

策略观点

中国政策再度宽松

- **宏观：**中国经济活动再次回落，推动政策再度宽松；房地产政策更加聚焦于提振需求和去库存，包括进一步放松住房限购、降低按揭贷款首付比例与利率和鼓励地方政府收购滞销商品房转为保障房；政府将通过适度补贴，推动新一轮企业设备和家庭汽车家电以旧换新，以提振内需；随着大宗商品价格反弹和服务价格缓慢回升，通缩程度或有所缓解。美国经济仍具韧性，通胀持续超预期，市场对美联储降息幅度预期已大幅下降，美元利率和汇率大幅反弹推动金融条件收紧，下半年经济和通胀或重回放缓趋势，美联储可能在 9 月降息，年内降息幅度约 50 个基点。
- **科技：**乐观，继续看好 AI 算力/端侧成长、手机/PC 需求复苏以及产业链业绩持续改善，A/H 科技板块 1Q 业绩复苏加速，产业景气度触底回升；海外科技龙头 1Q 业绩向好，全球云厂商资本支出大幅增加，推动 AI 服务器产业链强劲增长；苹果/高通 2Q 指引好于预期，看好手机/PC 等业务受益于 AI 端侧创新；小米 SU7 上市和特斯拉推动 FSD 入华有望加速高阶智能驾驶落地。整体来看，行业基本面持续改善，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、创新确定性较高的企业，建议关注 AI 服务器产业链如工业富联 (601138 CH, 未评级)、超微电脑 (SMCI US, 未评级)、鸿腾精密 (6088 HK, 买入) 和立讯精密 (002475 CH, 买入)，以及 AI PC/手机产业链如小米集团 (1810 HK, 买入)、苹果 (AAPL US, 未评级)、联想 (992 HK, 未评级)、传音控股 (688036 CH, 未评级)、比亚迪电子 (285 HK, 买入) 和瑞声科技 (2018 HK, 持有)。
- **半导体：**谨慎乐观。4 月至 5 月为国内和海外公司年报、一季报的业绩发布期。AI 板块：5 月下旬英伟达业绩会将为行业风向标。参考目前已公布的产业链业绩情况，我们认为 AI 景气度将持续：1) 云厂商 (AMZN/MSFT/GOOG) 和 META 一季度的资本开支总和为 446 亿美元，创历史新高。据彭博预测，这四家公司 2024 年资本开支将达 2017 亿美元 (同比增长 36%)，其中大部分将投资于 AI 基础设施建设和相关设备的购买。2) 中际旭创一季度收入同比增长 164%，归母净利润同比增长 326%。天孚通信一季度收入同比增长 155%，归母净利润同比增长 215%。AI 的强劲需求为产业链的业绩提供了支撑，这符合我们此前的预期。半导体设备板块：我们在 4 月发布了半导体设备板块行业报告，并首次覆盖了北方华创 (002371 CH, 买入)。北方华创是中国领先的半导体设备制造商，受益于国产替代趋势，我们看好公司未来的发展，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 405 元人民币 ([链接](#))。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加强本地化，继续看好半导体国产替代主题，看好半导体设备需求，推荐北方华创 (002371 CH, 买入)。3) 消费电子市场于 2023 年年底触底，华为回归有望带动需求回暖。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)。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。
- **互联网：**4 月下旬起行业指数受益于资金面回暖及基本面边际温和改善支撑下的情绪修复而估值重估，月度维度 High beta 股票、基本面稳健且持续提升股东回报的公司跑赢大盘。展望 5 月，在情绪回暖推动整体估值修复或已经较为充分地反映之后，基本面及股东回报或重新成为市场关注的重点，在行业竞争阶段性缓和、主营业务稳定且有能力进一步降本增效的助推下仍有能力给出超预期的盈利增长的公司，及基本面温和表现已被市场充分预期、但在股

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

东回报维度有望给出超预期表现的公司或值得重点关注。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，我们推荐拼多多（PDD US，买入）、百度（BIDU US，买入）、腾讯（700 HK，买入）、阿里巴巴（BABA US，买入）。

■ **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 支出逐步恢复的环境下，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，买入）和 Salesforce（CRM US，买入）。

■ **医药：**我们预期创新药、医疗器械的支持政策将持续落地，期待全国性政策出台。同时，我们预计各地将陆续推出医疗设备以旧换新的政策，刺激医疗设备的需求释放。我们预计随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，中国医药行业有望回归健康增长。医药行业或将持续反弹，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，医疗设备持续受益于需求刺激政策，反腐常态化后院内医疗需求有望持续复苏；2) 出海提供额外增长动力，创新药出海授权交易有望持续落地，创新医疗器械拓展海外市场；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，部分个股的股息率吸引。我们继续看好百济神州（BGEN US，买入）、固生堂（2273 HK，买入）、迈瑞医疗（300760 CH，买入）、联影医疗（688271 CH，买入）、巨子生物（2367 HK，买入）、信达生物（1801 HK，买入）、科伦博泰（6990 HK，买入）。

■ **食品饮料、美妆护肤、旅游零售：**美妆护肤：2024 年 3 月化妆品零售额同比增长 2.2%，美妆护肤需求复苏节奏仍然较为缓慢。2023 年及 1Q24 业绩表明美妆板块依然以国货替代为投资主线，板块内业绩分化加深，我们重点关注的珀莱雅和贝泰妮近期披露业绩，珀莱雅受大单品策略加持增长稳健，贝泰妮受主动战略组织调整影响增幅略弱，二者产品矩阵均在进一步完善，料其市占比例进一步提升，618 大促可能会有不俗表现。抖音平台的高增长给公司的利润端带来一定挑战。旅游零售：尽管海南旅游增长受到出境游分流影响，中国中免的机场业务恢复加速，进入夏日旅游季，公司业务仍有望维持稳健。食品饮料：2024 年一季度受益于春节消费，白酒板块业绩增长稳健，行业龙头持续提升份额。据三方数据，五一假期宴席数据平稳，二季度将进入传统白酒消费淡季，建议关注确定性较高的龙头。啤酒销售由于 1Q 高基数影响承压，随着 2Q 旺季来临及奥运季叠加低基数，销量有望得到改善，同时其提价策略及结构升级趋势继续维持，盈利能力将持续提升。食品饮料方面，1Q24 我们持续推荐短期盈利确定性较高的公司。美妆护肤品消费中，我们维持珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级。食品饮料行业中，我们维持贵州茅台（600519 CH）、华润啤酒（291 HK）的“买入”评级。

■ **可选消费：**五一黄金周普遍表现一般，销售增长对比 3-4 月均有放缓，同店下跌更有加剧。从板块来看，家电行业超预期，服装和体育用品行业符合预期，而旅游-酒店和餐饮都略低于预期。展望二季度，虽然高基数和宏观压力仍然存在，但目前来看下半年环比改善仍有望出现（政府的支持力度或仍会加大），加上行业估值仍然偏低，只在 13 倍预测市盈率（8 年平均为 20 倍），我们仍然认为现在是收集好公司的时机。推荐达势（1405 HK，买入）、大家乐（341 HK，买入）、安踏（2020 HK，买入）、海尔（6690 HK，买入）、Vesync（2148 HK，买入）、江南布衣（3306 HK，买入）、波司登（3998

HK, 买入), 同时建议重点关注海信 (921 HK, 未评级)、九兴 (1836 HK, 未评级)、申洲 (2313 HK, 未评级) 等。

■ **汽车:** 我们估计 4 月新能源车整体零售销量达到 68 万辆, 市占率约 43%, 高于我们此前预期。4 月底的北京车展有众多新能源车型发布或亮相, 增加有效供给的同时行业内卷进一步加剧。考虑到中央财政支援的“以旧换新”政策已于近期出台, 我们预计 2024 年整体新能源车批发销量有望超过我们之前预期的 1,100 万辆。“以旧换新”政策短期将利好整体汽车产业链, 特别是自主品牌。但是政策刺激带来的繁荣往往短暂, 无论是对于行业基本面还是公司股价, 最终决定企业竞争格局和估值的仍然是产品竞争力和真实的市场需求。推荐关注基本面较好的理想汽车 (LI US/2015 HK, 买入)。

■ **房地产和物管:** 谨慎乐观。期待积极政策基调和活跃的交易情绪对基本面修复起到带动作用。1) 顶层政策基调产生积极转变: 政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施, 信号积极。自然资源部要求商品房库存周期大于 36 个月的城市暂停住宅用地, 我们认为该要求可能会带来短期阵痛, 但将进一步为行业长期的平稳健康发展奠定基础。2) 需求端政策持续发力: 成都、北京放松限购, 即使释放的需求可能有限, 但也证实政策基调进一步向好, 对政策积极转向的预期使房地产板块股票在成都放松限购次日大涨 44%, 交易情绪有所恢复。3) 销售端表现平稳, 恢复节奏依然较缓: 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 4 月单月环比降 19%, 同比降 42%, 与 3 月持平, 进一步说明小步放松带来的边际需求虽未大幅提升销售, 但也支撑了销售的稳定性从而未使其出现如同去年 4 月般的急剧下滑。

我们认为地产板块估值可能会继续维持当前的修复态势, 主要由于 1) 顶层政策态度的积极转变为市场带来了一定的信心; 2) 当前背景下, 多个重要负面因素可能已经被市场吸收: a) 万科事件被讨论已久, 其对板块及行业带来的或有影响多已被知悉; b) “销售恢复节奏较为迟缓、全年跌幅可能较去年更深”已基本成为共识; c) “房价或许仍存在较深的下跌空间, 但其发生的时间周期将较为漫长, 可能难以在短期内有明确定论”也逐渐被市场接受。3) 多数长线资金对地产配置比例极低, 在板块估值较低、顶层政策态度转向、重要负面因素已被 price in 的背景下, 增加对板块的配置可能成为不错的选择。同时我们期待积极的政策基调和地产板块有所恢复的交易情绪向销售、土拍等层面传导, 带来行业基本面的有效改善。

