

策略观点

经济超预期

- **宏观:** 中国经济超预期, 商品价格反弹, 降低了政策全面宽松的可能性, 但有助于减缓通缩预期并改善企业盈利前景; 房地产市场和私人部门信心依然疲弱, 未来政策宽松重点是稳地产、修复信心和支持科技创新与高端制造业。美国经济持续超预期, 房价反弹或减缓房租通胀回落幅度, 商品价格反弹也对去通胀构成利空, 美联储引导市场调整之前对降息路径的乐观预期, 高利率持续更久, 未来降息或更晚更陡。
- **科技:** 乐观, 继续看好 AI 算力/终端、手机/PC 复苏以及 1Q24 有望超预期。景气度上, 全球科技龙头业绩向好, AI 服务器需求强劲, 消费电子持续复苏, AI PC/手机/汽车新品推出, 科技巨头 AI 和 MR 竞赛全面提速, 产业景气度维持高位。展望 2Q24, 随着 AI/汽车/手机新品发布 (GB200、小米 SU7、华为 P70), 产业链有望积极拉货, 推动需求复苏。整体来看, 行业基本面逐渐改善, 看好 AI 驱动、需求复苏及国产替代受益产业链, 同时看好份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司, 建议关注 AI 服务器产业链如工业富联、超微电脑、鸿腾精密和立讯精密, 以及 AI PC/手机产业链如小米、苹果、联想、传音控股和比亚迪电子。
- **半导体:** 谨慎乐观。AI 板块于 3 月高位调整。4 月初, 台湾地震引发市场对半导体供应链稳定性、AI 产能的关注, 以及相关标的如何影响的探讨。根据目前公开报道, 影响程度并不严重, 台积电表示 EUV 设备并未受到损坏, 工厂复工率已经超过 80%。我们认为 AI 需求依旧强劲, 除了大型云厂商持续投入外, 大量企业均考虑在 AI 方面增加投资。KPMG 调查问卷咨询了 220 家公司管理层, 结论显示在未来 12 个月内, 有 43% 年收入超过 10 亿美元的美国公司考虑会在 AI 方面投资至少 1 亿美元。而真正受益于 AI 需求、国产替代的公司将会有更强的业绩增长确定性。我们维持之前的几条主线推荐: 1) 持续看好人工智能 (AI) 产业链的发展, 尤其看好存储市场 (HBM3 和 HBM3e)、光通讯以及在有线连接 (networking) 的需求增长。我们偏好 AI 产业链中真正的 A 股受益标的, 首选中际旭创 (300308 CH, 买入)。2) 半导体供应链将进一步强化本地化, 继续看好半导体国产替代主题, 看好半导体设备需求。另外, 受益于新品发布和市场份额的增长, 看好韦尔股份 (603501 CH, 买入) 和卓胜微 (300782 CH, 买入)。3) 若消费电子需求能持续回暖而非一次性备货拉动的短期需求, 我们认为相关产业链标的有望在 2024 年受益。该主线受益标的为闻泰科技 (600745 CH) 和生益科技 (600183 CH)。4) 另外, 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, 相信通信板块仍会受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。
- **软件及 IT 服务:** 中性乐观。2024 年美元流动性压力缓释或有望推动板块估值重估, 而基本面层面, 在整体企业 IT 支出仍待恢复的环境下, 人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复, 板块业绩有望恢复、估值或逐步重估, 而云化转型领先的龙头公司有望持续取得规模效应, 利润率改善速度有望领先同行。展望中长期, 我们看好: 1) 软件国产化的主题投资机会; 2) 生成式 AI 与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善; 3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。推荐买入金蝶国际 (268 HK) 和 Salesforce (CRM US)。
- **互联网:** 3 月行业相关指数稳中有升, 盈利展望因阶段性竞争缓和而改善的公司及超预期提升股东回报的公司取得超额收益, high beta 股票也在市场情绪逐步修复的阶段跑赢大盘。展望 4 月, 尽管整体消费回暖的趋势或仍有待进一步验证, 电商平台整体一季度业绩或有望在低基数下迎来增速回暖, 且随着出游旺季逐步到来, 旅游及本地生活板块有望维持高景气。行业选股偏好或仍将

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

张苗

黄群

马毓泽

冯键嵘, CFA

集中在短期业绩确定性较强及股东回报水平有望进一步提升的标的，月度维度重点关注业绩有望维持高景气的公司；年度维度仍建议关注三条主线：1) 业务出海带来增量营收及盈利空间；2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3) 有望受益于增量政策催化的公司。月度选股视角下，我们推荐美团、拼多多、腾讯、阿里巴巴、新东方。

- **医药：**医药行业配置价值吸引，主要由于 1) 国内政策预期改善，医保对于创新产品的支付环境改善，医疗器械集采加速国产替代进程，反腐后院内医疗需求有望持续复苏；2) 出海渠道顺畅且市场空间大，创新药出海授权交易有望持续落地，创新医疗器械持续拓展海外市场；3) GLP-1、ADC 等长期投资机会；4) 板块估值吸引，多数龙头股票的动态市盈率低于历史平均 1 个标准差。我们建议买入具备高出海潜力的创新药/器械，以及具备强劲需求增长的中医服务企业，继续看好百济神州、信达生物、科伦博泰、固生堂、巨子生物、迈瑞医疗。
- **食品饮料、旅游零售、奢侈品：**食品饮料必需品板块内，酒企业绩符合预期，啤酒高端化及白酒提价市场接受度维稳，中高端品类增势不减，全年目标实现能见度较高。润啤高端品类年初至今销量及均价仍实现增长；茅台去年 4 季营收创纪录，稳健发展的同时引领行业实现规模性提价。乳品业绩不及预期，基础品消费恢复疲弱，高端产品难以带动，市场格局存在不确定性。旅游零售方面，中免的离岛免税业务仍处于扩张阶段且机场口岸业务仍在持续复苏，在库存水平实现大幅改善叠加机场合同更新下，我们认为利润率存在提升空间。选股方面，我们偏好于盈利能力较高的食品饮料公司，推荐贵州茅台 (600519 CH)，维持农夫山泉 (9633 HK) 和伊利股份 (600887 CH) 的“买入”评级。奢侈品板块中，我们推荐新秀丽 (1910 HK) 和普拉达 (1913 HK)。
- **可选消费：**短线 (未来三个月看法维持中性)。3 月的增长比 1 月和 2 月有所改善，但不算强劲。1 季度整体来说，同店压力巨大对利润率有所影响。只是从复甦率来说，比去年 4 季度已有明显改善，也会令我们对 2 季度到 4 季度的环比提升有少许盼望。从行业来说，家电和服装好于预期，旅游-酒店和体育用品符合预期，餐饮低于预期。中场线来说，目前估值非常便宜 (仅在 13 倍，对比 8 年平均的 20 倍)，加上今年政府支持消费的力度也许会加大，估值拐点或会到来，现在仍然是收集好公司的好时机。我们同时喜欢股息率偏高的公司。推荐达势股份 (1405 HK)、九兴 (1836 HK)、亚朵 (ATAT US)、海信 (921 HK)、海尔 (6690 HK)、Vesync (2148 HK)、名创优品 (9896 HK)、大家乐 (341 HK)、安踏 (2020 HK)、波司登 (3998 HK) 和江南布衣 (3306 HK)。
- **汽车：**3 月乘用车零售销量或略低于我们年前的预测，验证了我们此前对“春节后汽车销量恢复将慢于预期”的观点。整车厂 3 月或为季度目标的达成而进行冲量，预计行业库存会再度回升。3 月份新能源车市占率提升至 46.5% (基于交强险数据)，创月度历史新高。春节后，随着更多新车上市，新能源市场明显回暖。4 月下旬北京车展开幕，届时将有更多新车预热、亮相或上市，我们认为 4 月份的新能源渗透率有望为全年的增长定基调。3 月主要的港美股车企完成了全年业绩公布，4 月底至 5 月，将进入一季报的业绩窗口期，届时将检验头部车企在本轮价格战中盈利弹性。持续看好行业变革中的引领者，首推理想汽车 (LI US/2015 HK)；建议关注传统车企的电动化转型机会，推荐关注吉利汽车 (175 HK)。
- **房地产和物管：**根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在 3 月单月环比增 125%，同比跌幅由 2 月的 -64% 收窄至 -42% 主要由于 2 月含春节假期基数较低，整个一季度同比跌幅依然在 -47%。从周度数据观察，新房销售月末冲量明显，本年第 13 周 (3 月 25-31 日) 30 个主要城市网签面积周环比增 60%，主要由于高能级城市表现强劲。根据我们的“一线城市成交套数观察”，深圳、广州、北京和上海的新房成交套数分别环比上涨 10%、14%、21%、178%，上海主要由于周内新开楼盘 15 个，3 盘触发积分。我们认为回暖趋势是由于供应端推动和前期放松政策效果逐步释放的综合作用。政策端一线城市继续小步宽松，二三线城市持续探索新救市模式，我们认为 2 季度销售

可能在政策环境继续宽松和供应端助推作用下维持较为平稳的修复趋势，可能难以再现如去年2季度般的断崖式环比下跌。融资端：在目前行业基本面修复势微、投资人对板块的信心依然脆弱背景下，我们认为监管可能进一步在融资端对相关企业予以协助如撮合融资行为落地等。板块表现：板块受开发商偿债相关负面消息影响持续震荡，我们认为态势可能在2季度维持。选股：我们推荐受益于新房供应结构变化、业绩兑现度较高且第二次全额派息的代建公司绿城管理(9979 HK)；由于行业长期将进入存量时代，二手房市场的“以价换量”继续推动成交攀升，故我们推荐直接受益于二手房市场的贝壳(BEKE US)，以及存量服务概念的物业管理公司如华润万象生活(1209 HK)、中海物业(2669 HK)、保利物业(6049 HK)、万物云(2602 HK)、越秀服务(6626 HK)等。开发商方面我们推荐有长期持有价值的华润置地(1109 HK)。

- **传媒文娱**：中性乐观。在春节出行及4Q23业绩韧性等利好下，港股及中概文娱板块股价迎来可观反弹（资金偏好beta机会）。此次业绩大部分公司利润端呈现稳健增长，且降本增效持续。我们认为2Q24回暖情绪及估值修复有望持续，受益于2024年利润上修且指引清晰化、潜在降息来临、暑期产品供给上行以及假期催化剂（清明、五一等）。优选基本面向好、业绩韧性、兼具beta行情及alpha属性的OTA赛道，推荐同程、看好其韧性内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。此外，建议关注业绩确定性高、低估值超跌标的，包括快手和爱奇艺。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞、迪士尼和大健云仓。
- **保险**：1Q24 负债端结构优化带动 VNB 增长；财险承保节奏调整导致增速放缓。上市险企公布 2023 年全年业绩，整体来看负债端稳健增长，精算假设调整对内含价值及新业务价值影响中长期利大于弊；资产端受 2H23 投资收益影响拖累净利润同比下滑。展望 2024 年 1 季度，我们认为中资险企新业务价值有望在新单保费增长及新业务价值率改善的带动下实现稳健增长，投资表现较 4Q23 更优，但高基数下同比增速或仍将下行。短期来看，我们维持资产端仍是当前板块估值修复关键的观点。随着年报新会计准则和内含价值精算假设调整等因素影响的一次性释放，我们认为 24 年寿险公司的财务表现将更加稳健。财险方面，头部险企前两月保费收入同比增速下滑至中低单位数，2 月部分地区受冻雨等灾害赔付的影响，预计 1Q24 上市企业承保综合成本率将有所上行；此外受政府类业务承保节奏调整影响，保费增速同比下滑至低单位数。头部险企未决赔款准备金计提充分，短期保费增速不及预期和综合成本率上行不改行业增长趋势，持续看好财险行业负债端需求稳健及对宏观经济周期波动的低敏感性。维持板块优于大市评级，首推中国财险(2328 HK)，基于业绩稳健增长，推荐中国太保(2601 HK)；基于业务增长弹性，推荐关注众安在线(6060 HK)。
- **资本品**：短期继续看好重卡。中国液化天然气价格年初至今已下跌 >40%，但柴油价格在油价上升的背景下维持高企。根据我们的计算，目前天然气/柴油价格比为 <0.6 倍，价差对比2023年12月底的0.9倍大幅扩大，有助拉动天然气重卡需求。业绩方面，港股上市的重卡和工程机械公司2023年度盈利普遍符合预期。潍柴动力(2338 HK / 000338 CH，买入，行业首选)和中国重汽(3808 HK，买入)上调派息比率至50%，中联重科(1157 HK / 000157 CH，持有)的派息比率达到78%。我们继续看好潍柴动力天然气重卡发动机带动市场份额的增长，以及中国重汽的出口驱动增长潜力。工程机械方面，我们看好浙江鼎力(603338 CH，买入)高空作业平台新产品在海外市场的持续突破。

