

每日投资策略

公司点评

宏观经济

■ 美联储议息会议总体偏鸽

美联储维持政策利率目标在 5.25%-5.5% 不变，保持量化紧缩节奏（每月最多减少 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）不变。鲍威尔暗示不久可能放缓量化紧缩节奏，但对具体时间闪烁其词。

点阵图预测变化：1) 预期经济增长更强，上调今年 GDP 增速预测从 1.4% 至 2.1%，未来两年 GDP 增速预测从 1.8%-1.9% 至 2%；2) 预期核心通胀更高，维持今年 PCE 通胀预测在 2.4%，但上调核心 PCE 通胀预测从 2.4% 至 2.6%；3) 预期失业率更低，下调今年失业率预测从 4.1% 至 4%；4) 维持今年降息幅度预测在 75 个基点不变，下调 2025 年降息幅度预测从 100 个基点至 75 基点，小幅上调长期利率预测从 2.5% 至 2.6%。

两个重要信息令此次会议总体偏鸽派。一是前两个月 CPI 超预期并未改变鲍威尔对去通胀的乐观态度，鲍威尔淡化通胀反弹风险，确认今年将启动降息，认为就业过强不会影响降息决定；二是点阵图预测尽管上调对经济增长和核心通胀预测，但并未如一些投资者预期下调今年降息幅度预测。

我们维持美联储 6 月开始降息、全年降息 100 个基点左右的预测。为维护政治中立声誉，美联储可能更愿意在 6 月启动首次降息而非临近大选前的 3Q。

公司点评

■ 腾讯 (700 HK, 买入, 目标价: 450.5 港元) - 业务模式优势释放

腾讯 3 月 20 日公布 4Q23 业绩：总收入同比增长 7% 至人民币 1,552 亿元，符合我们/一致预期的 1,561/1,574 亿元。非 IFRS 净利润同比增长 44% 至人民币 427 亿元，略好于我们/一致预期的 400/420 亿元，主要得益于毛利率的显著改善（同比增长 7.3 个百分点）。2023 年公司总收入同比增长 10% 至 6,090 亿元，非 IFRS 净利润同比增长 36% 至 1,577 亿元。腾讯良好的商业模式支撑其有充足空间进一步提升运营杠杆，其消费互联网业务将驱动盈利的可持续增长。公司拥有充足现金流以提升股东回报，未来计划将股份回购规模由 2023 年的 490 亿港元提升至少 2 倍至 2024 年的 1,000 亿港元以上（约占当前市值 4%）。我们将 FY24/25 盈利预测上调了 4-5%，主要考虑毛利率的显著改善。我们将基于 SOTP 的目标价微调至 450.5 港元（前值 458.5 港元）。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 155.4 美元) - 或仍有潜力提升变现

拼多多公布 4Q23 业绩：营收同比增长 123% 至人民币 889 亿元（4Q22: 46%；3Q23: 94%），较彭博一致预期高 11%，我们将其归因于强于预期的国际业务扩张和好于预期的国内业务货币化改善。非 GAAP 净利润同比增长 110% 至人民币 255 亿元，较市场预期高出 52%，我们将其归因于好于预期的国内

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

业务利润，及可能低于预期的 Temu 亏损，这得益于业务规模扩张快于预期和消费者补贴优化好于预期。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。考虑到国际业务发展快于预期，及国内业务货币化提升好于预期，我们将基于 DCF 的目标提高 9% 至 155.4 美元（前值：142.6 美元），维持买入评级。（[链接](#)）

■ **快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 97 港元) - 广告和电商韧性增长持续, 利润释放空间可期**

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 亿人民币，好于预期 34%。展望 2024，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（对应调整后净利润率达 12.8%，同比改善 4ppts）。我们上调 2024-2025 年盈利预测 5%-18%，维持目标价 97 港元(对应 24x/17x FY24/25E P/E)。（[链接](#)）

■ **虎牙 (HUYA US, 买入, 目标价: 6.8 美元) - 开源节流持续**

虎牙 4Q23 业绩超预期，其中收入好于一致预期 2%，亏损率较一致预期低 1.5ppts。展望 2024 年，我们看好其利润率提升及游戏业务变现加强。我们预计 2024 年收入同比保持持平，其中广告及其他业务收入实现三位数增长，以抵消战略性收缩下直播业务疲软（预计同比下滑 15%）。我们对 2024 年降本增效更为乐观（预计调整后净利润率达 1.9%），源于更为激进的费用控制及高毛利的游戏业务占比提升。我们认为虎牙具备较高防御性，源于其基本面边际改善、估值吸引（估值倒挂）、股东回报。我们上调 2024-2025 财年净利润 0.5%-19%，目标价维持在 6.8 美元。（[链接](#)）

