

# 每日投资策略

## 行业点评及公司点评

### 行业点评

#### ■ 半导体行业 - 英伟达 4Q24 业绩点评

英伟达公布了 Q4 业绩，收入 221 亿美元（+265% YoY/+22% QoQ），超过此前公司指引的 200 亿美元（+10%）。数据中心收入 184 亿美元（收入占比 83%；+409% YoY/+27% QoQ）。本季度毛利率为 76%，较上一季度（74%）和去年同期（63%）实现稳健提升。公司下一季度收入指引为 240 亿美元（+234% YoY/+9% QoQ），超过彭博预测的 10% 左右。下一季度毛利率指引为 76.3%，此后预期恢复至 70% 中位。业绩发布后，股价在盘后交易中持续上涨。

业绩会要点：

- 1) 需求和供应：Hopper 需求仍然非常强劲，供应链进展非常顺利。公司预计新产品将继续受到供应瓶颈限制，但需求将远远超过供应。
- 2) 中国：本季度来自中国区的数据中心收入大幅下降，仅贡献中单位数。定制化的替代产品已开始发货，公司预计一季度中国区的收入情况和本季度类似，同时管理层提到美国、中国以外的主权人工智能需求已成为额外的推动力。
- 3) 毛利率：预计将在第一季度达到顶峰，此后回到 70% 中位。关于 Q4/Q1 的提升，管理层归因于受益于计算和网络组件的成本影响。虽然此后毛利率会略有下降，但该水平仍然处于高位。
- 4) AI TAM：从长期看，管理层期待未来五年，全球数据中心基础设施市场已安装数量将翻倍（达 1 万亿美元），约合每年千亿的市场机会。
- 5) Ethernet 与 Infiniband 竞争：网络收入是去年的 3 倍。公司虽更看好 Infiniband，但同时也提供基于 Ethernet 的 Spectrum-X 方案。基于近期产业链业绩会的信息（Innolight/Coherent/Arista/Fabrinet），我们认为 Ethernet 的需求正在快速增长，并占据更多的份额。

Nvidia 的业绩会被视为 AI 行业的重要风向标。根据业绩会情况，我们认为近期和长期 AI 市场的增长逻辑依旧，目前仍处于人工智能革命的早期阶段。我们维持对 AI 产业链的乐观看法，维持中际旭创的买入评级，同时我们认为天孚 (300394 CH)、AMD (AMD US)、Broadcom (AVGO US)、Marvell (MRVL US)、Arista (ANET US)、Super Micro Computer (SMCI US)、SK 海力士 (000660 KS) 和台积电 (TSM US) 都是核心受益标的。 ([链接](#))

#### ■ 海外消费行业 - 海外美妆消费追踪：国内旅游零售有望在 2 季度完成美妆库存调整

最新公布的国际美妆集团季度业绩显示，内地和旅游零售市场表现疲软，但市场对此已有预期。资生堂和雅诗兰黛在业绩会上提出了降本增效的规划修改，表明它们对当前形势保持谨慎，并预示着行业发展可能会受到巨头主动或被动的调整影响。2024 年各家公司的战略规划趋势相似，包括改善韩国和海南旅游零售库存、优化营运资本和效率，以及力求提高单品价格。旅游零售板块预计在 2024 年上半年逐渐恢复，而中国市场仍面临品牌分化和发展痛点。日系企业除了市场竞争外，还需应对核废水排放等难题，短期内难以解决；资生堂通过内地医美

### 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	16,743	1.45	-1.79
恒生国企	5,758	2.05	-0.17
恒生科技	3,410	1.75	-9.41
上证综指	2,988	1.27	0.45
深证综指	1,650	1.29	-10.22
深圳创业板	1,758	0.31	-7.06
美国道琼斯	39,069	1.18	3.66
美国标普 500	5,087	2.11	6.65
美国纳斯达克	16,042	2.96	6.86
德国 DAX	17,370	1.47	3.69
法国 CAC	7,912	1.27	4.88
英国富时 100	7,684	0.29	-0.63
日本日经 225	39,099	2.19	16.84
澳洲 ASX 200	7,611	0.04	0.27
台湾加权	18,853	0.94	5.14

