

策略研究

政策回暖下，布局受益方向

——2022 年 5 月港股策略与重点推荐组合

要点

4 月港股指数整体收跌

港股四月下跌行情延续，中概股退市风险、新冠疫情蔓延以及美联储加息等因素仍为港股市场下跌主要因素。3-4 月，我国多地出现散发疫情。3 月制造业景气度大幅转弱。4 月 12 日和 4 月 22 日，美国证券交易委员会（SEC）再将 29 家中概股公司加入“预摘牌”名单。4 月 21 日美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示，美联储将考虑采取更积极的货币政策收紧路径，美股的波动调整也拖累港股陷入低迷。4 月 29 日政治局会议指出，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标。受此提振港股在月末最后一个交易日大幅拉升，不过整月仍收跌。4 月恒生科技、恒生国企指数、恒生综指、恒生指数、恒生香港 35 的涨跌幅分别为-1.89%、-3.02%、-3.73%、-4.13%和-5.67%。

经济尚未触底，静待政策加码

二季度GDP增速或继续在低位震荡寻底。内需方面，全国单日新增确诊相对高点有所回落、但依然维持高位，国内疫情传播尚未全面阻断。随着各地防疫政策升级，该轮疫情散发对于消费和供应链的影响短期或继续发酵。叠加去年二季度GDP基数为年内最高，今年二季度GDP同比增速或继续在低位震荡寻底。

外围扰动并非市场的主要矛盾

人民币汇率大概率将继续承压，不过当前人民币汇率并非市场的主要矛盾。近期人民币的快速贬值主要受到市场对于未来中国出口订单的担忧以及中美短期利差收窄的影响。未来随着欧美经济景气度下行，中国的出口增速或也将趋缓，为人民币带来负面影响。不过港股当前极低的估值可以一定程度上对冲汇率波动影响，同时人民币汇率也并非市场的主要矛盾。

若国内疫情得到控制，港股有望温和反弹

市场企稳回升的关键在于中国经济景气度的回升。未来市场企稳的关键因素在于国内疫情是否得到控制。国内疫情出现拐点是经济预期企稳的重要信号。本轮疫情传播链尚未阻断，单日新增确诊虽已有回落，但疫情散发对于消费和供应链的扰动仍在继续发酵。若上海疫情近期得到有效控制，相关限制措施将有所放开，同时其他各大城市的疫情不出现大幅扩散，那么 5 月经济景气度相比于 4 月低点将有所恢复，有助于提振市场对企业盈利的信心。

行业配置方面建议关注：1) 反垄断政策密集期已过，估值较低具有配置性价比优势的互联网科技股。2) 受益于国内“稳增长”政策发力的建筑公司以及资产质地优良的地产公司。3) 受益于奥密克戎在全球蔓延势头的逐渐收敛，需求有望复苏的酒店、餐饮、旅游与博彩等行业。

光大港股五月重点推荐组合：中国民航信息网络（0696.HK）、腾讯控股（0700.HK）、快手-W（1024.HK）、阜博集团（3738.HK）、中信证券（6030.HK）、中国金茂（0817.HK）、新城悦服务（1755.HK）、中国能源建设（3996.HK）、中国交通建设（1800.HK）、时代电气（3898.HK）、福耀玻璃（3606.HK）、蒙牛乳业（2319.HK）、君实生物（1877.HK）、石药集团（1093.HK）。标的详细情况及逻辑请参见正文。

风险分析：1、俄乌冲突升级；2、美联储货币政策收紧的节奏超出预期；3、海外市场波动。

作者

分析师：张宇生

(执业证书编号：S0930521030001)

021-52523806

zhangys@ebsecn.com

分析师：秦波

(执业证书编号：S0930514060003)

021-52523839

qinbo@ebsecn.com

分析师：巩健

(执业证书编号：S0930521040002)

021-52523858

gongj@ebsecn.com

联系人：刘芳

021-52523677

liuf@ebsecn.com

目 录

1、政策回暖下，布局受益方向	3
1.1、4月港股指数整体收跌	3
1.2、经济尚未触底，静待政策加码	3
1.3、外围扰动并非市场的主要矛盾	4
2、市场观点与行业配置	7
3、五月重点推荐组合	8
3.1、中国民航信息网络 (0696.HK)	9
3.2、腾讯控股 (0700.HK)	9
3.3、快手-W (1024.HK)	10
3.4、阜博集团 (3738.HK)	11
3.5、中信证券 (6030.HK)	12
3.6、中国金茂 (0817.HK)	12
3.7、新城悦服务 (1755.HK)	13
3.8、中国能源建设 (3996.HK)	14
3.9、中国交通建设 (1800.HK)	15
3.10、时代电气 (3898.HK)	16
3.11、福耀玻璃 (3606.HK)	16
3.12、蒙牛乳业 (2319.HK)	17
3.13、君实生物 (1877.HK)	18
3.14、石药集团 (1093.HK)	19
4、风险提示	20

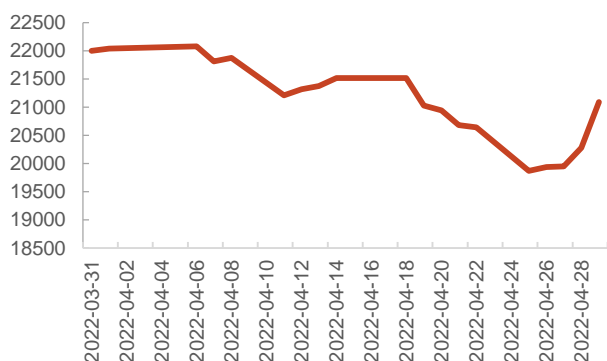
1、政策回暖下，布局受益方向

1.1、4月港股指数整体收跌

港股四月下跌行情延续，中概股退市风险、新冠疫情蔓延以及美联储加息等因素仍为港股市场下跌主要因素。3-4月，我国多地出现散发疫情。3月制造业景气程度大幅转弱，3月财新PMI为48.1，不及预期值50。4月12日和4月22日，美国证券交易委员会（SEC）再将29家中概股公司加入“预摘牌”名单，在美上市的中概股面临被退市的风险不减，而因为中概股大多在港股进行了二次上市，因此也间接拖累港股市场表现。4月21日美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示，美联储将考虑采取更积极的货币政策收紧路径，5月加息50个基点确定性提高，速度加快，美股的波动调整也拖累港股陷入低迷。

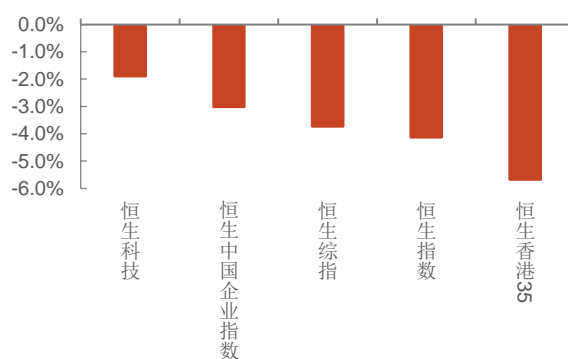
4月29日政治局会议提振市场信心，港股有所回暖但4月整体仍收跌。4月29日政治局会议指出，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。¹受此提振港股在月末最后一个交易日大幅拉升，不过整月仍收跌。4月恒生科技、恒生中国企业指数、恒生综指、恒生指数、恒生香港35的涨跌幅分别为-1.89%、-3.02%、-3.73%、-4.13%和-5.67%。

图1：4月恒生指数走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2022/4/29

图2：4月港股整体收跌



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2022/4/29

1.2、经济尚未触底，静待政策加码

3月份社融数据超出市场预期。3月新增社会融资规模4.65万亿，高于市场一致预期的3.63万亿，同比多增1.28万亿，社融存量增速抬升0.4pct至10.6%。从结构上看，3月新增人民币贷款3.2万亿元，较去年同期多增4780亿元，新增非标（信托+委托+未贴现票据）135亿元，较去年同期多增4264亿元，新增政府债券7074亿元，较去年同期多增3943亿元。

