

每日投资策略

行业、个股速评

行业点评

中国科技行业 - 主题投资与全球大趋势：《乘风破浪，迎接 AI 下一章》

1. 短期内：需求侧，AI GPU 需求强劲，能见度延伸至 2024 年；供给侧，产能提升加速进行。云厂商、AI GPU 制造商及其供应链均证实当下需求持续旺盛，能见度可至明年。目前的生产瓶颈主要在 CoWoS 和 HBM 方面。相关供应商正在加大产能以满足需求。我们观察到近期供应短缺问题有所缓解。根据《金融时报》的报道，“台积电计划今年向 Nvidia 交付 55 万片 H100 GPU，明年目标为 150 万到 200 万片”。另外，《联合新闻网》报道“台积电目前 CoWoS 先进封装月产能 1.2 万片，先前启动扩产后，原订将月产能逐步扩充到 1.5 万至 2 万片，如今再追加至 2.5 万片以上，甚至朝 3 万片靠拢。”

2. 中长期：下游企业将更关注 AI 投入成本和其变现情况。目前观察到一些积极的信号，或将提升 AI 的渗透率。在上一篇报告中，我们对中长期 AI 需求的可持续性存在一些担忧：1) 云厂商的资本支出已达历史高点，2) 由于供给短缺可能存在重复下单的情况，3) 利率持续上升等。除非生成型 AI 的变现能力超出预期，或者 AI 基础设施的投入成本显著降低，否则云厂商的资本支出上升空间有限。不过，我们也观察到近期 AI 产品在变现方面取得了一些积极进展：1) OpenAI 的年度收入超过 13 亿美元，2) 微软、谷歌和 Adobe 都计划为其 AI 功能收取订阅费。然而，由于当前运行 AI 基础设施的高成本，AI 应用的盈利能力仍然是一个挑战。

3. Nvidia 在短期内有望继续保持其在 AI GPU 的主导地位。然而，我们预计未来将会有更加激烈的竞争来自同业以及客户。目前为止，Nvidia 在 AI 领域的军备竞赛中表现出色，占据了 AI GPU 市场主导地位。不过，我们也看到 AMD 的 MI300 系列 GPU 将很快进入市场并与 Nvidia 竞争（预计今年第四季度发货）。同时，考虑到 Nvidia 芯片的高成本，专用的 AI 加速器可能更适合特定行业的基础设施和模型。许多 Nvidia 的大客户正在加速开发自己的人工智能芯片以降低成本，及减少对 Nvidia 的依赖。近日，Nvidia 展示了他们未来的产品升级路线（H200、B100、X100 等），以向市场显示他们对保持市场领导地位的信心。

4. 其他受益标的：Nvidia 是一个备受关注的标的，投资者正在积极寻找产业内其他潜在机会。我们认为以下公司也将会受益于 AI 需求的爆发。海外公司包括：AMD（AMD US）、Broadcom（AVGO US）、Super Micro Computer（SMCI US）、Marvell（MRVL US）、Fabrinet（FN US）和 Micron（MU US）。亚太公司包括：SK Hynix（000660 KR）、Innolight（300308 CH）、LuxNet（4979.TT）、Suzhou TFC（300394 CH）、Yoke Tech（002409 CH）和 Shannon Semi（300475 CH）。

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,640	-0.97	-10.82
恒生国企	6,050	-1.08	-9.77
恒生科技	3,812	-1.76	-7.68
上证综指	3,074	-0.46	-0.50
深证综指	1,884	-1.11	-4.62
深圳创业板	1,957	-2.00	-16.62
美国道琼斯	33,985	0.93	2.53
美国标普 500	4,374	1.06	13.91
美国纳斯达克	13,568	1.20	29.63
德国 DAX	15,238	0.34	9.44
法国 CAC	7,022	0.27	8.47
英国富时 100	7,631	0.41	2.40
日本日经 225	31,659	-2.03	21.32
澳洲 ASX 200	7,027	-0.35	-0.17
台湾加权	16,652	-0.78	17.79

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	30,515	-0.81	-5.95
恒生工商业	9,716	-1.12	-10.99
恒生地产	18,321	-1.10	-29.64
恒生公用事业	30,012	0.25	-18.51

