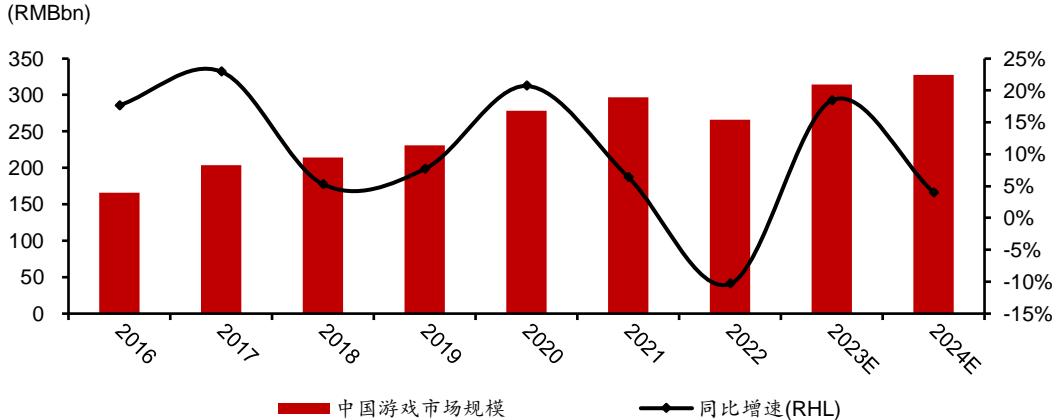
展望2024年，随着低基数效应消退，我们预计中国游戏市场收入同比增长6%，其中腾讯/网易国内游戏收入同比增长5/10%。国内游戏行业竞争或将持续加剧，游戏公司需要提升游戏品质，研发/发行各品类赛道中质量领先的游戏以争夺存量的游戏用户流量与时长。海外方面，我们认为游戏厂商明年海外游戏 Pipeline 相对平淡，腾讯/网易投入的3A级游戏项目仍然多数处于早期研发阶段，多数重点产品或需待25年以后上线从而驱动游戏收入增长。

对于腾讯/网易/米哈游等已经在多品类确立优势的头部游戏公司而言，2024年寻找增量的关键在于拓展品类。基于品类拓展视角看腾讯/网易游戏 Pipeline，我们建议关注：1) 腾讯《元梦之星》帮助腾讯获取派对类游戏市场份额；2) 网易《燕云十六声》帮助网易在开放世界RPG品类取得突破；3) 腾讯《王者荣耀：世界》以及网易《永劫无间》手游，但目前两款游戏仍待版号。维持腾讯、网易的买入评级。

■ 中国游戏市场竞争持续加剧，拓展游戏品类寻找增量

据伽马数据及我们预估，2023年中国游戏市场收入同比增长18%至3149亿元（2年复合增速3%），主要得益于版号发放常态化下新游戏上线带来增量收入。行业竞争加剧的环境下头部公司仍然维持领先，但市场份额略有下降，我们测算腾讯/网易2023年在国内游戏市场的份额分别为41/24%（2022：47/25%）。展望2024年，随着低基数效应消退，我们预计中国游戏市场收入同比增长6%，其中腾讯/网易/其他游戏厂商国内游戏收入同比增长5/10/5%。

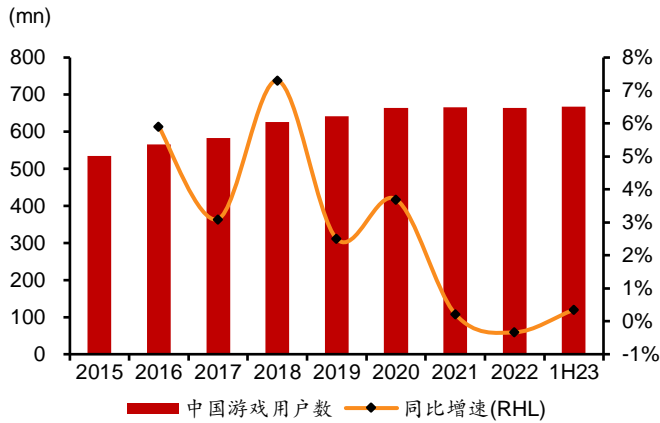
图 20: 中国：游戏市场规模



资料来源：游戏工委，招银国际环球市场

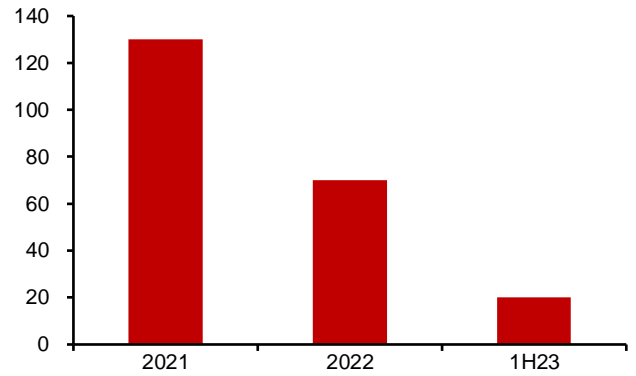
国内游戏市场竞争持续加剧，游戏公司需要持续提升游戏品质，研发各品类赛道中质量领先的游戏以争夺存量的游戏用户流量与时长。根据伽马数据，中国游戏市场用户数在2020-1H23期间维持在6.6-6.7亿的水平，用户流量增长基本停滞。有限的用户时长内，游戏用户更倾向于将时间分配至各品类中最优质的游戏，非头部游戏厂商面临更大的压力，市场进一步整合，国内游戏市场投融资事件数持续收缩，2021/2022/1H23分别为130/70/20件。

图 21: 中国：游戏市场用户数



资料来源：游戏工委，招银国际环球市场

图 22: 国内游戏市场投融资事件数



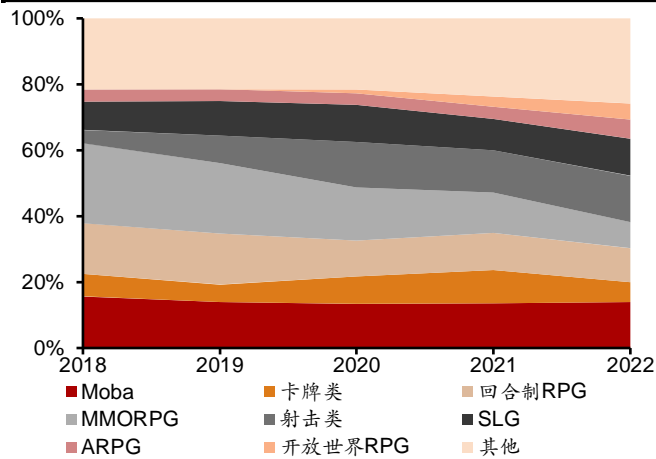
资料来源：QuestMobile，招银国际环球市场

对于腾讯/网易/米哈游等已经在多个品类建立优势的头部游戏公司而言，我们认为这些头部公司在存量市场中寻找新增量的关键在于拓展品类，在过去未重点投入的品类中推出品质领先的产品，从而：1) 获取该品类其他竞争对手的市场份额；2) 通过玩法创新/高品质的内容进一步扩充该品类的市场空间。

根据伽马数据，2018 年以来部分传统游戏品类市场份额有所收缩，移动游戏 Top150 产品中 MOBA/MMORPG 游戏流水占比由 2018 年的 16/24% 下降至 2022 年的 14/8%。部分品类中，单款头部产品的流水占比已经较高，进一步提升的空间有限：据 QuestMobile 数据显示，2023 年 6 月《王者荣耀》流水已经占 Moba 类流水 87%。

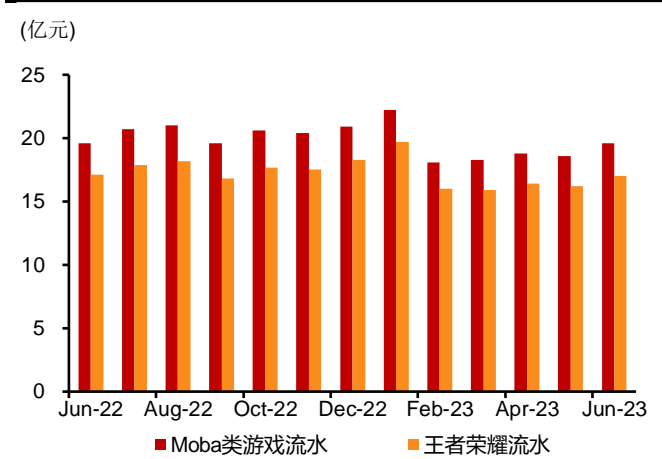
回顾 2023 年，我们认为网易游戏业务维持较快增长的原因之一在于品类拓展，尤其是对于公司此前不擅长/市场未重视品类的挖掘。网易《蛋仔派对》深耕派对游戏品类，2023 年游戏持续排名 IOS 家庭聚会类游戏畅销榜前 3，MAU 一度超过 1 亿。此外公司的《全明星街球派对》和《巅峰极速》亦分别挖掘了新的品类，上线后持续排名 IOS 体育类/竞速类游戏畅销榜前 3。展望 2024 年，腾讯也提出将加大投入以拓展内容驱动类游戏及休闲类 UGC 游戏，驱动长期游戏收入增长。

图 23: 中国: 移动游戏市场流水 TOP150 产品题材分布



资料来源: 游戏工委, 招银国际环球市场

图 24: Moba 类游戏月流水趋势



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

基于品类拓展的视角看腾讯/网易游戏 Pipeline, 我们建议关注: 1) 腾讯《元梦之星》有望帮助腾讯获取派对类游戏市场份额, 成为腾讯游戏收入增长主要驱动因素之一, 同时关注该游戏对于网易《蛋仔派对》的竞争压力; 2) 网易《燕云十六声》有望帮助网易在开放世界 RPG 的品类中取得突破, 驱动网易明年游戏收入增长; 3) 腾讯《王者荣耀: 世界》以及网易《永劫无间》手游, 目前两款游戏仍待版号。

图 25: 腾讯/网易: 主要游戏 pipeline

品类	腾讯	网易	市场上已有的领先产品
MMORPG		射雕	逆水寒 (网易)
MOBA	宝可梦大集结		王者荣耀 (腾讯)
FPS	三角洲行动		穿越火线 (腾讯)
动作	星之破晓		火影忍者 (腾讯)
派对	元梦之星		蛋仔派对 (网易)
开放世界	王者荣耀: 世界 (待版号)	燕云十六声	原神 (米哈游)
自走棋	王者荣耀: 自走棋		金铲铲之战 (腾讯)
竞速	极品飞车		QQ 飞车 (腾讯)
生存竞技		永劫无间 (待版号)	和平精英 (腾讯)
非对称竞技		零号任务	第五人格 (网易)

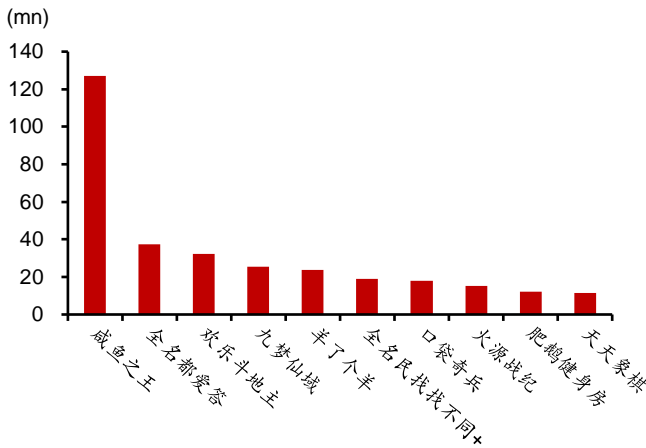
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

■ 关注小游戏增量市场机会

得益于内容供给的丰富及小游戏平台技术能力的提升, 国内小游戏市场快速发展。1H23 微信小游戏平台 MAU 超过 4 亿, 用户规模最大的小游戏《咸鱼之王》MAU 已经达到 1.3 亿。微信小游戏平台积累了超 30 万游戏开发者, 超过 100 款小游戏在 2Q23 取得超千万流水, 覆盖休闲、卡牌等多个品类的游戏。

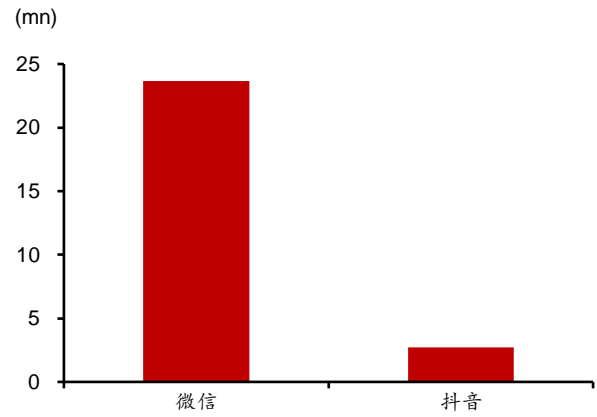
基于微信生态庞大的用户流量及平台领先的技术能力, 微信小游戏占据国内小游戏市场的主要份额。根据 QuestMobile 数据, 23 年 6 月同款小游戏《羊了个羊》在微信平台用户规模达到 2366 万, 对比抖音平台仅为 272 万。

图 26: Top 10 微信小游戏 MAU (2023 年 6 月)



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 27: 羊了个羊: 微信/抖音小游戏 MAU (23 年 6 月)



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

根据腾讯管理层在 2Q23 业绩会披露, 小游戏大约占腾讯广告和社交网络服务 (SNS) 收入的个位数百分比。另外, 考虑到腾讯 SNS 收入仅计入流水分成 (腾讯约分成流水 40%) 净收入, 以及我们假设腾讯在小游戏市场的流水份额约为 75%, 我们测算 2023 年中国小游戏市场流水规模已达到 198 亿元, 约占中国手游市场规模的 8%。

图 28: 小游戏市场规模测算 (2023E)

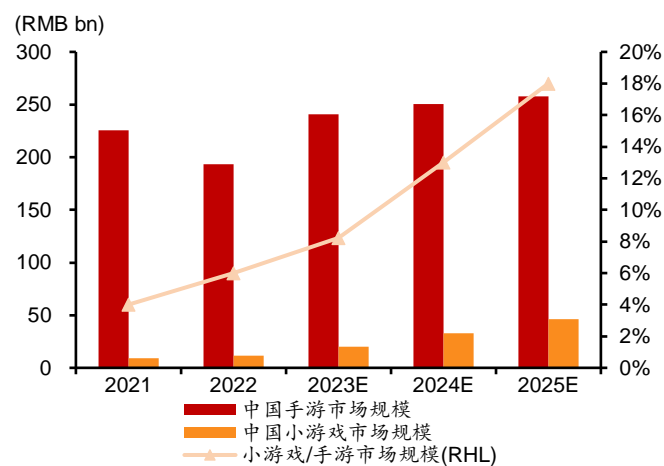
(百万元人民币)	收入测算	备注
a) 2Q23 腾讯 SNS 收入	29,711	2Q23 财报披露
b) 腾讯小游戏收入占比	5%	2Q23 管理层指出小游戏分别贡献 SNS/广告收入个位数%
c) 2Q23 腾讯小游戏分成收入估算	1,486	a * b
d) 腾讯收入分成比例	40%	微信开放社区披露
e) 2Q23 腾讯小游戏流水估算	3,714	c / d
f) 年化腾讯小游戏流水估算(2023E)	14,856	e * 4
g) 腾讯小游戏市场份额	75%	假设
国内小游戏市场流水规模 (2023E)	19,807	f / g

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

我们预计小游戏占中国整体手游市场规模的比例将持续提升, 主要由于 1) 小游戏能够触达大量未曾玩过手游的用户; 2) 小游戏平台上内容供给的增加以及技术能力的提升。据腾讯 2Q23 业绩披露, 超 50% 的微信小游戏用户没有玩腾讯手游, 约 50% 的微信小游戏玩家是女性。

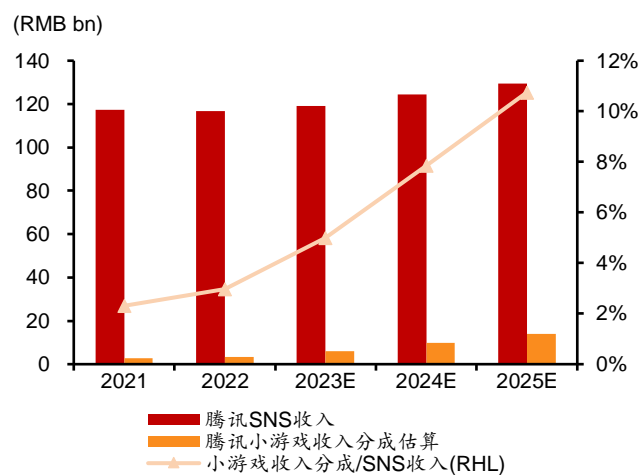
我们预计 2025 年小游戏市场规模将达到 464 亿元, 占中国手游市场规模的 18%。腾讯基于其行业领先的微信小游戏平台, 将受益于小游戏市场的快速发展。我们预计 2025 年小游戏有望贡献腾讯 SNS 收入的 11%。

图 29: 中国: 小游戏市场规模 vs 手游市场规模



资料来源: 游戏工委, 招银国际环球市场

图 30: 腾讯: 小游戏分成收入贡献 vs SNS



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

在线广告：温和复苏，中短视频平台持续表现亮眼

展望2024年，我们预计中国在线广告市场将延续复苏趋势，主要平台整体在线广告收入同比增长10%。分平台而言，随着平台内电商交易生态及相关广告基础设施的持续完善，我们认为促进交易转化的电商类广告的收入增长将继续推动腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现好于市场。我们预计腾讯/快手/哔哩哔哩2024年广告收入同比增长11%/18%/18%。从长期来看，参考快手电商生态及其内循环广告业务发展，我们测算电商带货相关广告业务能为腾讯/哔哩哔哩带来158亿/15亿元的潜在收入增量，分别对应腾讯/哔哩哔哩2023年广告收入的15%/23%。

■ 在线广告行业展望：持续温和复苏

2023年中国在线广告市场在低基数效应下实现较快复苏。据我们预测及彭博一致预期，2023年主要在线广告平台收入同比增长15%（2年复合增速6%），其中腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务收入均实现超过20%的增长，主要得益于平台上短视频/直播带货产品持续获取电商类广告收入份额。腾讯2Q23广告收入同比增长34%，主要得益于视频号广告的增量收入贡献及电商行业广告预算的强劲增长，视频号直播电商GMV同比增长150%；快手2Q23广告收入同比增长30%，其中内循环广告收入维持强劲增长，持续快于平台GMV增速（同比增长39%）；哔哩哔哩2Q23广告收入同比增长36%，得益于视频电商广告产品的推出，2Q23电商行业广告收入同比增长144%。

展望2024年，我们预计中国在线广告市场将延续复苏趋势，主要平台整体广告收入同比增长10%。分具体平台看，随着微信视频号/快手/哔哩哔哩电商生态以及相关广告基础设施的持续完善，我们认为促进交易转化的电商类广告收入增长将继续推动腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现好于市场。我们预计腾讯/快手/哔哩哔哩2024年广告收入同比增长11%/18%/18%。

图 31: 中国：在线广告平台收入展望

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2023E	2024E
社会零售额										
社会零售总额	10,866	10,177	10,987	11,943	11,492	11,266	11,452	13,104	47,315	49,825
YoY	3.3%	-4.6%	3.4%	-2.7%	5.8%	10.7%	4.2%	9.7%	7.6%	5.3%
2年复合增速	17.6%	4.2%	4.3%	0.3%	4.5%	2.8%	3.8%	3.3%	3.6%	6.4%
平台广告收入										
腾讯	17,988	18,638	21,443	24,660	20,964	25,003	25,721	28,148	99,836	110,976
百度	15,592	17,074	18,696	18,018	16,568	19,586	19,672	20,031	75,856	80,157
快手	11,351	11,006	11,589	15,094	13,064	14,347	14,690	18,550	60,651	71,278
小米	4,500	4,500	4,700	4,700	4,400	5,100	5,400	4,913	19,615	20,344
微博	2,708	2,583	2,695	2,734	2,452	2,731	2,784	2,862	11,005	11,939
汽车之家	1,471	1,733	1,843	1,893	1,534	1,833	1,906	1,918	7,190	7,474
哔哩哔哩	1,041	1,158	1,355	1,512	1,272	1,573	1,638	1,897	6,380	7,504
爱奇艺	1,337	1,194	1,247	1,553	1,404	1,495	1,674	1,368	5,941	6,157
总计	55,988	57,886	63,568	70,164	61,657	71,667	73,485	79,685	286,474	315,830
平台广告收入										
腾讯	-17.6%	-18.4%	-4.7%	14.6%	16.5%	34.2%	20.0%	14.1%	20.7%	11.2%
百度	-3.6%	-10.1%	-3.6%	-5.5%	6.3%	14.7%	5.2%	11.2%	9.3%	5.7%
快手	32.6%	10.5%	6.2%	14.0%	15.1%	30.4%	26.8%	22.9%	23.7%	17.5%

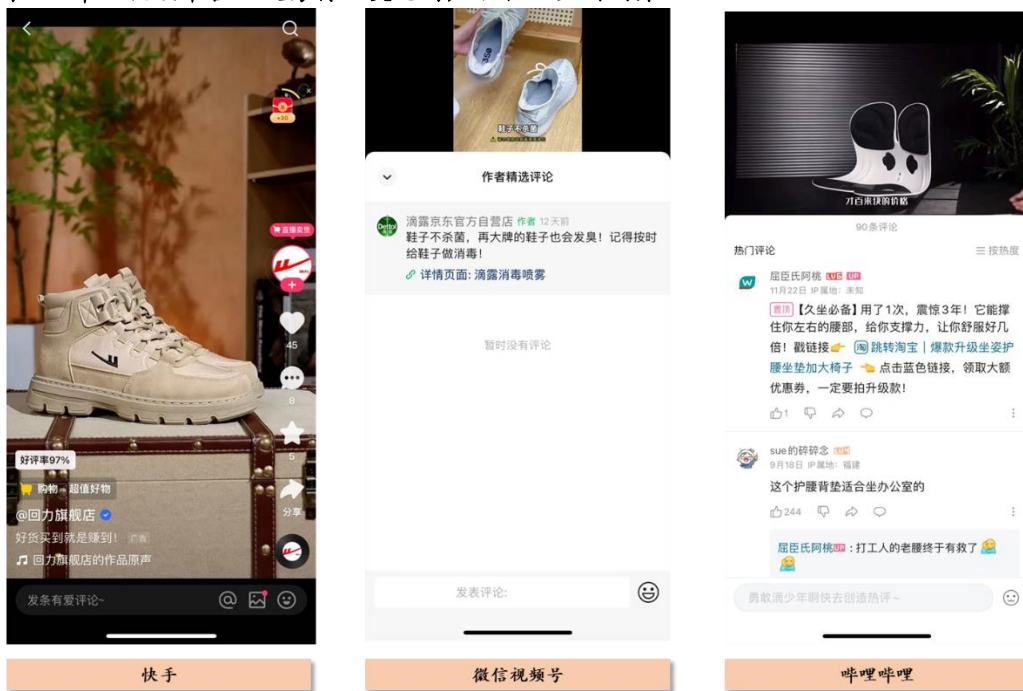
小米	15.4%	0.0%	-2.1%	-4.1%	-2.2%	13.3%	14.9%	4.5%	6.0%	3.7%
微博	5.6%	-20.9%	-22.9%	-22.1%	-9.5%	5.7%	3.3%	4.7%	2.5%	8.5%
汽车之家	-20.1%	-10.6%	4.5%	11.8%	4.2%	5.8%	3.4%	1.3%	-17.0%	3.9%
哔哩哔哩	45.6%	10.4%	15.6%	-4.7%	22.2%	35.8%	20.9%	25.4%	25.9%	17.6%
爱奇艺	-30.2%	-34.6%	-24.9%	-6.7%	5.0%	25.3%	34.3%	-12.0%	11.4%	3.6%
YoY	-2.6%	-10.1%	-3.2%	4.5%	10.1%	23.8%	15.6%	13.6%	14.8%	10.2%
2年复合增速	16.0%	9.5%	5.8%	4.9%	3.6%	5.5%	5.8%	8.9%	6.1%	12.5%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

■ 交易转化类电商广告有望成为中短视频平台广告主要增长驱动力

微信视频号以及哔哩哔哩等视频平台持续加强电商生态建设以获取更多电商广告份额。微信视频号 2023 年升级视频号品牌激励计划，为符合条件的品牌商家提供入驻奖励、服务费激励等多项权益；此外，为帮助商家提升直播转化，微信广告升级视频号原生广告能力，支持短视频推广视频号直播间，广告点击率高达 8%，直播间下单转化率高达 10%。哔哩哔哩则持续推进“大开环”的电商生态策略，通过与阿里巴巴、京东和拼多多等头部电商合作推出带货计划，快速发展其电商生态及基础设施；哔哩哔哩双十一期间带货 GMV 同比增长 251%，视频带货 GMV 同比增长 376%。

图 32: 中短视频平台：交易转化类电商广告收入空间测算



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

我们看好电商交易生态的持续完善将为腾讯/哔哩哔哩带来增量广告预算。参考快手电商生态以及内循环广告商业体系的发展，我们测算电商带货相关广告能够为腾讯/哔哩哔哩带来的潜在增量收入空间分别为 158 亿/15 亿元，分别对应腾讯/哔哩哔哩 2023 年广告收入的 15%/23%。

图 33: 交易转化类电商广告收入空间测算

(百万元人民币)	微信视频号	哔哩哔哩	快手	备注
a) MAU (mn)	813.0	341.0	684.7	
b) 活跃买家渗透率	8%	5%	17%	
c) 月活跃买家数(mn)	65.0	17.1	116.4	a * b
d) 月均购买频次	5	4	9	
e) AOV	150	90	90	
f) 年化 GMV 体量	585,360	73,656	1,131,398	c * d * e * 12
g) 广告变现率	2.7%	2.0%	2.7%	
电商广告收入	15,805	1,473	30,548	f * g
占 2023 年收入比例	15%	23%		

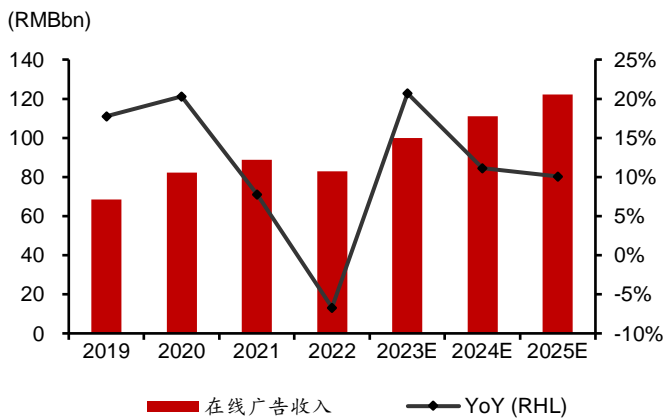
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 广告平台收入展望

腾讯：我们预计腾讯 2024 年广告收入同比增长 11%，视频号广告仍然是主要增长驱动力，我们预计视频号广告收入贡献将由 2023 年的 12% 上升至 2024 年的 17%。公司 3Q23 视频号广告收入较 2Q23（约 30 亿收入体量）环比显著增长，主要得益于视频播放量增长。管理层看好视频号广告长期变现潜力，主因视频号持续增长的用户流量、利用 AI 提升广告点击/转化率，以及相对于同行 (>10%) 视频号较低的广告加载率 (<3%)。

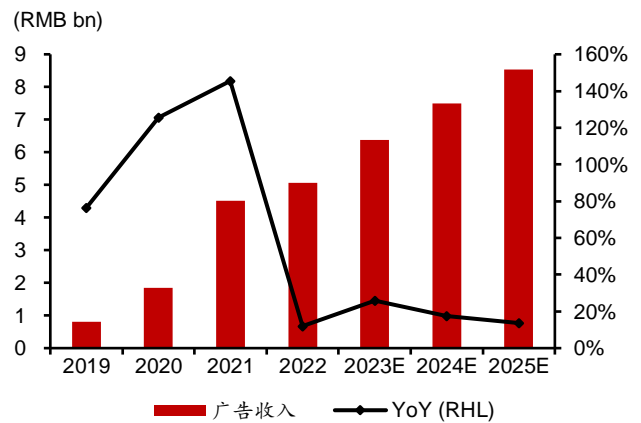
哔哩哔哩：我们预计哔哩哔哩 2024 年广告收入同比增长 18%，主要得益于 1) 电商交易生态的持续完善推动电商广告收入快速增长，3Q23 哔哩哔哩平台上电商广告收入同比增长超 90%；2) Story Mode VV 占比的提升驱动效果广告收入实现较快增长，3Q23 平台上效果类广告收入同比增长超 40%。

图 34: 腾讯：在线广告收入



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 35: 哔哩哔哩：在线广告收入趋势



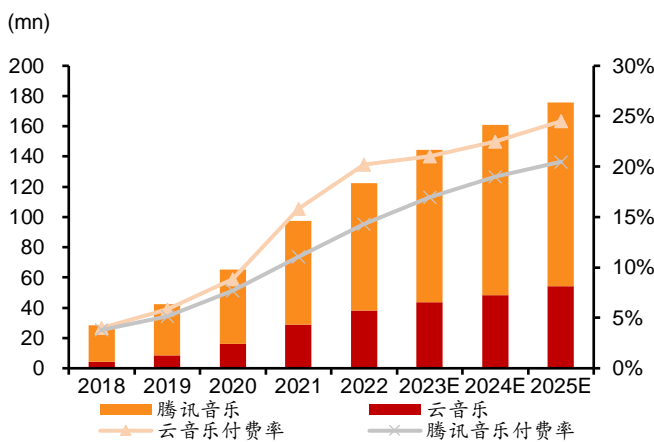
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

在线音乐：聚焦核心音乐业务，看好长期增长空间及确定性

2023年随着在线音乐平台加强对社交娱乐业务的风险管控和合规措施，核心音乐业务已经成为公司收入和利润增长的核心驱动力。受益于音乐版权保护力度以及平台付费内容占比提升，我们看好在线音乐平台付费用户数的持续增长。我们预计腾讯音乐/云音乐2024年平均付费用户数同比增长12%/10%至1.1亿/4800万，付费率分别达到19.0%/22.5%。

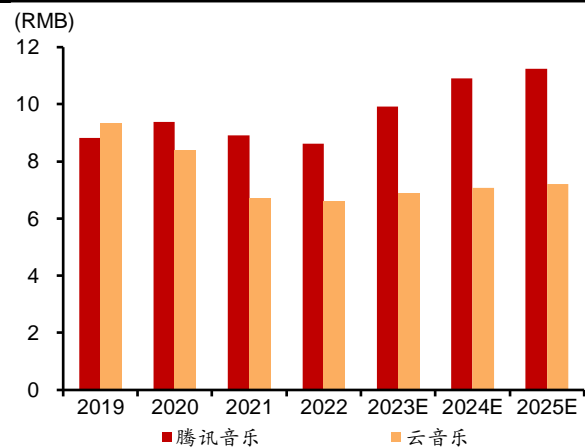
我们认为在线音乐业务的ARPPU仍然有较大提升空间，腾讯音乐/云音乐2022年平均月度ARPPU仅8.6/6.6元，对比平台正价会员为18元每月。我们预计腾讯音乐的ARPPU在2023/2024/2025年同比增长15%/10%/3%至9.9/10.9/11.2元，主因：1) 公司减少会员月费折扣；2) 持续提升会员权益价值，增加超级VIP等高ARPPU值会员产品的订阅占比。

图 36: 腾讯音乐&云音乐：音乐付费用户数及付费率趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

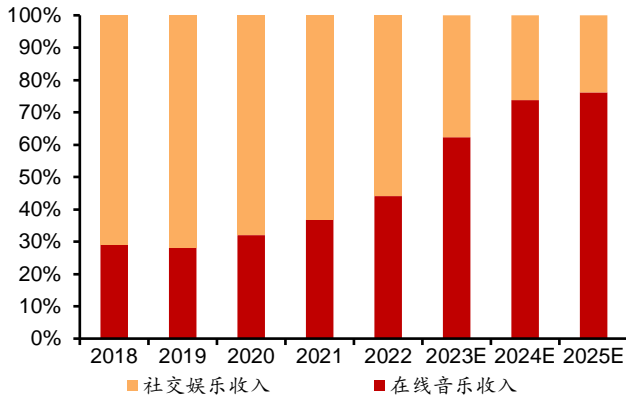
图 37: 腾讯音乐&云音乐：音乐 ARPPU 趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

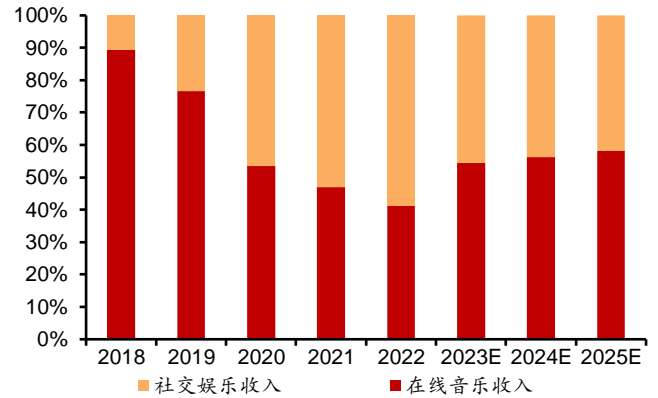
监管趋严的环境下，在线音乐平台主动调整社交娱乐业务，我们预计2023年腾讯音乐/云音乐的社交娱乐收入占比将下降至38%/46%（2022年：56%/59%）。随着社交娱乐业务收入占比的下降，业务对于公司整体业绩的影响将相对有限。进入4Q23，腾讯音乐管理层指出直播业务收入月流水已逐渐趋稳，我们预计腾讯音乐2024年社交娱乐季度收入环比将维持在稳定的水平。

图 38: 腾讯音乐: 收入构成



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

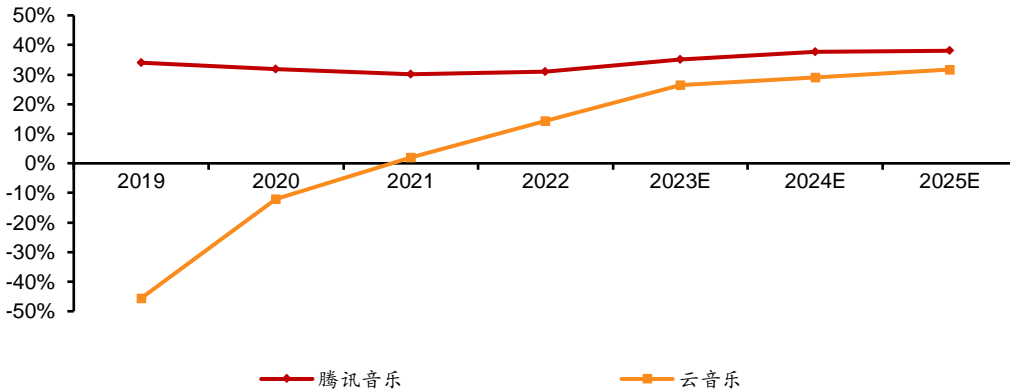
图 39: 云音乐: 收入构成



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

从毛利率角度看, 我们认为在线音乐平台的毛利率仍有提升空间, 主因得益于: 1) 平台对于内容成本投入规模以及 ROI 的控制; 2) 平台自制内容占比的提升。我们预计腾讯音乐 2023/2024/2025 年毛利率提升至 35.0/37.6/38.0% (2022 年: 31.0%), 云音乐毛利率 2023/2024/2025 年毛利率提升至 26.4/29.0/31.7% (2022 年: 14.4%)。

图 40: 腾讯音乐&云音乐: 毛利率趋势



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

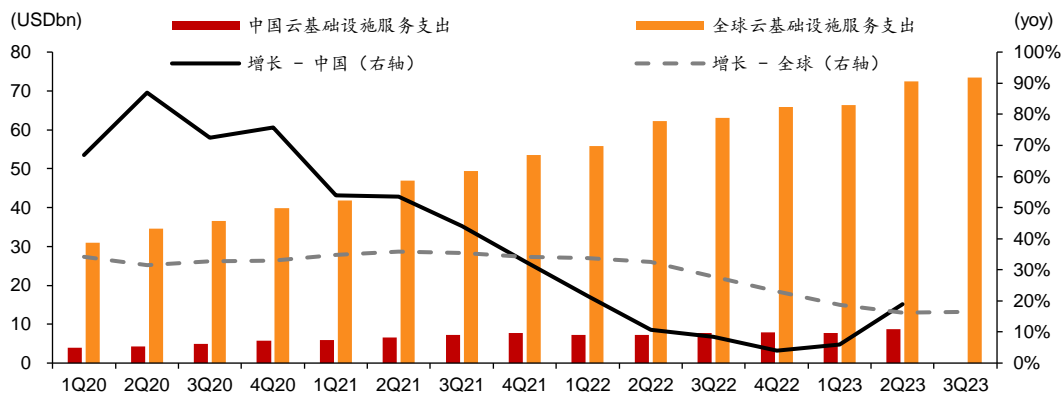
云：高质量增长是主题，关注 AI 云带来的新增量

2023 年中国云服务市场受到宏观环境逆风的影响，龙头厂商持续进行业务调整，逐步减少低利润率 CDN 业务、更专注 PaaS 及增值服务端的营收扩张以驱动云业务利润率提升、高质量增长。阿里云、百度云已经维持了较为稳定的盈利能力，且盈利能力随着规模效应扩大有望进一步提升。腾讯、百度云业务的调整已逐步完成，叠加生成式 AI 相关云业务营收逐步进入报表，营收增长有望在 4Q23-2024 年维持双位数增长，而阿里云在管理层调整后，更加关注高质量云业务营收的增量调整，或将部分影响到云业务营收增速的短期恢复，但有望支撑长期健康增长。

展望 2024，整体中国云行业的营收增长或将有随着经济逐步回暖带动企业数字化开支回暖而逐步回升，生成式 AI 对于百度、阿里公有云业务的营收贡献有望从 3Q23 的低单位数进一步提升，生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平，叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略，或将推动阿里、腾讯、百度的云业务 2024 年盈利能力进一步提升。

据 Canalys，因阿里云的财报口径自 2Q23 起涵盖内部为集团提供云服务的营收，推动 Canalys 的数据中中国云基础设施服务支出同比增速呈现环比提升趋势，2Q23 中国云基础设施支出同比增长 19.0%（1Q23：6.0%；2Q22：10.6%），2Q23 中国云基础设施服务支出占全球总额的 12.0%。

图 41：中国及全球云基础设施服务支出



资料来源：Canalys，招银国际环球市场

注：Canalys 将 2Q23 中国云基础设施云服务支出出现加速归因于阿里云列报口径从剔除与集团关联交易的口径改为涵盖与集团关联交易口径列报所致

展望 2024，我们仍然看好中国云服务的长期增长潜力，与本地部署相比，我们认为云服务的高敏捷度和弹性或会提高企业的业务灵活性，有效地控制成本，这将有望支撑宏观环境回暖、企业数字化支出回暖后云业务需求的回暖，并支撑较为稳定的行业营收增速。此外，生成式 AI 变现或有望为云业务营收带来增量营收。据中国信通院数据，中国云市场 2024 年市场规模有望同比增长 21%（2023 年：22%）。

互联网公司的云业务营收增长短期受到来自行业组合及宏观环境的影响，而增长放缓，且互联网公司云业务战略性地更关注高利润率的云业务（如 PaaS、SaaS、AI 云及增值服务）的增长，而收缩利润率较低的 CDN 相关业务的营收规模导致短期营收增速低位下行，但我们认为这将有助于支撑云业务的长期健康增长，及利润率水平的扩张。

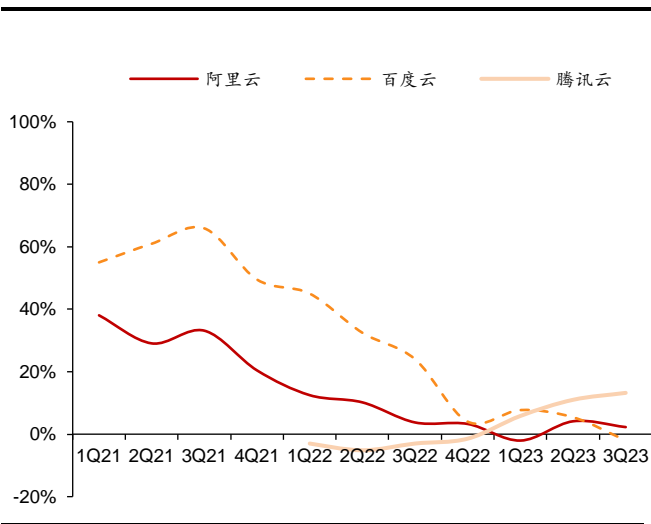
2023 年腾讯云收入持续修复，3Q23 腾讯企业服务收入实现双位数同比增长，增速相较 2Q23 进一步加速，毛利率同比显著改善，主要得益于公司去年针对云业务采取的优化调整措施（增加自研产品销售）以及金融和汽车行业的云开支增长。展望 2024 年，我们预计腾

讯企业服务收入同比增长 9%，主要由自研 SaaS/PaaS 产品销售增加以及视频号电商佣金收入增长所驱动。

2023 年百度云业务营收受到专注高质量增长及智能交通云业务存在高基数的影响，9M23 百度云业务营收仅同比增长 3.5%，其中 3Q23 同比下降 2%至 44 亿元人民币（2Q23: +5%; 3Q22: +24%），主因：1) 智慧交通相关云业务营收存在高基数；2) 宏观环境较弱且百度持续关注项目质量。但因关注有质量的增长，百度云 9M23 维持 Non-GAAP 盈利。管理层认为云业务营收将在 4Q23 恢复正增长。因智慧交通板块的高基数效应逐步消失，及来自生成式人工智能相关云业务的营收有望持续起量，我们预测百度云营收将在 4Q23/2024 同比增长 10%/12%。

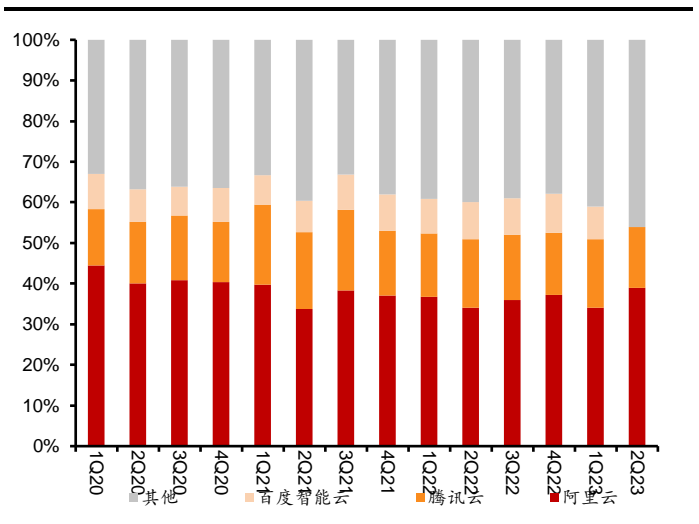
3Q23 阿里云智能集团营收为 276 亿元人民币，同比增长 2%，相较 2Q23 的 4%的同比增长进一步降速，主因管理层持续提升营收质量，并收缩低利润率项目制的云业务营收，但对应阿里云的调整后 EBITA 利润率水平在 3Q23 达到 5.1%，同比提升 1.5pp。展望 FY25，随着业务调整逐步结束及业务战略更加清晰，我们预计阿里云的营收同比增长将有望重新加速至 12%（FY24: 3%）

图 42: 主要互联网公司的云收入增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 43: 中国云基础建设市场份额



资料来源：Canalys，招银国际环球市场

生成式 AI & SaaS：关注增量变现空间和运营效率优化

生成式 AI：关注大模型商业化进程

■ 大模型商业化营收逐步起量或支撑营收增长

大模型的商业化有望同时支撑 B 端和 C 端营收增长。C 端变现层面，目前科技公司的主要探索集中于：1) 新产品的变现，如百度文心一言、阿里通义千问均已作为独立 App 推出；2) 强化现有产品功能后的增量变现，如百度宣布通过大模型重构旗下所有 C 端产品，阿里云宣布钉钉融合大模型功能推出多种新功能，这有望在未来通过提升订阅/会员价格的模式实现增量变现，此外融合大模型功能后，现有消费互联网业务也有望通过提升用户使用时长及使用频次、扩大用户规模获取增量的变现，且有望推动变现模式的优化（如推动 CPM 向 CPC 和 CPS 转化）。B 端变现层面，降低模型服务成本、优化服务性价比来推动自己的 MaaS 业务在 B 端获取更好的接受度或为未来行业竞争的主要方向，背后对应的竞争是大厂的底层基础设施架构和端到端优化的能力。

图 44: 大模型商业化进展

	阿里巴巴	百度	腾讯	商汤
大模型	通义大模型	文心大模型	混元大模型	日日新大模型
应用场景	1) 通义千问 2) C 端 App 用户体验重构	1) C 端 App 用户体验重构 2) 文心一言独立 App 3) 其他助理型功能及商业决策类型功能	1) 腾讯混元助手：基于混元大模型的聊天机器人 2) 智能营销：腾讯企点+大模型，将复杂流程问题解决率提升 85%； 3) AI 代码助手：代码采纳率 30%+，开放效率提升 25% 4) AI 会议助手：提供日程协调、会议预约、智能纪要等功能	1) 商量：基于大语言模型的聊天机器人 2) 秒画：基于文生图模型的 AI 图片创作平台 3) 如影：数字人生成服务 4) 琮宇：基于 NeRF 的三维重建大模型 5) 格物：3D 内容生成平台
变现模式	1) MaaS 解决方案 2) B 端对模型 API 调用付费；	云业务： 1) 公有云算力使用 2) MaaS 解决方案 3) 对于 AI 原生应用的调用 广告业务： 1) 推动广告收费模式从 CPM 向 CPC 及 CPS 转化； 2) 推出新的广告系统，助力优化广告投放流程和精准度 非广告业务： 1) 文心一言 App 独立收费，及其他 C 端 App 收取会员订阅费用	1) MaaS 解决方案 2) B 端对模型 API 调用付费；	1) 算力租赁； 2) B 端对模型 API 调用付费； 3) C 端订阅收费
收入贡献	AI 云业务营收为公有云业务营收带来增量，但未披露具体体量	3Q23 与生成式人工智能相关的云业务营收在整体云业务营收中的占比为低单位数	公司持续提升 AI 能力以赋能企业客户，未披露收入体量	1H23 生成式 AI 相关收入同比增长 670%，占总收入 20.3%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

阿里巴巴：据阿里巴巴云栖大会给出的数据，阿里云已有较为广泛的区域和企业客户覆盖，目前阿里云在世界范围内已经覆盖了 30 个区域，拥有 89 个可用区，在全球覆盖超过 500 万客户，已经打造了“IaaS+PaaS+MaaS”的智能时代云计算技术体系，且目前全国 80% 的科技企业 and 超过一半的 AI 大模型公司跑在阿里云上。此外阿里巴巴持续将大模型能

力用于赋能丰富的 C 端产品矩阵以获得用户体验提升，或有望在长期带来增量的变现空间。

百度：我们认为百度的大模型商业化应用较为领先。百度于 2023 年百度世界大会发布了文心一言 4.0 版，并指引将通过大语言模型进行产品重构以提升用户体验。此外，百度生成式人工智能相关的营收已经逐步起量。据公司数据，3Q23 百度与生成式人工智能相关的云业务营收在整体云业务营收中的占比为低单位数，且管理层预期生成式人工智能相关的新举措将在 4Q23 带来数亿元的增量广告收入。在 C 端应用的变现方面，百度的文心一言 4.0 已经开启收费，专业版收费 RMB59.9/月。

腾讯：我们认为腾讯在大模型 ToC 和 ToB 商业化落地方面的进展相对缓慢，目前公司仍专注于提升其大模型的产品能力及商业化能力，公司在 MaaS、营销、会议、代码开发和聊天机器人等多个场景均有所布局，但商业化仍待起量。

商汤：依托于国内领先的 AI 算力基础设施，商汤凭借 AIDC 算力租赁在生成式 AI 和大模型领域较快实现了商业化落地。1H23 商汤生成式 AI 相关收入同比增长 670%，占总收入 20.3%。展望 2024，商汤将进一步丰富其生成式 AI 的变现模式，包括通过 ToB 的 API 调用以及 ToC 的订阅制模式进行变现。

■ **大模型赋能互联网产品及业务**

腾讯目前已在公司超过 50 款产品和业务应用大模型能力，包括：1) 腾讯广告基于混元大模型，支持智能化广告素材创作，实现千人千面的推荐能力；2) 腾讯企点将基于大模型提升客服能力和数据分析效率；3) 腾讯云 AI 代码助手将基于大模型升级，进一步提升开发效率。

图 45：腾讯：大模型在产品应用

产品	大模型应用
腾讯广告	支持智能化广告素材创作，千人千面的推荐能力，实现文、图、视频的自然融合
腾讯会议	推出覆盖会议全流程的 AI 小助手，通过简单自然的指令，完成信息提取、内容分析、会管会控等多种复杂任务；会后，AI 助手还能自动生成智能总结摘要，帮助高效回顾，提升开会和信息流转效率。
腾讯文档	支持数十种文本创作场景，可以一键生成标准格式文本，自然语言生成函数，基于表格内容生成图表等。
腾讯企点	新一代智能客服具备快速学习和智能回答的能力，可提供精准回复和丰富回答；企点分析 AI 助手，通过标准化数据采集和治理，以业务视角提出问题并快速获得可视化图表结果，大幅提升数据分析效率。
腾讯云 AI 代码助手	覆盖开发关键流程，包括沟通、编码、排错、评审和调优，高效承接机械性工作，释放开发者精力，使其专注代码创作。同时，代码助手可基于正负反馈，不断训练调优代码生成过程，实现工具持续改进。

资料来源：腾讯，招银国际环球市场

■ **MaaS 解决方案**

中国 MaaS 市场竞争或将持续加剧，我们看好百度/阿里/腾讯受益于国内企业 AI 智能化需求的增长，主因这三大平台：1) 拥有国内领先的算力基础设施以及 GPU 储备；2) MaaS 解决方案与传统 IaaS/PaaS/SaaS 业务的协同效应，百度云/阿里云/腾讯云能够增加对于现有云业务客户的交叉销售；3) 拥有国内领先的自研大模型。

图 46: 大模型对比

公司	MaaS 解决方案	方案介绍	核心优势及特点
百度	文心千帆	文心千帆一方面以文心一言为核心提供大模型服务, 帮助客户改造产品和生产流程。另一方面, 企业可以在文心千帆上基于任何开源或闭源的大模型, 开发自己的专属大模型	<ol style="list-style-type: none"> 1) 支持百度文心一言及三方大模型训练和精调 2) 在性能方面具备全球领先的性能指标, 使得千卡并行加速比达到 90%以上, 训练场景资源利用率到 70%以上 3) 部署方面, 同时支持公有云和私有云部署
阿里巴巴	阿里云大模型解决方案	阿里云将面向企业提供更普惠的 AI 基础设施和大模型能力, 每个企业都可以通过阿里云调用通义千问的全部能力, 也可以结合行业知识和应用场景训练自己的企业大模型。	<ol style="list-style-type: none"> 1) 底座基于阿里云强大的 IaaS 和 PaaS 能力以及自研大模型通义千问; 2) 推出 ModelScope 开源社区是国内规模最大的 AI 模型社区, 社区总用户量已超 100 万, 模型总下载量超 1600 万次。
腾讯	腾讯云行业大模型解决方案	腾讯依托腾讯云 TI 平台打造行业大模型精选商店, 提供涵盖模型预训练、模型精调、智能应用开发等一站式行业大模型解决方案。	<ol style="list-style-type: none"> 1) 内置多个高质量行业大模型, 涵盖金融、传媒、文旅、政务、教育等多个行业场景; 2) 基于腾讯云新一代 HCC 高性能计算集群, 专为大模型训练打造, 具备业界最高的 3.2T 互联带宽, 将整体算力性能提升 3 倍 3) 依托腾讯二十余年的安全经验和天御风控能力, 提供 AIGC 全链路内容合规解决方案, 确保大模型可信、可靠、可用。
商汤科技	日日新 SenseNova	商汤“日日新 SenseNova”大模型体系提供自然语言、内容生成、自动化数据标注、自定义模型训练等多种大模型及能力, 同时结合决策智能大模型。	<ol style="list-style-type: none"> 1) 商汤拥有 30000 块 GPU 芯片卡, 可输出 6000P 的总算力, 是亚洲目前最大的智能计算平台之一 2) 商汤已构建了计算机视觉、自然语言处理、AI 内容生成、多模态、决策智能等多个领域的大模型。
华为	华为云 ModelArts	ModelArts 是面向开发者的一站式 AI 平台, 为机器学习与深度学习提供海量数据预处理及交互式智能标注、大规模分布式训练、自动化模型生成, 及端-边-云模型按需部署能力	<ol style="list-style-type: none"> 1) 自研 MoXing 框架, 提升开发效率和训练速度 2) 灵活支持多厂商多框架多功能模型统一纳管 3) 开箱即用, 零基础 3 步即可构建 AI 模型
中国电信	天翼云智能超算云平台	天翼云智能超算云平台是运营商首个云智超一体化算力平台, 提供智算、超算、通算多样化算力服务, 依托天翼分布式架构云底座和海量计算、存储、网络资源, 为 ChatGPT 类大模型训练等场景提供软硬一体解决方案	<ol style="list-style-type: none"> 1) 天翼云自主研发预训练大模型, 未来将为合作伙伴提供自己研发的研发大模型的部署环境, 为客户提供多种基础模型的选择 2) 天翼云在安全方面有国家云背书, 将与拥有丰富数据资源的政府和企业紧密合作, 持续深耕大模型相关算法 3) 天翼云依托自研平台, 提供具备支持可溯性的 AI 应用, 解决大模型应用难解释、不可控等瓶颈问题
字节跳动	火山方舟	火山引擎大模型服务平台“火山方舟”, 面向企业提供模型精调、评测、推理等全方位的平台服务。	<ol style="list-style-type: none"> 1) 除算法/数据/算力三要素, 更好地解决安全、性价比以及生态系统的问题; 2) “模型广场”服务接入集成百川智能、出门问问等多家 AI 科技公司大模型 3) 模型评估及精调服务帮助客户更好的选择合适的模型精调行业大模型

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

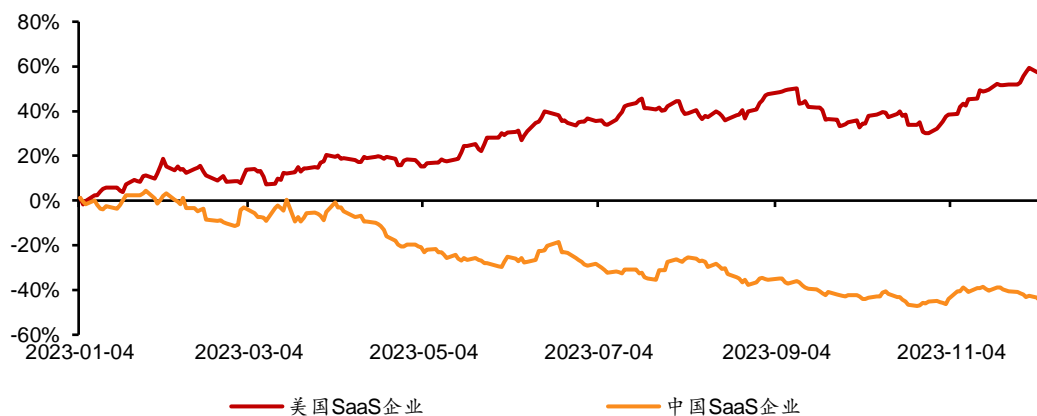
SaaS：减亏提效、静待风来

■ 中美 SaaS 企业对比：股价表现显著分化

2023 年中美 SaaS 企业 YTD 股价表现显著分化，美国/中国 SaaS 公司 YTD 市值分别上涨 57%/下跌 45%，主要由于：1) 美国 SaaS 及软件公司收入增速自 4Q22 起已经筑底回升，宏观逆风因素对于 SaaS 公司收入的影响相对温和，好于市场所担忧的情景；2) 美国 SaaS 及软件公司采取的一系列降本增效措施卓有成效，整体运营利润率逐渐改善。

对比之下，国内企业 SaaS 付费意愿相对较弱，宏观不确定的环境下或优先考虑缩减数字化支出，对于国内 SaaS 公司收入增长造成压力，部分垂类 SaaS 公司例如房地产 SaaS 以及面向中小商家的零售 SaaS 公司所受到的影响更为显著。我们认为国内 SaaS 板块的修复仍需要等待国内宏观经济以及垂直行业的复苏。

图 47: 中国 vs 美国：SaaS 企业市值 YTD 表现

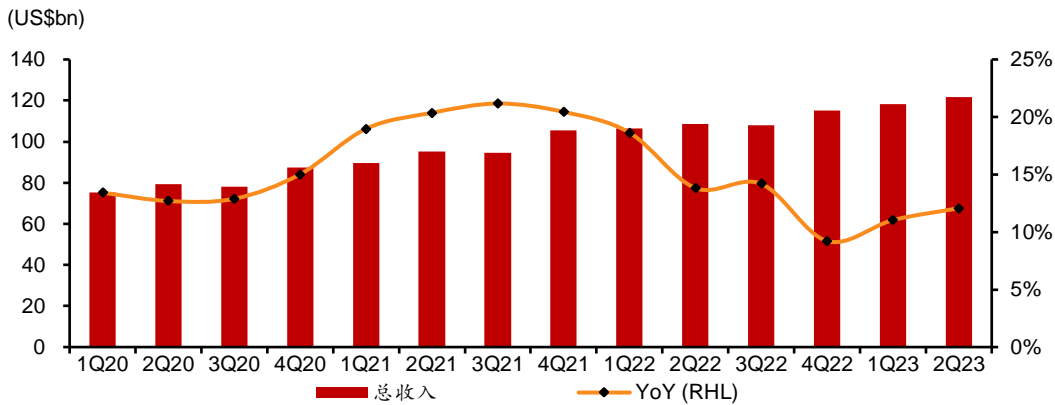


资料来源：WIND，招银国际环球市场

注：1) 美国 SaaS 公司主要涵盖：Oracle (ORCL US)，Adobe (ADBE US)，Salesforce (CRM US)，SAP (SAP US)，Intuit (INTU US)，Servicenow (NOW US)，Workday (WDAY US)，Atlassian (TEAM US)，Autodesk (ADSK US)，Crowdstrike (CRWD US)，Datadog (DDOG US)，Hubspot (HUBS US)，Zoom (ZM US)，Okta (OKTA US)，Twilio (TWLO US)，DocuSign (DOCU US)，Five9 (FIVN US)，Ringcentral (RNG US)；2) 中国 SaaS 公司主要涵盖：金蝶 (268 HK)，用友 (600588 CH)，广联达 (002410 CH)，微盟 (2013 HK)，有赞 (8083 HK)，明源云 (0909 HK)，卓博集团 (3738 HK)

在 2022 年全球宏观逆风因素导致收入增长放缓后，低基数下美国 SaaS 及软件公司收入增长在 2023 年重新加速。美国 SaaS 及软件公司 2Q23 总收入同比增长 12% 至 1216 亿美元 (4Q22/1Q23：同比增长 9/11%)。

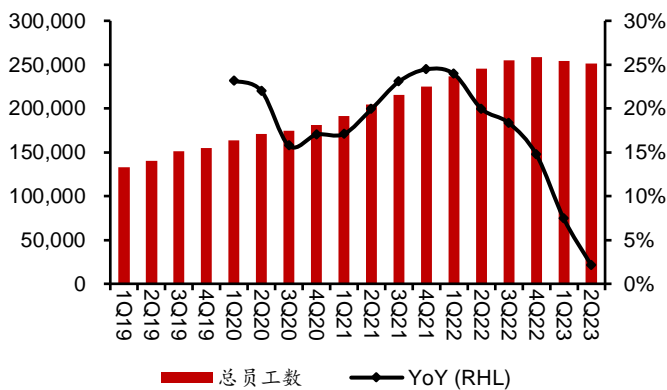
图 48: 美股 SaaS 及软件公司：总收入趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场

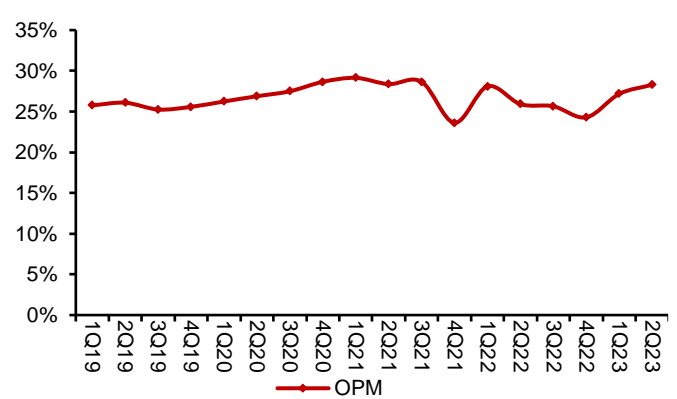
此外，自 2023 年底以来多家美股 SaaS 及软件公司通过减少员工数、控制费用和优化组织架构等方式提升运营效率。2Q23 SaaS 及软件员工总数同比仅增长 2%，系近 3 年以来最低的增速。软件公司进一步释放运营杠杆。2Q23 行业整体营业利润同比/环比增长 2.4/1.1 个百分点至达到 28.3%。2Q23 整体营业利润同比增长 22.4%。

图 49: 美股 SaaS 及软件公司：员工数趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 50: 美股 SaaS 及软件公司：运营利润率趋势

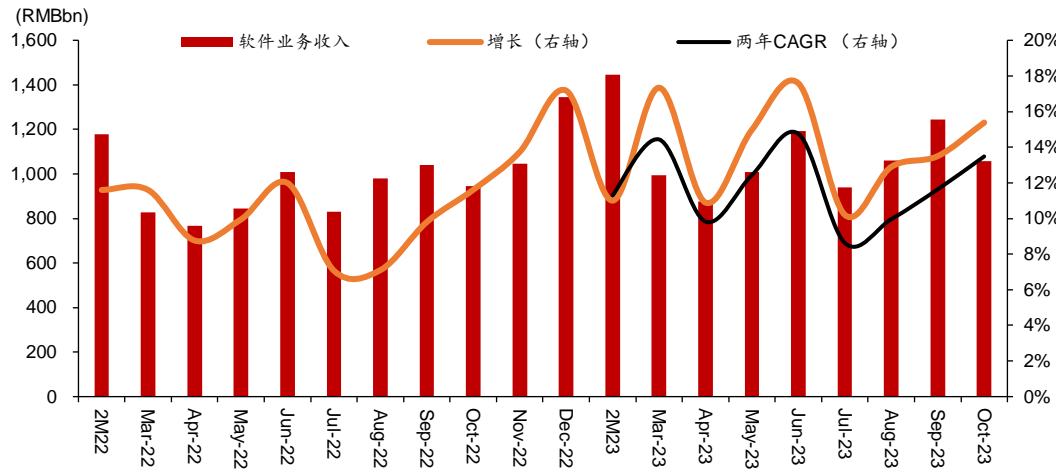


资料来源：彭博，招银国际环球市场

■ 中国 SaaS 公司：收入增长承压，业绩待复苏

由于国内经济复苏仍需时间，企业维持谨慎的 IT 支出，预计板块基本面的结构性复苏仍需时间，但美元流动性缓释或有望推动板块估值重估。展望中长期，我们仍看好软件国产化主题机会。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块估值有望重估。

图 51: 中国：软件产业业务收入

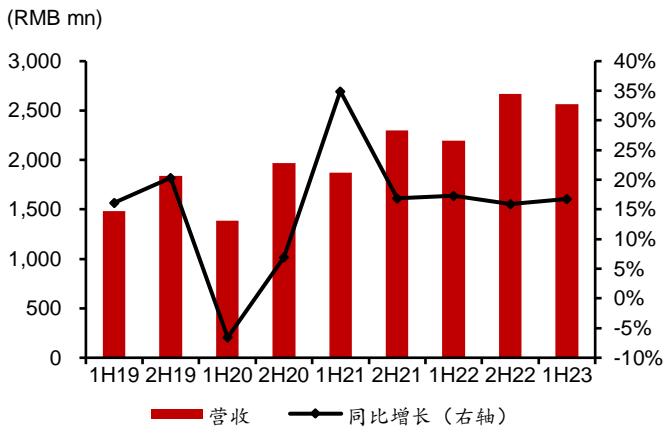


资料来源：工信部，招银国际环球市场

金蝶：金蝶 1H23 收入同比增长 16.8% 至 26 亿元人民币，而净亏损 2.84 亿元（1H22：净亏损 3.56 亿元），表明减亏处于正轨。核心 SaaS 产品星空的订阅服务经常性收入（ARR）保持健康增长势头，1H23 同比增长 28.6%。与此同时，国产替代需求继续推动大型企业收入稳健增长（1H23 +38.4% YoY）。虽然我们预期在当前的宏观背景下，企业端数字化需求复苏仍需时间，但数字化和国产替代仍然是一个重要的长期趋势，我们认为金蝶有望长期受益。

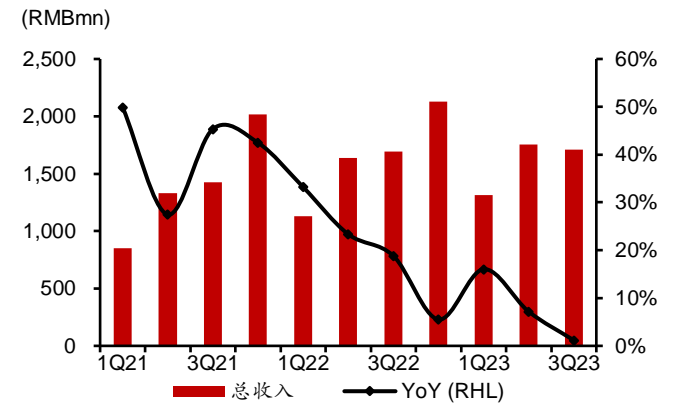
广联达：广联达 3Q23 总收入同比增长 1% 至 17.3 亿元，收入增长进一步放缓，主因地产客户在行业逆风环境下持续缩减数字化支出。9M23 总收入同比增长 7% 至 47.8 亿元，净利润同比下降 58% 至 2.78 亿元，主因收入增长疲软和研发投入增加。行业逆风环境下，公司冻结招聘，进一步降本增效，我们预计公司净利润率自 3Q23 起触底回升，但公司收入增长的复苏仍待地产行业修复。

图 52: 金蝶: 收入趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 53: 广联达: 季度收入趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

百融云: 百融云 9M23 总收入同比增长 33% 至 19.8 亿元, 其中 MaaS/金融云/保险云收入分别同比增长 22%/60%/16%。公司的 AI 能力持续增强其产品及服务能力, 推动业务需求快速增长。公司 9M23 金融行业云收入同比增长 60%, 主要受益于其自研 AI 语音机器人及 AI 应用帮助金融客户进一步降本增效, 以更高的效率达成更多交易。凭借公司在行业内领先的数据及 AI 能力, 公司有望持续受益于金融机构智能化转型的需求增长。

玄武云: 玄武云 1H23 总收入同比增长 18% 至 5.3 亿元, 其中 SaaS/PaaS 业务收入分别同比增长 18%/18%, 核心客户净收入留存率提升至 121%。1H23 公司持续聚焦“AI+快消”作为公司第二增长曲线的发展战略, 将 AIGC 落地至快消领域的多场景, 包括公司的 AIoT 智慧冰柜业务取得良好进展, 1H23 与统一、新希望乳业、百事可乐等多家标杆快消企业实现业务落地, 推动公司 1H23 销售云合同订单金额同比增长 50%。

OTA：关注国内旅游消费分层、出境游复苏和海外扩张

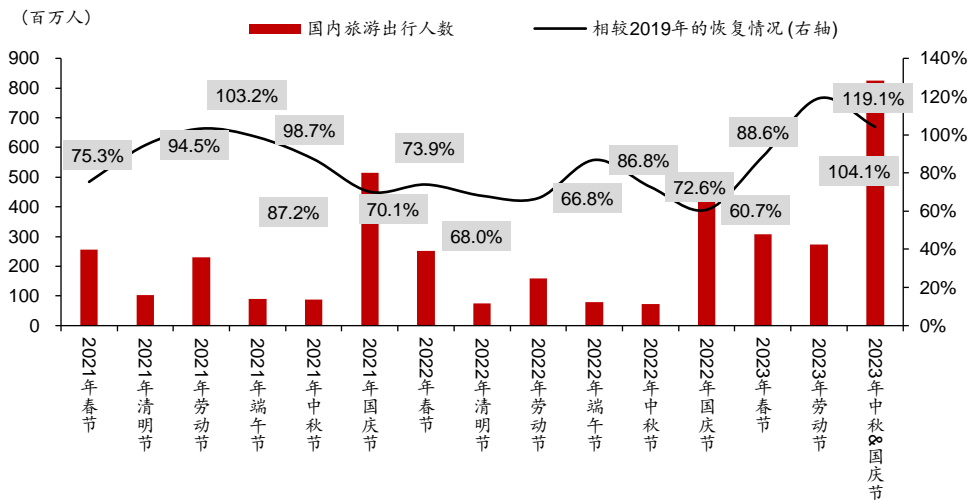
1H23 受疫情压抑的旅游需求持续释放推动在线旅游板块公司实现超额收益，而 2H23 市场整体对旅游需求的复苏已有较为充分的预期，业绩兑现反而导致在线旅游公司股价波动。展望 2024，因 2023 年国内出行基数已经不低，主要业绩增长推手或主要来自于出境游业务持续恢复及纯国际业务持续扩张带来增量。而定位中高端的 OTA 平台或有望持续受益于消费分层的趋势而实现相对子板块其他公司的超额收益。

国内旅游：2024 年高基数下增长或较为温和，消费分层趋势或延续

2023 年国庆和中秋期间整体旅游业相较 2019 年呈现温和增长趋势。由于越来越多消费者愿意为优质服务和体验付费，消费分级的趋势在假期期间持续。在消费温和复苏及 2023 年行业存在较高基数的情况下，我们预期 2024 年消费分层趋势或将延续，把握具备韧性高端出游需求的平台有望持续受益。

根据文旅部 2023 年 10 月 6 日公布的数据，国庆节和中秋节期间（2023 年 9 月 29 日至 10 月 6 日）游客达到 8.26 亿人次，同比增长 71.3%，对应 2019 年同期的 104.1%（2023 劳动节为 2019 年同期的 119.1%）。假期旅游收入 7534 亿元，同比增长 129.5%，对应 2019 年同期的 101.5%（2023 劳动节为 2019 年同期的 100.7%）。文旅部数据对应国庆及中秋节期间单名旅客的平均支出为 912 元人民币。

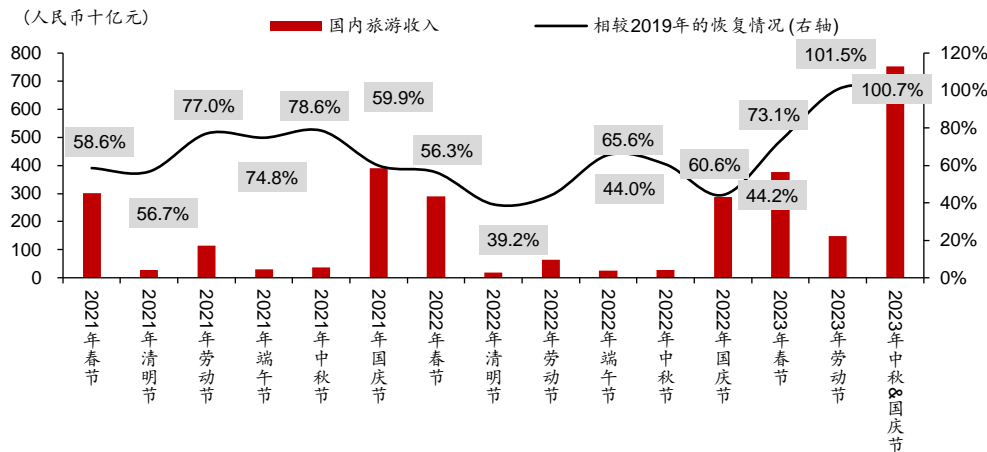
图 54：中国：节假日市场出游人次及相较 2019 年的复苏情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

尽管整体游客数量及假期旅游收入均略逊文旅部于 2023 年 9 月 30 日发布的预测（预期出游人次将达 8.96 亿人，旅游收入将达 7825 亿元人民币），但节假日期间单名旅客的平均支出 912 元人民币好于预期的 873 元人民币，展现消费分层趋势。

图 55: 中国：节假日市场旅游收入及相较 2019 年的复苏情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

此外，部分平台消费趋势也持续印证消费分级趋势。在此趋势下，我们仍看好高利润率长途游订单占比有望持续提升的OTA平台，如携程。据携程统计，今年国庆和中秋期间本地和短途旅行订单占总订单49%，而长途旅行订单占比上升至51%（2022年国庆假期：35%；2021年国庆假期：约50%）。

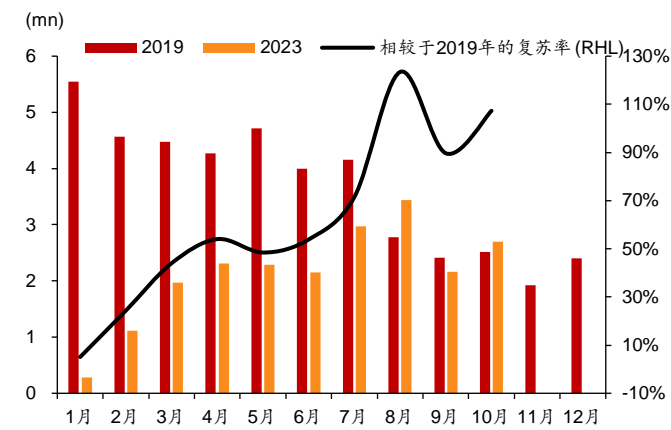
据去哪儿网统计，国庆和中秋期间其平台上高端酒店预订量创历史新高，相比2019年今年假期期间高端酒店预订量增长470%，远快于中低端酒店增速。据携程统计，假期期间跟团游业务人均支出同比增长约80%。

出境游 & 海外扩张：仍为长期营收及盈利增长的重要支撑

据Wind数据，按出境目的地统计，几个主要的中国大陆居民出境热门城市中，2023年10月前往中国香港/中国澳门/日本的来自中国大陆的入境旅客已经恢复至疫情前同期的107%/83%/35%，而2023年9月新加坡的恢复程度为疫情前的55%。就行业层面而言，除中国香港外，其余主要的出境游目的地尚未恢复至疫情前的水平。

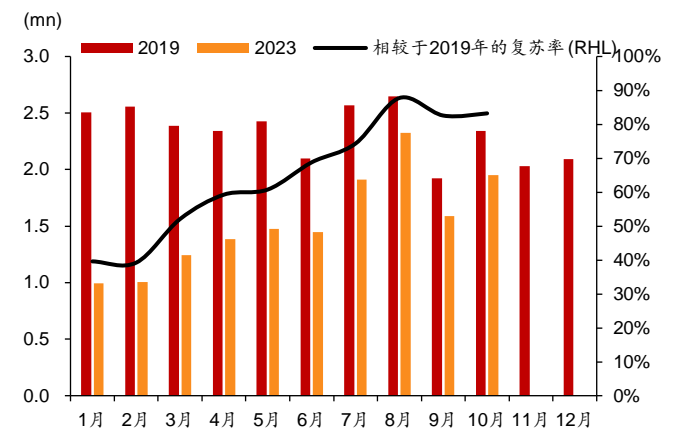
从龙头OTA平台的数据来看，携程平台3Q23的出境酒店和机票恢复到3Q19的80%以上，符合我们的预期，而整体市场的复苏率约为50%左右。据管理层估计，因国际航班量的复苏略低于预期（中美航班恢复速度略弱于预期或为主要拖累因素），4Q23的出境游收入恢复将维持在80%以上（略逊于我们此前预期的年底全量复苏）。我们认为，随着航班供给逐步恢复，高利润率出境游业务持续恢复仍有望支撑在线旅游行业及相关公司的营收和利润持续恢复。

图 56: 中国香港: 中国大陆访港旅客数及与 2019 年对比



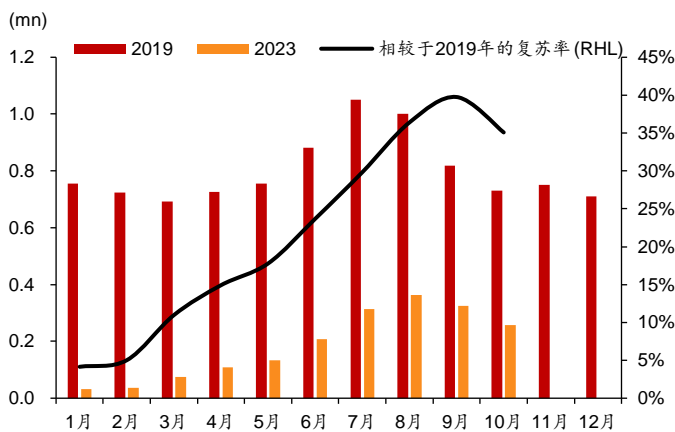
资料来源: 中国香港旅游发展局, Wind, 招银国际环球市场

图 57: 中国澳门: 中国大陆访澳旅客数及与 2019 年对比



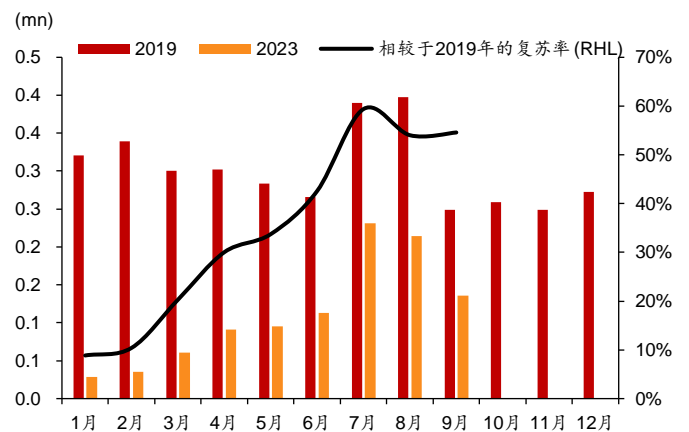
资料来源: 中国澳门统计暨普查局, Wind, 招银国际环球市场

图 58: 日本: 中国入境旅客数及与 2019 年对比



资料来源: 日本政府观光局, Wind, 招银国际环球市场

图 59: 新加坡: 中国大陆入境旅客数及与 2019 年对比



资料来源: 新加坡统计局, Wind, 招银国际环球市场

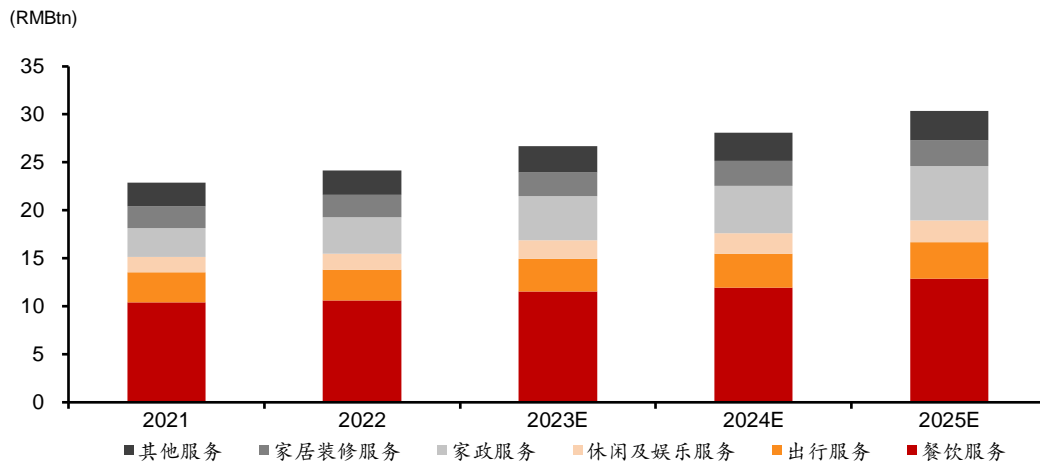
而中长期而言, 海外扩张或有望打开长期营收及盈利的增长空间。据携程, 管理层对国际业务的长期发展充满信心, 目标将国际业务的收入贡献在 3-5 年内提升至整体营收的 20%, 而背后的支撑因素主要来自: 1) 海外整体的旅游线上预定渗透仍处相对早期阶段, 且用户习惯仍处 PC 端向移动端转移的阶段, 携程基于一站式服务的能力, 有望受益于行业线上化率提升趋势; 2) 携程有望借力机票的流量优势提升交叉销售率而推动其他业务 (如酒店) 的营收增长; 3) 携程在移动端布局领先, 国内 90% 的交易于 App 端完成, 基于移动端优势, 携程有能力获取和维持相较其他平台更高的用户粘性和用户复购, 支撑长期增长。

本地生活：竞争加剧，线上渗透或有望加速

到店酒旅：竞争或重新加剧，线上渗透有望进一步提升

据艾瑞数据及招银国际环球市场估算，2022年中国餐饮及服务的市场规模为10.6万亿元人民币，休闲及娱乐服务市场规模为1.6万亿元，合计12.2万亿元。抖音入局本地生活及加大投入，美团亦更积极主动地增加了到店酒旅板块的投入，投资于更好的商户ROI和建立更强的消费者心智。此外，美团正在将一些低线城市的运营模式由代理转为直营，以更好地管控业务运营，这或将拖累到店酒旅板块短期的利润率水平，但有助于长期的营收增长。同时，美团也在持续丰富内容生态，通过直播模式增强与消费者间的互动，并针对性地提供佣金率激励举措以驱动成交增长，我们预计这将在短期为美团的变现率水平带来部分负向影响，但有助于本地生活行业线上化率进一步提升。

图 60: 中国本地生活市场规模



资料来源：艾瑞，招银国际环球市场

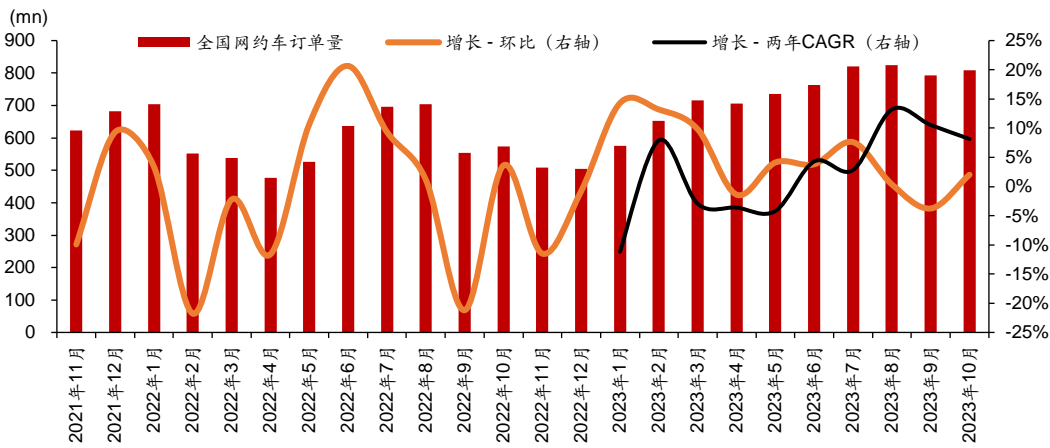
我们预测美团整体到店酒旅业务交易额将在2023年达到7424亿元人民币，同比增长110%。在美团维持较为积极的运营举措及较为具备吸引力的佣金率水平的情况下，我们预计美团到店酒旅业务交易额将在2024年仍维持较高速增长。

共享出行：市场竞争动态演变趋势延续，龙头关注盈利能力提升

疫情管控放开后，中国共享出行市场稳步恢复，龙头平台关注有质量的增长，驱动健康的单量增长及盈利能力的提升。美团打车2023年3月停止自营打车业务的运营之后，市占有所下滑，但体现出其更关注业务运营利润率的趋势。我们预期2024年行业健康增长的趋势或将延续，通过优化用户补贴及进一步严格管控费用以驱动业务利润率提升。

疫情后，共享出行市场稳步恢复。据交通运输部数据，2023年10月全国网约车订单量达8.09亿单，环比增长2.0%，同比两年CAGR为8.1%。10M23全国网约车订单量合计74.0亿单，两年CAGR为2.3%。

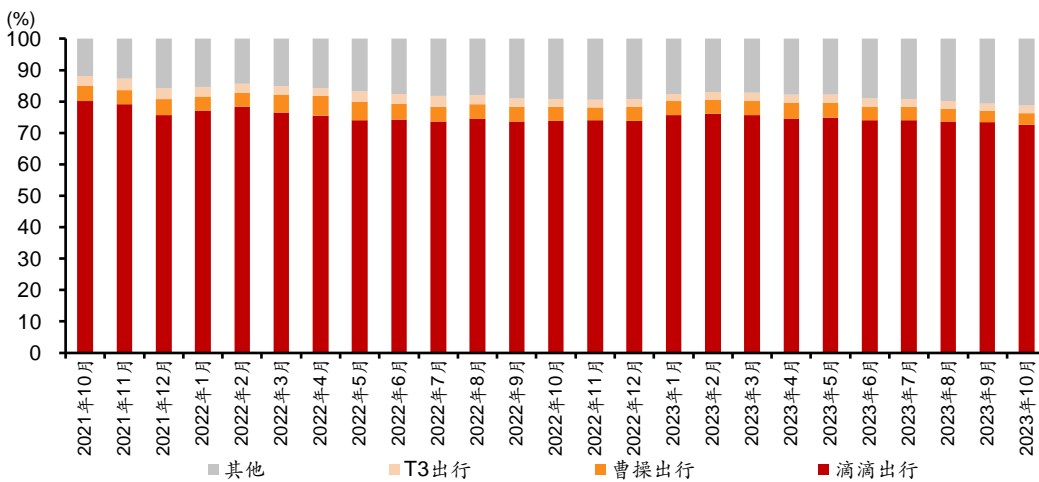
图 61: 中国：全国网约车订单量及增长情况



资料来源：交通运输部，招银国际环球市场

行业层面，龙头公司追求盈利能力和高效运营，而行业中的部分中小玩家通过实时调整补贴策略及优化其在聚合平台上的解决方案而寻求市场份额提升。据交通运输部数据，滴滴2023年10月在中国网约车市场中的市占率为72.5%，相较2021年10月的80.2%有较为显著的下滑，主因监管下的业务调整及追求高效增长，但此市占相较2022年10月的73.8%较为稳定，展现滴滴在司机供给端及运营端的优势助力其维持了相对稳定的市场份额。

图 62: 中国：网约车平台市场份额



资料来源：交通运输部，招银国际环球市场

垂类互联网公司：或有望受益于经济复苏及顺周期交易机会

2024年美元流动性压力或有望缓释，这或有望助推板块估值整体重估。重估过程中，中小市值股票估值修复速度或有望领先大票，若经济进一步复苏，顺周期垂类互联网公司或有望在估值重估过后持续跑赢。建议关注贝壳（BEKE US）、BOSS直聘（BZ US）、达达（DADA US）。

贝壳3Q23营收同比增长1.2%至178亿元人民币，non-GAAP净利润为21亿元人民币。基于较为谨慎的预期，管理层指引4Q23营收将在180亿元至185亿元人民币区间，对应同比增长7.5%-10.5%，环比增长1%-4%。得益于其完善的ACN生态系统和进一步扩大ACN网络的战略举措，贝壳的核心业务仍在不断获取市场份额，而其家装业务正在快速增长，并展现出持续的运营效率提升趋势，我们认为这有望支撑贝壳的长期营收和盈利增长。

BOSS直聘3Q23总收入同比增长36%至16.1亿元，调整后净利润同比增长90%至7.1亿元，主要得益于招聘市场的持续复苏，3Q23付费企业客户数同比增长32%至490万，平均MAU同比增长38%至4460万。蓝领业务持续驱动公司收入增长，3Q23蓝领业务收入占比进一步提升至35%（2Q23：32%）。此外，公司持续降本增效提升运营利润率，3Q23销售费用率同比下降5.2个百分点至28.5%，调整后净利润率同比提升12.4个百分点至44.0%。BOSS直聘在B端及C端流量优势稳固，公司有望持续受益于宏观经济及招聘市场的顺周期修复。

达达3Q23营收同比增长20.4%至28.7亿元人民币，其中达达快送/京东到家业务分别实现营收10.8亿元/17.9亿元，同比增长29.4%/15.6%。3Q23 Non-GAAP净亏损920万元人民币，基本盈亏平衡，non-GAAP净亏损率同比收窄11pp。在截至2023年9月30日的12个月内，京东到家GMV同比增长24%至731亿元，货币化率首次突破10%。公司是即时零售头部玩家之一，或有望持续受益于即时零售行业发展。中长期看，京东到家货币化率或仍有提升空间，同时消费者补贴的优化或有望助推直接利润率进一步提升。

Keep 1H23实现营收9.85亿元人民币，同比下降2.7%；营业亏损2.6亿元人民币，较1H22收窄21%，经调整亏损为2.2亿元人民币，对应净亏损率为22.7%，同比收窄8.7pp。短期营收面临较高基数的情况下公司通过有效的成本管控驱动亏损率收窄，中长期来看，伴随健身群体持续增长及线上优质内容渗透率持续提升，Keep会员业务或有望稳定增长，基于内容流量向消费品转化的逻辑或有望驱动消费品业务营收在中长期进一步增长。

中国半导体板块

优于大市

分析师：杨天薇 – lilyyang@cmbi.com.hk
张元圣 – kevinzhang@cmbi.com.hk

2024年三大投资主线

AI行情、半导体国产替代叠加行业逐步复苏或将会成为2024年市场关注的重点，建议投资者在这几大主题下寻找投资机会。

人工智能（AI）：资本开支继续增长，产业链持续受益

2023年是AI基础设施投资周期元年。随着OpenAI ChatGPT的面世，大量资本和人才竞相流入人工智能产业，与AI相关的上市公司也获得了市场的青睐。2024年各大云厂商也将加大对AI基础设施的投资，以确保在AI军备竞赛中保持先发优势，并获得更多的市场份额。据彭博预测，2024年海外三大云厂商（亚马逊、微软和谷歌）以及Meta的资本开支总额将同比增长15%。另外，我们认为未来全球范围内国家背景的投资也将是一股不可小觑的力量。

同时，随着AI应用的落地，边缘计算也将成为AI发展的一大趋势。我们认为2024年AI手机、AI电脑等产品的渗透率将快速提升，这将利好边缘计算相关的板块。随着AI方向的投资扩张及应用的落地，我们持续看好AI产业链的发展，我们偏好AI产业链中真正的受益标的，首选中际旭创（300308 CH，买入）。

半导体国产替代：国际形势推动供应链进一步本地化

受到华为手机回归以及美国对AI芯片出口禁令升级等事件的影响，国产替代成为下半年的另一投资主题，相关产业链的参与者均受到了市场的追捧。根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。我们长期看好中国半导体行业的发展，首选标的为韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（300782 CH，买入）。

半导体周期或将回暖：渠道库存接近健康水平，终端需求有望逐步改善

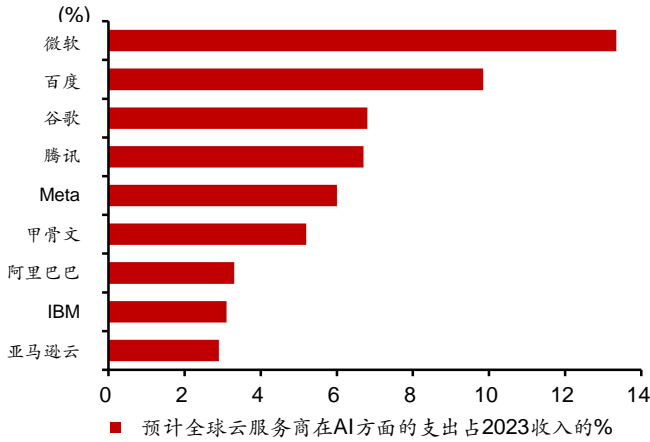
虽然在2023年下半年，消费电子市场有季节性回暖，但终端需求暂未真正修复。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。随着2024年宏观经济的温和改善，半导体行业需求或将在下半年逐步回暖。该主线受益标的为闻泰科技（600745 CH，买入）和生益科技（600183 CH，买入）。

通讯板块仍是较好的防御性标的

因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。同时，卫星通讯也将成为手机的一大卖点，利好通讯板块。该板块受益标的包括中兴通讯（000063 CH/763 HK，买入）。

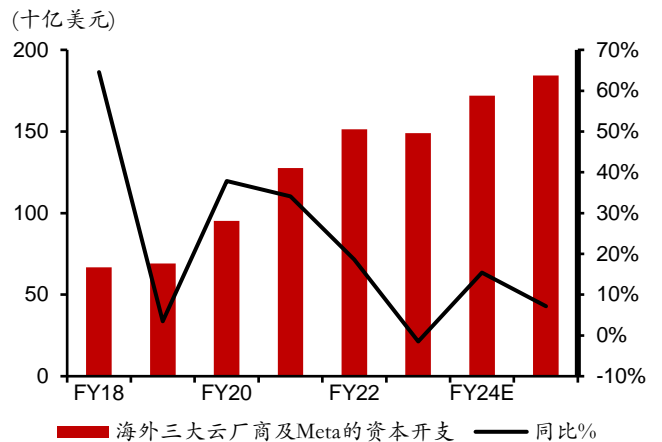
重要图表

图 1: 全球云服务商在 AI 方面的支出



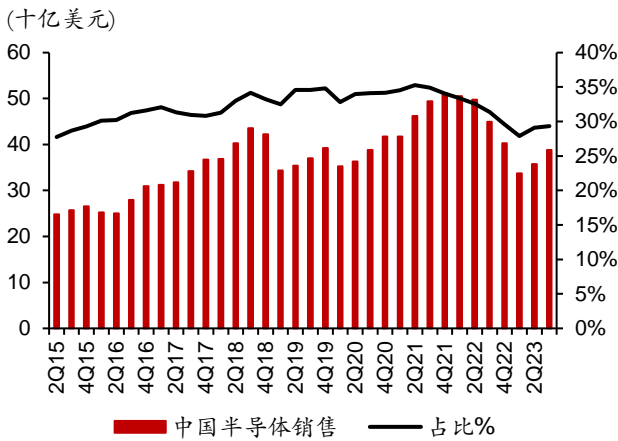
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 2: 海外云厂商资本支出展望



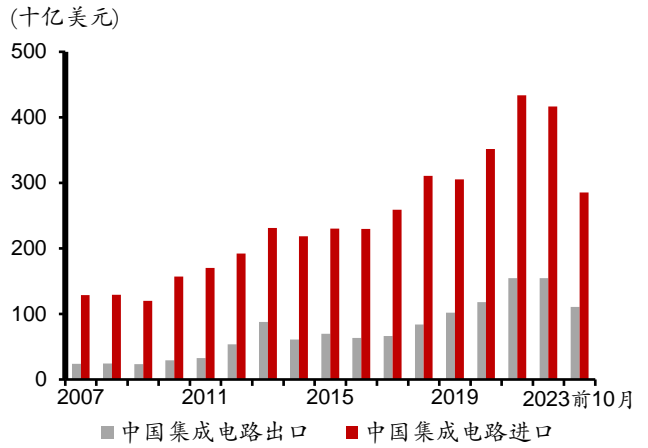
资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

图 3: 中国半导体销售（季度）和占比



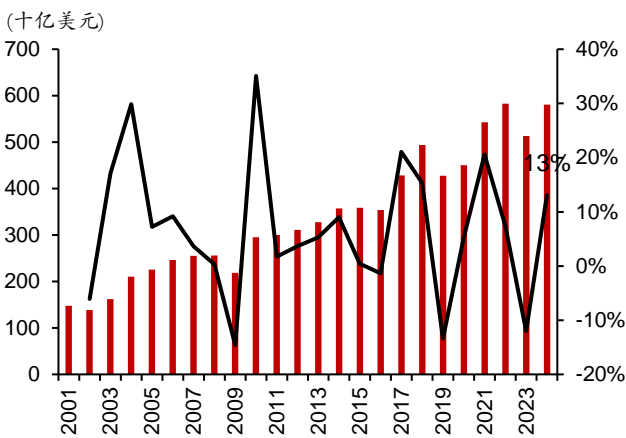
资料来源：公司资料，Wind，招银国际环球市场预测

图 4: 中国集成电路进口金额远超出口金额



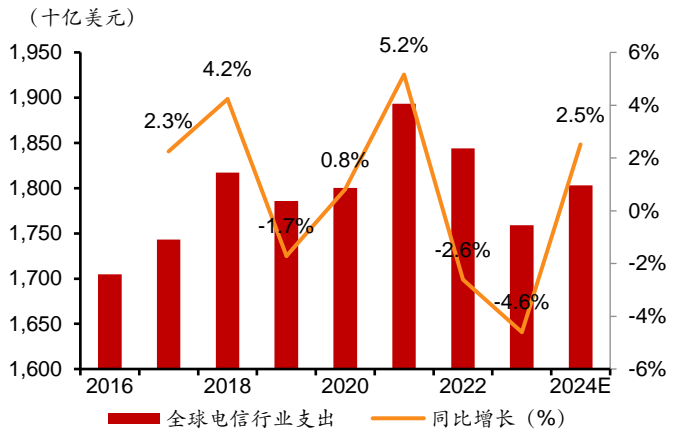
资料来源：公司资料，Wind，海关总署，招银国际环球市场预测

图 5: 2024 年全球半导体销售额将同比上涨 13.1%



资料来源：WSTS，招银国际环球市场预测

图 6: 全球电信行业支出



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

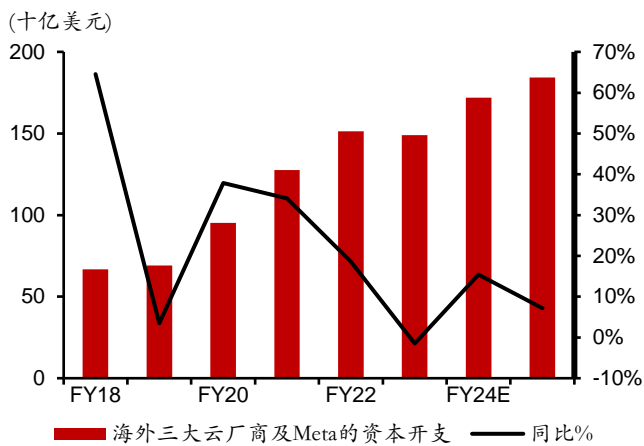
人工智能 (AI)：资本开支继续增长，产业链持续受益

大型云厂商将持续加大资本支出以保持领先优势

回顾 2023 年，AI 产业链乘风破浪，ChatGPT 热潮引领全球科技巨头布局 AI 大模型，开启新一轮 AI 投资周期。海外科技龙头亚马逊、微软、谷歌和 Meta (CSP3 & Meta) 均宣布三季度资本支出环比增加，总额超过 370 亿美元，为历史上第四高的单季度支出，并给出了积极展望。这使得投资者对接下来几个季度的 AI 资本支出增长重拾信心。

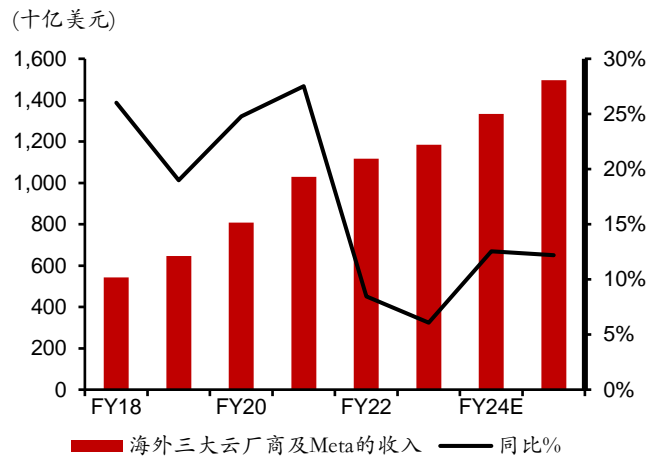
展望 2024 年，我们认为三大云厂商和 Meta 将继续在 AI 赛道上加大投入，以保持行业中的先发优势、提升市场份额。根据彭博预测，这四家公司的资本开支将在 2024 年达到 1,720 亿美元，较此前 8 月预期 (1,630 亿美元) 上调 6%，较 2023 年资本开支增长 15%。而四家公司在 2020 年至 2022 年间，资本开支总额已经实现 38%/34%/19% 的年度增长，处于历史高位。而最新的彭博预测表明，市场对于这四家公司明年在 AI 基础设施和硬件设备上的投资力度，依旧保持相当积极的展望。

图 7：2024 年三大云厂商与 Meta 的资本支出预计达到 1,720 亿美元，即同比增长 15%



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

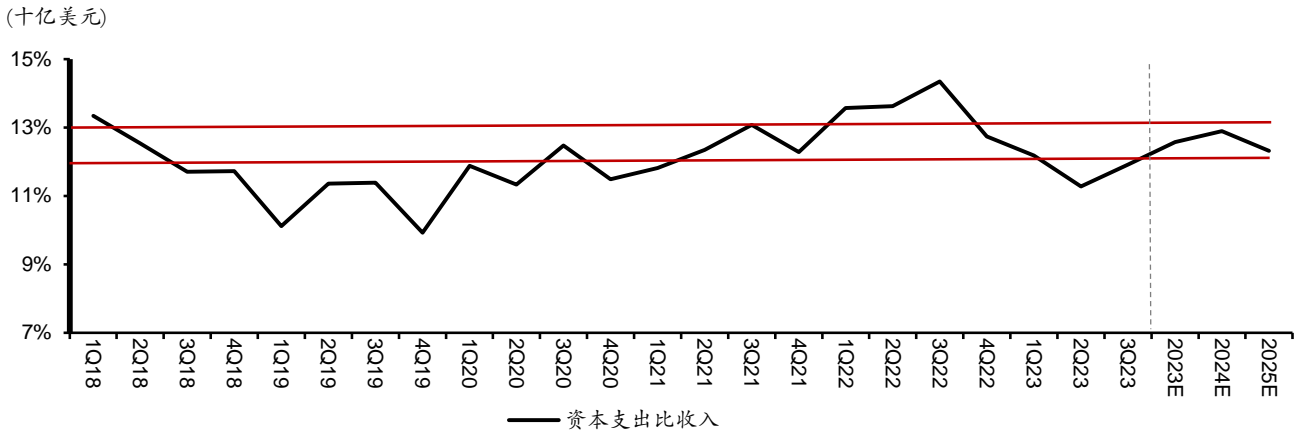
图 8：CSP3 & Meta 公司收入及增速



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

我们认为大型云厂商加大资本开支的力度是符合 AI 行业的发展趋势的。在资本开支增长的同时，彭博预计云厂商的收入也将在 2024/25 年增长 13%/12%。这使得资本支出与收入的比率会有所下降，预计维持在 12%-13% 区间（回落至 2020/21 年水平），从而一定程度上缓和了投资者对云厂商资本开支过高的担忧。

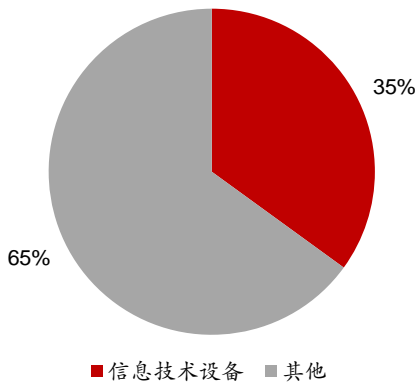
图 9：2024 年三大云厂商与 Meta 的资本支出比收入预计维持在 12-13%



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

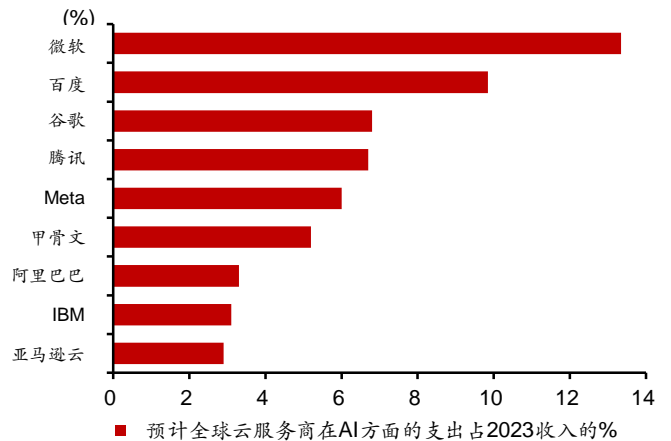
根据 Counterpoint 的计算，2023 年全球云厂商投入在信息技术设备上的开支占总资本开支的 1/3 左右。我们认为这其中用于 AI 方向的开支占比将会提升，以实现云厂商及企业在 AI 行业中希望保持领先优势、增长市场份额的战略目标。

图 10：信息技术设备的支出占全球云厂商资本开支的 ~1/3 (2023)



资料来源：公司资料，Counterpoint，招银国际环球市场预测

图 11：全球云服务商在 AI 方向的支出占比 (%)



资料来源：公司资料，Counterpoint，招银国际环球市场预测

国家背景的投资也将会为 AI 行业助力

虽然目前云厂商是 AI 行业发展的最大推手，我们认为未来全球范围内国家背景的投资也将是一支不可小觑的力量。例如，英国将投资 3 亿英镑使 AI 超算能力增强 30 倍以上；德国计划在未来两年内将人工智能公共研究投资增加一倍，至 10 亿欧元。英伟达 (Nvidia US) 在最近的业绩会上表示，国家层面对算力的投资将成为各国在经济上重要布局。未来这种政府背景推动的 AI 基础设施建设市场或可达几十亿美元的体量。

图 12: 国家背景的 AI 投资

国家	AI 投资
英国	2023 年 11 月 2 日, 英国政府宣布, 将对人工智能 (AI) 研究资源的投资增至 3 亿英镑 (约合 3.66 亿美元), 以使英国超级计算能力提高 30 倍以上。HPE 公司将使用下一代 HPE Cray EX 超级计算机和 5,000 多个最先进的 NVIDIA GH200 超级芯片来构建和交付新的 AI 系统 (Isambard-AI)。先进的设计将使 Isambard-AI 能够达到每秒 200 万亿次计算。
德国	德国政府公布了一项“人工智能行动计划”, 计划在未来两年内将人工智能公共研究投资增加一倍。这笔资金将用于建立 150 个新的大学人工智能研究实验室、扩充数据中心和提供人工智能训练数据集, 以期缩小德国在人工智能领域与中、美之间的差距。
沙特阿拉伯和阿联酋	沙特阿拉伯和阿联酋正购买数千个对于构建人工智能至关重要的高性能 Nvidia 芯片。
印度	英伟达正在与印度政府和当地科技龙头企业合作, 如 Infosys、Reliance 和 Tata, 以提升其政府主导的人工智能基础设施。
法国	法国私有云提供商 Scaleway 正在构建基于 NVIDIA H100、InfiniBand 和 NVIDIA AI 企业软件的区域 AI 云。

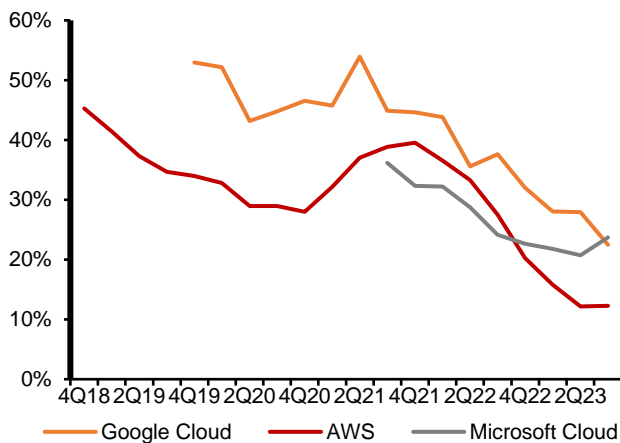
资料来源: 公司资料, 路透社, BBC, 金融时报, 招银国际环球市场预测

AI 应用的变现进展和运营的降本增效依旧是投资者关注的重点

三大云厂商在三季度业绩公布后的股价走势显现出明显的差异, 这表明投资者非常关注公司云业务的发展, 即 AI 应用的变现进展。同时, AI 运营的高成本也关乎云厂商未来的盈利能力, 所以降本增效也是市场关注的焦点。

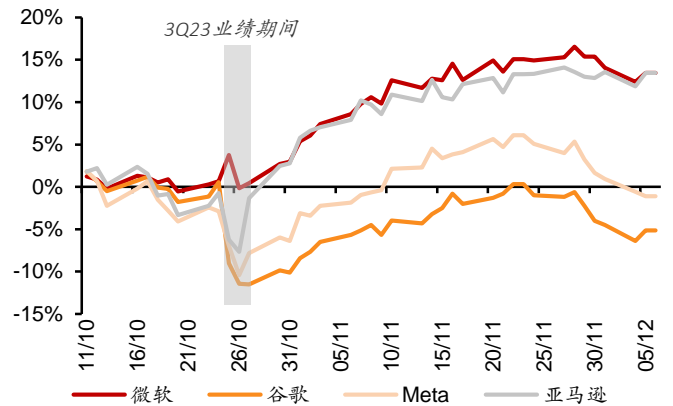
我们看到, 微软因三季度云业务收入增长加速而受到市场青睐, 股价随之上涨。相比之下, 谷歌因云业务收入不及预期、增速下滑, 股价承压。尽管亚马逊的 AWS 业务收入增长率最低, 只有 12%, 但公司透露几笔大订单的收入将会在四季度反映出来, 随后亚马逊股价迅速反弹。

图 13: 2024 年三大云厂商云业务收入增速对比



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 14: CSP3 & Meta 的股价在三季度业绩后有所分歧啊 (2023年10月10日以来股价变化%)



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

我们在 8 月的报告中已经指出, AI 行业行情是否能够持续、云厂商的资本开支是否能够继续增长, 主要看 AI 应用落地和变现的情况。近期, 产业内出现一系列积极的催化剂, 表明 AI 行情大概率将持续。我们认为只有 AI 技术能够带来持续的现金流和足够的利润, 才能推动这个行业长期的发展, 开启“投资 - 变现 - 获利 - 再投资”的正循环。

近期 AI 行业催化剂包括: 1) OpenAI 年度经常性收入已超过 13 亿美元 ([链接](#)); 2) 微软 ([链接](#))、亚马逊 ([链接](#))、Alphabet ([链接](#))、Meta ([链接](#))、Adobe ([链接](#)) 等公

司均发布了包括生成式 AI 为特色的新产品/服务，并开始收费；3) OpenAI 首届开发者大会宣布了一系列突破性的进展，大幅降低了新模型的使用费用、字数限制；4) 新型 AI 可穿戴设备 AI Pin 面世，该产品在一次性 699 美元售价之外，用户还需支付每月 24 美元的订阅费，成为 AI 产品成功落地、变现的范例；5) 苹果将加大 AI 方面的投资，或达每年 10 亿美元的数额，以追赶谷歌、微软和亚马逊等竞争对手 ([链接](#))。

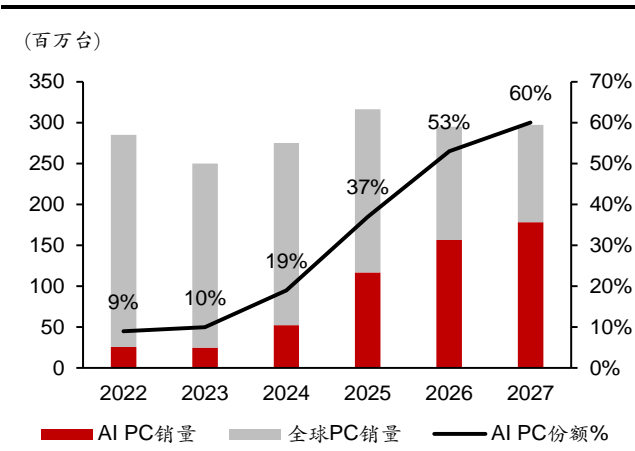
AI 边缘计算将成为未来发展的一大趋势

虽然目前市场仍以云端 AI 为主流，但我们认为**边缘计算也将成为未来发展的一大趋势**。我们相信 2024 年 AI 手机、AI 电脑等产品的渗透率将快速提升。我们看到包括华为、小米在内的中国智能手机制造商正在积极启动 AI 手机“云+端”的战略，旨在智能手机上直接运行大语言模型 (LLM)，并将 AI 应用带到终端用户设备上。例如，华为语音助手 Celia；荣耀 Magic6 手机将配备基于 Snapdragon 8 Gen 3 移动平台的设备上 LLM。

除了 AI 手机，AI PC 也将加入边缘 AI 的功能。AI PC 最终有望成为终端、边缘计算和云技术的混合体。例如，联想的首款 AI PC 产品，可以本地运行小型化 AI 模型，实现智能修图、剪辑、编辑等功能。

我们认为，终端厂商在产品中融合 AI 边缘计算的功能是未来一大趋势，原因有三：1) 提升用户的个性化体验，2) 优化系统运行，3) 保证数据、隐私安全等。这是各终端厂商在手机市场需求暂未真正回暖、市场竞争激烈的背景下的一种尝试和突破。

图 15: AI PC 渗透率将快速增长



资料来源：公司资料，Canalys，招银国际环球市场预测

图 16: AI PC 处理器

处理器	发布日期	制程	AI 性能
Apple M1	4Q20	TSMC N5	11 TOPS
Apple M2	4Q21	TSMC N5P	15.8 TOPS
Apple M3	4Q23	TSMC N3	>30 TOPS
Qualcomm 8cx Gen4	1H24	TSMC N4	>40 TOPS
Qualcomm 8cx Gen3	4Q21	TSMC N5	29 TOPS
AMD Ryzen 7040	2Q23	TSMC N4	10 TOPS
Intel Meteor Lake	4Q23	Intel 4	>30 TOPS
AMD Ryzen 8050	2H24	TSMC N4	~40 TOPS

资料来源：公司资料，Canalys，招银国际环球市场

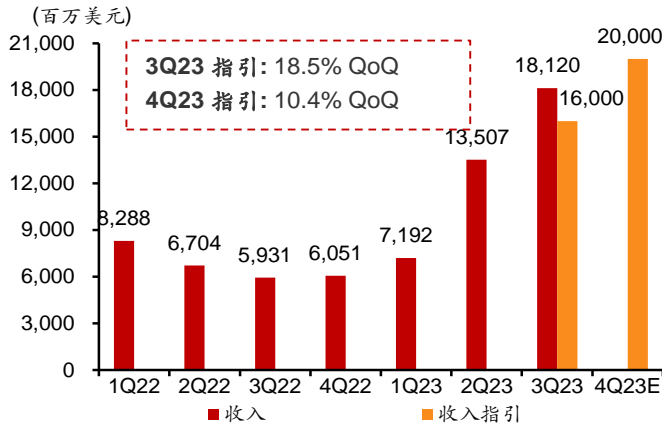
同时，芯片端如高通、联发科等芯片制造商，也开始为边缘 AI 设备研发特种芯片。我们在上图列出了各家芯片厂商/终端厂商发布/即将发布的 AI PC 芯片。例如，高通日前发表新一代芯片“Snapdragon 7 Gen 3”整合了 AI 功能。另一“Snapdragon X Elite”平台是针对 PC 市场研发的平台，集成了自研的 Oryon CPU 和 AI 处理器 Hexagon NPU。

建议关注 AI 产业链的投资机会

短期内，我们预计 AI GPU 的需求将保持强劲态势，订单可见度贯穿至 2024 年。在 AI 加速器领域，市场仍将保持增长。关键供货商：英伟达预计将保持市场主导地位，但也会面

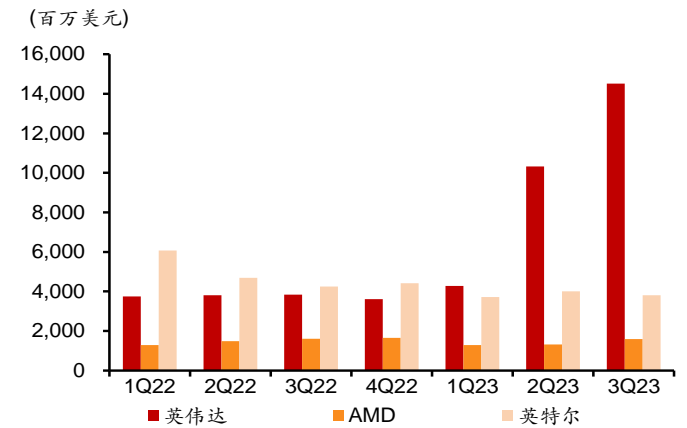
临来自竞争对手的挑战，AMD 市场份额会随着 MI300 系列出货而增长。此外，微软为云计算定制设计的新芯片，紧随亚马逊和谷歌的步伐，表明超大型云厂商正在致力于提高自身效率和性能，可能成为 AI GPU 厂商潜在的长期竞争对手。[\(链接\)](#)

图 17: 英伟达收入与指引



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 18: 英伟达、AMD、英特尔数据中心收入



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

我们认为，在中短期内，AI 芯片和相关硬件的潜在需求将继续超过供应，这将提振 AI 供应链收入。我们还注意到该行业参与者之间的股价表现存在差异，正如我们此前在报告[\(链接\)](#)中提及，只有真正的 AI 供应链参与者才能享受到 AI 行业发展的红利，并收获销售的增长。例如中际旭创 (300308 CH) 和天孚通信 (300394 CH) 的三季度收入与净利润同比分别增长 14.9% 与 89.5% 和 73.6% 与 95.0%。其中，我们尤其推荐中际旭创，作为一个本土 AI 产业链受益者，我们认为大型云厂商将维持对光模块的强劲需求，因此我们维持对中际旭创的买入评级，目标价为 109.3 元。

图 19: AI 行业重点公司估值

公司	代码	市值 US\$(mn)	股价 (LC)	P/E (x)		ROE (%)		EPS (US\$)		
				FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
海外AI受益者										
微软	MSFT US	2,743,545	374.51	32.7	28.4	33.5	31.6	11.29	12.98	
谷歌	GOOGL US	1,626,323	131.86	18.2	15.4	26.4	25.1	7.11	8.40	
Meta	META US	822,407	324.82	17.7	15.8	25.8	23.7	18.04	20.19	
亚马逊	AMZN US	1,496,781	147.03	31.7	25.4	17.1	17.6	4.56	5.71	
英伟达	NVDA US	1,124,097	467.65	37.0	22.2	84.4	75.4	12.30	20.46	
AMD	AMD US	191,550	121.39	31.2	23.7	7.9	10.8	3.80	5.01	
博通	AVGO US	433,736	930.00	19.8	18.0	72.5	58.6	46.76	51.35	
Super Micro Computer	SMCI US	14,877	269.63	15.1	13.5	40.3	20.3	17.61	19.79	
迈威尔	MRVL US	44,963	52.80	34.4	25.7	7.9	7.1	1.51	2.02	
Fabrinet	FN US	6,067	165.00	20.1	17.6	19.1	19.2	8.31	9.48	
美光	MU US	81,573	75.93	-	13.9	(3.6)	13.1	-1.23	5.35	
Arista	ANET US	66,918	216.64	29.7	26.8	27.2	24.5	7.23	8.03	
SK海力士	000660 KS	69,755	132600.00	15.9	8.1	10.1	17.1	6.13	12.07	
				平均	25.3	19.6	28.4	26.5	11.0	13.9
				中位数	24.9	18.0	25.8	20.3	7.2	9.5
国内AI受益者										
中际旭创	300308 CH	11,321	100.00	20.6	16.6	23.4	22.5	0.69	0.85	
新易盛	300502 CH	4,777	49.83	27.3	19.9	19.2	21.0	0.25	0.34	
光迅科技	002281 CH	3,294	30.07	30.7	26.1	10.3	10.8	0.14	0.16	
天孚通信	300394 CH	4,551	76.68	33.7	25.6	25.3	26.7	0.34	0.45	
				平均	28.1	22.1	19.5	20.3	0.4	0.5
				中位数	29.0	22.8	21.3	21.8	0.3	0.4

资料来源: 彭博 (数据更新于 12 月 5 日), 招银国际环球市场预测

半导体国产替代：国际形势推动供应链进一步本地化

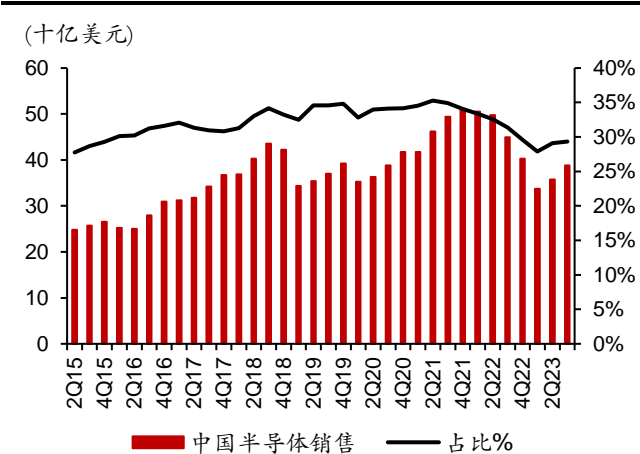
受到华为手机回归以及美国对AI芯片出口禁令升级等事件的影响，国产替代成为下半年的另一主要投资主题，相关产业链的参与者均受到了市场的追捧。

根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

据美国半导体行业协会，2020年至2022年，中国半导体销售额为1,520亿美元、1,880亿美元、1,860亿美元，年度增长率为4.2%/23.8%/-1.5%。中国区销售占比为33.8%、34.7%、31.8%。该比重在2022年有所下滑，但在近两个季度有所回升，从2023年一季度的27.9%上涨至第三季度的29.3%。

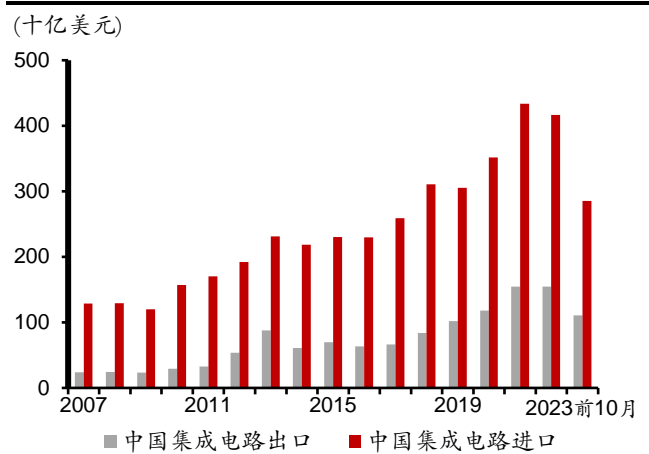
中国区在全球半导体市场中是一个重要的构成，但中国的国产替代还有很长的路要走。国家在硬科技国产替代、自主可控上大力扶持。不过目前中国集成电路的进口金额还是远超过出口金额。据万得数据，2022年，中国集成电路进口金额为4,162亿美元，远大于同期出口金额1546.7亿美元。

图 20: 中国半导体销售（季度）和占比



资料来源：公司资料，Wind，招银国际环球市场预测

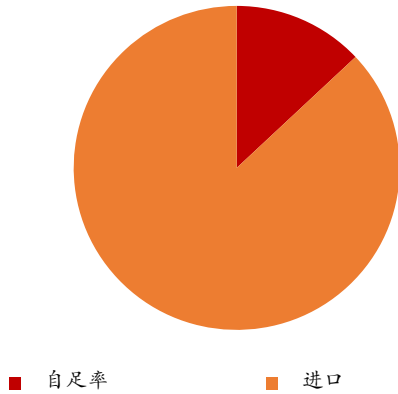
图 21: 中国集成电路进口金额远超过出口金额



资料来源：公司资料，Wind，海关总署，招银国际环球市场预测

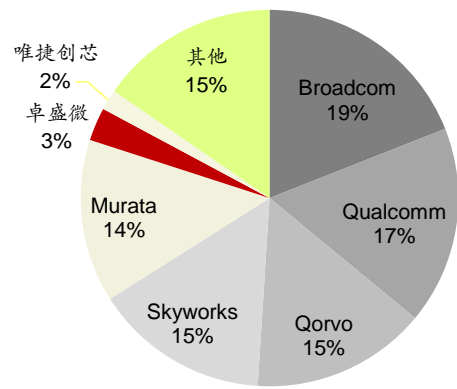
从自给率上看，国产替代有很大的发展空间。例如，中国模拟IC的自给率仅为13%（弗若斯特沙利文），这意味着中国模拟IC设计公司拥有巨大的市场潜力。在国家自主可控政策的推动下，市场对于中国芯片的需求也在快速增长。

图 22: 中国 2022 年模拟 IC 自足率为 13%



资料来源: Yole, 弗若斯特沙利文, 招银国际环球市场预测

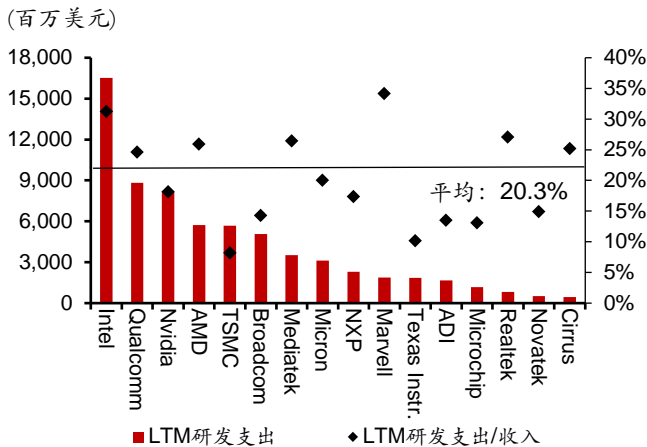
图 23: 2022 年射频行业市场格局 (按收入)



资料来源: 公司资料, 彭博, Yole, 招银国际环球市场预测

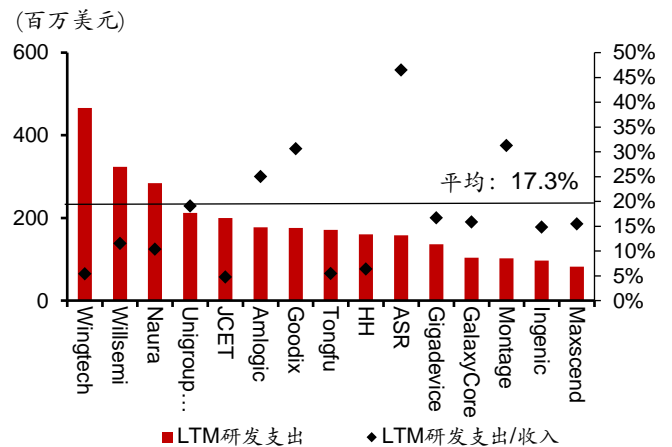
我们在下图对比了海外科技公司和中国科技公司的研发支出。据上市公司财报统计, 中国龙头科技公司从金额和研发支出占收入的比例 (2020 年均值为 17.3%) 上看, 和海外科技公司 (2020 年均值为 20.3%) 均有明显差距。当然这和中国科技公司的体量、整个行业所处阶段有关系, 未来中国公司在研发投入上还需加大力度, 加强技术壁垒和产品竞争力。

图 24: 海外科技公司研发支出占收入比



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 25: 中国科技公司研发支出占收入比



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

虽然我们的研发投入占比和海外公司还有差距, 但近几年我们已经观察到中国科技龙头公司在众多细分市场上取得了不错的进展和突破。如卓胜微, 2023 年上半年公司交付的 DiFEM、L-DiFEM 及 GPS 模组等产品中集成自产的滤波器超 1.6 亿颗, 集成自产滤波器相关产品稳定规模量产, 在客户端逐步放量提升; 双工器和四工器已在个别客户实现量产导入。再如, 韦尔股份的 OV50H 采用豪威集团的首项 H/V QPD 自动对焦技术, 可为旗舰和高端智能手机的宽幅和超宽幅后置摄像头带来优质的图像质量, 从技术上证明了公司在研发能力和系统技能上的领先水平, 也得到公司供应商的肯定。

另外, 为了应对美国对华的半导体出口限制, 中国正在加快实现半导体行业的自给自足, 并已取得一系列实质性成就, 特别是在存储领域, 国产替代的趋势正在加速。据 Digitimes 消息, 11 月 28 日, 长鑫存储正式推出了 LPDDR5 系列产品, 其中 12GB LPDDR5 芯片已

在小米等国内主流手机品牌中通过验证。同时，长江存储的 NAND 产品也成功进入小米手机的供应链。今年下半年推出的小米 14 系列手机采用了长江存储最先进的 232 层 NAND 闪存芯片。

我们长期看好中国半导体行业的发展，这符合了中国的产业发展、国际政治格局的趋势，以及市场的需求转向。在半导体国产替代的主题下，我们尤其看好细分赛道的龙头企业，以及国产半导体渗透率较低的细分市场标的。首选标的为韦尔股份 (603501 CH) 和卓胜微 (300782 CH)。

图 26: 半导体行业重点公司估值

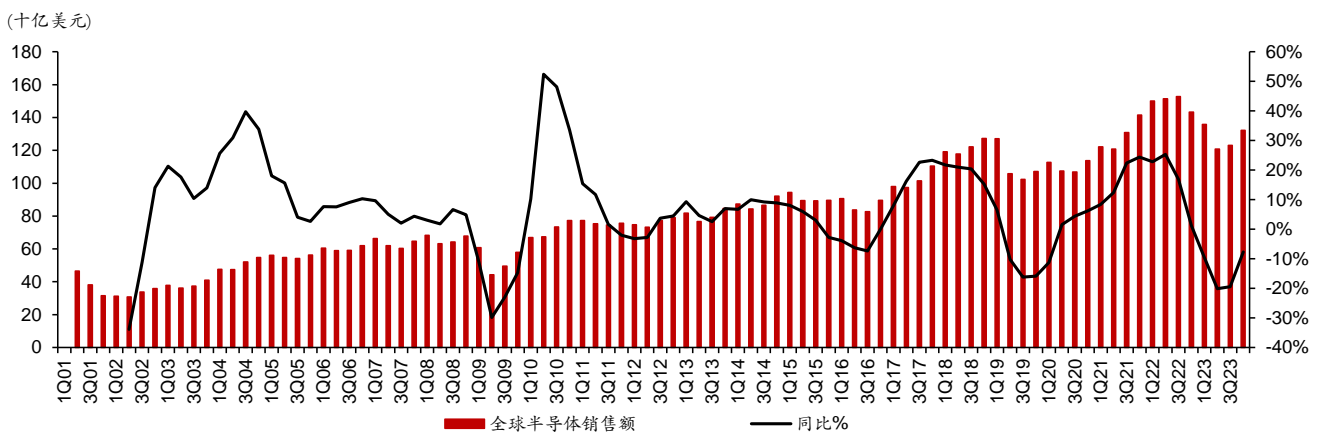
公司	代码	市值 US\$(mn)	股价 (LC)	P/E (x)		ROE (%)		EPS (US\$)		
				FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
国产化替代：半导体板块										
半导体板块：晶圆代工厂/设备										
中芯国际 (A)	688981 CH	30,357	54.15	62.0	43.9	4.5	5.5	0.12	0.17	
中芯国际 (H)	981 HK	30,357	21.25	25.8	17.5	3.6	4.9	0.10	0.15	
华虹半导体	1347 HK	5,359	17.36	20.2	11.4	3.5	5.4	0.11	0.19	
北方华创	002371 CH	16,609	232.84	25.1	19.6	17.7	18.8	1.25	1.60	
中微公司	688012 CH	14,146	169.02	55.1	42.0	10.1	11.8	0.42	0.55	
拓荆科技	688072 CH	6,764	257.86	60.8	40.9	15.6	17.7	0.60	0.89	
				平均	41.5	29.2	9.2	10.7	0.4	0.6
				中位数	40.5	30.3	7.3	8.7	0.3	0.4
半导体板块：芯片设计										
韦尔股份	603501 CH	17,887	109.50	40.3	27.6	13.6	16.7	0.37	0.53	
卓胜微	300782 CH	9,857	138.05	41.2	30.5	15.6	17.5	0.45	0.61	
兆易创新	603986 CH	8,402	95.15	43.2	28.7	8.5	11.4	0.29	0.44	
圣邦股份	300661 CH	5,656	90.49	70.7	46.7	13.2	17.5	0.17	0.26	
格科微	688728 CH	7,342	20.64	195.9	94.7	2.7	6.2	0.01	0.03	
				平均	47.2	32.8	11.6	14.3	0.3	0.4
				中位数	41.2	30.3	13.2	16.7	0.3	0.4
半导体板块：功率半导体										
斯达半导	603290 CH	4,221	185.13	25.2	19.7	16.7	18.5	0.98	1.26	
时代电气	688187 CH	6,089	37.69	14.8	13.0	8.5	8.9	0.34	0.39	
华润微	688396 CH	8,515	47.35	30.7	24.8	8.6	9.9	0.21	0.26	
士兰微	600460 CH	5,429	24.34	36.2	26.5	11.1	13.5	0.09	0.12	
闻泰科技	600745 CH	7,688	48.42	14.5	11.7	9.2	10.2	0.43	0.53	
				平均	24.3	19.1	10.8	12.2	0.4	0.5
				中位数	25.2	19.7	9.2	10.2	0.3	0.4
半导体板块：封测										
长电科技	600584 CH	7,366	30.54	18.8	15.0	10.0	11.4	0.22	0.28	
通富微电	002156 CH	4,636	22.46	36.9	24.9	5.6	8.1	0.08	0.12	
华天科技	002185 CH	3,887	8.94	39.8	26.8	3.9	5.8	0.03	0.05	
				平均	31.8	22.2	6.5	8.4	0.1	0.1
				中位数	36.9	24.9	5.6	8.1	0.1	0.1
半导体板块：EDA										
华大九天	301269 CH	7,624	99.29	156.1	109.9	6.8	8.7	0.09	0.13	
广立微	301095 CH	2,170	81.39	52.3	32.9	8.7	12.1	0.21	0.33	
概伦电子	688206 CH	1,345	23.10	203.3	124.5	2.2	2.9	0.02	0.03	
				平均	96.1	62.9	6.0	8.0	0.1	0.2
				中位数	52.3	32.9	6.5	8.4	0.1	0.1