图 1: 行业荐股

公司名字	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	2024E	2025E	2024E	2024E	2024E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	26.70	46.51	74%	10.0	7.5	1.6	15.7	0.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	15.50	22.19	43%	20.5	19.9	N/A	7.6	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	28.04	46.96	67%	18.1	14.3	N/A	10.9	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.19	2.42	11%	0.5	1.0	N/A	7.9	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	164.56	136.00	-17%	77.3	56.7	9.7	15.6	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	94.50	117.50	24%	133.1	38.4	N/A	4.5	0.0%
卓胜微	300782 CH	半导体	买入	95.76	174.00	82%	42.8	32.9	5.2	12.2	0.2%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	8.63	15.50	80%	N/A	110.7	N/A	N/A	0.0%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	301.73	350.00	16%	31.3	27.6	N/A	10.0	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	305.40	450.50	48%	14.1	12.8	N/A	15.7	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	117.62	155.40	32%	13.5	9.8	N/A	35.7	0.0%
新东方	EDU US	互联网	买入	85.40	104.50	22%	27.8	21.2	N/A	10.3	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	71.71	137.10	91%	8.4	7.7	1.0	8.5	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	99.40	155.20	56%	16.6	12.0	N/A	16.0	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	149.75	268.20	79%	N/A	N/A	67.9	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	36.55	55.00	50%	N/A	N/A	5.0	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	276.25	383.80	39%	28.8	24.1	9.1	33.7	2.0%
固生堂	2273 HK	医药	买入	43.70	71.96	65%	24.0	17.6	N/A	14.0	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	43.25	57.14	32%	23.2	18.5	N/A	32.3	0.0%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	143.40	200.77	40%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1666.66	2219.00	33%	23.0	20.6	7.9	37.7	1.9%
伊利股份	600887 CH	必选消费	买入	27.27	33.40	22%	N/A	N/A	3.1	20.2	4.8%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	44.00	57.80	31%	33.3	28.0	16.2	46.5	2.1%
新秀丽	1910 HK	必选消费	买入	29.35	30.60	4%	12.3	10.9	N/A	25.8	0.0%
普拉达	1913 HK	必选消费	买入	59.90	65.2	0.1	24.3	22.0	N/A	18.3	0.0%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	52.90	73.1	0.4	N/A	48.9	8.6	2.1	0.0%
九兴	1836 HK	可选消费	未评级	13.24	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亚采	ATAT US	可选消费	买入	18.43	23.68	28%	15.9	11.7	N/A	45.9	0.0%
海尔	6690 HK	可选消费	买入	25.35	31.2	0.2	N/A	9.7	N/A	N/A	0.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.93	6.71	36%	8.2	6.6	1.7	22.6	3.1%
名创优品	9896 HK	可选消费	未评级	42.10	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	8.08	14.8	0.8	13.8	10.0	N/A	12.1	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	88.35	101.73	15%	18.0	16.1	N/A	31.7	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.97	3.86	-3%	15.9	13.6	N/A	20.0	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.82	19.77	33%	8.2	7.3	N/A	39.4	0.0%
理想汽车	LI US	汽车	买入	31.26	48.00	54%	35.9	26.0	N/A	20.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.41	14.0	0.5	13.2	12.1	N/A	8.0	2.5%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	26.65	46.94	76%	15.9	13.6	N/A	20.9	0.0%
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	2.80	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	27.40	57.3	1.1	8.7	7.4	N/A	17.5	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	18.08	44.1	1.4	7.1	5.9	1.3	11.6	4.7%
中海物业	2669 HK	房地产	未评级	4.20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	14.24	23.00	62%	15.7	14.3	N/A	7.9	0.0%
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	6.61	9.37	42%	9.5	7.5	N/A	32.2	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	23.70	45.10	90%	4.4	N/A	N/A	13.8	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	628.41	613.00	-2%	36.8	29.8	10.5	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	49.65	97.00	95%	13.2	9.5	N/A	19.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	33.49	43.00	28%	13.0	9.9	4.1	32.1	0.0%
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	20.55	26.1	0.3	16.4	14.1	2.2	10.1	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	4.32	8.60	99%	8.1	7.3	15.0	26.0	0.0%
迪士尼	DIS US	传媒文娱	买入	117.35	142.00	21%	25.6	21.6	N/A	7.7	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	14.30	29.72	108%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
众安在线	6060 HK	保险	买入	13.56	22.00	62%	41.8	33.9	N/A	2.1	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.50	11.90	13%	7.2	6.5	N/A	13.4	5.6%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	16.40	22.00	34%	10.9	10.1	1.5	14.6	2.7%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	61.62	70.00	14%	18.4	15.9	3.7	21.7	1.1%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

宏观经济

叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国经济

■ 经济超预期但有分化，未来或温和改善

经济增长可能好于预期。今年 1-2 月经济活动明显改善，商品出口、社会零售额和工业增加值同比增长 7.1%、5.5% 和 7%，大超预期；核心 CPI 增速显著回升，工业企业利润同比增长 10.2%，而去年全年下降 2.3%。3 月经济活动延续改善，一财高频经济活动指数升至 1.04，超过 2019 年平均水平；PMI 则结束连续 5 个月收缩状态进入扩张区间，新订单、出口订单和采购量等指数显示需求显著改善，但企业加库存意愿不足，通缩压力仍在。由于经济活动超预期和闰年因素导致一季度比去年同期多 1 个工作日，预计一季度 GDP 增速可能超过我们之前预测的 4.3%，达到 5.5% 以上。

但房地产延续收缩，企业家信心依然较弱。但房地产市场延续大幅下滑，由于基数效应对某优秀房企违约风险担忧上升，商品房销售面积和房屋新开工面积同比降幅从去年的 8.5% 和 20.4% 进一步扩大至今年 1-2 月的 20.5% 和 29.7%。同时，民营企业和外资的信心依然较弱，今年 1-2 月 FDI 以人民币计进一步下降近 20%。

未来经济或温和改善。预计今年 GDP 增速将达到 5% 左右，比 2022-2023 年两年平均增速 4.1% 更高。通缩将有所缓解，GDP 平减指数可能从 2023 年的 -0.5% 升至 2024 年的 0.3%，CPI 和 PPI 增速分别从 2023 年的 0.2% 和 -3% 升至 2024 年的 0.7% 和 -0.3%，因生猪去产能、城镇服务业复苏、家庭消费改善及全球制造业去库存周期结束。经济总体温温和复苏，预计名义 GDP 增速可能从 2023 年的 4.6% 升至 2024 年的 5.3%。经济重启后城镇服务业延续复苏，流动人口逐渐重回城镇，就业和消费或缓慢改善，预计今年社会零售额增长 5.3%，比过去两年平均增速 3.4% 更高，其中药品、食品饮料和书报杂志零售保持较快增长，文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电和家具零售改善，体育娱乐用品和服装零售额小幅改善，建筑装潢材料零售跌幅收窄，汽车零售可能明显放缓。房地产政策延续宽松，二手房销量作为领先指标已率先改善，预计今年商品房销售面积降幅可能逐步收窄。但土地购置和新开工活动延续大幅收缩，预示房地产开发投资很难改善，“三大工程”可能支撑开发投资降幅由去年的 9.6% 收窄至今年的 7%。商品贸易可能显著回暖，预计货物出口额和进口额增速分别从 2023 年的 -4.6% 和 -5.5% 回升至 2024 年的 3.6% 和 3.3%。

■ 政策宽松的重点方向

房地产政策进一步放松。一季度经济超预期降低了二季度政策全面宽松的可能性，但房地产市场仍延续大幅下滑，拖累经济增长、金融稳定、地方财政与市场信心，稳地产将是政策宽松的重点。一方面，政策部门将加快落地房地产融资协调机制落地，努力改善房企融资条件。另一方面，政策部门将进一步放松核心城市住房限购政策和户籍制度，进一步降低首套房和二套房贷款首付比例及贷款利率，努力提振住房需求。

对科技创新、高端制造业和新兴产业的政策支持。科技创新和制造业升级被视为中国经济高质量发展的重点，也是中美战略竞争的关键，政策部门将持续加大对科技创新、高端制造业和新兴产业的支持。第一，加快传统产业高端化、智能化和绿色化转型升级，促进中小企业专精特新发展。第二，巩固扩大智能网联、新能源汽车等新兴产业领先优势，加快氢能、新材料、创新药、生物制造、商业航天、低空经济等新兴产业发展。第三，实施 AI+ 行

动，超前建设一体化算力体系等数字基础设施，做大做强数字经济。预计政府将对相关产业保持相对更低的所得税率，增加对相关产业研发支出及税收抵扣，对下游企业购置相关产业设备产品提供税收抵扣和贷款利息补贴。为提振企业投资以扩大内需，政府将通过税收抵扣、财政补贴和专项贷款等政策激励，推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造。

优化营商环境和持续对外开放，努力修复民企和外资信心。除房地产外，民营企业和外资信心疲弱也是拖累中国经济复苏的另一个重要因素。为提振企业家信心，高层可能持续优化营商环境，加快对外开放，加强政策协调，将非经济政策纳入宏观政策取向一致性评估，推动更多政策向亲商友好立场转变。

货币政策将延续适度宽松。货币政策将延续适度宽松。首先，央行将保持流动性合理充裕，预计下半年可能仍有1-2次降准合计0.5个百分点。其次，央行将引导银行进一步降低存款利率，下半年可能适度下调LPR约10个基点，定向降低首套房和二套房按揭贷款利率约20个基点。最后，央行将通过PSL等结构性政策工具，加大对重点城市“三大工程”和制造业发展的信贷支持。

美国经济

■ 经济仍超预期，去通胀暂时受阻

经济仍超预期。4Q23以来美国经济持续超预期。4Q23的GDP环比年化增速达到3.4%，亚特兰大联储模型对1Q24 GDP增速预测从之前的2.3%上调至2.8%，仍显著超过经济潜在增速。3月制造业PMI自2022年9月以来首次超过枯荣线进入扩张区间，显示商品消费需求回升。市场机构纷纷上调对GDP增速预测，2024年GDP增速的彭博市场一致预测从年初的1.3%提高至2%以上。

劳工供求不平衡缓解。25-54岁人群劳动参与率和移民净流入持续回升，劳工供应显著增加；离职率和职位空缺数逐步下降，显示劳工需求温和降温。劳工供应回升对就业增长的支撑更加明显，劳工供求更加平衡，薪资增速缓慢下降。劳工供求不平衡缓解成为核心服务通胀回落的重要动力。

去通胀暂时受阻。今年以来美国经济持续超预期，房价有所反弹，服务通胀下降趋缓；同时，欧洲和中国经济也好于预期，加上中东冲突风险上升，大宗商品价格明显反弹。前两个月美国CPI增速和PCE通胀均超预期，3月制造业PMI价格指数大幅反弹，显示去通胀暂时受阻。