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入（卖出）
沪港通（南下）	27.88
深港通（南下）	25.86
沪港通（北上）	-22.74
深港通（北上）	-11.65

资料来源：彭博

未来的催化剂：1) 地缘政治风险：如果美国进一步加强对向中国出口人工智能芯片的限制（预计将于十月公布），这可能会对 Nvidia、AMD、Broadcom 等许多公司的收入产生负面影响；2) 2023 年 11 月 21 日 Nvidia 第三季度财报；3) 2024 年云计算资本支出的指导；4) AMD MI300 系列销售情况；5) 生成型 AI 变现的进展。（[链接](#)）

个股速评

■ 腾讯（700 HK，买入，目标价 460.0 港元）- 宏观不确定环境下，3Q23 业绩有望维持稳健

腾讯将于 11 月 15 日公布 3Q23 业绩。我们预计 3Q23 总收入/调整后净利润同比增长 10/26%至 1535/406 亿元（一致预期：1,555/398 亿元人民币）。我们预计 3Q23 游戏/广告/FBS 收入同比增长 7/23/12%。得益于消费互联网业务的运营杠杆提升，我们认为腾讯能够在宏观不确定的环境下持续实现稳健盈利增长。我们维持 FY23-25 盈利预测基本不变，将基于 SOTP 的目标价微调至 460.0 港元（前值：458.0 港元）。腾讯目前 FY23 PE 仅 18 倍，考虑 23/24 年盈利增速 30%/19%，估值具备吸引力。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 特步（1368 HK，买入）- 3 季度营运数字符合预期，24 财年增长指引强劲

特步在 23 财年 3 季度的零售流水增长达到高双位数，符合招银国际预期的 18%。线下增长超过线上，其中儿童/跑步类的增长超过 30%/ 25%。零售折扣为 7-75 折，比 2 季的 75 折高，但与管理层在 8 月的评论一致。库销比为 4.5 至 5 个月，和 2 季度差不多。

招银国际点评：23 财年 3 季度表现和 4 季度指引不俗，24 财年的指引更是相当强劲。

1) 零售流水趋势良好，4 季度 30%以上的流水增长指引应该是可以实现。尽管 23 财年 3 季度的零售流水增长率与 2 季度相似，但因为基数比 2 季度高，因此表现比较出色。管理层预计 23 年 4 季度的增长率将达到 30%以上，符合招银国际预期，因为基数较低和零售流水趋势良好，我们比较有信心。

2) 23 年 4 季度可能保持较深的零售折扣，但也预期库销比会回归到约 4 个月。

这并不令人意外，因为管理层多次重申了他们要在 23 年下半年清理去年冬季产品的计划和带来的短暂影响。这些老品将主要通过在线渠道和门店销售，新品的折扣并不会受到影响，迄今为止 2023 年上半年的售罄率相当强劲（1 季度和 2 季度分别为 80%和 75%）。

3) 假设 23 财年 4 季度售罄率在正常水平，24 财年指引将会超预期。管理层预计 24 财年的零售流水和上市公司层面的销售均将达 20%以上的增长，这比我们 15%以上的预期要好。我们认为主要增长动力包括 10%以上的店效增长、3%以上的门店数量增长以及 20%以上儿童和电商销售增长。

4) 新品牌指引保持不变，但 Saucony 继续表现良好。现时 Saucony 的平均店效已达到约 30 万元人民币，尽管门店面积较小，仅为 110 平方米。预计 23 财年的店数会达到约 100 家，当中约 20 家为经销商门店。我们也预计 Saucony 会在 23 财年实现盈亏平衡。