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	29,785	0.65	-0.13
恒生工商业	9,029	2.06	-2.22
恒生地产	16,498	1.02	-9.98
恒生公用事业	33,949	0.19	3.27

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)	36.24
深港通 (南下)	33.67
沪港通 (北上)	35.72
深港通 (北上)	20.71

资料来源：彭博

投资和胶原蛋白研发重组来应对。欧美系集团则面临中国本土品牌加速自主研发和轻医美普及带来的销售、盈利和竞争压力，因此2024年需要加大投入并突出核心技术以维护中高端客群优势。相比之下，珀莱雅和巨子生物在性价比和功效性方面仍具显著市场竞争优势。预计国际美妆集团将继续落实降本增效措施，但长期来看，它们需要在竞争激烈的中国市场找到新的竞争力以维持持续增长或巩固市场地位。  
([链接](#))

## 公司首发及点评

### ■ 新东方 (EDU US, 首次覆盖-买入, 目标价: 104.5 美元) - 进入新的增长阶段

作为国内领先的课外辅导及备考服务提供商，新东方能够依托于其优质教学资源，受益于中国课外辅导市场趋于理性的竞争环境以及强劲的需求。经历 FY23 的业务转型及监管环境进一步完善后，公司已进入新的增长阶段。不同的经济周期下，教育需求具备韧性，我们认为课外辅导行业仍是少数几个具有可持续增长和竞争格局改善的行业之一。我们预测公司 FY24-26 实现 49% 的非 GAAP 净利润增长。我们基于 SOTP 的目标价为 104.5 美元。首次覆盖给予“买入”评级。( [链接](#) )

### ■ 携程 (TCOM US, 买入, 目标价: 49.0 美元) - 在强劲出行需求中领先行业复苏

携程发布 4Q23 业绩：营收 103 亿人民币，同比增长 105%，符合彭博市场一致预期，较 4Q19 增长 24%。Non-GAAP 经营利润为人民币 26 亿元，较市场一致预期高 43%，主因销售营销费用支出效率好于预期，且运营效率改善好于预期。凭借强大的供应链能力、良好的品牌效应和忠诚的高端客户群积累，携程在强劲的旅游需求释放中领先行业复苏。我们认为，伴随携程出境游业务进一步复苏及纯国际业务的快速发展，携程的长期盈利增长潜力有望进一步释放。由于旅游需求的释放好于我们的预期，且携程具备强大的品牌认知，叠加高效营销支出带来的相较预期更好的经营利润率优化前景，我们将基于现金流折现的目标价上调 7% 至每 ADS 49.0 美元，维持“买入”评级。( [链接](#) )

