

港股牛市的复盘和展望

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：张家琦

执业证书编号：S0600521070001

联系邮箱：zhangjiaqi@dwzq.com.cn

2023年1月5日

- **香港股市是中国经济的晴雨表：**2002年以来中国经济整体处在上升区间，在此期间企业业绩持续提升，香港恒生指数持续上行，反之亦然。恒生指数主要以金融、地产、互联网等和经济强相关的行业为主，经济的回升意味着此类行业业绩同样也有大幅回升，GDP增速和恒生指数EPS增速高度线性相关。不同于A股投资者更为看重长期的行业景气度，港股投资者更为注重当下的业绩增长，在经济大幅回升时期指数也将出现大幅上涨的牛市行情。
- **流动性将会催化估值走高：**2016年牛市由业绩驱动为主估值驱动为辅，美联储加息并未影响港股牛市：2016-2018年港股牛市主要由十三五规划中三去一降补短板带动板块业绩，此外政策预期的转暖也带动了估值的提升。在美联储加息时期，美债收益率并未受到较大影响，整体美债收益率在此期间维持震荡走势，这主要得益于美联储较强的预期管理能力，因此此轮行情港股受到美国流动性影响较小。2020年牛市主要由流动性带动估值所驱动，海内外大幅放水造就港股牛市：2020Q1的疫情使得海外放水，在美债价格持续走高，收益率持续下降时期，美股创下新高海外投资者寻找更好的投资标的时，估值较低的港股得到了海外投资者的青睐，流动性因此由海外外溢到港股。
- **港股市场未来有望迎来戴维斯双击：**分子端在2023年国内经济和港股业绩有望大幅改善：参考海外经验，在疫情管控放开后的3-6个月内经济将会面临较大压力，但在此后伴随疫情和经济活动的恢复，配合政策端的支持，经济有望得到持续恢复。经济的恢复将会带动消费和互联网行业的增长，过往港股在经济回升和企业业绩大幅修复时期皆出现了牛市行情。未来在互联网板块持续降本增效的背景下，有望释放出更大的利润弹性。
- **分母端估值仍有持续提升的空间：**从最新的美联储前瞻展望来看，通货膨胀有望在2023年6月之后下降到3%左右，在2023年三季度达到2%的目标。美联储未来的降息不可避免，港股的贴现率将会持续下降，这将有利于港股估值层面的提升。参考过往经验，恒生指数PE TTM在牛市时期有翻倍增长的空间，恒生科技指数拥有相比恒生指数更高的估值弹性。未来分子和分母端都有较高的增长空间，港股市场有望迎来戴维斯双击。
- **互联网板块23Q2或现基本面拐点，中长期坚定看好互联网板块：**我们预计22Q4-23Q1消费仍将被感染率上升所压制，市场可能会有所震荡，短期建议关注互联网医疗和出行链相关标的；23Q2我们预计是真正的基本面拐点，建议回守基本面较强的大票，适当配置部分弹性标的。主推美团-W、阿里巴巴-SW、京东集团-SW、新东方在线、腾讯控股、快手-W以及拼多多
- **疫情放开和消费复苏带动港股消费行业供给和需求的恢复：**消费方面主推港股线下新消费标的：海伦司、九毛九、海底捞等。
- **此外建议关注地产产业链以及物业相关标的，如绿城中国、贝壳集团等。**
- **风险提示：**市场监管风险；互联网平台新业务亏损风险；美联储加息超预期。



■ 港股过往牛市的复盘

■ 2023港股牛市的展望

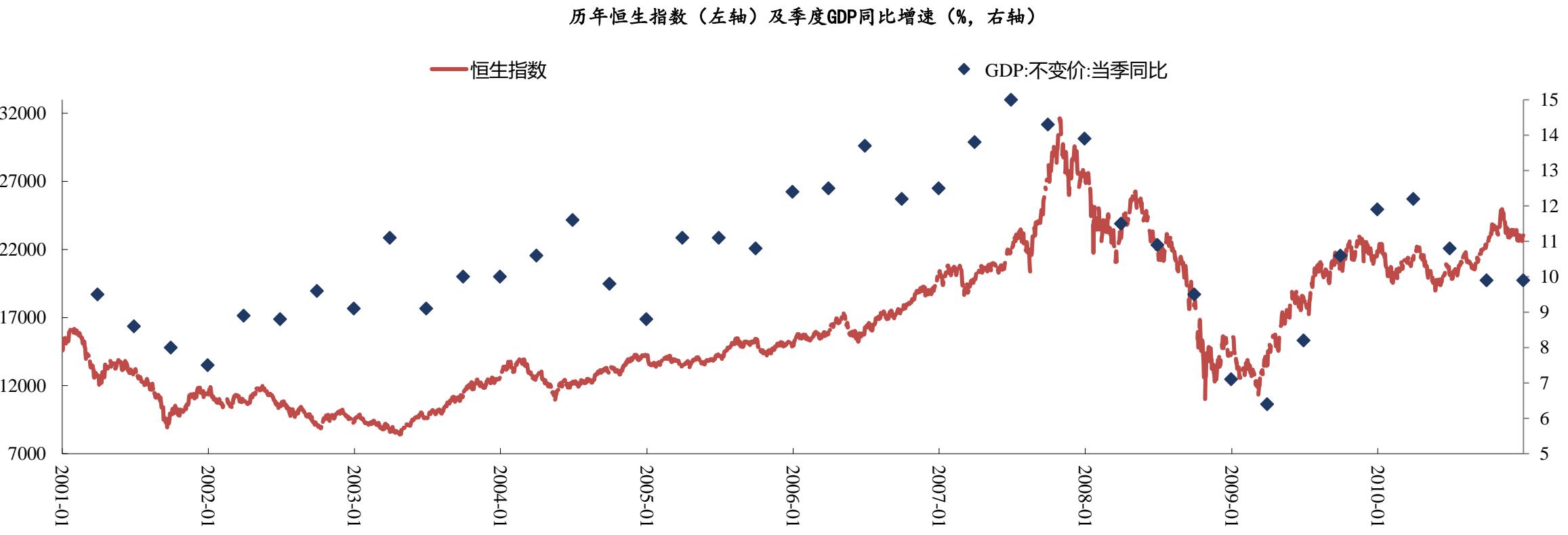
■ 风险提示

一

港股过往牛市的复盘

1.1. 基本面：恒生指数和经济强相关

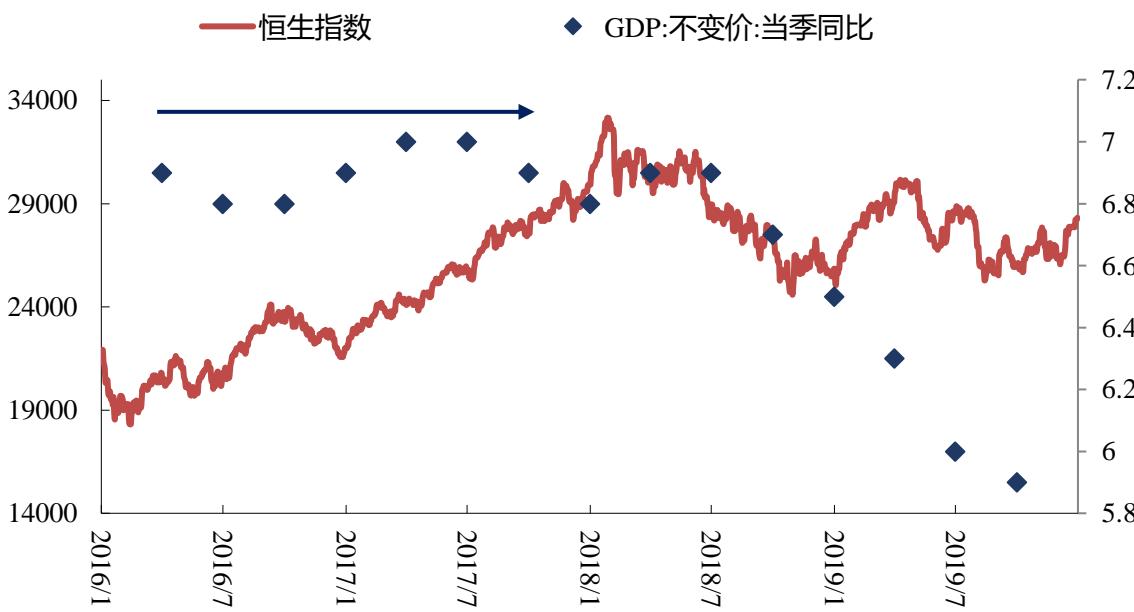
- 香港股市是中国经济的晴雨表：2002年以来中国经济整体处在上升区间，在此期间企业业绩持续提升，香港恒生指数持续上行，反之亦然。
- 港股市场的行业分类和宏观经济具有较高的相关性：恒生指数主要以金融、地产、互联网等和经济强相关的行业为主，经济的回升意味着此类行业业绩同样也有大幅回升，GDP增速和恒生指数EPS增速高度线性相关。
- 港股盈利驱动行情造就经济和恒生指数的高度相关性：不同于A股投资者更为看重长期的行业景气度，港股投资者更为注重当下的业绩增长，在经济大幅回升时期指数也将出现大幅上涨的牛市行情。



1.1. 基本面：过去恒生指数两波牛市均正值经济增速稳定或回升期间

- **2016-2018经济触底企稳：**2010Q1-2015Q4经济同比增速从12.2%下滑至6.9%，而2016Q1-2018Q2季度GDP增速维持在7%上下，并没有延续此前持续下降的态势，经济触底企稳，企业业绩在此期间大幅回升，港股行情启动；而在2018Q3-Q4 GDP增速从6.9%下滑到6.5%，延续了此前持续滑落的态势，恒生指数也从高点滑落。
- **2020-2021经济增速触底回升：**2020Q1疫情爆发，2020Q1 GDP同比增速为-6.9%，恒生指数快速下跌；2020Q2-2021Q1经济逐渐恢复，恒生指数和GDP同步大幅回升。

