

每日投资策略

行业及公司点评

行业点评

■ 中国汽车行业 - 终端总体折扣依赖新车官降保持“稳定”

从数字层面看，3月汽车行业的平均折扣环比持平。然而，与2月的情况类似，我们认为终端市场的竞争比折扣显示的更为激烈，因为更多的车企在推出改款车型的同时降低了指导价，从而降低了名义上的折扣数字。

长城、吉利、比亚迪：3月长城的平均折扣环比扩大0.6个百分点，再次创下新高，其中枭龙系列PHEV的折扣增长最大，坦克300的折扣增幅也超出平均水平，这两款车型都即将迎来改款。我们认为尽管坦克品牌贡献了可观的利润，但长城仍需在主流新能源市场推出有竞争力的新车型来推动销量和降低折扣。3月吉利的平均折扣环比扩大1.5个百分点，其中银河L6 PHEV的折扣扩大了6.4个百分点，其改款车型于3月底推出，指导价降低约1-3万元。3月底，极氪001的大定数超过30,000辆，小米SU7上市后，近期极氪001和007的订单趋势值得关注。比亚迪3月的平均折扣比上个月收窄了4个百分点，因为比亚迪为主力车型推出了改款版荣耀版，指导价降低2-3万元。腾势N7的折扣在3月份扩大了4.5个百分点，其改款车型于4月1日推出，最低指导价下降了6.2万元（约20%）。尽管受到降价的影响，考虑到比亚迪的成本控制能力，我们估计其今年第一季度的盈利仍具有韧性。

广汽、宝马、奔驰：传祺3月份的平均折扣保持稳定，而埃安的折扣环比扩大0.4个百分点。广汽本田3月折扣扩大了1个百分点，主要因为雅阁的折扣增加了约4个百分点。广汽丰田3月折扣相比上个月有所收窄，因为新一代凯美瑞刚刚于3月6日上市。根据我们的渠道调研，不打折的全新凯美瑞订单不尽如人意，所以广汽丰田的折扣收窄或不可持续。3月华晨宝马的折扣比上个月扩大了1.6个百分点，达到了约23%，再次创下新高。根据我们的渠道调研，1月推出的全新5系，折扣已高达10%，比我们预想的还要快。我们仍预计，今年一季度宝马经销商的新车毛利率将比去年下半年低2-3个百分点，因此，我们预计今年上半年宝马会增加对经销商的特殊返利。3月北京奔驰的折扣环比扩大1.2个百分点，达到了约19%，也是历史新高，但仍然比华晨宝马的折扣低4个百分点。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,733	0.05	-1.85
恒生国企	5,869	0.09	1.74
恒生科技	3,445	-0.18	-8.49
上证综指	3,047	-0.72	2.42
深证综指	1,736	-1.78	-5.52
深圳创业板	1,807	-1.81	-4.46
美国道琼斯	38,893	-0.03	3.19
美国标普500	5,202	-0.04	9.07
美国纳斯达克	16,254	0.03	8.28
德国DAX	18,319	0.79	9.36
法国CAC	8,119	0.72	7.64
英国富时100	7,943	0.41	2.72
日本日经225	39,347	0.91	17.58
澳洲ASX 200	7,789	0.20	2.61
台湾加权	20,418	0.39	13.87

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	28,434	0.13	-4.66
恒生工商业	9,324	-0.03	0.98
恒生地产	15,519	0.20	-15.33
恒生公用事业	33,212	0.59	1.03

资料来源：彭博

沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	44.28
深港通 (南下)	26.65
沪港通 (北上)	(3.49)
深港通 (北上)	(3.40)

资料来源：彭博

公司点评

■ 康方生物 (9926 HK, 买入, 目标价: 59.61 港元) - 卡度尼利在一线胃癌中展现出优异的三期数据

卡度尼利在 1L GC 中展现出优异的三期数据, 尤其是针对 PD-L1 低表达的患者。卡度尼利在 1L GC 中的中期 Ph3 数据最近在 AACR 会议上发布。中位随访时间为 18.7 个月, 卡度尼利 + 化疗 (XELOX) 将患者的 mOS 延长了 4.2 个月, 并将死亡风险降低了 38% (OS 15.0 vs 10.8 个月, HR=0.62, P<0.001)。在跨研究比较中, 根据 ORIENT-16、Checkmate-649 和 KEYNOTE-859 试验, 信迪利单抗、纳武利尤单抗和帕博利珠单抗与化疗联合使用时, 死亡风险分别降低了 32%、21% 和 22%。值得注意的是, 卡度尼利的试验中只有 42% 的患者 PD-L1 CPS \geq 5, 而信迪利单抗和纳武利尤的试验中的这一比例分别为 61% 和 60%。对于 CPS \geq 5 的患者, 卡度尼利单抗可将死亡风险降低 44%, 而信迪利单抗、纳武利尤单抗和替雷利珠单抗 (Rationale305) 分别降低 41%、30% 和 26%。值得注意的是, 对于 CPS<5 的患者, 卡度尼利单抗 + 化疗还可将死亡风险降低 30%, 突显了其 PD-L1 低表达患者的应用潜力。