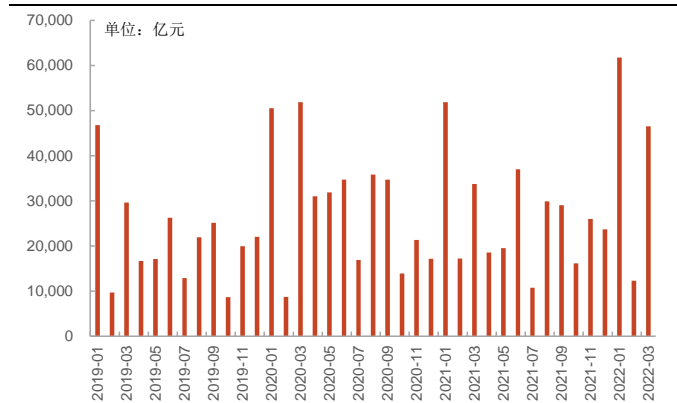
一季度GDP增速4.8%。从生产法来看，一季度第三产业服务业受疫情冲击较大，是经济的主要拖累项；而第一和第二产业增速则分别相对去年四季度回升0.7和1.2个百分点，工业主要是受到了出口和基建的提振，而农业主要受到了春耕备耕和畜牧业平稳增长的提振。

¹新华社《中共中央政治局召开会议 习近平主持会议》

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1731418009232877304&wfr=spider&for=pc>

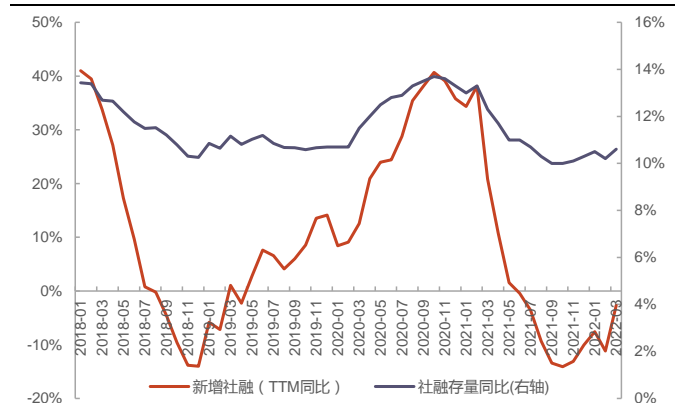
二季度 GDP 增速或继续在低位震荡寻底。内需方面，全国单日新增确诊相对高点有所回落、但依然维持高位，国内疫情传播尚未全面阻断。随着各地防疫政策升级，该轮疫情散发对于消费和供应链的影响短期或继续发酵。外需方面，一是受司机紧缺、卸货时间增长、内需不振等因素影响，3 月进口增速转负，会增大对于 4 月份出口的拖累；二是全球局势震荡、美联储加速加息，会进一步拖累全球总需求扩张速度。叠加去年二季度 GDP 基数为年内最高（2021 年四个季度，GDP 两年平均增速分别为 4.9%、5.5%、4.9%、和 5.2%），今年二季度 GDP 同比增速或继续在低位震荡寻底。²

图 3：3 月新增社融 4.65 万亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月

图 4：3 月社融存量增速小幅抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月

1.3、 外围扰动并非市场的主要矛盾

自 2022 年三月份以来，一共有 40 家中概股公司被 SEC 加入“预摘牌”名单：其中，前三批从“预摘牌名单”进入“确定摘牌名单”。按照美国 SEC 公布的《外国公司问责法案》实施细则，被列入“确定摘牌名单”的公司，需要在三年内提交 SEC 需要的文件（审计工作底稿）。如没有提交或提交的文件不符合 SEC 要求，理论上将会在披露 2023 年年报后（2024 年初）面临退市。自 3 月 10 日以来，相关中概股的平均区间跌幅已达到 19%。

²光大证券研究所 高瑞东 赵格格《经济尚未触底，政策仍需加码》——2022 年 3 月经济数据点评 2022 年 4 月 19 日

表 1：40 家中概股已被列入“预摘牌名单”

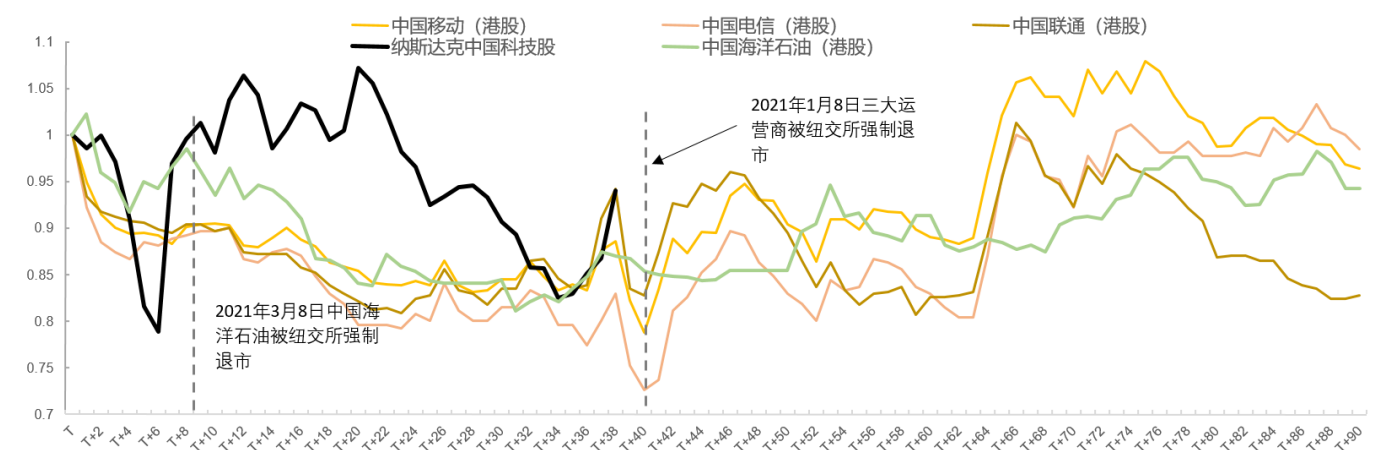
预摘牌名单	日期	个数	预摘牌名单及3月10日以来的涨跌幅(%)											
第一批	2022/3/10	5家	和黄医药	百胜中国	百济神州	盛美半导体	再鼎医药							
			-7.39	-16.08	-4.82	-44.62	2.41							
第二批	2022/3/23	1家	微博											
			-11.65											
第三批	2022/3/30	5家	百度	爱奇艺	富途控股	凯信达医药	Nocera							
			-13.91	-13.17	-4.59	-52.11								
第四批	2022/4/12	12家	微宏	中汽系统	大全新能源	康乃德生物	金融壹账通	传奇生物	搜狐	新濠影汇	新濠博亚娱乐	诺亚财富	Logiq	Green Vision Bio
			-43.05	16.60	-20.65	-44.84	-5.52	4.53	-14.52	-28.11	-31.74	-23.92		
第五批	2022/4/21	17家	知乎	诺华家具	万春医药	瑞幸咖啡	中国食品	理想汽车	贝壳	极光移动	百世集团	中比能源	Scientific Energy	LOVARRA
			-40.61	-15.87	0.00	-27.96	-20.46	-10.19	-18.82	-25.00	-35.69			
			Entrepreneur Universe Bright	Value Exchange International	宏达理财	泽尔西西医疗集团	中网载线							

资料来源：美国证监会，名单和涨跌幅截至 2022 年 4 月 29 日，部分中概股由于市值相对较小，此处不予展示

从纳斯达克中国科技股近期的调整来看，当前股价已基本反映了市场对于被摘牌公司的悲观预期，未来下探的空间有限。此次事件与 2021 年初美国强制三大运营商及中国海洋石油摘牌的性质较为相似。在 2021 年年初被摘牌风险快速提升后，三大运营商及中国海洋石油最大回撤在 20%-30%之间。自 3 月 10 日以来，被宣布预摘牌的中概股的整体跌幅为 19%左右，已经基本反映了市场的悲观预期。即便后续更多公司进入“确定摘牌名单”，股价进一步下跌的空间也不大。

相应公司的长期股价走势仍将回归于公司的内在价值。2021 年三大运营商在美国被退市后，股息率达到历史高点，而公司基本面并未发生根本改变，这也引发了内地资金抄底热情，随着 2021 年 1 月南下资金净流入规模屡创新高，三大运营商港股反而出现大幅反弹，进而“收复”前期的全部跌幅。中国海洋石油亦是如此。因此即便由于中概股公司在美国市场被迫退市，在港股进行二次上市公司的长期股价走势仍将回归于基本面。