■ 利率更高更久预示未来降息更晚更陡

美债收益率反弹。经济超预期和通胀反弹引发市场与美联储关注，长期国债收益率有所反弹。长期利率反映市场对远期一系列短期利率的平均预期。远期的短期利率由未来政策利率决定，取决于未来经济增长和通胀情况。近期10年国债收益率已升至4.3%以上，显示在当前经济和通胀依然较强背景下，市场对长期名义经济增速的预期较高，隐含长期经济实际增速或通胀超过2%。经济和通胀在近期超预期后，未来三个季度可能温和放缓，市场对长期名义经济增速的预期可能有所回落，预计10年国债收益率可能在年末降至3.8%左右。如果今年GDP增速和通胀很难进一步放缓，那么10年国债收益率也不会有太多下降空间。

市场正在调整之前对降息路径的乐观预期。随着美国去通胀明显变缓，美联储开始释放不急于降息的信号，引导市场调整之前对降息路径的过度乐观预期，美债收益率和美元指数再度反弹。为降低中小银行压力和避免政策在临近大选时急剧转向，美联储可能提前在6月首次降息。我们仍维持全年可能降息100个基点的预测，但由于经济和通胀韧性，高利率持续时间比预期更长。回顾政策利率调整历史可以发现，低利率持续过久预示未来加息更陡，而高利率持续过久意味着未来降息可能更陡。如果未来2-3年美国潜在名义GDP增速逐步回到4%左右，那么中性名义利率水平估计在3.5%左右，这可能是通胀逐步回到目标水平后政策利率的中枢水平。

科技

伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881

刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk

李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来3个月看法乐观

全球电子终端需求回升，AI创新成为新的成长动能。重申对科技板块的正面看法，继续看好AI算力/终端、手机/PC复苏以及1Q24有望超预期。景气度上，全球科技龙头业绩向好，AI服务器需求强劲，消费电子持续复苏，AI PC/手机/汽车新品推出，科技巨头AI和MR竞赛全面提速，产业景气度维持高位。展望2Q24，随着AI/汽车/手机新品发布（GB200、小米SU7、华为P70），产业链有望积极拉货，推动需求复苏。整体来看，行业基本面逐渐改善，AI大模型持续升级推动算力需求提升，AI赋能终端有望带来换机需求，看好AI驱动、需求复苏及国产替代受益产业链，同时看好份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司，建议关注AI服务器产业链如工业富联、超微电脑、鸿腾精密和立讯精密，以及AI PC/手机产业链如小米、苹果、联想、传音控股和比亚迪电子。

1) 智能手机/PC：华为P70发布在即，苹果面临短期压力，看好国产替代和技术创新

手机/PC终端持续复苏，预计三星S24和华为P70系列将推动高端需求，苹果将面临短期压力。考虑到高端手机在光学、存储、散热、卫星通话和折叠屏等方面创新，我们看好产业链零部件规格升级，利好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、高伟电子和鸿腾精密等。

折叠屏手机已成为高端手机迭代方向，预期在2024年维持较快增长速度。三星预计于2Q发布Galaxy Z Flip 6，vivo X Fold3和小米MIX Fold 4在2Q24发布，有望进一步催化相关产业链。从折叠屏手机的成本对比来看，铰链和显示屏是主要增量。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，相关产业链公司标的将受益，折叠屏铰链相关厂商包括瑞声科技、精研科技、东睦股份和宜安科技。

2) AI产业链：AI服务器和AI PC/智能手机供应链将在1H24保持强劲增长势头

在AI算力端，全球AI服务器（DELL/SMCI/联想/HPE）的出货量和在手订单强劲增长，下游产业化应用加速，芯片供应限制将在2Q24得到缓解，高算力需求将推升AI服务器增长。AI服务器上游主要包括芯片、PCB、连接器/接口、散热和电源管理等厂商；中游主要以服务器品牌和OEM/ODM为主，而随着终端客户对服务器定制化需求逐步增强，OEM/ODM厂商将加强与下游厂商如云厂商、运营商和政府机构等合作。从硬件层面，建议关注全球核心AI服务器OEM/ODM受益标的，包括工业富联、超微电脑、联想、戴尔、浪潮信息和华勤技术，以及服务器相关产业链如连接器/接口、散热和电源管理等厂商，包括鸿腾精密、立讯精密和比亚迪电子。

在边缘 AI 端(PC/手机), 随着高通、联发科、英特尔等巨头加码 AI, 苹果加大 AI 布局, 加速 AI 端侧应用落地, 我们看到更多的产品发布和消费者对 AI 手机的强烈兴趣, 如三星 Galaxy S24、荣耀 Magic 6、OPPO Find X7 等, 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。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。我们看好手机和 PC 品牌厂商及相关上游产业链标的, 包括苹果、小米集团、联想集团、春秋电子、光大同创、华勤技术和莱宝高科。

3) MR 产业链: Vision Pro 带动行业进入新一轮创新周期, 2024 年有望迎来拐点

Apple Vision Pro 上半年正式发售, 苹果推出超过 100 万个兼容应用程序和逾 600 个专门打造的应用程序。我们预计 2024 年 Meta、三星、索尼和华为等大厂将发布多款 MR 新品, 拉动行业出货重回正增长。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。

4) 汽车电子: 小米汽车 SU7 发布, 汽车智能化加速发展

3 月 28 日小米汽车正式发布小米 SU7, 打造“人车家全生态”闭环, 小米 SU7 上市 24 小时, 大定达 88898 台, 其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力。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、经纬恒润、舜宇光学和联创电子等公司。

■ 推荐买入比亚迪电子、小米集团、立讯精密

1) **比亚迪电子 (285 HK)**: 安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为利润增长动力, 同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构, 我们预计利润率修复有望超预期。此外, 公司收购捷普的 Mobility 结构件业务, 扩大其智能手机业务发展空间, 从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年, 我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

2) **鸿腾精密 (6088 HK)**: 全球服务器连接器龙头厂商之一, 管理层预期 2024 年服务器/互连业务收入将同比增长 15-20%, AI 服务器相关产品收入将占收入 8-10%, 对比 2023 年的 1%有较大幅度提升, 主要受到铜连接器产品的出货增长驱动, 以及包括 MCIO 和高速 I/O 产品的快速放量。另外, 今年公司迎来新品上量及业务突破: 1) 网络连接业务的高速连接器产品出货量将显著增加。2) EV 业务的 Voltaira 汽车电子并表有望带来三位数同比增长。3) AirPods 产品将在 3Q24 出货, 目前越南及印度工厂已陆续开启生产。总的来说, 今年公司拥有多个增长动能, 产品组合持续优化, 我们看好公司 2024 年收入和利润增长加速。

3) **小米集团 (1810 HK)**: 手机业务回暖, 表现优于市场, 国际化、高端化战略效果明显, 小米 14 系列手机销售表现亮眼。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。3 月 28 日小米汽车正式发布小米 SU7, 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。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。

4) **立讯精密 (002475 CH)**：受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升，近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深化垂直整合能力，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系。随着新品发布和技术布局逐步落地，看好公司成长逻辑，目前估值处于历史低位，建议买入。

风险提示：宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

A 股市场：2024 年 3 月末，公司业绩陆续公布，部分投资者获利了结。

美股市场：AI 板块于 3 月高位调整。4 月初，台湾地震引发市场对半导体供应链稳定性、AI 产能的关注，以及相关标的影响几何的探讨。

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

短期观点：进入 3 月，海外业绩期逐渐结束，A 股业绩期伊始，短期内市场会关注 A 股市场个股公司业绩表现和展望。我们认为真正受益于 AI 需求的公司将会有更强的业绩增长的确性。

中期观点：我们维持 2023 年年底策略报告中的几条主线推荐：

1) **我们持续看好人工智能 (AI) 产业链的发展**。我们认为 2024 年各大云厂商将继续加大对 AI 基础设施的投资，以确保在 AI 军备竞赛中保持先发优势，继续为获得更多的市场份额、吸引更多用户使用其产品，并着重对基建中能效指标进行改进和提升。彭博预测 2024 年微软、谷歌、亚马逊和 Meta 四家公司的资本开支将增长 22.6%。除 AI GPU 市场以外，我们尤其看好存储 (HBM3 和 HBM3e 的需求增长和存储产品价格的修复)，以及光模块 (特别是 800G) 和网络通信芯片的需求。进入 AI 市场高速发展的第二年，我们偏好 AI 业绩贡献较高的、行业真正的受益标的，首选**中际旭创 (300308 CH, 买入)**。公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升，目前该产品贡献了最大的营收，并且 800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。 ([链接](#))

2) **我们认为半导体供应链的本土化将进一步加强**。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地主动替代。我们长期看好中国半导体行业的发展，尤其是半导体设备的需求增长。另外，**韦尔股份 (603501 CH, 买入)** 和 **卓胜微 (300782 CH, 买入)** 因新品发布和市场份额的增长也将获益。韦尔股份的高阶像素 50 系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升；同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。卓胜微的基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率；同时，公司集成自产滤波器的产品也在 2Q23 放量。

未来几年，中国可能会有数十个新的晶圆代工厂完工，其中绝大多数都是成熟制程。晶圆厂的产能扩充一方面直接利好半导体设备厂商，另一方面可能会导致成熟制程产能过剩，代工价格下滑，或会利好设计企业的利润率。

3) **半导体周期或将回暖**。虽然在 2023 年下半年，消费电子市场因厂商新产品发布而显现季节性回暖，但终端需求暂未观察到显著修复。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，半导体行业终端需求或有机会逐步回暖。该主线受益标的为**闻泰科技 (600745 CH)** 和 **生益科技 (600183 CH)**。闻泰科技的传统优势业务是产品集成，其中主要包括手机和笔电等产品。随着消费级 AI 手机及笔电产品在 2024 年的陆续推出，公司有望受益于新产品推出而带来的订单；生益科技有望随着 AI 服务器的持续增长以及消费级 AI 手机、笔电的推出而受益。

4) **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。

■ 人工智能 (AI)：资本开支继续增长，产业链持续受益

进入 AI 高速发展的第二年，我们继续看好 AI 行业的发展。此前，我们提到过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各家云业务的发展，即 AI 应用的变现进展。

近期我们看到两家龙头大语言模型公司的估值和收入预测都有大幅提升，表明 AI 应用的变现正在快速推进。1) 微软支持的 Open AI 在最近一轮 (2023 年 12 月) 的估值超过一千亿美元，远高于去年 4 月的 290 亿美元和 10 月的 860 亿美元估值；2) 亚马逊和谷歌支持的 Anthropic 预计 2024 年收入将达到 8.5 亿美元，远高于目前的 1 亿美元收入，以及三个月前预估的 5 亿美元的收入预测。

基于此，我们认为科技公司将会持续投资 AI 基础硬件设施和设备，其中我们尤其看好存储行业 (HBM3 和 HBM3e) 在今年的需求增长。近期，韩国半导体出口数据额在 11 月份实现增长 (12.9%)，结束了自 2022 年 8 月开始的 16 个月度下跌趋势。该出口数据在 12 月份继续保持高速增长 (21.8%)。该增长一方面是存储厂商削减产能，导致存储产品价格回升；另一方面是 AI 市场的快速增长推动了 HBM 等产品的需求。我们认为随着推理大语言模型应用推广，该需求仍将保持强劲。

■ 半导体国产替代需求加强，供应链加快本地化

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。

从国际关系上，我们看到 AI 禁令进一步趋严，同时有些国家也在加强对中国半导体行业的限制，如近期荷兰政府撤销了部分光刻机出口到中国的许可证。在这种国际环境下，国产替代的趋势势必会加强。我们已经看到英伟达最新的符合出口规定的芯片在中国的需求并没有预期中那般强劲。出于对性能、价格等因素的考虑，国内云厂商的购买意愿似乎并不强烈，并转向寻求国产替代的方案 (华为) 以及自研方案。

