

每日投资策略

个股点评

个股速评

■ 快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 94 港元) - 憧憬 1Q23E 良好开端

快手 4Q22 业绩超预期, 当中广告和直播业务增长强劲, 利润率超预期。展望未来, 我们看好快手的广告复苏, 以及电商和直播领域市占率持续提升态势。经过近期股价回调, 我们认为当前股价下行空间有限, 可考虑逢低吸纳, 主要基于: 1) 强劲的 1Q23 指引 (预计收入同比增长 15%, 好于一致预期 10%; 且亏损远小于预期), 其中广告和直播增长势头良好 (广告/直播预计同比增长 15%/12%); 2) 外循环广告预算有望从 2Q23 开始复苏并释放; 3) 集团层面将在年内扭亏并释放超 10 亿利润。我们相信, 稳健的 2023 年指引将减轻投资人对于电商放缓和广告复苏放慢的疑虑。我们略微上调 2023-24 年收入 1.6-1.8%, 同时上调净利率 0.2-0.8ppts, 以反映好于预期的直播收入和成本管控。维持基于 SOTP 94 港元的目标价不变。 ([链接](#))

■ 腾讯 (700 HK, 买入, 目标价: 455 港元) - 2023 微信公开课: 微信生态持续高质量发展

我们近期参加了腾讯 2023 年微信公开课 Pro, 大会围绕视频号、微信支付、小程序、企业微信和搜一搜五大产品分享微信生态最新进展及 23 年展望: 1) 视频号 23 年将持续提升各类内容与服务搭载能力, 并推出创作分成计划和付费订阅功能帮助创作者变现; 2) 微信支付打造支付后小程序优惠券和个人经营收款码等能力, 助力商家经营; 3) 小程序 22 年 GTV 同比增长超 40%, 未来将从性能、信任机制、消息能力、开发效率方面持续优化体验; 4) 企业微信平台上真实企业与组织数达 1,200 万, 每日连接 5 亿微信用户; 5) 搜一搜 MAU 达 8 亿, 搜索量同比增长 54%, 23 年计划推出“问一问”问答场景连接搜索用户与优质创作者。结合微信发展趋势, 我们持续看好腾讯巩固在社交领域的领先地位, 以及将 ToC 端优势衍生至 ToB 端的能力。维持“买入”及目标价 455 港元。 ([链接](#))

■ 比亚迪 (1211 HK, 持有, 目标价: 230 港元) - FY22 高质量盈利, 当前估值合理

比亚迪 FY22 净利润 166 亿元人民币, 符合之前的盈喜。比亚迪 FY22 研发投入高达 202 亿元人民币, 但资本化率仅 8%, 使其 FY22 的盈利质量很高, 也为 FY23E 的盈利提供了空间。其 PP&E 在一年内增长了一倍多至 1,320 亿元人民币, 一旦产能利用率下降, 后续折旧将成为负担。

高质量的 FY22 盈利叠加上电池原材料价格快速下降, 我们上调 FY23E 汽车业务毛利率预测 1 个百分点至 18.9%。同时考虑其出口的快速上量, 上调 FY23E 销量预测 29 万辆至 275 万辆。综上, 上调 FY23E 净利润预期 22% 至 229 亿元人民币, 对应单车净利润 7,800 元人民币 (不包括 BYDE 的净利润贡献)。

另一方面, 我们认为比亚迪目前在中国的高市场份额或使其未来 2-3 年盈利向上弹性有限, 而过去三年为比亚迪带来巨大优势的供应链垂直整合随着行业的成熟而作用降低。我们认为海外市场将是比亚迪下一阶段增长的关键, 但现在下结论还为时过早。