图 5：中概股在被美国交易所宣布强制退市后 3 个月内对应的港股跌幅约为 20%—30%



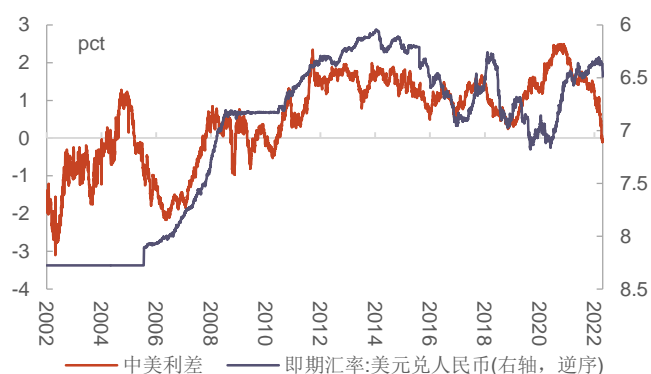
资料来源：Wind，时间起始日期为相关公司退市概率大幅增加的时间点，例如三大运营商的起始时间点为 2020 年 11 月 12 日，当日特朗普公布行政命令，禁止美国投资者对中国军方拥有或控制的企业进行投资；中国海洋石油的起始时间点为 2021 年 2 月 24 日，当日纽交所开始启动摘牌程序；纳斯达克中国科技指数的起始时间点为 2022 年 3 月 8 日，当日美国证监会将包括百济神州、百胜中国、再鼎医药、盛美半导体、和黄医药在内的 5 家中国公司列入《外国公司问责法案》的“暂定清单”内，数据截止日期为 4 月 29 日，此处为了方便显示，将各个证券及指数起始时间点的价格标准化为 1

受到中国出口景气度下滑及中美利差收窄的影响，人民币汇率大概率将继续承压。受到中美在经济周期、通胀和货币政策分化的影响，近期中美无论是

长期利差还是短期利差都显著缩小，且长期利差出现倒挂。中美 10Y 利差在 2019 年之后对人民币汇率的影响趋弱，人民币在 2020 年 3 月之后的强势表现主要受益于中国出口的强势。近期人民币的快速贬值主要受到市场对于未来中国出口订单的担忧以及中美短期利差收窄的影响。未来随着欧美经济景气度下行，中国的出口增速或也将趋缓，为人民币带来负面影响。

不过当前人民币汇率并非市场的主要矛盾，市场企稳回升的关键在于中国经济景气度的回升。历史上来看港股指数的市场表现均与美元兑人民币汇率呈现显著的负相关关系，但港股当前极低的估值可以一定程度上对冲汇率波动的影响。同时港股未来走势的关键在于中国经济景气度的回升。2019 年下半年尽管人民币汇率贬值，但受到国内经济景气度回升的影响，港股仍然上行。

图 6：中美 10Y 利差与人民币汇率



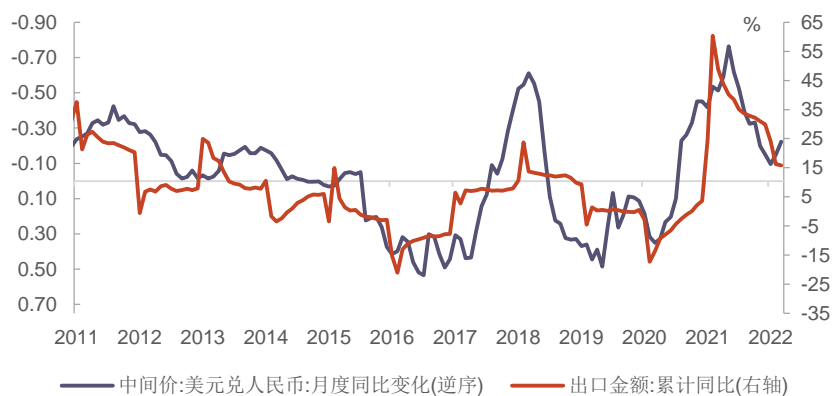
资料来源：Wind，数据截至 2022/4/29

图 7：中美短期利差与人民币汇率



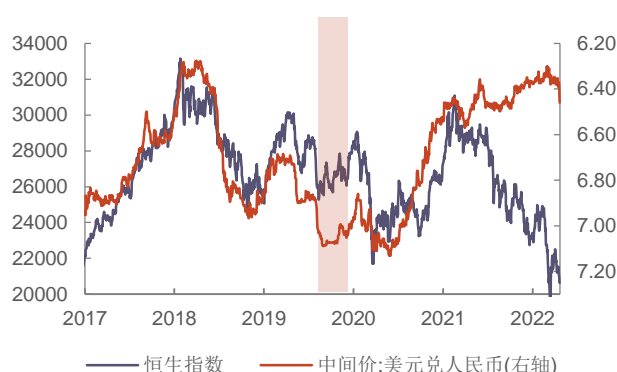
资料来源：Wind，数据截至 2022/4/29

图 8：人民币汇率同比变动与出口累计同比增速



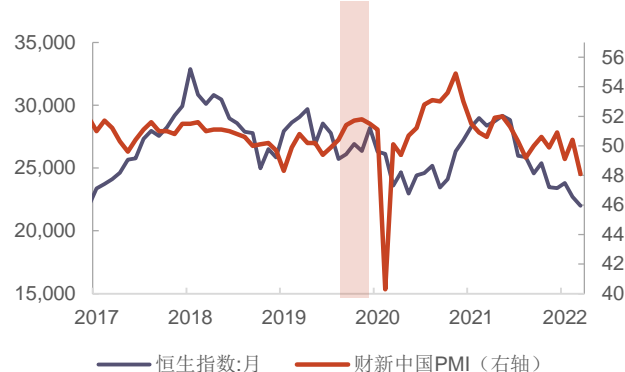
资料来源：Wind，数据截至 2022 年 3 月

图 9：恒生指数与人民币汇率



资料来源：Wind，淡红色背景框代表人民币贬值但港股持续上涨的时间段，数据截至 2022 年 4 月 29 日

图 10：财新中国 PMI 与恒生指数



资料来源：Wind，淡红色背景框代表人民币贬值但港股持续上涨的时间段，数据截至 2022 年 3 月

2、市场观点与行业配置

为了实现全年 5.5% 左右的经济增速目标，政策端将继续发力加码。目前来看，本轮国内疫情传播尚未全面阻断，短期来看国内防疫政策难以放松，消费或难以出现大幅反弹。因此，在本次政治局会议定调坚决实现全年 5.5% 左右的经济增速目标的背景之下，未来政策端或将进行更积极的逆周期调节：一是加快基建投资发力节奏，尽快稳定内需，4 月 18 日监管层已经再次督促专项债加快发行；二是继续推进房地产政策放松，防止开发投资增速下半年大幅转负；三是继续助企纾困，稳定制造业投资复苏势头。消费方面，预计稳消费的政策也将持续推进，4 月 14 日国常会就扩大汽车、家电等重点领域消费做了一系列政策部署。

中概股退市风险方面，从纳斯达克中国科技指数的近期调整来看，当前股价已基本反映了市场对于被摘牌公司的悲观预期，未来下探的空间有限。3 月 10 日以来，被宣布预摘牌的中概股的整体跌幅为 19% 左右，已经基本反映了市场的悲观预期。即便后续更多公司进入“确定摘牌名单”，股价进一步下跌的空间也不大。

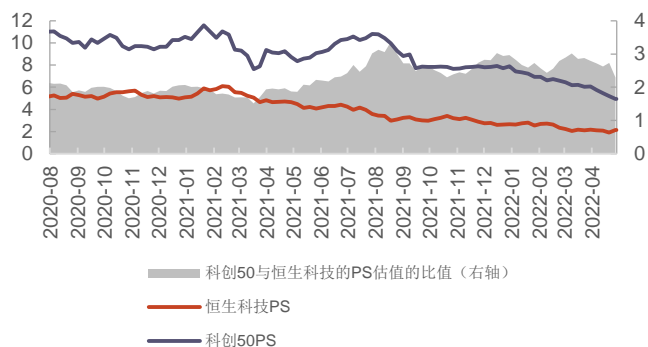
市场企稳回升的关键在于中国经济景气度的回升。未来市场企稳的关键因素在于国内疫情是否得到控制。国内疫情出现拐点是经济预期企稳的重要信号。本轮疫情传播链尚未阻断，单日新增确诊虽已有回落，但疫情散发对于消费和供应链的扰动仍在继续发酵。若上海疫情近期得到有效控制，相关限制措施将有所放开，同时其他各大城市的疫情不出现大幅扩散，那么 5 月经济景气度相比于 4 月低点将有所恢复，有助于提振市场对企业盈利的信心。