在成熟制程上，中国晶圆厂在大力扩产。据 Digitimes 报道，未来几年可能会有数十个新的晶圆代工厂完工，其中绝大多数都是成熟制程。晶圆厂的产能扩充一方面直接利好半导体设备厂商，另一方面可能会导致成熟制程产能过剩，代工价格下滑，或会利好设计企业的利润率。

■ 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。

■ 推荐标的

1) **中际旭创 (300308 CH)**：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。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。我们维持对中际旭创的“买入”评级，目标价为 136 元。

2) **韦尔股份 (603501 CH)**：公司在研发能力和系统技能上水平领先，50 系列产品也获得下游客户的肯定，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升。同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。随着国产替代趋势的加强、市场竞争格局的优化，我们维持对韦尔股份的“买入”评级，目标价为 117.5 元。

3) **卓胜微 (300782 CH)**：公司基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率；同时，公司集成自产滤波器的产品也在 2Q23 放量。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，国产替代稳步推进。我们维持对卓胜微的“买入”评级，目标价为 174.0 元。

■ **风险提示**：AI 需求不及预期；新的半导体禁令出台；消费电子需求持续下滑。

软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

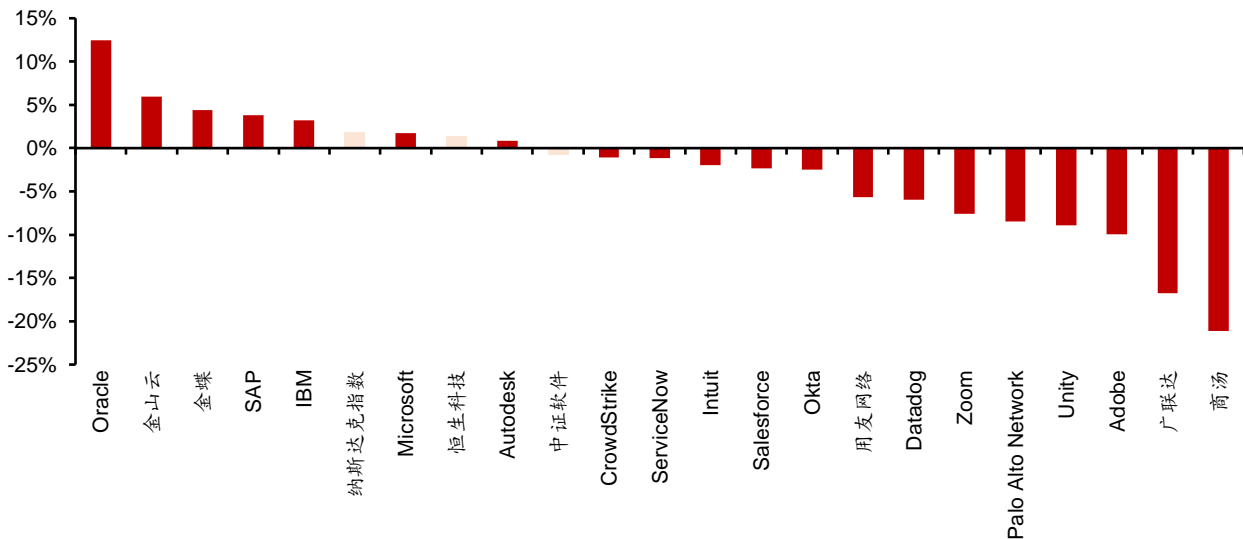
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

2024 年美元流动性压力缓释或有望推动板块估值重估，而基本面层面，在整体企业 IT 支出仍待恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块业绩或有望修复、估值有望逐步重估，而云化转型领先的龙头公司或持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。展望中长期，我们看好：1) 软件国产化的主题投资机会；2) 生成式 AI 与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善；3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。美股推荐买入 **Salesforce (CRM US)**，H 股推荐买入 **金蝶国际 (268 HK)**。

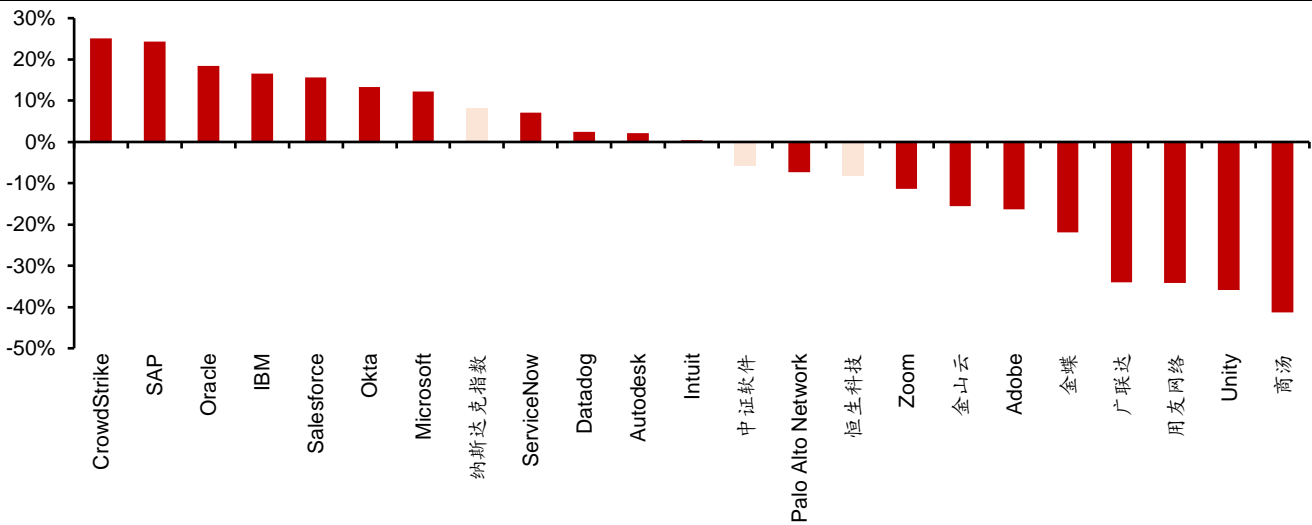
3 月恒生科技指数上涨 1%，中证软件指数下跌 1%。广联达/商汤 3 月下跌 17/21%，公司公布了弱于预期的 FY23 业绩：广联达 4Q23 总收入同比下降 16% 至 17.8 亿元，较一致预期低 10%，主要受建筑行业开工情况疲软所影响；4Q23 公司录得净亏损 1.46 亿元，相较 4Q22 净利润 3.28 亿元有所恶化，主因经营杠杆效应弱化。商汤 FY23 总收入同比下降 11% 至 34 亿元，低于一致预期的 43 亿元，主要由于公司将业务重点转向生成式 AI 业务，而传统 AI 业务收入有所下滑；FY23 调整后净亏损同比扩大 14% 至 54 亿元，弱于一致预期的 37 亿元，主因公司在 AI 基础设施的投入以及约 18 亿元的减值损失（主要与智慧城市的应收账款相关）。

图 2: 3 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: YTD 软件板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢

头部 SaaS 公司的客户粘性强,但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出,我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 2024 年实现 14-20% 的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%,但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复,但整体结构性的复苏或仍有待观察。2024 年,相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司,我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ IaaS 和 PaaS: 高质量增长是主题, AI 云带来新增量

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。展望 2024 年,整体中国云行业的营收增长或将有望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 对于头部公司的营收贡献有望从 3Q23 的低单位数进一步提升。因生成式 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,头部厂商云业务的盈利能力在 2024 年或有望进一步提升。

■ 海外软件: 美国进入降息周期以及经济软着陆, 公司基本面及估值仍有改善空间

展望 2024 年,我们继续看好美股软件行业。随着美股市场步入降息周期,美国经济有望软着陆,美股软件行业估值水平和基本面仍然有改善的空间。经历 2023 年上涨以后,软件行业 1 年远期 PE 虽然较 5 年均值有 13% 左右的溢价,但仍较 2020-2021 年低利率期间的估值峰值有 10% 的修复空间;美国经济软着陆有望推动企业数字化预算修复,而收入增长维持韧性的同时,组织优化带来的运营效率改善有望在 2024 年进一步释放,推动盈利维持较快增长。我们看好 SaaS 领域细分赛道龙头 Salesforce 以及 ServiceNow。

■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK) 和 Salesforce (CRM US)

金蝶公布 2023 年财务业绩: 营收 57 亿元人民币, 同比增长 17% (2022 年: 同比增长 17%), 归属于普通股股东的净亏损为 2.1 亿元人民币 (2022 年: 亏损 3.89 亿元人民币), 符合招银国际预期和彭博一致预期。金蝶的减亏正处于正轨, 净亏损率从 2022 年的 17.9% 收窄至 2023 年的 12.1%, 主要得益于毛利率的提升和经营效率的提升, 而毛利率的提升得益于订阅收入占比提升和云基础设施成本优化。管理层承诺将在 2024 年持续提高运营效率, 目标是在 2025 年之前实现盈亏平衡。受益于较强且持续强化的产品能力和合作伙伴体系,

我们对金蝶受益于软件国产替代的趋势保持乐观。我们将估值前滚至 2024 年，目标价为 15.5 港元，基于 6.4x EV/S，与一年均值一致，维持买入评级。

Salesforce 4QFY24 总收入同比增长 10.8%至 92.9 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 19.3%至 29.2 亿美元，均符合一致预期。公司指引 FY25 总收入同比增长 8-9%至 377-380 亿美元，略低于一致预期的 386 亿美元，主要受客户较为谨慎的数字化支出所影响。尽管如此，管理层预计公司经营效率在 FY25 继续提升，并指引 FY25 非 GAAP 运营利润同比提升约 2 个百分点至 32.5%。Salesforce AI 解决方案 Einstein 1 Edition 表现强劲，有效推动现有客户客单价显著上涨，并吸引更多新客户。公司预计 AI 产品将在 FY25 有更显著财务贡献，但谨慎起见，管理层在 FY25 的指引中尚未反映 AI 的潜在贡献。我们预计 AI 产品商业化加速有望成为公司业务增长和估值的主要催化因素。考虑公司在 CRM 行业的领先优势以及稳健的业绩展望，我们认为公司当前 20x FY25E EV/EBITDA 仍然有较高性价比。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

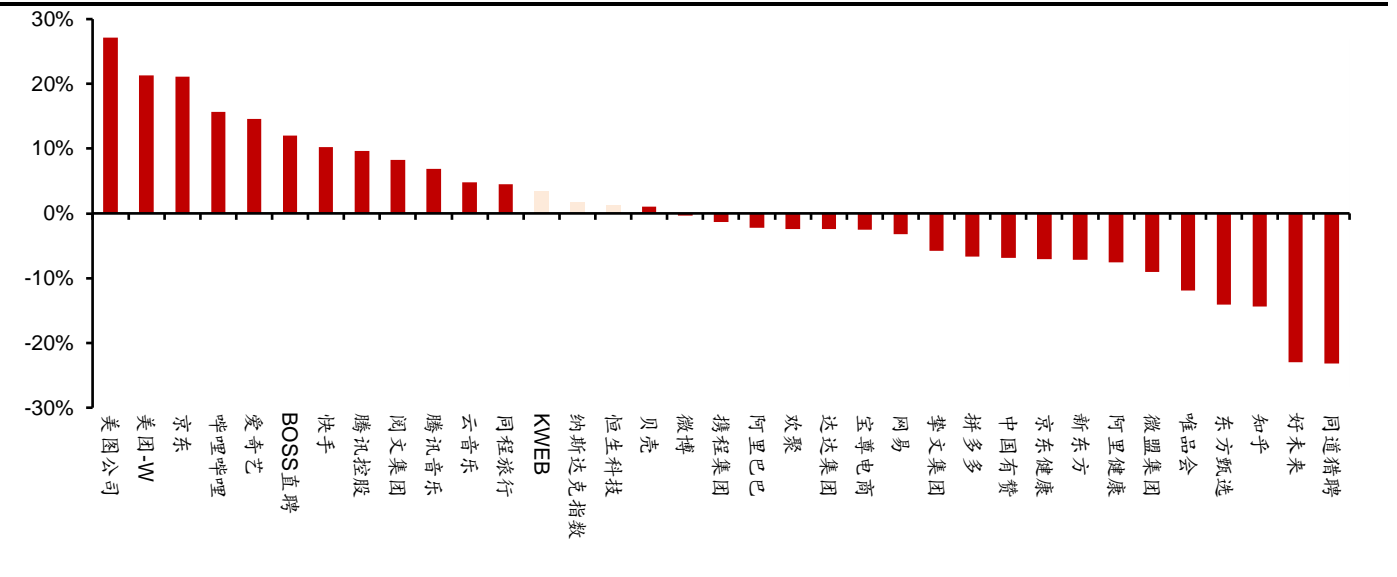
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