2016-2018年牛市期间恒生指数（左轴）及季度GDP同比增速（%，右轴）



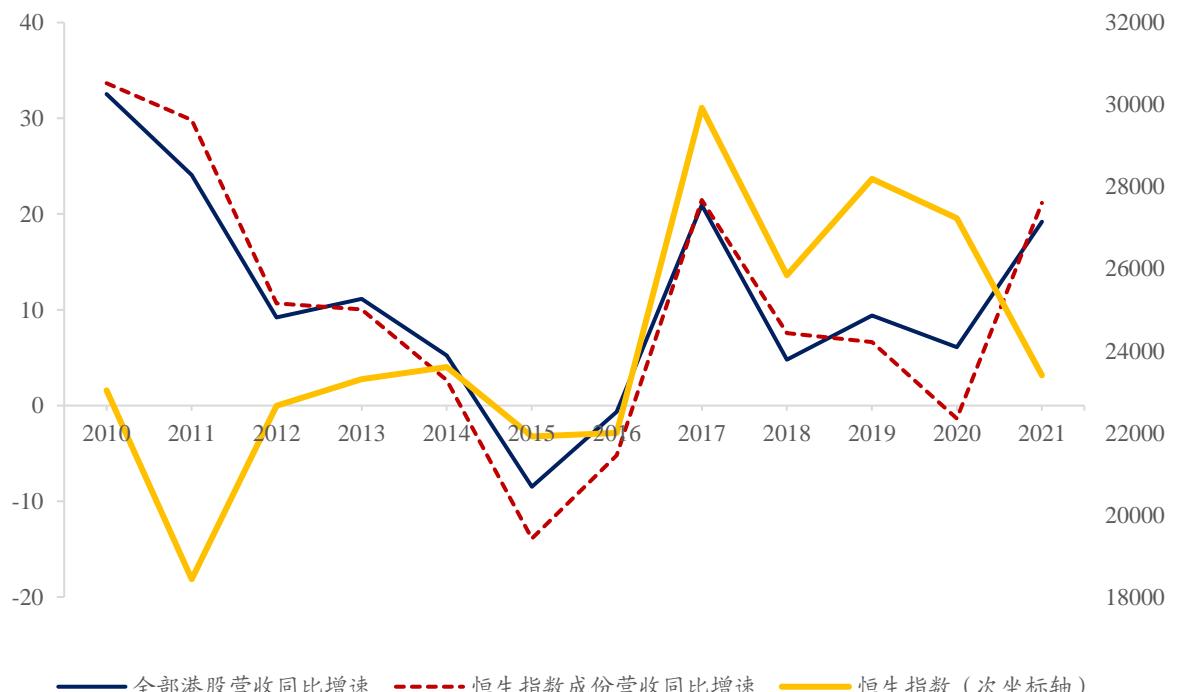
2020-2021年牛市期间恒生指数（左轴）及季度GDP同比增速（%，右轴）



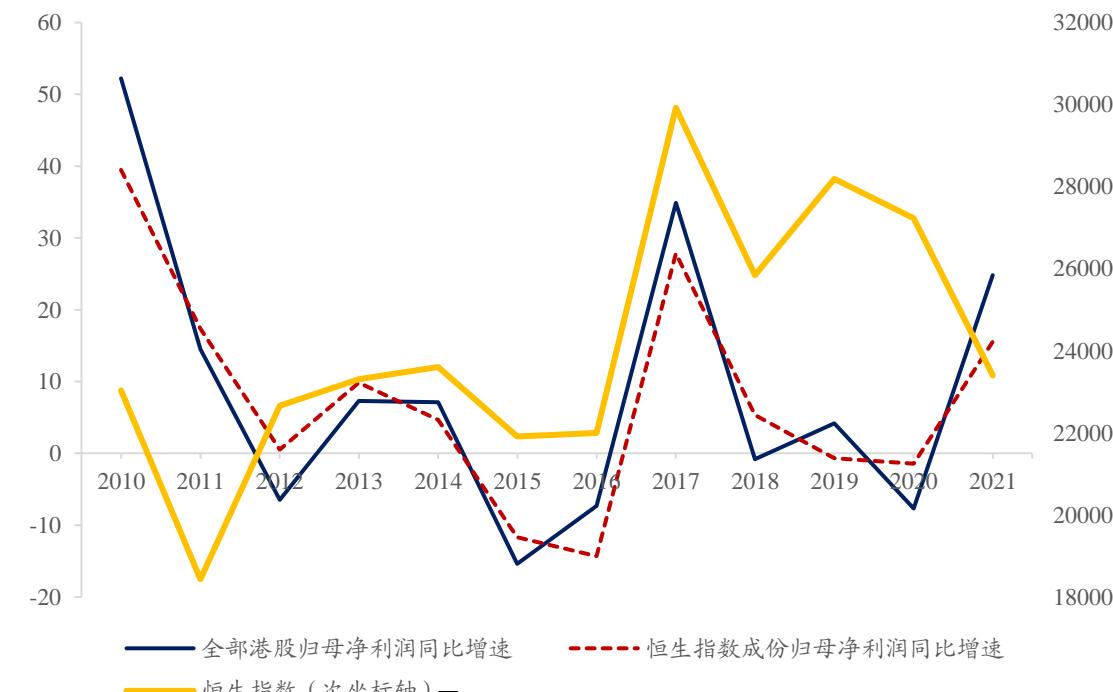
1.1. 政策面：16-18年牛市受到十三五规划促进整体业绩增长

- **十三五政策催化金融、地产、原材料等行业业绩：**在2017年经济稳定时期，港股公司整体业绩出现了持续回升。这主要由于15年12月中央经济工作会议提出2016年以供给侧改革为主，提出“三去一降一补”，“三去”中“去产能”针对的是钢铁、煤炭等产能过剩问题突出的行业；“去库存”主要指商品房库存较大的地区的房地产库存的去化；“去杠杆”针对的是地方政府和国有企业杠杆率高的问题。供给侧改革背景下，市场对于钢铁和煤炭企业产能出清、盈利提升有极大的预期，资本市场股价也随之上扬。去库存棚改货币化带动了去库存的发展，尤其三、四线城市的地产销售数据持续回暖，延长了原本即将下行的地产周期。受政策影响金融、地产、原材料等公司业绩和股价的表现上行。

恒生指数（右轴）和港股营收同比增速（%，左轴）对比



恒生指数（右轴）和港股归母净利润同比增速（%，左轴）对比



1.2. 港股市场行业涨幅的排名和业绩增速排名高度相关，业绩高增速带动估值提升

- 行业涨幅和基本面业绩情况高度相关：2016.2.-2018.1. 和 2020.3.-2021.2. 牛市期间，涨幅排名前三的行业分别是资讯科技、原材料行业、地产建筑业和原材料行业、医疗业、非必须消费行业。除了能源业以外，行业涨幅的排名和业绩同比增速的排名是高度吻合的。由此可见港股市场主要还是以业绩驱动为主，业绩景气度的提升将促进估值的增长。

2016.2.-2018.1. 行业涨幅和基本面对比

板块	涨幅排名%	营收同比增速%			归母净利润同比增速%		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
资讯科技业	220.6	0.7	18.7	12.6	4.0	65.0	-110.8
原材料业	210.4	3.2	35.1	6.5	133.3	317.8	14.0
地产建筑业	186.6	6.5	21.4	13.0	4.2	64.3	4.2
医疗保健业	179.1	6.1	14.8	14.0	-6.2	59.0	-19.8
非必需性消费	139.2	4.7	14.3	4.7	-4.5	17.9	-3.6
工业	127.6	-3.4	20.0	5.2	14.3	75.7	-10.7
金融业	108.0	-1.8	18.4	-9.0	-12.6	17.6	-4.4
必需性消费	89.3	-1.1	9.3	2.8	18.8	98.8	-24.4
能源业	84.9	-11.5	30.7	13.5	-34.0	197.0	46.6
公用事业	44.6	-4.6	26.8	10.4	-15.0	12.2	-4.0
综合企业	41.5	15.1	16.2	14.2	-42.7	34.9	8.9
电讯业	16.0	-2.7	8.3	-2.5	-13.3	14.3	2.0

2020.3.-2021.2. 行业涨幅和基本面对比

板块	涨幅排名%	营收同比增速%			归母净利润同比增速%		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
原材料业	243.1	3.0	11.9	36.8	-52.8	32.1	142.3
医疗保健业	219.4	18.6	11.9	20.8	-26.2	-175.6	182.6
非必需性消费	178.0	0.8	-8.8	19.7	-25.0	-142.0	182.2
工业	161.2	5.3	17.0	28.2	14.2	16.3	82.7
资讯科技业	138.9	11.8	26.7	23.6	248.5	48.5	-26.0
必需性消费	76.6	4.6	9.8	6.9	58.6	35.0	5.2
公用事业	47.7	4.5	7.4	21.9	-2.2	12.5	-11.0
能源业	40.4	1.9	-17.3	35.9	-2.4	-48.4	181.6
金融业	36.2	18.0	6.0	6.8	10.0	-1.6	19.5
地产建筑业	30.8	15.7	18.1	15.5	-13.3	-13.2	-15.8
综合企业	13.5	9.4	-6.4	21.9	-16.0	-50.6	74.3
电讯业	-1.6	-0.8	10.6	12.2	-8.2	9.1	14.8

1.2. 相比A股而言，港股牛市时期拥有更大的弹性

- 港股的涨幅远超A股，同样行业板块背景下港股拥有更大的弹性：一方面由于港股在下跌时期跌幅更大，相应的估值更为便宜，相对而言反弹的弹性也更大。其次港股市场并没有涨跌幅限制，相对A股能够取得更高的超额收益。

2016-2018年牛市期间各板块涨跌幅

2016/2/14 - 2018/1/28		
板块	区间涨跌幅% (总市值加权平均)	对应A股板块涨跌幅%
电子(SW港股)	297.6	99.3
钢铁(SW港股)	293.8	86.3
传媒(SW港股)	244.1	0.1
有色金属(SW港股)	241.5	114.9
房地产(SW港股)	232.2	55.6

2020-2021年牛市期间各板块涨跌幅

2020/3/22 - 2021/2/18		
板块	区间涨跌幅% (总市值加权平均)	对应A股板块涨跌幅%
电气设备(SW港股)	353.7	203.5
有色金属(SW港股)	305.7	120.1
休闲服务(SW港股)	279.9	314.7
家用电器(SW港股)	220.3	74.3
计算机(SW港股)	207.5	17.3

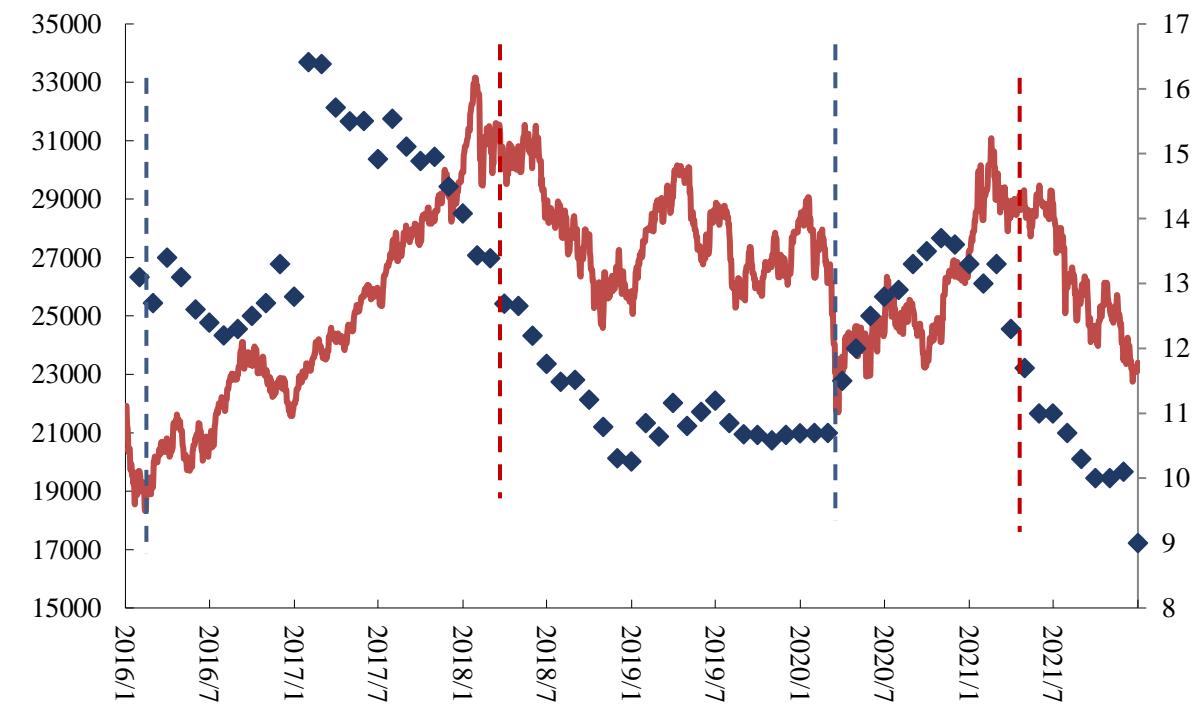
1.3. 国内流动性：信贷对恒生指数的影响更显著，两次港股牛市中的社融高点都领先于恒生指数高点