资料来源：彭博（数据更新于12月5日），招银国际环球市场预测

半导体行业或将回暖：渠道库存近健康水位，终端需求有望改善

2020年至2022年，全球半导体销售额为4,500亿美元、5,430亿美元、5,830亿美元，年度增长率为5.2%/20.6%/7.4%。2023年前三个季度，全球半导体销售额为1,210亿美元、1,230亿美元、1,320亿美元，同比下降20.2%/19.5%/7.7%，环比增长-11.0%/1.8%/7.4%。半导体行业迎来阶段性改善主要是因为：1) 季节性需求，通常下半年为消费电子等传统消费旺季，厂商会有拉货、补货的需求。据Counterpoint消息，得益于近期PC和智能手机市场复苏的一些积极迹象，台积电3Q23的收入自去年三季度后，首次显示环比正增长，预计第四季度仍将保持环比正增长。2) 经历两年的去库存，目前渠道库存已接近较健康的水平。3) 今年华为的回归、叠加换机需求推动了2023年下半年消费电子的需求增长。

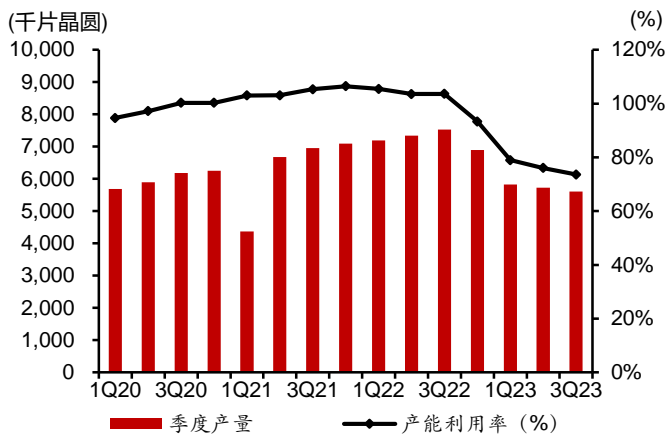
图 27：全球半导体销售额在近几个季度开始恢复增长



资料来源：公司资料，Wind，招银国际环球市场预测

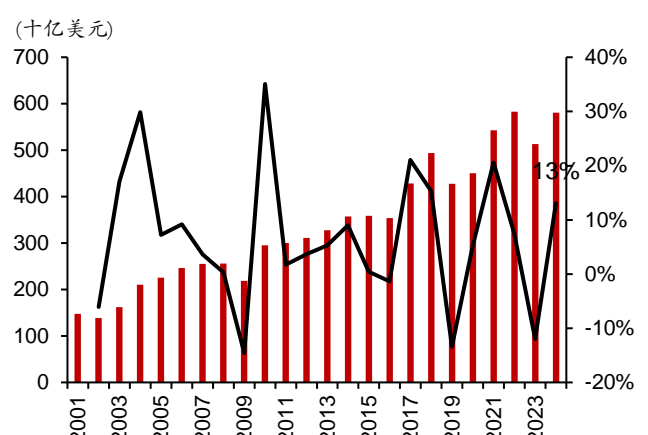
虽然在2023年下半年，消费电子市场有季节性回暖，但终端需求暂未真正修复。WSTS预测2023年全球半导体行业收入将同比下降9.4%。展望2024年，随着宏观经济的温和改善，渠道库存重回健康水位，终端需求有望逐步改善，半导体行业需求或将在下半年逐步回暖。WSTS与IDC预测2024年全球半导体行业收入将同比上涨13.1%、20.2%。

图 28：四大晶圆厂商*的产能利用率走势



资料来源：WSTS，招银国际环球市场预测
*台积电、联华电子、中芯国际与华虹半导体

图 29：2024 年全球半导销售额将同比上涨 13.1%



资料来源：WSTS，招银国际环球市场预测

该主线受益标的为闻泰科技（600745 CH，买入）和生益电子（600183 CH，买入）。

闻泰科技今年三季度业绩超出预期，单季度收入同比增长11.9%，归母净利润同比增长11.4%，其中，公司ODM业务收入同比上涨24.3%，环比上涨4.6%，盈利能力持续改善。公司同时通过旗下半导体业务持续发力。近期，公司公告决定停止生产特定客户的光学模组产品，但预计该改变对公司整体影响较小（该部分收入占当期营收小于5%）。展望未来，2024年全球消费电子方面需求回暖，公司有望实现更好的增长。

CCL龙头企业生益科技三季度收入与归母净利润分别同比上涨3.8%和31.6%，毛利率与净利率也持续扩张。我们观察到公司下游企业发出了一些积极补货的信号，同时公司的产能利用率也处于较高水平。通常来讲半导体市场的销售额与PCB市场的收入呈正相关性，如果半导体行业需求回暖，生益科技业务层面将有明显受益。

图 30：通讯行业重点公司估值

公司	代码	市值 US\$(mn)	股价 (LC)	P/E (x)		ROE (%)		EPS (US\$)	
				FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
PCB/CCL 板块									
深南电路	002916 CH	5,051	72.73	20.6	17.1	11.7	12.9	0.48	0.58
生益科技	600183 CH	5,441	17.18	21.2	16.9	12.4	14.3	0.11	0.14
东山精密	002384 CH	4,243	18.55	10.3	8.3	14.2	15.3	0.24	0.30
鹏鼎控股	002938 CH	6,778	21.54	9.6	8.5	14.5	14.8	0.30	0.34
沪电股份	002463 CH	5,381	21.02	19.4	15.8	17.5	18.2	0.15	0.18
景旺电子	603228 CH	2,570	22.57	12.4	11.0	14.1	15.0	0.24	0.27
			平均	15.6	12.9	14.1	15.1	0.3	0.3
			中位数	15.9	13.4	14.1	14.9	0.2	0.3

资料来源：彭博（数据更新于12月5日），招银国际环球市场预测

通讯板块仍是较好的防御性标的

我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观顺风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

我们预计运营商支出将保持相对稳定，2023年同比增长2.0%。其中，更多投资将配置于算力、产业数字化以及云市场这些具有更高增长的市场（运营商非传统业务同比增长21%，移动/有线业务同比增长2%/5%）。展望未来，我们预计计算能力相关领域的支出增长将抵消5G相关支出的下降。（[链接](#)）

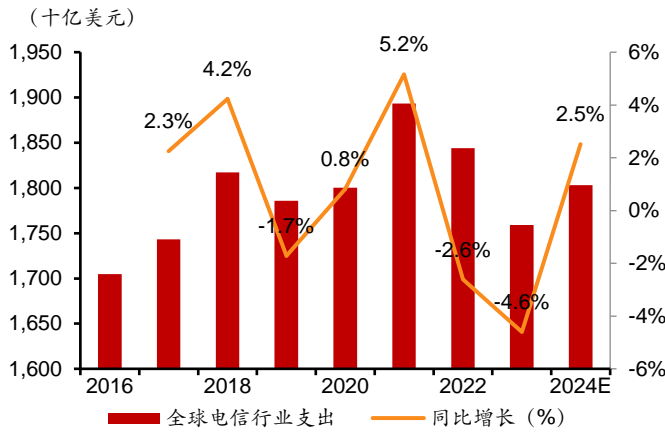
■ 通讯设备商

2023年，中国三大运营商在5G方面投入放缓，我们预计将在2024年进一步放缓该领域资本支出速度，但这一领域的衰减或被算力以及云市场的投入对冲。同时，卫星通讯也将成为手机的一大卖点，利好通讯板块。该板块受益标的包括中兴通讯（000063 CH/763 HK，买入），目标价：36.9元人民币、27.4港元。

■ 铁塔类基建商

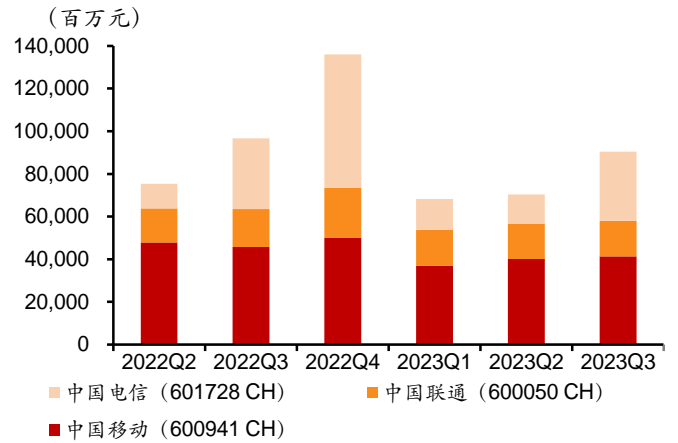
中国铁塔（788 HK，持有，目标价：0.89元港元）受新定价协议的影响，公司收入持续承压。展望未来，我们预计公司业绩将持续受运营商降本增效以及宏观压力影响并维持中低单位数增长。

图 31: 全球电信行业支出



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 32: 三大运营商资本支出



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 33: 通讯行业重点公司估值

公司	代码	市值 US\$(mn)	股价 (LC)	P/E (x)		ROE (%)		EPS (US\$)	
				FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
通讯板块									
中兴通讯	763 HK	15,718	16.96	6.6	6.0	15.9	15.7	0.32	0.35
中国铁塔	788 HK	18,237	0.82	11.4	9.3	5.5	6.3	0.01	0.01
中国移动	941 HK	174,817	62.35	8.4	7.9	10.5	10.8	0.95	1.01
中国联通	762 HK	18,984	5.00	6.7	5.9	5.9	6.2	0.09	0.11
中国电信	728 HK	62,430	3.64	8.6	7.8	7.5	8.1	0.05	0.06
			平均	8.3	7.4	9.1	9.4	0.3	0.3
			中位数	8.4	7.8	7.5	8.1	0.1	0.1

资料来源: 彭博 (数据更新于 12 月 5 日), 招银国际环球市场预测

中国科技板块

优于大市

分析师：伍力恒 - alexng@cmbi.com.hk
 刘梦楠 - claudialiu@cmbi.com.hk
 李汉卿 - lihanqing@cmbi.com.hk

行业需求全面复苏，AI 创新赋能产业突破

全球科技终端需求回升，AI 创新成为新的成长动能

2023 年在全球宏观经济不确定性以及地缘政治因素的背景下，上半年传统科技产业链依旧面临挑战，受到 ChatGPT 大语言模型应用爆发，AI 云端算力应用相关标的表现出色，AI 与非 AI 应用上游科技产业链分化较大。下半年受到换机周期、品牌新品发售和 AI 应用赋能电子终端的趋势驱动，手机和 PC 行业需求整体回暖。传统服务器行业去库存进程接近尾声，AI 服务器将持续快速发展。展望 2024 年，考虑到国内经济复苏、手机/PC 终端需求持续回暖、传统服务器市场库存清理接近尾声、AI 赋能电子终端产品和 VR/AR/MR 创新周期，我们预计科技板块将有望继续修复，AI 算力需求和 AI 终端创新带动新一轮景气周期将是明年的投资主线。

智能终端：华为回归推动产业链复苏，看好国产替代和技术创新趋势

随着华为 Mate60 系列发布，华为重返高端手机市场推动产业链开始复苏。考虑到华为高端手机在光学、存储、散热、卫星通话和折叠屏等方面创新，我们预计将持续推动智能手机产业链零部件规格升级，相关供应链上的企业将受益。此外，因占比较高的零部件如 SoC、存储、摄像头模组、电池和屏幕等中国制造占比高，考虑到地缘政治等压力，我们预计未来国产零组件替代的比例会持续上升从而推动华为手机系列产品竞争力提升，国产零组件供应链迎来增长机会，看好比亚迪电子、舜宇光学、立讯精密、高伟电子和鸿腾精密等。

AI 产业链：算力需求推升 AI 服务器增长，边缘 AI 加速 PC/手机/MR 创新

在 AI 算力端，随着大数据和云计算等技术发展，产业化应用加速，我们认为高算力需求将推升 AI 服务器增长。在边缘 AI 端，随着高通、联发科、英特尔等巨头加码 AI，AI PC 和 AI 手机产品相继推出，端侧大模型应用创新和性能体验的改善有望催化消费者需求，引领新一轮换机周期，此外 AI+MR 新品也有望提升 MR 渗透率。AI 服务器的重要组成部件包括图形处理器/CPU、DRAM/SSD、载板、网卡、PCB、互联接口和散热等，建议关注 AI 服务器和边缘 AI 相关产业链受益标的，看好联想集团、小米集团、传音科技和工业互联网。

汽车电子：汽车电动化与智能化加速发展，域控迎来增量空间

2023 年中国新能源汽车市场继续较快增长，新能源车渗透率再创新高，出口表现出色。受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。另外，随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展，自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高，预计 ADAS 摄像头需求将不断增长。我们看好京东方精电、英恒科技、德赛西威、均胜电子和经纬恒润。

2024年展望：行业需求全面复苏，AI创新赋能产业突破

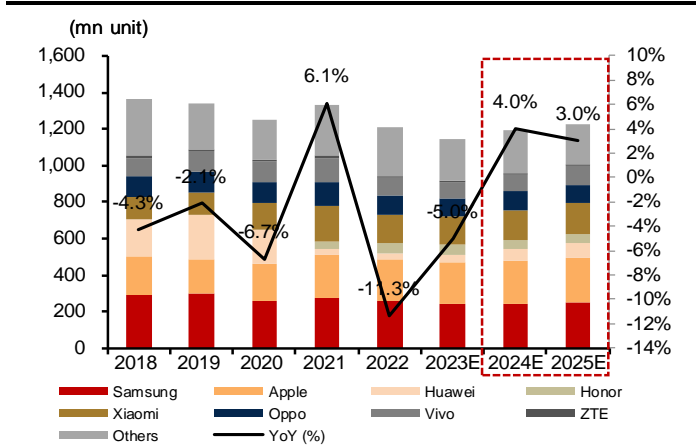
全球电子终端需求回升，AI创新成为新的成长动能

科技行业景气有望回暖。2023年在全球宏观经济不确定性以及地缘政治因素的背景下，上半年传统科技产业链依旧面临挑战，受到ChatGPT大语言模型应用爆发，AI云端算力应用相关标的表现出色，AI与非AI应用上游科技产业链分化较大。下半年受到换机周期、品牌商新产品发售和AI应用赋能电子终端硬件的趋势驱动，手机和PC行业需求整体回暖。传统服务器行业去库存进程接近尾声，AI服务器将持续快速发展。展望2024年，考虑到国内经济复苏、手机/PC终端需求持续回暖、传统服务器市场库存清理接近尾声、AI赋能电子终端产品推出和VR/AR/MR创新周期，我们预计科技板块将有望继续修复，AI赋能电子终端并带动新一轮景气周期将是明年的投资主线。

全球手机市场回暖，关注AI手机应用创新驱动新一轮换机周期

全球智能手机出货量在3Q23止跌回升，预计2024年受到换机周期和AI手机新产品发布的驱动，终端需求持续修复。根据IDC数据，3Q23全球手机出货量为3.03亿部，同比下降0.1%，预计4Q23全球智能手机出货量为3.2亿部，同比增长7.3%，全球手机出货量止跌回升。从年度数据来看，受到上半年表现疲软的情况影响，我们预计2023年全球智能手机出货量为11.5亿部，同比下降5.0%，全球智能手机行业经历两年的调整，预计出货量在2024年将恢复正增长，同比增长4.0%。AI应用在手机端落地将成为驱动新一轮换机周期和功能创新的动力。

图 1: 全球手机市场出货量预测



资料来源：IDC，招银国际环球市场

图 2: 全球手机市场份额

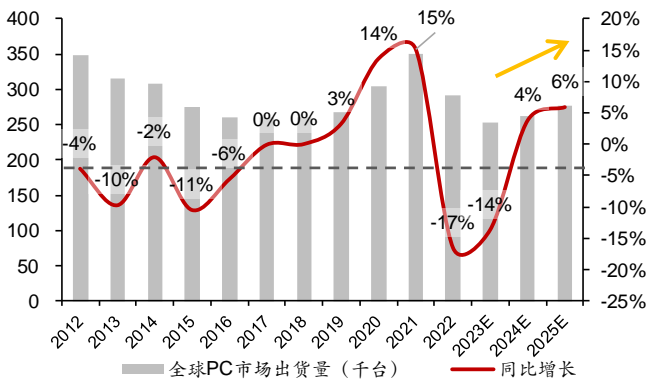
(百万)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
三星	257	272	262	241	244	252
苹果	203	236	226	227	235	242
小米	148	191	153	155	160	165
华为	189	38	31	45	65	80
荣耀	-	40	57	58	50	53
Oppo	111	134	106	95	102	105
Vivo	112	132	99	88	95	100
其他	262	317	271	237	240	231
总数	1,281	1,360	1,206	1,145	1,191	1,227
YoY	-6.7%	6.1%	-11.3%	-5.0%	4.0%	3.0%

资料来源：IDC，招银国际环球市场

全球PC市场重回正增长，2024年为AI PC产品发布元年

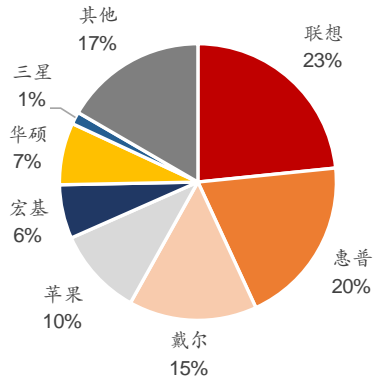
全球PC市场在经历了2020与2021年快速增长后，进入了行业去库存和需求放缓的阶段，2Q/3Q23期间已经看到行业拐点，需求复苏有望带动行业重回正增长。根据IDC数据，3Q23全球PC出货量为6848万台，同比下降7.2%，预计2023年全球PC出货量为2.52亿台，同比下降13.7%，同比降幅逐季收窄。由于行业渠道库存水平较为健康，以及2024年作为AI PC发布元年，我们预计2024年全球PC出货量将恢复正增长，同比增长3.7%。AI PC应用创新将有望加速新一轮换机周期，提升用户使用体验。

图 3: 全球 PC 市场出货量预测



资料来源: IDC, 招银国际环球市场预测

图 4: 全球 PC 市场份额 (3Q23)

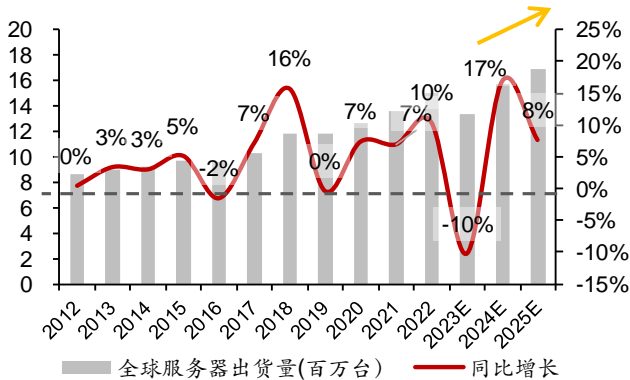


资料来源: IDC, 招银国际环球市场预测

传统服务器市场库存调整接近尾声, AI 服务器带来强劲增量

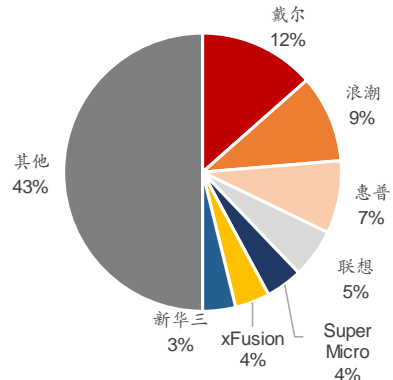
在宏观经济增速放缓、服务器行业去库存以及 AI 服务器挤占了部分通用服务器 CapEx 等多重因素影响下, 2023 年前三季度服务器出货量整体呈下滑态势。长远来看, 通用服务器需求预计呈现高个位数年增长趋势, 预计 2023 年全球服务器出货量将同比下滑 10.3%, 并在 2024 年恢复增长, 同比增长 16.9%。通用服务器出货量回暖叠加 AI 服务器强劲增量, 服务器市场出货量中长期或呈上升趋势。

图 5: 全球服务器出货量及增长预测



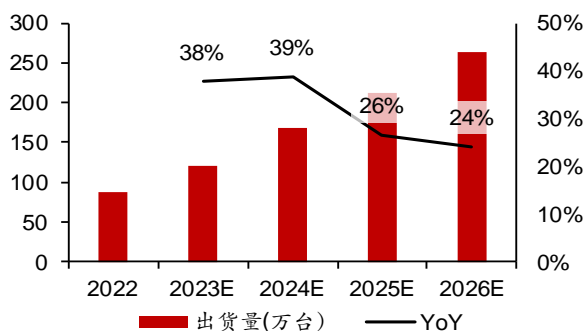
资料来源: IDC, 招银国际环球市场预测

图 6: 全球服务器市场份额



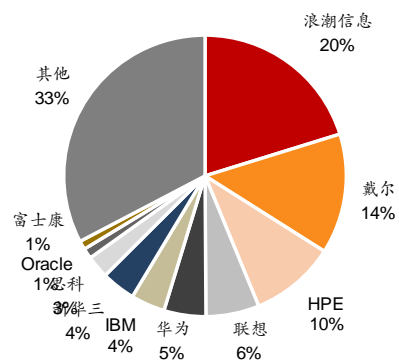
资料来源: IDC, 招银国际环球市场预测

图 7: 全球 AI 服务器出货量及增长预测



资料来源: Trendforce, 招银国际环球市场预测

图 8: 全球 AI 服务器市场份额 (2022 年)

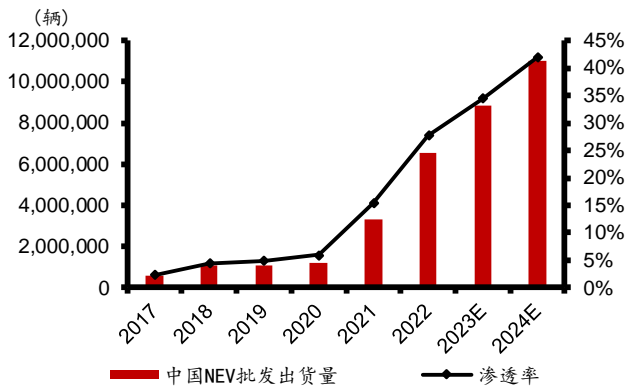


资料来源: IDC, 招银国际环球市场

汽车电动化、智能化浪潮持续推进，电动车出海销售大势所趋

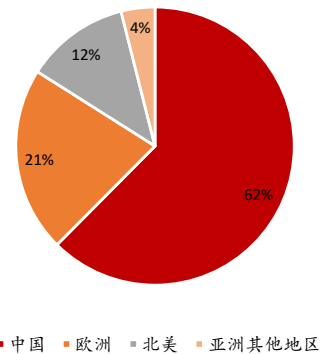
全球新能源汽车销售持续保持较快增长，电动化、智能化浪潮持续推进，电动车出海销售成为各家车企新的增长点，智能化技术升级成为车企提升产品差异化竞争力的突破方向。从新能源汽车出货量来看，根据中国汽车工业协会数据，10M23中国新能源汽车产销分别完成735.2万辆和728万辆，同比分别增长33.9%和37.8%。根据招银国际环球市场汽车组预测，2024年中国新能源乘用车批发出销量将上升至1100万辆，相较于2023年实现增长24%，其中出口销售180万辆。根据乘联会数据，10M23中国新能源乘用车出货量占比全球新能源汽车市场的62%。汽车电动化浪潮持续推进，出海销售和智能化技术升级趋势将加速发展。

图 9: 中国 NEV 批发出销量及渗透率预测



资料来源：中国汽车工业协会，招银国际环球市场预测

图 10: 10M23年中国 NEV 出货量占比全球出货量 62%

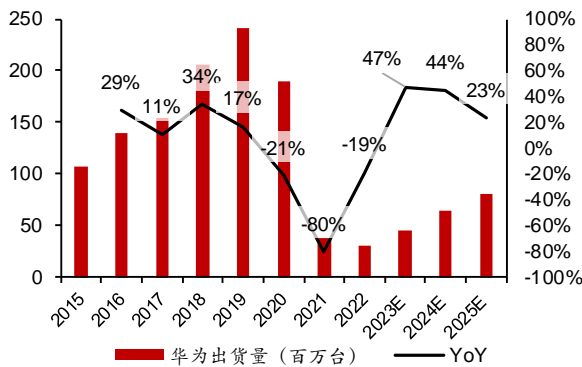


资料来源：乘联会，招银国际环球市场预测

智能终端：华为回归推动产业链复苏，国产替代和技术创新加速

受益于9月iPhone 15系列和华为Mate 60系列发布，2023年第三季度全球智能手机虽同比下滑8%但环比增长2%，手机市场回暖初现。Counterpoint数据显示，2023年10月，中国智能手机销售量同比增长11%，因华为和小米销量增速亮眼，其中，华为Mate 60带动整体销量同比增长83%。此前，华为2023年全年手机出货量目标已经由年初的3000万部上调至4000万部。华为Mate 60系列在手机光学、存储、散热、卫星通话和折叠屏等方面完成创新，预计将持续推动智能手机产业链零部件规格升级，相关供应链企业将受益。

图 11: 华为手机出货量及同比增速 (2015-2023E)



资料来源: IDC, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 12: 2024 年华为新机发布时间表和出货量预估

预计发布时间	华为新机类型	预测出货量
2024 年初	Nova 系列	1500 万
2024 年 3 月	P70 系列	1500 万
2024 年 9 月	Mate70 系列	1000 万
2024 年	畅享系列	1300 万
2024 年	其他系列	1200 万

资料来源: 招银国际环球市场

华为重返高端手机市场，光学领域迎来升级周期

在摄像头方面：**1) 华为 Mate 60:** 配备 6400 万像素后置主摄像头，支持 OIS 光学防抖、4K 视频录制；配备 1600 万像素超广角摄像头支持更广视野拍摄；配备 800 万像素长焦摄像头，支持 3 倍光学变焦和 OIS 光学防抖；配备 200 万像素微距摄像头支持近距离拍摄；配备 3200 万像素前置摄像头支持美颜算法和广角拍摄。**2) 华为 Mate 60 Pro:** 主摄 5000 万像素索尼 IMX766 超聚光 RYYB 镜头，搭配 12MP 超广角和 48MP 潜望式长焦，由 XMAGE 影像 2.0 加成。此外，P70 系列将在 2024 年出货，其中长焦潜望镜和玻塑混合镜头等升级趋势值得期待。我们认为，华为重返高端手机市场后摄像头升规和乐观的出货量预期有望推动高端智能手机领域光学迎来升级周期。相关华为光学概念受益标的主要包括：**1) 光学镜头供应商:** 联创电子、欧菲光、中光学、五方光电、东田微和昀家科技；**2) 潜望式及主摄:** 豪威、索尼、斯特威；**3) 摄像头模组供应商:** 欧菲光、立景、大立光和舜宇光学科技。

图 13: 华为 Mate 60 系列前置和后置相机规格参数对比

	Mate 60	Mate 60 Pro	Mate 60 Pro+	Mate 60 RS 非凡大师
前置相机	13MP 超广角 (F2.4 光圈)	13MP 超广角 (F2.4 光圈) 3D 深感摄像头	13MP 超广角 (F2.4 光圈) 3D 深感摄像头	13MP 超广角 (F2.4 光圈) 3D 深感摄像头
后置相机	后置三摄 50MP 超光变 (F1.4-F4.0 光圈, OIS) 12MP 超广角 (F2.2 光圈) 12MP 潜望式长焦 (F3.4 光圈, OIS)	后置三摄 50MP 超光变 (F1.4-F4.0 光圈, OIS) 12MP 超广角 (F2.2 光圈) 48MP 超微距长焦 (F3.0 光圈, OIS)	后置三摄 48MP 超聚光 (F1.4-F4.0 光圈, OIS) 40MP 超广角 (F2.2 光圈) 48MP 超微距长焦 (F3.0 光圈, OIS), 支持自动对焦	后置三摄 48MP 超聚光 (F1.4-F4.0 光圈, OIS) 40MP 超广角 (F2.2 光圈) 48MP 超微距长焦 (F3.0 光圈, OIS), 支持自动对焦

资料来源: ZOL 中关村在线, 极客 geeking, 招银国际环球市场

国产零组件在华为手机中占比明显提升，国产供应链迎来增长机会

除光学升级外，华为 Mate 60 系列相比前代在网速、屏幕刷新、电池容量、内存和卫星消息进行了升级。其中，华为 Mate 60 因搭载自研麒麟芯片支持 5G 网络而使得网速提升；支持 120HZ 自适应刷新，屏幕更加顺滑和省电；内置 4750 毫安电池，较前代增加 290 毫安使得续航时间延长；支持双向北斗卫星消息和更大内存。据 Fomalhaut Technology Solutions 推算，华为 Mate 60 Pro 零部件成本总额为 422 美元，其中，SoC、存储、摄像头模组、电池和屏幕为成本占比最高零部件而中国制造占比达 47%，较 3 年前机型提高 18ppts。其中，屏幕和 CMOS 国产供应占比提升明显，单价最高的 OLED 显示屏主要供应商为京东方而 CMOS 主要供应商为豪威。据集邦咨询，华为 Mate 60 系列产品本土化制造比例高达 90%，仅 DRAM 等少量组件采用 SK 海力士的产品。我们预计，考虑到地缘政治等压力，国产零组件替代的比例会持续上升从而推动华为手机系列产品竞争力提升，国产零组件供应链迎来增长机会。

受益标的包括： 1) **连接器和结构件：** 比亚迪电子 (285 HK)、立讯精密 (002475 CH)、长盈精密 (300115 CH)、华丰科技 (688629 CH) 和领益智造 (002600 CH) 等； 2) **屏幕：** 京东方 (000725 CH)、TCL 科技 (000100 CH)、深天马 (000050 CH) 和维信诺 (002387 CH) 等； 3) **电池：** 德赛电池 (000049 CH) 和欣旺达 (300207 CH)； 4) **声学零部件：** 瑞声科技 (2018 HK) 和歌尔股份 (002241 CH)； 5) **射频：** 卓胜微 (300782 CH)、唯捷创芯 (688153 CH) 和赛微电子 (300456 CH)； 6) **CMOS：** 韦尔股份 (603501 CH) 和格科微 (688728 CH)； 7) **卫星通信：** 华力创通 (300045 CH)、海格通信 (002465 CH)； 8) **EMS：** 比亚迪电子 (285 HK)、深科技 (000021 CH) 等。

图 14: 华为 Mate 60/Mate 60 Pro 官方备件价格

	Mate 60 (12GB+512 GB)	Mate 60 Pro (12GB+512 GB)
显示屏	全新屏 1799 元，活动价 1199 元 (更换下来的原装旧件，将无偿回收)	全新屏 1999 元，活动价 1399 元 (更换下来的原装旧件，将无偿回收)
电池	219 元	249 元
主板	2999 元	3499 元
后壳	899 元	1099 元
长焦镜头	255 元	845 元
广角镜头	265 元	265 元
后置主摄镜头	598 元	698 元
前置镜头	270 元	270 元
适配器	168 元	199 元
数据线	59 元	59 元
卡托	12 元	12 元
ToF 深感镜头	-	244 元

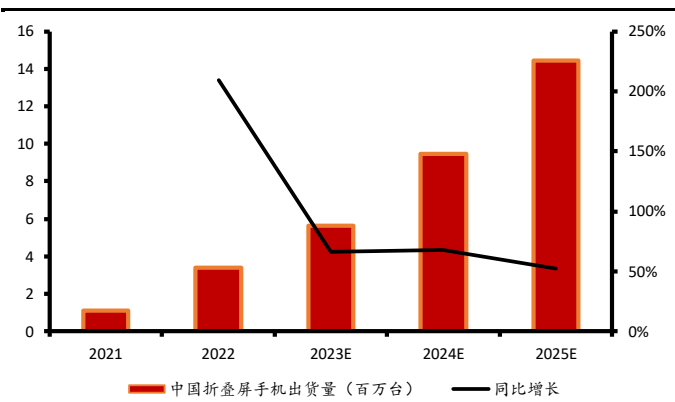
资料来源：集微网，招银国际环球市场

折叠屏手机成为新的增长极，渗透率有望持续提升

2023年折叠屏手机出货量快速提升，成为手机存量市场中具有显著增长趋势的细分产品赛道。根据IDC数据，3Q23中国折叠屏手机市场延续快速增长趋势，出货量达到196万台，同比增长90.4%。2023年7月份以来，华为Mate X5、小米MIX Fold 3、荣耀Magic V2、OPPO Find N3等折叠屏手机爆款相继发布。我们认为消费者对于折叠屏手机的接受度和口碑宣传度将进一步提升。目前折叠屏手机渗透率依然较低，预计折叠屏手机市场将在2024年保持高速增长，市场渗透率持续提升，并在2025年达到5%左右。

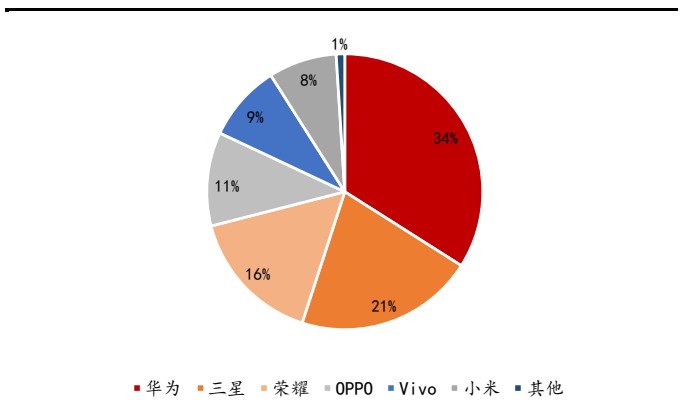
在市场竞争格局方面，Counterpoint数据显示，3Q23华为稳居中国折叠屏手机市场第一，市场份额高达34%；三星位居第二，占据21%的市场份额；荣耀业绩表现亮眼，市场份额由去年同期的4%上升到今年3Q的16%，排名第三；排名第四的OPPO市场份额提升同样明显，市场份额同比提升6ppts升至11%；Vivo排名第五，市场份额达到9%。

图 15: 中国折叠屏手机出货量和增速



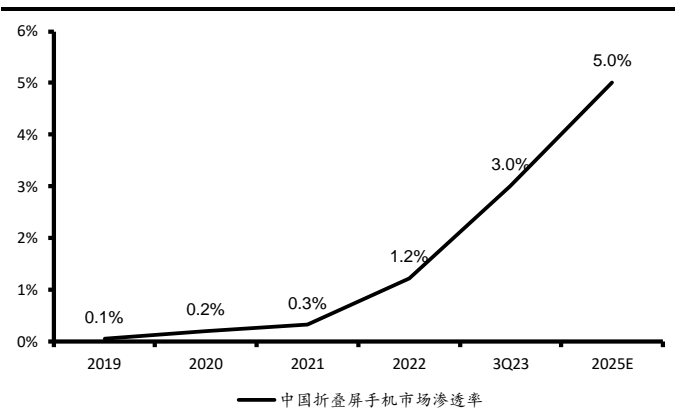
资料来源：Counterpoint, 招银国际环球市场预测

图 16: 3Q23 中国折叠屏手机市场份额



资料来源：Counterpoint, 招银国际环球市场

图 17: 中国折叠屏手机市场渗透率



资料来源：Counterpoint, 招银国际环球市场预测

图 18: 荣耀 Magic V2 成为中国三季度大折叠机销冠



资料来源：Counterpoint, 公司资料, 招银国际环球市场

我们认为折叠屏手机已经成为中国手机市场中的细分成长亮点，并将在未来维持较快出货增长速度。折叠屏手机也将在包括影像设备、电池续航和折痕处理方面通过技术迭代改善和扩散应用，不断降低成本，加速折叠屏手机价格进一步下探。从折叠屏手机的成本对比来看，铰链和屏幕是最大的增量。随着柔性 OLED 屏幕价格下行，铰链技术越加成熟，我们看好折叠屏手机渗透率进一步提升，并为用户带来更加优化的使用体验。我们认为相关产业链公司标的将受益，例如为荣耀 Magic V2 系列折叠屏手机供应转轴产品的**瑞声科技**，安卓系折叠屏铰链产品供应厂商**精研科技**、**东睦股份**，以及液态金属铰链结构件供应商**宜安科技**。

AI 产业链：算力需求放量，边缘 AI 协同发展

AI 服务器作为人工智能数据服务器可用于支持本地应用程序和网页，同时还可以为云和本地服务器提供复杂的 AI 模型和服务。大数据和云计算增长带来 AI 智能服务器需求。在 AI 算力端，随着大数据和云计算等技术发展，产业化应用加速，我们认为高算力需求将推升 AI 服务器的增长。在边缘 AI 端，随着 AI PC 产品推出，我们预计端侧大模型应用创新有望引领新一轮换机周期；考虑 AI 手机在性能体验上带来的改善，预计渗透率不断提升；此外，AI+MR 新品有望引领行业创新。

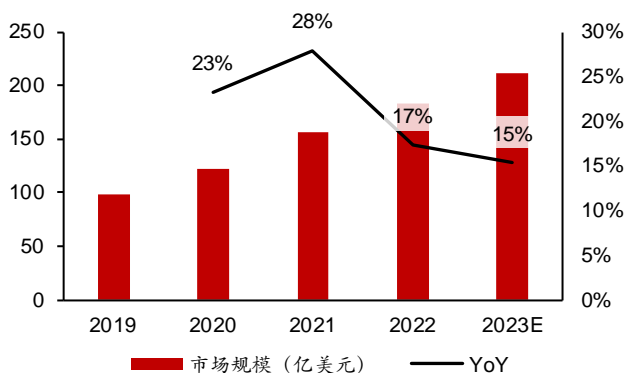
AI 算力端：产业化应用加速，高算力需求推升 AI 服务器增长

AI 服务器作为人工智能数据服务器可用于支持本地应用程序和网页，同时还可以为云和本地服务器提供复杂的 AI 模型和服务。大数据和云计算增长带来 AI 智能服务器需求。目前，服务器市场以 CPU 服务器为主，但专用性弱。而随着数据量增加，算法、计算和存储能力的提升将推高服务器数据处理能力的要求，从而使得目前各厂商主要依靠 GPU 服务器来解决 CPU 服务器计算速度较慢的问题。随着 AI 产业化应用不断加速，算力不断增长，自然语言处理和图像、视频等 AI 模型不断发展，IDC 预计 AI 服务器将被广泛使用，预计 2023 年全球 AI 服务器市场规模将同比增长 15.3%。

随着 ChatBOT、生成式 AI 等在各应用领域发力，Microsoft、Google、AWS 等 CSP 加大 AI 投资力度，AI 服务器需求旺盛增长，TrendForce 预计 2023 年 AI 服务器（包含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等）出货量将超过 120 万台，同比增长 37.7%，占整体服务器出货比重 9%；因 2023-2024 年主要由 CSP 投资带动 AI 服务器需求增长，预计 2024 年服务器出货量同比增速提升至 38.7%；而 2024 年后将有更多应用领域参与者投入专业 AI 模型机软件服务开发，带动搭载中低阶 GPU 等边缘 AI 服务器成长。

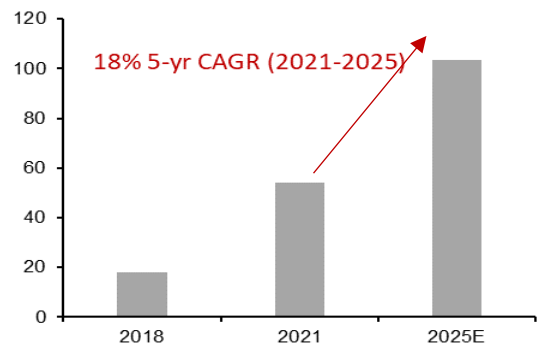
受 AI 新型领域应用、“东数西算”政策驱动，云计算和超算中心快速发展，数据计算、存储需求爆发，算力需求持续释放，AI 服务器作为算力基础设施有望快速增长，预计 2021-2025 年中国 AI 服务器市场规模 CAGR 高达 18%。

图 19: 2019-2023E 全球 AI 服务器市场规模及同比增速



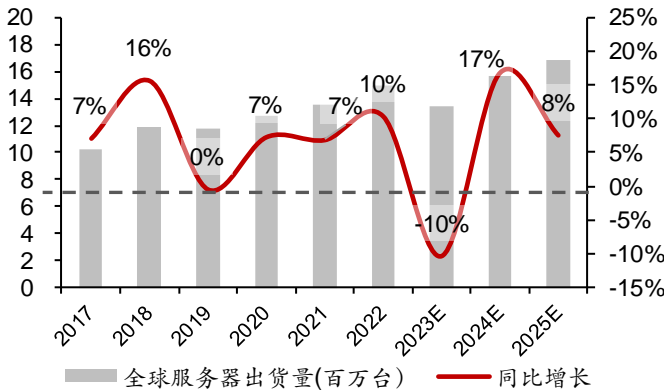
资料来源：IDC，招银国际环球市场预测

图 20: 2018-2025E 中国 AI 服务器市场规模及同比增速



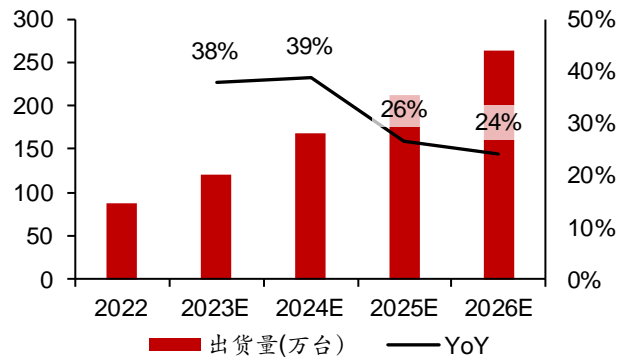
资料来源：观知海内信息网，招银国际环球市场预测

图 21: 2020-2026E 全球服务器出货量及同比增速



资料来源: Trendforce, 招银国际环球市场预测

图 22: 2022-2026E 全球 AI 服务器出货量及同比增速

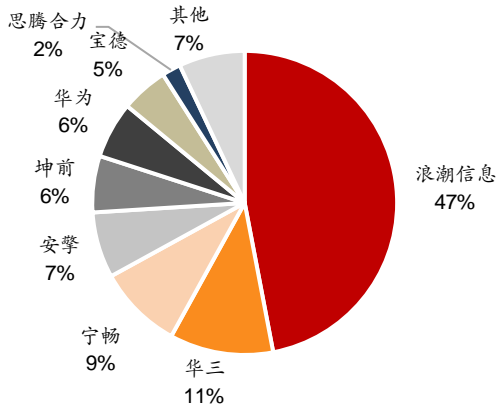


资料来源: Trendforce, 招银国际环球市场预测

据 Trendforce, AI 服务器采购量中北美四大云端供应商 Microsoft、Google、Meta、AWS 合计占比高, 而中国企业中字节跳动、腾讯、阿里巴巴和百度占比较低。除海外头部云厂商对 AI 服务器需求外, 随着中国 AI 大模型开发应用推动 AI 服务器需求, 预计中国 AI 服务器市场空间将继续提升。

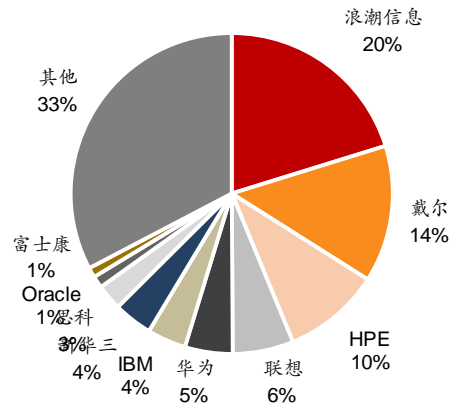
在中国 AI 服务器市场中, 浪潮市场份额领先而新华三、宁畅分别位居第二和第三。未来, 随着 AIGC、云计算、超级计算和高性能计算等拓展, 对运算速度、存储容量、专用型高要求将推动高端服务器市场的提升, AI 服务器相关受益标的包括中科曙光、紫光股份、中兴通讯、工业富联、浪潮信息、中国长城、神州数码、拓维信息、广电运通等。

图 23: 中国 AI 服务器市场份额 (2022 年)



资料来源: 观知海内信息网, 招银国际环球市场

图 24: 全球 AI 服务器市场份额 (2022 年)



资料来源: IDC, 招银国际环球市场

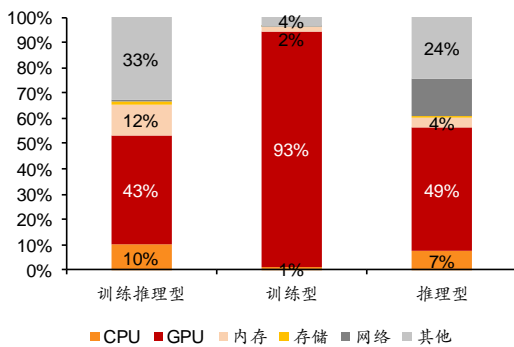
AI 服务器

从应用场景来看, 普通服务器主要用于处理传统计算任务比如网站托管和数据库管理等但 AI 服务器主要用于处理人工智能任务例如 ML 和深度学习等。从硬件对比来看, AI 服务器和普通服务器在硬件配置上有些许区别: 例如 AI 服务器配备 GPU、高性能处理器、更大内存、更快存储设备和更快网络接口去满足深度学习和更强大计算能力的需求; 普通服务器相比之下因只用处理传统计算任务从而无需配置 GPU 加速卡。

AI服务器的重要组成部分包括图形处理器、DRAM、SSD、CPU、网卡、PCB、互联接口和散热等。总体而言，AI服务器成本从几千美元到数万美元不等，主要取决于用户对高性能计算和需求与预算，AI服务器之间成本差距主要来源于专业化、高性能、电力需求以及应用领域等。在训练型AI服务器中，CPU/GPU/内存硬件占比分别为1%/93%/2%而在推理型AI服务器中CPU/GPU/内存/存储/网络硬件占比分别为7%/49%/4%/1%/15%。总体而言，GPU在AI服务器中价值量占比最高。

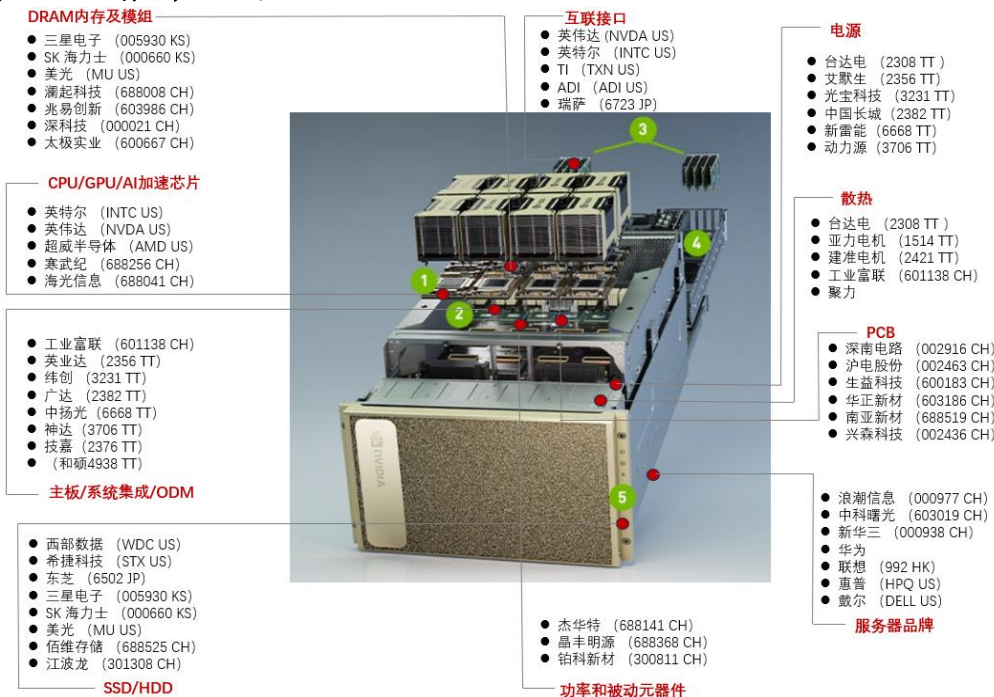
AI服务器上游主要包括芯片、PCB、接口和电源等厂商；中游主要以服务器品牌和OEM/ODM厂商而随着终端用户对服务器定制化需求逐步增强，OEM/ODM厂商将加强与终端客户联系；服务器下游厂商主要是B端和G端客户如互联网厂商、云厂商、运营商和政府机构。从硬件层面看AI服务器对硬件需求中GPU占比较高，建议关注全球核心AI服务器相关产业链受益标的。

图 25: 不同类型 AI 服务器 BOM 成本构成和占比



资料来源：英伟达、戴尔和惠普公司官网，招银国际环球市场

图 26: AI 服务器产业链梳理



资料来源：英伟达官网，招银国际环球市场整理

边缘 AI 端：浪潮渐进，关注 AI PC、AI 手机应用创新

AI 大模型应用及云端算力需求激增带来的行业需求增量，促使相关产业链投资机会成为贯穿 2023 年全年的投资主题。我们认为进入 2024 年，市场关注重点将向边缘侧 AI 应用部署及边缘推理需求转移。边缘 AI 是 AI 发展的下一个阶段，与云端 AI 形成协同，具有低成本、低延迟、高可靠性和高隐私性的特征，在无网络连接的情况下依然能够启用 AI 大模型功能。随着大模型的轻量化，算法的逐步优化，对于终端计算、存储和通信资源的调用效率不断提升，我们将看到更多硬件终端搭载运行 AI 模型和算法的实例。近期英特尔、高通、联发科、谷歌、联想、小米集团和其他国内外厂商，均从处理器升级和硬件终端 AI 功能应用创新方面发布相关新产品，打造智能终端 AI 应用落地及生态建设，边缘侧 AI 将进入新的时代。

随着终端对于 AI 功能的需求逐步释放，传统计算从大型主机和客户端演变为当前云端和 PC、智能手机等边缘终端相结合的模式，混合 AI 是重要的发展趋势。混合 AI 指终端和云端协同工作，根据模型大小、查询复杂度要求可以分配 AI 计算的工作负载，以达到最佳的成本、延迟时间和可靠度表现。在一些场景下，计算将主要以终端为中心，在必要时向云端分流任务，在云端算力峰值过载和无网络情况下依然能够以较低成本满足用户需求。我们认为终端为 AI 的实现提供了丰富的用户触达点，能够成为云端的良好补充。较低的成本和更好的用户触达，有利于推动 AI 功能在更广泛的人群中渗透。

图 27: 云端与边缘侧混合 AI 将是重要发展趋势



资料来源：英伟达，招银国际环球市场

AI PC 产品推出元年，端侧大模型应用创新有望带领新一轮换机周期

AI PC 通过 AI 能力的本地化部署，使 PC 能够收集用户行为信息和习惯，在保护用户隐私的情况下，提供跨应用的个性化功能服务，实现人机交互。我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。PC 作为现代人群高使用频率的产品，在日常多种应用场景下能够收集用户行为信息，以 AI 赋能为用户跨应用提供个性化解决方案，有望极大程度提升用户使用效率。

从 AI PC 技术突破角度来看，头部厂商通过混合 AI 架构、分离式模块等创新架构设计，并加入 NPU 在处理器架构组合中，满足 AI PC 对于终端算力的需求。例如，高通致力于打造能够支持不同工作负载分流方式的混合 AI 架构，可以根据模型和查询复杂度进行分布式处理，并能持续演进；英特尔则在 Meteor Lake 中采用了分离式模块设计，并在 3D 高性能混合架构的性能核和能效核的基础上，新增超低功耗能效核，大幅度降低产品功耗。

图 28: AI PC 浪潮促使多家厂商加入 PC CPU 处理器市场，ARM 架构占比提升

PC 处理器厂商	处理器名称	发布时间	工艺制程	底层架构	软件系统	新品发布时间
高通	Snapdragon X Elite-Oryon	2023 年 10 月	4nm	Arm	Windows	2024 年上半年
英特尔	Meteor Lake Core Ultra	2023 年 9 月	7nm	x86	Windows	2024 年上半年
苹果	M3	2023 年 10 月	3nm	Arm	macOS	2023 年 11 月
AMD	Phoenix	2025 年	4nm	x86/Arm	Windows	待定
联发科、英伟达	Kompanio	2025 年	6nm	Arm	Windows	待定

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从处理器升级角度来看，PC 处理器芯片厂商发布针对 AI PC 算力和生态需求的芯片产品，例如英特尔发布了 Meteor Lake Core Ultra，高通发布了骁龙 X Elite 等。而下游 OEM 及 PC 品牌厂商也积极推进 AI PC 产品落地。我们认为 2024 年将成为 AI PC 产品推出上市和商业化元年，关注 AI 大模型端侧部署促进 AI PC 应用创新，消费者使用反馈将进一步加速硬件及软件生态持续升级。我们看好 PC 品牌厂商及相关上游产业链标的，包括联想集团、春秋电子、光大同创、华勤技术和莱宝高科。

图 29: 2024 年将成为 AI PC 产品推出元年，关注首轮消费者使用反馈和后续技术升级创新

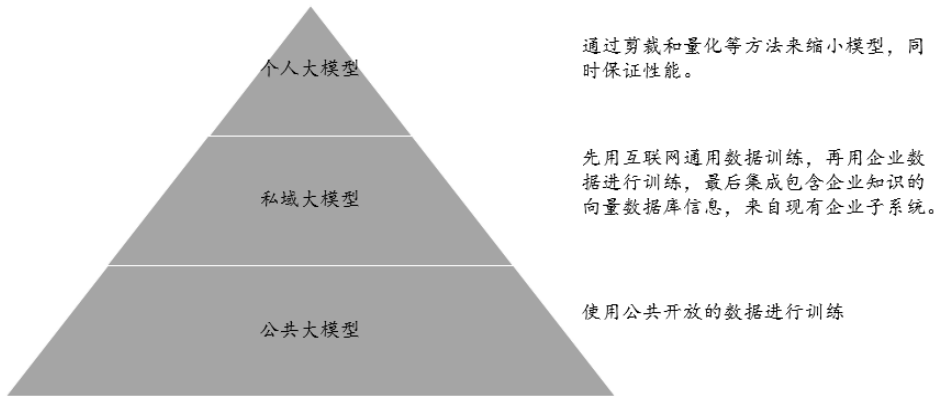
PC 品牌/组装机商	展望 AI PC 行业趋势、相关新产品推出计划
Acer	2023 年 9 月，介绍搭载酷睿 Ultra 处理器的笔记本电脑，认为 AI PC 将成为行业趋势，在个人用及商用电脑领域逐步渗透。
ASUS	AI PC 渗透率将在 2024 年达到个位数百分比，并在 2025 年达到两位数百分比，首轮消费者反馈和持续技术创新尤为重要。
Quanta	AI PC 将成为新的增长点，公司将加强与生态伙伴合作，推进 AI PC 行业趋势发展。
Lenovo	发布多项 AI PC 相关技术，宣布在 2024 年下半年推出 AI PC。
HP	公司 AI PC 将在 2024 年上市。
DELL	宣布与英伟达合作推出生成式 AI 解决方案。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

在 10 月 24 日举办的“AI for All”为主题的联想科技创新大会（2023 Lenovo Tech World）上，联想集团展示了其人工智能设备产品组合，发布个人与企业级别人工智能双胞胎（AI Twin），以及覆盖个人大模型和企业大模型的混合 AI 框架，引领 AI 硬件和终端的革新浪潮。在更好地了解用户的基础上，AI PC 能够创建个性化的本地知识库，通过模型压缩技术运行个人大模型，实现 AI 自然交互。会议期间，展示者通过对比在公有大模型端及搭载 AI 大模型功能的联想 PC 端对于一个用户提出的相同问题进行解答，对比展示出 PC 端侧 AI 大模型通过对于日常用户行为信息及习惯偏好的收集，给出了更加精细化、个性化和贴近用户需求的答案，展现 PC 边缘侧 AI 大模型和本地 AI 助理的优势。

联想提出了“三个大模型”框架，AI PC 等个人设备是人工智能双胞胎（AI Twin），可在 AI PC 上创建本地知识库，运行个人基础大模型，支持人工智能计算，还能实现自然交互。同时，AI PC 中个人大模型仅存储在个人设备或家庭服务器上，确保用户个人数据信息不会被共享或发至公有云，以应对目前对于数据隐私和安全的需求。未来 3 年，联想将向 AI 领域追加 10 亿美元投资，其中很大一部分将会放在 AI PC 领域，预计 AI PC 将于 2024 年商用。

图 30: 联想集团 “三个大模型” 框架



资料来源：联想集团，招银国际环球市场

联想科技创新大会受到包括微软、英伟达、AMD 和高通等系统软件及算力、中央处理器芯片厂商的支持，凸显作为硬件终端厂商在落地边缘侧 AI 大模型和应用时，算力芯片基础和软件生态支撑缺一不可。我们认为，联想 AI PC 将以算力芯片厂商技术为基，再逐渐过渡到打通生态的过程。我们期待 AI PC 将通过大模型能力进一步提升 PC 智能化程度，增强人机交互体验，释放本地用户数据和行为信息的价值，为用户提供更加具有创新性和个性化的智能服务。

AI 手机改善性能体验，渗透率有望持续提升

目前全球智能手机市场已经进入了存量时代，AI 应用在手机端侧落地成为了新的创新机遇，随着手机处理器厂商发布了可承载端侧大模型算力的手机处理器芯片，国内外手机厂商今年在边缘 AI 领域进行了密集的产品布局，我们认为 2024 年将成为 AI 手机加速渗透、在消费者人群中形成口碑传播的关键时间点。

高通与联发科先后发布新一代手机处理器芯片，加速生成式 AI 在端侧落地，

“CPU+GPU+NPU” 的手机处理器芯片架构模式将成为主流。高通发布首款以生成式 AI 为核心的旗舰手机芯片骁龙 8 Gen 3，可以在终端侧运行 100 亿参数大模型，NPU 性能提高 98%，并能够支持手机终端实现扩展图片画幅、视频物体消除、文生图及图生文等功能。联发科发布了新一代 SoC 芯片天玑 9300，可以支持手机终端运行最高 330 亿参数的 AI 大语言模型；谷歌 Tensor G3 芯片具有“CPU+GPU+TPU”架构组合，在机器学习模型的运行数量上比前一代芯片有了很大提升，能够更快处理复杂的 AI 任务。

图 31: 手机处理器厂商均发布了承载生成式 AI 边缘侧算力的处理器芯片

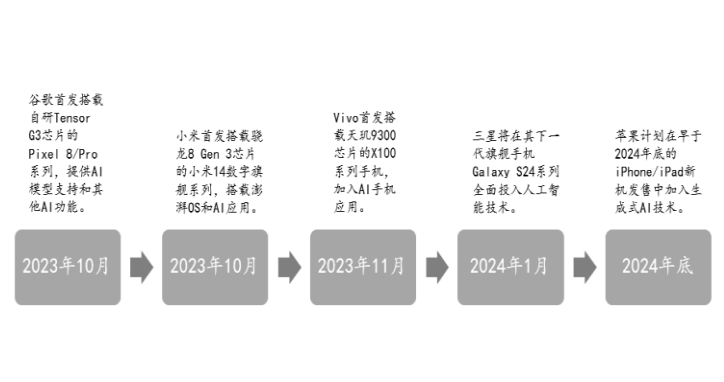
	高通 骁龙 8 Gen 3	联发科 天玑 9300	苹果 A 17 Pro	谷歌 Tensor G3
推出时间	10/25/2023	11/6/2023	9/13/2023	10/4/2023
首发机型	Xiaomi 14 系列	Vivo X100 系列	iPhone 15 系列	谷歌 Pixel 8 系列
制程工艺	台积电 4nm	台积电 4nm	台积电 3nm	三星 4nm
频率	3.3GHz	3.25GHz/2.0GHz	3.77GHz	3.0GHz
核心数量	8	8	6	9
CPU 核心类型	1 个 3.3GHz X4 超大核 3 个 3.15GHz A720 大核 2 个 2.96GHz A720 大核 2 个 2.27GHz A530 小核	4 个 Cortex-X4 超大核 4 个 Cortex-A720 大核	2 个高性能大核 4 个低功耗小核	1 个 3.0GHz Cortex-X3 核 4 个 2.45GHz Cortex-A715 核 4 个 2.15GHz Cortex-A510 核

GPU	高通 Adreno 750 @ 770 MHz	Arm Immortalis-G720 MC12	A 17 Pro GPU @ 1398 MHz	10 核心的 Mali-G710
支持光线追踪	支持	支持	支持	支持
存储	4.8GHz LPDDR5X 24 GB 77Gbit/s	LPDDR5T UFS 4.0	3200MHz LPDDR5 8GB 51.2Gbit/s	LPDDR5X 12GB, UFS3.1
连接	Wi-Fi 7; Bluetooth 5.4	Wi-Fi 7	Wi-Fi 6E; Bluetooth 5.3	WiFi 7
AI 芯片/NPU	高通 Hexgon NPU	联发科 APU 790	16 core 苹果 NPU	谷歌 TPU
特点	支持端侧运行百亿大模型，NPU 升级带来 98%AI 推理性能提升，和 40%功耗节省	生成式 AI transformer 运算速度快 8 倍，支持端侧运行高达 330 亿参数的 AI 大模型	集成了 16 核神经网络引擎，支持每秒 35 万亿次操作，速度提升 2 倍	Tensor G3 的 AI 性能（即在设备上运行的机器学习模型数量）是 Pixel 6 使用的第一代 Tensor 芯片的 2 倍

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

全球主要手机厂商密集首发搭载 AI 算力处理器芯片和 AI 应用功能的旗舰级别 AI 手机产品，预计 2024 年主流手机品牌次旗舰机型也将逐步搭载 AI 算力，AI 手机渗透率将快速提升。谷歌发布 Pixel 8 / Pro 系列，搭载了 Tensor G3 和 Titan M2 安全芯片。Tensor G3 AI 芯片可运行更复杂的机器学习模型，强化了 Pixel 8 / Pro 系列的 AI 增强功能，使虚拟助理说话更自然，并有拦截骚扰电话、转录语音和紧急服务功能；Pixel 8 Pro 是第一款直接在设备上运行谷歌 AI 模型的手机。小米集团发布了小米 14 系列数字旗舰机型，其首发搭载高通最新一代移动芯片骁龙 8 Gen 3，能效比提升显著，AI 性能提升 98%。通过本地端运行大模型，提升了用户隐私性，并实现 AI 妙画、AI 搜图、AI 写真和 AI 扩图等一系列功能。

图 32: 搭载 AI 算力手机处理器芯片旗舰机型陆续推出



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 33: Vivo, OPPO 研发大模型登上 C-Eval 榜单

#	Model	Creator	Access	Submission Date	Avg. • Avg(Std)	STEM	Social Science	Humanities	Others	
0	Mind GPT	理想汽车	Private	2023/12/4	89.7	73.9	84.6	94.4	91.6	92.7
1	云天书	深圳云天励飞技术有限公司	Private	2023/11/24	89.5	75.2	85.3	94.8	90.8	91
2	QuarkLLM	夸克	Private	2023/11/14	89	73.3	83.5	94.1	91.5	92
3	BlueLM	vivo	Private	2023/11/16	86.9	67.7	81.4	89.7	92.5	88.8
4	FantecLM	Fantec Technology	Private	2023/11/8	86.7	79.1	85.1	90.6	85.3	87.5
5	Qwen	Alibaba Cloud	Private	2023/10/29	85.7	71.9	81.6	92.8	87	85.2
6	CW-MLM	CloudWalk	Private	2023/10/20	83	58.6	74.8	91.5	85.7	87.5
7	H2SO	小明机器人	Private	2023/11/27	80.1	55.3	71.4	89.2	83.8	83.9
8	AndesGPT-JB	OPPO	Private	2023/9/28	79.9	59.3	73.3	86.7	79	86.9
9	H2SO	小明机器人	Private	2023/11/24	77.8	58.5	72.1	88.3	79.9	76.5
10	云天书	深圳云天励飞技术有限公司	Private	2023/8/31	77.1	55.2	70.4	88	78.6	77.9
11	Galaxy	Zuoyebang	Private	2023/8/23	73.7	60.5	71.4	86	71.6	68.8
12	KwaiYi-66B	快手	Private	2023/9/15	73.7	46	62.9	82.7	79.4	79.6
13	UniGPT2.0 (山海)	Unisound (云知声)	Web	2023/10/13	72.9	55.2	67.6	82.2	71	75.9
14	Yayi	中移东软	Web	2023/9/4	71.8	60.3	70.6	81.3	71.5	65.8
15	AILM-100B v3	APUS	Web	2023/9/4	71.6	57.9	68.5	72.3	71.2	77
16	Mengzi	腾神科技	Private	2023/8/25	71.5	48.8	62.3	87.2	76.8	68.6
17	DFMZ.0	AI-Speech & SUTU	Private	2023/9/2	71.2	46.1	59.1	80.5	75.5	80.3
18	ChatGLM2	Tongshu & Zhipu AI	Private	2023/6/25	71.1	50	64.4	81.6	73.7	71.3

资料来源：C-Eval，公司资料，招银国际环球市场

手机厂商在操作系统和大模型方面持续升级突破，多家厂商的自研大模型登入 C-Eval 榜单。在华为盘古大模型的基础上，鸿蒙 4.0 中智慧助手小艺拥有了首次接入 AI 大模型的能力，可以完成图片生成、个人会议助理、随口记事、邮件撰写等功能。小米在今年 4 月组建了 AI 大模型团队，升级了小爱同学语音助手。目前小米手机已经搭载 AI 大模型在手机端运行，主打轻量化和本地化部署。小米内部测试显示目前小米的手机端侧大模型在部分场景的效果已经能够媲美云端。OPPO 宣布与联发科合作共建轻量化 AI 模型在端侧部署，合作自研的 AndesGPT 大语言模型和多模态大模型在端侧落地，推出从 10 亿至千亿多种不同参数规模的模型规格，实现在本地与云端协同运作的效果。Vivo 发布了全新手机操作系统 OriginOS 4，首发搭载 vivo 自研 AI 大模型，小 V 智能助手也更加智能，未来会陆续

登陆 vivo 及 iQOO 的旗舰系列机型，其中包括十亿、百亿、千亿三个不同参数量级的 5 个自研大模型。谷歌 Pixel 8 系列率先搭载 Android 14 系统与全新 Tensor G3 芯片，在 AI 大模型的加持下，Pixel 8 系列手机可以搭载 AI 大模型并为用户带来更加智能和强劲的使用体验，升级要点包括 Magic Editor 照片后期生成，Audio Magic Eraser 视频背景噪音干扰删除，以及支持多种语言语音输入指令和编辑、发送信息功能等。

图 34: 手机厂商发力端侧大模型和操作系统升级，智慧终端数据价值释放凸显全生态优势

手机品牌	大模型	参数	手机端语音助手	操作系统	特点
华为	盘古大模型	分为 100 亿/380 亿/710 亿/1,000 亿参数四个版本	小艺语音助手	鸿蒙 OS 4	云端协同，实现跨智慧终端交互
小米	MiLM-6B	13 亿/60 亿参数	小爱同学	澎湃 OS	端侧大模型部分场景媲美云端，实现“人/车/家”全生态智能化
Vivo	蓝心大模型, vivo LM	分为 10 亿/70 亿/700 亿/1,300 亿/1,750 亿参数五个版本	蓝心小 V	OriginOS 4	与联发科在 AI 领域展开深度合作
OPPO	安第斯大模型, AndesGPT-7B	包含十亿至千亿以上多种不同参数规模	新小布助手	ColorOS	轻量化大模型端侧部署，实现云端协同，与联发科合作推动大模型端侧落地
荣耀	-	70 亿参数	-	-	自研 7B 端侧 AI 大模型

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

我们认为在 AI 手机浪潮中，硬件手机终端品牌厂商将在底层处理器芯片方面加强与头部厂商合作，在 AI 端侧大模型研发和 AI 手机端应用创新方面发力明显。手机端侧作为重要的个人数据入口，在 AI 时代浪潮中有望释放数据价值，结合端侧大模型、操作系统和软件应用创新，改善消费者体验并产生新的盈利增长点。我们看好在手机硬件、端侧大模型、操作系统、AI 端侧应用和智慧硬件生态搭建方面有深厚积累和先发优势的手机厂商，重点推荐小米集团。

MR 新品密集上市引领行业复苏, 苹果生态叠加 AI 应用创新

苹果 Vision Pro 在 2023 年上半年发布, 并在 12 月正式量产, 2024 年苹果 Vision Pro 产品将率先在美国发售, 后续在加拿大、英国和其他城市开售。Vision Pro 拥有专有的 Vision OS 操作系统, 实现与其他苹果生态设备无缝切换。在架构层面, VisionOS 与 MacOS 和 iOS 共享核心模块, 新增加的实时底层架构用于处理 Vision Pro 上的交互视觉效果。此外, Meta Quest3 已经于 2023 年 9 月底发布, 是首款搭载高通 Snapdragon XR2 Gen 2 芯片的产品, Quest 商店免费上架了 Steam 官方软件“Steam Link”, 可以让 Quest 2 及以上型号的 VR 头显与电脑直接进行无线连接, 从而接入 Steam 里的 PC VR 游戏或者传统平面游戏。明年除去苹果 MR 产品正式出货以外, 三星预计将在 2024 年下半年发布其第一款与 Google 合作推出的 XR 设备; 腾讯在日前也已经与 Meta 达成合作, 将在中国市场推出平价版 VR 头显。我们认为行业科技巨头陆续推出 AR/VR/XR 产品将推进产品设计升级和生态搭建, 实现 XR、电脑和手机界面共享, 降低生产成本和售价, 将显著提升消费者接受度。

回顾全球 AR、VR 市场的表现, VR 设备市场在 2020 年下半年 Oculus Quest 2 发售后迎来一波销售高峰, 2021 年全年销售出货 1029 万台, 同比增长 72%, 但是后来由于内容生态不完备而导致用户使用体验不足, 销售增长乏力; 而 AR 设备目前正处在行业早期探索阶段, 目前每年全球销售出货仅数十万台。而从苹果 Vision Pro 及 Meta Quest 3 发布开始, 混合现实 MR 则成为未来头显设备创新的方向, 能够在 VR 和 AR 不同模式当中自由切换, 其中 Augments 功能可以将虚拟物品添加到现实世界环境中并且形成交互。根据 Wellsenn XR 的预测数据, 2021 年全球 VR 产品出货量 1029 万台, 2023 年预计仅约为 800 万台左右。4Q23 Meta 新品 Quest 3 销售反响良好, 伴随 2024 年苹果 MR 发售, AR/VR/MR 市场有望迎来复苏, 出货量向上弹性较大。我们认为软件生态接入和爆款应用创新, 叠加 XR 产品降本降价, 依然是未来行业复苏放量的最主要驱动因素。

图 35: 苹果首版 MR 产品 Vision Pro BOM 拆解

Category	Component	Supplier	No.	ASP (USD)	Total (USD)
SoC	SoC	Apple M2 Series	1	100	100
ISP	ISP	Apple	1	60	60
Memory	ROM	Samsung, Kioxia	1	20	20
	RAM	SK Hynix, Samsung	1	30	30
Inner Display	Micro-OLED	Sony	2	300	600
Outer Display	AMOLED/OLED	LG	1	30	30
Optics	Pancake Lens	Genius, Young Optics	2	30	60
	Module	GIS	1	50	50
Interaction Sensors	6DoF tracking	Lens: Largan; Module Cowell	4	5	20
	VST RGB camera	Lens: Largan; Module Cowell	2	8	16
	Eye-tracking	Sony	2	12	24
	Face-tracking	Sony	2	12	24
	Body-tracking	Lens: Largan; Module: Cowell	2	5	10
	Gesture-tracking	Lens: Largan; Module: Foxconn	1	10	10
	ToF	Lens: Genius; Module: LG	1	10	10
	IMU	TDK	1	3	3
Structural components	Haptics		2	2	4
	Outer shield, frame	Everwin, Lingyi Itech	1	120	120
Acoustics	MIC	Merry	3	3	9
	SPK	Goertek	4	2	8
PCB+FPC	PCB+FPC	Avary, Dongshan Precision	1	55	55
Headset battery	Battery		1	3	3
External battery	Battery	Desay, Sunwoda	1	15	15
OEM/ODM	Assembly	Luxshare, Pegatron	1	130	130
Others	WiFi, PMIC, Thermal dissipation, waterproof		1	100	100
Total BOM					1511

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

我们认为 MR 将成为 AI 落地的方式之一，AI 应用能够赋能 MR 内容和硬件。例如，Meta 发布 AnyMAL,相关研发成果可以被接入元宇宙产品。从场景方面来看，我们认为在游戏、办公场景、金融服务和医疗场景已经看到有应用落地。自从 Apple Vision Pro 在 WWDC 2023 大会上亮相后，在开发者人群中引起较大反响，近日 Apple 邀请开发者社区光临其全新 Vision Pro 实验室，交换产品体验反馈，以了解他们的应用程序如何实现，以及将如何做出升级以便优化设备性能。苹果 Vision Pro 已经在包括伦敦、慕尼黑、上海、新加坡和东京在内的城市开设开发者实验室，为开发者提供实践体验。目前已经参与的开发者反响正面，并实际体验了如何在 3D 视觉界面中优化应用程序。我们认为，苹果强大的软硬件生态网络基础，以及对于开发者应用优化和消费者产品使用体验的重视，将切实带给终端消费者超越预期的产品革新，有望带动 AR/VR/XR 行业发展。据 Digitimes 的信息，苹果 Vision Pro 产品将推出平价版本，预计 BOM 成本将压缩至原始水平的一半，售价在 1,500-2,500 美元之间。预计将在 2024 年第二季度开始打样，并在 2025 年下半年发布。我们看好明年苹果 MR 产品出货及二代平价版本的计划推出，将激活相关软件生态建设，加速 AR/VR/XR 产品渗透。相关上游硬件零部件及组装产业链受益标的包括立讯精密、歌尔股份、兆威机电、高伟电子和长盈精密。

图 36: Unity 提供 AR/VR/XR 游戏创作平台



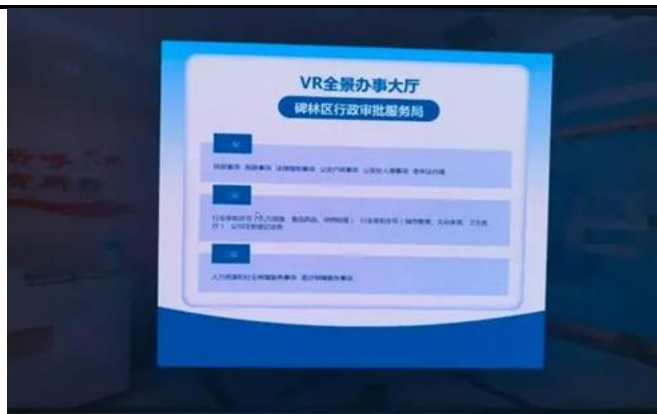
资料来源：Unity, 招银国际环球市场预测

图 37: AR/VR 在远程手术台和医疗器械培训应用广阔



资料来源：Beyond Connect, 招银国际环球市场预测

图 38: VR 全景政务办事大厅



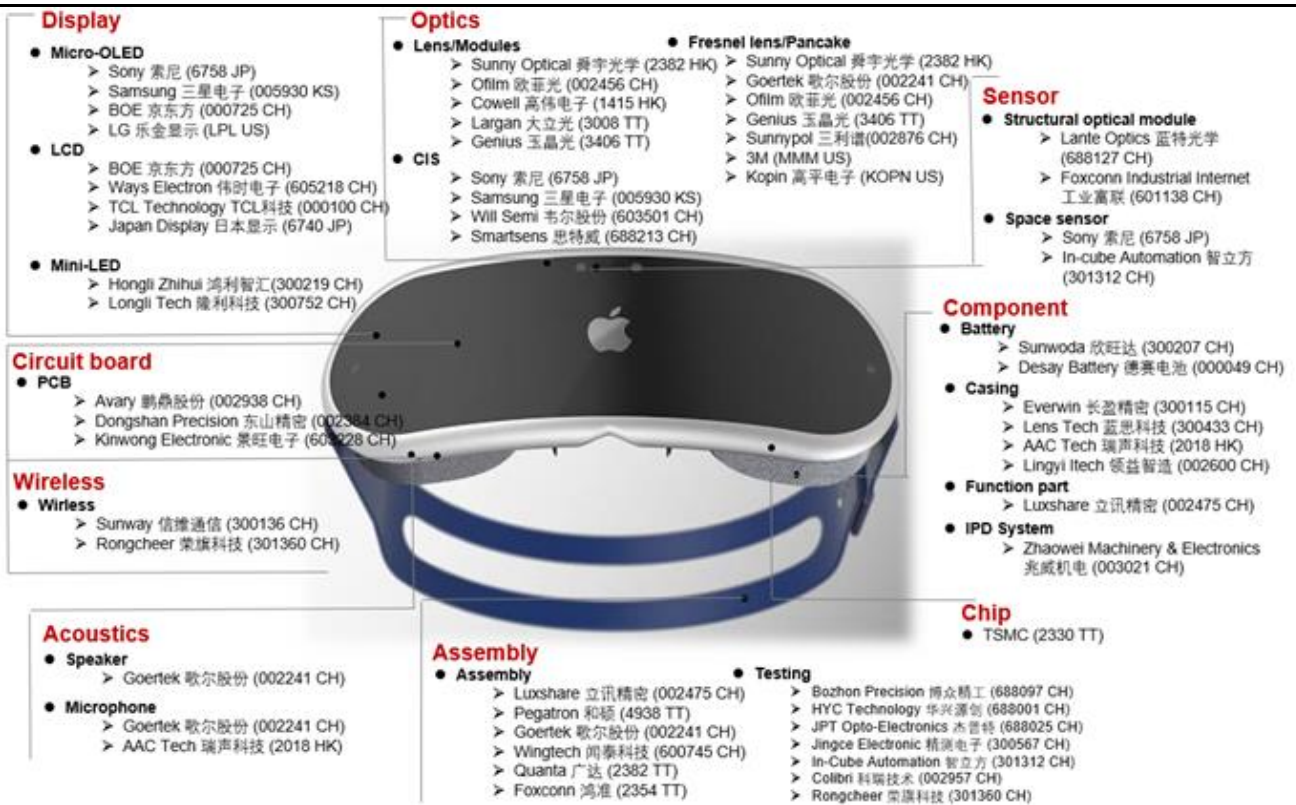
资料来源：西安发布厅, 招银国际环球市场预测

图 39: 工商银行虚拟营业厅



资料来源：新浪网, 招银国际环球市场预测

图 40: 苹果 Vision Pro 供应商拆解

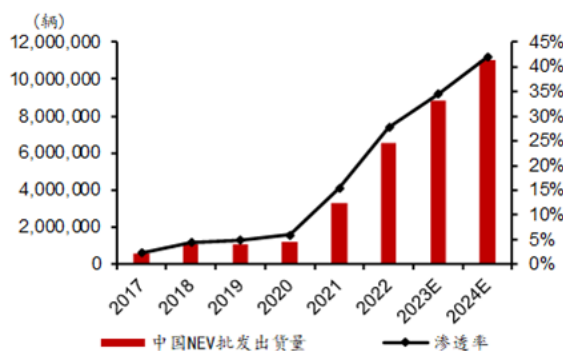


资料来源：公司及招银国际环球市场预测

汽车电子：汽车电动化与智能化加速发展，域控迎来增量空间

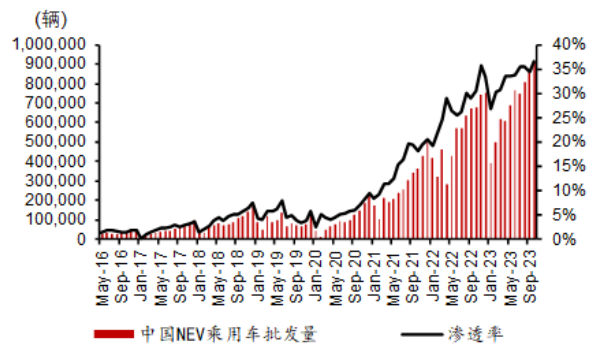
2023年中国新能源汽车市场继续较快增长，新能源车渗透率再创新高，出口表现出色。根据中国汽车工业协会数据，10M23中国新能源汽车产销分别完成735.2万辆和728万辆，同比分别增长33.9%和37.8%。根据招银国际环球市场汽车组预测，2024年中国新能源乘用车批发出货量将上升至1100万辆，相较于2023年实现增长24%，其中出口销售180万辆；预计中国新能源车渗透率将在2024年进一步上升至42%。根据乘联会数据，今年1-10月中国新能源乘用车占比全球新能源汽车市场的62%。2023年中国的新能源汽车品牌出口销售增长强劲，在东南亚和欧洲市场有良好的表现，其中在欧洲地区的纯电动车市场份额已经达到8.9%。

图 41: 中国 NEV 乘用车年度批发量及渗透率预测



资料来源：中国汽车工业协会，招银国际环球市场

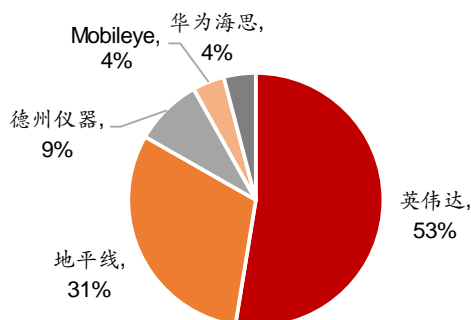
图 42: 中国 NEV 乘用车月度批发量及渗透率



资料来源：中国汽车工业协会，招银国际环球市场

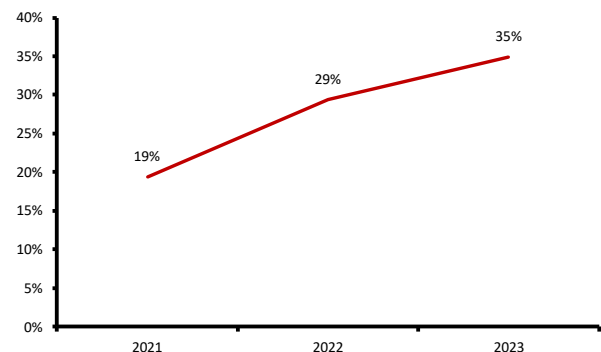
受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。2023年11月17日，工信部对于L3、L4级别智能网联汽车实施准入管理，对于上路通行试点工作拟定了明确的指导文件，进而提升相关车辆的产品门槛与标准化程度，对于车辆处于自动驾驶激活状态的时候，交通事故事件发生时责任归属问题进一步规范。我们认为随着自动驾驶政策与法律法规逐步完善，将加速汽车智能化发展。智能驾驶通过搭载先进的传感器、控制器、执行器、通讯模块等设备协助驾驶员操控车辆，目前我国乘用车智能驾驶渗透率在30%-40%之间，处于L2向L3加速过渡阶段。据高工智能汽车数据，2023年1-7月前装标配自动辅助导航驾驶NOA (Navigate on Autopilot) 车型交付量26.3万辆，同比增长120.4%。

图 43: 1H23 中国乘用车标配 NOA 车型方案市场份额



资料来源：高工研究院，招银国际环球市场预测

图 44: 2023 年中国智能车渗透率明显提升



资料来源：高工研究院，招银国际环球市场预测

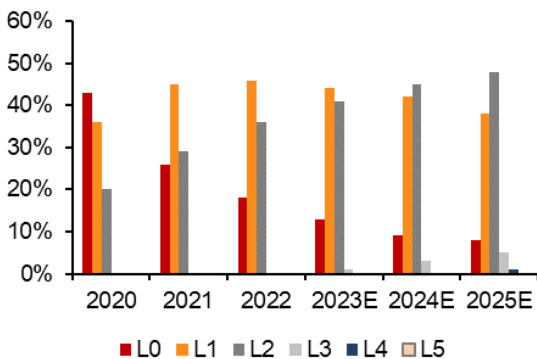
智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。随着 BEV+Transformer 的应用扩散，智能驾驶功能的落地对于算力需求和软硬件整合需求更高，我们预计随着城市 NOA 及 L3 级别及以上自动驾驶功能搭载的渗透率提升，搭载中高算力芯片的智能驾驶域控制器是整车计算的中心。智能驾驶芯片具有较高的技术研发和导入客户壁垒，现阶段主要车机算力芯片厂商包括英伟达、Mobileye、地平线和黑芝麻智能等，其中国产芯片市占率持续提升。虽然头部主机厂自研域控意愿较强，但受限于相关研发积累、资金限制及自身销量等问题，自研难度大、成本高、耗时长，难以在短时间内用足够的销量来摊薄前期研发成本，从而形成较重的财务投入负担。因此我们认为与主要芯片厂商建立稳定和合作开发关系的智能驾驶域控制器提供商有望受益，我们看好**英恒科技、德赛西威、均胜电子、经纬恒润和科博达**。

ADAS 渗透率提升，摄像头需求量持续增长

车载摄像头最初用于辅助倒车和行车记录，对分辨率要求仅几十万像素；但随着自动驾驶渗透率提升，摄像头需满足更多功能和应用场景。ADAS 系统能使汽车具备自动化和智能化功能，传感器充当汽车视觉、听觉和触觉为汽车能感知周围环境提供通道。随着计算和芯片技术发展，汽车能处理大量传感信息并开始识别周围环境并做自主判断和实现自动刹车和转向等功能。随着汽车电动化趋势发展，ADAS 渗透率不断提高，预计 ADAS 摄像头需求将不断增长。

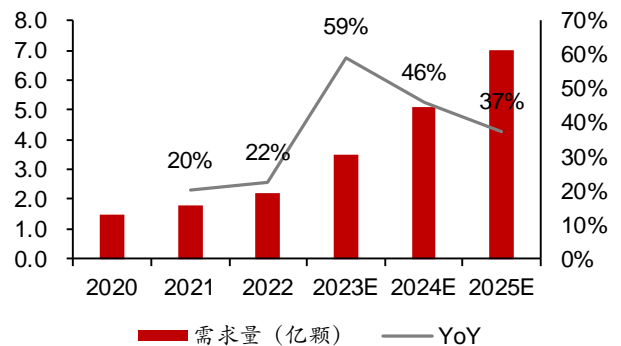
目前车载镜头行业竞争格局呈“一超多强”。其中，舜宇光学科技多年以超过 30% 市占率位居全球第一；联创电子、欧菲光、特莱斯光学、宇瞳光学、三协、世高、日立、特莱斯等也是行业主要竞争者。在 2022 年，舜宇光学在产品端完成了 1700 万像素前视车载镜头的研发，可适用于 L4 级别的自动驾驶；完成了 200 万像素玻塑混合 ADAS 车载镜头的研发，并首次对玻塑混合类 ADAS 车载镜头进行路跑认证及实车路跑数据采集。2023 年上半年，完成了可应用于 L4 自动驾驶的 17M 像素前视和环视全套车载镜头的研发并获得知名自动驾驶厂商认可；3M、8M 像素超小型侧视车载镜头和 5M 像素超小型乘客监控系统亦完成研发。据智研咨询，因车载镜头行业具备较高技术壁垒，产品通常需要配合传感器芯片进行参数调整，经过 1-2 年研发周期后交货给 Tier1 组装，认证周期 3-5 年，客户粘性较强，我们预计车载镜头头部企业领先地位稳固，建议关注**舜宇光学、欧菲光、联创电子和宇瞳光学**等公司。

图 45: 2020-2025E 全球 ADAS 渗透率预测



资料来源：潮电智库，招银国际环球市场预测

图 46: 2020-2025E 全球 ADAS 车载镜头需求量及增速

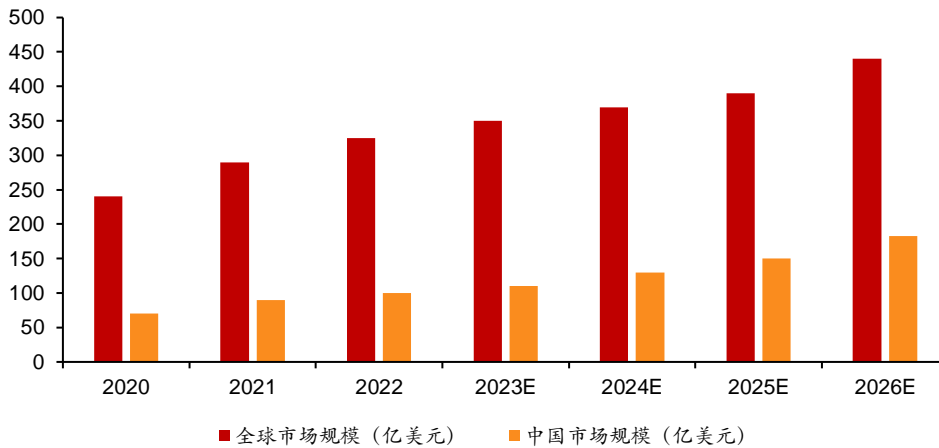


资料来源：潮电智库，招银国际环球市场预测

智能座舱推动车载显示升级，AR-HUD、CMS 和显示技术升级为三大看点

随着智能汽车向智能化和网联化不断发展，智能座舱将液晶仪表、信息娱乐系统、HUD 和电子后视镜等多种电子系统集成去实现多屏幕互动、语音和手势识别等多模态人机交互，融入多种智能功能的座舱助力实现人车从工具向伙伴转变，汽车智能座舱市场快速增长。据华经产业研究院预测，2026 年全球智能座舱市场规模可达到 440 亿美元，年复合增长率 11.3%；中国智能座舱市场可达到 183 亿美元，年复合增长率 14.2%，高于全球增速。

图 47: 2020-2026E 年全球和中国智能座舱市场规模对比



资料来源：华经产业研究院，招银国际环球市场

汽车座舱从机械式座舱发展至智能式座舱的过程不断推动车载显示产品升级。Omdia 预计 2023 年全球车载显示屏出货量将达到 2 亿片（2022 年为 1.7 亿片），市场规模从 2022 年的 90 亿美元增长至 110 亿美元左右。随着汽车智能化发展，车载显示已从单一中控屏幕发展到液晶仪表、后排娱乐、触摸、HUD 和电子后视镜多种产品方向。未来，我们继续看好汽车抬头显示 AR HUD 渗透率提升、CMS 电子后视镜的普及以及在车载显示屏多屏和大屏化背景下显示技术向 OLED、Mini LED 和 Micro LED 升级。

AR HUD：在液晶仪表+中控屏+HUD 三屏交互时代，HUD 逐步从选配走向标配。据 HIS Markit 预测，从 2022 年全球抬头显示渗透率将快速攀升，到 2027 年会达到每六台中就有一台有抬头显示，年出货量达到 1700 万台；其中中国市场需求占比将近 1/3，每年将近 600 万台，增强现实 AR-HUD 占比将会达到 7% 将近 50 万台。随着 AR 融合度不断增加，3D AR-HUD 或成未来方向，应用包括 AR 导航和 3D 虚拟形象等。

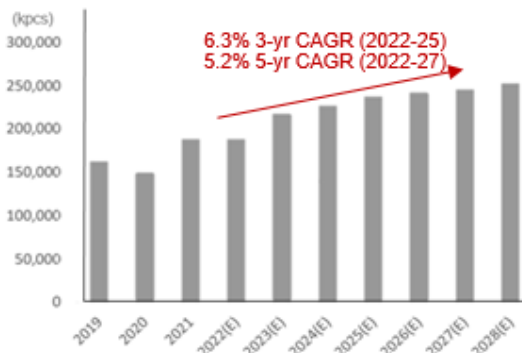
CMS 电子后视镜：相比传统后视镜，CMS 电子后视镜具有视场角更广减少视觉盲区、画面更清晰、夜间表现好等优势。CMS 电子后视镜国标在 2023 年 7 月 1 日已正式实施，搭载 CMS 的乘用车/商用车在 7 月 1 日起可合法上路。随着 5G 技术普及和车载智能化发展，电子后视镜将采用更多功能例如 AI 技术识别、远程通信实时显示车辆后方情况等，预计电子后视镜应用场景将不断拓宽，加上消费者对产品接受度升高，CMS 市场空间广阔。

显示技术向 OLED，Mini-LED 和 Micro-LED 升级：虽 LCD 目前是车载显示面板市场主流但长期来看，OLED 具有低功耗、轻薄、高刷新率、柔性等优势，可以显著增加汽车的附加价值。据 Omdia，随着对大尺寸和高清晰度显示器的需求增加，OLED 面板在汽车中的应用将越来越广泛，而车载 LCD 面板的市场份额将逐渐下降。车载 OLED 市场规模预计将从 2023 年的 4.8 亿美元扩大到 2027 年的 21.8 亿美元；车用 OLED 面板出货量预计将从

2023年的148万片增长到2025年的400万片，2027年超过900万片；预计到2027年，车载OLED显示面板的市场份额将上升至17.2%。此外，Mini LED将LCD屏幕背光层的LED灯珠mini化可让屏幕获得更好亮度，通过LED芯片分区调光改善LCD黑白对比度问题从而获得与OLED接近的显示效果又避免了寿命等问题。Micro LED集成了LCD和OLED全部优势，具有画质高、能耗低、寿命长等显著优点但制造工艺难度较大且生产成本高。

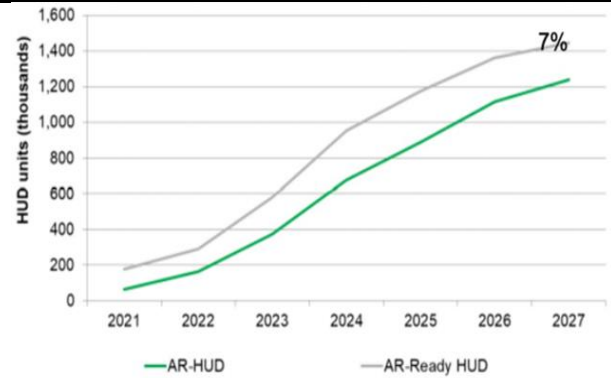
各大面板厂依托自身技术和产能在车载显示领域积极布局，我们认为头部厂商有望保持较高市占率。其中，京东方精电作为全球领先的车载显示龙头，有望受益于智能座舱的快速发展和车载显示大屏化、多屏化和智能化趋势；并且，公司向HUD和CMS等新产品持续发力有望推动业务快速成长。其他受益标的包括深天马、信利国际、维信诺、TCL科技等。

图 48: 全球车载显示出货量预测



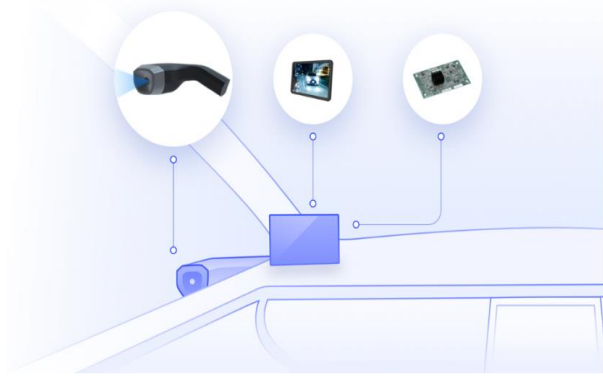
资料来源: Omdia, 招银国际环球市场预测

图 49: 全球对 AR HUD 需求预测



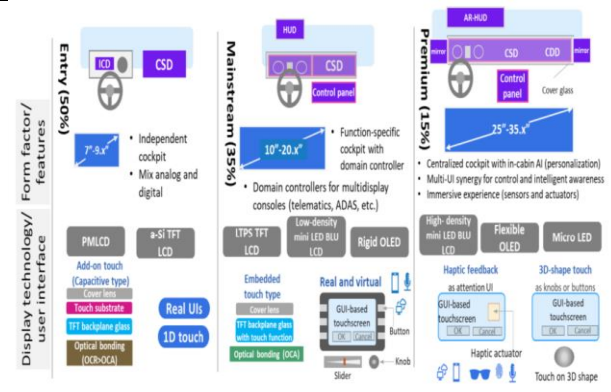
资料来源: IHS Markit, 招银国际环球市场预测

图 50: 中科创达电子外后视镜



资料来源: 智能汽车俱乐部, 招银国际环球市场

图 51: 智能座舱设计及显示技术趋势 (2021-2026 年)



资料来源: Omdia, 招银国际环球市场

估值

图 52: 同业估值对比

公司	代码	评级	市值	收市价	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		股价表现
			(美元百万)	(LC)	FY23E	FY24E	FY23E	年初至今	FY23E	FY24E	年初至今(%)
品牌											
小米集团	1810 HK	买入	46,928	14.62	17.7	16.6	2.0	1.8	11.5	11.1	33.6
苹果公司	AAPL US	NR	3,043,829	195.71	32.2	29.6	52.1	41.4	169.4	149.4	50.6
三星电子	005930 KS	NR	328,929	72,600	45.6	16.0	1.4	1.3	3.0	8.1	31.3
LG 电子	066570 KS	NR	11,749	94,600	10.3	6.8	0.8	0.7	7.8	10.8	9.4
			平均		26.5	17.2	14.1	11.3	47.9	44.9	31.2
ODM/EMS											
比亚迪电子	285 HK	买入	9,044	31.35	16.0	12.7	2.2	1.9	13.6	15.1	24.9
立讯精密	002475 CH	买入	30,791	30.89	19.9	15.8	2.2	1.9	10.9	12.3	(2.7)
鸿海精密	2317 TT	NR	44,840	101.50	10.6	9.4	0.9	0.9	8.7	9.2	1.6
			平均		15.5	12.6	1.8	1.6	11.1	12.2	7.9
光学											
舜宇光学	2382 HK	中性	9,577	68.20	45.0	25.6	2.9	2.7	6.4	10.6	(26.5)
丘钛科技	1478 HK	买入	661	4.36	15.6	8.1	0.9	0.8	5.9	10.3	3.6
信利国际	732 HK	NR	275	0.68	-	-	-	-	-	-	(44.3)
高伟电子	1415 HK	NR	2,109	19.34	30.6	19.0	4.9	3.9	15.4	22.3	78.1
大立光	3008 TT	NR	9,740	2,290	16.7	16.5	1.9	1.8	11.5	11.2	12.3
玉晶光	3406 TT	NR	1,419	395.00	16.0	14.7	2.1	1.9	13.6	13.9	17.7
欧菲光	002456 CH	NR	4,312	9.49	-	46.7	10.7	10.0	(7.3)	9.7	101.5
LG 伊诺特	011070 KS	NR	4,248	236,500	9.3	6.8	1.2	1.0	13.0	15.8	(6.3)
			平均		22.2	19.6	3.5	3.2	8.4	13.4	17.0
声学											
瑞声科技	2018 HK	中性	3,199	20.85	36.7	21.0	1.0	1.0	2.7	4.6	16.9
歌尔股份	002241 CH	买入	8,462	17.74	41.3	23.0	1.9	1.8	4.6	7.8	5.4
立讯精密	002475 CH	Buy	30,791	30.89	19.9	15.8	2.2	1.9	10.9	12.3	(2.7)
美律	2439 TT	NR	804	115.00	18.8	17.8	1.9	1.8	10.0	10.3	44.3
Knowles	KN US	NR	1,448	16.04	18.0	13.5	-	-	-	-	(2.3)
日本电产	6594 JP	NR	22,190	5,389	38.8	17.1	2.4	2.0	7.0	12.7	(21.2)
			平均		28.9	18.0	1.9	1.7	7.0	9.5	6.7
连接器											
鸿腾精密	6088 HK	买入	1,092	1.17	7.8	6.3	0.4	0.4	5.2	6.3	(42.9)
立讯精密	002475 CH	买入	30,791	30.89	19.9	15.8	2.2	1.9	10.9	12.3	(2.7)
泰科电子	TEL US	NR	41,433	133.32	19.9	18.0	3.7	3.3	19.1	19.1	16.1
安费诺公司	APH US	NR	55,780	93.23	31.4	28.9	6.8	6.0	24.4	23.6	22.4
			平均		19.7	17.2	3.3	2.9	14.9	15.3	(1.8)
结构件											
比亚迪电子	285 HK	买入	9,044	31.35	16.0	12.7	2.2	1.9	13.6	15.1	24.9
通达集团	698 HK	买入	137	0.11	6.1	3.8	0.1	0.1	2.3	3.5	(14.7)
东江集团控股	2283 HK	买入	144	1.35	4.8	3.6	0.6	0.6	13.3	16.3	(14.6)
长盈精密	300115 CH	NR	2,056	12.25	58.3	20.9	2.5	2.3	2.9	9.6	18.6
蓝思科技	300433 CH	NR	8,826	12.70	20.4	15.4	1.4	1.3	6.8	8.5	20.6
可成科技	2474 TT	NR	4,000	184.50	11.6	16.0	0.8	0.8	6.7	4.4	9.2
捷普集团	JBL US	NR	15,225	119.00	14.0	13.0	5.6	6.4	43.5	42.0	74.5
			平均		18.7	12.2	1.9	1.9	12.7	14.2	13.5
转轴/铰链											
瑞声科技	2018 HK	中性	3,199	20.85	36.7	21.0	1.0	1.0	2.7	4.6	16.9
精研科技	300709 CH	NR	804	31.00	-	-	-	-	-	-	10.0
KH Vatec	060720 KS	NR	252	14,050	7.8	8.2	1.2	1.1	16.3	14.1	1.1
富世达	6805 TT	NR	833	381.50	38.8	21.0	6.0	4.8	16.1	26.0	88.4
东睦股份	600114 CH	NR	1,113	12.95	39.7	24.5	3.0	2.8	7.7	11.7	52.4
宜安科技	300328 CH	NR	658	6.83	-	-	-	-	-	-	14.2
			平均		30.1	18.5	2.8	2.4	10.2	13.1	65.0

资料来源：彭博，公司及招银国际环球市场预测

图 53: 同业估值对比

公司	代码	评级	市值	收市价	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		股价表现
			(美金百万)	(LC)	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	年初至今(%)
PC/服务器											
联想集团	992 HK	NR	14,845	9.56	8.9	13.9	2.4	2.4	30.6	17.5	49.1
戴尔科技	DELL US	NR	48,887	68.70	9.2	10.3	-	-	(179.3)	(156.9)	70.8
惠普	HPQ US	NR	29,114	29.46	8.9	8.6	-	-	(139.1)	(372.9)	9.6
华硕	2357 TT	NR	9,432	398.50	18.4	12.8	1.3	1.3	7.1	9.6	48.4
浪潮信息	000977 CH	NR	7,408	36.08	28.5	21.4	2.8	2.6	9.6	11.6	67.7
中科曙光	603019 CH	NR	8,412	41.21	30.3	24.0	3.2	2.9	10.5	12.0	86.1
Super Micro	SMCI US	NR	15,228	272.65	24.1	15.5	7.4	4.9	36.3	40.3	232.1
			平均		15.5	13.9	3.3	2.7	(51.2)	(95.1)	69.3
PC/服务器 ODM											
工业富联	601138 CH	NR	43,664	15.76	13.1	10.9	2.2	1.9	16.8	17.7	71.7
广达	2382 TT	NR	24,988	203.00	19.9	15.9	4.3	3.8	21.9	25.0	180.8
纬创	3231 TT	NR	8,557	92.60	21.9	14.2	2.5	2.2	11.5	16.3	215.0
纬颖	6669 TT	NR	9,751	1,750.00	26.5	18.0	7.4	5.9	28.6	36.0	119.6
技嘉	2376 TT	NR	5,237	258.50	30.8	18.8	4.4	3.9	14.1	21.1	142.7
			平均		22.4	15.6	4.2	3.6	18.6	23.2	145.9
芯片											
英伟达	NVDA US	NR	1,173,398	475.06	145.6	38.6	54.7	27.1	29.7	82.9	225.1
超威半导体	AMD US	NR	208,270	128.92	48.6	33.9	3.8	3.7	5.8	7.9	99.0
英特尔	INTC US	NR	180,023	42.70	44.9	22.7	1.7	1.8	2.7	6.1	61.6
			平均		79.7	31.7	20.1	10.9	12.7	32.3	128.6
存储											
SK 海力士	000660 KS	NR	70,445	127,500.00	-	15.7	1.7	1.5	(13.6)	10.3	70.0
三星电子	005930 KS	NR	328,929	72,600.00	45.6	16.0	1.4	1.3	3.0	8.1	31.3
美光	MU US	NR	82,309	74.96	-	-	1.9	2.0	(11.4)	(3.5)	50.0
			平均		45.6	15.8	1.6	1.6	(7.4)	5.0	50.4
载板											
欣兴电子	3037 TT	NR	8,481	174.50	23.4	16.0	3.0	2.6	13.0	17.7	45.4
Ibiden	4062 JP	NR	6,500	6,682.00	19.4	25.0	2.3	2.1	12.2	8.7	39.6
南电	8046 TT	NR	5,148	250.00	27.3	20.7	3.3	3.1	11.8	16.1	10.1
			平均		23.4	20.5	2.9	2.6	12.3	14.2	31.7
PCB											
沪电股份	002463 CH	NR	5,966	22.42	29.4	21.6	4.5	3.8	15.3	17.5	88.4
胜宏科技	300476 CH	NR	2,392	19.88	18.8	14.4	2.2	1.8	11.7	13.4	53.6
金像电	2368 TT	NR	3,730	238.00	31.0	17.8	7.3	5.6	24.7	33.9	174.2
深南电路	002916 CH	NR	5,072	70.91	25.1	20.7	2.7	2.5	10.8	11.7	(1.7)
			平均		26.1	18.7	4.2	3.4	15.6	19.1	78.6
光模组											
中际旭创	300308 CH	NR	13,156	117.50	48.2	24.0	6.8	5.3	14.7	23.4	334.7
天孚通信	300394 CH	NR	5,405	98.15	62.3	40.2	12.6	10.1	20.3	25.3	287.2
新易盛	300502 CH	NR	5,366	54.20	54.1	30.9	7.1	5.8	12.3	19.0	219.5
Lumentum	LITE US	NR	2,950	44.03	9.7	30.4	2.0	2.3	18.0	5.9	(15.6)
			平均		43.6	31.4	7.1	5.9	16.3	18.4	206.4
电源											
台达电	2308 TT	NR	25,868	312.50	24.1	20.5	4.2	3.8	16.6	18.2	9.1
光宝科技	2301 TT	NR	8,528	113.00	16.9	14.7	3.1	2.8	18.4	20.4	77.1
			平均		20.5	17.6	3.6	3.3	17.5	19.3	43.1
散热											
工业富联	601138 CH	NR	43,664	15.76	13.1	10.9	2.2	1.9	16.8	17.7	71.7
奇铤科技	3017 TT	NR	3,720	304.50	22.6	17.5	5.6	4.6	28.1	30.2	175.6
中华电	2412 TT	NR	29,789	120.50	24.9	24.2	2.5	2.4	9.9	10.3	6.6
			平均		20.2	17.5	3.4	3.0	18.3	19.4	84.6

资料来源：彭博，公司及招银国际环球市场预测

图 54: 同业估值对比

公司	代码	评级	市值 (美金百万)	收市价 (LC)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		股价表现 年初至今(%)
					FY23E	FY24E	FY23E	年初至今	FY23E	FY24E	
汽车电子											
立讯精密	002475 CH	买入	30,791	30.89	19.9	15.8	2.2	1.9	10.9	12.3	(2.7)
舜宇光学	2382 HK	中性	9,577	68.20	45.0	25.6	2.9	2.7	6.4	10.6	(26.5)
比亚迪电子	285 HK	买入	9,044	31.35	16.0	12.7	2.2	1.9	13.6	15.1	24.9
京东方精电	710 HK	NR	654	6.45	9.8	6.9	1.1	1.0	12.2	15.4	(56.5)
英恒科技	1760 HK	NR	361	2.59	5.4	4.1	1.0	0.9	20.3	20.3	(36.5)
德赛西威	002920 CH	NR	9,577	123.72	45.9	33.0	8.9	7.3	20.3	23.2	17.4
均胜电子	600699 CH	NR	3,627	18.46	25.3	18.6	1.9	1.7	7.8	9.6	31.4
经纬恒润	688326 CH	NR	2,137	127.69	160.4	53.3	2.9	2.7	0.5	5.8	(14.5)
华阳集团	002906 CH	NR	2,448	33.48	36.6	26.5	3.2	2.9	9.4	11.5	0.8
欧菲光	002456 CH	NR	4,312	9.49	-	46.7	10.7	10.0	(7.3)	9.7	101.5
联创电子	002036 CH	NR	1,521	10.20	-	30.5	2.9	3.0	(3.6)	6.3	(17.5)
			平均		40.5	24.9	3.6	3.3	8.2	12.7	2.0

资料来源: 彭博, 公司及招银国际环球市场预测

中国医药板块

优于大市

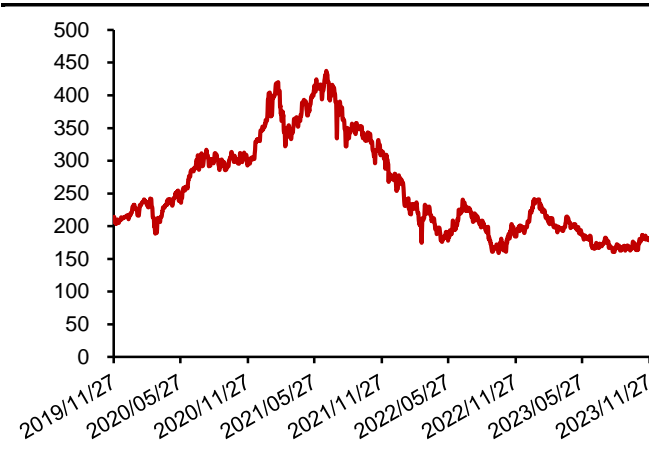
分析师：武煜, CFA – jillwu@cmbi.com.hk
 黄本晨, CFA – huangbenchen@cmbi.com.hk
 王银朋 – andywang@cmbi.com.hk
 王云逸 – cathywang@cmbi.com.hk

医药板块有望持续反弹，把握战略机会

医药板块同时具备基本面和估值支撑

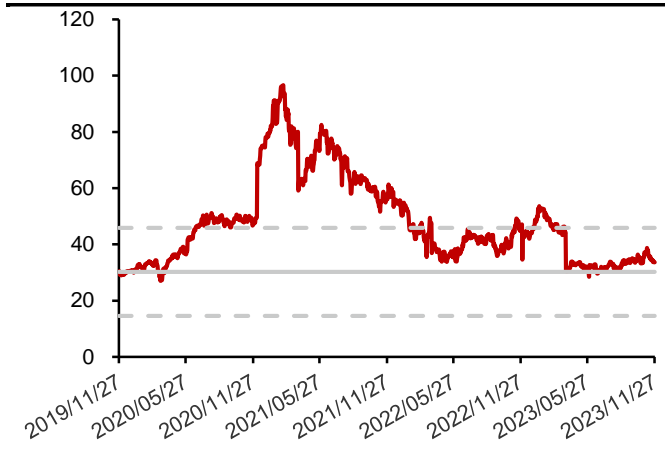
医药板块经历深跌之后，终于从2023年10月开始迎来反弹。此轮医药行业调整时间长，自2021年7月开始整整回调了2年多的时间；且调整幅度大，2021年7月到2023年11月，MSCI中国医疗保健指数累计下跌59%。预期2024年，医药行业将在底部继续强劲反弹。板块反弹的核心驱动力包括：1) 国内政策触底，医保政策明确支持创新药，预计医保谈判/续约价格降幅温和；且新上市的创新药将享受更大的定价空间；2) 医药反腐集中整治工作虽然仍在进行，但是诊疗秩序逐渐恢复，医疗需求复苏，利好院内刚需产品；3) 创新药出海逐渐开花结果，中美关系改善，使得中国创新药出海预期提升，CXO行业的竞争环境改善；4) 医药板块经历了深度回调之后，板块估值具备吸引力。

图 1: MSCI 中国医疗保健指数



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至2023年11月27日

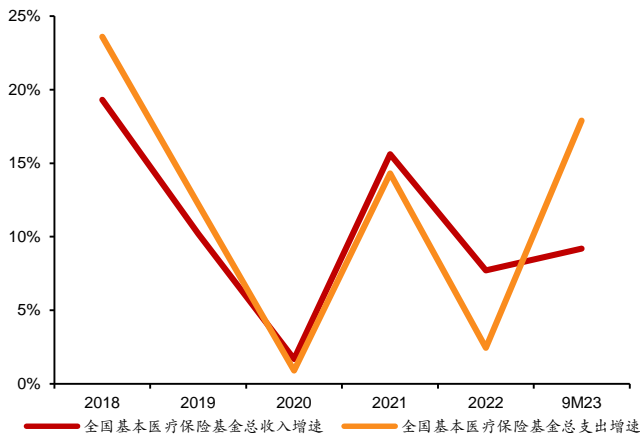
图 2: MSCI 中国医疗保健指数历史动态 PE



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至2023年11月27日

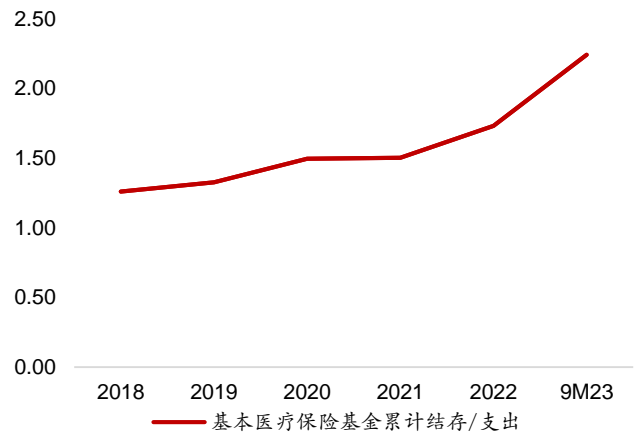
医保基金运营稳健，政策明确支持创新。新冠支出并未影响医保基金的平稳运营，2022年医保基金支付核酸检测费用43亿元。2021年至2022年，全国累计结算新冠病毒疫苗及接种费用1500余亿元（含医保基金和财政补助）。2022年，基本医疗保险基金总收入3.1万亿元、总支出2.5万亿元，年末基金累计结存4.3万亿元。截至2023年9月，基本医疗保险基金累计结存进一步攀升至4.6万亿元。医保收支结余稳步增加，累计结余/年支出的比例从2018年的1.3提升至2023年前三季度的2.2，意味着基金抗风险能力大大增加。

图 3: 全国基本医疗保险收入及支出增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2023 年 11 月 24 日

图 4: 全国基本医疗保险累计结存及结存率



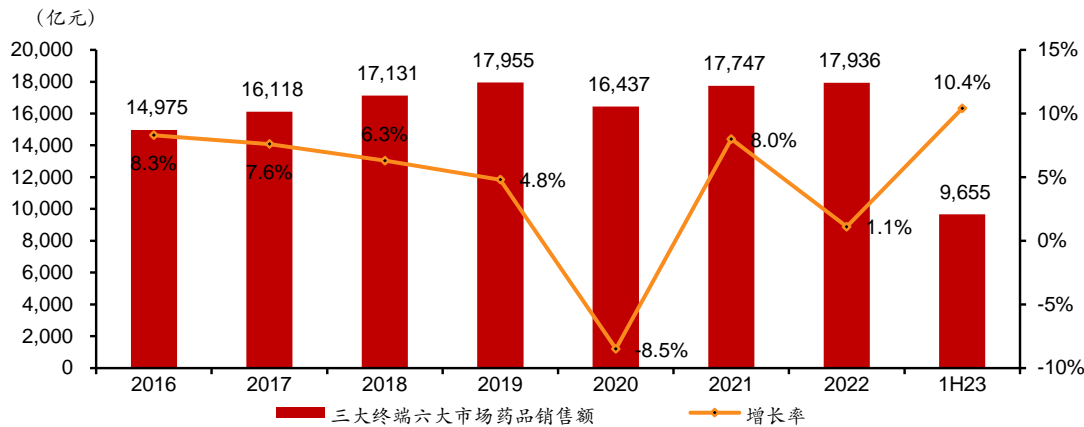
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2023 年 11 月 24 日

2018 年国家医保局成立以来，发挥战略性购买职能，推行药品和医用耗材集中带量采购，叠加地方联盟集采共降低费用负担超过 4,000 亿元。国家医保局至今共开展九批国家组织药品集采，共纳入 374 种药品，平均价格降幅超 50%。值得注意的是，第九批国家药品集采的采购周期长达 4 年，此前普遍为 2 年。采购周期延长让企业有更稳定的预期，有利于企业保证药品高质量交付。目前，国家药品集采的品种覆盖面已经非常广泛，新批次的集采对于企业的业绩影响边际减弱。

此外，医疗器械的国采续约价格纠偏，保证了企业的合理利润。国家冠脉支架集采在 2020 年 11 月首次进行，10 个品种中标，均价由 1.3 万元降至约 692 元。2022 年 11 月，国家冠脉支架集采开展续采，规则简单，低于限价 798 元即中选，最终平均中选价格约 774 元，加上伴随服务费，拟中标均价为 818 元，均价上涨约 18%。2023 年底，关节国采也将迎来续约，我们认为平均中标价格或将小幅上调。

医疗反腐对基本医疗需求影响有限，看好院内刚需产品业绩复苏。国内新冠疫情在 2023 年初经历最大的一轮爆发，之后疫情影响逐渐消退，诊疗秩序恢复正常。因此，2023 年上半年诊疗需求显著复苏。根据米内网的数据，2023 年上半年公立医疗机构终端药品的销售额同比增长 10.4% 至 9,655 亿元。2023 年 7 月以来，监管部门开启了为期 1 年的医药腐败集中整治工作。9 月初在中国医院院长论坛，国家卫生健康委医疗应急司郭燕红司长提到反腐是聚焦关键少数、关键岗位。我们认为，9 月份以来，诊疗秩序逐渐恢复正常，然而 2023 年下半年整体药品、耗材、设备等销售基数将较低。我们认为，很多医疗相关需求被延迟而不是被取消，因此，2023 年 4 季度到 2024 年，医疗需求将逐步恢复。我们看好“院内刚需”产品，即刚需治疗属性强，正式进院且医保覆盖的创新药/器械将享受更温和的竞争环境，市场份额增加并且销售费用率降低。此外，中国药品附条件批准的新规更有利于头部创新药企业，减少国内无序研发竞争。

图 5: 中国公立医疗机构药品销售额及增长情况



资料来源：米内网，招银国际环球市场

医药行业的下一个战略机会：GLP-1 市场

GLP-1 产品在糖尿病、肥胖、心血管风险、慢性肾病等领域均展现了积极的临床结果，同时还在探索阿尔兹海默、NASH 等适应症。我们认为，全球 GLP-1 产业链极具投资价值，包括上游 CMO 企业、以及下游品种研发企业。

GLP-1 市场持续高速增长，且市场潜力巨大。 预计全球 GLP-1 市场到 2030 年的规模可能达到 1,000 亿美元。2023 年前三季度全球 GLP-1 的市场规模约为 257 亿美元 (+59% YoY)，糖尿病在 GLP-1 销售额中占比约为 81%，其中有一部分被超适应症用于肥胖的治疗。GLP-1 在糖尿病的处方量仍有巨大的提升空间。截至 2023 年 8 月，GLP-1 在全球糖尿病市场的处方量占比仅约 6%，而在大中华区，GLP-1 产品在糖尿病领域的份额仅为 3.3%。糖尿病以外，目前全球 GLP-1 市场的高速增长主要由减肥需求驱动。截至 2023 年 8 月，全球减重药物市场的 MAT 销售额达到了约 77 亿美元，增速高达 134%。全球约有 7.64 亿肥胖人群，其中仅约 10% 寻求帮助，仅 2% 的人群接受治疗。在供应短缺、产能受限的情况下，由于减肥市场的巨大需求，Wegovy（司美格鲁肽肥胖注射剂型）2023 年前三季度录得 32 亿美元收入，同比增长 481%。礼来的替尔泊肽（最初获批用于治疗糖尿病）2023 年前三季度销售额已经达到 29.6 亿美元，第三季度录得 44% 的环比增长，其中或有部分超适应症应用在肥胖治疗。替尔泊肽的肥胖适应症也于 2023 年 11 月在美国获批，将进一步驱动 GLP-1 药物减重市场的销售增长。

中国 GLP-1 市场未来可期。 中国 GLP-1 市场自 2022 年开始爆发式增长。根据诺和诺德数据（[链接](#)），截至 2023 年 8 月，中国 GLP-1 市场 MAT 增速达到 62%。诺和诺德在中国 GLP-1 市场中占据 75% 的份额。我们预测，中国 GLP-1 市场规模在 2023 年约为 96 亿元，其中糖尿病适应症销售规模为 70 亿元（占比 73%）；减肥适应症销售规模约为 26 亿元，主要是超适应症应用。我们预计中国 GLP-1 市场规模将在 2030 年增长至约 1,014 亿元（2023-30 年复合增速 40%），市场的快速增长将主要由减肥需求驱动，预计肥胖适应症将于 2030 年贡献 GLP-1 市场规模的约 80%。

中国 GLP-1 市场竞争激烈，产品力决定份额。 针对肥胖适应症，目前国内尚无正式获批的长效 GLP-1 产品，司美格鲁肽和替尔泊肽分别于 2023 年 6 月和 8 月在中国递交了减重适应症的上市申请，信达生物/礼来的玛仕度肽紧随其后，预计将会在 2023 年底或 2024 年初递交 6mg 减重的上市申请。此外，礼来的 retatrutide 和 orforglipron、诺和诺德的

CagriSema、先为达生物/凯因科技的 ecnoglutide、石药集团的 GX-G6 等均在三期临床中。我们预计未来中国 GLP-1 市场竞争将较为激烈，然而，诺和诺德、礼来、信达生物等企业将借助先发优势以及产品优势，在国内 GLP-1 减重市场占据主要的市场份额。GLP-1 市场在未来几年内，亦将迎来司美格鲁肽生物类似药/仿制药的竞争，然而我们认为减肥产品存在一定的消费属性，销售渠道或许与传统处方药有很大区别，院外市场或将成为减重 GLP-1 产品的主要销售渠道，决定 GLP-1 产品市场份额最重要的因素仍然是产品力，即疗效、安全性、使用方式等。

信达生物/礼来的玛仕度肽展现出肥胖治疗的疗效优势。肥胖受试者接受司美格鲁肽 2.4mg 治疗 68 周后实现 15.8% 的体重下降（非安慰剂矫正），接受替尔泊肽 15mg 治疗 72 周实现 20.9% 的体重下降。在对应的中国人群的试验中，经过 52 周治疗后，替尔泊肽 15mg 实现 19.9% 的体重下降（安慰剂矫正后为 17.5%）；而司美格鲁肽针对亚洲人群的试验中，受试者治疗 44 周体重下降 12.8%（安慰剂矫正后为 9.9%）。玛仕度肽（9mg）治疗 48 周治疗后，体重下降 18.6%（经安慰剂矫正），相比 24 周的结果（-15.4%）进一步优化，且相较于替尔泊肽和司美格鲁肽，玛仕度肽展现出了针对中国肥胖人群同类最佳的疗效潜力。玛仕度肽用药 48 周后，整体安全性良好，治疗组和对照组均无严重不良反应的发生，均无受试者因为不良反应提前退出试验。另外，礼来的 GLP-1/GIPR/GCGR 三靶点激动剂 retatrutide（12mg）在肥胖患者用药 48 周后，展现出 24.2% 的体重下降，进一步颠覆了 GLP-1 类药物治疗肥胖的疗效，然而胃肠道不良反应和心率增加相关的安全性值得关注。

GLP-1 药物适应症扩展初显成效。除了针对糖尿病和肥胖，GLP-1 类药物在心血管风险、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）、糖尿病肾病、阿尔茨海默病、外周动脉疾病等多种疾病领域均展现出治疗潜力。司美格鲁肽在肥胖成人心血管事件风险改善、合并肾功能不全的糖尿病和慢性肾病等方面的三期临床中，均已展现出良好的疗效信号。特别的，针对 NASH，司美格鲁肽已经推进至三期临床。跨研究进行比较，相对于 Madrigal 已经申报上市的 resmetirom（THR-β 激动剂），司美格鲁肽实现更高比例的 NASH 缓解（59% vs 30%）和纤维化评分改善（43% vs 26%）。而 GLP-1/GCG 双受体激动剂，如 efinopegdutide 和 pemvidutide，展现出相对于单靶点的司美格鲁肽更优的肝脏脂肪含量下降。我们认为 GLP-1 类产品在 NASH 治疗具备极大潜力。

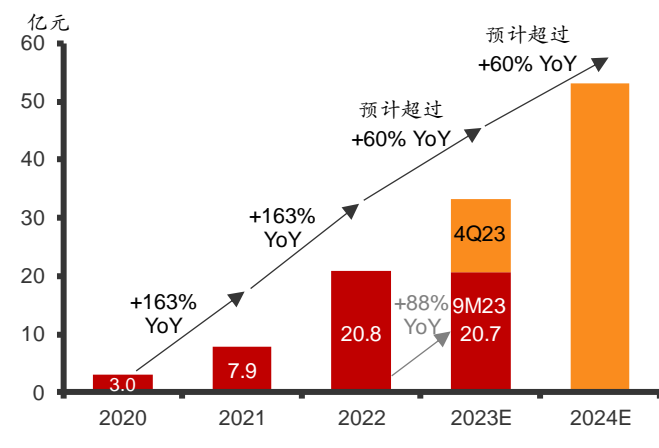
双/多靶点和口服 GLP-1 药物是未来研发的趋势。双/多靶点产品在疗效上展现出相对于单靶点 GLP-1 产品的优势，将是 GLP-1 类药物研发的主流趋势。据医药魔方数据，目前全球在 II 期及以后研究阶段的 60 余款 GLP-1 产品中（不含已上市品种），有超过 20 款为针对双靶点或者多靶点的品种；目前在减重二期及以上阶段的 GLP-1 产品中，大多为针对双靶点/多靶点的品种。此外，相较于皮下注射剂型，口服剂型，包括多肽口服以及非多肽口服，拥有较大的剂型优势，患者的依从性更高。诺和诺德的司美格鲁肽口服剂型 Rybelsus 已在全球范围内获批治疗糖尿病，针对减重和阿尔茨海默症的适应症亦在三期临床阶段。礼来的 orforglipron 目前也已经推进至三期临床阶段，辉瑞的 danuglipron、硕迪生物的 GSBP-1290、Kallyope 的 K-757 和 K-833 等口服小分子 GLP-1R 激动剂已在二期临床阶段。虽然小分子 GLP-1 药物展现出积极的疗效数据，但胃肠道不良反应相关的安全性风险值得关注。

GLP-1 为 CXO 行业带来新的增长引擎。由于全球以 GLP-1 为代表的多肽药物面临严重的供给短缺，相关药企投入大量资金扩充产能。诺和诺德的资本支出在 2022 年翻倍至 121

亿丹麦克朗（约17亿美元），预计2023年在2022年的基础上继续翻倍至250亿丹麦克朗（约35亿美元）。诺和诺德在今年11月宣布投资420亿丹麦克朗（约60亿美元）扩大其丹麦工厂的产能，产能将在2025-2029年陆续投产，其中绝大部分投资用于扩大原料药产能，生产GLP-1及其他产品。同时，礼来目标在2023年底将肠降血糖素类药物的产能相比2022年扩大一倍，其在2023年11月宣布将投入25亿美元在德国新建注射用药品和器械产能，以应对不断增长的包括糖尿病和肥胖产品在内的药物需求。

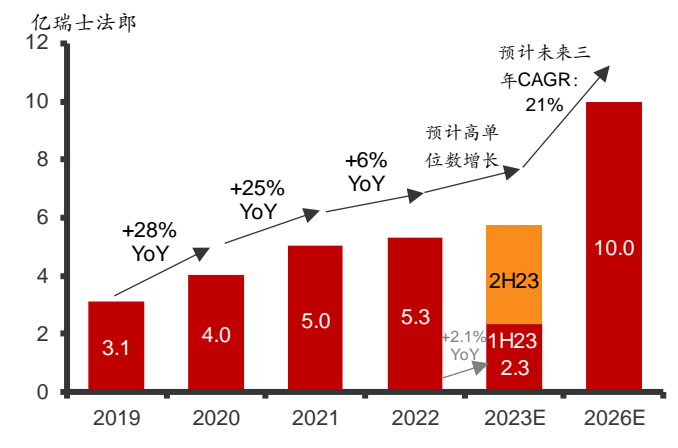
由于原研药企的现有产能不足以应对现在全球GLP-1药物需求的爆发式增长，而产能扩张又需要时间，药企积极寻求外部产能支持。多个国内外CDMO公司先后获得重大多肽生产订单。药明康德现已获得1个全球上市的双靶点GLP-1的商业化CMO项目，并且有其他10个GLP-1相关CDMO项目在进行中。在海外，Bachem自2022年9月以来共公告三笔重大多肽合同，涉及总金额超过15亿瑞士法郎，交付周期从2024年至2031年，相当于其2022年总收入的3倍。得益于强劲的外包需求以及富有前瞻性的产能布局，头部多肽CDMO、原料药公司的收入有望继续快速增长。

图6: 药明康德TIDES业务收入



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图7: Bachem 收入



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

创新药国内、海外齐开花

医保政策持续利好创新药。2023年6月29日，国家医保局公布了《2023年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》，创新药续约降价规则更偏温和，例如：对于连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过4年的品种，支付标准降幅减半。在医保局关于续约规则的政策解读中，多次提到支持创新，指出在不超出医保基金和广大参保人的承受能力的前提下，医保谈判是基于药品临床价值进行全面科学评估基础上与企业的协商，绝不是“价格越低越好”的随意砍价。医保部门始终重视对药品创新的支持，通过缩短谈判周期、完善评审评价机制、加快药品落地等，以实际行动有力支持医药创新。

