

每日投资策略

个股点评

个股速评

- 舜宇光学科技 (2382 HK, 持有, 目标价: 86.75 港元) – NDR 会议重点: 1H23 前景充满波折; 车载/VR/AR 业务驱动成长。

我们于 3 月 27 日为投资者与公司举办 NDR 会议。管理层重申公司 2023 年的出货指引及需求将逐步复苏, 但手机相关产品单价和毛利率在 1H23 可能面临压力的观点。展望未来, 管理层维持以下乐观看法: 1) 智能手机换机周期有望驱动 3Q23E 需求复苏; 2) 2023 年 AR/VR 收入将同比增长 30%; 3) ADAS 渗透率提升驱动 2024-2025 年产品单价和毛利率提升。目前公司股价估值为 FY23/24E 28.1x/24.3x 市盈率水平, 我们认为估值合理。维持“持有”评级, 基于分部估值法的目标价为 86.75 港元。 ([链接](#))

- 商汤科技 (0020 HK, 买入, 目标价: 3.45 港元) - 中国 AI 大模型竞赛的领先者。

公司在 22 年的收入为 38.1 亿元人民币 (同比下降 19%), 较招银国际/市场一致预期低 22%/24%。我们认为收入层面的疲软很大程度上已在预料之内, 主要因智慧城市项目受疫情的影响较大。由于硬件 (AI 传感器) 和折旧 (来自 AIDC) 成本费用的增加, 毛利率自 21 年的 69.7% 下降至 22 年的 66.8%。研发层面方面, 公司在 22 年的研发开支同比增长 11% 至 40.1 亿元人民币。除去股权激励影响后, 调整后运营支出同比增长 23%。22 年全年公司净亏损为 60.5 亿元人民币, 较 2021 年净亏损 171.4 亿元已大幅收窄。

业务持续多元化, AlaaS 贡献的经常性收入逐步提升。作为公司的核心业务, 智慧城市和智慧商业受疫情影响较大, 收入贡献在 22 年下滑至 67% (对比过往年份的收入贡献大于 80%)。尽管如此, 我们看到商汤产生经常性收入的 AlaaS 业务的规模快速提升, 22 年公司有过 20% 的智慧商业收入来自 AlaaS (SenseCore 大装置对外服务)。同时, 新兴业务智慧生活 (由 AIGC、AI 传感器驱动) 和智能汽车 (由 ADAS 产品驱动) 在 22 年分别实现收入同比+130%和+59%的强劲增长。

公司在 AI 大模型竞赛中处于领先地位。我们认为商汤在 AI 大模型能力储备上处于领先地位。公司 AIDC 的算力规模已超过 5.0 exaFLOPS, 拥有逾 27,000 个 GPU, 并行计算能力在业界领先, 支持多达 4,000 个 GPU 并行的单任务训练。同时, 公司也已开发目前世界上规模最大的视觉基模型, 参数量高达 320 亿个。公司预计将于 23 年中推出预训练语言大模型, 参数规模有望超千亿。经过验证的 AI 大模型能力, 将有助于公司以 AlaaS 的方式拓展科研机构及大型互联网等企业客户, 当前共计已有 8 家客户在公司大装置上训练超大规模模型, 使用逾 7,000 张 GPU 的算力。

维持买入评级。我们将 23-24 财年的收入下调 17-18%, 以反映疫情后 AI 相关支出的缓慢恢复。我们认为公司 AI 大模型的突破有望持续推动行业估值向上, 维持买入评级, 目标价上调至 3.45 港元。 ([链接](#))

- 爱康医疗 (1789 HK, 买入, 目标价: 12.31 港元) – 2023 年增长确定性增强。

公司公布 2022 年全年业绩, 尽管受到年末疫情干扰, 爱康医疗在 2022 年仍实现了收入的稳定增长和净利润的强劲增长, 全年收入同比增长 38.2% 至

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	19,785	1.11	0.02
恒生国企	6,730	1.22	0.37
恒生科技	4,144	0.94	0.37
上证综指	3,245	-0.19	5.05
深证综指	2,104	-0.70	6.52
深圳创业板	2,369	-1.20	0.95
美国道琼斯	32,394	-0.12	-2.27
美国标普 500	3,971	-0.16	3.43
美国纳斯达克	11,716	-0.45	11.94
德国 DAX	15,142	0.09	8.75
法国 CAC	7,088	0.14	9.49
英国富时 100	7,484	0.17	0.44
日本日经 225	27,518	0.15	5.46
澳洲 ASX 200	7,034	1.04	-0.07
台湾加权	15,701	-0.81	11.06

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	32,712	1.37	0.82
恒生工商业	10,953	1.00	0.34
恒生地产	24,633	0.66	-5.40
恒生公用事业	35,753	1.21	-2.92

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)	23.16
深港通 (南下)	19.84
沪港通 (北上)	16.19
深港通 (北上)	11.22