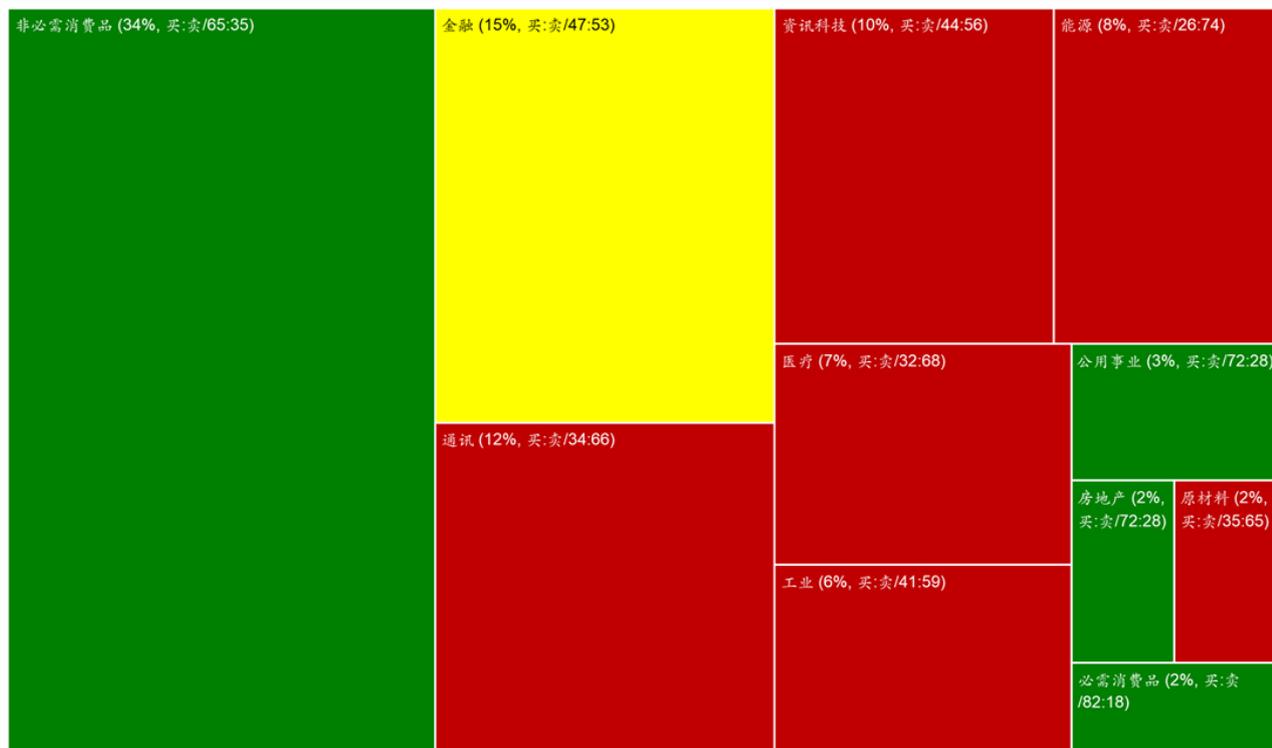
## 招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)		股息率
				(当地货币)	(当地货币)		2023E	2024E	2023E	2023E	2023E		
<b>长仓</b>													
理想汽车	LI US	汽车	买入	34.99	45.00	29%	29.2	18.3	6.1	17.9	0.0%		
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.35	14.00	68%	16.2	12.3	1.0	6.2	2.3%		
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	15.40	19.40	26%	13.1	11.0	1.5	11.3	2.8%		
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	58.45	70.00	20%	16.4	14.2	3.4	21.7	1.1%		
华润电力	836 HK	能源	买入	17.34	23.27	34%	5.4	4.5	0.8	14.6	7.1%		
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.45	34.10	45%	9.0	7.6	1.2	11.0	5.9%		
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	11.80	14.30	21%	7.3	6.4	2.5	34.1	9.6%		
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.45	1.80	24%	2.5	6.5	2.9	8.4	0.7%		
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.43	6.70	51%	10.7	8.6	13.8	23.0	0.4%		
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,718.38	2,219.00	29%	27.9	22.3	9.3	35.6	1.8%		
百济神州	BGNE US	医药	买入	153.78	295.67	92%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.68	11.70	10%	7.5	6.2	1.0	11.8	4.8%		
腾讯	700 HK	互联网	买入	291.40	465.00	60%	N/A	N/A	3.1	15.4	0.7%		
拼多多	PDD US	互联网	买入	131.63	142.60	8%	15.4	21.2	7.7	41.4	0.0%		
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	76.12	137.10	80%	23.0	11.2	1.3	8.5	0.7%		
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	588.47	613.30	4%	41.0	31.8	77.1	32.7	0.0%		
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	46.30	97.00	110%	21.0	13.0	3.9	9.1	0.0%		
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	34.91	30.00	-14%	10.0	8.7	N/A	39.6	0.0%		
华润置地	1109 HK	房地产	买入	25.85	45.10	74%	4.6	4.2	0.6	13.3	6.0%		
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.00	45.90	53%	16.0	12.8	2.2	14.3	1.1%		
立讯精密	002475 CH	科技	买入	27.60	47.00	70%	18.6	14.7	3.4	10.9	0.6%		
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	154.51	136.00	-12%	44.1	32.5	8.8	15.5	0.2%		
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.00	15.10	89%	N/A	N/A	3.5	N/A	0.0%		

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年2月22日）

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 22/2/2024

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上责任。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。