选股方面, 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, 买入); 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, 买入), 以及存量服务概念的物业管理公司如华润万象生活 (1209 HK, 买入)、保利物业 (6049 HK, 买入)、万物云 (2602 HK, 买入)、滨江服务 (3316 HK, 买入) 等。开发商方面我们推荐有长期持有价值的华润置地 (1109 HK, 买入)。

■ **传媒文娱:** 乐观。新“国九条”利好及外围市场变化下, 港股及中概文娱板块股价延续强劲反弹。展望 2Q24, 我们认为 Beta 行情有望持续, 受益于假期出行高景气 (五一、端午、暑期)、1Q24 业绩预期向好、5 月和 6 月内容产品供给上行。考虑视频行业进入内容强劲周期 (片单发布、招商会、暑假档), 推荐快手 (1024 HK, 买入)、爱奇艺 (IQ US, 买入), 源于季度业绩确定性高、估值有吸引力、多重催化剂。虽然市场此前已部分反映 OTA 五一假期利好, 但我们期待后续端午及暑假增量、业绩韧性, 推荐同程 (780 HK, 买入), 看好其强劲内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。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 (NFLX US, 买入)、迪士尼 (DIS US, 买入)、大健云仓 (GCT US, 买入)。

■ **保险:** 一季度寿险新业务价值高速增长, 财险承保节奏放缓; 投资端普遍承压。上市险企一季度新业务价值高速增长, 国寿/平安/太保/新华/人保寿险 1Q24 新业务价值同比+26.3%/+20.7%/+30.7%/+51%/+81.6%, 负债端的强劲增速得

益于承保结构大幅改善，各家险企新单期交保费同比大幅增长，同时银保降本增效，促进新业务价值率大幅提升。从利润源角度来看，保险服务业绩小幅承压，其中寿险业务的保险服务收入同比下滑，财险业务的保险服务收入同比提升；在二者的共同影响下，1Q24 上市险企保险服务业绩实现正增长的仅有中国太保（2601 HK）一家，同比+3.2%至 96.4 亿元人民币。受权益市场波动及新会计准则下金融资产分类等影响，一季度上市险企的投资收益普遍承压，尽管在低利率环境下，公允价值变动带来一定增长，整体投资服务业绩仍逊于预期，拖累公司归母净利润同比下滑，五家上市险企中，仅中国太保一家实现归母净利润同比扭负为正，同比+1.1%至 117.6 亿元，展现其在权益市场波动及中长端利率中枢下移趋势下强劲的业绩韧性。

财险方面，一季度受冻雨灾害及出行率同比上升的影响，上市险企的承保综合成本率有所抬升，其中中国财险/平安财险/太保财险 1Q24 承保综合成本率同比+2.2%/+0.9%/-0.4 个百分点至 97.9%/99.6%/98.0%。此外，一季度车险及非车保费同比增速回落，车险方面，主要受中小公司降价竞争导致行业车险件均保费同比下降所致；非车方面，以中国财险为例，政府类业务，如政策性农险承保节奏受春节影响滞后，导致整体 1Q24 保费增速回落至低单位数增长。我们认为一季度财险公司在承保保费及综合成本率方面不及预期主要为季节性因素，随着非车承保节奏恢复及车险件均保费回归至合理水平，我们预计二季度财险业务表现将实现较大幅反弹。维持看好中国财险（2328 HK）行业龙头的竞争优势，及公司稳健的派息政策对高股息收益的保障，公司 FY24E 股息率为 6.0%，对应维持 40%以上的派息比例。近期业绩后股价的回调，或成为更具吸引力的配置买点。

个股推荐：首推中国财险（2328 HK，买入），一季度低温冻雨灾害的赔付已基本出清，全年车险及非车综合成本率指引维持<97%/<100%不变。基于财务及承保业绩稳健性，推荐买入中国太保（2601 HK，买入），看好公司在长航转型深入推进下，寿险代理人渠道对新业务价值增长的可持续性贡献。

- **资本品：**看好。工程机械：国内方面，我们预期未来将有更多有关设备更新的政策执行细节出台。此外，目前除了塔式起重机等高度依赖房地产投资外，工程机械产品总体上在房地产的比重已大幅降低，我们预计国内需求有机会迎来边际改善。海外市场方面，从海外头部公司的一季度指引来看，美国和中东等新兴市场的需求仍然强劲，而欧洲则持续疲弱。重卡：4 月重卡行业销量（内销+出口）同比上升 5%至 8.7 万辆，经过 3 月份持平后重新回到增长趋势，带动今年首四月重卡销售同比上升 11%。天然气/柴油价格差目前仍维持在 0.6 倍，由于价差仍然较大，我们认为将继续带动未来几个月天然气重卡的销量增长。

投资建议：我们在 5 月初上调了中联重科（1157 HK/000157 CH）的评级至“买入”，看好中联重科令人刮目相看的全球扩张战略以及在重点产品的市场份额提升（相关报告：[A](#)；[H](#)）。此外，我们继续看好潍柴动力（2338 HK/ 000338 CH，买入）天然气重卡发动机带动市场份额的增长，以及大缸径发动机的结构性增长潜力（相关报告：[A](#)；[H](#)）。看好浙江鼎力（603338 CH，买入）高空作业平台新产品在美国市场的持续突破（[相关报告](#)）。

图 1: 行业荐股

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	2024E	2025E	2024E	2024E	2024E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.70	45.20	52%	11.5	8.4	1.8	22.3	0.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.94	22.19	24%	23.7	23.0	N/A	7.6	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	30.86	46.60	51%	15.9	12.9	N/A	17.9	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.23	2.40	8%	10.2	7.9	N/A	7.6	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	176.79	183.00	4%	28.9	22.5	9.0	23.2	0.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	317.10	405.00	28%	30.6	22.1	N/A	21.0	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	9.21	15.50	68%	N/A	118.2	N/A	N/A	0.0%
Salesforce	CRM US	软件 & IT服务	买入	277.18	350.00	26%	28.7	25.3	N/A	10.0	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	365.80	445.00	22%	17.7	15.9	N/A	14.9	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	137.65	155.40	13%	15.8	11.4	N/A	35.7	0.0%
百度	BIDU US	互联网	买入	110.53	183.20	66%	10.6	10.0	0.6	7.8	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	79.37	131.90	66%	9.4	9.2	1.1	8.0	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	160.56	268.20	67%	N/A	N/A	72.7	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	39.90	55.00	38%	N/A	N/A	5.5	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	311.60	383.49	23%	27.5	23.1	8.8	40.0	2.1%
固生堂	2273 HK	医药	买入	47.95	71.96	50%	25.8	18.9	N/A	14.9	0.0%
巨子生物	2367 HK	医药	买入	52.65	57.10	8%	28.3	22.5	N/A	32.3	0.0%
科伦博泰	6990 HK	医药	买入	161.00	200.80	25%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
影联医疗	688271 CH	医药	买入	134.50	160.40	19%	54.9	43.8	N/A	12.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1770.00	2219.00	25%	24.5	21.7	8.3	37.7	1.8%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	37.90	69.80	84%	16.6	14.3	N/A	20.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	114.60	138.30	21%	35.3	28.7	8.8	24.6	0.8%
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	59.05	73.05	24%	N/A	54.6	9.6	2.1	0.0%
海尔	6690 HK	可选消费	买入	30.25	31.24	3%	N/A	N/A	N/A	16.4	0.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.90	6.8	0.4	7.8	6.6	1.3	21.7	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	8.63	14.8	0.7	14.8	10.6	N/A	12.1	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	93.95	101.73	8%	19.1	17.2	N/A	31.7	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.66	5.3	0.1	17.2	14.4	N/A	22.1	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.50	19.77	36%	8.1	7.1	N/A	39.4	0.0%
理想汽车	LI US	汽车	买入	28.23	48.0	0.7	32.4	23.4	N/A	20.6	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	29.40	46.94	60%	17.5	15.0	N/A	20.9	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	33.55	57.31	71%	10.7	9.1	N/A	17.5	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	24.25	44.10	82%	9.5	7.9	1.8	11.6	3.5%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	18.26	34.33	88%	7.3	5.8	N/A	36.1	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	16.76	23.0	0.4	18.4	16.9	N/A	7.9	0.0%
绿城管理	9979 HK	房地产	买入	7.00	9.37	34%	10.1	8.0	N/A	32.2	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.75	45.1	0.5	5.7	N/A	N/A	13.8	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	606.00	644.5	0.1	33.0	26.9	10.2	34.9	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	59.00	97.0	0.6	15.7	11.3	4.3	19.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	40.09	46.0	0.1	14.1	10.9	5.0	34.7	0.0%
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	21.65	26.10	21%	17.3	14.8	2.3	10.1	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	5.02	8.60	71%	9.4	8.5	17.4	26.0	0.0%
迪士尼	DIS US	传媒文娱	买入	105.39	142.00	35%	22.9	19.4	N/A	6.3	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	18.42	24.80	35%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.55	11.90	25%	6.7	6.2	N/A	12.0	6.0%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	6.03	7.5	0.2	10.5	9.3	0.8	8.2	3.6%
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

■ 经济活动或温和复苏

PMI 显示经济放缓，未来经济或温和复苏。4 月中国制造业和服务业 PMI 均有所下降，显示经济活动放缓；需求指标走弱，企业延续降库存；大宗商品价格回升支撑原材料价格指数反弹，预示通缩压力或有所缓解；就业依然偏弱，或继续拖累消费者信心。展望未来，经济或温和复苏。首先，家庭消费增速在波动中延续温和复苏。随着“五一”假期和暑期出行高峰到来，服务消费或再度反弹。其次，房地产销售降幅或逐步收窄。二手房销量作为领先指标已率先改善。房地产政策将聚焦于提振需求和去库存，核心城市将逐步放松或取消限购，政策部门将进一步降低首套房贷和二套房贷的首付比例及按揭贷款利率，鼓励地方政府收购商品房库存转为保障房。再次，通缩复苏或有所缓解，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。最后，商品贸易活动将显著回暖。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%