3月行业相关指数稳中有升，盈利展望因阶段性竞争缓和而改善的公司及超预期提升股东回报的公司取得超额收益、high beta 股票也在市场情绪逐步修复的阶段跑赢大盘。展望 4 月，尽管整体消费回暖的趋势或仍有待进一步验证，电商平台整体一季度业绩或有望在低基数下迎来增速回暖，且随着出游旺季逐步到来，旅游及本地生活板块有望维持高景气。行业选股偏好或仍将集中在短期业绩确定性较强及股东回报水平有望进一步提升的标的，月度维度重点关注业绩有望维持高景气的公司；年度维度仍建议关注三条主线：1) 业务出海带来增量营收及盈利空间；2) 有能力维持较高股东回报水平或股东回报有望进一步提升的公司；3) 有望受益于增量政策催化的公司。月度选股视角下，我们推荐美团、拼多多、腾讯、阿里巴巴。

当前互联网板块整体估值对应 16x 2024E non-GAAP PE，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业 2023-2025E 年 non-GAAP 净利润复合增速有望达 19%，对应 2024E PEG 为 0.8x。

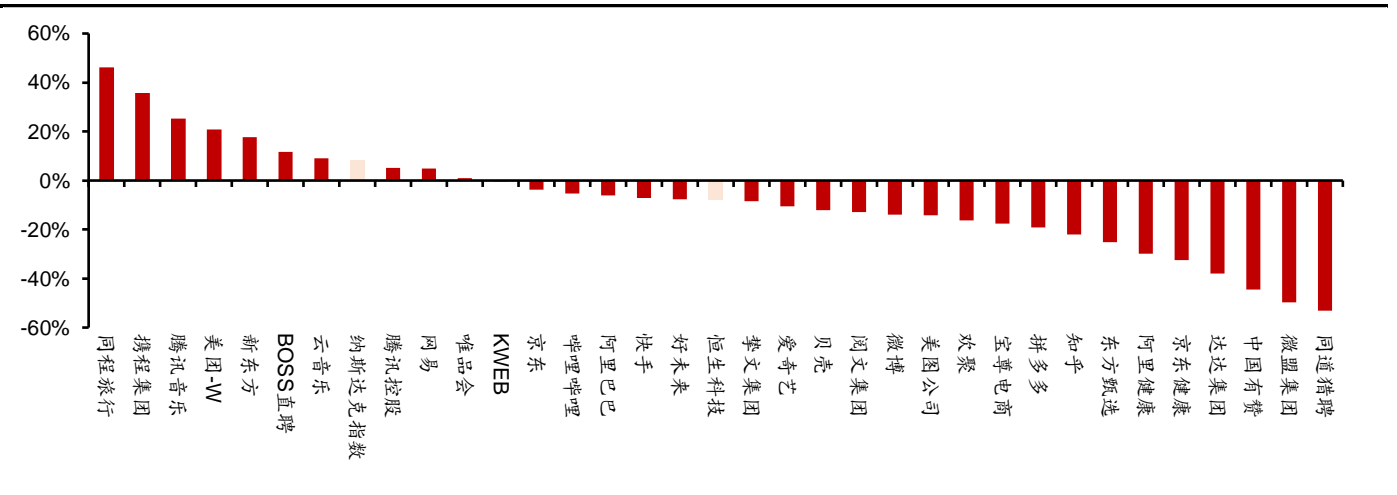
3月恒生科技指数上涨 1%，KWEB 指数上涨 4%。美团/京东/腾讯 3 月上涨 21/21/10%，得益于公司披露了好于预期的 4Q23 业绩。腾讯 4Q23 非 IFRS 净利润同比增长 44%至 427 亿元人民币，好于一致预期的 420 亿元，主要得益于毛利率的显著改善，公司宣布将股份回购规模由 2023 年的 490 亿港元提升至至少 2 倍至 2024 年的 1,000 亿港元以上（约占当前市值 3%），进一步提升股东回报。

图 4: 3月互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: YTD 互联网板块股价表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 电商: 低基数下营收增速恢复, 出海带来增量空间

据国家统计局, 2M24 网上零售额/实物商品网上零售额达 2.2 万亿元/1.8 万亿元人民币, 同比增长 15.3%/14.4%, 对应两年 CAGR 为 10.7%/9.8%。网上零售额增速持续超过实物商品网上零售额增长, 或部分得益于春节假期期间网上旅游预定增长强劲支撑。2024 年领先的电商平台将 GMV 及收入增长放在首位, 而非利润率的提升, 并指引会将产生的增量营业利润进行再投资, 以推动业务进一步增长, 这可能表明行业竞争或将愈发激烈。但我们认为在相对稳定的营业利润水平基础上提升股东回报的举措或有望为估值提供支撑, 但估值水平的进一步重估或将取决于消费能否进一步稳步复苏。海外扩张仍是电商平台长期营收和盈利增长的推动力。

■ 在线旅游: 出行旺季逐步到来或有望支撑行业高景气

据国家移民管理局预测, 2024 年清明假期全国口岸日均出入境人员将达 178 万人次, 较去年同期增长 74.5%。据携程数据, 今年清明节国内返乡的机票、火车票订单同比去年上涨 243%, 相较 2019 年上涨 21%。据携程平台机票数据显示, “请三休八”的国内往返机票

订单比2019年同期增长超三成，其中七成人选择拼假境内游，三成选择出境游。此外，携程大住宿"数智酒店"数据显示，清明小长假期间，国内酒店搜索热度全面超越2019及2023年同期，同比去年上涨67%；机票搜索热度同比增长80%。

■ 在线广告：广告市场温和增长，电商广告驱动中短视频平台广告收入增长

我们预计2024年中国在线广告市场将延续复苏趋势。分平台看，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于平台电商交易生态及广告基础设施的持续完善，进而推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望1Q24：1) 我们预计腾讯1Q24广告收入同比增长15%，主要得益于视频号广告的稳健增长、电商广告预算份额增加以及广告技术的持续提升；2) 我们预计快手1Q24广告收入同比增长26%，主因内循环广告的强大增长以及外循环广告的持续复苏；3) 我们预计哔哩哔哩1Q24广告收入同比增长27%，主要受益于电商类效果广告收入的强劲增长以及平台商业化基础设施的持续完善。

■ 在线游戏：监管释放积极信号，但短期业绩仍然承压

年初以来，游戏行业政策环境及监管预期持续改善。2024年1月/2月/3月国家新闻出版署分别发放115/111/107款国产游戏版号，另外批准40款游戏信息变更，版号数量相较2023年显著增长（2023年平均每月发放81款国产游戏版号）。但从短期来看，由于行业竞争加剧以及缺少重点新产品上线，我们预计1Q24游戏收入增长仍然承压：1) 我们预计网易1Q24游戏及VAS收入同比增长6%，收入增速相较4Q23进一步放缓，主因缺少新产品上线以及老游戏收入趋稳；2) 我们预计腾讯1Q24游戏收入同比增长2%，主因国内头部游戏商业化节奏放缓以及缺少新产品的上线。

■ 推荐买入美团、拼多多、腾讯、阿里巴巴、新东方

- 1) 美团 (3690 HK)：**管理层强调将在2024年对美团优选进行战略调整并完善商业模式，旨在显著减少经营亏损。短期视角下，在目前市场情绪逐步恢复推动公司估值水平有望维持稳定或有所提升的情况下，新业务亏损收窄的幅度或有望转化至驱动市值改善的幅度，且随着出游旺季逐步到来及线下活动持续增长，旅游及本地生活板块有望维持高景气。中期视角下，若本地生活行业竞争结构性改善，公司估值或有望进一步提升。公司目前交易价格对应16x non-IFRS 2024E PE。
- 2) 拼多多 (PDD US)：**拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动强劲的GMV增长。尽管行业竞争可能在2024年变得更加激烈，但在“百亿补贴”计划佣金率的提高和新广告产品的推出的帮助下，拼多多或仍有进一步推动主站货币化率提升的空间。海外扩张将支持拼多多的长期收入和盈利增长。公司目前交易现价对应13.5x 2024E PE，随着市场对国内业务利润率担忧缓释及海外业务维持稳健增长，公司估值或有望进一步提升。
- 3) 腾讯 (700 HK)：**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，并提升股东回报。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，驱动公司毛利率持续改善；2) 高期待值手游《地下城与勇士：起源》定档2Q24上线，有望驱动游戏收入恢复增长；3) 强劲的现金流支撑股东回报持续提升，公司计划将2024年股份回购规模提升至1,000亿港元以上（约占当前市值3%）。综合考虑公司盈利增长潜力及股东回报水平，公司当前14x FY24E PE的估值（剔除战略投资的核心业务仅对应11x FY24E PE）具备较高吸引力。
- 4) 阿里巴巴 (BABA US)：**我们预计阿里巴巴2024年将持续加大投资力度以支持国际业务更快速的扩张。尽管经过一年较为严格的成本管控及面对目前较为激烈的竞争环境，进一步提高运营效率的空间或较为有限，但阿里巴巴仍致力于通过派息和股票回购提升股东回报，或有望在追求确定性的市场投资情绪中获得更高的市场认可度推动

估值重估，且阿里巴巴在外部环境不明朗的情况下短期维持集团基础设施和业务协同布局发展或有利长期发展。阿里巴巴目前估值对应 8.5x FY24E PE (non-GAAP)，在公司持续提升股东回报的举措驱动下，估值或具备重估空间。

- 5) **新东方 (EDU US)**：新东方在经历 FY23 业务转型后已经进入新的增长阶段，受益于监管预期趋于稳定、行业竞争格局改善以及课外辅导行业的需求复苏。在宏观不确定性较高的情况下，公司教育及备考业务仍有望维持韧性。新东方目前估值仅对应 22x FY25 PE，考虑 FY24-26 期间 49% 的盈利复合增速预期以及同行 32x 平均 PE，我们认为公司目前估值具备较高吸引力。

■ **风险提示**：宏观恢复速度不及预期，细分板块竞争进一步加剧，地缘政治风险加剧。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来 6 个月看法乐观

年初至今，恒生医疗保健指数下跌 25.2%，跑输大市。根据国家医保局披露的数据，2024 年 1-2 月全国基本医疗保险总收入同比下降 15%，总支出同比下降 10%。统计局数据显示，2024 年 1-2 月中国医药制造业营业收入同比下降 4.8%，利润总额同比下降 4.4%，行业经营情况与医保支出趋势吻合。我们认为，年初行业增长压力主要是由于去年疫情导致的高基数，未来随着行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，同时海外市场加速拓展，中国医药行业有望回归健康增长。