- **16-18牛市期间：**社会融资规模存量同比增速伴随着恒生指数持续爬升、M2增速从高位震荡下行。社融的持续攀升主要由于加快了PPP主导下的基础设施项目批复、房地产企业参与信托贷款、委托贷款、私募资管等表外业务，来满足后期开发投资的资金需求、加上传统制造业和实体经济的企稳，资金需求也在增加，信贷的大幅投放叠加港股通的开放使得恒生指数在流动性层面受到溢出的影响。
- **20-21牛市期间：**疫情的到来对2020一季度经济产生了大幅冲击，为了促进经济的恢复，自2020年3、4月起社融同比增速持续维持高位。2020.12. 社融同比增速显著下降，而指数在2021.2. 见顶回落。

2016-2021年恒生指数（左轴）及月度社会融资规模存量同比增速（右轴，%）

HSI.HI

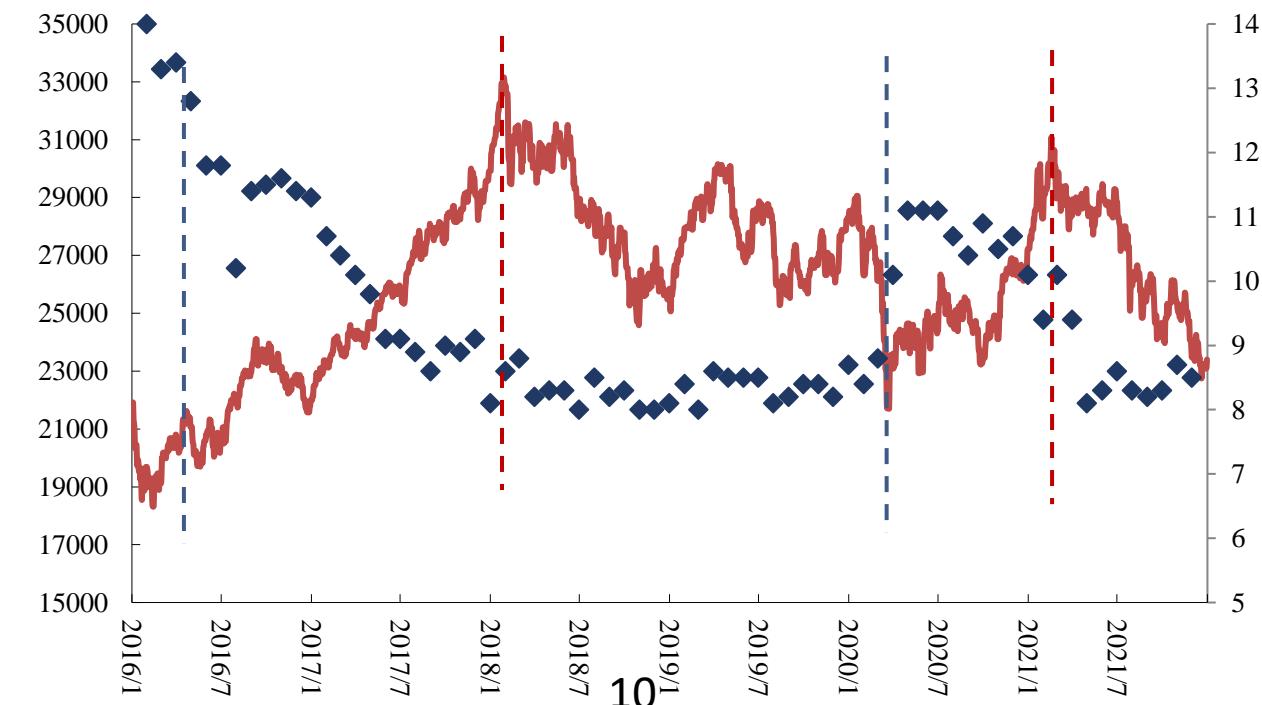
◆ 社会融资规模存量:同比



2016-2021年恒生指数（左轴）及月度M2同比增速（右轴，%）

HSI.HI

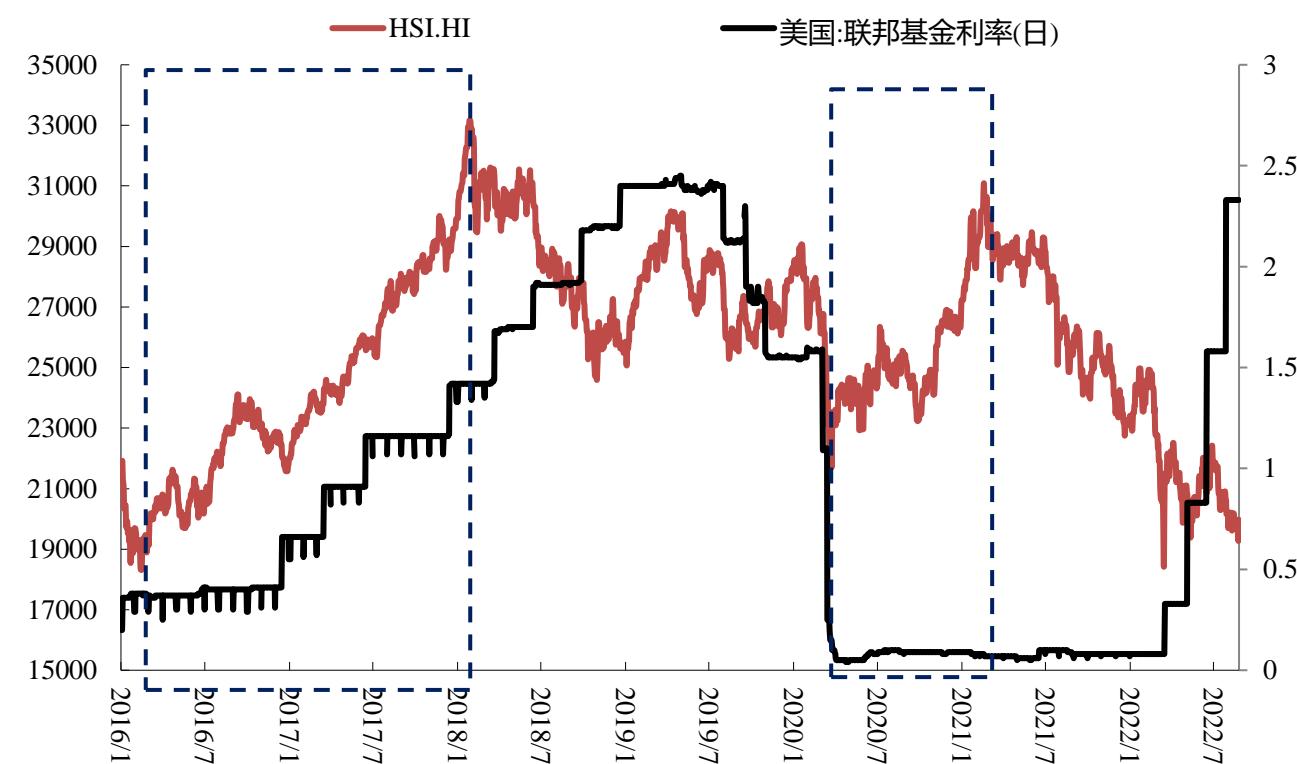
◆ M2:同比



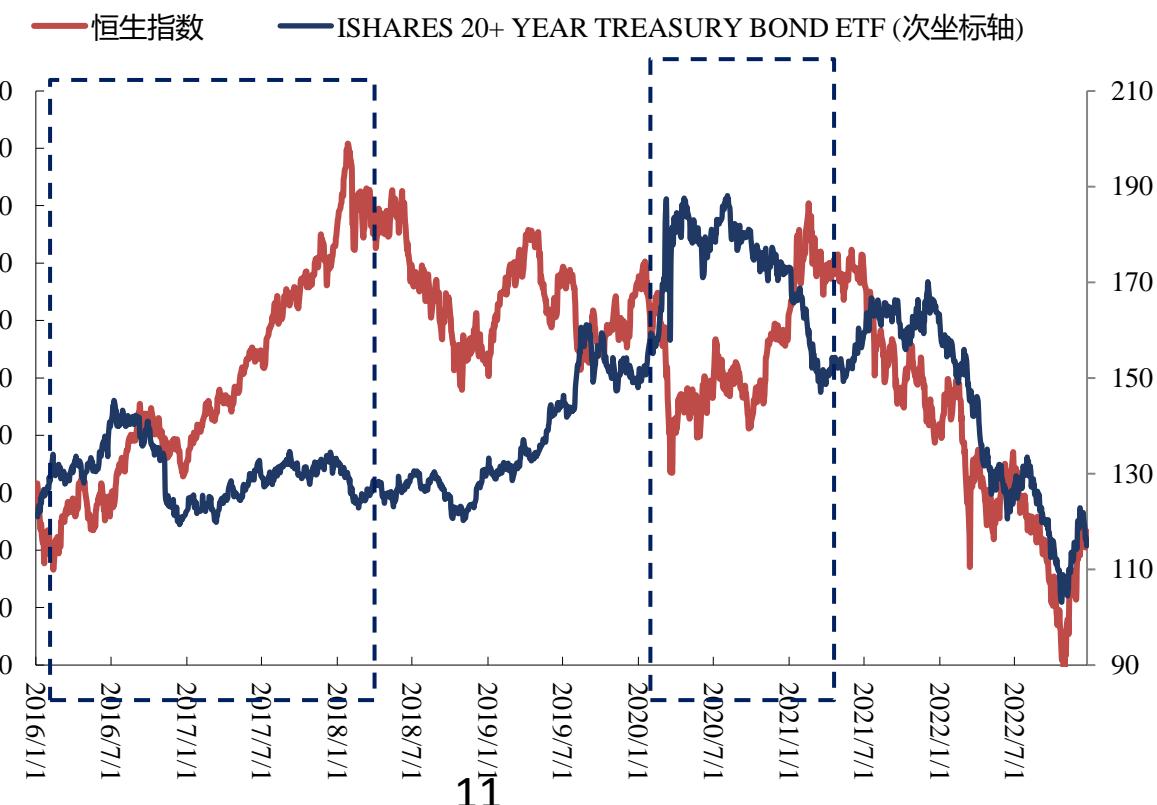
1.3. 海外流动性分析：港股市场短期走势与美债高度正相关

- 2016年牛市由业绩驱动为主估值驱动为辅，美联储加息并未影响港股牛市：2016-2018年港股牛市主要由十三五规划中三去一降补短板带动板块业绩，此外政策预期的转暖也带动了估值的提升。在美联储加息时期，美债收益率并未受到较大影响，整体美债收益率在此期间维持震荡走势，这主要得益于美联储较强的预期管理能力，因此此轮行情港股受到美国流动性影响较小。
- 2020年牛市主要由流动性带动估值所驱动，海内外大幅放水造就港股牛市：2020Q1的疫情使得海外放水，在美债价格持续走高，收益率持续下降时期，美股创下新高海外投资者寻找更好的投资标的时，估值较低的港股得到了海外投资者的青睐，流动性因此由海外外溢到港股。