行业方面，监管常态化下科网板块估值有望修复。21 年互联网平台企业强监管周期开启，科网板块估值持续下调。对比 A 股及美股的科技指数来看，恒生科技指数当前估值处于绝对低估的水平。随着平台经济实施常态化监管并取得“明显成效”，预计平台企业整改工作有望加快完成。³恒生科技指数的估值也有望迎来修复。

³《首次明确“出台支持性具体措施”，政策转暖增强市场信心——对 4 月 29 日中央政治局会议互联网行业相关内容的点评》光大证券研究所互联网传媒团队付天姿、王凯，2022 年 4 月 29 日

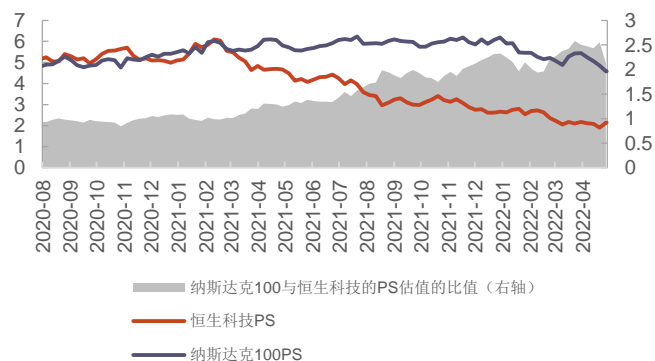
22 年以来监管多次提出“促进健康发展”，目前迹象显示平台经济监管政策边际缓和。4 月 29 日政治局会议明确指出“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”。此次政治局会议进一步验证“未来将会出台支持平台企业发展的积极性政策”，有利于改善市场预期，增强市场信心。随着互联网企业积极整改，其股价负面影响消除，互联网企业有望重回基本面定价。

图 11：科创 50 与恒生科技的 PSTTM



资料来源：Wind，数据截至 2022/4/29

图 12：纳斯达克 100 与恒生科技的 PSTTM



资料来源：Wind，数据截至 2022/4/29

政策利好不断推出，基建及地产行业有望受益。4 月 26 日中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。4 月 29 日政治局会议提出要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。对于房地产，要支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。⁴基建预期的加强及地产政策的回暖将有利于相关行业的市场表现，建议关注基建产业链及资产质地优良的地产公司。

随着疫苗覆盖率稳步提升，与出行链相关的酒店、餐饮、旅游与博彩等行业需求有望复苏。近期国内疫情病例仍在寻顶，但未来随着疫苗、特效药等的持续推进，我国或也将对防疫措施进行适当调整。此前一直受到疫情影响的线下消费行业或也将逐渐恢复。因此，需求端回暖叠加政策支持，航空、餐饮、旅游与博彩等与出行链相关的行业景气度有望持续转暖。

总结来看，港股行业配置方面建议关注：1) 反垄断政策密集期已过，估值较低具有配置性价比优势的互联网科技股。2) 受益于国内基建预期升温，景气度边际改善的建筑以及资产质地优良的地产公司。3) 受益于奥密克戎在全球蔓延势头的逐渐收敛，需求有望复苏的酒店、餐饮、旅游与博彩等行业。

3、五月重点推荐组合

我们根据前述的市场及行业比较逻辑，梳理如下 14 支股票作为 2022 年 5 月港股重点推荐标的：中国民航信息网络（0696.HK）、腾讯控股（0700.HK）、快手-W（1024.HK）、阜博集团（3738.HK）、中信证券（6030.HK）、中国金茂（0817.HK）、新城悦服务（1755.HK）、中国能源建设（3996.HK）、中国交通建设（1800.HK）、时代电气（3898.HK）、福耀玻璃（3606.HK）、蒙牛乳业（2319.HK）、君实生物（1877.HK）、石药集团（1093.HK）。

⁴新华社《中共中央政治局召开会议 习近平主持会议》

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1731418009232877304&wfr=spider&for=pc>

3.1、中国民航信息网络 (0696.HK)

推荐逻辑：业绩符合公司预告，盈利处于修复阶段

1) 公司 2021 年实现营收 54.76 亿元人民币，同比下降 0.2%；归母净利润同比上升 52.0%至 5.51 亿元人民币（业绩预告 5.5-7.0 亿），主要由于公司：①加强市场拓展力度及与客户的沟通，信用减值损失冲回 3.74 亿元人民币；②进一步加强成本控制；③机场数字化产品业务增长。分业务板块来看，①航空信息技术服务（AIT）业务营收 21.27 亿元人民币，同比下降 14.7%；②结算及清算营收 3.18 亿元人民币，同比下降 11.7%，主要由于疫情导致国际结算及清算业务量同比减少；③系统集成服务营收 13.73 亿元人民币，同比上升 16.6%，主要由于达到竣工验收条件的项目数量同比增加；④数据网络服务营收 5.19 亿元人民币，同比上升 6.1%，主要由于分销信息技术服务业务量同比增加；⑤其他业务营收 11.39 亿元人民币，同比上升 18.2%，主要由于其他技术服务和支付业务同比增加。

2) 21 年 AIT 业务收入不升反降；国内航空需求复苏拐点仍面临不确定性。21 年公司电子旅游分销系统（ETD）处理的国内外航司整体航班订座量同比小幅上升 5.0%、单价则维持稳定，AIT 业务营收同比不升反降，主要由于：受疫情影响，部分客户使用的服务模块有所简化调整，致营收阶段性承压。我们预计 22 年 AIT 业务营收与航班订座量有望重回较强的线性关系。2H21 公司 ETD 处理的中国航司国内航段航班订座量同比/环比下降 27.4%/20.2%，主要由于 2H21 疫情反复致国内航空需求受挫。22 年 1 月民航工作会议上，民航局力争 22 年完成旅客运输量 5.7 亿人次，较 21 年 4.4 亿人次同比上升 30%。但鉴于：①2 月以来国内多地出现疫情反复，中国航司国内航班订座量复苏拐点仍面临不确定性；②中国航司国际航段及外航管制短期内难见边际放开，我们预计 22 年公司 ETD 处理的航班订座量同比增速低于民航局关于旅客运输量的增速目标。

投资建议：维持“增持”评级

考虑到公司在国内航空 IT 市场龙头地位稳固、叠加民用航空业长期发展前景乐观，维持“增持”评级。

风险提示：

疫情持续影响超预期；人民币兑美元大幅升值。

3.2、腾讯控股 (0700.HK)

推荐逻辑：游戏出海增速亮眼，B 端业务首次成为第一大收入来源

1) 4Q21 手游收入（含社交网络）400 亿元，同比增长 9%；监管和高基数效应下本土游戏承压，游戏出海增速亮眼。①旗舰游戏《王者荣耀》和《PUBG Mobile》持续强势，稳定居于全球移动游戏收入 TOP4。②新游热度不减，英雄联盟 IP 价值持续拓展。《金铲铲之战》排名复苏，《英雄联盟手游》保持在游戏畅销榜前十名。③“全球化研发+发行”战略持续推进，加速游戏出海扩张。4Q21 海外市场营收 132 亿元，同比增长 34%。海外 LEVEL INFINITE 品牌建立，腾讯赛道研究、大用户量运营方面经验丰富，海外发行前景可观。

2) 4Q21 社交网络收入 291 亿元，同比增长 4%。①腾讯视频内容供给充足，1Q22 剧集《开端》出圈或推动会员渗透率提升。②在线音乐付费会员数 7620 万人，付费率 12.4%，创历史新高。4Q21 广告业务收入 215 亿元，同比下降 13%，多行业需求疲软，影响或持续至 22 年前三季度。①社交广告同比下降 10%，主要系广告联盟、朋友圈广告减少；②媒体广告同比下滑 25%，主要系腾讯视频、腾讯新闻收入下滑。4Q21 金融科技及企业服务收入 480 亿元，同比增长 25%；占总收入比 33%，首次超过网络游戏，成为公司第一大收入来源。①金融科技：微信支付生态持续强化，商业支付保持增长。②企业服务：持续整合企业微信、腾讯会议、腾讯文档，打造差异化 CRM 服务。