我们维持持有评级和目标价 230 港元, 对应 25x FY23E P/E。我们认为目前比亚迪的盈利能力用 P/E 估值比较合理。 ([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,192	2.06	2.08
恒生国企	6,879	2.22	2.59
恒生科技	4,246	2.47	2.85
上证综指	3,240	-0.16	4.88
深证综指	2,103	-0.05	6.47
深圳创业板	2,371	0.09	1.04
美国道琼斯	32,718	1.00	-1.30
美国标普 500	4,028	1.42	4.90
美国纳斯达克	11,926	1.79	13.95
德国 DAX	15,329	1.23	10.09
法国 CAC	7,187	1.39	11.02
英国富时 100	7,564	1.07	1.51
日本日经 225	27,884	1.33	6.86
澳洲 ASX 200	7,050	0.23	0.17
台湾加权	15,770	0.43	11.54

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	33,088	1.15	1.98
恒生工商业	11,266	2.86	3.21
恒生地产	24,786	0.62	-4.82
恒生公用事业	36,165	1.15	-1.80

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

	亿元人民币
沪港通 (南下)	11.94
深港通 (南下)	34.13
沪港通 (北上)	47.36
深港通 (北上)	17.60

资料来源: 彭博

■ 比亞迪電子 (285 HK, 持有, 目標價: 20.3 港元) – 2022 年業績符合預期;**利潤率有序恢復**

公司 2022 年的收入/淨利潤符合市場預期但高於我們的預期, 主要由於 iPad 收入強勁。展望未來, 儘管安卓業務前景黯淡, 但管理層預計增長動力將來自於: 1) 蘋果組裝和組件份額增加; 2) 戶用儲能滲透率提升; 以及 3) 汽車業務保持強勁增長。我們調整 FY23-24E 每股收益+3%/-12%, 以反映更高的收入和疲弱的毛利率。該股目前市盈率為 FY23/24E 15.3 倍/12.4 倍, 考慮到利潤率修復緩慢, 我們認為估值合理。維持“持有”評級, 新目標價為 20.30 港元, 基於 2023 年 13.1 倍市盈率。 ([鏈接](#))

■ 农夫山泉 (9633 HK, 買入, 目標價: 58.0 港元) – 雙位數收入增長和 90% 派息率支撐公司估值溢價

管理層謹慎地給出收入低雙位數增長的指引, 主要是由於: 1) 公司目前已取得的規模; 2) 疫情後競爭加劇。儘管如此, 公司年初至今仍能實現中雙位數銷售增長, 歸功於東方樹葉和大瓶裝水的量增長。因此, 我們 2023 年預測優先反映年初至今的情況。

為了更好反應管理層指引, 我們下調了 23/24 年收入預測 6-10%, 和淨利潤預測 2-10%。我們續予公司買入評級, 目標價 58.0 港元, 基於 58 倍 23 財年市盈率, 比 2 年平均值得高出 1 個標準偏差。 ([鏈接](#))

■ 中国飞鹤 (6186 HK, 買入, 目標價: 7.5 港元) – 中單增長, 5% 股息率吸引
管理層在電話會議中給出 23 年收入和淨利潤雙位數增長的指引。去年公司完成了渠道改革, 儘管中國已經放開疫情管控, 家庭和嬰兒支出的恢復理應不是消費復蘇最利好的板塊之一。我們同意市場對於新生嬰兒已經觸底的观点, 但這並不意味著 23 年上半年或全年將立馬出現 V 型反彈。因此, 我們維持較保守的收入高單增長, 低於管理層雙位數增長指引。

我們更新預測後目標價為 7.5 港元, 基於 11 倍 23 財年市盈率, 比長期平均低 1 個標準差, 以反映我們對與行業競爭加劇和出生率維持偏低观点。 ([鏈接](#))

■ 百果园 (2411 HK, 買入, 目標價: 7.7 港元) – 23 年保持樂觀

百果園 22 年淨利潤與我們預測一致。由於這是今年 1 月 IPO 起首次業績報告, 我們認為此業績可增加投資者對公司的業務穩定性和未來公司治理的信心。在投資者會議中, 管理層對 23 年保持樂觀, 並維持了全年指引。我們預計公司 3 年收入的年複合增長率為 12.1%, 比行業的 7.8% 增長為高。我們認為優質級銷售組合占比提升和門店增長都有助公司未來的毛利率提升。