2016-2022年恒生指数（左轴）及联邦基金利率（右轴，%）



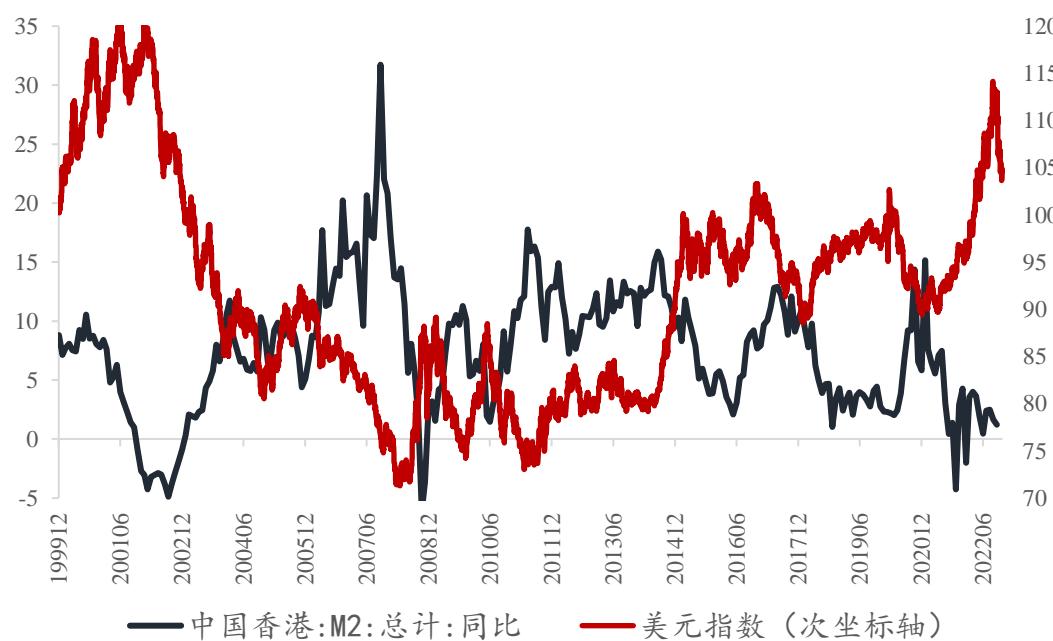
2016-2022年恒生指数（左轴）及美债利率（右轴，%）



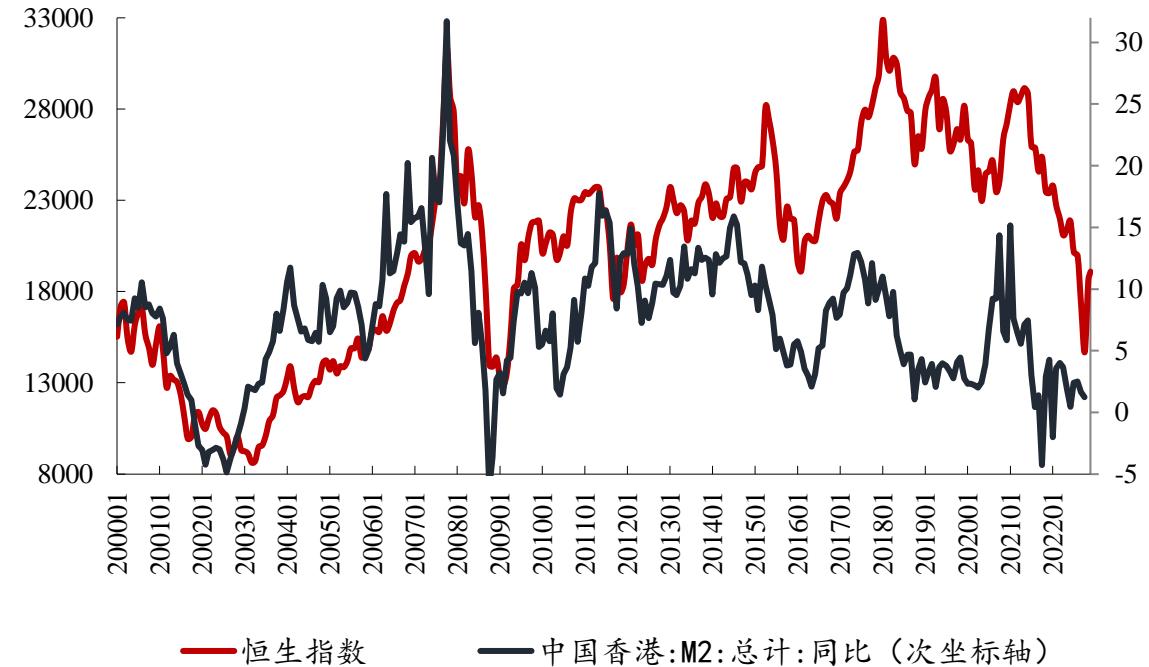
1.3. 加息后美元的强弱对香港市场流动性有较大的影响

- 香港M2和美元指数两者负相关：香港为了维持7.75-7.85港币/美元的汇率，超出范围将会强制干预。如果海外放水或资金青睐港股市场，资金涌入香港，香港M2将会走强。反之若美联储加息美元走强，香港资产将会面临资金回流美国的影响，香港M2走弱。
- 香港M2的走强将拉动恒生指数的大行情：香港并没有独立的央行和货币政策，行业业绩景气度的提升将会促使海外资金将外币转换为港币，进而推动港股行情的演绎。

中国香港M2（左轴，%）和美元指数（右轴）对比



恒生指数（左轴）和香港M2（右轴，%）对比



1.4. 估值分析：港股估值有翻倍的提升空间

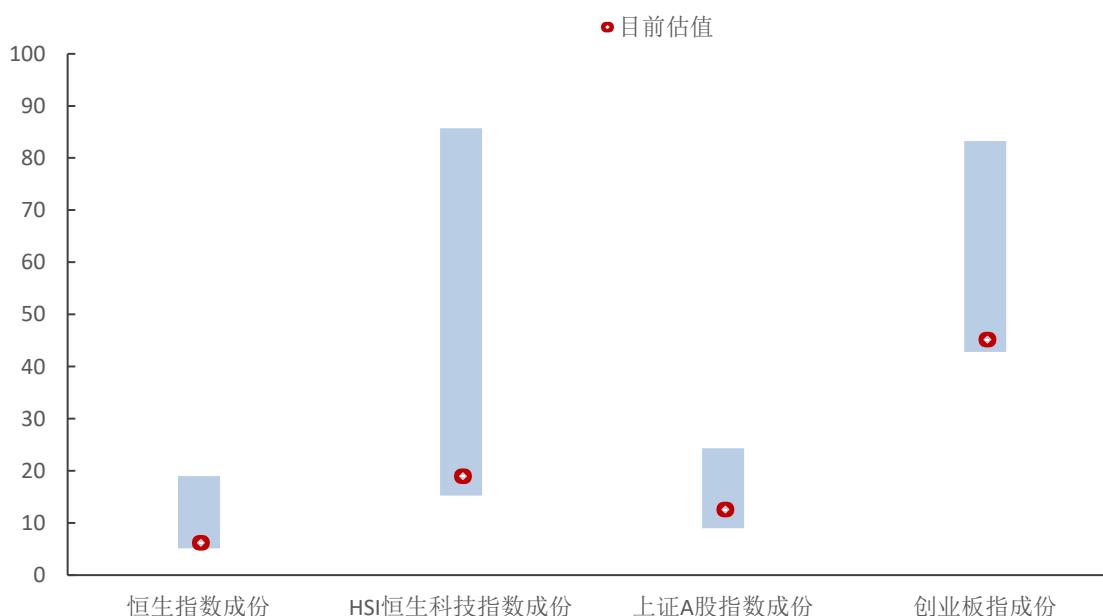
- 2016-2018年和2020-2021年牛市时期PE都有接近翻倍的增长：2016年1月恒生指数PE TTM为7.6X，2018年2月达到14.2X；2020年4月为8.8X，2021年2月达到17.3X。2020年牛市时期由于全球大幅放水的原因估值提升的幅度和速率都大幅领先于2016-2018年牛市时期。
- 海外市场的估值抬升对恒生指数的估值也有促进作用。恒生指数估值抬升期间，标普500和纳斯达克市场PE也都处在持续抬升期间。



1.4. 估值分析：恒生科技指数有更大的估值弹性

- 恒生指数估值弹性弱于A股：**从估值对比来看，恒生指数估值变动的幅度弱于上证A股指数，这主要由于两者在成分上有较多行业重合，港股天然的在这些板块上估值更便宜所导致，在市场看好这些行业时，会选择A股进行买入，其估值泡沫化的程度弱于A股。且从过往指数变动对比来看恒生指数PE TTM的变动幅度要弱于恒生科技指数的变动幅度，这意味着恒生指数主要由业绩驱动。
- 恒生科技指数的稀缺性、成长性和流动性造就其更大的估值弹性：**然而在我们把同一时间段的恒生科技指数和创业板指数当期PE做对比，恒生科技指数的估值浮动区间和幅度远超创业板指数。这主要由于恒生科技指数成分股代表了中国平台经济的未来，其更具有稀缺性；相比恒生指数具备更高的成长性，流动性泛滥时期（2020）更愿意为成长付出更高估值溢价。