此外，国家医保局正在调整创新药的定价政策，在《新冠治疗药品价格形成指引》基础上，对创新药上市早期阶段的价格采取相对宽松的管理。国家医保局医药价格和招标采购司副司长翁林佳提到：“医保部门正在探索建立药品在不同生命周期下的分阶段价格管理机制。在创新药上市早期，企业面临短期内通过商业化收益收回成本的压力，医保部门更多地关注这些药品的可获得性，并给予合理的价格回报。经历了上市的早期阶段，当药品进入生命周期的中期，医保部门会更多地去关注它的可负担性。”

我们认为，创新药将在国内享受更加有利的支付环境，这将继续促进创新药企业的发展。

中国创新药出海迎来新的里程碑。2023年10月28日，君实生物宣布特瑞普利单抗（PD-1）获得美国FDA批准用于治疗一线鼻咽癌，这是中国第一个创新单抗在美国获批。11月9日，和黄医药的唑喹替尼获得美国FDA批准，用于治疗转移性结直肠癌，该品种通过美国FDA的优先审评程序获批，较原定的11月30日的PDUFA目标审评日期提早了超过20天，在产品获批后48小时内已开出首张海外处方。11月17日，亿帆医药控股子公司亿一生物的新型长效G-CSF升白药艾贝格司亭 α 注射液获得美国FDA批准，用于治疗肿瘤患者在接受抗癌药物后出现的中性粒细胞减少症。接下来，我们期待百济神州的替雷利珠单抗（PD-1）在2023年年底或者2024年上半年获得美国FDA批准治疗2L ESCC，恒瑞医药的卡瑞利珠单抗用于1L HCC的美国上市申请亦将在2024年5月31日之前获得FDA审批结果。海外创新药商业化方面，百济神州为国内创新药企业树立标杆，2023年前三季度泽布替尼全球销售额达到8.8亿美金，同比增长126%，我们预期泽布替尼将在2023年录得约12.7亿美金全球销售额。传奇生物的BCMA CAR-T西达基奥仑赛今年前三季度已经实现3.4亿美金销售，其中第三季度销售额1.52亿美元，实现了30%的环比增长。

国内的创新药企在研发模式上逐渐从Fast-follow转变为注重差异化，Best-in-class、First-in-class潜质的创新药项目不断涌现，得到了国际大药企的青睐。海外授权成为中国创新药实现商业价值的重要一环。中国药企License-out交易数量正快速提升，大型交易屡有突破。我们认为，在未来几年，授权交易仍将是中國创新药实现海外商业价值的最主要模式。

图8:中国创新药License-out交易Top10(按交易总额,亿美元)

时间	转让方	受让方	交易项目	首付款	交易总额	备注
2022/12/22	科伦博泰	Merck	7个ADC项目	1.75	94.75	其中两个项目合作已终止
2022/12/6	康方生物	Summit	依沃西(PD-1/VEGF双抗)	5.00	50.00	
2021/12/20	百济神州	Novartis	Ociperlimab	3.00	27.95-28.95	合作已终止
2021/8/9	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	2.00	26.00	
2022/3/3	天演药业	Sanofi	SAFEbody平台	0.18	25.00	
2021/1/12	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	6.50	22.00	合作已终止
2020/9/4	天境生物	Abbvie	Lemzoparlimab	1.80	19.20	合作已终止
2023/4/3	映恩生物	BioNTech	DB-1303 (HER2 ADC)、DB-1311 (B7-H3 ADC)	1.70	16.70	
2020/10/20	翰森制药	GSK	HS-20089 (B7-H4 ADC)	0.85	15.70	
2022/5/16	科伦博泰	Merck	SKB-264 (TROP-2 ADC)	0.47	14.10	

资料来源:公司资料,招银国际环球市

图9:中国创新药License-out交易Top10(按首付款,亿美元)

时间	转让方	受让方	交易项目	首付款	交易总额	备注
2021/1/12	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	6.50	22.00	合作已终止
2022/12/6	康方生物	Summit	依沃西(PD-1/VEGF 双抗)	5.00	50.00	
2023/1/23	和黄医药	Takeda	吐唑替尼	4.00	11.30	
2017/12/21	金斯瑞	JNJ	LCAR-B38M	3.50	未披露	
2021/12/20	百济神州	Novartis	Ociperlimab	3.00	27.95-28.95	合作已终止
2017/7/6	百济神州	Celgene	替雷利珠单抗	2.63	13.93	合作已终止
2021/8/9	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	2.00	26.00	
2020/9/4	天境生物	Abbvie	Lemzoparlimab	1.80	19.20	合作已终止
2022/12/22	科伦博泰	Merck	7个ADC项目	1.75	94.75	其中两个项目合作已终止
2023/4/3	映恩生物	BioNTech	DB-1303 (HER2 ADC)、DB-1311 (B7-H3 ADC)	1.70	16.70	

资料来源:公司资料,招银国际环球市场

近年来创新药出海退货案例频发,主要还是由于创新药开发过程中的风险导致,与国际政治环境关系不大。投资人需理性看待“退货”,因为创新药研发本就蕴含巨大风险,“九死一生”实属常见。出海授权未来仍是创新药国际化的重要路径。由于即将到来的“专利悬崖”,以及美国IRA导致未来大品种价格下跌,MNC普遍渴望优质资产填补管线;我们仍看好中国创新药未来通过license-out出海的机会。但同时,MNC对于资产风险把控将更加严格,中国创新药license out将面临更高的门槛。

图 10:国产创新药对外授权合作终止案例

产品	靶点	授权企业	合作企业	合作区域	合作款项	合作开始时间	合作终止时间
替雷利珠单抗	PD-1 单抗	百济神州	诺华	北美、欧洲和日本	6.5 亿美元首付款, 15.5 亿美元里程碑	2021-1	2023-9
lemzoparlimab	CD47 单抗	天境生物	艾伯维	大中华区之外的权益	1.8 亿美元首付款, 19.4 亿美元里程碑	2020-9	2023-9
ociperlimab	TIGIT 单抗	百济神州	诺华	北美、欧洲和日本	3 亿美元首付款, 6-7 亿美元选择权付款, 18.95 亿美元里程碑	2021-12	2023-7
JAB-3068、JAB-3312	SHP2 抑制剂	加科思	艾伯维	全球	4500 万美元首付款, 8.1 亿美元里程碑	2020-6	2023-7
舒格利单抗、CS1003	PD-L1 单抗、PD-1 单抗	基石药业	EQRx	大中华区之外的权益	1.5 亿美元首付款, 11.5 亿美元里程碑	2020-10	2023-5
阿美替尼	三代 EGFR-TKI	豪森药业	EQRx	大中华区之外的权益	首付款、里程碑付款合约 1 亿美元	2020-7	2023-5
LNK01001	JAK1 抑制剂	凌科药业	EQRx	大中华区之外的权益	未披露首付款, 1.72 亿美元里程碑	2020-4	2023-5
奥布替尼	BTK 抑制剂	诺诚健华	Biogen	多发性硬化领域全球权益、除大中华区以外区域的某些自免疾病权益	1.25 亿美元首付款, 8.125 亿美元里程碑	2021-7	2023-2
信迪利单抗	PD-1 单抗	信达生物	礼来	中国以外地区	2 亿美元首付款, 8.25 亿美元里程碑	2020-8	2022-12
FCN-338	BCL-2 抑制剂	复星医药	礼来	大中华区之外的权益	4000 万美元首付款, 4 亿美元里程碑	2020-10	2022-10
替雷利珠单抗	PD-1 单抗	百济神州	新基公司	实体瘤适应症在美国、欧洲、日本以及亚洲以外的权益	2.63 亿美元首付款, 1.5 亿美元股权投资, 9.8 亿美元里程碑	2017-7	2019-6
卡瑞利珠单抗	PD-1 单抗	恒瑞医药	Incyte	除中国大陆、香港、澳门和台湾地区以外的权益	2500 万美元首付款, 交易总额合计 7.95 亿美元	2015-9	2018-2

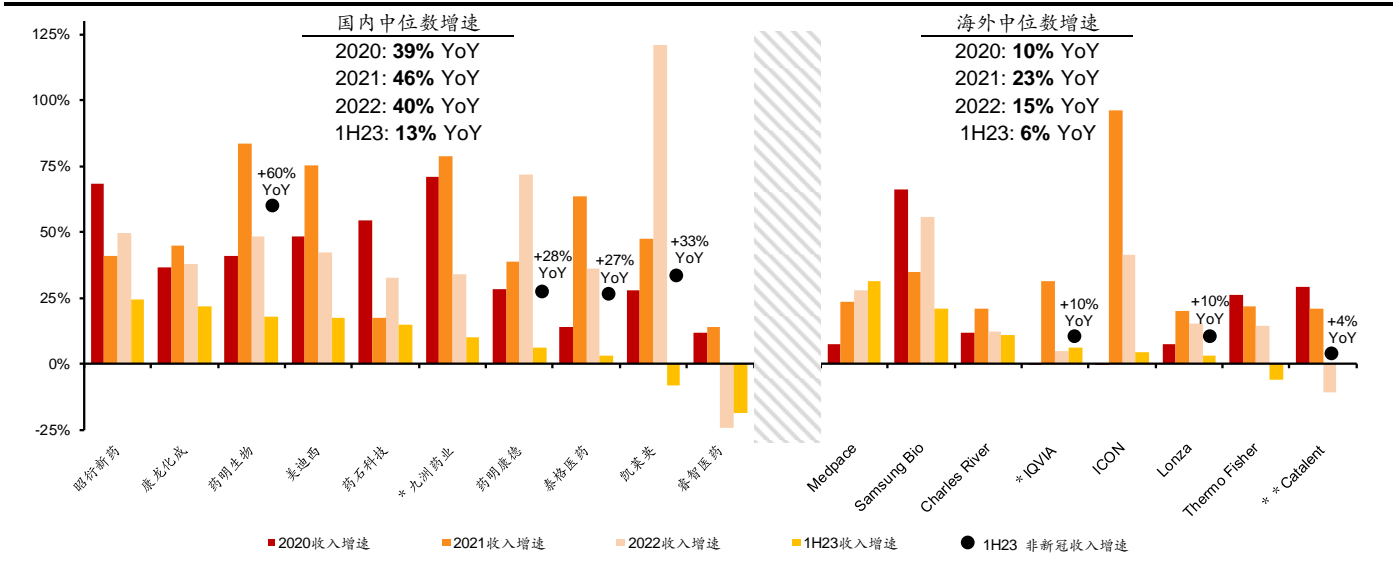
资料来源:公司资料,招银国际环球市场

CXO 行业时刻迎接拐点到来

从全球视角来看,新冠疫情带来大量额外药物研发需求,全球CXO行业的业绩也因此显著受益。但随着全球逐渐走出新冠疫情,新冠药物研发需求减弱,叠加高基数因素,全球CXO行业总体的收入增速在1H23明显减速;但剔除新冠相关项目的收入仍维持较快增速,显示出稳健的全球医药研发需求。例如,药明生物1H23的非新冠收入同比增长60%,药明康德1H23的非新冠收入同比增长28%。我们认为新冠疫情期间中国CXO行

业抓住海外订单转移至国内的结构性的机会，成功提升自身研发、服务实力，进一步提升了在全球产业链的地位，为长期提升全球市场份额打下了坚实基础。

图 11: 全球 CXO 行业代表公司收入增速 (2020-1H23)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

备注: * 指九州药业的 CDMO 板块收入增速以及 IQVIA 的 Research & Development Solutions 板块收入增速。 ** Catalent 2020/2021/2022 收入增速分别指截至 2021 年 6 月/2022 年 6 月/2023 年 6 月财年的收入增速。

从全球视角看国内 CXO 板块的估值水平，我们发现国内 CXO 板块相对国外 CXO 板块的相对 P/E 已经下降到历史最低水平。得益于中国 CXO 相对海外同行更高的业绩增速，在 2017-21 年的大部分时间内，特别是在新冠疫情爆发的前两年，此指标明显高于过往 5 年的平均值，然而此指标在 2022 年内徘徊在低于过往 5 年平均值 1 个标准差的水平，并在 2023 年 4 月后加速下降，现在仍低于过往 5 年平均值 1 个标准差。在我们覆盖的公司中，药明生物 (2269 HK, 买入)、药明康德 (603259 CH, 买入)、泰格医药 (300347 CH, 买入) 及昭衍新药 (6127 HK, 买入) 相对国外 CXO 板块的 P/E 估值仍处在历史最低水平。考虑到这些头部公司的中长期基本面仍然稳健，我们认为现时的估值水平具备吸引力。

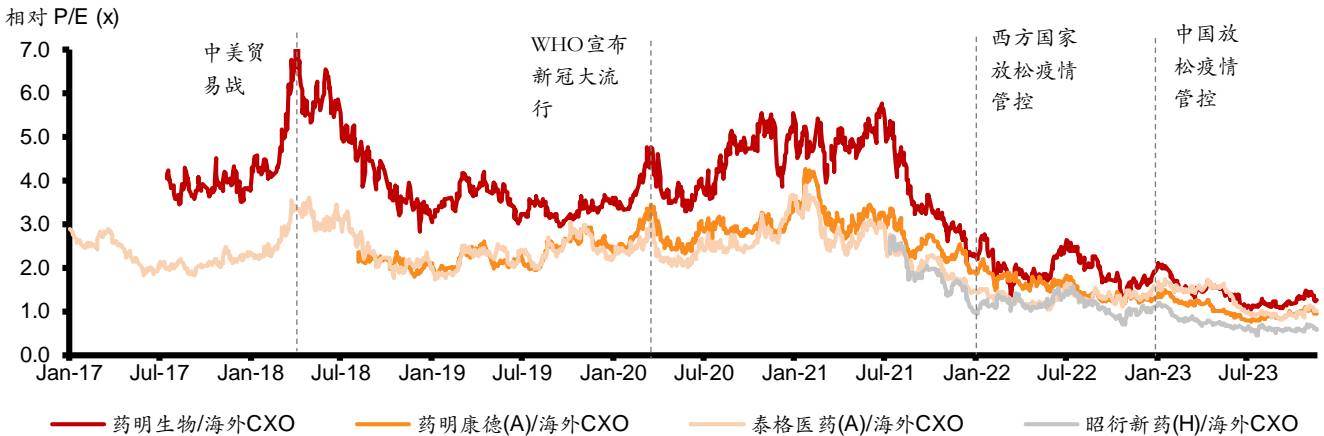
图 12: 相对 P/E 估值: 中国 CXO vs 海外 CXO



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：相对 P/E：中国 CXO 的 12 个月前瞻 P/E 除以海外 CXO 的 12 个月前瞻 P/E。数据截至 2023 年 11 月 22 日。

图 13: 相对 P/E – 招银国际环球市场覆盖 CXO 标的/海外 CXO



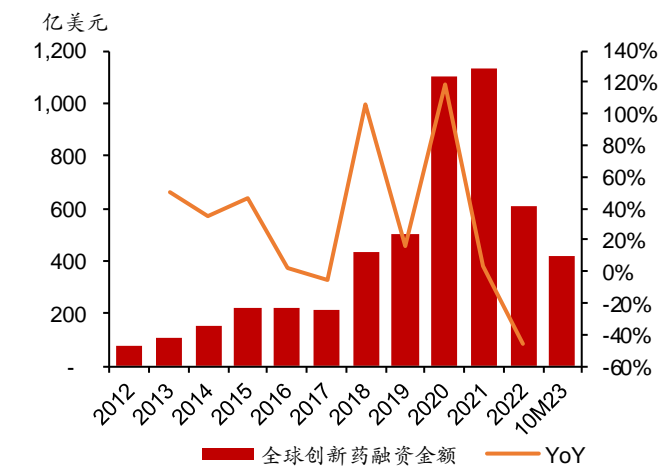
资料来源：彭博，招银国际环球市场

备注：相对 P/E = 中国 CXO 的 1 年远期 P/E 除以国外 CXO 的平均 1 年远期 P/E。数据截至 2023 年 11 月 22 日。

中国 CXO 行业已深度融入全球医药研发产业链，大部分主要中国 CXO 公司有超过一半的收入来自海外，因此，全球医药融资和医药研发需求趋势对中国 CXO 行业有重要影响。根据医药魔方数据，全球创新药融资额在经历 2022 年的大幅度下滑后 (-47% YoY)，在 2023 年已经基本企稳；中国创新药融资额的趋势与全球类似，并且略弱于全球情况。根据医药魔方的统计数据，2023 年前 10 个月，全球创新药融资额为 415 亿美元，相当于 2022 年全年水平的 68%；2023 年前 10 个月，中国创新药融资额为 74 亿美元，相当于 2022 年全年水平的 45%。

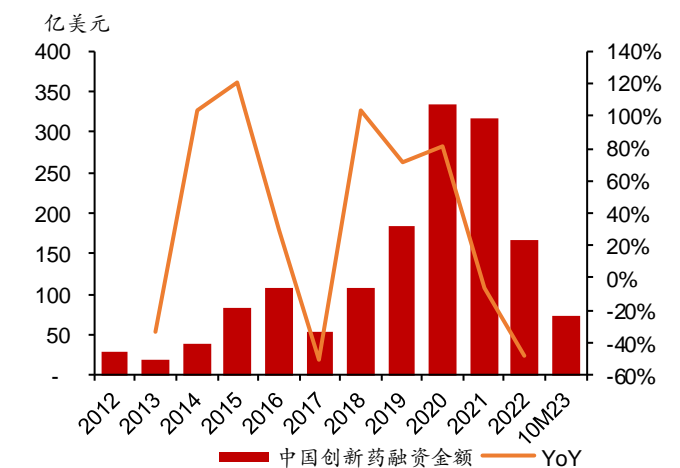
展望 2024 年，随着美国逐渐进入降息周期，全球创新药融资有望迎来反弹。我们预计，从融资改善到 CXO 业绩反弹，将经历一定的时间周期。我们认为 2024 年全球 CXO 行业或将迎来需求周期的向上拐点。

图 14: 全球创新药投融资 (年度)



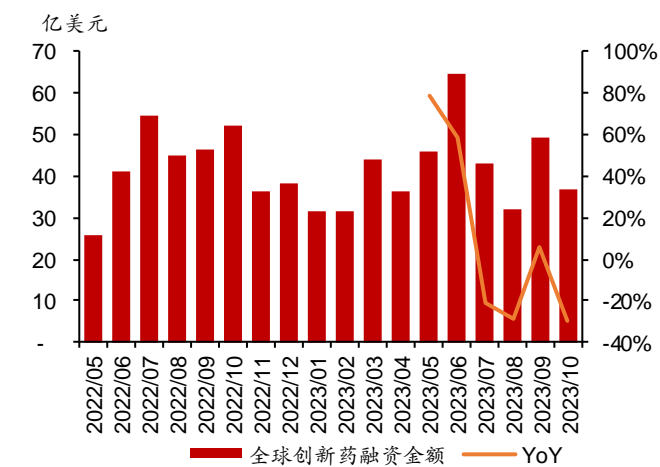
资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 15: 中国创新药投融资 (年度)



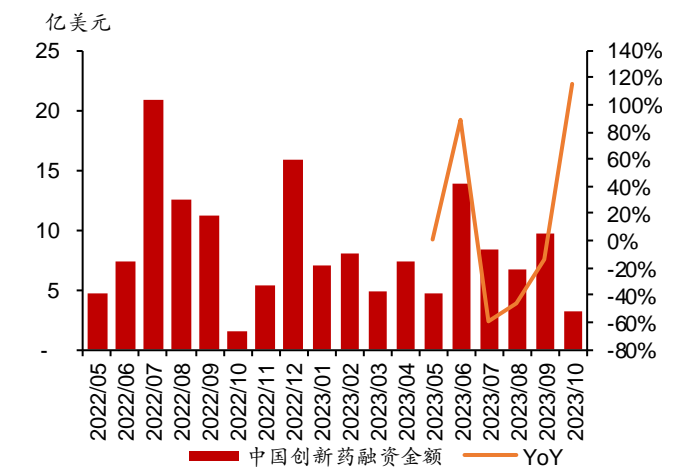
资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 16: 全球创新药投融资 (月度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 17: 中国创新药投融资 (月度)



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

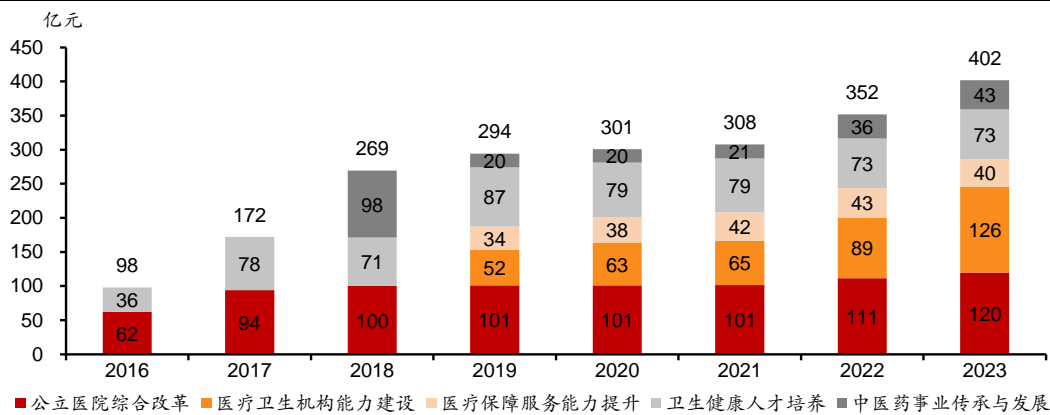
医疗设备市场扩容松绑, 设备出海潜力可期

2023年医疗新基建延续高景气度。2023年国家相关文件继续强调补齐医疗领域建设短板, 尤其是县级医院的提能升级, 将持续带动医疗设备需求增长。2023年初, 国家发改委联合中央文明办、生态环境部、卫生健康委等八部委印发《关于全面巩固疫情防控重大成果推动城乡医疗卫生和环境保护工作补短板强弱项的通知》, 其中提出一要进一步支持县级医院能力建设, 提高县域医疗卫生服务整体水平, 二要加强医疗物资资源统筹调配能力建设, 切实解决好基层一线能力、药品、设备等方面的短板弱项。中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》(“意见”)也强调要以基层为重点, 以体制机制改革为驱动, 加快县域优质医疗卫生资源扩容和均衡布局, 明确要加强县域内资源整合和优化配置, 改善基层基础设施条件。意见提出要力争常住人口超5万人或服务半径大的县(市、旗)至少有一所县级医院达到二级甲等医院医疗服务能力。

财政支持继续加强, 支持医疗设备市场扩容。财政部《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》提到要支持提高医疗卫生服务能力。2023

年，中央财政计划通过一般性转移支付安排财力补助资金1,700亿元、使用2022年权责发生制结转资金300亿元，支持地方做好疫情防控，保障新冠病毒感染“乙类乙管”平稳有序实施，并特别强调，以上资金将重点向县级财政倾斜，带动县域医共体和乡村医疗服务能力提升。此外，截至2023年11月15日，国家财政部今年已下达公立医院综合改革补助资金以及医疗卫生机构能力建设补助资金合计245.82亿元，较2022年下达的200.57亿元增长22.6%，预示着在后疫情时代医疗新基建仍在加速推进，带动中国医疗设备市场持续扩容。此外，随着千县工程等新改建医疗项目的逐渐落成，医疗设备需求将得到进一步释放。

图 18: 财政部医疗服务与保障能力提升补助资金



资料来源：财政部，招银国际环球市场

注：2023年数据截至11月15日

配置证管理放松有望催化大型医疗设备采购需求增长。2023年初国家卫健委发布了新版《大型医用设备配置许可管理目录（2023）》，发送了大型医疗设备的配置管理。相比2018年版，管理品目由10个调减为6个，并将64排及以上CT、1.5T及以上MR调出配置证管理目录，将PET/MR、Tomo和直线加速器降为乙类管理。6月发布的《“十四五”大型医用设备配置规划》中配置证数量较“十三五”时期大幅提升，如PET/CT新增规划860台，较“十三五”时期377台的新增规划数增加了483台；腹腔镜手术系统（即腹腔镜机器人）新增规划559台，较“十三五”时期154台的新增规划数增加了405台；PET/MR新增规划141台，较“十三五”时期28台的新增规划数增加了113台。我们认为，当前医疗新基建的相关政策导向加强县级医疗机构能力建设，推动优质医疗资源扩容和区域平衡布局，而大型医疗设备是提升院内诊疗能力的重要一环。配置证管理的放松，契合县域级医院提能升级的需要，有利于催化大型医疗设备需求的释放，带动医疗设备市场扩容。“十四五”规划总数的大幅增长，也将为大型医疗设备市场带来增量。掌握核心技术、拥有优质产品的相关国产企业如联影医疗、微创机器人等有望受益于政策变化红利，加速产品入院。

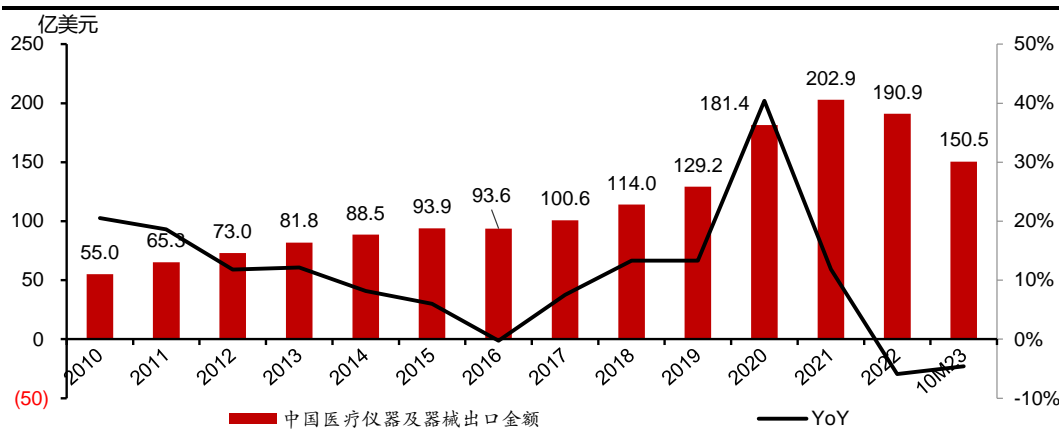
图 19: 2018 及 2023 版大型医用设备配置许可管理目录对比

	2018 年版	2023 年版
甲类 (国家卫生健康委负责配置管理)	1. 重离子放射治疗系统 2. 质子放射治疗系统 3. PET/MR 4. 高端放射治疗设备, 包括 X 线立体定向放射治疗系统、螺旋断层放射治疗系统 (Tomo) HD 和 HDA 两个型号、Edge 和 Versa HD 等型号直线加速器。 5. 首次配置的单价 $\geq 3,000$ 万元人民币 (或 400 万美元) 的大型医疗器械	1. 重离子质子放射治疗系统 2. 高端放射治疗类设备, 包括磁共振引导放射治疗系统、X 射线立体定向放射外科治疗系统 (含 Cyberknife) 3. 首次配置的单价 $\geq 5,000$ 万元人民币的大型医疗器械
乙类 (省级卫生健康委负责配置管理)	1. PET/CT 2. 内窥镜手术器械控制系统 (手术机器人) 3. 64 排及以上 CT 4. 1.5T 及以上 MR 5. 直线加速器 (含 X 刀, 不包括列入甲类管理目录的) 6. 伽玛射线立体定向放射治疗系统 7. 首次配置的单价 1,000-3,000 万元人民币的大型医疗器械	1. PET/MR 2. PET/CT 3. 腹腔内窥镜手术系统 (即手术机器人) 4. 常规放射治疗类设备 (包括医用直线加速器、螺旋断层放射治疗系统 (Tomo)、伽玛射线立体定向放射治疗系统) 5. 首次配置的单价 3,000-5,000 万元人民币的大型医疗器械

资料来源: 国家卫健委, 招银国际环球市场

医疗器械出海大有可为。2016 年以来中国医疗器械出口金额加速增长, 至 2020 年已达到 181.4 亿美元。虽然 2022 年受疫情影响, 医疗器械出口金额略有下降, 但 2023 年 1-10 月的出口总额同比降幅大幅收窄。2022 年国内医疗器械公司平均海外收入占比为 28%, 相较于海外医疗器械龙头公司, 如美敦力、丹纳赫、GE 医疗、史赛克等仍具备巨大提升空间。我们认为, 中国医疗器械企业具备成本优势, 随着产品性能逐渐赶超进口品牌, 海外市场 and 供应链体系搭建逐步完善, 有望持续扩大海外市场份额。

图 20: 中国医疗器械出口金额



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

耗材集采竞价规则趋向温和, 国产替代潜力巨大

医疗耗材集采规则延续温和态势, 降价指引明确。2023 年, 国家及省际联盟集采政策呈现延续性强、规则温和的特点。在分组规则上重视企业的供应能力、产品齐全以及医疗机构需求, 在竞价及中选规则上通过设置“最低价”指导企业报价并增强中选价格的可持续性。2023 年国家人工晶体集采的最高有效申报价大多锚定在 2021 年京津冀“3+N”联盟人工晶体集采的平均中选均价。保底降幅设定也较为温和, 按照同产品类别最高有效申报价进行价格折算, 人工晶体类折算降价 40% 即可拟中选, 申报企业不超过 2 家产品品类折算降价 20% 即可拟中选。

图 21: 2021 年京津冀 “3+N” 联盟人工晶体集采与 2023 年国家人工晶体集采价格对比

产品品类	京津冀 “3+N”			全国		
	中选价格中位数 (元)	平均中选价格 (元)	最低/最高中选价格 (元)	最高有效申报价 (元)	保底价格 (元)	
单焦点	非球面-非预装-散光	3,188	3,149.6	2,998/ 3,191	3,180	1,908
	非球面-非预装-非散光 (无矫正功能)	1,187.5	1,234.5	790/ 1,700	1,390	834
	非球面-预装-非散光	1,703.5	1,704.1	828/ 2,298	1,590	954
	球面-非预装-非散光 (无矫正功能)	618	629.4	229/ 989	-	-
	球面-预装-非散光 (无矫正功能)	1,090	1,023	880/ 1,099	-	-
双焦点	非球面-非预装-散光	6,106	6,106	6,106/ 6,106	5,190 (非预装) 6,220 (非预装, 视力改善)	3,114 (非预装) 3,732 (非预装, 视力改善)
	非球面-非预装-非散光 (无矫正功能)	4,817	4,698.7	4,199/ 5,029.97	4,290	2,574
	非球面-预装-非散光 (无矫正功能)	5,646	5,646	5,546	4,490	2,694
三焦点	非球面-非预装-非散光 (无矫正功能)	22,495.71	22,495.71	22,495.71/ 22,495.71	19,120	15,296 (申报企业不超过 2 家, 保底降幅为 20%)
	非球面-预装-非散光 (无矫正功能)	22,999	22,999	22,999/ 22,999	19,320	11,592 (申报企业不超过 2 家, 保底降幅为 20%)

资料来源: 各采购办公室, 招银国际环球市场

集采续约价格上涨。2022 年 11 月, 国家冠脉支架集采开展续采, 规则简单, 低于限价 798 元即中选, 最终平均中选价格约 774 元, 加上伴随服务费, 拟中标均价为 818 元, 较之于 2020 年首次集采的平均中选价格为 692 元, 上涨约 18%。2023 年 9 月, 京津冀 “3+N” 联盟、河南十二省联盟启动骨科创伤类集采续约工作, 设置保底规则, 低于限价即可中选, 普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统 (含万向) 和髓内钉系统拟中选均价分别为 980 元、1,310 元和 1,653 元, 而 2021 年河南 12 省骨科创伤集采普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统 (含万向) 和髓内钉系统的中选均价分别为 568 元、937 元和 1,212 元, 此次创伤集采续约普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统 (含万向) 和髓内钉系统拟中选均价分别上涨约 72%、40% 和 36%。从今年各类集采及续约的规则制定及中选结果看, 集采政策已趋于稳定, 通过保底降幅价格避免 “内卷式” 低价竞争, 通过增加伴随服务费的方式在降价控费的前提下, 给予企业合理利润空间, 保障行业的可持续发展。

图 22: 2023 年初至今重点集采或续约

地区	品种	采购周期	分组、限价、中选规则
全国	人工晶体及运动医学	2年	<p>分组: 累计采购需求量前 85%且能供应全国所有地区进入 A 组, 其余进入 B 组</p> <p>限价: 设定最高有效申报价</p> <p>竞价比价: 同竞价单元最大价差比不超过 1.3 倍或不超过最高有效申报价的 50%, 且不是同类产品最高价或与最低价价差比不是降序排名前三。按价格排名</p> <p>保底规则: 人工晶体: 价格不超过最高有效申报价的 60%, 中选; 运动医学: 价格不超过最高有效申报价的 40%, 中选。(若申报企业不超过 2 家, 人工晶体和运动医学类产品价格分别不超过最高有效申报价的 80%和 70%即中选)</p> <p>其他: 中选企业的非中选产品按不高于本企业该产品类别中选价挂网的, 可视为中选产品; 未中选企业的产品按不高于同产品类别最高中选价挂网的, 在医疗机构考核时不视为非中选产品</p>
安徽省 25 省联盟	IVD (化学发光性激素六项、传染病八项、糖代谢两项、HCG, 分子诊断 HPV-DNA)	2年	<p>分组: 满足产品组套品种齐全且累计采购需求量前 90%进入 A 组, 其余进入 B 组; 不满足组套品种齐全的进入 C 组</p> <p>限价: 设定最高有效申报价</p> <p>竞价比价: 最高有效申报价的基础上, 申报整体降幅。按降幅排名</p> <p>保底规则: 性激素六项、传染病八项、糖代谢两项整体申报降幅高于 50%, 其他两类产品申报价格低于最高有效申报价格的 0.5 倍, 中选。</p> <p>其他: 产品的拟中选价格不得高于 2022 年 1 月 1 日至中选结果公布日的参与联盟所有医疗机构实际采购价、全国省级集中采购挂网价、省级带量采购价最低值; 若出现高于上述价格最低值的, 企业需同意以上述价格最低值作为产品带量采购价, 否则取消中选资格</p>
江西省 24 省联盟	IVD (生化肾功及心肌酶)	2年(视情况可延长1年)	<p>分组: 承诺满足全联盟地区全部采购需求且在全联盟或任一联盟省(自治区、直辖市、新疆生产建设兵团)累计采购需求量前 70%, 或全联盟有填报采购需求量医疗机构数前 30%的企业进入 A 组, 其余进入 B 组。</p> <p>限价: 设定最高有效申报价</p> <p>竞价比价: 不高于最高有效申报价。按价格排名, 前 60%, 拟中选</p> <p>保底规则: 价格不高于最高有效申报价的 0.6 倍, 拟中选。</p> <p>其他: 采购周期内, 当全国其他省(自治区、直辖市)出现更低的带量采购中选价时, 企业应在 1 个月内主动申报, 全联盟联动调价</p>
续约			
京津冀“3+N”联盟、河南十省联盟	骨科创伤	2年	<p>分组: 有代表品产品系统的企业累计采购需求量前 80%且能供应联盟所有地区进入 A 组, 其余进入 B 组, 无代表品产品系统的申报企业全部进入 C 组</p> <p>限价: 设定最高有效申报价+200 元伴随服务费</p> <p>竞价比价: 不高于最高有效申报价。按价格排名</p> <p>保底规则: A 组若竞价比价价格不高于 B 竞价单元最高拟中选竞价比价价格, 拟中选 竞价比价价格 ≤ 本采购包最高有效申报价, 拟中选 C 组按照最高有效申报价比值推算出代表品竞价比价价格不超过 A 和 B 竞价单元相应主要部件组合的平均拟中选竞价比价价格, 获得拟中选资格</p> <p>其他: 医疗机构在优先使用本次骨科创伤类集中带量采购中选产品系统的基础上, 可按所在省份医用耗材集中采购管理规定, 适量采购其他未中选的骨科创伤类产品</p>

资料来源: 各采购办公室, 招银国际环球市场

估值

图 23: 中国医药行业可比公司

公司	代码	评级	市值 (百万美)	股价 (LC)	目标价 (LC)	上/下行 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产回报率	
							FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
医疗服务												
锦欣生殖	1951 HK	买入	1,341	3.84	7.35	91.4%	22.5	17.5	1.0	1.0	4.5	5.5
爱尔眼科	300015 CH	N/A	22,105	16.95	N/A	N/A	45.1	35.5	7.7	6.6	18.2	19.7
海吉亚医疗	6078 HK	N/A	3,956	48.80	N/A	N/A	37.8	28.1	4.8	4.1	13.5	15.2
固生堂	2273 HK	买入	1,552	50.35	70.77	40.6%	41.5	31.1	5.6	4.7	13.4	15.1
医思健康	2138 HK	买入	344	2.26	N/A	N/A	12.9	11.4	1.4	1.4	11.3	12.3
希玛眼科	3309 HK	N/A	590	3.63	N/A	N/A	60.5	40.3	N/A	N/A	4.0	6.0
						平均	36.7	27.3	4.1	3.6	10.8	12.3
生物科技												
信达生物	1801 HK	买入	9,401	45.30	57.35	26.6%	N/A	N/A	6.3	6.7	(11.0)	(6.6)
和黄医药	13 HK	买入	3,394	30.35	36.77	21.2%	N/A	N/A	5.4	5.7	(1.1)	(7.1)
诺诚健华	9969 HK	买入	1,693	6.70	9.07	35.4%	N/A	N/A	1.6	1.7	(10.6)	(9.9)
百济神州	BGNE US	买入	20,130	184.72	295.67	60.1%	N/A	N/A	13.2	9.8	(21.2)	(24.3)
君实生物	1877 HK	N/A	5,185	21.65	N/A	N/A	N/A	N/A	2.5	2.8	(20.5)	(18.6)
再鼎医药	ZLAB US	N/A	2,804	28.37	N/A	N/A	N/A	N/A	2.9	4.1	(39.9)	(52.4)
荣昌生物	9995 HK	买入	4,423	44.00	57.65	31.0%	N/A	N/A	5.6	6.3	(27.6)	(23.1)
康方生物	9926 HK	买入	5,167	47.85	51.23	7.1%	19.8	N/A	8.4	7.9	48.5	(8.4)
						平均	19.8	N/A	5.8	5.6	(10.4)	(18.8)
CXO												
药明康德	603259 CH	买入	34,627	83.13	116.01	39.6%	24.2	20.2	4.5	3.8	19.1	19.4
药明生物	2269 HK	买入	25,155	46.05	69.39	50.7%	34.0	26.3	4.4	3.7	13.1	14.6
泰格医药	300347 CH	买入	7,207	62.30	80.31	28.9%	23.7	20.7	2.5	2.2	11.1	11.1
康龙化成	300759 CH	N/A	7,443	32.26	N/A	N/A	33.2	26.2	4.6	4.1	14.4	15.8
凯莱英	002821 CH	N/A	7,132	141.33	N/A	N/A	20.7	24.3	2.9	2.6	14.5	11.3
						平均	27.1	23.5	3.8	3.3	14.4	14.4
医疗器械												
爱康医疗	1789 HK	买入	969	6.73	8.44	25.4%	27.2	20.4	2.8	2.5	10.4	12.3
康德莱器械	1501 HK	买入	618	28.15	33.3	18.3%	25.8	19.0	N/A	N/A	10.5	13.2
微创医疗	853 HK	N/A	2,990	12.70	N/A	N/A	N/A	N/A	2.9	3.8	(31.1)	(29.6)
微创机器人	2252 HK	N/A	2,504	20.35	N/A	N/A	N/A	N/A	41.5	26.5	(84.2)	(165.8)
威高股份	1066 HK	N/A	4,319	7.44	N/A	N/A	12.4	10.7	1.3	1.2	11.5	12.0
迈瑞医疗	300760 CH	买入	47,676	281.27	383.43	36.3%	29.3	24.4	8.7	6.9	31.0	30.2
						平均	23.7	18.6	11.5	8.2	(8.7)	(21.3)
制药企业												
石药集团	1093 HK	买入	10,513	6.88	8.16	18.6%	12.2	11.1	2.2	1.9	18.7	18.0
先声药业	2096 HK	买入	2,486	7.36	8.15	10.7%	10.7	14.1	1.9	1.7	19.7	13.6
恒瑞医药	600276 CH	N/A	41,736	46.80	N/A	N/A	64.6	53.2	7.2	6.4	11.3	12.5
中国生物制药	1177 HK	N/A	9,051	3.75	N/A	N/A	22.4	19.6	2.0	1.8	9.1	10.0
翰森制药	3692 HK	N/A	11,182	14.68	N/A	N/A	29.1	26.4	3.2	2.9	11.2	11.2
						平均	27.8	24.9	3.3	2.9	14.0	13.0
医美企业												
爱美客	300896 CH	N/A	9,528	315.00	N/A	N/A	35.9	26.0	9.6	7.5	27.4	29.8
巨子生物	2367 HK	买入	4,535	35.50	48.87	37.7%	23.9	18.4	8.0	5.6	36.1	33.4
时代天使	6699 HK	N/A	1,337	61.60	N/A	N/A	96.2	46.7	2.5	2.4	1.8	5.4
						平均	52.0	30.4	6.7	5.2	21.7	22.9

资料来源: 彭博、招银国际环球市场 (基于 2023 年 11 月 27 日收市价)

中国必选消费板块

同步大市

Joseph Wong – josephwong@cmbi.com.hk

Bella Li – bellali@cmbi.com.hk

🔥 不均衡式复苏延续

个股推荐顺序调整

我们预计 2024 年消费板块将延续 2023 年非均衡式的复苏态势。招银国际宏观团队预测明年社会零售总额将同比增长 7.6%，大概率凭借服务业贡献拉动。零售业来看，各类消费追求显现仍存在分歧，主流的消费趋势聚焦于--成分（护肤品/饮料）、价值（酒类/乳制品/婴配粉/包装食品）和内容（化妆品/免税店/奢侈品/珠宝）。消费降级可能会进一步下沉，考虑到供应端开店扩产意愿有限，量增长或将成为大部分公司维持成长曲线的关键。相反，高端化趋势在出游零售相关的领域继续明显。成本效益将备受关注，并将成为盈利增长的主要支持。

高端化仍在有效赛道持续发生。

明年食品饮料的涨价道路将更加难走。组合升级在同品提价难度提升后将成为高端化的唯一动力，但仍将为茅台/华润啤酒/青岛/伊利/农夫山泉/珀莱雅/巨子生物等具有商品差异化的龙头企业带来机会。白酒品牌继茅台后或将逐一启动涨价，啤酒品牌在高基数下面临更大的挑战，而护肤品牌则将借助内容迭代实现升级。相对乐观的奢侈品牌（普拉达/新秀丽/周大福）的增长主要由价格推动。尽管来年增长将更常态化，但我们估计奢侈品牌仍然优于其他消费细分赛道。然而，当高端休闲消费持续转向海外时，免税板块可能继续承压。

成本效益备受关注。

投入成本下降利好毛利率扩张将在 2024 年中进一步显现。根据我们的敏感度分析，啤酒厂对这一趋势最为敏感。在运营方面，削减行政成本成主流举措，而营销支出则是总体规划中的摇摆因素。

龙年对生育率的影响微弱。

据我们的观察，生育率上升与中国龙年生肖之间的相关性较低。我们宏观分析预测 2023/24/25 年新生儿数量将稳步增长 820 万/800 万/750 万。考虑到婴儿潮转化为企业利润所需的时间，奶粉行业仍难以在 2024 年实现颠覆性复苏。

个股及赛道推荐顺序调整。

定价能力的下滑或已诱发新一轮的估值下调，后续盈利预测调整或加剧市场波动。我们看好：1) 受益于中国出境游客消费力不减的区域性精品零售商；2) 仍有价格上行动力的食品饮料行业；3) 现金流健康和分红政策友好的企业。茅台（涨价和分红政策企稳）是我们的

单价上涨节奏可能慢于预期

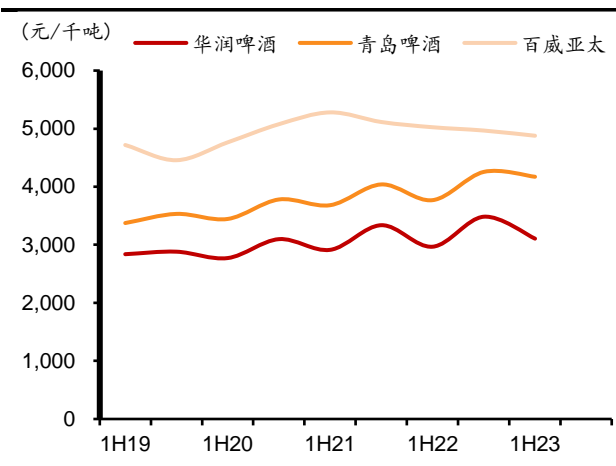
啤酒

我们预计啤酒高端化进程将在 2024 年延续，但其过程将更依赖产品组合的优化。2023 年中，华润、青岛、百威亚太透过单品提价和优化产品组合延续了啤酒高端化的进程。白酒消费降级趋势下，消费者对于相比之下更为平价的高端啤酒需求走高。从 3 家重点啤酒企业的表现可以看出，次高端以上产品的收入贡献占比不断提高。结合我们进行的渠道调研以及啤酒企业披露的前三季度数据，我们预计，在单品提价和销售组合升级的双重带动下，重点啤酒企业的 2023 全年销售均价可以实现中单位数以上的增长。

我们预计，2024 年中单品提价所能带来的啤酒企业收入改善将会减少。白酒消费向高端啤酒消费转移势头已在 2023 年中发生，预计明年实体将延续，并诱发部分超高端消费向高端啤酒、次高端转移的趋势逐渐显现。

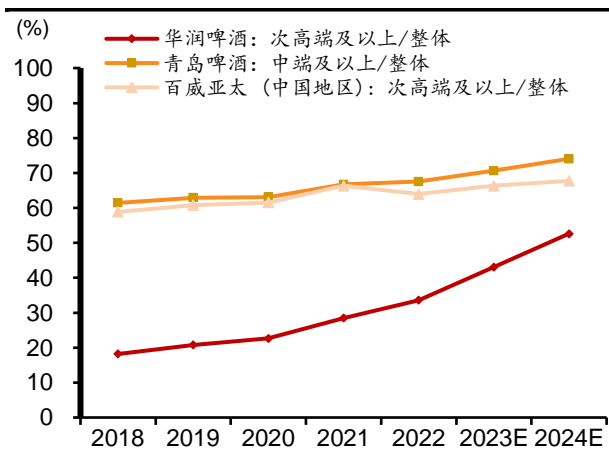
结合目前的宏观形势，3 家重点企业均表示区域性的单品价格上调可行性较高，但对于规模性提价和推新的意愿较低。我们预计啤酒企业在 2024 年的 ASP 提升为低单位数增长，并将主要依靠销售组合升级带动。但行业阶段性放缓不会对国内啤酒市场升级和高端化的长期发展路径作出系统性改变。根据我们的观察，中国高端啤酒渗透率约为 30%+，美国/欧洲/日本约为 80-90%。综上，在中国啤酒行业未来发展进程当中，高端啤酒销量仍有大幅增长空间。

图 1: 三家酒企啤酒 ASP 走势对比



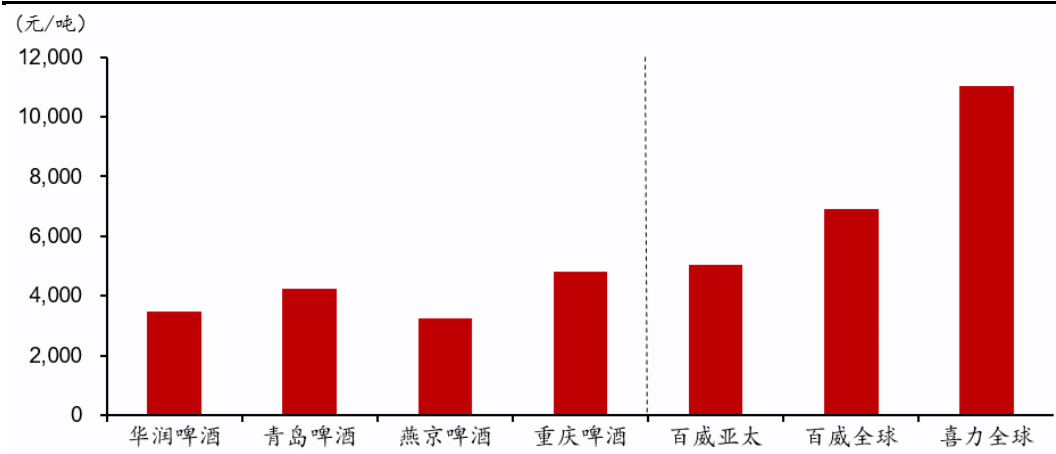
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 2: 高端产品收入贡献占比增加，组合升级持续



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 3: 国内及海外啤酒企业销售吨价对比



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

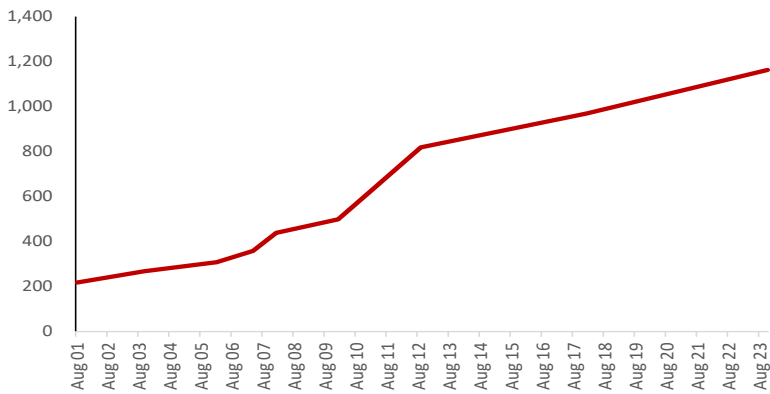
白酒

2024 年中，随提价举措逐步传至销售端，茅台有望率先与行业竞争对手迎来基本面持续改善。我们认为，行业面临的价格倒挂及库存压力可能延续至年初，但龙头企业茅台的提价举措为其他品牌的高端及次高端产品在中长期内的发展提供了更大的向上发展空间。数年内，白酒行业涨价持续受政策端及舆论约束争议，年内行业深度转型周期中，茅台涨价有助于白酒行业理顺价格带，同时代表了监管层面对于行业高质量发展的支持，中长期来看，政策的支持有望缓解高端白酒行业面临的严峻挑战。

茅台此次涨价 20% 的举措可谓是公司市场化的更进一步举措，在行业遇冷周期内，茅台实现率先涨价，强化了其稳居高端白酒市场头部的地位，并消除了市场对于公司市场化定位的担忧。收入来看，虽然茅台自提价后没有出现渠道囤货以及集中订购现象，我们认为，出厂价没有大幅向终端传导的主要原因可能是淡季期内动销活力较弱，终端价格还需一段时间反应。利润来看，预计公司在 2024 年中，可以实现的渠道利差压缩，与经销商利润再分配并持续实现直营引流。自 2022 年以来，茅台通过对非标产品提价、新品推出、扩大直营渠道占比等举措也已有效提升均价。我们预计，通过持续改善运营机制，茅台在量价齐增的基础上可实现利润增速高于收入增速。

我们预计行业面临的库存压力可能持续至 2024 年初，随贵州茅台 2023 年 11 月 1 日将“飞茅”出厂价提升 20% 以后，市场有多个关于白酒品牌提价的消息传出，高端市场中，对于“五粮液八代”和“国窖 1573”，五粮液及国窖均回应称，对提价保持观望态度。11 月初，五粮液曾否认过内部讨论提价传闻，并称正大力研发满足年轻消费者的低度酒。而 11 月末，有五粮液大商透露，公司旗下核心大单品“五粮液八代”将提价 100-200 元，提价幅度为 10-20%。11 月 1 日，泸州老窖的腰部产品--三款不同度数的 500ml“60 版特曲”经销商结算价均上调 20 元左右，上调幅度为 4%-5%，公司日常化的价格调整措施仍在实行；11 月末，公司公告称，“价格倒挂”现象在预计范围内，公司没有针对“国窖 1573”的价格调整计划。11 月末，洋河旗下头牌酒“40.8 度苏酒·头排酒”出厂价提升 3%。我们认为，酒企的决策侧面隐含了供应端提价动力仍然偏弱，中高端白酒消费需求遇冷趋势延续。

图 4: 茅台历轮提价 - 53 度飞天茅台出厂价 (人民币每瓶)



资料来源: 公司公告, 今日酒价公众号, 招银国际环球市场

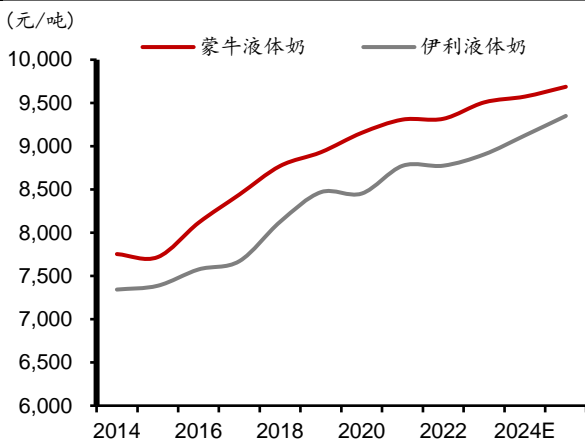
我们认为, 在茅台提价的影响下“弱复苏, 强分化”的白酒市场态势将延续至 2024 年。茅台此次提价意欲短期内提振信心, 维稳高端白酒企业估值。展望明年, 结构性机会仍然存在, 终端零售价有攀升的可能。在当前白酒价格倒挂加剧市场中, 酒企提价需首先解决库存积压量大的问题。鉴于高端白酒市场产量依然有限, 且各品牌市场地位相对稳定, 高端酒企在未来实现提价可能性高于中低端酒企。

乳品

明年龙头企业的营收及利润改善可能将会延续, 但是 ASP 增长难以带动收入的明显提升。年初至今, 乳品下游需求总量仍未实现恢复, 中国乳制品产量增速低于牛奶产量。伊利、蒙牛的液奶销售额虽环比改善, 但主要是由于两家头部企业依靠强大产业链体系抢占中小企业的市场份额实现增长, 其中大多为基础产品消费的份额, 导致两家公司液奶 ASP 增速放缓, 线上销售数据甚至呈现下降。

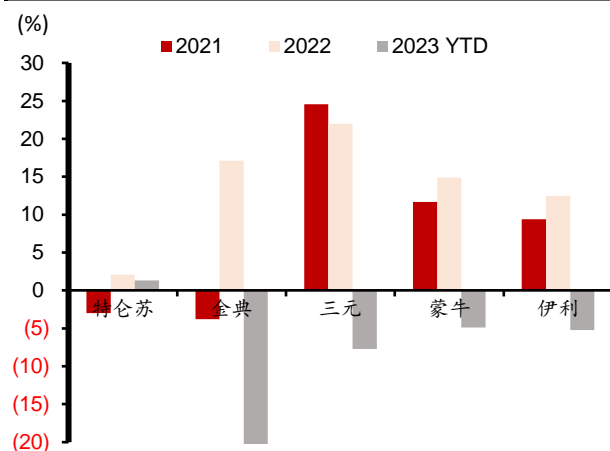
在中国乳品双寡头的市场中, 液奶价格变动基本维持趋同。2023 年上半年中, 蒙牛依靠高档产品(超高端特仑苏沙漠有机奶)带动结构优化, 上半年的毛利率提升 1.4 个百分点至 38.4%。但是联营企业妙可蓝多因奶酪棒品类竞争激烈, 营收和利润均大幅下滑, 拖累净利。而伊利旗下金典和安慕希在下半年因推新实现环比改善。

图 5: 蒙牛、伊利液体奶 ASP 走势对比



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 6: 淘天平台上高端液奶与大众液奶 ASP 变动对比



资料来源: 魔镜数据库, 招银国际环球市场

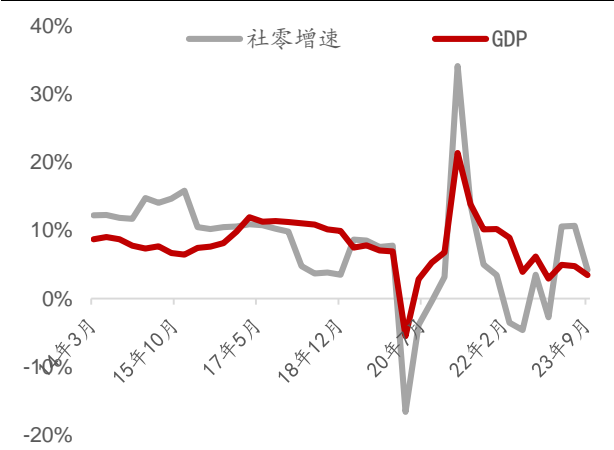
2024年，我们认为蒙牛、伊利收入增长仍然依靠高端系列液奶迭代带动。原奶价格持续下行有利于龙头企业中低端产品向升级和高端产品推出节奏。但在消费降级的大背景下以上策略仍存在难度，减价促销或成维持市占主要手段。根据我们所追踪的线上销售数据，特仑苏品牌/金典品牌2020年线上平均售价分别为96元/件、108元/件，分别相较大众常温白奶品牌溢价52%/71%；2023年初至今溢价比例收窄至24%/19%。其他业务方面，由于常温酸奶定价普遍高于一般软饮、乳酸饮料，受居民消费意识转变影响，未来的销售增长存在受阻风险。奶酪同样属于订价偏高的单品，to C及to B端的增长前景仍需时间检验。奶粉业务方面，中国新生儿人数走低情况延续。但是两家头部企业的奶粉业务定位中、高端客群，在一众小品牌在新国标注册落地后逐步出清，龙头企业的市场份额稳步提升。

美妆护肤品

行业新周期开启，发展拥抱新常态

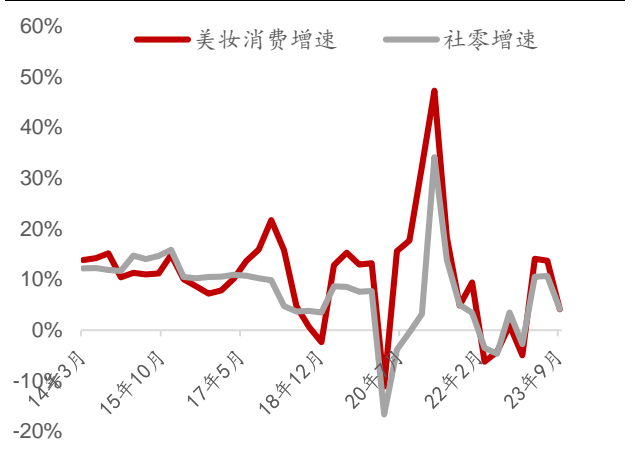
我们认为2022-23年美妆、护肤行业的增速放缓可能标志着行业新周期的开始，2024年的行业整体增速或将维持，大概保持与社会零售总额增速趋同，并维持在6%-7%左右的增速区间。我们认为，美妆板块作为非必选类消费，受宏观因素影响明显，当前的降速或标志着更长期以及更深度的调整周期以及开始。回顾往期，2017-18年GDP增长过渡性放缓，社零增速放缓明显，但是居民消费升级趋势依旧明确，电商向次线城市加速渗透，国货品牌向高质量发展，美妆、护肤行业消费年度总额保持增长。2019-2021年期间，虽有疫情影响，得益于电商及社交媒体的普及、网红经济的成熟、化妆品购物向线上的迁移，中国化妆品零售总额于2021年首次突破4,000亿元大关。然而，2022年却未能继续增长，全年化妆品零售总额跌至3,936亿元，下降4.5%，是6年以来的首次负增长。我们认为，除了2022年宏观环境发生转变外，还有两点原因：1) 消费模式变化下，直播商业模式趋向于常态化发展，红利迅速减少，销售方加大让利幅度，护肤品市场进入白热化竞争；2) 居民消费心理越加成熟，叠加不确定因素萦绕，对于非必选类的消费更趋于理性。

图7：GDP与社会零售额季度增速对比



资料来源：万得，招银国际环球市场

图8：美妆消费额与社会零售额季度增速对比

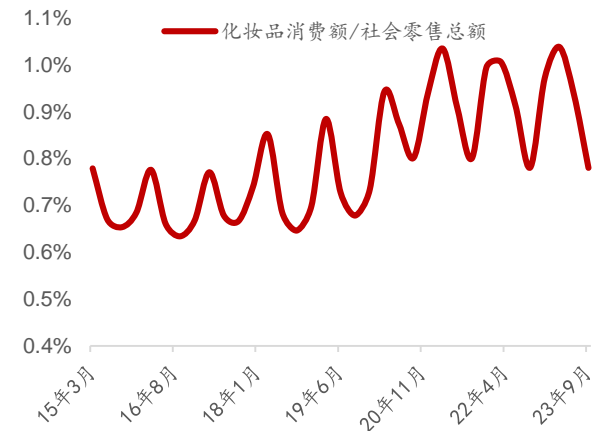


资料来源：万得，招银国际环球市场

护肤品相较于彩妆品普遍订价更高，除了盲目跟风种草、拔草以外，消费者们细分各项需求，目标在于找到最适合且最高性价比的产品。渠道全面竞争以及消费者心理方面所带来的市场变化仍在延续。美妆、护肤行业消费占比由2015年的0.7%提升至1%，而护肤品板块占比行业比例由80%下降至73%。这反映出美妆、护肤行业的非必选消费属性有所减

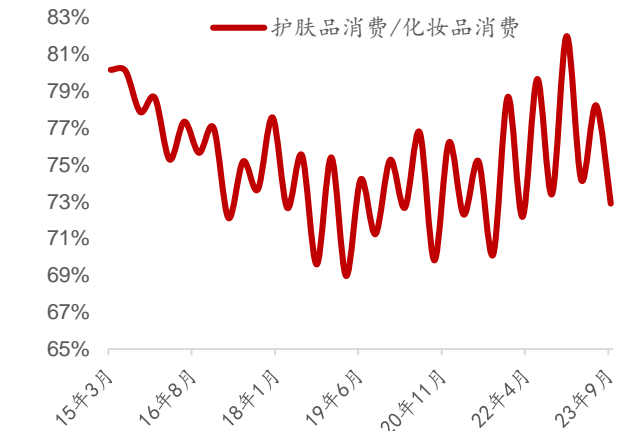
弱，且居民对于单价普遍更高的护肤品消费可能更加谨慎。在宏观局势变化下，护肤品品牌们或面临更严峻的挑战。

图 9：美妆类消费占比社零消费变化趋势



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 10：护肤品消费占比美妆类消费变化趋势



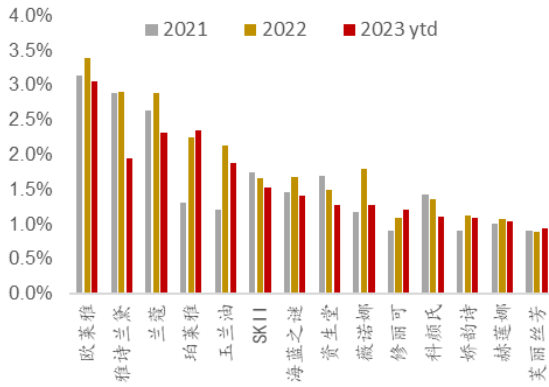
资料来源：万得，招银国际环球市场

护肤市场白热化竞争持续，“高性价比”成最大优势

竞争格局来看，根据淘天平台的数据，护肤品线上售价从 2021 年起至今，约下降 5.3%、CR 前 15 名的品牌中有 12 个品牌都经历了市占率下降，品牌间的竞争愈发激烈。大促 GMV 排名来看，今年双十一期间，国际品牌欧莱雅历史性的从第 1 名跌至第 2 名，而国产品牌珀莱雅由 618 的第 4 名提升取得第 1。总体来看，国际品牌依然在榜单中占据主导地位，且仍有新的贵价品牌上榜，日韩品牌目前均退出前 10。我们认为，“消费降级”或“两极分化”都不能单一定义现阶段的中国护肤品市场。

我们认为，消费者对于高性价比和高功效性的追求将会引领未来一段时间的行业发展趋势。据我们的观察，由 2021 年起至今，市占率排名前 15 的品牌整体市占率由 23.8% 小幅下降至 23.4%。而珀莱雅、修丽可和芙丽芳丝的市占率逆势走高。我们认为，这主要归功于“功效性”护肤热潮的发展。珀莱雅虽不属于强功效护肤品品牌，但是依靠着推出“早 C 晚 A”（即晨间抗氧化+晚间刺激自身胶原蛋白生长）的护肤概念，成功将单品与“强功效性”护肤绑定；修丽可作为美国医学专家研发的高端院线品牌，主打超浓度、强修复性精华类产品；芙丽芳丝的主要单品是具有修复功效的洗面奶，添加成分可以中和自来水的酸碱度，以维护感肌人群的皮肤状况。

图 11: 淘宝天猫各品牌市占率



资料来源: 美丽修行大数据, 招银国际环球市场

图 12: 往届大促天猫平台 GMV 排名

排名	2023年		2022年	
	双十一	6.18	双十一	6.18
1	珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
2	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	珀莱雅	玉兰油	玉兰油
5	薇诺娜	玉兰油	珀莱雅	珀莱雅
6	海蓝之谜	海蓝之谜	薇诺娜	海蓝之谜
7	玉兰油	赫莲娜	资生堂	薇诺娜
8	修丽可	SK-II	SK-II	赫莲娜
9	赫莲娜	修丽可	修丽可	修丽可
10	娇兰	薇诺娜	娇兰	资生堂

资料来源: 美丽修行大数据, 招银国际环球市场

成分关注期后, 功效护肤意识崛起

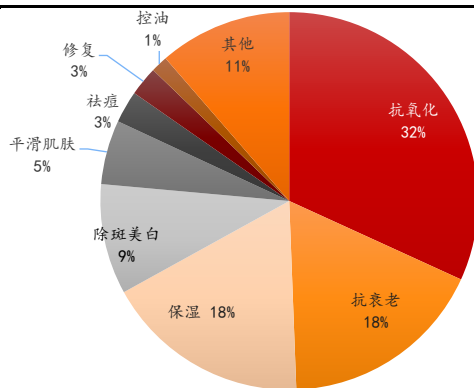
近几年中, 功效性护肤品赛道景气度走高、发展迅猛, 不少品牌拓展皮肤药品属性的技术研发并加以宣传, 向消费者注入了: 通过运用活性成分修复皮肤, 并缩短改善期、加速恢复期、且叠加多重功效于一体的理念。“强功效性”已经成为很多品牌们塑造“高性价比”定位的核心竞争力。2022年各种在线调查中与护肤品相关的搜索频率显示, 与2020年相比, 对草本成分的搜索明显下降。大约一半与护肤品相关的搜索与抗氧化和抗衰老有关。

图 13: 成分热度向功效性转移

2020	2022
Top 1 Centella asiatica extract (积雪草)	Nicotinamide (烟酰胺)
Top 2 Selaginella tamariscina extract (复活草)	Hyaluronic acid (透明质酸钠)
Top 3 Laminaria extract (海藻)	Tocopherol (生育酚)
Top 4 Chamomile extract (洋甘菊)	Centella asiatica extract (积雪草提取物)
Top 5 Aloe extract (芦荟)	Glabridin extract (光果甘草根提取物)

资料来源: 美业研究院, 美丽修行大数据, 招银国际环球市场

图 14: 护肤品搜索中一半与抗氧化/抗衰老功效相关



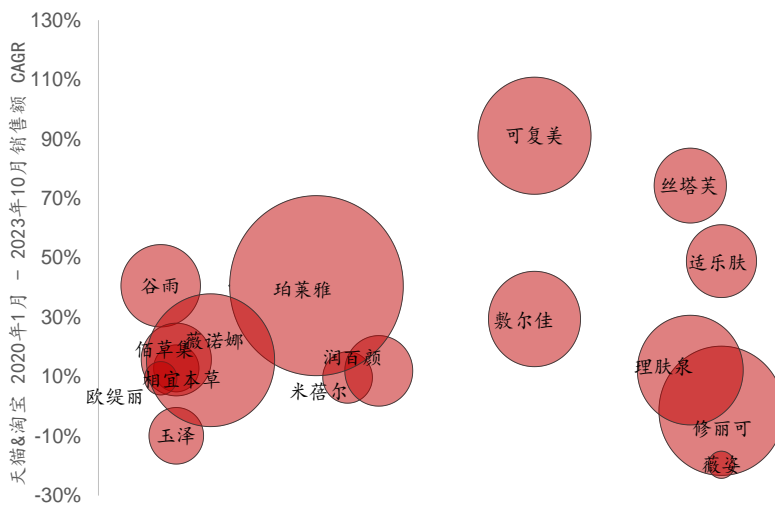
资料来源: 美丽修行大数据, 招银国际环球市场

本土品牌差异化发展、海外品牌加入平价竞争行列

近年来，本土及国际功效性护肤品品牌发展强劲。根据我们统计相关品牌的数据，巨子生物旗下的可复美主打重组胶原蛋白类产品，以医美光电类手术后紧急修复功效出圈，品牌销售额实现在过去4年中CAGR达到91%。而以云南草本为主要成分的薇诺娜同期增速仅为16%，与相宜本草、佰草集等主打舒敏的草本萃取类品牌一致。

海外品牌方面，虽然欧莱雅集团旗下的适乐肤、理肤泉、修丽可等品牌的增速相较于胶原类产品略缓，但是市场规模已不容小觑。相关数据中也可以看出，海外品牌的受追捧度与本土品牌相当，并且相同功效下，海外品牌定价甚至做到更低。

图 15: 淘宝天猫平台上各品牌 GMV 增速与市占对比



注：品牌圆圈大小示同期内平台上销售额

资料来源：魔镜数据库，招银国际环球市场

图 16: 海外品牌性价比突出

品牌	本土/海外	商品名称	天猫双十一 价格	365天累计销量	成分定位
理肤泉	海外	B5 修复霜	80/40 ml	500 k+	生物活性成分复配
雅漾	海外	修复霜	68/40 ml	80 k+	生物活性成分复配
丝塔芙	海外	四维面霜	130/45 ml	100 k+	生物活性成分复配
薇诺娜	中国	特护霜	168/50 g	400 k+	植物萃取
谷雨	中国	美白修复霜	168/130 g	300 k+	植物萃取

资料来源：淘宝，招银国际环球市场

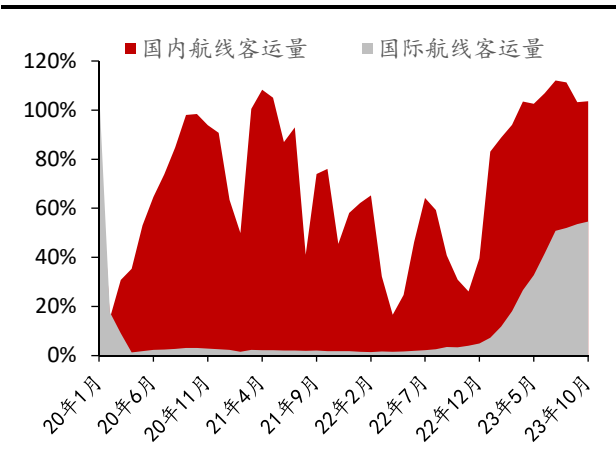
高端消费

2024年旅游消费方面，全球旅游消费活动在中国出游复苏下将维持平稳修复态势。据媒体报导，截止10月中旬，我国国际定期客运航班班次已恢复2019年的55.6%。其中中方/外航执飞恢复至2019年57.5%/42.5%。截至目前，浦东、首都国际机场的国际（含港澳）旅客客运量仍较2019年低65%/72%。今年以来，中国旅客出行活动意愿恢复迅速，但是受多重因素影响，国际航线完全恢复可能需要更长时间。我们认为，随航班供应持续修复，中国的旅客的跨境出行需求将在2024年中进一步释放，并拉动全球的旅行零售。

我们认为，疫情后的全球的商务及休闲旅行积压需求仍在释放中，新秀丽有望维持强劲增势。今年3季度亚洲区销售净额增长41%，带动整体销售额增长21%，且4季度中并未出现减弱势头；定位高端客群的Tumi品牌销售同比增长29%。明年中，公司有望借TUMI女士系列推出以及新秀丽主品牌的折扣收窄和品牌形象提升实现ASP的多方位提升。

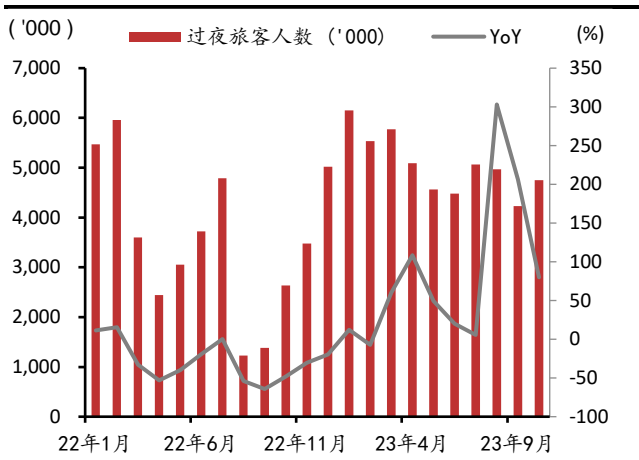
中国旅游市场来看，虽然居民消费意愿走弱致使转化率承压，中国中免ASP及销售额将在2024年维稳提升。我们认为，中端客群向高性价比目的地及产品消费转移的趋势可能利好境内免税购物需求增长。同时，得益于新品牌入驻免税城及机场门店品牌升级，产品组合和库存水平将实现优化和改善。赴岛旅客数据来看，10月的三亚凤凰及海口美兰国际机场客流量已超出2019年同期。海口海关数据显示，10月全岛免税消费金额达到33亿元，同比增长44%；免税购物人次达到54.4万人，同比增长117%。

图 17: 对比 2019 年的内地/国际航线客运量



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 18: 海南过夜旅客每月人数及同比变化



资料来源：万得，招银国际环球市场

国际奢品方面，普拉达有望在实现ASP稳步增长的同时保持提升市占率。公司预计ASP升幅为4%，一致于今年的提价幅度且保持低于其他顶奢品牌。2023年初至今，香奈儿将中国区的产品提价两次，提价幅度分别为7-12%/6-8%。爱马仕同样预计在中国市场于2023年内提价2次，12月的涨价幅度预计为6-12%。LV品牌更是在2023年初至今进行了3次规模性提价。我们认为，顶奢品牌在亚洲地区的提价意图依然明确，欧洲奢侈品市场依赖旅行零售，明年中中国旅客到访量增加有望支持市场实现常态化增速。我们认为，普拉达集团的涨价幅度更为谨慎，贴合当前环境内的消费心理。同时，子品牌Miu Miu在中国及日本市场仍维持着强劲的增长势头。

图 19: 奢侈品中国市场 4 年以来提价幅度

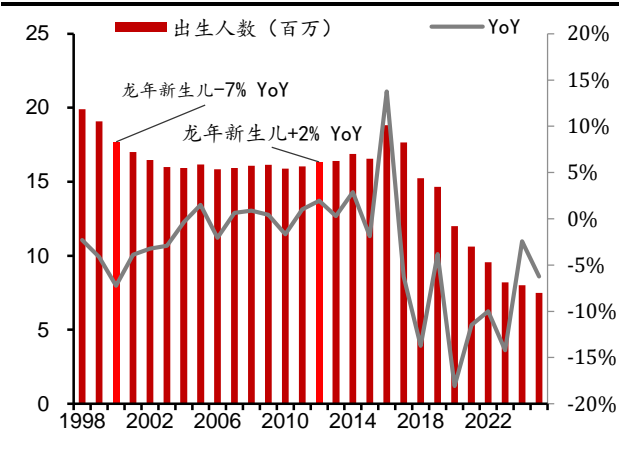
Louis Vuitton	2019.7	2020.1	2020.7	2021.1	2022.2	2023.2	2023.6	2023.9	4年涨幅
Neverfull 中号	¥ 10,000	¥ 10,900	¥ 11,700	¥ 12,000	¥ 14,400	¥ 14,400	¥ 14,400	¥ 14,800	48%
Pochette Metis 中号	¥ 13,300	¥ 13,800	¥ 14,900	¥ 15,900	¥ 17,400	¥ 17,400	¥ 19,100	¥ 19,700	48%
Nano Speedy	¥ 8,250	¥ 8,600	¥ 9,250	¥ 9,250	¥ 10,200	¥ 12,800	¥ 13,900	¥ 14,800	79%
Chanel	2019.5	2019.11	2020.5	2020.11	2021.7	2022.11	2023.3	2023.6	4年涨幅
CF 中号	¥ 38,100	¥ 42,600	¥ 48,900	¥ 51,500	¥ 56,100	¥ 66,500	¥ 74,900	¥ 80,500	111%
2.55 中号	¥ 38,100	¥ 42,600	¥ 48,900	¥ 51,500	¥ 56,100	¥ 66,500	¥ 74,900	¥ 80,500	111%
19 小号	¥ 34,200	¥ 34,700	¥ 36,500	¥ 36,500	¥ 40,100	¥ 41,500	¥ 47,100	¥ 50,500	48%

资料来源: 品牌官网, 招银国际环球市场

农历龙年对新生儿出生率影响有限

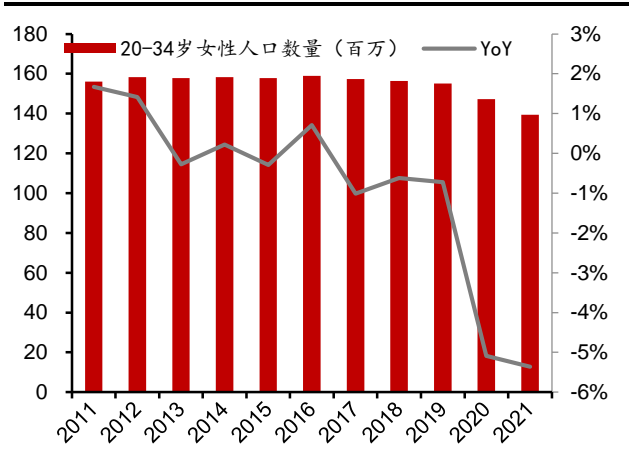
新冠疫情对新生儿出生率的影响将在2024年逐渐稳定。2019年至2021年，中国出生率由10%以上降至7.52%，并于2022年降至6.8%。据测算，中国20-35岁年龄区间的女性人数正在以每年2-3%的速度正常化，结合青年失业率和收入预期，年轻人推迟生育计划的趋势可能会阶段性维持。据我们的观察，生肖偏好对于生育决策影响有限，预计2023-2024年的中国人口出生率将保持在正常区间。

图 20: 中国出生人口及同比变化趋势



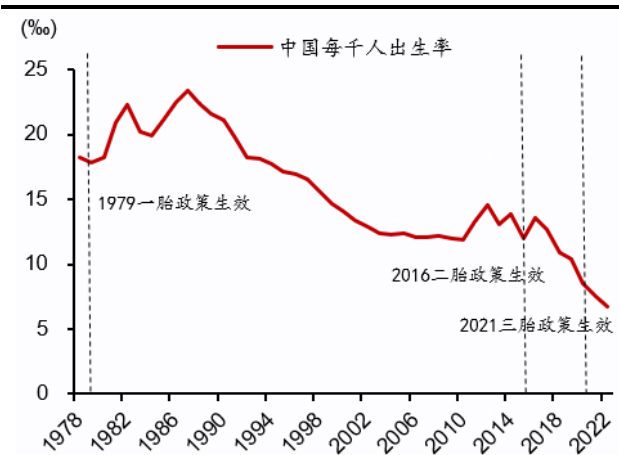
资料来源: 万得, 招银国际环球市场预测

图 21: 20-34 岁之间女性人口数量及同比变化趋势



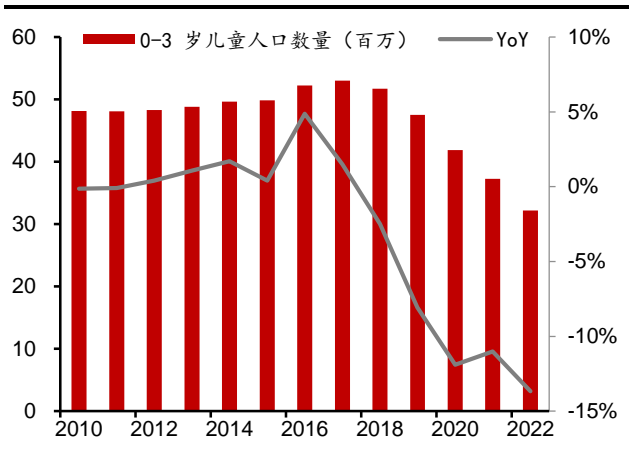
资料来源: 万得, 招银国际环球市场

图 22: 中国出生人口及同比变化趋势



资料来源: 万得, 招银国际环球市场

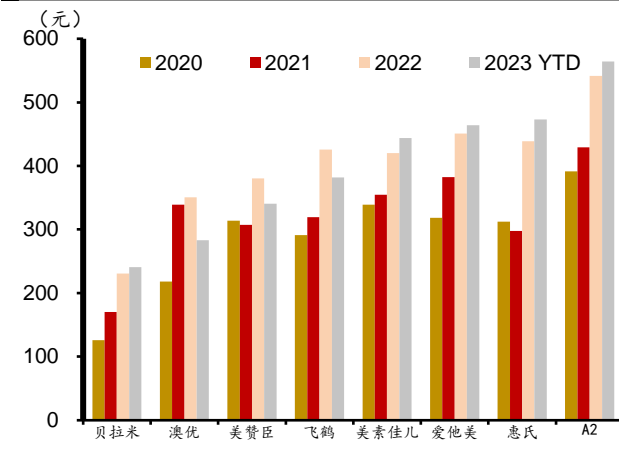
图 23: 0-3 岁之间儿童人口数量及同比变化趋势



资料来源: 万得, 招银国际环球市场

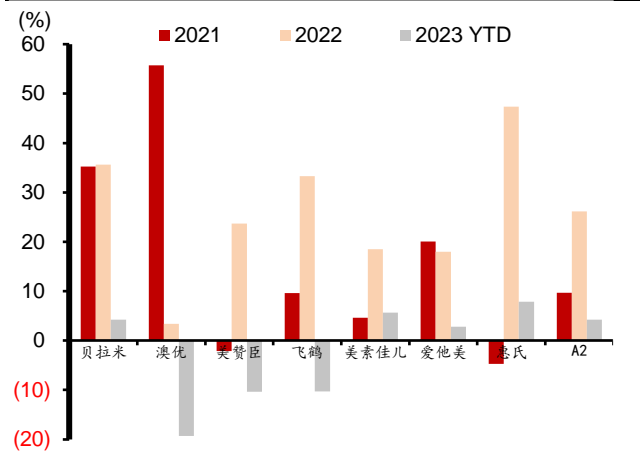
展望2024年，我们预计婴配粉市场价格战情况将会随着小品牌的退出再度减小，婴配粉市场规模总量的缩减趋势将延续。今年中，婴配粉行业“新国标”调整已在下半年中完成落地。长期来看，中国奶粉消费升级趋势不变，但是品牌提价幅度可能延续疲弱。淘天平台数据显示，今年内高端品牌仍然可以维持价格上涨的动力，但是提价幅度明显收缩，高端市场竞争加剧。

图 24: 淘天平台上婴配粉 ASP 对比



资料来源：魔镜数据库，招银国际环球市场

图 25: 淘天平台上婴配粉 ASP 同比变化



资料来源：魔镜数据库，招银国际环球市场

企业投入成本将持续优化

啤酒方面，2024年成本方面利好影响将扩大。得益于今年法国农作物丰收，进口大麦价格年初至今持续走低。自2020年5月起对澳麦实行“双反”三年以来，政策于2023年8月正式取消，内地啤酒企业均表示此举将有利于2024年起压缩原材料采购成本。包装成本方面，高端化进程引领内非即饮渠道的啤酒消费需求增高，中国市场罐化率逐渐走高，由2021年的26.3%上升到2023年的32.5%，毛利率偏低的玻璃瓶产品占比减少。此外，供应链受阻以来，多数企业通过对冲等手段已将铝材成本上升压力转移，预计未来面临包材成本波动将进一步减少。

乳制品方面，原奶价格由2021年8月起持续走弱，目前已由4.4元/公斤跌至3.7元/公斤。我们认为，当前情况主要是由于大规模乳企牧场市占率不断提升以及供需不平衡所导致，我们预计，原奶价格走弱趋势将延续至2024年。2022年中国液奶消费出现8年来的首次下降，降幅约为8%。2023年初至今，乳品下游需求总量仍并未恢复，全国乳制品产量增速低于牛奶产量。由于原奶未经杀菌、检验、包装等多个步骤处理不能直接销售，牧场端定价能力较低，原奶价格与终端需求联系密切。2023年初至今，饲料价格持续上涨，有牧场面临经营压力被迫关停或破产。但全国奶牛存栏数量并未减少，牧业集团扩建仍在继续。2023年前3季度，全国5个主产区的牛奶产量增速达到6-27%。据艾弗沙利文统计，2015年千头奶牛以上的牧场供应原奶总量比例约为24%，2022年这一比例达到了44%。我们预计，原奶供应正在加速向大型牧场整合，原奶低价局面在2024年中可能不会发生扭转。

黄金珠宝方面，随着美联储停止加息预期增强，金价仍将维持在高位，但是波动区间会更缓和。今年以来，中国黄金投资需求稳定。据中国黄金协会披露，前三季度的中国黄金消费量同比增长7.3%，黄金首饰消费同比增长5.7%。周大福管理层曾表示，尽管面临金价再度上涨以及黄金类收入占比持续提升影响毛利率水平，公司有望通过调节营销费用率、黄金借贷比例等方式保证核心利润率改善，并计划于2024年中集中发力镶嵌类商品的推出。对于2024年，公司表示，面临金价上涨会调整黄金对冲比例，运用黄金负债成本优势，并对营销费用率继续实行把控，以实现核心净利润率改善。周大福作为头部品牌，虽然以黄金商品为主的收入构成的模式将持续，但其贴合年轻一代消费偏好推出的联名类、国潮类的黄金及镶嵌类商品将助力品牌在接下来的白热化市场竞争格局中保持增长韧性，并在中期体现出对于毛利率的提升贡献。

图 26: 食品饮料公司对原材料敏感度分析

(RMB mn)	Assumed % change	CRB	Tsingtao	Budweiser (USD mn)	Mengniu	Yili	Feihe	Nongfu	UPC	Tingyi	Nissin (HKD mn)
Revenue (2023E)		38,441	35,702	6,783	99,315	127,901	20,371	40,843	29,549	83,970	38,722
Gross profit		15,491	13,416	3,493	36,151	41,018	12,616	23,999	8,983	25,670	13,204
GPM		40.3%	37.6%	51.5%	36.4%	32.1%	61.9%	58.8%	30.4%	30.6%	34.1%
Packaging & raw mat cost change	-10%	1,276	1,284	222	3,790	5,213	620	862	641	2,711	1,276
GPM impact		3.3%	3.6%	3.3%	3.8%	4.1%	3.0%	2.1%	2.2%	3.2%	3.3%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场预测

估值

图 27: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/ 下行空间	市值 (US\$ mn)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
							FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
食品饮料、必选												
华润啤酒	291 HK	买入	69.8	34.0	105.3%	14,115	18.5	14.7	3.3	2.8	17.8	19.4
青岛啤酒	168 HK	买入	82.1	50.3	63.2%	11,394	14.2	12.7	2.3	2.1	16.0	16.7
百威亚太	1876 HK	持有	16.9	13.4	26.1%	22,708	23.4	20.8	2.0	1.9	8.6	9.3
贵州茅台	600519 CH	买入	2219.0	1750.7	26.7%	308,103	29.6	24.9	9.5	7.8	33.0	32.8
伊利股份	600887 CH	买入	34.5	26.8	28.7%	23,902	16.6	15.3	3.1	2.9	18.6	19.2
蒙牛乳业	2319 HK	买入	36.5	22.9	59.7%	11,504	14.0	12.4	1.9	1.7	13.3	13.6
中国飞鹤	6186 HK	持有	4.9	4.4	11.4%	5,106	8.1	8.0	1.3	1.2	16.7	15.6
农夫山泉	9633 HK	买入	56.9	44.9	26.9%	64,545	44.5	37.4	17.2	15.5	38.6	41.4
百果园	2411 HK	买入	7.7	6.0	29.0%	1,214	20.3	18.4	2.5	2.3	12.3	12.5
洪九果品	6689 HK	买入	6.4	5.6	13.5%	1,023	4.5	4.1	0.9	0.7	20.6	19.1
						平均	19.4	16.9	4.4	3.9	19.6	20.0
免税、化妆品、珠宝												
中国中免	601888 CH	买入	124.4	86.6	43.6%	24,902	25.9	19.2	3.4	3.0	13.0	15.7
巨子生物	2367 HK	买入	48.9	35.3	38.7%	4,488	25.1	20.3	7.7	5.5	31.3	27.9
珀莱雅	603605 CH	买入	138.3	98.5	40.4%	5,475	37.4	30.3	9.1	7.5	24.3	24.6
贝泰妮	300957 CH	持有	81.6	69.2	18.0%	4,104	26.3	21.9	4.6	4.0	17.4	18.1
上海家化	600315 CH	持有	21.4	23.1	-7.2%	2,184	31.3	24.5	2.1	1.9	6.6	7.9
周大福	1929 HK	买入	18.6	11.1	67.0%	14,255	16.2	14.2	3.0	3.3	16.6	26.8
新秀丽	1910 HK	买入	30.0	23.2	29.3%	4,295	11.1	9.5	3.1	2.4	27.3	25.1
普拉达	1913 HK	买入	70.2	43.3	62.3%	14,161	20.2	18.1	3.4	3.1	16.3	17.0
思摩尔国际	6969 HK	买入	11.0	6.7	63.7%	5,278	23.8	18.1	1.8	1.7	7.5	9.3
						平均	23.2	18.9	3.9	3.4	17.8	19.2

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

中国可选消费行业

同步大市

可选消费分析师：胡永匡 - walterwoo@cmbi.com.hk

大破大立之年，也许是危，也许是机

预期经济继续探底，而消费会被拖累，看好出口和高息股

■ **2023年消费行业虽然有所反弹，但仍然大幅低于预期。**

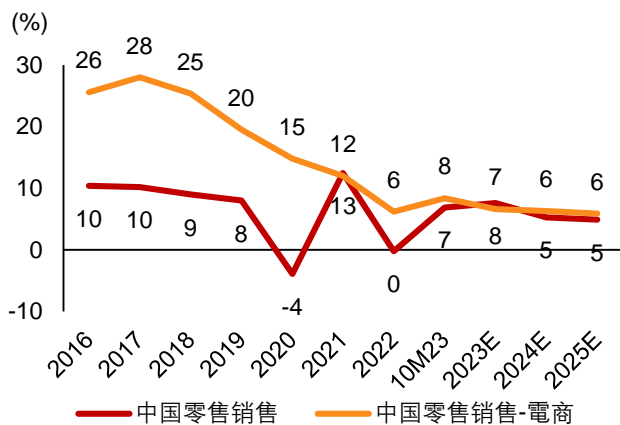
中国零售销售增长，从2022年的0%反弹至2023年的约7%，主要是受到线下客流复苏所带动，而在线增长因为高基数，只有小幅加速。

除了年初的时候，因为疫情时积压需求的释放，而令1到3月的数据略超预期，5-1黄金周之后的数据均低于预期。年中以来，尽管工业利润和出口有所改善，但失业和裁员潮，以及楼价下跌带来的负财富效应都极大地影响了消费力和消费信心，而导致在中秋和10-1国庆假期之后，销售的复苏率出现明显的环比转弱，并预示着一个可能更为悲观的2024年。

按行业表现来说，体育用品和餐饮，香港零售和旅游（酒店）均有较大的跌幅，前者是因为消费降级，行业比较分散下，价格战加剧而令销售和毛利率都低于预期，而后者则是复苏率（包括旅客人数和整体消费力）都不如预期，而且这些板块估值普遍较高。

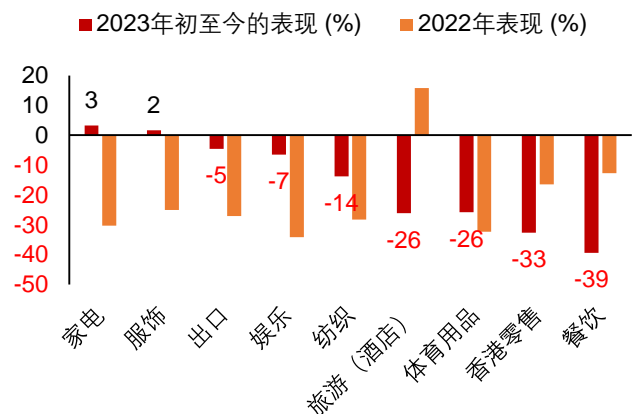
表现较好的，只有家电和服装行业，首先这两个行业的估值都较低，股息率也更高，另外，家电行业也受惠于竣工数增长，天气较热令空调热卖和出口业务改善的帮助（强美元），而服装行业则受惠于行业库存偏低，以及消费者在疫情后，社交需求和对衣服多样性需求的复苏。

图 1: 中国零售销售增长 - 线下和电商销售



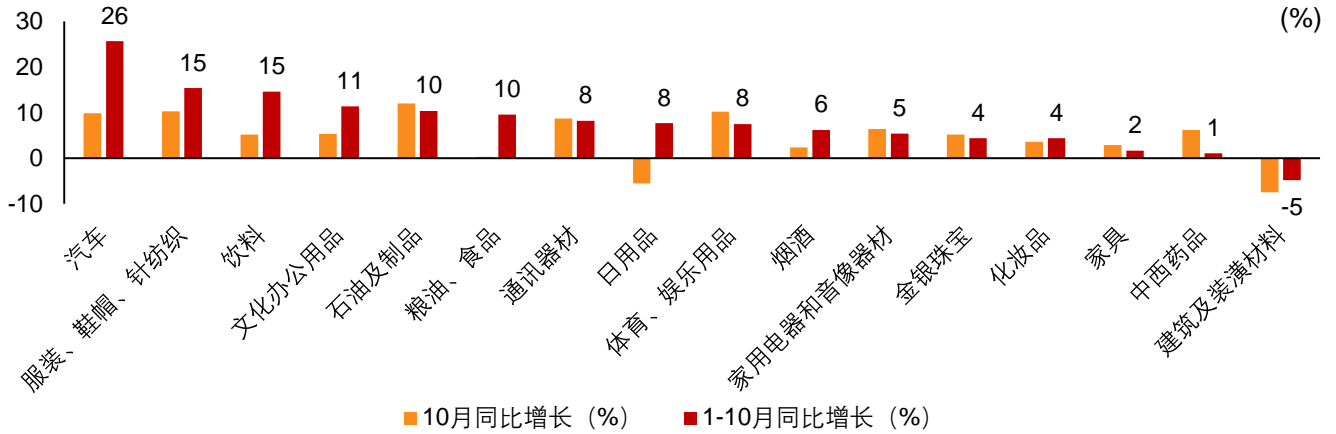
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

图 2: 2023年和2022年股价表现 - 按子行业



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图3：中国零售销售增长(1-10月和10月)-按子行业



资料来源：国家统计局, 招银国际环球市场

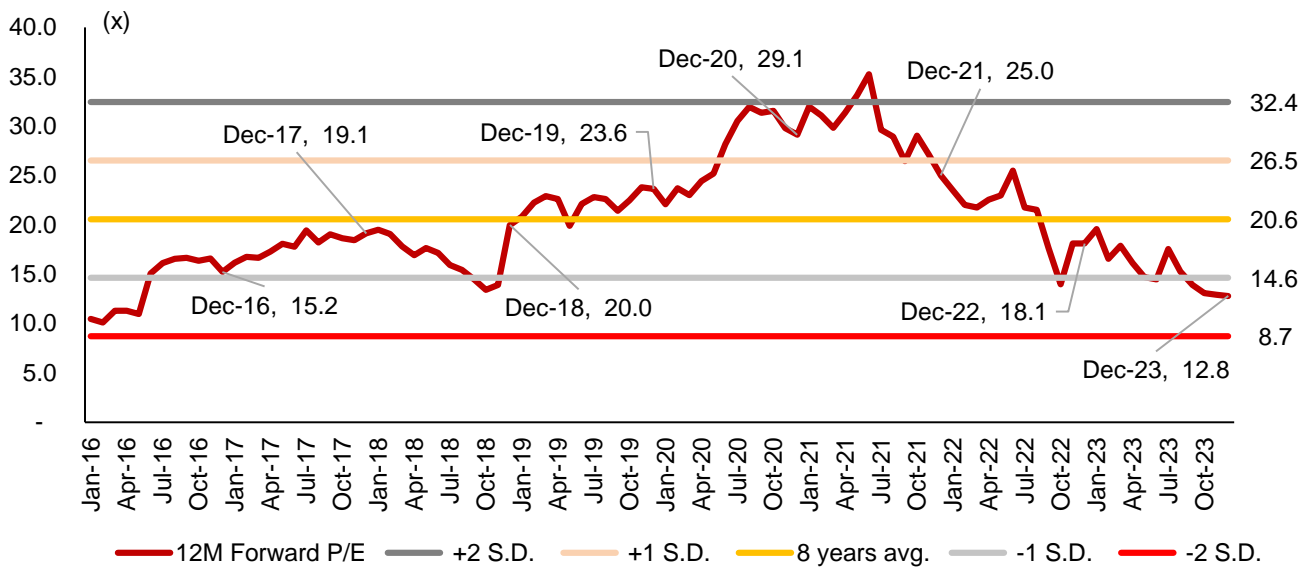
■ 估值短期可能仍然需要下探，但中长期而言有望见底回升。

从估值来说，行业预测市盈率从22年的18倍，进一步下降至23年的13倍，主要仍然是企业盈利低于预期和投资风险的提高。

对比8年平均的21倍，目前的估值相当便宜（过去8年最高和最低分别约为33倍和10倍），不过因为基本面仍然面临巨大风险，地缘政治问题仍未解决，投资逻辑发生根本性改变，合理估值也许可能需要下移。

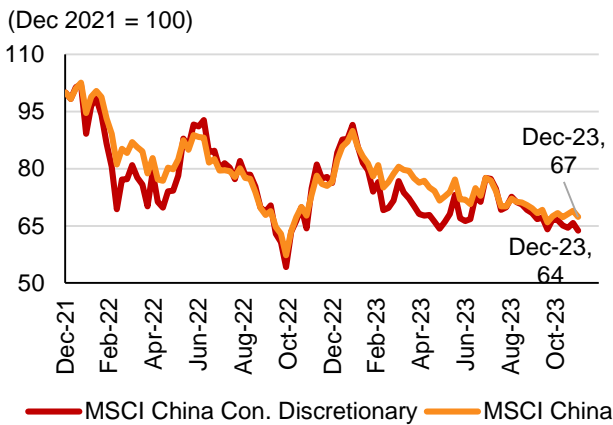
而且我们仍然预期房价会进一步下跌和海外资金继续流走，所以并不排除估值在短期内（6个月左右）仍然需要下探。但中长期而言（12个月以上），随着投资者的预期逐渐降低，估值有望进入周期底部，见底回升。

图4：可选消费行业估值



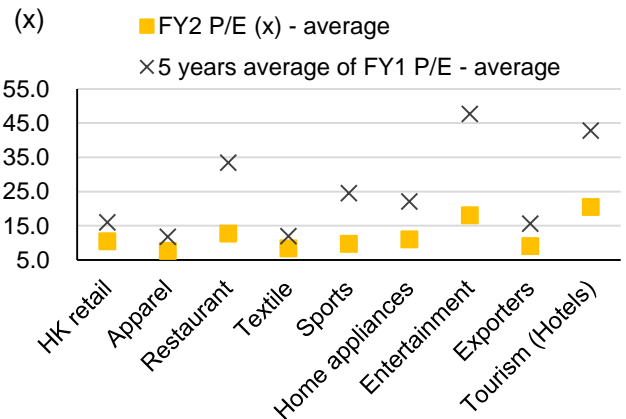
资料来源：彭博, 招银国际环球市场预测

图 5: MSCI 中国和 MSCI 中国可选消费



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 6: 子行业估值 - 现在和 5 年平均



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

■ 我们对 2024 年的看法为同步大市

我们预计 2024 年的中国零售销售增长可以达到 5%左右，除了线下销售持续复苏，电商销售也会重新录得正常增长。

但从投资者的角度来说，我们仍然是悲观的，即使假设：1) 地缘政治风险，2) 美国利息水平大致保持，中国经济进一步下行的风险仍然较大。我们认为政策是有所放松，但实际效果和传导时间，以及整体信心恢复都需要时间来验证，所以现阶段，不论从就业情况，经营环境和房地产价格的角度来判断，这几个因素，也是并未见底的。

从投资主线来说，我们是推荐：

- 1) 消费降级（能“平替”别人产品的公司和品牌）
- 2) 海外经济复苏（有效利用中国产能外卷）
- 3) 高防守性（业绩确定而且股息率高）的目标。

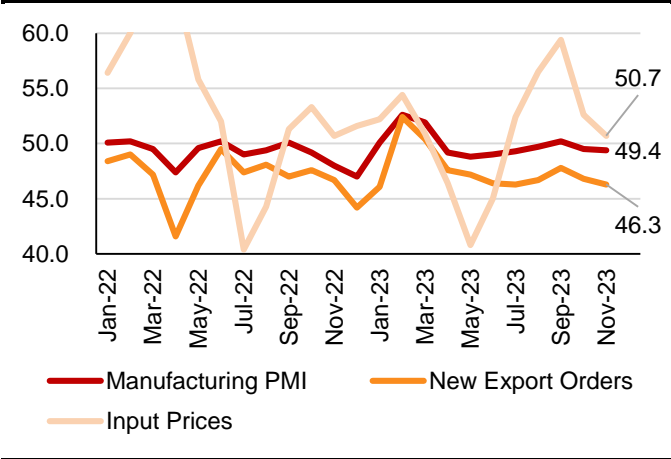
另外因为 2024 年的春节会较晚（在 2 月，较去年晚约 3 周），预计对整个消费行业都会有利。但对于体育用品和服装，因为 2023 年到 2024 年大概率会是一个暖冬，所以整体还是负面的。

不过我们也同时要提醒投资者，假如政府政策大幅转向，楼价企稳回升，人民币重新升值，我们也会及时看好餐饮、中高端零售、旅游、香港零售等等，也维持看好家电和服装。

■ **对营商环境和就业预期并不乐观**

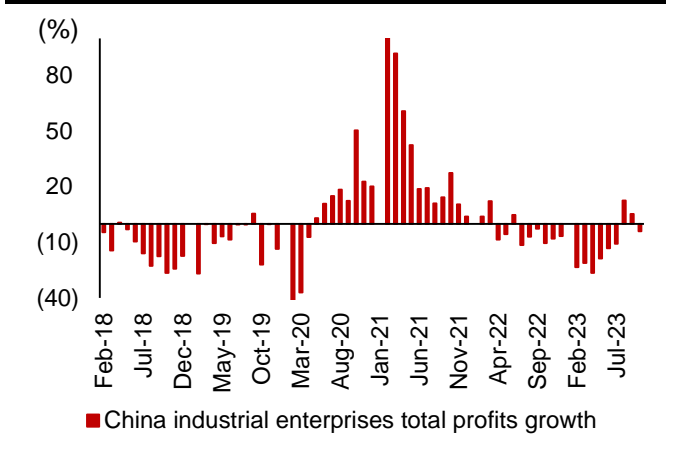
虽然工业利润在下半年重新录得增长，但参考今年以来的PMI数字（仍然经常低于50），加上新出口订单并不强劲和原材料购进价格持续走弱，我们预计中国整体的经营环境仍然不会良好。

图 7: 中国制造业 PMI



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 8: 中国工业利润增长(月)

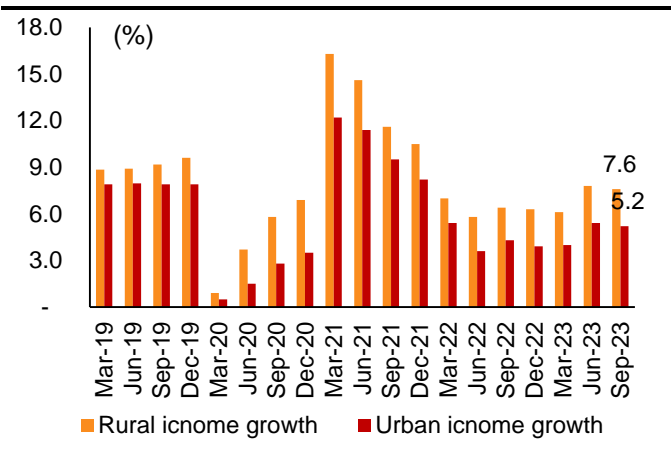


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

另外，虽然统计局公布的人均收入增长在 3 季度有持续改善，但我们认为中国的劳动市场仍然相当疲弱。根据 QuantCube Technology 的数据，从 3 月起，中国的新增职位数量开始出现同比下降，而到 4 季度，下降幅度仍然有近 40%。如果趋势延续，也许要到 2024 年 2 季度才会有同比好转。

我们也观察到，中国居民的储蓄率仍然在高位徘徊，2 季度在约 58%，虽然较 2022 年 4 季度的 62%有所回落，但对比疫情前的正常水平差距甚远。

图 9: 中国人均收入增长 - 按城镇和农村



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 10: 中国职位空缺预期指标

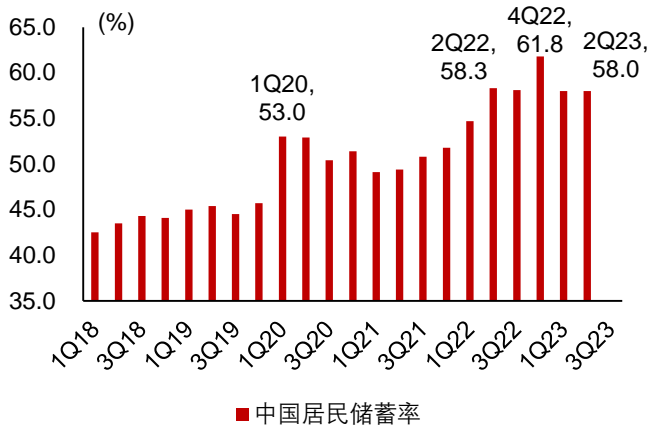


资料来源：QuantCube Technology，招银国际环球市场

■ 我们认为房价仍然有下跌空间，所以负财富效应还会持续

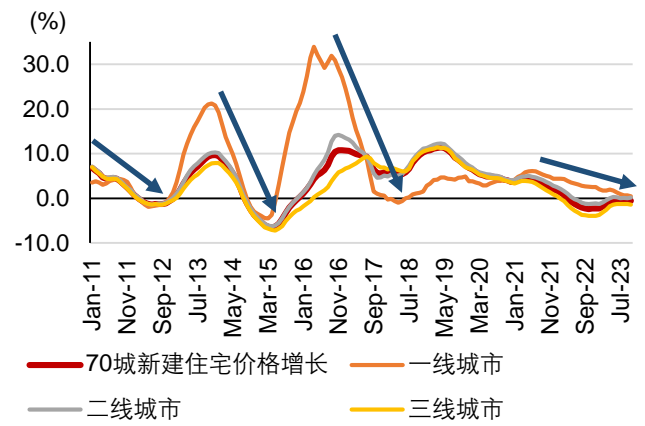
虽然房地产政策已经开始放松，对地产商的销售和融资都有各种新的支持，但受限于经济增长的影响，我们认为房地产的购置需求仍然很弱。以往一线城市的楼价较为稳健，但在2023年，均出现了不同程度的下跌，都暗示基本面不稳。

图 11: 中国居民储蓄率



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

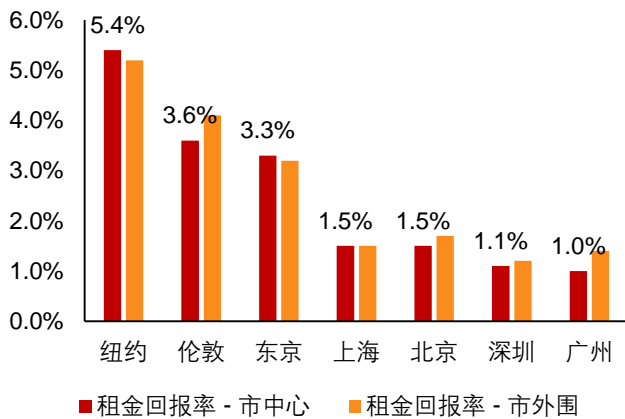
图 12: 中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (月)



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

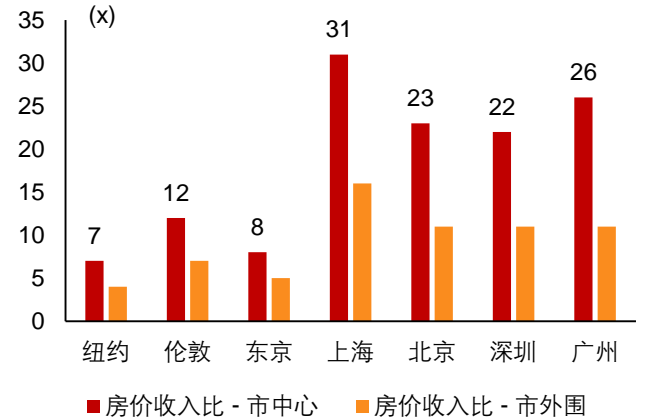
极端一点来说，因为中国一线城市（如北京、上海、深圳、广州）对比海外一线城市（如纽约、伦敦、东京），租金回报率都会较低而房价收入比都会较高，所以对投资者的吸引力都会较低。而假若楼价下跌预期延续，我们认为承接的投资者数量并不会非常的多。

图 13: 2023 年租金回报率 - 中国对比海外一线城市



资料来源：Numbeo, 招银国际环球市场预测

图 14: 2023 年房价收入比 - 中国对比海外一线城市



资料来源：Numbeo, 招银国际环球市场预测

■ **消费降级（能“平替”别人产品的公司和品牌）**

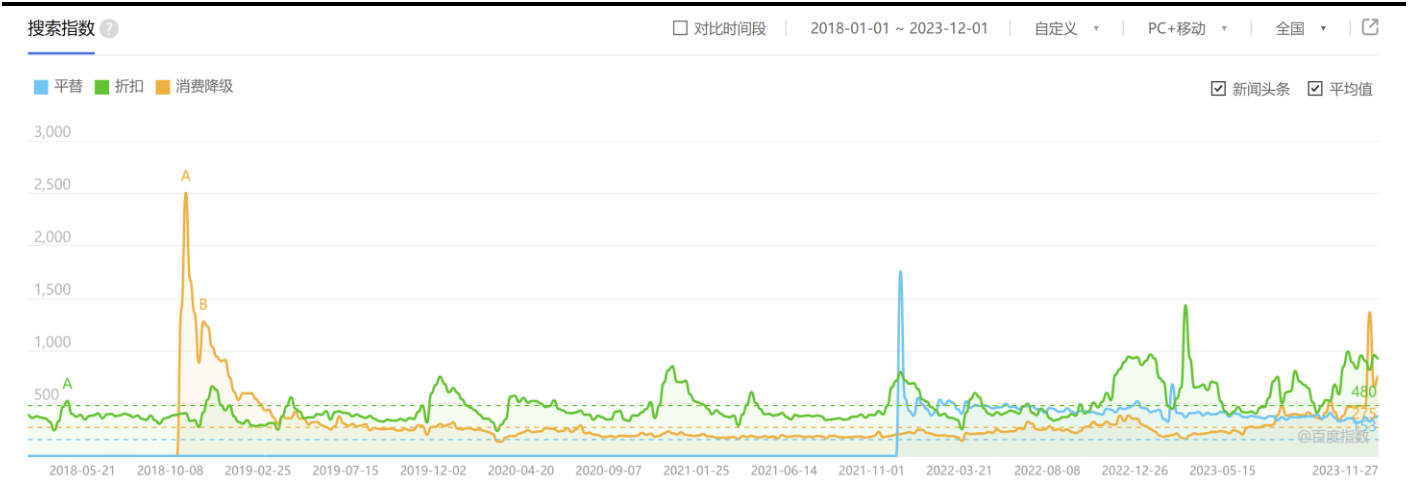
从2020年疫情以来，各个行业都受到不同程度的打击，包括教育、房地产、互联网、金融、以及零售。更甚的是，到了2023年疫情后强劲复苏的希望亦被打破，迭加资产价格下跌（楼和股票），消费习惯变得越来越理性。

根据百度指数，从2022年起，“平替”、“折扣”和“消费降级”等关键词的热度持续爬升。根据人民网在2023年11月做的消费者问卷调查，在今年双十一期间，有四成的消费者认为自己的冲动消费减少了，而且对于某些商品，只要功能满足了，价钱越便宜就越好。

所以在行业增长放慢，逐渐变成存量竞争，加上消费习惯变得越来越理性的情况下，“平替”成为较为有效的出路。

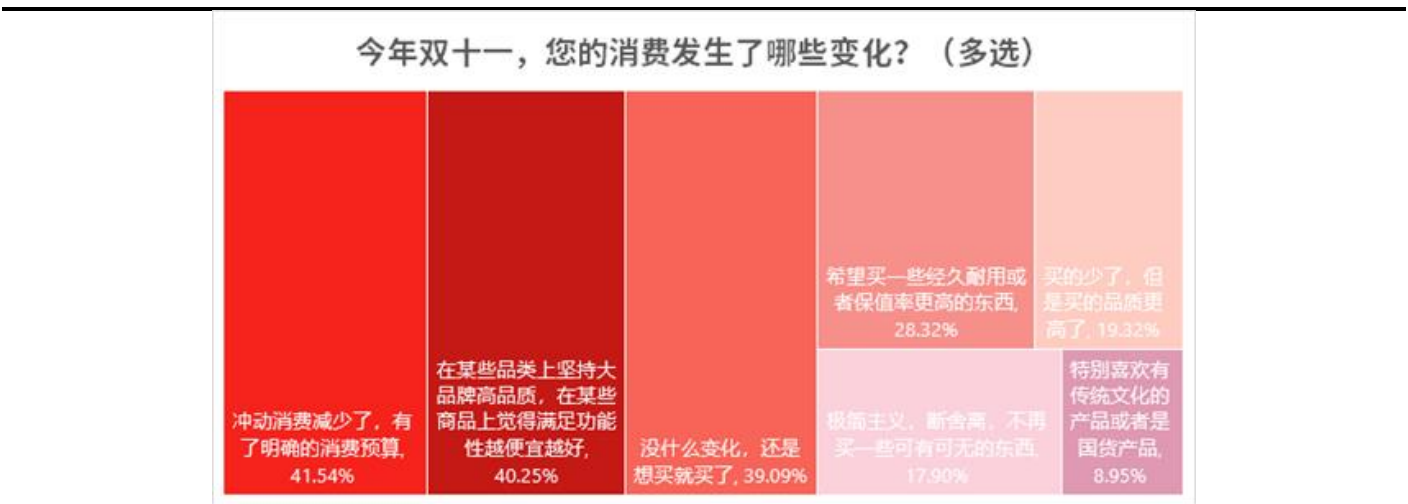
我们推荐：安踏（2020 HK，买入）、达势股份（1405 HK，买入）、瑞幸咖啡（LKNCY US）、百胜中国（9987 HK，买入）、美的（000333 CH，买入）等。

图 15：百度指数关键词“平替”，“折扣”和“消费降级”的搜寻量



资料来源：百度指数, 招银国际环球市场

图 16：人民网 2023 年双 11 消费者问卷调查



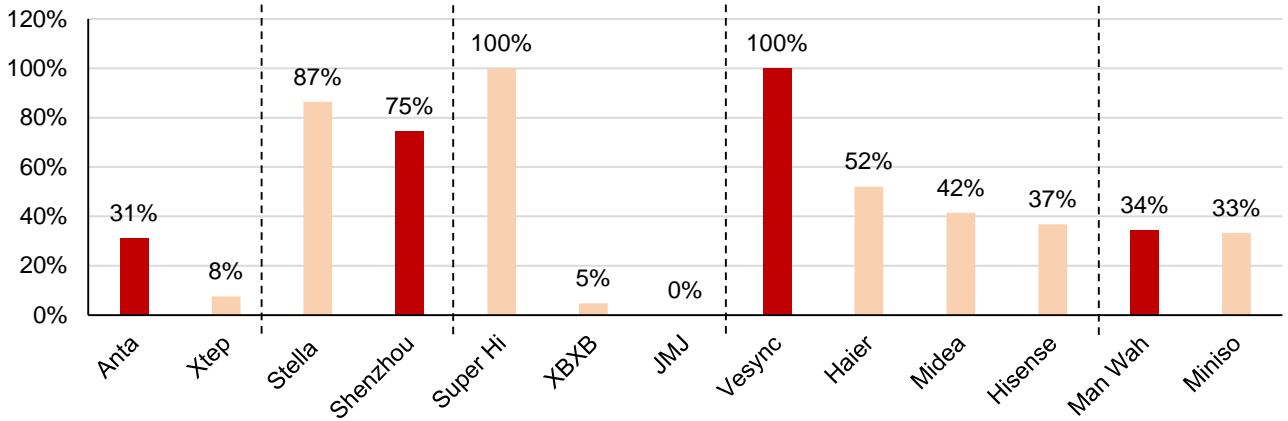
资料来源：人民网, 招银国际环球市场

■ 海外经济复苏(有效利用中国产能外卷)

虽然欧洲经济增长比较疲弱，但美国的复苏还算稳健。在美元走强、海费运费下降、海外零售销售改善、库存水平见顶回落的情况下，我们谨慎预期品牌商有望从去库存逐渐转变成补库存，有利海外品牌的销售和国内品牌或制造商的出口业务。

除了中国出口有所改善，越南的数字也是一致。我们一方面看好品牌商像 Vesync (2148 HK, 买入)、海尔 (6690 HK, 买入) 和安踏 (2020 HK, 买入; 因为 Amer Sports)，同时看好制造商像申洲 (2313 HK)、九兴 (1836 HK) 和敏华 (1999 HK) 等。

图 17: 2022 财年海外收入占比 - 按品牌



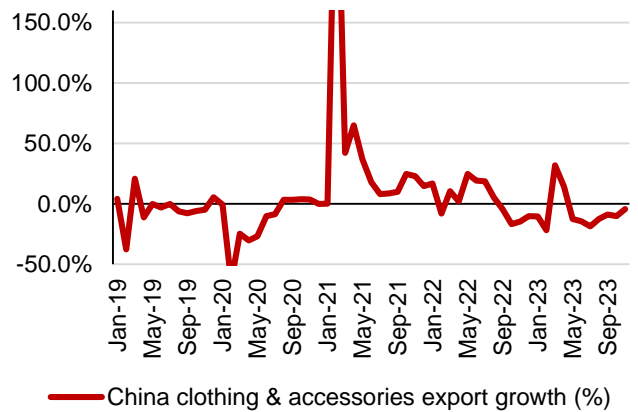
资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 18: 中国出口销售增长



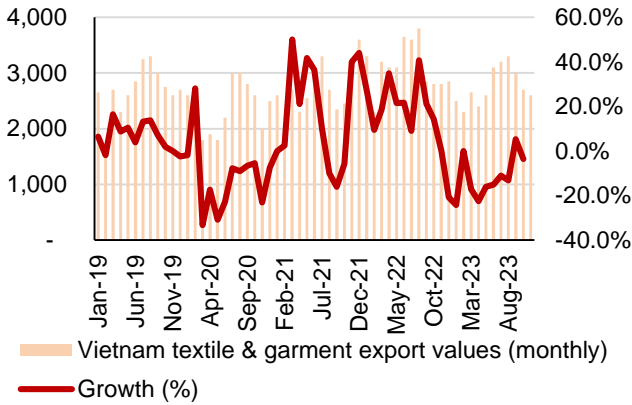
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 19: 中国纺织品出口销售增长



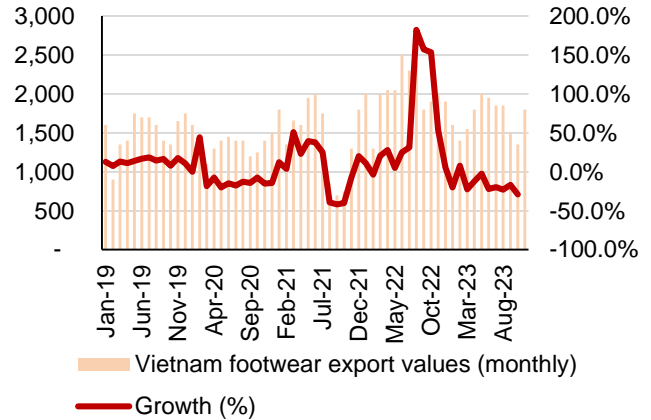
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 20: 越南纺织品出口销售和增长



资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

图 21: 越南鞋类出口销售增长



资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

■ 高防守性（业绩确定而且股息率高）

在利息环境高企的情况下，股票产品吸引力下降，资金流自然会十分不利。假设美国国债水平仍然维持在4到5%左右，只有高股息的公司有足够吸引力。

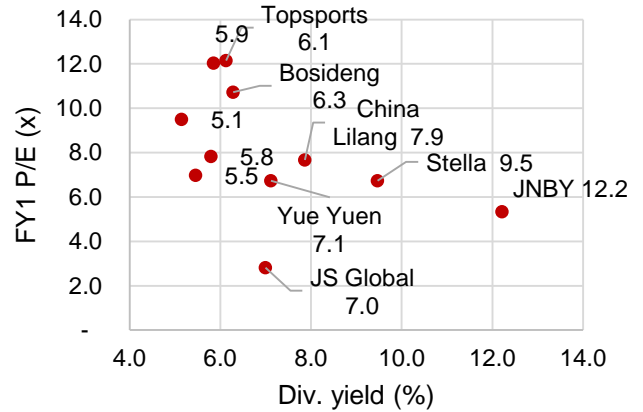
在确保业绩有一定质量的情况下，我们推荐：JNBY（3306，买入）、九兴（1836 HK，买入）、利郎（1234 HK，买入）、JS 环球（1691 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入），滔搏（6110 HK，买入）和大家乐（341 HK，买入）等。

图 22: 高股息率公司详情

Name (eng)	Ticker	Year End	FY2 Sales growth	FY2 NP growth	FY2 P/E	FY1 Div. yield
Topsports	6110 HK	Feb	12%	18%	12.2	6.1
Bosideng	3998 HK	Mar	14%	17%	10.7	6.3
Jnby Design	3306 HK	Jun	12%	15%	5.3	12.2
China Lilang	1234 HK	Dec	9%	12%	7.7	7.9
Cafe De Coral	341 HK	Mar	8%	33%	12.0	5.9
Js Global	1691 HK	Dec	10%	12%	2.8	7.0
Hisense Home	921 HK	Dec	9%	17%	7.0	5.5
Midea Group	000333 CH	Dec	8%	10%	9.5	5.1
Yue Yuen	551 HK	Dec	8%	48%	6.7	7.1
Stella	1836 HK	Dec	9%	12%	6.7	9.5
Man Wah	1999 HK	Mar	12%	14%	7.8	5.8

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 23: 预测市盈率对比预测股息率



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

按消费行业子板块的展望

整体而言，在2024年，在消费行业的子板块里，我们**优先看好**

1) 家电行业（看好）

虽然房地产政策在2023年有所放松，但仍然需要时间传导，加上实体经济如果继续疲弱，房价仍然有很高概率会进一步下跌，同时也会影响房地产销售，长线来说，对大家电会是一个隐忧。

但短期来说，在2024年，我们预期房地产竣工数量仍然会高企和进一步增长，加上替代性需求占比提升，国内大家电的销售仍然会有正增长，但因为消费者更为理性和注重性价比，单价提升幅度有限。小家电可选属性更高，表现可能较弱。

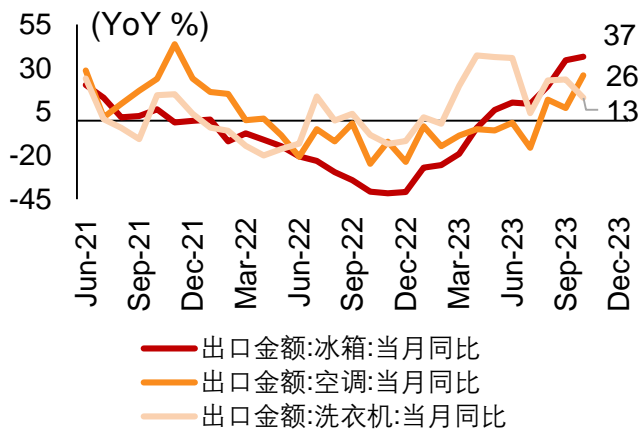
受惠于美国经济增长企稳（欧洲经济略差），加上强美元，库存周期见顶回落，和海运费用大幅下降，我们预计2024年家电出口增长大概率反转，并且加速。

首选：Vesync（2148 HK，买入）

1) 受惠于新产品带动，2) 线下、欧洲和日本市场的快速扩张，公司在2024年有望维持20%以上的增长。另外，因为3) 海运费、原材料成本的下降、4) 客单价上升和重新设计产品，以及5) 经营杠杆，净利率或再超预期。

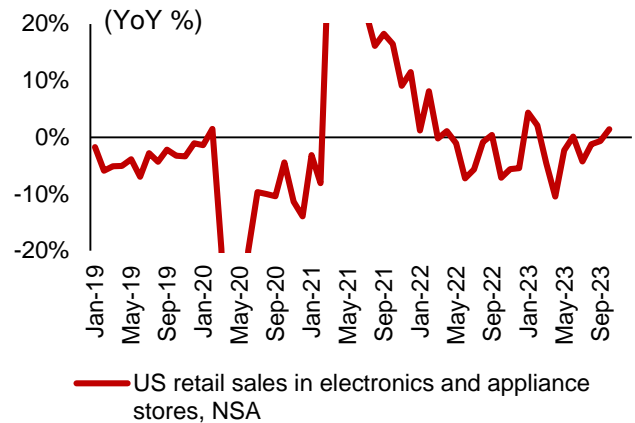
重点关注：JS环球（1691 HK，买入）、海信（921 HK）、海尔（6690 HK，买入）、美的（000333 CH，买入）、石头科技（688169 CH）、科沃斯（603486 CH）、格力（000651 CH）、九阳股份（002242 CH）、苏泊尔（002032 CH）。

图 24: 中国大家电出口销售增长



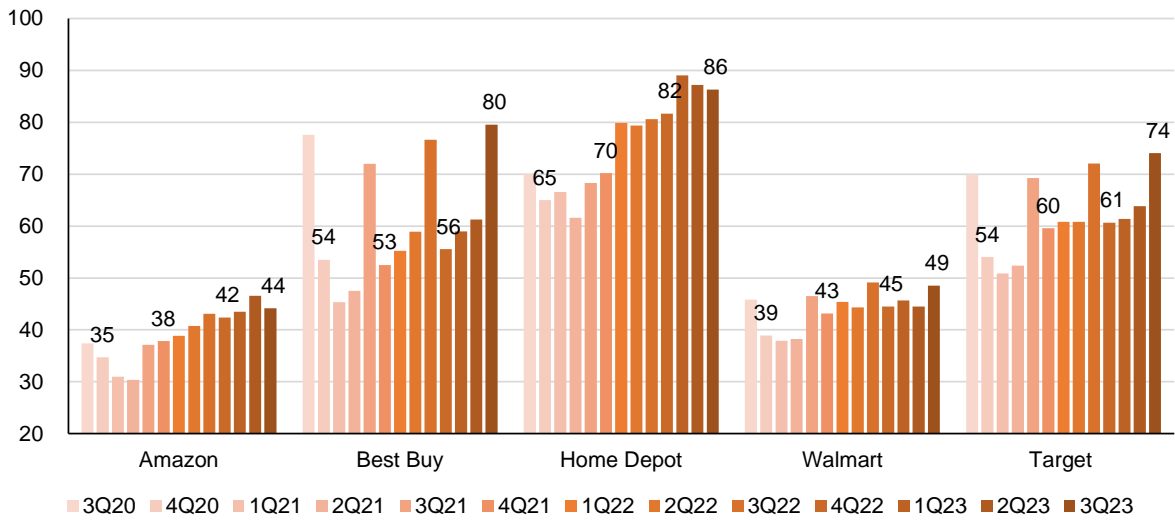
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 25: 美国家电销售增长



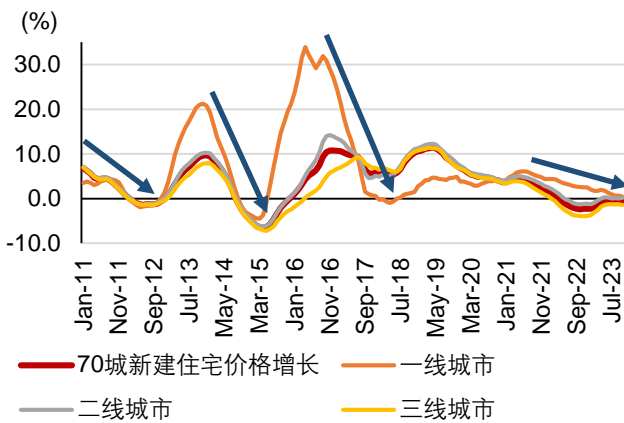
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 26: 美国零售商的库存天数



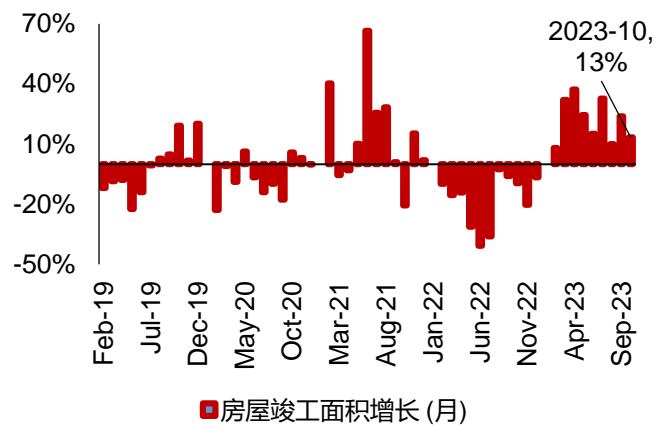
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 27: 中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (月)



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 28: 中国房地产 - 住宅竣工面积增长



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

2) 服装行业 (看好)

恢复常态后, 各种社交需求明显提升, 激发消费者对不同场景和类型服装的需求, 以及对品牌多样性的兴趣。加上品牌宣传活动正常化, 不论男装女装, 需求均有不俗的反弹, 2023年1至10月服装行业销售增长为10.2%, 略为快于体育用品的9.9%。在3Q23, 尽管去年同期基数较高, 利郎和JNBY的销售都有10%以上和20%以上的增长。进入4Q23和2024年, 即使受暖冬影响, 我们预计在库存不高的情况下, 增长和折扣仍会比较健康。

我们看好增长较为确定, 而且股息率特别高的品牌。

首选: JNBY (3306 HK, 买入)

公司在疫情期间并没有减少对门店、产品和品牌的投入, 大力翻新门店, 优化客户服务和粉丝营运, 加强拓展新零售渠道和数字化进程。更重要的是, 公司的股息率维持在12%左右的水平。而且2024年将会是公司成立30周年, 期待各方面也有更好的表现。

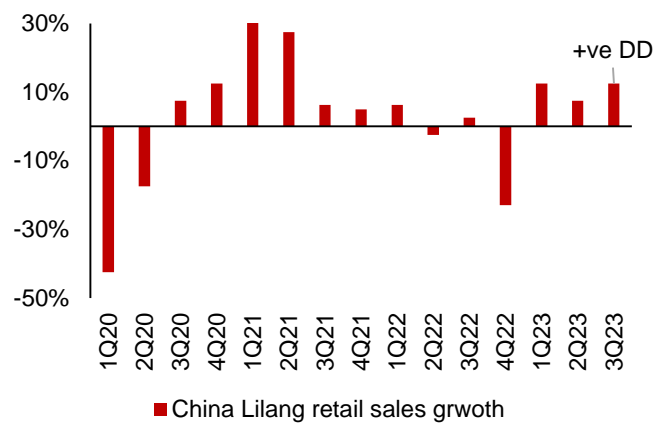
重点关注: 波司登 (3998 HK, 买入)、利郎 (1234 HK, 买入)。