3) 微信生态持续完善，线下场景商业化拓展。微信用户数保持增长，视频号内容、用户端发展顺利，小程序商业化生态逐步丰富，微信生态商业化前景广阔。腾讯加码硬科技投资，短期利润端增速减缓，争取长期可持续增长。

投资建议：维持“买入”评级

监管对游戏、广告收入影响将短期持续，且后续 B 端业务占比升高、重点战略投入加大，公司净利率承压。游戏“全球化研发+发行”布局持续加码；微信生态有望驱动广告业务复苏；B 端业务成长性明确，维持“买入”评级。

风险提示：

监管不确定性，流量红利消退，游戏表现不达预期，竞争加剧。

3.3、快手-W (1024.HK)

推荐逻辑：DAU 保持增长韧性，用户粘性持续巩固

1) 平台生态：快手 MAU 增长放缓，DAU 保持健康增长。根据极光数据，22Q1 快手主站、极速版平均 MAU 分别 3.13/2.91 亿 (yoy-9.1%/+8.9%)，由于快手应用 MAU 体量已较大，后续增长预计将较为平稳。22Q1 快手主站、极速版平均 DAU 分别 1.32/1.52 亿 (yoy-7.2%/+21%)，21 年快手极速版 MAU 的快速扩张为后续 DAU 增长打下基础，快手有望通过内容投入、发力运营实现用户激活。

2) 用户粘性持续巩固，用户时长增速快于竞品。①快手主站、极速版平均 DAU/MAU 同比增长，根据极光数据，22Q1 快手主站、极速版平均 DAU/MAU 分别为 42.2%/52.2% (yoy+0.9/5.2pcts)。在快手平台社交属性加强、独特内容扩展、组织架构调整下，MAU 存量持续转化为 DAU 增量，未来 DAU 增速有望快于 MAU 增长。②快手主站、极速版人均日使用时长增速分别快于抖音主站、抖音极速版，助力快手流量维持增长韧性。22Q1 快手主站、极速版人均日使用时长分别 129/123 分钟 (yoy+20.7%/10.9%)。快手用户情感投入的加深、社区文化的提升优势逐步显现，后续用户时长有望持续提升。③组织架构调整效果持续释放，留存效率有所改善。22Q1 快手主站、极速版 7 日新增-活跃留存率分别为 27%/21% (qoq+7/1pcts)。快手短剧、体育等垂类内容的良好发展促进特定用户人群的留存提升。④快手直播电商渗透率上升，聚焦美妆等特定垂类实现差异化。

3) 快手海外寻求差异化，深耕核心区域市场，app 排名仍居于细分领域前列，长期运营可期。根据 21 年 10 月 1 日至 22 年 4 月 12 日点点数据排名，Kwai 在巴西市场 iPhone 免费摄影与录像应用榜单排名日均排名 5.2 位，巴西是快手海外目前最成功的市场，已经开始广告、电商等变现业务运营。

4) 监管侧：直播打赏业务的监管重点在直播限额及税务规范两方面，推动网络直播的健康发展。具有综合业态的快手平台可为主播提供多途径创收方

式，若直播限额监管推进，快手平台主播吸引力具备优势。短视频防沉迷监管暂无实质性措施出台，未成年监管对快手业绩影响预计将较小。

投资建议：维持“买入”评级

考虑在监管、宏观经济影响下，广告行业整体增长短期内面临承压；疫情反复下物流受限对快手电商业务造成短期不利影响。同时，组织架构调整后快手用户获取、留存效率保持提升，近期公会合作加深有利于直播打赏业务增长，电商、广告维持中长期增长韧性，维持“买入”评级。

风险提示：

用户增长不及预期风险，广告收入增长不及预期风险，海外扩张不确定性风险，电商货币化进展不及预期风险。

3.4、 阜博集团 (3738.HK)

推荐逻辑：中国版图拓展顺利，数字经济利好算力输出

1) 公司公布 2021 年度业绩，全年实现营业收入 6.87 亿港元，同比强劲增长 101.8%，超市场一致预期，主要系中国内地版图拓展顺利；实现毛利润 3.49 亿港元，同比增长 110.6%，对应毛利率同比小幅提升 2.1pct 至 50.8%；实现净利润-0.23 亿港元，较 20 年减少 1.04 亿港元，系 20 年其他负债公允价值变动录得 1.38 亿港元的一次性收益以及 21 年公司新型业务开拓导致研发、管理投入增加所致；实现经调整净利润 0.64 亿港元；实现经调整 EBITDA 1.13 亿港币。

2) 内容保护和内容变现双轮驱动，国内业务增势强劲。①分业务：a) 内容变现业务实现收入 4.81 亿港元，同比大幅增长 101.9%，系战略合作推动流媒体平台分账增加所致；公司不断渗透 YouTube 内容市场，21 年阜博管理下的内容收入占 YouTube 广告收入的 0.9%，未来增长空间巨大。b) 内容保护实现收入 1.77 亿港元，同比增长 130.4%；公司在管数以千万计的视频资产，并在全球逾数十万个网站累计进行过千亿次的视频指纹搜索，且错判率为零。②分地区：a) 海外收入 5.20 亿港元，占全球业务收入比例为 75.8%；作为收入主要来源的美国市场创造收入 5.15 亿港元，同比增长 60.9%，系 YouTube 平台广告分成增加所致。b) 中国内地创造收入 1.66 亿港元，同比大幅增长 1355.4%，占全球业务收入比例为 24.2%，同比提高 20.8pct，主要原因为低基数以及算力输出的业务模式取得重大成果；中国内地团队自 20 年的 13 人增加至 21 年的 146 人，中国内地成为公司业务第二大市场，展现巨大增长潜力。公司获客户高度信任，收入质量不断提升，21 年客户月度平均收入超过 34.8 万港元，月度经常性收入同比增长超 81.5%，净收入留存率超 130%，客户留存率超 98%。

3) 公司通过提供基于 API 的版权保护算力服务，帮助合作平台提升数字版权管理能力。21 年已实现数千万元收入。伴随中国的数字经济发展机遇，算力输出（API 服务）将成为公司版权保护业务重要的能力构成部分。

投资建议：维持“买入”评级

阜博为全球最大的版权保护 SaaS 服务商，DTC 浪潮叠加政策持续加码，全球 IP 保护需求旺盛；收购粒子科技文化有望进一步拓宽渠道，提升内容变现能力；聚焦数字内容资产发行，通过基于 API 服务的算力输入能力建设中国平台级应用，新基建背景下国内业务潜能巨大。基于粒子有较强渠道资源，带来

全国的 IPTV 和广电网络业务平台上的变现收入，维持“买入”评级。

风险提示：

版权方 DTC 发展不及预期，新商业模式假设与国内业务推进不及预期，新技术出现威胁领先地位风险，业务整合不及预期风险。

3.5、 中信证券 (6030.HK)

推荐逻辑：龙头优势凸显，业绩增速创新高

1) 业绩增速创近五年新高，经营效益提升。公司 21 年营收/净利增速分别为 40.7%/55%，增速创近五年新高。经纪/投资/投行/资管/其它收入占比分别为 24%/24%/10%/18%/24%，占比较为均衡。从收入增速来看，市场交易活跃带动的经纪业务和两融业务的增长贡献了主要增量收入。此外信用减值损失同比大幅减少至 9 亿元，减值压力缓释。公司经营效益持续提升，21 年 ROE 提升到 12.07%；21 年毛利率 42.4%，较上年提升 4.4 个百分点。

2) 客户数快速增长，利息净收入增长迅猛。公司 21 年经纪业务和利息净收入分别为 139.6 亿元和 53.4 亿元，同比增 24%和 106%。经纪业务客户数跨越式增加，21 年末客户数量累计超过 1,200 万户，托管客户资产规模合计人民币 11 万亿元，较 20 年末增长 29%。公司的托管资产规模的快速增长得益于财富管理转型的推进。

3) 投资类收入同比大增，预计代客衍生品业务贡献较多。21 年公司投资类业务收入同比增 27.5%达到 235.8 亿元，一方面受益于 21 年 A 股指数上涨市场整体收益较好，另一方面预计受益于公司的代客衍生品业务快速发展。

4) 股债业务继续保持行业第一。公司股债业务均保持市场第一：21 年 A 股主承销金额人民币 3319 亿元，同比增 5.8%，市场份额 18%，较上年提升 1 个百分点；公司承销债券金额占证券公司总金额的 13.74%。21 年前十大证券公司的股类业务市场份额 72%，22 年在注册制全面推进的大背景下，投行业务向头部集中的趋势愈加明显，公司作为行业龙头优势有望进一步凸显。