预期2021年PE对比

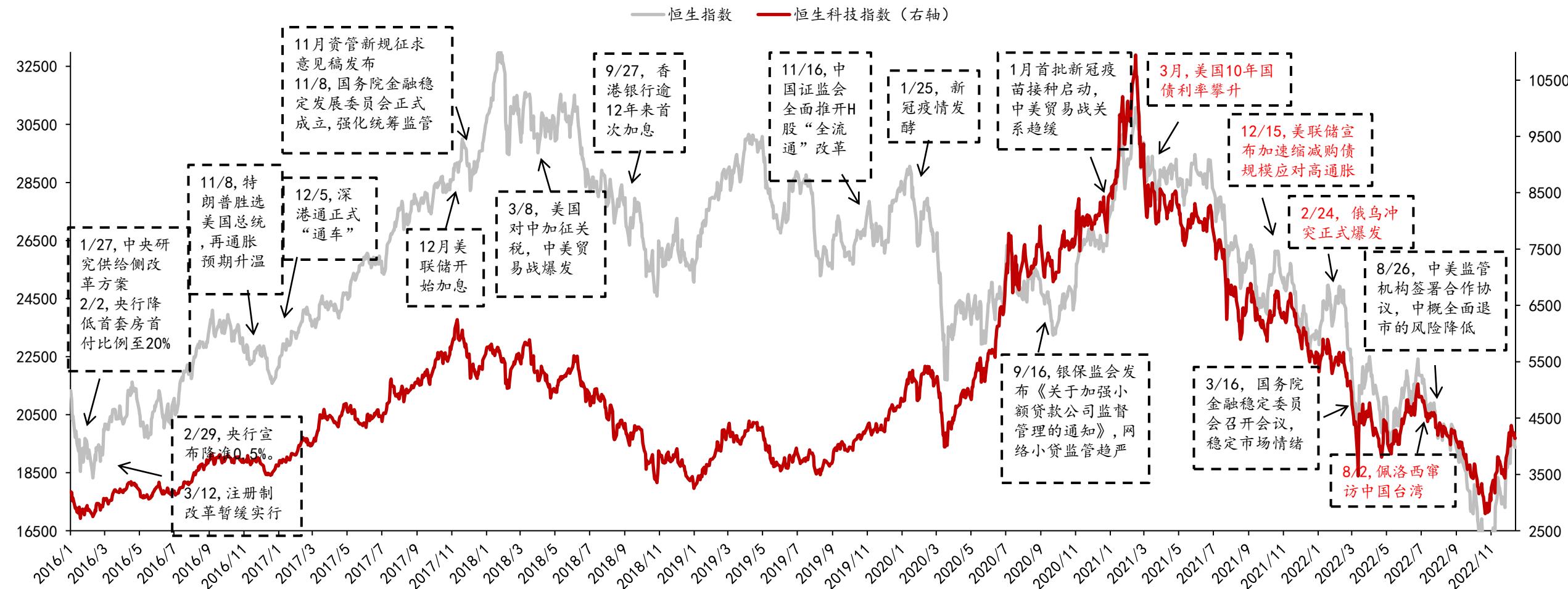


恒生指数和恒生指数PE TTM对比



1.5. 港股市场复盘

- 港股市场的上涨往往由业绩驱动，而在股价泡沫化之后，任何黑天鹅事件的发生都将成为股价下跌的借口。



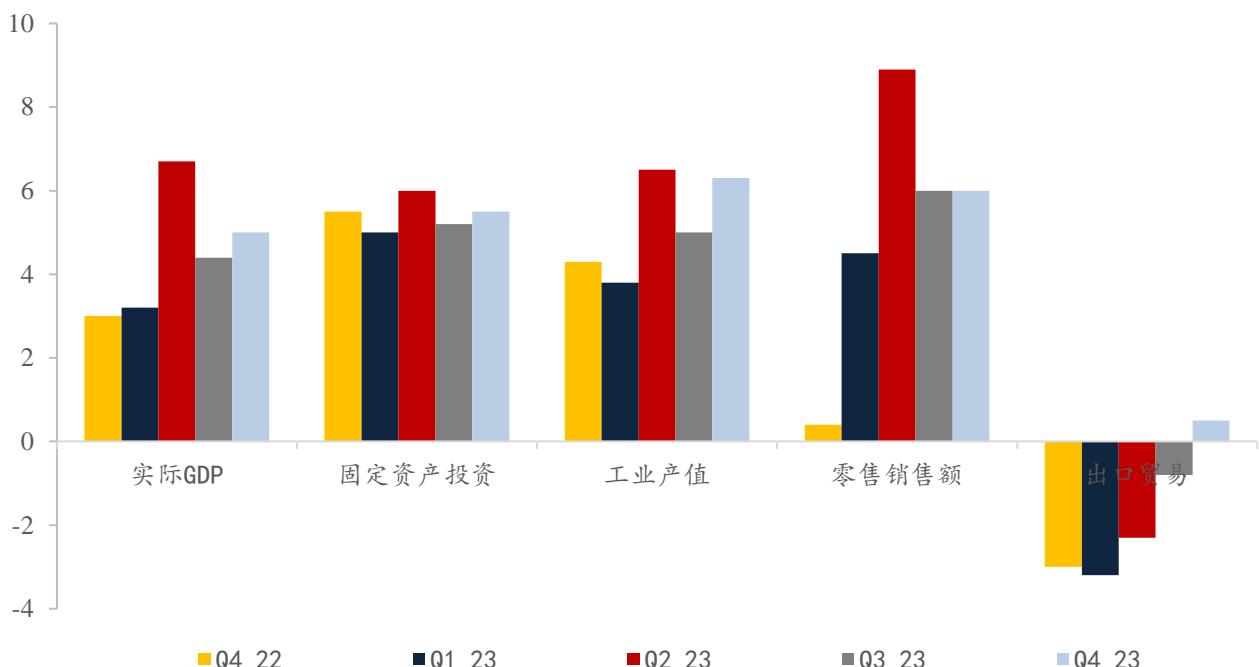
二

2023港股牛市的展望

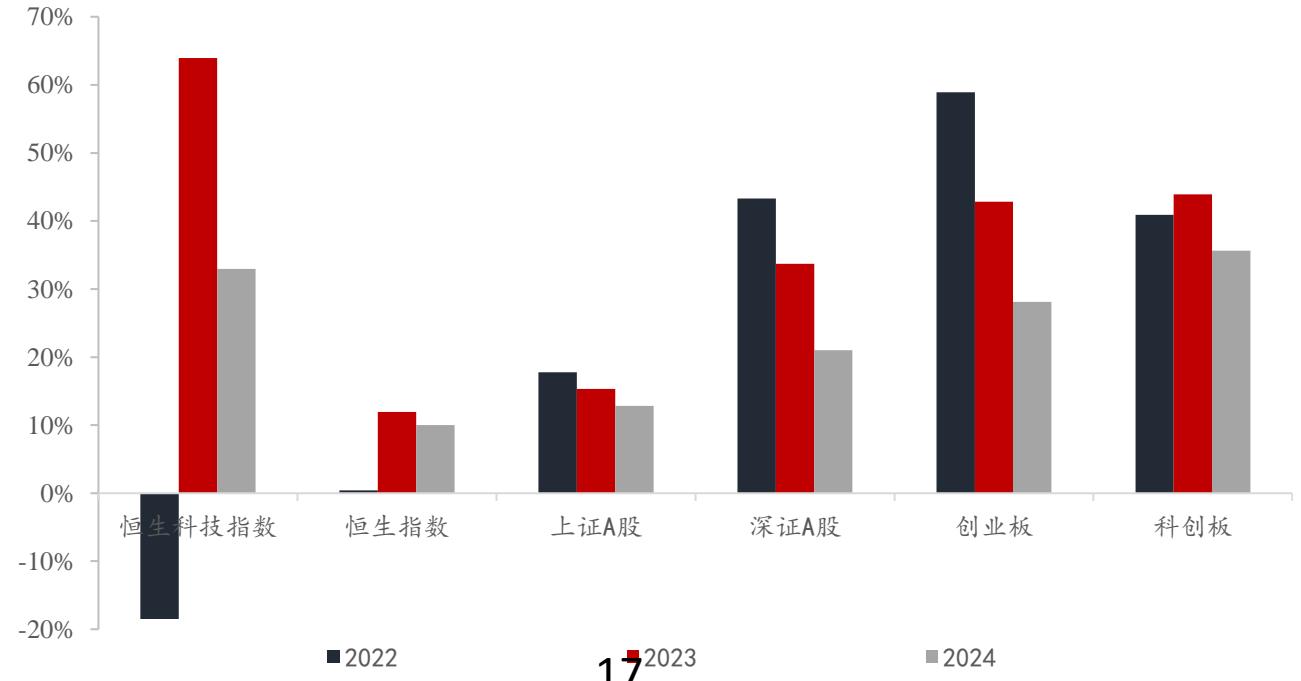
2.1. 基本面展望：管控放松经济有望持续修复

- **疫情管控的放开将带动经济的持续修复：**参考海外经验，在疫情管控放开后的3-6个月内经济将会面临较大压力，但在此后伴随疫情和经济活动的恢复，配合政策端的支持，经济有望得到持续恢复。
- **恒生科技板块将成为业绩弹性最大的板块：**港股市场主要以业绩驱动为前提，展望2023年，恒生科技指数有望实现64%的利润增长，其利润弹性大幅领先于其他板块。

国内GDP及其拆分预测（彭博一致预期，2022.12.28统计）



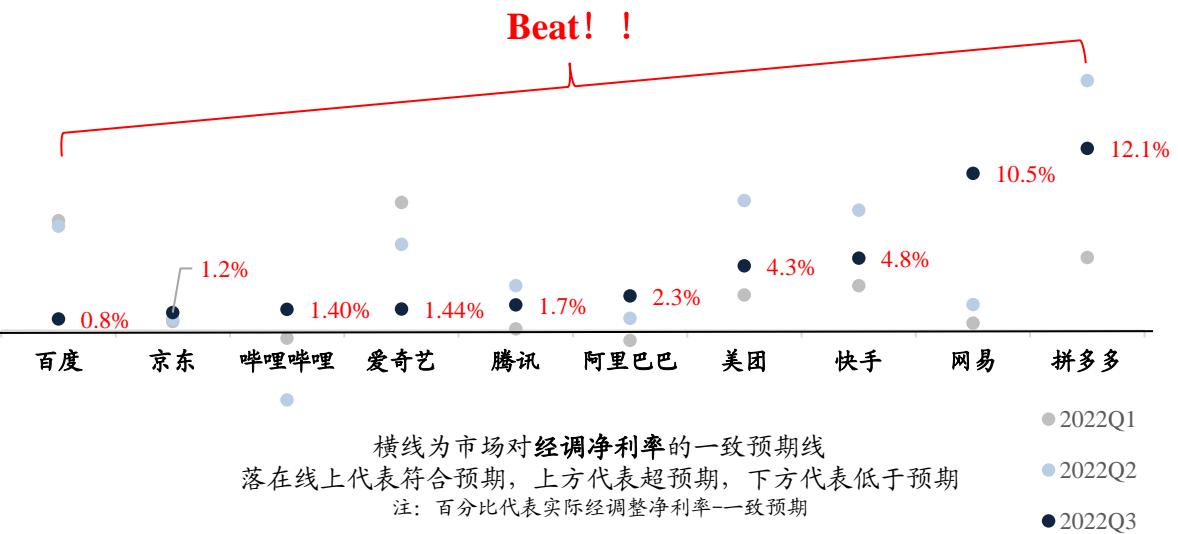
各个指数板块2022-2024归母净利润增速预测（wind一致预期，2022.12.28统计）



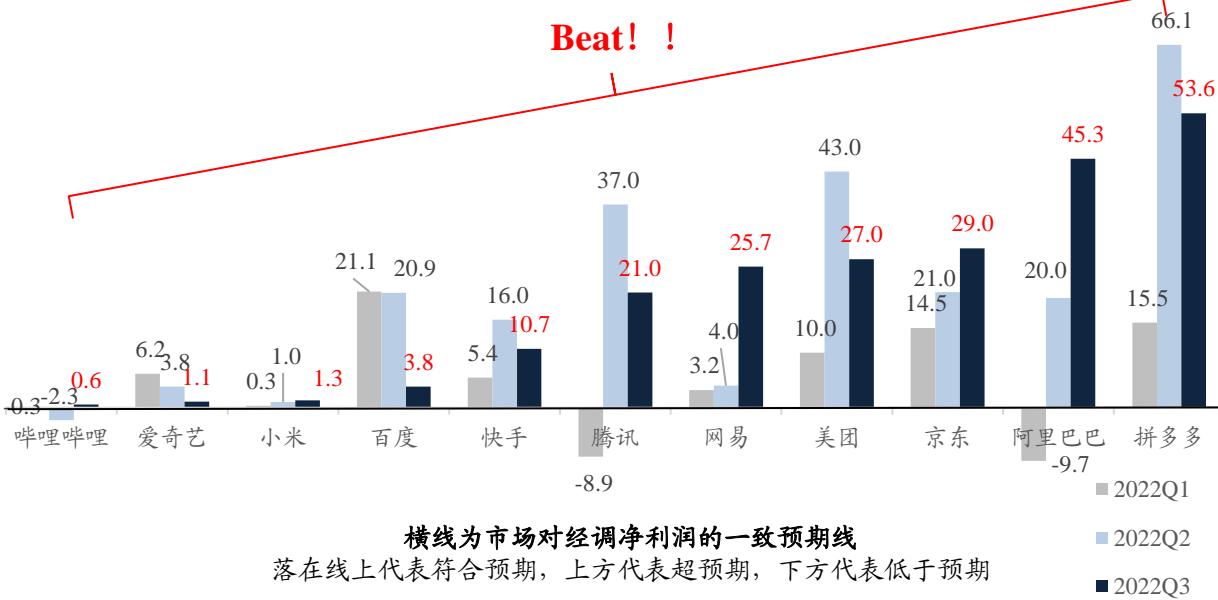
2.1. 基本面展望：互联网公司的营收和利润端都有望迎来大幅修复

- 经济恢复带来整体互联网公司基本面的恢复，降本增效为公司贡献更高的利润弹性：大部分互联网公司营收主业都是宏观经济相关性较高的品种，如电商、广告等，游戏本质上也是大宗消费的一部分，因此在疫情管控得到放松，经济消费得到恢复之后互联网公司的业绩也将得到回升。互联网公司过往三个季度持续推进降本增效全面超预期，未来在营收端有了恢复之后利润端有望贡献出更大的弹性。

