



## 2023 Q1 中原博立投資組合經理評論- 致客戶夥伴的信

港股自去年月起急速反彈，終於擺脫過去兩年的市場低潮。中國政府意識到過去一系列清零、強監管政策會對市場帶來巨大衝擊，現在正在逐步扭轉以圖挽救經濟和市場信心。至於外圍方面，以美國為首的成熟市場，通脹率自去年年底開始逐漸回落，也進一步提振市場信心，市場開始逐步從擔心通脹持續高企轉為擔心經濟會否出現衰退。總的來說，市場在經歷了去年「百年一遇」級別的艱難投資環境後，現在正在恢復穩定，當然我們還會持續見到市場不時出現動蕩，但是我們認為現時的投資環境能見度較去年為高，我們其中一個主力參與的中港市場，經濟正在復蘇，投資環境也有所改善。

過去一年，市場發生了一連串宏觀經濟專家也難以準確預測到的宏觀事件，包括俄烏爆發戰爭、中國房地產企業出現「團滅」、動態清零的持續升級以及美國大幅急促加息等，而我們一直掌握的投資體系均是以微觀、企業基本面為主，更難以預視這些不明朗因素的出現。但是，我們在過去一年也加入了對宏觀因素的關注和分析，現時我們會在微觀分析的同時加入對宏觀因素的考量，譬如現時在做估值模型時，我們亦加入對通脹率和未來加息預計幅度等因素去作更全面的考量。

縱使市場持續動蕩，但是我們的工作仍是繼續做好研究工作。就像剛過去的業績期，我們團隊將每一間關注股份的財務報表均詳細分析，然後再參與多場的業績會及其後的管理層會議。我們除了會做基礎的財務分析，我們也希望透過會議更進一步了解行業的最新變化、企業的競爭護城河、盈利前景和持續能力及管理層應對「新常態」的應對之道。

接下來，我們將會更深入地討論不同企業，並說明我們背後的投資邏輯。

### 中國消費板塊復蘇 首選啤酒和體育用品

中國放寬防疫限制，我們認為消費領域將會重獲增長，其中我們重點關注啤酒和體育用品板塊。雖然啤酒銷量自2014年起持續下降，但中國啤酒企業通過產品升級、提價、整合釀酒廠等方式持續提升盈利。現時，中國最大的啤酒企業是華潤啤酒，市場佔有率高達30%，聯同青島和百威等企業已佔有75%的市場份額，競爭環境相對穩定和理性。我們在2023年繼續看好啤酒行業，並認為行業會持續受惠於品牌升級和高端化；同時，原材物料價格有望於今年有所緩和，對毛利提升帶來益處。其中，華潤啤酒儘管是國有企業，但是經營完善，而且具備做大做強的決心，近年進一步探索白酒領域，期望能夠做到雙線發展。

安踏是中國最成功的體育用品企業之一。防疫放鬆之後，居民將重新投入健身和體育運動。我們深信中國的人均運動服裝消費額依然有巨大的提升空間，現時中國的水平只有美國的八分之一、日本的一半等，隨著國民收入的上升應該還有增長。安踏採用直銷為主的零售模式，更直接與終端消費者聯繫，並運用強大供應鏈控制庫存，因此經營效益冠絕國內其他對手。同時，安踏野心勃勃，希望除了安踏主品牌和FILA以外，再在全球收購不同的品牌，成為一家面向全球的多品牌體育用品公司。

### 配置中資電訊股 期望享受價息齊升

最後，我們不得不提是國內電訊股的持倉。過往，電訊股為人詬病的地方是每隔幾年便需要在新技術上（譬如5G等）投入大量資本開支，同時間公司缺乏清晰的股東分紅制度和業績指引，投資者因而未會給予較高的估值。但是，近來國家一方面明言國企的估值長期「偏低」，同時部分國企如電訊股等均響應旗號，率先公佈會持續增加派息以回饋股東，同時也更明確向市場展現其增長潛力，而中短期內也無需對下一個新技術如6G等進行投入，大大提振市場對他們的信心，也反映在估值和股價上。我們認為三家電訊商(中國移動、中國電訊及中國聯通)各有各的賣點和優勢，同時盈利能夠穩健增長，股息吸引，因此組合也配置一定份額在此板塊上。

### 創新藥發展前景遠闊 中國有望誕生走向全球的藥企

中國的醫療保健開支遠低於發達國家，加上人口老化，預計醫療保健消費會持續增長。同時，中國本土藥企通過資本的推動、長期的研發投入、吸引優質人才加入等因素下逐漸發展起來，今時今日的中國藥企已不再是以價廉物美的「仿製藥」作為賣點，而是希望透過自主研發的創新「生物藥」攻佔全球。參照亞洲的成功例子，日本一些成功藥企通過產品「出海」大獲成功，使企業規模和盈利走上一個新台階。我們相信中國藥企將會參考這個發展之路，除了在本土市場上獲得成功外，更會將優質新藥帶到全球。

我們的組合中主力持有百濟神州和康方生物。其中，百濟神州是創新藥的龍頭企業，過往通過大舉的研發投入，大力招聘人才，在全球多國進行臨床研究和建立銷售團隊，現在已晉身成為中國創新藥企龍頭。百濟神州的BTK產品現時直接與國際巨頭在海外競爭，同時PD-1產品在國內也成功做到後發先至，現時貴為適應症最多和增長最佳的國產產品。至於康方生物，我們非常看好其雙抗產品的發展。雙抗產品未來數年的市場規模增長率將會是單抗產品的10倍，而同時只有少量玩家即將能夠有產品上市，大部分研發還處於非常初階。康方生物在創辦人夏總的帶領下，研發效率和速度極其優秀，旗下一隻重量級產品現正在國內和美國進行三期臨床，一旦成功獲批上市，將會大幅提升估值和盈利。