房地产销售延续下滑，未来跌幅或逐步收窄。30 大中城市商品房成交套数今年一季度同比下跌 42.2%，4 月同比降幅仍达到 38.6%，相比 2019 年同期复苏率则从去年的 64.9% 降至今年一季度的 49.5% 和 4 月的 43.4%。二手房销量率先改善，11 个代表性城市（包括北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）二手房销量同比降幅从今年一季度的 23.3% 收窄至 4 月的 9.6%，相比 2019 年同期复苏率从 2022 年的 74.1% 升至去年的 96.3% 和今年一季度的 105.1%，4 月又降至 86.4%。以往房地产周期中各指标改善顺序是：二手房销量->新房销量->开发商现金流->开发投资、土地市场。二手房销量作为先行指标率先改善，预示新房销量降幅可能逐步收窄。

通缩压力仍在，未来或缓慢改善。今年一季度 GDP 平减指数同比下跌 1.3%，显示通缩压力依然较大。预计 4 月 CPI 同比增速在 0 左右，PPI 跌幅开始逐步收窄。展望未来，通缩程度或逐步缓解，一方面随着大宗商品价格反弹和去库存趋缓，PPI 跌幅逐步收窄，另一方面随着服务消费温和复苏，核心 CPI 增速可能小幅回升。

■ 政策宽松的重点方向

房地产政策宽松。由于房地产市场延续大幅下滑，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，政策部门越来越聚焦于提振需求和减少库存。近期中央政治局会议提出解决房地产存量问题。预计一二线城市将进一步放松或取消住房限购，政策部门可能进一步降低首套房贷或二套房贷首付比例与利率，鼓励地方政府购买滞销商品房转为保障房，以推动去库存。

货币政策宽松。近期中央政治局会议提出灵活运用利率和存款准备金等政策工具降低实体经济部门综合融资成本，预示未来仍有进一步降息降准空间。展望未来，央行可能会扩大流动性供给，适度降低货币市场利率，因目前短期利率相对长期利率偏高，长短期利差大幅收窄已带来金融体系压力。由于国有企业和大型企业贷款合同利率已经很低，进一步下调 LPR 空间受限。但因房地产销售延续大幅下滑，可能针对按揭贷款定向降息。为保护银行

净息差，央行可能在降低按揭贷款利率之前引导银行先降存款利率。在美国通胀超预期和中国通缩压力持续的情况下，美元/人民币汇率或依然偏强。

新一轮企业设备与耐用消费品以旧换新。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。为刺激家庭耐用消费，政府将提供适度财政补贴，实施汽车、家电以旧换新计划。

美国经济

■ 经济仍超预期，去通胀暂时受阻

经济仍超预期。今年以来美国经济持续超预期，市场对今年美国 GDP 增速的一致预测从去年底时的 1.8% 上调至目前的 2.5% 以上。尽管 GDP 环比增速从去年四季度的 3.4% 显著放缓至今年一季度的 1.6%，主要受库存下降、进口大幅增长和政府支出增速放缓的拖累，GDP 同比增速从去年四季度的 3.1% 仅小幅放缓至今年一季度的 3%，仍大幅高于潜在增速，其中个人消费同比增速从 2.7% 降至 2.4%，企业投资同比增速从 1.5% 升至 4.7%，进口同比增速从 -0.1% 升至 1.4%，出口同比增速从 1.8% 降至 0.3%，显示内需仍强于外需。

劳工供求更加平衡。工资持续大幅上涨刺激 25-54 岁人群劳动参与率恢复至疫情前水平，并吸引大量移民流入，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。劳工供求更加平衡，劳工供应增加支撑就业增长和经济扩张，但推动工资涨幅放缓，有助于核心服务通胀回落。

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。前三个月美国 CPI 增速持续超预期，美国去通胀暂时受阻。预计随着高利率持续更久，下半年经济或逐步降温，通胀可能重新开始回落。

■ 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推升长期国债收益率。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 4.6% 左右，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预期较高，隐含长期经济实际增速或通胀均超过 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 4% 左右。

市场对年内降息幅度预期大幅下降。随着去通胀受阻，市场已调整之前对降息路径的过度乐观预期，年内降息幅度预期从去年末的 100 个基点已降至 25-50 个基点。美联储调整之前鸽派姿态，重申高利率将持续更久。近期美元利率和汇率反弹将推动金融条件收紧，美国经济可能在三季度进一步放缓。美联储或在 9 月和 12 月两次降息，全年降息幅度 50 个基点左右。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。

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/端侧成长、手机/PC 需求复苏以及产业链业绩持续改善，A/H 科技板块 1Q24 业绩复苏加速，毛利率、库存和现金流持续改善，产业景气度触底回升；海外科技龙头 1Q 业绩向好，全球云厂商资本支出大幅增加，AI 服务器产业链需求维持强劲；苹果/高通 2Q24 指引好于预期，看好手机/PC 等业务受益于 AI 端侧创新；小米 SU7 上市和特斯拉推动 FSD 入华有望加速高阶智能驾驶落地。整体来看，行业基本面持续改善，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、创新确定性较高的企业，建议关注 AI 服务器产业链如工业富联 (601138 CH, 未评级)、超微电脑 (SMCI US, 未评级)、鸿腾精密 (6088 HK, 买入) 和立讯精密 (002475 CH, 买入)，以及 AI PC/手机产业链如小米集团 (1810 HK, 买入)、苹果 (AAPL US, 未评级)、联想 (992 HK, 未评级)、传音控股 (688036 CH, 未评级)、比亚迪电子 (285 HK, 买入) 和瑞声科技 (2018 HK, 持有)。

1) 智能手机/PC: 1Q 全球出货量稳步复苏，华为/小米强势增长，苹果/高通展望好于预期
手机/PC 终端持续复苏，1Q24 全球手机出货量同比增长 7.8%，全球 PC 出货量同比增长 1.5%，预计三星 S24 和华为 Pura70 系列将推动高端手机需求，展望 2Q24，苹果/高通指引好于预期，虽然 iPhone 1Q 出货量同比下降，但产业链龙头立讯精密、歌尔股份、瑞声科技等业务稳定增长，反映国内供应链份额和价值量持续提升，苹果积极布局端侧 AI，有望下半年新品拉动换机周期。安卓链方面，全球和国内出货量持续复苏，华为/小米供应链明显受益，看好 AI 手机创新有望驱动需求改善。考虑高端手机在光学、结构件、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、瑞声科技和鸿腾精密等。

2) AI 产业链: AI 服务器和 AI PC/手机供应链保持高速增长，关注苹果 WWDC 2024

在 AI 算力端，全球云厂商 2024 年资本支出有望重回高速增长，AI 服务器龙头（工业富联/广达/DELL/SMCI/联想/HPE）1Q24 的出货量和在手订单强劲增长，广达预计搭载英伟达 GB200 服务器将于 9 月量产，工业富联指引 2024 年 AI 服务器收入同比增长两倍，占服务器总收入近 40%，其中生成式 AI 服务器同比增加三倍。AI 下游产业化应用加速，芯片供应限制将在 2Q 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 业务布局，有望引入谷歌大模型 Gemini，加速 AI 端侧应用落地。同时，我们看到更多新品发布和消费者对 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，驱动新一轮换机周期。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 2Q 有望全球上市, 带动行业进入新一轮创新周期

Apple Vision Pro 在上半年正式发售后, 加快完善应用生态, 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。我们预计下半年 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。我们预期 Vision Pro 在 2Q 有望全球上市, 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 SU7 发布和特斯拉推动 FSD 入华, 有望加速自动驾驶发展

小米 SU7 于 3 月 28 日正式上市, 打造“人车家全生态”闭环, 目标今年交付 10 万台, 其中智能+生态将是小米汽车最核心的竞争力, 推出 Pilot Pro/ Pilot Max 两套智驾方案。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汽车电子产业链。

■ 推荐买入比亚迪电子、鸿腾精密、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, 今年公司拥有多方面增长动能, 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 tier 1 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
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

短期观点：4 月至 5 月为国内和海外公司年报、一季报的业绩发布期，市场关注各家公司的业绩情况，以及对未来的指引。

1) AI 主题：5 月下旬英伟达业绩会将为行业风向标。参考目前已公布的产业链业绩情况，我们认为 **AI 景气度将持续：需求方面**，云厂商（AMZN/MSFT/GOOG）和 META 一季度的资本开支总和为 446 亿美元，创历史新高。据彭博预测，这四家公司 2024 年资本开支将达 2017 亿美元（同比增长 36%），其中大部分将投资于 AI 基础设施建设和相关设备的购买。**供应链方面**，中际旭创一季度收入同比增长 164%，归母净利润同比增长 326%。天孚通信一季度收入同比增长 155%，归母净利润同比增长 215%。AI 的强劲需求为产业链的业绩提供了支撑，这符合我们此前的预期：真正受益于 AI 需求的公司将会有更强的业绩增长的确定性。

2) 国产替代主题：我们在 4 月发布了半导体设备板块行业报告，并首次覆盖了北方华创（002371 CH，买入）。我们认为中国的半导体供应链将进一步加强本地化，继续看好半导体国产替代主题，看好半导体设备需求。北方华创是中国领先的半导体设备制造商，受益于国产替代趋势，我们看好公司未来的发展，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 405 元人民币。（[链接](#)）

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 36%。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 光模块产品自 3Q23 出货量明显提升。目前高阶光模块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。我们首次覆盖了北方华创（002371 CH，买入）。北方华创是中国领先的半导体设备制造商，受益于国产替代趋势，我们看好公司未来的发展，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 405 元人民币。（[链接](#)）

3) 半导体周期或将回暖。我们认为消费电子市场已于 2023 年年底触底。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有望逐步回暖。**韦尔股份（603501 CH，买入）**和**卓胜微（300782 CH，买入）**将通过新品发布和市场份额的增长获益。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。

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；3) 由英伟达支持的云计算初创公司 CoreWeave 在最近一轮融资中的估值增长接近三倍，达到 190 亿美元。