2022Q3互联网公司降本提效全面超预期

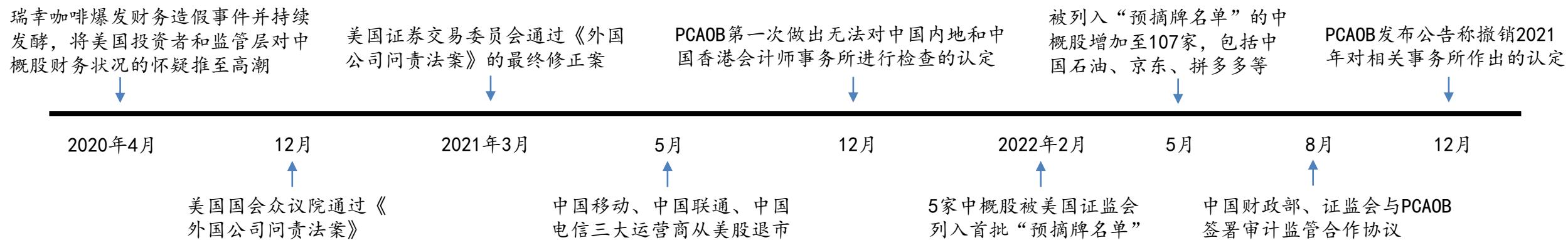


最终体现为：Q3互联网公司利润继续、全面超预期（亿元）



2.2. 政策面展望：PCAOB政策风险得到解决

- PCAOB 2022年审查监管的落地，将能有效提振外资对中国资产的信心：PCAOB今年审查的落地，意味着《外国公司问责法案》中“外国发行人连续三年不能满足PCAOB对会计师事务所检查要求的，其证券禁止在美交易”已不在中概股上成立，中概股退市风险基本解除。后续若PCAOB继续在中国和中国香港的investigation中有full access，那么中概未来的退市概率将进一步降低。



2.2. 政策面展望：强监管时期结束，未来政策趋向更为鼓励平台经济发展

- 政策的回暖有望引领估值回升：**互联网政策的强监管阶段主要集中在2020年底至2021年底，在2020年12月中央经济工作会议上强调了强化反垄断和防止资本无序扩张，对于政策不确定性的恐慌带来了港股互联网公司的持续下跌。而我们认为2022港股互联网公司的持续下跌主要由于其业绩的持续下修，增速的放缓造成估值下移，互联网政策在2022年趋向鼓励和促进平台经济的健康发展，对于其在经济中的地位给予了肯定，未来政策的回暖有望带动港股互联网公司整体估值中枢的回升。

提升监管能力、强化平台反垄断阶段（2019-2021）

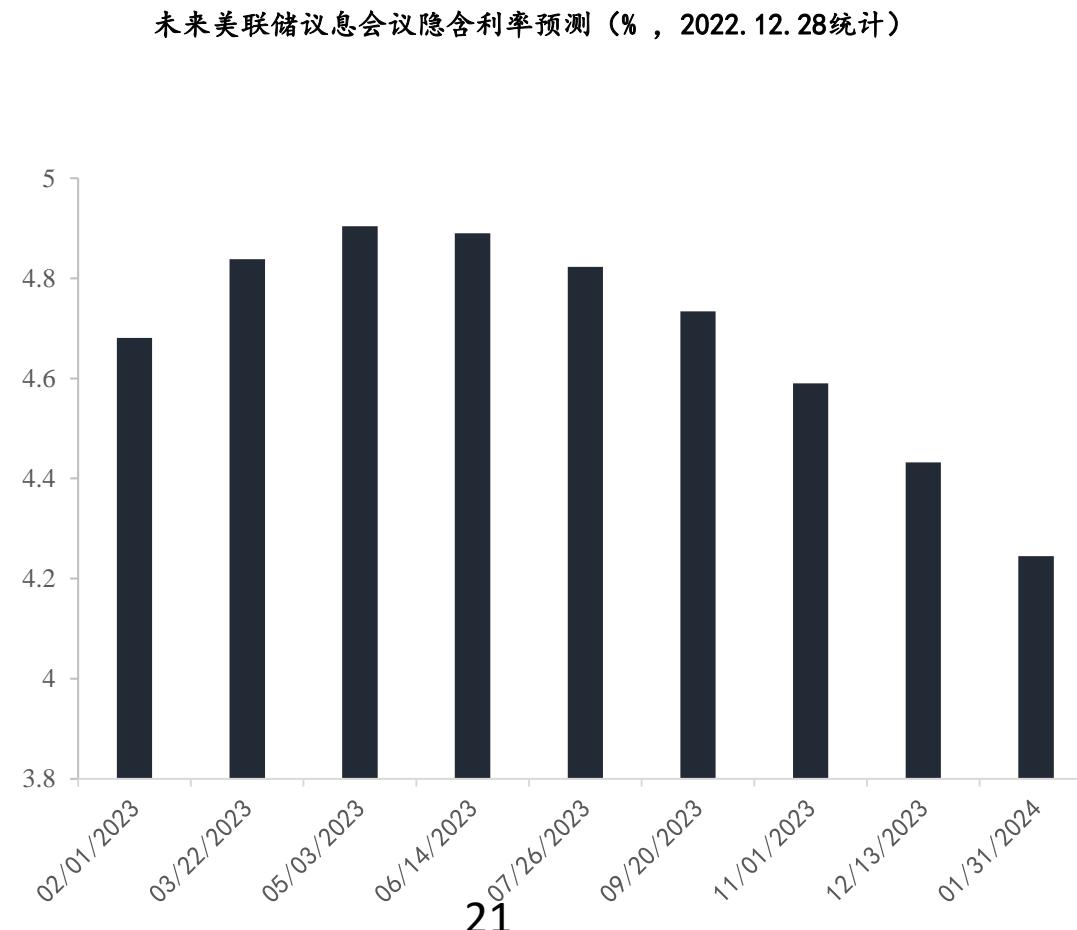
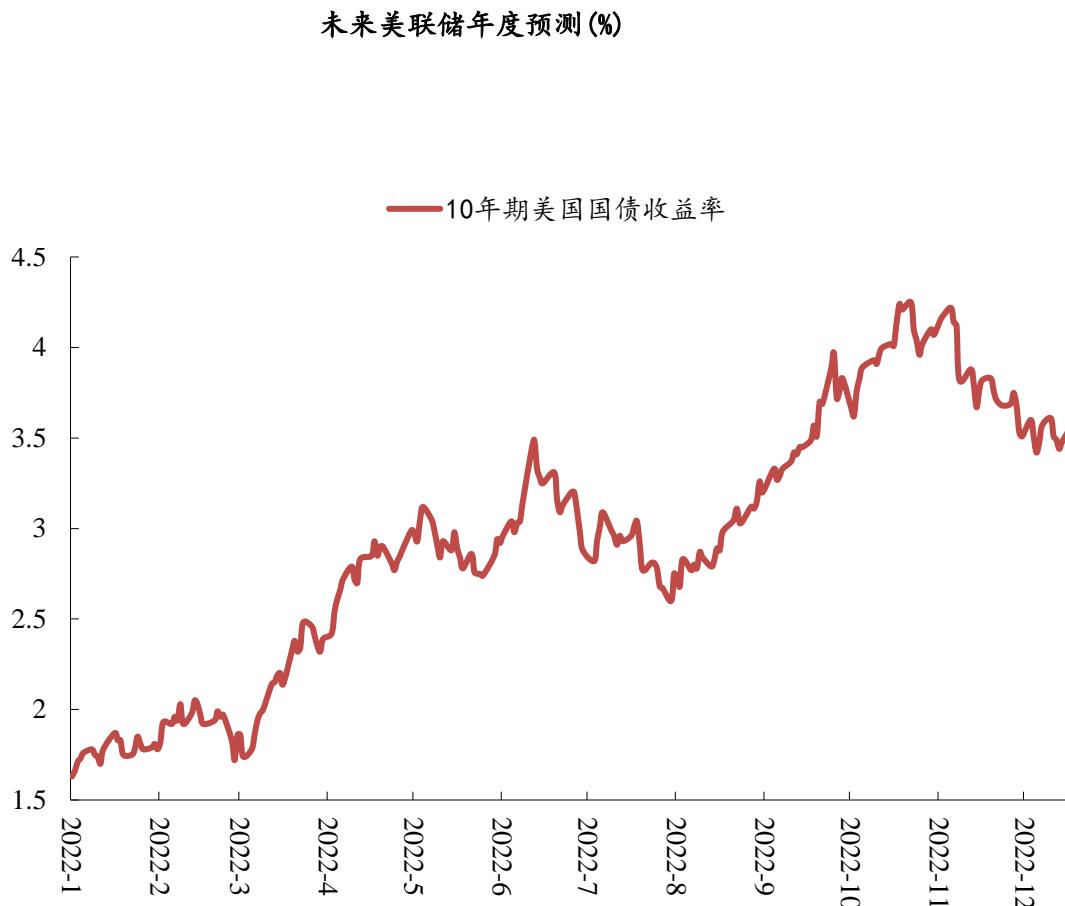
时间	中央会议/政策	内容
2019年4月	全国人大常委会发布《中华人民共和国反不正当竞争法》（2019年修订）	经营者利用网络从事生产经营活动，应当遵守该法的各项规定。经营者不得利用技术手段，通过影响用户选择或者其他方式，实施下列妨碍、破坏其他经营者合法提供的网络产品或者服务正常运行的行为。
2020年12月	中央经济工作会议	将“ 强化反垄断和防止资本无序扩张 ”作为2021年经济工作中的八项重点任务之一：要求健全数字规则，完善平台企业垄断认定等方面的法律规范，加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。
2021年2月7日	国务院反垄断委员会印发《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	预防和制止平台经济领域垄断行为，保护市场公平竞争，促进平台经济规范有序创新健康发展，维护消费者利益和社会公共利益
2021年8月30日	中央全面深化改革委员会第二十一次会议，审议通过《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》	促进形成公平竞争的市场环境，为各类市场主体特别是中小企业创造广阔的发展空间，更好保护消费者权益。
2021年10月23日	《中华人民共和国反垄断法（修正草案）》发布	加强对平台企业垄断的规制，坚决反对垄断和不正当竞争，要更好统筹发展和安全、国内和国际，促进公平竞争，反对垄断，防止资本无序扩张。
2021年10月26日	商务部、中央网信办和发展改革委出台《电子商务，十四五“发展规划》	促进公平竞争， 强化反垄断和防止资本无序扩张 ，增强电子商务在防范化解重大风险中的作用，推动电子商务持续健康发展