在主要的沽售活動方面，我們也退出了部分長期持股。

### 電動車步入紅海競爭 傳統燃油車亦傾力反撲

其中，我們基本上全數賣出了電動車相關領域的持股，因為電動車在2023年將會面對更激烈的競爭。我們認為電動車過去供需失衡（需求大於供應）的狀態將會變得平衡，同時傳統燃油車由於庫存的壓力也會大力割價促銷，進而影響整個市場的定價能力。我們會持續觀察這個板塊的最新發展，並且不排除於往後的時間再度參與投資。

### 美團股價要待市場對抖音的衝擊証偽

至於新經濟板塊，我們也幾乎全數賣出美團（只剩下獲騰訊分派的少量股份）。眾所周知，我們過往一直對美團、以及王興為首的管理層非常具備信心，也認為他們過往在多場硬仗表現出色，是非常具備前景的一家公司。我們這次賣出並不是不看好美團，只是認為抖音對外賣、到店等領域的入侵將會帶來一輪的價格廝殺，儘管我們認為美團將會一如以往最終勝出，但短期內無可奈何地需要犧牲一些利潤去迎戰對手，投資者也會為此而擔心，股價會在中短期積弱。我們會以較靈活的姿態去調控持股，暫時認為美團股價將會積弱一段時間，要待市場要對抖音的競爭證偽才能回復升勢。

### 錯失美東的退出時機 吸取深刻教訓

業績期前後，我們也賣出較長期的持股美東汽車。我們過往非常欣賞美東的經營策略「低庫存、高流轉、單城單店」，以上策略導致美東的經營數據一直大幅領先於其他汽車經銷商4S，而我們也曾經在此股身上獲得數以倍計的升幅（對比首次買入價）。但遺憾的是，我們最終並沒能把握股價在高位時適時獲利。事後看來，我們整個投資過程大有改進空間，也總結了一些經驗。首先，我們低估了新能源汽車對傳統燃油車經銷商的衝擊，我們原來的估計是這個替代是逐步的，同時汽車經銷商也會有時間去慢慢調整產品結構，但是最終實情是變化遠比我們或公司預想要快。第二，我們原來投資的美東是行業中的優等生，業績優秀的同時估值也是同業中最高，這樣問題便來了，一旦市場發生劇變，又或者美東的增速放緩，市場便會大幅懲罰這類高估值、零瑕疵的公司。我們可以打一個比喻，當一個原來考試常常獲取100分的同學A，在這次考試中只考到了90分。另外一位平常只考60分的同學B，在這次考試考到了50分。在老師（市場）看來，同學A的退步會較為明顯，反應也更大，因為原來的預期更高，而不是確實分數的變化。第三，原來我們對管理層的信心較高，這樣也間接影響到我們考慮退出時機的判斷，我們傾向給予較充足的時間讓公司調整業務模式和應對市場，但也是因此而錯失較佳離場的時機。我們在最近半年間的時間多次與管理層溝通（包括投資者關係和老闆葉總），但是我們陸續發現公司最近的言行有點不一，這也動搖了我們原來對管理層的信心，或許這才是決心離場的主因。

美東案例的失誤令我們印象深刻，我們期望不會再犯，也會謹記於心。我們長期參與投資市場，一直就是在做投研工作，盡力希望做多一點「對」的決定，減少「錯誤」。我們希望坦誠地寫出買入或賣出股票的邏輯，不單是給予客戶一個交代，也是希望透過文字令自己的記憶加深，並從中學習並改進。

### 應對市場波動 動態平衡倉位

由於市場持續波動，我們不斷在思考如何平衡長線投資和短線操作、如何維持核心持股的同時亦能控制風險，因此我們現時會採用一種「動態平衡」的策略。具體做法是我們一方面會盡量維持60-70%的核心持股，這些持股是以較為長線的思維佈局；但是剩餘的資金我們將會以較為靈活的操作，增持或減持個別股份。因此，客戶夥伴會從今季開始看到成交適度增多，但是我們也會密切審視相關操作的效益，並適時進行調整。

市場上仍有多項需要留意的風險，譬如全球通脹或會維持在高位一段比較長的時間、高利率會使市場估值下移、中美雙方角力持續、俄烏戰爭未見曙光等。

但是，市場從來也是不乏消息，但是企業能否提高盈利或資產淨值，繼而創造價值，才是長期推動股價的重要因素。我們會繼續將大部分精神放在研究工作上，希望把握到中國經濟復蘇的機會，以及美國經濟動蕩而產生的投資機會。

我們稍後將會在4月中為客戶夥伴召開一場視像研討會（請留意稍後的確實通知），解釋博立的2023年第一季的投資情況和接下來的投資方向，讓大家同心向前邁進。

我們將始終如一，堅守價值，創造回報。

聲明：  
本報告的資料僅作參考之用，並不構成任何投資建議，或構成任何回報保證，並且有關內容可能隨時更新。中原資產管理有限公司相信本報告所載資料是準確及可靠，但不保證其準確性。所有提供的資料及分析源自歷來的資料，閣下不應將之視作選擇投資的全部根據。本公司對任何人士因直接或間接使用此等資料及內容所引起之可能損失或損害並不承擔任何責任。投資者應注意，投資產品價格及其收益可升可跌，過往業績並不代表未來業績保證。中原資產管理有限公司、其董事、管理層、顧問或員工不會保證投資產品的表現。