图 29: 中国零售销售和服装销售增长



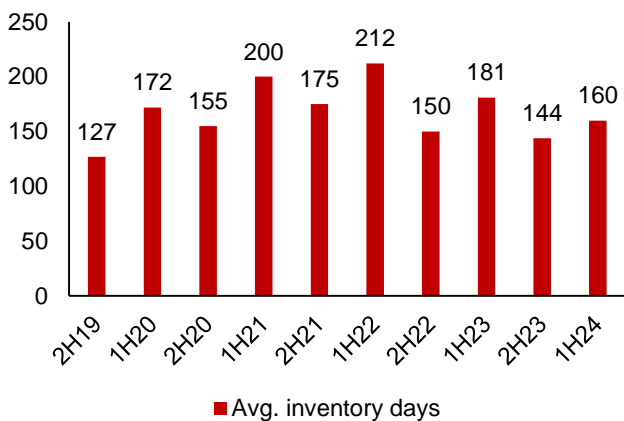
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 30: 利郎零售流水增长



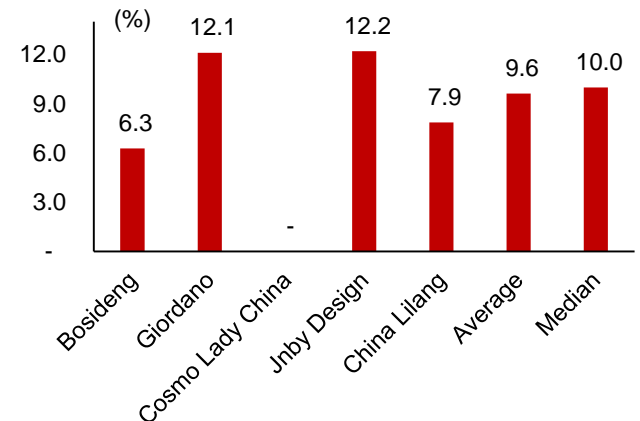
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 31: 波司登库存天数



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 32: 预测股息率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

3) 纺织行业 (看好)

虽然海外品牌的销售增长环比放缓，但库存水平见顶回落的速度更快，从 3Q22 到现在去库存接近 1 年，虽然仍然未回到 2019 年的水平，但去库存周期预计在半年左右会结束，并逐渐改变成补库存。

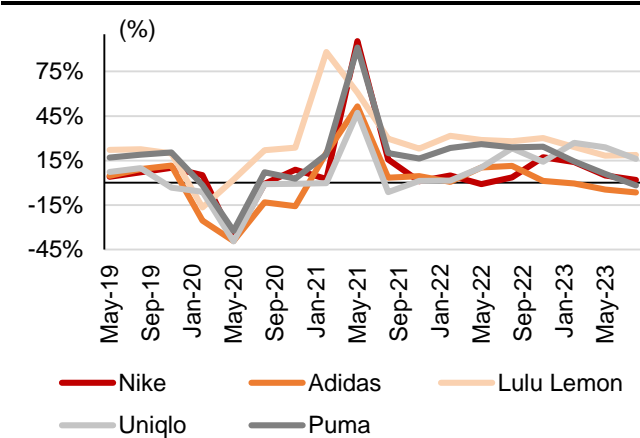
未来配合销售增长重新加速，（尽管我们的看法会更为保守，但行业反转的方向应该会大致不变），产能利用率会慢慢回升。而在国内，2024 年我们也相对看好海外品牌的增长，预计 Nike 和 Adidas 等在产品和品牌上有更多的发力。

首选：申洲 (2313 HK)

参考中国台湾地区的同业表现，申洲的销售亦有望在 4Q23 转正并进一步加速，预计随未来国内产能利用率逐渐回升，海外产能持续扩张，新客户和新产品品类的拓展都会带动 2024 年和 2025 年的盈利增长加速。

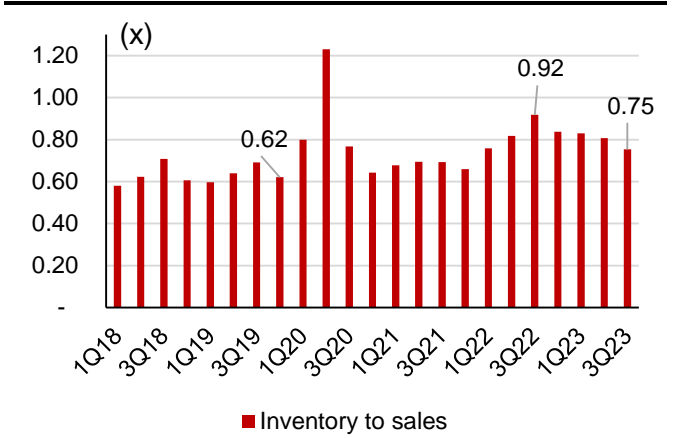
重点关注：九兴 (1836 HK)、裕元 (551 HK)、华利集团 (300979 CH)。

图 33: 海外体育和服装品牌销售增长



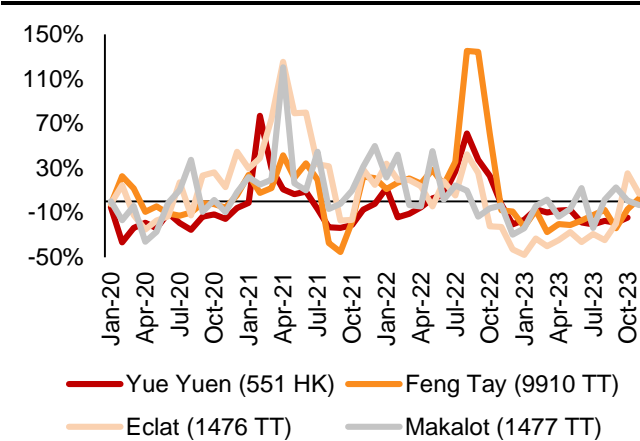
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 34: 海外体育和服装品牌平均*库存销售比



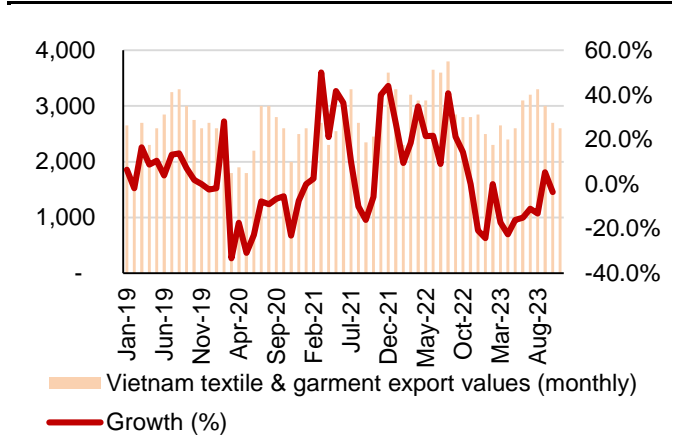
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测注：*耐克+阿迪达斯+露乐蒙+优衣库+彪马

图 35: 体育和服装制造商销售增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 36: 越南纺织品出口销售和增长



资料来源：越南统计局，招银国际环球市场

我们对下列子板块持**中性**看法

4) 体育用品行业 (中性)

长远来看，我们认为国内民众对运动的兴趣会继续提高。但短期来说，4Q23 增长虽然因为低基数而对比 3Q23 有所加速，但业绩仍低于预期，一方面受消费力下降和暖冬的影响，另一方面是消费者对国潮的审美疲劳和来自不同服装品牌的竞争，去库存的压力令折扣率的同比改善低于预期。因此进入 1Q24E，即使有春节旺季较长的帮助，我们的看法仍偏保守。

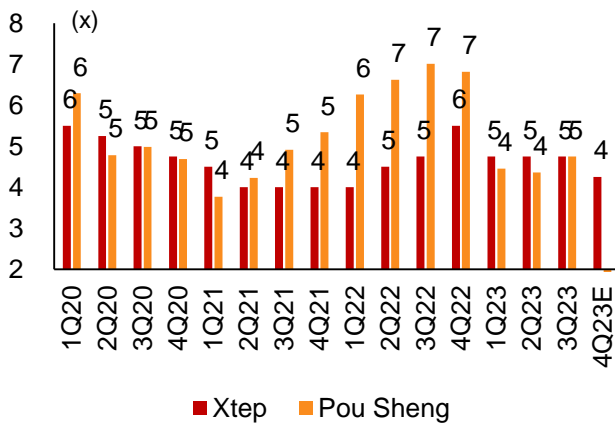
但整体而言，考虑到投资者对 2024 年的预期逐步下调（预期增长大概在 5% 到 15% 左右），行业库存持续出清，以及下半年巴黎奥运会的推动，我们不排除后续会有谷底反弹的行情。

首选：安踏 (9922 HK, 买入)

在行业竞争日趋激烈的背景下，多品牌营运给予安踏一定的业绩稳定性，除了 FILA 品牌在 2023 年开始成功转型，我们也期待 Anta 品牌在 2024 年的改革成果，而且 Amer Sports 亦有潜在的上市利好。

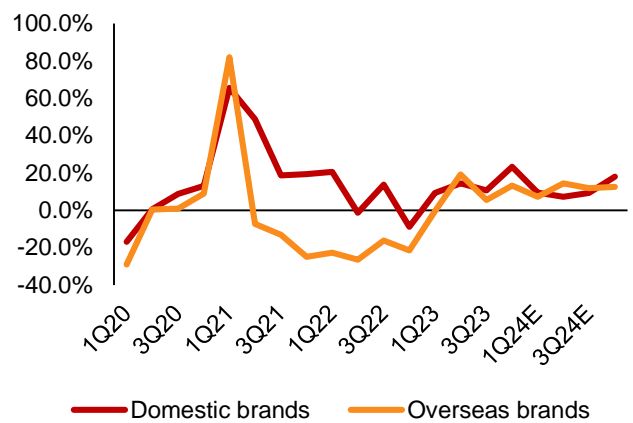
重点关注：滔搏 (6110 HK, 买入)、361 度 (1361 HK)、特步 (1368 HK, 买入)、宝胜 (3813 HK) 和李宁 (2331 HK, 买入)。

图 37: 渠道库存销售比率 - 特步和滔搏



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 38: 零售流水增长 - 国内对比海外品牌*



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：国内品牌：李宁+安踏+特步+FILA，海外品牌：耐克中国+阿迪达斯中国+宝胜

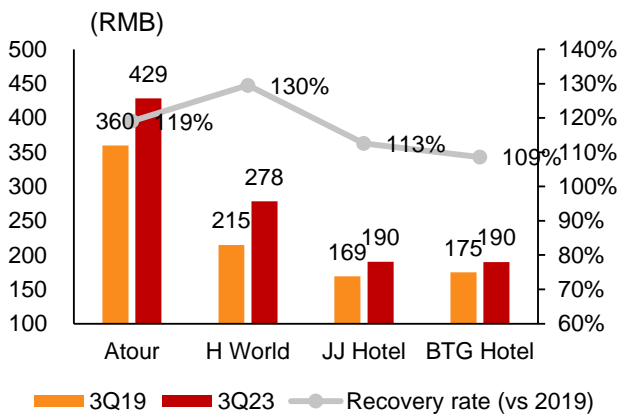
5) 旅游 - 酒店行业 (下调至中性)

受惠于积压的旅游需求和行业供应减少, 2023年国内旅游 RevPAR 强劲复苏 (主要是ADR提升带动)。受限于慢于预期的经济复苏使旅客的消费力度渐趋理性, PMI 走势疲弱, 海外旅游需求复苏带来的分流, 以及酒店供应开始增加, 我们预期 2024 年的国内酒店 RevPAR 复苏率只会小幅提升。

我们认为休闲旅游的增长大概率会放缓, 但商务旅游增长仍然较强 (尽管也会出现消费降级的现象, 各大公司差旅标准持续下降), 考虑到企业商务活动的持续以及海外交流频率恢复。我们较看好经济型和中高端价位的品牌。

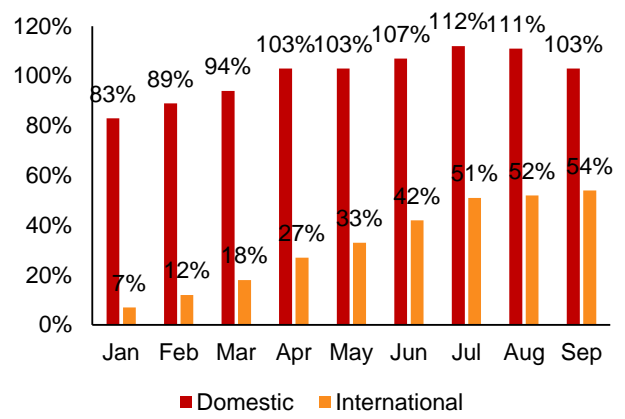
重点关注: 华住集团 (1179 HK)、锦江酒店 (600754 CH)、首旅 (600258 CH)。

图 39: RevPAR 复苏率 (3Q23 对比 3Q19) - 按品牌



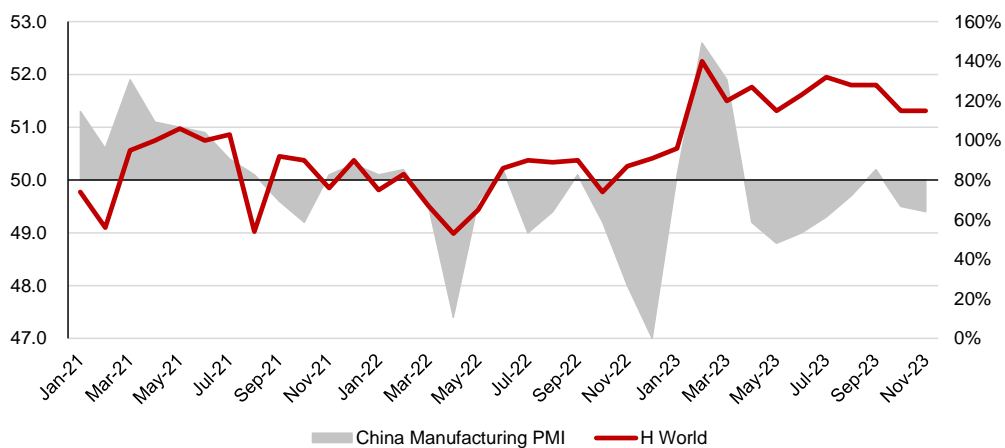
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 40: 国内和海外航班数复苏率 (对比 2019)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 41: 中国制造业 PMI 对比华住 RevPAR 复苏率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

6) 餐饮行业 (中性)

虽然行业销售同比大幅反弹, 但明显不及预期, 行业平均复苏率(除了海底捞)在 3Q23 都出现了环比下降。一方面由于就业安全感降低和负财富效应带来的消费降级 (在家煮食可能也增加了), 另一方面则由于疫情后多个品牌崛起, 特别是中低价格品牌 (如大米先生、塔

斯丁、瑞幸咖啡、蜜雪冰城等等)，让消费者的选择更多，在餐饮这个极度分散的行业，只会带来更激烈的价格战，而且各类的折扣也会更多。

茶饮方面，2023 年正式进入红海时代，一线和新一线的城市的茶饮商家数量开始饱和，未来下沉市场的增长是主力，而且品牌间的表现开始分化。咖啡方面，因为利润率偏高，行业渗透率偏低，价格战仍然能带动增长。

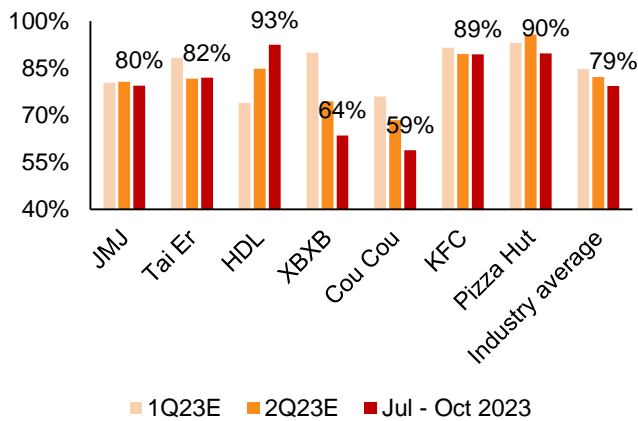
我们看好能平替别人产品以及开店空间充足的品牌。

首选：达势股份 (1405 HK, 买入)

受惠于产品极高的性价比，较快的外卖增长和新市场的发展潜力，而且对比达美乐在其他国家经销商的市值相对偏低，我们认为公司仍有较大的超预期空间。

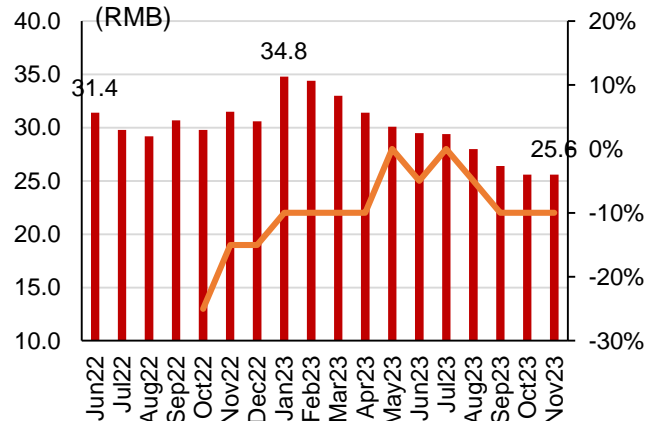
重点关注：瑞幸咖啡 (LKNCY US)、百胜中国 (9987 HK, 买入)、海底捞 (6862 HK, 买入)、九毛九 (9922 HK, 买入)、呷哺呷哺 (520 HK, 买入) 及海伦司 (9869 HK)。

图 42: 月度同店销售复苏率 (对比 2019 年) - 按品牌



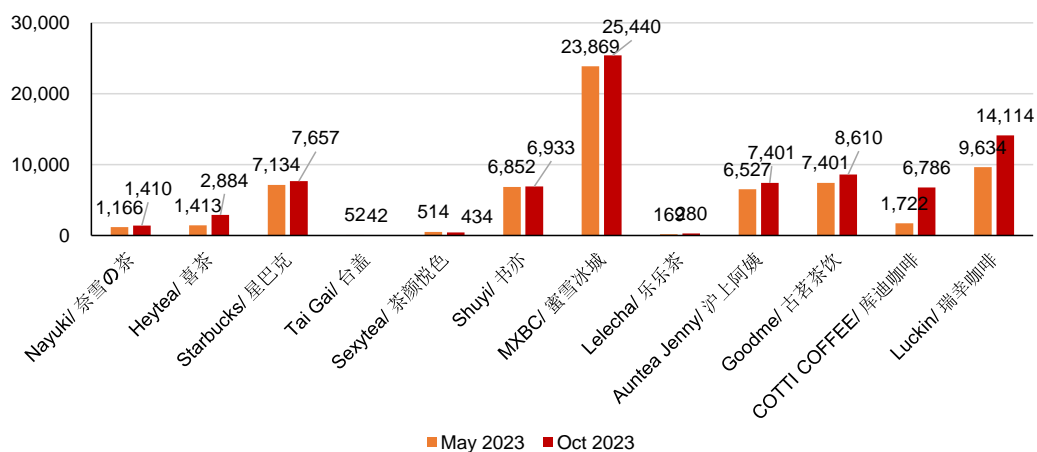
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 43: 奈雪的茶平均单价和增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 44: 门店数量 - 按不同茶饮和咖啡品牌



资料来源: 窄门餐眼, 招银国际环球市场研究预测

图 46: 同行估值表 2

Company	Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK\$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x)		EVEBITDA (x)		PBR (x)		Yield (%)		Net gearing FY0	YTD performance
							FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2		
HK retail																
Chow Tai Fook	周大福	1929 HK	10.72	107,127	-	-	Mar-23	13.7	11.9	9.3	8.2	3.2	2.8	5.5	31.1	(28.9)
Luk Fook	六福集团	590 HK	21.50	12,623	-	-	Mar-23	7.0	6.2	3.9	3.2	0.9	0.9	6.4	(12.2)	(7.3)
Chow Sang Sang	周生生	116 HK	9.04	6,124	-	-	Dec-22	5.5	4.8	4.6	4.0	0.5	0.5	7.8	32.7	(12.6)
HK Technology Venture	香港科技探索	1137 HK	2.59	2,324	-	-	Dec-22	n/a	17.3	7.3	5.3	1.0	1.0	0.0	(6.9)	(51.8)
Sa Sa	莎莎国际	178 HK	1.01	3,134	-	-	Mar-23	15.1	8.9	7.5	6.3	2.5	2.3	4.8	28.1	(44.5)
Cafe De Coral	大家乐集团	341 HK	9.11	5,336	BUY	14.82	Mar-23	15.8	11.2	7.4	6.5	1.8	1.8	6.3	56.5	(38.9)
Wharf Real Estate Invest	九龙仓置业	1997 HK	25.20	76,513	-	-	Dec-22	12.0	10.5	12.1	11.1	0.4	0.4	5.4	23.2	(44.6)
Average								11.5	10.1	7.4	6.4	1.5	1.4	5.2	21.8	(32.6)
Median								12.9	10.5	7.4	6.3	1.0	1.0	5.5	28.1	(38.9)
Textile																
Shenzhou	申洲国际	2313 HK	77.65	116,725	-	-	Dec-22	23.2	18.7	16.7	13.2	3.2	3.0	2.5	(14.3)	(11.6)
Crystal	晶苑国际	2232 HK	2.87	8,188	-	-	Dec-22	6.2	5.7	2.4	1.9	0.7	0.7	5.2	(24.0)	18.1
Huali	华利实业集团	300979 CH	49.12	62,350	-	-	Dec-22	18.1	15.4	11.5	9.9	3.8	3.2	2.4	(35.7)	(14.0)
Regina Miracle	维珍妮	2199 HK	2.08	2,546	-	-	Mar-23	6.9	4.9	n/a	n/a	0.7	0.6	5.1	97.1	(42.7)
Pacific Textiles	互太纺织	1382 HK	1.28	1,796	-	-	Mar-23	6.0	4.8	3.9	3.0	0.6	0.6	13.5	4.3	(50.0)
Nameson	南旋控股	1982 HK	0.50	1,140	-	-	Mar-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15.2	2.0
Best Pacific	超盈国际控股	2111 HK	1.04	1,081	-	-	Dec-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	36.4	(11.1)
Texwinca	德永佳集团	321 HK	1.01	1,396	-	-	Mar-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(21.5)	(19.2)
Win Hanverky	永嘉集团	3322 HK	0.13	166	-	-	Dec-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	37.4	(46.0)
Eagle Nice	鹰美	2368 HK	4.28	2,285	-	-	Mar-23	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7.0	7.1
Texhong	天虹国际集团	2678 HK	4.89	4,489	-	-	Dec-22	n/a	5.2	n/a	n/a	0.4	0.4	0.3	64.4	(21.8)
Yue Yuen	裕元集团	551 HK	8.66	13,962	-	-	Dec-22	9.5	6.5	3.4	2.6	0.4	0.4	7.4	14.8	(21.0)
Stella	九兴控股	1836 HK	9.65	7,673	-	-	Dec-22	7.6	6.8	3.9	3.4	0.9	0.9	9.4	(18.8)	31.3
Average								11.1	8.5	7.0	5.7	1.4	1.2	5.7	12.5	(13.7)
Median								7.6	6.1	3.9	3.2	0.7	0.7	5.2	7.0	(14.0)
Entertainment																
Imax China	imax China	1970 HK	6.85	2,326	-	-	Dec-22	8.8	6.8	n/a	n/a	1.2	1.0	5.7	(26.6)	(2.8)
Television Broadcasts	电视广播	511 HK	3.15	1,380	-	-	Dec-22	n/a	n/a	n/a	20.3	0.5	0.5	31.7	32.4	(14.6)
Maoyan Entertainment	猫眼娱乐	1896 HK	9.03	10,355	-	-	Dec-22	11.1	9.2	5.7	4.0	1.1	1.0	0.0	(17.0)	0.2
Alibaba Pictures	阿里影业	1060 HK	0.50	14,744	-	-	Mar-23	17.7	13.9	15.4	9.6	0.9	0.8	n/a	(26.7)	(12.3)
Maoyan Entertainment	猫眼娱乐	1896 HK	9.03	10,355	-	-	Dec-22	11.1	9.2	5.7	4.0	1.1	1.0	0.0	(17.0)	0.2
Huace Film & Tv	华策影视	300133 CH	7.05	14,578	-	-	Dec-22	27.1	22.0	15.1	11.3	1.8	1.7	0.4	(55.3)	32.3
Ciwen Media	慈文传媒	002343 CH	7.92	4,091	-	-	Dec-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(29.4)	21.7
Strawbear Entertainment	稻草熊娱乐	2125 HK	0.48	333	-	-	Dec-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.0	(53.4)
Beijing Enlight Media	光线传媒	300251 CH	8.50	27,122	-	-	Dec-22	38.3	24.4	36.7	23.7	2.8	2.5	0.8	(22.3)	(1.8)
China Film	中国电影	600977 CH	13.10	26,603	-	-	Dec-22	27.3	22.6	n/a	n/a	2.1	1.9	0.5	(48.8)	(3.7)
Huayi Brothers Media	华谊兄弟传媒	300027 CH	2.93	8,842	-	-	Dec-22	122.1	34.5	n/a	n/a	5.1	4.4	0.0	124.5	5.4
Bilibili Inc	哔哩哔哩	BILI US	12.22	40,180	-	-	Dec-22	n/a	n/a	n/a	39.6	2.8	2.9	0.0	3.3	(48.4)
Iqiyi Inc	爱奇艺	IQ US	4.57	34,111	-	-	Dec-22	15.1	11.6	9.5	7.3	3.2	2.5	0.0	219.4	(13.8)
Mango Excellent Media	芒果超媒	300413 CH	29.95	60,901	-	-	Dec-22	25.8	21.5	6.6	5.6	2.7	2.4	0.5	(50.4)	(0.2)
Average								30.4	17.6	13.5	13.9	2.1	1.9	3.6	6.4	(6.5)
Median								21.7	17.7	9.5	9.6	2.0	1.8	0.4	(19.7)	(2.3)
Exporters																
Man Wah	敏华控股	1999 HK	5.07	19,807	-	-	Mar-23	8.6	7.7	5.6	5.0	1.5	1.3	5.9	2.5	(34.7)
Goodbaby	好孩子国际	1086 HK	0.60	1,001	-	-	Dec-22	8.6	4.0	n/a	n/a	0.2	0.2	n/a	48.7	(4.8)
Dream	德林国际	1126 HK	3.90	2,640	-	-	Dec-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(15.7)	40.3
Vtech	Vtech	303 HK	43.40	10,975	-	-	Mar-23	8.6	7.9	n/a	n/a	n/a	n/a	11.2	(2.9)	(13.7)
Technic	创科实业	669 HK	78.45	143,902	-	-	Dec-22	19.0	15.9	12.5	10.5	3.2	3.1	2.2	46.4	(9.9)
Average								11.2	8.9	9.0	7.7	1.6	1.5	6.4	15.8	(4.6)
Median								8.6	7.8	9.0	7.7	1.5	1.3	5.9	2.5	(9.9)

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

中国汽车板块

优于大市

分析师: 史述, CFA – shiji@cmbi.com.hk
 奚文靜, CFA – douwenjing@cmbi.com.hk
 顾思捷 – jasongu@cmbi.com.hk

🔥 2024 年展望：竞争推动技术进步与海外扩张

竞争、出口和自主品牌市场份额增长仍是行业主线

我们预计 2024 年中国乘用车零售销量将同比下滑 1.6%，而批发销量将同比增长 2%，主要得益于出口销量的快速增长（同比+25%）。通过评估中国品牌在海外不同国家的渗透率，我们预计未来几年中国品牌出口销量仍有 70% 的增长空间。考虑到自主品牌丰富的新车规划，我们预计 2024 年自主品牌在新能源车和传统燃油车领域都将继续提升市场份额。传统豪华品牌将面临来自高端新能源车的更多挑战。

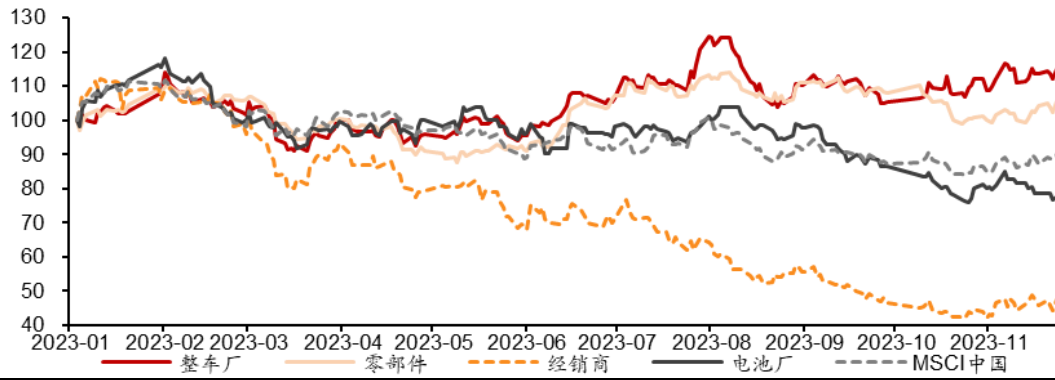
出口和技术进步帮助车企缓解价格战压力，2024 年新能源车将主导 15-35 万元价格区间市场

我们预计 2024 年中国新能源乘用车零售销量将同比增长 21% 至约 890 万台，批发销量将同比增长 24% 至约 1,100 万台。考虑到众多有竞争力的新车型投放，我们估计 2024 年新能源车将在 15-35 万元市场占据 50% 以上的销量份额。在中国以外的地区，目前约有 19% 的新能源车销量来自于中国出口。欧洲有望成为中国新能源车出口的下一个目的地。随着新能源车外观设计差异化减少和底盘设计更加灵活，我们预计新能源车在其他维度（比如智能化）的竞争将继续加剧，而技术进步对于增强车企定价能力至关重要。

投资策略和股票推荐：首选理想汽车、吉利汽车

投资者的情绪在自主品牌市占率增长的正面情绪和竞争加剧导致销量及利润率下滑的负面情绪之间来回切换。我们认为这种情绪变换还将持续，在此过程中较大幅度的股价波动或使得“择时”比“选股”更加重要。我们首推理想汽车（LI US/2015 HK，买入）和吉利汽车（175 HK，买入）。理想汽车出色的产品设计能力使其进入良性循环，成为目前唯一盈利的造车新势力，健康的资产负债表有助于公司在自动驾驶领域实现赶超。我们认为吉利汽车的新能源产品组合相比同行更具竞争优势，极氪和银河明年销量将实现快速增长。

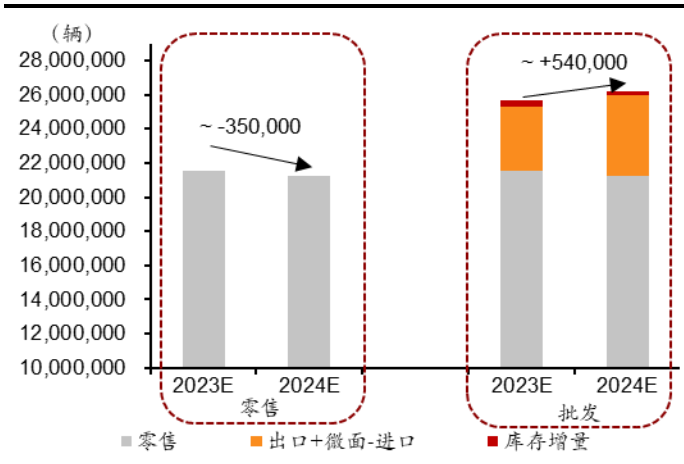
图 1: 汽车行业各个子板块年初至今股价表现



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

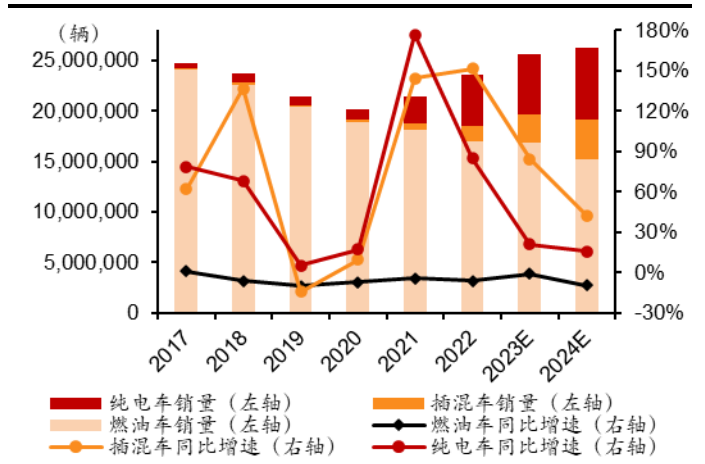
重要图表

图 2: 乘用车零售销量预测 vs 批发销量预测 (2023-24)



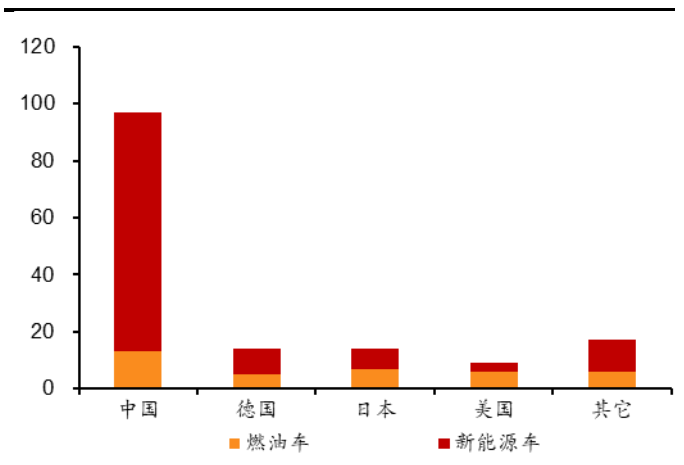
资料来源: 中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

图 3: 中国乘用车批发销量预测及拆分 (按燃料类型)



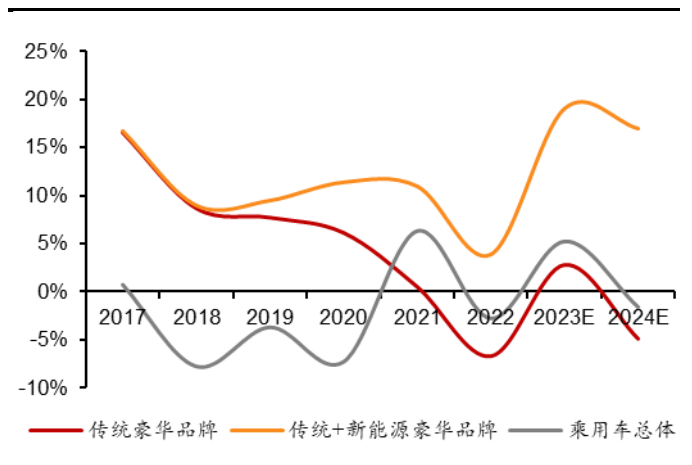
资料来源: 中汽协、招银国际环球市场预测

图 4: 2024 年各国品牌在中国市场规划的新车数量统计 (新能源 vs 燃油)



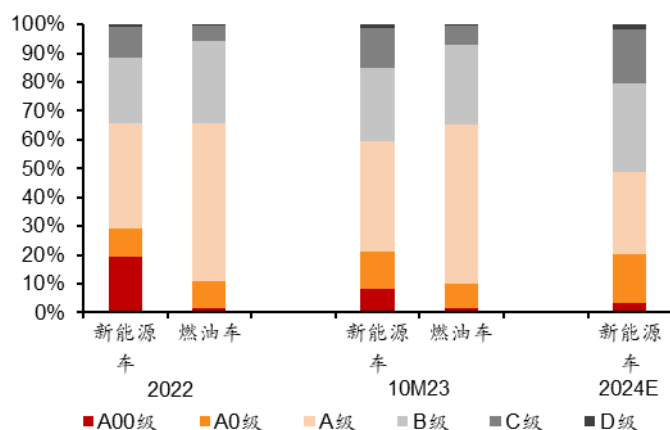
资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

图 5: 销量增速预测 (传统豪华品牌 vs 全部豪华品牌 vs 乘用车总体)



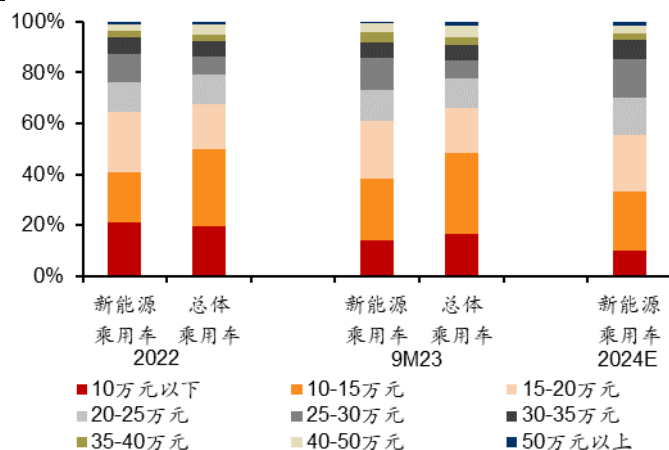
资料来源: 中汽中心、招银国际环球市场预测

图 6: 不同尺寸乘用车批发销量占比 (新能源 vs 燃油)



资料来源: 中汽协、招银国际环球市场预测

图 7: 不同价格区间乘用车批发销量占比 (新能源 vs 总体)



资料来源: 中汽协、乘联会、招银国际环球市场预测

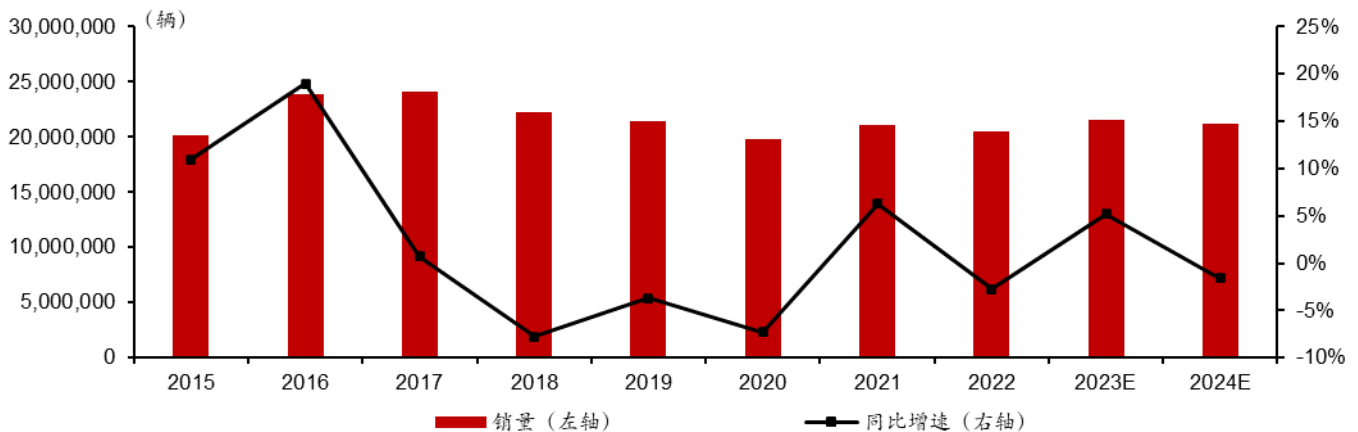
2024年行业展望：出口增长和自主品牌仍是主线

乘用车零售销量：2023年行业销量超预期，2024年或下滑1.6%

2024年，我们预计中国乘用车零售销量将从2023年的约2,157万辆（同比增长5%）下滑1.6%至约2,122万辆。在行业变革中，越来越多的车企开始为生死存亡而战，叠加各类不可预期的政策刺激，预测中国汽车销量的难度已经逐步加大。在过去的七年（2017年至2023年）中，中国乘用车零售销量出现了四年的下降和三年的增长，其中2021年的同比增长率最高达到6.3%，2018年最低为-7.8%。基于我们构建的单变量模式，中长期来看，我们预计中国乘用车的销量增速可能维持在2%附近。虽然今年乘用车零售销量超预期带来相对的高基数，但是我们不认为2024年将出现零售销量的大幅下降，原因主要为：

- 1) 汽车行业面临产能过剩，这将迫使车企（尤其是合资车企）通过降价促销来维持销量水平和产能利用率。虽然整体来说中国乘用车产能利用率在近几年有所改善，从2020年57%的最低水平，逐渐提升至2023年的62%。但是由于激进的产能扩张，中国新能源车的产能利用率今年反而有所下降。此外，合资车企在中国的产能利用率从2016年的90%下降至2023年的62%。
- 2) 汽车消费已经成为拉动中国经济增长的最重要因素之一。尽管2023年中央政府没有颁布针对汽车消费的全国性刺激措施，如购置税减免等，但很多地方政府为当地汽车销售提供了地方补贴，这也是今年汽车销售超预期的原因之一。明年亦然。
- 3) 换购需求的增加可能会使汽车消费需求变得更加稳定。中国历史上年度乘用车零售销量的峰值出现在2017年（2,410万辆），其次是2016年的2,390万辆。7-8年后由此引发的换购需求可能会为2024年的汽车销量提供一定的支撑。

图8：中国乘用车零售销量预测

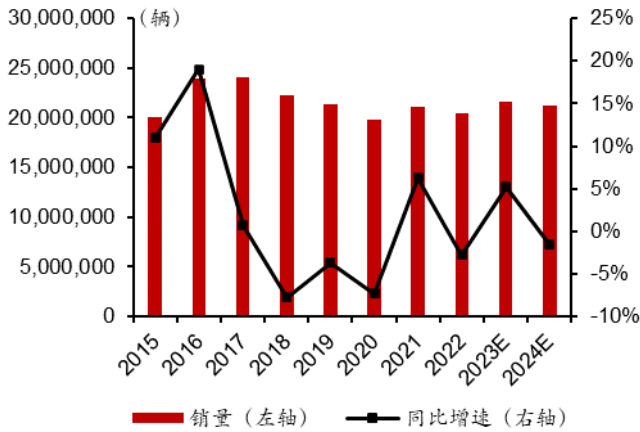


资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

乘用车批发销量：有望同比增长2%，得益于出口激增

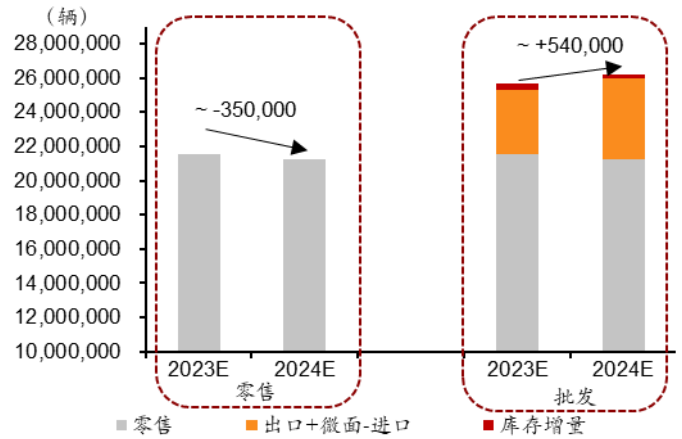
基于我们对零售销售量的预测，我们预计中国乘用车批发销量将从2023年的2,569万辆（2023年同比增长9%）同比增长2%，达到2024年的2,623万辆。批发销量和零售销售量之间的差异主要是由于出口的贡献和库存的增加。

图 9: 中国乘用车批发销量预测



资料来源: 中汽协、招银国际环球市场预测

图 10: 乘用车零售销量预测 vs 批发销量预测 (2023-24)

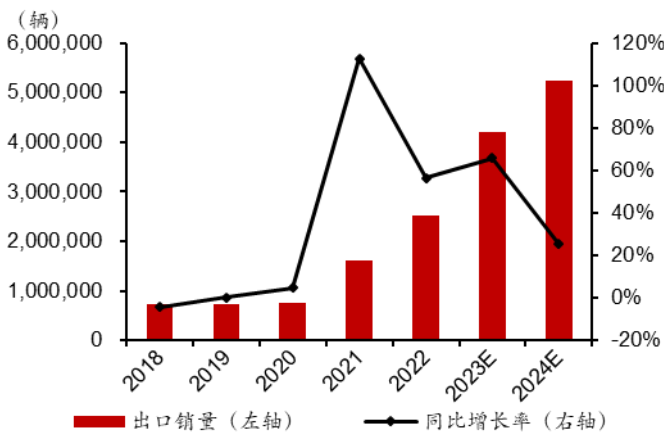


资料来源: 中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

出口预测: 增速可能放缓, 但仍为批发销量增长的动力来源

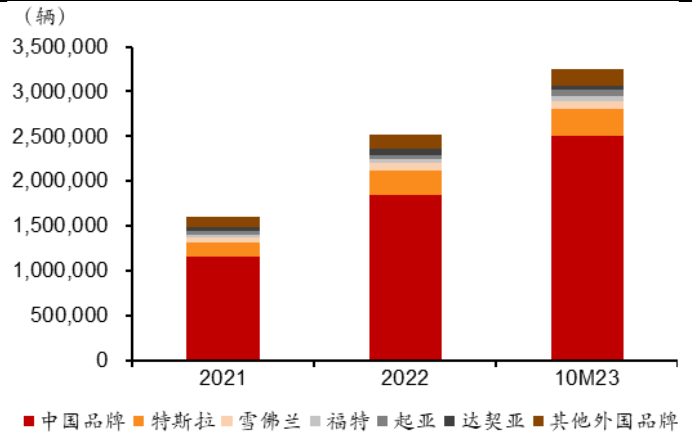
随着越来越多的中国车企大力开拓海外市场, 考虑到中国新能源产品的竞争力, 我们预计中国乘用车出口销量有望从2023年的420万辆同比增长25%, 达到2024年的530万辆。其中新能源车的出口销量将从2023年的110万辆同比增长70%, 达到2024年的180万辆, 其中大部分增量将来自于中国品牌。2021至2023年, 中国乘用车出口销量连续三年超出我们的预期。我们预计今年出口将占中国乘用车批发总量的16%, 明年将占到20%, 较2020年的4%有较大提升。

图 11: 中国乘用车出口销量预测



资料来源: 中汽协、招银国际环球市场预测

图 12: 中国乘用车出口销量 (分品牌)



资料来源: 中汽协、招银国际环球市场

我们根据海外汽车行业的发展情况和当地消费者对品牌的忠诚度将海外市场分为几个不同的区域: 1) 日本、印度和韩国, 2) 拥有自有品牌的西欧国家 (德国、法国、意大利等), 3) 没有自有品牌的欧洲国家 (如挪威、荷兰等), 4) 拉丁美洲, 5) 东盟国家, 6) 东欧, 7) 大洋洲, 8) 非洲和中东。考虑到当前中美之间的地缘政治紧张局势, 我们排除了美国。我们预计中国品牌在这些地区的市场份额将在未来几年达到1%-40%, 对应潜在市场规模约为540万辆, 相比今年 (约320万辆) 仍有70%的增长空间。

图 13: 中国品牌未来几年出口销量增长空间测算

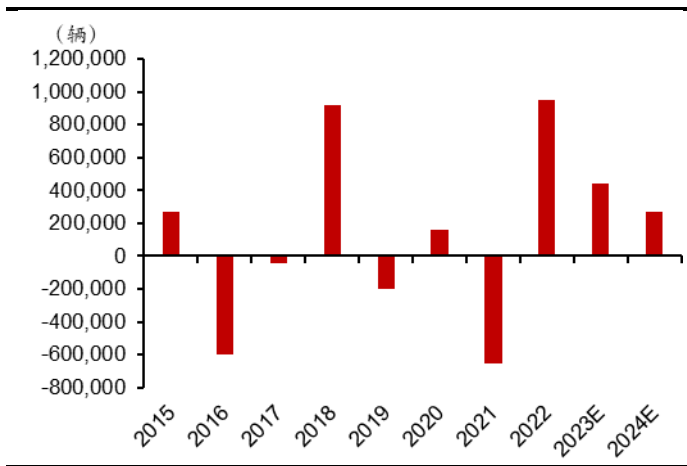
分区域 (不含中国和美国)	当地市场 总销量 (辆)	中国品牌 潜在市场份额假设	中国品牌潜在 销量空间预测 (辆)	当地市场 新能源渗透率
日本、印度、韩国	11,100,000	1%	110,000	3%
西欧	9,000,000	5%	450,000	20%
没有自主品牌的欧洲国家	4,500,000	15%	675,000	25%
拉丁美洲	5,000,000	20%	1,000,000	1%
东盟	3,500,000	25%	875,000	3%
东欧	4,000,000	30%	1,200,000	2%
大洋洲	1,400,000	35%	490,000	7%
非洲和中东	1,500,000	40%	600,000	5%
合计	40,000,000	14%	5,400,000	

资料来源: Marklines、招银国际环球市场预测

库存预测: 预计 2024 年行业库存将温和增加

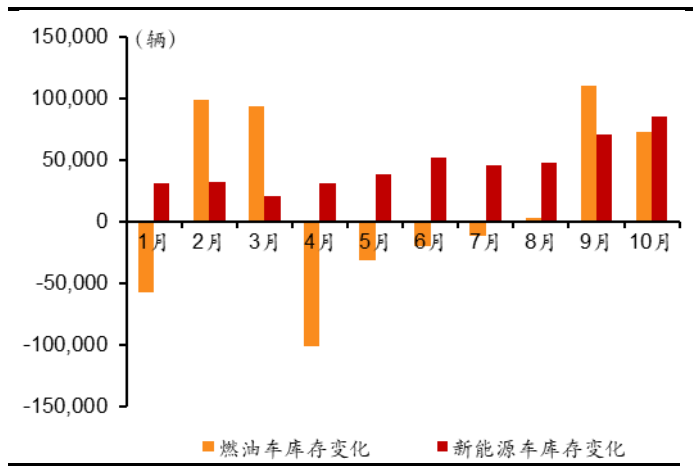
我们预计今年行业库存的增长幅度 (约 44 万台) 将超出我们去年的预期 (约 20 万台)。考虑到目前行业较高的库存水平, 我们预计明年的库存增加将相对温和。我们预计 2024 年行业库存将增加 27 万台, 可能全部来自于新能源车, 而燃油车的绝对库存量将会减少。

图 14: 行业终端库存变化测算



资料来源: 中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

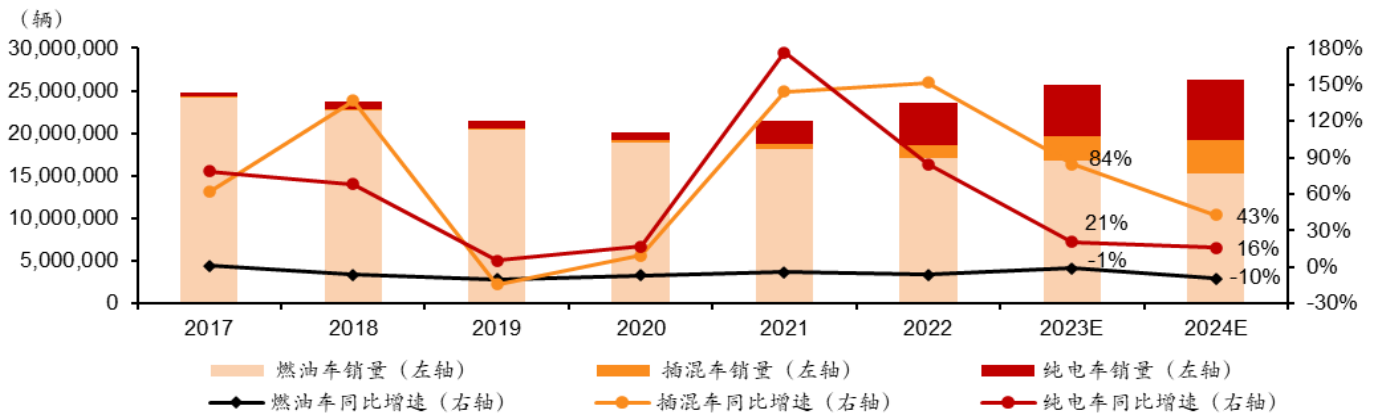
图 15: 2023 年新能源车和燃油车的库存变化



资料来源: 中汽协、中汽中心、招银国际环球市场

综上, 我们预计中国市场乘用车批发量将在 2024 年同比增长 2%, 达到 2,623 万辆。分燃料类型来看, 新能源车仍是中国汽车销量增长的主要驱动力。我们预测中国新能源车批发量将从 2023 年的 885 万辆同比增长 24%, 达到 2024 年的 1,100 万辆。这也隐含明年燃油车的批发量将同比下降 10%。

图 16: 中国乘用车批发销量拆分 (纯电动 vs 插混 vs 燃油)

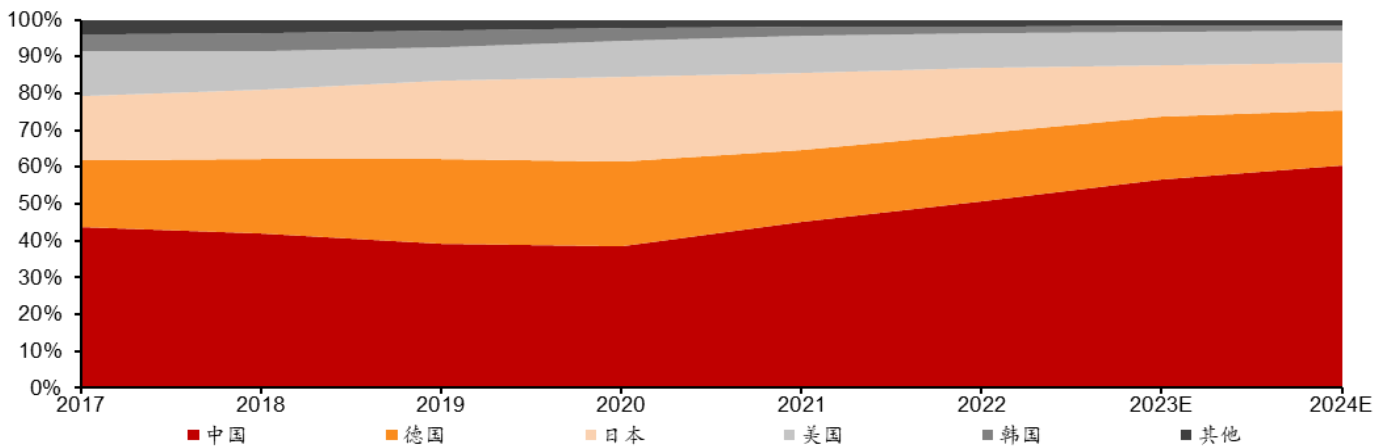


资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

丰富的新车规划将推动自主品牌份额继续提升

2024年，我们预计中国品牌的市场份额将连续四年实现增长，有望从今年前10个月56%（基于批发销量）提升至明年的60%以上，对比2020年仅为38%。这主要得益于中国品牌丰富的新车规划。2021年以来我们虽然正确预测了中国品牌的市场份额增长，但都低估了份额的增长幅度。与2022年仅在新能源领域实现份额增长不同，今年中国品牌在燃油车领域的市场份额也有所扩大，反映了中国品牌在新能源领域展现的产品力已经带动了整体品牌形象的提升，对其燃油车的销售亦有促进作用。2024年，我们预计中国品牌在燃油车领域的市场份额将继续略微上升至44%。

图 17: 各国品牌在中国市场的市场份额变化



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

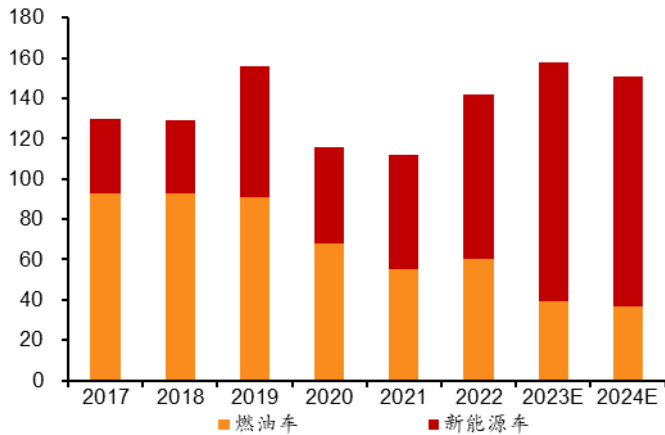
新车规划：外国品牌的电动化进程仍然落后

我们预计2024年中国市场将推出151款新车，略低于2023年的数量。2024年新车型中约76%为新能源车型或配有新能源版本，相比2023年的75%和2022年的58%继续提升。

我们预计明年中国品牌将推出97款新车，其中84款为新能源车型，占比87%。外国品牌为了抵御竞争也在加速推出新车型，明年规划了54款新车型，其中56%（30款）为新能

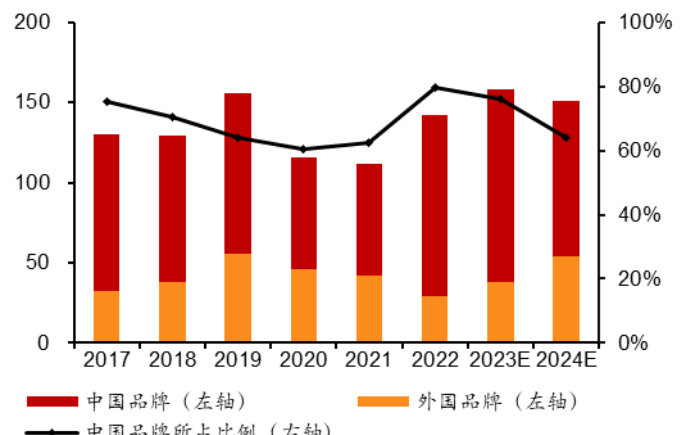
源车型。然而，与中国品牌相比，外国品牌的新能源新车型数量仅为 1/3，并且产品力偏弱。我们去年预计外国品牌将在 2023 年推出 30 款新能源车型，目前只发布了约 2/3。

图 18: 中国市场新车数量统计 (新能源车 vs 燃油车)



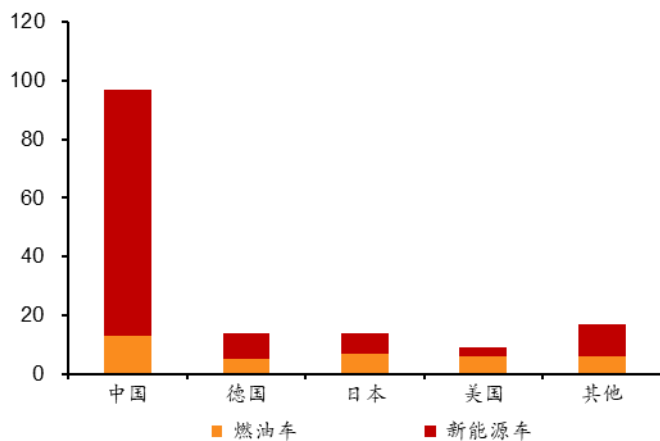
资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

图 19: 中国市场新车数量统计 (中国品牌 vs 外国品牌)



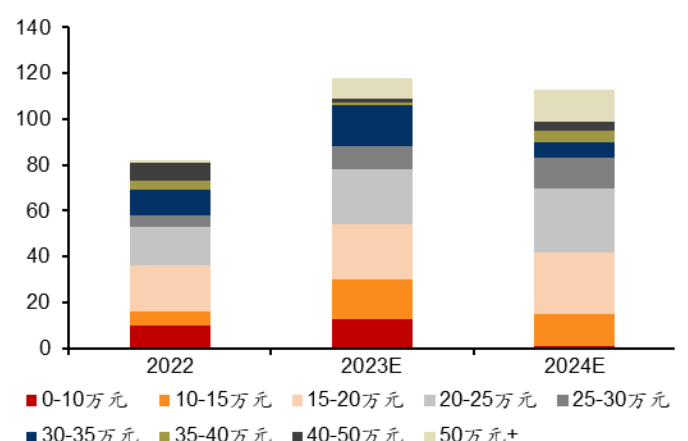
资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

图 20: 2024 年各国品牌在中国市场规划的新车数量



资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

图 21: 新车规划数量按价格区间拆分



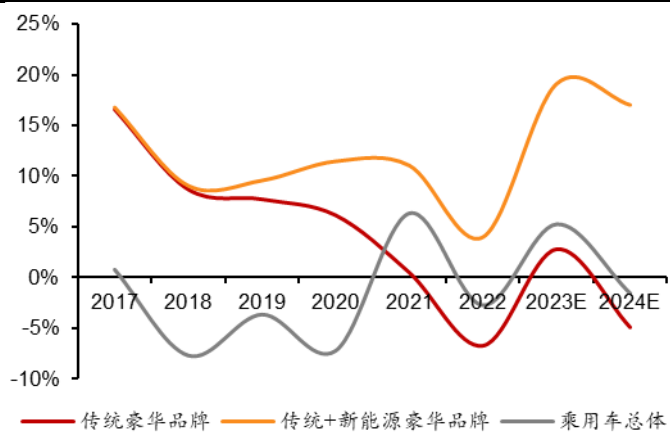
资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

豪华车: 传统品牌份额下滑, 新能源品牌份额提升

考虑到高端新能源车型已经成为豪华车市场的重要组成部分, 我们将豪华品牌分为传统豪华品牌和新能源豪华品牌, 以更好地反映行业格局的变化。传统豪华品牌的市场份额在 2020 年达到 16.4% 的峰值, 之后经历了三年的下滑。我们预计传统豪华品牌的市场份额将在今年下滑至 14.5%, 和去年的预测一致。2024 年, 我们预计传统豪华品牌的市场份额将继续下降至 14.0%, 对应的零售销量为 298 万辆。

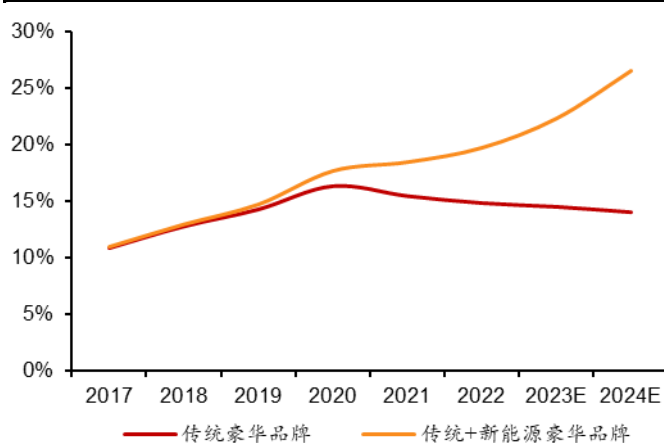
另一方面, 我们估计今年新能源豪华品牌的零售销量有望同比增长 69%, 达到 168 万辆, 其中理想 (同比增长 173%) 和腾势 (同比增长 68%) 是主要推动因素。特斯拉在今年前 10 个月的新能源豪华品牌零售销量中占据 37% 的份额, 其次是理想的 23%。考虑到明年将有更多的新能源豪华品牌销量提升, 包括方程豹、阿维塔和问界等, 我们预计新能源豪华品牌的市场份额将从 2023 年的 7.8% 上升至 2024 年的 12.5%, 对应的零售销量为 265 万辆。

图 22: 销量增速预测 (传统豪华 vs 全部豪华 vs 总体)



资料来源: 中汽中心、招银国际环球市场预测

图 23: 传统豪华品牌 vs 全部豪华品牌的市场份额预测



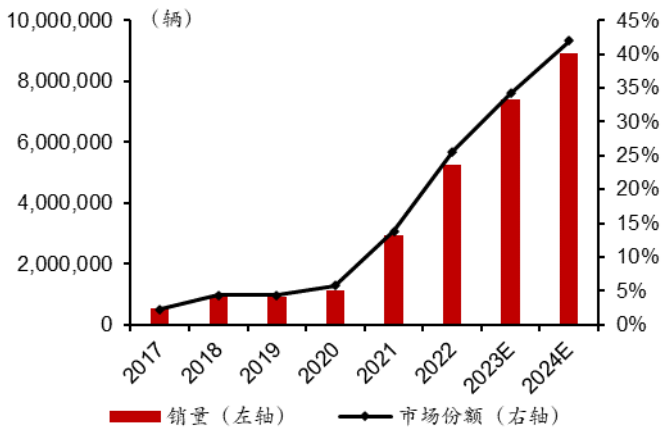
资料来源: 中汽中心、招银国际环球市场预测

2024年新能源车展望：技术进步以抵御竞争

2023年，我们预计中国新能源乘用车零售销量将同比增长超40%达到740万辆，基本符合我们去年的预期；批发销量将同比增长36%至885万辆，比我们最初的预期高出约7%，主要是由于出口和库存增长超预期。

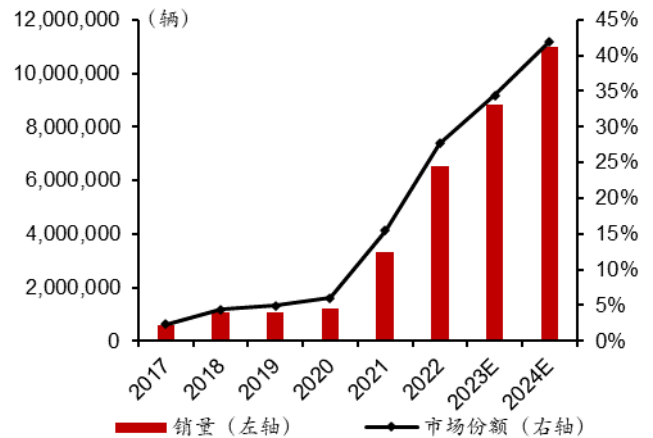
2024年，我们预计中国新能源乘用车零售销量将同比增长21%至890万辆，新能源车市场份额从今年的34%进一步提升至42%；批发销量有望同比增长24%达到1,100万辆，其中出口贡献180万辆，库存增加30万辆。

图 24: 中国新能源车零售销量及市场份额



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

图 25: 中国新能源车批发销量及市场份额

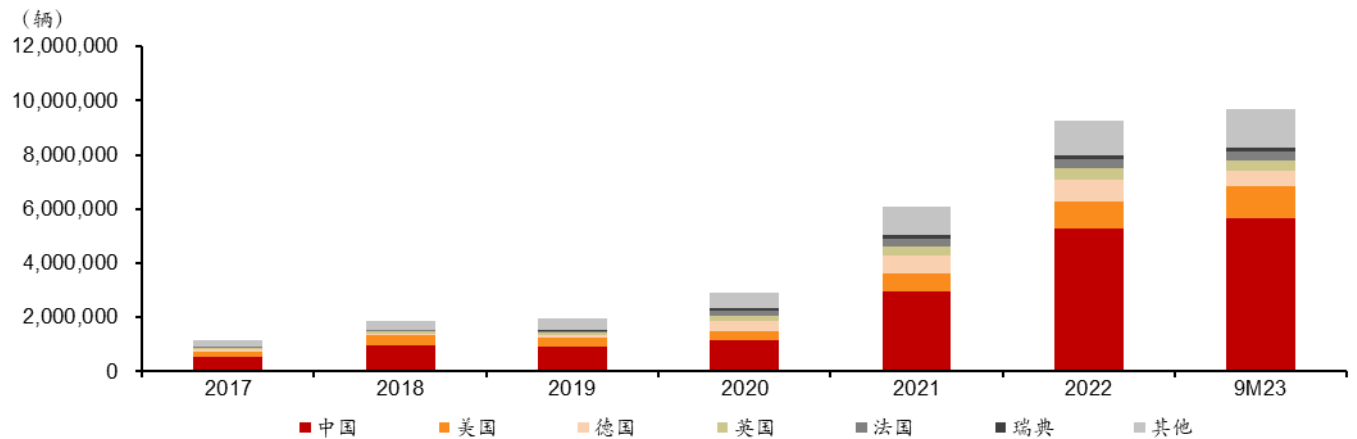


资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

全球新能源市场：中国车企全球化步伐正在加速

2023年前九个月，全球新能源汽车（仅限纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车）的零售销量同比增长39%，达到870万辆。中国市场占据全球新能源汽车销量的57%，与2022年持平；欧洲占据全球新能源汽车销量的24%，美国占据了13%的市场份额。今年前九个月，有70万辆新能源汽车从中国出口，占据了中国以外地区总体新能源汽车零售销量的19%。

图 26: 全球新能源车零售销量 (分国家)



资料来源: Marklines, 招银国际环球市场

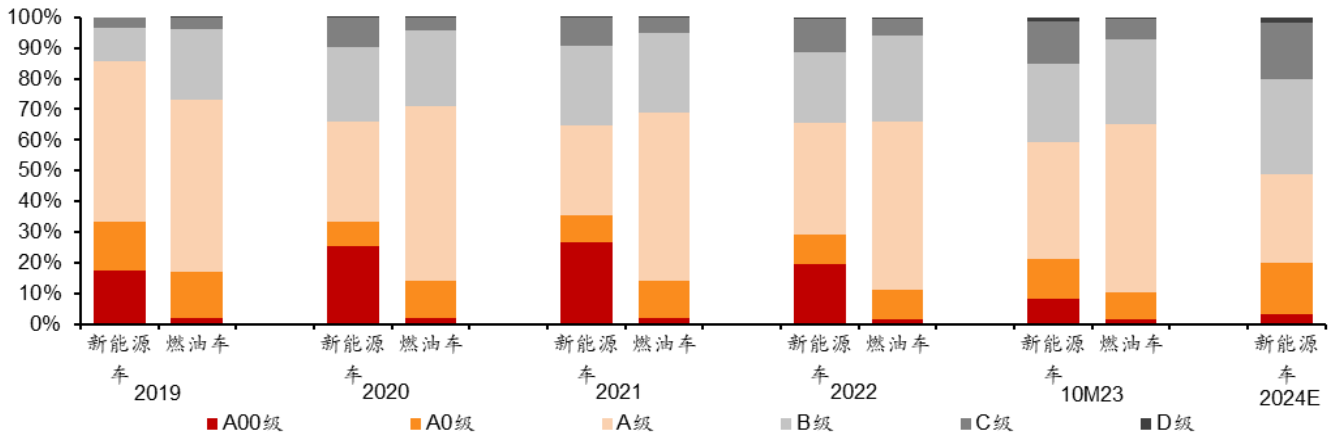
2024 年中国新能源车尺寸将继续加大

我们预测了每一款明年可能在售的新能源车型 (合计 400 多款) 的销量, 以更好地评估行业的变化趋势。我们预计 2024 年新能源汽车的平均尺寸可能更大, 因为新能源汽车的底盘灵活性使得车型轴距得以拉长, 这与中国消费者对大车和宽敞腿部空间的偏好是一致的。我们预计 B 级 (中型) 车将占 2024 年新能源汽车批发销量的约 30%, 比 2023 年前 10 个月高出 5 个百分点, 也是销量占比最高的车型尺寸。我们预计 C 级 (中大型) 车将占 2024 年新能源汽车批发销量的 18%, 比 2023 年前 10 个月高出 5 个百分点。

过去四年, 新能源汽车销量按车型尺寸分布发生了较大的变化。新能源汽车中 C 级车的销量占比已经超过了传统燃油车中 C 级车的占比, 而新能源汽车中 B 级车的销量占比也有望在 2024 年超过传统燃油车。这进一步验证了我们去年提出的观点, 即新能源汽车的尺寸偏好会略微倾向于更大更高端的车型, 因为大多数新能源车满足的是家庭增购或换购的需求。

我们预计 A00 级 (微型车) 新能源汽车在 2024 年的批发销量中仅占约 3%, 比 2023 年前 10 个月的比例低 5 个百分点。A00 级新能源汽车的销量下滑比预期更为严重。在消费升级和更多车型供给 (如比亚迪的海鸥、海豹、元, 大众的 ID.1, Smart 和 MINI) 的推动下, 我们预计 A00 级新能源汽车将更多地被 A0 级 (小型车) 新能源汽车所替代。

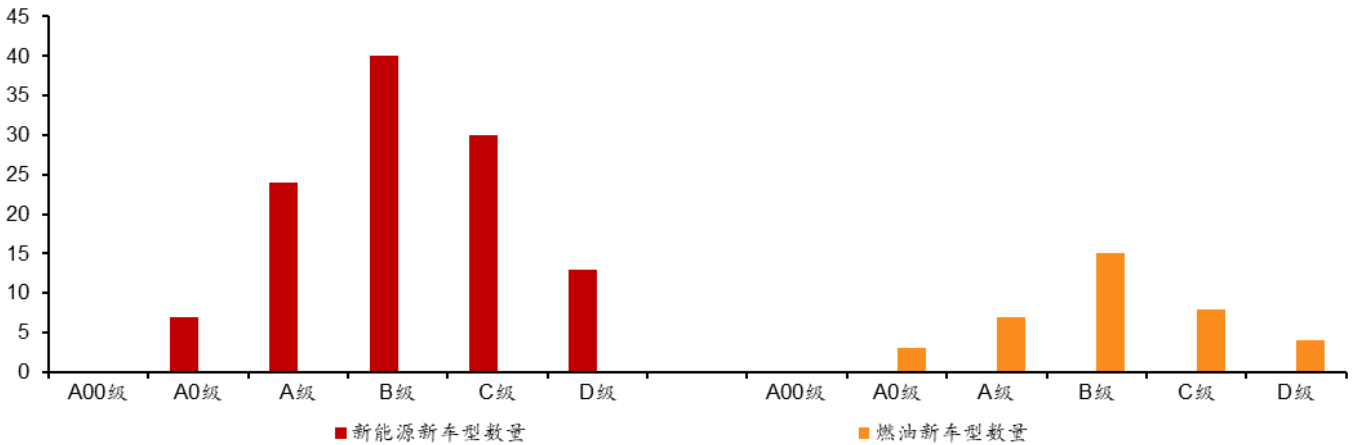
图 27: 不同尺寸乘用车批发销量占比 (新能源车 vs 燃油车)



资料来源: 中汽协、招银国际环球市场预测

继理想 L9 取得成功后, 我们预计 2024 年 D 级 (大型车) 新能源汽车的销量将继续增加。理想、方程豹、腾势和坦克都会在明年推出大型 SUV 或 MPV。我们预计 2024 年中国 D 级新能源汽车的批发销量将同比增长超过 100% 达到 26 万辆, 占到整体新能源销量的 2.3%。

图 28: 2024 年不同尺寸新车规划数量 (新能源车 vs 燃油车)

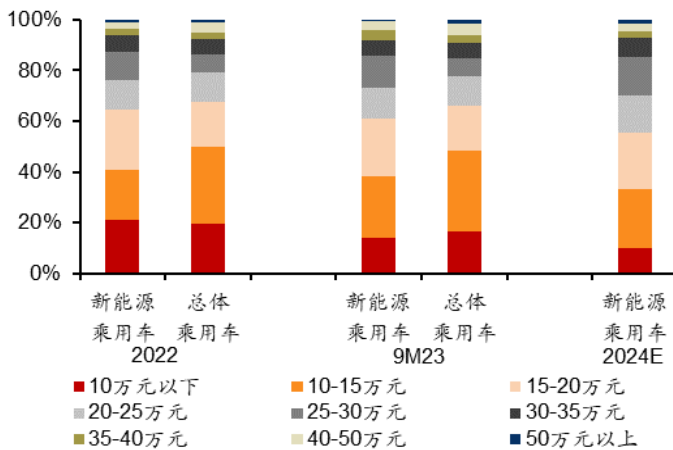


资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

2024 年新能源车将成为 15-35 万元市场的主流

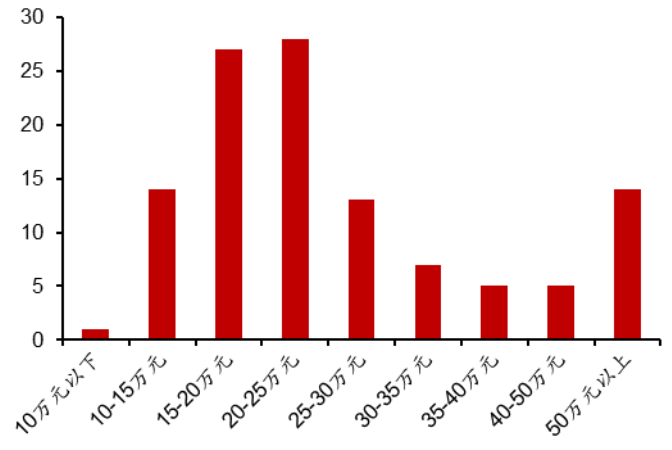
2023 年前 10 个月, 我们估算中国新能源乘用车的平均售价 (厂商指导价) 从 2022 年的 18.4 万元微降到 18 万元。考虑到今年新能源补贴彻底退出的影响, 实际平均价格可能不降反增。价格战表面来看可能象征着消费降级, 但它同时也在促使车企加快技术革新以增强定价能力, 为消费者提供更有竞争力的产品, 从另一个层面上促进消费升级。

图 29: 不同价格区间新能源乘用车批发销量占比



资料来源: 中汽协、乘联会、招银国际环球市场预测

图 30: 2024年不同价格区间新能源新车型数量统计



资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

2023年前9个月,我们估算新能源汽车在25-30万元市场份额达到了60%,与我们去年的预测一致。我们曾预测新能源汽车将在2023年主导25-30万元的市场。2024年,我们预计新能源汽车将成为15-35万元市场的主流。为了保持竞争力,面向大众市场的传统燃油车可能会更多地被挤压至15万元以下的价格区间。

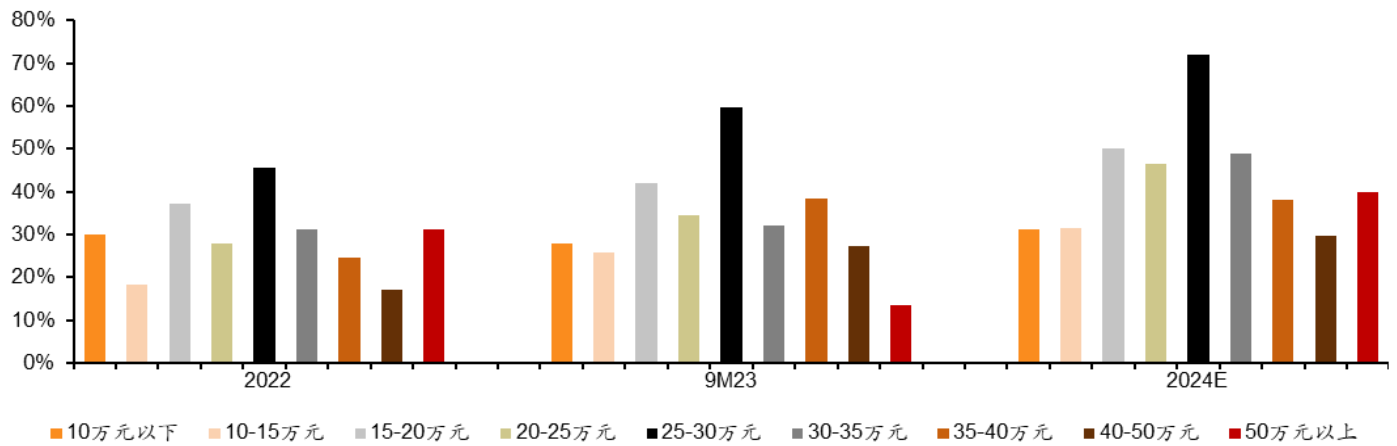
15-25万元市场:2024年,我们预计新能源汽车将贡献15-25万元市场约50%的批发销量。2023年前9个月,我们估计比亚迪在15-25万元的新能源市场份额接近40%,随着竞争加剧,我们预计2024年比亚迪的份额将下降至约35%。我们预计明年多款新款中型智能电动车将在20-25万元的价格区间贴身肉搏,甚至会打到更低的价格区间,例如极氪007、智己LS6、埃安昊铂HT,奇瑞星途星纪元ES,比亚迪宋L和大众的ID.7等。尽管特斯拉将其改款Model 3的价格提高到了25-30万元的价格区间,但我们认为该车型仍有降价空间。

25-30万元市场:我们预计2024年新能源汽车将继续主导25-30万元的价格区间,并有望将市场份额进一步扩大到70%。2023年前9个月,我们估计特斯拉在25-30万元新能源汽车市场的份额达到了63%,其明年的市场份额可能会下降,考虑到更多的竞争来自于改款的问界M7和即将推出的理想L6等新车型。我们预计特斯拉在中国的总批发销量(含出口)将在2024年同比增长11%,达到104万辆。

30-35万元市场:2024年新能源汽车在30-35万元价格区间的市场份额也有望加速增长。2024年,我们预计新能源车在30-35万元区间的市场份额有望从2023年前9个月的32%提升17个百分点至49%,对应批发销量将同比增长47%,达到85万辆,主要得益于理想L7、L8、坦克500、方程豹豹5、腾势的新轿车、魏牌高山、传祺E9和极石的01等新车型的贡献。同时明年传统豪华品牌也将受到更多来自于高端新能源车的冲击,这也是我们预计宝马、奔驰和奥迪在2024年销量将同比下降的重要原因。

50万元以上市场:理想MEGA有望在2024年重塑50万元以上价格段市场的竞争格局。由于目前50万元以上的车型多数是进口车,50万元以上的车型在中国的总批发销量中仅占不到2%,其中国产宝马X5贡献了30%。我们预计理想汽车的MEGA将帮助新能源汽车在50万以上价格区间的市场份额从今年前九个月的13%提升至在2024年的超过30%。

图 31:新能源车在不同价格区间的市场份额



资料来源：中汽协、乘联会、招银国际环球市场预测

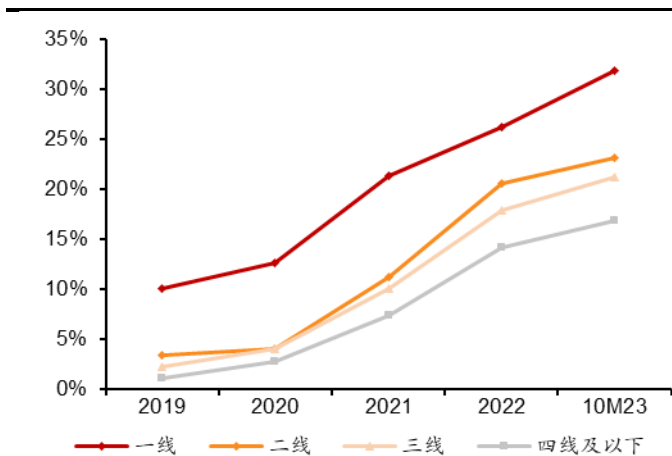
低线城市的新能源车市占率仍有较大增长空间

2023年前10个月，三线城市的新能源汽车零售市场份额较2022年增长了8.3个百分点，是所有城市层级中增速最快的，符合我们的预期，我们去年曾预测低线城市的新能源汽车增速可能超过高线城市，尤其是在插电式混合动力汽车市场。目前三线城市的新能源市占率约为31%。

2023年前10个月，二线城市的新能源乘用车零售销量增速继续超过整体市场，主要得益于插电式混合动力汽车销量的快速增长。插电式混合动力汽车在二线城市的市场份额占比最高，达到了11.5%。2023年，一线城市的插电式混合动力汽车市场份额有所收窄，主要是因为上海取消了插电式混合动力汽车的免费绿牌。相反，一线城市的纯电动汽车市场份额在2023年前10个月中增长最快（增加了5.7个百分点），因为上海的消费者从插电式混合动力汽车转向了纯电动汽车。

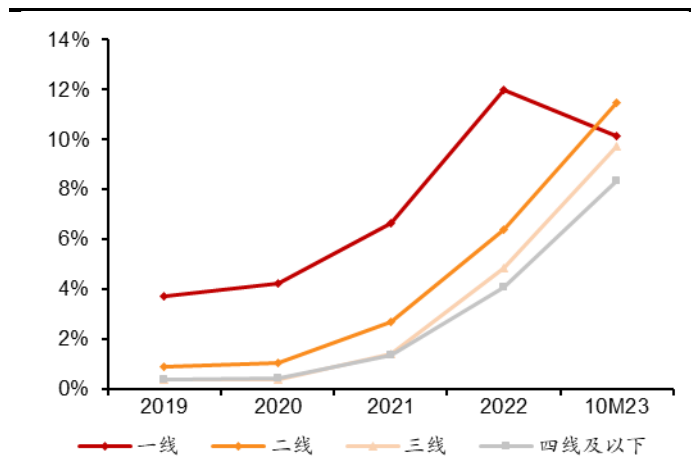
2023年前10个月，四线及以下城市的新能源汽车市场份额增长低于整体市场，弱于我们去年的预期。四线及以下城市的纯电动汽车市场份额在2023年前10个月仅增加了2.6个百分点，较2022年6.8个百分点的增幅有所收窄，部分是由于微型纯电动汽车销量的下降。

图 32: 不同线级城市纯电动汽车零售渗透率



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

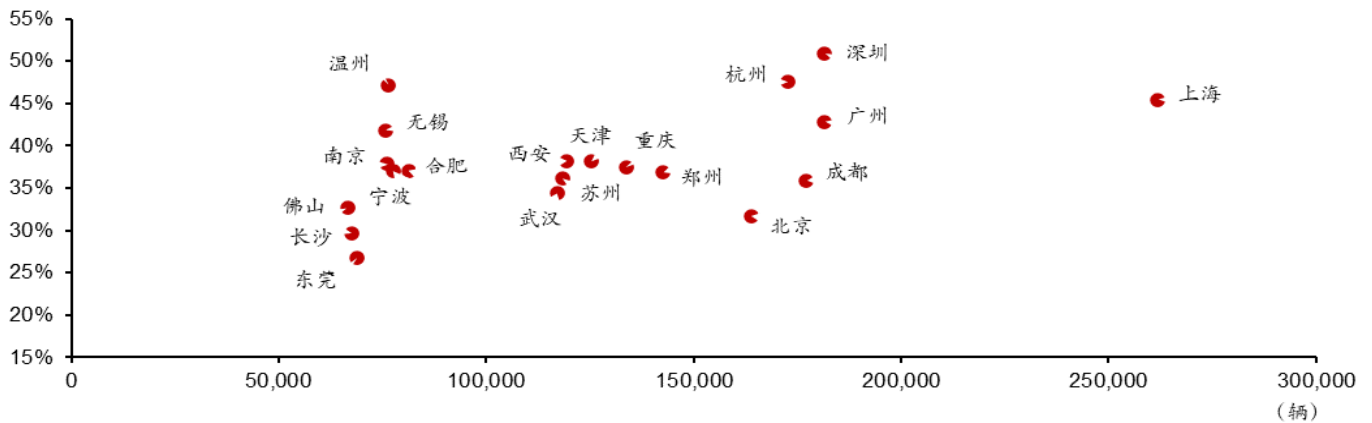
图 33: 不同线级城市插电混动汽车零售渗透率



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

展望 2024 年，我们预计低线城市的新能源汽车零售销量增长有望超过整体市场。我们维持去年的观点：我们仍然看好低线城市的市场份额增长空间。包括长安汽车、吉利汽车和长城汽车在内的中国车企已经开始推出更多的插电式混合动力汽车，这有助于提升低线城市的插电式混合动力汽车市场份额。我们认为，从 A00 级纯电动汽车向 A0 级纯电动汽车的消费升级也有助于逐步扩大低线城市的纯电动汽车市场份额。2023 年前 10 个月，一线城市的新能源汽车市场份额达到了 42%，但其未来的增长空间可能受制于北京对新能源汽车牌照的管控。二线城市贡献了全国新能源车零售销量的超过 50%，仍将是新能源车企的必争之地。

图 34: 2023 年前 10 个月新能源车零售销量前 20 城市的新能源车销量及渗透率



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

华为是否会统治智能电动车市场？

投资者普遍认为，智能化，包括自动驾驶和智能座舱，已经成为现阶段车企最重要的战场。我们认为，对于智能网联车来说，2024 年可能会是充满变数的一年，原因如下：

- 华为计划将其智能汽车部门的核心技术和资源注入一家新的合资公司，新平台将会对其他车企开放投资。长安将成为首家入股的合作伙伴，股权比例最高可达 40%。此外，华为鸿蒙智行的合作伙伴包括赛力斯（问界）、江淮、奇瑞（智界）和北汽，皆已收到入股新合资公司的邀请函。
- 搭载百度（BIDU US，买入）自动驾驶系统的极越 01 已于 2023 年 10 月发布，而小米（1810 HK，买入）的智能电动车也将于 2024 年上半年推出。
- 中国政府批准特斯拉在中国开放自动驾驶功能（FSD）的可能性正在增加。

正如我们在 2023 年 10 月的路演反馈报告中所指出的，我们认为小鹏和华为目前在中国自动驾驶技术方面处于第一梯队，华为有可能凭借其在 V2X 和芯片等方面的技术优势在自动驾驶方面超越小鹏。根据我们的渠道调研，明年小米也有望在自动驾驶方面进入第一梯队。此外，考虑到一些车企在自动驾驶方面巨额的研发投入，我们认为理想汽车和比亚迪有望在这一领域迎头赶上。

另一方面，华为的入局可能使相关弱势车企的存活时间变长，从而将行业周期底部的时间延长。尽管如此，长期来看我们认为弱势车企仍将退出市场，因为车企和华为的合作关系为非排他性的，华为与某些车企之间的合作关系也可能随着时间的推移而发生变化。

综上所述，在这场百年未有的汽车行业变革之中，鹿死谁手仍尚未可知。但可以明确的是，诸多科技巨头的进入会使得中国车企的内卷继续升级，外资车企凭借一代车型躺着赚钱的时代将一去不复返。

汽车行业投资策略，股票推荐和估值

虽然我们根据市值加权平均编制的中国车企股价指数今年表现优于 MSCI 中国指数，但是考虑到股价较大的振幅，我们认为在现阶段汽车板块的投资中“择机”比“选股”更重要。我们注意到投资者的情绪在自主品牌市场份额提升和竞争加剧导致销售和利润率下滑之间来回切换。我们预计这种情绪变换还将继续，因为相关的行业主题（竞争加剧和自主品牌争夺市场份额）在 2024 年不会改变。在漫长的价格战中，技术进步对于中国车企的盈利能力变得愈发重要。

造车新势力和科技巨头作为汽车行业的新进入者，已经使得竞争格局变得日趋复杂，同时也使得行业周期底部的时间比预期的更长。华为近期计划与多个车企成立合资公司，共同开发智能电动车，这或使得落后车企的存活时间得以延长。同时国际车企可以利用海外资源支援其中国业务，地方政府也将鼎力扶持国有车企。时至今日，谁将成为中国汽车行业的长期赢家仍然具有不确定性。因此，估值的动态变化以及新车型的竞争力等催化因素对于区间交易判断买卖时点非常重要。

推荐标的：理想汽车、吉利汽车

考虑到经销商的销量和利润仍未出现拐点迹象，我们推荐的标的仍然以整车厂为主。在智能化上最领先的零部件供应商还尚未上市，例如华为、地平线、Momenta 和大疆等。

理想汽车：作为唯一盈利的中国造车新势力，我们认为理想汽车相比其他造车新势力具有明显的竞争优势。理想首款纯电动旗舰车型 MEGA 的发布增强了我们对其即将推出的纯电动车产品的信心。理想汽车出色的产品设计能力以及合理的投资优先级已经使其进入良性循环。目前小鹏汽车和蔚来汽车仍未有扭亏为盈的迹象。在自动驾驶方面，我们认为理想汽车也有机会迎头赶上。

吉利汽车：当前行业格局的变化为中国传统车企转型提供了更多的生存空间。尽管吉利汽车今年的批发销量超预期，但今年以来其股价表现落后于同行。随着极氪 007 和全新中型 SUV 上市，我们预计极氪品牌明年销量有望从今年的 12.5 万台增长到 18 万台。今年吉利银河系列凭借银河 L7 实现了较好的开局，我们相信银河的多个新车型将推动明年吉利品牌新能源汽车销量实现翻倍以上的增长。此外，如果极越 01（百度（BIDU，买入）和吉利母公司合作）的销量超预期，也有望成为吉利股价的正向催化剂。

图 35: 汽车行业估值对比

公司	股票代码	评级	市值	股价	目标价	股价	市盈率 (x)		市销率 (x)		权益收益率 (%)	
			(百万美元)	(本地)	(本地)	升/降幅	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
理想汽车	LI US	买入	43,788	41.27	50.00	21.2%	34.4	21.5	2.5	1.6	18.1	23.1
理想汽车	2015 HK	买入	43,836	161.10	194.14	20.5%	34.5	21.5	2.5	1.6	18.1	23.1
蔚来汽车	NIO US	持有	12,434	7.40	10.00	35.1%	N/A	N/A	1.5	1.1	(101.0)	(210.1)
蔚来汽车	9866 HK	未评级	12,539	58.20	N/A	N/A	N/A	N/A	1.5	1.1	(101.0)	(210.1)
小鹏汽车	XPEV US	持有	16,551	18.48	16.00	-13.4%	N/A	N/A	3.8	2.2	(33.9)	(34.7)
小鹏汽车	9868 HK	持有	16,596	72.25	62.12	-14.0%	N/A	N/A	3.8	2.2	(33.9)	(34.7)
特斯拉	TSLA US	未评级	748,477	235.45	N/A	N/A	70.6	55.1	7.7	6.3	19.4	20.7
平均值							46.5	32.7	3.3	2.3	(30.6)	(60.4)
公司	股票代码	评级	市值	股价	目标价	股价	市盈率 (x)		市销率 (x)		权益收益率 (%)	
			(百万人民币)	(本地)	(本地)	升/降幅	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
吉利汽车	175 HK	买入	84,195	9.17	14.00	52.7%	18.8	12.7	0.5	0.4	5.8	8.2

长城汽车	2333 HK	买入	93,022	12.00	13.00	8.3%	12.8	11.4	0.5	0.5	10.8	11.2
长城汽车	601633 CH	买入	232,036	27.31	32.00	17.2%	31.8	28.5	1.3	1.2	10.8	11.2
广汽集团	2238 HK	买入	35,303	3.69	6.50	76.2%	7.6	5.8	0.3	0.3	4.1	5.1
广汽集团	601238 CH	买入	102,763	9.80	14.00	42.9%	22.0	16.8	0.7	0.7	4.1	5.1
比亚迪	1211 HK	买入	606,639	228.40	290.00	27.0%	19.4	15.4	1.0	0.8	25.0	25.3
比亚迪	002594 CH	买入	631,281	216.85	300.00	38.3%	20.2	16.0	1.0	0.8	25.0	25.3
亿和控股	838 HK	买入	1,239	0.78	1.50	92.3%	5.0	4.2	0.2	0.2	8.4	9.3
永达汽车	3669 HK	买入	5,598	3.17	5.00	57.7%	6.4	4.6	0.1	0.1	6.1	8.2
美东汽车	1268 HK	买入	6,412	5.22	7.20	37.9%	18.9	8.6	0.2	0.2	6.8	12.5
平均值							16.3	12.4	0.6	0.5	10.7	12.1

资料来源：彭博、万得、招银国际环球市场

注：基于2023年11月24日交易数据

中国保险板块

优于大市

分析师：马毓泽 - nikama@cmbi.com.hk

静待东风至

供给侧持续优化，阶段性调整不改价值增长潜力

寿险：短期逻辑看资产端回暖，中长期布局价值龙头

历经2023年板块由资负共振至相对分化，估值逻辑由上半年市场关注头部险企负债端的分化表现至下半年着眼于资产端的投资收益，叠加监管自7月底下调产品预定利率上限后，三季度行业规范政策频出，市场对2024年险企负债端能否维持增长趋势，资产端受资本市场波动和新会计准则实施的影响，投资收益能否回稳向上存在一定的担忧。我们认为当前寿险行业供给和需求的阶段性调整不改新业务价值的增长潜力，负债端拐点在历经三年的改革转型期后已现，新的增长周期开启；资产端回暖将进一步提振板块的估值修复。高质量发展属必经之路，严监管趋势利好头部险企共赢。我们维持2024年险企负债端持续向上的预期，新业务价值增长将由新单保费的快速增长驱动向产品价值率进一步提升驱动转变。预定利率下调所导致部分承保需求前置，对产品节奏的影响预计将于1-2个季度内被消化。2024年随着各险企队伍规模逐步企稳、队伍质态进一步优化，叠加银保渠道完成产品重新报备及新合约的签订，新单保费增速有望回归稳健。基于2023年开门红低基数的对比，我们预计2024年行业保费增速有望呈“前略高、后平稳”的趋势增长，维持行业优于大市评级。

财险：车险稳健增长回归“量增”中枢；非车结构优化提升承保利润

2023年财险业务表现分化。车险上半年因出行率回升及行业费用投放竞争加剧，导致车险费用率及赔付率均有所抬升；下半年车险保费增速回归稳健，自主定价系数的进一步放宽利好车险定价市场化，头部险企有望通过更精准的数据和定价模型实现理赔及费用管控，提高承保利润。我们认为车险保费增速有望回归中长期机动车保有量的增速，约6%左右的水平，件均保费在车险定价更趋市场化的基础上保持稳健。非车业务三季度受台风大灾等影响，赔付略超预期；但头部险企得益于准备金计提充足和主动实施风险减量管理，提高对各险种风险的勘测和预防，主动压缩亏损类业务的承保投入，有效控制了赔付率进一步上行。我们预计受台风等自然灾害赔付的影响，头部险企全年综合成本率有所抬升，但因主动优化非车业务结构，压降亏损类险种的承保比例，整体综合成本率有望维持盈利水平。

展望2024年，我们认为伴随监管加强费用管控和对费用投放不正当竞争行为的规范，叠加今年赔付上行，压缩险企承保盈利空间，有望倒逼部分中小财险公司降低渠道费用的投放力度，推动行业费用率水平进一步优化。赔付率方面，头部险企得益于多维度的数据勘测及大模型定价，具备较强的承保前风险管控能力，将有助于公司赔付率保持稳定。整体来看，我们维持对头部险企承保盈利能力的信心，预计综合成本率实现稳中有降、合理可控。

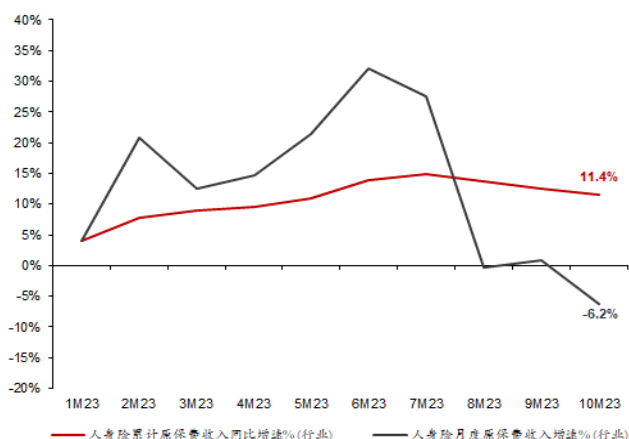
投资端：2024 财政扩张稳增长，地产化债缓释风险

自年初高企以来，长端利率延续低位徘徊。10 年期国债收益率最低于 8 月下旬跌破 2.6%；权益市场波动下行，沪深 300 指数二、三季度持续回落，截至 12 月 11 日，指数较年初已下跌 11.7%。三季度上市险企投资收益普遍大幅回落，叠加新会计准则的实施将更多金融资产纳入以公允价值计量且其变动计入损益（FVTPL）类别，因此，权益类资产公允价值的波动直接影响上市险企三季度投资业绩的表现，致使净利润大幅下滑。

展望 2024 年，我们认为国内经济复苏将得益于财政政策扩张和地产化债的共同影响：1) 国内稳增长政策延续，化债有望推动明年财政前置发力。7 月政治局会议提出积极化解地方政府隐性债务，中央财政于四季度增发一万亿特别国债并全部转移支付给地方，显示明年经济增长有望仰赖财政进一步扩张。自 8 月起，公共财政支出增速已超过当月公共财政收入增速，财政赤字率有望在 3% 的基础上再度提升；2) 房地产调控政策再放宽。11 月末监管拟定房企融资白名单，鼓励国有大行扩大房地产信贷供应，房企融资需求的改善将利好地产信用风险释放，带动险企资产端边际修复，从而提振板块估值。当前板块估值筑底于历史底部，港股中资上市险企交易于 FY23E 0.1-0.4 倍 PEV 水平；我们认为板块股价承压主要受投资端交易情绪的影响显著，短期来看，板块估值的提振将有赖于大市的企稳回升。展望 2024 年，宏观经济的修复将利好权益市场回暖，对比自今年二季度以来的低基数，权益市场的回升将推动险企明年净利润实现正增长。

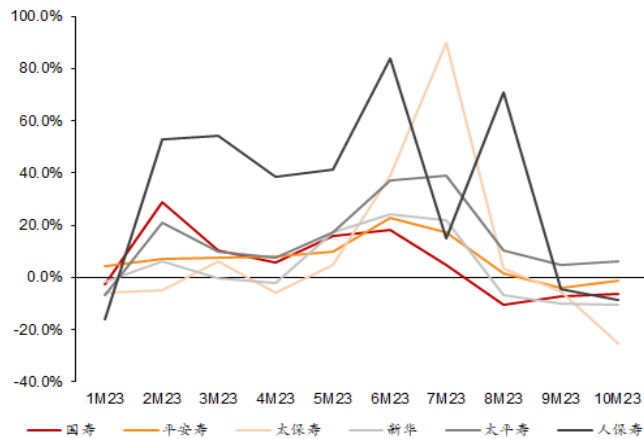
重要图表

图 1: 人身险原保费收入月度增速回落, 季节性差异明显



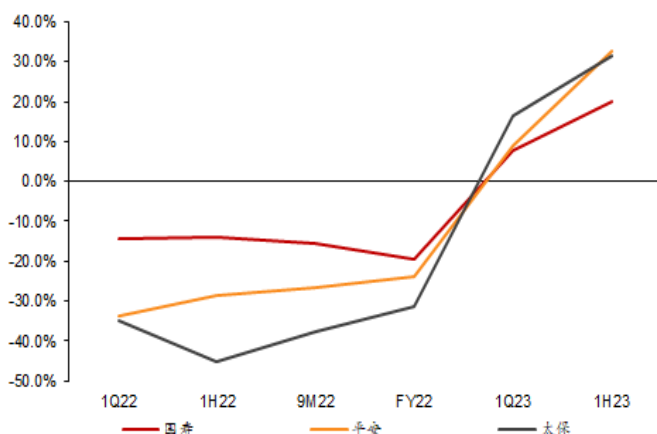
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 2: 各人身险公司原保费收入月度同比增速回落



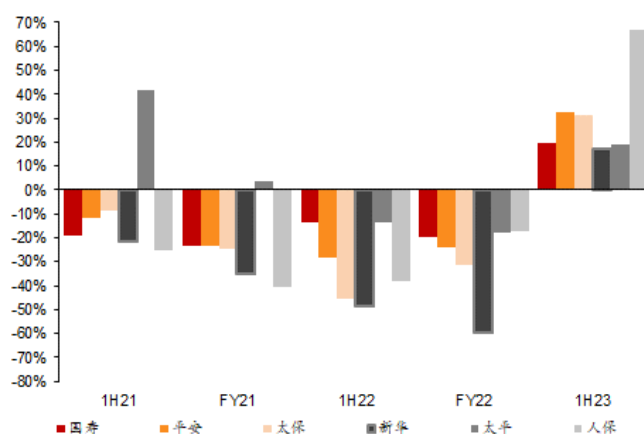
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 3: 寿险老三家国寿、平安、太保新业务价值正增长



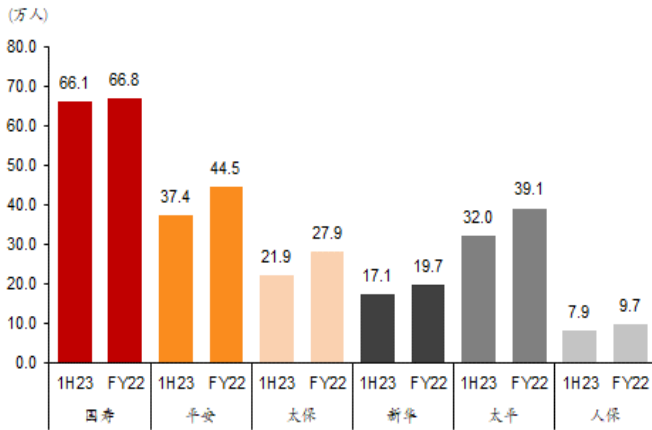
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 4: 2023 年上市险企寿险新业务价值均同比实现正增长



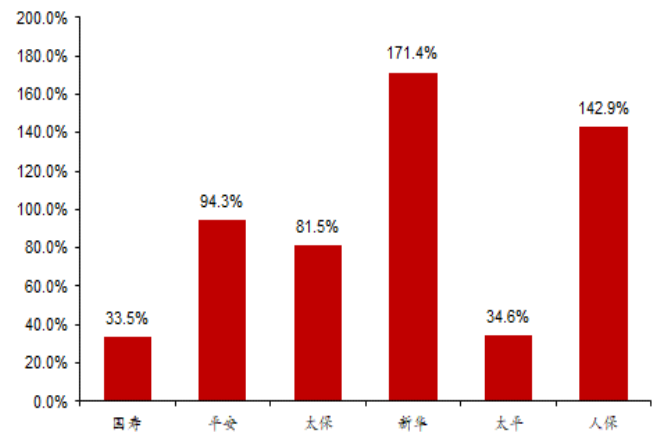
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 5: 上半年上市险企个险渠道规模人力, 队伍降幅收窄



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

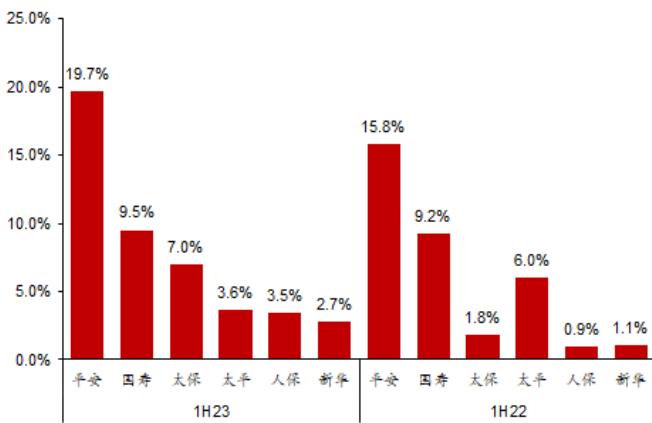
图 6: 上市险企个险人均产能大幅提升 (新业务价值口径)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场预测

注: 平安个险人均产能 (新业务价值口径) 为公司披露数据; 其他公司数据为招银国际测算(当期个险新业务价值/(年初寿险代理人数量+年中寿险代理人数量)/2)/6

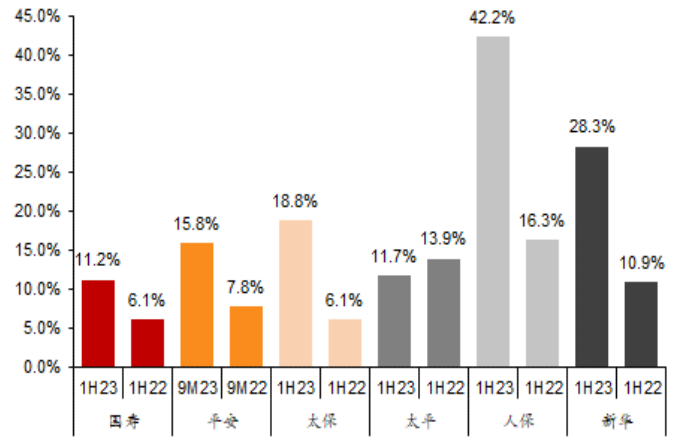
图 7: 上市险企银保新业务价值率 (按新单保费口径)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 除平安和太平为公司披露数值外, 其余银保新业务价值率均以新单保费口径测算, 即当期银保渠道新业务价值/当期银保渠道新单保费 (%)

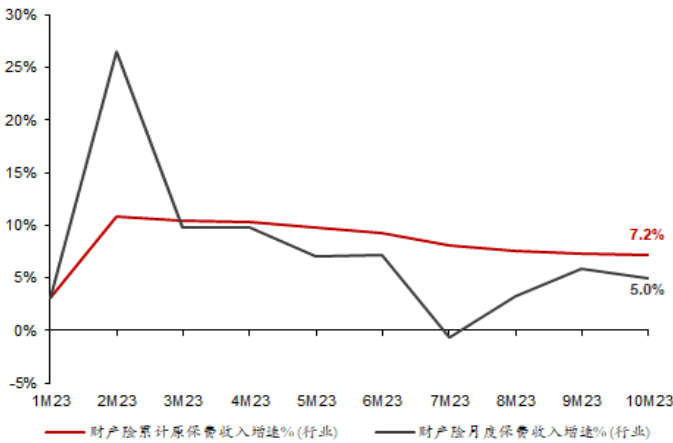
图 8: 上市险企银保渠道新业务价值贡献率 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

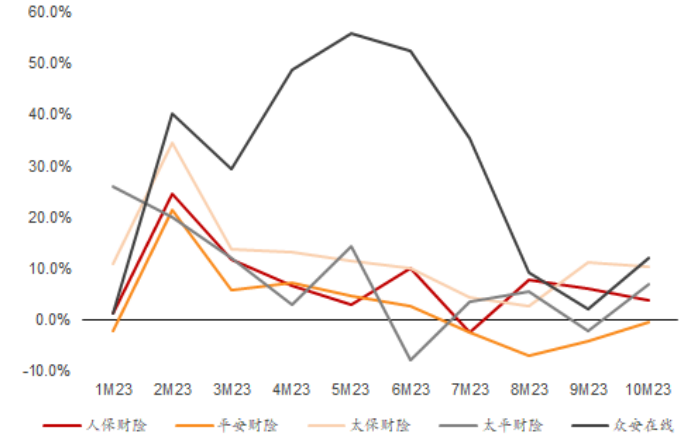
注: 平安银保渠道新业务价值为三季度披露值, 其他险企均为上半年财报披露值

图 9: 2023 财产险行业原保费收入同比增速逐月趋缓



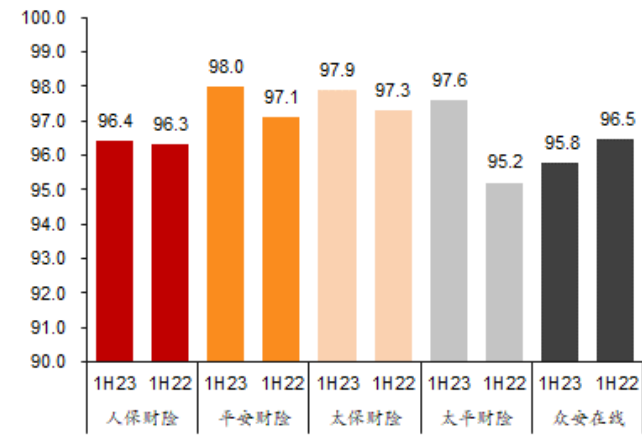
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 10: 2023 财产险公司原保费收入月度同比增速 (%)



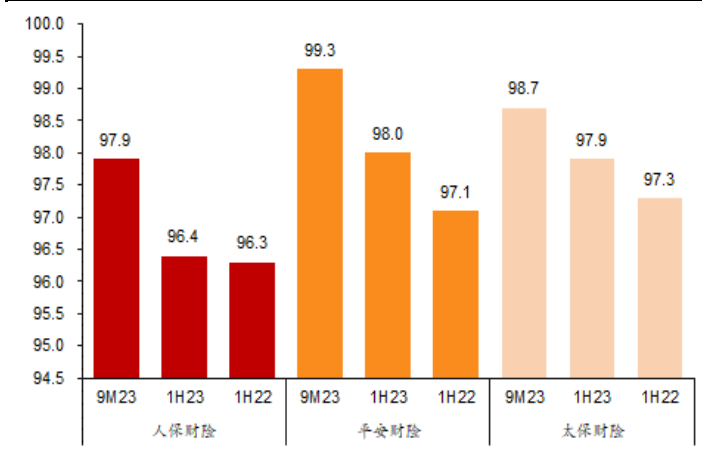
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 11: 5 家财险公司综合成本率普遍回升 | 中国财险基本企稳, 众安在线同比压降



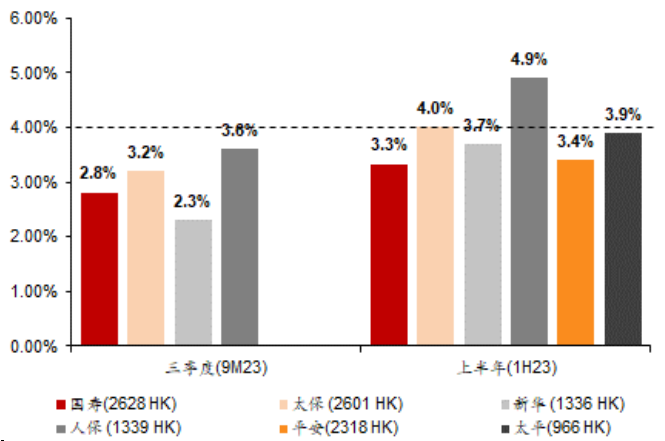
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场预测

图 12: 老三家财产险综合成本率三季度大幅提升 (%)



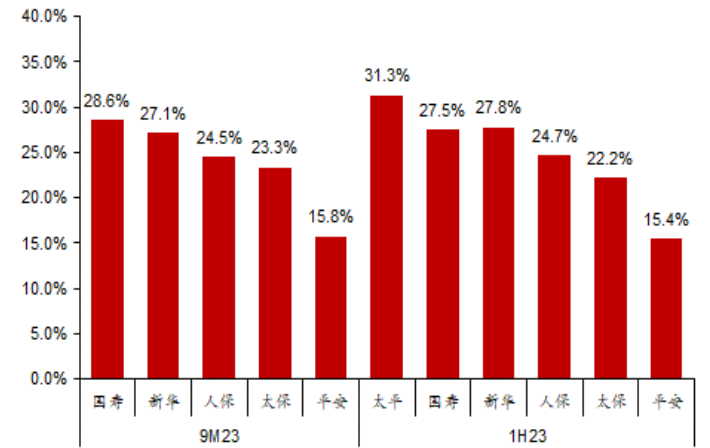
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场预测

图 13: 上市险企三季度/上半年年化总投资收益率下行



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

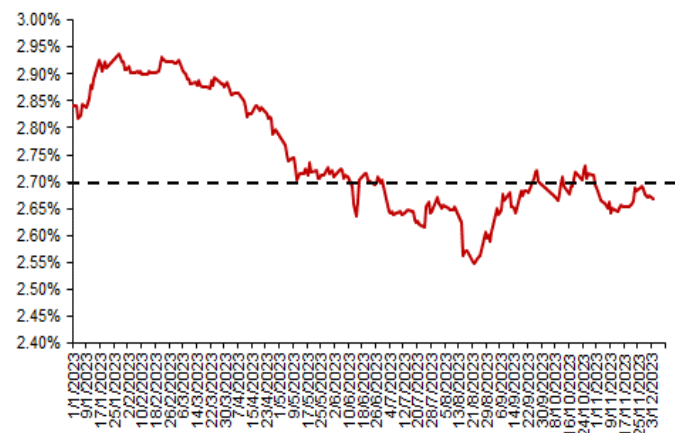
图 14: 上市险企三季度/上半年 FVTPL 金融资产/总资产占比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场预测

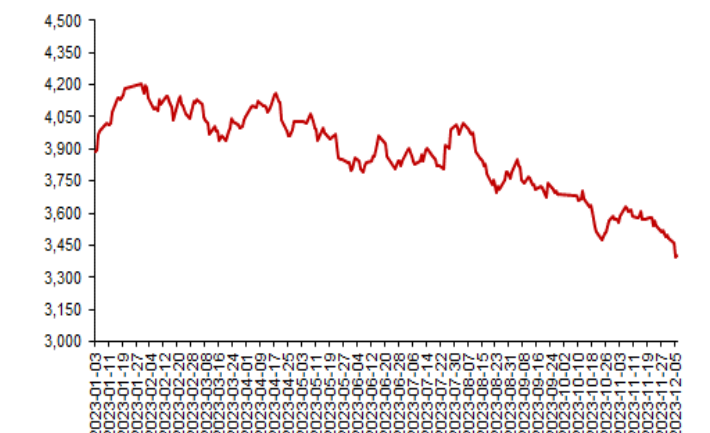
注: 平安寿险于 2018 年实施 IFRS 9, 为满足集团合并财务报表下金融资产计量口径一致的需要; 其他险企均于 2023 年开始实施 IFRS 9 以计量金融资产

图 15: 中国 10 年期国债收益率逐季下滑, 自二季度起波动于 2.7% 附近



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 沪深 300 自年初高企后逐季下行, 截止 12 月 11 日指数较年初下跌 11.7%



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

寿险：阶段性调整不改价值增长潜力

严监管必经之旅，促行业行稳致远

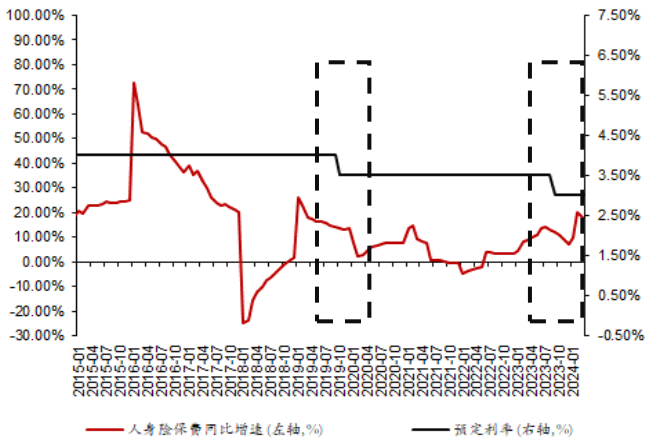
保险行业作为经济发展减震器，市场长期资金的源头活水，监管对保险公司防范利差损及费差损风险相继出台一系列政策。自三季度以来，监管防风险的政策频出，多从负债端规范险企展业竞争，我们认为严监管是行业高质量发展的必经之旅，良性竞争利好头部险企实现共赢。具体来看，近期重大监管包括：1) 8月1日全面停售预定利率为3.5%的产品，新开发产品的定价利率上限从3.5%调降至3.0%，所有旧产品于8月1日起停售切换；2) 8月下旬监管要求银保渠道“报行合一”，要求保险公司在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构及渠道佣金上限，确保实际费用的支付应与上报的备案材料保持一致；3) 10月18日监管下发促进人身险业务平稳健康发展的通知，明确不得大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保，剑指规范行业大幅提前开展开门红业务的现象。

■ 传统险预定利率3.5%降至3.0%

2023年人身险行业及各险企原保费收入季度差异化显著（图18），主要是受监管下调预定利率推动险企产品切换，导致部分客户承保需求前置的影响。三季度行业原保费收入增速同比+8.4%，较二季度同比+23.7%大幅下滑，六大上市险企（含国寿、平安寿、太保寿、新华、太平寿险、人保寿）三季度累计人身险原保费收入同比增速+4.4%，较二季度同比+16.9%亦显著回落。9月起各险企单月人身险保费收入同比下行，除太平寿险外，其他险企均录得负增长。我们认为此次预定利率下调的影响属阶段性，短期对险企销售造成一定扰动，但市场已有充分预期；预计产品切换对销售节奏的影响将于1-2个季度内被消化，即至四季度末人身险保费收入波动将渐趋平缓（图17）。随年末各险企开门红业务相继展开，我们预计2024年行业及各险企人身险保费收入增速有望呈“前略高、后平稳”趋势增长。

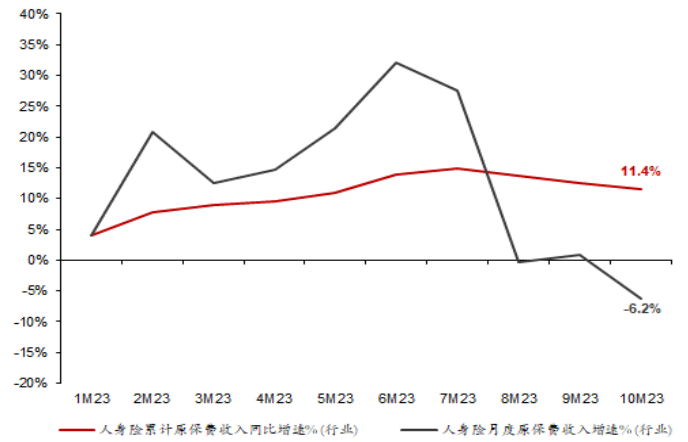
中长期看，负债端成本压降利好险企减轻投资压力。三季度上市险企受资本市场波动下行及新会计准则的实施放大权益投资对收益波动的影响，公司净利承压。三季度各险企投资收益率普遍回落，其中含金融资产公允价值变动的年化总投资收益率更有低于负债端新调降的预定利率3.0%。截至三季度末，国寿、太保、新华、人保的年化总投资收益率分别为2.8%、3.2%、2.3%、3.6%，较上半年3.3%、4.0%、3.7%、4.9%明显下行。面对2024年资本市场预计呈弱复苏趋势，监管严防利差损风险，对促进行业长期行稳致远意义深远。

图 17: 预定利率下调对行业保费收入影响, 对比 2019 年



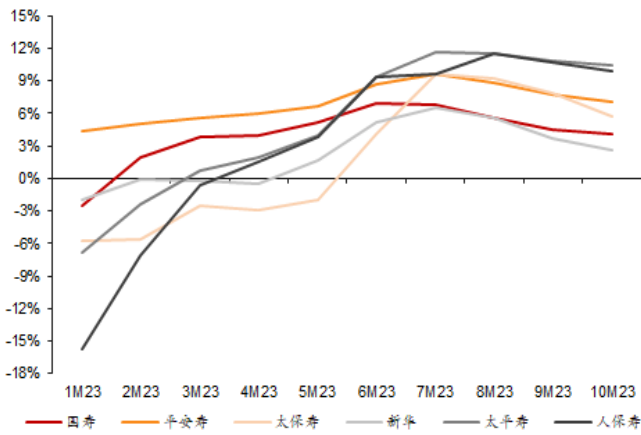
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场预测

图 18: 人身险原保费收入月度增速回落, 季节性差异明显



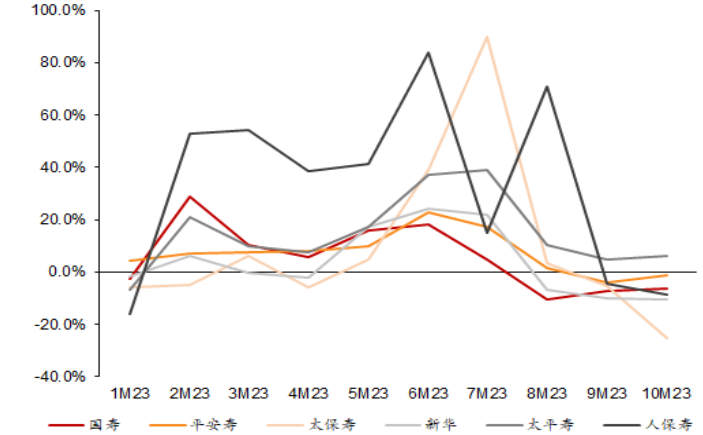
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 19: 人身险企原保费收入累计同比增速自 8 月起回落



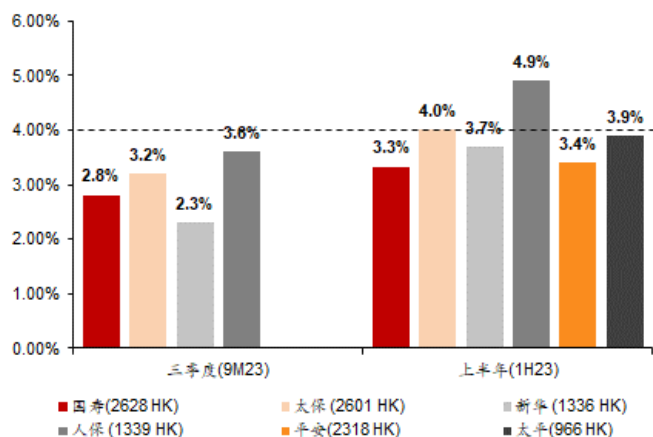
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场预测

图 20: 人身险企原保费收入月度同比增速自 8 月起下行



资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场预测

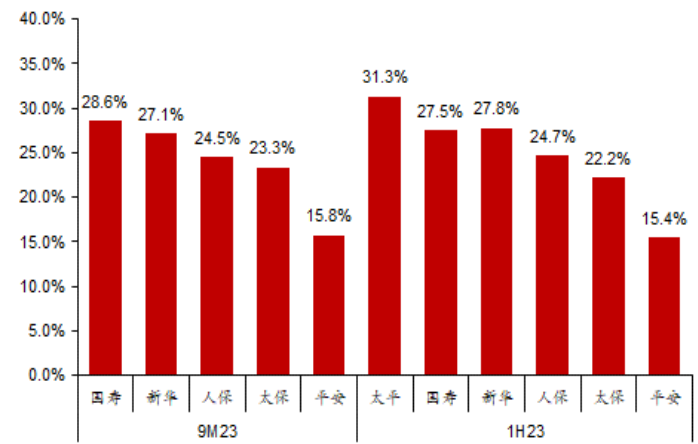
图 21: 上市险企三季度/上半年年化总投资收益率下行



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 平安、太平三季度未披露公司总投资收益率; 太保、人保前三季度披露的总投资收益率为未年化数据, 按前三季度 273 个工作日年化计算

图 22: 上市险企三季度/上半年 FVTPL 金融资产/总资产占比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

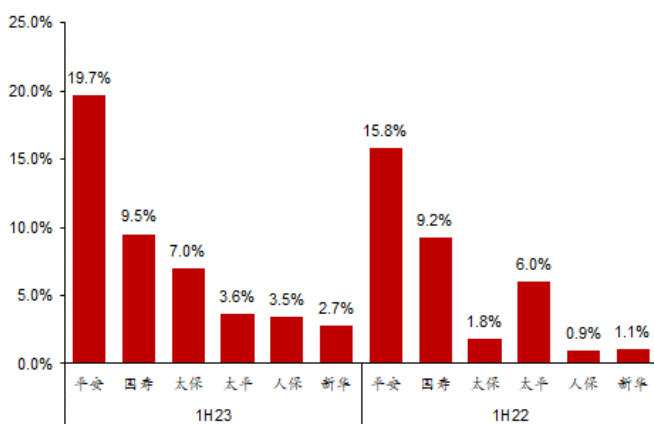
注: 平安寿险于 2018 年实施 IFRS 9, 为满足集团合并财务报表下金融资产计量口径一致的需要; 其他险企均于 2023 年开始实施 IFRS 9 计量金融资产

■ 银保报行合一，优化费用管控

8月22日，金融监管总局向多家人身险公司下发《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，深化银保代理渠道手续费及佣金费率的管控。银保报行合一利好行业控制费差损风险，降低险企的渠道费用率，从而有望进一步提升银保渠道的产品价值率。三季度经金融监管总局数据估算，报行合一实施后，银保渠道的手续费率较之前平均水平下降近30%。截至三季度末，太保、平安、太平、国寿四家险企的银保渠道新业务价值贡献率分别为18.8%、15.8%、11.7%、11.2%，新华和人保寿险的银保NBV贡献率达28.3%、42.2%（图24）；而除老三家外，银保新业务价值率（按新单保费口径测算）不到5%，老三家除平安外，国寿和太保银保新业务价值率亦不足10%，反映了银保新业务价值的增长主要靠新单保费的高速增长“以量提价”。报行合一的实施有望推动渠道整体新业务价值由“量升”转“质推”，形成以新业务价值率提升驱动增长的模式。据渠道调研结果看，目前业内公司基本已完成与合作银行在新产品签约及监管重报等相关流程，前期因产品下架等所造成的保费收入短期波动，预计将随渠道新业务的展开而逐步平滑。无论是传统险还是分红险的销售，我们认为银保仍将是2024年各险企新单保费和新业务价值增长的重要贡献渠道。

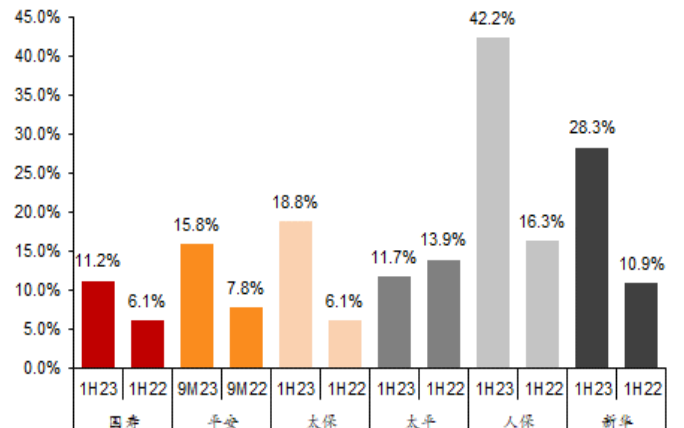
作为银行中收的重要来源，我们认为银保业务仍有望在2024年实现优于市场预期的增长，主要因监管的费用规范不改强劲的承保需求和保险产品相较于竞品仍具稀缺性。但鉴于同比高基数效应，我们预计2024年险企银保新单保费收入增速为中低单位数，新业务价值的提升将由新单保费增长驱动，向产品价值率提升驱动转变。同时，理财、基金等投资竞品的收益率波动承压，10年期国债收益率自年初高企后持续低位徘徊，二季度起围绕2.7%波动（图25）。我们认为保险产品仍能成为低风险偏好、重稳健收益客户的首选配置；此外相较定期存款、大额存单等传统储蓄类业务，传统险3.0%收益的刚性兑付具稀缺性优势。（图26）

图 23: 上市险企银保新业务价值率（按新单保费口径）



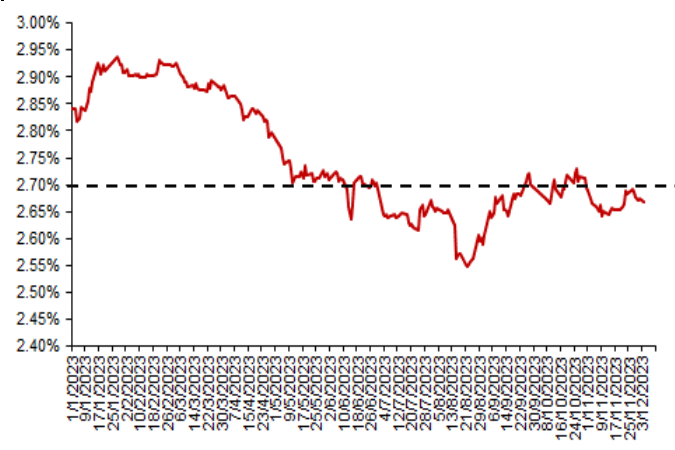
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：除平安和太平为公司披露数值外，其余银保新业务价值率均以新单保费口径测算，即当期银保渠道新业务价值/当期银保渠道新单保费（%）

图 24: 上市险企银保渠道新业务价值贡献率（%）



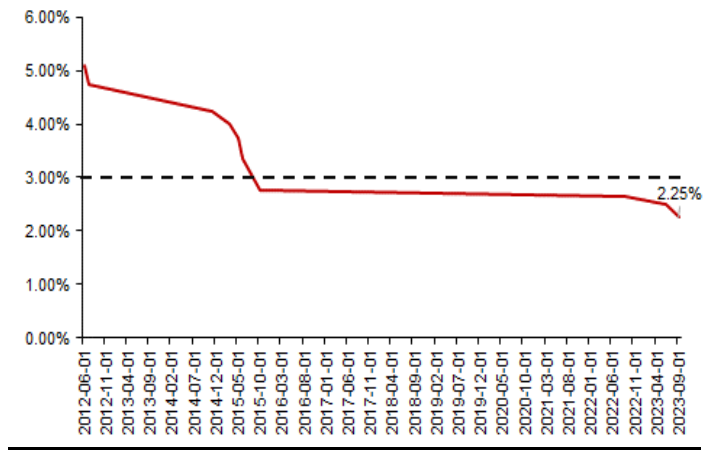
资料来源：公司财报，招银国际环球市场
注：平安银保渠道新业务价值为三季度披露值，其他险企均为上半年财报披露值