5) 资管规模快速增加，资产管理向主动转型。21 年为资管新规过渡期的最后一年，行业监管常态化，公司资产管理规模 1.63 万亿元，同比增 18.6%，规模增速快于券商行业资管规模增速，体现了在行业洗牌背景下公司资管业务的龙头优势。此外，集合资管计划占比达 40.6%，较上年占比提升 22 个百分点，公司向主动业务转型成效显著。子公司华夏基金 21 年实现净利润 23.12 亿元，较上年提升 44.8%。

投资建议：维持“买入”评级

公司作为行业龙头多项业务增速提升，其优秀的展业能力及强大品牌优势有望进一步提升公司的市占率，ROE 走向稳步向上的通道，维持“买入”评级。

风险提示：

资本市场政策推进不及预期；市场大幅震荡影响股价表现。

3.6、 中国金茂 (0817.HK)

推荐逻辑：销售逆势增长，结算大幅提升，毛利率逐步企稳，信用优势明显

1) 产品力较强，高基数下 2021 年销售逆势增长。2020 年销售金额 2311 亿元 yoy+44%，销售面积 1129 万平 yoy+51%；在高基数和 2021 年房地产行

业超预期波动的情况下，公司销售逆势增长，2021 年销售金额(已签约)为 2356 亿元人民币 yoy+2%，销售面积为 1320 万平方米 yoy+17%，体现了公司较强的产品力和品牌美誉度。

2)全年结算符合预期，预计 2022 年毛利率企稳回升。2021 年，公司营收超 900 亿元 yoy+50%(我们预测为 53%)，其中城市及物业开发板块营收约为 826 亿元 yoy+52%(我们预测为 55%)，基本符合预期；当前房地产行业竞争激烈，短期遏制行业整体盈利水平，公司的毛利率水平仍处于磨底过程中，2021 年全年公司综合毛利率约为 18.6%(2020 年、2021 年中期分别为 20.2%、20.3%)；展望后续，随着 2017-2018 年高地价项目逐步结算完毕，城市运营拿地项目占比提升(公司已累计锁定或获取超过 33 个城市运营项目)，房地产行业悲观情绪缓解，居民购房意愿提升，结算毛利率有望企稳回升。

3)“三道红线”绿档，派发特别股息。截至 2021 年末，公司剔除预收资产负债率为 67.8%，净负债率约为 63.0%，现金短债比约为 1.23，“三道红线”绿档；2021 年全年公司平均借贷成本仅 3.98%(对比 2019 年、2020 年分别为 4.92%、4.42%)，信用优势明显。公司派发 2021 年中期股息每股 12 港仙，同时以 1.92 亿股金茂服务(0816.HK)向股东派发特别股息，按金茂服务 IPO 价格计算相当于每股特别股息 12.3 港仙，综合计算公司派发 2021 年全年股息约为 24.3 港仙，按 2021 年 12 月 31 日股价(2.41 港元)计算，股息率约为 10%。

投资建议：维持“买入”评级

2022 年以来多方释放资金积极信号，3 月 5 日全国两会政府工作报告明确“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，公司产品力较强，销售逆势增长，城市运营拿地占比提升，维持“买入”评级。

风险提示：

房地产行业调控政策严厉程度和持续时间或超预期；销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；疫情反复项目施工和结算进度或不及预期。

3.7、新城悦服务 (1755.HK)

推荐逻辑：深耕膏腴之地，把握并购窗口

1)深耕膏腴之地，发力业主增值：截至 2021 年末，在管面积超过 1.5 亿平，同比增长 51%，其中江苏/山东/浙江三省的合计在管面积占比超过 60%；公司利用深耕膏腴之地的区位优势，提出“大社区+大后勤”战略，对标国际知名后勤公司索迪斯和 FIRST SERVICE，发力业主增值服务。2021 年业主增值服务板块营收约 9.2 亿元，同比增长 84%，其中团餐服务/设施管理/社区生活三个子板块的营收增速分别为 67%/112%/206%。

2)第三方外拓提速，把握并购时机：截至 2021 年末，合约面积约 2.8 亿平，同比增长 37%；2021 年新增合约面积超 8000 万平，其中第三方外拓面积超 5200 万平，同比增长约 45%。当前房地产行业出现较大波动，部分房企出现经营困难，公司将积极把握当前难得的“并购窗口期”，利用较为充沛的现金流优势，适度下放收购并购的决策权，预计 2022 年的第三方面积占比将出现明显提升。

3)美元债理财投资超预期波动：2021 年，由于国内房地产市场和中资美元地产债市场的剧烈波动，公司持有 7000 万美元面值的理财投资出现了较大

幅度的公允价值变动，计提了约 3300 万美元的减值损失（约人民币 2 亿元）。尽管当前房地产行业政策回暖，流动性持续舒缓，但出于谨慎性原则，我们对公司持有的美元债在 2022 年继续计入约 1 亿元的减值损失（同时不排除 2021 年已计提减值准备，由于流动性好转部分冲回的可能）。

投资建议：维持“买入”评级

公司主营增速较高，深耕膏腴之地，发力业主增值，积极把握并购窗口期，维持“买入”评级。

风险提示：

美元债继续大幅下跌风险；外拓不及预期风险；应收账款减值风险。

3.8、中国能源建设（3996.HK）

推荐逻辑：新能源装机快速增长，经营质量同比改善

1) 工程建设业务保持较高增速，工业制造业务毛利率同比下降。2021 年公司勘测设计及咨询业务、工程建设业务、工业制造、投资运营业务、其他业务分别实现营业收入 147.62 亿元、2639.20 亿元、282.49 亿元、272.57 亿元及 63.55 亿元，分别同增 3.94%、24.45%、16.47%、0.97%及 9.45%。工程建设业务收入保持较高增速，主要受益于新能源项目总承包、传统能源发电项目总承包的带动。工业制造业务收入保持较快增长主要由于民用爆破和装备制造业务收入增长带动。

2) 新签订单同比高增，新能源装机容量快速增长。2021 年公司新签合同额达 8726.1 亿元，同增 51%。2021 年公司工程建设业务新签合同额 8008.9 亿元，同增 45.7%；其中，新能源及综合智慧能源新签合同额 1927.7 亿元，同增 53.2%，占新签工程建设业务合同额比例达 24.1%，占比同增 1.2pct；传统能源新签合同额 2018.8 亿元，同增 21.7%，占新签工程建设业务合同额比例达 25.2%。21 年，公司新签合同额高速增长，为公司后续收入利润的增长提供了有力保障。截至 2021 年底，公司控股并网装机 463.3 万千瓦，同增 62%；其中新能源装机容量 237.45 万千瓦（其中：风电 142.15 万千瓦，太阳能发电 95.30 万千瓦），同增 70%。“十四五”期间公司控股新能源装机容量预计将达到 2000 万千瓦以上。

3) 经营性现金流同比改善，期间费用率下降。2021 年公司经营性活动现金流净流入约 88.44 亿元，同增约 23.5 亿元；经营性现金流大幅改善主要由于净利润同比增长以及收现改善，21 年公司收现比 97.2%，同增 1.1pcts。应收账款账龄结构方面，三年期以上余额占比约为 11.3%，同比增长 0.9pct。21 年，公司加权平均净资产收益率为 8.55%，同增 0.65pct；公司总资产周转率提升至 0.64 次，同增 0.04 次；公司资产负债率上升至 71.69%，同增 0.66pct；公司归母净利率 2.02%，同增约 0.29pct。21 年，公司期间费用率 8.34%，同降 0.56pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别同降 0.2pct/0.1pct/0.26pct。

投资建议：维持“买入”评级

中国能源建设在电力建设及运营投资领域有竞争优势，20 年及 21H1 新签订单稳步增长，为公司后期业绩带来确定性。我们看好公司在“十四五”期间

新能源发电运营资产规模快速增长带来的价值重估及经营利润增长，维持“买入”评级。

风险提示：

新能源发电项目工程承包建设需求不及预期、新签订单增速放缓、项目回款不及预期。

3.9、中国交通建设（1800.HK）

推荐逻辑：基础设施建设领军者，将充分受益于 REITs 的历史性机遇

1) 中国交建是我国基础设施建设领军者：公司是全球领先的特大型基础设施综合服务商，是全球最大的港口、公路与桥梁的设计与建设公司、全球规模最大的疏浚公司、中国最大的国际工程承包公司、中国最大的高速公路投资商，拥有全球最大的工程船船队。公司的盈利能力和价值创造力处于行业内领先地位，也是目前唯一一家“16 连 A”的建筑央企。