医药行业抄底价值凸显，建议关注创新药和器械龙头的投资机会。我们认为，医药行业配置价值吸引，主要由于 1) 国内政策预期改善，医保对于创新产品的支付环境改善，医疗器械集采加速国产替代进程，反腐后院内医疗需求有望持续复苏；2) 出海渠道顺畅且市场空间大，创新药出海授权交易有望持续落地，创新医疗器械持续拓展海外市场；3) GLP-1、ADC 等长期投资机会；4) 板块估值吸引，多数龙头股票的动态市盈率低于历史平均 1 个标准差。我们建议买入具备高出海潜力的创新药/器械，以及具备强劲需求增长的中医服务企业，继续看好百济神州、信达生物、科伦博泰、固生堂、巨子生物、迈瑞医疗。

■ 推荐标的

首选标的：百济神州 (BGEN US, 6160 HK, 688235 CH)、信达生物 (1801 HK)、科伦博泰 (6990 HK)、固生堂 (2273 HK)、巨子生物 (2367 HK)、迈瑞医疗 (300760 CH)。

1) **百济神州**：在 2023 年四季度，百济神州的产品总销售额达到 631 百万美元（环比增长 6%，同比增长 86%）。作为唯一一款临床数据优于伊布替尼，并且拥有最广泛适应症批准的 BTK 抑制剂，我们预计泽布替尼（简称 zanu）将继续保持市场份额增长的势头，并预测其 2024 年全年销售额将达到 19 亿美元（同比增长 46%）。我们预期下一波潜在的重磅药物将很快得到验证。我们相信 sonrotoclax (BCL-2) 和 BGB-16673 (BTK CDAC) 将成为下一波重磅药物。值得注意的是，评估 sonrotoclax 联合 zanu 对照 venetoclax 联合 obinutuzumab 治疗 1 线 CLL 的 3 期研究在 2023 年底完成了首次患者入组 (FPI)。百济神州还启动了 sonrotoclax 单药治疗复发/难治性套细胞淋巴瘤 (R/R MCL) 的潜在全球关键研究。此外，百济神州已经开始 BTK CDAC 治疗 R/R MCL 扩展队列的患者入组，该研究有注册临床潜力。

- 2) 信达生物:** 玛仕度肽 (GLP-1/GCGR) 抢占国内减肥赛道双靶点 GLP-1 产品的先机, 有重磅潜力。信达生物在 2 月 7 日宣布 NMPA 已经受理玛仕度肽 6mg 剂量用于减重的上市申请, 有望成为国产首家双靶点 GLP-1 减重药物。信迪利单抗 (PD-1) 作为有医保覆盖的成熟品种, 受益于国内经营环境的变化, 将持续增加市场份额并节省销售费用。肿瘤和非肿瘤创新管线丰富且研发效率高。
- 3) 科伦博泰:** 默沙东加速推进 SKB264 的全球研发进程, 目前已经启动了 6 项三期临床试验。我们预期 2024 年默沙东有望启动更多的关于 SKB264 的三期临床, 我们看好 SKB264 与帕博利珠单抗的联用潜力。今年在 AACR、ASCO 等国际大会, 公司将公布更多 SKB264 的临床数据, 是股价潜在催化剂。
- 4) 固生堂:** 公司是国内领先的民营中医医疗服务机构, 受益于国内中医医疗需求的快速增长。公司把握优质医生资源, 构建深厚护城河。公司持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络, 预计将维持高速增长势头。
- 5) 巨子生物:** 魔镜数据显示, 可复美在天猫淘宝、京东、抖音共实现销售额 2.1 亿元, 同比增长 140.5%, 环比增长 26.6%。公司 4 款注射类胶原蛋白产品正在稳步推进中, 其中 2 款有望在 2024 年内获批, 为业绩贡献增量。
- 6) 迈瑞医疗:** 国内医疗新基建保持高景气度, 迈瑞加速进行国产替代; 海外扩张持续发力, 海外收入占比约 4 成, 持续突破海外高端市场; 种子业务动物医疗、微创外科等为长期增长提供新动能。
- **风险提示:** 医药反腐等监管政策对于国内经营环境产生负面影响; 中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险; 融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

食品饮料、美妆奢侈品

| 李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

■ 食品饮料 - 饮品类消费情绪维稳; 乳品短期内增长前景欠佳

尽管华润啤酒、青岛啤酒公布了符合市场预期的 2023 年度业绩, 股价在过去一周内的变化不大。我们认为啤酒高端化发展态势持续但同时注意到高端品类中的竞争正在加剧。自春节动销数据超预期以来, 啤酒行业估值呈现触底反弹。结合业绩数据来看, 基础板块销量除去年天气影响外基本维稳、高端和次高端产品增速亮眼拉动了整体销售及吨价的提升。2023 年青岛啤酒中高端以上销量同比增长 10%, 而华润啤酒的喜力/纯生销量分别增长 60%/10%+, 百威亚太中国区销量增长 4%, 其中 2/3 来自于高端和超高端品类增长。高端市场红利显著的同时赛道参与者随之增多, 随着啤酒高端化进程进入下半场, 我们预计中国市场内的高端板块的龙头将会进一步显现。展望 2024 年, 华润啤酒管理层给出啤酒整体销量微增、价格单位数增长、利润双位数增长、高端品类销售保持双位数增长的展望。我们预计, 青岛啤酒和华润啤酒在成本下行趋势下将提升毛利率 2-3 个百分点, 管理运营效率改善下利润端或有超预期表现, 但华润啤酒的白酒板块的发展仍有待观察。此外, 我们预计, 随着未来资本开支的减少, 分红比例有望长期上升。

不同于啤酒企业短期内难以实现规模性的单品提价, 白酒单品提价策略的市场接受度正在逐步增强。贵州茅台去年业绩超预期, 营收和净利均录得同比增长 19%, 分红比例回升至 52%。4Q23 营收达到 444.25 亿元, 单季达到历史最高。公司目标 2024 年实现营收同比增长 15%, 这是公司连续第三年将 15% 定为营收增长目标。产品方面, 2023 年茅台酒全年依然保持着双位数增长, 营收贡献稳健, 此外茅台 1935 销量在年内实现翻倍, 拉动系列酒

毛利率由 74% 提升至近 80%。我们认为，持续完善价格带和扩大产品矩阵叠加茅台的强大品牌影响力及新模式下优秀的运营能力，有望帮助公司延续“量价齐升”并保持全年“提速”发展。

乳品及饮品方面，蒙牛去年营收及利润均低于市场预期，主营业务液奶增速自 2023 年下半年以来恢复疲弱，导致公司给出的 2024 年指引也较为保守。我们认为，公司宣布高飞先生出任总裁或意味着将有更多资源分配至高端子品牌。2023 年高端品整体销售增长好于大众板块产品，高端低温业务的新品牌--每日鲜酪和每日鲜语，有望在未来延续增长。然而，液奶需求端走弱令主要业务持续承压局面短期内仍难以扭转，年内原奶价格进一步走弱也将导致计提持续。反观饮料巨头农夫山泉 2023 年则实现了超出预期的业绩，虽然无糖茶板块的增速一路高企，市场仍对关于公司舆论的后续影响表现出一定担心。

■ 旅游消费 - 中免营收受境外游复苏双面影响，盈利能力将迎来改善

中国中免公布了 2023 年基本符合市场预期的业绩并将派息比例由此前的 32% 提升至 50.3%。全年免税业务同比增长 70% 主要由出入境客流的恢复和离岛免税拉动；日上上海营收同比增长 26% 而净利润下滑 60%；海南板块收入增长 14%，其中三亚市内店营收同比下滑 6%。我们认为，虽然出境游分流、消费力相对疲弱、套代购打击等影响仍在持续，但公司的盈利能力有望逐步改善。库存管理能力已有显著提升，库存周转率由 1.6 上升至 2.7。2023 年的机场租金大幅上涨这一情况将在 2024 年扭转。与机场签订的新租金合约已于 2023 年底生效，我们预计，随着跨境客流的进一步恢复，机场业务将在 2024 年贡献可观的业绩增量，长期实现公司预期的机场/海南收入贡献相近的稳定局面。此外，公司管理层表示仍将保持免税化妆品相较于有税的定价优势，随着离岛免税业务规模随进一步落成扩张，机场口岸业务复苏回暖下公司聚焦盈利增长以及库存水平恢复至健康，我们预计公司当前的毛利率及经营利润率水平仍有提升空间。

■ 推荐标的

我们维持推荐短期盈利确定性较高的公司。食品饮料行业中，我们推荐贵州茅台（600519 CH），维持农夫山泉（9633 HK）和伊利股份（600887 CH）的“买入”评级；高端消费中，我们维持新秀丽（1910 HK）和普拉达（1913 HK）的“买入”评级。

■ 风险提示

原材料涨价、行业高端化势头骤缓、政策利空、地缘政治影响超预期。

可选消费

| 胡永匡/ walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

■ 短线（未来三个月看法维持中性）

3 月的增长比 1 月和 2 月有所改善，但不算强劲。整体来说，1 季度同店压力巨大使利润率有所影响。只是从复甦率来说，比去年 4 季度已有明显改善，也会令我们对 2 季度到 4 季度的环比提升有少许盼望。从行业来说，家电和服装的表现好于预期，旅游 - 酒店和体育用品符合预期，餐饮低于预期。中场线来说，目前估值非常便宜（仅在 13 倍，对比 8 年平均的 20 倍），加上今年政府支持消费的力度也许会加大，估值拐点或会到来，现在仍然是收集好公司的好时机。我们同时喜欢股息率偏高的公司。推荐达势股份(1405 HK)、九兴(1836 HK)、亚朵(ATAT US)、海信(921 HK)、美的(000333 CH)、海尔(6690 HK)、Vesync (2148 HK)、名创优品(9896 HK)、大家乐(341 HK)、安踏(2020 HK)、波司登(3998 HK)和江南布衣(3306 HK)。

■ 餐饮行业（维持中性）

3月的同店比1-2月改善，但大部分品牌还是负增长（仅海底捞和达势股份录得正增长）。除季节性因素推动（节日），各品牌业绩仍然受到宏观因素（消费力下降）和竞争加剧影响（都推出了更多性价比的一人餐、套餐、名等），令销售和利润率面临巨大压力。展望2024年，我们的看法仍然偏向保守，只会相对看好价格战的赢家和开店还有加速的品牌，像百胜中国和达美乐。目前会更推荐百胜中国(9987 HK)和达势(1405 HK)，因为他们能较有效应对消费降级。同时也相对推荐海底捞(6862 HK)，因为在产品、服务和年轻化方面的改革较为成功，而且股息率较高。另外也推荐大家乐(341 HK)，原因是香港业务开始企稳和股息率较高。对于茶饮，我们认为行业仍然有较快的增长空间，但竞争激烈，只能看好少数头部品牌。

■ 体育用品行业（维持中性）

1-2月份流水增长普遍受压，3月有环比改善，但增长不算强劲。1季度综合来看，也仅录得0-5%左右的增长，李宁和宝胜较慢，安踏、FILA和特步的增长较快。不过安踏和FILA表现较符合预期，其他则较弱。行业库存水平出现逐步改善，但零售折扣相对持平，因为需求仍然很弱。我们预期拐点将会在2季度出现，即各种数据，对比1季度最少会平稳或好转。仍较推荐安踏(2020 HK)，因为期待欧文产品推出和海外业务所带来的帮助。对于特步(1368 HK)，因为估值相当便宜，随着基本面反转，可以做中长线的布局。另外也推荐Amer Sports (AS US)，因为始祖鸟和中国区的增长仍然快速，我们仍然看好。