图 25: 中国 10 年期国债收益率，二季度始波动于 2.7% 附近



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 26: 工行 5 年期定期存款利率 (整存整取), 当前值 2.25%

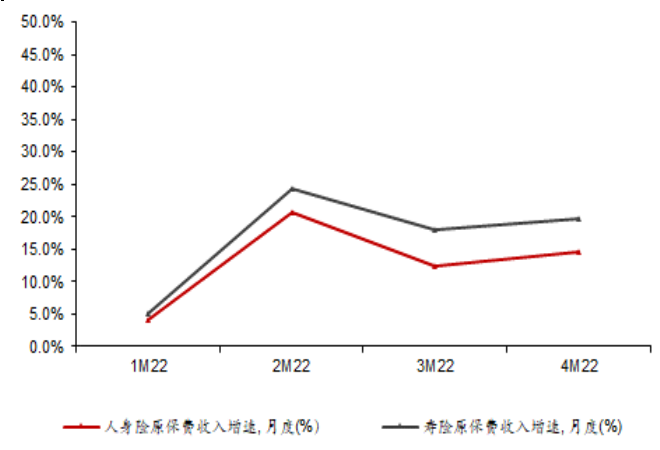


资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 人身险业务平稳健康发展: 开门红业务节奏调整不影响产品需求推动销售

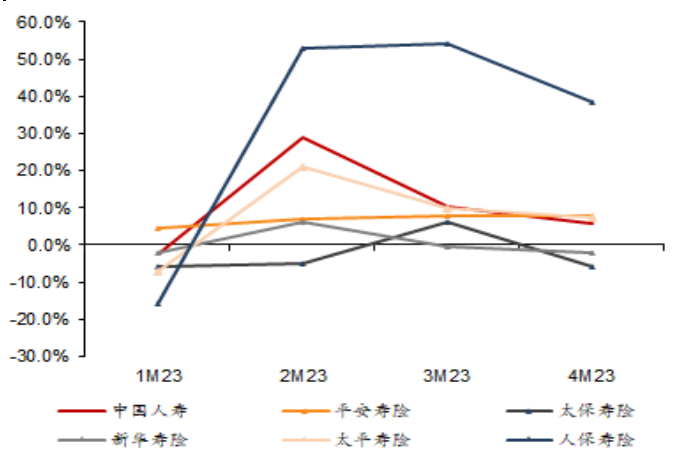
10月18日监管下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，明确不得大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保，剑指行业应避免过早开展开门红预收；同时，提出要防范个险渠道的费差损风险。该文件出台后，各险企开门红节奏出现调整，开门红预收时间普遍推后；受此影响，市场担忧2024年一季度保费收入增速可能下行，因而影响寿险公司股价10月底出现大幅回撤。我们认为：1) 政策短期影响业务开展节奏，但不改变中长期居民储蓄意愿及需求依旧旺盛；保险产品的长期稳健收益和刚性兑付属性仍具投资吸引力（[链接](#)）；2) 开门红节奏推后为队伍留足展业培训、蓄客增员及内部管理优化的时间。相较2023年开门红受疫情高峰扰动的低基数起点—1Q23人身险原保费收入同比-4.2%，寿险原保费收入同比-4.8%，我们预计2024年开门红期间各大险企将在个险及银保双渠道发力，推动一季度行业保费收入实现高单位数至低双位数水平增长。

图 27: 2023 人身险开门红行业保费收入增速相对低基数



资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 28: 人身险上市险企 2023 开门红保费收入增速对比

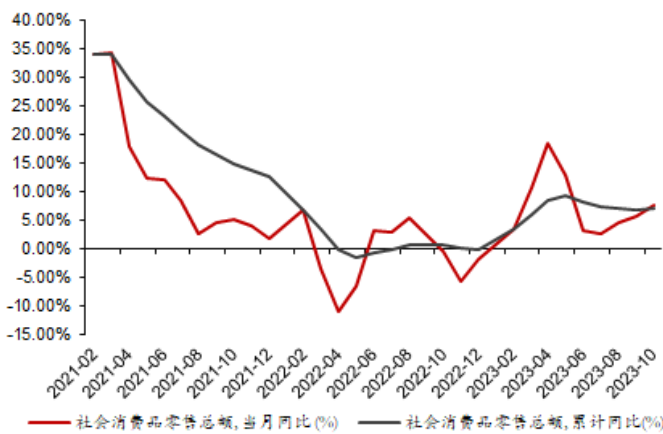


资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

供给侧优化应需求，新业务价值持续增长

2023年国内居民消费需求疲弱，10月社会消费品零售总额同比+7.6%，较上月略有回升但修复缓慢；10月国内CPI增速再落下行空间，同比-0.2%。需求端我们认为有三大趋势有望于2024年延续：1) 居民旺盛的储蓄需求、低风险偏好驱动投资谨慎，保险产品长期稳健的收益新增家庭收入来源；2) 金融资产在居民家庭资产配置中的占比有望进一步提升；保险产品的刚兑属性较其他投资竞品在风险回报上更具吸引力；同时，分红险固定+浮动的收益模式丰富了中高净值家庭的投资组合；3) 人口结构老龄化推升养老需求，税收递延型商业养老险产品的规模及增速有望于2024年再度提升。截至12月初，个人养老金保险产品数量已扩容至99款，其中专属商业养老保险有11款、两全险14款、年金险74款中44款为个税递延型养老年金产品，占比达近60%。为对应人口结构和市场需求的发展趋势，险企在严监管背景下持续优化供给侧能力，我们认为未来能以低负债成本、高营运效率以减少资本消耗的头部险企值得关注，负债端优势将回归体现于渠道能力和产品策略。

图 29: 社会消费品零售总额同比增速缓慢修复



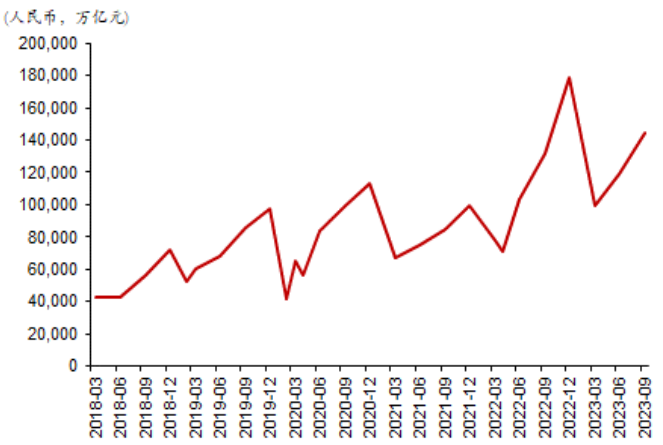
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 30: 10月CPI同比增速回落，反映消费需求疲弱



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 31: 居民累计新增人民币存款维持高位，储蓄意愿强烈



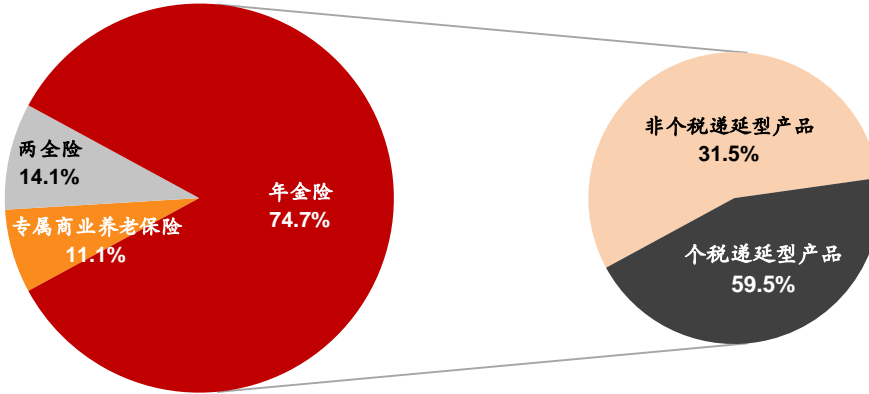
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 32: 10月PPI同比持续下行，但降幅略有收窄



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 33: 第三支柱个人养老金保险产品扩容至 99 款, 其中个税递延型养老年金产品达 44 款, 占年金险近 60%



资料来源：中国银行保险信息技术管理有限公司, 招银国际环球市场

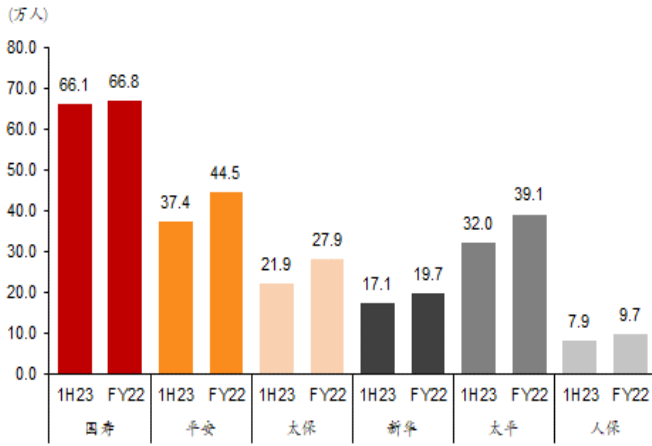
■ 个险：规模人力企稳加质态优化，关注核心人力在分级销售下的业绩影响

2023 年险企个险代理人队伍规模呈逐步下行至企稳的趋势，同环比降幅逐季缩窄。截至三季度末，国寿和平安的代理人规模分别为 66 万和 36 万，较年初各降 1.2% 和 19.2%，而较二季度末仅下滑 0.2% 和 3.7%，降幅逐季收窄，国寿更领先于行业率先实现规模人力企稳（图 34）。核心代理人成为个险渠道贡献新单保费和新业务价值增长的中坚力量；代理人产能同比大幅提升。上半年国寿、太保、新华、平安的月人均 NBV 同比提升 34%、61%、82%、94%，驱动渠道新业务价值在队伍清虚后不降反升（图 38）。

展望 2024 年，多家险企已将核心人力纳入考核指标，我们认为队伍质态的优化将是险企未来在个险渠道业务发展的长期目标，同时通过不断提高增员门槛，完善新人优增入口，以进一步释放新人队伍产能贡献的潜力。我们预计 2024 年寿险老三家，国寿将维持目前 66 万左右队伍规模，同时在个险营销体系 2.0 的改革中，优增培育更年轻的金融保险规划师队伍，以应对将于明年 3 月正式实施的个险代理人分级销售新规；平安通过代理人产能的强劲增长挂钩收入，提高留存，从而驱动渠道新业务价值增长，队伍规模预计仍将小幅下行；太保长航二期工程将于年末收尾，内勤及外勤队伍双向优化进一步降低运营成本，核心业绩人力的规模及占比料将企稳。

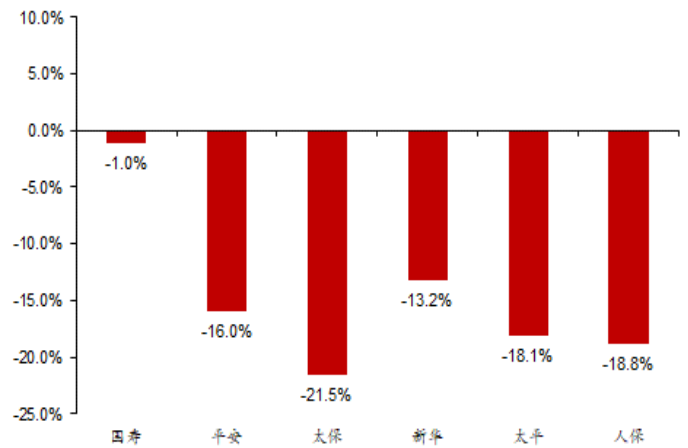
整体来看，我们预计明年一季度各上市险企将受益于 2023 年开门红低基数效应，实现新单保费正增长，带动 NBV 向上；而自二季度起，各险企面临今年产品切换所导致的高基数，和明年 3 月起正式实施的寿险代理人分级销售制度对个险人力业绩产生波动的影响，我们预计明年二季度个险新单保费下滑，带动新业务价值相对承压。

图 34: 1H23 上市险企个险渠道规模人力对比 (万人)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

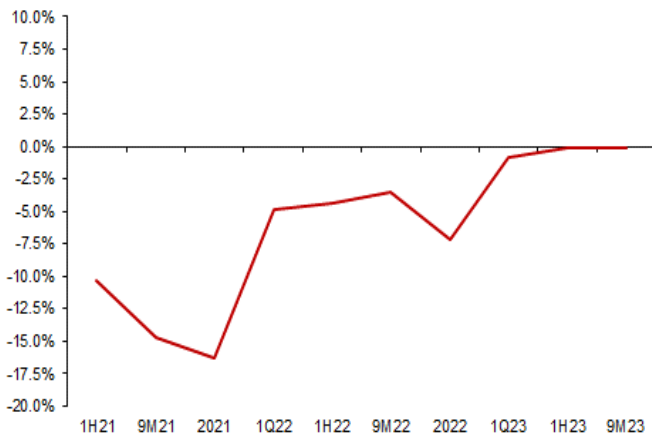
图 35: 1H23 上市险企个险规模人力较年初下滑幅度对比



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场预测

注: 仅平安、国寿披露季度寿险代理人规模人力数据; 其他险企规模人力均为半年度数据

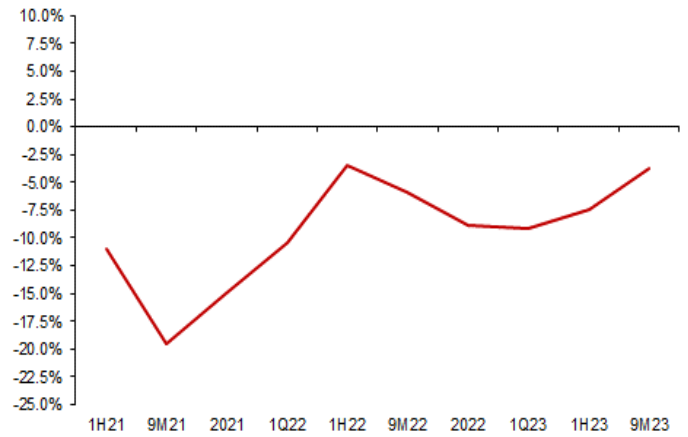
图 36: 国寿个险代理人规模季度环比增速, 领先行业企稳



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 仅国寿、平安披露季度寿险代理人规模人力数据

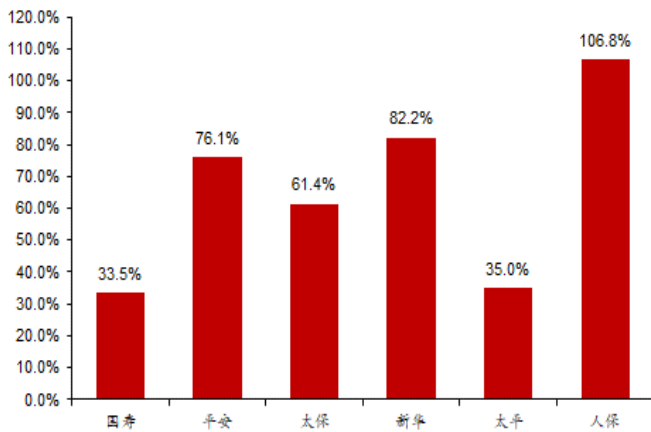
图 37: 平安个险代理人规模季度环比增速, 降幅逐季收敛



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 仅平安、国寿披露季度寿险代理人规模人力数据

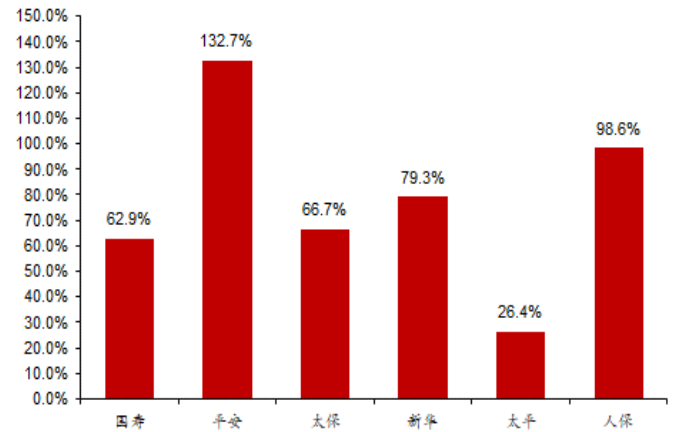
图 38: 上市险企个险人均产能大幅提升 (新业务价值口径)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 平安个险人均产能 (新业务价值口径) 为公司披露数据; 其他公司数据为招银国际根据公司财报披露数据测算, 计算公式为(当期个险新业务价值/(年初寿险代理人数量+年中寿险代理人数量)/2)/6

图 39: 上市险企个险人均产能大幅提升 (新单保费口径)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

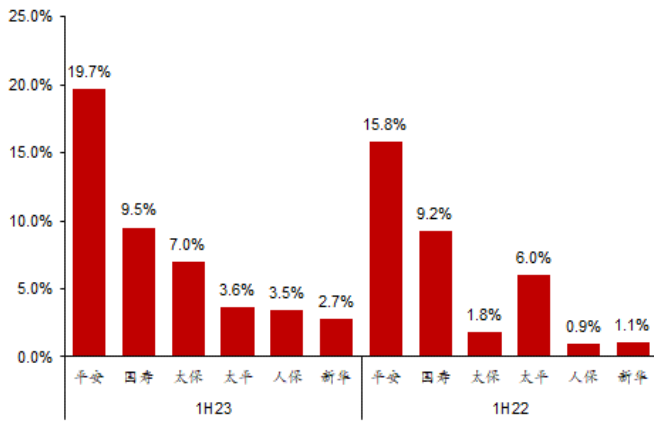
注: 各险企寿险代理人人均产能 (新单保费口径) 数据为招银国际根据公司财报披露数据测算, 计算公式为(当期个险新单保费收入/(年初寿险代理人数量+年中寿险代理人数量)/2)/6

■ **银保: 费率调控落地, 新单保费增长有望回归稳健**

受预定利率下调产品切换的承保影响, 前三季度各上市险企银保渠道的新业务价值在新单保费高速增长驱动下, 同比实现大幅增长。截至三季度末, 太保、平安、太平、国寿的银保 NBV 贡献率分别为 18.8%、15.8%、11.7%、11.2%, 新华和人保寿险的贡献率更高, 达 28.3%和 42.2% (图 41)。银保报行合一出台后, 渠道产品相继下架; 目前业内公司均已完成与合作银行在新产品签约及监管报备等相关流程, 前期因监管所导致的渠道保费收入短期波动, 预计将随新产品的销售逐步平滑。伴随银行 2024 年银保开门红的相继启动, 我们认为 3.0%的传统险产品和分红型年金产品仍具有投资吸引力, 推动渠道新单保费一季度实现正增长。虽然银行代销保险的手续费率较报行合一前存在较大降幅, 但因竞品收益率相对更低, 且资管新规后净值波动的幅度加大, 保险产品在收益和风险上的稀缺性仍存。

展望 2024 年, 我们预计险企银保新单保费收入增速将回归稳健, 费率下调带动产品价值率显著回升, 推动银保渠道新业务价值实现正增长, 银保 NBV 贡献率将进一步上行。平安、国寿、太保于报行合一前已实现较高的银保新业务价值率 (新单保费口径) 分别为 19.7%、9.5%、7.0% (图 40); 费率下调后, 产品价值率提升, 三家险企银保新业务价值有望进一步受益。

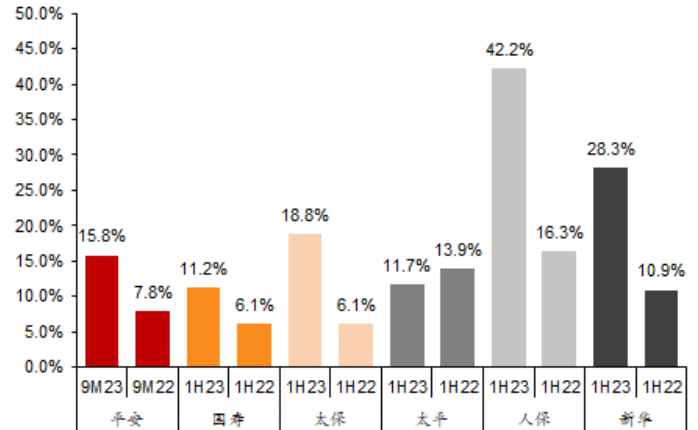
图 40: 上市险企银保新业务价值率 (新单保费口径)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 除平安和太平为公司披露数值外, 其余银保新业务价值率均以新单保费口径测算, 即当期银保渠道新业务价值/当期银保渠道新单保费 (%)

图 41: 6 家上市险企银保渠道新业务价值贡献率 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 平安银保渠道新业务价值为三季度披露值, 其他险企均为上半年财报披露值

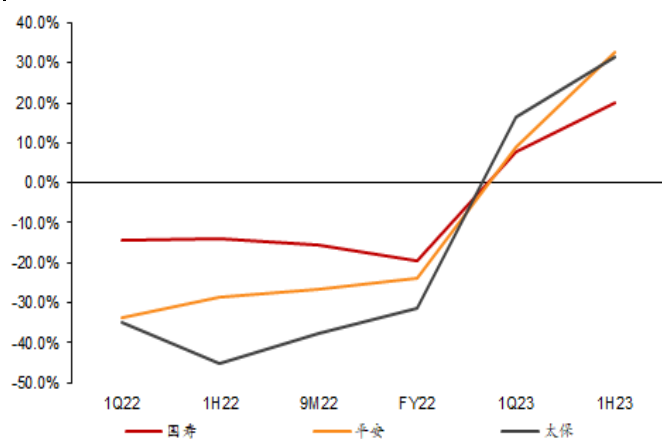
2023 年寿险行业随监管政策及居民储蓄需求释放等多重因素的影响, 保费收入季度差异化显著, 但新业务价值全面回暖, 是转型周期后成效初显的一年, 预示行业开启新的增长周期。结合近期监管的影响, 我们认为险企负债端未来将更多以围绕客户需求优化供给, 持续完善渠道建设, 打造差异化的产品策略。展望 2024 年上半年, 上市险企新业务价值有望实现同比中低单位数的正增长, 其中个险渠道关注险企核心人力在代理人分级销售新规实施后的举绩情况, 银保渠道关注费率调控后产品价值率回升对渠道新业务价值的贡献比例。

图 42: 2023 年上市险企新业务价值增速由负转正, 前三季度 NBV 回暖开启增长周期

公司	2022	1Q23	1H23	9M23
中国人寿	-22.4%	7.7%	19.9%	14.0%
平安人寿	-24.0%	8.8%	32.6%	29.9%
太保人寿	-31.4%	16.6%	31.5%	36.8%
新华保险	-59.5%	-	17.1%	-
太平人寿	-18.1%	-	19.2%	-
人保寿险	-17.3%	-	66.8%	-
友邦保险	-8.1%	22.6%	32.1%	32.8%
保诚	-13.5%	25.7%	35.6%	34.2%

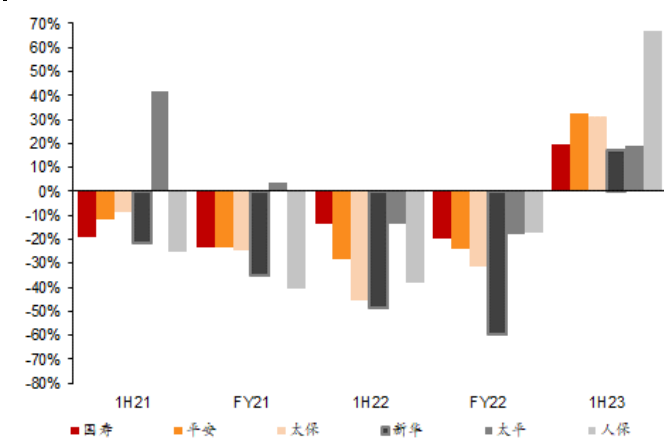
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 43: 寿险老三家国寿、平安、太保新业务价值增速 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 44: 上市险企寿险新业务价值同比增速 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

财险：车险稳健增长，非车结构优化

车险行业竞争趋缓，稳健增长回归“量增”中枢

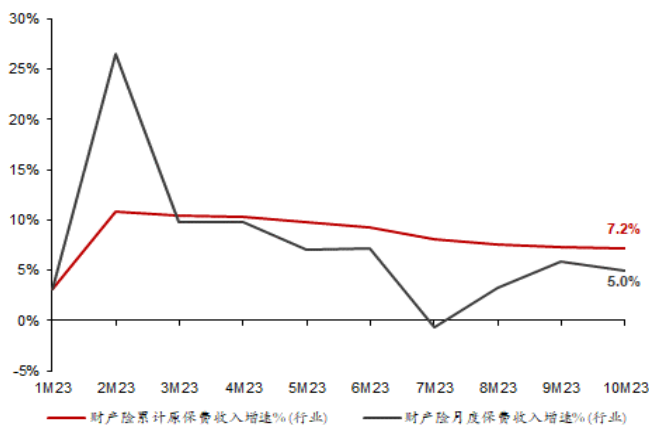
2023年财险业务表现分化。车险上半年因出行率回升及行业费用投放竞争加剧，导致车险费用率及赔付率均有所抬升；下半年车险保费增速回归稳健，自主定价系数的进一步放宽利好车险定价的市场化，头部险企有望通过更精准的数据和定价模型实现理赔及费用管控，提高承保利润。中汽协数据显示三季度末中国机动车保有量同比+4.4%，新能源车三季度销量同比+28.7%，新车结构中新能源车占比的提升，有利于推动行业整体车均保费企稳向上；9月底车险件均保费同比-0.7%，相较财产险行业整体件均保费收入-23.4%来说基本企稳。我们认为车险保费的增长中长期有望回归“量增”中枢，即机动车保有量增速—6%左右水平；件均保费有望在监管控费及行业自律约束下，随定价市场化的趋势基本保持稳健。

展望2024年，我们认为伴随监管加强费用管控和对不正当费用投放行为的规范，叠加行业今年因大灾多发及出行率回升导致赔付上行，压缩了险企承保盈利的空间，这将倒逼部分中小财险公司降低渠道费用的投放力度，有望推动行业整体费用率水平进一步优化。赔付率层面，我们认为头部险企得益于多维度的数据勘测及大模型定价，具备更强的承保前风险识别和管控能力，有助于公司落实风险减量管理，主动压降保单赔付的可能性。整体来看，我们对头部险企承保盈利的能力有信心，预计全年车险综合成本率仍能维持在100以内。

非车业务结构优化，承保盈利自主可控

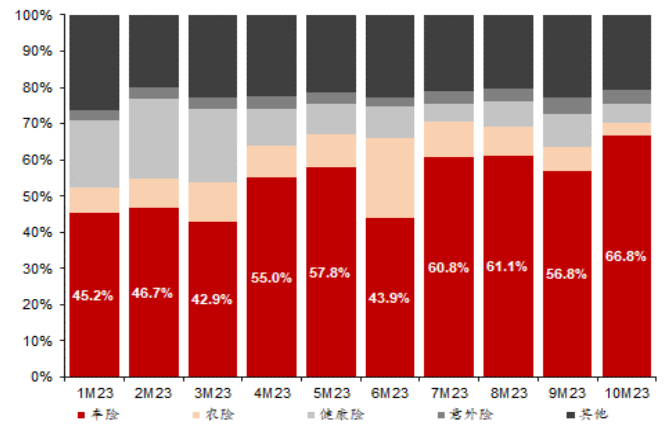
三季度非车业务主要受台风大灾的影响，赔付略超出市场预期。头部险企得益于充足的计提准备金和主动实施风险减量管理，提高了对各险种风险的预防和甄别。中国财险和平安财险主动压缩亏损类业务的承保投入，其中中国财险压降非车业务中低盈利的责任险和企财险占比，上半年该两类业务占比由年初的23.0%降至年中的18.8%；平安财险主动减少信保和雇主责任险的承保占比，以有效控制公司赔付率的进一步上行，上半年平安的信保业务在非车占比中已大幅缩减至仅4.1%。因受台风等大灾赔付的影响，我们预计头部三家险企今年全年的综合成本率有望抬升1-2个百分点；但因其主动优化非车业务结构、压降亏损类险种的承保比例以平衡业务成本，整体的综合成本率仍有望维持盈利水平。

图 45: 2023 财产险行业原保费收入累计/月度同比增速 (%)



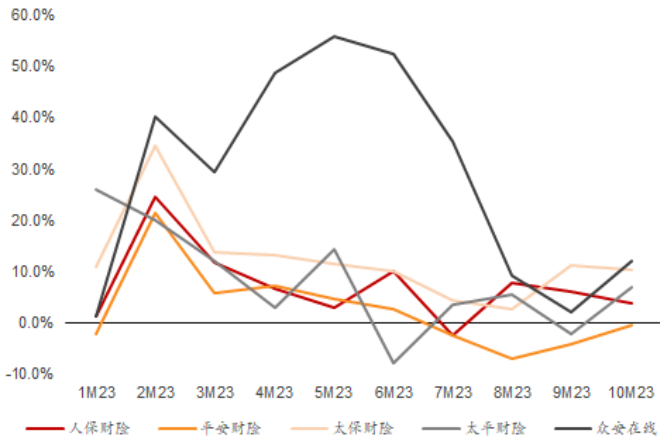
资料来源：金融监管总局，招银国际环球市场

图 46: 财产险行业车险/非车险业务保费收入占比 (%)



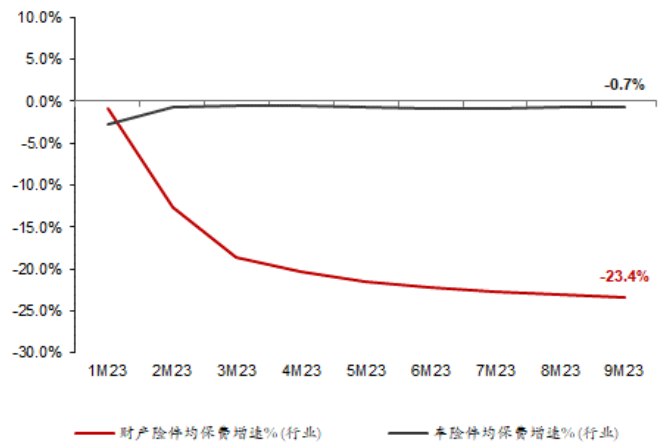
资料来源：金融监管总局，招银国际环球市场

图 47: 2023 年财产险上市险企原保费收入月同比增速 (%)



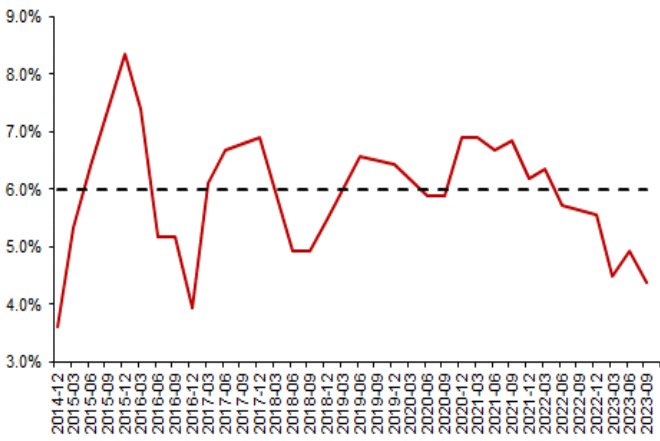
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 48: 2023 年财产险和车险保单件均保费增速对比 (%)



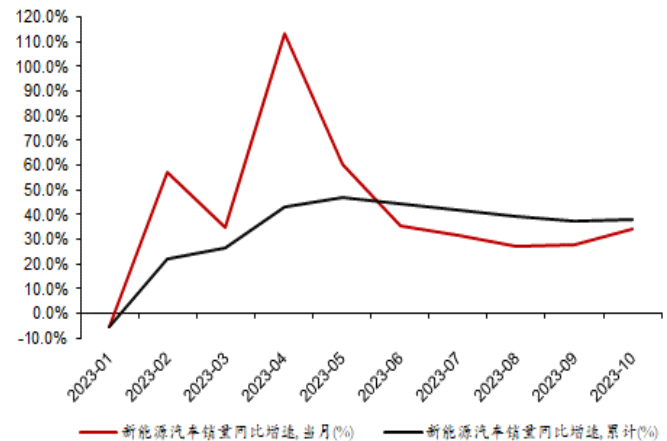
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 49: 中国机动车保有量同比增速 (季度, %), 9M23: 4.4%



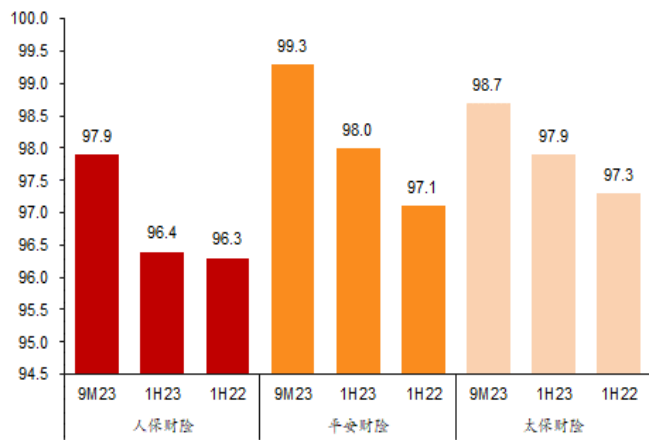
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 50: 2023 年新能源车累计/月度销量同比增速 (%)



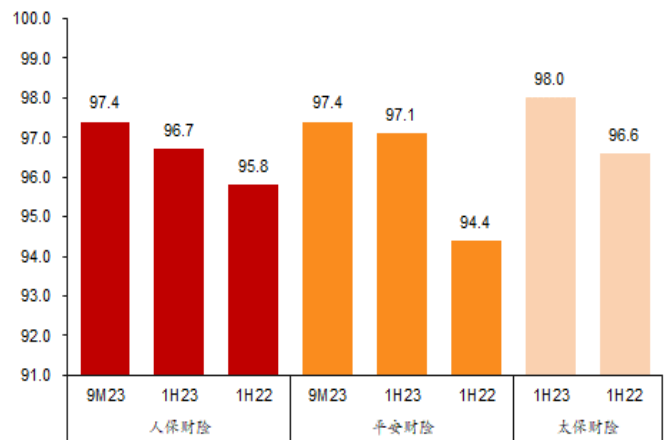
资料来源: 金融监管总局, 招银国际环球市场

图 51: 老三家财产险的综合成本率三季度大幅提升 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 52: 老三家财险的车险综合成本率三季度大幅提升 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

投资端：财政扩张稳增长，地产化债缓风险

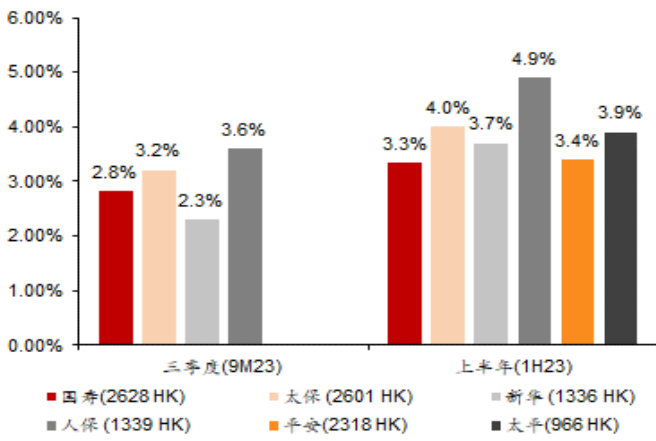
长端利率自年初高企后，持续徘徊于低位；10年期国债收益率二季度开始在2.7%附近波动，最低于8月下旬一度跌破2.6%。权益市场波动下行，沪深300指数二、三季度跌幅扩大，截至12月4日，指数较年初下跌近11%。股债深蹲导致三季度上市险企的投资收益大幅回落，叠加新会计准则的实施，将更多金融资产纳入以公允价值计量且其变动计入损益（FVTPL）类别，导致权益类资产公允价值的波动直接影响上市险企三季度投资收益的表现。

三季度国寿和新华的年化总投资收益率仅为2.81%和2.30%，不足负债端3.0%的刚性兑付成本；太保和人保三季度总投资收益率亦较上半年下降0.8和1.3个百分点至3.2%和3.6%。资产端下行压制板块估值回升，三季度保险板块股价承压下行，主要因市场担忧险企投资压力增大，影响公司的盈利水平，进而可能对全年股息分红造成影响。

此外，新金融工具会计准则（IFRS 9）的实施亦加大了投资收益波动，致使净利润承压。除平安于2018年为满足集团合并财务报表的需求提前实施IFRS 9外，其他上市险企均于今年开始实施新准则，对所持金融资产进行重分类。为满足IFRS 9更严格的监管要求，险企分类至以公允价值计量且其变动计入损益（FVTPL）的资产，相较旧准则下交易性金融资产（HFT）的占比大幅提升，其中纯寿险公司国寿和新华FVTPL资产的占比接近30%，因此，三季度受国内权益市场承压下行的影响更大，公司投资收益波动加剧，净利润同比大幅下滑。平安则因较早实施IFRS 9，公司对金融资产的分类、资产负债的管理经验更为丰富。截至三季度末，平安FVTPL类金融资产占总资产比例不足16%，显著低于其他上市险企，因而降低了公司投资收益对资本市场波动的敏感性。借鉴平安寿险先于行业实施IFRS 9的发展经验，我们认为新金融工具准则的实施，相较于旧准则（IAS 39），确实会加大险企投资收益及净利润的波动幅度；但随着公司逐步积累新准则下资产负债匹配的实践经验，平衡配置归类为FVTPL权益资产的配置比例，未来，投资能力的稳健性有望成为上市险企在资产端形成差异化竞争的必备优势。

展望2024年，我们认为板块估值的回升仍有赖于资产端驱动，而资产端的收益表现取决于国内股市和债市能否边际回暖。我们预期明年国内经济复苏有望得益于财政政策扩张和地产化债的共同影响。7月政治局会议提出要积极化解地方政府隐性债务，中央财政四季度增发一万亿特别国债并全部转移支付给地方，显示国内稳增长政策延续，化债有望推动明年财政前置发力。此外，8月起公共财政支出增速超过当月公共财政收入增速，2024年财政赤字率有望在3%的基础上再度提升（图57）。房地产调控政策再放宽，11月末监管拟定房企融资白名单，鼓励国有大行扩大房地产信贷供应，房企融资需求的改善将利好地产信用风险释放，带动险企资产端边际修复，从而提振板块估值。相较今年二季度以来权益市场的低基数，明年宏观经济的修复有望带动权益市场回暖，推动上市险企净利润大幅上行。

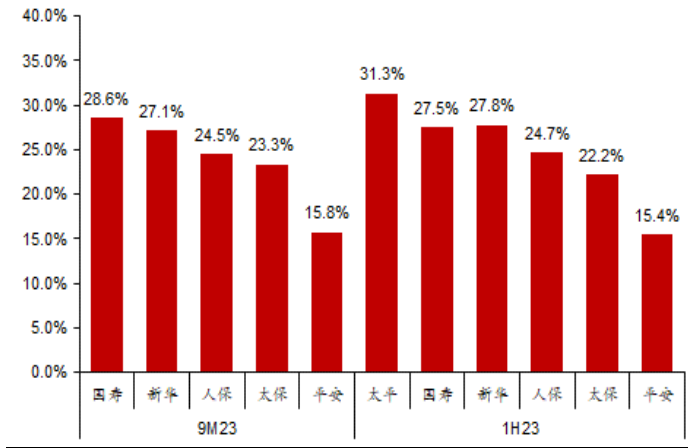
图 53: 上市险企三季度/上半年年化总投资收益率对比 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 平安、太平三季度未披露公司总投资收益率; 太平、人保前三季度披露的总投资收益率为未年化数据, 按前三季度 273 个工作日进行年化

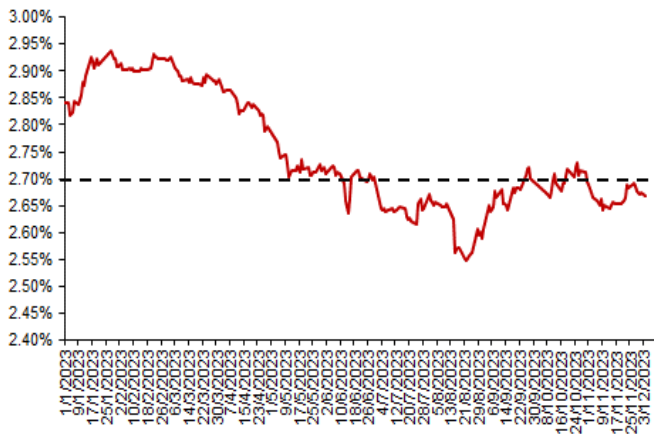
图 54: 险企三季度/上半年 FVTPL 金融资产占总资产比 (%)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

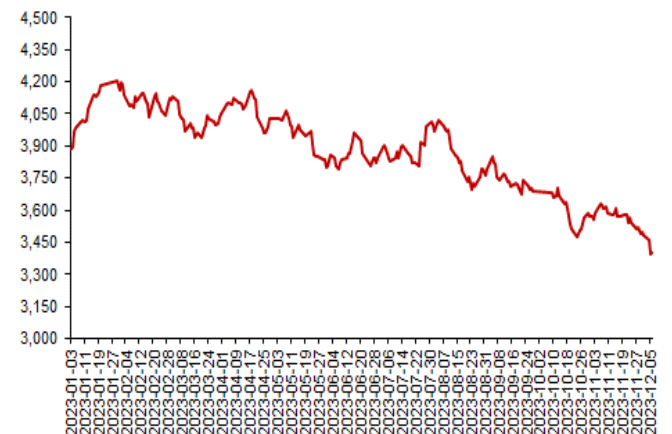
注: 平安寿险于 2018 年实施 IFRS 9, 为满足集团合并财务报表下金融资产计量口径一致的需要; 其他险企均于 2023 年开始实施 IFRS 9 计量金融资产

图 55: 中国 10 年期国债收益率, 二季度开始在 2.7% 波动



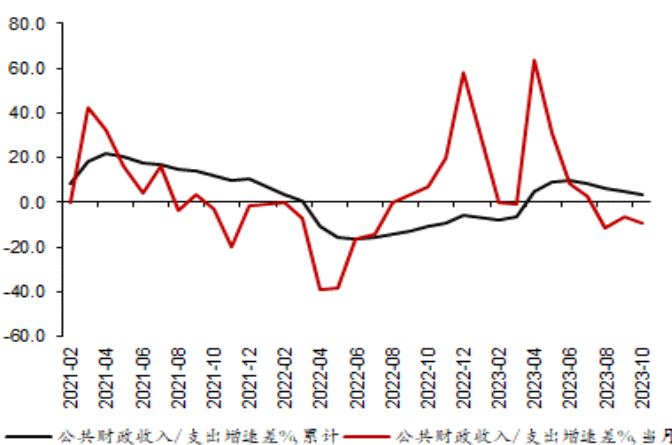
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 56: 沪深 300 指数表现, 年初以来下行跌幅逐季扩大



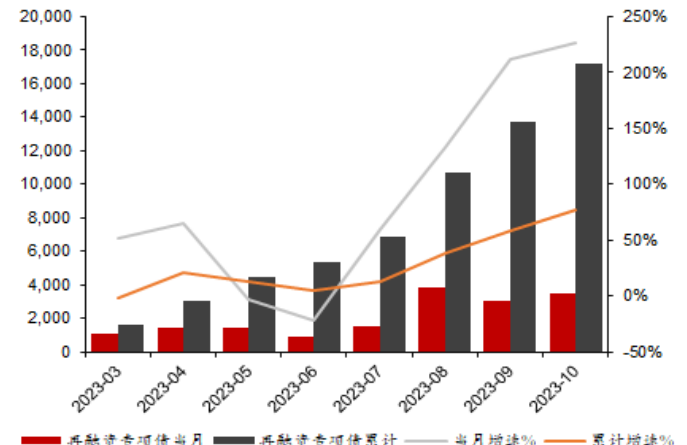
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 57: 8 月以来一般公共财政当月支出增速大于收入增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 58: 7 月政治局会议后再融资专项债的发行大幅提升



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

投资建议：寿险短期看资产端回暖；财险高股息标的提供防御边际

当前保险板块处于历史估值的底部，中资上市险企股价对应 0.1-0.4 倍 FY23E P/EV。筑底周期的结束与何时迎来以关注基本面为主的向上反弹，仍有赖于资产端回暖的驱动。我们认为资产端相对弱的预期仍将在短期内制约中资险企的股价表现，短期内建议关注经济预期相关指标和长端利率的发展趋势，静待行业东风至。中长期我们看好在负债端持续优化供给的龙头险企**中国太保 (2601 HK)**，其在长航行动的渠道改革上已初现成效，内外勤队伍的精简进一步降低了渠道展业成本；产品策略上决策清晰，新推出的分红险产品，契合行业中长期发展的趋势，与客户共建风险和收益双赢。

财险重点推荐**中国财险 (2328 HK)**，公司作为产险龙头，其承保业务享有优于行业的数据资源和精准定价的优势，承保盈利自主可控；此外，公司高股息的分红策略在周期波动中提供防御边际，公司过去三年的股息率高达 40%。我们认为公司在集团战略稳健经营的基础上，有望延续高分红比例；短期股价调整不改中长期价值重估的潜力，近期板块的超调提供配置机会。目前公司股价交易于 0.8x FY23E 市净率，具备向上反弹空间，预计公司未来三年的 ROE 维持 12%-14%，重申买入，目标价 11.7 港元，对应 1.1x FY23E 市净率。

估值

图 59: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/下行空间	市值 (LC bn)	P/EV (x)		市净率 (x)		净资产收益率 (%)	
							FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
H 股险企												
中国平安 (H)	2318 HK	买入	68.7	33.6	104%	713.8	0.4 x	0.3 x	0.6 x	0.5 x	12.2%	13.1%
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	16.1	9.7	65%	724.2	0.2 x	0.2 x	0.5 x	0.5 x	9.9%	11.8%
中国太保 (H)	2601 HK	买入	22.9	15.0	52%	214.8	0.2 x	0.2 x	0.5 x	0.5 x	11.9%	12.8%
新华保险 (H)	1336 HK	买入	23.7	14.7	61%	84.7	0.2 x	0.2 x	0.4 x	0.3 x	11.2%	11.6%
中国太平 (H)	966 HK	持有	11.8	6.6	279%	23.7	0.1 x	0.1 x	0.3 x	0.2 x	12.7%	7.8%
人保集团 (H)	1339 HK	买入	3.10	2.4	29%	212.6	0.3 x	0.3 x	0.4 x	0.4 x	9.6%	10.9%
中国财险 (H)	2328 HK	买入	11.7	8.7	34%	193.7	n.a	n.a	0.8 x	0.8 x	12.7%	13.4%
众安在线 (H)	6060 HK	买入	27.5	19.1	44%	28.1	n.a	n.a	1.4 x	1.3 x	10.3%	7.4%
友邦保险	1299 HK	买入	98.4	63.6	55%	724.4	1.4 x	1.2 x	2.3 x	2.2 x	11.3%	16.6%
保诚保险	2378 HK	买入	143.0	85.8	67%	236.3	0.7 x	0.7 x	1.6 x	1.5 x	11.2%	13.2%
						平均值	0.4 x	0.4 x	0.9 x	0.8 x	11.3%	11.1%
A 股险企												
中国平安 (A)	601318 CH	买入	62.17	39.60	57%	656.2	0.5 x	0.5 x	0.8 x	0.7 x	8.5%	9.0%
中国人寿 (A)	601628 CH	卖出	14.57	28.77	-49%	665.7	0.6 x	0.6 x	1.7 x	1.6 x	10.6%	9.0%
中国太保 (A)	601601 CH	买入	20.75	23.24	-11%	197.5	0.4 x	0.4 x	0.9 x	0.8 x	7.1%	6.9%
新华保险 (A)	601336 CH	卖出	21.43	30.63	-30%	77.9	0.4 x	0.4 x	0.8 x	0.8 x	2.3%	4.1%
人保集团 (A)	601319 CH	卖出	2.81	4.96	-43%	195.4	0.7 x	0.6 x	0.9 x	0.8 x	12.8%	9.8%

公司	代码	评级	市盈率 (x)			股息率 (%)			内含价值回报率 (%)		
			FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
中国平安 (H)	2318 HK	买入	5.0 x	2.9 x	2.6 x	8.1%	8.9%	9.5%	8.5%	9.0%	8.5%
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	6.1 x	4.8 x	4.3 x	7.3%	8.0%	8.9%	10.6%	9.0%	8.7%
中国太保 (H)	2601 HK	买入	4.6 x	3.0 x	2.6 x	7.7%	8.7%	9.4%	7.1%	6.9%	6.3%
新华保险 (H)	1336 HK	买入	3.6 x	2.7 x	2.5 x	8.4%	9.8%	10.3%	2.3%	4.1%	3.7%
中国太平 (H)	966 HK	持有	3.5 x	3.2 x	3.0 x	0.0%	0.0%	0.0%	13.6%	19.0%	13.9%
人保集团 (H)	1339 HK	买入	4.4 x	3.1 x	2.8 x	7.8%	9.3%	10.4%	5.2%	8.9%	8.4%
中国财险 (H)	2328 HK	买入	6.1 x	5.2 x	4.6 x	6.6%	7.2%	7.9%	n.a	n.a	n.a
众安在线 (H)	6060 HK	买入	15.6 x	16.2 x	13.1 x	0.0%	0.0%	0.0%	n.a	n.a	n.a
友邦保险	1299 HK	买入	19.7 x	11.1 x	9.8 x	2.6%	2.8%	3.2%	7.9%	13.2%	13.8%
保诚保险	2378 HK	买入	15.4 x	7.6 x	6.5 x	1.9%	2.0%	2.2%	6.7%	14.5%	15.1%

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

公司	代码	评级	保费增速			承保综合成本率			保费收入增速		
			FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
财险公司											
中国平安 (H)	2318 HK	买入	5.2%	5.5%	5.5%	99.3%	98.5%	97.9%	5.9%	1.9%	3.2%
中国太保 (H)	2601 HK	买入	9.6%	6.4%	6.8%	98.7%	98.3%	98.3%	15.2%	7.0%	6.6%
中国太平 (H)	966 HK	买入	25.6%	-7.3%	5.0%	98.9%	98.7%	98.5%	6.3%	7.9%	6.8%
中国财险 (H)	2328 HK	买入	7.6%	7.3%	7.5%	98.2%	98.0%	97.8%	7.9%	10.1%	10.1%
众安在线 (H)	6060 HK	持有	21.9%	15.2%	13.0%	98.4%	97.9%	98.0%	23.8%	16.5%	15.0%

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

中国房地产板块

优于大市

张苗: zhangmiao@cmbi.com.hk

道阻且长，行则将至

新房销售复苏缓慢、二手房量增价减

2023年1-10月全国商品房累计销售9.26亿平方，同比下降7.8%，跌幅继续扩大。高频数据显示11月环比继续下跌6%左右，年末季节性冲高动力受低迷购房情绪拖累。结构方面高低能级城市分化及国央企/民企分化效应持续加剧。二手房供应增量增加带来成交价持续走低，重点城市房价自21年8月高点下跌约12%(图22)，叠加新房“烂尾担忧”挤出效应，二手房成交量表现亮眼。我们跟踪的14城成交面积截至11月底同比上升25%。

政策持续加码，融资端压力不减

年内积极政策密集出台，而其对需求端产生的提振效果则边际减弱，经济恢复节奏较缓导致购房信心难以修复并对冲部分政策积极效果。融资端政策落地执行面临较多困难，导致房企债务压力持续，160家样本房企2024-25年年均到期债务达7,000亿之余，其中境内债占比约63-67%。2024-25年到期的海外债余额中，80%来自民营房企。民营房企将在2024年再次迎来偿债高峰，其债务到期较高的月份集中在1-6月，在销售恢复节奏较缓的背景下，只有进一步推动融资端政策落地才能避免更多债务违约。

展望：2024销售降幅或继续收窄

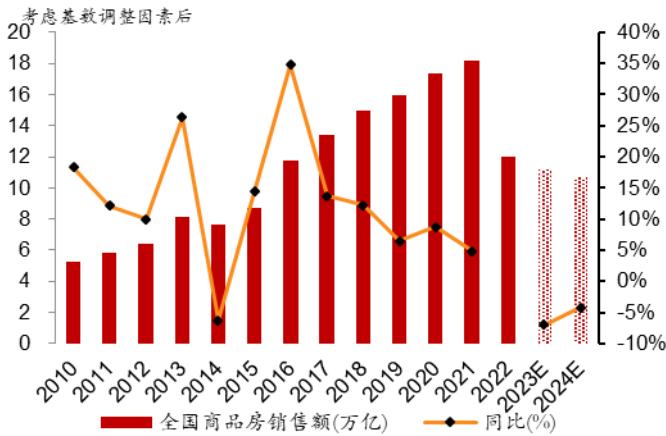
新房：预计2023、24年全年销售面积增速分别为-7%、-4%，基于1)即使政策继续加码也难以催生出如年初的强劲购买情绪，市场对行业长期发展有明确认知；2)开发商债务压力持续，“烂尾担忧”将继续拖累新房销售；3)23年土地供应萎缩导致24年面临较少的优质可售资源；4)14号文对保障房/商品房供应比例的调整表明监管对商品房销售诉求降低。**二手房：**预计2023、24销售规模增速为+13%、+11%，基于1)“认房不认贷”效果滞后显现将一定程度支持二手房成交；2)开发商违约消息引起的新房“烂尾担忧”将向二手市场传导更多需求；3)二手房价格持续走低对成交量形成支撑；4)存量市场换手率的自然提升。我们预计2024年新开工面积/竣工面积/房地产开发投资增速为-10%/0%/-9%。

投资建议

在基本面未显现好转信号之前，我们建议1)关注存量市场发展受益者。从销售角度，由于存量换手率的自然提升及新房“烂尾担忧”的挤出效应，二手房市场长期表现或将优于新房；从服务角度，新房规模萎缩而存量市场依然存在较大业务挖掘空间。2)关注在核心区域、核心城市有充足可售资源、或专注于在次核心区域获得“掐尖”或“捡漏”机会的优质房企；3)关注受益于保障房供应、城中村改造等概念的房企；4)短期可关注已违约或已陷入流动性危机的房企中积极处理违约/即将违约债务、积极重整修复信用、因此获得维持运营的机会或“重生”机会的房企。公司方面：轻资产板块中，贝壳是最大的二手房市场受益者而其在重资产业务的或有投资可能引起投资者担忧；我们也看好代建公司绿城管理及物企华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云及越秀服务等。开发商我们看好华润置地，越秀地产及滨江服务等。

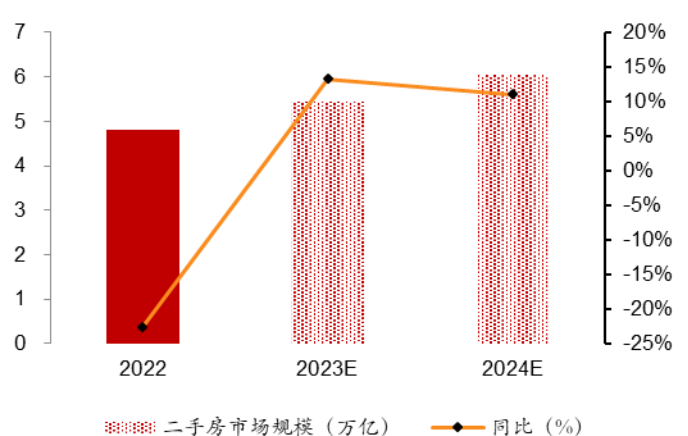
重要图表

图 1: 商品房销售面积



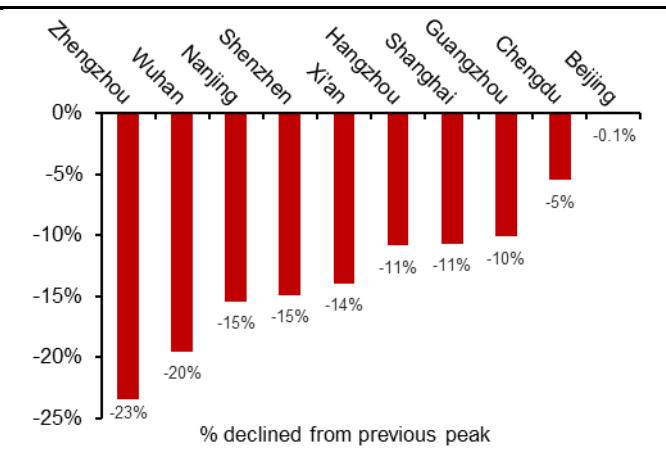
资料来源：统计局，招银国际环球市场预测

图 2: 二手房销售规模



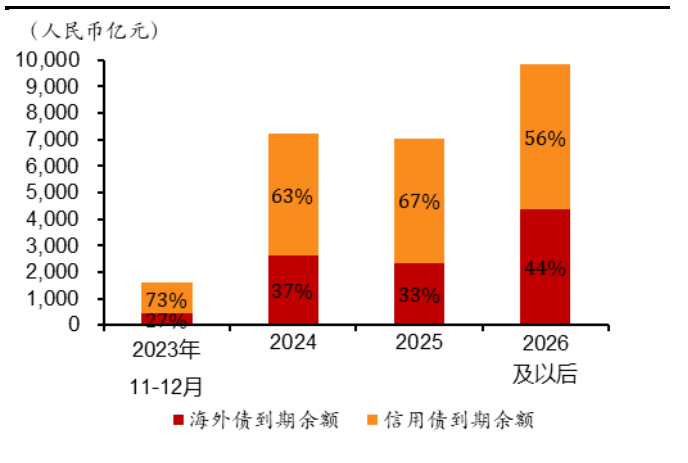
资料来源：贝壳，招银国际环球市场预测

图 3: 二手房成交价下跌百分比（自前峰值至 23 年 11 月）



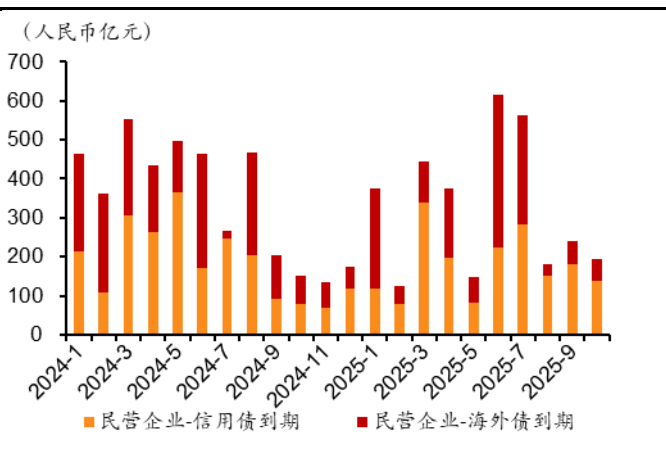
资料来源：房天下，招银国际环球市场

图 4: 样本房企债务到期余额及海内外占比



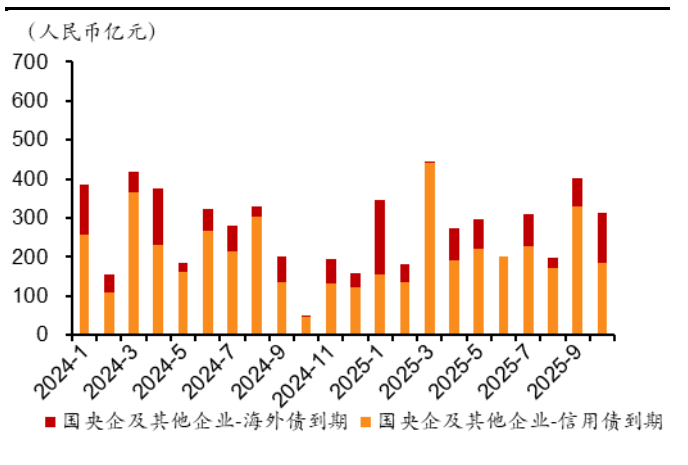
资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 5: 民营房企债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 6: 国央企及混合所有制企业债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

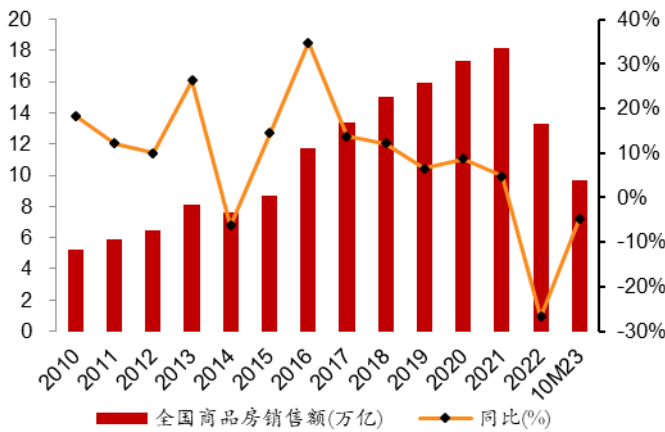
销售：复苏乏力，双维分化

新房

■ 全国销售复苏乏力

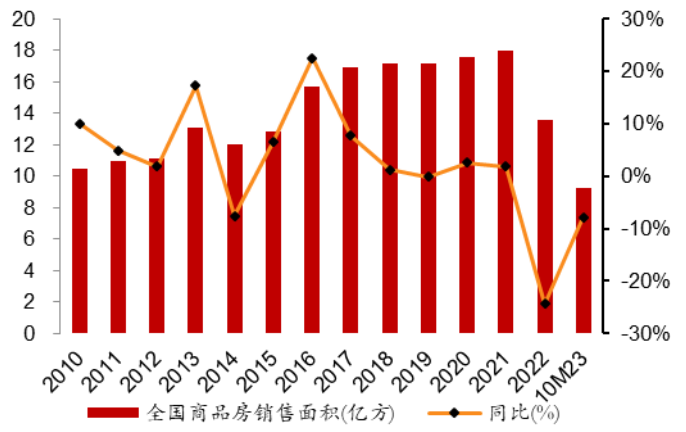
根据国家统计局房地产数据，2023年1-10月，全国商品房销售金额累计9.72万亿，同比下降4.9%，商品房销售面积累计9.26亿平方，同比下降7.8%，较9M23跌幅继续扩大。在需求端政策继续宽松的背景下销售复苏依然弱于预期，10月单月销售金额为8091亿，环比下跌25.9%，同比较调整后基数下跌8.1%；销售面积为7773万方，环比下跌28.4%，同比较调整后基数下跌11%。

图 7: 全国商品房销售额-累计



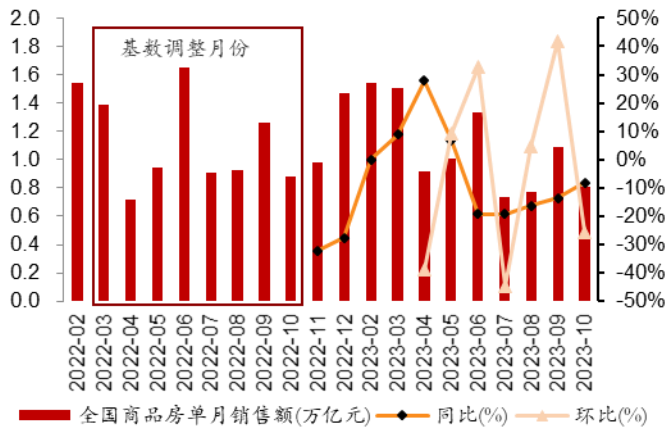
资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 8: 全国商品房销售面积-累计



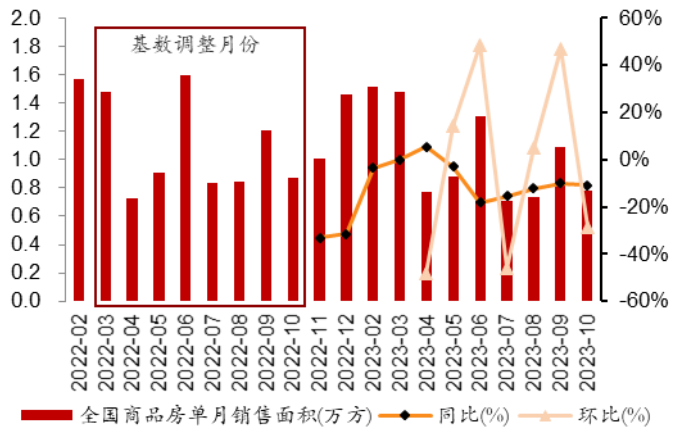
资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 9: 全国商品房销售额-单月



资料来源：统计局，招银国际环球市场

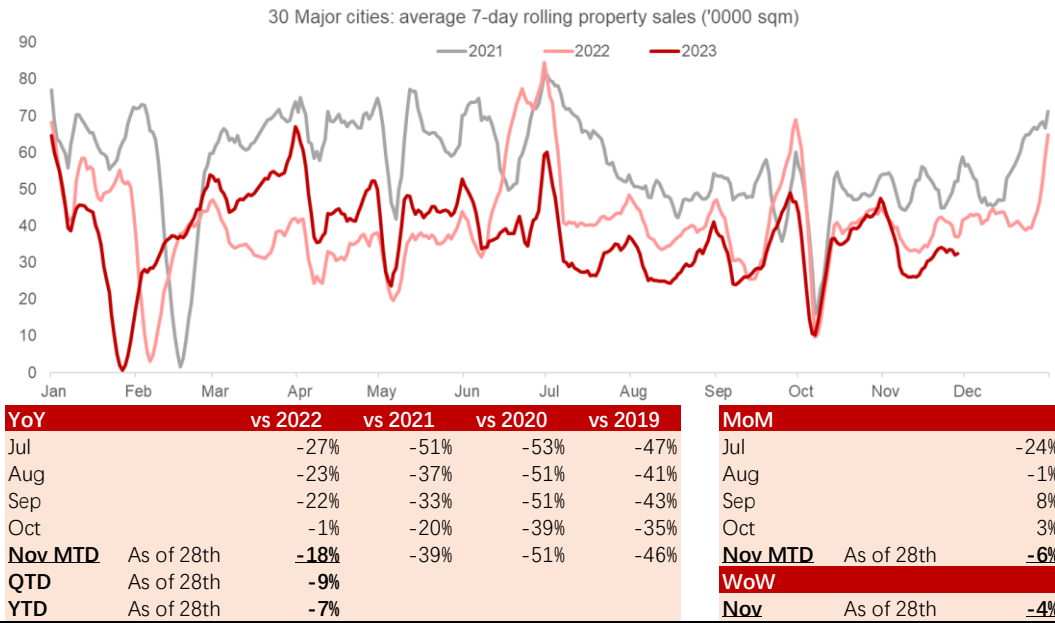
图 10: 全国商品房销售面积-单月



资料来源：统计局，招银国际环球市场

根据我们跟踪的高频数据，截至2023年11月28日，30个主要城市的新房销售面积月初至今同比下跌18%，环比下跌6%；年初至今同比下跌7%。

图 11: 30 城新房销售面积-日度



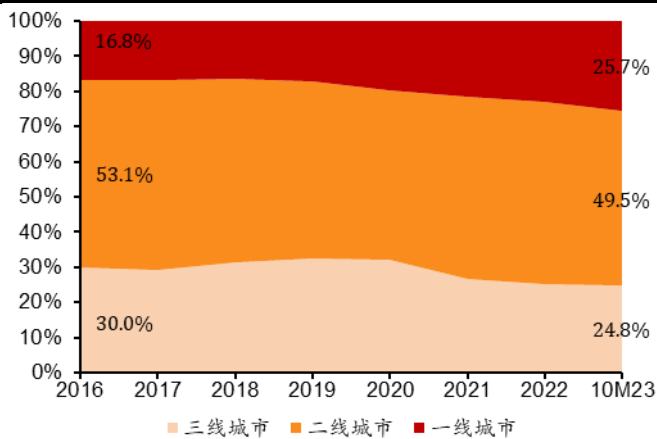
资料来源: 万得, 招银国际环球市场

■ 双维分化持续加剧

1) 高低能级城市分化

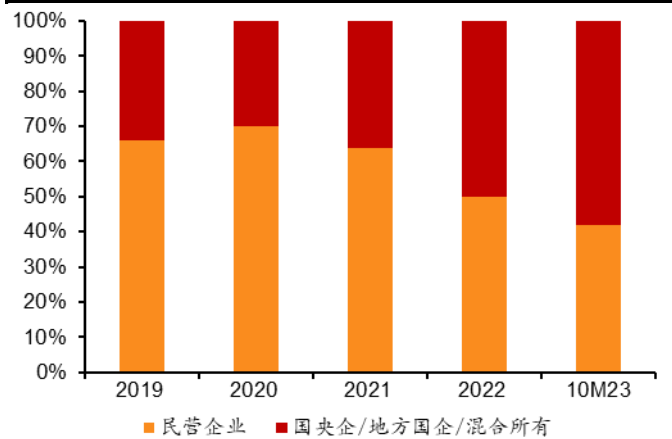
随着我国人口数量见顶回落、城镇化进程逐步进入尾声, 高能级城市由于其产业优势和经济韧性继续保持着人口净流入, 进而维持了较好的房价预期和投资回报率。我们看到 30 大中城市中, 一线城市商品房销售套数占比自 2016 年的 16.8% 逐步增加到 10M23 的 25.7%, 二线城市、三线城市占比从 2016 年的 53.1%、30% 缩减到 10M23 的 49.5% 和 24.8%, 我们预计这一趋势将持续。

图 12: 各能级城市商品房销售套数占比



资料来源: 万得, 招银国际环球市场

图 13: 销售金额 Top 50 房企民营企业数量占比



资料来源: 中指院, 招银国际环球市场

2) 国央企-民企分化

由于上行周期中民营企业扩张较为激进而国央企较为保守, 在此轮下行周期中国央企受影响远小于民营企业, 在融资方面, 国央企信用优势也远超民企, 因此, 在民营企业流动性

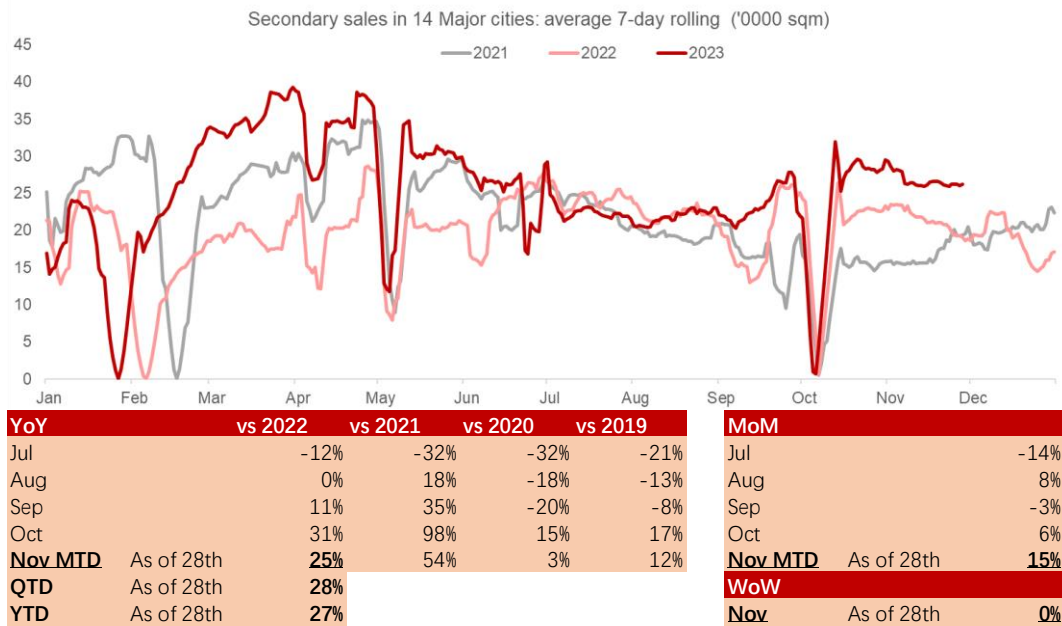
压力较大进而减缓或停止拿地的背景下，部分国央企逆势扩张。民营企业由于可售资源制约及暴雷风波带来的“烂尾担忧”的影响，销售表现与国央企产生较大分化。根据中指院数据，在房企销售 Top 50 榜单中民营企业数量由 2019 年的 33 家逐步减少到 10M23 的 21 家。

二手房

■ 二手房销售表现优越

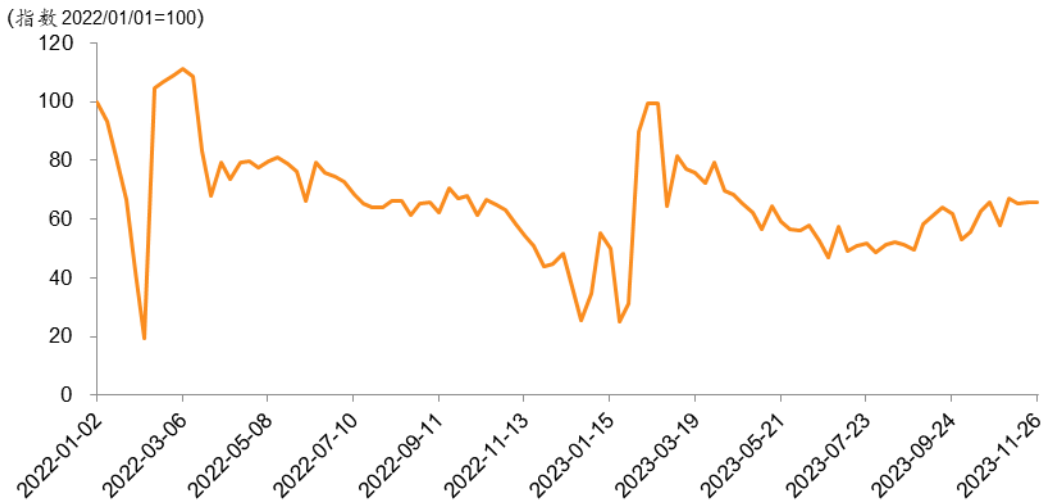
2023 年二手房市场总体表现优于新房市场。根据我们跟踪的高频数据，截至 2023 年 11 月 28 日，14 城二手房成交面积比去年同期增加 27%，较 2022 年 9% 的降幅有明显提升。11 月月初至今也录得环比+15%、同比+25% 的涨幅。我们认为二手房交易的亮眼表现主要受益于以下几点原因：1) 二手房供应量大幅增加，过去几年上升周期中所售新房限售集中期满（2-5 年），加之限售不断松绑加速新房到期，投资客套现离场使挂牌量自然增加；2) 挂牌量增加带来竞卖压力导致二手房价格自然下跌（图 15）使二手房较新房逐渐显现性价比；3) 房企暴雷导致购房者对新房存在“烂尾担忧”，部分购房需求被挤压转移至二手房市场；4) 经济下行消费降级背景下，刚需购房者重视居住属性大于投资属性，二手房较新房更具备优势；5) 二手房市场成熟度提高对换手率有明显促进作用，一方面二手房中介平台的营销模式和获客手段在科技进步的推动下不断革新，使购房者与房源得到更好的匹配；另一方面监管对二手房交易流程的不断简化也显著提高了交易效率。

图 14: 14 城二手房销售面积-日度



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 15: 二手房出售挂牌量指数



资料来源: 万得, 招银国际环球市场

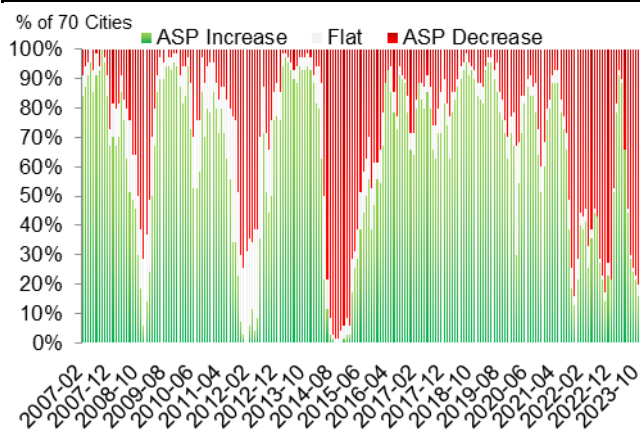
房价

■ **新房价格环比降幅收窄, 高低能级城市分化**

根据国家统计局数据, 2023年10月, 70大中城市中有56个城市新建商品住宅价格环比下跌, 创22年10月以来的最多数量。2023年1-10月, 共42个城市新建商品住宅价格累计下跌, 28个城市累计上涨, 较2022年的53个下跌16个上涨有所缓解。分能级来看, 70城新房价格累计下跌0.2%, 较2022年全年累计的-2.3%有明显收窄, 三线城市为主要拖累(累计下跌0.9%), 一、二线城市年内分别累计上涨0.7%、0.8%。

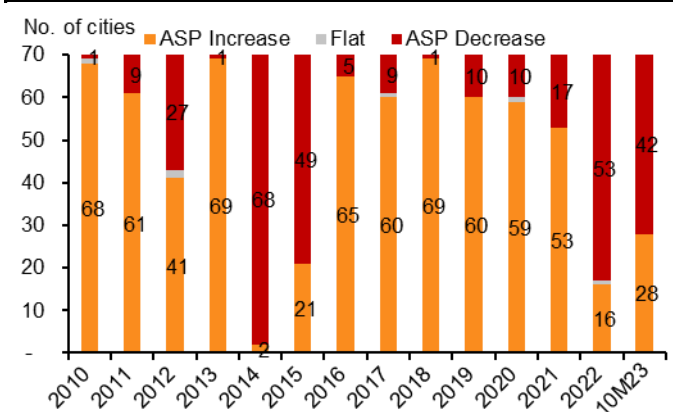
自图18可观察到, 2021年三季度以来, 高低能级新房价格趋势逐渐分化, 二、三线城市拖累70城价格逐渐进入下行通道, 一线城市则仍处于波动上行趋势。

图 16: 70城新房价格环比涨跌城市数量占比



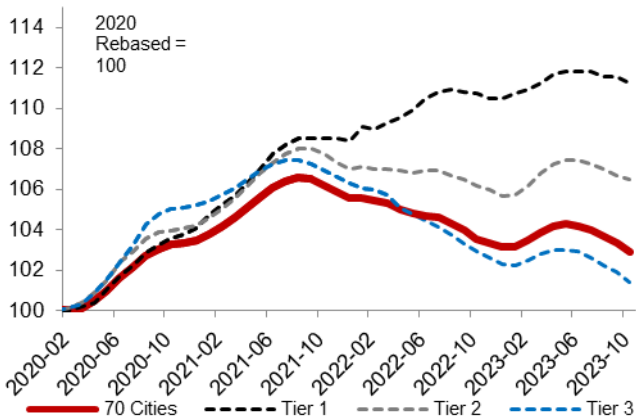
资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

图 17: 70城新房价格年度涨跌数量



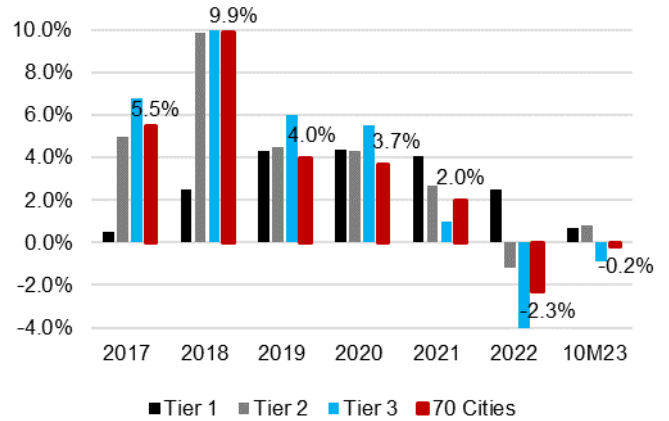
资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

图 18: 70 城新房价格走势



资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

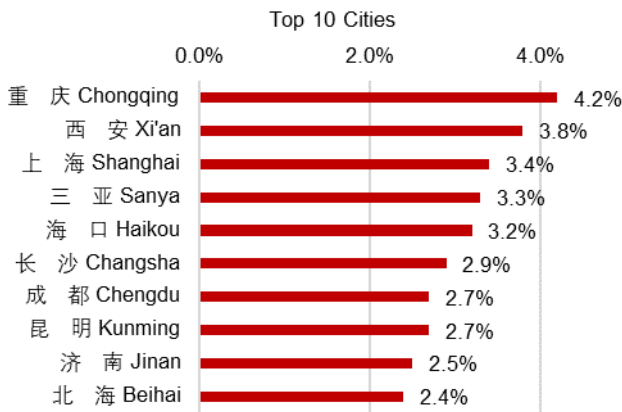
图 19: 70 城新房价格涨跌幅 - 年度



资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

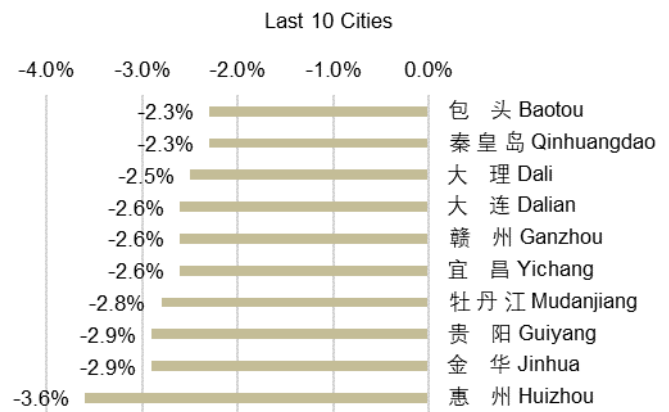
从城市表现来看, 2023 年 1-10 月, 新建商品住宅价格累计涨幅最大的 10 个城市如下图所示, 其中重庆、西安、上海年内累计上涨 4.2%、3.8%、3.4%。表现排在末尾的城市中, 惠州、金华、贵阳分别录得 -3.6%、-2.9%、-2.9% 的跌幅。

图 20: 新建商品住宅价格累计涨幅前十 (23 年 1-10 月)



资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

图 21: 新建商品住宅价格累计跌幅前十 (23 年 1-10 月)

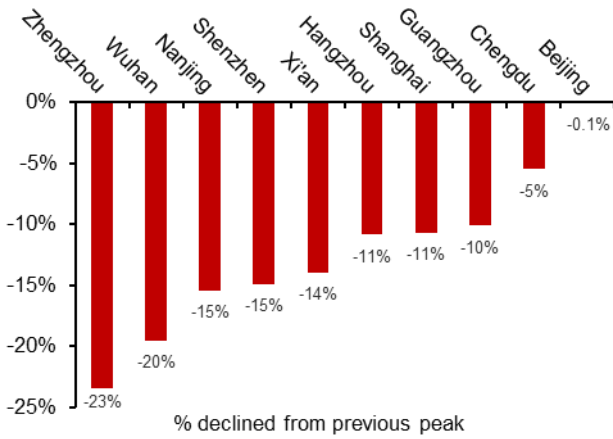


资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

■ 二手房价格持续走弱, 一线城市难以支撑稳态

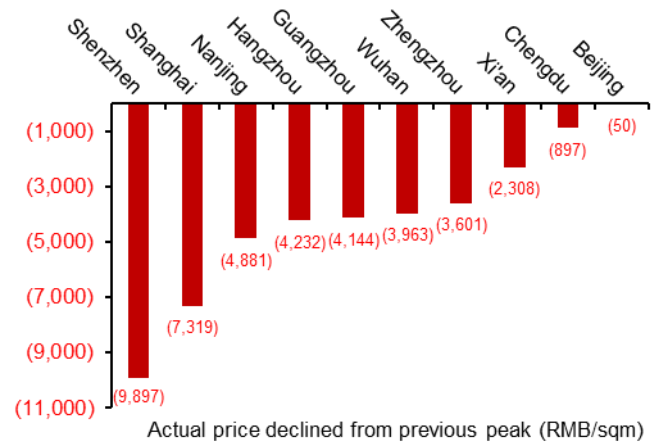
看近年表现, 根据我们从房天下获取的成交数据可观察到, 二手房成交价格自上一个高点 - 2021 年 8 月以来维持下行态势已 2 年有余, 目前未见强劲的恢复信号。截至 2023 年 11 月, 我们跟踪的 10 个重点城市二手房成交价格自前峰值 (21 年 8 月) 平均下跌 12%, 其中下跌较深的城市包括郑州、武汉、南京, 分别下跌 23%、20%、15%, 一线城市中, 深圳、上海、广州分别下跌 15%、11%、10%, 北京则表现相对平稳。从实际成交价格来看, 深圳、上海、南京、杭州每平方米成交单价分别下降约 9,900 元、7,300 元、4,900 元、4,200 元。

图 22: 二手房成交价下跌百分比(自前峰值至 23 年 11 月)



资料来源: 房天下, 招银国际环球市场

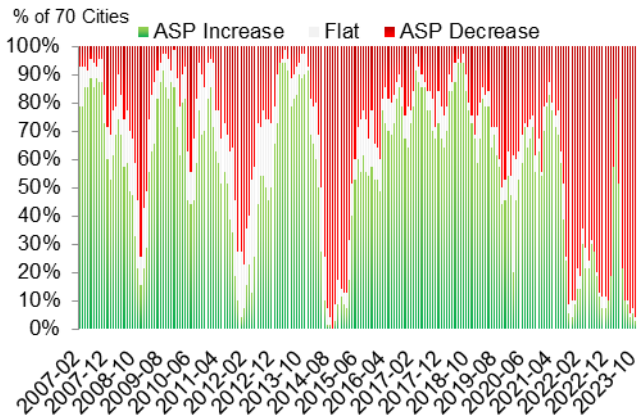
图 23: 二手房成交单价下跌金额(自前峰值至 23 年 11 月)



资料来源: 房天下, 招银国际环球市场

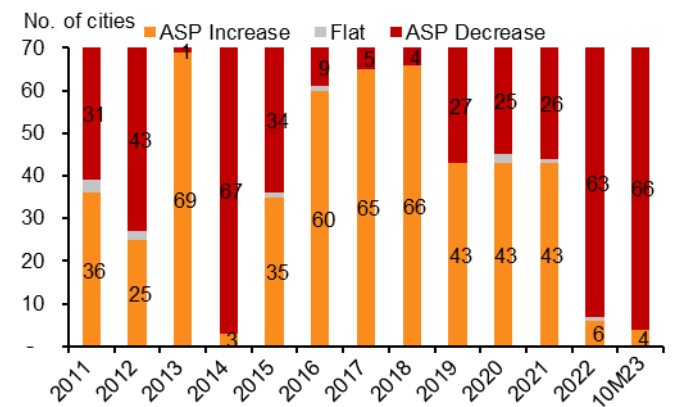
看年内表现, 全国整体二手房价格相较新房价格下跌更为明显。根据国家统计局数据, 2023 年 10 月, 70 大中城市中有 67 个城市二手住宅价格环比下跌, 创 14 年 10 月以来的最多数量。2023 年 1-10 月, 共 66 个城市二手住宅价格累计下跌, 4 个城市累计上涨, 较 2022 年的 63 个下跌 6 个上涨数量更多。70 城整体二手住宅价格年内累计下跌 2.6%, 较 2022 年全年累计的-4.0%有所收窄。分能级来看, 二线、三线城市 10M23 累计跌幅-2.6%、-2.7%, 较 2022 全年的-3.4%、-4.9%收窄, 一线城市则止涨转跌, 由 2022 年全年的+0.5%降为 10M23 的-0.9%。二手住宅价格分化趋势与新房价格相仿, 自 2021 年三季度以来, 二、三线城市拖累 70 城价格逐渐进入下行通道, 一线城市则仍处于横向波动状态。

图 24: 70 城二手住宅价格环比涨跌城市数量占比



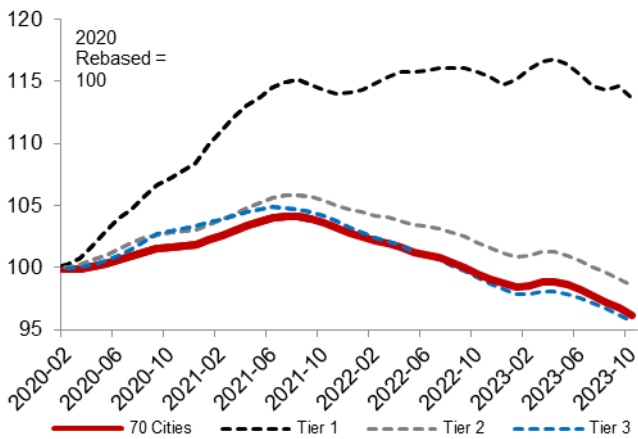
资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

图 25: 70 城二手价格年度涨跌数量



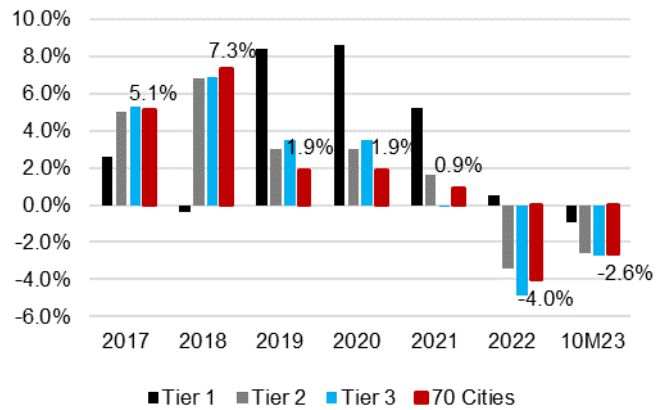
资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

图 26: 70 城二手住宅价格走势



资料来源：统计局，招银国际环球市场

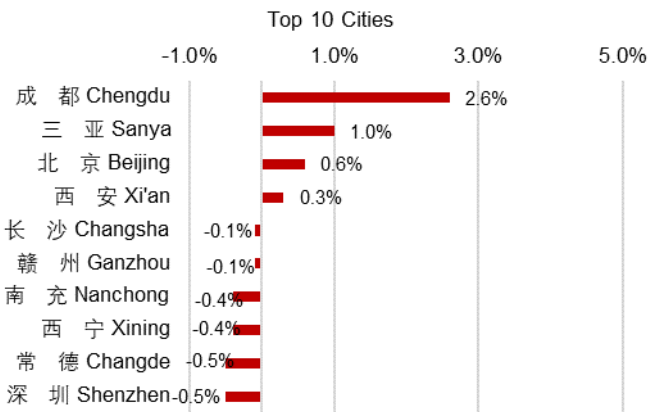
图 27: 70 城二手住宅价格涨跌幅 - 年度



资料来源：统计局，招银国际环球市场

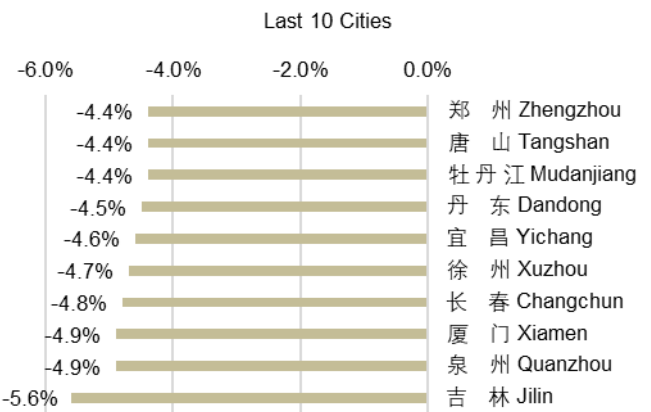
从城市表现来看，2023 年 1-10 月，二手住宅价格累计表现最优的 10 个城市如下图所示，其中成都、三亚、北京年内累计上涨 2.6%、1.0%、0.6%。表现排在末尾的城市中，吉林、泉州、厦门分别录得 -5.6%、-4.9%、-4.9% 的跌幅。

图 28: 二手住宅价格累计涨幅前十 (23 年 1-10 月)



资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 29: 二手住宅价格累计跌幅前十 (23 年 1-10 月)



资料来源：统计局，招银国际环球市场

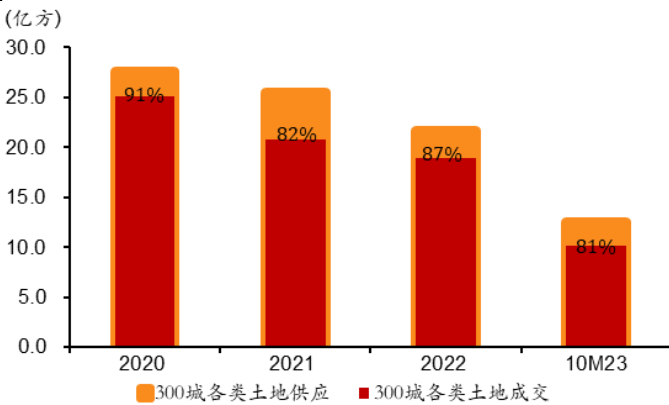
供给：全国供地持续缩量

土地供应持续缩水，住宅类占比降低

■ 土地供应缩量，住宅类土地成交率明显降低

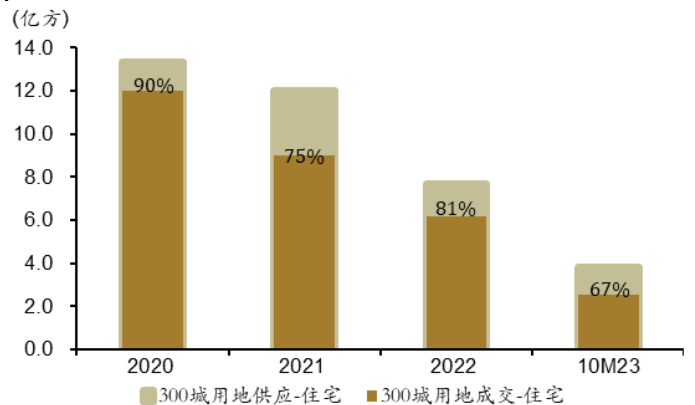
2023 年 1-10 月，300 城推出各类用地 12.5 亿方，同比下降 24%，仅达到去年全年的 58%；成交建面 10.1 亿方，同比下降 25%，达到去年全年的 53%；成交率自去年全年的 87% 下跌到 81%。住宅类用地 1-10 月供应 3.8 亿方，同比下降 32%，仅为去年全年的 50%；成交建面 2.6 亿方，同比下降 35%，仅为去年全年的 41%。成交率自去年全年的 81% 下降至 10M23 的 67%，远低于整体供地的成交率。

图 30: 各类土地供应、成交面积及成交百分比



资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

图 31: 住宅类土地供应、成交面积及成交百分比

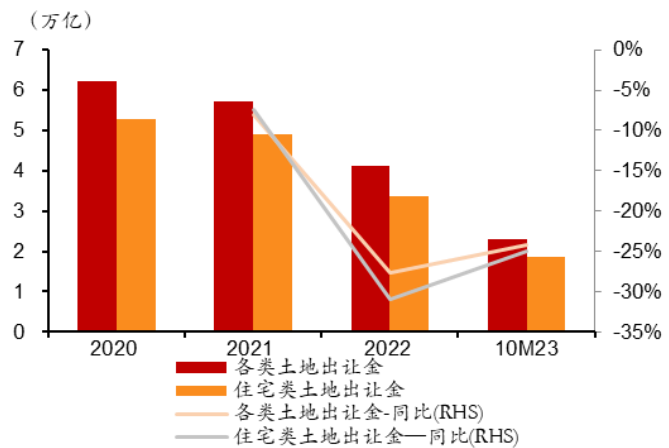


资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

■ 住宅类土地供应占比降低, 楼面价大幅提升反映市场分化

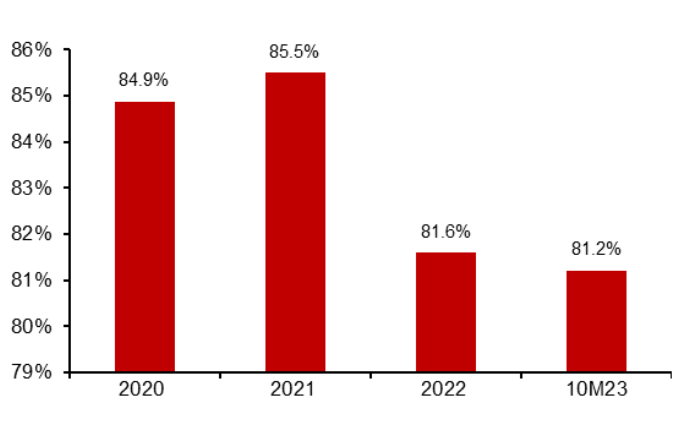
各类供地建面中住宅类土地占比由2022年全年的35%降低至10M23的30%，成交建面中，住宅类占比也由去年全年的33%降低至10M23的25%。土地出让金方面，10M23各类土地出让金达2.3万亿，同比下降24%，住宅类土地出让金1.9万亿，同比下降25%。住宅类占比与去年全年相仿，由2022年的81.6%微降至10M23的81.2%。成交建面占比降低而出让金占比持平反映住宅类土地成交楼面均价的大幅提升，10M23同比上升16%至7158元，主要由于销售市场尚未企稳，房企资金面仍存在承压等多重因素影响下，房企投资保持审慎态度，多聚焦于核心城市及热点区域。随着核心城市热点区域竞争加剧，叠加多地取消土拍限价，我们认为楼面均价可能进一步上升。

图 32: 土地出让金及同比变化



资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

图 33: 住宅类土地出让金占比

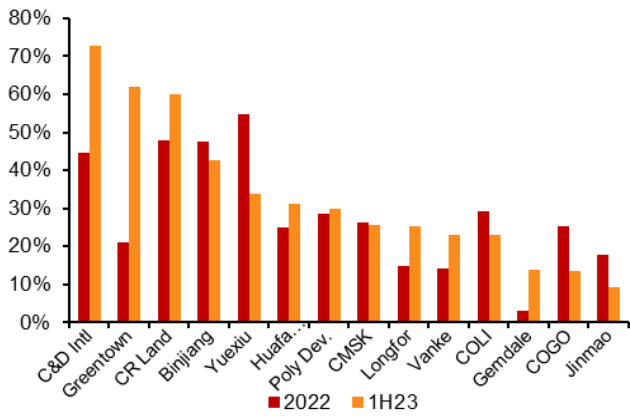


资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

■ 重点企业拿地强度较去年有所提升

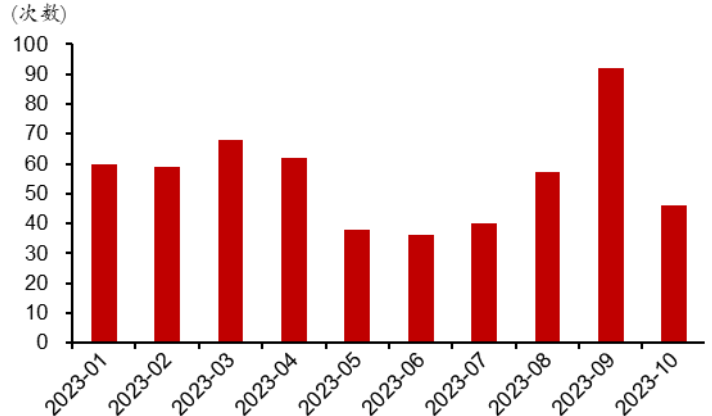
从我们关注的重点企业拿地强度来看，各家2023上半年拿地强度明显优于去年全年，除滨江、越秀由于去年拿地强度位于市场前列故1H23有所减缓。我们看到民营企业中，仅滨江、龙湖进入可比范围。

图 34: 重点企业 1H23 拿地强度



资料来源: 统计局, 公司资料, 招银国际环球市场

图 35: 各月份政策发布次数



资料来源: 中指院, 招银国际环球市场

政策: 需求端宽松稳步推进, 边际效果受信心拖累

2023年在行业销售及投融资全面下行的背景下, 房地产相关政策密集出台, 重要拐点为7月24日政治局会议提出“房地产供求关系发生重大变化”, 自此之后, 在各部门积极推动下各省市发布政策或出台文件积极响应。截至10月, 全国各省市县共出台政策558条, 包含优化限购政策、降低首付比例及房贷利率、提高优化公积金政策、发放购房补贴, 并涉及优化预售资金监管等方面。我们观察到, 自去年三季度以来, 各端政策发布对市场的提振效果周期逐渐缩短, 提振幅度也明显呈递减趋势; 在经济恢复节奏较为缓慢的背景下, 居民收入预期依然较弱, 购房信心仍然较低, 叠加部分政策落实难度较大导致市场对政策短期信任度降低, 导致政策刺激效果边际减弱。在目前销售复苏不及预期的状况下, 我们认为政策依然有继续宽松的空间。

图 36: 下半年重要政策及重点事件

时间	类型	主体	重要政策/重点事件
2023/07/24	需求端	政治局会议	会议提出房地产市场 供求关系发生重大变化 , 应适时调整优化房地产政策
2023/07/27	需求端	住建部	表示进一步落实 降低购买首套住房首付比例和贷款利率 、改善性住房按揭税费减免、个人住房贷款“ 认房不用认贷 ”等政策措施
2023/08/03	融资端	央行	支持民营企业发展座谈会上提出要 满足民营企业合理融资需求
2023/08/25	需求端	住建部、央行、金融监管总局	推动落实购买首套房贷款“ 认房不用认贷 ”政策措施。将其纳入“一城一策”工具箱
2023/08/25	需求端	财政部、税务局、住建部	延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策
2023/08/25	供给端	国务院	审议通过的《关于规划建设保障性住房的指导意见》, 明确扩大保障性住房有效投资
2023/08/27	融资端	证监会	发布《统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》, 房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制
2023/08/30	需求端	地方	广州、深圳宣布执行认房不认贷政策
2023/08/31	需求端	央行、金融监管总局	宣布降低存量首套房贷款利率
2023/09/01	需求端	地方	北京、上海等多地宣布落实认房不认贷政策
2023/09/07	需求端	地方	首个强二线城市全面放开限购, 南京正式全城放开限购
2023/09/20	需求端	地方	广州放松限购(首个一线城市), 多区限购政策社保要求从5年调整为2年, 9区增值税征免年限由5年调整为2年
2023/10/09	供给端	自然资源部	据经济观察网消息自然资源部已于9月底下发文件建议各省市 取消土拍限价
2023/10/26	供给端	国务院	14号文《关于规划建设保障性住房的指导意见》传达到各省市
2023/10/31	融资端	中央金融工作会议	表示 一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求
2023/11/17	融资端	金融监管部门	据媒体消息金融部门召开座谈会提出了房地产贷款的“ 三个不低于 ”, 保障房地产企业融资下限, 涉及房地产企业贷款增速
2023/11/22	需求端	地方	深圳降低二套房首付比例并调整普宅标准
2023/11/27	融资端	央行金管局等八部门	联合印发了《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》, 提出支持民营经济的25条具体措施, 合理满足民营企业融资需求

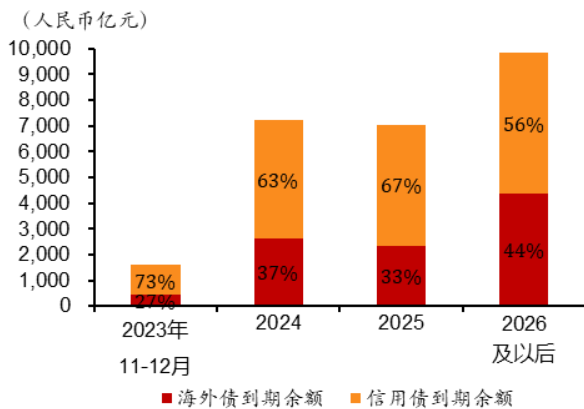
资料来源: 中指院, 招银国际环球市场

融资：债务到期压力尚存，政策支持有待加码

■ 境内债压力大于海外债

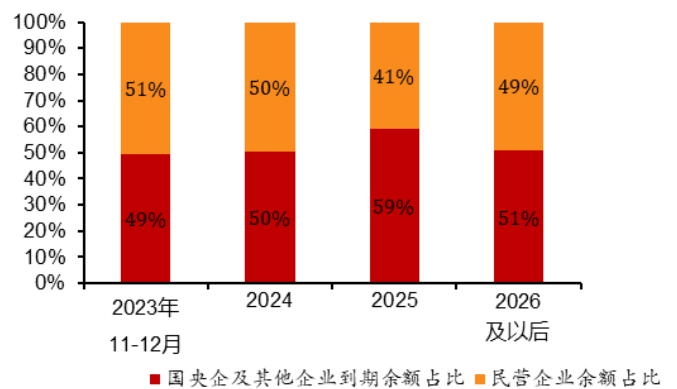
房企仍然面临较大的债务压力。根据中指院数据，160家样本房企11-12月到期债务约1600亿，其中海外债占比27%，境内信用债占比73%。与2023年相比，2024-25年的总到期规模明显降低，但仍然达每年7000亿之多，其中海外债占比仅33-37%，主要由于近年房地产信用风险逐步增加，发行海外债难度较大。从企业性质来看，年内到期债务中属于国央企及混合所有制企业的占比49%，属于民营企业的余额占比为51%，2024年到期余额中，国央企到期提高至50%，该比例2025年提高至59%。

图 37: 样本房企债务到期余额及海内外占比



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 38: 样本房企债务到期分企业性质占比

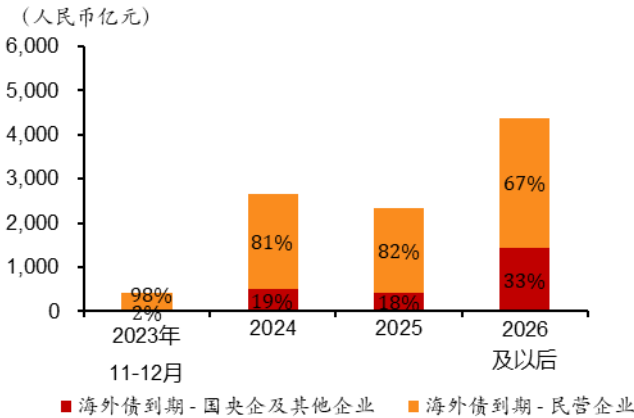


资料来源：中指院，招银国际环球市场

■ 民企多海外债压力，国央企多境内债压力

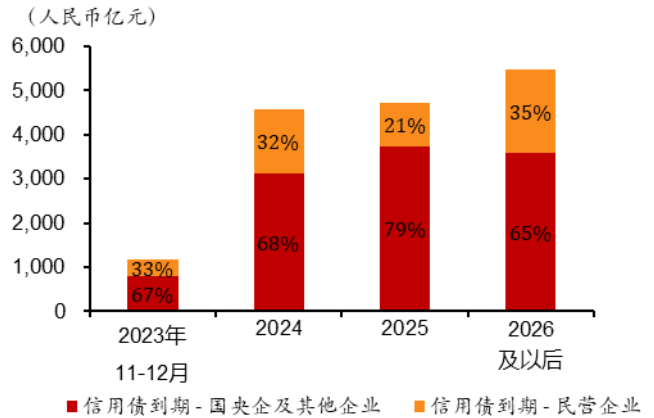
年内到期的海外债余额中，98%来自民营企业，2024、2025年有81%、82%来自民营企业，由于国央企在境内融资渠道较通畅，发行海外债需求相对较低。年内到期的境内信用债余额中，来自国央企及混合所有制的占比为67%，2024、2025年占比为68%、79%；该比例不断提高的部分原因来自于民营企业近年信用受损严重，其在境内再融资所面临的困难较大；总体来看，国央企和混合所有制的到期压力则来自境内债，民营企业的偿债压力主要来自于海外债，其在境内余额较国企占比更少主要由于再融资受阻，反映对民营企业的融资支持有进一步提高的空间。

图 39: 海外债到期



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 40: 信用债到期

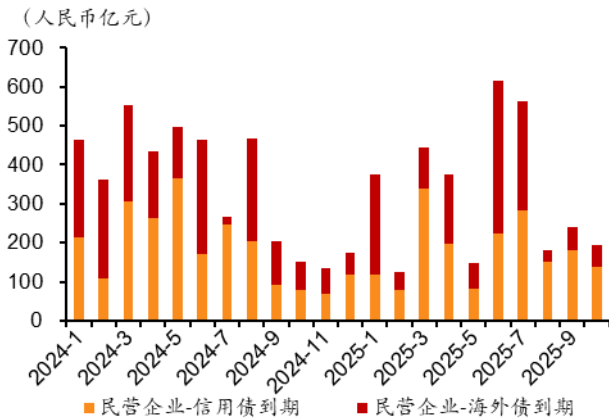


资料来源：中指院，招银国际环球市场

■ 民企 1H24 再迎偿债高峰

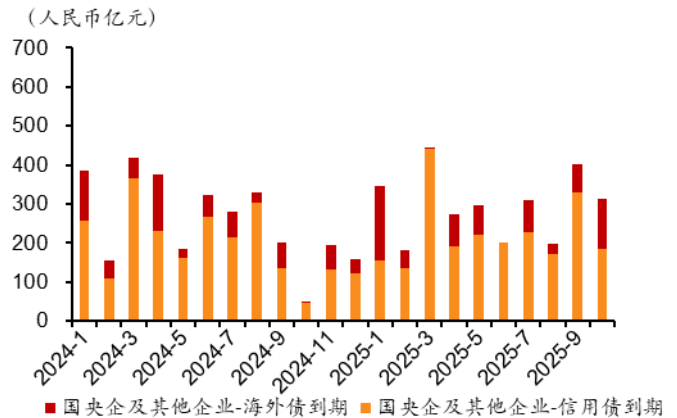
根据中指院提供的样本企业数据，民营企业 2024 年上半年面临较大偿债压力（尤其海外债方面），其债务到期较高的月份主要集中在上半年，8 月之后的债务到期逐月递减；国有企业及混合所有制企业则分布相对均匀，上半年 1、3、4 月为全年偿债最高的月份，6、7、8 月为次高月份，其余月份均压力较小。在明年上半年偿债压力大、同时销售复苏节奏显著慢于预期的背景下，如若没有更进一步的融资支持，我们预计民营企业将出现更多的展期或违约等情况。

图 41: 民营房企债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 42: 国央企及混合所有制企业债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

展望：2024 或难以出现强劲恢复

新房销售

■ 23 年末季节性冲高受低迷购买情绪拖累

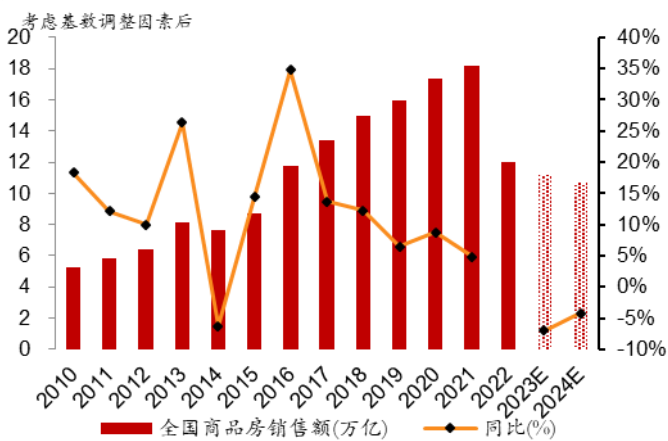
如上文所述，我们发现自年初以来积极政策对需求端产生的刺激效果在边际减弱，在当前恢复不及预期的经济环境中，可能继续在需求端出台更多放松政策也很难扭转低迷的购买情绪。统计局前 10 个月的销售数据显示除去 3、6、9 三个月份的商品房单月销售面积在

强政策积极下超过了1亿方以外，其余没有强刺激的月份销售均值仅为7500万方左右，我们认为这些月份反映了当前市场环境下没有强政策刺激的正常的购买情绪。首先，我们认为当前购买情绪被扭转的难度较大，故假设年末购买情绪维持现状；其次考虑季节性因素——年末由开发商集中推盘、集中网签带来的翘尾，过去5年均值显示，11月、12月环比增速平均在11%、45%左右；另外需要考虑统计局有基数下调动作，截至10月年初至今基数下调幅度约10%。综上我们估计2023年商品房销售面积下降幅度约7%。由于新房价格跌幅在全国层面尚不明显，我们预估2023年商品房销售额下降幅度与面积相仿。

■ 2024年或难以出现反弹

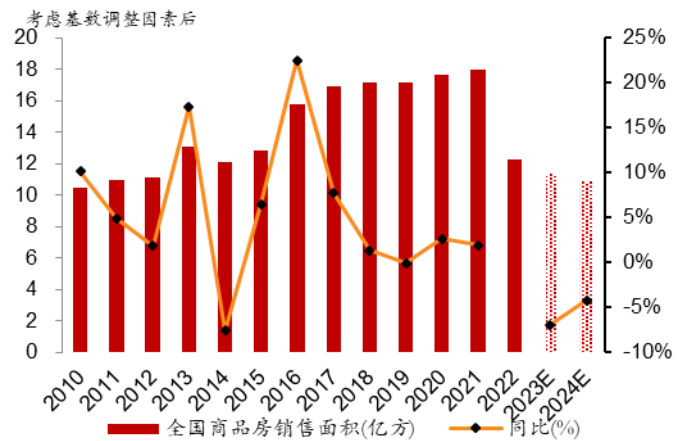
展望2024年，我们认为1) 虽然需求端政策在继续放松，但市场已对行业长期发展机制有了更深刻认知，因此很难催生出如23年个别月份的强劲购买情绪；2) 如上文所述，开发商债务压力持续，尤其上半年依然是偿债高峰，在融资环境没有实际改善的背景下，开发商可能继续出现债务展期或违约，不断出现的相关负面消息可能继续拖累购买激情和新房销售；3) 23年土地成交规模持续萎缩，除头部开发商拿地强度有所恢复以外，top 100开发商前10个月总体拿地金额整体降低了10%，相比多年累计的库存，新成交地块才是市场的优质可售资源，综上，市场在2024年可能面临更少的优质可售资源供应；4) 同时考虑到住建部10月26日已下达的14号文提到，未来3-5年将实现保障房商品房供应比例6:4，相较之前的5:5，监管对商品房供应的诉求进一步降低。基于以上背景，我们继续以购买情绪及季节性因素为考虑基础，预估2024年商品房面积可能继续下降4%，新房价格分化原因整体变动幅度可能较小，预估商品房销售额也下降相同幅度。

图 43: 商品房销售额预估



资料来源：统计局，招银国际环球市场预测

图 44: 商品房销售面积预估



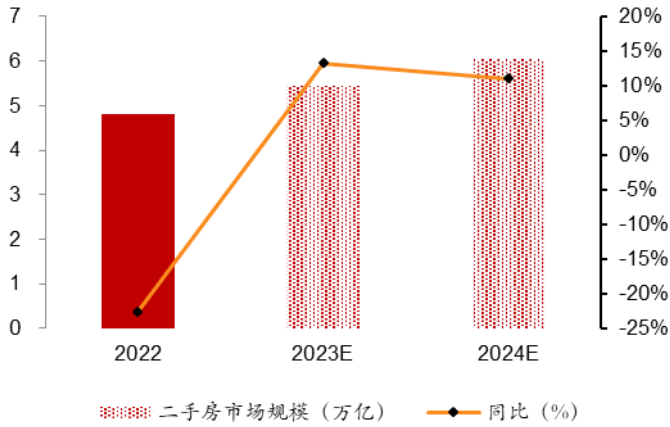
资料来源：统计局，招银国际环球市场预测

二手房销售

中介平台贝壳预估2022年二手房市场规模约为4.8万亿，23年可能达到5.3-5.4万亿，增长13%。根据招银国际估算，房地产市场存量规模达371万亿左右，得出2023年存量市场的换手率约为1.4%左右。展望2024年，我们认为1) “认房不认贷”等政策效果仍在持续显现，卖旧买新的需求也将持续支持二手房成交；2) 由于开发商债务压力将在2024年持续，这将导致新房市场的“烂尾担忧”无法缓解或会继续蔓延，并将部分购房需求从新房转移至二手房；3) 二手房价格持续走低对成交量形成一定支撑；4) 同时考虑发达市

场的经验，存量市场换手率会在新房市场进入一定规模后自然提高，所以我们假设换手率2024年提高一个百分点，对应二手房市场2024年规模增加至6万亿，同比增长约11%。

图 45: 二手房市场规模



资料来源：贝壳，招银国际环球市场预测

房地产开发投资

图 46: 房地产主要指标预估

	2024E	YoY	2023E	YoY	2022	YoY	备注
商品房销售面积(百万方)	1,089	-4%	1,137	-7%	1,358	-24%	假设2022年作为基数的调整幅度为-10%
商品房销售额(十亿)	10,690	-4%	11,160	-7%	13,331	-27%	
新开工面积(百万方)	814	-10%	905	-25%	1,206	-39%	基数未调整
竣工面积(百万方)	1,034	0%	1,034	20%	862	-15%	基数未调整
房地产开发投资(十亿)	10,178	-9%	11,124	-10%	13,290	-10%	假设2022年数据作为基数的调整幅度为-7%

资料来源：统计局，招银国际环球市场预测

■ 新开工面积

截至2023年10月，新开工面积同比降低23%，在目前销售恢复乏力、债务到期压力持续、融资端支持有限的背景下，开发商流动性将持续受到挑战，我们预估2023年、2024年新开工面积增速分别为-25%、-10%。

■ 竣工面积

截至2023年10月，竣工面积同比增加19%，考虑到11、12月是传统完工大月，通常11月能完成平常月份的2倍，12月则完成平常月份均值的5-6倍左右，同时考虑今年为“保交楼”任务额首个完整年度，我们预估2023年全年竣工面积增速为20%。展望2024年，虽然保交楼任务的持续可能会为竣工提供一定支持，考虑到上文提到的开发商面临的难点均难以得到实质改善，且2023年建立了高基数，我们预估2024年竣工面积增速为0，保持持平。

■ 房地产开发投资

截至2023年10月，房地产开发投资增速为-9.3%。从其构成考虑，由于新开工面积增速不断走低，与新开工面积走势接近的构成部分在投资开发中比例也逐渐缩小，而在保交楼推动下，完工面积保持较高增速，故与完工面积走势相近的构成部分占比也会逐渐增加；土地购置方面，土地成交面积连续两年下降明显，而成交价格仅在2022年微降且在2023

年大幅回升，所以我们暂且假设土地购置费用在开发投资中占比仅略微降低。通过以上各项占比变化及其各自的增速变化，我们预估房地产开发投资在2023、2024年的增速分别为-10%、-9%

投资建议

虽然需求端政策持续加码，但其对销售产生的积极效果呈边际递减趋势；融资端政策虽有跟进，但落地执行方面有待攻坚，在基本面未显现好转信号之前，我们建议1) 关注存量市场发展受益者。从销售角度，由于存量换手率的自然提升及新房“烂尾担忧”的挤出效应，二手房市场长期表现或将优于新房；从服务角度，新房规模萎缩而存量市场依然存在较大业务挖掘空间。2) 关注在核心区域、核心城市有充足可售资源、或专注于在次核心区域获得“掐尖”或“捡漏”机会的优质房企；3) 关注受益于保障房供应、城中村改造等概念的房企；4) 短期可关注已违约或已陷入流动性危机的房企中积极处理违约/即将违约债务、积极重整修复信用、因此获得维持运营的机会或“重生”机会的房企。公司方面：轻资产板块中，贝壳是最大的二手房市场受益者而其在重资产业务的或有投资可能引起投资者担忧；我们也看好代建公司绿城管理及物企华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云及越秀服务等。开发商我们看好华润置地，越秀地产及滨江服务等。

风险

宏观经济恢复不及预期、销售下行幅度超预期、房企流动性风险蔓延至半国企或国央企、更多房企违约等。

估值

图 47: 估值对比 - 开发商

公司	代码	收市价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	评级	目标价 (当地货币)	市盈率				市净率		股息率	
						21A	22A	23E	24E	23E	22A	23E	
万科-H	2202 HK	7.50	135,554	买入	33.92	3.2	3.4	4.2	4.4	0.3	11%	8%	
中国海外	688 HK	13.94	152,572	买入	30.49	3.2	4.0	5.6	5.1	0.4	6%	5%	
华润置地	1109 HK	27.50	196,101	买入	44.79	6.1	6.2	6.2	5.7	0.7	6%	6%	
龙湖	960 HK	13.36	88,066	持有	24.90	2.9	3.0	3.6	3.6	0.5	10%	8%	
雅居乐	3383 HK	0.85	4,289	NA	NA	0.4	0.8	-1.0	-3.0	0.1	0%	0%	
时代中国	1233 HK	0.36	757	NA	NA	0.2	-1.1	-0.4	-0.5	0.2	0%	0%	
中骏集团	1966 HK	0.18	756	NA	NA	0.2	0.3	-1.1	-1.2	0.0	0%	0%	
旭辉控股	884 HK	0.28	2,916	NA	NA	0.3	0.5	-2.0	1.8	0.1	24%	0%	
新城发展	1030 HK	1.34	9,468	NA	NA	1.0	2.0	4.6	3.7	0.2	0%	0%	
美的置业	3990 HK	5.86	8,412	NA	NA	1.5	2.6	4.6	4.4	0.3	16%	10%	
万科-A	000002 CH	11.18	123,835	NA	NA	5.8	5.6	6.8	7.0	0.5	6%	5%	
保利发展	600048 CH	9.96	119,226	NA	NA	4.3	5.2	6.2	5.8	0.6	5%	5%	
滨江集团	002244 CH	7.76	24,145	NA	NA	8.0	6.4	5.5	4.6	0.9	3%	4%	
均值						2.7	2.9	3.0	2.8	0.3	6.1%	3.7%	

资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预估（截至2023年12月5日）

中国工程机械 / 重卡板块

优于大市

分析师：冯键嵘, CFA – wanyefung@cmbi.com.hk
 伍泳雅 – katherineng@cmbi.com.hk

海外需求增长放缓叠加内需乏力，建议选择选择性看好

对于中国设备制造商来说，海外渗透仍是一大长期增长驱动力。尽管如此，经历了过去2-3年的强劲增长后，行业的增长趋势自2023年中期开始出现反转，我们预计海外扩张之路在2024年可能会颠簸起伏，尤其考虑到海外竞争对手的供应链瓶颈已逐步恢复正常。分地区来看，我们预计美国和中东地区的需求将持续强劲，但欧洲和中国地区的需求则将疲软。按细分市场来看，我们预计重卡板块将在替换需求和出口增长的推动下进入上升周期；另一方面，我们预计混凝土机械、塔式起重机和挖掘机则将继续处于下行周期，主要受到中国房地产投资疲软的持续拖累。

投资建议方面，我们首选**潍柴动力-H**（重卡板块增长的主要受益者 + 天然气重卡市场份额提升）。我们看好**三一国际**（海外矿车需求强劲）和**浙江鼎力**（进军美国高空作业平台市场进展顺利）。同时，我们给予**中联重科-A/H**（房地产相关设备需求疲软）和**三一重工**（海外销售已达峰）持有评级。

重卡：【看好】预计2024年销售同比增长15%

国内方面，重卡保有量增长与中国GDP增长高度相关。我们预计2024年中国经济温和增长（招银国际预测：4.8%）将拉动重卡保有量以相若速度增长。这加上替换需求恢复，我们预计2024年重卡国内销量将同比增长约14%。海外方面，我们预计2024年重卡出口销量将同比增长18%。产品结构方面，我们预计天然气重卡占比将维持在总销量的25%-30%。

高空作业平台：【中性】美国市场强劲，中国市场增长放缓

经过多年增长，我们计算当前中国高空作业平台保有量已达到美国保有量的70%以上，而2018年仅为12%左右。在**宏信建发（9930 HK，买入）**和**华铁应急（603300 CH，未评级）**等主要高空作业平台租赁公司逐步降低对高空作业平台的资本支出并转为轻资产模式运营的背景下，我们预计2024年高空作业平台国内销量将同比下降约5%。海外方面，在大型项目和替换需求的支持下，美国高空作业平台需求将强劲增长。

挖掘机：【看淡】预计2024年销量同比下降5%

国内方面，我们预计国内挖掘机销量将平稳（同比增长1%），主要由于基建支出增长将抵消房地产投资下降的影响。海外方面，由于高基数效应（尤其2024年上半年），我们预计2024年挖掘机出口销量将同比下降10%。

图 1: 同业估值对比

股票代码	公司	评级	股价	目标价	上行/(下行)	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)	
			(当地货币)	(当地货币)			FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
港股										
631 HK Equity	三一国际	买入	7.48	15.40	106%	3,053	9.4	7.3	1.8	1.5
1157 HK Equity	中联重科	持有	4.06	4.40	8%	7,098	8.8	9.3	0.6	0.6
2338 HK Equity	潍柴动力	买入	13.62	19.40	42%	16,809	12.6	10.7	1.4	1.3
3808 HK Equity	中国重汽	买入	15.48	19.30	25%	5,470	11.1	9.4	1.0	0.9
1839 HK Equity	中集车辆	-	6.88	-	-	2,566	4.7	5.7	0.9	0.8
564 HK Equity	郑煤机	-	7.48	-	-	2,729	3.9	3.3	0.7	0.5
	平均						8.4	7.6	1.1	0.9
A股										
000338 CH Equity	潍柴动力	买入	14.15	17.80	26%	16,851	14.4	12.1	1.6	1.4
601100 CH Equity	恒立液压	买入	56.16	83.00	48%	10,548	28.6	23.9	5.2	4.5
603338 CH Equity	浙江鼎力	买入	47.73	70.00	47%	3,402	14.3	12.3	2.8	2.4
600031 CH Equity	三一重工	持有	13.35	12.30	-8%	15,869	22.0	21.8	1.6	1.6
000157 CH Equity	中联重科	持有	6.33	5.60	-12%	7,116	15.1	15.8	1.0	1.0
000425 CH Equity	徐工机械	-	5.27	-	-	8,723	9.9	8.0	1.1	1.0
000528 CH Equity	柳工	-	6.28	-	-	1,716	12.0	9.0	0.7	0.7
603638 CH Equity	艾迪精密	-	16.23	-	-	1,906	45.7	38.8	4.1	3.8
600761 CH Equity	安徽合力	-	16.16	-	-	1,676	9.3	7.7	1.6	1.3
603298 CH Equity	杭叉集团	-	21.87	-	-	2,866	13.1	11.3	2.6	2.2
000951 CH Equity	中国重汽	-	14.93	-	-	2,457	18.3	12.3	1.2	1.1
301039 Ch Equity	中集车辆	-	10.20	-	-	2,575	7.7	9.1	1.4	1.3
601717 CH Equity	郑煤机	-	11.62	-	-	2,736	6.6	5.6	1.1	0.9
600582 CH Equity	天地科技	-	5.15	-	-	2,986	9.3	7.9	1.0	0.9
	平均						16.2	14.0	1.9	1.7
海外工程机械										
CAT US Equity	CATERPILLAR INC	-	255.2	-	-	129,913	12.4	12.4	6.8	5.7
DE US Equity	DEERE & CO	-	361.1	-	-	104,009	12.8	12.4	5.4	4.9
CMI US Equity	CUMMINS INC	-	228.7	-	-	32,413	11.5	11.8	3.1	2.8
6305 JP Equity	HITACHI CONST	-	3,783.0	-	-	5,547	7.8	7.9	1.1	1.0
6301 JP Equity	KOMATSU LTD	-	3,732.0	-	-	24,772	9.4	9.5	1.3	1.2
042670 KS Equity	DOOSAN INFRACORE	-	7,640.0	-	-	1,169	4.6	4.5	0.8	0.7
VOLVB SS Equity	VOLVO AB-B	-	250.1	-	-	49,077	8.9	11.2	2.9	2.7
	平均						9.6	10.0	3.1	2.7
海外液压										
PH US Equity	PARKER HANNIFIN	-	434.8	-	-	55,865	18.9	17.4	4.7	4.0
7012 JP Equity	KAWASAKI HVY IND	-	3,245.0	-	-	3,714	12.5	8.4	0.9	0.8
7242 JP Equity	KYB CORP	-	4,745.0	-	-	833	5.8	5.4	n/a	n/a
6474 JP Equity	NACHI-FUJIKOSHI	-	3,720.0	-	-	632	7.7	7.0	0.6	0.5
6268 JP Equity	NABTESCO CORP	-	2,710.0	-	-	2,236	19.3	19.2	1.3	1.3
	平均						12.8	11.5	1.9	1.7
海外高空作业平台										
TEX US Equity	TEREX CORP	-	50.8	-	-	3,422	7.2	7.1	2.2	1.8
OSK US Equity	OSHKOSH CORP	-	98.4	-	-	6,439	10.3	9.7	1.8	1.6
LNR CN Equity	LINAMAR CORP	-	57.4	-	-	2,611	6.7	5.9	n/a	n/a
PIG FP Equity	HAULOTTE GROUP	-	2.6	-	-	90	14.8	4.2	0.4	0.4
6345 JP Equity	AICHI CORP	-	972.0	-	-	498	12.8	11.8	0.9	0.9
	平均						10.3	7.7	1.3	1.2

资料来源: 彭博、公司资料、招银国际环球市场预测

注: 对于覆盖股票, 盈利预测为招银国际市场预测

图 2: 主要中国设备制造商的海外收入占比

公司	股票代码	海外收入占比	
		2022	1H23
浙江鼎力	603338 CH	65%	63%
三一重工	600031 CH	47%	58%
中国重汽	3808 HK	47%	52%
三一国际	631 HK	27%	30%
中联重科	1157 HK / 000157 CH	24%	35%
恒立液压	601100 CH	21.5%*	-
潍柴动力	2338 HK / 000338 CH	54.3%**	52%

资料来源: 公司资料、招银国际环球市场

注: *部分国内销售最终将成为销售至海外的最终产品

**潍柴持有凯傲(KGX GR) 46.5%股权, 为该公司海外收入的主要来源。外加直接和间接出口, 我们估计归属潍柴权益的海外收入占其总收入的 30-40%

全球设备需求：美国及中东市场强劲

在今年10月和11月的业绩电话会议中，卡特彼勒(CAT US)和小松(6301 JP)对全球设备行业展望提供了看法。就地区而言，美国将仍然是最具韧性的市场，主要得益于政府相关基础设施投资和能源行业拉动了大量建设项目的进行。中东地区呈现强劲增长前景，主要得益于沙特阿拉伯和阿联酋地区的大型项目所推动。欧洲和中国市场将维持疲软态势。就设备分类而言，矿山装备将在大宗商品需求的推动下持续强劲。价格方面，平均售价预计将上涨，但由于供应链瓶颈持续缓解，提价幅度可能会低于此前。