当前估值不贵，为 14 倍 23 财年市盈率，0.6 倍 PEG，而且我们也认为公司业绩已在筑底，准备反转。

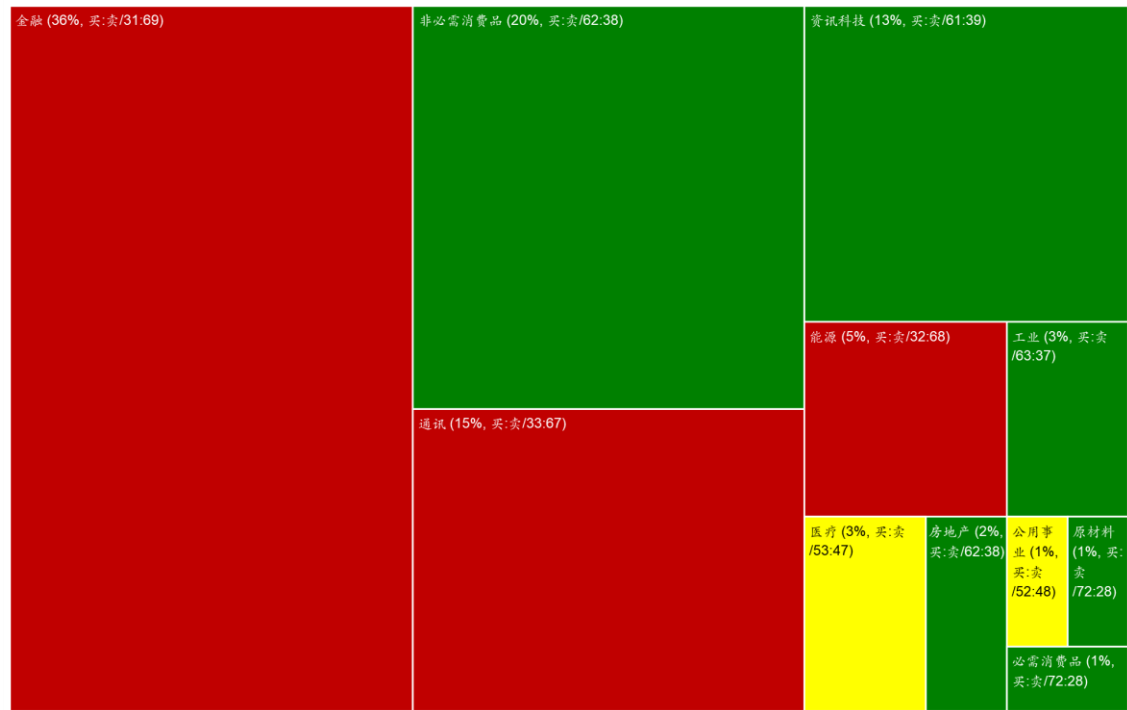
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	ROE (%)	股息率	
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	33.52	55.00	64%	54.5	27.5	6.2	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.31	14.00	50%	25.6	18.5	1.1	4.7	1.9%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	12.20	16.20	33%	14.8	11.1	3.1	22.1	1.8%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	49.45	67.00	35%	17.0	13.8	3.0	19.2	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	14.34	23.43	63%	4.9	4.2	0.7	14.6	7.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.50	14.26	36%	7.0	6.2	2.3	34.1	10.8%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.19	6.71	60%	63.2	50.9	13.5	23.0	0.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	43.95	73.10	66%	1.6	1.6	4.3	18.9	1.6%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	60.10	88.90	48%	42.3	63.9	2.8	16.6	3.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1729.90	2440.00	41%	29.1	25.1	9.3	31.9	1.8%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	94.88	132.30	39%	28.4	21.0	3.6	13.6	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	44.50	48.13	8%	N/A	N/A	6.4	N/A	0.0%
中国平安	2318 HK	保险	买入	43.55	80.30	84%	5.7	4.9	0.8	14.4	6.2%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	69.20	118.00	71%	101.1	88.6	16.9	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	304.60	458.00	50%	18.4	15.4	3.1	15.1	0.7%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	84.31	156.60	86%	9.9	9.2	1.4	10.4	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	105.32	109.00	3%	26.8	19.9	8.1	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	106.14	125.00	18%	18.4	17.2	4.8	21.5	1.3%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	63.35	97.00	53%	37.0	21.9	5.5	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.30	45.10	49%	6.3	5.7	0.8	13.3	5.1%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.45	41.98	6%	24.0	19.4	2.9	12.7	0.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	46.59	68.00	46%	23.6	17.1	1.5	6.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	10.44	17.00	63%	N/A	N/A	4.8	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 10 月 16 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 16/10/2023

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
2. 绿色代表当日买入股票金额 $\geq$ 总买卖金额的 55%
3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例 $>45\%$ 且 $<55\%$
4. 红色代表当日买入股票金额 $\leq$ 总买卖金额的 45%

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本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定。

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风险。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商投资者

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的分析员，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员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。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来进行交易。

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。