■ **中通快递 (2057 HK/ZTO US, 买入, 目标价: 303 港元/38.5 美元) - 提高派息目标并扩大股票回购规模**

中通快递 2023 年核心净利润为 85 亿元人民币（同比增长 28%），符合我们预期。展望未来，中通目标在 2024 年实现包裹量增长 15-18%，高于预计的 10% 行业增长率。更重要的是，中通设定从 2024 年开始派息比率目标 40%，并且每半年派息一次。此外，中通还计划将股票回购规模扩大 5 亿美元(有效期至 2025 年 6 月)，如果加上现有的 4.37 亿美元回购额度，总规模将达到 9.37 亿美元（约占当前市值的 5%）。我们继续看好中通的强大执行力、严格的成本控制以及未来几年产生自由现金流的能力。我们维持 24 年/25 年盈利预测。基准年展期至 2024 年后，我们对 ZTO US/2057 HK 的目标价小幅下调至 38.50 美元/303 港元。维持买入。（[链接/链接](#)）

■ **吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 14 港元) - FY23 业绩质量提高; 大部分业务稳中向好**

2H23 净利润超预期：去年下半年，吉利的总收入基本符合预期，而毛利率 15.9% 比我们的预测高出约 0.8 个百分点，进一步验证了我们此前的观点，即吉利品牌的利润率具有较强韧性；另一方面，下半年销管费用超预期，因此经营利润基本和我们此前的预测一致。由于股份支付、税费和利息收入情况皆好于预期，吉利去年下半年净利润 37 亿元超出我们的预测 18%。极氪去年的净亏损为 11 亿元，也好于我们之前预计的 20 亿元。虽然我们估计去年技

术授权和研发服务收入仍贡献吉利约 1/3 的净利润，但公司整体的盈利质量好于 21-22 年，尤其是考虑到吉利去年费用化的研发支出同比增加 71%至 33 亿元。

2024 年展望：极氪今年的目标是在港股会计准则下实现扭亏为盈，我们认为目前看是可实现的。考虑到极氪的在手订单水平，我们将其今年的销量预测上调 1 万台至 22 万台。此外，我们预计公司今年的投资收益有望从去年的 6 亿元大幅增长至今年的 15 亿元，主要得益于领克的减亏，睿蓝的剥离以及宝腾的全年贡献。同时得益于出口的贡献，我们预计今年吉利品牌的盈利能力有望维持稳定。此外，吉利计划将 Aurobay 的资产注入到其和母公司及雷诺合作的发动机公司中，这将导致上市公司账面固定资产减少，我们估算这将帮助其每年节省超 10 亿的折旧摊销费用。尽管我们认为吉利的盈利仍对研发费用化率以及折扣摊销的速度较敏感，我们还是将今年的净利润预测上调 7% 至 67 亿元。

估值：吉利快速增加的固定资产近几年为其带来了较大的折旧摊销压力，已经成为公司盈利修复的阻碍，但近期上市公司通过和母公司的资本运作正逐步改善资产负债表质量，有助于缓解长期摊销压力，这些改变可能被部分投资者所忽略。我们维持买入评级，目标价 14 港元，基于分部估值（极氪：1.3x FY24E 核心 P/S，吉利其他业务：13x FY24E P/E），对应 100%的极氪估值约为 800 亿港元。（[链接](#)）

■ **李宁 (2331 HK, 买入, 目标价: 24.86 港元) - 重设增长预期, 改革成效逐步显现**

李宁 23 财年业绩符合预期，24 财年指引比较保守，但我们认为达成概率也很高。虽然 23 财年利润大幅下滑 22%，但除了大环境和品牌力还要时间恢复以外，其他负面因素如订货会订单调整和减值亏损都是一次性。而 24 财年的中单位数销售增长和低双位数的净利润率，我们认为都是大概率能达到的，受惠于：1) 电商增长在高基数过后的反弹，折扣也在库存压力减少后逐渐改善，2) 篮球类产品销售反弹，特别是完善供应端之后，3) 明星产品的集中管理也有利效率、折扣和利润的改善和提升，4) 营销部门整合也会让广告投放更集中和更大，5) 减值损失的减少。

维持买入，目标价为 24.86 港元，基于 15 倍 24 财年预测市盈率(从 19 倍下调)。现价在 13 倍，对比未来 3 年 8%/15%的销售额/净利润年复合增长率，虽然不算特别具吸引力，但基本面上最差的情况已经过去，我们预期股价向好概率较大。（[链接](#)）

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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。