图 3: 卡特彼勒及小松对全球设备行业展望总结

方面	卡特彼勒	小松	
市场展望	整体	<ul style="list-style-type: none"> FY23预测: 好于此前23年二季度给予的预测 FY24预测: 又将是好的一年 	<ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 同比下降10%-15% (7月预测: 同比下降5%-10%; 4月预测: 0%至同比下降5%)
	北美地区	<ul style="list-style-type: none"> 整体: 继续呈现积极势头 非住宅: 在政府相关基础设施投资和强劲建设项目储备的拉动下继续增长 住宅: 维持健康水平, 尽管增长缓和 2024年行业将展示出更多在政府主导的基础设施投资所带来的需求增长 	<ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 0%至同比下降5% (维持不变) 住宅: 在加息影响下出现放缓迹象 租赁行业/基建/能源相关行业: 需求依然强劲
	亚太地区 (除中国外)	<ul style="list-style-type: none"> 在公共基础设施支出、大宗商品价格的双重支持下, 亚太地区将有所增长 	<ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 同比下降15%至20% (4月预测: 0%至同比下降5%) 印尼市场: 矿山装备需求与煤炭价格呈高度相关, 不确定因素包括: (1) 煤炭出口征收额外费用的新税, (2) 中国进口量下降, 尤其影响当地中小煤企, (3) 总统选举影响
	日本	不适用	<ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 同比持平 (维持不变) 公共及私营部门建筑活动: 需求强劲
	中国	<ul style="list-style-type: none"> 中国市场持续疲软, 预计中国区销售占比总销售额将远低于往年5%-10%的区间 	<ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 同比下降30%至40% (7月预测: 同比下降20%至30%; 4月预测: 同比下降5%-15%) 中国设备制造商出现产能过剩, 这些产能将用于出口 (尤其俄罗斯)
	欧洲、非洲及中东地区	<ul style="list-style-type: none"> 整体: 略微下降 欧洲: 持续疲软 中东地区: 建设需求持续强劲 	<ul style="list-style-type: none"> 欧洲: <ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 同比下降10%至15% (7月预测: 同比下降5%至10%; 4月预测: 持平去年) 货币政策收紧、需求下降所带来的经济下行压力 中东地区: <ul style="list-style-type: none"> 业务保持强劲 沙特及阿联酋的在建大型项目将促进建筑需求
	拉丁美洲	<ul style="list-style-type: none"> 2023年建设活动预计将持平, 考虑到2022年市场强劲 	不适用
产品 (下游应用)	建筑业	<ul style="list-style-type: none"> 大多终端市场需求将维持健康水平 	<ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 同比增长3.3% (4月预测: 同比下降5%), 主要受有利的汇率和售价提高所支持 FY24 (截止2025年3月底) 销售预测: 由于经济放缓和高利率通胀, 销售情况将变得艰难
	采矿	<ul style="list-style-type: none"> 展望正面 看到客户的资本支出趋于谨慎, 但询价活动仍活跃 能源转型持续推进将支持大宗商品需求增长, 同时客户对自动化方案的接受程度不断提高 	<ul style="list-style-type: none"> FY23 (截止2024年3月底) 销售预测: 0%至同比增长10% FY24 (截止2025年3月底) 销售预测: 销售强劲
	大型建筑及采石	<ul style="list-style-type: none"> 大型基建及非住宅建筑项目推动下, 需求维持在健康水平 	不适用
	石油和天然气	<ul style="list-style-type: none"> 对CAT压缩发动机需求依然强劲 北美地区: 油井服务将呈现短期放缓, 但对未来需求保持乐观 太阳能动力系统的新产品及服务需求维持强劲 	不适用
	发电	<ul style="list-style-type: none"> 在数据中心增长的推动下, 电力相关产品需求持续强劲 太阳能动力系统的新产品及服务需求维持强劲 来自工业端的需求较近期高位有所回落, 但仍远高于历史平均水平 	不适用
	交通运输	<ul style="list-style-type: none"> 旧设备的升级需求推动高性能航运设备需求增长 	不适用
定价	<ul style="list-style-type: none"> 对定价维持积极看法, 尽管提价幅度会降低 	<ul style="list-style-type: none"> 在供应链常态化及产能过剩下, 产品提价难度加大 基于现时设备利用率较高, 零部件价格将继续上涨 (尽管幅度不会像FY23那么大) 	
在手订单	<ul style="list-style-type: none"> 随着供应链改善, 在手订单将下降至正常水平, 交货时间会有所改善 	<ul style="list-style-type: none"> 矿山装备: 在手订单处于高水平, 并且没有下降迹象, 尤其是北美地区的自卸车、德国的大型液压挖掘机及小松自卸车 建筑工程设备: 由于交货时间短, 所以很难预测FY24, 但根据当前订单情况已经下调了欧洲和东南亚地区的FY23预测 	
供应链	<ul style="list-style-type: none"> 供应链持续改善 	<ul style="list-style-type: none"> 供应链持续恢复正常 	
成本	<ul style="list-style-type: none"> 制造成本的通胀水平较低 	<ul style="list-style-type: none"> 自23年下半年以来没有出现原材料价格上涨 通胀及工资水平上涨在预期内 	

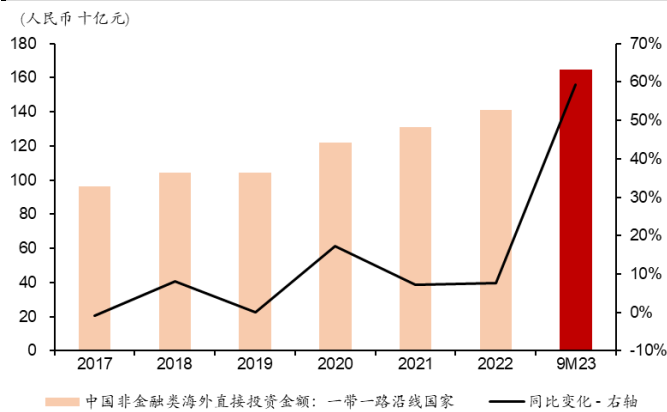
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场

“一带一路”持续为中国设备制造商提供机遇

中国对“一带一路”沿线国家的非金融类海外直接投资从2017年的963亿元人民币增至2022年的1,411亿元人民币（复合年增长率：10%）。“一带一路”沿线国家占比对外直接投资总额从2017年的12%上升至2022年的18%。2023年前9个月，对“一带一路”沿线国家非金融类对外直接投资同比增长59%至近1,650亿元人民币，其占比进一步提升至24%。

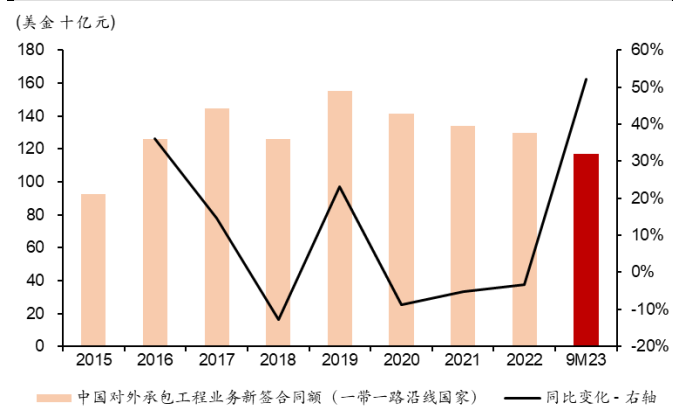
2023年适逢“一带一路”倡议十周年。2023年10月，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛在北京举行，论坛期间举行的企业家大会促成了多个合作项目的签订，合同总额达972亿美元。此外，中国-中亚峰会、金砖国家峰会、东盟峰会等一系列国际会议也促进了“一带一路”沿线国家的基础设施投资。中国设备制造商将继续受益于中国对“一带一路”沿线国家投资的增加。

图 4: 中国对“一带一路”沿线国家的非金融类海外直接投资金额



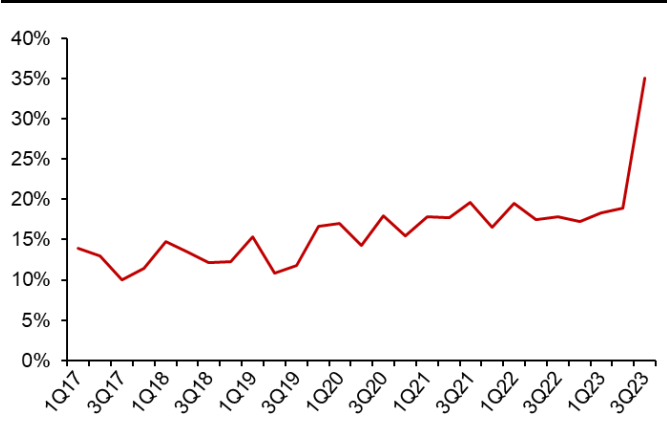
资料来源：万得、商务部、招银国际环球市场

图 5: 中国对外承包工程业务新签合同额（“一带一路”沿线国家）



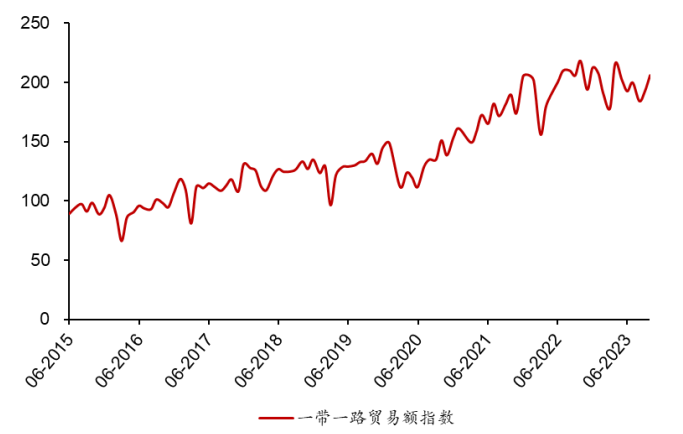
资料来源：万得、商务部、招银国际环球市场

图 6: 中国对“一带一路”沿线国家的非金融类海外直接投资金额占比对外直接投资总额



资料来源：万得、国家统计局、招银国际环球市场

图 7: 一带一路贸易额指数



资料来源：万得、招银国际环球市场

中国设备制造商整装待发，紧抓中东机遇

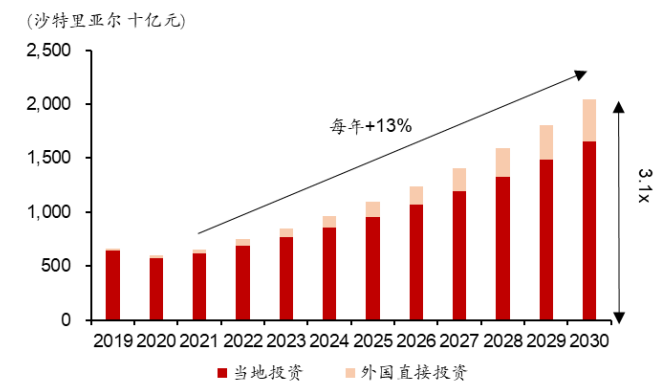
沙特：2030年愿景下的建设热潮

自2016年出台《2030年愿景》以来，沙特在可再生能源、科技、物流、旅游等多个非石油战略领域实施改革并取得了显著进展。为实现《2030年愿景》的目标，沙特政府于2021年公布了一项高达3.3万亿美元（12.4万亿里亚尔）的投资计划——“国家投资战略”，旨在促进外来及私人投资。

国家投资战略，加上政府支出的2.6万亿美元（9.8万亿里亚尔）和私人消费支出的1.3万亿美元（4.9万亿里亚尔），预计2021-2030年期间总共将有7.1万亿美元（27万亿里亚尔）的投资注入到沙特当地经济，这将大大拉动当地的基础设施投资需求。

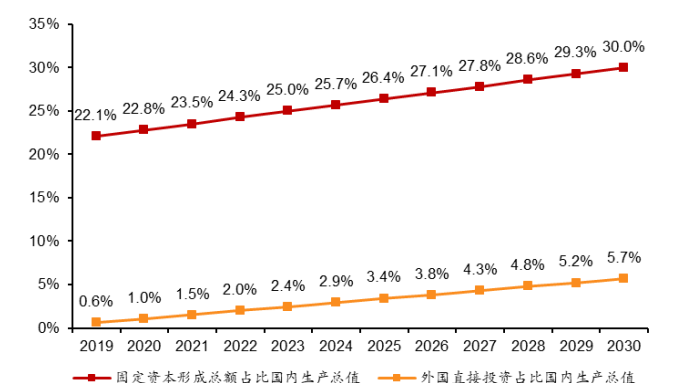
沙特目前已公布超过255个大型基础设施项目，包括Neom新城项目（估值约合5,000亿美元的西北部智慧城市项目）、奇迪亚（未来沙特的娱乐、体育及文化之都）和利雅得地铁（世界最大的城市轨道交通项目之一）。根据ABIQ资料，这些项目的总估值高达1.7万亿美元。我们预计未来五年沙特的建设支出将呈现高速增长。

图 8: 沙特投资总额（固定资本形成总额）



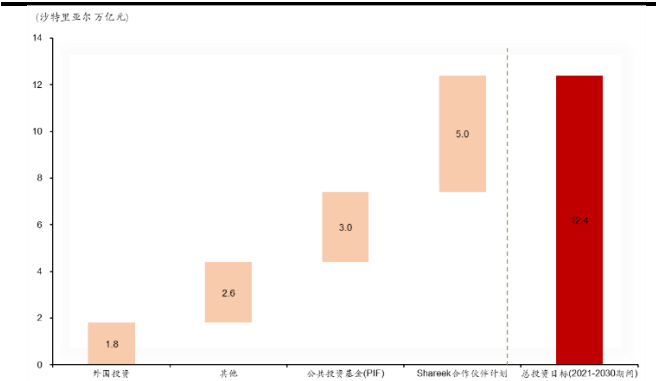
资料来源：国家投资战略计划、招银国际环球市场
注：2030年的投资额预计达到2021年的3.1倍

图 9: 沙特固定资本形成总额占比国内生产总值



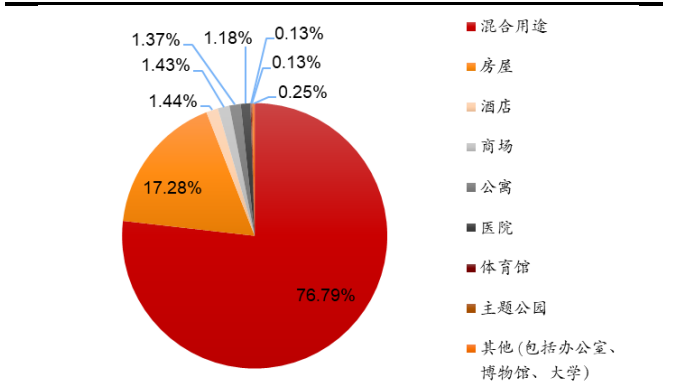
资料来源：国家投资战略计划、招银国际环球市场

图 10: 沙特国家投资战略计划下固定资本总额目标组成



资料来源：国家投资战略计划、招银国际环球市场
注释：1) 沙特公共投资基金(PIF)为全球最大主权基金之一，该基金负责主导2030年愿景计划下多个大型基建项目的投资。2) Shareek合作伙伴计划旨在促进私营部门企业的沙特国内投资及发展。

图 11: 沙特超级项目金额：按土地用途分类



资料来源：沙特五大建筑展、ABIQ、招银国际环球市场

阿联酋：交通运输及能源行业带动基建需求

与沙特类似，为促进经济多元化，阿联酋于2010年推出《愿景2021国家议程》，计划重点投资基础设施、可再生能源和旅游业等非石油领域。在《愿景2021》奠定的基础上，阿联酋在过去十年推进了一系列改革和规划。2021年，阿联酋推出了《五十个国家项目》，涵盖铁路（《国家铁路计划》）、旅游业（《国家旅游战略2031》）和太空计划（《2028小行星带探测任务》）等多个重要领域。

此外，2017年发布的《2050年能源战略》明确计划将在可再生能源领域投资6,000亿迪拉姆（约合1,630亿美元），目标是到2050年实现温室气体净零排放。继《愿景2021》，2022年最新提出的《我们阿联酋2031》更是涵盖了更为广阔的行业发展计划。

根据美国商务部数据，在一系列规模庞大的基础设施和能源项目的拉动下，阿联酋建筑业未来五年的年增长率预计将达到4.7%。

中国工程机械：政策有助减缓行业下滑幅度，但复苏仍乏力

10月24日，全国人大常委会表决通过了关于财政赤字率由3%提高至3.8%左右的决议。此外，全国人大将继续授权国务院，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额，授权期限延长至2027年。这些政策均显现了中国政府对恢复市场信心和提振经济的关注度有所提升。招银国际宏观团队预测2024年基建设施支出将同比增长7.8%，房地产投资将同比下降7%。

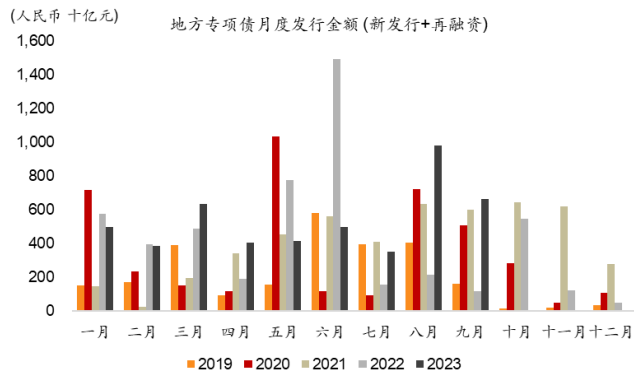
我们预计中国工程机械行业整体需求将持续疲软，考虑到房地产相关需求的下滑将会抵消基建相关需求的拉动。我们预计2024年塔式起重机和混凝土机械等房地产相关设备需求将继续下降。由于国内房地产开工出现结构性下滑，挖掘机等土方机械可能会增长乏力（详细分析请参阅下一节）。

图 12: 各类工程机械的下游应用关联度

工程机械类别	基建	房地产	采矿	制造
挖掘机	高	中	低	低
轮式装载机	中	低	高	低
汽车起重机	高	低	-	低
塔机	-	高	-	-
混凝土机械	中	高	-	低
煤炭机械	-	-	高	-
矿用汽车	-	-	高	-
高空作业平台	中	低	-	高

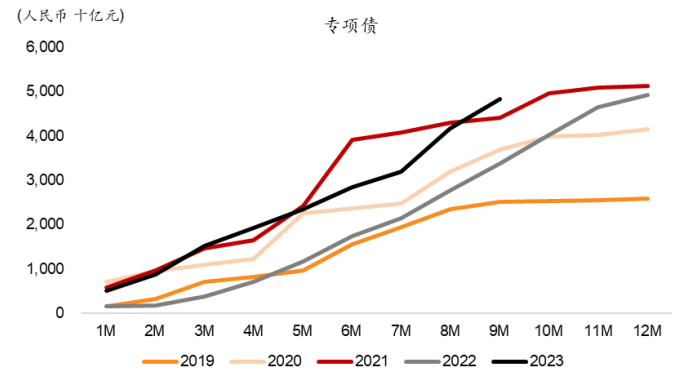
资料来源：招银国际环球市场预测

图 13: 地方专项债月度发行金额（新发行+再融资）



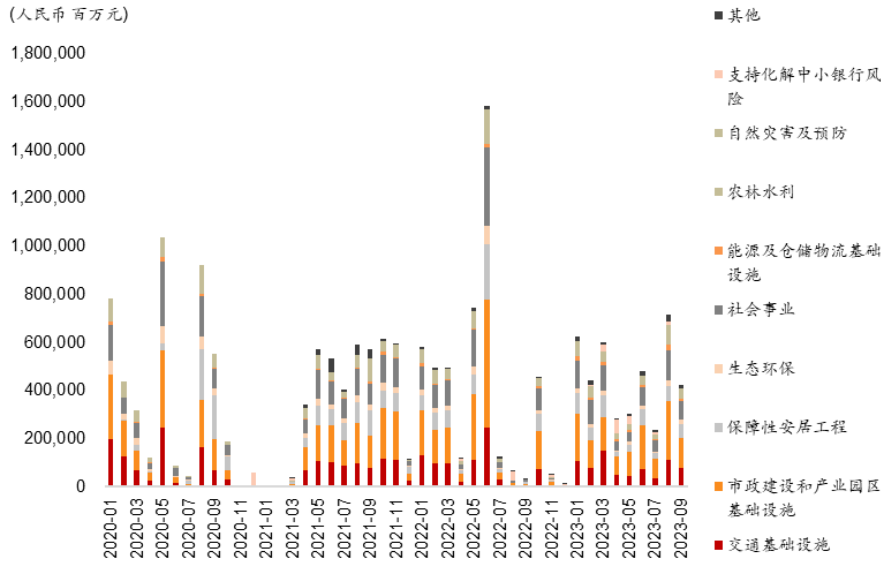
资料来源：财政部、招银国际环球市场

图 14: 地方专项债累计发行金额（新发行+再融资）



资料来源：财政部、招银国际环球市场

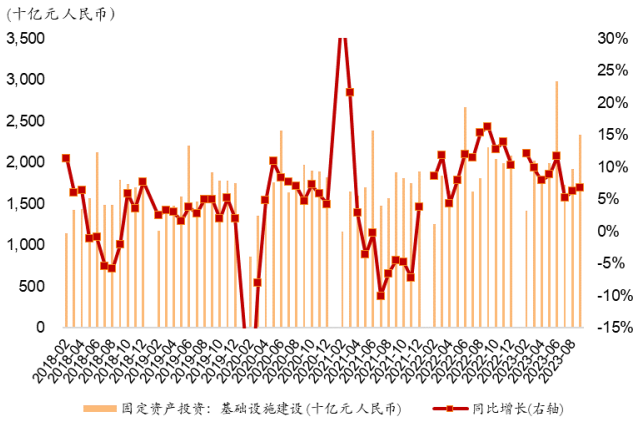
图 15: 新增地方政府债券资金投向情况



资料来源：财政部、招银国际环球市场

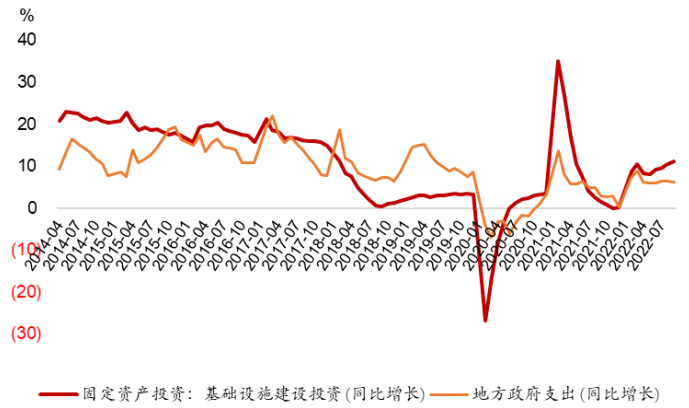
注：2020年11月及2021年1-2月期间无地方政府债券新增发行

图 16: 中国基建固定资产投资完成额



资料来源：万得、国家统计局、招银国际环球市场

图 17: 中国基建固定资产投资及地方政府支出增速（年初至今）



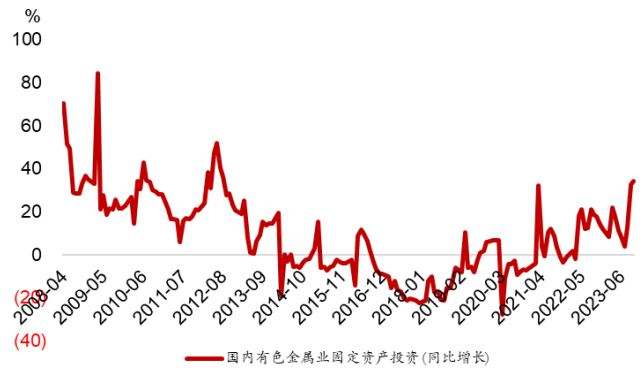
资料来源：万得、国家统计局、财政部、招银国际环球市场

图 18: 中国煤炭采矿业固定资产投资增速 (年初至今)



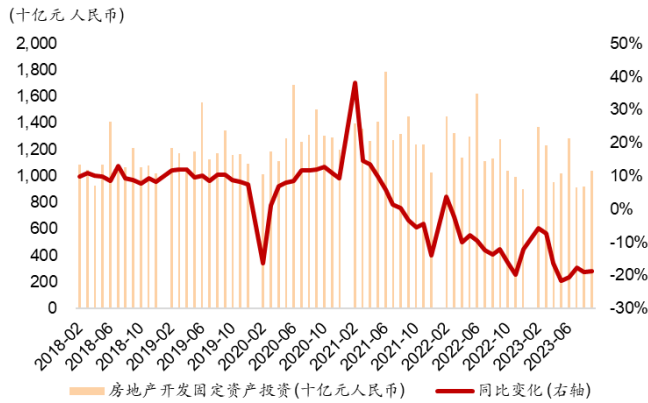
资料来源: 万得、国家统计局、招银国际环球市场

图 19: 中国有色金属业固定资产投资增速



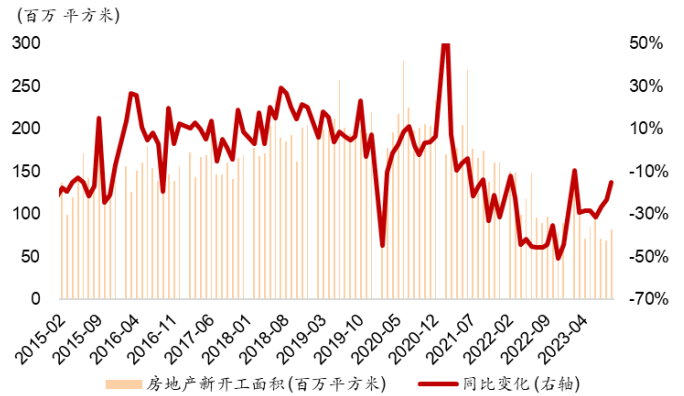
资料来源: 万得、国家统计局、招银国际环球市场

图 20: 房地产开发固定资产投资完成额



资料来源: 万得、招银国际环球市场

图 21: 房地产新开工面积



资料来源: 万得、招银国际环球市场

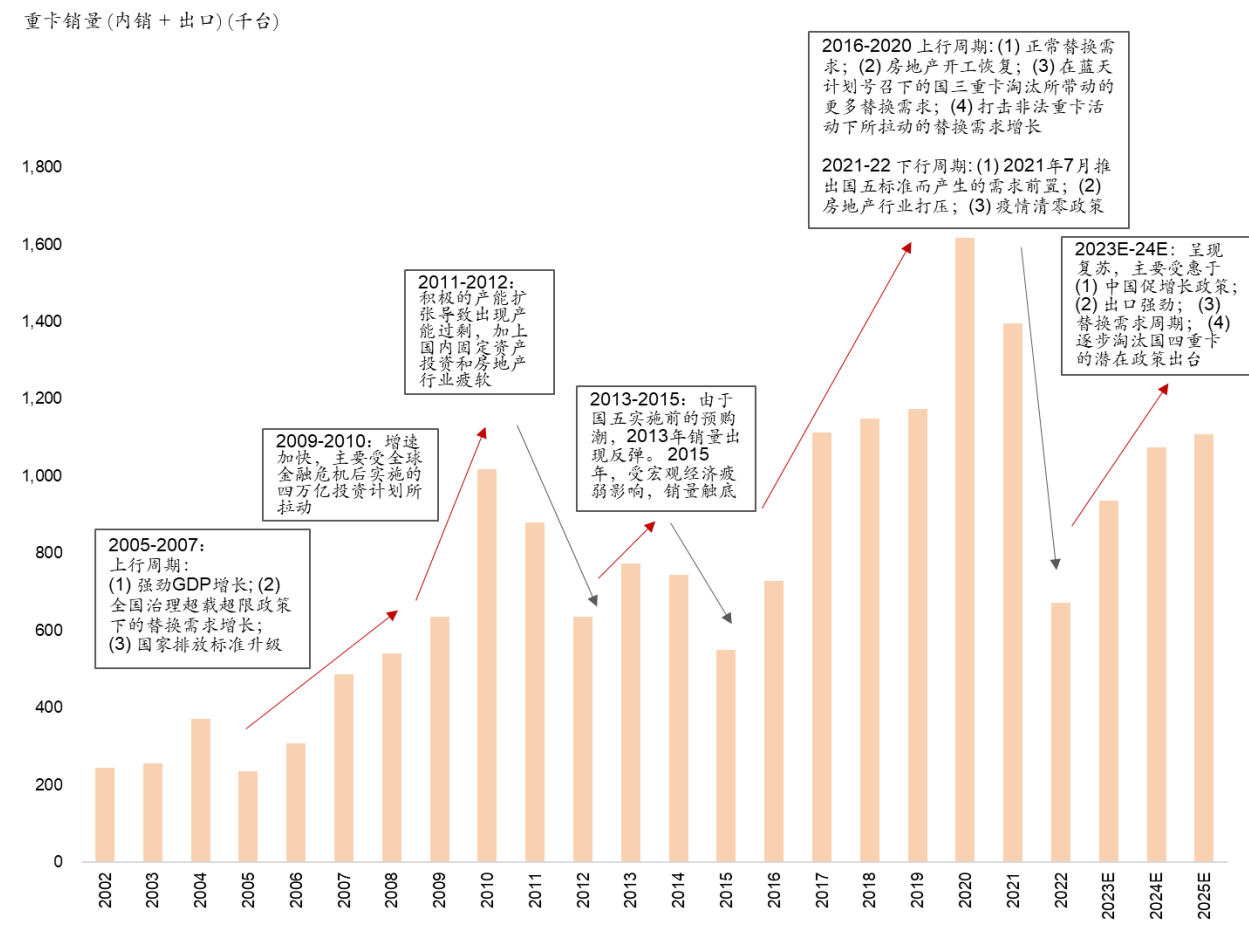
重卡：预计 2024 年销量同比增长 15%

在极低基数和强劲的出口增长的背景下，中国重卡销量（内销+出口）在今年前 11 个月强劲复苏（同比增长 39%）。我们预计 2023 年重卡销量将同比增长 39%，达到 93.6 万台。

我们预计 2024 年重卡行业销量将同比增长 15%：

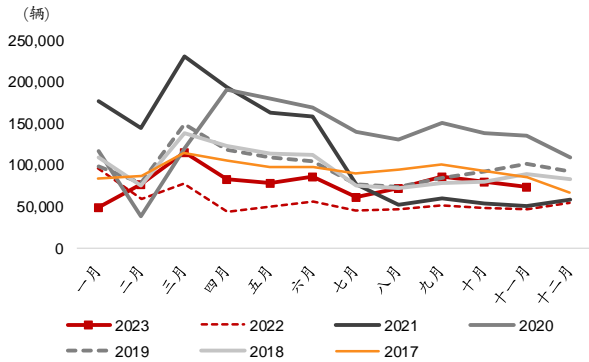
- 从历史数据来看，重卡保有量与 GDP 增长呈高度相关。我们的行业模型显示，每台重卡对应 GDP 约 1,200 万元人民币。我们预计 2024 年重卡保有量将同比增长 4.8%，基本符合我们的 GDP 增长预测。
- 鉴于重卡使用寿命约为 6-8 年，我们预计 2024-25 年重卡的替换需求相对强劲。如果国四淘汰加速，重卡的替换需求将会更高。
- 我们预计 2024 年出口将呈现持续稳健增长（同比增长 18%）。
- 若将以上观点纳入预测计算，此将转化为 2024 年重卡行业销量同比增长 15%。

图 22: 中国重卡销售周期



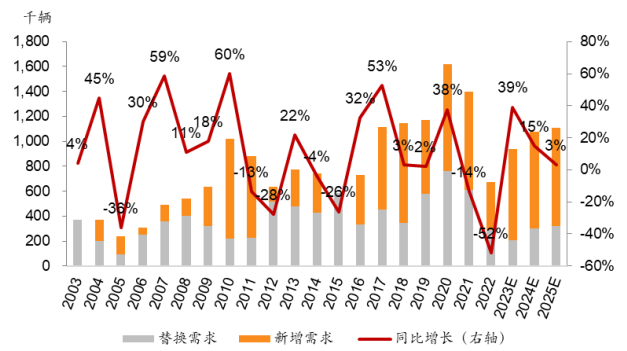
资料来源：万得、招银国际环球市场预测

图 23: 中国重卡月度销量



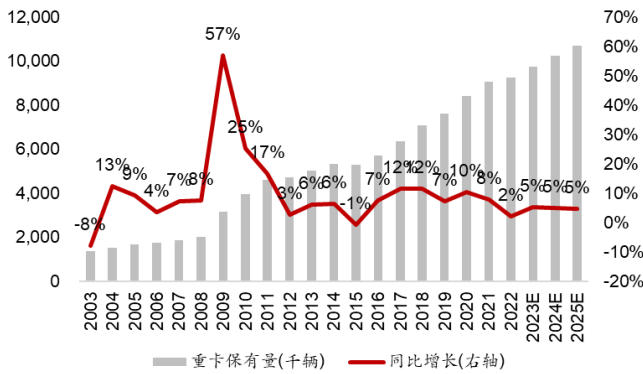
资料来源：第一商用车网、招银国际环球市场预测
注：销量包括内销以及出口销售

图 24: 招银国际环球市场重卡销量预测



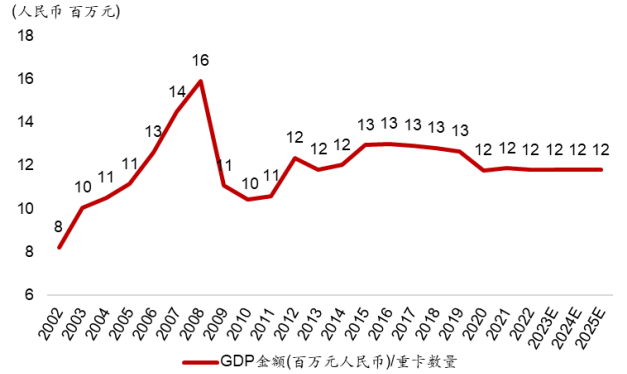
资料来源：第一商用车网、万得、招银国际环球市场预测
注：销量包括内销以及出口销售

图 25: 中国重卡保有量



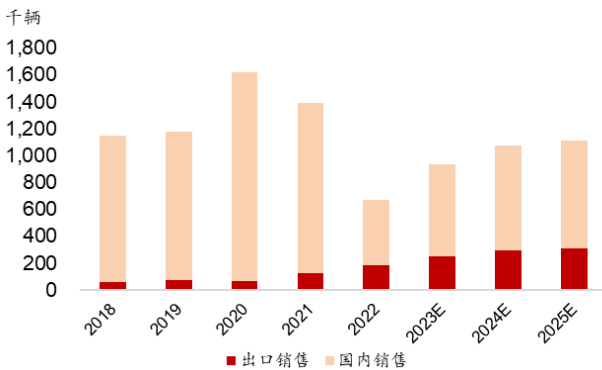
资料来源：万得、招银国际环球市场预测

图 26: 每台重卡保有量对应 GDP 金额



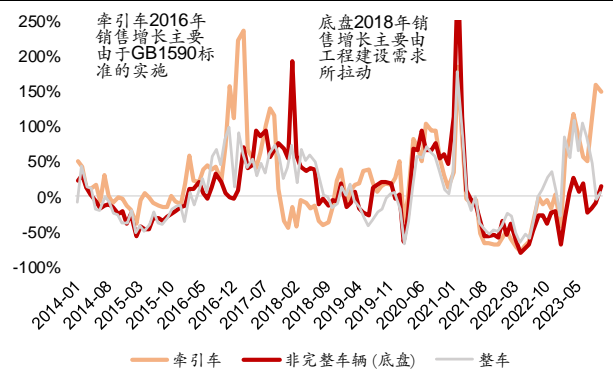
资料来源：万得、招银国际环球市场预测

图 27: 中国重卡销售拆分 (按地区)



资料来源：万得、招银国际环球市场预测

图 28: 各细分类型重卡的销售增速



资料来源：万得、招银国际环球市场预测

气柴价差扩大有助天然气重卡渗透提升

受到天然气/柴油价差比扩大所推动，2023年8月/9月/10月天然气重卡行业销量分别同比大幅增长5.6倍/7.4倍/14.8倍，占比行业总销量分别达到27%/29%/29%。2023年前10个月，天然气重卡累计销量同比增长3.1倍至约13万辆，占重卡总销量约17%。

图 29: 山东柴油价格



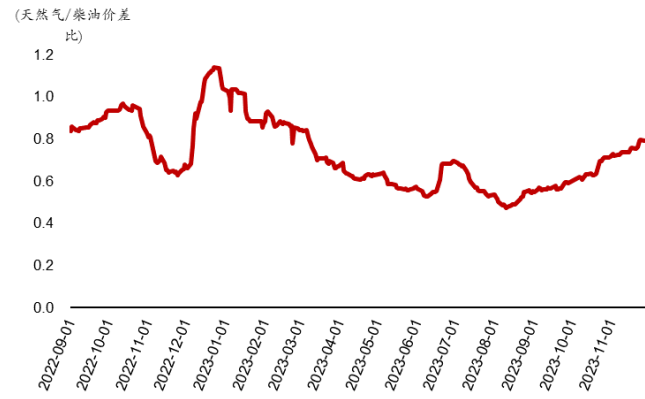
资料来源：万得、招银国际环球市场

图 30: 上海天然气价格



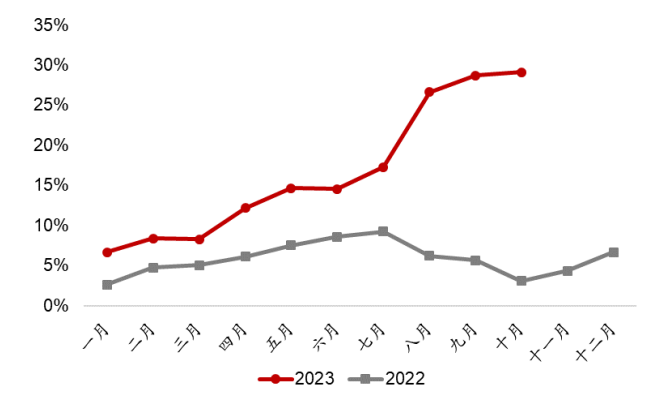
资料来源：万得、招银国际环球市场

图 31: 天然气/柴油价差比



资料来源：万得、招银国际环球市场预测

图 32: 天然气重卡占比行业销量



资料来源：万得、第一商用车网、招银国际环球市场

天然气重卡投资回收期为3.1年，而柴油重卡投资回收期为3.7年

我们对天然气重卡和柴油重卡的投资收益进行了详细分析及对比。我们的主要假设包括：

- (1) 天然气重卡的含税价格为每台46.8万元人民币，柴油重卡含税价格为每台37.4万元人民币；
- (2) 日均运输距离为500公里。对于重卡买家而言，基于当前天然气（5.5元人民币/公斤）和柴油（7.4元人民币/升）的价格计算，使用天然气卡车所产生的每年净利为15.1万元人民币，优于柴油卡车（10万元人民币）。

尽管天然气/柴油价差比已经从10月中旬的0.63倍扩大至11月中旬的0.74倍，但据我们的投资回收期分析显示，天然气重卡仍然是重卡买家的较优选择（天然气重卡的投资回收期：3.1年，柴油重卡的投资回收期：3.7年）。在可预见的未来，我们预计天然气重卡将继续占比行业总销量约25-30%。

图 33: 柴油价格变动对投资回收期的敏感度分析

	Transport service income (RMB / tonne km)					
		0.243	0.2565	0.27	0.2835	0.297
	5.9	5.3	3.5	2.7	2.1	1.8
	6.7	7.4	4.4	3.1	2.4	2.0
Diesel price	7.4	12.2	5.7	3.7	2.8	2.2
(RMB/litre)	8.2	35.5	8.2	4.7	3.2	2.5
	8.9	-39.5	14.7	6.2	3.9	2.9

资料来源: 招银国际环球市场预测

注: 对于柴油重卡而言

图 34: 天然气价格变动对投资回收期的敏感度分析

	Transport service income (RMB / tonne km)					
		0.243	0.2565	0.27	0.2835	0.297
	4.4	4.2	3.2	2.6	2.2	1.9
	4.9	4.9	3.6	2.8	2.3	2.0
LNG price	5.5	5.8	4.0	3.1	2.5	2.1
(RMB/kg)	6.0	7.0	4.6	3.4	2.7	2.3
	6.6	9.1	5.4	3.9	3.0	2.4

资料来源: 招银国际环球市场预测

注: 对于天然气重卡而言

未来数年液化天然气供应充足

根据国际能源署数据, 2022-26 年全球天然气需求的年增长率预计将从 2017-21 年期间的每年 2.5% 放缓至 2022-26 年期间的每年 1.6%。未来的需求增长将主要由亚太和中东地区所拉动, 抵消了其他地区出现的需求疲弱。

供应方面, 全球天然气供应将主要由液化天然气所驱动。2022 年至 2026 年期间, 全球液化天然气供应预计将新增 25%, 其中 70% 的新增供应将在 2025-26 年期间集中释放。国际能源署表示, 这将有助于推动天然气市场的互联和全球化发展。

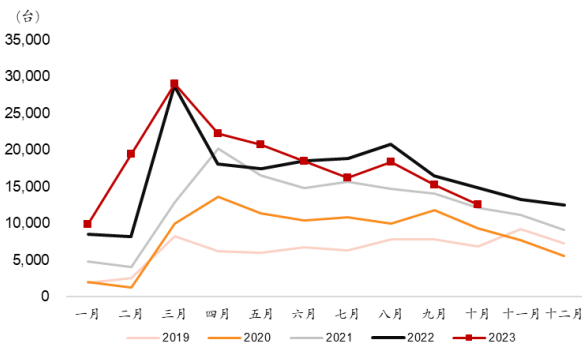
高空作业平台：美国需求强劲，中国市场放缓

中国：经过多年增长，我们估计当前中国高空作业平台保有量已达到美国保有量的70%以上，而2018年仅为12%左右。自2023年8月起，国内高空作业平台销量开始出现同比下滑。在**宏信建发（9930 HK，买入）**和**华铁应急（603300 CH，未评级）**等主要高空作业平台租赁公司逐步降低对高空作业平台的资本支出并转为轻资产模式运营的背景下，我们预计2024年高空作业平台国内销量将同比下降约5%。

美国：相反，在政府主导的基础设施、数据中心、新能源等大型项目以及产品更换需求的支持下，我们预计未来几年美国的高空作业平台需求增长强劲。美国最大的高空作业平台租赁公司**联合租赁（URI US）**的2024年置换资本支出预计为28-30亿美元，高于2023年的23-25亿美元。

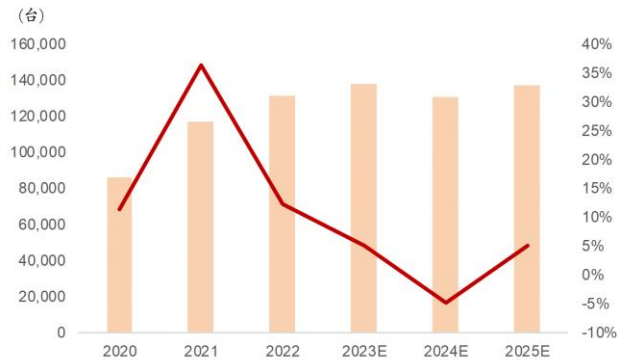
欧洲：欧委会于11月中旬发布公告，决定将对原产于中国的移动式升降作业平台发起反倾销调查。虽然事件对中国高空作业平台制造商而言属于负面消息，但我们认为预计长达13-14个月的调查时间将为中国制造商提供一定时间来采取措施以减轻其潜在影响。例如，中国制造商可透过将高空作业平台产品的生产转移至海外实现本土化生产，以避免潜在在关税。此外，考虑到各制造商可能面临不同的关税税率，我们预计在应对反倾销调查方面具备丰富经验的制造商将有机会争取较低税率。

图 35: 中国高空作业平台月度销量（内销+出口）



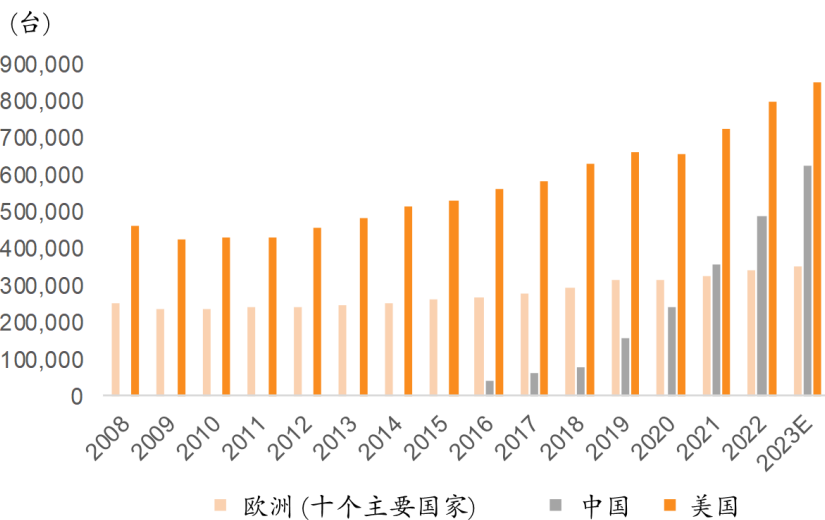
资料来源：中国工程机械协会、招银国际环球市场

图 36: 招银国际环球市场中国高空作业平台销售预测



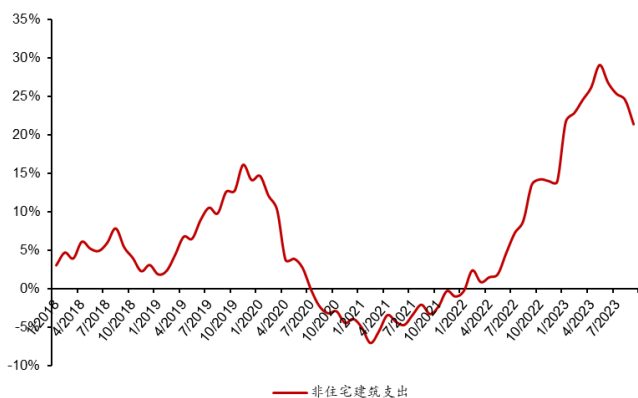
资料来源：中国工程机械协会、招银国际环球市场预测

图 37: 全球高空作业平台保有量 - 按地区分布拆分



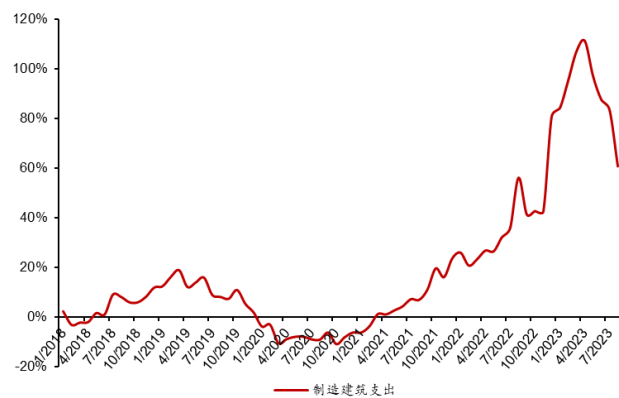
资料来源: 国际高空作业平台联盟、中国工程机械协会、招银国际环球市场预测

图 38: 美国非住宅建筑支出增速



资料来源: 彭博、招银国际环球市场

图 39: 美国制造业建筑支出增速



资料来源: 彭博、招银国际环球市场

挖掘机：出口疲弱将抵消中国市场回稳，预计2024年同比下降5%

中国市场：

基础设施、房地产和采矿投资（即与建筑相关固定资产投资）为挖掘机下游应用的主要需求驱动力。因此，我们一直采用相关的固定资产投资指标和挖掘机保有量来评估国内挖掘机的供需情况。我们的行业模型显示，每台挖掘机保有量对应的建筑相关固定资产投资金额（注：金额越高代表挖掘机供应越紧张）已从2019年约2,400万元人民币的峰值下降至2022年的2,200万元人民币。

今年前10个月，国内挖掘机销量同比下降43%（继2022年录得同比下降45%后），主因房地产投资下滑抵消了基础设施支出的增长，导致建筑活动疲软。往积极的一面来看，这将促使挖掘机存量增长得以放缓。我们预计每台挖掘机保有量对应的建筑相关固定资产投资金额将反弹至2,260万元人民币，这将为2024年挖掘机销量的回稳奠定基础。

海外市场：

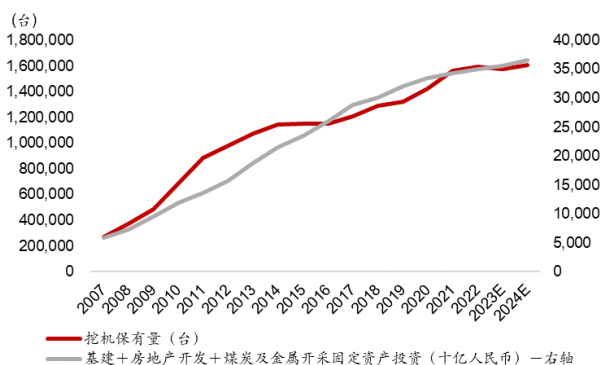
今年挖掘机出口销量首次超越国内销量（2023年前10月出口占比为54%）。虽然2023年上半年出口势头相对强劲（同比增长11%），但随后7月至10月转为负值，导致2023年前10个月的出口销量同比下降1%。出口下滑的原因主要有：（1）高通胀和高利率影响了欧洲等部分地区的需求；（2）建筑活动疲软（尽管采矿活动显韧性）；（3）供应链缓解促进海外机械商的供应恢复。我们预计2024年中国挖掘机出口将持续疲软。

我们的预测：

我们预计2023/2024年挖掘机销量（内销+出口）将同比下降26%/5%。我们对2024年的销量增长预测基于以下假设：

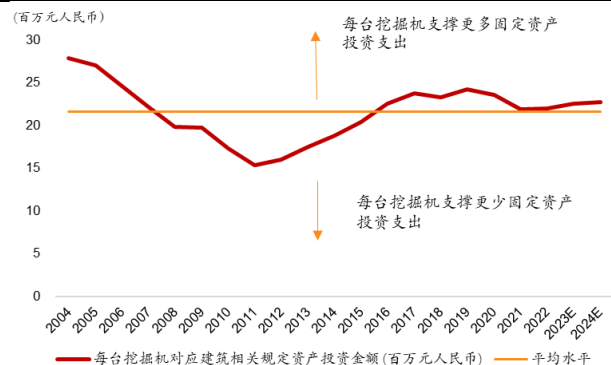
- **中国市场：**我们预计2024年挖掘机销量将趋稳（同比增长1%），由于基础设施支出增长7.8%预计将会大部分被房地产投资下滑7%所抵消掉。
- **出口市场：**由于高基数效应（尤其上半年），我们预计2024年出口销售将同比下降10%。

图 40: 挖掘机保有量及建筑相关固定资产投资金额



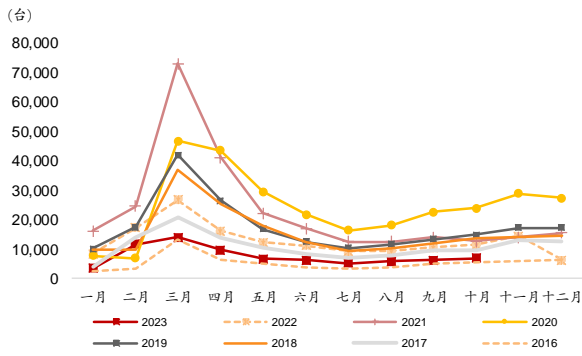
资料来源：中国工程机械协会、万得、招银国际环球市场预测

图 41: 每台挖掘机对应建筑相关固定资产投资金额



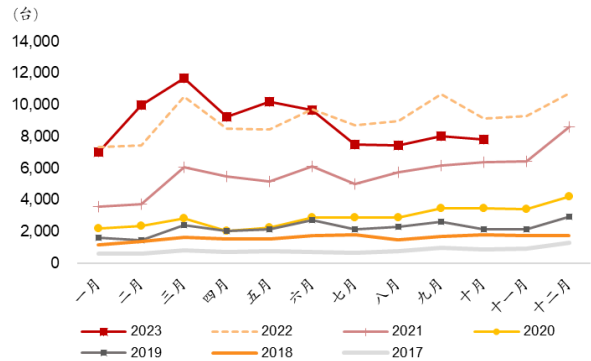
资料来源：中国工程机械协会、万得、招银国际环球市场预测
注：建筑相关固定资产投资 = 基础设施建设 + 房地产 + 采矿业

图 42: 中国挖掘机月度国内销量



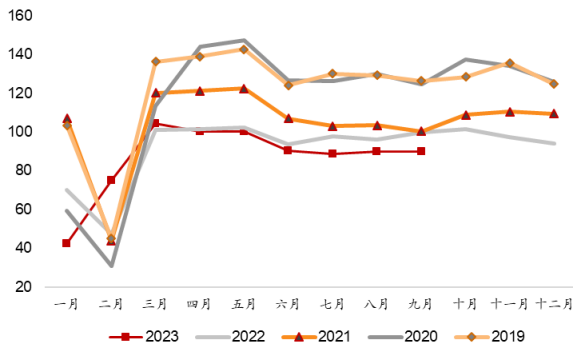
资料来源: 中国工程机械协会、招银国际环球市场

图 43: 中国挖掘机月度出口销量



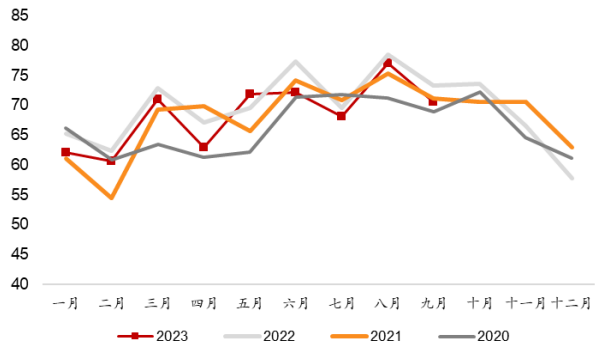
资料来源: 中国工程机械协会、招银国际环球市场

图 44: 小松挖掘机使用小时数 - 中国



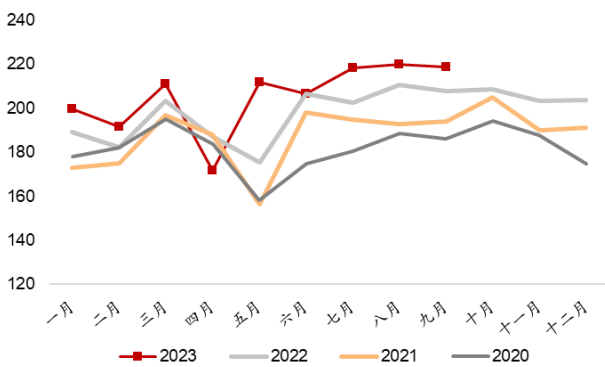
资料来源: 小松、招银国际环球市场

图 45: 小松挖掘机使用小时数 - 北美



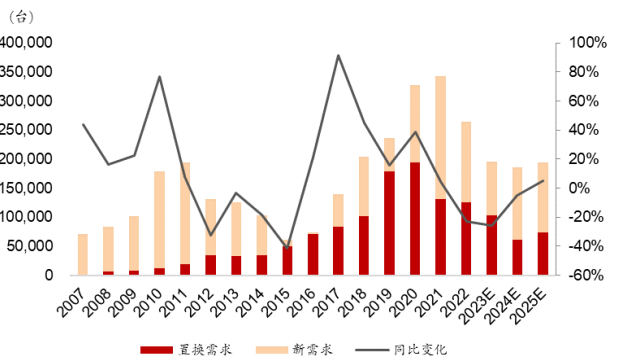
资料来源: 小松、招银国际环球市场

图 46: 小松挖掘机使用小时数 - 印尼



资料来源: 小松、招银国际环球市场

图 47: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



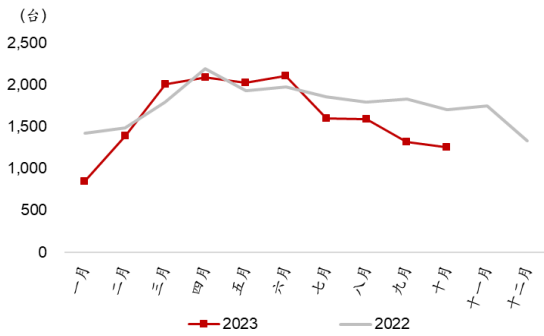
资料来源: 中国工程机械协会、万得、招银国际环球市场预测

塔式起重机、混凝土机械: 仍将承压于房地产建设下滑

塔式起重机和混凝土机械的需求可见度仍然较低, 主要由于其在房地产投资敞口很大, 而房地产投资可能会受到政府政策变化所影响。由于强劲的出口部分抵消了国内销售的疲弱, 今年上半年塔式起重机销量(几乎 100%与房地产相关)仅同比下降 3%, 但随着国内销售进一步下滑, 2023 年前 10 个月销量跌幅扩大至 8%。我们预计 2024 年塔式起重机销量(内销+出口)将同比下滑 20%, 考虑到我们预计国内房地产投资将持续疲软, 同时出口增长势头将会减弱。

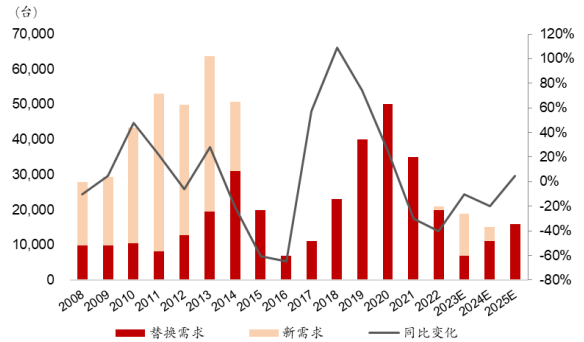
混凝土搅拌车和泵车方面（近 2/3 与房地产相关），我们预计其 2024 年需求将出现个位数下降。

图 48: 塔式起重机月度销量



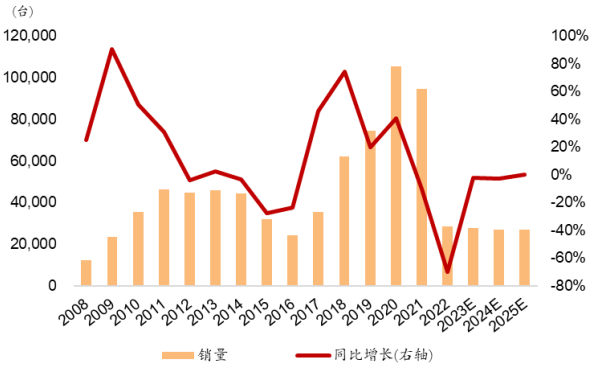
资料来源：中国工程机械协会、招银国际环球市场
注：包含国内销售及出口销售

图 49: 招银国际环球市场塔式起重机销量预测



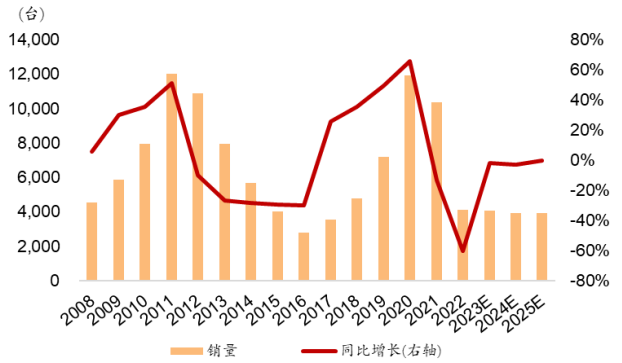
资料来源：中国工程机械协会、招银国际环球市场预测

图 50: 招银国际环球市场混凝土搅拌车销量预测



资料来源：中国工程机械协会、招银国际环球市场预测

图 51: 招银国际环球市场泵车销量预测



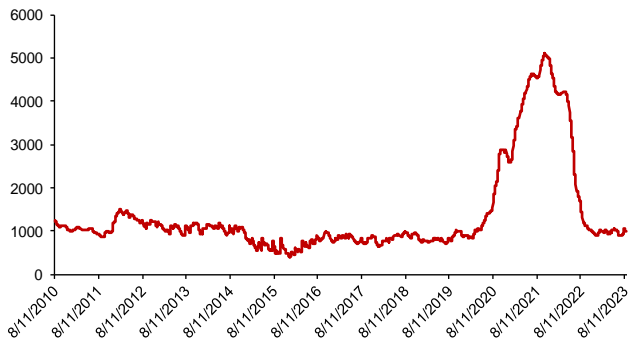
资料来源：中国工程机械协会、招银国际环球市场预测

海运费和钢材价格下降推动利润率改善

自今年年初以来，海运费（参考上海集装箱运价指数）大幅下降，并已恢复至疫情前水平。由于出口已经成为了大多数中国设备制造商的重要收入来源，我们预计海运费回归正常水平将有助于推动今年毛利率扩张。鉴于供应链瓶颈得以缓解，我们预计 2024 年海运费不会大幅上涨。

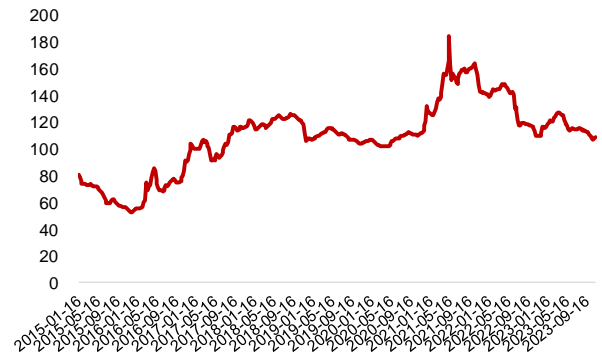
钢材通常占工程机械设备生产成本的 15-20%。钢价的疲软也将有助于推动成本下降。

图 52: 上海集装箱运价指数走势



资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 53: 中国中厚板价格指数走势



资料来源：万得、招银国际环球市场

中国文娱板块

优于大市

分析师：黄群 – sophiehuang@cmbi.com.hk
 许义鑫 – easonxu@cmbi.com.hk

内容溢价，盈利上行

盈利驱动，关注视频+出海+AIGC 三大机遇

复盘 2023 年，文娱板块整体走势以 Beta 行情为主、且交易区间渐短渐窄，当前低估值+低预期下有助板块筑底。展望 2024 年，加息尾声、宏观刺激政策、业绩清晰化有望推动板块情绪边际回暖及估值温和修复。子板块业绩分化加剧，基本面改善及利润释放为核心 Alpha 要素，长期看好短视频、海外流媒体及出海结构性机会，AIGC 业务赋能及降本增效可期。

择时：交易性机会为主，关注盈利导向和估值温和修复

我们对文娱板块持中性乐观观点，2024 年或呈现“先抑后扬”走势，板块在年报业绩前或以区间波动为主（2024 部分公司指引尚不清晰），但随着年中降息预期来临、指引充分调整、暑期产品供给上行，有望迎来温和修复。文娱行业整体内容监管进入稳态区，微短剧在加强自律中良性高速发展。行业开源节流持续，利润释放及盈利能力改善仍然是主旋律之一，但降本增效空间将从过往人员优化转移到产品内容出新及 AIGC 技术提效。预计头部平台 FY24E 平均利润增速为 18%，对应 FY23-25E CAGR 预计为 17%。

择道：优选海外流媒体+短视频赛道，看好出海+AIGC 长期结构机会

子板块业绩分化持续，建议关注防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体、短视频及出海机遇。国内市场，我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰，期待：1) **短视频**（预计 2024 年行业增速 22%）：货架电商持续放量（预计明年抖快 GMV 超 5 万亿，市占率提升 3ppts 至 23%，贡献大盘 1/3 增量），广告市占提升（增长 14%），且微短剧方兴未艾（近千亿市场规模），利润上修空间可期；2) **长视频**：ARM 提升拉动 LTV，精品优质剧集上线驱动会员增长（Alpha 因子）。海外市场方面，我们认为海外流媒体及大件出海具备清晰增长路径、且盈利能力提升确定性强：1) **海外流媒体**：低价版广告会员及付费共享梯度接力（AVOD 市场规模为 3.8 亿人），且受益于潜在提价及罢工落幕后内容供给恢复，竞争企稳支撑利润率良性改善（预计利润增速>25%）；2) **大件出海**：卖家拓盘+商品 SKU 双重驱动（GMV 增速>30%），外延并购带来长期业务协同，后疫情期海运成本回落助力利润率修复。技术维度，我们认为 AIGC 有望赋能内容制作、宣发、推荐、消费全链条，而短视频在大模型领域具备海量用户数据、丰富语料与标注、场景交互优势，在自研大模型及 AIGC+X 路线下有望逐步突破应用赛点，并实现降本增效及落地变现。

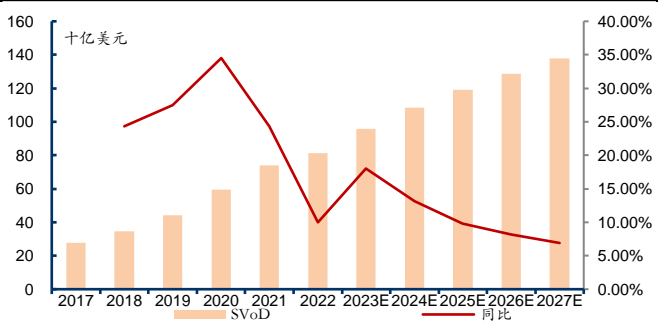
估值筑底，风险回报吸引

当前板块在中美关系、宏观不明朗下或存在底部盘整，但基于其低预期+低估值（13x FY24E P/E）预计下行空间有限。加息步入尾声、国内宏观刺激政策陆续推出、业绩指引清晰化及利润率提升有望推动板块情绪边际回暖及估值阶段性温和修复。重点推荐：1) 基本面稳健、增长路径清晰且利润提升预见性高的平台，包括奈飞（NFLX US），快手

(1024 HK) , 大健云仓 (GCT US) ; 2) 估值有吸引力 (或倒挂严重)、利润确定性高、存在潜在困境反转 (或配合积极回购或派息) 标的, 可关注欢聚 (YY US)、虎牙 (HUYA US)、爱奇艺 (IQ US) 。

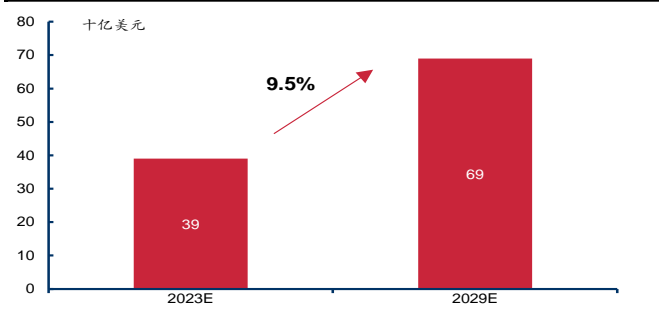
核心图表

图 1：全球流媒体 SVOD 市场规模



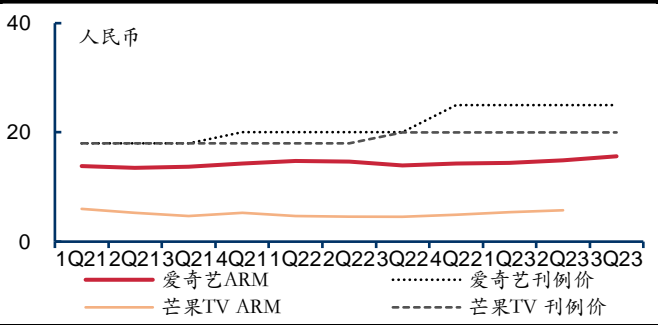
资料来源：Statista，招银国际环球市场预测

图 2：全球流媒体广告版会员市场规模预测



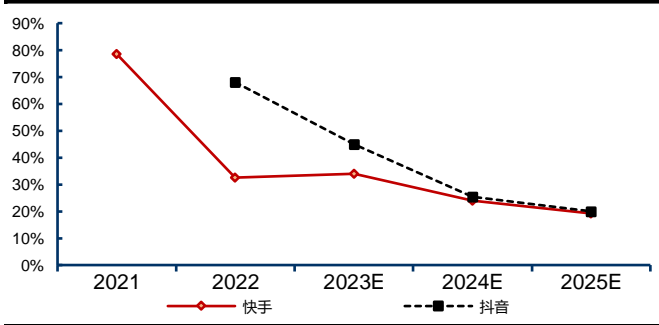
资料来源：Digital TV Research，招银国际环球市场预测

图 3：国内长视频 ARPU 及刊例价趋势



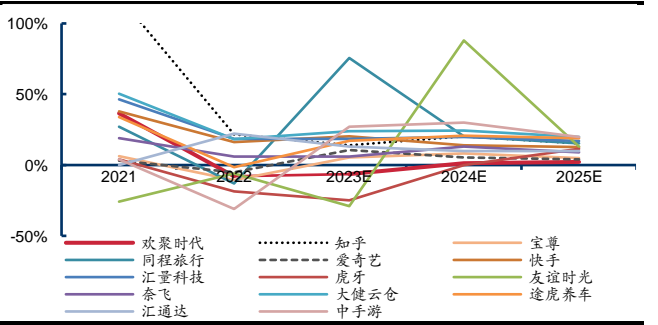
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 4：短视频电商增速



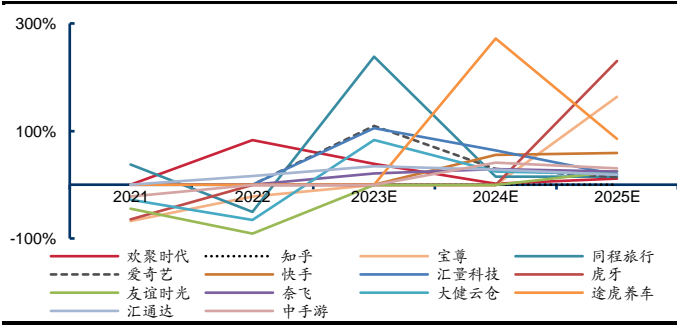
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 5：收入增速预测



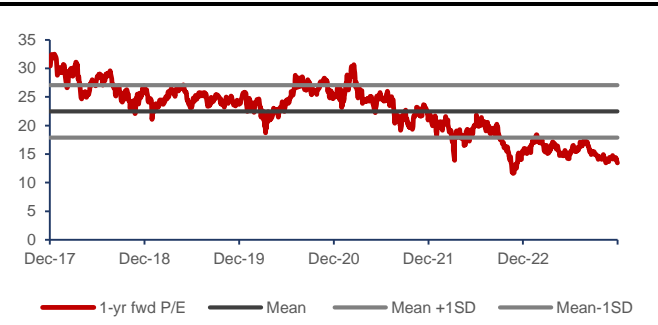
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 6：降本增效持续 (核心标的利润率预测)



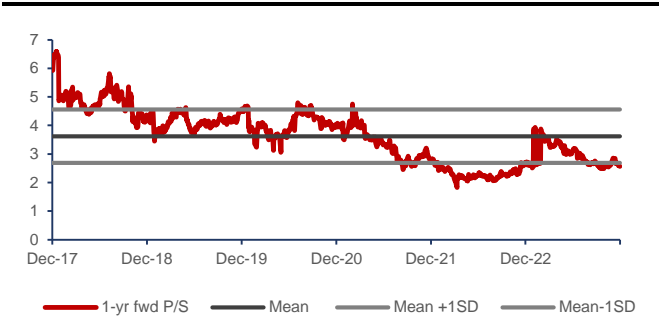
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 7：核心文娱 P/E 估值在历史五年低位盘整



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 8：核心文娱 P/S 估值在历史五年低位盘整



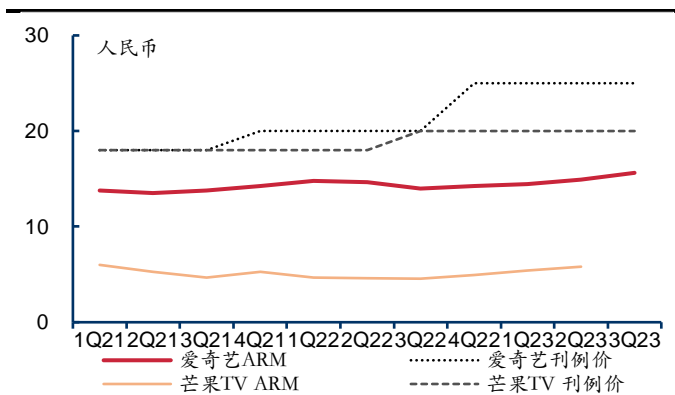
资料来源：彭博，招银国际环球市场

长视频：精品内容为筑，ARM 提升驱动会员长期价值释放

在内容监管边际改善、提质减量下，2023年行业精品内容供给提速、爆剧频出。展望2024，我们认为长视频高质量发展持续，且在丰富剧集储备+ARM提升逻辑下兼具防御型及高弹性。中国长视频行业首选爱奇艺（IQ US，目标价：8.6美元），看好爱奇艺中台化壁垒、题材精准把控、ARM提升及利润释放逻辑，11月头部剧集上线（《宁安如梦》、《一念关山》）有望支撑会员边际企稳，且憧憬2024精品内容储备，包括《狐妖小红娘》等。爱奇艺当前估值为9.4x/7.8x FY23/24E P/E（对应调整后净利润 FY23-25 CAGR 21%），远低于最可比公司芒果（21.4x FY24E P/E，调整后净利润 CAGR 18%）和奈飞（27.5x FY24E P/E）。我们期待后续精细化运营及精品内容持续输出有望进一步提升公司估值中枢。

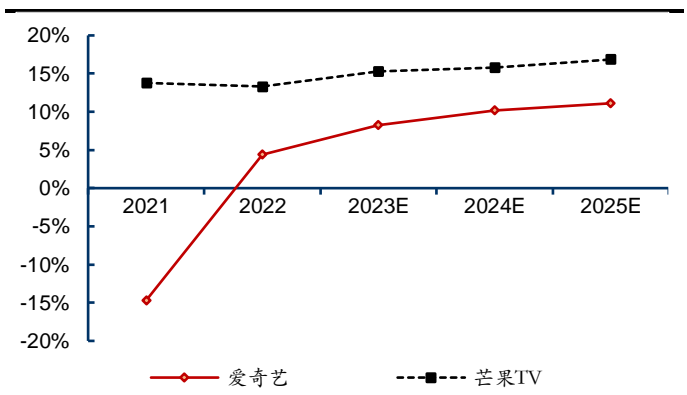
从会员到 ARM：关注用户长生命周期价值。在经历“会员净增驱动股价上行”逻辑后，长视频将更加关注 LTV（用户长生命周期）释放及会员收入增长：增长因子从会员数切换至 ARM 提升。在折扣收窄、会员权益提升（如：加更礼）及潜在提价等驱动下，看好爱奇艺 ARM 长期增长空间（长期目标为 25-30 元，vs. 当前 ARM 约 15-16 元），且预计 ARM 2024 年实现单位数增长。ARM 提升将实现高边际利润改善（预计每一元新增会员收入带来 60% 运营利润），或成为支撑长视频盈利增长的 beta 因子。在高质量增长策略下，平台将更加关注会员长期订阅（提高年卡占比）及忠诚度建设深化（提升留存），包括强化会员权益和福利及感知建设（帧绮映画等用户体验、会员中心、福利、积分等）。

图 9：长视频 ARPU 及刊例价趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

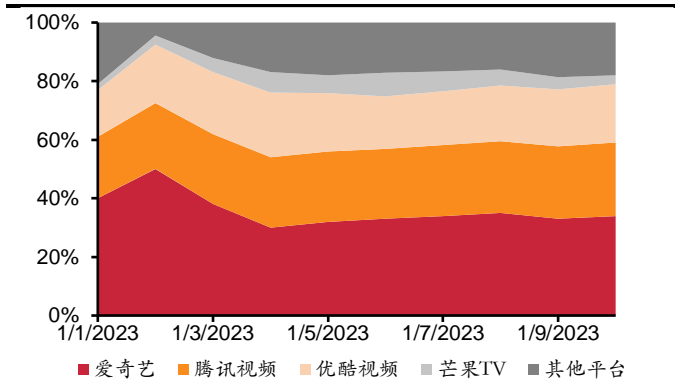
图 10：长视频利润率提升趋势



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

内容：精品内容供给丰富，驱动 Alpha 增长。我们认为，爆剧输出依旧是平台市占率提升及会员拉新的 Alpha 因素。在内容监管边际放开、行业提质减量下，2023 年精品内容供给提速、且爆剧密度提升，包括爱奇艺全民现象级爆剧《狂飙》、古装剧《长风渡》、《莲花楼》、《宁安如梦》等热度破万剧集及腾讯视频《长相思》、《漫长的季节》口碑爆剧等。展望 2024，我们看好平台精品剧集储备（平台片单均超 200 部）及垂类差异化（漫改、悬疑、喜剧、科幻、短剧等）。其中，爱奇艺憧憬《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》、《四海重明》、《念无双》等精品内容梯度接力；腾讯视频期待《长相思第二季》、《庆余年第二季》、《与凤行》、《神隐》、《玫瑰故事》等头部精品上线增量。

图 11: 2023 年各平台月度播放量市占率



资料来源: 云合数据

图 12: 2023 年 12 月 TOP10 剧集播放量占比 (12.1)

排名	剧名	正片有效播放市率	上线日期	播放平台
1	一念关山	17.0%	11/28/2023	IQIYI
2	宁安如梦	15.2%	11/7/2023	IQIYI
3	南海归墟	9.3%	11/27/2023	YOUKU
4	新闻女王	8.4%	11/17/2023	YOUKU
5	以爱为营	7.5%	11/3/2023	YOUKU
6	乐游原	5.7%	11/6/2023	YOUKU
7	无所畏惧	4.2%	11/3/2023	YOUKU
8	似火流年	4.0%	11/17/2023	YOUKU
9	很想很想你	3.3%	11/30/2023	YOUKU
10	小满生活	3.1%	11/23/2023	YOUKU

资料来源: 云合数据

盈利: 内容成本杠杆效应持续。在短视频分流抢时压力逐渐缓和、内容成本出清、精品剧集稳定输出下, 我们认为行业利润率有望进一步释放, 源于: 1) ARM 提升; 2) 内容 ROI 优化 (头部剧集保持审慎加大投入); 3) AIGC 降本增效; 4) 老剧/片库变现发挥长尾价值。我们预计头部平台 (已上市爱奇艺、芒果) 2024 年净利润将保持双位数增长 (其中爱奇艺在实现连续 7 个季度盈利后, 2024 年预计利润增长 29%)。

技术: AIGC 生态赋能、降本增效。在围绕爆款剧集打造的同时, 头部平台将积极探索 AIGC 赋能创作, 并已将 AIGC 覆盖至制作、宣发、消费全链条, 包括但不限于: 1) 计划: 剧本大纲和摘要生成 (如输入为以下剧情写一段后续、按照场次生成剧本等); 2) 筹备: 剧本拆解、故事创作 (支持小说转剧本、实体识别、场景识别等); 3) 制作: 动漫制作、虚拟制作、翻译和配音; 及 4) 宣发: 智能推荐、智能搜索、IP 衍生商业化 (如自动生成微博宣发、热搜话题等)。当前 AIGC 投入增量较为可控 (尚不需要大幅增加服务器、设备及数据), 对利润率影响有限, 且长期有助于行业降本增效。

图 13: 爱奇艺 2024-2025 年精品剧集储备

类别	电视剧	出品方	题材	主演	预计上线时间	
国民大戏	大河之水	爱奇艺, 新力量文化	悬疑	聂远、杨蓉	4Q23	
	点心之路	爱奇艺	喜剧	王彦霖, 赵小棠	4Q23	
	独一有二的她	爱奇艺	爱情	张云龙, 宋伊人, 毛林林	4Q23	
	老家伙	爱奇艺, 山东影视	生活	张国立, 王刚, 张铁林	4Q23	
	如果奔跑是我的宿命	爱奇艺	生活	王宥钧, 李添诺, 荣飞	4Q23	
	小夫妻	爱奇艺, 力天影业	生活	殷桃, 郭京飞, 齐溪	4Q23	
	兵自风中来	爱奇艺	军改	欧豪, 蓝盈莹, 刘怡君	2023	
	开画! 少女漫	爱奇艺	爱情	沈月, 王敬轩, 赵弈钦	2023	
	请和这样的我恋爱吧	爱奇艺, 华策影业	爱情	代旭, 刘畅, 孙嘉灵	2023	
	我是刑警	公安部金盾影视	悬疑	于和伟, 李春嫒, 刘泊潇	待定	
	明天的少年	爱奇艺	生活	吴宇恒, 周彦辰, 杨骅子	1Q24	
	长风破浪	爱奇艺	生活	王一博, 李沁, 王阳	1Q24	
	城中之城	爱奇艺, CMO	现代	白宇帆, 于和伟, 夏梦	2Q24	
	南来北往	爱奇艺, 刷行天下	年代	白敬亭, 丁勇岱	1Q24	
	我的阿勒泰	爱奇艺	生活	马伊琍, 周依然, 于适	1Q24	
	大江大河3	正午阳光, 爱奇艺	生活	王凯, 杨烁, 董子健	2Q24	
	白色橄榄树	爱奇艺	爱情	陈哲远, 梁洁	2Q24	
	你的谎言也动听	爱奇艺	生活	陈星旭, 张予曦	4Q24	
	北上	爱奇艺, 启泰影业	现代	白鹿, 欧豪	2024	
	橙色光芒	爱奇艺, 新力量文化	现代	谭卓, 高叶, 刘奕君	2024	
东方幻想	艰难的制造	爱奇艺, 正午阳光	年代	高露, 刘奕君, 朱雨辰	2024	
	守诚者	爱奇艺	警匪	陈小春, 李治廷, 韩雪	2Q24	
	迎风	爱奇艺, 浩瀚娱乐	生活	孙千, 翟子路, 刘琳	2024	
	消失的大象	爱奇艺, 大方向	现代	李九霄, 蒋龙, 马吟吟	2024	
	阿麦从军	爱奇艺, 喜天影业	古装	张天爱, 张昊唯	3Q23	
	大理寺少卿游	爱奇艺	古装	丁禹兮, 周奇	4Q23	
	幻乐森林	爱奇艺, 开快心乐文化传	古装	许佳琪, 魏哲鸣, 吴希泽	4Q23	
	陌上人如玉	爱奇艺, 中影奇迹影业	爱情	肖燕, 翟子路, 盛英豪	4Q23	
	天启异闻录	自由酷鲸影业	古装	路阳, 乔磊, 范川	4Q23	
	无忧渡	爱奇艺	爱情	任嘉伦, 宋祖儿	4Q23	
	紫川	爱奇艺	古装	杨旭文, 刘宇宁, 李墨之	2023	
	狐妖小红娘月红篇	爱奇艺, 腾讯影业, 恒星引力	古装	杨幂, 龚俊, 郭晓婷	2023	
	狐妖小红娘竹业篇	爱奇艺, 腾讯影业, 恒星引力	古装	刘诗诗, 张云龙	2023	
	柳叶摘星辰	爱奇艺	古装	唐晓天, 庄达菲, 林枫松	待定	
	漠风吟	爱奇艺	爱情	哈妮克孜, 方逸伦	4Q24	
	仙剑奇侠传4	爱奇艺, 新媒诚品, 上海新文化传媒	古装	鞠婧祎, 陈哲远, 敖子俊	2023	
	正义传奇	唐人街探案2	爱奇艺	悬疑	邱泽, 尚语贤, 张钧甯	3Q23
		漫影寻踪	嘉喻互晓文化传媒	爱情	杨颖, 王安宇, 匡牧野	4Q23
球状闪电		爱奇艺	科幻	童瑶, 王安宇, 杨立新	1Q24	
三义戟2		爱奇艺	警匪	陈建斌, 董勇, 郝平	1Q24	
凶案深处		爱奇艺	悬疑	马思超, 刘怡潼	1Q24	
四方馆		爱奇艺, 万达	古装	檀健次, 周依然, 杜淳	3Q24	
哈尔滨一九四四		爱奇艺	时代	张子贤, 秦昊, 王鹤润	3Q24	
黄雀		爱奇艺	警匪	郭京飞, 秦岚	4Q24	
暗夜与黎明		爱奇艺	警匪	陈哲远, 聂远, 邢菲	2024	
斗贼		爱奇艺, 稻草熊	警匪	黄景瑜, 修睿	待定	
迷雾剧场	一年一度喜剧大赛	爱奇艺	喜剧	张哲华, 土豆, 张小婉	1Q24	
	二十一天	爱奇艺	悬疑	欧豪, 张雪迎, 姜武	4Q23	
	交错的场景	爱奇艺, 万达	悬疑	马伊琍, 佟大为, 高至霆	4Q23	
	不可告人	爱奇艺, 光芒影业	悬疑	欧豪, 李一桐	4Q23	
	看不见影子的少年	爱奇艺	悬疑	张颂文, 荣梓杉, 成泰燊	1Q24	
三大队	爱奇艺	悬疑	秦昊, 李乃文, 陈明昊	4Q24		
乌云之上	爱奇艺	悬疑	孙俪, 罗晋, 丁冠森	2024		

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 14: 优酷 2024-2025 年精品剧集储备

类别	电视剧	出品方	题材	主演
磅礴力量	侦查英雄	东阳春羽影视文化有限公司	年代, 历史	罗晋, 马思纯
	海天雄鹰	杭州海天蛟龙传媒有限公司	现代	朱亚文, 侯勇, 王珞丹
	追踪迷案的人	优酷		TBC
东方英雄	八千里路云和月	优酷		TBC
	大唐狄公案	儒意影业	古装	周一围, 张嘉益, 钟楚曦
	清明上河图密码	闲工夫文	古装	张颂文, 白百何, 周一围
	天工之城	优酷	古装	赵丽颖, 黄轩
	天书黎明	优酷	古装	李宏毅, 苏晓彤, 余承恩
	暗河传	优酷	古装	刘明月, 唐小喜, 魏超
	珠帘玉幕	优酷	古装	赵露思, 刘宇宁
	度华年	优酷	古装, 爱情	陈鹤一, 刘旭成, 成果
	野人家	优酷	古装	赵今麦, 张凌赫
	咸雪	优酷	古装	赵丽颖, 龚俊, 檀健次
东方传奇	惜花芷	优酷	古装	胡一天, 张倩仪, 吴希泽
	为有暗香来	东阳欢娱影视	古装	周也, 王星越, 张逸杰
	浣溪沙	天逸盛华文化传播	古装	佟丽娅, 韩庚, 何润东
	旷野之境	优酷	刑侦	罗晋, 肖央, 张慧雯
	雪迷宫	优酷	悬疑	黄景瑜, 谢可寅, 海清
悬疑罪案	边水往事	优酷	剧情	郭麒麟, 吴镇宇
	隐晦之罪	优酷	犯罪	陈晓, 杨子姗, 韩立
	梦之海	闲工夫文	科幻	黄景瑜, 王子璇, 流暢
星辰大海	泰坦无人声	优酷	科幻	TBC
	鸣龙少年	优酷, 哇唧唧哇	生活	张若昀, 黄尧, 王锵
大好时光	要久久爱	宇乐乐	爱情	杨紫, 范丞丞, 朱颜曼滋
	半熟男女	柠萌影视	爱情	田曦薇, 辛云来, 张哲华
	微暗之火	优酷	爱情	童瑶, 张新成

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 15: 腾讯视频 2024-2025 年精品剧集储备

类别	电视剧	出品方	题材	主演
蕴·古韵柔情	长相思第二季	企鹅影视	古装	杨紫、张晚意、邓为
	与凤行	上海阅新	古装	赵丽颖、林更新
	神隐	西嘻影业、鑫宝源影视投资	古装	赵露思、王安宇、颖儿
	折腰	腾讯视频	古装	宋祖儿、刘宇宁
燃·万象绮梦	永夜星河	腾讯视频	古装	虞书欣、丁禹兮
	流水迢迢	腾讯视频	古装	任嘉伦、李兰迪
	庆余年第二季	腾讯影业	古装	张若昀、李沁、陈道明
	大奉打更人	腾讯视频	古装	王鹤棣、田曦薇
绘·燃情岁月	仙剑六祈今朝	腾讯视频	古装	许凯、虞书欣
	金唐武侠世界	腾讯视频	古装	周一围、高伟光、此沙
	藏海花	腾讯视频	现代	张鲁一、陈明昊、文咏珊
	紫川	腾讯视频	年代	杨旭文、刘宇宁、张铭恩
品·人间百位	繁花	企鹅影视、上海电影	生活	胡歌、马伊琍、唐嫣
	大海道	腾讯视频、睿悦影视	生活	尹昉、焦俊艳
	小站警事	腾讯视频	警匪	郭京飞、陈数、李浩菲
	艰难的制造	东阳正午阳光影视有限公司	现代	张新成、宋祖儿、王彦霖
寻·前路微光	狮城山海	腾讯视频	年代	黄觉、胡杏儿、李治廷
	生死守护	腾讯视频	现代	潘粤明、孙红雷
	此心安处是吾乡	腾讯视频	现代	任重、安悦溪、于谨维
	玫瑰故事	新丽电视传媒	爱情	刘亦菲、佟大为、林更新
恋·爱意怦然	她的生存之道	腾讯视频	生活	李沁、滕洋编剧, 龚靖重
	她和她的群岛	西嘻影业	生活	徐帆、马思纯
	承欢记	华策克顿、梦见森林、腾讯视频	爱情	杨紫、许凯
	小日子	腾讯视频、浩瀚娱乐、浩瀚星光	生活	陈晓、童瑶、薛日娜
恋·爱意怦然	破冰	腾讯视频	警匪	张颂文、姚安娜
	利剑·玫瑰	腾讯视频	警匪	迪丽热巴、金世佳
	扫鼠岭	腾讯视频	悬疑	张若昀、檀健次
	刑警的日子	腾讯视频	警匪	欧豪、张佳宁
恋·爱意怦然	命案启示录至善岸	腾讯视频	悬疑	韩冬、屈菁菁
	在暴雪时分	腾讯视频	爱情	吴磊、赵今麦
	春色寄情人	腾讯视频	爱情	李现、周冬雨
	很想很想你	腾讯视频	爱情	檀健次、周也
恋·爱意怦然	少年巴比伦	腾讯视频	爱情	杨采、侯明昊、向涵之

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 16: 芒果TV 2024-2025 年精品剧集储备

类别	电视剧	出品方	题材	主演
爱与成长	另一种蓝	芒果影视文化有限公司	都市、情感	宋茜、周渝民、刘敏涛
	都是好时光	浙江华策影视股份有限公司	都市、情感	TBC
	我们的翻译官	华策影视、剧芯文化	都市、情感	宋茜、陈星旭、费启鸣
东方燃情	水龙吟	中视同城、糺糺文化	古装	罗云熙、包上恩、肖顺尧
	国色芳华	华策影视(北京)有限公司	古装	杨紫、李现
	长安古意	芒果TV、恒星引力传媒	古装	张佳宁、王建国、任东霖
人生百味	欢乐家长群	贰零壹陆、芒果TV、西影集团	现代	张嘉益、陈好、王晓晨
	小巷人家	正午阳光	剧情	闫妮、李光洁、郭晓东
	好运家	芒果影视文化有限公司	当代、都市	张小斐、佟大为
赤子情怀	问苍茫	芒果影视文化有限公司	剧情、历史	王仁君、嘉泽、宁理
	江河日上	芒果TV、芒果超媒、好酷影视	现代	黄志忠、梅婷、姜武
	群星闪耀时	芒果影视文化有限公司	剧情、历史	李现、任敏
悬疑探秘	珍品	北京汇乐道科技有限公司	悬疑	郝蕾、刘以豪、曾黎
	火星孤儿	华录百纳、芒果TV、缤纷异彩	科幻	费启鸣、赵弈钦、罗予彤
	19层	芒果TV、芒果超媒、量子泛娱	悬疑	孙千、魏哲鸣、白澍

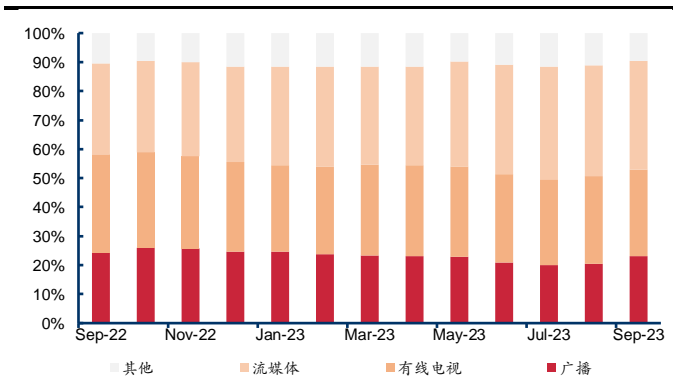
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

海外流媒体：竞争企稳，广告版会员及共享付费实现梯度接力

随着竞争企稳及罢工落幕，海外流媒体 2024 年有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善，且行业提价浪潮将持续，广告版会员及共享付费将加速推动会员净增及 ARPU 提升。海外长视频行业首选奈飞 (NFLX US)，看好：1) 精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河；2) AVOD 拓展+付费共享梯度接力，并拉动长期会员增长及利润率提升。奈飞估值 27.5x FY24E P/E，虽高于行业平均，但依然低于历史平均倍数 39x。

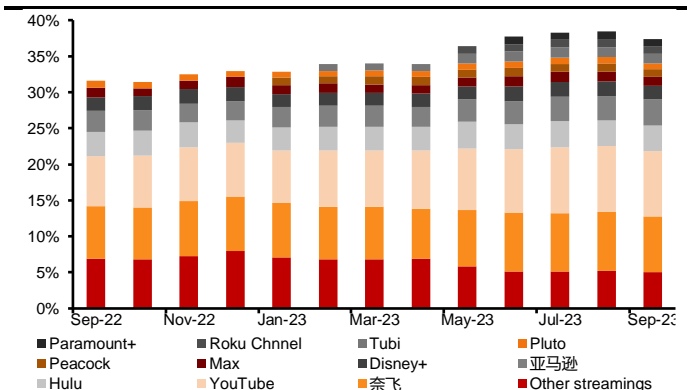
竞争格局：回归理性。我们认为海外“剪线”进程持续，2024 年全球有线付费渗透率将首次下滑（自 4Q23 峰值 60%，Ampere 数据），流媒体凭借优质内容、多元价格套餐及观影便捷性市占将持续提升。短视频分流抢时效效应已进入温和区（如 Tiktok 用户时长趋于稳定），且与流媒体合作内容宣发。在行业降本增效大势下，市场关心的流媒体竞争自 2H22 告别白热化，且有望在 2024 年进一步回归理性，拥抱行业涨价潮、利润率提升、变现多元化等春风。竞争焦点也将从过往价格战、内容巨额投入转向原创内容差异化及盈利能力。平台层面，华纳在减少债务需求下降低 DTC 电影、加大授权，且 Max 流媒体于 2023 年提前实现盈利；迪士尼内容投入加速收窄，流媒体业务将通过提质减量于 2024 年实现扭亏为盈。科技大厂如亚马逊、苹果等虽然投入持续，但其边际挤压效应逐步缩减、收效渐缓（如苹果流媒体在每年 60-70 亿美元内容投入下播放量市占率依旧<1%）。

图 17：海外文娱细分品类播放量市占率



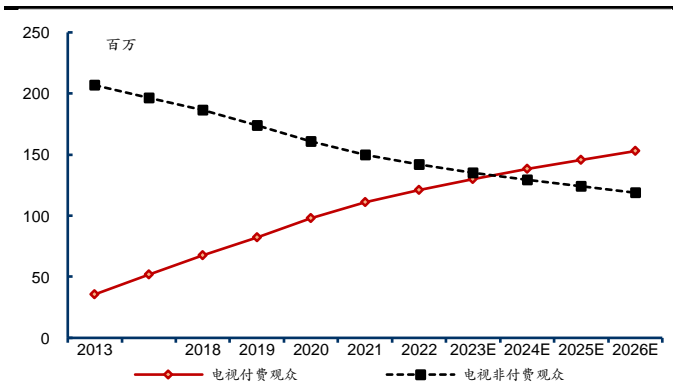
资料来源：Nielsen，招银国际环球市场

图 18：海外文娱平台播放量市占率



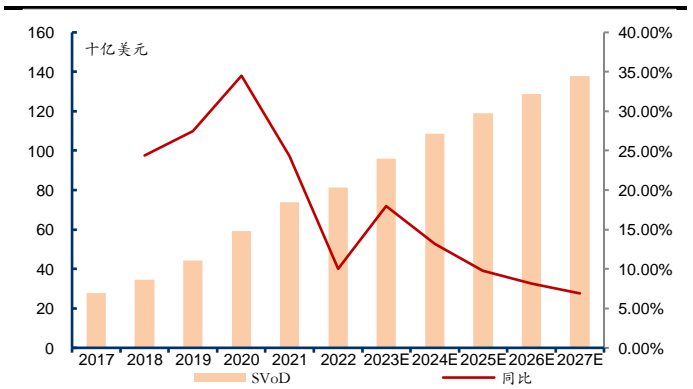
资料来源：Nielsen，招银国际环球市场

图 19：美国文娱“剪线”持续



资料来源：Statista，招银国际环球市场

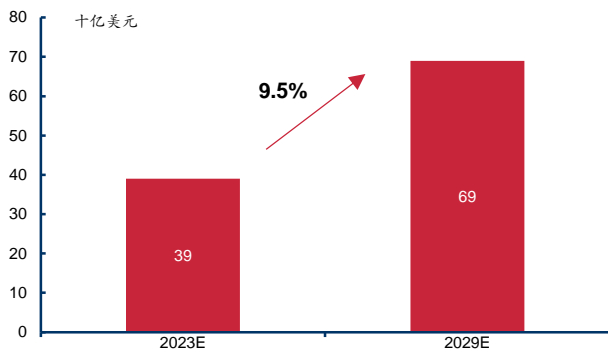
图 20：全球流媒体会员市场规模预测



资料来源：Statista，招银国际环球市场

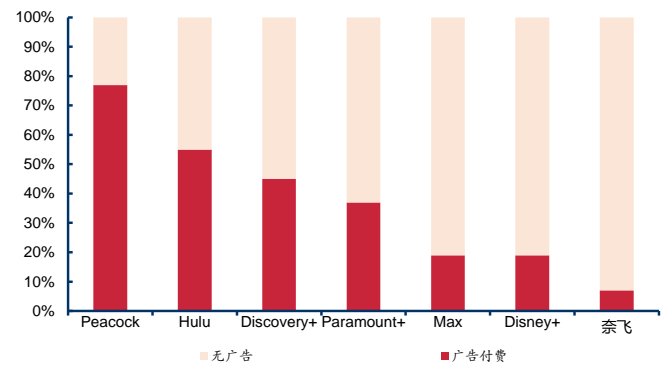
变现多元: 广告版会员及共享付费成为第二增长曲线。在全球流媒体会员告别高速增长后, 低价版广告会员 (AVOD) 将成为 2024 年行业新增量, 助力海外市场渗透、并触达价格敏感用户 (预计全球 AVOD 规模为 3.8 亿人)。我们看好 AVOD 长期变现空间, 将驱动会员拉新和 ARPU 双重增长。奈飞自 2022 年 10 月推出 AVOD 后, 广告版会员已占新增会员 30%, 我们预计 2024 年 AVOD 净增会员超 900 万 (至 2300 万), 且将在 FY25 达 3200 万 (占会员比例 11%), CAGR 为 51%。迪士尼亦于 2022 年 12 月在美国推出低价广告版 Disney+, 并计划于 2023 年 11 月扩大至加拿大及欧洲, 而亚马逊 Prime Video 将于 2024 年年初试水广告业务。2024 年流媒体广告招商、投放形式创新 (赞助、Bingo 广告等)、广告提效将为平台战略重心之一。此外, 我们预计付费共享将有效刺激会员转化, 驱动 2024 年行业会员拓展。奈飞于 2023 年 5 月开启打击共享账户, 预计 2024 年新增 600 万额外付费会员, 至 2025 年付费共享将带来约 3000 万净增 (占收入比例为 6%), 对应转化率约 30% (奈飞共享用户 >1 亿)。在奈飞共享付费成效显著下, 迪士尼于 2023 年 11 月跟进打击共享账户步伐 (加拿大试点), 预计 2024 年将多地区推广。

图 21: 全球流媒体广告版会员市场规模预测



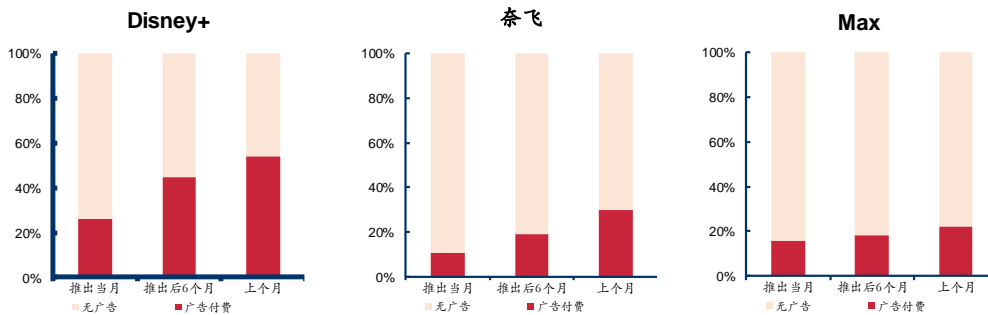
资料来源: Digital TV Research, 招银国际环球市场

图 22: 全球流媒体平台广告版会员占比



资料来源: Antenna (2023 年 10 月数据), 招银国际环球市场

图 23: 海外流媒体平台推出广告版会员后新增分布



资料来源: Antenna (2023 年 10 月数据), 招银国际环球市场

图 24: 奈飞低价版广告会员增量预测

百万美元	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E	2026E
期末订阅用户数 (百万)	1.2	6.0	10.2	14.2	16.0	17.9	20.4	23.4	14.2	23.4	32.4	40.4
环比		400%	70%	39%	13%	12%	14%	15%				
同比					1233%	198%	100%	65%		65%	38%	25%
占比	1%	3%	4%	6%	6%	7%	8%	9%	6%	9%	11%	13%
平均订阅用户数 (百万)		3.6	8.1	12.2	15.1	17.0	19.2	21.9	7.9	19.4	27.9	36.4
净增 (百万)		4.8	4.2	4.0	1.8	1.9	2.5	3.0	13.0	9.2	9.0	8.0
环比			-13%	-5%	-55%	6%	32%	20%				
同比						-60%	-40%	-25%		-29%	-2%	-11%
占比		81%	48%	43%	50%	70%	55%	57%	50%	57%	62%	60%
ARPU (美元)	15	15	15	15	15.3	15.3	15.3	15.3	15	15.3	15.6	15.9
同比					2%	2%	2%	2%		2%	2%	2%
低价广告订阅收入		162	365	549	693	778	879	1,005	1,076	3,355	5,225	6,953
环比			125%	51%	26%	12%	13%	14%				
同比						380%	141%	83%		212%	56%	33%
占比		2%	4%	6%	7%	8%	9%	10%	3%	9%	13%	15%

资料来源: 招银国际环球市场预测

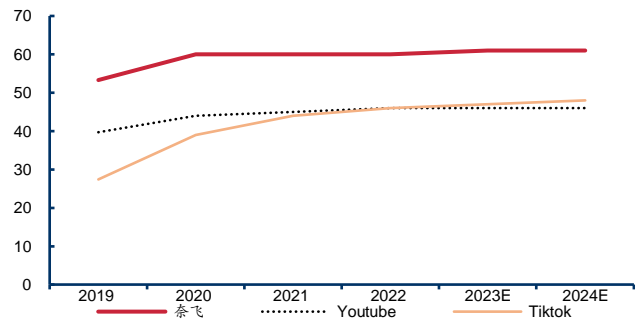
图 25: 奈飞付费共享会员增量预测

百万美元	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E	2026E
共享付费用户数 (百万)	12	16	20.00	21	22.3	23.8	25.6	20	25.6	29.9	32.3
环比		33%	25%	5%	6%	7%	8%				
同比					86%	49%	28%		28%	17%	8%
平均订阅用户数 (百万)	12.0	14	18	20.5	21.7	23.1	24.7	16.0	23.2	27.75	31.1
净增 (百万)	12.0	4.0	4.0	1.0	1.3	1.5	1.8	20	5.6	4.3	2.4
环比		-67%	0%	-75%	30%	15%	20%				
同比					-89%	-63%	-55%		-72%	-23%	-44%
ARPU (美元)	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99
同比					0%	0%	0%		0%	0%	0%
共享付费收入	288	336	431	491	519	553	592	1,055	2,155	2,661	2,982
环比		17%	29%	14%	6%	6%	7%				
同比					80%	65%	37%		104%	23%	12%
占比	4%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	3%	6%	6%	7%

资料来源: 招银国际环球市场预测

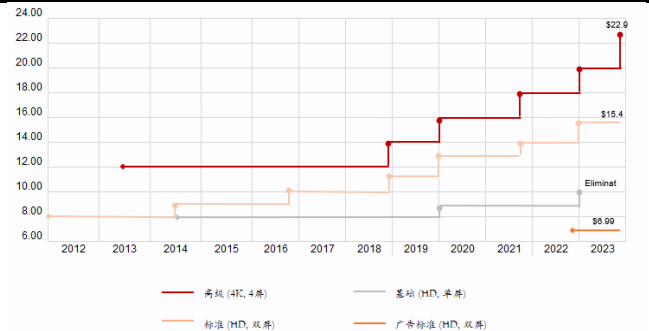
提价潮持续, 看好 ARM 长期增长空间。在高通胀、制作成本走高下, 2023 年流媒体行业迎来集体提价潮, 包括奈飞、Disney+、Hulu、Paramount+、Max 等平台均提价 7%-27%, 其中奈飞主要为 Premium 会员不同地区提价 11%-15%, 而其他多数平台则为基础套餐提价。我们认为流媒体会员提价趋势将持续, 有助于优质内容价值进一步释放及平台利润率改善。在好莱坞罢工潮、工会协议达成后, 部分人员及制作成本或增加, 预计对 2024 年提价形成推动力。我们预计行业 ARM 2024 年有望实现单位数增长, ARM 增长和会员拉新将更加平衡发展。

图 26: 短视频分流强时进入稳态区



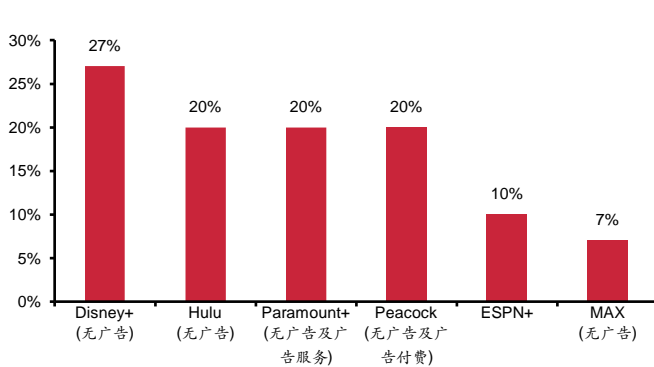
资料来源: eMarketer, 招银国际环球市场

图 27: 奈飞过往提价历史



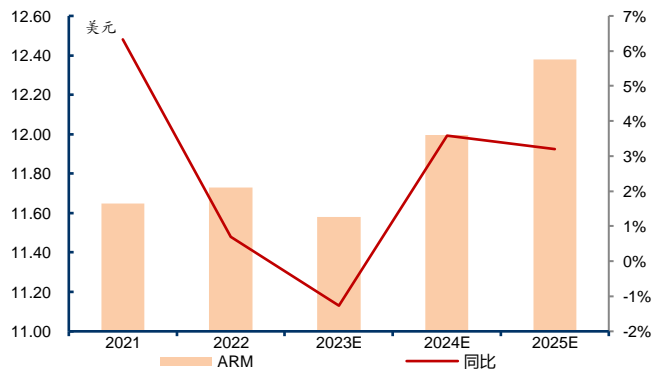
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 28: 2023 年流媒体提价幅度



资料来源: 网上公开数据整理, 招银国际环球市场

图 29: 奈飞 ARM 增长预测

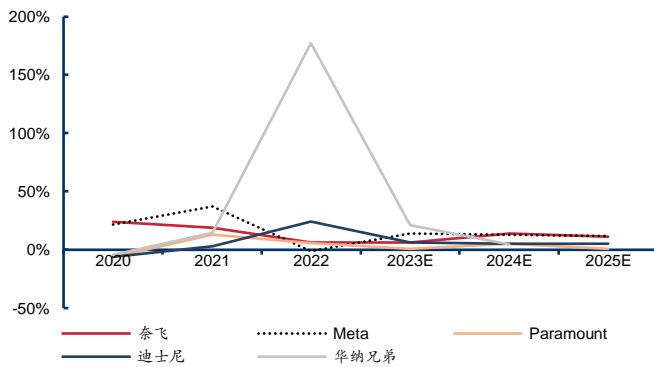


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

内容供给渐进式恢复, 非本土内容走高。随着工会协议达成, 我们预计流媒体平台剧集供给将渐进式爬坡, 但考虑演员回归及拍摄周期问题, 1H24 预计上新内容仍在恢复中。奈飞 3Q23 上新原创剧集约 105 部, 4Q23 原创剧集数缩减至 52 部 (部分公布), 内容供给爬坡将有效推动会员拉新及召回, 且非英语剧集起量将弥补好莱坞制作内容缺口 (非英语剧集数量和英语剧集相当, 其中韩剧数量及播放量走高)。4Q23E 奈飞头部剧集包括: 《王冠》(The Crown) 最终季, 《黑话律师》(Big Mouth) 新一季, 《鱿鱼游戏: 真人挑战赛》(Squid Game: The Challenge) 等; 4Q24E 电影旺季将包括 Zack Snyder 执导的《反叛之月》(Rebel Moon); David Fincher 导演新作《杀手》(The Killer) 等。2024 年行业潜在精品剧集关注奈飞《怪奇物语》最终季 (Stranger Things)、《三体》、《艾米丽在巴黎》第四季、Apple TV+《空战群英》(Masters of the Air)、HBO《龙之家族》第二季、《真探》第四季等。

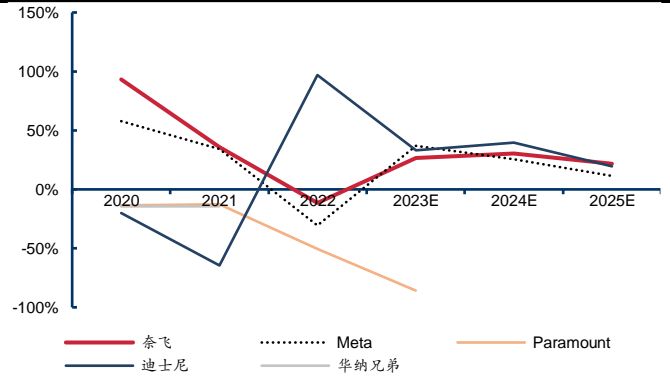
控费+提价+会员净增驱动利润率持续提升。我们预计 2024 年流媒体利润率将进一步提升, 其中奈飞/迪士尼/Paramount 利润率均有望提升 2-3ppts, 受益于: 1) 通胀及罢工潮后潜在提价空间; 2) 非英语剧集占比提升下制作成本边际改善; 3) 广告版会员及付费共享增量; 4) 竞争企稳并回归理性。我们看好会员业务稳健扩张下自由现金流的持续增加及部分平台扭亏为盈, 内容成本投入持续, 但 ROI 提升, 且被潜在提价、低价套餐关停及会员净增抵消。

图 30: 海外文娱/流媒体可比公司收入增速



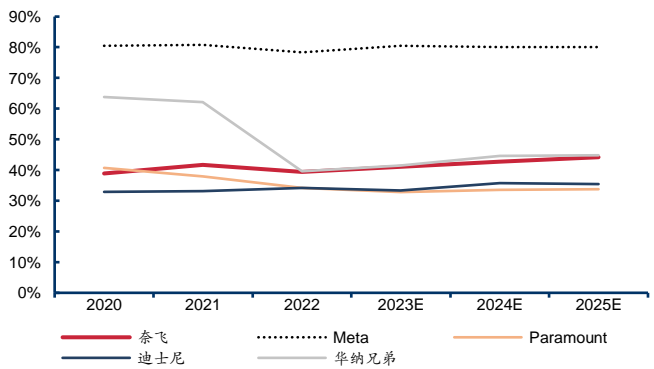
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 31: 海外文娱/流媒体可比公司利润增速



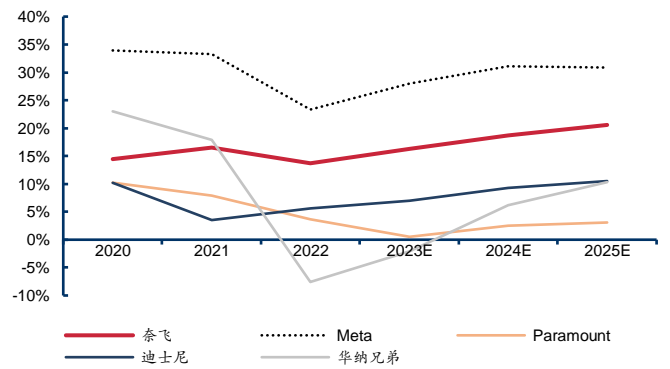
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 32: 海外文娱/流媒体毛利率趋势



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 33: 海外文娱/流媒体调整后净利润率趋势



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

短视频：流量提效，货架电商增量可期

在短视频渗透率已>80%后，各大平台进一步聚焦流量提效、场景深化及变现多元化。我们预计2024年短视频行业收入将同比增加22%（其中快手+14%），利润率将持续提升。市占率提升趋势不改，货架电商及本地生活或为2024年国内变现重点发力方向，微短剧在监管完善下将迎来稳健有序发展，AIGC在加强业务场景同时有望通过自研技术路线逐步突破应用赛点。短视频赛道首推快手（1024 HK，目标价：97港元），快手在过去多季度实现好于行业的韧性增长，并持续上修利润率，配合40亿港币回购计划，我们认为是当前宏观不确定性下具备高防御性的成长型标的（57% FY23-25E 利润 CAGR）。我们看好其业绩高确定性，中长期电商增量空间（货架电商+川流计划）、外循环广告复苏以及利润释放可期。目标价97港元（对应28x FY24E P/E）。

流量和生态：注重高质量用户增长及场景深化。2023年短视频流量保持小幅稳中有升，DAU再创新高，但用户时长较为稳定。我们预计2024年DAU仍为核心用户指标（预计抖/快DAU将同比增长3%），平台继续深化场景交互、创作者生态，以驱动高质量增长。例如，快手将通过两大引擎加强社区护城河：1）更加注重高质量用户增长（以高留存、高价值用户为导向）；2）多场景协力，强化用户打开理由：包括内容消费、作者与垂类、社交、搜索、商品与服务等，持续优化推荐算法，强化私域心智，大力扶持优秀内容创作者，鼓励推广特色内容，混排机制迭代，以此实现用户体验和商业机制最优。

广告：原生+算法优化驱动韧性增长。我们预计短视频广告2024年收入增速为14%，其中抖/快增速达13%/17%，受益于：1）宏观挑战下效果广告持续获取市占率；2）商城体系和搜索广告带来新场景增量；3）算法优化下链路提效、ROI提升。品类层面，除去内循环电商广告拉动外，预计传媒（短剧）、小游戏、教育、健康类外循环垂类增量可期。快手长期广告市占率将追平至快手互联网时长占比（10%，vs.当前5%-6%），其增长路径为：1）流量：过去两年流量增长CAGR约20%，单日峰值播放量超1000亿，为后续商业化提供支撑；2）广告加载率：原生广告持续渗透，素材优质化，提升自然流量及综合ROI，实现流量扩容正循环；3）CPM：通过价值人群识别（快手MAC/MAU 1H23达15%，目标2025年达25%）、精准匹配（全场域数据模型及“千客千模”行业模型）、客户竞价充分三维度提高广告价值。

电商：强化价格力+产业带白牌，泛货架增量可期。在高达流量调优、泛货架增量驱动下，我们预计2024年短视频电商GMV增速达25%（抖/快同比增长25%/24%），市占率提升至23%。价格力、流量提效、泛货架将为短视频电商关键词。1）**价格力**：消费分级仍将持续，短视频电商将继续注重低价好物，且加大优质产业带及白牌招商。其中，抖音白牌策略优先级提升（vs.以往重视品牌），流量推荐中加入特价因子（vs.以往以热度+广告为主的流量机制），白牌GMV占比持续提升，预期未来占比仍有10%提升空间。2024年白牌供给及白牌商家效率提升或为抖音商家端重点攻克方向。2）**高达流量调优**：我们看好抖/快全站推广后货币化率提升空间（目前电商流量中付费流量占比较低），有助于打开广告主付费增量、并触达非电商标签用户，高达生态调优及供给丰富也将提质增效；3）**泛货架增量**：货架场提升助于打开AAC天花板、提升消费频次（DAC/MAC）、扩展标品及性价比产品。我们看好长期货架电商空间，预计泛货架GMV有望达3万亿（占比40%-50%）。其中，快手泛货架双十一一级入口全面开放，泛货架GMV加速增长超160%，增量可期（2023年占比约20%，低于抖音>30%）。抖音在双十一期间加大商城大促力度，

叠加商品卡免佣、SKU扩充、达人宣发加持，商城GMV同比增长119%，我们预计抖音商城DAU已超2亿，泛货架GMV占比>30%，预计该占比在2024年升至40%（商城30%+搜索10%）。

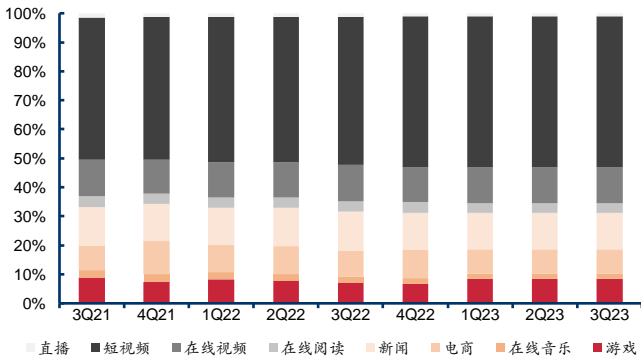
本地生活：扩张进行时。我们预计抖音本地生活GMV 2024年增速>30%，核销率有望持续提升。看好抖音在本地生活高曝光、拓客效率优势，且到综+酒旅等垂类增量可期。随着外卖网络拓展至30+城市，预计2024年外卖扩张持续。快手本地生活3Q23日均GMV相较1Q23已实现5倍增长，动销商家数环比增长>150%，且重点运营城市拓展到16城，非餐饮GMV占比接近40%。虽然本地生活收入贡献尚不明显，但我们认为快手在本地生活具备低线城市用户高契合度优势，未来将继续通过比价引擎进行流量分发、精细化运营、垂类拓张等实现有机增长。

海外：平台战略定位分化。抖音海外TikTok DAU已超6亿，收入预计保持三位数增长（收入占比<20%），以广告及电商变现为主。自印尼政府发布社交电商禁令后，TikTok Shop印尼站关停，泰国GMV占比第一。TikTok Shop重心开始转战美国市场，FastMoss数据显示美国TikTok Shop在黑五大促单日（11月24日）GMV超3300万美元，我们认为美国电商拓张将为海外市场变现重心。而快手海外2024年将继续以减亏为核心，提升商业化收入并注重区域聚焦及本地化：1）区域聚焦：巴西、印度尼西亚、沙特阿拉伯、埃及、土耳其、阿根廷等；2）本地化深化：营造本地化工区、打造本地化品牌等；3）行业深耕：积极布局电商，致力于成为拉美市场领导者。

技术：自研大模型+AIGC 赋能生态并行。我们认为短视频在大模型应用聚焦搜索、推荐、视频生成等场景，具备海量用户数据、丰富语料与标注、场景交互优势。字节AIGC布局主要从三维度推进：1）“火山方舟”大模型服务平台（对标腾讯云MaaS）主打安全互信机制，为B端输出多模型一站式服务；2）云雀大模型和“豆包”：多媒体内容生成和内容理解的AI大模型“云雀”及AI对话“豆包”提供C端应用及场景赋能；3）多模态大模型BuboGPT：在多模态理解、视觉对接、音频理解、对齐和非对齐理解层面具备差异化优势。而快手在3月制定新AI战略，下限目标为在可能到来的技术革命保持国内第一梯队，结合并加强现有业务场景，上限目标为通过自主颠覆式创新技术，带来业务领先优势，改变市场格局。其中，技术路线为研发推出LLM大模型（快意大模型）、AIGC+X生态（AI文生图、AI玩评）、Reco大模型来赋能业务。快手在推荐技术、内容理解、内容生成层面拥有强大技术积累，依托天然场景，有望逐步突破应用赛点，实现降本增效。

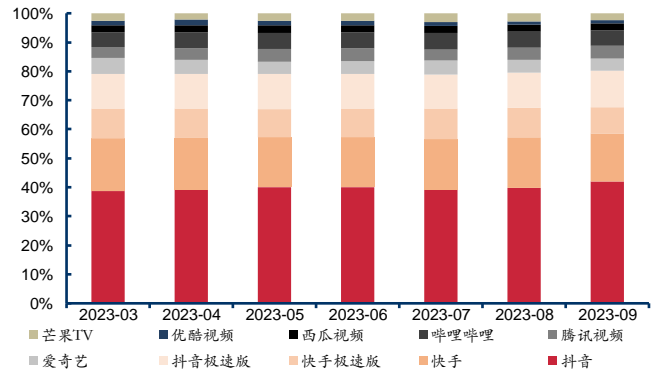
盈利：变现优化下利润率有望持续上修。我们看好短视频2024年盈利能力持续提升，受益于变现多元化、经营效率及海外投入ROI提升。其中，快手在2023年多次上调利润预期，预计2024年调整后净利润率有望继续提升3ppts至10.5%，利润上修幅度将远超行业且预见性高，源于：1）海外激进减亏及三费审慎；2）仍低于字节利润率（预计>20%）。

图 34: 短视频时长稳健



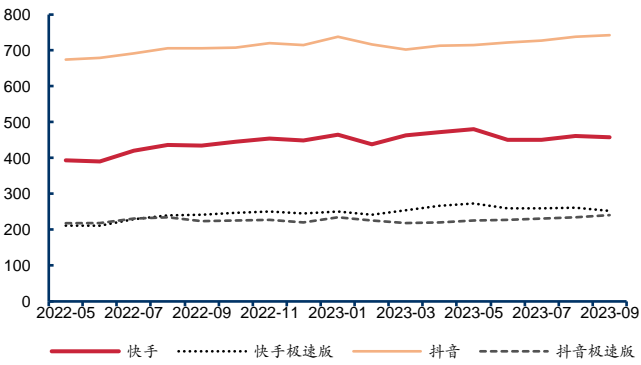
资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 35: 各视频平台时长占比趋势



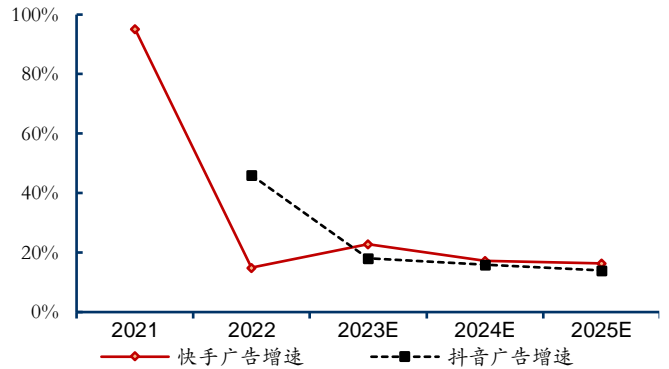
资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 36: 短视频平台月活趋势



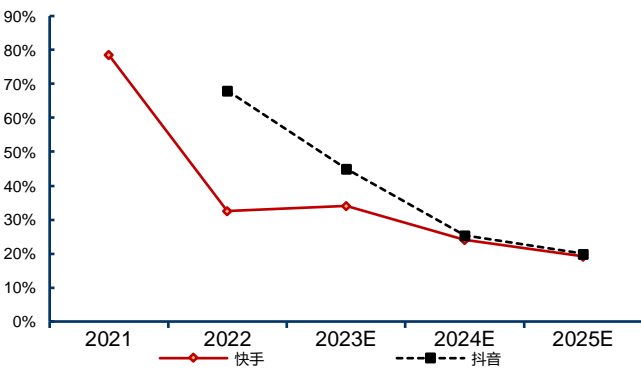
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 37: 短视频广告收入趋势



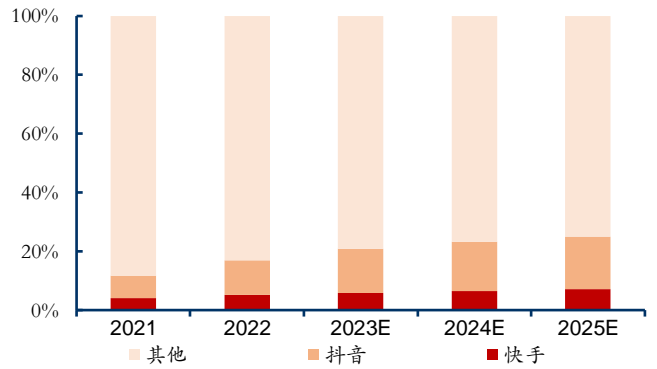
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 38: 抖/快电商 GMV 增速



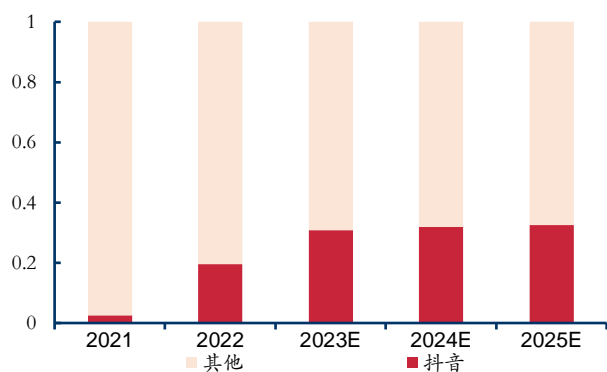
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 39: 抖/快电商 GMV 占比



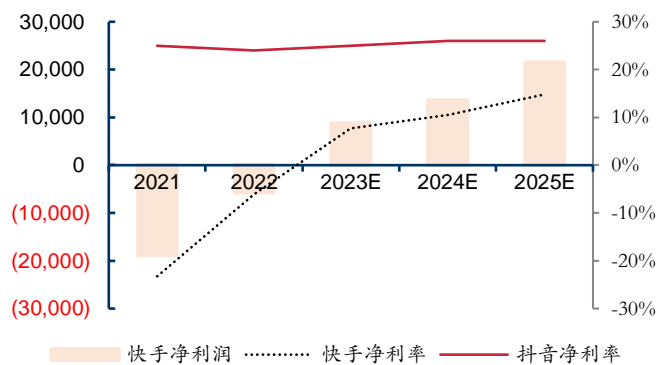
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 40: 抖音本地生活 GMV 市占率提升



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 41: 抖快利润率趋势预测



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

微短剧：方兴未艾，精品化+商业化并进

短剧异军突起：需求共振。自2020年广电总局新增“网络微短剧备案”后，微短剧蓬勃发展，并在2023年火速出圈，多部短剧上线24小时充值破2000万（如《哎呀！皇后娘娘来打工》），以小程序短剧为主的付费短剧年流水已超180亿元（字节监测数据）。我们认为，短剧兴起受益于供需共振：1) 需求端：短平快属性融合高密度“甜爽”“反转”剧情，满足当下用户碎片化时间下观影需求，且深度捕捉下沉市场消费潜力；2) 供给端：承接部分长视频产能出清，且制作周期短、成本低、回款周期快，高ROI模式利于快速起量及传播。

监管规范下有望良性发展。目前短剧开办主体需持视听许可证，而管理规范外短剧（如个人拍摄项目）可“播后备案”（平台需先审后播）。截止2023年10月，微短剧备案数量达2,420部（vs. 2022年近2800, 2021年398部）。2023年11月21日，广电总局发展研究中心发文《微短剧：发展和治理要两手抓两加强》，提到期待行业继续保持活力，实现健康可持续发展，但指出行业需要规范及自律。同时，平台已迅速开启自查（下架多部违规短剧及封号、广告投放新增客户主体资质要求）。我们预计新政将短期排除非合规资质投放主体及部分内容供给，但有利于行业长期健康良性发展，倒逼短剧加速精品化、差异化。

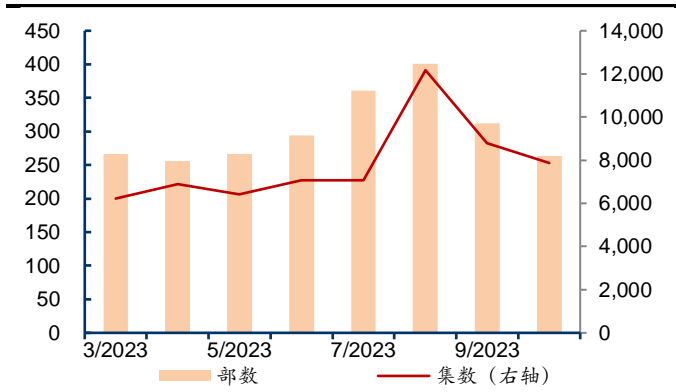
市场空间：预计短剧市场规模千亿可期。短剧目前主要为小程序短剧（占比约70%）、免费短剧、分账短剧。结合巨量引擎数据，10月大盘日均消耗超6000万元，预计年化市场规模达200-300亿元，长期有望突破1,000亿。其中，付费短剧为目前变现主要方式（单部剧集ARPPU约50-80元，平均约80集，每集1-3元，自5-10集后开始单集收费/或一次性解锁全剧），但考虑付费短剧面向群体为下沉市场青中年，消费能力已被逐渐消耗，且流失率走高，预计免费短剧（通过广告变现）凭借多元用户画像将成为后续增长方向。例如，抖音TOP3甜宠短剧《对你有一丝心动》通过“spes洗发水”直播带货获得高转化和宣发。

图 42: 微短剧模式对比

	短视频	短剧	微电影
视频时长	30秒	30秒~15分钟	5分钟~60分钟
剧情	剪辑二创	系列剧集	专业系列剧集
原创程度	低	较高	高
成本投入	成本低(多数素人视频零成本)	20-50万	10-100+万
主要平台	抖音、快手、视频号	抖音、快手、视频号、小程序、芒果、爱优腾	爱奇艺、腾讯视频、优酷

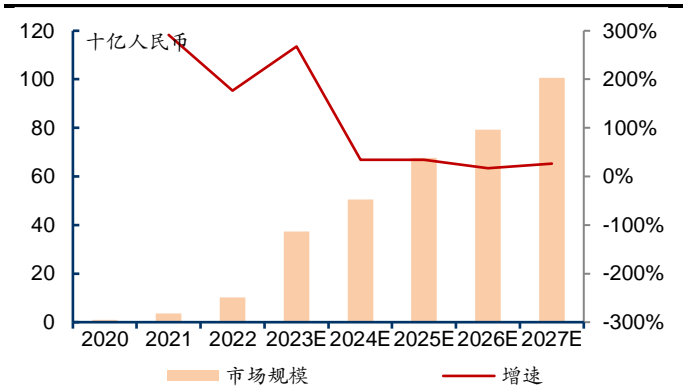
资料来源：网上公开资料整理，招银国际环球市场

图 43: 微短剧月度备案数量



资料来源: 广电总局, 招银国际环球市场

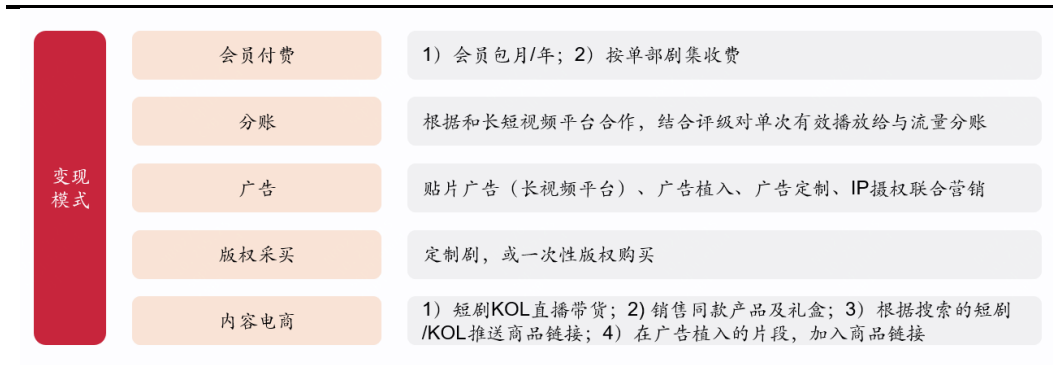
图 44: 微短剧市场规模预测



资料来源: 艾媒, 招银国际环球市场

商业化及经济模型: 制作成本走高, 头部利润率可观, 但二八定律凸显。微短剧制作成本平均约 20-50 万, 在供给上线、用户质量追求提高、严监管后, 头部精品剧集制作成本已超百万。买量成本约占 80%, 主要在短视频、小程序投流 (集中投放在前 1-2 个月, 买量回本周期在 1-2 周到 3 个月)。头部玩家 ROI 可至 1.2-1.4, 目前最头部短剧项目生命周期流水最高达 4-5 亿元。剔除头部爆款剧, 优质短剧利润率可达 30%-50%。短剧产业链中, 上游版权商结合 IP 及拍摄后可选择和分销商合作或直接投流获取用户。以百万收入短剧为例, 通常 IP&编剧和拍摄/承制方可获得 4%-7% 收入分成及 5-15 万保底, 版权方及分销商在平均 ROI 下可各自获得 20%-30%/10%-15% 利润。短视频而言, 目前主要收入来源为广告投放 (优质头部剧集 CPM 6-8 元, 但部 150 万封顶)。