我們維持公司買入評級, 目標價 7.7 港元, 基於 23 倍 23 財年市盈率, 相對於國內和全球同業 23 倍的平均估值。 ([鏈接](#))

■ **呷哺呷哺 (520 HK, 买入, 目标价: 11.21 港元) – 销售和利润率的复苏符合预期**

22 财年销售下降 23% 至 47 亿元人民币, 净亏损约 3.5 亿元人民币, 符合盈利预期。61.9% 的毛利率和门店数目均逊预期, 但其他收入, 折旧费用, 客单价和翻台率都好于预期。最重要的是, 尽管在 4 季度疫情影响下, 公司 22 财年下半年净利润率下降至 -3%, 但比上半年的 -13% 有大幅改善。

管理层指出 1-3 月呷哺的同店增长超过 20%, 销售达标率在 1-2 月/3 月亦有 100% 以上/ 107% 以上, 主要是受惠于产品性价比回归以及门店升级。同期的凑凑, 我们估计同店增长大概持平, 销售达标率亦有 90% 以上/95% 以上, 中高端品牌在目前宏观环境下, 会比刚需品牌稍弱。1-3 月税前利润率虽然还没恢复至疫情前的水平, 但全年来说, 我们相信仍然很大机会可以达到管理层预期的约 5%。

单店模型持续优化, 一方面是优化了新开店的选址系统, 另一方面面积和 Capex 都更少, 而租金和折旧费用都会下降, 迭加员工激励计划的进行, 呷哺和凑凑的餐厅层面经营利润率仍会持续提升至 20% 和 16%。

会员管理系统也会有新的发展, 除了打通品牌带来交叉销售, 今年也会推进付费会员, 假若有 100 万客户愿意付 188 元的会员费, 就能带来 1.8 亿的新收入。

维持买入评级, 目标价大致维持在 11.21 港元, 基于约 27 倍的 23 财年市盈率。 ([链接](#))

■ **诺诚健华 (9969 HK, 买入, 目标价: 10.84 港元) – 奥布替尼显示出治疗多发性硬化的积极信号**

受医保准入的影响, 奥布替尼 2022 年销售额同比增长 164% 至 5.66 亿元人民币; 其中, 受疫情影响, 奥布替尼 4Q 销售额为 1.66 亿元, 相比 3Q 的 1.83 亿元有所下降。2022 年下半年公司费用使用情况得以改善, 销售/研发/管理费用相对收入的比例分别从上半年的 86%/ 111%/ 32% 降低至下半年的 72%/ 96%/ 27%。截至去年底, 公司在手现金 91 亿人民币。

奥布替尼显示出治疗多发性硬化 (MS) 的初步疗效信号。136 例 MS 病人治疗 12 周的数据显示奥布替尼明显的剂量相关性疗效, 80mg QD 剂量组中, 奥布替尼相对于安慰剂显示出累计新发病症 92% 的降低, 优于 tolebrutinib 和 evobrutinib 的数据 (分别降低 85% 和 70%)。公司将不再进行更多患者的入组, 但将持续同 FDA 进行沟通以寻求重新启动被部分暂停的二期临床试验, 并寻求三期临床方案设计的批准。公司将在今年 5 月公布 MS 病人治疗 24 周的数据。

新产品或适应症的获批将进一步促进收入增长。奥布替尼 r/r MZL 的上市申请有望今年上半年获批, 至此, 奥布替尼将成为国内唯一获批该适应症的 BTK 抑制剂。奥布替尼在美国针对 r/r MCL 的注册临床已经完成入组, 有望年内递交上市申请。Tafasitamab 在中国大陆的注册临床已经完成一半患者的入组, 有望今年底或明年初递交上市申请。我们保持公司目标价 10.84 港元不变, 维持买入评级。 ([链接](#))