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。据三大云厂商 (AMZN/MSFT/GOOG) 和 META 一季报情况，四家公司的资本开支同比增长 30.5%，至 446 亿美元，创历史新高。同时，彭博预期今年这四家公司的资本开支总和有望增至 2017 亿美元，较去年增长 36%。该数字比 2 月份的预测上修了 11% 左右，表明市场对于 AI 基础设施投资的持续看好。

其中我们尤其看好存储行业 (HBM3 和 HBM3e) 在今年的需求增长。韩国半导体出口数据额在最近几个月实现强势增长 (1/2/3/4 月：16%/63%/36%/56%)。该增长一方面是库存出清、需求逐渐回暖；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逆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)：我们认为只有真正的 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 183 元人民币。

2) 北方华创 (002371 CH)：北方华创作为中国最大的设备制造商，拥有最丰富的产品线，并持续巩固其在中国的领先地位。公司与几乎所有国内芯片制造商都有紧密合作，多种产品已在他们的工厂安装并运行。公司雄厚的资产负债表（现金超过 100 亿元人民币）和多样化的人才库赋予了其持续发展所需的财务实力和研发能力。我们首次覆盖了北方华创 (002371 CH)，公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务，给予“买入”评级，目标价为 405 元人民币。

■ **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

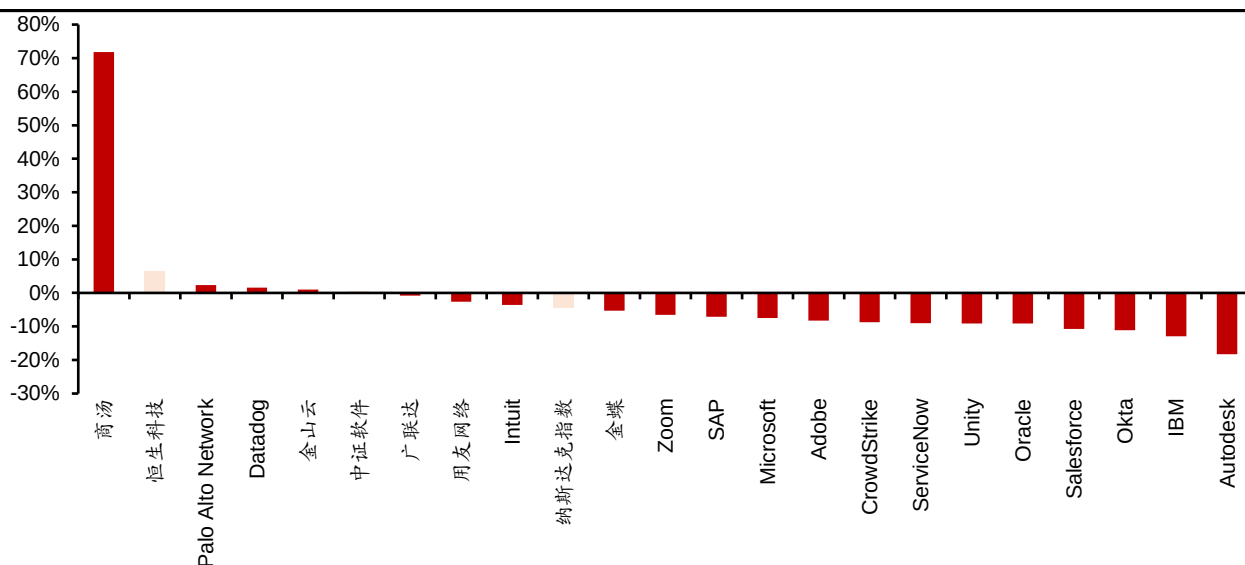
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 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 支出逐步恢复的环境下，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）。

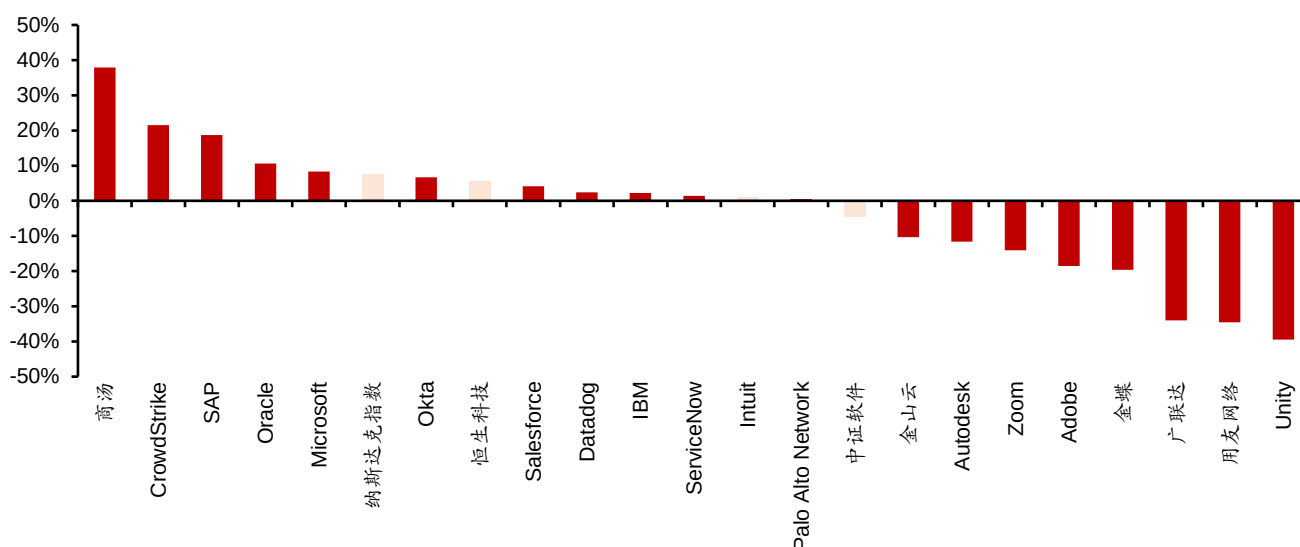
4 月恒生科技指数上涨 6%，中证软件指数上涨 1%。商汤 4 月上涨 72%，公司 4 月 23 日正式发布日日新大模型 V5.0，覆盖“云、端、边”全栈大模型产品矩阵：1) 云端：商汤大模型 SenseChat 升级到 5.0，达到 6000 亿参数并支持 MoE，大幅提升创意写作能力、推理能力以及总结能力等，多项主流客观评测（MMLU、CEval 等）上评分超越 GPT-4 Turbo；2) 端侧：商汤推出 18 亿参数规模的 SenseChat-Lite 版本端侧大模型，超越了 MiniCPM-2B、Phi-2 等同量级大模型，覆盖智能手机、电脑等端侧场景；3) 企业端：针对金融、代码、医疗、政务等行业的企业级大模型需求，商汤正式推出企业级大模型一体机，可实现本地化部署，即买即用，降低企业应用大模型的门槛。Salesforce 4 月下跌 11%，彭博 4 月 12 日报道 Salesforce 正就收购 Informatica 进行深入谈判，市场担忧收购溢价过高或潜在的整合问题影响股东价值；但后续路透社 4 月 22 日报道 Salesforce 已放弃收购 Informatica 的谈判。

图 2: 4 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 运营利润率同比提升约 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 17x 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

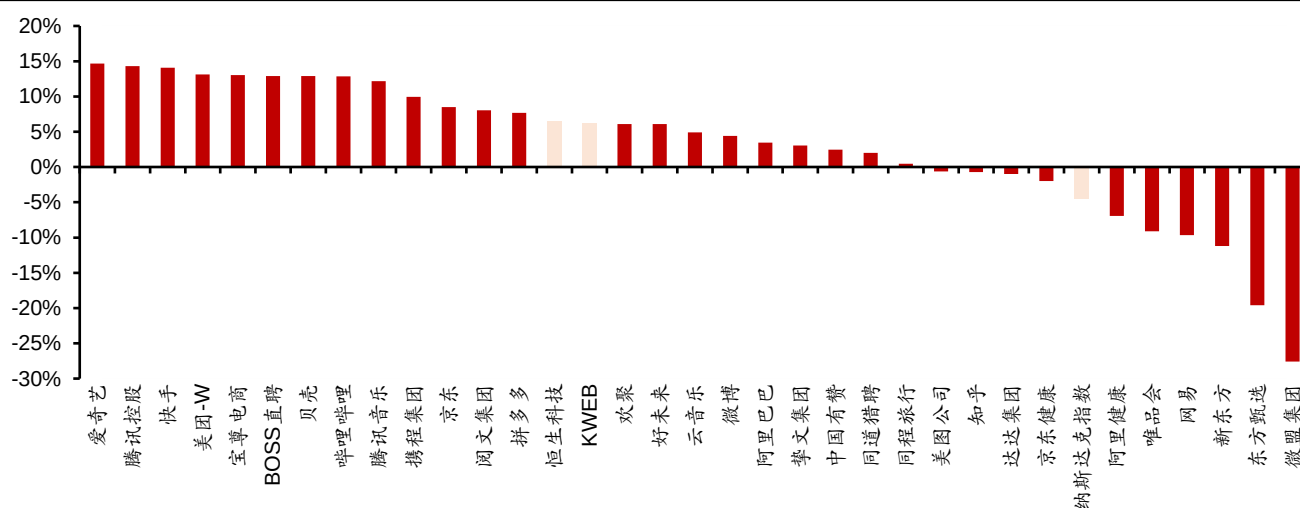
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

4月下旬起行业指数受益于资金面回暖及基本面边际温和改善支撑下的情绪修复而实现估值重估，月度维度 High beta 股票、基本面稳健且持续提升股东回报的公司跑赢大盘。展望5月，在情绪回暖推动整体估值修复或已经较为充分地反映之后，基本面及股东回报或重新成为市场关注的重点，在行业竞争阶段性缓和、主营业务稳定且有能力进一步降本增效的助推下仍有能力给出超预期的盈利增长的公司，及基本面温和表现已被市场充分预期、但在股东回报维度有望给出超预期表现的公司或值得重点关注。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，我们推荐拼多多（PDD US，买入）、百度（BIDU US，买入）、腾讯（700 HK，买入）、阿里巴巴（BABA US，买入）。