预计卡度尼利单抗的医保准入策略将更加积极。2023 年 11 月, 卡度尼利的上述 1L GC Ph3 试验达到了 OS 终点, 并于 2024 年 1 月向 CDE 提交了 sNDA, 预计将于 2024 年底/2025 年初获得批准。1L GC 适应症的竞争格局相对温和。信迪利单抗、纳武利尤单抗和帕博利珠单抗联合化疗已在中国获批用于 1L HER2- GC 治疗 (无论 PD-L1 表达如何)。替雷利珠单抗 + 化疗已被批准用于治疗 PD-L1 高表达 1L GC, 而针对 PD-L1 表达全人群的 sBLA 正在接受 CDE 审查。信迪利单抗和替雷利珠单抗的 1L GC 适应症已经纳入国家医保目录, 年费用分别约为 3.74 万元和 4.35 万元, 而卡度尼利单抗目前的年费用约 15.86 万元。随着卡度尼利单抗获得 1L GC 大适应症的批准, 我们预计其将于 2026 年初纳入国家医保目录, 这将进一步加速该产品的销售。2023 年卡度尼利单抗的销售额达到人民币 13.6 亿元, 其中, 2023 年下半年销售额环比增长 24%。我们预计卡度尼利单抗 2024 年销售额将达到人民币 17.9 亿元 (同比增长 31%)。

期待 AK112 头对头研究的数据读出。AK112 单药与帕博利珠单抗对比治疗 PD-L1+ (TPS \geq 1%) NSCLC 的头对头 Ph3 研究已于 2023 年 8 月完全入组, 预计将于 2024 年第二季度公布中期 PFS 数据。康方生物于 2023 年 8 月提交了 AK112 用于 TKI 治疗进展的 EGFR-m nsq-NSCLC 的新药上市申请, 预计将于 2H24 获得批准并发布相关三期数据。Summit 进行的 MRCT HARMONi 试验有望于 2H24 完成入组。公司在中国评估的 AK112 + 化疗与替雷利珠单抗 + 化疗治疗 1L sq-NSCLC 的 3 期试验预计将于 2024 年或 2025 年初完成入组。我们预计康方生物将启动更多 AK112 的 3 期试验, 以充分探索该药物的潜力。

我们看好 AK104 和 AK112 的潜力。康方生物的非肿瘤资产已接近商业化, PCSK9 和 IL12/23 的新药上市申请正在审查中。我们维持康方生物目标价 59.61 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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	31.26	48.00	54%	5.0	3.6	0.6	20.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.41	14.00	49%	14.3	13.1	1.1	8.0	2.9%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	16.40	22.00	34%	11.8	10.9	1.7	14.6	3.6%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	61.62	70.00	14%	18.4	15.9	3.6	21.7	1.1%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	52.90	73.05	38%	N/A	N/A	3.7	11.9	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.82	19.77	33%	8.9	7.9	3.4	39.4	11.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.93	6.71	36%	64.0	51.4	13.9	22.6	0.7%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1666.66	2219.00	33%	23.0	20.6	8.0	37.7	2.3%
百济神州	BGNE US	医药	买入	149.75	268.20	79%	-14.3	-69.3	74.4	N/A	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.50	11.90	13%	7.8	7.0	0.9	13.4	5.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	305.40	450.50	48%	15.3	13.9	2.9	15.7	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	71.71	137.10	91%	1.2	1.1	0.2	8.5	0.8%
拼多多	PDD US	互联网	买入	117.62	155.40	32%	1.9	1.3	0.7	35.7	0.0%
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	185.19	213.00	15%	N/A	N/A	7.2	18.9	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	628.41	613.00	-2%	36.5	29.6	11.4	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	49.65	97.00	95%	14.3	10.3	3.4	19.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	33.49	43.00	28%	12.9	9.9	N/A	32.1	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	23.70	45.10	90%	4.8	N/A	0.6	13.8	7.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.19	2.40	10%	4.0	8.1	6.0	7.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	26.70	46.51	74%	10.9	8.1	1.8	15.7	2.2%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	28.04	46.96	67%	18.1	14.3	3.4	10.9	0.6%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	164.56	136.00	-17%	77.3	56.7	9.4	15.6	0.2%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.63	15.50	80%	N/A	119.9	3.7	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀国际环球市场（截至2024年4月8日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 8/4/2024

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关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-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或赔偿责任。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策。

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国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，都应通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

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