资料来源: 彭博

10.5亿元，基本符合市场预期，归母净利润同比增长121.1%，超过市场预期4.4%

关节集采落地，需求强劲增长，以价换量的策略初见成效。2022年公司初次置换膝关节销量增长130%，初次置换髌关节销量增长81%，拉动公司初次髌膝关节收入同比增长44.7%。借助集采，公司已成功覆盖超过90%的省级医院，我们预期公司中高端市场份额将持续提升，拉动公司收入增长。

高毛利非集采产品逐步释放增长潜力。2022年，公司定制化产品及服务ICOS同比增长101.3%。随着个性化治疗需求的提升和不断拓展的定制化产品应用领域，ICOS将继续保持高速增长。受益于省级医院覆盖的提升，公司的翻修业务也有望快速增长。长期来看，ICOS和翻修等高毛利业务将为公司利润增长提供动力。

此外，我们预期疫情后关节置换手术量将快速修复。我们预测公司2023E-2025E收入年复合增长率将达31.2%，基于9年的DCF模型，我们将目标价上调至12.31港元来反映公司长期盈利能力的增强。[\(链接\)](#)

- **百奥赛图 (2315 HK, 买入, 目标价: 37.96 港元) – 2022 年收入增长强劲。**
公司2022年收入同比增长51%至5.3亿元人民币，符合我们预期。其中，CRO业务实现同比增长54%至4.1亿元，主要受临床前药理药效评估和模式动物销售高速增长的驱动。抗体业务在疫情和全球资本市场遇冷的情况下，仍实现同比高达43%的收入增速。公司2022年海外业务实现同比大增82%至2.5亿元，占比提升至46%。研发、销售和管理费用相对收入的比例均实现同比降低，显示公司逐步优化的费用率水平。截至去年年底，公司在手现金达6.3亿元。

公司的四大全人源抗体开发平台有望进一步促进项目对外授权和公司收入增长。RenMab平台已经完成680+个靶点的敲除，预计今年8月底将完成所有靶点的敲除和抗体制备。RenLite平台已经完成260+个靶点的敲除，加速双抗ADC分子的开发。RenNano平台针对100个靶点的纳米级抗体的开发正在进行中。新推出的TCRm平台将用于开发能够识别胞内抗原的抗体。

自有管线产品将通过对外授权实现价值最大化。公司多款进展顺利的自有管线产品均有望实现对外授权，包括YH008 (PD-1/CD40)、YH003 (CD40)、YH006 (CTLA-4/OX40)、YH012 (HER2/TROP2 ADC)和YH013 (EGFR/MET ADC)等。我们调整公司目标价至37.96港元，维持买入评级。[\(链接\)](#)

- **新奥能源 (2688 HK, 买入, 目标价: 135.9 港元) – 公司业绩有望持续改善。**

公司公布22财年业绩，核心利润同比增长11.3%。尽管毛利润同比下降0.8%，归母净利润同比下降24.4%，主要受经济下行、汇率波动、上游气价成本上升所致。公司综合能源业务和增值服务业务依旧保持强劲增长。我们相信公司业绩将在2023年持续改善，主要考虑以下因素：1) 零售销气量增速有望反弹至低双位数；2) 毛差因更低的气价成本及更有效的顺价措施有望持续改善；3) 燃气批发净利润或进一步上升；4) 公司的泛能业务将保持快速增长势头；5) 公司加快产品推广增值业务，并已显示出巨大的增长潜力。

我们将公司基于SOTP/DCF的目标价上调至135.9港元，维持买入评级，对应FY23E 15倍市盈率。截至目前，公司股价交易于FY23E 12倍市盈率水平，低于历史5年平均市盈率扣减一个标准差，估值具备吸引力。[\(链接\)](#)

招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	现价	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
长合											
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.75	44.00	78%	243.1	283.6	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.97	15.00	50%	19.8	13.2	N/A	6.0	1.8%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	113.15	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	4.09	5.24	28%	10.9	8.7	0.6	5.0	3.9%
克煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	29.05	48.00	65%	2.1	2.3	0.7	40.0	26.7%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	29.10	39.13	34%	9.7	8.8	1.4	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.25	11.20	79%	14.8	9.1	2.8	11.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	486.60	554.61	14%	28.7	23.2	2.8	5.9	0.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.02	11.76	30%	8.1	6.8	2.2	28.9	11.8%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	63.10	74.80	19%	36.8	30.7	5.9	17.5	1.1%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1781.80	2440.00	37%	35.8	30.0	10.0	27.9	2.9%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	182.61	255.00	40%	52.2	35.8	10.8	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	177.74	184.00	4%	49.4	36.3	10.5	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	38.20	52.59	38%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.21	11.44	24%	33.6	23.7	3.8	11.9	0.6%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	81.85	118.00	44%	16.4	14.3	2.1	18.2	16.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	378.20	455.00	20%	23.2	N/A	3.1	14.1	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	72.84	106.00	46%	17.4	12.9	26.3	23.4	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	55.40	94.00	70%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	35.30	45.10	28%	8.2	7.4	0.9	11.2	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	13.32	23.69	78%	14.0	10.9	N/A	16.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	54.06	88.60	64%	23.0	15.3	1.8	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	12.80	23.28	82%	N/A	N/A	5.6	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28日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 28/3/2023

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。