■ 家电行业（维持看好）

国内白电销售在线上表现较为稳健，稍有增长，价格也在爬升，但在线下销售压力较大，价格出现下滑。不过进入3月份，我们偏向乐观，因为国家推广以旧换新的力度同比去年仍然会有所上升。而且因为行业库存很低，排产数据不俗。出口方面，我们继续看好，受惠于美国家电零售数据、2月的强劲复甦以及行业去库存转为补库存。不过，从利润率的角度来说，人民币贬值帮助减少，海运费见底回升，利润率提升可能比之前预期慢。所以我们会更推荐龙头品牌，主要是全球化程度更高，内部效率提升空间很大。同时也会看好跨境电商品牌，但对小家电仍然审慎。推荐海信(921 HK)和Vesync (2148 HK)，都是估值偏低，销售和利润增长快速。也看好海尔(6690 HK)，主要是看好全球化布局带来的成本效益，以及在空调和欧洲的发力。

■ 旅游-酒店行业（维持中性）

春节数据相当良好，但1季度行业整体的RevPAR复甦率仍然低于我们预期，同比去年RevPAR的增长幅度并不大。但因为清明和五一黄金周出游意欲仍然偏高，订房数亦有上升，所以我们对2季度的数据仍有信心。展望24年，消费力减弱，出境游分流的因素仍然存在。全年来说我们预期国内休闲旅游将会出现增长，但会有所放缓，因为包括演唱会、音乐节、马拉松的活动仍然会攀升，而商务旅游的增长将会持续。由于消费降级的现象仍然普遍存在，所以我们更看好性价比高的品牌，像亚朵(ATAT US)、和华住(1179 HK)，其他品牌会更悲观。但值得一题的是，因为品牌对增长的指引和估值都已经下来很多，所以目前的值博率不俗。

■ 服装行业（维持看好）

行业来说，3月销售增长比1到2月的增长要好，但24年1季度对比23年4季度，增长仍然会有放慢。展望2季度到4季度，因为基数变小，后续出现环比改善的机率更高，而且今年也预计电商增长能有反弹。我们仍然看好江南布衣，因为他们针对粉丝群体的营运相当稳健，在产品和服务上持续提升下，业绩非常亮丽。另外也会看好波司登，一方面是24年的降温明显，另一方面是创新而高端的产品仍然能够吸收消费分级的需求（虽然现在

的消费者变得越来越理性)，带动客单价和销售的增长。而因为库存压力较低，零售折扣普遍都比较平稳。目前较为推荐江南布衣(3306 HK)、波司登(3998 HK)和利郎(1234 HK)，三家公司的股息率都不低，下跌空间有限。

- **风险提示：**零售销售增长慢于预期，行业竞争加剧，房地产价格持续下跌，人民币大幅升值，关税大幅提升等。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

■ 未来3个月看法谨慎乐观

3月整体乘用车销量弱于预期，但新能源车超预期：根据交强险数据，3月不含进口车和部分MPV车型的乘用车零售销量为145.5万台，同比下滑7%，环比增长37%。我们估计3月全月乘用车零售销量约为155万台，略低于我们年前的预测，验证了我们此前对“春节后汽车销量恢复或慢于预期”的观点。3月份新能源市占率提升至46.5%（基于交强险数据），创月度历史新高。春节后，随着更多新车上市，新能源市场明显回暖。

1-2月行业库存有所去化后，整车厂3月或为季度目标的达成而进行冲量，预计行业库存会再度回升。根据我们的渠道调研，3月终端折扣继续扩大，客流进店量尚未恢复到去年同期水平，消费者购车的决策周期也有所延长，观望情绪加重。4月下旬北京车展开幕，届时将有更多新车预热、亮相或上市，我们认为4月份的新能源渗透率有望为全年的增长定基调。

全年业绩收官，1季报业绩在即：港美股的主要车企在3月份集中完成了去年全年业绩的公布。新势力方面，理想去年四季度盈利超预期，毛利率非常稳健；小鹏去年四季度净亏损小于预期，主要是公司对研发费用的支出比较审慎；蔚来去年四季度净亏损高于预期，管理层的控费措施未见成效。主要民营车企方面，吉利去年下半年盈利超预期，主要业务的经营质量都在好转；比亚迪和长城去年四季度的盈利基本和此前的盈利预告一致，更重要的是管理层对今年的经营展望。广汽集团去年四季度业绩由正转负，弱于我们此前的预期，主要因为埃安四季度利润率大幅下滑。

4月底至5月，蔚小理，以及比亚迪、长城和广汽将会公布一季度的业绩情况，届时将检验头部车企在本轮价格战中盈利弹性。

■ 推荐标的

理想汽车 (LI US/2015 HK) 和吉利汽车 (175 HK) 仍是汽车板块的首选标的。

理想汽车：随着价格战升级为持久战，我们认为新车型和盈利能力对车企的重要性持续提升。目前中国新能源车企中只有两家实现盈利：比亚迪 (1211 HK/002594 CH) 和理想。我们认为理想的单车盈利能力和销量增长潜力优于比亚迪。理想 Mega 的初步市场反馈低于管理层和投资者的乐观预期，我们认为 Mega 作为 50 万以上的纯电 MPV，如果可以实现 3,000-4,000 台的稳态月销已然不错，近期股价回调是较好的买入机会。

吉利汽车：极氪因极氪 007 和改款 001 的组合拳获得较好的市场反馈是订单储备，小米 SU7 的上市虽然对极氪的销售短期会有冲击，但厂方在终端也有应对。吉利银河今年将推

出 3 款全新车型，新能源车也有望实现翻倍以上的销量表现。此外，吉利燃油车的盈利贡献也将助力其在新能源车市场的竞争，值得投资者关注。

- **风险提示：**新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争及价格战超预期，新车型的定价和市场反馈低于预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

房地产和物管

| 张苗 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

■ 谨慎乐观

房地产和物管：谨慎乐观。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在 3 月单月环比增 125%，同比跌幅由 2 月的-64%收窄至-42%，主要由于 2 月含春节假期基数较低，整个一季度同比跌幅依然在-47%。从周度数据观察，新房销售月末冲量明显，本年第 13 周（三月 25-31 日）30 个主要城市网签面积周环比增 60%，主要由于高能级城市表现强劲。根据我们的“一线城市成交套数观察”，深圳、广州、北京和上海的新房成交套数分别环比上涨 10%、14%、21%、178%，上海主要由于周内新开楼盘 15 个，3 盘触发积分。我们认为回暖趋势是由于供应端推动和前期放松政策效果逐步释放的综合作用。政策端一线城市继续小步宽松，深圳撤销“7090”、北京取消“离婚三年禁购令”等，二三线城市继续探索新的救市方法，如日照政府为现房提供 20%优惠券、郑州探索二手房以旧换新等，我们认为 2 季度销售可能在政策环境继续宽松和供应端助推作用下维持较为平稳的修复趋势，可能难以再现如去年 2 季度般的断崖式环比下跌。融资端方面，各地继续推动融资协调机制，个别民企表示有部分项目已经获得增量融资，后续落地还需继续观察。万科偿债进展备受市场关注，市场进入“没有好消息就是坏消息”的阶段，公司在业绩会向投资者详细介绍了其目前面临的挑战，我们认为开放的态度更有助于其获得更多援助。同时在目前行业基本面修复势微、投资人对板块的信心依然脆弱背景下，我们认为监管可能进一步在融资端对相关企业予以协助如撮合融资行为落地等。股票表现方面，板块受开发商偿债相关负面消息影响持续震荡，我们认为态势可能在 2 季度维持。

物管企业纷纷提高 2023 年全年派息比例，在宏观经济尚未明显修复的背景下，公司业绩能见度较先前更低，所以投资人更倾向于获得及时收益，故提高派息比例使物管股估值得到一定程度修复。但我们认为行业普遍面临的问题如非业主增值业务锐减、应收账款减值、三方竞争加剧导致毛利率收缩等问题还未出清，仍需时日观察。

■ 推荐标的

轻资产方面，我们推荐受益于行业结构变化、业绩兑现度较高且第二次全额派息的代建公司**绿城管理 (9979 HK)**；由于行业长期将进入存量时代，中短期二手房市场的“以价换量”继续推动成交攀升，且房企暴雷违约和房屋交付问题将挤压更多需求到二手方市场，故我们推荐直接受益于二手房市场的**贝壳 (BEKE US)**，以及存量服务概念的物业管理公司如**华润万象生活 (1209 HK)**、**中海物业 (2669 HK)**、**保利物业 (6049 HK)**、**万物云 (2602 HK)**、**越秀服务 (6626 HK)** 等。开发商方面，我们推荐有长期持有价值的**华润置地 (1109 HK)**。

风险提示：新房销售恢复不及预期、融资政策落地不及预期、国资背景开发商违约。

传媒文娱

| 黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889

■ 未来6个月看法中性乐观

在春节出行及4Q23业绩韧性等利好下，港股及中概文娱板块股价迎来可观反弹（资金偏好beta机会）。此次业绩大部分公司利润端呈现稳健增长，且降本增效持续。我们认为2Q24回暖情绪及估值修复有望持续，受益于2024年利润上修且指引清晰化、潜在降息来临、暑期产品供给上行、假期催化剂（清明、五一等）。优选基本面向好、业绩韧性、兼具beta行情及alpha属性的OTA赛道，推荐同程，看好其韧性内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。此外，建议关注业绩确定性高、低估值超跌标的，包括快手、爱奇艺。中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰的海外流媒体及出海机遇，推荐奈飞、迪士尼、大健云仓。

短视频：强劲业绩持续兑现，看好电商增量和利润释放

快手于3月26日在重庆举办磁力大会，围绕“经营为本、智能为用”，强调运用AI大模型等智能化技术重塑企业经营全链路，覆盖素材生产、理解、分发和承接，助力企业智能提效。其中，视频AIGC产品“盘古”和数字人直播AIGC产品“女娲”落地成绩突出，且通过对快意通用大模型预训练及对齐，进一步研发了营销域大语言模型。我们看好快手全链路及大模型应用下广告主和电商提效。抖音近期上线“抖音商城版”App，主打“超值好物省心选”，持续加码货架电商，有望帮助用户分流的同时强化电商消费者心智、精细化运营。在业绩层面，快手4Q23业绩超预期，收入符合预期（同比增长15%），净利润达44亿元人民币，好于预期34%。展望2024年，我们预计集团收入将同比增长10.6%，其中直播/广告/电商收入分别同比-8%/+20%/+24%。基于激进的降本增效及经营杠杆效应释放，我们预计2024年调整后净利润大幅增长至160亿元（对应调整后净利润率达12.8%，同比改善4ppts）。重申看好快手业绩兑现能力、中期电商增长空间及长期利润释放。

海外流媒体：流媒体使用率占比攀升，憧憬1Q24业绩利好

2月整体电视收视率出现季节性下降，环比跌6.4%（根据尼尔森数据），源于美国橄榄球季后赛结束（尽管超级碗观众数创新高）。其中，2月流媒体表现相对韧性，使用率占比提升1.7ppts至37.7%（虽然使用量下降1.9%），奈飞《少年谢尔顿》、迪士尼+《布鲁伊》和奈飞《实习医生格蕾》位居观看时长前三。奈飞和迪士尼+2月电视份额稳定在7.8%/1.9%。展望2Q24，建议关注4月18日奈飞1Q24业绩表现及迪士尼股东大会有关“代理权之争”结果。首选奈飞，看好1H24E奈飞会员净增趋势及利润上修空间，源于：1) AVOD渗透率提升，受益于即将在2Q24取消加拿大和英国的基础会员；2) 付费共享刺激更多家庭用户转化（TAM扩大25%）；3) 内容供给恢复上行，2024精品内容包括：Diplomat S2、Bridgerton S3、Squid Game S2、Empress S2等。我们认为2024年依旧是流媒体大年，受益于AVOD及付费共享积极推进、行业提价潮及利润改善持续、内容上新恢复以及广告增量可期。