常态化监管，支持平台经济健康发展阶段（2022）

时间	中央会议/政策	内容
2022年1月19日	国家发展改革委等九部门联合印发《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	明确坚持发展和规范并重，适应平台经济发展规律，建立健全规则制度， 优化平台经济发展环境
2022年3月16日	国务院金融稳定发展委员会专题会议	提出红灯、绿灯都要设置好， 促进平台经济平稳健康发展 ，提高国际竞争力
2022年4月29日	中共中央政治局会议审议《国家“十四五”期间人才发展规划》	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监督，出台 支持平台经济规范健康发展的具体措施 。未来平台经济将在发展中监管，在监管中发展
2022年5月17日	全国政协“推动数字经济持续健康发展”专题协商会	支持平台经济、民营经济持续健康发展 ，鼓励平台企业参与国家重大科技创新项目。
2022年5月24日	国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	在防止资本无序扩张的前提下设立“红绿灯”，维护市场竞争秩序， 以公平竞争促进平台经济规范健康发展 。充分发挥平台经济的稳就业作用，稳定平台企业及其共生中小微企业的发展预期，以平台企业发展带动中小微企业纾困。
2022年7月	政治局会议	推动平台经济规范健康持续发展 ，完成平台经济专项整改， 对平台经济实施常态化监管
2022年12月14日	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	加快培育新型消费： 支持线上线下商品消费融合发展 。加快传统线下业态数字化改造和转型升级，发展在线定制等线上服务。依法规范平台经济发展，推动平台规则公开透明。

2.3. 海外流动性展望：美债回落虽有波折，但回落是大势所趋

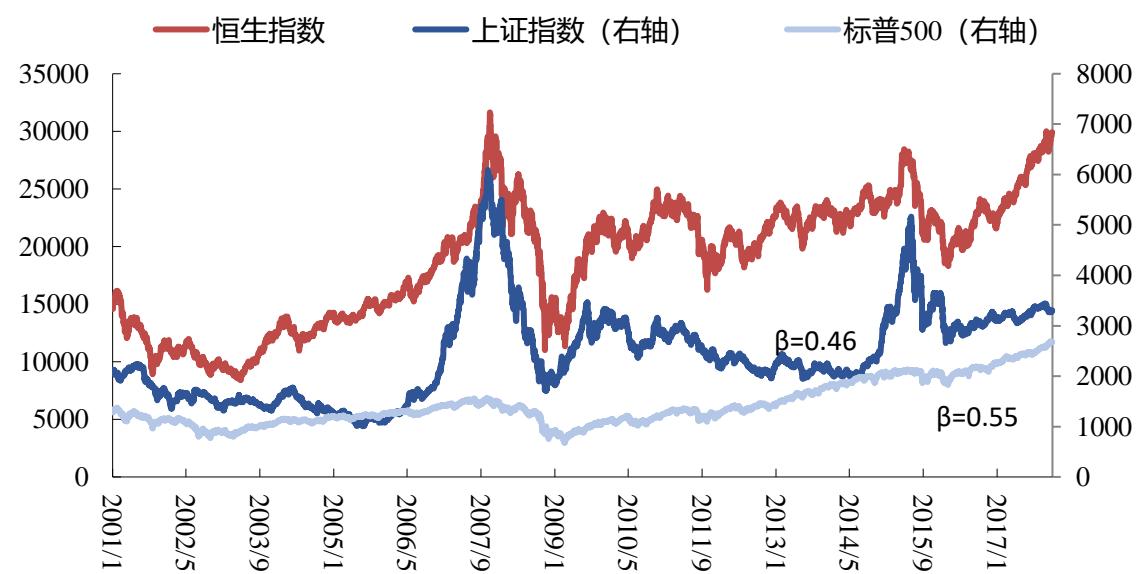
- 美债见顶大势所趋，资金有望回流港股：尽管鲍威尔强调劳动力市场供需失衡，薪资上涨将会推升CPI，未来有更高的加息预期，但10年期美债的上行幅度非常有限，这意味着市场解读鲍威尔的担心是过度的，未来有望看到CPI的持续下滑。这意味着未来伴随着加息进程的缓解，美元将会走弱，海外资本有望快速回流港股。



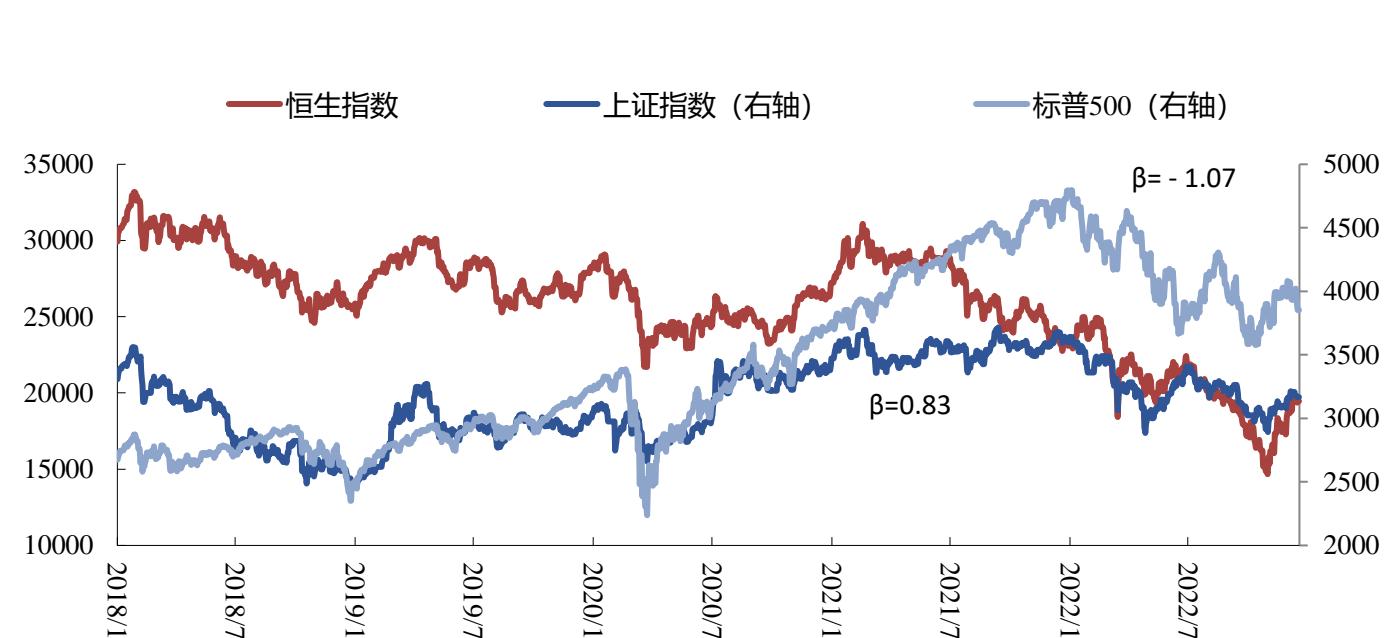
2.4. 恒生指数对比：2018年之前恒生指数和美股相关性更高，2018年至今国内指数对恒生指数影响提升

- 内资对港股定价权持续增强，近5年恒生指数和标普500指数相关性为负：2001-2017年，标普500、上证指数对恒生指数的回归系数为0.55和0.46，外资对港股市场表现影响较大；2018年至今，标普500、上证指数对恒生指数的回归系数为-1.07和0.83，内资对港股定价权变大，恒生指数和上证指数的相关性增强，标普500最近5年对恒指的相关性甚至为负相关。（18年以来港股震荡下跌，而美股持续上行）。

2001-2017年恒生指数、上证指数、标普500指数比较



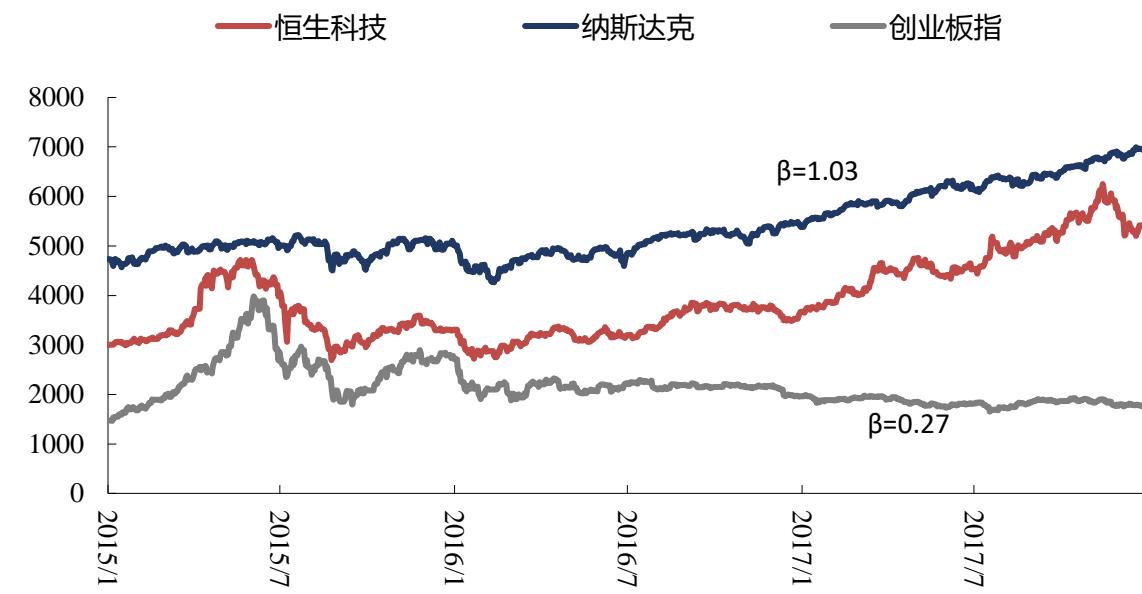
2018-2022年恒生指数、上证指数、标普500指数比较



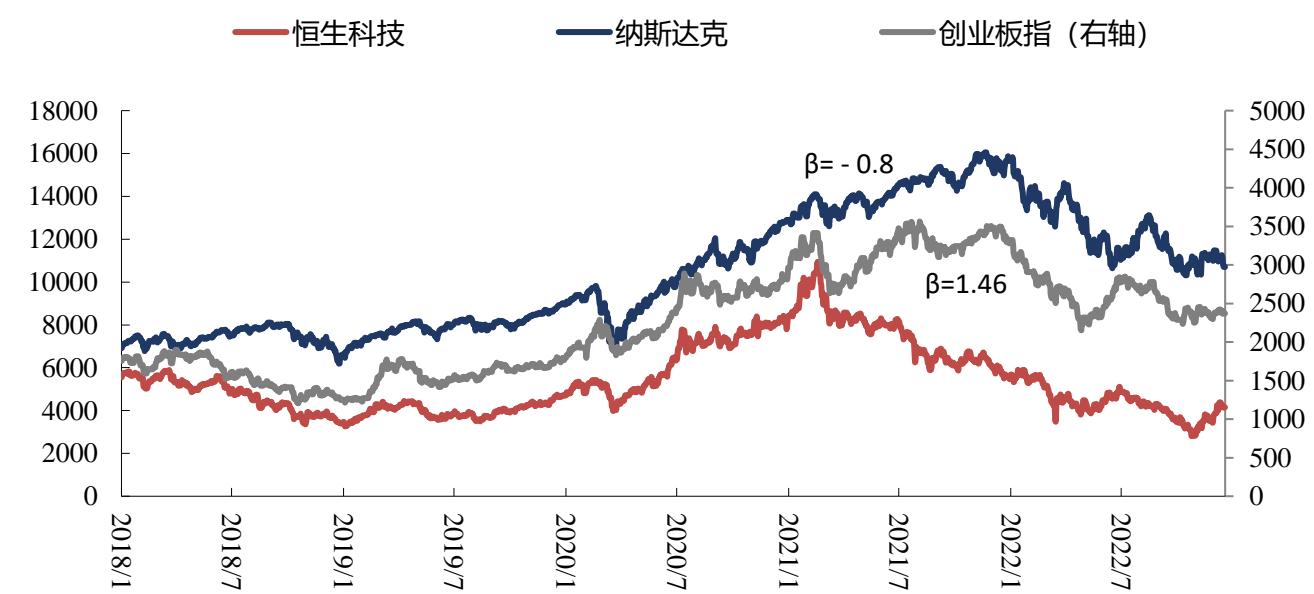
2.4. 恒生科技指数对比：2018年至今国内行情对恒生科技指数影响提升，美股未来业绩下修影响有限