图 45: 微短剧变现模式



资料来源: 网上公开资料整理, 招银国际环球市场

核心能力: 内容 vs. 投流。过往因短剧消耗周期短、吸睛导向, 投流运营能力为最关键因素。多数平台在首次投流后会以充值金额二次投流, 以 ROI 作为投流依据 (ROI > 1.15 会继续投流)。但随着内容内卷化、精品化及用户质量需求提升后, 内容制作重要性大幅攀升, 在演员适配度、演技、服化道、画面质感等维度升级。头部玩家通常拥有稳定的供应体系和投流能力, 且向制作精良化、题材创新化演进: **1) 制作:** 较前两年低成本小制作短剧, 平台扶持下精品古装微短剧口碑创收双丰收, 例如芒果 TV 导演曾庆杰多部剧集《念念无明》《虚颜》到《招惹》《风月变》以精美制作、空镜美学出圈; **2) 题材:** 除被市场验证及复刻的爽剧元素、霸总文学外, 短剧题材更为细分多元化, 如抖音的联动短剧《刺杀小说家》同名短剧、《消失的她》短剧、快手的怪谈异闻短剧《枕梦渡》、腾讯视频的少年热血题材《开局一座山》、仙侠奇幻《三生缘起是清欢》。

平台布局：短剧产业链涵盖上游IP & 编剧（网文、动漫等IP）、中游生产（影视制作公司、达人、MCN等）及下游宣发平台（短视频、内容社区等）。上游IP提供原创剧本供给、IP素材、作品改编等数字内容，典型代表包括阅文、中文在线、掌阅、知乎等；中游生产端主要负责选角、拍摄、剪辑、配乐等全流程制作，阅文、芒果、九州文化、柠萌影业、华策、中文在线为主要玩家；而下游分发渠道则主要集中在抖快、微信、哔哩哔哩等平台，受益于买量广告投放变现。随着行业井喷式发展，短视频及长视频平台均积极往上下游延伸：1) 短视频：快手作为短剧标杆平台，自2019年布局后短剧DAU已达2.6亿人，在星芒计划加持下播放量破亿短剧已超百部，如《东栏雪》、《我回到十七岁的理由》等；而抖音短剧借助流量优势，通过高品质、多元化内容及IP联动（如番茄小说合作）实现快速生态搭建，并在5月推出独立App“红果免费短剧”，其中爆火短剧《二十九》播放3集实现破亿。2) 长视频：爱优腾在微短剧分账的同时也积极布局原创精品短剧，如爱奇艺于2018年率先开辟“竖屏控剧场”，并推出《生活对我下手了》等知名短剧；芒果TV则通过“大芒短剧”主打7-10分钟中视频，在头部制作人加持下，推出多部爆款短剧，包括《念念无明》等。

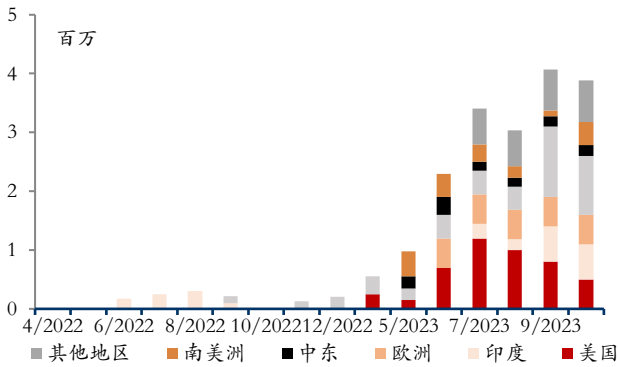
图 46: 微短剧上下游产业链



资料来源: 网上公开资料整理, 招银国际环球市场

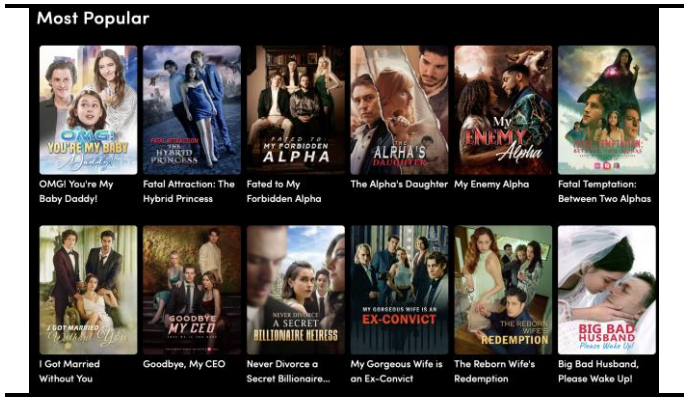
海外市场：国内供给迅速起量、头部集中化（1H23 抖快微短剧占比达58%）驱动大量公司试水出海，通过“国内演员拍摄+配音字母”、“海外本土拍摄制作”、“AI换脸”三种模式在欧美及东南亚市场迅速出圈。其中TikTok上shortdrama标签观看次数已超7亿。中文在线旗下海外短剧App Reel Short自2022年8月上线后，发布欧美短剧超21部，包括多款爆款Love after Marriage（《先婚后爱》）、Sweet Revenge（《甜蜜的复仇》）。2023年10月Google Play新增下载已达225万（根据Sensor tower数据），单月收入450万美元。根据渠道调研，海外短剧虽然在多平台矩阵式投放、题材剧情层面和国内类似，但在受众、制作成本、内容供给、ROI维度存在差异化，例如欧美市场短剧消费主力为中产（欧美25岁到45岁之间的“宝妈族”vs. 国内小镇青年）、制作成本约为国内的2-3倍、单集订阅价格约2-10倍。我们认为海外短剧市场享受自由度高、供给扩张、高消费力等红利，且产业链上下游集中度低，为垂类平台提供差异化机遇。随着多个短剧应用密集上线（如WeShorts, TT TV, GoodShort, TikShort及快手海外短剧品牌TeleKwai），未来海外短剧也将迎来内容精品化、变现多元化。

图 47: 热门短剧应用海外月度下载量增长趋势



资料来源: Data.AI, 招银国际环球市场

图 48: Reel Short 热门剧集



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 49: 海外微短剧对比

应用	厂商	上线时间	主要市场	热播剧集	内容模型
ReelShort	中文在线	8/2022	北美	OMG! You're My Baby Daddy!	国内短剧翻译+本土原创
FlexTV	安悦网络	10/2022	东南亚、美国	President's sexy wife	国内短剧
GoodShort	新闻时代	6/2023	美国	Billionaire CEO's Obsession	原创类
MoboReels	畅读科技	7/2023	东南亚、美国	Journey	原创类
ShortTV-Watch Dramas & Shows	九州文化	9/2023	美国	Call me Alpha	国内短剧翻译+本土原创
DramaBox	点众科技	4/2023	美国	Love meets the Match	国内短剧翻译+本土原创
99TV	九州文化	7/2023	中国台湾	Opps!!! The Wallflower And The Alphas	原创类
Mini Episode	赤子城	7/2023	中国港台、东南亚	Cyberpunk Edge Walker	国内短剧翻译

资料来源: 网上公开资料整理, 招银国际环球市场

直播：关注海外直播企稳复苏及新业务拓展

我们认为市场近期已消化直播行业因内容监管影响下的平台自查及指引疲软。头部短视频平台因前期多轮业务自查调整、分成透明等因素，预计影响程度可控。而垂类直播平台将积极开拓第二增长曲线，如虎牙将重新配置资源发展游戏业务（游戏分发、道具销售等）。海外直播竞争格局逐步稳定（如中东），且部分地区重拾增长，期待直播流水边际改善及利润率改善。我们认为当前直播标的估值倒挂、部分公司回购分红彰显信心，下行空间有限，2H23E 潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。建议关注 JOYY 海外直播重回环比增长，以及虎牙游戏业务增量。

监管出清，政策影响可控。我们认为直播行业监管已触底，源于1) 行业政策颁布频率逐步减少（2021/22/23 年政策文件颁布 6/4/1 次）；2) 今年相关政策/事件均为落实此前要求，行业已有共识。随着头部平台因前期多轮业务自查调整、分成透明等因素，我们预计政策后续影响可控。例如，快手直播自 6 月起增速有所回落，2H23E 指引已下调充分。未来业务将更加聚焦生态治理，发力优质内容垂类与主播培养。我们预计快手直播业务 FY24/25 增速将为 4.0%/2.5%。而垂类直播平台将积极开拓第二增长曲线，如虎牙将重新配置资源发展游戏业务，以抵销直播业务下降带来的影响。我们预计虎牙 FY24/25 收入同比增长 0%/12%，当中直播收入同比下降 12.3%/3.3%。挚文集团方面，陌陌加速上线新产品/功能，并积极拓展海外市场。

图 50：2023 年直播行业主要政策/事件

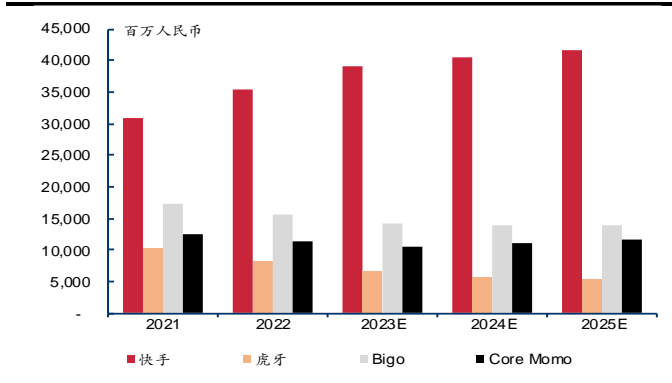
日期	政策/事件	具体内容
3月4日	“两会”期间，人大代表拟递交《关于加大对直播间赌博、打赏及网游、网贷等网络乱象整治力度》的建议	提出将打击赌博扩大到网络直播行业，同时限制网络直播平台每个账号的日打赏额度。
3月15日	央视 3.15 晚会涉及直播行业	揭露直播间“苦情戏”涉及多位网络；曝光火爆直播间背后的“提线木偶”，水军操盘直播间诱导跟风下单。
5月8日	网信办针对斗鱼平台存在的色情、低俗等严重生态问题进驻斗鱼整改督导	国家网信办指导湖北省网信办派出工作组，进驻斗鱼平台开展为期 1 个月的集中整改督导。
8月2日	网信办发布关于《移动互联网未成年人模式建设指南（征求意见稿）》公开征求意见的通知	对未成年人设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能；合理限制未成年人在使用网络产品和服务中的单次消费数额和单日累计消费数额，不得向未成年人提供与其民事行为能力不符的付费服务；不得设置以应援集资、投票打榜、刷量控评等为主题的网络社区、群组、话题，不得利用泛娱乐化功能和内容诱导未成年人沉迷网络。
11月17日	网信办在全国范围内启动为期 1 个月的“清朗·网络戾气整治”专项行动	聚焦网络戾气容易滋生的重点环节版块，从严打击恶意攻击谩骂、挑起群体对立、宣泄极端情绪等突出问题，坚决惩治一批违规账号、群组和网站平台，有力遏制网络戾气传播扩散。

资料来源：招银国际环球市场

海外直播及新业务增长可期。YY 中东市场逐步企稳，预期 FY24 收入重拾增长。我们预计 Bigo 收入将在 2H23 触底回升（4Q23 预计环比增长 1%），并在 FY24/25 实现 0.7%/1.5% 的同比增长，主要受益于中东市场企稳、欧美市场稳健增长及营销推动。赤子城方面，Mico 随着中东竞争格局的稳定，收入将在 2H23 同比持平，并在 FY24 重拾增长且维持未来 3 年 10% CAGR。虎牙游戏业务（游戏广告、游戏分发和道具销售）增量可期。背靠腾讯丰富游戏资源以及坐拥 8600 万 MAU（截至 3Q23），虎牙游戏业务有望在 FY24/25 贡献 >10%/30% 收入。

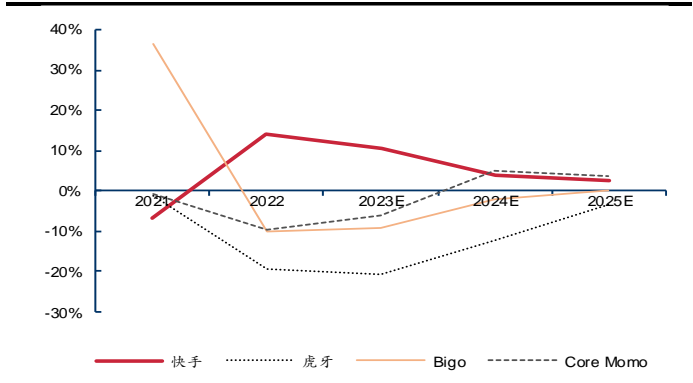
利润率提升趋势不改。随着 Bigo 收入企稳回升、其他业务持续减亏，我们看好欢聚利润进一步释放，预计 FY24/25 集团经调整净利润同比增长 2%/11%，经调整利润率为 12%/13%。虎牙降本增效成果显著，新业务起量推动利润扩张。得益于成本管控，虎牙将于 FY23 提前盈利。展望 FY24/25，随着游戏业务（毛利率~50%，预计 FY23 毛利率为 11%）起量，我们预计虎牙经调整净利润将同比增长 24%/230%，经调整净利率为 1.6%/4.8%。

图 51: 主要公司直播收入预测



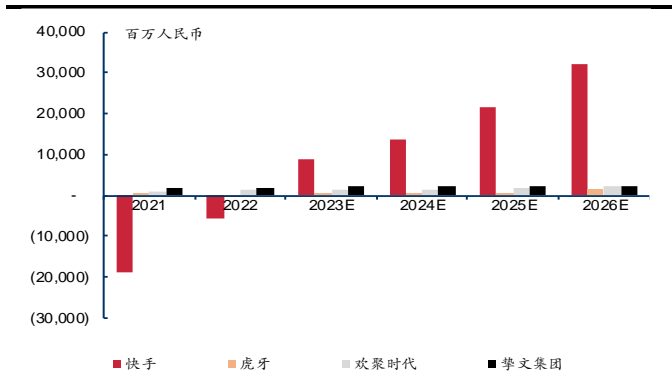
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 52: 主要公司直播收入增速预测



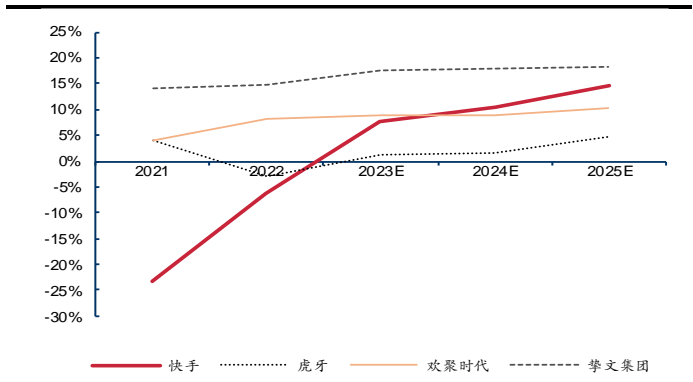
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 53: 主要公司经调整净利润预测



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 54: 主要公司经调整净利率预测



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

电商大件出海：家具出海增势不减，关注行业整合及先发优势

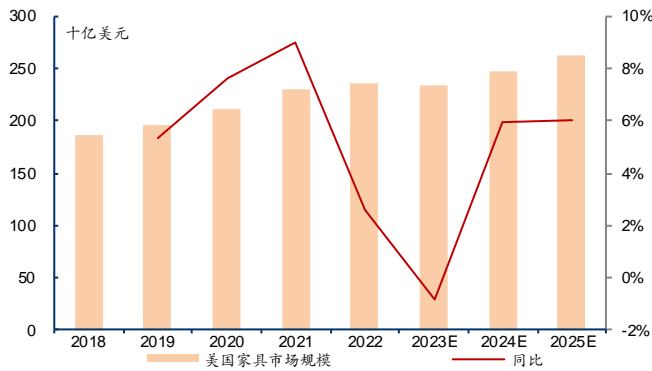
我们看好大件电商出海 2024 年增长潜力及市场分散格局，源于：1) 全球家具线上渗透率提升及后疫情期家具需求增加；2) 大件出海弥补通胀环境下性价比产品供需矛盾；3) 后疫情期海运成本回落，中国及东南亚供应商出海及去库存需求加剧，驱动跨境电商增势不减。首选具备先发优势的大健云仓 (GCT US, 目标价: 20 美元)，基于：1) 美国本土家具品牌商市场较为分散，大健在低价供应链、高效仓储物流和定价策略上构筑护城河，市占率提升空间可期；2) 内生增长逻辑清晰 (主站 FY23-25 3P GMV CAGR 预计达 44%，1P 收入 CAGR 预计达 18%)，海运成本回落利于利润率修复；3) Noble House 及 Wondersign 收购扩大业务规模，并带来长期协同。当前公司股价对应 6x FY24E P/E，远低于行业平均，估值和盈利上修空间可期。

全球家居市场线上渗透率提升，行业整合加速。结合《今日家具》数据，美国家居用品行业预计在 4Q23 通胀回落逐步回暖。而基于电商交易链条短、产品丰富、价格优势等特性，家居用品电商渗透率将持续提升 (预计 2024 年从 38% 提升到 42%)，2024 年美国线上家具市场将同比增长 17% (vs. 家具大盘增长 6%)。美国家具市场虽以本土供应商为主 (占比 62%)，但进口家具凭借成本优势市占提升，预计 2024 年进口家具势能不减。竞争格局层面，我们认为行业整合和业绩分化将进一步加剧，有助于电商出海平台抢占份额。2023 年美国超 10 家头部本土家具企业破产 (物价上升、门店客流量减少、资金成本走高)，包括美国最大家居用品零售巨头 Bed Bath & Beyond (已被 Overstock 收购)、Weekends Only、Roising Furniture 等，且 Big Lots 及 Bassett Furniture 等本土品牌业绩持续下滑。我们认为本土家具倒闭潮利于电商平台承接需求 (如亚马逊家居 GMV 2023 年增长稳健)，且具备性价比优势的中国出海平台将率先受益。

国内内需挑战仍在，低价供应链+物流履约完善助力出海加速。根据海关总署，中国跨境电商进出口额前三季度同比增长 14%，其中出口额达 1.3 万亿元，同比增长 17%。展望 2024 年，预计中国及东南亚企业出海步伐将加速，源于：1) 系列政策支持；2) 亚洲供应链提供充足原材料、低劳动力成本、高效率方案，在海外高通胀下价格优势凸显；3) 全球物流履约优化；4) 海外线上多元化销售渠道推动 (如 Shein, Temu, Tiktok Shop 等)；5) 国内内需挑战仍在、行业内卷严重。而相较于小件出海 (标品为主，包括服饰、日百等)，我们认为大件出海 (非标) 具备差异化卡位，B2B 模式避开 Shein/Temu 等竞争，且受益于越南等东南亚供应链起量及亚马逊中国卖家回归。例如，截至 3Q23 (LTM)，大健云仓活跃第三方活跃卖家数同比增长 43% 至 741 家，拉动收入平台 GMV/收入同比增长 40.8%/39.2%，我们预计 2024 年其收入增速达 53%。激烈竞争和宏观挑战下，我们看好中国及东南亚供应商/卖家出海增量空间 (亚洲家具工厂 >10,000 家)。凭借品牌效应和高效营销，预计大健 3P 卖家数将在 FY23-25E 实现 34% 年复合增长，推动 3P GMV 实现 44% CAGR。

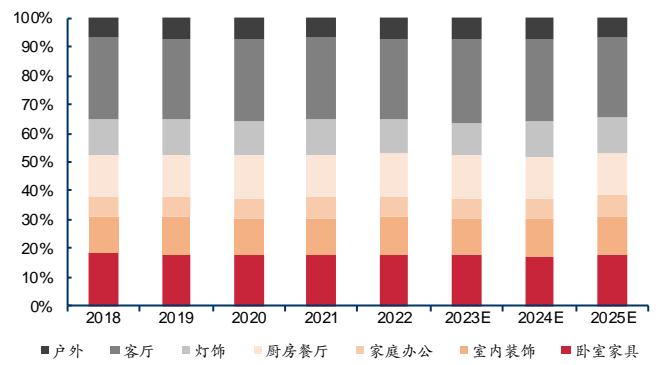
海运价格回落，利润释放可期。海运价格在 4Q21 达到顶峰后，下降至疫情前水平 (例如亚洲-美国西海岸单个集装箱运费从 4Q21 及 1Q22 年高位约 15000-25000 美元回落 90% 至 2000-3000 美元)。展望 2024 年，我们预计随着疫情影响消退和良好的新船交付情况，海运成本将趋于稳定。海运成本作为跨境电商主要费用项目 (约占收入 10%-30%)，海运价格回落和企稳利好平台利润释放。我们预计大健云仓 2023-2025 年净利润 CAGR 为 25%。

图 55: 美国家具市场规模及增速预测



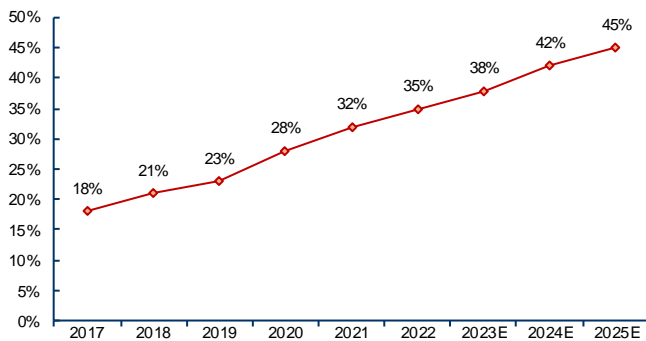
资料来源: Statista, 招银国际环球市场预测

图 56: 美国家具市场品类结构及预测



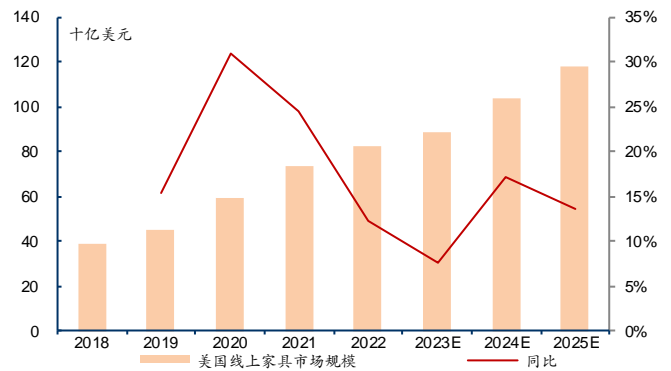
资料来源: Statista, 招银国际环球市场预测

图 57: 美国家具市场线上渗透率



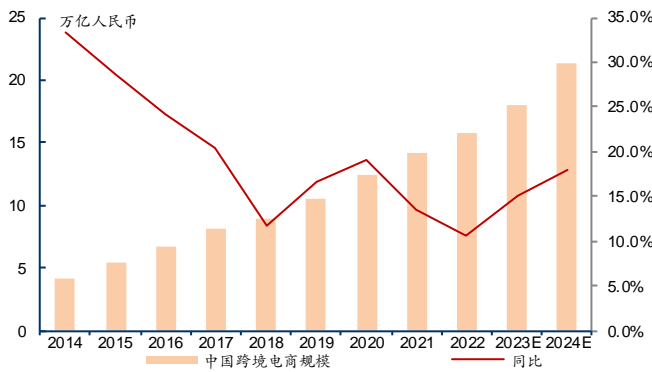
资料来源: Statista, 招银国际环球市场预测

图 58: 美国线上家具市场规模及其增速预测



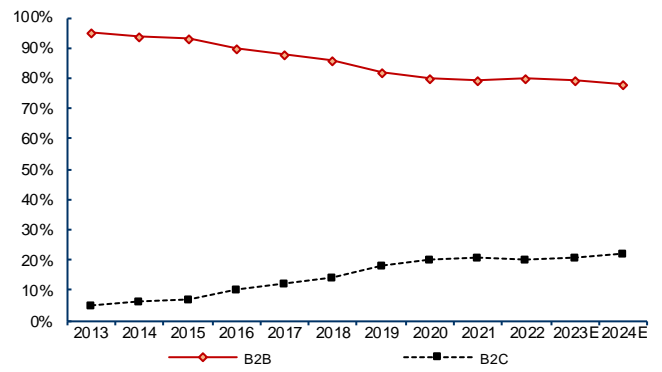
资料来源: Statista, 招银国际环球市场预测

图 59: 中国跨境电商规模及增速预测



资料来源: 网经社, 招银国际环球市场预测

图 60: 中国跨境电商结构及预测



资料来源: 网经社, 招银国际环球市场预测

投资主题

复盘 2023 年，板块整体走势以 Beta 为主、且交易区间渐短渐窄。当前板块在低估值（13x FY24E P/E, 对应行业 17% FY23-25 行业盈利 CAGR）及低预期中下行空间有限。展望 2024 年，我们认为加息步入尾声、国内宏观刺激政策、业绩指引清晰化及利润率提升有望推动板块情绪回暖及估值阶段性温和修复，长期看好出海、AIGC 两大结构性机会。国内业务，我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰，期待：1) 短视频：货架电商持续放量；2) 长视频：ARM 提升拉动 LTV，精品优质剧集上线驱动会员增长。海外市场，我们认为海外流媒体及大件出海具备清晰增长路径、且盈利能力提升确定性强：1) 海外流媒体：低价版广告会员及付费贡献梯度接力，且受益于潜在提价及内容供给恢复；2) 大件出海：内生增长受益于卖家拓盘+商品 SKU 双重驱动，外延并购带来长期业务协同，后疫情期海运成本回落助力利润率修复。

赛道偏好：优选海外流媒体、短视频、出海赛道

基于宏观不确定性尚存，子板块业绩分化持续，我们建议优选防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体、短视频及出海赛道。重点推荐：1) 基本面稳健、增长路径清晰且利润提升预见性高的平台，包括奈飞 (NFLX US)，快手 (1024 HK)，大健云仓 (GCT US)；2) 估值有吸引力（或倒挂严重）、利润确定性高、存在潜在困境反转（或配合积极回购或派息）标的，可关注欢聚 (YY US)、虎牙 (HUYA US)、爱奇艺 (IQ US)。

奈飞 (NFLX US, 买入, 目标价: 512 美元)

作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。在经历剪辑红利及海外拓张后，我们看好奈飞 AVOD 拓展+付费共享梯度接力，并拉动长期会员增长及利润率提升。在超预期的 3Q23 业绩中，奈飞展现了强劲的会员增长、可观的利润率指引 (FY24 运营利润率为 22%-23%，较去年同期增长 2-3 个百分点) 及持续增加的自由现金流 (从 50 亿上调至 65 亿美元)，缓解了市场对内容支出及竞争的担忧。展望未来，我们预计奈飞将在 FY23-25 实现收入 11% CAGR，利润 24% CAGR，其中会员数 CAGR 为 7.6% (受益于海外持续渗透、AVOD 和付费共享拓展)。随着竞争企稳及罢工落幕，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善，建议逢低买入。重申买入评级，基于 DCF 目标价为 512 美元 (对应 33x FY24E P/E)，低于历史倍数 15%。

快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 97 港元)

看好广告份额提升、电商韧性增长及利润释放。我们认为快手是为数不多的在宏观挑战下依然能够多个季度持续超预期并上调指引，同时实现电商高速增长及利润率改善的标的。短期，我们预计 4Q23E 业绩向好，收入预计同比增长 15%，净利润为 28 亿元人民币 (高于市场预期 9%)。“双 11”强劲增长驱动下 (在主要平台中 GMV 增速最快)，预计电商 GMV/其他收入在 4Q23 同比增长 29.5%/40%。广告将在 4Q23 实现高于行业增长 (预计同比增长 20%)。中长期看，我们看好快手电商长期增长空间，源于月活跃买家渗透率提升、流量运营提效和货架电商推动，且利润上修空间可期。目标价为 97 港元。

大健云仓 (GCT US, 买入, 目标价: 20 美元)

作为全球 B2B 大件物流先锋，大健云仓的独特卡位（非标、大件、出海）、低价供应链、高效仓储物流及数字化能力构筑了较高壁垒。我们看好家具出海赛道增长潜力（千亿美元规模）及市场分散格局，公司在宏观不确定性下具备韧性（非内需相关）、且市占率提升空间可期。在卖家拓盘+商品 SKU 双重驱动下，公司内生增长逻辑清晰，预计主站 FY23-25 3P GMV CAGR 为 44%，1P 收入 CAGR 为 18%。后疫情期海运成本回落助力利润率修复。潜在收购也将扩大 1P 规模，并带来长期业务协同。维持买入评级，目标价 20 美元，看好其估值吸引力（6x FY24E P/E），高于行业的增速（FY23-25E 利润复合增速为 25%）及多个潜在催化剂。

图 61：文娱同业估值

公司	代码	市值 (百万美元)	货币	股价	CMBI 评级	目标价	PE			PS			FY23-25 EPS CAGR
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	
首选标的													
奈飞	NFLX US	195,525	USD	447	BUY	512	34.3	26.7	21.5	5.4	4.7	4.3	26%
快手	1024 HK	30,031	HKD	54	BUY	97	35.0	21.0	13.0	2.3	2.0	1.8	56%
大健云仓	GCT US	429	USD	14	BUY	20	7.0	5.9	4.5	0.8	0.5	0.4	25%
海外数字娱乐及内容													
Alphabet	GOOGL US	1,636,018	USD	130	NA	NA	21.0	18.2	16.1	6.4	5.8	5.2	19%
Meta	META US	815,803	USD	317	NA	NA	21.8	17.5	15.6	6.1	5.4	4.8	16%
奈飞	NFLX US	195,525	USD	447	NA	NA	35.7	27.5	22.5	5.8	5.1	4.6	27%
Snap	SNAP US	24,317	USD	15	NA	NA	NA	NA	92.4	5.3	4.7	4.0	86%
Spotify	SPOT US	38,466	USD	194	NA	NA	NA	NA	56.5	2.7	2.3	2.0	NA
Pinterest	PINS US	22,604	USD	34	NA	NA	30.4	27.5	21.7	7.4	6.3	5.3	19%
Match Group	MTCH US	8,929	USD	33	NA	NA	15.8	13.7	11.9	2.7	2.5	2.3	15%
平均							24.9	20.9	17.6	5.2	4.6	4.0	19%
海外直播及传媒													
派拉蒙全球	PARA US	10,065	USD	15	NA	NA	44.3	12.2	10.2	0.3	0.3	0.3	61%
迪士尼	DIS US	167,474	USD	92	NA	NA	20.5	16.9	15.1	1.8	1.7	1.6	17%
华纳兄弟	WBD US	26,629	USD	11	NA	NA	NA	NA	71.4	0.6	0.6	0.6	NA
福克斯	FOXA US	13,650	USD	29	NA	NA	9.0	7.8	8.5	1.0	0.9	0.9	8%
Roku	ROKU US	14,586	USD	102	NA	NA	NA	NA	NA	4.2	3.8	3.3	NA
纽约时报	NYT US	7,772	USD	47	NA	NA	32.0	29.5	26.1	3.2	3.0	2.9	10%
平均							20.5	16.6	15.0	1.9	1.7	1.6	12%
中国文娱													
快手	1024 HK	30,031	HKD	54	BUY	97	24.5	14.8	9.9	1.9	1.6	1.5	58%
爱奇艺	IQ US	4,227	USD	4	BUY	9	12.4	9.4	7.8	0.9	0.9	0.8	26%
芒果超媒	300413 CH	7,777	CNY	30	NA	NA	25.5	21.4	18.6	3.8	3.4	3.0	18%
哔哩哔哩	BILI US	4,875	USD	12	BUY	24	NA	NA	41.5	1.5	1.3	1.2	NA
腾讯音乐	TME US	13,814	USD	8	BUY	9	16.5	15.1	13.4	3.6	3.5	3.2	11%
虎牙	HUYA US	818	USD	3	BUY	7	NA	45.9	17.2	0.8	0.9	0.8	157%
斗鱼	DOYU US	229	USD	1	NA	NA	13.4	13.2	10.8	0.3	0.3	0.3	33%
华文集团	MOMO US	1,244	USD	7	HOLD	14	4.3	4.2	3.9	0.8	0.7	0.7	5%
欢聚集团	YY US	2,281	USD	38	BUY	51	8.3	8.9	8.3	1.0	1.0	0.9	8%
阅文集团	772 HK	3,648	HKD	28	NA	NA	17.5	15.6	13.8	3.4	3.1	2.9	14%
知乎	ZH US	594	USD	1	BUY	2	NA	NA	17.7	1.0	0.9	0.8	NA
中手游	302 HK	500	HKD	1	BUY	3	11.8	6.4	4.9	1.0	0.7	0.6	41%
友谊时光	6820 HK	382	HKD	1	BUY	2	NA	8.3	5.1	2.1	1.3	1.1	141%
平均							14.9	11.7	11.0	1.7	1.5	1.4	16%
电商及其他O2O垂类													
途虎养车	9690 HK	3,637	HKD	32	BUY	50	67.8	29.1	19.1	1.9	1.5	1.3	102%
同程旅行	780 HK	3,931	HKD	14	BUY	25	12.9	11.6	9.5	2.4	2.0	1.7	21%
汇通达网络	9878 HK	1,847	HKD	26	BUY	55	25.6	19.9	15.7	0.1	0.1	0.1	29%
汇量科技	1860 HK	596	HKD	3	BUY	6	30.2	15.6	9.4	0.6	0.5	0.4	41%
宝尊电商-W	BZUN US	166	USD	3	BUY	7	NA	7.6	3.7	0.1	0.1	0.1	NA
平均							22.9	16.7	11.5	1.0	0.9	0.7	30%
总平均							16.9	13.3	12.1	2.4	2.1	1.9	17%

资料来源：彭博，截至 2023 年 12 月 08 日

中国电力板块

优于大市

分析师：夏徽 CESGA – meganxia@cmbi.com.hk

碳达峰碳中和引领新能源电力发展，容量电价重塑火电价值

投资亮点

中国风电装机在经过 2020 年抢装过后进入平价时代，2021 年和 2022 年新增风电项目呈显著回落态势进入需求平衡过渡阶段，2023 年需求重拾反弹势头。2023 年内风机招标价格先降后升，根据风电头条数据，上半年陆上风机价格（不含塔筒）一度探底至 1,000 元/kW，而在三季度风机出现反弹，除去框架集采项目（不含塔筒）风机价格 7-8 月升至约 1,600-1,700 元/kW。2023 年 1-10 月，风电中标量达 56.8GW（不含框架招标结果），同比下降 18.7%。我们认为 2024 年风机价格将稳定在 1,400-1,700 元/kW（不含塔筒），原因是基于十四五规划目标以及良好的项目投资回报率，叠加风机大型化和技术进步迭代，整体新增风电装机仍会呈稳步增长态势。我们预期 2024 年中国风电新增装机为 77GW，累计风电装机达到 509GW。

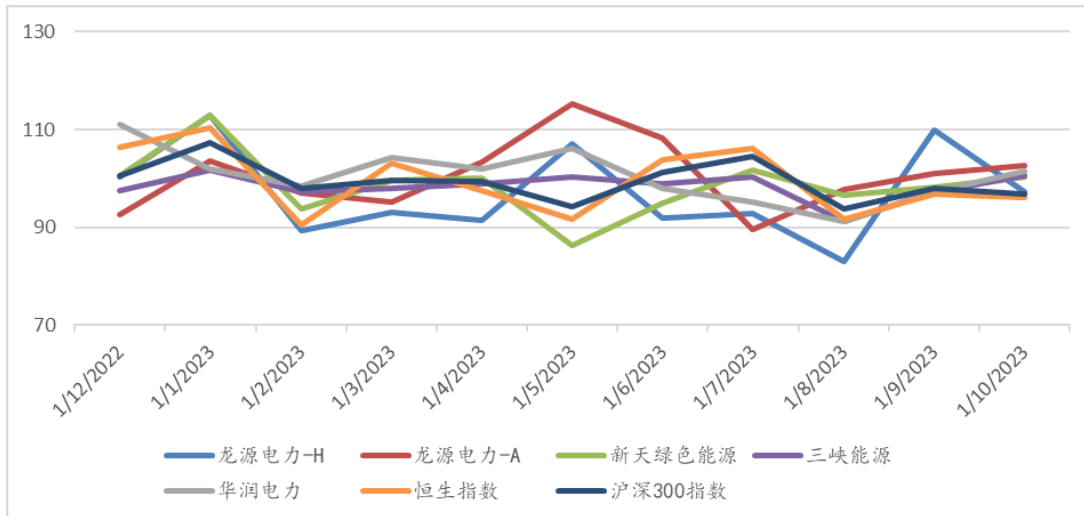
2023 年，光伏行业快速从 P 型电池（“P 型”）向 N 型电池（“N 型”）切换，随着 N 型成本持续下降，P 型产品报价也相应持续走低。此外，光伏组件产能规模已超过需求量，叠加部分海外组件回流库存增加，2023 年组件价格大幅下跌，今年以来光伏组件价格从 1.8 元/W 左右降至约 1.15-1.2 元/W。组件价格下降带来下游终端电站成本降低，从而提升新增光伏项目的投资回报率，电站全生命周期的投资回报率上升有望拉动终端需求超预期攀升。根据国家能源局数据，2023 年 1-10 月，中国光伏新增装机容量达 1.43 亿千瓦，同比大幅增长 144.78%。我们预期 2024 年组件的价格有望维持相对低位，主因过剩产能出清需要时间，而较低的光伏组件成本有望持续刺激光伏装机量。我们预期 2024 年新增光伏装机将达到 139GW，累计达 652GW。

2023 年 1-10 月，火电装机规模占比首次降低至 50% 以下，但火电在中国电力供给结构中依然发挥着压舱石的作用。2023 年 1-10 月，火电发电量在总发电量中的占比达到约 70%。火电成本端煤价中枢下移，煤炭保供政策持续发力，国内供应煤炭能力增强、煤炭进口政策宽松。叠加整体煤炭库存保持相对高位，使得 2023 年火电运营商大部分实现扭亏。2024 年我们预期火电成本端持续改善，火电上网电价可能小幅上调但是总体趋稳。此外，2023 年 11 月容量电价政策的出台，将对冲中长期电力结构转型过程中发生的利用小时数下滑，进而减少火电业绩波动、提高盈利。火电运营商加速发展新能源业务，亦有利于火电运营商价值重估。

综上，展望 2024 年我们对下游风电光伏运营商高看一线，一方面风机和光伏组件价格的相对低位有助于提升平价项目的盈利能力，另一方面日益增加的绿电绿证交易以及快速的风光装机节奏，有望持续带来价值重估。我们推荐企业素质和盈利质量较高，且“上大压小”带来盈利空间的龙源电力（916 HK/001289 CH）和光伏装机领先且上网电价稳定的三峡能源（600905 CH），以及风电装机预期加速的新天绿色能源（956 HK）。此外，我们对火电和新能源运营商持乐观态度，预期基本面持续向好，容量电价有望引领价值重估。

2024 国民经济增长亦有望继续带动电力需求增长。推荐**华润电力 (836 HK)** 看好其新能源装机加速分拆 A 股释放潜在价值，火电业务持续向好，及派息良好。

图 1: 焦点企业股价趋势



资料来源: 彭博, 公司及招银国际环球市场预测

一、电力行业 2023 年 1-10 月基本面回顾

(一) 电力消费需求情况

根据国家能源局数据, 1-10 月全社会用电量增长 5.8% 到 7.6 万亿千瓦时, 预示中国经济持续恢复带动消费增速提升。一、二、三季度全社会用电量同比分别增长 3.6%、6.4% 和 6.6%。

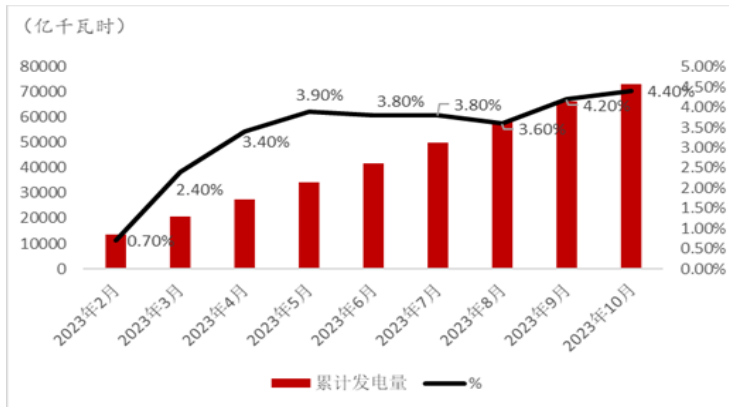
1-10 月, 第一产业用电量 1,076 亿千瓦时, 同比增长 11.4%。近年来农业生产及乡村产业电气化改造持续推进, 拉动第一产业用电量保持快速增长; 第二产业用电量 5 万亿千瓦时, 同比增长 5.8%; 第三产业制造业用电量 1.38 万亿千瓦时, 同比增长 10.4%。上述反映出经济向好的趋势下, 制造业和服务业用电量呈现稳步快速恢复。

(二) 电力生产情况

1) 2023 年 1-10 月中国电力供需总体平衡, 局部地区受气候波动影响

2023 年前三季度, 中国电力供需总体平衡, 局部地区受气候波动影响, 部分时段电力供应偏紧, 但总体电力生产稳步增长。10 月份, 中国发电量同比增长 5.2% 到 7044 亿千瓦时, 增速比 9 月份下降 2.5%。1-10 月份, 发电量为 73,330 亿千瓦时, 同比增长 4.4%。

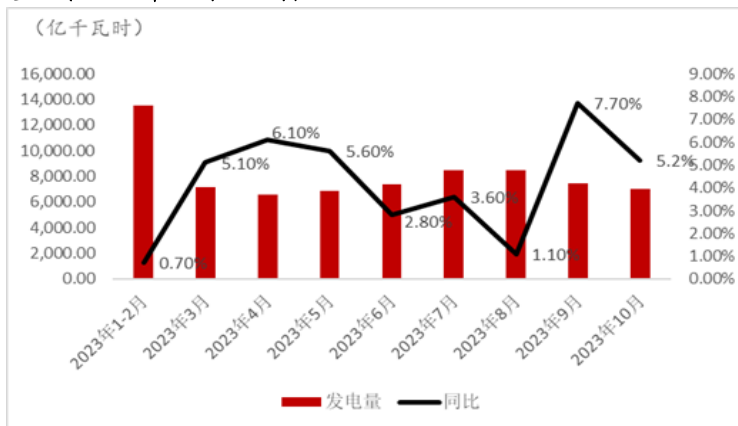
图 2: 累计发电量变化 (截至 2023 年 10 月)



资料来源：国家能源局，招银国际环球市场

按照发电品种看，2023 年 10 月份，火电、光伏发电增速加快，风电同比降幅扩大，水电增速回落，核电由增转降。其中，火电增长 4.0%，环比增加 1.7%；风电下降 13.1%，环比降幅扩大 11.5%受到风资源限制；光伏发电保持快速增长 15.3%，增速环比增长 8.5%；水电增长 21.8%，增速环比下降 17.4%和降雨量回落相关；核电下降 0.2%变化不大。

图 3: 发电量变化 (2023 年 1 月-10 月)



资料来源：国家能源局，招银国际环球市场

值得关注的是，煤电发电量占总发电量占比保持在六到七成左右，煤电仍是当前中国电力供应的最主要电源，充分发挥了电力压舱石保供作用，此外风电增速受到风资源影响较大近几月呈现小幅波动，但是光伏发电保持快速增长。

2) 平均利用小时数小幅下降

1-10 月份，中国发电设备累计平均利用 3083 小时，同比减少 103 小时。其中，火电 3619 小时，同比减少 52 小时；风电 1817 小时，同比下降 10 小时；光伏发电 1120 小时，同比下降 52 小时。水电发电 2704 小时，同比下降 298 小时；核电 6226 小时，比上年同期减少 245 小时。

3) 电力投资快速增长

1-10 月份，中国主要发电企业电源工程完成投资同比增长 27%到 4607 亿元。结合前三季度情况，非化石能源发电投资占电源投资比重接近 90%。其中，太阳能发电投资涨幅明

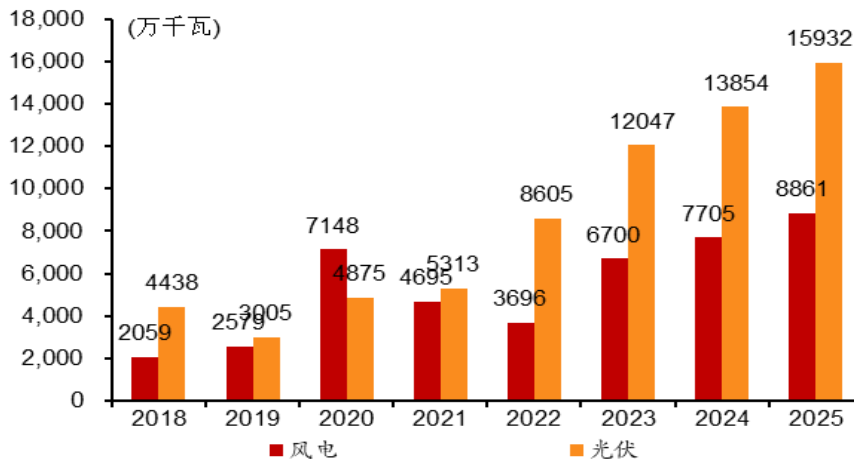
显，同比增长327%，录得1574亿元。从分类型电力投资、发电装机增速及结构变化等情况看，电力行业加速绿色低碳转型。

二、新能源装机加速发展，上游成本下降提升项目回报率

1) 新能源装机进入快车道

2022年，中国风电累计装机容量达到37GW，2016-2022年复合年增长率为16.17%。“十四五”期间中国各地区风电、太阳能装机规划明确。我们预计到2025年中国风电装机容量将达到6亿千瓦，2021年至2025年复合年增长率为17%。

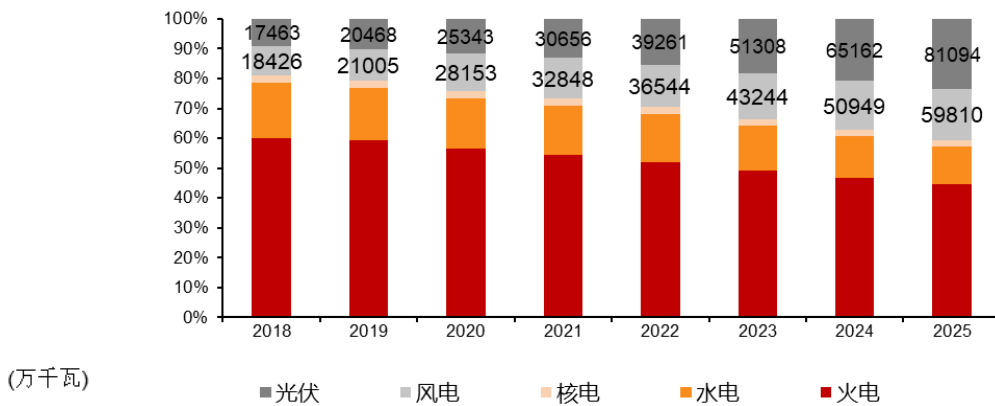
图4：中国新增光伏风电装机（2018-25E）



资料来源：国家能源局，招银国际环球市场预测

据《每日风电》和国家能源局数据显示，2022年，中国风电招标规模超过103.27GW，新增风电装机容量达到37GW，大部分招标容量于2023年并网，我们预期2023年新增装机容量67GW，中国风电累计装机容量约为432GW。此外，2024年和2025年新增风电装机容量预期同比增长15%，分别达到77GW和89GW，预计累计风电装机容量为509GW和598GW，同比维持在20%左右年增长。

图5：中国各品类累计装机（2018-25E）



资料来源：国家能源局，招银国际环球市场预测

截至10月底，中国累计发电装机容量约25.0亿千瓦，同比增长8.3%。其中，风电装机容量约3.5亿千瓦，同比增长16.6%；光伏发电装机容量约3.6亿千瓦，同比增长29.2%。

这符合我们的乐观预期并且更加乐观，因此我们上调对光伏装机的预期。我们看好2023年光伏新增装机容量可能达到120GW，全年累计总装机容量为513GW。此外，2024年和2025年光伏发电将继续保持高速增长，我们预计光伏发电累计装机容量将分别达到652GW和811GW，到2025年，风电、光伏累计装机容量将达到1409GW，预计超额完成国家“十四五”规划1200GW的目标。

2) 上游成本下降，提升新增新能源项目收益率

风电方面，中国风电装机在经过2020年抢装过后进入平价时代。2021年和2022年新增风电项目呈显著回落态势进入需求平衡过渡阶段，2023年因上游成本回落带动需求重拾反弹势头。上游风电招标价格年初大幅回落，导致新增风电项目的收益率有明显抬高，也进一步刺激了风电运营商的部分装机积极性。叠加风机大型化，以及技术的进步迭代，陆风海风装机需求展现稳步回升态势等因素，风电并网增速也进一步拉升。

根据中国招标投标公共服务平台数据，招标价格方面，2023年以来陆上风电中标价格（含塔筒）经历大幅下滑，上半年陆上风机价格（不含塔筒）一度滑落至1000元/kW，三季度风机出现反弹，除去框架集采项目（不含塔筒）风机价格7-8月升至约1600-1700元/kW。截至10月21日，风电头条数据显示项目中标均价为约1700元/kW。

海上风电方面，随着各省市陆续出台海上风电发展规划，海风建设稳步推进。随着上游大宗原材料价格回落，2023年以来海上风机中标价格（含塔筒）呈现下降趋势，均价为约3700元/kW。我们预计未来海上风电成本将进一步下降，海风项目投资收益率有望上升，但是我们认为海风距离完全实现平价上网还需要一段过渡时间。

风电上游成本回落，带动陆上风电项目内部收益率持续增长。例如，假设新增风电项目平均上网电价（含税）为0.45元/千瓦时，100兆瓦陆上风电项目建设成本由4500元/kW降至4000元/kW，则该项目内部收益率（IRR）将从11%增加到14.3%。此外，如果建设成本进一步下降至3,800元/kW，IRR将增加至15.5%。尽管近期风机价格出现小幅反弹，但市场最低投标价格仍维持在1,400元左右。我们认为合理的价格水平在1,600-1,800元/kW左右。尽管如此，我们认为整体盈利前景仍然乐观，内部收益率或将维持在相对良好的水平。

我们预期2024年风机价格稳定在1,400-1,700元/kW（不含塔筒）区间，但是大幅反弹几率不高，考虑到十四五规划目标以及良好的项目投资回报率，叠加风机大型化和技术进步迭代，整体新增风电装机仍会呈稳步增长。我们预期2024年风电新增装机为77GW，累计风电装机达到509GW。

图6: 陆上风电项目投资回报率敏感性分析（假设光伏可利用小时数为2000）

		capital cost (RMB/watt)				
		3.5	4.0	4.5	5.0	5.5
Tariff (RMB, Incl. VAT)	0.35	9%	7%	4%	2%	1%
	0.40	14%	11%	8%	6%	4%
	0.45	18%	14%	11%	9%	7%
	0.50	22%	18%	15%	12%	10%
	0.55	26%	21%	18%	15%	13%

资料来源：每日风电，Wind，招银国际环球市场预测

光伏方面：2023年前三季度光伏装机大幅增加，得益于上游光伏组件价格下跌提高新增光伏装机项目的整体回报率，拓展光伏装机未来增长空间。

对于光伏项目而言，鉴于上游成本持续下降，我们认为内部收益率将进一步提升。2023年，光伏行业快速从P型向N型切换，N型电池占比快速提升。随着N型成本持续下降，P型产品报价也跟随持续走低。此外，光伏组件产能规模已超过需求量叠加部分海外组件回流库存增加，2023年组件价格大幅下跌，今年以来光伏组件价格从1.8元/W左右降至约1.15-1.2元/W。7月以来，组件最低价格达到人民币1.18元/W的历史低位。在近期中国华电9GW光伏组件采购招标中，出现了0.993元/W的惊人低价，突破了1元/W的关口。

考虑以上，组件价格下降带来下游终端电站成本减少，从而提升发电项目的投资回报率，因此终端需求有望超预期攀升。传导至光伏电力运营商表现为装机意愿增强，2023年光伏装机容量增长明显。此外项目收益率还需要考虑与地方政府相关的非技术成本的变化和上网电价的变化情况，以综合衡量项目的内部收益率。

我们预期2024年组件的价格有望维持相对低位，主因过剩产能出清需要时间，而较低的光伏组件成本有望持续刺激光伏装机。我们预期2024年新增光伏装机达到139GW，累计达到652GW。

图7：光伏项目投资回报率敏感性分析（假设光伏可利用小时数为1300）

		capital cost (RMB/watt)				
		2.5	3.0	3.5	4.0	4.5
Tariff (RMB, ex VAT)	0.50	26%	20%	16%	13%	10%
	0.45	21%	16%	12%	9%	7%
	0.40	16%	11%	8%	6%	3%
	0.35	10%	7%	4%	1%	-1%
	0.30	5%	1%	-2%	-4%	-7%

资料来源：每日风电，Wind，招银国际环球市场预测

三、风电“上大压小”，业绩增长空间可期

2023年6月份国家能源局对外发布《风电场改造升级和退役管理办法》，内容为“鼓励并网运行超过15年或单台机组容量小于1.5兆瓦的风电场开展改造升级，并网运行达到设计使用年限的风电场应当退役，经安全运行评估，符合安全运行条件可以继续运营”。“上大压小”为风电市场打开成长增量空间。具体而言，据中国可再生能源风能专业委员会计算，2023年退役机组达到980台（陆上风电机组使用寿命一般为20年），装机容量为54.6万千瓦；到2025年将达到1,800多台，装机容量为125万千瓦；到2030年将超过3.4万台，装机容量约4,500万千瓦。我们预期在经过2022年计提减值损失后，“上大压小”将为运营年限长的风电运营商在未来2024-2026年的几年时间带来增量机遇。

四、电力市场化交易占比增加，绿电绿证交易逐渐成熟

根据中电联统计，2023年1-9月，中国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量同比增长8.1%到4.2万亿千瓦时，占全社会用电量61.3%，同比提高1.4%。其中，中国电力市场中长期电力直接交易电量同比增加6.7%到3.31万亿千瓦时。电力价格方面，年度长协顶格上浮。2023年电力年度中长期交易情况中，广东电力市场年度双边协商成交均价在约554元/MWh以上，几乎逼近年度合同成交上限，比燃煤发电上网基准价463元/MWh上涨20%。多地中长期长协交易价格溢价触及顶格且超出市场预期。现货市场交易方面，目前仅在广东、山东、甘肃等少数地区建立现货市场。2023年中期，中国发布《电力现货市

场基本规则（试行）》（新规），促进可再生能源电力现货交易，有助于消纳改善和高峰时段稳定电力供应。

2023年绿电绿证市场规模持续扩大，国家出台相关政策积极鼓励发展。截至今年10月底，已累计达成绿电交易电量878亿千瓦时，核发绿证1.48亿个。

2024年伴随国内清洁能源发电占比不断提升，中国绿电、绿证交易规模有望不断扩大。绿证已实现对可再生能源电力的全覆盖，新型电力系统建设和电力体制改革加快，绿证将会发挥更大作用。

五、受益动力煤成本下降火电业务盈利大幅改善，容量电价政策出台有利于火电板块价值重估

（一）受益于动力煤成本回落，火电板块盈利改善

煤价回落带动盈利改善，2022年动力煤价格上涨反弹较多火电普遍亏损。2023动力煤价格中枢下移，火电板块盈利大幅提升。截至2023年11月09日，秦皇岛动力煤

（Q5500）平仓价较年初约1200元/吨下滑至950元/吨左右，最低六月下降到约750元/吨的水平，虽然三季度有小幅反弹总体火电煤价成本回落明显，整体动力煤煤价中枢下移，长协履约率上升，催化2023年火电运营商业绩改善。

图8：秦皇岛港：动力煤Q5500平仓价（元/吨）



资料来源：Wind，招银国际环球市场

动力煤短期虽有所反弹但远未达到去年高位价格。2023年煤价下行背景下，主要火电运营商盈利能力修复明显。此外，市场部分担心动力煤成本持续下跌会引起火电上网电价政策调整，担心标煤上网电价下调，但年内并未出现。此前国家发改委在2022年曾指出合理的动力煤（5500千卡）中长期交易价格区间应在人民币570-770/吨（含税），以此标准参考，我们认为2023年底和2024年电价政策大幅调整基准电价的压力不大。

火电在中国电力供给结构中依然发挥着电力供给压舱石的作用。2023年1-10月，火电发电量在总发电量中的占比达到约70%。2024年我们认为火电保供作用依旧，成本端持续改善，火电上网电价有可能小幅上调但是总体趋稳。

（二）容量电价出台实施预期火电价值重估有望开启

随着新能源装机增长，中长期电力结构转型过程中火电利用小时数下滑。因此部分火电机组或难在能量市场回收固定成本，容量电价可帮助其实现固定成本回收。此外，火电企业辅助服务收入在2023年也已经初具规模，占营收比例约为2%，有助于提升火电盈利。

中国火电市场化交易形式包括中长期交易和现货交易两种，但是都未能实现火电固定成本回收。因为中长期交易价格有较标杆上下浮动不超过 20% 的限制，当燃料价格过高时，中长期价格或难以回收机组的燃料及固定成本。现货市场交易仍处于初期阶段。容量电价可帮助火电机组回收固定成本，此前容量电价政策仅在山东、云南等少数省份试运行。今年 11 月，国家发改委、国家能源局印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，针对合规在运用煤电机组按照回收煤电机组一定比例股东成本方式确定容量电价，并要求 2026 年各地方回收比例不低于 50%。

2024 年我们认为火电的保供和调峰作用依旧，整体电力供需环境均衡需求小幅趋紧，预期火电电量电价具有相对稳定性和容量电价实施。我们预期 2024 年火电业绩改善确定性增强，现金流稳健，派息提升可期。

六、看好新能源和火电电力运营商

综上，展望 2024 年我们对下游风电光伏运营商高看一线，一方面风机价格预期稳定在 1600-1800 元/kW（不含塔筒），光伏组件价格因过剩产能出清需要时间有望维持相对低位，预期成本维持较低位有助于提升新增风光项目的盈利能力，另一方面日益增加的绿电绿证交易以及快速的风光装机节奏，有望持续带来价值重估。

我们推荐关注企业素质和盈利质量较高的**龙源电力（916 HK/001289 CH）**，原因是 1) 光伏控股装机增长明显，最新组件平均采购价格下降到 1.3 元/W，有助于光伏项目 IRR 提高。2) 公司积极开展老旧风机改造，龙源电力运营风电项目将近 30 年，1.5 兆瓦以下老旧风机占到 70%。公司将积极抓紧政策窗口期对符合条件的老旧风机进行等容增容改造。3) 积极开展绿电绿证交易获得良好收益。4) 9 月公布港股回购计划彰显管理层对公司发展信心。5) 估值具有吸引力。

三峡能源（600905 CH），我们认为公司有良好的增长潜力：1) 我们预测三峡能源 2023 年有望实现光伏和风电新增装机容量 5,000 兆瓦，同比增长 42%，新能源装机快速发展势头迅猛。2) 光伏装机在行业表现优异，2024 年光伏装机可期。3) 我们预计风电和光伏上游成本降低，以及技术和效率提高推动技术成本下降，会提高三峡能源新增新能源风光项目的内部收益率，从而进一步提高三峡能源的装机意愿和利润。4) 预期 2023 年和 2024 年上网电价同比相对稳定。5) 回购计划彰显公司信心。

新天绿色能源（956 HK），估值具有吸引力。背靠河北国资委，临近十四五，2024 年风电装机加速可期。

此外，我们对**新能源和火电运营商持乐观态度**。预期基本面持续向好，容量电价有望引领火电价值重估。2024 年中国经济增长有望继续带动电力需求增长。推荐**华润电力（836 HK）**，看好其新能源装机加速，火电业务持续向好，派息良好。1) 积极签订长协煤合同，履约率预期有所提高。2) 基于电力市场改革电价政策持续优化，多地电力市场成交价均实现 20% 顶格上浮。3) 容量电价为火电业务带来利润空间。4) 新能源业务方面，新能源装机加速，下降的上游成本会使得更多的项目符合公司的投资和建设标准。5) 公司宣布其新能源业务分拆到 A 股上市，将帮助公司实现 2025 年 40GW 风光累计装机目标。分拆后释放新能源业务潜在价值，有利于提高整体估值。6) 稳定的派息具有吸引力。

估值

图 9: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/ 下行空间	市值 (HK\$ mn)	P/E (x)		P/B (x)	
							FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
新能源/火电运营商 (A/H)										
华润电力	836 HK	买入	22.5	15.30	48%	73,599	4.99	4.16	0.74	0.66
新天绿色能源	956 HK	买入	4.16	2.62	59%	24,782	3.80	3.09	0.44	0.39
龙源电力	916 HK	买入	10.4	6.16	69%	126,014	5.08	4.39	0.56	0.58
龙源电力	001289 CH	买入	23.3	19.2	21%	115,754	17.97	15.13	1.94	1.74
三峡能源	600905 CH	买入	6.24	4.61	35%	131,952	13.44	11.50	1.43	1.28
中广核新能源	1811 HK	N/A	N/A	1.93	N/A	8,281	3.44	2.92	N/A	N/A
中国电力	2380 HK	N/A	N/A	2.87	N/A	35,502	5.87	4.68	0.64	0.59
大唐新能源	1798 HK	N/A	N/A	1.68	N/A	12,219	3.61	3.03	0.53	0.46
大唐发电	991 HK	N/A	N/A	1.19	N/A	40,873	4.05	3.42	0.29	0.26
华能国际电力	902 HK	N/A	N/A	3.82	N/A	106,551	3.84	3.17	0.54	0.46
华电国际电力	1071 HK	N/A	N/A	3.13	N/A	51,420	4.11	3.51	0.50	0.44
协合新能源	182 HK	N/A	N/A	0.66	N/A	5,573	4.33	3.57	0.90	0.79
平均							6.2	5.2	0.8	0.7

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

注: 数据截至 2023 年 11 月 28 日

中国城市燃气板块

优于大市

分析师：夏徽 CESGA – meganxia@cmbi.com.hk

聚焦用气需求和毛差改善，新业务转型加速

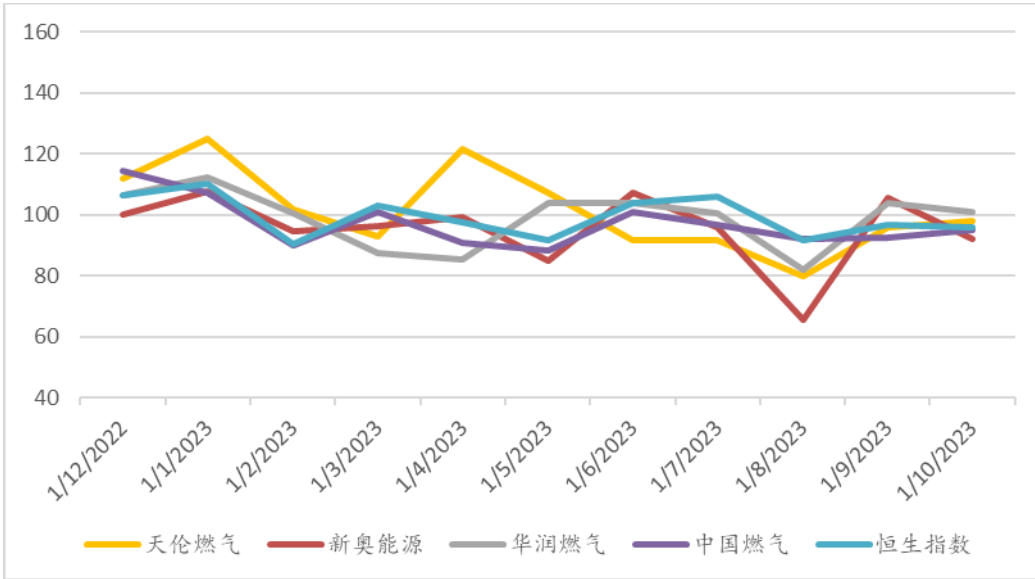
投资亮点

回顾 2023 年城市燃气分销商的股价表现，虽然年初股价曾受到经济恢复预期影响短暂拉高，但是开年后整体用气特别是工业用气需求恢复低于期望，上半年股价大幅回落。三季度整体用气需求跟随经济改善有所恢复，股价开始反弹。2023 年影响股价表现的因素包括：1) 国际天然气供应稳定性增强，国际气价大幅回落；传导亚洲和中国气价也随之回调。整体中国气价成本和供给有明显同比改善。2) 和三桶油签署合同气价小幅上调；3) 上半年国内经济恢复逊于预期，工业用气受到进出口疲软影响整体需求疲弱。但是部分城燃销气结构优化，利好毛差改善。4) 接驳业务跟随国内房地产开发放缓趋势放慢。5) 经济恢复慢于预期导致部分增值业务、综合能源业务需求受压。6) 考虑到项目收益率和现金流平衡等因素，城燃收并购步伐谨慎。

展望 2024 年，我们对城燃板块持中性乐观态度。行业方面：我们认为 2022 年“俄乌冲突”以后，2023 年欧洲对美国等国家的天然气进口增加使得其整体天然气库存维持在高位，叠加欧洲天然气消费量持续走软和暖冬影响，欧洲天然气供需趋于平衡稳定，有助于 2023 年和 2024 年稳定全球气价水平。全球天然气需求方面，随着欧洲等国家天然气消费量的下降，我们预期亚洲和中国对天然气需求稳定增长有望重新成为拉动需求增长的主要动力。中国天然气气源供给方面，2023 年随着国际气价回归常规运行轨道，中国进口量由降转增。我们预期整体气源供给进一步优化，国产气增加和进口长协落地、进口 LNG 现货、进口管道气增长都有望进一步改善供给。有鉴于此，我们认为未来气源供应趋稳。中国天然气需求方面，我们估计随着经济恢复，用气需求持续优化。在气价方面，基于 2023 年气价大幅回落和整体需求逐渐回暖，我们预期 2024 年气价将持续小幅回落但是总体维持稳定。

中国城市燃气运营商方面：我们对其盈利持中性乐观观点：1) 城燃销气量有望回升。基于中国经济复苏预期，我们估计城燃居民、商业售气量稳定增长，工业销气量逐步恢复。2) 毛差方面，2023 年中石油合同气价同比微涨，我们预期 2024 年整体气源供给相对充足，整体合同气价有望回落且维持稳定。此外，随着国际气价滑落至相对正常水平，预期进口 LNG 和进口 LNG 长协量有望抬升部分对冲合同气价。预期气价成本持续优化。3) 顺价政策方面，2023 年全国居民气顺价政策持续落地，预期 2024 年顺价措施进一步落实。4) 接驳业务：根据年内地产新开工趋势，预期接驳业务持续放缓，但是整体符合市场预期持谨慎态度。5) 综合能源业务和增值业务将快速发展，预期成为未来各城燃的发力重点新业务，意在寻求新的增长点。6) 城燃收并购项目进展，预期延续谨慎开展推进。考虑到城燃企业传统业务第二阶段“跑马圈地”接近尾声，我们认为拥有良好资金弹性和项目获取能力，以及充足的优质项目储备的城燃企业会在未来业务发展更具优势，此外结合良好的销气量恢复和气源稳定性包括与中石油签署合同气价以及气源多元化，以及新业务开展进程，我们首选城燃分销商个股**华润燃气 (1193 HK)**。关注**昆仑能源 (135 HK)**、**新奥能源 (2688 HK)**、**中国燃气 (384 HK)**、**港华智慧能源 (1083 HK)** 等。

图 1: 焦点城燃企业股价表现

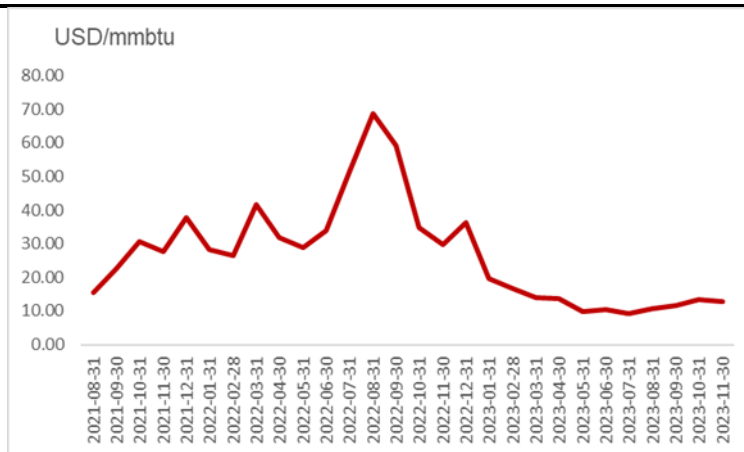


资料来源: 彭博及招银国际环球市场预测

一、国际气价大幅回调，传导至亚洲和中国气价回落

2023 年国际气价方面，天然气价格大幅回落。2022 年，欧洲的天然气价格因为俄乌冲突达到了历史高位，欧洲最高 8 月同比上涨了近 350% 达到约 70 美元/百万英热。但是进入到 2022 年下半年，基于欧洲进口天然气增加和天然气库存处于相对高位，TTF 现货价格有所回调。进入到 2023 年，荷兰 TTF 现货价格大幅回调。直到 2023 年 11 月，由于增加的进口天然气以及天然气库存。截至 2023 年 11 末的荷兰 TTF 现货价格为 12.77 美元/百万英热，同比下降近 60%。

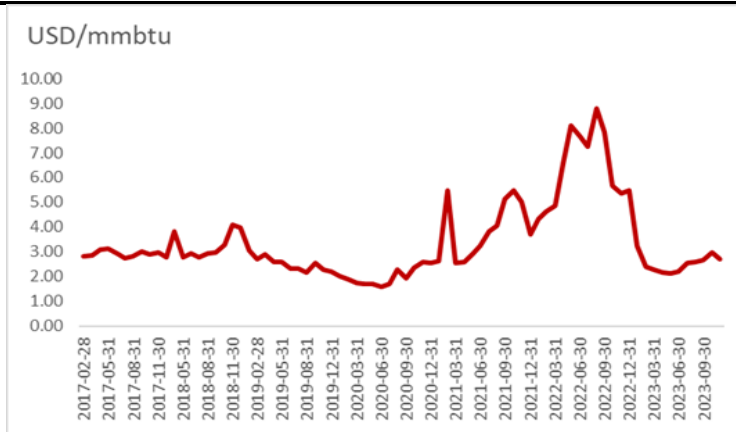
图 2: 荷兰 TTF 现货价格表现 (美元/百万英热)



资料来源: 彭博, 公司及招银国际环球市场预测

美国天然气价格方面。2022 年由于俄乌冲突，美国亨利港天然气现货价格飙涨，基于欧洲对美国天然气进口需求激增，5 月最高的价格同比上涨 180%，平均价格为约 6.5 美元/百万英热，是 2008 年以来最高水平。供给方面，美国天然气产量保持相对稳定。进入到 2023 年，由于全球天然气需求回落，欧洲天然气需求减弱以及前期进口实现库存维持高位对进口需求趋于正常化，美国亨利港天然气价格同比回落明显，价格平均下降近 60%。

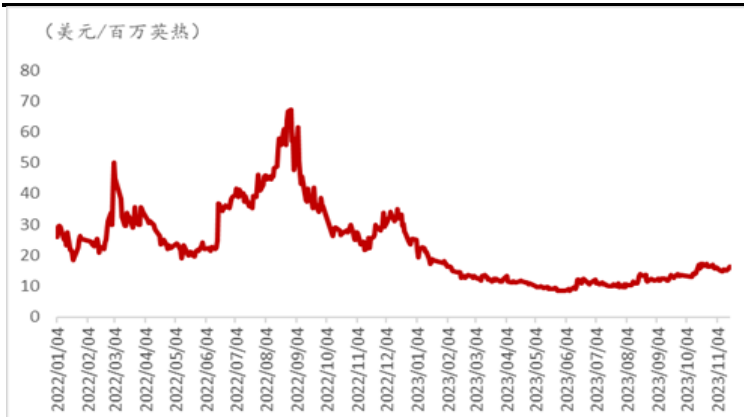
图 3: 美国亨利港天然气现货季度价格 (美元/百万英热)



资料来源: 彭博及招银国际环球市场预测

亚洲气价和中国气价表现方面, 2022 年受到国际气价飙升传导到东北亚气价现货市场上涨。中国进口 LNG 现货到岸价 2022 年涨幅较大, 平均价格为 32 美元/百万英热。进入到 2023 年, 东北亚现货价格也随国际气价和低迷经济引起的疲弱用气需求而下降。到了 2023 年, 中国进口现货 LNG 到岸价格普遍大幅回落。2023 年年初开始截至 11 月中旬, 平均价格回落到 12.81 美元/百万英热。10 月份开始整体价格有小幅反弹。

图 4: 中国进口 LNG 现货到岸价格 (SHPGX)



资料来源: 上海石油天然气交易中心及招银国际环球市场预测

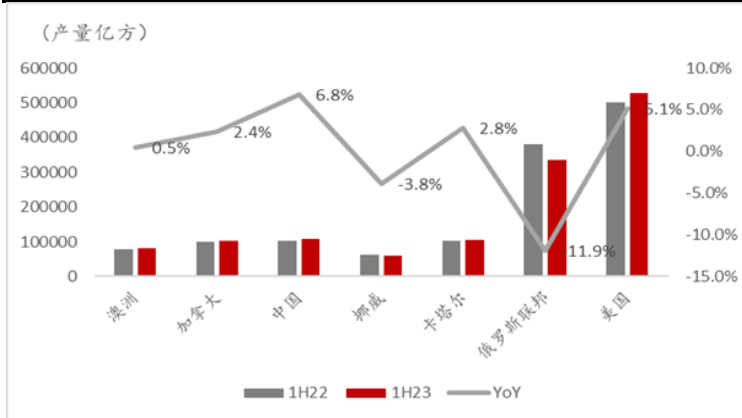
二、全球天然气供需趋紧缓解

(1) 全球主要产气国天然气产量持续增长, 支撑欧洲天然气气源供应改善

从 2012 年到 2022 年, 全球天然气产量稳定增长, 由 3.29 万亿立方米上升为 4.01 万亿立方米, 十年间全球天然气产量增长 CAGR 约为 2%。2022 年受到俄乌冲突和全球经济疲弱影响, 全球天然气产量略有下降 0.2%。当中, 北美地区天然气产量突出, 同比增长 4%。美国、加拿大和中国是天然气产量增长最多的国家, 而俄罗斯的产量受到俄乌冲突影响则呈现下降。

进入2023年上半年，美国、澳大利亚、卡塔尔等主要的天然气出口国产量持续增长。其中美国天然气产量的增速较快。中国的天然气产量保持稳定增长，同比增长近7%。然而，俄罗斯产量同比下降12%。

图5: 各主要天然气出口国产量(1H22/1H23)



资料来源: Wind, 上海石油天然气交易中心及招银国际环球市场预测

根据 IEA 数据，全球 LNG 供应方面，近 10 年的复合年增长率为 5%，2022 年 LNG 供应量为 5434 亿方。主要受到美国 LNG 出口的拉动，美国的 LNG 供应占比从 2016 年的 1% 增长到 2022 年的 19%，成为全球 LNG 供应增长的主要推动力。

我们预期 2024 年主要产气国生产稳定增长，支撑欧洲整体天然气供给。

(2) 欧洲天然气消费减弱叠加天然气库存增加，欧洲天然气供需趋于平衡

2022 年，由于俄乌冲突，欧洲国家大量进口 LNG 资源并保持天然气 LNG 库存维持相对高位。由于暖冬影响和欧洲削减天然气消费，截至 2023 年 3 月末的库存水平依然高达接近 55%。其后，欧盟经过低成本补库，欧盟天然气库存至 10 月开始已上升至 98%。我们预计基于其较高的库存水平，近期欧盟天然气的采购需求仍然较弱。

欧洲天然气基础设施协会数据显示，截至 2023 年 11 月 13 日，欧洲整体库存为 1133Twh，库容占有率 99.42% 接近满库，环比上日减少 0.07%，库存保持高位稳定。

图6: 欧洲天然气库存（截至 11 月 13 日）

Name	Gas in storage (TWh)	Full (%)	Trend (%)
EU	1133.37	99.42	-0.07
Austria	97.33	99.68	-0.19
Belgium	9.04	99.07	-0.12
Bulgaria	5.74	97.46	-0.21
Croatia	4.46	93.35	-0.43
Czech Republic	44.56	99.31	0
Denmark	9.84	97.2	-0.15
France	133.92	99.68	-0.01
Germany	255.29	100.11	-0.05
Hungary	68.63	97.94	-0.06
Ireland	0.00	0	0
Italy	194.53	98.77	-0.11
Latvia	21.61	95.62	-0.11
Netherlands	141.89	99.55	-0.02
Poland	37.33	99.52	0
Portugal	3.83	107.16	0
Romania	34.75	102.63	-0.2
Slovakia	36.28	98.41	-0.15
Spain	34.23	100.42	0
Sweden	0.10	95.33	0
United Kingdom (Pre-Brexit)	0.00	0	0
Non-EU	135.34	41	0.38
Serbia	0.00	0	0
Ukraine	125.27	39.12	0.37
United Kingdom (Post-Brexit)	10.07	102.08	0.58

资料来源: 欧洲天然气基础设施协会，彭博及招银国际环球市场预测

此外，IEA 的数据显示，今年上半年 OECD 欧洲国家天然气消费量同比减少 10%。主要原因是欧盟在俄乌冲突之后提出“REPowerEU”，具体内容为计划在 2022 年 8 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间，将天然气需求在过去 5 年平均消费量的基础上减少 15%。2023 年 3 月进行调整，欧盟各国能源部长们同意将削减 15% 天然气需求的措施延长一年至 2024 年 3 月底，旨在确保冬季能源供应。

我们认为 2024 年欧洲天然气需求将会进一步减少，叠加其整体进口天然气库存维持相对稳定高位，我们认为欧洲天然气供需将趋于平衡。

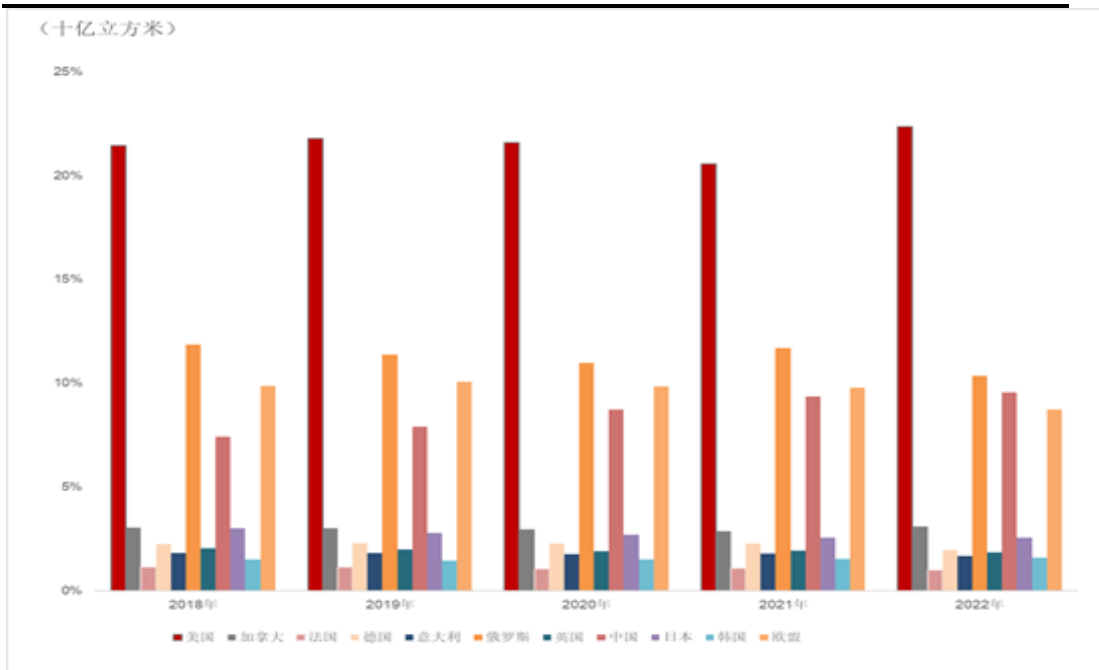
(3) 亚洲天然气需求稳定增长，中国天然气需求有望成为未来拉动全球天然气需求增长的主力

2022 年，俄乌冲突下国际气价高企、经济疲软等因素严重抑制了亚洲地区 LNG 进口及消费需求。亚洲国家中，中国天然气消费量领先占约 44%，为天然气主要进口及消费国。随着碳中和碳达峰规划指引，中国对清洁能源天然气需求稳定增长，中国对天然气的需求也日益成为拉动全球天然气消费的主力。

根据 IEA 数据，2023 年上半年亚洲对天然气需求依然是主力。其中，中国签署的过去 5 年的 LNG 购销合同占比达到 30%。2023 年第一季度中国天然气需求同比上升 6%，整体表现需求表现良好延续到第二和第三季度，呈环比持续恢复。

随着经济恢复增加，我们预期 2024 年中国天然气需求能够实现 7-9% 增长，有望成为持续拉动全球天然气需求增长的主力。

图 7: 主要国家 LNG 出口量 (2018-2022)



资料来源：Wind 及招银国际环球市场预测

(4) 中国天然气供应改善，整体需求恢复慢于预期

海关总署数据显示，2023 年 9 月，中国天然气产量同比上升 10% 为 180 亿方。天然气进口小幅放缓，天然气进口量同比下滑 4% 到 569 万吨。1-9 月份，中国生产天然气 1,704 亿

立方米，同比增长 6%。进口天然气 5,113 万吨，同比增长 10%。我们预期中国未来短期天然气供应趋稳。

中国天然气消费需求方面，第一和第二季度全国天然气实际消费同比增长 1.5% 和 10.1%，二季度增速明显加快，主要是因为 2022 年同期全国多地受疫情限制产生了低基数效应。

2023 年 9 月，中国天然气表观消费量 296 亿方，同比上升 6%。1-9 月，全国天然气表观消费量 2,888 亿立方米，同比增长 7%。整体天然气需求有反弹但是仍待进一步改善。

接下来，我们预期整体需求或持续回暖，因为刺激经济措施陆续出台，预期经济持续恢复，带动整体用气需求改善。我们预期 2024 年中国天然气需求有望实现 7-9% 的增长。

三、城市燃气运营回顾与展望

在各项因素综合影响下，2023 年城燃企业受到经济恢复稍慢影响，上半年工业销气量表现逊于预期。城燃经营面临挑战，但企业依然采取措施积极应对。

随着下半年销气量部分恢复良好，城燃销气业务持续改善。毛差方面，上游气价回落，叠加城燃积极实施顺价措施，毛差普遍有所改善。进入冬季，部分城燃企业与上游供气方协议价格优于预期，并且今冬预期为暖冬气价上升压力有限。冬季供暖需求上涨提振用气需求。部分城燃公司增强资本开支和并购管理，自由现金流有所改善。

此外，城燃企业新业务布局持续推荐，华润燃气凭借优质项目资源禀赋，为用户提供多样化的清洁能源解决方案，并积极拓展清洁交通能源市场，加快发展汽车充电、加氢业务等。港华智慧能源持续推进再生能源业务。新奥能源综合能源业务继续保持行业领先。中国燃气积极开发推广增值服务包括线上平台“壹品慧生活”发展。

展望 2024 年，我们对城燃板块保持中性乐观。

- 1) 需求方面，预期中国经济持续改善，提振居民、商业用气需求保持良好增长势头，工业用气需求恢复反弹。销气结构持续改善，整体利好城燃公司收入和利润增长。我们预期 2024 年中国天然气需求有望实现同比 7-9% 的增长。
- 2) 供给方面，我们预期整体供给持续向好。国产天然气稳定增产的同时，我们预期随着国际天然气回落，LNG 进口管道气采购上升，此前签的进口长协开始履约，预期供给好于 2023 年同期。
- 3) 气价方面，我们认为随着国际气价回落，传导到国内。目前中国气价已经回归正常轨道。预期 2024 年气价会维持稳定，但是随着供给增加和需求改善，整体气价成本有持续下降的可能，城燃和三桶油签署的合同期价有望下调，结合城燃企业积极的顺价政策有利于毛差和利润改善。
- 4) 燃气接驳方面，在房地产项目开发放缓的背景下，我们认为市场对燃气新增接驳预期下降已有共识，也部分反映在前期连续回调的股价，但是对于接驳业务依然持谨慎态度。
- 5) 新型业务方面，我们认为城燃企业新兴型业务的布局将持续加速。

目前，我们认为城燃企业大规模通过收并购跑马圈地的“第二阶段”已经接近尾声，因此我们认为 2024 年城燃企业的收并购策略将会更加谨慎，结合企业自身的拿项目能力以及现金流优势财务弹性进行业务扩张。基于此，城市燃气运营商的传统业务发展规模和优势，我们

更倾向于有优质项目优势以及财务弹性较好的**华润燃气 (1193 HK)** :1) 销气量稳定恢复, 毛差持续改善; 2) 项目质量突出。3) 有能力有序推进收并购优质项目, 稳定扩大其规模, 并且国企背景对上游气价协议以及下游顺价相对民企更有优势。4) 增值业务综合能源业务增长可期; 5) 派息比率保持稳定。

6) 估值方面, 目前行业2024年预测市盈率为约8倍, 估值具有吸引力。

我们建议投资人关注: 1) 城燃企业销气增速恢复。2) 毛差管理能力改善。3) 逢低布局业务转型节奏较快, 增值业务发展快速上升的城燃企业。4) 目前行业估值具有吸引力。综上, 我们对于城燃分销商的推荐首选**华润燃气 (1193 HK)**。

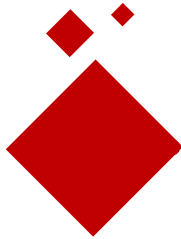
关注**昆仑能源 (135 HK)**、**新奥能源 (2688 HK)**、**中国燃气 (384 HK)**、**港华智慧能源 (1083 HK)** 等。

估值

图 8: 同业估值对比

	代号	收盘价	市值	EPS			23-25E	PER			PBR		
		(港元)	(百万港元)	23E	24E	25E	CAGR	23E	24E	25E	23E	24E	25E
华润燃气	1193 HK	25.4	58775.9	2.50	2.67	2.96	8.8%	10.16	10.16	8.60	1.36	1.25	1.16
中国燃气	384 HK	7.52	40875.5	1.14	1.05	1.17	1.2%	6.60	6.60	6.44	0.61	0.66	0.63
新奥能源	2688 HK	57.05	64536.1	6.53	7.13	7.80	9.3%	8.03	7.35	6.72	1.34	1.19	1.06
港华智慧能源	1083 HK	3.36	11271.1	0.38	0.47	0.47	11.4%	8.82	8.82	7.06	0.50	0.48	0.46
昆仑能源	135 HK	7.17	62083.6	0.76	0.82	0.88	7.4%	8.62	8.62	7.46	0.89	0.83	0.77
行业平均								8.4	8.3	7.3	0.9	0.9	0.8

资料来源: 彭博及招银国际环球市场预测



行业首选股份

- ❖ 中国互联网及软件板块 - 腾讯控股 (700 HK)、阿里巴巴 (BABA US)
- ❖ 中国半导体板块 - 中际旭创 (300308 CH)、卓胜微 (300782 CH)
- ❖ 中国科技板块 - 小米 (1810 HK)、比亚迪电子 (285 HK)
- ❖ 中国医药板块 - 信达生物 (1801 HK)、迈瑞医疗 (300760 CH)
- ❖ 中国必选消费板块 - 贵州茅台 (600519 CH)
- ❖ 中国可选消费板块 - Vesync (2148 HK)
- ❖ 中国汽车板块 - 理想汽车 (LI US)、吉利汽车 (175 HK)
- ❖ 中国房地产板块 - 万物云 (2602 HK)
- ❖ 中国工程机械/重卡板块 - 潍柴动力 (2338 HK)、浙江鼎力 (603338 CH)
- ❖ 中国文娱板块 - 奈飞 (NFLX US)、快手 (1024 HK)
- ❖ 中国电力板块 - 龙源电力 (916 HK/001289 CH)
- ❖ 中国城市燃气板块 - 华润燃气 (1193 HK)

腾讯控股 (700 HK)

聚焦高质量盈利增长

腾讯核心竞争优势稳固，叠加消费互联网业务的经营杠杆，公司能够在宏观不确定以及竞争加剧的环境下持续实现稳健的盈利增长。展望2024年，我们看好：1) 视频号广告/电商以及小游戏等高毛利率新业务带来增量收入贡献，同时支撑公司毛利率提升；2) 公司拓展休闲派对类及内容驱动类游戏品类以驱动游戏业务稳健增长；3) AI大模型赋能各项业务，提升广告ROI，推动游戏业务降本增效，为云业务带来增量收入；4) 公司持续回购以提升股东回报。我们预计公司FY24/25 non-IFRS净利润同比增长18/9%，而公司当前估值仅对应16x FY24 non-IFRS PE（剔除战略投资仅对应12x FY24E PE），估值具备较高的吸引力。我们基于SOTP的目标价为465.0港元，维持买入评级。

- **运营杠杆及业务创新推动高质量增长。**腾讯3Q23 non-IFRS净利润同比增长39%至449亿元，超出一致预期12%，得益于毛利率同比提升5.2个百分点，好于预期。公司3Q23毛利率达到2019年以来的新高，体现公司消费互联网业务杠杆效应、新业务（视频号以及小游戏）对于毛利率的拉动、以及公司稳固的竞争优势。在高毛利率业务收入占比提升的推动下，我们预计公司毛利率仍有进一步提升空间，推动公司整体利润持续维持快于行业的增长。
- **预计FY24调整后净利润同比增长18%。**我们预计公司FY24总收入同比增长9%，其中：1) 游戏业务收入同比增长6%，主要得益于《元梦之星》等新游戏的增量收入贡献；2) 广告业务收入同比增长11%，主要由微信生态内广告产品（视频号/小程序/朋友圈）的增长所驱动；3) 金融科技及企业服务（FBS）收入同比增长12%，主要受益于支付业务的稳健增长以及视频号电商增量佣金收入。由于公司收入结构进一步向高毛利率业务转移，我们预计FY24毛利率讲同比提升1个百分点，支撑non-IFRS净利润同比增长18%。
- **多项催化有望支撑FY24基本面及估值。**1) 视频号广告及电商变现水平提升有望支撑FY24广告/FBS业务的收入增长及毛利率好于预期；2) 《元梦之星》拓展休闲派对类游戏赛道有望推动国内游戏收入增长好于预期；3) 财富管理/消费贷等金融科技业务的拓展推动FBS业务收入增长好于预期；4) 增加回购及股息以提升股东回报。
- **估值具备吸引力，维持买入。**我们基于SOTP的目标价为465.0港元，其中游戏/社交网络/广告/金融科技/云计算业务估值分别为192.9/18.8/57.5/107.6/18.9港元，净现金和战略投资估值分别为6.8/62.5港元。剔除战略投资，公司目前现价仅对应12倍FY24 non-IFRS PE，考虑FY24/25年利润增速（+18/9%），估值具备较高的吸引力。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	560,11	554,552	611,875	664,724	716,952
毛利率(%)	43.9	43.1	47.8	48.8	49.0
调整后净利润(百万人民币)	123,78	115,649	156,029	184,531	201,484
同比增长(%)	0.9	(6.6)	34.9	18.3	9.2
调整后每股收益(人民币)	12.99	12.13	16.11	19.05	20.81
市场平均预估每股收益(人民币)	12.99	12.13	15.48	18.16	20.58
市销率(倍)	4.8	4.8	4.4	4.0	3.7
股本回报率(%)	29.8	24.6	15.5	16.4	16.5

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	HK\$ 465.00
(此前目标价)	HK\$ 465.00)
潜在升幅	+49.2%
当前股价	HK\$ 311.60

中国互联网行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	2,962,791
3月平均流通量(百万港元)	5,012.9
52周内股价高/低(港元)	415.00/283.00
总股本(百万)	9466.5

资料来源：彭博

股东结构

MIH TC	26.9%
Advance Data Services	8.4%

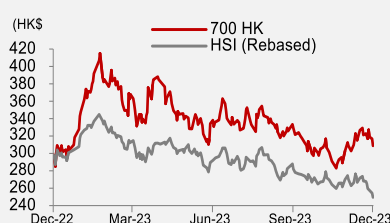
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.2%	8.7%
3-月	-5.7%	6.5%
6-月	-6.8%	9.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：FactSet

审计师：罗兵威永道

财务分析

利润表

(人民币百万元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	560,118	554,552	611,875	664,724	716,952
增值服务	291,572	287,565	301,884	318,537	333,689
在线广告	88,666	82,729	99,836	110,976	122,172
金融科技及企业服务	172,195	177,064	204,400	229,455	255,336
其他	7,685	7,194	5,755	5,755	5,755
营业成本	(314,174)	(315,806)	(319,173)	(340,424)	(365,557)
运营费用	(5,372)	(6,142)	(5,843)	(6,663)	(7,458)
销售费用	(3,798)	(3,973)	(4,056)	(4,606)	(5,124)
管理费用	(514)	(652)	(696)	(828)	(965)
其他	156,117	132,885	16,727	19,187	21,145
运营利润	271,620	235,706	175,428	196,583	215,528
应占联营公司的(亏损)/溢	(16,444)	(16,129)	4,200	4,200	4,200
利息收入	6,650	8,592	12,951	15,298	17,139
利息支出	(7,114)	(9,352)	(11,808)	(11,899)	(2,691)
税前利润	248,062	210,225	167,820	188,883	217,036
所得税	(20,252)	(21,516)	(44,472)	(37,777)	(41,547)
减: 非控制股东权益	2,988	466	2,960	3,627	3,989
净利润	224,822	188,243	120,387	147,480	171,501

现金流量表

(人民币百万元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
税前利润	248,062	210,225	167,820	188,883	217,036
折旧摊销	56,818	60,230	55,298	67,927	78,711
税款	(20,252)	(21,516)	(44,472)	(37,777)	(41,547)
营运资金变化	(2,844)	(28,405)	32,793	15,565	19,043
其他	(106,598)	(74,443)	0	0	(9,301)
经营活动所得现金流	175,186	146,091	211,439	234,598	263,942
资本开支	(34,931)	(33,892)	(36,648)	(39,017)	(41,241)
收购与投资	(117,642)	59,711	(22,691)	(60,344)	(43,945)
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0
其他	(25,976)	(130,690)	(64,914)	(69,110)	(73,050)
投资活动所得现金净额	(178,549)	(104,871)	(124,253)	(168,471)	(158,235)
净借贷	45,239	31,982	7,743	12,004	12,363
发行股票所得现金	0	0	0	0	0
其他	(23,619)	(91,935)	(969)	(11,686)	(12,782)
融资活动所得现金净额	21,620	(59,953)	6,774	318	(419)
现金增加净额	18,257	(18,733)	93,960	66,445	105,288
年初现金及现金等价物	152,798	167,966	156,739	250,699	317,144
汇兑	(3,089)	7,506	0	0	0
年末现金及现金等价物	167,966	156,739	250,699	317,144	422,431

资产负债表

(人民币百万元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	1,127,552	1,012,142	1,056,760	1,129,342	1,175,105
物业及厂房及设备(净额)	61,914	53,978	71,734	85,644	96,909
合资及联营公司投资	323,188	252,715	264,094	275,842	287,948
以公允价值计入损益的资产	192,184	206,085	206,085	206,085	206,085
其他非流动资产	550,266	499,364	514,847	561,771	584,163
流动资产	484,812	565,989	540,584	641,874	787,213
现金与现金等价物	167,966	156,739	250,699	317,144	422,431
应收账款	49,331	45,467	48,469	51,076	53,436
预付款项	65,390	76,685	78,410	82,627	86,446
短期银行存款	83,813	104,776	127,294	154,105	185,913
以公允价值计入损益的资产	10,573	27,963	29,361	30,829	32,371
其他流动资产	107,739	154,359	6,351	6,093	6,616
流动负债	403,098	434,204	318,870	343,090	370,534
短期债务	19,003	22,026	17,099	18,237	19,584
应付账款	109,470	92,381	98,642	104,158	110,729
应付税款	12,506	13,488	13,991	14,624	15,390
其他流动负债	262,119	306,309	189,138	206,071	224,831
非流动负债	332,573	361,067	382,498	393,580	404,836
长期债务	136,936	163,668	164,560	164,829	164,909
应付公司债	145,590	148,669	154,244	157,136	158,609
递延收入	4,526	3,503	12,767	13,617	14,622
其他非流动负债	45,521	45,227	50,927	57,998	66,696
少数股东权益	70,394	61,469	64,429	68,056	72,044
净资产总额	876,693	782,860	895,976	1,034,546	1,186,948
股东权益	876,693	782,860	895,976	1,034,546	1,186,948

主要比率

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合(%)					
增值服务	52.1	51.9	49.3	47.9	46.5
在线广告	15.8	14.9	16.3	16.7	17.0
金融科技及企业服务	30.7	31.9	33.4	34.5	35.6
其他	1.4	1.3	0.9	0.9	0.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	43.9%	43.1%	47.8%	48.8%	49.0%
营业利润率	48.5%	42.5%	28.7%	29.6%	30.1%
调整后净利润率	22.1%	20.9%	25.5%	27.8%	28.1%
股本回报率	29.8%	24.6%	15.5%	16.4%	16.5%
资产负债比率					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.7	1.9	2.1
应收账款周转天数	32.1	29.9	28.9	28.0	27.2
存货周转天数	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na
估值指标					
市盈率	18.1	14.1	22.2	18.1	15.6
市盈率(摊薄)	18.4	14.3	22.5	18.4	15.8
市帐率	5.0	3.7	3.2	2.8	2.4

资料来源:公司及招银国际环球市场预测

阿里巴巴 (BABA US)

全局视角强化股东回报

尽管阿里巴巴国内业务的 GMV 增长仍受到竞争压力和消费情绪较为低迷的影响，但通过用户为先的战略，阿里巴巴在驱动长期收入和盈利增长前景重新与行业大势相符的层面正处于正轨。虽然管理层决定不进行云智能集团的完全分拆在短期影响了市场情绪，但我们认为这或有助于云业务和阿里集团的长期发展。此外，管理层指引将通过全局视角强化股东回报。展望 2024 年，我们认为阿里巴巴营收增长或有望随着宏观环境改善，且非核心业务减亏将有望推动集团利润率改善。基于稳中有升的利润率水平，阿里巴巴持续强化股东回报的举措或有望推动估值重估。在基本面有望逐步改善、股东回报有望优化的情况下，阿里巴巴目前前交易于 7.6x FY24 non-GAAP PE 的水平较为具备吸引力，维持 148.3 美元的目标价和买入评级。

- 基本面处于改善趋势：**阿里巴巴持续丰富有价格竞争力的产品供给，并强化内容生态以提高用户活跃度从而提高商家广告花费意愿的举措正在取得成效，客户管理收入在最近三个季度增长持续快于 GMV 增长，变现率稳步提升，我们认为这一趋势或有望在 2024 年延续。我们预测 FY24 阿里巴巴淘天集团的 GMV/客户管理收入有望同比增长 3/5%。此外，管理层指引将持续推动非核心业务减亏、尽快达成盈利，这或有助于推动集团利润率进一步提升。我们预测阿里巴巴集团调整后 EBITA 利润 FY24 将同比增长 21%，调整后 EBITA 利润率将提升至 18.7% (FY23:17.0%)。
- 云业务有更多集团资源支持以追求长期增长。**尽管短期宏观环境及公司更进一步的专注高质量的项目影响了阿里云短期营收增长，但云业务的利润率持续提升，且未来 AIGC 相关业务的营收逐步起量，有望进一步推动阿里云营收的增长及利润率提升。在暂停分拆进程后，阿里云或有望获得更多的集团资源支持并能更好的为长期增长规划布局。伴随业务调整结束及 AI 云相关营收贡献逐步起量，我们预计云智能集团营收将在 FY24/25 同比增长 3/12%。
- 全局视角强化股东回报。**尽管阿里云停止完全分拆在短期影响了市场情绪和潜在的股东回报，管理层指引将通过全局视角强化股东回报，包括：1) 年度股息 25 亿美元（占当日市值的 1.2%）；2) 股票回购计划（截至 3Q23 TTM 股票回购数量占目前流通股数的 4.8%）；3) 投资于战略重要性的业务以驱动长期股东回报进一步提升。同时，公司指引将通过驱动非核心资产的变现及非核心业务的亏损率收窄在未来将集团层面的 ROIC 提升至双位数的水平。我们基于分部估值法对于阿里巴巴的目标估值为每 ADS 148.3 美元，对应 15.6x FY24E PE。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	853,062	868,687	955,381	1,063,91	1,153,83
同比增长 (%)	18.9	1.8	10.0	11.4	8.5
净利润(百万人民币)	61,959.0	72,509.0	125,091.	154,445.	169,198.
调整后净利润(百万人民币)	143,515.	143,991.	169,055.	186,363.	203,813.
调整后每股收益(人民币)	53.26	54.91	66.32	73.04	79.80
市场平均预估每股收益(人民币)	53.26	54.56	65.47	72.10	81.89
市盈率(倍)	46.5	23.0	10.5	8.5	7.8
股本回报率 (%)	6.5	7.4	11.0	11.3	10.9

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	US\$ 148.3
(此前目标价)	US\$ 148.3)
潜在升幅	+104.9%
当前股价	US\$ 72.38

中国互联网行业

贺赛一, CFA
 (852) 3916 1739
 hesaiyi@cmbi.com.hk

陶治
 franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
 luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	185,680.1
3 月平均流通量(百万美元)	738.9
52 周内股价高/低(百万美	120.57/72.38
总股本(百万)	2565.4

资料来源：Factset

股东结构

软银集团	13.9%
------	-------

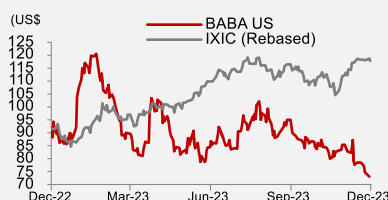
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.2%	-19.2%
3-月	-23.4%	-25.1%
6-月	-16.5%	-21.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：Factset

财务分析

利润表

(人民币百万元)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	853,062	868,687	955,381	1,063,919	1,153,834
营业成本	(539,450)	(549,695)	(594,247)	(662,822)	(718,839)
毛利	313,612	318,992	361,134	401,098	434,995
运营费用	(243,974)	(218,641)	(213,165)	(231,934)	(248,074)
销售费用	(119,799)	(103,496)	(109,869)	(121,287)	(130,383)
管理费用	(31,922)	(42,183)	(41,081)	(44,685)	(47,307)
其他	(92,253)	(72,962)	(62,214)	(65,963)	(70,384)
运营利润	69,638	100,351	147,969	169,163	186,921
应占联营公司(亏损)/溢价	0	0	0	0	0
利息收入及其他投资收益	(15,702)	(11,071)	0	2,128	2,077
利息支出	(4,909)	(5,918)	(7,165)	(6,171)	(6,923)
其他	10,523	5,823	5,732	5,852	6,346
税前利润	59,550	89,185	146,536	170,972	188,421
所得税	(26,815)	(15,549)	(23,446)	(32,485)	(37,684)
权益法核算的投资损益	14,344	(8,063)	(2,866)	9,575	10,385
减: 非控制股东权益	(15,170)	(7,210)	(4,777)	(6,384)	(8,077)
净利润	62,249	72,783	125,001	154,446	169,198
调整后净利润	143,515.0	143,991.0	169,055.8	186,363.5	203,813.3

现金流量表

(人民币百万元)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
税前利润	59,550	89,185	146,536	170,972	188,421
折旧摊销	48,065	46,938	9,554	10,639	11,538
税款	(26,815)	(15,549)	(23,446)	(32,485)	(37,684)
营运资金变化	(18,150)	13,482	60,230	(8,856)	24,849
其他	80,109	65,696	23,595	25,068	26,172
经营活动所得现金流	142,759	199,752	216,469	165,338	213,297
资本开支	(53,309)	(34,330)	(47,769)	(48,940)	(50,769)
收购与投资	(15)	(22)	(31,154)	(31,154)	(31,154)
处理短期投资所得现金	(106,984)	(61,086)	0	0	0
其他	(38,284)	(12,262)	12,262	12,262	12,262
投资活动所得现金净额	(198,592)	(135,506)	(66,661)	(67,832)	(69,661)
净借贷	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	109	11	0	0	0
其他	(64,558)	(65,630)	605	94	761
融资活动所得现金净额	(64,449)	(65,619)	605	94	761
现金增加净额	(120,282)	(1,373)	150,413	97,600	144,397
年初现金及现金等价物	356,469	227,353	229,510	379,923	477,523
汇兑	(8,834)	3,530	0	0	0
年末现金及现金等价物	227,353	229,510	379,923	477,523	621,920

资产负债表

(人民币百万元)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
非流动资产	1,057,018	1,055,078	1,150,781	1,222,151	1,293,745
物业及厂房及设备	171,806	176,031	266,557	315,498	366,266
合资及联营公司投资	219,642	207,380	192,252	189,565	187,688
以公允价值计入损益的资产	223,611	245,737	245,737	245,737	245,737
其他非流动资产	441,959	425,930	446,234	471,351	494,054
流动资产	638,535	697,966	892,949	1,005,983	1,162,803
现金与现金等价物	189,898	193,086	379,923	477,523	621,920
预付款项	145,995	137,072	145,218	160,652	173,075
以公允价值计入损益的资产	265,187	331,384	331,384	331,384	331,384
其他流动资产	37,455	36,424	36,424	36,424	36,424
流动负债	383,784	385,351	423,641	431,193	468,590
短期债务	8,841	7,466	8,071	9,002	9,763
应付税款	21,753	12,543	20,632	27,612	30,901
其他流动负债	353,190	365,342	394,938	394,579	427,926
非流动负债	229,57	244,772	221,433	228,943	235,763
长期债务	38,244	52,023	52,023	51,186	51,186
递延收入	3,490	3,560	3,849	4,293	4,655
其他非流动负债	187,842	189,189	165,561	173,465	179,922
少数股东权益	124,059	123,406	118,629	112,246	104,169
净资产总额	958,134	999,515	1,280,027	1,455,751	1,648,026
股东权益	1,082,193	1,122,921	1,398,656	1,567,997	1,752,195

主要比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利能力比率					
毛利率	37%	37%	38%	38%	38%
营业利润率	8%	12%	15%	16%	16%
调整后净利润率	17%	17%	18%	18%	18%
股本回报率	15%	15%	15%	14%	13%
资产负债比率					
流动比率(倍)	1.7	1.8	2.1	2.3	2.5
估值指标					
市盈率	20.6	18.0	10.2	8.2	7.5
Non-GAAP 市盈率	8.9	9.1	7.5	6.8	6.2

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

中际旭创 (300308 CH)

将持续搭乘 AI 顺风车

中际旭创是全球领先的光模块制造商，供货于全球各大云厂商。自 2023 年初起，得益于 AI 领域的持续强劲势头，尤其是在像 OpenAI 的 ChatGPT 等大型模型的推出下，公司的股价多次创下历史新高。我们认为中际旭创在国内 AI 价值链中扮演着重要角色，为真实受益者。对于投资者而言，光模块行业是一个值得去特别关注的领域，不仅仅是在即将到来的 2024 年，甚至是在往后更长的时间内都是如此。我们维持对公司的买入评级，目标价为 109.3 元人民币。

- **AI 领域的发展势头已成为一种长期趋势，增加了各行各业对高算力的需求，从而使中际旭创受益。**在 2023 年三季度，我们注意到几家大型云厂商（如亚马逊、微软、谷歌）及 Meta 在 AI 基础设施方面的资本支出有显著反弹。这一趋势印证了我们此前的看法，即 AI 的动力具备韧性且长远的，这也超出了大部分投资者起初的预期。公司的高速光模块产品订单已排至 2024 年初，进一步加强了我们对公司 2024 年财务表现的乐观预期。
- **AMD 预测其 2023 年数据中心 AI 处理器市场规模为 450 亿美元（之前在 2023 年 6 月的预测为 300 亿美元），由于 AMD 在 12 月 6 日推出了新一代 AI 芯片。随着市场的快速增长以及有效的 AI 变现策略，云端算力依然是投资者在 2024 年关注的一个焦点，同时也促进了对中际旭创高性能光模块的需求。**
- **我们建议投资者专注于人工智能价值链中的真正受益者，如中际旭创，公司在生产高速光模块方面处于全球领先地位。公司在 2023 年三季度的强劲业绩凸显了其在竞争激烈的 AI 基础设施市场中的龙头地位。鉴于供应链紧张近期得以缓解，和数据中心运营商短期内的强劲需求，我们对公司未来盈利能力保持乐观态度。因此，我们维持对中际旭创的买入评级，目标价格为 109.3 元人民币。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	7,695	9,642	11,386	14,819	15,690
同比增长 (%)	9.2	25.3	18.1	30.2	5.9
毛利率 (%)	25.6	29.3	31.3	31.8	31.7
净利润(百万人民币)	877.0	1,224.0	1,707.8	2,321.2	2,500.8
同比增长 (%)	1.3	39.6	39.5	35.9	7.7
市盈率(倍)	32.6	20.6	49.0	36.0	33.4
股本回报率 (%)	7.6	10.2	12.6	14.8	13.9
每股盈利(人民币)	1.21	1.54	2.13	2.90	3.12

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB 109.3
(此前目标价)	RMB 109.3)
潜在升幅	+4.7%
当前股价	RMB 104.37

中国半导体行业

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	83,788.2
3 月平均流通量(百万港元)	3,132.5
52 周内股价高/低(港元)	170.00/26.33
总股本(百万)	802.8

资料来源：FactSet

股东结构

山东中际投资控股有限公司	11.3%
王伟修	6.2%

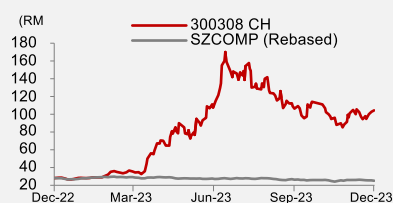
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.0%	12.1%
3-月	-0.8%	3.7%
6-月	-2.2%	5.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	7,695	9,642	11,386	14,819	15,690
营业总成本	(5,727)	(6,816)	(7,821)	(10,112)	(10,711)
毛利	1,968	2,826	3,565	4,707	4,980
销售费用	(73)	(91)	(117)	(146)	(158)
管理费用	(434)	(507)	(506)	(659)	(697)
研发费用	(541)	(767)	(921)	(1,184)	(1,238)
财务费用	(84)	22	(2)	19	56
其他营运费用	2,137	2,841	3,168	4,053	4,181
营业利润	963	1,327	1,943	2,624	2,836
其他非营业费用	(3)	24	2	20	12
税前利润	960	1,352	1,945	2,644	2,848
所得税	(73)	(118)	(171)	(233)	(251)
减: 非控制股东权益	10	10	66	90	97
归属于母公司股东的净利润	877	1,224	1,708	2,321	2,501

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前收益	886	1,234	1,774	2,411	2,597
折旧和摊销	321	361	420	491	579
运营资金变动	(587)	291	(175)	(1,074)	401
其它	193	563	122	311	261
经营活动所得现金流	813	2,449	2,141	2,138	3,839
资本开支	(840)	(792)	(1,068)	(1,391)	(1,472)
其它	(379)	(761)	25	29	31
投资活动所得现金净额	(1,219)	(1,553)	(1,043)	(1,362)	(1,441)
股份发行	2,665	33	0	0	0
股息	(168)	(233)	(253)	(323)	(408)
其它	(233)	(1,441)	157	384	144
融资活动所得现金净额	2,264	(1,641)	(96)	61	(265)
现金增加净额	1,859	(745)	1,001	838	2,134
年初现金及现金等价物	1,648	3,489	2,809	3,874	4,776
汇兑	(17)	64	64	64	64
年末现金及现金等价物	3,489	2,809	3,874	4,776	6,974

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	10,022	9,587	11,232	13,895	14,929
现金及现金等价物	3,515	2,831	3,898	4,799	6,998
应收账款	1,997	1,509	1,424	2,394	1,648
库存	3,799	3,888	3,826	5,039	4,057
预付款	72	64	82	106	113
其它流动资产	638	1,295	2,002	1,557	2,113
非流动资产	6,543	6,970	7,497	8,265	9,010
固定资产	3,152	3,217	3,579	4,102	4,657
递延所得税资产	46	48	57	66	72
其它非流动资产	3,345	3,704	3,861	4,097	4,281
全部资产	16,565	16,557	18,729	22,160	23,939
流动负债	3,166	3,264	2,857	3,910	2,915
借贷	794	385	456	703	347
应付账款	1,205	1,136	878	1,338	1,010
应付税款	68	93	89	115	119
其他流动负债	1,098	1,650	1,434	1,754	1,440
非流动负债	1,796	1,224	2,138	2,276	2,701
借贷	1,262	696	1,568	1,585	1,964
递延所得税负债	277	264	283	344	367
其他非流动负债	258	264	286	346	370
全部负债	4,962	4,488	4,994	6,185	5,616
股本	800	801	801	801	801
资本公积	7,799	7,932	7,932	7,932	7,932
未分配利润	2,861	3,893	5,420	7,489	9,657
其他	29	(680)	(608)	(527)	(443)
少数股东权益	114	124	190	279	376
所有者权益合计	11,603	12,069	13,734	15,974	18,323
负债和所有者权益总计	16,565	16,557	18,729	22,160	23,939

主要比率

12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
光模块	7,261	9,413	11,200	14,668	15,568
其他	327	229	186	150	122
高端设备	107	0	0	0	0
增速 (%)					
收入	9.2%	25.3%	18.1%	30.2%	5.9%
毛利润	9.8%	43.6%	26.1%	32.0%	5.8%
营业利润	-2.7%	37.9%	46.4%	35.0%	8.1%
净利润	1.3%	39.6%	39.5%	35.9%	7.7%
盈利能力比					
毛利率	25.6%	29.3%	31.3%	31.8%	31.7%
营业利润率	12.5%	13.8%	17.1%	17.7%	18.1%
净利率	11.4%	12.7%	15.0%	15.7%	15.9%
资产负债比率					
净负债/股东权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率 (X)	3.2	2.9	3.9	3.6	5.1
应收账款周转天数 (天)	83	66	47	47	47
存货周转天数 (天)	(241)	(206)	(180)	(160)	(155)
应付账款周转天数 (天)	(82)	(63)	(47)	(40)	(40)
回报率 (%)					
资本回报率	7.6%	10.2%	12.6%	14.8%	13.9%
资产回报率	5.3%	7.4%	9.1%	10.5%	10.4%
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	1.21	1.54	2.13	2.90	3.12
每股股息 (人民币)	0.22	0.20	0.27	0.37	0.40
每股账面价值 (人民币)	15.85	14.91	16.91	19.60	22.41

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

卓胜微 (300782 CH)

射频行业龙头 2024 蓄势待发

卓胜微是一家在射频前端制造领域处于领先地位的公司，其客户群涵盖了多个行业，包括智能手机、电信、汽车等。公司以其强劲的研发实力著称，在 DiFEM、L-DiFEM 和 GPS 模块的开发方面表现突出。鉴于公司不断提升竞争力并加强市场壁垒，我们对其未来发展持乐观态度。随着公司库存回归健康水平，我们对其前景保持积极预期。维持公司买入评级，目标价为 174 元人民币。

■ **稳健的生产能力和卓越的研发能力：**2023 年上半年，公司交付了超过 1.6 亿支 DiFEM、L-DiFEM 和 GPS 模块，以及其他集成了其自研 SAW 滤波器的产品，展示了其稳定的大规模生产能力和客户基础的逐步增长。此外，自 2023 年初以来，公司已成功开始为多个关键客户批量生产双工器和四工器产品。过去几年中，公司射频模块的收入占比持续增长，从 2020 年的 9.93% 增至 2023 年上半年的 31.98%。

■ **公司三季度业绩体现总体需求正在恢复，且公司库存处于健康水平。**公司库存从 2022 年三季度的 18 亿元高峰稳步下降至 2023 年三季度的 14 亿元，接近 3 个月的销售额（基于 2023 年三季度业绩）。同时，随着库存水位回到正常水平，三季度公司资产减值损失转回 1,800 万元。由于供应链本土化已成为趋势，中国半导体国产替代步伐加快。这不仅是因地缘政治复杂性，也是中国科技公司在朝自给自足方向迈进的同时取得了突破。

■ **展望 2024 年，在 L-PAMiD 等新产品推出的背景下，公司营收预计将继续增长，2024/25 年的年增长率预计分别为 31% 和 32%。**这种乐观预期也适用于整个中国半导体行业，因为国内科技公司正朝着自主自强迈进。我们维持对公司的买入评级，目标价格为 174 元人民币。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入 (百万人民币)	4,634	3,677	4,476	5,865	7,745
同比增长 (%)	66.0	(20.6)	21.7	31.0	32.0
毛利率 (%)	57.7	52.9	46.3	45.4	45.5
净利润 (百万人民币)	2,134.8	1,069.2	1,194.3	1,554.3	2,209.5
同比增长 (%)	99.0	(49.9)	11.7	30.1	42.1
股本回报率 (%)	27.9	12.3	12.2	13.8	16.5
市盈率 (x)	37.6	75.3	67.3	51.8	36.4
每股盈利 (人民币)	4.01	2.00	2.24	2.91	4.14

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB 174.0
(此前目标价)	RMB 174.0)
潜在升幅	+27.2%
当前股价	RMB 136.8

中国半导体行业

杨天薇, Ph.D

(852) 3916 3716

lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣

(852) 3761 8727

kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	72,596.8
3月平均流通量(百万港元)	791.4
52周内股价高/低(港元)	150.70/88.64
总股本(百万)	533.8

资料来源：FactSet

股东结构

无锡汇智联合投资企业	11.5%
冯晨晖	7.6%

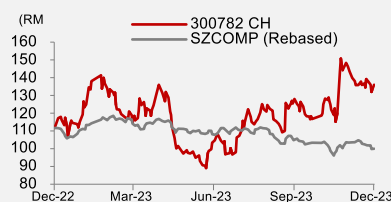
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.1%	-3.4%
3-月	6.3%	11.3%
6-月	31.9%	42.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	4,634	3,677	4,476	5,865	7,745
营业总成本	(1,959)	(1,732)	(2,404)	(3,202)	(4,222)
毛利	2,675	1,946	2,072	2,663	3,523
销售费用	(45)	(30)	(32)	(42)	(55)
管理费用	(53)	(109)	(155)	(174)	(207)
研发费用	(304)	(449)	(561)	(630)	(715)
其他营运费用	8	6	0	0	0
营业利润	2,281	1,363	1,324	1,818	2,546
财务费用	(12)	35	34	37	58
其他非营业费用	146	(309)	(116)	(96)	(105)
税前利润	2,415	1,089	1,242	1,758	2,500
所得税	(280)	(11)	(50)	(206)	(293)
净利润	2,135	1,078	1,193	1,552	2,206
减: 非控制股东权益	(0)	9	(2)	(2)	(3)
归属于母公司股东的净利润	2,135	1,069	1,194	1,554	2,209

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前收益	2,135	1,078	1,193	1,552	2,206
折旧	47	90	175	272	358
摊销	3	9	(4)	(29)	(70)
运营资金变动	(1,086)	(518)	227	338	(378)
其它	51	283	(735)	(353)	(435)
经营活动所得现金流	1,150	942	857	1,781	1,680
资本开支	(2,858)	(1,711)	(1,033)	(942)	(846)
其它	(497)	92	(91)	(70)	(35)
投资活动所得现金净额	(3,356)	(1,619)	(1,125)	(1,012)	(881)
股息	(185)	(234)	(93)	(104)	(136)
其它	2,965	1	11	12	13
融资活动所得现金净额	2,780	(233)	(82)	(93)	(123)
现金增加净额	574	(910)	(350)	676	676
年初现金及现金等价物	1,475	2,020	1,214	879	1,569
汇兑	(29)	104	15	15	15
年末现金及现金等价物	2,020	1,214	879	1,569	2,260

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	4,980	3,588	3,475	3,977	5,451
现金及现金等价物	2,661	1,277	967	1,657	2,348
应收账款	572	400	532	561	712
库存	1,476	1,720	1,705	1,453	2,017
其它流动资产	271	191	272	305	375
非流动资产	3,468	5,915	7,402	8,383	9,319
固定资产	246	2,043	3,110	3,939	4,546
在建工程	766	2,496	2,196	1,919	1,643
递延所得税资产	23	69	104	118	141
其它非流动资产	2,433	1,308	1,992	2,407	2,989
全部资产	8,448	9,504	10,877	12,359	14,770
流动负债	752	721	841	818	1,082
借贷	0	0	-2	1	5
应付账款	376	476	643	585	803
应付税款	298	136	85	96	115
其他流动负债	78	109	114	136	159
非流动负债	62	98	227	258	308
借贷	0	0	0	0	0
递延所得税负债	60	67	95	108	129
其他非流动负债	1	31	132	150	179
全部负债	813	819	1,068	1,076	1,390
股本	334	534	534	534	534
资本公积	3,689	3,523	3,523	3,523	3,523
未分配利润	3,428	4,334	5,438	6,891	8,969
其他	191	291	314	336	359
少数股东权益	-8	3	1	-1	-5
所有者权益合计	7,634	8,685	9,810	11,283	13,380
负债和所有者权益总计	8,448	9,504	10,877	12,359	14,770

主要比率

12月31日 (百万人民币)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
分立器件	72.3%	67.7%	63.1%	55.6%	48.3%
模组	25.9%	30.4%	35.3%	42.9%	50.3%
其它	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%
增速 (%)					
收入	66.0%	-20.6%	21.7%	31.0%	32.0%
毛利润	82.1%	-27.3%	6.5%	28.5%	32.3%
净利润	99.0%	-49.9%	11.7%	30.1%	42.1%
盈利能力比					
毛利率	57.7%	52.9%	46.3%	45.4%	45.5%
净利率	46.1%	29.1%	26.7%	26.5%	28.5%
资产负债比率					
净负债/股东权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率 (X)	6.6	5.0	4.1	4.9	5.0
应收款周转天数 (天)	36	48	38	34	30
存货周转天数 (天)	196	337	260	180	150
应付款周转天数 (天)	56	90	85	70	60
回报率 (%)					
资本回报率	27.9%	12.3%	12.2%	13.8%	16.5%
资产回报率	25.3%	11.3%	11.0%	12.6%	15.0%
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	4.01	2.00	2.24	2.91	4.14
调整后每股盈利 (人民币)	6.42	2.00	2.24	2.91	4.14
每股股息 (人民币)	0.70	0.17	0.17	0.17	0.17
每股账面价值 (人民币)	22.97	16.26	18.38	21.14	25.08

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

小米集团 (1810 HK)

手机高端化进展顺利，期待1H24新能源车发布

小米集团业绩在FY22-1H23筑底，期间手机业务面临宏观环境不确定性、行业去库存周期、友商竞争疑虑，以及在海外个别区域市场的政策风险。3Q23以来，小米手机出货量拐点已现，高端机需求率先回暖，小米14系列手机开售后销售表现亮眼。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力，以及极致的性价比和软硬件生态完整性，在消费者中树立良好口碑，高端化进程进入新阶段。我们看好明年上半年公司新能源车产品发布及“人车家”智能生态建设给公司带来更多成长动力。公司目前估值为17.1倍FY24E市盈率，我们重申买入评级，目标价20.25港元，是基于24倍的FY24E市盈率，接近过去5年平均市盈率水平。

- 手机业务回暖，表现优于市场，国际化、高端化战略效果明显。**据Canalys数据，3Q23小米手机全球出货量同比上升2%，对比全球智能手机市场出货量同比下滑1%，全球手机市场份额14%。小米手机在2023年前三季度当中全球市场份额稳健回升，主要由于新兴市场份额提升及印度市场监管压力后份额企稳。公司手机高端化战略持续推进，从小米12系列推出开始，在国内发售的连续多个数字旗舰和Mix Fold系列手机获得高用户口碑。最新的小米14系列首销成绩亮眼，公司手机高端化战略进入新阶段。我们认为随着海外手机市场清库顺利，小米有望在全球市场中继续获取份额，出货量表现跑赢行业；预计小米FY24/25E全球手机出货量将同比+8%/3%达到155百万/160百万台。
- 2024年上半年新能源车产品推出，软硬件生态基础禀赋优势明显。**公司将在1H24推出新能源车产品，我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。我们看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。
- 互联网、AIoT业务受益于手机市场份额持续提升，前景广阔。**AIoT业务不断打造包括平板电脑、电视、空调、冰箱、洗衣机等热卖品种，我们认为公司AIoT业务依然有广阔发展空间，尤其在海外市场品类布局方面。持续扩充的全球小米手机、AIoT和汽车产品硬件生态，也为互联网业务创新和变现铺平道路，广告及游戏业务变现效率稳步提升。我们预计公司FY24/25E收入将同比增长13%/11%，净利润将同比增长7%/8%。
- 持续看好手机业务前景，关注新能源车业务进展。**我们认为小米的新能源车产品发布和“人车家”智能生态将成为近期市场关注点。我们的目标价20.25港元是基于24倍的FY24E市盈率，接近过去5年平均市盈率水平。维持买入评级。近期股价催化剂包括新能源车产品发布及全球手机市场份额提升。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(百万元人民币)	328,309	280,044	269,916	304,862	338,621
同比增长(%)	33.5	(14.7)	(3.6)	12.9	11.1
净收入(百万元人民币)	22,039	8,518	17,954	19,170	20,717
每股盈利(元人民币)	0.88	0.34	0.72	0.77	0.83
每股盈利变动(%)	63.	(61.2)	110.8	6.8	8.1
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	0.69	0.67	0.75
市盈率(倍)	26.8	30.7	18.3	17.1	15.9
市净率(倍)	3.8	1.8	2.1	1.9	1.7
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	14.8	1.8	10.6	9.4	9.4
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场

买入 (维持)

目标价	HK\$ 20.25
(此前目标价)	HK\$ 20.25)
潜在升幅	+36.1%
当前股价	HK\$ 14.88

中国科技行业

伍力恒

(852) 3900 0881

alexng@cmbi.com.hk

刘梦楠

claudialiu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	302,689.0
3月平均流通量(百万港元)	1,520.6
52周内股价高/低(港元)	16.80/9.99
总股本(百万)	20342.0

资料来源：彭博

股东结构

林斌	8.7%
Smart Mobile Holdings Ltd	8.7%
Vanguard集团	2.9%

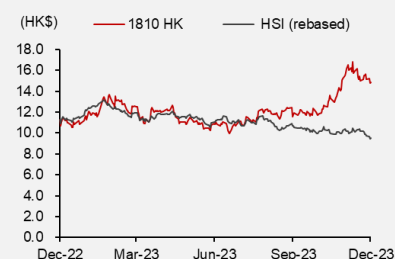
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.2%	4.5%
3-月	26.5%	41.8%
6-月	37.0%	59.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

财务分析

利润表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	328,309	280,044	269,916	304,862	338,621
销售成本	(270,048)	(232,467)	(212,419)	(241,708)	(268,375)
毛利	58,261	47,577	57,286	63,155	70,246
销售费用	(20,981)	(21,323)	(19,003)	(22,255)	(24,719)
管理费用	(4,739)	(5,114)	(5,083)	(5,792)	(6,095)
研发费用	(13,167)	(16,028)	(18,745)	(20,426)	(22,688)
其他经营净收益	6,654	(2,295)	4,214	4,214	4,214
营业利润	26,029	2,816	18,669	18,895	20,958
财务费用	(1,612)	1,117	1,525	1,525	1,525
其他收入与支出					
税前收益	24,417	3,934	20,194	20,420	22,482
所得税	(5,134)	(1,431)	(4,533)	(5,105)	(5,621)
少数股东权益	(56)	29	(48)	175	192
净利润	19,339	2,474	15,709	15,140	16,670
经调整净利润	22,039	8,518	17,954	19,170	20,717

资产负债表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	107,040	113,092	115,746	118,462	121,148
固定资产	6,965	9,138	11,792	14,508	17,194
递延所得税资产	1,662	2,278	2,278	2,278	2,278
无形资产	5,579	4,630	4,630	4,630	4,630
其它非流动资产	92,835	97,046	97,046	97,046	97,046
流动资产	185,851	160,415	177,386	201,208	217,990
现金及现金等价物	23,512	27,607	47,645	51,889	73,020
应收账款	17,986	11,795	15,197	15,290	18,572
存货	52,398	50,438	43,971	63,455	55,823
短期银行存款	31,041	29,875	29,875	29,875	29,875
其他流动资产	60,915	40,700	40,700	40,700	40,700
流动负债	115,727	89,628	93,592	104,815	107,421
短期借贷	5,527	2,151	2,151	2,151	2,151
应付账款	74,643	53,094	57,058	68,281	70,887
应付税款	2,335	1,384	1,384	1,384	1,384
其他流动负债	33,222	32,999	32,999	32,999	32,999
非流动负债	39,732	39,957	39,957	39,957	39,957
长期借款	20,720	21,493	21,493	21,493	21,493
递延所得税负债	1,203	983	983	983	983
其它非流动负债	17,809	17,480	17,480	17,480	17,480
少数股东权益	220	265	216	391	583
股东权益	137,432	143,923	159,584	174,899	191,761

现金流量表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前收益	24,417	3,934	20,194	20,420	22,482
折旧和摊销	3,062	2,182	2,745	3,381	4,087
运营资金变动	(15,725)	(15,675)	7,030	(8,354)	6,954
其它	(1,968)	5,169	(4,533)	(5,105)	(5,621)
经营活动所得现金流	9,785	(4,390)	25,436	10,342	27,903
资本开支	(7,134)	(5,782)	(5,398)	(6,097)	(6,772)
其他	(37,874)	21,331			
投资活动所得现金净额	(45,008)	15,549	(5,398)	(6,097)	(6,772)
净借贷	9,227	(2,791)			
股息					
其他	(4,729)	(5,063)			
融资活动所得现金净额	4,499	(7,855)			
现金增加净额	(30,724)	3,304	20,037	4,245	21,131
年初现金及现金等价物	55,580	24,339	27,607	47,645	51,889
汇兑差异	(517)	791			
年末现金及现金等价物	24,339	27,607	47,645	51,889	73,020

主要比率

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
智能手机	64	60	57	57	57
AIoT	26	28	30	31	31
互联网	9	10	11	10	10
其它	2	2	1	1	2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.7	17.0	21.2	20.7	20.7
经营利率	7.9	1.0	6.9	6.2	6.2
净利润率	5.9	0.9	5.8	5.0	4.9
成长性比率 (%)					
收入	33.5	(14.7)	(3.6)	12.9	11.1
毛利	58.5	(18.3)	20.4	10.2	11.2
经营利润	8.3	(89.2)	562.8	1.2	10.9
经调整净利润	69.5	(61.4)	110.8	6.8	8.1
回报率比率 (%)					
资本回报率	16.0	5.9	11.3	11.0	10.8
资产回报率	6.6	0.9	5.4	4.7	4.9
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.88	0.34	0.72	0.77	0.83
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

比亞迪電子 (285 HK)