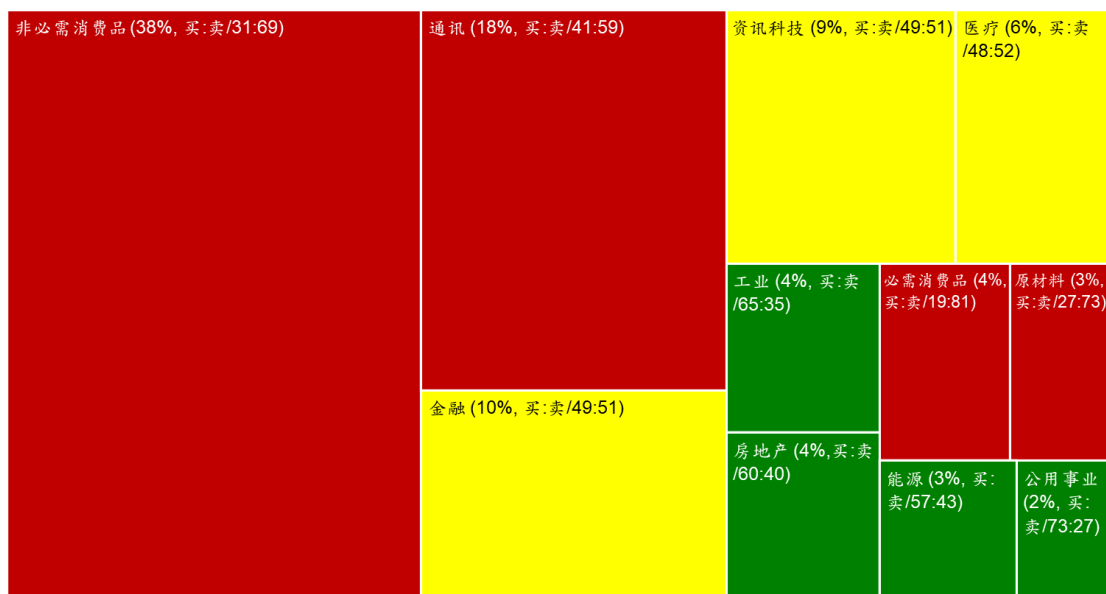
招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.90	44.00	77%	245.1	285.9	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.95	15.00	51%	19.8	13.2	N/A	6.0	1.8%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	113.00	187.00	65%	37.8	31.5	5.5	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.05	5.24	29%	10.8	8.7	0.6	5.0	3.9%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	29.15	48.00	65%	2.1	2.4	0.7	40.0	26.6%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	30.00	39.13	30%	10.0	9.1	1.5	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.43	11.20	74%	15.3	9.4	2.9	11.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	494.00	554.61	12%	29.2	23.6	2.8	5.9	0.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.00	11.76	31%	8.1	6.8	2.2	28.9	11.8%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	62.70	74.80	19%	36.7	30.6	5.9	17.5	1.1%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1790.00	2440.00	36%	35.9	30.1	10.0	27.9	2.9%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	182.54	255.00	40%	52.2	35.8	10.8	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	184.70	184.00	0%	51.3	37.7	10.9	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	37.40	52.59	41%	N/A	N/A	5.7	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.61	12.31	28%	35.1	24.8	4.0	11.1	0.6%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	83.10	118.00	42%	16.6	14.6	2.1	18.2	16.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	384.80	455.00	18%	23.6	N/A	3.2	14.1	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	72.86	106.00	45%	17.5	13.0	26.4	23.4	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	56.25	94.00	67%	N/A	N/A	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	35.70	45.10	26%	8.3	7.5	0.9	11.5	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	13.70	23.69	73%	14.4	11.2	N/A	16.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	55.39	88.60	60%	23.6	15.6	1.9	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	13.02	23.28	79%	N/A	N/A	5.7	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年3月29日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 29/3/2023

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
2. 绿色代表当日买入股票金额 \geq 总买卖金额的 55%
3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例 $>45\%$ 且 $<55\%$
4. 红色代表当日买入股票金额 \leq 总买卖金额的 45%

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关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个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

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研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。