2) 收入增长确定性高，海上风电值得期待：截至 2020 年底，其新签订单保障倍数（新签合同额（剔除增值税）/工程收入）为 1.6 倍，能够为营收增长提供充足的保障。公司在海上风电方面具有显著优势，拥有全球规模最大的疏浚船队、全球规模最大的港口建设船队，耙吸挖泥船及绞吸船的规模居全球首位；同时其较早进入海上风电安装和维护领域，具有丰富的海上施工作业经验和精良的作业装备，在该领域具有绝对优势。

3) 特许经营权资产占比高，应收账款安全性较高：公司无形资产占总资产的比重较高，2016 年-2021Q3 末基本维持在 16%-20%之间，显著高于 8 家建筑央企均值 7%-9%的区间范围；同时其无形资产主要为特许经营权资产，2021 年 H1 占比 94%。公司应收账款坏账准备占其应收账款的比重较高，2016 年-2021 年 H1 基本维持在 12.6%-17.2%之间，显著高于 8 家建筑央企 7.7%-12.7%的均值区间、4 家产业链上下游企业 5.7%-7.4%的均值区间、4 家地方基建国企 5.3%-6.5%的中位数区间。

4) REITs 带来交建资产价值重估：中国交建现存高速公路资产庞大，将充分受益于 REITs 的历史性机遇、有望迎来价值重估。同时，REITs 能够使公司的 ROE 及自由现金流获得边际改善，也可为公司提供权益性资金助力其加速扩张。

投资建议：维持“买入”评级

中国交建作为我国基础设施建设的领军者，多年来稳健经营，业务规模保持稳步增长；其战略性布局城市运营业务，依托港航业务优势切入海上风电领域，收入增长确定性高。公司信用减值计提较为充分、资产安全性高，且规模庞大的无形资产将充分受益于 REITs 的历史性机遇，迎来价值重估机会；同时，REITs 可使公司的 ROE 及自由现金流边际改善，为公司提供权益性资金助力其加速扩张，从而使公司获得估值全面修复的机会。我们维持公司“买入”评级。

风险提示：

基建投资增速不及预期风险，REITs 项目申报、发行不及预期风险，疫情反复风险，贵州、重庆等西南地区高速公路经营状况不及预期风险。

3.10、时代电气 (3898.HK)

推荐逻辑：轨交业务有望触底反弹，IGBT 产能爬坡迎接高速增长

1) **2021 年业绩小幅下滑。**时代电气 2021 年实现营业收入 151.2 亿元，同比下降 5.7%；归母净利润 20.2 亿元，同比下降 18.5%。综合毛利率为 33.7%，同比下降 3.5 个百分点；净利率为 13.5%，同比下降 2.1 个百分点；利润率下降，主要由于原材料成本上升，以及新产能投产带来折旧摊销增加。经营性现金净流入 21.5 亿元，同比增长 23.1%。公司年度拟分红每股 0.45 元，分红率为 31%。

2) **轨交业务受行业下滑影响，但新兴装备业务持续高增长。**2021 年公司轨道交通装备业务收入 122.5 亿元，同比下降 11.8%；新兴装备业务收入 25.7 亿元，同比增长 35.3%；其他业务收入 3.0 亿元，同比增长 22.7%。在轨交业务受行业投资节奏调整影响的不利局面下，公司积极应对，新兴装备业务持续高增长。其中，功率半导体器件收入 10.7 亿元，同比增长 33.3%；新能源汽车电驱收入 4.6 亿元，同比增长 171.4%；工业变流收入 5.3 亿元，同比增长 30.5%。根据年报披露，公司 IGBT 在轨交、电网领域占有率国内第一，电动车、风电、光伏领域交付器件数大幅增长；2021 年半导体器件销售量达 110 万只，同比大幅增长 110.6%；乘用车电驱 2021 年销量排名首次进入行业前十。

3) **IGBT 等功率半导体业务成长空间巨大。**公司新兴装备业务包括功率半导体、工业变流、新能源汽车电驱、传感器、海工装备，代表了多个公司重点布局的具备较高增长潜力的方向。公司已建成两条 8 英寸 IGBT 产线，采用 IDM 模式，IGBT 芯片与模块已用于轨交、电网、新能源汽车、风电、光伏等众多领域。我们认为在 IGBT 新线投产、产能爬坡的背景下，2022 年公司 IGBT 产品收入有望继续实现高速增长，并进入更多龙头客户的供应链。未来公司将继续在 IGBT、SiC 等领域持续研发，增加产能，占领更多进口替代市场。

投资建议：维持“买入”评级

考虑到轨交业务受疫情等因素冲击，订单量下降。我们认为公司轨交业务未来有望触底反弹；IGBT 等新产业成长空间巨大，对公司估值有提升作用，值得重点关注；维持公司“买入”评级。

风险提示：

轨交投资波动风险、新产业发展不顺风险、次新股股价波动风险。

3.11、福耀玻璃 (3606.HK)

推荐逻辑：优质白马龙头股，增长逻辑逐步兑现

1) **汇率/成本波动影响仍存，1Q22 依然实现稳健正增长：**1Q22 毛利率同比-1.5pcts 至 35.8%，我们预计成本波动拖累毛利率约 1.9pcts；其中，预计纯碱价格/海运费成本上涨分别拖累毛利率约 1.1pcts/0.8pcts。1Q22 利润总额同比+3%至人民币 10.7 亿元，剔除汇率/成本波动影响后的利润总额同比+24.4%。我们判断，1Q22 供应链等因素导致全球汽车产销承压；其中，国内汽车产量同比+2.0% (vs. 福耀国内汽车玻璃收入同比+17.2%)、叠加汇率/成本波动，1Q22 福耀收入与业绩端稳健正增长，验证其较强精益化运营管控能力、以及市占率抬升/产品结构优化趋势（高附加值产品占比同比+6.2pcts，ASP 同比+9.2%）。

2) 优质白马龙头股，量价齐升的增长逻辑逐步兑现：我们判断，1) 纯碱/海运费等成本维持高位但或存下降趋势，当前市场主要基于上海等地区疫情持续封控导致供应链短缺/车企排产节奏放缓，对国内工厂产能爬坡程度的担忧。2) 看好福耀作为全球龙头汽车玻璃供应商的精益化运营管控能力，预计公司在产业链恢复阶段或具有更强的改善能力，基本面优于行业整体表现的趋势延续。3) 看好全球汽车玻璃行业的头部集中化（我们预计 2023E/2025E 福耀全球 OEM 市占率约 35%/40%，2023E/2025E 国内 AM 市占率约 30%/40%）。4) 看好智能电动化驱动的天幕/抬头显示渗透率抬升、以及包边产品/隔音/隔热/HUD/调光/氛围灯/太阳能等高附加值功能占比持续增加驱动的福耀长期业绩提振前景。

投资建议，维持“买入”评级

我们看好公司长期成长性逻辑与业绩增长趋势，维持“买入”评级。

风险提示：

供应链短缺缓解不及预期；产能利用率爬坡不及预期；高附加值产品应用比例增加幅度不及预期；市占率抬升不及预期；成本控制不及预期；毛利率爬坡不及预期；SAM 持续拖累风险；汇率风险；疫情管控与市场风险。

3.12、蒙牛乳业 (2319.HK)

推荐逻辑：21 年顺利收官，盈利能力有望提升

1) 收入增速达五年最高，各业务发展齐头并进。分产品看，2021 年液态奶/奶粉/冰淇淋/其他乳制品分别实现收入 765.14/49.49/42.40/24.38 亿元，同比+12.9%/+8.2%/+61.0%/+126.3%。液态奶业务：①常温液态奶保持高增态势，净收入同比增长近 16%，其中特仑苏突破 300 亿元，同比增长 33%。②鲜奶收入同比增长 85%，市场份额提升至 13.4%（同比+2.3Pct），其中每日鲜语增长 80%。鲜奶业务 21 年实现盈利，公司计划 3 年内利润率超过集团利润率。③低温收入同比增长近 3%（行业总体下降 7.6%），其中优益 C 增长近 22%，LC37 系列增长 98%。奶粉业务：雅士利 21 年实现收入 44.35 亿元，同比增长 21.5%，其中雅士利成人粉增长超 76%，成为新的业务增长点。冰淇淋业务：国内业务收入同比增长 19%，公司 21 年 3 月底入股东南亚冰淇淋领先品牌艾雪，加大东南亚市场布局。其他乳制品：乳酪业务全年收入同比增长 41%。公司于 21 年 7 月完成妙可蓝多定向增发，未来有望通过妙可蓝多+爱氏晨曦的差异化组合发挥协同作用，建立奶酪品类的领先优势。