长视频：盈利向好，指引稳健，静候暑期精品内容增量

根据云合数据，1Q24 全网剧集累计正片有效播放 711 亿，同比下降 10%（源于 1Q23《狂飙》高基数）；会员内容有效播放 388 亿，同比下降 11%，占比稳定在 55%。1Q24 热播剧中，《繁花》、《南来北往》、《与凤行》位居前三，有效播放分别达 19.1 亿、17.2 亿、10.9 亿。至 4 月初，《与凤行》（腾讯视频及芒果）收视登顶，正片有效播放市场占有率达 32.2%，爱奇艺独播剧《追风者》、《烈焰》播放量排名 TOP2/4，分别达 18%、9%。相较于 1 月及 2 月表现，我们认为爱奇艺精品内容供给有所加速，憧憬后续头部剧集上线，包括：《孤舟》、《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》、《城中之城》、《哈尔滨一九四四年》和《白月梵星》等。看好爱奇艺 2024 稳健利润及 ARM 提升逻辑，潜在爆剧有望成为 alpha 因子释放弹性。

直播：关注海外直播复苏及新业务拓展，“利润上修+股东回报”凸显长期价值

直播平台 4Q23 业绩整体超预期，且 FY24E 利润指引均有所上调，部分标的持续兑现股东回报。建议关注海外直播复苏及新业务拓展推进：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。虎牙重新配置资源优先发展游戏业务（游戏分发、道具销售等），目前在部分腾讯精品游戏合作中已初见成效。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，潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。

■ 推荐买入同程、快手、奈飞、迪士尼、大健云仓、爱奇艺

1) 同程 (780 HK)：我们重申同程作为首选标的之一，源于其韧性内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。同程 4Q23 业绩持续超预期，再次证明其市占提升及出行消费韧性。展望 2024 年，我们看好核心 OTA 业务高于行业增长，预计收入同比增长 25%，核心驱动力为多渠道策略、出境游复苏、酒管等新业务增量。同程于 4Q23 收购的旅业业务将于 2024 年并表，我们预计其 2024 年收入贡献达 16%，利润率为低单位数。旅业业务将有助于拓展供应链资源及线下渠道获客。并表后，我们预计 2024 年集团收入及利润分别同比增长 48%/18.5%。清明假期、即将到来的五一假期等将为短期催化剂。目标价为 26.1 港元，对应 21x FY24E P/E。

2) 快手 (1024 HK)：我们看好快手广告和电商业务市占持续提升趋势，且对其利润释放空间更有信心。快手 4Q23 业绩超预期，收入符合预期（同比增长 15%），净利润达 44 亿元人民币，好于预期 34%。展望 2024 年，我们预计集团收入将同比增长 10.6%，其中直播/广告/电商收入分别同比-8%/+20%/+24%。基于激进的降本增效及经营杠杆效应释放，我们预计 2024 年调整后净利润大幅增长至 160 亿元（对应调整后净利润率达 12.8%，同比改善 4ppts）。目标价为 97 港元（对应 24x/17x FY24/25E P/E）。

3) 奈飞 (NFLX US)：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。我们看好奈飞变现加强，持续扩大的市场空间（AVOD 及付费共享驱动），以及利润改善趋势。奈飞 4Q23 业绩亮眼，订阅用户和运营利润率均超预期。其中，低价广告订阅（AVOD）环比增长 70%，广告订阅用户占新增用户 40%（在 2023 年 9 月占 30%）。我们预计其强劲势头将持续，源于：1) AVOD 渗透率提升，受益于即将在 2Q24 取消加拿大和英国的基础会员；2) 付费共享刺激更多家庭用户转化；3)

内容供给恢复上行。广告和游戏业务仍处于早期，但有望在长期贡献增量。管理层将 FY24 运营利润率从 22%-23% 上调至 24%，基于有效的内容投入和强劲收入增长。维持“买入”评级。

4) 大健云仓 (GCT US)：公司 4Q23 业绩持续亮眼，连续多个季度收入及利润大幅超出市场预期。其中，4Q23 收入及净利润同比增长 95%/185%，较一致预期高 9%/43%，1Q24E 指引保持强劲（中值高于预期 12%）。我们看好其短期业绩预见性及长期出海增长潜力：1) 品牌效应及行业春风下买家卖家拓张持续、市占提升可期；2) 国际卖家延伸打开长期天花板；3) Noble House 整合协同效应释放，包括后续产品开放推进等。利润端将持续受益于规模效益及 Noble House 利润率改善，且公司签订的海运费有利价格协议将有助于毛利率扩张。目标价为 43 美元，对应 16.6x FY24E P/E。

5) 爱奇艺 (IQ US)：爱奇艺 4Q23 业绩好于市场预期，其中收入符合预期（同比增长 1.5%），调整后净利润达 6.82 亿元人民币（较市场预期/我们预期高 29%/4%）。展望 1Q24，公司收入和盈利有望实现环比增长，ARM 持续稳健。我们看好爱奇艺在 FY24 实现 50 亿元经调整运营利润的目标，受益于内容成本管控和 ARM 提升。鉴于市场预期已较低且公司盈利能力显著提升，我们认为当前股价下行风险有限。我们建议关注公司即将推出的精品剧集，包括《孤舟》和《狐妖小红娘》系列等。维持“买入”评级，目标价为 8.6 美元（16x FY24E P/E）。

6) 迪士尼 (DIS US)：凭借庞大内容生态、经典 IP、多元产品矩阵，我们认为迪士尼将持续受益于流媒体和体育赛道风口，且降本增效下利润释放可期。1QFY24 亮眼业绩中，迪士尼流媒体亏损收窄好于预期，且明确体育业务扩张战略及增效举措。管理层预计 FY24 EPS 为 4.6 美元（同比增长 22%），自由现金流为 80 亿美元，同时流媒体将在 4QFY24 实现盈利。展望未来，我们预计公司 FY24-26 年将实现 5%/16% 的收入和利润 CAGR，受益于广告版会员渗透、即将推出的共享付费、Hulu 协同效应、主题公园 OP 韧性增长。体育业务长期有望打开上升空间。评级为买入，目标价为 142 美元，对应 FY24 30.7 倍市盈率。

■ 风险提示

地缘政治风险；宏观环境恢复或慢于预期；竞争格局恶化；内容监管收紧。

保險

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 中性乐观，寿险负债端承保结构优化带动新业务价值增长；财险节奏调整不改承保利润改善趋势

我们认为当前中资寿险板块估值的核心逻辑仍在资产端预期的修复。负债端，我们认为中长期价值增长将得益于 1) 产品结构向中长期期交保单倾斜，10 年期及以上期交保费占比提升；2) 产品价值率在银保报行合一重定价后大幅提升，带动银保渠道新业务价值增长；3) 储蓄型产品需求旺盛推动行业新单保费上行，人身险行业前两月保费收入同比+10.5%至 1.23 万亿元，其中寿险保费同比+10.7%至 1.06 万亿元，占比 86%。个险再度成为新单保费增长贡献的重要渠道，银保和经代对监管在销售的影响逐步出清，预计 2Q24 银保渠道新单保费增长将恢复常态。随着中长期利率进一步下行，当前 10 年期国债收益率已降至 2.3% 以下，寿险储蓄型产品相较于竞品更高的投资回报 (3%) 及刚兑属性，有望支撑其继续成为行业上半年的主打产品。我们预计上市险企一季度新业务价值有望实现同比中双位数增长，具体增速排序来看，我们预计中国人保 > 新华保险 > 中国太保 > 中国平安 > 中国人寿。基于业务稳健增长逻辑，我们推荐买入中国太保(2601 HK)，公司管理层变动预期已充分反映；长航转型下代理人 and 银保价值增长潜力将进一步释放；分红参考营运利润，稳健性较反映净利润大幅提升。基于弹性增长逻辑，推荐众安在线 (6060 HK)，数字生活板块的快速增长将带动公司保险服务收入持续向上，科技输出业务和众安银行盈利改善，将为公司在财险业务外打造增长的第二曲线。

财险方面，1Q24 承保节奏调整导致头部险企保费增速下滑至中低单位数。车险业务板块，我们将中长期车险保费增速调整至 5% (前假设：6%)，新能源车险承保盈利的改善将是板块未来增长亮点。非车承保进一步优化，头部险企普遍在高赔付风险业务板块主动压降承保占比，非车健康险领域承保盈利增长空间可期，通过对车险客户非车产品的交叉销售，非车健康险的保费规模有望大幅增长。

展望上半年，我们预计政策类业务如政策性农险的承保节奏将在 2Q24 恢复，1Q24 冻雨灾害赔付对 COR 上行影响可控。首推看好国内财险龙头中国财险(2328 HK)，基于其承保业绩稳健性、风险减量管理的前端布局及优于大部分同业的投资收益水平，均在当前中长期利率中枢下行趋势下贡献逆周期、负 Beta 的增长属性。预计 2024 年公司车险/非车险综合成本率为 96.7%/99.1%，其中综合赔付率同比上行，综合费用率进一步压降；公司仍维持全年 97%/100% 以内的 COR 指引，维持买入评级，目标价 11.9 港元，对应 1.0x FY24E 市净率。

■ 风险提示

中长期利率中枢大幅趋势性下行；权益市场波动加剧；新单保费增长不及预期；财险大灾赔付超出预期；高赔付非车板块承保表现不及预期等。

资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 重卡/工程机械

重卡仍是我们目前最看好的细分板块。根据第一商用车的初步数据,三月份重卡行业销量(内销+出口)同比下跌6%至10.9万,但天然气重卡同比增长约两倍(占重卡总量约40%)。中国液化天然气价格年初至今已下跌>40%,但柴油价格在油价上升的背景下维持高企。根据我们的计算,目前天然气/柴油价格比为<0.6倍,价差对比2023年12月底的0.9倍大幅扩大,我们认为当前天然气/柴油价格差距将继续带动未来几个月天然气重卡的销量增长。我们预计这一趋势可能与2023年7月至11月类似。此外,在更新换代需求和出口强韧的推动下,我们维持重卡行业全年销量增长17%的预测。

工程机械国内需求边际改善。工程机械杂志CME预测三月份国内的挖机销售同比上升6.5%至1.48万台,这是2021年以来首次在三月份这个传统旺季出现同比回升。由于挖机跟新建筑项目开工关系较大,可能预视国内建筑活动出现边际改善,但我们认为需要更多数据支持挖机行业是否已触底,我们的行业模型显示挖机的更新需求今年仍然会出现下降。我们目前对工程机械的看法仍然较为保守,主要担心总体出口在高基数下出现放缓,以及房地产投资疲弱进一步对国内需求构成压力。我们选择性看好出口仍然强劲的高空作业平台。

图 6: 国内工程机械下游需求分布

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	-
矿用车	-	-	高	-
高空作业平台	中	低	-	高

资料来源:招银国际环球市场

港股上市的重卡和工程机械公司2023年度盈利普遍符合预期。潍柴动力(2338 HK / 000338 CH, 买入, 行业首选)和中国重汽(3808 HK, 买入)上调派息比率至50%,中联重科(1157 HK / 000157 CH, 持有)的派息比率达到78%。另一方面,三一国际(631 HK, 买入)由于受石油装备盈利较低拖累、加上为光伏等新业务大幅增加研发费用、以及负债比率上升导致业绩不及预期。

■ 投资建议: 短期继续看好重卡

我们继续看好**潍柴动力**天然气重卡发动机带动市场份额的增长,以及出口驱动增长潜力。我们看好**浙江鼎力**(603338 CH, 买入)高空作业平台新产品在海外市场的持续突破。

■ 下行风险提示: (1) 国内销量持续疲弱; (2) 出口增长在高基数下放缓。

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他关联机构曾在过去12个月内与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个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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。