当前互联网板块整体估值对应 19x 2024E non-GAAP P/E，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，我们预测互联网行业 2023-2025E 年 non-GAAP 净利润复合增速有望达 19%，对应 2024E PEG 为 1.0x。

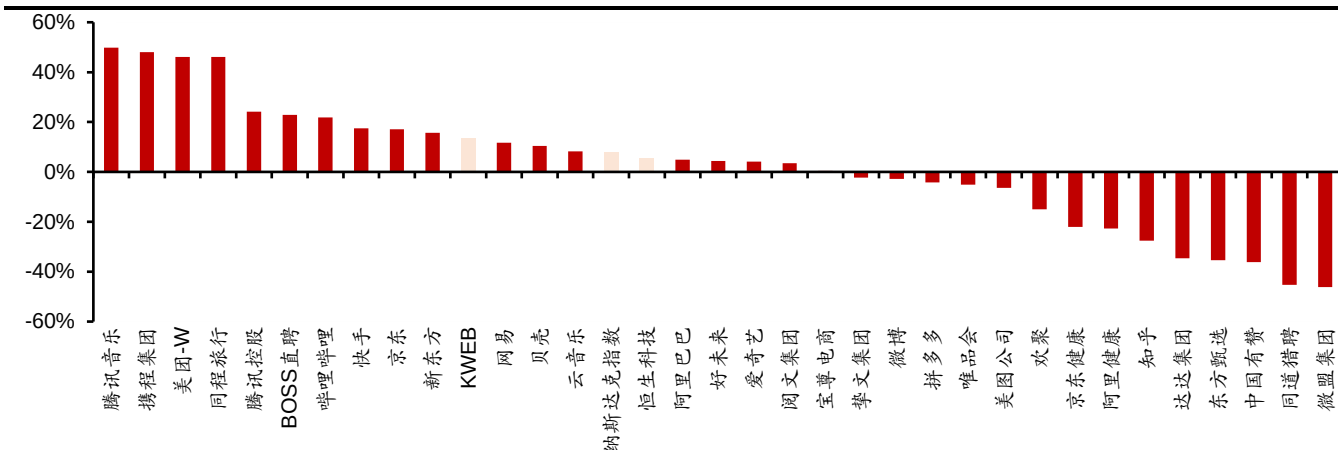
4月恒生科技指数上涨6%，KWEB指数上涨6%。爱奇艺/腾讯/快手4月上涨15/14/14%。腾讯4Q23业绩好于预期，业绩后日均回购10亿港元，累计已回购130亿港元；公司发行的高期待值手游《地下城与勇士：起源》定档5月21号上线，我们预计新游戏上线有望推动公司收入自2Q24恢复增长。

图 4: 4 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，1Q24 网上零售额/实物商品网上零售额达 3.3 万亿元/2.8 万亿元人民币，同比增长 12.4%/11.6%，对应两年 CAGR 为 10.5%/9.4%。整体网上零售额增速持续超过实物商品网上零售额增长，服务体验性消费相较实物消费仍受到更多偏好。单 3 月份，实物商品网上零售额同比增速在基数正常化后回落至 6.8%（2M24: 14.4%）。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持续激烈。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，而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。短期看，2Q24 电商平台或将面临较高的基数，营收增速环比放缓的情况下，有能力产生较为稳定利润率及股东回报的公司或将跑赢同业。

■ 在线旅游：出行旺季到来持续支撑行业高景气

五一假期期间旅行数据显示国内旅游消费高景气延续、长途游及出境游景气度进一步提升，此外旅游数据展现出下沉化及年轻化趋势。据文化和旅游部数据中心测算，2024 年五一假期期间，全国国内旅游出游合计 2.95 亿人次，同比增长 7.6%，按可比口径较 2019 年同期增长 28.2%；国内游客出游总花费 1668.9 亿元，同比增长 12.7%，按可比口径较 2019 年同期增长 13.5%。

去哪儿网平台数据显示，作为疫情后恢复出境游后的第一个五一假期，其平台上国际机票、酒店预订量均创历史新高。据途牛，其平台上“五一”团期预订数据显示，在出游距离上，国内长线游是更多游客的选择，出游人次占比达 46%，且 2024 年五一假期期间其平台出境游出游人次占比为 27%，出游人次较去年同期增长 190%；从出境游用户的出游距离来看，出境短线游和出境长线游均保持着较高的出游热度，出游人次占比分别为 65%和 35%。

此外，携程数据显示五一出游展现下沉化和年轻化趋势：据携程发布的《2024 “五一”旅游趋势洞察报告》，五一假期期间，四线及以下城市旅游预订订单同比增长 140%，跑赢全国大盘，且增幅明显高于一二线城市；五一假期期间，“00 后”出游订单占比达到 31%，同比增长 20%，“90 后”及“80 后”旅游订单占比达 58%。

■ 在线游戏：新产品上线推动 2H24 游戏市场重新加速增长

1Q24 中国游戏市场收入同比增长 7.6% 至 726 亿元，其中移动游戏市场收入同比增长 8.6% 至 529 亿元，主要得益于春节期间产品运营活动推动部分老游戏的流水增长，新游戏的流水贡献相对有限。分公司看：1) 我们预计网易 1Q24 游戏及 VAS 收入同比增长 5%，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 游戏收入同比下降 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。展望 5-6 月及 3Q24，多款高期待值游戏上线有望推动游戏市场收入重新加速增长，包括：《地下城与勇士：起源》（腾讯，5 月 21 号上线）、《燕云十六声》（网易，7 月 26 号上线）、《永劫无间》手游（网易，预计 3Q23 上线）、《绝区零》（米哈游，预计 7 月上线）。

■ 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，主要得益于电商交易生态及广告基础设施的持续完善，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 16%，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劲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。

■ 推荐买入拼多多、百度、腾讯、阿里巴巴

1) 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 15.9x 2024E P/E，随着市场对国内业务利润率担忧缓解及海外业务维持稳健增长，公司估值或有望进一步提升。

2) 百度 (BIDU US)：我们预计百度核心业务在 1Q24 将实现温和的广告增长，主要得益于旅游和电商垂类的广告强劲表现，部分被与宏观经济活动表现较为一致的线下垂类相对疲软的表现所抵消。百度依然致力于投资与生成式人工智能相关的机会，以驱动长期收入和盈利增长，同时致力于推动非核心业务的高质量增长和运营效率的提升。与生成式人工智能相关的广告和云收入的货币化步伐或仍是股价表现的关键催化剂。此外，百度目前交易现价对应 10.8x 2024E P/E，估值具备安全边际，且其拥有较高的净现金水平（2024E：人民币 1,676 亿，对应每 ADS 价值为 US\$65.0），若公司基于较为稳定的核心业务盈利水平提升股东回报，或有望支撑公司估值重估。

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 5 月 21 日上线，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 17x FY24E P/E 的估值（剔除战略投资的核心业务仅对应 15x FY24E P/E）具备较高吸引力。

4) 阿里巴巴 (BABAUS)：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 P/E (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。

■ **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, MSCI 中国医疗指数下跌 23%, 跑输 MSCI 中国指数 25%。MSCI 中国医疗指数的动态市盈率回调至 24.7 倍, 已经低于 12 年历史均值。大部分龙头个股的动态市盈率仍然远低于历史平均水平。随着近期美国降息预期减弱, XBI 指数也出现了大幅回调, 自 2 月底以来跌幅达到 16%。全国医保基金运行平稳, 2023 年全国基本医疗保险总收入同比增长 7.9%, 总支出同比增长 14.4%。2023 年末, 全国职工医疗保险统筹基金累计结存高达 2.64 万亿元, 同比去年末增长 23%。我们预期创新药、械的支持政策将持续落地, 期待全国性政策出台。同时, 我们预计各地将陆续推出医疗设备以旧换新的政策, 刺激医疗设备的需求释放。我们预计, 随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行, 新冠基数影响逐渐消退, 中国医药行业有望回归健康增长。

医药行业或将持续反弹, 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, 医疗设备持续受益于需求刺激政策, 反腐常态化后院内医疗需求有望持续复苏; 2) 出海提供额外增长动力, 创新药出海授权交易有望持续落地, 创新医疗器械拓展海外市场; 3) GLP-1、ADC 等长期投资机会; 4) 板块估值具吸引力, 多数龙头股票的动态市盈率低于历史平均 1 个标准差, 部分个股的股息率具吸引力。

■ 推荐标的

首选标的: 百济神州 (BGEN US)、固生堂 (2273 HK)、迈瑞医疗 (300760 CH)、联影医疗 (688271 CH)、巨子生物 (2367 HK)、信达生物 (1801 HK)、科伦博泰 (6990 HK)。

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) 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, 预计将维持高速业绩增长势头。

3) 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。

4) 联影医疗: 我们认为“十四五”配置证规划及国务院推动设备以旧换新行动方案的陆续执行都将刺激国内大型医疗设备需求的释放。我们期待反腐常态化之后国内设备招标的复

苏。海外业务延续强劲增长势头。公司 1Q24 海外业务收入同比增长近 50%，海外收入占比超 15%。我们预计，2024 年联影医疗的海外业务有望继续保持同比超 50% 的快速增长。

5) 巨子生物：可复美延续强劲增长，可丽金逐渐度过调整期。2023 年，可复美核心单品胶原棒实现爆发式增长，我们估计可复美胶原棒在可复美品牌的销售占比已经超 30%。可丽金在 2023 年继续进行渠道调整，创客村的经销收入持续下降，我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道将延续高增长，拉动可丽金品牌在 2024 年实现快速增长。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) 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。

7) 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 7 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。

■ **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、美妆护肤、旅游零售

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

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

■ 食品饮料 - 白酒业绩稳健步入淡季，啤酒迎奥运旺季销量盈利均有望提升

2024 年一季度受益于春节消费，白酒板块业绩增长稳健，行业龙头持续提升份额。据三方数据，五一假期宴席数据平稳，二季度进入传统白酒消费淡季，建议关注确定性较高的龙头。啤酒销售由于 1Q 高基数影响承压，随着进入 2Q 旺季及奥运季叠加低基数，销量增长有望迎来改善，同时其提价策略及结构升级趋势维持，盈利能力仍将持续提升。