安卓業務復蘇、新能源汽車業務快速增長

概要。我們認為公司強勁的3Q業績主要受新能源汽車/新型智能產品強勁增長、安卓業務復蘇、北美大客戶份額增長和產品升級驅動。展望未來，我們看好安卓業務的持續復蘇、新能源汽車新產品以及海外客戶擴張和併購捷普將產生協同效應，有望推動公司FY24/25E成長。該股目前估值為FY23/24E 17.3x/13.8x PE，我們認為該股具吸引力，重申“買入”評級。

- **前三季度業績符合預期；捷普移動業務收購交割進行中。**公司前三季度歸母淨利潤同比增長146%，符合預期，主要受安卓手機恢復和新型智能產品以及新能源汽車業務快速增長所驅動。公司產品組合不斷優化，高毛利的用戶儲能和新能源汽車業務占比不斷攀升，疊加高端安卓手機訂單修復驅動產能利用率改善，公司整體毛利率在第三季度同比提升1.7個百分點至9.7%。此外，公司收購捷普移動業務目前正在交割中，預計對未來零部件業務收入貢獻顯著。
- **看好安卓業務復蘇；收購捷普移動業務貢獻零部件業務收入；新能源汽車業務的快速增長。**考慮到季節性因素影響，我們預計4Q收入環比將持平。展望2024年，我們看好安卓手機採用鈦合金材料將有望驅動ASP上行且公司2024年訂單能見度高，我們預計公司安卓組裝業務將穩步恢復。此外，我們看好公司收購的捷普移動業務與公司目前零部件產品產生協同效應，預計未來有望推動公司在蘋果產品類別中份額持續增長。考慮到蘋果高端機型的銷售潛力，我們認為在收購交割完成後將大幅驅動零部件業務收入增長。在新能源汽車方面，我們對公司在2024年將推出的更高算力高階ADAS產品和主動懸架產品尤為期待，在母公司訂單加持下，我們看好公司新能源汽車業務的快速增長。
- **催化劑：組裝產能利用率攀升；新能源汽車領域研發新品；捷普移動業務生產效率提升、產能持續爬坡。**公司目前組裝業務產能偏緊，預計未來產能利用率將持續提升。公司在汽車領域研發投資大，我們看好公司新能源汽車產品路線圖，未來智能座艙和智能駕駛類新產品在母公司和外部客戶中不斷拓展滲透。我們認為收購的捷普移動業務生產效率仍有提升空間，而強勁的客戶需求將推動產能提升，看好公司在蘋果產品中的份額持續增長。
- **估值/風險因素。**因市場對公司第四季度指引放緩擔憂，近期股價回調幅度較大。我們預計公司第四季度收入和淨利潤將同比增長4/49%，增速合理因2022年第四季度高基數。我們對公司安卓業務上行和新能源汽車業務快速增長維持樂觀看法。目前估值為FY23/24E 17.3x/13.8x PE，該股極具吸引力。重申“買入”評級，目標價為44.23港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
營業收入(百萬元人民幣)	89,057	107,186	129,576	151,936	179,241
同比增長(%)	21.8	20.4	20.9	17.3	18.0
淨收入(百萬元人民幣)	2,309.9	1,857.6	3,968.1	4,971.1	6,493.3
每股盈利(元人民幣)	1.03	0.82	1.76	2.21	2.88
市場預測每股盈利(元人民幣)	na	0.00	1.59	2.10	2.74
市盈率(倍)	32.2	22.1	17.3	13.8	10.6
市帳率(倍)	3.1	1.6	2.3	2.0	1.7
股息率(%)	0.3	0.9	0.3	0.7	0.9
權益收益率(%)	10.0	7.5	14.4	15.6	17.6
淨負債比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

資料來源：公司、彭博及招銀國際環球市場預

買入 (維持)

目標價	HK\$ 44.23
(此前目標價)	HK\$ 44.23)
潛在升幅	+31.1%
當前股價	HK\$ 33.75

中國科技行業

伍力恆

(852) 3900 0881

alexng@cmbi.com.hk

李漢卿

lihanqing@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	76,045.7
3月平均流通量(百萬港元)	216.9
52周內股價高/低(港元)	39.95/20.20
總股本(百萬)	2,253.2

資料來源：彭博

股東結構

Golden Link Worldwide Ltd	65.76%
Vanguard 集團	1.37%
BlackRock	1.15%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.3%	6.0%
3-月	-7.2%	4.0%
6-月	45.8%	57.8%

資料來源：FactSet

股份表現



資料來源：FactSet

财务分析

利润表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	89,057	107,18	129,57	151,93	179,24
主营业务成本	(83,028)	(100,83)	(119,12)	(139,15)	(163,23)
毛利	6,029	6,350	10,455	12,782	16,010
销售费用	(275)	(535)	(657)	(760)	(896)
管理费用	(1,041)	(1,235)	(1,291)	(1,519)	(1,792)
研发费用	(3,308)	(3,969)	(5,321)	(6,001)	(7,080)
营运收入	1,405	611	3,185	4,502	6,241
其他收入/费用	1,104	1,386	1,272	1,272	1,272
税前利润	2,465	1,939	4,365	5,681	7,421
所得税	(155)	(81)	(397)	(710)	(928)
减: 非控制股东权益	0	0	0	0	0
特殊项目	-	-	-	-	-
净利润	2,310	1,858	3,968	4,971	6,493

现金流量表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前收益	2,465	1,939	4,365	5,681	7,421
折旧和摊销	1,717	1,987	2,314	2,697	3,148
运营资金变动	(2,228)	2,568	(5,673)	19	(4,091)
其它	(187)	(124)	(304)	(618)	(835)
经营活动所得现金流	1,768	6,370	701	7,779	5,644
资本开支	(3,206)	(3,859)	(4,665)	(5,470)	(6,453)
其它	0	0	0	0	0
投资活动所得现金净额	(3,206)	(3,859)	(4,665)	(5,470)	(6,453)
股息	(232)	(372)	(198)	(497)	(649)
其它	(43)	(59)	(93)	(93)	(93)
融资活动所得现金净额	(275)	(430)	(291)	(590)	(742)
年初现金及现金等价物	3,466	2,825	6,258	2,003	3,723
汇兑	1,072	1,352	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,825	6,258	2,003	3,723	2,172

资产负债表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	12,314	15,006	17,244	19,765	22,769
固定资产	11,182	12,941	15,404	18,177	21,481
递延所得税	201	481	481	481	481
其他非流动资产	931	1,583	1,359	1,107	807
流动资产	27,630	40,488	37,624	46,732	49,273
现金及现金等价物	2,825	6,244	2,003	3,723	2,172
应收账款	9,240	10,471	13,304	17,083	18,765
存货	10,567	17,046	15,590	19,199	21,609
其它流动资产	0	0	0	0	0
流动负债	16,220	30,143	25,845	33,252	33,254
借贷	0	0	0	0	0
融资租赁应付款	11,724	22,002	17,705	25,112	25,113
应付税款	184	363	363	363	363
其他应付	4,312	7,777	7,777	7,777	7,777
非流动负债	928	1,216	1,216	1,216	1,216
递延收入	150	231	231	231	231
其他	404	395	395	395	395
少数股东权益	0	0	0	0	0
净资产总额	22,272	24,027	25,635	29,531	34,005
股东权益	22,272	24,027	25,635	29,531	34,005

主要比率

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
盈利能力比率					
毛利率	6.8	5.9	8.1	8.4	8.9
税前利率	1.6	0.6	2.5	2.8	3.3
净利润率	2.6	1.7	3.1	3.1	3.4
有效税率	28.5	26.5	28.6	28.7	28.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.3	1.5	1.4	1.5
速动比率 (x)					
平均应收款周转天数	48	34	33	37	37
存货周转天数	38	50	50	46	46
应付账款周转天数	44	61	61	56	56
回报率 (%)					
资本回报率	9.6	7.2	13.4	13.8	15.6
资产回报率	5.6	3.3	7.0	6.8	8.3
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.03	0.82	1.76	2.07	2.72
每股股息(人民币)	0.10	0.17	0.09	0.21	0.27
每股账面价值(人民币)	10.66	11.38	13.11	14.97	17.42

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

信达生物 (1801 HK)

领跑中国 GLP-1 研发；现有产品收入强劲增长

- 销售增长势头强劲，经营效率不断提高。**信达生物产品销售额在 3Q23 同比增长 45% 以上，超过 16 亿元人民币。2023 年前三季度公司累计产品销售额达到 41 亿元，同比增长 29%。在反腐背景下，得益于广泛的医保和渠道覆盖，信迪利单抗的销售仍增长强劲。根据礼来数据，信迪利单抗的销售在 3Q23 环比增长 11%，同比增长 50%。信达生物 1H23 毛利率增长 2.2 个百分点至 80.8%。公司的费用效率进一步改善，销售和管理费用率在 1H23 下降至 64.6%（2H22 为 80.8%）。公司 1H23 研发费用同比下降 21% 至 9.23 亿元。我们预计信达生物将持续提高其经营效率。
- 玛仕度肽具有同类最佳潜力。**信达生物公布了玛仕度肽 9mg 肥胖二期的 48 周结果（链接）。治疗 48 周后，受试者安慰剂调整后的体重下降 18.6%（-17.8kg），相较治疗 24 周时（主要终点数据）的 15.4% 进一步优化（用药 24 周跨研究比较，玛仕度肽的疗效优于替尔泊肽（15mg）12.0% 和司美格鲁肽 8.0% 的体重下降，CMBI 报告链接）。在针对中国受试者的 GLP-1 药物临床试验中，玛仕度肽展现了最好的减重效果。替尔泊肽针对中国受试者，在第 48 周实现了 17.4%（15mg）和 11.5%（10mg）安慰剂调整后的体重下降（链接），而司美格鲁肽针对亚洲受试者，在第 44 周呈现了 9.9% 的体重下降（链接）。玛仕度肽总体耐受性良好，第 48 周时未观察到严重不良反应，亦无不良反应导致的退出。相比之下，在针对中国/亚洲受试者的试验中，替尔泊肽 10mg、15mg 和司美格鲁肽分别有 2.9%、7.0% 和 2.8% 的受试者因不良反应而停药，严重不良反应的发生率分别为 4.3%、11.3% 和 5.2%。另外，治疗 24 周后，玛仕度肽组的心率增加与安慰剂相似，且治疗至第 48 周无进一步增加。
- 玛仕度肽作为中国 GLP-1 市场的领跑者，即将提交上市申请。**信达生物预计将于 2023 年底或 2024 年初提交玛仕度肽 6mg 治疗肥胖的上市申请，并于 2023 年底启动 9mg 治疗肥胖的三期临床。此外，玛仕度肽显著改善了多项心血管代谢指标，例如血压、肝酶、LDL-C、甘油三酯、尿酸等。值得一提的是，受试者经过玛仕度肽 24 周治疗后，肝脏脂肪含量降低了 73.3%（安慰剂为 -6.5%）。信达生物将启动玛仕度肽治疗 NASH 的临床试验。
- 维持买入。**我们看好玛仕度肽的巨大市场潜力。基于 DCF 模型，我们给予信达生物目标价 57.35 港元（WACC 9.6%，永续增长率 4.0%）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入(百万人民币)	4,270	4,556	5,620	6,558	9,435
同比增长 (%)	11.1	6.7	23.3	16.7	43.9
净利润(百万人民币)	(2,729)	(2,179)	(1,656)	(1,003)	(221)
每股盈利(人民币)	(1.87)	(1.43)	(1.08)	(0.65)	(0.14)
研发费用(百万人民币)	(2,323)	(2,871)	(2,200)	(2,295)	(2,831)
资本开支(百万人民币)	(1,066)	(897)	(500)	(400)	(300)

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	HK\$ 57.35
潜在升幅	+26.6%
当前股价	HK\$ 45.3

中国医药行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王银朋

(852) 3657 6288

andywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	69,821.6
3 月平均流通量(百万港元)	471.4
52 周内股价高/低(港元)	48.45/27.60
总股本(百万)	1,534.5

资料来源：彭博

股东结构

Temasek Holdings	7.9%
Yu De-Chao Michael	6.9%

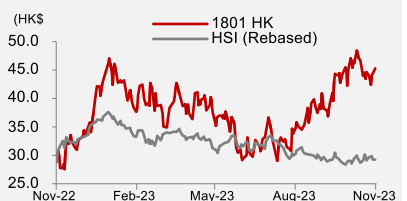
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.1%	1.4%
3-月	30.9%	36.8%
6-月	20.5%	28.8%

资料来源：彭博

股份表现



Source: Bloomberg

审计师: Deloitte

网站: www.innoventbio.com

财务分析

利润表

截至12月31日 (百万人民币)					
收入	4,270	4,556	5,620	6,558	9,435
销售成本	(505)	(931)	(1,068)	(1,213)	(1,698)
毛利	3,764	3,625	4,552	5,345	7,737
营业费用	(6,406)	(5,796)	(6,208)	(6,348)	(7,958)
销售费用	(2,620)	(2,591)	(2,810)	(2,754)	(3,397)
管理费用	(806)	(835)	(787)	(853)	(1,132)
研发费用	(2,323)	(2,871)	(2,200)	(2,295)	(2,831)
其他	(657)	502	(411)	(446)	(599)
税前利润	(2,642)	(2,170)	(1,656)	(1,003)	(221)
所得税	(87)	(9)	0	0	0
非控股权益	0	0	0	0	0
归母利润	(2,729)	(2,179)	(1,656)	(1,003)	(221)

资产负债表

截至12月31日 (百万人民币)					
流动资产	11,55	11,50	10,67	10,77	11,96
现金和现金等价物	8,377	9,163	8,288	8,505	9,580
应收贸易款	968	575	875	931	1,211
存货	1,347	1,429	1,170	997	838
金融资产	645	3	3	3	3
其他	213	337	337	337	337
非流动资产	4,693	6,082	6,288	6,385	6,380
物业、厂房及设备	2,693	3,411	3,649	3,778	3,805
无形资产	772	1,198	1,198	1,198	1,198
其他	1,228	1,472	1,441	1,409	1,377
总资产	16,24	17,58	16,96	17,15	18,34
流动负债	3,050	3,499	3,472	3,513	3,648
短期借款	365	888	888	888	888
应付账款	195	326	299	339	475
应交税金	61	3	3	3	3
其他	2,429	2,282	2,282	2,282	2,282
非流动负债	2,863	3,360	3,371	3,381	3,392
长期借款	2,023	2,215	2,215	2,215	2,215
递延收益	86	99	110	120	131
其他	754	1,046	1,046	1,046	1,046
总负债	5,913	6,859	6,843	6,894	7,041
股本	0	0	0	0	0
留存收益	10,33	10,73	10,11	10,26	11,30
股东权益	10,33	10,73	10,11	10,26	11,30
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益及负债总额	16,24	17,58	16,96	17,15	18,34

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

现金流量表

截至12月31日 (百万人民币)					
税前利润	(2,555)	(2,162)	(1,656)	(1,003)	(221)
折旧及摊销费用	165	245	262	271	273
所得税	(87)	(9)	0	0	0
营运资金变化	(90)	295	(68)	157	16
其他	951	(327)	1,036	1,147	1,250
经营活动使用现金净额	(1,616)	(1,958)	(425)	573	1,318
购买物业及设备	(1,066)	(897)	(500)	(400)	(300)
购买短期投资项目	(38)	(79)	0	0	0
短期投资的出售或到期所得款项	(12,121)	(10,60)	0	0	0
其他	10,527	10,14	166	160	172
投资活动产生/使用的现金净额	(2,698)	(1,435)	(334)	(240)	(128)
股息	0	0	0	0	0
借款净额	1,208	715	0	0	0
发行股票所得款项	3,951	2,131	0	0	0
其他	(155)	46	(115)	(115)	(116)
融资活动产生现金净额	5,003	2,892	(115)	(115)	(116)
年初现金及现金等价物	7,764	8,377	9,163	8,288	8,505
汇率变动的影响	(197)	119	0	0	0
年末现金及现金等价物	8,377	9,163	8,288	8,505	9,580

主要比率

盈利能力比率 (%)					
毛利率	88	80	81	82	82
运营利润率	(59)	(39)	(25)	(11)	0
净利润率	(64)	(48)	(29)	(15)	(2)
有效税率	(3)	(0)	0	0	0
资产负债比率					
流动比率 (x)	4	3	3	3	3
平均应收款周转天数	62	62	57	52	47
平均应付款周转天数	114	102	102	102	102
负责比率 (%)	36	39	40	40	38
回报率 (%)					
资本回报率	(26)	(20)	(16)	(10)	(2)
资产回报率	(17)	(12)	(10)	(6)	(1)
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	(1.9)	(1.4)	(1.1)	(0.7)	(0.1)
每股股息 (人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股账面价值 (人民币)	7.1	7.0	6.6	6.7	7.4

迈瑞医疗 (300760 CH)

全球开疆拓土

迈瑞医疗作为中国医疗设备行业的领航者，拥有多产线业务布局、多地区业务覆盖的平台型优势，在面对行业变化时具备优秀的抗干扰能力。2023年8月以来，公立医院招投标活动有所推迟，导致终端采购减少。在极具挑战的市场环境中，公司仍实现稳健业绩表现，发展韧性进一步凸显。前三季度公司实现营收273.0亿元，同比增长17.2%；归母净利润98.3亿元，同比增长21.4%。

- IVD 长期增长势能足。**自3月公司产能回归常态，IVD业务保持快速增长，前三季度IVD收入同比增长18.5%至94.3亿元，其中国内和海外IVD收入分别同比增长约15%和22%。2023年11月，安徽25省IVD联盟集采正式启动，涵盖五大DNA检测及化学发光检测试剂品类，在最高有效申报价基础上的保底降幅为50%，符合市场预期。此前，迈瑞医疗参与的多个IVD集采均带动公司IVD市场份额快速提升，此次25省联盟集采规模大，仍有望成为迈瑞医疗迅速扩大市场份额，快速渗透三级医院的机会，我们看好公司IVD业务长期快速增长。
- 外延并购加速公司的高端突破。**迈瑞医疗明确内生增长+外延并购的发展策略，持续通过收并购提升公司的研发实力并完善全球化平台搭建，加速公司产品的高端迭代和客户群的高端突破。比如，2013年迈瑞收购美国ZONARE获得高端超声影像技术，2023年公司推出国产首台超高端超声系统昆仑 Resona A20，填补了国产超高端超声的空白，公司的超声市场份额有望进一步提升。2021年迈瑞完成对海肽生物的收购，补强了公司体外诊断核心原料的自研能力。通过整合海肽生物，迈瑞的化学发光试剂性能有望全面追赶进口品牌。公司今年推出了心肌标志物重磅新品高敏肌钙蛋白hs-cTnI及氨基末端脑利钠肽前体试剂NT-proBNP。高端领域重磅新品的推出将持续提升迈瑞在全球的竞争力，为公司收入贡献增量。2023年，迈瑞启动德赛诊断的收购工作，以强化公司海外IVD产线的生产和营销能力。随着公司IVD全球供应链的建设完成，迈瑞IVD业务在海外中高样本量客户的突破也有望加速。
- 海外业务逐步提速。**得益于三大产线的海外高端突破持续进行以及海外本地化平台建设，公司海外业务加速增长。2023年前三季度公司海外收入同比增长14.2%至101.6亿元；其中第三季度海外收入达34.7亿元，同比增长23.0%，环比增长超20%。我们认为海外市场空间巨大、政策环境可预期性强。随着公司产品的国际竞争力不断提升，海外平台化建设不断加强，公司海外业务有望维持良好增长势头。
- 维持买入评级，目标价 383.43 元人民币。**我们认为随着行业监管常态化，院内采购将逐步复苏，公司有望展现强劲的业绩修复弹性。基于9年的DCF模型，给予383.43元人民币的目标价（WACC：9.0%，永续增长率：3.0%）。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	25,270	30,366	35,654	42,817	51,366
同比增长(%)	20.2	20.2	17.4	20.1	20.0
净利润(百万人民币)	8,004.0	9,610.7	11,615.5	13,869.4	16,585.5
同比增长(%)	20.2	20.1	20.9	19.4	19.6
市盈率(倍)	40.4	33.5	27.8	23.2	19.4
市帐率(倍)	12.0	10.1	8.7	7.5	6.5
净负债比率(%)	(57.0)	(72.5)	(71.0)	(72.0)	(73.2)
股息率(%)	1.3	1.7	2.1	2.5	3.0

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB 383.43
潜在升幅	+35.4%
当前股价	RMB 283.20

中国医药行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	339,229
3月平均流通量(百万人民币)	1,143.78
52周内股价高/低(百万人民币)	353.00/
总股本(百万)	1,212

资料来源：彭博

股东结构

Smartco Development	27.0%
Magnifice (HK) Limited	24.5%

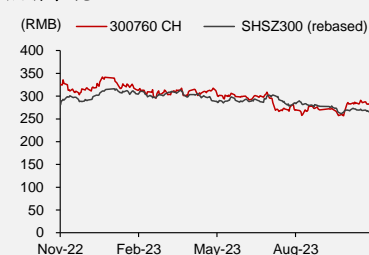
资料来源：深交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.3%	9.5%
3-月	1.9%	6.8%
6-月	-10.8%	-2.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

财务分析

利润表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	25,270	30,366	35,654	42,817	51,366
生命信息与支持类产品	11,153	13,401	15,893	18,357	21,110
体外诊断类产品	8,449	10,256	12,366	15,457	19,321
医学影像类产品	5,426	6,464	7,157	8,660	10,435
其他类产品	230	233	203	304	456
其他业务	12	12	35	39	42
销售成本	(8,843)	(10,885)	(12,188)	(14,670)	(17,644)
毛利	16,427	19,480	23,466	28,147	33,722
销售费用	(3,999)	(4,802)	(5,526)	(6,637)	(7,936)
行政费用	(1,106)	(1,320)	(1,604)	(1,905)	(2,260)
研发费用	(2,524)	(2,923)	(3,494)	(4,196)	(5,034)
其他	257	581	421	415	419
以公允价值计量的盈亏	10	(21)	(21)	(21)	(21)
投资盈亏	1	(5)	(5)	(5)	(5)
运营利润	9,066	10,991	13,236	15,798	18,884
其他	(49)	(37)	(37)	(37)	(37)
税前利润	9,017	10,954	13,199	15,761	18,847
所得税	(1,013)	(1,343)	(1,584)	(1,891)	(2,262)
净利润	8,004	9,611	11,616	13,869	16,586
非控股权益	(2)	(4)	(4)	(5)	(6)
归母净利润	8,002	9,607	11,611	13,864	16,579
调整后净利润	7,850	9,525	11,525	13,778	16,493
总股息	4,252	5,456	6,652	8,012	9,664

现金流量表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
税前利润	9,017	10,954	13,199	15,761	18,847
折旧摊销	717	911	978	1,115	1,239
税款	(1,013)	(1,343)	(1,584)	(1,891)	(2,262)
营运资金变化	328	1,524	(225)	(933)	(1,115)
其他	(50)	96	(224)	(300)	(402)
净经营现金流	8,999	12,141	12,145	13,751	16,308
投资现金流					
资本开支	(1,402)	(1,916)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购与投资	(3,520)	0	0	0	0
其他	110	(1,304)	(935)	265	265
净投资现金流	(4,812)	(3,220)	(2,935)	(1,735)	(1,735)
融资现金流					
已支付股息	(3,039)	(4,233)	(6,168)	(7,452)	(9,002)
净借贷	(441)	0	0	0	0
其他	(1,125)	(961)	0	0	0
净融资现金流	(4,605)	(5,194)	(6,168)	(7,452)	(9,002)
净现金流变动					
年初现金	15,723	15,133	23,186	26,228	30,792
汇率变动	(171)	114	0	0	0
年末现金	15,133	18,974	26,228	30,792	36,362

资产负债表

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	21,335	30,606	34,142	40,160	47,470
现金与现金等价物	15,361	23,186	26,228	30,792	36,362
应收账款	1,790	2,661	2,930	3,519	4,222
存货	3,565	4,025	4,249	5,115	6,151
其他流动资产	618	734	734	734	734
非流动资产	16,768	16,139	17,836	18,195	18,431
物业及厂房及设备 (净额)	3,772	4,261	5,696	6,994	8,169
递延税项	596	755	755	755	755
无形资产	2,061	1,977	1,628	1,280	932
商誉	4,218	4,403	4,403	4,403	4,403
其他非流动资产	6,120	4,743	5,353	4,763	4,172
总资产	38,103	46,745	51,977	58,356	65,901
流动负债	8,629	11,770	12,039	12,560	13,184
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	2,281	2,291	2,559	3,081	3,705
应付税款	474	573	573	573	573
其他流动负债	5,874	8,906	8,906	8,906	8,906
非流动负债	2,506	2,976	2,976	2,976	2,976
递延收入	105	93	93	93	93
其他非流动负债	2,401	2,883	2,883	2,883	2,883
总负债	11,135	14,746	15,015	15,536	16,161
股本	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212
资本盈余	608	608	608	608	608
其他储备	25,129	30,161	35,120	40,972	47,887
归属于母公司所有者权益	26,953	31,981	36,940	42,792	49,707
少数股东权益	15	18	23	28	34
总负债和股东权益	38,103	46,745	51,977	58,356	65,901

主要比率

	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
生命信息与支持类产品	44.1	44.1	44.6	42.9	41.1
体外诊断类产品	33.4	33.8	34.7	36.1	37.6
医学影像类产品	21.5	21.3	20.1	20.2	20.3
其他类产品	0.9	0.8	0.6	0.7	0.9
其他业务	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	65.0	64.2	65.8	65.7	65.7
税前利率	35.7	36.1	37.0	36.8	36.7
净利润率	32.3	31.7	31.6	32.6	32.4
有效税率	11.2	12.3	12.0	12.0	12.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.5	2.6	2.8	3.2	3.6
平均应收款周转天数	24.0	26.8	30.0	30.0	30.0
平均应付款周转天数	78.0	76.6	76.6	76.6	76.6
净负债/股东权益比率 (%)	净现	净现	净现	净现	净现
回报率 (%)					
资本回报率	29.7	30.0	31.4	32.4	33.3
资产回报率	21.0	20.6	22.3	23.8	25.2
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	6.6	7.9	9.6	11.4	13.7
每股股息 (人民币)	3.5	4.5	5.5	6.6	8.0
每股账面价值 (人民币)	22.2	26.4	30.5	35.3	41.0

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

贵州茅台 (600519 CH)

2024 年必选消费首推

展望下一阶段，我们认为，公司有实力利用品牌影响力再度实现量价齐增并利润增速高于收入增速，并在未来持续改善运营机制。维持公司“买入”评级。在行业遇冷周期内，茅台实现率先涨价，强化了其稳居高端白酒市场头部的地位并打破了市场对于公司市场化定位的担忧。收入来看，虽然自提价举措后暂时没有出现渠道囤货以及集中订购现象，我们认为，这次较平稳的渠道涨幅（提价发布 30 天后，终端价格上涨约 0.7%，而上轮提价 30 天后终端涨价幅度达到 11.5%）是由于直销渠道兴起叠加白酒行业进入年度淡季所致，终端价格上涨还需一段时间反应。利润来看，预计公司在 2024 年中，可以做到渠道利差压缩，与经销商利润再分配并持续实现直营引流。

- **提价有望打破行业下行周期。**中长期看，茅台提价对行业有领头羊作用，其他品牌的高端及次高端产品在中长期内的发展提供了更大的向上发展空间。短期内来看，市场信心被提振，随贵州茅台 2023 年 11 月 1 日将“飞茅”出厂价提升 20% 以后，市场有多个关于白酒品牌提价的消息传出，高端市场中，对于“五粮液八代”和“国窖 1573”，五粮液及国窖均回应称，对提价保持观望态度。11 月初，五粮液曾否认过内部讨论提价传闻，并称正大力研发满足年轻消费者的低度酒。而 11 月末，有五粮液大商透露，公司旗下核心大单品“五粮液八代”将提价 100-200 元，提价幅度为 10-20%。11 月 1 日，泸州老窖的腰部产品--三款不同度数的 500ml“60 版特曲”经销商结算价均上调 20 元左右，上调幅度为 4%-5%，公司日常化的价格调整措施仍在实行；11 月末，公司公告称，“价格倒挂”现象在预计范围内，公司没有针对“国窖 1573”的价格调整计划。11 月末，洋河旗下头牌酒“40.8 度苏酒·头排酒”出厂价提升 3%。我们认为，酒企的决策侧面隐含了供应端提价动力仍然偏弱，中高端白酒消费需求遇冷趋势延续。
- **展望明年，结构性机会仍然存在，终端零售价有攀升的可能。**在当前白酒价格倒挂加剧市场中，酒企提价需首先解决渠道库存积压量大的问题。鉴于高端白酒市场产量依然有限，且各品牌市场地位相对稳定，叠加监管层面或有对于行业高质量发展的支持，我们预计，高端白酒实现提价可能较高。同时，“弱复苏，强分化”的行业发展态势或仍将延续。
- **特别分红方案对股价有提振作用。**茅台公告将派发特别股息，每股派发现金红利 19.11 人民币。以此计算合计拟派发现金红利 240 亿元人民币。连同年终派息，我们预计 2023 年终分红率将达到 76.1%。
- **盈利预测调整。**综上，我们分别调高 2024-25 年度收入/净利润预测约 5%/7%。
- **估值。**我们中长期看好茅台作为龙头企业受益于提价后对利润收入的利好。维持公司“买入”评级，目标价 2,219 元人民币，基于 38x 2023 年预测市盈率，对应 2018 年以来均值。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	109,464	127,554	147,435	179,647	201,129
同比增长 (%)	11.7	16.5	15.6	21.8	12.0
净收入(百万元人民币)	52,460.1	62,716.2	73,346.8	90,831.7	102,362.
每股盈利(元人民币)	41.76	49.93	58.39	72.31	81.49
每股盈利变动 (%)	12.3	19.6	17.0	23.8	12.7
市场预期每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	59.05	70.36	81.65
市盈率(倍)	47.2	36.0	30.1	24.3	21.6
市帐率(倍)	13.1	11.4	10.3	8.3	6.8
股息率 (%)	1.1	1.2	1.4	1.8	2.0
权益收益率 (%)	29.9	32.4	35.6	37.7	34.7
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB 2,219
(此前目标价)	RMB 2,219)
潜在升幅	+26.7%
当前股价	RMB 1,751

中国消费行业

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(亿元人民币)	21,992
3 月平均流通量(百万人民币)	不适用
52 周内股价高/低(人民币)	1912.9/1628.9
总股本(百万)	1256.2
资料来源：FactSet	

股东结构

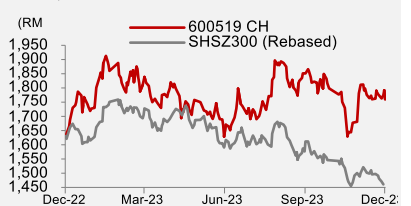
贵州茅台酒集团	54.1%
香港中央结算有限公司(陆股通)	6.9%
贵州省国有资本运营有限责任公司	4.5%
资料来源：彭博	

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.2%	1.3%
3-月	-4.9%	5.1%
6-月	7.6%	17.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

审计师：天职国际会计师事务所

财务分析

利润表

百万元人民币	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	109,464	127,554	147,435	179,647	201,129
销售成本	(9,157)	(10,199)	(10,875)	(11,750)	(12,714)
毛利润	100,307	117,355	136,560	167,897	188,415
运营费用	(26,569)	(30,956)	(35,532)	(43,296)	(48,473)
销售费用	(18,042)	(21,794)	(25,507)	(31,080)	(34,796)
行政费用	(8,512)	(9,147)	(10,026)	(12,216)	(13,677)
其他	(15)	(15)	-	-	-
EBITDA	75,217	88,010	102,643	126,554	142,263
折旧	(1,345)	(1,444)	(1,615)	(1,952)	(2,321)
其他摊销	(135)	(168)	-	-	-
EBIT	73,738	86,399	101,028	124,602	139,942
利息收入	945	1,475	1,377	1,490	1,863
利息支出	(14)	(12)	-	-	-
其他	(141)	(161)	(229)	(232)	(236)
税前利润	74,528	87,701	102,176	125,859	141,568
所得税	(18,808)	(22,326)	(26,011)	(32,040)	(36,039)
非控股权益	(3,260)	(2,659)	(2,818)	(2,987)	(3,167)
净利润	52,460	62,716	73,347	90,832	102,362

现金流量表

百万元人民币	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
税前收益	74,528	87,701	102,176	125,859	141,568
折旧和摊销	1,480	1,611	1,615	1,952	2,321
税款	(18,808)	(22,326)	(26,011)	(32,040)	(36,039)
运营资金变动	7,860	(29,127)	(477)	(672)	(624)
其他	(1,032)	(1,163)	-	-	-
净经营现金流	64,029	36,699	77,303	95,099	107,226
资本开支	(3,409)	(5,307)	(6,134)	(7,474)	(8,367)
联营公司	2	0	-	-	-
处理投资所得现金	(2,150)	(210)	-	-	-
其他	(6)	(21)	(1,031)	(1,031)	(1,031)
净投资现金流	(26,564)	(57,425)	(31,842)	(39,433)	(44,439)
股份发行	-	-	-	-	-
股息	(27,228)	(27,227)	(31,842)	(39,433)	(44,439)
其他	664	(30,197)	-	-	-
净融资现金流	(26,564)	(57,425)	(31,842)	(39,433)	(44,439)
年初现金	146,741	178,641	152,379	166,675	213,837
汇率变动	(2)	1	-	-	-
其他	31,900	(26,262)	14,296	47,162	53,389
年末现金	178,639	152,380	166,675	213,837	267,226

资产负债表

百万元人民币	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	220,766	216,611	233,644	284,404	341,641
现金与现金等价物	186,878	174,447	188,743	235,905	289,294
应收账款	422	1,056	1,220	1,487	1,664
存货	33,394	38,824	41,396	44,728	48,398
其他流动资产	72	2,284	2,284	2,284	2,284
非流动资产	34,403	37,753	43,303	49,855	56,932
物业及厂房及设备	19,794	21,951	26,469	31,991	38,037
无形资产	6,208	7,083	8,114	9,145	10,176
其他非流动资产	8,400	8,719	8,719	8,719	8,719
总资产	255,168	254,365	276,947	334,259	398,573
流动负债	57,914	49,066	51,325	54,251	57,475
短期债务	-	-	-	-	-
应付账款	34,510	34,103	36,362	39,289	42,512
其他流动负债	23,404	14,963	14,963	14,963	14,963
非流动负债	296	334	334	334	334
长期债务	296	334	334	334	334
总负债	58,211	49,400	51,659	54,586	57,809
股东权益	189,539	197,507	215,011	266,410	324,334
少数股东权益	7,418	7,458	10,276	13,264	16,430
总负债和股东权益	255,168	254,365	276,947	334,259	398,573

主要比率

百万元人民币	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
增长率 (%)					
销售收入	11.71	16.53	15.59	21.85	11.96
毛利润	11.79	17.00	16.37	22.95	12.22
EBITDA	11.11	17.01	16.63	23.30	12.41
EBIT	11.08	17.17	16.93	23.33	12.31
净利润	12.34	19.55	16.95	23.84	12.69
盈利能力比率					
毛利率	91.63	92.00	92.62	93.46	93.68
税前折旧及摊销前	68.71	69.00	69.62	70.45	70.73
股本回报率	29.90	32.41	35.56	37.73	34.66
资产负债比率					
流动比例(倍)	3.8	4.4	4.6	5.2	5.9
应收账款周转天数	1.4	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	1,331	1,389	1,389	1,389	1,389
应付账款周转天数	1,376	1,220	1,220	1,220	1,220
估值指标					
EPS	42	50	58	72	81
BPS	151	157	171	212	258
DPS	22	22	25	31	35

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

Vesync (2148 HK)

业绩全面好于预期，展望乐观

2023年上半年业绩远超预期，销售和净利润增长不仅仅领先于同行，而且库存也开始下降。所以我们认为公司的业绩反转，不止是已经到来，而且是相当稳固的。因为目前11倍23财年预测市盈率并不贵，考虑到22到25财年约20%的销售复合年增长率，我们维持买入评级。

- 2023年上半年业绩好于预期。** Vesync 上半年销售同比增长24%至2.77亿美元，符合招银国际预期，净利润也同比大增111%至3,300万美元，比招银国际预期高15%，也达到此前盈喜（增长70-120%）的高段。我们认为，销售快速增长的驱动因素有：1) 新产品的强劲表现，2) 线下、欧洲和日本市场快速扩张，以及3) Etekcity 增长恢复。净利润率也跃升至约12%，好于公司10%以上的指引，当中包括：1) 海运费、原材料成本的下降、客单价上涨和产品重新设计推动毛利率的提升，2) 好于预期的政府补贴和税率，但3) 高于预期的运营费用。
- 管理层维持了其相当强劲的23财年增长指引，虽然我们会稍微保守一些。** 管理层相信23财年的指引（20%以上的销售增长和10%以上的净利润率）是可以达成的，并认为23年下半年甚至24年的增长可能更快，得益于：1) 非常丰富的新产品推出，2) 应用程序的升级和新智能功能的添加，3) 在欧洲和日本等其他国家进一步扩张，以及4) 线下零售渠道有更多的产品和品牌交叉销售。我们预计公司毛利率和净利润率或进一步扩张，考虑到：1) 海运费降低，2) 人民币贬值，3) 更多产品重新设计等等。由于我们对美国恢复关税更为谨慎，预计24年的毛利率将同比下滑，而净利润率则会有小幅增长。
- 远超同行的表现。** 尽管行业仍在恢复当中，但 Vesync 的收入增长已远远好于行业水平。此外，同行的库存天数依然在增加或保持平稳，但 Vesync 的库存天数在上半年已经下降至118天。
- 上半年盈利大幅增长后，我们维持买入评级和目标价6.71港元。** 我们将23财年/24财年/25财年净利润预测上调43%/39%/37%，考虑到：1) 新产品的成功，2) 好于预期的毛利率，以及3) 更多的政府补贴和更好的税率。考虑到公司强劲的增长（21财年到25财年期间17%销售复合年增长率和28%净利润复合年增长率），目前11倍的估值极具吸引力。我们的目标价基于14倍的23财年预测市盈率（不变，3年平均市盈率为12倍）。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(千美元)	454,250	490,378	602,523	727,094	839,165
同比增长(%)	30.2	8.0	22.9	20.7	15.4
净利润(千美元)	41,588	-16,317	72,039	89,208	111,798
每股盈利(元美元)	0.036	(0.014)	0.062	0.077	0.096
每股盈利变动(%)	(25.3)	(138.6)	(541.5)	23.8	25.3
市场预测每股盈利(元美元)	不适用	不适用	0.056	0.069	0.084
市盈率(倍)	18.4	(47.6)	10.8	8.8	7.0
市帐率(倍)	2.5	2.8	2.2	1.8	1.4
股息率(%)	2.4	0.0	2.3	2.9	3.6
权益收益率(%)	14.5	(5.5)	23.0	22.6	22.6
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	HK\$6.71
(此前目标价)	HK\$6.71)
潜在升幅	+29.1%
当前股价	HK\$5.20

中国家电行业

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	6,024
3月平均流通量(百万港元)	不适用
52周内股价高/低(港元)	5.68/2.74
总股本(百万)	1,162.9

资料来源：彭博

股东结构

楊琳女士(委託人及受託人)	35.5%
楊毓正先生	31.5%
楊海先生	0.7%
高瓴资本	8.5%
股份獎勵信託	2.9%
自由流通	21.0%

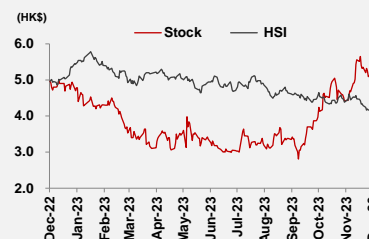
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.4%	22.6%
3-月	51.9%	69.7%
6-月	51.5%	81.3%
12-月	2.8%	26.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结:12月31日(千美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	454,250	490,378	602,523	727,094	839,165
北美	358,060	366,182	423,251	485,077	536,644
欧洲	81,041	107,946	156,522	211,304	264,130
亚洲	15,149	16,250	22,750	30,713	38,391
销售成本	(278,143)	(348,089)	(344,411)	(422,360)	(486,720)
毛利	176,107	142,289	258,112	304,734	352,445
其它收入	712	3,267	9,640	1,454	1,678
营运支出	(125,540)	(166,862)	(192,103)	(204,106)	(225,119)
广告推广	(21,165)	(35,993)	(45,189)	(53,078)	(59,581)
平台佣金	(12,839)	(2,409)	(2,031)	(2,057)	(2,082)
员工成本	(31,851)	(45,854)	(45,451)	(47,445)	(50,346)
研发	(17,308)	(29,954)	(33,139)	(36,355)	(39,441)
其它运营费用	(42,377)	(52,652)	(66,292)	(65,171)	(73,670)
息税前收益	51,279	(21,306)	75,650	102,082	129,004
融资成本净额	(98)	(916)	181	457	994
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	(172)	381	-	-	-
税前利润	51,009	-21,841	75,830	102,538	129,998
所得税	(9,421)	5,524	(3,792)	(13,330)	(18,200)
减: 非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	41,588	(16,317)	72,039	89,208	111,798

现金流量表

年结:12月31日(千美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	51,279	(21,306)	75,650	102,082	129,004
折旧和摊销	1,403	1,730	1,248	1,115	1,017
营运资金变动	(113,402)	(8,109)	67,886	(136,120)	78,672
已缴纳所得税	(7,822)	(18,400)	(3,792)	(13,330)	(18,200)
其它	21,863	47,380	2,268	2,652	3,290
经营活动所得现金流	(46,680)	1,295	143,260	(43,601)	193,783
资本开支	(16,547)	(5,728)	(3,638)	(4,390)	(5,067)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	225	857	-	-	-
其它	(30,000)	27,128	-	-	-
投资活动所得现金净额	(46,322)	22,257	(3,638)	(4,390)	(5,067)
股份发行	28,875	(2,050)	-	-	-
净借贷	684	4,764	-	-	-
支付股息	(18,561)	(18,943)	-	18	22
其它	(4,334)	(5,936)	(1,537)	(1,703)	(1,852)
融资活动所得现金净额	6,664	(22,165)	(1,537)	(1,685)	(1,830)
现金增加净额	(86,338)	1,387	138,085	(49,677)	186,886
年初现金及现金等价物	183,450	126,659	123,798	261,883	212,206
汇兑	29,547	(4,248)	-	0	0
年末现金及现金等价物	126,659	123,798	261,883	212,206	399,092

资产负债表

年结:12月31日(千美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	45,138	61,229	63,069	65,852	69,458
固定资产	4,477	4,557	6,518	9,411	13,126
无形资产和商誉	288	207	85	-24	-133
预付租金	12,398	10,216	10,216	10,216	10,216
合资及联营公司投资	12,202	12,215	12,215	12,215	12,215
其它非流动资产	15,773	34,034	34,034	34,034	34,034
流动资产	415,669	396,065	524,180	606,818	769,405
现金及现金等价物	128,547	114,647	83,507	159,495	120,536
存货	106,019	149,217	164,389	214,055	222,721
贸易和其他应收款	21,721	26,225	32,222	38,884	44,878
预付款	32,723	12,375	12,375	12,375	12,375
其它流动资产	126,659	93,601	231,686	182,009	368,895
流动负债	132,816	168,252	226,168	222,362	276,735
银行贷款	34,900	8,495	8,495	8,495	8,495
应付款	37,739	60,751	109,730	95,998	141,440
应计费用和其他应付款	36,945	39,078	48,015	57,942	66,873
应付税款	17,084	5,561	5,561	5,561	5,561
其它流动负债	6,148	54,367	54,367	54,367	54,367
非流动负债	13,353	11,585	11,585	11,585	11,585
银行贷款	-	741	741	741	741
递延收入	-	-	-	0	0
递延所得税	-	-	-	0	0
其它	13,353	10,844	10,844	10,844	10,844
少数股东权益	0	0	0	0	0
净资产总额	314,638	277,457	349,496	438,722	550,542
股东权益	314,638	277,457	349,496	438,722	550,542

主要比率

年结:12月31日(千美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
北美	79	75	70	67	64
欧洲	18	22	26	29	31
亚洲	3	3	4	4	5
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	11.3	(4.3)	12.6	14.0	15.4
经营利润率	11.2	(4.5)	12.6	14.1	15.5
税前利率	9.2	(3.3)	12.0	12.3	13.3
净利率	18.5	25.3	5.0	13.0	14.0
有效税率	38.8	29.0	42.8	41.9	42.0
有效税率	9.2	(3.3)	12.0	12.3	13.3
资产负债比率					
流动比率(x)	3.1	2.4	2.3	2.7	2.8
速动比率(x)	2.2	1.7	1.9	2.0	2.3
现金比率(x)	1.0	0.6	1.0	0.8	1.3
平均库存周转天数	147	128	105	105	105
平均应收款周转天数	57	95	95	95	95
平均应付帐款天数	55	52	52	52	52
债务/股本比率(%)	12	5	4	3	2
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	13.2	(5.9)	20.6	20.3	20.3
资产回报率	9.0	(3.6)	12.3	13.3	13.3
每股数据(美元)					
每股盈利(美元)	0.04	-0.01	0.06	0.08	0.1
每股股息(美元)	0.02	0.00	0.02	0.02	0.0
每股账面价值(美元)	0.27	0.24	0.30	0.38	0.5

数据来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

理想汽车 (LI US)

新势力的首选

我们认为理想汽车卓越的产品定义和设计能力，加之其节制的资本支出，已经使得理想汽车进入了良性循环的发展路径。相较于其他新势力，我们认为理想汽车健康的资产负债表有助于其在常态化的价格战中更好地存活，也更有机会去大量投入研发来缩小与头部企业在智能驾驶方面的差距。

■ **健康的资产负债表及合理的设计毛利率有助于应对持续的价格战。** 尽管中国极其复杂的汽车行业生态和利益诉求给不同类型的车企（国有、民营、新势力、外资）更多的存活空间，但我们仍认为新势力在行业巨变中占据更有利的位置，尤其在技术创新和品牌营销上。随着华为的参与度进一步提升以及小米（1810 HK，买入）的入局，我们预计明年新能源汽车的竞争或进一步加剧，这也会让稳健现金流和产品差异化显得更加重要。

作为目前唯一盈利的中国造车新势力，理想汽车相比竞争对手具有最好的现金储备以及毛利率。我们目前并没有看到其他头部新势力包括小鹏（XPEV US，持有）和蔚来（NIO US，持有）有清晰的扭亏为盈的信号。

■ **MEGA 再一次验证理想汽车出色的产品设计能力。** 我们认为理想的高盈利水平（2Q23 及 3Q23 的单车净利润在 2.7 万元左右）主要来自其卓越的产品设计能力。我们认为其最新的旗舰纯电 MEGA 再一次证明这一点：除了独树一帜的造型增加流量以外，我们认为 MEGA 5.3 米的车长不仅为了提供最佳的乘坐空间，也为满足家庭用车在不同场景的改造弹性和功能，这是市面上其他车型无法提供的，也能相对减轻投资者对其增程和纯电车型相互挤压的担忧。另外，我们认为打入 30 万元以下市场的 L6 也会为明年的销量带来可观的增量。

■ **智能驾驶仍有机会迎头赶上。** 在智驾的路线和技术细节并未最终确定，以及智驾相关的供应商日益成长的情况下，我们认为理想汽车仍有机会缩短与头部企业差距。理想汽车在其健康的资产负债表的支撑下已经开始加速在智驾方面的研发投入。

■ **估值/风险因素。** 我们预测理想汽车 2024 财年的销量同比增长 65%至 61 万台，净利润同比增长 61%至 145 亿人民币，净利润的增速稍慢于销量的主要原因是考虑了竞争带来利润率的潜在恶化以及在研发费用上的加速投入。我们 50 美元的目标价是基于 2024 财年 25 倍的市盈率。我们评级及目标价的主要风险包括理想汽车的智能驾驶、销量或毛利率可能低于预期，以及整体行业的估值下行。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(百万元人民币)	27,010	45,287	123,147	196,350	264,450
同比增长 (%)	186	68	172	59	35
净收入(百万元人民币)	(321)	(2,012)	9,045	14,514	20,796
每股盈利(元人民币)	(0.17)	(1.04)	4.61	7.34	10.41
每股盈利变动 (%)	N/A	N/A	N/A	60.5	43.3
市销率(倍)	8.1	5.5	2.1	1.4	1.0
市盈率(倍)	N/A	N/A	29.2	18.3	12.9
市净率(倍)	5.3	5.5	4.8	3.8	2.9
权益收益率 (%)	(0.9)	(4.7)	18.1	23.1	25.5
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	US\$ 50.00
(此前目标价)	US\$ 50.00)
潜在升幅	+37.7%
当前股价	US\$ 36.30

中国汽车行业

史迹, CFA

(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA

(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

顾思捷

jasongu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	38,520
3 月平均流通量(百万美元)	194
52 周内股价高/低(美元)	47.33/17.90
总股本(百万)	2,085

资料来源：彭博

股东结构

李想	21.9%
王兴	18.1%
其他	60.0%

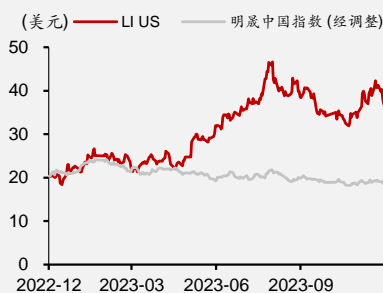
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.6%	4.9%
3-月	-7.4%	-2.2%
6-月	22.8%	26.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

财务分析

利润表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	27,010	45,287	123,147	196,350	264,450
销售成本	(21,248)	(36,496)	(96,739)	(153,699)	(209,752)
毛利	5,761	8,790	26,408	42,651	54,698
研发费用	(3,286)	(6,780)	(10,311)	(16,514)	(19,074)
销管费用	(3,492)	(5,665)	(9,374)	(13,448)	(15,993)
经营利润	(1,017)	(3,655)	7,083	13,189	20,231
融资成本净额	150	494	677	932	1,437
投资收益	527	376	980	1,484	1,588
其他非经营性费用	187	626	915	815	820
税前利润	(153)	(2,159)	9,654	16,420	24,075
所得税	(169)	127	(579)	(1,806)	(3,130)
终止经营	-	-	-	-	-
优先股增值	-	-	-	-	-
净利润	(321)	(2,012)	9,045	14,514	20,796

现金流量表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前利润	(153)	(2,159)	9,654	16,420	24,075
折扣和摊销	590	1,214	2,393	4,042	5,825
运营资金变动	6,565	5,035	28,849	16,475	27,861
其他	1,338	3,290	915	(620)	(2,029)
经营活动所得现金净额	8,340	7,380	41,811	36,317	55,732
资本开支	(3,445)	(5,128)	(9,650)	(11,200)	(12,200)
其他	(813)	763	(26,000)	(4,600)	(8,600)
投资活动所得现金净额	(4,257)	(4,365)	(35,650)	(15,800)	(20,800)
股票发行	11,00	2,469	9	12	15
借款净额	170	3,080	(2,276)	(890)	(757)
其他	5,533	90	-	-	-
融资活动所得现金净额	16,710	5,639	(2,267)	(878)	(742)
现金增加净额	20,793	8,655	3,895	19,639	34,190
年初现金及现金等价物	10,173	30,493	40,418	44,313	63,952
汇兑损益及终止经营	(472)	1,270	-	-	-
年末现金及现金等价物	30,493	40,418	44,313	63,952	98,142

资产负债表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	52,380	66,992	99,712	130,332	175,894
现金及现金等价物	27,854	38,478	41,813	60,952	94,642
应收账款	121	48	675	1,076	1,449
库存	1,618	6,805	9,276	14,738	17,240
其他流动资产	22,788	21,661	47,948	53,566	62,563
非流动资产	9,468	19,545	30,097	41,486	50,020
固定资产	4,498	11,188	18,247	25,121	31,173
无形资产	751	833	951	1,102	1,234
使用权资产	2,061	3,539	4,784	7,065	6,822
其他非流动资产	2,157	3,986	6,114	8,199	10,791
资产总额	61,849	86,538	129,809	171,818	225,913
流动负债	12,108	27,373	59,663	81,848	110,535
银行借款	37	391	848	734	-
应付账款	9,376	20,024	47,707	63,164	86,199
递延收入	305	569	1,203	2,205	3,554
其它流动负债	2,390	6,388	9,905	15,745	20,782
非流动负债	8,676	13,979	14,654	18,896	22,468
银行借款	563	3,317	669	(65)	(65)
租赁负债	1,370	1,946	2,779	4,445	4,426
其他非流动负债	6,744	8,716	11,207	14,517	18,107
负债总额	20,785	41,352	74,317	100,744	133,003
夹层股权	-	-	-	-	-
股本	1	1	1	1	1
储备	41,063	44,857	55,133	70,615	92,302
股东权益	41,064	44,859	55,134	70,617	92,303
权益与负债总额	61,849	86,538	129,809	171,818	225,913

主要比率

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
整车	96.7	97.4	97.3	96.9	96.8
其他销售和服务	3.3	2.6	2.7	3.1	3.2
增长率 (%)					
收入	185.6	67.7	171.9	59.4	34.7
毛利	271.9	52.6	200.4	61.5	28.2
经营利润	N/A	N/A	N/A	86.2	53.4
净利润	N/A	N/A	N/A	60.5	43.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.3	19.4	21.4	21.7	20.7
经营利润率	(3.8)	(8.1)	5.8	6.7	7.7
净利润率	(1.2)	(4.4)	7.3	7.4	7.9
资产负债比率					
净现金倍数 (x)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.6
流动比率 (x)	4.3	2.4	1.7	1.6	1.6
应收账款周转天数	2	0	2	2	2
库存周转天数	28	68	35	35	30
应付款周转天数	161	200	180	150	150
收益率 (%)					
权益收益率	(0.9)	(4.7)	18.1	23.1	25.5
资产收益率	(0.7)	(2.7)	8.4	9.6	10.5
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	(0.17)	(1.04)	4.61	7.34	10.41
每股股息 (人民币)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

吉利汽车 (175 HK)

产品矩阵完善，或被低估

尽管销量超预期，吉利汽车的股价今年跑输恒生指数以及港股的竞争对手，比如长城 (2333 HK, 买入)、比亚迪 (1211 HK, 买入)。公司之前通过不停增加新品牌的方式来发展新能源，我们认为这较难打造品牌形象来占据消费者心智。随着极氪的发展和银河的推出，我们认为品牌的认知度会有所改善。在其他车企今年跑赢大盘的情况下，吉利股价的下行风险相对较小。

- **极氪是为数不多的传统车企旗下的高端新能源品牌。**在尝试了各种品牌打造新能源品牌认知之后，现在极氪品牌和银河系列已成为吉利的新能源驱动力。我们预计 2024 年极氪销量同比增长 50% 至 18 万台。极氪 007 将成为重要的新车型，并将于明年 1 月份开启交付，而极氪全新中型 SUV 可能在明年四季度才开始交付，对 2024 年的销量贡献不大。尽管比起头部高端新能源品牌，极氪仍处于追赶状态，但在传统车企中属于为数不多的年销量超过 10 万台的高端新能源品牌。
- **新车型提振银河 2024 年销量。**我们认为吉利银河系列在 2023 年取得了一个好的开局，随着纯电车型 (E8/E7/E6) 以及售价更低的插电式混动车型 (L5) 的推出，明年的销量非常具有弹性，我们预测比起今年将增长超过 100% 至 25 万台。我们认为目前市场对银河的期望值还是较低。
- **极越能否带来惊喜？**尽管百度 (BIDU, 买入) 与吉利的合资公司极越是在吉利汽车的母公司层面，并不会为上市公司带来直接的收益，但如果极越的销量以及其他方面的表现 (比如智能化) 超出预期，我们认为上市公司仍能从中受益。目前这种合作的潜在收益并未在股价中有任何体现。
- **估值/风险因素。**基于大部分同行在今年三季度超预期的财务表现，我们认为吉利今年下半年的业绩也可能超我们此前的预期，因此我们上调吉利 2023 财年的净利润 15% 至 41.4 亿元人民币。我们认为新能源的规模效应也能改善 2024 年的业绩，相应上调了 2024 财年净利润 22% 至 60.1 亿元人民币。我们采用分部估值法，给予极氪 (100% 口径) 700 亿港元的估值，基于其 2024 财年核心收入 (不包含威睿以及研发服务收入) 1.5 倍的市销率。我们认为这已反映了目前市场竞争日益激烈的情况，因为此估值已低于极氪上一轮融资时的估值 (130 亿美元)。我们给予吉利除极氪以外的业务 13 倍 2024 财年的市盈率。我们维持买入评级以及目标价 14 港元。对评级和目标价的主要风险包括销量 (尤其是新能源销量) 和利润率不及预期以及行业整体估值下行。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入 (百万元人民币)	101,611	147,965	178,525	206,290	225,440
同比增长 (%)	10.3	45.6	20.7	15.6	9.3
净收入 (百万元人民币)	4,847	5,260	4,142	6,013	7,629
每股盈利 (元人民币)	0.48	0.50	0.40	0.57	0.73
每股盈利变动 (%)	(12.4)	8.5	(21.3)	45.1	26.9
市盈率 (倍)	13.9	14.2	19.1	13.0	10.3
市净率 (倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
股息率 (%)	0.9	1.6	1.1	1.6	2.0
权益收益率 (%)	7.3	7.3	5.4	7.4	8.9
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$ 14.00
(此前目标价)	HK\$ 14.00)
潜在升幅	+70.3%
当前股价	HK\$ 8.22

中国汽车行业

史迹, CFA

(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA

(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

顾思捷

jasongu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	82,668
3月平均流通量(百万港元)	304
52周内股价高/低(港元)	13.50/8.18
总股本(百万)	10,057

资料来源：彭博

股东结构

李书福	43.2%
其它	56.8%

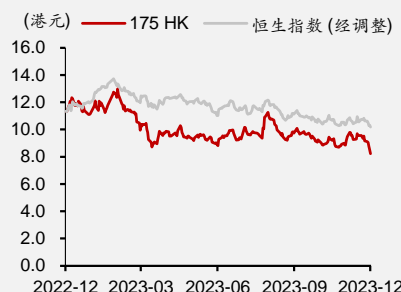
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.1%	-5.5%
3-月	-15.6%	-7.2%
6-月	-6.7%	0.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：致同会计师事务所

财务分析

利润表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	101,611	147,965	178,525	206,290	225,440
销售成本	(84,199)	(127,069)	(153,563)	(178,636)	(193,777)
毛利	17,412	20,896	24,962	27,654	31,663
销售费用	(6,323)	(8,228)	(10,872)	(11,227)	(11,689)
管理费用	(8,036)	(10,435)	(11,439)	(13,360)	(15,261)
其他收入	1,339	1,157	1,100	1,050	1,000
经营利润	4,393	3,389	3,751	4,118	5,713
股份支付	(1,213)	(1,489)	(975)	(600)	(75)
融资成本净额	280	380	332	355	424
合资及联营企业	1,205	651	188	1,538	1,442
其他非经营性费用	-	1,750	20	-	-
税前利润	4,665	4,682	3,317	5,411	7,504
所得税	(312)	(32)	(469)	(581)	(909)
减: 非控制股东权益	494	611	1,295	1,182	1,034
净利润	4,847	5,260	4,142	6,013	7,629

现金流量表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前利润	4,665	4,682	3,317	5,411	7,504
折扣和摊销	6,893	8,318	8,926	10,171	11,420
运营资金变动	3,964	3,590	3,678	4,749	(910)
其他	(174)	(571)	686	(1,045)	(1,530)
经营活动所得现金净额	15,348	16,018	16,607	19,286	16,484
资本开支	(6,100)	(10,337)	(13,338)	(12,851)	(11,969)
其他	(1,059)	(1,793)	(342)	1,465	1,464
投资活动所得现金净额	(7,159)	(12,130)	(13,679)	(11,386)	(10,505)
股票发行	31	9	1	35	-
股息	(1,677)	(1,833)	(1,907)	(1,480)	(2,134)
其他	2,562	3,149	(2,260)	1,273	(757)
融资活动所得现金净额	916	1,325	(4,166)	(172)	(2,891)
现金增加净额	9,105	5,213	(1,239)	7,728	3,087
年初现金及现金等价物	18,977	28,014	33,341	32,102	39,830
汇兑损益	(68)	114	-	-	-
年末现金及现金等价物	28,014	33,341	32,102	39,830	42,917

资产负债表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	65,296	79,064	86,669	101,914	110,087
现金及现金等价物	28,014	33,341	32,102	39,830	42,917
应收账款	31,549	34,392	42,699	49,340	53,920
库存	5,522	10,822	11,359	12,235	12,742
其他流动资产	211	508	508	508	508
非流动资产	69,046	78,762	84,229	87,885	89,337
固定资产	30,859	32,201	32,292	31,364	29,356
无形资产	20,959	22,609	26,523	29,805	32,015
递延所得税	2,435	4,573	4,573	4,573	4,573
其他非流动资产	14,793	19,379	20,841	22,142	23,393
资产总额	134,341	157,826	170,898	189,798	199,424
流动负债	60,351	68,953	79,748	92,539	97,662
银行借款	1,907	-	-	-	-
应付账款	57,393	65,481	78,338	91,129	96,252
应付所得税	853	773	773	773	773
其它流动负债	198	2,699	637	637	637
非流动负债	3,770	12,677	13,174	13,435	13,540
银行借款	-	2,758	3,258	3,258	3,258
长期应付款	2,863	7,602	7,599	7,860	7,964
其他非流动负债	907	2,317	2,317	2,317	2,317
负债总额	64,120	81,631	92,922	105,974	111,201
股本	183	184	184	185	185
储备	65,010	71,534	74,648	79,708	85,171
非控制股东权益	1,615	1,065	(269)	518	(546)
股东权益	68,606	75,130	78,245	83,306	88,769
权益与负债总额	134,341	157,826	170,898	189,798	199,424

主要比率

年结: 12/31 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
整车	84.6	68.3	64.9	61.1	59.0
零部件	8.7	5.9	5.6	5.3	5.3
IP 授权及研发服务	6.8	25.8	29.5	33.5	35.6
增长率 (%)					
收入	10.3	45.6	20.7	15.6	9.3
毛利	18.2	20.0	19.5	10.8	14.5
经营利润	(11.6)	(22.8)	10.7	9.8	38.7
净利润	(12.4)	8.5	(21.3)	45.1	26.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.1	14.1	14.0	13.4	14.0
经营利润率	4.3	2.3	2.1	2.0	2.5
净利润率	4.8	3.6	2.3	2.9	3.4
资产负债比率					
净现金倍数 (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	117	89	90	90	90
库存周转天数	24	31	27	25	24
应付款周转天数	254	193	190	190	185
收益率 (%)					
权益收益率	7.3	7.3	5.4	7.4	8.9
资产收益率	4.0	3.6	2.5	3.3	3.9
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.48	0.50	0.40	0.57	0.73
每股股息 (人民币)	0.18	0.19	0.14	0.21	0.26

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

万物云 (2602 HK)

存量探索初显成效，拓展模式一举多得

作为存量市场探索的先行者，万物云运用蝶城战略在单一区域实现较高项目密度并进行提效改造。该战略持续推进并在1H23向市场展示了可量化的成效，在带动毛利率有效提升的同时显著提高了增值服务业务开展效率。公司在竞标中多采用携带资本投入的模式引发市场争议，通过分析，我们认为该举措实际可一举多得。我们预估公司2023营收同比增长19%，息税前利润增长27%的，维持买入评级，目标价44.1港元，反映20倍2023年P/E。催化剂：纳入港股通。

■ **存量市场探索初显成效。**公司“蝶城”战略初显成效。截至1H23，公司蝶城数量达601个，较2022年增长17个；其中已完成提效改造的蝶城达102个，较22年增加64个，公司计划全年完成150个，即2H23完成48个蝶城的改造。从效果来看：1)已完成改造的蝶城在1H23为节约成本约1.04亿元，使住宅板块毛利率提升至12.6%，相较1H22提升2.1个百分点，较FY22提升2.9个百分点。2)增值服务在蝶城内获得更多业务机会，1H23社区增值板块收入同比提升22%，毛利率提高1.8个百分点至36.5%。截至2023年9月，公司局部改造业务“研选家”累计合同量同比增长150%，我们认为随着蝶城战略的持续推进，其所带来的成效将愈发显著。

■ **存量拓展带资进场实为一举多赢。**公司在存量项目竞标中多采用携带资本投入的模式引发市场争议且被诟病扰乱市场竞争，部分投资者也认为加重资产不会为财务带来积极影响。但通过对细节的分析，我们认为该举措实际利大于弊：1)首先，带资进场参与竞标会显著提高竞争力，2)此“带资”非彼“带资”，相比业内常见的自带资金为项目解决遗留问题，万物云所注入资金更多是为了配合蝶城战略做相应的改造，公司并不与业主委员会建立共管账户。3)公司中标后将项目纳入蝶城管理从而获得成本优势，因此在竞标中可以提供更多价格优势。4)如果从收并购的角度看待带资进场，公司竞标存量项目的平均市销率约0.26倍，市盈率约5倍，远低于物企收并购市场平均估值（约10倍），同时所带资金投入购买标的而不是支付给买家且没有未来商誉减值问题。

■ **维持盈利预测不变。**我们预估公司2023年营收同比增长19%，息税前利润同比增长27%，基于毛利率的继续提高及管理费率的继续降低。公司在中期提高派息率至息税前利润的20%（此前为10%）并将继续维持。我们持续看好公司，基于其1)在存量市场的绝对竞争力和蝶城战略保障下的增值服务增长空间；2)万物梁行在商写赛道的竞争优势；3)对关联地产公司的低依赖度等；4)公司于10月31日公布6.32亿港元的回购计划，进一步彰显管理层对公司的信心。维持买入评级，目标价44.1港元，反映20倍2023年P/E。催化剂：公司在10月24日完成H股全流通，将有望在明年纳入港股通。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	23,705	30,106	35,789	42,205	49,507
同比增长(%)	30.6	27.0	18.9	17.9	17.3
净利润(百万人民币)	1,667.6	1,510.5	2,076.4	2,539.6	3,062.2
每股收益(人民币)	1.65	1.40	1.92	2.35	2.83
同比增长(%)	12.4	(15.2)	37.5	22.3	20.6
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.85	2.33	2.79
市盈率(倍)	na	28.1	11.0	9.0	7.5
市净率(倍)	na	5.0	2.1	1.7	1.4
股息(%)	na	0.7	3.2	3.7	4.3
股本回报率(%)	20.7	11.5	11.7	12.4	13.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场

买入 (维持)

目标价	HK\$ 44.1
潜在升幅	+90.9%
当前股价	HK\$ 23.1

中国物业服务行业

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

马毓泽

(852) 3900 0805

nikama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	27,223
3月平均流通量(百万港元)	12.2
52周内股价高/低(港元)	56.15/20.95
总股本(百万)	1,178.5

资料来源：FactSet

股东结构

万科企业	50.9%
Radiant Sunbeam Ltd.	15.3%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.4%	-0.3%
3-月	-18.8%	-8.3%
6-月	-15.7%	-1.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：FactSet

审计师：毕马威

财务分析

利润表

(人民币百万)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	23,705	30,106	35,789	42,205	49,507
住宅物业	11,363	14,811	17,748	21,179	25,068
商业物业	5,288	7,545	9,229	10,857	12,511
社区增值	1,798	1,772	2,199	2,748	3,456
非业主增值	3,065	2,935	2,935	2,935	2,935
城市空间服务	340	664	764	863	967
AIoT 和 BPaaS 解决方案	1,850	2,378	2,914	3,623	4,569
成本	(19,685)	(25,875)	(30,347)	(35,672)	(41,738)
毛利润	4,020	4,231	5,442	6,533	7,769
其他收入	394	571	308	314	321
营销费用	(257)	(450)	(501)	(591)	(693)
管理费用	(1,79)	(2,15)	(2,29)	(2,70)	(3,16)
其他运营费用	(69)	(156)	(180)	(180)	(180)
经营利润	2,297	2,042	2,778	3,375	4,049
合联营企业	34	(10)	10	10	10
财务成本	(10)	(11)	(10)	(10)	(9)
税前利润	2,320	2,021	2,777	3,375	4,049
所得税	(606)	(435)	(625)	(759)	(911)
利润	1,714	1,586	2,152	2,616	3,138
非控股股东权益	(47)	(76)	(76)	(76)	(76)
归母净利润	1,668	1,510	2,076	2,540	3,062

现金流量表

(人民币百万)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前收益	2,320	2,021	2,777	3,375	4,049
折旧和摊销	395	855	895	945	985
运营资金变动	784	588	(391)	147	256
所得税支付	(496)	(535)	(625)	(759)	(911)
其它	(170)	(171)	116	109	101
经营活动所得现金流	2,834	2,756	2,772	3,816	4,480
资本开支	(285)	(543)	(643)	(743)	(843)
其他	804	506	322	329	336
投资活动所得现金净额	519	(36)	(321)	(414)	(507)
股份发行	-	5,728	-	-	-
净借贷	(18)	(16)	-	-	-
股息	(2,243)	(1,294)	(724)	(852)	(993)
其它	(58)	(235)	(10)	(10)	(9)
融资活动所得现金净额	(2,319)	4,183	(734)	(862)	(1,002)
现金增加净额	1,033	6,903	1,717	2,540	2,971
年初现金及现金等价物	5,398	6,431	13,345	15,062	17,603
汇兑	(0)	12	-	-	-
年末现金及现金等价物	6,431	13,345	15,062	17,603	20,574

资产负债表

(人民币百万)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	15,016	15,121	15,681	16,290	16,960
固定资产	501	666	842	1,017	1,203
商誉	3,700	3,700	3,700	3,700	3,700
其他无形资产	4,544	4,807	5,120	5,483	5,895
预付和其它应收款	1,992	2,389	2,389	2,389	2,389
其它	4,279	3,559	3,630	3,701	3,772
流动资产	13,708	21,789	24,040	27,392	31,199
现金及现金等价物	6,431	13,345	15,062	17,603	20,574
应收账款	4,514	6,278	6,800	7,597	8,416
预付及其它应收款	1,698	1,698	1,698	1,698	1,698
其它	1,066	468	480	494	511
总资产	28,724	36,910	39,721	43,682	48,158
流动负债	16,282	17,714	17,856	18,815	19,907
应付账款	3,243	5,320	5,463	6,421	7,513
合同负债	4,168	4,515	4,515	4,515	4,515
其它	8,871	7,879	7,879	7,879	7,879
非流动负债	2,130	2,195	2,195	2,195	2,195
借款	4	4	-	-	-
递延所得税负债	1,088	990	990	990	990
其它	1,038	1,201	1,205	1,205	1,205
总负债	18,412	19,909	20,052	21,010	22,102
股东权益	9,893	16,460	19,052	21,979	25,287
少数股东权益	419	541	617	693	769
股东权益	10,313	17,001	19,669	22,672	26,056

主要比率

(人民币百万)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
住宅物业	47.9	49.2	49.6	50.2	50.6
商业物业	22.3	25.1	25.8	25.7	25.3
社区增值	7.6	5.9	6.1	6.5	7.0
非业主增值	12.9	9.7	8.2	7.0	5.9
城市空间服务	1.4	2.2	2.1	2.0	2.0
AIoT 和 BPaaS 解决方案	7.8	7.9	8.1	8.6	9.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	17.0	14.1	15.2	15.5	15.7
经营利润率	9.7	6.8	7.8	8.0	8.2
净利润率	7.0	5.0	5.8	6.0	6.2
有效税率	26.1	21.5	22.5	22.5	22.5
增长率 (%)					
收入	30.6	27.0	18.9	17.9	17.3
毛利润	19.5	5.2	28.6	20.1	18.9
净利润	13.9	-9.4	37.5	22.3	20.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.8	1.2	1.3	1.5	1.6
应收账款周转天数	70	76	69	66	62
回报率 (%)					
资本回报率	16.9	9.2	10.9	11.6	12.1
资产回报率	5.8	4.1	5.2	5.8	6.4
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.65	1.40	1.92	2.35	2.83
每股股息(人民币)	3.49	0.26	0.67	0.79	0.92
每股账面价值(人民币)	2.04	7.85	10.02	12.46	15.21

资料来源：公司资料及招银国际环球市场预测

潍柴动力 (2338 HK)

重卡板块上升周期的主要受益者

我们预计重卡行业在 2024 年继续处于上升周期，且潍柴在天然气重卡发动机领域的市场份额超过 60%，因此在天然气重卡销售占比提升下，潍柴在整个重卡发动机的市场份额将得以提升。另一方面，我们认为潍柴的非重卡产品组合日益多元化，包括(1)雷沃重工的整合，(2)对雷沃重工 CVT 发动机配套量的提升，(3)大缸径发动机销量快速增长，以及(4)持续投资氢燃料电池，将带来新的增长机会。我们给予潍柴 H 的 SOTP 目标价为 19.4 港元，重申买入评级。潍柴是我们在装备制造板块中的首选。

- 主要产品覆盖范围。** 潍柴主要产品包括全系列发动机、变速箱、车桥、液压产品、重卡、叉车、供应链解决方案、燃料电池系统及零部件、农业装备、汽车电子及零部件等，其中，发动机产品远销全球 150 多个国家和地区，广泛应用和服务于全球卡车、客车、工程机械、农业装备、船舶、电力等市场。
- 我们预计 2024 年重卡行业销售同比增长 15%。** (1) 国内方面，重卡保有量增长与中国 GDP 增长高度相关。我们预计 2024 年中国经济温和增长（招银国际预测：4.8%）将拉动重卡保有量以相若速度增长。叠加替换需求恢复，我们预计 2024 年重卡国内销量将同比增长约 14%。(2) 海外方面，我们预计 2024 年重卡出口销售将同比增长 18%。产品结构方面，我们预计天然气重卡将继续占总销量的 25%-30%。
- 潍柴 10 月份多缸柴油机销量同比增 71%。** 据中内协统计，潍柴动力 10 月份多缸柴油机销量同比增长 71%，创今年 4 月份以来最高增速，增速同时高于商用车多缸发动机行业销量增速（同比增长 52%）。据我们测算，10 月份潍柴多缸柴油机市场份额达到 22.1%，高于今年 9 月份的 19.3% 和 2022 年 10 月的 16.1%。
- 风险因素。** (1) 出口增长弱于预期；(2) 零部件成本回升；(3) 新业务增长低于预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(百万元人民币)	203,548	175,158	206,901	228,433	242,376
同比增长 (%)	3.1	(13.9)	18.1	10.4	6.1
净利润(百万元人民币)	9,255	4,906	8,595	10,172	10,908
每股盈利(元人民币)	1.06	0.56	0.98	1.17	1.25
每股盈利变动 (%)	(8.6)	(47.0)	75.2	18.4	7.2
市场预测每股盈利(元人民币)	n/a	n/a	0.98	1.19	1.33
市盈率(倍)	11.2	21.1	12.7	10.7	10.0
EV/EBITDA(倍)	4.7	6.8	4.8	4.3	4.1
市帐率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	3.0	2.1	2.8	3.3	3.5
权益收益率 (%)	15.2	6.8	11.3	12.2	12.1
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$ 19.4
(此前目标价)	HK\$ 19.4)
潜在升幅	+42%
当前股价	HK\$ 13.6

中国装备制造行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	118,855.7
3月平均流通量(百万港元)	113.5
52周内股价高/低(港元)	14.58/9.49
总股本(百万)	8726.6

资料来源：彭博

股东结构

潍柴控股集团	16.3%
潍坊市投资集团	3.4%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.0%	23.2%
3-月	28.0%	44.6%
6-月	27.3%	48.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：Factset

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	203,548	175,158	206,901	228,433	242,376
销售成本	-163,947	-144,011	-164,693	-182,289	-193,416
毛利	39,601	31,147	42,208	46,143	48,960
营业成本	-26,038	-25,664	-29,855	-31,510	-33,587
息税前收益	13,563	5,482	12,352	14,634	15,373
其他费用	-145	-162	-248	-274	-291
净财务费用	450	909	337	578	963
财务收入	1,724	2,359	2,058	2,315	2,704
财务费用	-1,274	-1,450	-1,721	-1,737	-1,741
联营及合资公司收益	187	-144	188	191	177
税前利润	14,055	6,086	12,630	15,129	16,223
所得税	-2,493	-403	-2,084	-2,723	-2,920
税后利润	11,562	5,683	10,546	12,405	13,303
非控制股东权益	-2,307	-778	-1,951	-2,233	-2,394
净利润	9,255	4,906	8,595	10,172	10,908
折旧及摊销	10,597	11,148	11,279	11,902	12,533
EBITDA	24,160	16,630	23,632	26,535	27,906

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
税前收益	14,055	6,086	12,630	15,129	16,223
财务费用	1,274	1,450	1,721	1,737	1,741
利息收入	-1,724	-2,359	-2,058	-2,315	-2,704
联营及合资公司收益	-187	144	-188	-191	-177
折旧	8,473	8,950	8,719	9,324	9,984
摊销	2,065	2,114	2,475	2,493	2,464
所得税	-2,493	-403	-2,084	-2,723	-2,920
流动资金变动	-8,767	-20,324	-6,590	-1,455	-566
其他	1,963	1,992	2,143	2,400	2,789
经营现金流	14,658	-2,350	16,768	24,398	26,834
净资本开支	-3,610	-5,242	-8,400	-6,900	-6,900
联营及合资公司投资	-3,082	-150	0	0	0
控股公司投资	-496	-159	0	0	0
联营及合资公司股息收入	143	160	107	109	101
其他	1,636	-3,155	0	0	0
投资活动现金流	-5,409	-8,545	-8,293	-6,791	-6,799
股权融资	14,050	1,676	0	0	0
净银行借贷	-5,913	12,842	800	100	100
股息分派	-4,715	-3,930	-2,203	-3,008	-3,560
财务费用	0	0	-1,721	-1,737	-1,741
其他	-298	-5,736	0	0	0
融资活动所得现金净额	3,123	4,852	-3,124	-4,645	-5,201
现金增加净额	12,372	-6,043	5,351	12,962	14,834

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	116,406	125,182	122,468	117,634	112,162
物业、厂房及设备	33,188	37,892	36,173	32,349	27,865
联营及合资公司	6,713	5,341	5,422	5,504	5,580
商誉	22,847	24,019	24,019	24,019	24,019
长期应收帐	9,522	10,173	10,173	10,173	10,173
无形资产	20,908	22,760	21,684	20,592	19,527
其他	23,228	24,998	24,998	24,998	24,998
流动资产	160,638	168,484	186,683	204,087	222,853
预付款	1,570	1,473	1,388	1,303	1,218
存货	31,585	33,374	41,528	43,374	46,710
应收帐	18,191	21,419	26,197	28,877	29,559
应收票据	16,562	16,575	16,575	16,575	16,575
其他	17,688	24,803	24,803	24,803	24,803
现金	75,043	70,842	76,193	89,155	103,989
流动负债	115,382	119,743	126,885	130,057	133,609
应付贸易账款	39,596	45,560	51,902	54,974	58,426
应付票据	27,797	22,025	22,025	22,025	22,025
银行贷款	12,982	15,824	16,624	16,724	16,824
其他	35,006	36,334	36,334	36,334	36,334
非流动负债	58,700	69,813	69,813	69,813	69,813
银行贷款	18,839	28,839	28,839	28,839	28,839
应付账款	18,427	14,879	14,879	14,879	14,879
其他	21,435	26,094	26,094	26,094	26,094
总权益	102,962	104,111	112,454	121,851	131,593
股东权益	70,907	73,184	79,576	86,741	94,089
少数股东权益	32,055	30,926	32,877	35,110	37,505

主要比率

主要比率	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
发动机	31.7	22.4	28.2	29.6	29.7
汽车及其他主要汽车零部件	36.5	26.7	28.9	28.1	27.6
叉车及供应链解决方案	38.6	45.1	39.7	38.1	38.1
农业机械	-	10.1	9.0	9.0	8.9
分部间销售	(6.8)	(4.3)	(5.8)	(4.8)	(4.3)
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	19.5	17.8	20.4	20.2	20.2
息税前利润率	6.7	3.1	6.0	6.4	6.3
税后利润率	5.7	3.2	5.1	5.4	5.5
增长率 (%)					
收入	3.1	(13.9)	18.1	10.4	6.1
毛利	3.8	(21.3)	35.5	9.3	6.1
息税前利润	5.5	(59.6)	125.3	18.5	5.1
净利润	0.5	(47.0)	75.2	18.4	7.2
资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
平均应收帐款周转天数	30	41	42	44	44
平均存货周转天数	70	82	83	85	85
平均应付帐款周转天数	95	108	108	107	107
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	4.2	2.0	3.5	3.9	4.1
资本回报率	15.2	6.8	11.3	12.2	12.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.06	0.56	0.98	1.17	1.25
每股账面值(人民币)	8.13	8.39	9.12	9.94	10.78
每股股息(人民币)	0.35	0.25	0.34	0.41	0.44

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

浙江鼎力 (603338 CH)

海外增长策略明确

在基建投资、制造业投资以及设备置换需求的推动下，未来数年的北美高空作业平台需求将持续强劲，将有利鼎力产品渗透当地市场。我们认为得益于1) 广泛的产品系列，2) 明确的海外战略：包括渗透到美国一级租赁公司以及向新兴国家扩张，将有助于鼎力在同行中脱颖而出。鼎力今年第三季度的海外收入占比70%，我们预期未来有机会进一步上升。我们给予鼎力目标价70元人民币，基于18倍2024年市盈率（较历史平均水平31倍低1个标准差）。维持买入评级。

- **鼎力具备提供全系列产品的能力。**鼎力从事各类智能高空作业平台的研发、制造、销售和服务，产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共200多款规格。臂式系列包含直臂式和曲臂式两类，全系列包含电动、混动、柴动三种动力源，最大工作高度达44米，最大荷载454kg；剪叉式系列最大工作高度达32米，最大荷载1,000kg；桅柱式系列包括桅柱式高空作业平台及高空取料平台产品。产品主要应用于工业领域、商业领域和建筑领域，覆盖建筑工程、建筑物装饰与维护、仓储物流、石油化工、船舶生产与维护，以及诸如国家电网、核电站、高铁、机场、隧道等特殊工况。
- **臂式产品继续是增长动力：**臂式产品今年三季度收入同比飙升1.9倍至7.3亿元人民币，首次超过剪叉式产品收入（7亿元人民币）。2) 臂式产品海外收入贡献持续上升，今年前九个月海外收入占比45%（此前30%），预计2024年臂式海外销售比例将超过50%。
- **成本大幅下降有利稳定毛利率。**全球海运费已大幅度下跌，钢材价格也在低位运行，将有利鼎力于2024年维持较高的毛利率水平。
- **风险：**（1）中国高空作业平台市场竞争进一步加剧；（2）欧洲反倾销税率高于预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(百万元人民币)	4,939	5,445	6,267	7,508	8,646
同比增长(%)	67.1	10.2	15.1	19.8	15.2
净利润(百万元人民币)	884	1,257	1,693	1,963	2,229
每股盈利(元人民币)	1.82	2.48	3.34	3.88	4.40
同比增长(%)	33.2	36.3	34.7	16.0	13.6
市场共识每股盈利(元人民币)	n/a	n/a	3.26	3.78	4.39
EV/EBIDTA(倍)	19.7	17.8	11.7	9.7	8.6
市盈率(倍)	26.2	19.2	14.3	12.3	10.8
市帐率(倍)	4.0	3.4	2.8	2.4	2.0
股息收益率(%)	0.7	1.0	1.4	1.6	1.8
权益收益率(%)	18.2	19.3	21.7	21.1	20.2
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB 70.0
(此前目标价)	RMB 70.0)
潜在升幅	+46%
当前股价	RMB 47.73

中国装备制造

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	24,165.7
3月平均流通量(百万港元)	182.0
52周内股价高/低(港元)	61.65/43.58
总股本(百万)	506.3

资料来源：彭博

股东结构

许树根	45.5%
德清中鼎股权投资管理有限公司	11.6%
香港中央结算有限公司	11.1%

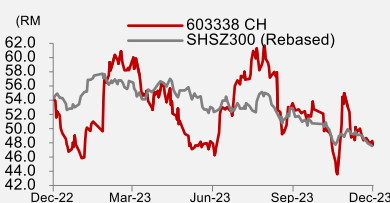
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.0%	-9.9%
3-月	-10.9%	-1.6%
6-月	-0.3%	10.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：Factset

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	4,939	5,445	6,267	7,508	8,646
销售成本	-	-3,755	-3,912	-4,686	-5,454
毛利	1,449	1,690	2,355	2,822	3,192
税金及附加	-15	-12	-13	-15	-17
销售费用	-111	-158	-182	-218	-251
管理费用	-88	-123	-138	-161	-182
研发费用	-155	-202	-219	-263	-303
资产减值	-32	-51	-50	-45	-52
EBIT	1,048	1,143	1,753	2,120	2,388
净财务收入/(支出)	-69	233	104	61	89
财务收入	16	250	150	105	130
财务支出	-85	-17	-46	-44	-41
其他收益	40	64	69	75	86
联营企业和合营企业投资收益	1	20	43	27	29
税前盈利	1,021	1,460	1,969	2,283	2,592
所得税费用	-137	-203	-276	-320	-363
税后盈利	884	1,257	1,693	1,963	2,229
少数股东	0	0	0	0	0
净利润	884	1,257	1,693	1,963	2,229
折旧和摊销	77	101	138	165	192
EBITDA	1,125	1,245	1,892	2,286	2,581

现金流量表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
除税前溢利	1,021	1,460	1,969	2,283	2,592
融资成本	85	17	46	44	41
利息收入	58	-234	-150	-105	-130
联营及合资公司利润	-1	-20	-43	-27	-29
折旧和摊销	77	101	138	165	192
已付所得税	-164	-260	-276	-320	-363
营运资金变动	-687	-211	68	-44	-432
其他	-15	83	0	0	0
经营活动所得现金净额	374	937	1,753	1,998	1,872
购买物业、厂房及设备净投资	-340	-819	-500	-300	-300
已收利息	-58	234	150	105	130
其他	409	-464	0	0	0
投资活动所用现金净额	-69	-1,222	-350	-195	-170
股权融资	1,482	0	0	0	0
净银行贷款	746	266	-50	-100	-100
已付股息	-126	-172	-253	-339	-393
已付利息	-30	-46	-46	-44	-41
其他	-3	-3	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	2,069	45	-349	-483	-533
现金(减少)增加净额	2,374	-240	1,054	1,320	1,168

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	2,181	2,980	3,555	3,777	4,048
物业、厂房及设备	828	947	1,317	1,460	1,576
联营及合资公司	108	121	164	190	219
长期应收账	584	602	772	833	968
无型资产	234	396	388	379	371
可供出售投资	0	0	0	0	0
其他	415	885	885	885	885
递延税项资产	12	30	30	30	30
流动资产	7,394	8,821	9,312	11,818	12,951
存货	1,387	1,795	1,377	1,961	1,685
应收账	2,293	3,094	2,949	3,551	3,792
预付款	42	9	9	9	9
其他	157	401	401	401	401
银行结余及现金	3,514	3,522	4,576	5,896	7,064
流动负债	3,144	3,753	3,378	4,531	4,149
应付账及其他应付款项	1,868	2,381	2,056	3,259	2,927
银行借款	873	777	727	677	627
税项负债	165	225	225	225	225
预收账款	18	29	29	29	29
其他	220	341	341	341	341
非流动负债	452	984	984	934	884
银行借款	302	740	740	690	640
递延税项负债	0	0	0	0	0
递延收入	108	183	183	183	183
其他	42	61	61	61	61
资本及储备	5,978	7,065	8,505	10,129	11,966
股东权益	5,978	7,065	8,505	10,129	11,966
少数股东权益	0	0	0	0	0

主要比率

年结: 12月31日	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合(%)					
臂式	33	27	26	30	33
剪叉式	58	61	62	59	56
桅柱式	5	9	9	8	8
其他	4	4	3	3	2
总数	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	29.3	31.0	37.6	37.6	36.9
息税折旧摊销前利润率	22.8	22.9	30.2	30.4	29.8
息税前利润率	21.2	21.0	28.0	28.2	27.6
净利润率	17.9	23.1	27.0	26.1	25.8
增长率(%)					
收入	67.1	10.2	15.1	19.8	15.2
毛利	40.4	16.7	39.3	19.8	13.1
EBITDA	39.9	10.6	52.0	20.8	12.9
息税前利润	37.2	9.1	53.4	20.9	12.6
净利润	33.2	42.1	34.7	16.0	13.6
资产负债比率					
流动比率(x)	2.4	2.4	2.8	2.6	3.1
平均应收账款周转天数	131	181	176	158	155
平均存货周转天数	122	155	148	130	122
平均应付帐款周转天数	162	207	207	207	207
净负债/总权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资产回报率	11.5	11.8	13.7	13.8	13.7
资本回报率	18.2	19.3	21.7	21.1	20.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.82	2.48	3.34	3.88	4.40
每股账面值(人民币)	11.81	13.95	16.80	20.00	23.63
每股股息(人民币)	0.34	0.50	0.67	0.78	0.88

资料来源: 公司, 招银国际环球市场预测

奈飞 (NFLX US)

内容为王，AVOD+付费共享开启增长新引擎

作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。在经历剪线红利及海外拓张后，我们看好奈飞 AVOD 拓展+付费共享梯度接力，并拉动长期会员增长及利润率提升。在超预期的 3Q23 业绩中，奈飞展现了强劲的会员增长、可观的利润率指引（FY24 运营利润率为 22%-23%，较去年同期增长 2-3 个百分点）及持续增加的自由现金流（从 50 亿美元上调至 65 亿美元），缓解了市场对内容支出及竞争的担忧。展望未来，我们预计奈飞将在 FY23-25 实现 11% 的收入 CAGR，24% 的利润 CAGR，其中会员数 CAGR 为 7.6%（受益于海外持续渗透、AVOD 和付费共享拓展）。随着竞争企稳及罢工落幕，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善，建议逢低买入。维持买入评级，基于 DCF 目标价为 512 美元（对应 33x FY24E P/E），低于历史倍数 15%。

- **全球流媒体龙头，增长路径清晰可期。**作为全球领先的流媒体视频平台，奈飞在 190 多个国家拥有 2.47 亿付费会员（截至 3Q23）。凭借庞大用户基础、丰富原创内容和独家 IP 储备，预计奈飞将在 FY23-25 实现 24% 盈利 CAGR。
- **精品原创内容构筑壁垒、推动份额获取及持续提价。**凭借前期高投入及好莱坞工业化制作体系，奈飞持续推出精品原创内容（例如悬疑和生存类实现高口碑），且作品屡获重磅奖项，推动会员高速增长并反哺内容制作。内容优势夯实其行业领先地位及高用户粘性，并支撑多次提价（从 2011 年至 2023 年涨价七次）。看好未来 ARPU 增长空间（预计 ARM 在 FY23-25 CAGR 为 3.4%），得益于行业提价浪潮、AVOD 扩展、基础低价套餐关停（部分地区）。随着竞争告别白热化、工会协议达成，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善。
- **低价广告订阅（AVOD）和付费共享开拓第二增长曲线。**我们看好奈飞 AVOD 长期变现空间，将驱动会员拉新和 ARPU 双重增长。AVOD 通过低价版套餐助于海外市场渗透，并触达价格敏感用户（预计全球 AVOD 规模为 3.8 亿人）。截至 2023 年 5 月，奈飞广告订阅会员已超 500 万，且 9 月占美国区新增会员的 30%。展望未来，我们预计奈飞广告订阅会员将在 FY25 达 3,200 万（占会员比例 11%），CAGR 为 51%。此外，我们预计付费共享（于 2023 年 5 月推出）将有效刺激会员转化（奈飞有 1 亿以上的共享用户）。至 2025 年，付费共享或将带来约 3,000 万名额外付费用户（占收入比例为 6%），对应转化率约 30%。
- **维持买入评级。**基于 DCF 目标价为 512 美元（33x FY24E P/E），低于历史 5 年平均倍数 15%，但高于行业平均水平。潜在催化剂：1) 罢工结束后内容供给恢复；2) 会员净增韧性增长；3) UE 及 ARPU 上升推动利润率改善。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万美元)	29,698	31,616	33,580	37,981	41,488
同比增长 (%)	19%	6%	6%	13%	9%
调整后净利润(百万美元)	5,116	4,492	5,397	6,825	8,351
调整后每股收益(美元)	11.24	9.94	12.00	15.45	19.15
同比增长 (%)	NA	NA	21%	29%	24%
一致预期每股收益(美元)	NA	NA	12.22	15.96	19.41
市盈率(倍)	NA	NA	34.3	26.7	21.5
市销率(倍)	NA	NA	5.4	4.7	4.3
ROE (%)	38.02	24.53	25.00	27.84	28.27

资料来源: 公司数据, 彭博, 招银国际环球市场

买入 (维持)

目标价	US\$ 512
(此前目标价)	US\$ 512)
潜在升幅	+12.0%
当前股价	US\$ 455.2

全球传媒与文娱

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849

easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	199,210
3 月平均流通量(百万美元)	2,165
52 周内股价高/低(美元)	485/273
总股本(百万)	438

资料来源: 彭博

股东结构

Capital Group	8.28%
Vanguard	7.24%
BlackRock	6.85%

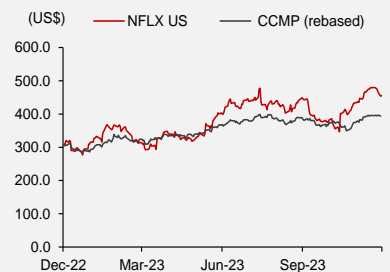
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.3%	-0.3%
3-月	1.4%	0.0%
6-月	12.8%	4.9%

资料来源: 彭博

12 个月内股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 安永

财务分析

利润表

截至12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	29,698	31,616	33,580	37,981	41,488
流媒体	29,515	31,470	33,497	37,981	41,488
DVD	182	146	83	-	-
营业成本	(17,333)	(19,168)	(20,010)	(21,858)	(23,335)
毛利润	12,365	12,447	13,570	16,123	18,153
销售费用	(2,545)	(2,531)	(2,496)	(2,765)	(2,874)
行政费用	(1,352)	(1,573)	(1,758)	(1,882)	(1,973)
技术与研发费用	(2,274)	(2,711)	(2,698)	(2,957)	(3,116)
其他收入	-	(15)	-	(0)	(0)
经营利润	6,195	5,633	6,617	8,520	10,190
财务收入/费用	(766)	(706)	(698)	(675)	(611)
其他收入	411	337	179	184	246
税前利润	5,840	5,264	6,099	8,029	9,825
所得税	724	772	702	1,204	1,474
净利润	5,116	4,492	5,397	6,825	8,351

现金流量表

截至12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(130)	102	88	118	155
摊销	208	337	372	421	431
运营资本变动	(242)	(758)	(764)	(477)	(317)
其他	556	2,346	7,160	6,400	8,645
经营活动现金流	393	2,026	6,855	6,462	8,913
资本开支	(525)	(408)	(406)	(456)	(479)
投资购买	(788)	(757)	-	-	-
其他	(27)	(911)	397	-	-
投资活动现金流	(1,340)	(2,076)	(9)	(456)	(479)
债券发行	(500)	(678)	61	(400)	(1,808)
股票回购	(600)	-	(4,295)	(3,000)	(3,000)
其他	(50)	14	(14)	-	-
融资活动现金流	(1,150)	(664)	(4,249)	(3,400)	(4,808)
现金增加净额	(2,178)	(881)	2,561	2,606	3,627
年末现金及现金等价物	8,206	6,028	5,147	7,708	10,314

资产负债表

截至12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	36,515	39,328	38,362	40,757	42,073
固定资产	1,323	1,398	1,535	1,571	1,618
内容	30,920	32,737	31,179	32,701	33,396
其他	4,272	5,193	5,648	6,485	7,059
流动资产	8,070	9,266	11,481	14,458	18,407
现金	6,028	5,147	7,708	10,314	13,942
内容资产	-	-	-	-	-
其他	2,042	4,119	3,773	4,144	4,465
流动负债	8,489	7,931	7,895	8,751	9,499
合同负债	4,293	4,480	4,333	4,827	5,254
应付账款	837	672	607	633	663
递延收入	1,209	1,265	1,217	1,476	1,607
应计费用	1,449	1,515	1,738	1,815	1,976
非流动负债	20,246	19,886	19,151	19,428	18,145
可转换可赎回优先股	14,693	14,353	13,901	13,501	11,693
内容负债	3,094	3,081	2,715	3,024	3,292
其他	2,459	2,452	2,536	2,904	3,161
净资产总额	15,849	20,777	22,797	27,036	32,835
股东权益	15,849	20,777	22,398	26,637	32,436

主要比率

截至12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
流媒体	94.4	92.9	93.3	93.4	93.5
DVD	5.6	7.1	6.7	6.6	6.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入	18.8	6.5	6.2	13.1	9.2
毛利	27.2	0.7	9.0	18.8	12.6
经营利润	NA	NA	NA	28.7	19.6
调整后净利润	85.3	(12.2)	20.2	26.4	22.4
利润表比率 (%)					
经营利润率	20.9	17.8	19.7	22.4	24.6
税前利润率	19.7	16.6	18.2	21.1	23.7
调整后净利润率	17.2	14.2	16.1	18.0	20.1
有效税率	12.4	14.7	11.5	15.0	15.0
回报率 (%)					
ROE	38.0	24.5	25.0	27.8	28.3
ROA	12.2	9.6	11.0	13.0	14.4
每股					
每股盈利(美元)	11.2	9.9	12.0	15.5	19.1
每股派息(美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净值(美元)	34.8	46.0	49.8	60.3	74.4

资料来源：公司及招银国际证券预测

快手 (1024 HK)

泛货架电商增量可期，利润持续向好

我们看好快手长期市占提升、利润释放及货架电商增量。3Q23 业绩利润率超预期，收入符合预期。收入同比增长 21%，经调整净利润为 32 亿元人民币，较市场预期/我们预期高 19%/15%。快手利润端再次超预期，主要源于更高的毛利率和更强的成本管控能力。展望 4Q23，我们预计其强劲势头得以延续。快手 4Q23 收入将同比增长 15%（符合市场预期），净利润为 28 亿元人民币（高于市场预期 9%）。我们看好快手电商长期增长空间，源于月活跃买家渗透率的提升、更高效的流量运营和货架电商业务的推动。在“双 11”强劲增长驱动下（在主要平台中 GMV 增速最快），我们预计电商 GMV/其他收入在 4Q23 同比增长 29.5%/40%，广告业务将在 4Q23 实现高于行业增长（预计同比增长 20%）。维持买入评级，目标价 97 港元。

- 强化低价好物，着眼泛货架增量。**我们预计快手电商 GMV/收入在 4Q23 同比增长 29.5%/40%，主要得益于买家渗透率的提升和泛货架电商带来的增量。展望 2024 年，我们预计快手 GMV 同比增长 24%，货币化率向好。快手用户中，三线及以下人群占比约 70%，相较于高线城市的追求性价比趋势及过度服务，低线城市用户消费力未被充分开发，消费升级仍在持续，且半熟人环境下信赖口碑推荐，快手低线高占比用户将为其未来电商发展潜力释放提供基础，用户更高复购及忠诚度将打开 LTV 空间。同时，我们看好泛货架电商的持续增量。相比抖音~30%泛货架 GMV 的占比，我们认为随着一级入口推广、供给丰富及复购提升，快手泛货架 GMV 还有较大提升空间（双十一泛货架 GMV 同比增长 340%，预计今年泛货架 GMV 占比约 20%）。
- 海量流量+原生广告+算法优化，长期广告市占率提升可期。**我们认为广告业务在 4Q23 将取得快于行业的增速，预计同比增长 20%，当中内循环广告将占比~50%。同时，随着在媒体（短剧）、小游戏、医药及教育等广告垂类的增长，外循环广告也有望持续复苏。3Q23 快手广告市占率约 5.3%，未来长期市占率将追平至快手互联网时长占比，即 10%。展望未来，广告核心增长路径为：1) 流量：过去两年流量增长 CAGR 约 20%，单日峰值播放量超 1,000 亿，为后续商业化提供支撑；2) 广告加载率：原生广告持续渗透（2Q23 渗透率同比增长 93%），素材优质化，提升自然流量（2Q23 +50%）及综合 ROI，实现流量扩容正循环；3) CPM：通过价值人群识别（快手 MAC/MAU 1H23 达 15%，目标 2025 年达 25%）、精准匹配、客户竞价充分三维度提高广告价值。
- 变现优化下利润率有望持续上修。**快手在 2023 年多次上调利润预期，预计 2024 年调整后净利润率有望继续提升 3ppts 至 10.5%，利润上修幅度将远超行业且预见性高。源于：1) 海外激进减亏及三费审慎；2) 仍低于字节利润率（预计>20%）。维持买入评级，目标价 97 港元，对应 28x FY24E P/E。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	81,082	94,183	111,959	127,322	143,471
同比增长 (%)	37.9	16.2	18.9	13.7	12.7
调整后净利润(百万人民币)	(18,852)	(5,751)	7,402	12,408	20,185
调整后每股收益(人民币)	(4.7)	(1.3)	1.6	2.7	4.3
同比增长 (%)	NA	NA	NA	68	63
一致预期每股收益(人民币)	NA	NA	1.1	2.9	4.9
市盈率(倍)	NA	NA	35	21	13
市销率(倍)	3.2	2.7	2.3	2.0	1.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
杠杆率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$ 97
(此前目标价)	HK\$ 97)
潜在升幅	+76.0%
当前股价	HK\$ 55.1

中国传媒与文娱

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849
easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	240,263
3 月平均流通量(百万港元)	1,036.5
52 周内股价高/低(港元)	80.9/47.5
总股本(百万)	3,592

资料来源：彭博

股东结构

Tencent Holdings	18.89%
Morningside	15.68%
DCM	4.92%

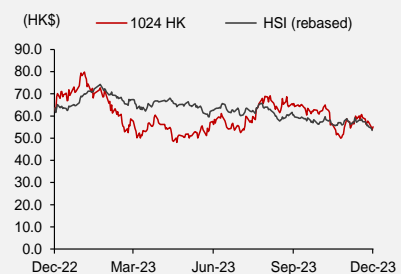
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.6%	6.5%
3-月	-17.0%	-6.2%
6-月	-6.2%	9.8%

资料来源：彭博

12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

财务分析

利润表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	81,082	94,183	113,527	129,143	145,562
直播	30,995	35,388	39,054	40,616	41,632
广告	42,665	49,042	60,227	70,540	82,057
其他	7,421	9,753	14,246	17,987	21,874
营业成本	(47,052)	(52,051)	(56,863)	(61,711)	(66,781)
毛利润	34,030	42,131	56,664	67,432	78,781
销售费用	(44,176)	(37,121)	(37,171)	(40,218)	(42,142)
行政费用	(3,400)	(3,921)	(3,803)	(4,293)	(4,500)
研发利润	(14,956)	(13,784)	(12,652)	(14,252)	(15,175)
其他收入	801	137	600	500	500
经营利润	(27,701)	(12,558)	3,637	9,169	17,464
其他收入/费用	(51,314)	166	97	153	247
税前利润	(79,102)	(12,531)	3,722	9,318	17,711
所得税	1,025	(1,158)	(380)	(2,133)	(3,422)
净利润	(78,077)	(13,689)	3,342	7,186	14,289
调整后净利润	(18,852)	(5,751)	8,752	13,566	21,538

现金流量表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(78,077)	(13,689)	3,342	7,186	14,289
摊销	6,885	6,306	7,105	8,195	8,910
运营资本变动	2,444	(2,631)	1,955	2,110	2,205
其他	63,229	12,203	3,870	4,900	5,100
经营活动现金流	(5,519)	2,189	16,272	22,390	30,504
资本开支	(5,789)	(9,181)	(11,210)	(10,802)	(13,227)
投资购买	-	-	-	-	-
其他	(12,572)	(8,367)	47	47	47
投资活动现金流	(18,361)	(17,548)	(11,163)	(10,755)	(13,179)
股票发行	39,386	-	-	-	-
债券变动	-	-	-	-	-
可转债发行	-	-	-	-	-
其他	(2,885)	(4,482)	-	-	-
融资活动现金流	36,500	(4,482)	-	-	-
现金增加净额	12,620	(19,841)	5,109	11,636	17,325
年初现金及现金等价物	20,392	32,612	13,274	18,878	31,008
汇兑	(399)	494	494	494	494
年末现金及现金等价物	32,612	13,274	18,878	31,008	48,827

资产负债表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	39,505	43,449	48,859	50,924	54,699
固定资产	11,051	13,215	11,728	14,759	19,774
使用权资产	12,562	10,806	18,700	18,199	17,425
无形资产	1,172	1,123	1,336	1,413	1,489
其他	14,720	18,305	17,094	16,553	16,011
流动资产	53,011	45,859	52,407	65,962	85,277
现金	32,612	13,274	18,878	31,008	48,827
预付账款	3,278	4,106	4,486	4,868	5,268
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	8,842	13,087	13,087	13,087	13,087
贸易和其他应收款	4,450	6,288	7,579	8,622	9,718
其他	3,828	9,103	8,377	8,377	8,377
流动负债	37,256	40,710	44,336	47,871	51,571
应付账款	20,021	22,868	24,982	27,113	29,340
其他应付款	9,123	10,190	11,132	12,081	13,073
消费者预付金	3,503	3,240	3,810	4,266	4,747
其他	4,608	4,411	4,411	4,411	4,411
非流动负债	-	-	-	-	-
可转换可赎回优先股	10,108	8,744	8,744	8,744	8,760
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	45,096	39,838	47,050	59,136	78,525
净资产总额	45,096	39,838	47,050	59,136	78,525
股东权益	39,505	43,449	48,859	50,924	54,699

主要比率

截至 12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
直播	38.2	37.6	34.4	31.5	28.6
广告	52.6	52.1	53.1	54.6	56.4
其他	9.2	10.4	12.5	13.9	15.0
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入	37.9	16.2	20.5	13.8	12.7
毛利	42.9	23.8	34.5	19.0	16.8
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA
调整后净利润	NA	NA	NA	55.0	58.8
利润表比率 (%)					
经营利润率	(34.2)	(13.3)	3.2	7.1	12.0
税前利润率	(97.6)	(13.3)	3.3	7.2	12.2
调整后净利润率	(23.3)	(6.1)	7.7	10.5	14.8
有效税率	(1.3)	9.2	(10.2)	15.0	15.0
回报率 (%)					
ROE	NA	NA	NA	25.6	31.3

资料来源：公司及招银国际证券预测

龙源电力 (916 HK)

装机提速发电效率提升可期，估值具有吸引力

龙源电力为中国新能源电力的先行者，我们认为其未来装机空间可期，估值具有吸引力。龙源电力1-10月发电相对稳定，装机方面，上游光伏风机成本回落，有助于新增装机项目IRR提高，提高装机积极性，公司表示将全力实现2023年新增装机容量5,500兆瓦的目标。叠加公司积极开展老旧风机改造，未来效率增量可期，龙源电力运营风电项目将近30年，1.5兆瓦以下老旧风机占到70%。此外，此前龙源电力批准并实施了回购H股的决议和计划，彰显公司对业务的信心。公司认为股价低估，表示会持续回购。我们维持龙源电力-H 10.09港元的目标价，维持龙源电力-A目标价23.98元人民币不变，并维持“买入”评级。

- **龙源电力运营数据相对稳定，并批准实施回购H股的决议和计划，彰显公司对业务的信心。**2023年11月，龙源电力以每股6.07港元至6.43港元的价格回购了358万股H股（占已发行股份的0.0427%），总计2,250万港元。公司表示还会持续回购，以展示信心。此外，公司1-10月运营数据相对稳定。装机方面，公司表示仍将全力实现2023年新增装机容量5,500兆瓦的目标
- **我们推荐龙源电力，企业素质优秀，预期盈利将会持续改善。**具体原因包括：1) 公司发电运营数据较稳定。2) 积极开展绿电绿证交易获得良好收益。3) 光伏控股装机增长明显，最新组件平均采购价格下降到1.3元/W，有助于新增光伏项目IRR提高；4) 公司积极开展老旧风机改造，龙源电力运营风电项目将近30年，1.5兆瓦以下老旧风机占到70%。未来预期公司积极抓紧政策窗口期，对符合条件的老旧风机进行等容增容改造，整体运营效率提升可期。5) 公司积极计划实施回购计划彰显公司信心。6) 行业方面，中美达成《阳光之乡声明》，承诺在2030年前将助力全球可再生能源装机容量增加三倍，利好中国新能源电力运营商装机增长。龙源电力作为中国可再生能源运营商的先驱者，相信也会受益其中加快装机步伐。
- **估值具有吸引力，多重利好助力业绩向好。**由于2022年公司老旧风机改造计提减值损失和乌克兰业务损失导致净利润亏损，公司股价在2022年大幅回落。2023年随着计提减值损失影响减低和业务运营恢复，上半年业绩已大幅改善，目前龙源电力-H股交易在约4x FY24E PE，接近近三年来的历史低位。叠加其发电业务相对稳定，装机目标有信心实现，绿电绿证交易趋于成熟，老旧风机改造带来未来运营效率提升，我们认为预期整体业绩向好确定性较高。考虑到目前估值和业绩良好，我们认为龙源电力目前股价低估，具有良好成长性，值得关注。
- **维持龙源电力-H 10.09港元的目标价，维持龙源电力-A目标价23.98元人民币不变，维持买入评级。**我们预期龙源电力预期持续改善的业绩，装机预期提速和发电效率改善可期。我们维持龙源电力-H目标价10.09港元，基于24财年滚动PE 10x（接近3年平均PE）。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(百万元人民币)	39,893	39,863	42,097	46,268	51,027
同比增长(%)	38.5	(0.1)	5.6	9.9	10.3
毛利率(%)	36.5	34.4	35.1	36.7	36.9
净收入(百万元人民币)	7,423.8	5,112.2	7,866.0	9,101.3	9,953.7
同比增长(%)	49.2	(31.1)	53.9	15.7	9.4
每股盈利(元人民币)	0.92	0.61	0.94	1.09	1.19
市盈率(倍)	12.3	19.0	6.0	5.2	4.7
权益收益率(%)	11.7	7.4	10.9	11.5	11.4

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$ 10.09
(此前目标价)	HK\$ 10.09)
潜在升幅	+78%
当前股价	HK\$ 5.68

中国能源电力行业

夏微, CESGA

(852) 3900 0836
meganxia@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	126,730
3月平均流通量(百万港元)	91.27
52周内股价高/低(港元)	11.54/5.87
总股本(百万)	8,382

资料来源：彭博

股东结构

黑石集团	9.0%
花旗集团	8.2%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.1%	-11.0%
3-月	-4.2%	4.2%
6-月	-32.7%	-26.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

财务分析

利润表

年结 12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	39,893	39,863	42,097	46,268	51,027
电力陈品	30,611	31,875	35,283	40,214	45,318
其他	8,856	7,578	6,956	6,624	6,308
销售成本	(25,348)	(26,139)	(27,304)	(29,274)	(32,191)
毛利	14,545	13,724	14,793	16,994	18,836
营运支出	366	246	1,870	(79)	(48)
销售费用	3	0	0	0	0
管理费用	363	398	301	379	416
其他运营费用	0	(152)	1,568	(458)	(465)
营运利润	13,965	11,492	14,490	16,622	18,360
其他费用	3,998	3,806	3,250	3,517	3,825
其他收入/损失	49	(49)	0	0	0
税前利润	10,016	7,638	11,240	13,106	14,534
所得税	1,599	1,542	2,247	2,685	3,051
税后利润	8,417	6,096	8,993	10,420	11,484
减: 非控制股东权益	993	983	1,127	1,319	1,530
净利润	7,424	5,112	7,866	9,101	9,954

现金流量表

年结 12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
息税前收益	10,016	7,638	11,240	13,106	14,534
折旧和摊销	8,187	10,158	12,409	13,839	15,666
税收	1,599	1,542	2,247	2,685	3,051
运营资金变动	(2,875)	2,915	508	(73)	407
经营活动所得现金流	18,120	29,606	25,134	27,653	31,332
资本开支	(18,273)	(22,255)	(29,701)	(40,067)	(45,256)
联营公司	0	0	0	0	0
其它	(737)	3,246	0	0	0
投资活动所得现金净额	(19,010)	(19,009)	(29,701)	(40,067)	(45,256)
股息支付	(3,399)	(4,501)	(4,231)	(5,027)	(5,573)
净借贷	17,006	8,261	(196)	19,704	14,704
股票发行	2,055	0	0	0	0
其它	(17,000)	(712)	(515)	(593)	(593)
融资活动所得现金净额	(1,339)	3,048	(4,942)	14,084	8,538
年初现金及现金等价物	5,225	3,536	17,961	9,243	11,704
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,004	17,170	8,452	10,913	6,319
受限制现金	-	-	-	-	-

资产负债表

年结 12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	165,01	169,60	187,51	214,38	244,61
固定资产	125,72	134,64	145,42	162,60	185,80
递延所得税	286	506	506	506	506
无形资产	13,757	13,132	13,441	13,667	13,808
其它非流动资产	25,243	21,330	28,139	37,609	44,505
流动资产	40,136	53,286	44,975	49,164	46,495
现金及现金等价物	4,175	20,493	11,775	14,236	9,642
应收账款	1,094	1,362	1,244	1,388	1,553
存货	765	750	740	794	874
其它流动资产	34,101	30,682	31,216	32,745	34,426
流动负债	63,533	74,711	75,720	77,374	79,707
借贷	19,893	18,524	18,624	18,624	18,624
融资租赁应付款	11,764	11,100	11,670	12,592	13,846
其它应付	723	795	906	971	1,068
应付税款	31,153	44,292	44,521	45,188	46,170
非流动负债	63,191	68,105	67,888	87,591	102,29
长期借贷	46,373	55,548	55,252	74,956	89,660
其他非流动负债	16,818	12,557	12,636	12,636	12,636
股本	8,036	8,382	8,382	8,382	8,382
其他储备	54,778	55,867	62,751	70,342	78,548
净资产总额	68,499	68,807	75,691	83,282	91,488
股东权益	205,14	222,89	232,48	263,54	291,11

主要比率

年结 12月31日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
电力产品	77.6	80.8	83.5	85.9	87.8
其他	22.4	19.2	16.5	14.1	12.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	36.46	34.43	35.43	37.33	37.33
税前利率	32.64	26.24	32.05	33.71	33.43
净利润率	18.61	12.82	19.02	20.22	19.91
资产负债比率					
流动比率 (X)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
速动比率 (X)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
平均应收款周转天数	3.0	5.1	5.1	5.1	5.1
存货周转天数	10.8	10.6	10.0	10.0	10.0
分红比例	15.9%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
回报率 (%)					
净资产回报率	10.84	7.43	10.68	11.38	11.21
总资产回报率	3.62	2.29	3.48	3.61	3.54
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.92	0.61	0.94	1.09	1.19
每股股息 (人民币)	0.147	0.117	0.186	0.219	0.237

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

龙源电力 (001289 CH)

装机提速发电效率提升可期，估值具有吸引力

龙源电力为中国新能源电力的先行者，我们认为其未来装机空间可期，估值具有吸引力。龙源电力1-10月发电相对稳定，装机方面，上游光伏风机成本回落，有助于新增装机项目IRR提高，提高装机积极性，公司表示将全力实现2023年新增装机容量5,500兆瓦的目标。叠加公司积极开展老旧风机改造，未来增量可期，龙源电力运营风电项目将近30年，1.5兆瓦以下老旧风机占到70%。此外，此前龙源电力批准并实施了回购H股的决议和计划，彰显公司对业务的信心。公司认为股价低估，表示会持续回购。我们维持龙源电力-H 10.09港元的目标价，维持龙源电力-A目标价23.98元人民币不变，并维持“买入”评级。

- **龙源电力运营数据相对稳定，并批准实施回购H股的决议和计划，彰显公司对业务的信心。**2023年11月，龙源电力以每股6.07港元至6.43港元的价格回购了358万股H股（占已发行股份的0.0427%），总计2,250万港元。公司表示还会持续回购，以展示信心。此外，公司1-10月运营数据相对稳定。装机方面，公司表示仍将全力实现2023年新增装机容量5,500兆瓦的目标。
- **我们推荐龙源电力，企业素质优秀，预期盈利将会持续改善。**具体原因包括：1) 公司发电运营数据较稳定。2) 积极开展绿电绿证交易获得良好收益。3) 光伏控股装机增长明显，最新组件平均采购价格下降到1.3元/W，有助于光伏项目IRR提高；4) 公司积极开展老旧风机改造，龙源电力运营风电项目将近30年，1.5兆瓦以下老旧风机占到70%。未来预期公司将积极抓紧政策窗口期，对符合条件的老旧风机进行等容扩容改造，整体运营效率提升可期。5) 公司积极实施回购计划彰显信心。6) 行业方面，中美达成《阳光之乡声明》，承诺在2030年前将全球可再生能源装机容量增加三倍，利好中国新能源电力运营商装机增长。龙源电力作为中国可再生能源运营商的先驱者，相信也会受益其中加快装机步伐。
- **估值具有吸引力，多重利好助力业绩向好。**由于公司老旧风机改造计提减值损失和乌克兰业务损失导致净利润亏损，公司股价在2022年大幅回落。2023年随着计提减值损失影响减低和业务运营恢复，上半年业绩已大幅改善，目前龙源电力-H股交易在约4x FY24E PE，接近近三年来的历史低位。叠加其发电业务相对稳定，装机目标有信心实现，绿电绿证交易趋于成熟，老旧风机改造带来未来运营效率提升，我们认为预期整体业绩向好确定性较高。考虑到目前估值和业绩良好，我们认为龙源电力目前股价低估，具有良好成长性，值得关注。
- **维持龙源电力-H 10.09港元的目标价，维持龙源电力-A目标价23.98元人民币不变，维持买入评级。**我们预期龙源电力预期持续改善的业绩，装机预期提速和发电效率改善可期。我们维持龙源电力-H目标价10.09港元，基于24财年滚动PE 10x（接近3年平均PE）。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入(百万人民币)	39,893	39,863	42,097	46,268	51,027
同比增长(%)	38.5	(0.1)	5.6	9.9	10.3
净利润(百万人民币)	7,423.8	5,112.2	7,866.0	9,101.3	9,953.7
同比增长(%)	49.2	(31.1)	53.9	15.7	9.4
每股收益(人民币)	0.92	0.61	0.94	1.09	1.19
股本回报率(%)	11.7	7.4	10.9	11.5	11.4
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB 23.98
(此前目标价)	RMB 23.98)
潜在升幅	+23.2%
当前股价	RMB 19.47

中国能源电力行业

夏徽, CESGA

(852) 3900 0836
meganxia@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	115,764
3月平均流通量(百万港元)	46.83
52周内股价高/低(港元)	22.46/16.9
总股本(百万)	8,382

资料来源：彭博

股东结构

国家能源集团	54.91%
--------	--------

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.1%	-2.1%
3-月	-0.3%	8.4%
6-月	-4.7%	4.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

财务分析

利润表

年结 12 月 31 日 (百万人)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	39,893	39,863	42,097	46,268	51,027
销售成本	(25,348)	(26,139)	(27,304)	(29,274)	(32,191)
其他	(333)	(362)	(382)	(420)	(463)
毛利润	14,212	13,362	14,411	16,574	18,373
运营费用	4,245	5,676	2,792	3,092	4,281
销售费用	0	0	0	0	0
行政费用	398	301	379	416	459
销售	3,998	3,806	3,250	3,517	3,825
其他	0	0	379	377	(442)
运营利润	9,967	7,686	11,240	13,106	14,534
其他收入	175	86	0	0	0
其他费用	126	135	0	0	0
税前利润	10,016	7,638	11,240	13,106	14,534
所得税	1,599	1,542	2,247	2,685	3,051
税后利润	8,417	6,096	8,993	10,420	11,484
非控股权益	993	983	1,127	1,319	1,530
净利润	7,424	5,112	7,866	9,101	9,954

现金流量表

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
经营现金流					
税前利润	7,424	5,112	7,866	9,101	9,954
折旧摊销	8,187	10,158	12,409	13,839	15,666
营运资金变化	(2,875)	2,915	508	(73)	407
其他	5,384	11,421	4,350	4,786	5,306
净经营现金流	18,120	29,606	25,134	27,653	31,332
投资现金流					
资本开支	(18,273)	(22,255)	(29,701)	(40,067)	(45,256)
其他	(737)	3,246	0	0	0
净投资现金流	(19,010)	(19,009)	(29,701)	(40,067)	(45,256)
融资现金流					
已支付股息	(3,399)	(4,501)	(4,231)	(5,027)	(5,573)
净借贷	17,006	8,261	(196)	19,704	14,704
其他	(14,413)	79	277	198	198
净融资现金流	(807)	3,839	(4,150)	14,875	9,329
净现金流变动					
年初现金	5,225	3,536	17,961	9,243	11,704
年末现金	3,536	17,961	9,243	11,704	7,110

资产负债表

年结 12 月 31 日 (百万人)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	40,136	53,286	44,975	49,164	46,495
现金与现金等价物	4,175	20,493	11,775	14,236	9,642
应收账款	1,094	1,362	1,244	1,388	1,553
存货	765	750	740	794	874
预付款项	650	793	748	802	882
其他流动资产	33,452	29,889	30,468	31,943	33,544
非流动资产	165,01	169,60	187,51	214,38	244,61
物业及厂房及设备 (净额)	146,33	152,36	169,94	196,54	226,58
合资及联营公司投资	4,915	4,108	4,128	4,178	4,228
其他非流动资产	0	0	0	0	0
总资产	205,14	222,89	232,48	263,54	291,11
流动负债	63,533	74,711	75,720	77,374	79,707
短期债务	19,893	18,524	18,624	18,624	18,624
应付账款	20,063	20,665	21,563	23,199	25,510
应付税款	723	795	906	971	1,068
其他流动负债	22,854	34,727	34,627	34,581	34,506
非流动负债	63,191	68,105	67,888	87,591	102,29
长期债务	46,373	55,548	55,252	74,956	89,660
应付公司债	14,808	11,091	11,091	11,091	11,091
其他非流动负债	2,010	1,467	1,545	1,545	1,545
股本	8,036	8,382	8,382	8,382	8,382
资本盈余	17,069	14,419	14,419	14,419	14,419
留存收益	35,071	38,625	44,722	51,403	58,614
股东权益总额	68,499	68,807	75,691	83,282	91,488
少数股东权益	9,923	11,272	13,191	15,301	17,622
总负债和股东权益	205,14	222,89	232,48	263,54	291,11

主要比率

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
电力产品	77.6	80.8	83.5	85.9	87.8
其他	22.4	19.2	16.5	14.1	12.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	36.46	34.43	35.43	37.33	37.33
税前利率	32.64	26.24	32.05	33.71	33.43
净利润率	18.61	12.82	19.02	20.22	19.91
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
速动比率 (x)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
平均应收款周转天数	3.0	5.1	5.1	5.1	5.1
存货周转天数	10.8	10.6	10.0	10.0	10.0
分红比例	15.9%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
回报率 (%)					
净资产回报率	10.84	7.43	10.68	11.38	11.21
总资产回报率	3.62	2.29	3.48	3.61	3.54
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.92	0.61	0.97	1.14	1.24
每股股息 (人民币)	0.147	0.117	0.186	0.219	0.237

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

华润燃气 (1193 HK)

销气业务稳步增长，财务弹性项目质量占优

华润燃气1-10月销气量表现良好，毛差持续改善实现0.45-0.55元/方，全年预期能实现甚至超越此前指引0.5元/方。预期全年居民新增接驳完成300-350万户目标。综合服务业务保持快速增长。华润燃气在今年行业整体工业销气量低于预期的情况下，工业销气量同比保持稳定增长，下半年甚至单月实现双位数百分比同比增长表现优于同业。毛差改善明显。此外，华润燃气作为2022年有收并购的城燃企业，为今年2023年销气量稳定增长提供基础，也体现其财务弹性、现金流、收并购项目能力、项目质量的优越性。维持公司目标价34.13港元，维持买入评级。

- 华润燃气销气量在1-10月同比增长10.7%，10月运营数据良好，预计华润燃气能够实现年销气量目标同比增长8%。1-10月份，零售销气量同比增长了7.6%。其中，居民销气量保持了11%的稳定增长，工业/商业销气量同比增长超过6.7%/8.3%，得益于销气需求复苏和2022年下半年较低的基数，销气结构优化。单看2023年10月总零售销气量增长10.7%，居民/工业/商业销气量同比增长了12%/11%/18.5%，工业和商业销气量持续改善。对于2023年，华润燃气的管理层给出的全年指引为零售销气量增长将达到8%。根据10月销气量数据以及逐渐改善的用气需求，叠加冬季用气增长和2022年下半年低基数，我们预计华润燃气有望实现目标，并且商业用气比例增加带来利润优化。
- 华润燃气毛差持续改善，和中石油签订中长期气源合作确保气源稳定。公司2023年1-10月毛差为每立方米0.54-0.55元/方（1-9月为0.53-0.54元/方），10月为0.62元/方（9月为0.6元/方），得益于其积极实施顺价措施和优化的销气结构，促使毛差持续提升，截止到10月份居民顺价完成超过60%。尽管冬季燃气价格可能提升对四季度的毛差产生压力，但是暖冬预期需求不强，且我们认为华润燃气将通过在几个地区积极实施顺价，将成本传递给终端用户，可以实现超过每立方米0.5元人民币的毛差目标。此外，华润燃气8月通过与中国石油天然气股份有限公司建立战略合作伙伴关系确保了长期的气源供应。签署内容包括为华润燃气提供40亿立方米的中长期稳定天然气资源，合同期限为10年。
- 预期全年新增居民接驳完成300-350万户目标。综合服务业务保持快速增长。随着新开发房地产项目放缓，预期新增燃气接驳放缓。我们预测2023居民接驳为322万户。此外，我们预测华润燃气综合服务业务将保持超过18%的年收入增长。
- 维持目标价34.13港元，重申买入评级。华润燃气目前交易在FY24E的8倍市盈率，低于其3年平均市盈率的1个标准差（10倍市盈率）。我们认为估值具有吸引力。维持目标价34.13港元，基于FY24E滚动目标市盈率至11倍。我们看好华润燃气的稳定燃气销售增长、毛差改善和快速增长的综合服务业务，以及良好的财务弹性。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(百万元人民币)	78,175	94,338	95,314	98,485	104,321
净收入(百万元人民币)	6,395.1	4,733.5	6,067.4	7,234.9	7,713.6
每股盈利(元人民币)	2.82	2.09	2.67	3.19	3.40
每股盈利变动(%)	-	-26	18	19	7
市场预测每股盈利(元人民币)	na	2.77	3.03	3.39	3.61
市盈率(倍)	15.5	15.2	9.0	7.6	7.1
市帐率(倍)	2.4	1.8	1.3	1.2	1.1
权益收益率(%)	12.7	8.9	11.0	12.0	11.6

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$ 34.13
(此前目标价)	HK\$ 34.13)
潜在升幅	+42%
当前股价	HK\$ 24.1

中国能源电力行业

夏微, CESGA

(852) 3900 0836
meganxia@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	55,700.0
3月平均流通量(百万港元)	67.3
52周内股价高/低(港元)	35.35/20.85
总股本(百万)	100.0

资料来源：彭博

股东结构

华润集团	61.5%
资本集团	5.0%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.2%	7.9%
3-月	9.3%	22.4%
6-月	-9.1%	-1.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

财务分析

利润表

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	78,175	94,338	95,314	98,485	104,32
销售成本	59,880	76,256	76,905	78,384	83,480
毛利	18,295	18,082	18,408	20,101	20,841
运营费用	(9,594)	(10,189)	(9,439)	(9,162)	(9,079)
销售费用	(5,758)	(6,303)	(5,719)	(5,417)	(5,216)
行政费用	(3,825)	(3,883)	(3,717)	(3,742)	(3,860)
其他	(11)	(3)	(3)	(3)	(3)
运营利润	8,701	7,892	8,969	10,939	11,762
其他收入	1,774	771	1,430	1,477	1,565
EBITDA	13,144	11,359	12,722	14,380	15,443
折旧	2,592	2,598	2,216	1,861	2,017
其他摊销	77	99	108	103	98
EBIT	10,475	8,663	10,399	12,417	13,327
利息收入	(382)	(557)	(563)	(582)	(616)
其他	1,091	510	669	691	732
税前利润	11,183	8,616	10,505	12,526	13,443
所得税	(2,744)	(2,307)	(2,574)	(3,069)	(3,294)
税后利润	8,440	6,309	7,931	9,457	10,149
非控股权益	(2,044)	(1,575)	(1,864)	(2,222)	(2,436)
净利润	6,395	4,733	6,067	7,235	7,714

现金流量表

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
税前利润	8,440	6,309	7,931	9,457	10,149
折旧摊销	2,669	2,696	2,323	1,964	2,116
营运资金变化	221	(2,592)	3,931	275	1,426
其他	(4,214)	3,124	(258)	(840)	(1,546)
净经营现金流	7,115	9,537	13,928	10,856	12,145
投资现金流					
资本开支	(5,978)	(6,258)	(6,323)	(6,533)	(6,921)
净投资现金流	(5,978)	(6,258)	(6,323)	(6,533)	(6,921)
融资现金流					
已支付股息	(2,347)	(2,382)	(3,053)	(3,640)	(3,881)
其他	(30)	(2,022)	(26)	(85)	(156)
净融资现金流	(2,377)	(4,404)	(3,079)	(3,725)	(4,037)
净现金流变动					
年初现金	13,4	7,56	6,43	10,9	11,5
其他	(5,879)	(1,125)	4,526	598	1,188
年末现金	7,563	6,438	10,963	11,561	12,749

资产负债表

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	30,565	28,073	30,184	31,440	33,798
现金与现金等价物	7,563	6,437	10,963	11,561	12,749
应收账款	15,705	17,042	17,219	17,792	18,846
存货	1,142	1,307	(1,318)	(1,343)	(1,430)
预付款项	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	75,571	83,979	88,290	93,873	100,54
物业及厂房及设备 (净额)	47,349	48,109	51,829	56,119	60,627
递延税项	463	509	514	531	563
合资及联营公司投资	12,992	17,073	17,250	17,824	18,880
无形资产	3,254	3,188	3,572	3,952	4,344
商誉	1,274	2,540	2,566	2,652	2,809
以公允价值计入损益的资产	165	2,226	2,249	2,324	2,462
其他非流动资产	6,820	7,146	6,737	6,519	6,513
总资产	106,13	112,05	118,47	125,31	134,34
流动负债	48,698	46,234	47,751	48,684	51,281
短期债务	616	7,696	7,696	7,696	7,696
应付账款	26,18	27,04	28,44	28,99	30,87
应付税款	969	880	889	918	973
其他流动负债	5,620	22	22	23	24
非流动负债	3,401	13,277	13,304	13,392	13,555
长期债务	296	10,021	10,021	10,021	10,021
递延收入	1,317	1,566	1,582	1,634	1,731
其他非流动负债	1,788	1,691	1,702	1,737	1,803
总负债	52,099	59,511	61,055	62,077	64,836
股本	41,257	39,335	42,349	45,944	49,777
股东权益总额	54,038	52,540	57,419	63,236	69,504
少数股东权益	12,781	13,206	15,070	17,292	19,728
总负债和股东权益	106,13	112,05	118,47	125,31	134,34

主要比率

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
销气业务	78.4	79.6	82.9	81.4	82.1
接驳业务	15.3	12.9	8.6	9.9	9.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	23.4	19.2	19.3	20.4	20.0
营业利润率	11.1	8.4%	9.4%	11.1	11.3
利息折旧及摊销前利润	16.8	12.0	13.3	14.6	14.8
股本回报率	12.7	8.9%	11.0	12.0	11.6
资产负债比率					
流动比率 (倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	73.3	65.9	65.9	65.9	65.9
存货周转天数	7.0	6.3	6.3	6.3	6.3
应付帐款周转天数	159.	129.	135.	135.	135.
回报率 (%)					
资本回报率	14.2	15.5	12.0	14.3	15.7
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	2.82	2.09	2.67	3.19	3.40
每股股息 (人民币)	1.03	1.05	1.35	1.60	1.71
每股账面价值 (人民币)					

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

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之分析员，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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告期内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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定。

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责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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国投资者

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之分析员，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其他人。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编制的报告。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。