- 2018年后恒生科技指数和纳斯达克指数负相关：恒生科技指数和2014-2017年，纳斯达克、创业板指数对恒生科技指数的回归系数为1.03和0.27，纳斯达克对恒生科技指数的影响明显大于创业板；2018年至今，纳斯达克、创业板指数对恒生科技指数的回归系数为-0.8和1.46，国内创业板对恒生科技指数影响大幅增强，恒生科技指数近5年也和纳斯达克指数出现了负相关的情况。
- 恒生科技指数受到美股调整风险的影响变弱：我们预计美国未来经济衰退的预期和美股未来业绩的下修所带来股市下行的风险对港股市场影响是极为有限的，港股市场近5年以来甚至和美股出现了负相关性的情况，未来恒生科技指数有望伴随着国内经济的恢复而上扬。

2015-2017年恒生科技指数、纳斯达克指数、创业板指数比较



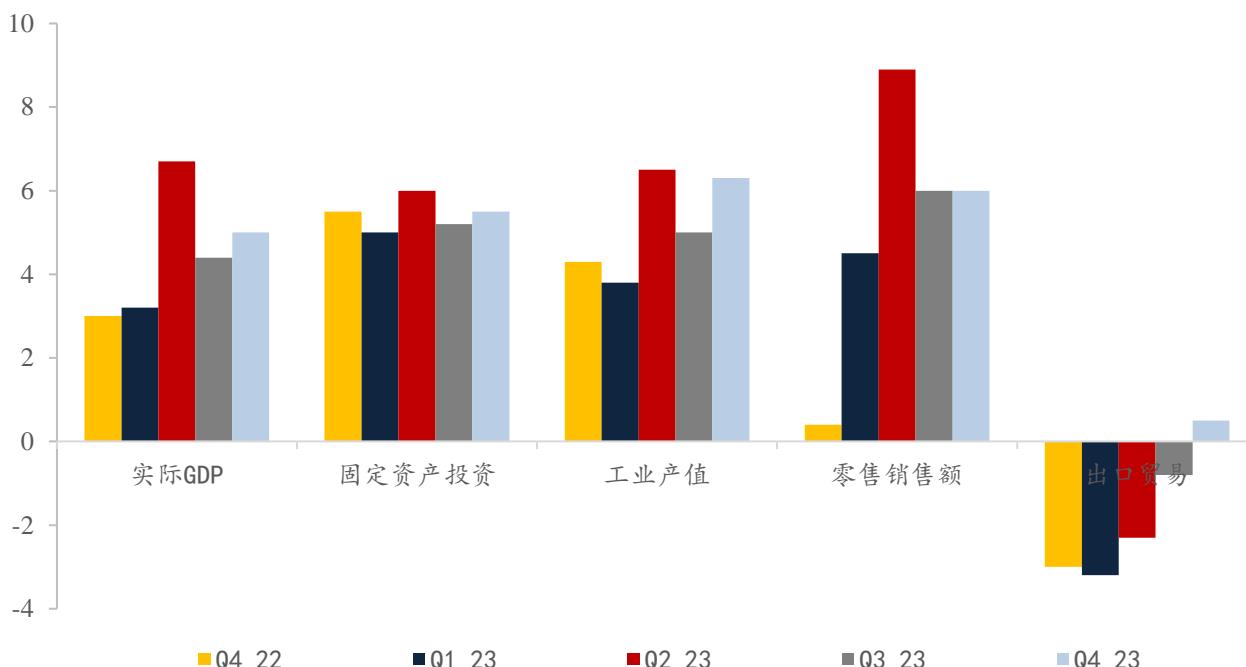
2018-2022年恒生科技指数、纳斯达克指数、创业板指数比较



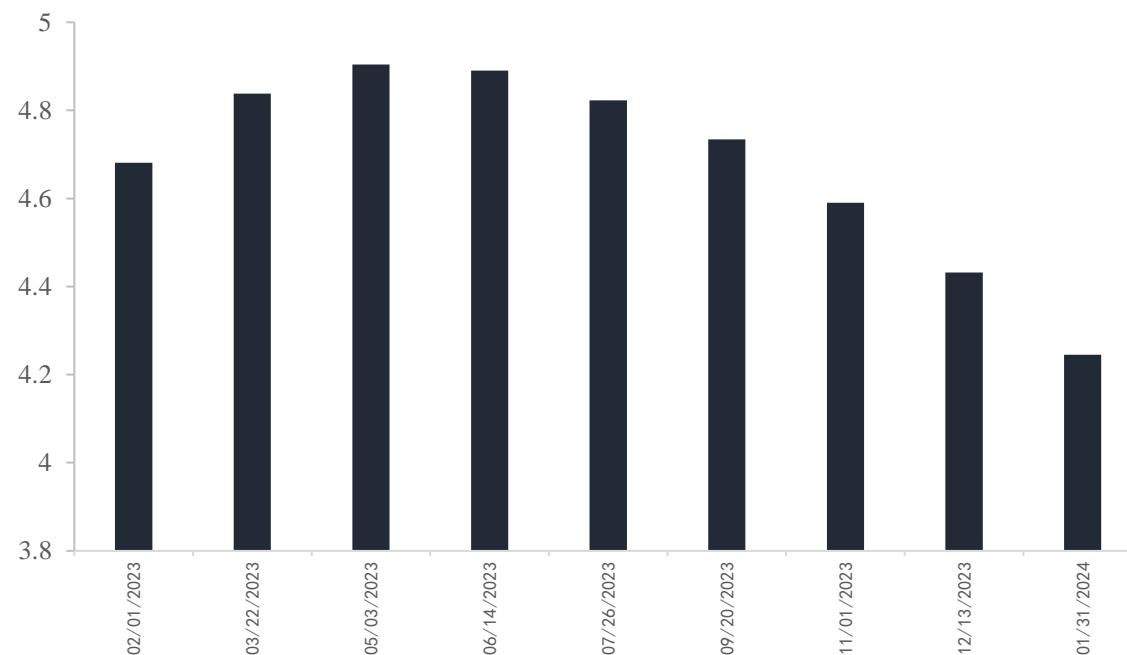
2.5. 港股市场未来有望迎来戴维斯双击

- 分子端在2023年国内经济和港股业绩有望大幅改善：参考海外经验，在疫情管控放开后的3-6个月内经济将会面临较大压力，但在此后伴随疫情和经济活动的恢复，配合政策端的支持，经济有望得到持续恢复。经济的恢复将会带动消费和互联网行业的增长，过往港股在经济回升和企业业绩大幅修复时期皆出现了牛市行情。未来在互联网板块持续降本增效的背景下，有望释放出更大的利润弹性。
- 分母端估值仍有持续提升的空间：从最新的美联储前瞻展望来看，通货膨胀有望在2023年6月之后下降到3%左右，在2023年三季度达到2%的目标。美联储未来的降息不可避免，港股的贴现率将会持续下降，这将有利于港股估值层面的提升。参考过往经验，恒生指数PE TTM在牛市时期有翻倍增长的空间，恒生科技指数拥有相比恒生指数更高的估值弹性。未来分子和分母端都有较高的增长空间，港股市场有望迎来戴维斯双击。

国内GDP及其拆分预测（彭博一致预期，2022.12.28统计）



未来美联储议息会议隐含利率预测（%，2022.12.28统计）



■ 我们预计22Q4将是业绩底，23Q1-Q2环比持续回暖，之后真正进入复苏。我们预计22Q4-23Q1消费仍将被感染率上升所压制，市场可能会有所震荡，短期建议关注互联网医疗和出行链相关标的；23Q2我们预计是真正的基本面拐点，建议回守基本面较强的大票，适当配置部分弹性标的。

■ 具体节奏上，当前我们首推直接受益于疫情管控常态化的行业：

(1) **物理层面**：考虑到不同地区疫情防控优化工作落地节奏不同，我们认为本地生活将先于异地出行受益，重点推荐美团-W（本地生活龙头），建议关注携程集团-S（出行旅游）；物流畅通下电商板块亦将受益，推荐港股的阿里巴巴-SW、京东集团-SW、新东方在线以及美股的拼多多；

(2) **心理层面**：消费信心修复，利好电商板块和可选消费，推荐港股的阿里巴巴-SW（电商）、京东集团-SW（电商）、新东方在线（直播电商）、腾讯控股（游戏）、泡泡玛特（潮玩、高线城市占比高）和阅文集团（内容文化），以及美股的拼多多（电商）；

(3) **生理层面**：短期感染范围扩大加速线上渗透和购药问诊，建议关注平安好医生、阿里健康以及京东健康。

■ 经济回暖后企业现金流改善，预算增加，互联网2B业务也将显著受益。

(1) **广告**：广告行业回暖虽滞后于消费，但弹性可观，重点推荐港股的腾讯控股、快手-W、阿里巴巴-SW、京东集团-SW以及美股的拼多多和哔哩哔哩。

(2) **招工**：中小企业受疫情影响更大，经济回暖后这部分招工需求有望明显修复，重点推荐美股的BOSS直聘和港股的快手-W。

- 三年疫情即将翻篇，在政策端、供给端和需求端的持续改善使得我们看好消费行业的复苏。政策端：中央经济会议强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”扩大内需位列重点工作首位，对消费的相对重视程度，超过了之前任何一时间点。供给端：自二十条措施出台以来，各地疫情管控措施陆续放开，港股消费公司尤其是线下场景在供给端得到修复。需求端：随着居民信心修复、收入水平和消费能力的回升，经济和消费有望逐渐复苏，将会助推需求的增长。
- 具体标的上我们主推港股线下新消费标的：
- 海伦司-新模式助力下沉，轻装上阵复苏潜力可期：2022年公司进行门店结构优化，随着疫情复苏，轻装上阵下公司单店收入和盈利能力有望逐步恢复；中期看好公司传统模式的开店空间和新模式的市场下沉潜力。
- 九毛九-太二强韧，看好多元化成长：餐饮行业领先品牌，借助战略决策能力优秀的管理层+完善的品牌孵化与激励机制+麦当劳式高标准化的经营体系打造太二，怂火锅多个优质品牌，在疫情下太二韧性彰显，经营复苏叠加门店持续布局业绩成长性与确定性兼具。中长期新兴品牌有望打开多元成长空间。
- 海底捞-逆境逢生，期待王者归来：管理层锐意进取，推行啄木鸟计划逆转关店颓势，改革成效渐显，火锅旺季翻台率环比改善叠加降本增效业绩弹性有望彰显。中长期来看，公司作为中式餐饮龙头品牌，产品力+品牌力兼具，卡位优势显著，期待疫后持续复苏潜力与业绩空间。

此外建议关注地产产业链以及物业相关标的，如绿城中国、贝壳集团等。

3. 风险提示

- 市场监管风险：政策监管变化可能对行业产生不利影响。
- 互联网平台新业务亏损风险：社区团购、新零售等新兴业务需要较大资金投入，若持续亏损可能带来公司现金流风险。
- 美联储加息超预期。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园