■ 美妆护肤 - 需求复苏进行中，维持国货替代投资主线，板块业绩分化，期待龙头继续提升市占

2024 年 3 月份中国社会消费品零售总额同比增长 3.1%，化妆品类同比增长 2.2%，美妆护肤需求复苏节奏仍然较为缓慢。美妆板块依然以国货替代为投资主线，板块内 2023 及 1Q24 业绩分化加深，我们重点关注的珀莱雅和贝泰妮近期披露业绩，珀莱雅受大单品策略加持增长稳健，表现超市场预期，实现收入/净利分别同比增长 40%/46%，全年线上营收同比增长 43%，且 1Q 延续高质量增长势头录得收入/净利分别+35%/46%的增长。公司未来将持续深耕大单品及高端化策略。贝泰妮受主动战略组织调整影响增幅略弱，全年收入/净利分别同比上升 10%/下降 28%，全年线上营收录得微跌。随贝泰妮发布薇诺娜 2.0 战略并完成组织架构调整，1Q 的营收已回归正增长区间，而销售费用率仍维持在去年 47% 的高位。

两家公司的中期目标均在于拓宽产品矩阵，通过横向发展提升品类覆盖度，我们期待龙头占比持续提升。短期内，除抗衰以外，两家公司新发力点处于防晒领域。在接下来的推新阶段，珀莱雅可依靠大单品策略累积的优势快速进行线上新品推广并拉动销售，贝泰妮将进一步落实线上、线下的并行加速发展的策略。我们认为，线上渠道仍是品牌增长的关键，两家公司抖音平台均保持高速增势，表示将维稳天猫平台的市占。珀莱雅表示，年内将进一步提升天猫的市占，并在抖音平台实现超过平台美妆护肤行业平均增速。贝泰妮则表示将在天猫平台持续与李佳琦合作并提升其在抖音平台的达播占比，同时，对于线下医院药店的布局也在逐步加快。目前来看，虽然两家公司的主品牌和子品牌均已进入新阶段，战略调整及发展重点仍存在差异。下沉市场拓展及海外将为新业务板块中长期业绩贡献有力的支撑。随着消费者护肤习惯和心智被进一步培养，我们认为两家公司可能在 618 中表现不俗，建议关注。

■ 旅游消费 - 中免营收受境外游复苏双面影响，规模稳步提升

五一假期期间，消费两极化延续，尽管低线城市旅游市场再迎客流增长，国际航线客流稳健恢复，整体旅游客流及消费意愿保持高涨。我们预计，进入夏日假期，免税消费整体市场将延续增长。中国中免将再度平衡口岸/海南收入贡献占比，符合公司长期稳健发展目标。五一假期期间，中外人员出入境较去年同期增长 35%，国际航班客运量恢复至 19 年同期 74%，环比春节期间提升 5.6 个百分点。进入 2Q，美妆护肤品旅游零售库存修复至正常水平，以及新机场合同下租金节约，两方面逐步推动中免整体利润率企稳。我们依然认为，跨境客流的进一步恢复下，机场业务将在 2024 年贡献可观的业绩增量。另一方面，东南亚及日韩短线游热度走高带来的分流影响下，中免离岛免税业务增长或在 2024 年放缓。五一假期相关数据显示，5 日假期期内，海南 3 大机场旅客吞吐量 70.55 万人次，同比增长 0.2%。假期首日的离岛免税销售金额为 1.15 亿元（低于去年五一假期日均 35%），免税购物人数 2.13 万人次（低于去年 2%），其中三亚免税销售金额超过 7300 万元。展望 1H，随着离

岛免税业务规模进一步落成扩张，机场口岸业务复苏回暖下公司聚焦盈利增长以及护肤品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**

我们持续推荐国货替代概念中短期盈利确定性较高的公司，美妆护肤品消费中，我们维持**珀莱雅（603605 CH）**的“买入”评级；食品饮料行业中，我们维持**贵州茅台（600519 CH）**、**华润啤酒（291 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

■ 未来三个月看法维持中性

五一黄金周普遍表现一般，销售对比 3-4 月增长放缓，同店下跌更有加剧。从板块来说，家电行业超预期，服装和体育用品行业符合预期，而旅游-酒店和餐饮都略低于预期。展望二季度，虽然高基数和宏观压力仍然存在，但目前来看下半年环比改善仍有望出现（政府的支持力度可能仍会加大），且行业估值仍然偏低，只在 13 倍预测市盈率（8 年平均为 20 倍），我们仍然认为现在是收集好公司的时机。推荐达势（1405 HK）、大家乐（341 HK）、安踏（2020 HK）、海尔（6690 HK）、Vesync（2148 HK）、江南布衣（3306 HK）、波司登（3998 HK），同时建议重点关注海信（921 HK）、九兴（1836 HK）、申洲（2313 HK）等。

■ 餐饮行业（维持中性）

4 月行业整体同店销售仍在下滑，幅度比 3 月更大，而同店复苏率趋势也类似。五一黄金周同样如此（只有达势和海底捞的同店销售实现正增长）。展望 5-6 月，因为基数仍较高，我们认为同店销售和复苏率仍有压力。宏观因素（消费力下降、更集中在节日消费等）仍然在困扰市场，价格战对毛利率的压力仍然存在。目前来看，只有同店增长相对好的达势和海底捞、百胜中国等经营成本管理能力较强的品牌、以及仍然能提价的大家乐，能实现比较稳健的经营利润率。其他品牌像呷哺呷哺、奈雪的茶等等的负经营杠杆压力仍然较大。我们较推荐达势（1405 HK，买入，因新市场表现超预期）、大家乐（341 HK，买入，因股息率较高）以及九毛九（9922 HK，买入，因估值相当便宜）。

■ 体育用品行业（上调至看好）

继 3-4 月行业增长稍有加速后（对比 1-2 月），五一黄金周销售表现有所放缓。从品牌来看，安踏和 FILA 增长较快，我们估计应有 10% 以上的增长，其次是特步、361 度、Nike，而李宁和 Adidas 增长最慢。一般来说，线上增长远远好于线下，而同店仍然有负增长压力。因为行业库存偏低，零售折扣没有太大压力，环比一季度大概持平。展望二季度，我们看法比较保守，一方面是高基数仍然存在，另一方面是去年二季度折扣改善较明显，即使今年环比持平，同比去年可能会有压力。不过全年来看，行业仍然在反转，现在是低位收集的好时机。我们较看好安踏（2020 HK，买入），因安踏和 FILA 品牌在上升周期，销售增长较快，且去年折扣较高，同比改善比其他品牌更容易做到。我们也推荐滔搏（6110 HK，买入），并预计 361 度（1361 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）和李宁（2331 HK，买入）也会震荡向上。

■ 旅游-酒店行业（维持中性）

一季度酒店品牌的 RevPAR 同比仅持平或有下降（只有亚朵和华住表现略优于行业），但仍然比我们预期稍差，而且 4 月 RevPAR 仍然不太亮眼。进入到五一黄金周，虽然旅客数量较高，入住率也不俗，但消费力下降，导致房价同比普遍下滑，所以最终 RevPAR 估计会有 5-10% 的同比下降，而且节日效应严重，节前节后生意较差（我们留意到机票价格在 5 月有明显的环比下降），加上因为去年行业生意大幅反弹，不少新投资酒店会在今年暑假集中释放，在供应增加的情况下，RevPAR 的压力可能更大，所以我们对 2-3 季度看法会更为谨慎。目前相对推荐亚朵（ATAT US，买入）并建议关注华住（HTHT US，未评级）。

■ 家电行业（维持看好）

从零售端看，需求在春节之后逐渐释放，3-4 月的增长有所好转（线上增长加速，线下跌收窄）。进入五一黄金周，因为国家对以旧换新的推广力度有所加大（品牌方面，美的和格力等都推出了数十亿计的优惠计划），所以增长普遍较好。目前价格战压力较小，原材料价格开始上涨反而有助推动行业单价上升。总的来说，我们对二季度看法仍然乐观。不过从排产端看，4-5 月仍然较好，但 6-7 月增长或放缓，值得警惕。而且今年以来，终端需求增长不及排产增长，假如零售端增长不达预期，经销商和行业库存压力增加，均会不利于下半年的行业增长。从出口看，因美国市场持续好转，家电销售增长加速，Amazon 和 Walmart 库存水平持续好转，De'longhi 和 Helen of Troy 等品牌上调指引，表明向好趋势仍会持续。我们仍然推荐海尔（6690 HK，买入）和 Vesync（2148 HK，买入）并建议关注海信（921 HK，未评级）。

■ 服装行业（维持看好）

从整体行业看，3-4 月增速普遍比 1-2 月有所加快。五一黄金周或会有小幅放慢，大概在中单位数到中双位数的水平，但总的来说，我们估计二季度和一季度的增速类似，且通常线上增长会比线下更快。另外，因行业库存较好，折扣力度环比一季度可能不会加大。且因为去年零售流水增长较好，订货会数字也会不俗，所以我们对今年的批发销售增长也是乐观的。品牌差异仍然较大，好的品牌在产品、营销上升级和效率提升都较为明显，像波司登和江南布衣等等，同店增长预计至少有高单位数以上的增长，对利润提升极为明显。我们仍然强烈看好江南布衣（3306 HK，买入）和波司登（3998 HK，买入），相对看好利郎（1234 HK，买入）。

■ **风险提示：**1) 宏观经济增长和社零销售增长不达预期，2) 行业竞争加剧，3) 房地产价格持续下跌，4) 人民币大幅升值，5) 地缘政治冲突发生，6) 贸易战导致关税大幅提升等等。

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

4 月新能源车销量超预期，价格战持续：5 月 1 日，中国车企包括比亚迪、蔚来、小鹏、理想、极氪、埃安、深蓝、哪吒、零跑、小米等公布了 4 月新能源车销量，合计销量同比提升 43%，环比提升 2%。我们估计 4 月新能源车整体零售销量达到 68 万辆，市占率约 43%，高于我们此前预期。春节后，新能源车大幅降价推动其市占率在 1 个月内提升约 10 个百分点。考虑到近期政府推出中央财政支援的“以旧换新”政策，我们预计 2024 年整体新能源车批发销量有望超过我们之前预期的 1,100 万辆。

北京车展闭幕，行业内卷加剧：我们于 4 月 25 日（首日）参加了 2024 年北京国际车展。2022 年北京车展因疫情停办，距离上次北京车展已时隔四年。本次车展全球首发车 117 款，其中跨国车企全球首发车 30 款；参展车型中新能源车 278 款，与去年上海车展的 271 款相近，远超 2020 年的 160 款。本次车展的总体感受：行业高度内卷，车型同质化严重，科技企业入场使得营销和流量变得更加重要；越野赛道开始变得拥挤；对新功能、新价值的探索成为车企亟需解答的课题。合资企业虽然仍缺乏有竞争力的产品，但也意识到中国市场的挑战而开始变得务实。

“以旧换新”政策靴子落地：4 月 26 日，市场期待已久的“以旧换新”政策正式出台，对报废两类旧车（国三及以下或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车）并购买新能源乘用车的，补贴 1 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 7,000 元，其中中央政府出资 50-70%。

我们测算符合两类旧车标准的乘用车保有量约为 1,400 万辆，由于之前的价格战已经愈演愈烈，此次的刺激政策可能会使折扣加深速度稍缓，所以测算仅因为刺激政策带来的增量难度较大，我们上调 2024 年全年零售销量 100 万台至 2,245 万台（从同比-1.0%到+3.5%），上调 2024 年批发销量 113 万台至 2,763 万台（从同比+2%到+6%）。

我们回顾 2022 年和 2015-17 年的购置税减半刺激政策，主机厂的股价都在政策宣布约一个月后达到短暂的顶峰，平均涨幅分别为 29%和 21%。在 2022 年购置税减半政策中，长安汽车（000625 CH）和长城汽车（2333 HK/601633 CH）股价受益最多。与购置税减半政策利好燃油车不同，此次刺激政策也同时利好新能源，比亚迪（1211 HK/002594 CH）销量或受益最大。

港股一季报业绩收官：港 A 两地上市的主要车企于 4 月底集中完成了一季报业绩发布，而港美两地上市的新势力车企一季度业绩还需等待 5-6 月公布。总结来看，长城一季度净利润 32 亿元人民币超出市场预期，虽然部分因为非经常性损益的贡献，但整体海外盈利情况仍然好于我们此前的预期。我们上调了对长城的盈利预测，但随着去年蓝山和枭龙车型的不及预期，公司仍然缺乏一款在主流市场热销的新能源产品来证明其在电动化和智能化方面的能力。广汽（2238 HK/601238 CH）1Q24 业绩基本符合预期，我们维持 2024-25 年的净利润预测分别为 54 亿和 48 亿元，传祺 PHEV 的稳健增长可能被部分投资者忽视。比亚迪 1Q24 净利润略低于我们此前的预测，主要因为研发费用超预期。我们认为，比亚迪并没有将 1Q24 的盈利放在较高的优先级，在接下来的几个季度中，公司将更加有效地控制费用。

■ 投资建议

“以旧换新”政策落地短期将利好整体汽车产业链，特别是自主品牌。但是政策刺激带来的繁荣总是短暂的，无论是对于行业基本面还是公司股价，最终决定企业竞争格局和估值的仍然是产品竞争力和真实的市场需求。

对于理想汽车（LI US/2015 HK），虽然 Mega 的不及预期以及连带的 L 系列的连锁反应让投资者很难判断理想汽车短期的股价底部，但我们认为公司对产品定义的能力仍在，公司也有望从挫折中迭代成长。4 月 20 日 L 系列降价 1.8-2 万，Mega 降价 3 万，以及 5.1 黄金周期间 L6 良好的订单增长重新给予市场信心，我们认为理想 1Q24 业绩或为全年盈利能力定下基调，届时或是买入的机会。

■ **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。期待积极政策基调和活跃的交易情绪对基本面修复起到带动作用。1) 顶层政策基调产生积极转变：政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，自 2016 年以来首次在该级别会议中出现去库存相关表述，信号积极。同时我们认为“统筹研究”可能表明后续中央将给与地方政府更多权限去制定创新政策，可以看到近期多个城市出台盘活库存的方法，其中以“以旧换新”为主流，“国资平台收购旧房”模式认可度最高，而大规模采用该模式可能仍然存在挑战，如旧房收购价格评估、收购资金来源等。自然资源部也要求商品房屋库存周期大于 36 个月的城市暂停住宅用地供应并呼吁盘活存量。根据第三方统计，截至 3 月 100 个样本城市中有 41 个城市超线，多为三四线城市，我们认为该要求可能会带来短期阵痛，但将进一步为行业长期的平稳健康发展奠定基础。2) 需求端政策持续发力：成都全面放松限购，尽管其销售表现和房价跌幅在主要一二线城市表现靠前。北京进一步放松五环外限购，即使释放的需求可能有限，但也证实政策基调进一步向好，对政策积极转向的预期使房地产板块股票在成都放松限购次日大涨 44%，交易情绪有所恢复。3) 销售端表现平稳，恢复节奏依然较缓：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 4 月单月环比降 19%，同比降 42%，与 3 月持平，主要由于去年小阳春后销售急剧收缩故基数较低。4M24 同比跌幅依然在 46%。从高频数据观察，4 月整月 30 城新房销售跌幅自 3 月的 47% 收窄至 39%，二手房 17 城销售同比跌幅自 3 月的 31% 收窄至 9%，进一步说明小步放松带来的边际需求虽未大幅提振销售，但也支撑了销售的稳定性从而未使其出现如同去年 4 月般的急剧下滑。

我们认为地产板块估值可能会继续维持当前的修复态势，主要由于 1) 顶层政策态度的积极转变为市场带来了一定的信心；2) 当前背景下，多个重要负面因素可能已经被市场吸收：a) 万科事件被讨论已久，其对板块及行业带来的或有影响多已被知悉；b) “销售恢复节奏较为迟缓、全年跌幅可能较去年更深”已基本成为共识；c) “房价或许仍存在较深的下跌空间，但其发生的时间周期将较为漫长，可能难以在短期内有明确定论”也逐渐被市场接受。3) 多数长线资金对地产配置比例极低，在板块估值较低、顶层政策态度转向、重要负面因素已被 price in 的背景下，增加对板块的配置可能成为不错的选择。同时我们期待积极的政策基调和地产板块有所恢复的交易情绪向销售、土拍等层面传导，带来行业基本面的有效改善。

物管板块估值受地产股带动再次进入修复而幅度较地产股更浅，主要由于业绩期间估值已经历过一个阶段的修复，多数物管企业于业绩报告期间提高了 2023 年全年派息比例，在宏观经济尚未明显恢复、经营业绩能见度较先前更低的背景下，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正。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, 买入)**；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房市场，故我们推荐直接受益于二手房市场的**贝壳 (BEKE US, 买入)**，以及存量服务概念的物业

管理公司如华润万象生活（1209 HK，买入）、保利物业（6049 HK，买入）、万物云（2602 HK，买入）、滨江服务（3316 HK，买入）等。开发商方面我们推荐有长期持有价值的华润置地（1109 HK，买入）等。

- **风险提示：**新房销售恢复不及预期、去库存政策落地不及预期、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 个月看法乐观

新“国九条”利好及外围市场变化下，港股及中概文娱板块股价延续强劲反弹。展望 2Q24，我们认为 Beta 行情有望持续，受益于假期出行高景气（五一、端午、暑期）、1Q24 业绩预期向好、5 月和 6 月内容产品供给上行。考虑视频行业进入内容强劲周期（片单发布、招商会、暑假档），推荐快手、爱奇艺，源于季度业绩确定性高、估值有吸引力、多重催化剂。虽然市场此前已部分反映 OTA 五一假期利好，但我们期待后续端午及暑假增量、业绩韧性，推荐同程，看好其强劲内生增长、并购协同可期、海外增量及股东回报。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：业绩预期向好，电商+广告市占提升持续

快手近日举办汽车行业峰会，并发布“品运效汽车智能营销解决方案”，体现其汽车营销智能化升级。抖音电商近期升级 2Q24 产业带商家扶持政策，包括流量激励、指定频道补贴、广告返点、GMV 返现金补贴（最高达 50%）等。围绕价格力策略，抖音电商在流量分配规则、产业带激励政策、服务商现金激励等持续加码。视频号于 4 月 23 日对外正式上线本地生活服务行业，邀约餐饮和酒旅商家入驻视频号小店。业绩层面，快手将于 5 月 22 日发布 1Q24 业绩，预计业绩持续强劲。其中广告将实现韧性增长（+26% YoY），电商 GMV/收入+29%/40% YoY，调整后净利润有望超 30 亿人民币。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）。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。

长视频：丰富片单发布，静候韧性业绩及精品剧集上线

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%。4 月全网剧集中，《与凤行》、《惜花芷》、《承欢记》正片有效播放排名前三，市占率分别达 7.2%/4.9%/4.8%。短剧《执笔》（腾讯）、《孔雀圣使请动心》（爱奇艺）、《难寻》（芒果 TV）则位居 4 月全网短剧前三。至 4 月底，爱奇艺独播剧《城中之城》收视登顶，播放市占率达 18.7%。此外，爱奇艺于 2024 年 4 月 23-24 日“2024 爱奇艺世界·大会”中发布超 300 部片单，精品头部剧集包括《狐妖小红娘》月红篇/竹业篇/王权篇、《云起时》、《四方馆》、《孤舟》等。期待 2Q24E 及暑期精品内容供给提速，包括《我的阿勒泰》、《狐妖小红娘月红篇》、《看不见影子的少年》、《颜心记》、《小夫妻》等有望陆续上线。爱奇艺将于 5 月 16 日发布 1Q24 业绩，预计业绩向好。我们认为市场已逐步认可爱奇艺 ARM 提升驱动利润增长逻辑，后续内容供给上行将带动会员边际改善，并进一步释放估值弹性。

海外流媒体：利润加速释放，内容上新逐步恢复

季节因素下 3 月整体电视收视率略有下滑（根据尼尔森数据），但流媒体及有线电视份额有所提升。3 月流媒体使用率占比环比提升 0.8ppts 至 38.5%（同比增加 4.4ppts），受益于 FAST 频道提供商（PlutoTV、The Roku Channel 和 TubiTV）及有线电视网络内容推动。奈飞电视份额环比提升至 8.1%（vs. 2 月 7.8%），迪士尼+及 Hulu 份额稳定在 1.7%/3.0%。

奈飞于 4 月 19 日公布 1Q24 业绩，其中收入、利润、会员净增均超预期，且管理层再次上调 2024 年 OPM 至 25% (vs. 此前 24%)。股价在业绩后出现部分回调，源于其 2024 收入指引温和（同比增长 13%-15%）、披露调整（1Q25 后季度会员数及 ARM 不再披露）。我们认为市场在板块回调和过高预期下存在过度反应，长期看好奈飞低价广告版会员增量、付费共享推进以及利润上修空间。此外，迪士尼将于 5 月 7 日发布 2QFY24 业绩，预计利润端向好，期待 6 月开启共享付费增量，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。

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

我们预计 5 月直播平台 1Q24 利润端业绩将继续超预期。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。

■ 推荐买入快手、爱奇艺、同程、奈飞、迪士尼、大健云仓

1) 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。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）。短期看，1Q24E 业绩将持续强劲，其中广告将实现韧性增长（+26% YoY），电商 GMV/收入 +29%/40% YoY。维持“买入”评级，目标价 97 港元（对应 24x/17x FY24/25E P/E）。

2) 爱奇艺 (IQ US)：爱奇艺于 2024 年 4 月 23-24 日在北京举办以“同心同力、共创未来”为主题的“2024 爱奇艺世界·大会”，共设主论坛、iJOY 悦享会等九场论坛。会上公司管理层强调未来高品质多样化内容并进，并加强海外及一老一少市场开拓，内容端将更加注重“向下共情”，技术侧深化 AIGC 赋能。同时，爱奇艺发布超 300 部片单，精品头部剧集包括《狐妖小红娘》月红篇/竹业篇/王权篇、《云起时》、《四方馆》、《孤舟》等，其中《云起时》、《颜心记》、《小夫妻》等有望 2Q24E 上线。我们认为市场已逐步认可 ARM 提升驱动利润增长逻辑，期待后续内容供给上行带动会员边际改善，并进一步释放估值弹性。维持“买入”评级，目标价 8.6 美元。

3) 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，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 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、五一假期强劲数据彰显旅游需求旺盛，后续端午、暑期为短期催化剂。维持“买入”评级，目标价为 26.1 港元，对应 21x FY24E P/E。

4) 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。奈飞 1Q24 业绩再次实现全面超预期，且会员净增达 933 万（高于市场预期的 600-800 万）。2Q24E 指引稳健，其中收入预计同比增长 16%（符合预期），经营利润同比增长 38%（较预期高 5%）。此外，管理层再次上调 2024 年 OPM 至 25% (vs. 此前 24%)，彰显利润加速释放信心。股价在业绩后出现部分回调，源于其 2024 收入指引温和（同比增长 13%-15%）、披露调整（1Q25 后季度会员数及 ARM 不再

披露)。我们认为市场在板块回调和过高预期下存在过度反应，长期看好奈飞低价广告版会员增量、付费共享推进以及利润上修空间。我们维持“买入”评级，目标价为 644.5 美元（对应 35.1x/28.7x FY24/25E P/E）。

5) 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。我们维持“买入”评级，目标价为 142 美元，对应 FY24 30.7 倍市盈率。

6) 大健云仓 (GCT US)：在经历短期股价波动后，我们认为市场已逐步消化减持披露及降息节奏放缓影响，建议投资人重新关注大健强劲业绩预期及基本面改善。我们预计 1Q24E 业绩持续亮眼，其中收入有望加速增长至 96%（超出指引高端 5%），净利润为 3,000 万美元（同比增长 89%，高于一致预期 44%）。我们对其利润率展望更为乐观，受益于海运费下降、长协订单及 Noble House 亏损收窄。根据 Freightos 及渠道调研，长协订单海运费价格通常低于正常年份均价，我们认为市场低估了长协折扣及对 GCT 利润率的提振作用。此外，我们看好 BaaS 新服务推出（品牌授权）对卖家供应链提效、SKU 扩张、品牌赋能带来的长期增量。我们的分部估值目标价为 46 美元（对应 16x FY24E P/E，依旧低于行业平均水平）。

■ **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

| 馬毓澤 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 中性乐观。2Q24 银保面临新单保费高基数；投资端边际回暖预计环比更优

我们认为市场对于投资端的关注仍会是上半年保险板块的主线。展望二季度，我们认为寿险产品结构的改善将会持续，随着银保“报行合一”的影响逐步出清，我们认为 2Q24 在去年高基数的基础上，新单保费增长仍将承压，而公司新业务价值增长将更多得益于产品期限及成本管控所带来的新业务价值率提升所带动。资产端方面，随着四月末一系列利好政策的出台，包括国九条的实施，央行加大对中长期债券的配置、优先解决存量房库存等，带动权益市场回暖，稳定中长端利率预期和稳地产预期等，带动保险板块整体上行。我们认为公司二季度在权益及债券市场投资表现，相较于去年同期无较高基数的对比下，有望于 2Q24 实现环比向上。

财险方面，一季度受冻雨灾害及出行率同比上升的影响，上市险企的承保综合成本率有所抬升，其中中国财险/平安财险/太保财险 1Q24 承保综合成本率同比+2.2/+0.9/-0.4 个百分点至 97.9%/99.6%/98.0%。此外，一季度车险及非车保费同比增速回落，车险方面，受中小公司降价竞争，导致行业车险件均保费同比下降所致。非车方面，以中国财险为例，政府类业务，如政策性农险承保节奏受春节影响滞后，导致整体 1Q24 保费增速回落至低单位数增长。我们认为一季度财险公司在承保保费及综合成本率方面不及预期主要为季节性因素，随着非车承保节奏恢复及车险件均保费回归至合理水平，我们预计二季度财险业务表现将实现较大幅度反弹。

一季度上市险企业绩的披露，证实了我们在三月策略报告中对中资寿险企业新业务价值增长的排序，即中国人保 > 新华保险 > 中国太保 > 中国平安 > 中国人寿 ([链接](#))。对于 2Q24，随去年同期各家险企保费增速趋于分化，我们认为承保结构及产品期限多元的头部险企更能在市场竞争下展现差异化优势。随着资产端预计边际回暖，**寿险我们看好中国太保 (2601 HK, 买入, 目标价: 24.8 港元)**；市场对其寿险公司董事长的离任已充分反映，未来随着公司长航转型二期工程的深入推进，公司代理人渠道的新业务价值增长贡献值得期待。重申“买入”评级，目标价 24.8 港元，对应 0.4x FY24E P/EV。**财险首推中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 11.90 港元)**，基于其承保业绩稳健性、高股息 (FY24E 股息率: 6%) 及维持 >40% 的派息比将贡献逆周期、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%；公司维持全年 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；新单保费增长大幅低于预期；财险 2Q24 大灾超预期；车险及非车保费增速不及预期等。

资本品

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

■ 工程机械：政策拉动叠加需求边际改善

住建部在 4 月发布了关于支持设备更新换代的政策细节<推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案>。方案涵盖各个领域。对于工程机械，该计划提出更换高污染、高耗能或使用寿命超过 10 年的设备。这些机械包括挖掘机、起重机、装载机、混凝土搅拌、升降机、推土机等。支持措施包括通过中央财政资金提供（1）税率优惠和（2）贴息。

此外，中国工程机械工业协会的数据显示 3 月份国内的挖机销售同比上升 9%至 1.5 万台，这是 2021 年以来首次在 3 月份这个传统旺季出现同比转正。其他产品方面，叉车内销和出口均持续增长。大多数机械产品出口录得增长（除了挖掘机和汽车起重机）。相反，3 月份国内（除了挖掘机和叉车）大部分机械销量大幅下滑（相关报告：[链接](#)）。

我们预期设备更新方面未来将有更多的政策执行细节出台。此外，目前除了塔式起重机等高度依赖房地产投资外，工程机械产品总体上在房地产的比重已大幅降低，我们预计国内需求有机会迎来边际改善。

海外市场方面，从海外头部公司的一季度指引来看，美国和中东等新兴市场需求仍然强劲，而欧洲则持续疲弱。

■ 重卡：4 月份重回增长趋势

根据第一商用车最新的初步数据，4 月份重卡行业销量（内销+出口）同比上升 5%至 8.7 万台，经过 3 月份持平后重新回到增长趋势，带动今年首四月重卡销售同比上升 11%。天然气/柴油价格差方面，根据我们的计算，目前仍维持在 0.6 倍，由于价差仍然较大，我们认为将继续带动未来几个月天然气重卡的销量增长。我们相信在更新换代需求和出口仍然强韧的推动下，重卡销量的增长趋势将会持续。

■ 投资建议

我们在 5 月初上调了**中联重科 (1157 HK/000157 CH)** 的评级至**买入**，我们看好中联重科令人刮目相看的全球扩张战略以及在重点产品的市场份额提升（相关报告：[A](#)；[H](#)）。此外，我们继续看好**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** 天然气重卡发动机带动市场份额的增长，以及大缸径发动机的结构性增长潜力（相关报告：[A](#)；[H](#)）。看好**浙江鼎力 (603338 CH, 买入)** 高空作业平台新产品在美国市场的持续突破（[相关报告](#)）。

■ **下行风险提示：**国内销量持续疲弱；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内容之分析员，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法律责任。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。