2) 成本压力下毛利率略下滑，费用控制下利润率提升。①2021 年公司毛利率为 36.7%，同比-1.0Pct，主要因原奶价格大幅上行导致成本端承压。②21 年销售费用率为 26.6%，同比-1.7Pct，公司控制费用投放，毛销差同比+0.8Pct。管理费用率为 4.0%，同比-0.1Pct。③综合来看，2021 年公司经营利润率为 5.5%，同比+0.9Pct；净利率为 5.7%，同比+1.1Pct。

3) 产品结构优化&费用管控下有望释放利润弹性。展望 22 年，消费者健康意识提升，乳制品需求旺盛，公司加速布局各细分领域，稳步推进渠道下沉，持续增添发展动力。成本方面，22Q1 奶价同比略有下滑，我们预计 22 年原奶价格维持高位，但上行压力有所减缓。公司积极改善产品结构，精细化费用投放，费用仍有较大优化空间，22 年公司有望进一步释放利润弹性。

投资建议，维持“买入”评级

我们维持“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧；原奶价格上涨超预期；食品安全风险。

3.13、君实生物（1877.HK）

推荐逻辑：致力于源头创新，探索药物最大可及性

1) 创新驱动的生物制药公司，成立以来发展迅速。君实生物成立于 2012 年，致力于源头创新，成立以来发展迅速。公司拥有国内第一个获批上市的国产 PD-1 单抗，特瑞普利单抗的成功上市体现了公司优异的药物研发能力和执行能力；在海外，该品种已获 FDA 四项孤儿药资格认定、二项突破性疗法认定，其中鼻咽癌适应症已获优先审评，有望在 2022 年 Q2 获批上市，成为中国首个在美上市的 PD-1 单抗。此外，公司在肿瘤免疫疗法、自身免疫性疾病、代谢性、新冠肺炎等各疾病领域，通过内生研发和外延合作等方式布局了庞大研发管线，涵盖大分子和小分子药物形式。

2) PD-1 单抗有望迎来大适应症获批并喷期，差异化布局辅助/新辅助治疗，商业价值逐渐兑现。PD-1 单抗市场前景广阔，国内已获批二线治疗黑色素瘤、二线治疗尿路上皮癌及一/二线及以上治疗鼻咽癌。一线治疗食管鳞癌、一线治疗非小细胞肺癌均已提交 NDA 并获受理。在差异化研发布局方面，公司积极布局肺癌、肝癌、食管鳞癌等大适应症的辅助/新辅助治疗，国内进度领先。商业化布局方面，公司聘任李聪先生全面负责商业化相关工作，有望迎来突破；公司还将特瑞普利单抗北美权益授出给 Coherus，有望覆盖更多患者群体。整体来看，公司的多层次研发布局逐渐进入商业价值兑现期。

3) 布局新靶点、新分子和新平台，肿瘤免疫、自免、代谢性、新冠抗病毒等领域在研产品梯队有序。公司以特瑞普利单抗为基石药物全面布局 IO 领域，同时也在积极布局下一代免疫疗法靶点和新技术，如双抗平台、ADC 药物研发平台、siRNA 药物研发平台。目前公司肿瘤免疫领域布局有 BTLA 单抗、CD112R、TIGIT 单抗、PARP 等品种，代谢和自免领域布局有 PCSK9、IL-17 等品种。公司多层次布局新冠抗病毒领域，新冠中和抗体获得多国政府订单，小分子口服药已获乌兹别克紧急授权使用。公司多项产品处于临床试验和临床前开发阶段，有望在创新药物研发方面稳步推进。

投资建议：维持“买入”评级

公司是国内第一梯队的创新型生物制药公司，研发管线渐入收获期。此外，JS016 是公司和中科院合作研发的新冠中和抗体，2021 年以来，Etesevimab 单抗及 Bamlanivimab+Etesevimab 双抗组合的政府订单增加，有望贡献显著现金收入，维持“买入”评级。

风险提示：

药物研发失败风险、产品销售不及预期风险、产品降价风险、产品被替代风险。

3.14、石药集团（1093.HK）

推荐逻辑：业绩符合预期，研发多点开花

1) 成药业务双位数增长，表现稳健。1) 成药产品线表现稳健，21 年营收达到 226.8 亿元（YOY+11.2%）。其中神经系统用药收入 75.4 亿元（YOY+1.8%），恩必普公司积极开拓线上自费市场并依托此前市场基础实现销量快速增长，全年实现正增长。2) 抗肿瘤产品 21 年营收达 77.1 亿元（YOY+22.5%）。其中，多美素和津优力销售同比分别增长 24.0%/13.1%；克艾力 19 年纳入集采后迎来渗透率提升，21 年收入同比增长 27.5%。3) 其他板块中，心血管产品收入 27.7 亿元（YOY+17.2%），玄宁收入同比快速增长 17.5%；抗感染、呼吸系统、消化代谢及其他领域分别实现收入 29.5/4.0/5.0/7.6 亿元。

2) 研发投入强劲，内生+BD 多点开花。公司研发力度持续增加，21 年研发费用达 34.4 亿元（YOY+18.8%），占成药收入比重为 15.1%，处于行业领先水平且有望持续加码。创新研发平台方面，纳米制剂、mRNA 疫苗平台（新冠 5 价 mRNA 疫苗和狂犬病毒疫苗进展较快）、ADC、单抗、双抗及 PROTAC 等平台各具特色，预计有望推动超过多个创新药陆续上市。22 年以来公司 PI3K 抑制剂、米托蒽醌脂质体注射剂、第三代双磷酸盐药物唑来膦酸和多靶点酪氨酸激酶抑制剂甲磺酸仑伐替尼陆续获批上市，此外 RANKL、三代 EGFR 等有望于 22~23 年获批，预计将成为公司新一代重磅产品。外部合作方面，公司此前分别引入倍而达 3 代 EGFR、康诺亚 CM310 产品、Flame Biosciences Claudin18.2 单抗、康宁杰瑞 KN026 等若干产品，公司有望持续在 BD 领域引入重磅品种丰富研发管线。

投资建议：维持“买入”评级

公司为国内龙头制药公司，现金充裕。考虑到公司储备重磅品种有望有序上市，当前估值具吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：

原料药价格波动，产品销售不及预期，研发不及预期。

表 2：2022 年 5 月港股重点推荐标的 EPS 与 PE

光大策略港股重点推荐标的			EPS（元）		PE（倍）	
代码	证券名称	行业	2022(E)	2023(E)	2022(E)	2023(E)
6030.HK	中信证券	金融	1.71	1.96	9	7
0817.HK	中国金茂	房地产	0.5	0.61	4	4
1755.HK	新城悦服务	物业	0.98	1.42	8	5
3996.HK	中国能源建设	建筑和工程	0.22	0.24	4	4
1800.HK	中国交通建设	建筑和工程	1.24	1.36	3	3
3898.HK	时代电气	机械	1.61	1.91	16	14
3606.HK	福耀玻璃	汽车	1.56	1.92	18	14
2319.HK	蒙牛乳业	食品饮料	1.54	1.84	23	19
1877.HK	君实生物	医药生物	-0.8	-0.1	-	-
1093.HK	石药集团	医药生物	0.53	0.59	13	12
0696.HK	中国民航信息网络	海外 TMT	0.38	0.49	26	20

0700.HK	腾讯控股	海外 TMT	16.99	19.38	19	16
1024.HK	快手-W	海外 TMT	-4.62	-2.73	-	-
3738.HK	阜博集团	海外 TMT	-0.01	0.02	-	162

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：EPS 均采用人民币计价，PE 按照 2022 年 4 月 29 日收盘价计算，汇率 1 港元=0.8397 人民币。

4、风险提示

1、俄乌冲突升级；2、美联储货币政策收紧的节奏超出预期；3、海外市场波动。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE