

每日投资策略

公司点评

公司点评

■ 信达生物 (1081 HK, 买入, 目标价: 55 港元) - 不仅仅只有减肥药

公司 2023 年产品销售强劲。信达生物 2023 年录得总收入 62.1 亿元人民币, 其中产品销售收入 57.3 亿元 (同比增长 38.4%), 符合我们的预期。信达生物 2H23 表现强劲, 产品销售额较上半年增长 33.1%。根据礼来的数据, 信迪利单抗 2023 年的总销售额达到 3.933 亿美元 (约 27.5 亿元人民币), 同比增长 34.0%, 这得益于国家医保覆盖范围的扩大和稳定的定价。我们预计 2024 年信迪利单抗的销售额将达到 32.9 亿元人民币 (同比增长 19%), 并预计该药物将保持在中国 PD-(L)1 市场的领先地位。

得益于成本效率的提高, EIBTDA 损失大幅减少。公司 2023 年非国际财务报告准则 EBITDA 亏损同比大幅收窄 73% 至 6 亿元人民币。随着产品销量的快速增长和运营效率的不断提高, 管理层有信心在 2025 年实现 EBITDA 盈亏平衡。信达生物 2H23 产品销售毛利率达到 80.7% (1H23 为 79.5%, 2022 年为 77.5%)。SG&A 比率从 2023 年上半年的 63.5% 降至 2023 年下半年的 60.9%。2023 年研发费用同比下降 22.4% 至 22.3 亿元人民币, 管理层预计 2024 年研发费用稳定。截至 2023 年底, 信达生物拥有 110 亿元人民币的强劲现金余额。

预计 CLDN18.2 ADC 积极的 PoC 数据将会发布。信达生物拥有丰富的临床阶段 ADC 资产组合, 包括针对 CLDN18.2、HER2、HER3、B7H3 和 TROP2 的 ADC。多种双特异性 ADC 将在今年进入临床试验, 包括 EGFR/B7H3 ADC。IBI343 (CLDN18.2 ADC) 正在引领全球具有 BIC 潜力的 CLDN18.2 ADC 的开发。阿斯利康/Keymed 近期启动了 CMG901 在 2L+ GC 的全球三期临床 (CTR20240730), 紧随其脚步, 信达生物将近期启动 IBI343 针对 3L+ GC 的 3 期 MRCT 试验 (NCT06238843)。IBI343 在胃癌中的阳性 Ph1b PoC 数据预计将于 2024 年发布, 在胰腺癌中的初始 PoC 数据也将披露。信达生物还在探索 IBI343 与自有 PD-1 信迪利单抗和 VEGFR-2 雷莫芦单抗联合用于 1L 和 2L GC 的潜力。我们认为 IBI343 由于优秀的安全性和令人满意的疗效而具有全球 BIC 潜力。IBI343 的 RP2D 剂量高达 6mg/kg, 表明治疗窗口广阔。

从全球 BIC 转向 FIC。IBI363 是一种具有 FIC 潜力的 PD-1/IL-2 bsAb, 具有差异化的 α 偏向 IL-2, 而其他 IL-2 的设计多清除受体 α 的功能。IBI363 在 IO 耐药和冷肿瘤中显示出良好的疗效信号。我们预计信达生物将于 2024 年发布 IBI363 治疗 IO 耐药性黑色素瘤、NSCLC 以及 3L+ CRC 的阳性 PoC 数据。信达生物亦计划于 2024 年在美国启动 IBI363 的 Ph2 研究。此外, 公司还有多款创新的双/三抗已进入临床, 包括 CLDN18.2/CD3、EGFR/B7H3、GPCR5D/BCMA/CD3 等。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

多个重磅非肿瘤资产进入后期研发。玛仕度肽 (GLP-1R/GCGR) 已于今年2月在国内递交针对肥胖的上市申请。除此之外，信达生物拥有多项重磅非肿瘤资产。IBI112 是一种 IL-23p19 抗体，公司预计将于 2024 年发布该产品治疗银屑病的 Ph3 数据并提交 NDA。在 2 期研究中，经过第 52 周治疗，IBI112 组中高达 86% 的患者达到了 PASI90，这一结果媲美第 48 周时 guselkumab (IL-23p19 mAb) 84% 的有效率为，优于 secukinumab (IL-17 mAb) 70% 的有效率。Guselkumab 的给药间隔为 8 周，而 IBI112 的给药间隔为 12 周，更为便利。此外，我们认为 IBI328 (XOI)、IBI311 (IGF-1R) 也具有重磅潜力。

信达生物是我们在创新药板块的首选标的，我们调整公司目标价为 55.00 港元，维持买入评级。 ([链接](#))

■ **舜宇光学科技 (2382 HK, 持有, 目标价: 47.31 港元) -市场预期重置因保守的 2024 年指引, 维持“持有”评级。**

舜宇光学科技 2023 年净利润符合盈警预期，但 2023 年下半年毛利率为 14.1% (而 2022 年下半年为 19%)，低于预期，因为尽管下半年升规趋势和更高端机型推出但受行业竞争加剧影响。对于 2024 年指引，管理层对手机摄像头模组/手机镜头/车载镜头出货量持保守看法，但对智能手机 ASP、高端手机镜头出货、车载镜头/XR 稳定增长以及 2024 年下半年更好的 GPM 修复持乐观的看法。我们将 FY24/25E 每股收益削减了 35%/27%，以考虑到 2023 年毛利率疲软和保守的 2024 年指引。该股目前市盈率为 34.8x/25.6x FY24/25E PE，估值合理，考虑到市场预期重置，我们预计近期股价将面临压力。维持“持有”评级，新的基于分部估值法的目标价为 47.31 港元，基于 25.9x FY25E PE。

([链接](#))

■ **英恒科技 (1760 HK, 买入, 目标价: 5.53 港元)-FY23 业绩大体符合预期, 静待行业回暖**

英恒科技公布了 FY23 全年业绩，大体是符合我们先前 preview 的预期，收入 58 亿元，同比增长 20%；归母净利润 3.17 亿元，同比下降 23.5%。全年毛利率 18.7%，同比下降 2.8 个百分点，低于我们先前预测，管理层表示毛利率承压主要由于下游汽车 OEM 厂商价格战导致成本压力向上游产业链传导。全年研发费用率上涨至 9%，同比上升 2.1 个百分点，主要由于公司持续招聘研发人员，在香港、南通等地区新开设研发中心，购买软硬件研发设备。全年分业务线收入来看，新能源/车身系统/安全系统/动力系统/智驾网联业务收入分别同比增长 35%/8%/33%/3%/59%，云服务器业务收入则同比下降 52%，主要由于传统服务器市场库存调整及主要客户需求下滑。进入 2024 年，管理层认为公司将在整体行业逆风中寻找增长点，新能源车出口以及插混车型新订单将带动公司收入增长。由于下游汽车 OEM 厂商价格战持续，管理层预计毛利率将依然面临一定压力。公司研发费用率将有望回归 7% 左右区间，研发人员招聘及研发中心投放高峰已经过去。我们预计公司 FY24 收入/归母净利润将同比增长 20%/39%。

我们调低 FY24-25 财年 EPS 预测值 5%-9%，以反映毛利率及费用方面的压力，目标价 5.53 港元是基于 12 倍的 FY24 市盈率倍数。目前公司股价对应 4.5x/3.0x FY24/25E 市盈率倍数，我们认为公司估值相较 A/H 股同行具有一定吸引力，维持买入评级。近期股价驱动因素主要为 ADAS 渗透率提升以及主要 NEV 客户销量和份额提升。 ([链接](#))

■ **友谊时光(6820 HK, 买入, 目标价: 1.8 港元) – 关注小游戏增量及降本增效**
友谊时光 2023 财年业绩符合预期, 其中收入同比下降 31%, 亏损为 1.33 亿元人民币。展望 2024 年, 浮生忆玲珑自 1 月上线后畅销榜排名稳定在 50-70 区间, 公司未来将在流水维稳的同时重点拓展安卓渠道增量及海外市场, 同时提高投放效率及游戏利润率。游戏在小游戏层面取得初步成效, 其中凌云诺小游戏表现亮眼 (单月流水 500 万元人民币), 预计后续将持续爬坡, 且多款小游戏版本推出将带来更多增量。公司 2024 年将降本增效优先级提升, 预计有望改善集团利润率。为反映浮生忆玲珑的表现, 我们将 FY24-25 盈利预测下调 18%-28%, 目标价调整至 1.8 港元。 ([链接](#))

■ **保诚(2378 HK, 买入, 目标价: 137.8 港元) – 2H 新业务价值率提升带动新业务价值高增长; 2024 每股股息维持 7%-9% 增速**

公司 2023 年新业务价值同比增加 45% (固定汇率) 至 31.3 亿美元, 超过市场预期 6.4 个百分点, 主要得益于全年新业务价值率同比提升 3 个百分点至 53%, 其中 2H23 新业务价值率升至 57%, 相较 1H23 的 49% 环比提升 6 个百分点。我们认为公司新业务价值率的逐季修复体现了其在渠道和产品策略的加大投入, 代理人渠道新业务价值同比增长 75% 至 21 亿美元, 其中代理人销售的健康保障类产品新业务价值同比增长 37%, 月均代理人产能同比增长 59%。银保渠道新业务价值同比略跌 8%, 主要受中国内地市场及越南地区监管对市场情绪的负面影响。除中国内地市场外, 公司其他所有主要营运地区下半年的新业务价值同比实现较高增长, 其中中国香港地区表现亮眼, 下半年新业务价值同比升逾 3.3 倍, 逐季修复趋势显著; 且内地访客业务的新业务增长动能延续至今年前两个月。在新会计准则下, 公司强劲的新业务价值增长为实现 IFRS 税后净利润同比扭亏为盈奠定基础, 全年 IFRS 税后归母净利润为 17 亿美元, 对比 2022 年归母净亏损为 10 亿美元。

资本管理和股东回报并进: 公司 2023 年派发每股股息 0.2 美元, 同比增长 9%, 并表示将于 2024 年维持股息 7%-9% 的增长。公司全年加大对新业务的投资至 7.33 亿美元, 同比提升 33%, 并实现 IFRS 经调整营运利润同比+8%, 营运自有盈余(OFSG)持平 27 亿美元。2024 年集团将继续投资 10 亿美元扩充完善业务渠道, 并通过中后台成本整合及数字基建平台的搭建和使用, 进一步压降成本, 为资本的内生增长提供条件。

估值: 公司目前股价处于 FY24E 0.54 倍 P/EV, 位于历史底部。短期股价或受港股市场流动性及市场对中国业务布局略有担忧的影响而有所波动。中长期来看, 基本面向好价值不改, 且管理层对 2022-2027 五年增长战略的决心将推动公司渠道业务纵深变革。基于市场定价的贴现率及内含价值敏感性分析的更新, 我们略微下调公司目标价至 137.8 港元, 对应 FY24E 0.94 倍 P/EV, 维持买入评级。 ([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，未在美国金融监管机构(“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。