

每日投资策略

行业、公司点评

行业点评

- **2024 年全球晶圆代工行业持续稳固，预计 2025 年将出现温和复苏；首次覆盖华虹半导体 (1347 HK，买入，目标价：24 港元)**

根据 Counterpoint 的数据，2023 年全球晶圆代工市场份额达到 1,170 亿美元。受 AI 芯片需求激增与库存回补的推动，2023 年下半年行业显示出稳定迹象。市场在 2023 年三季度和四季度的环比增长分别为 6.5% 和 9.8%。我们看好晶圆代工行业的未来发展，驱动因素包括：1) AI 基础设施持续投资，2) 存储等产品需求的恢复，3) 技术进步，以及 4) 半导体产业链自主可控需求的推动。

目前，纯晶圆代工市场高度集中。据 Counterpoint，台积电在 2023 年四季度拥有 61% 的市场份额，三星占 14%，GlobalFoundries 占 6%。中芯国际和华虹半导体分别占据第五和第六的位置（市场份额为 5% 和 1%）。展望未来，我们预计台积电将通过其在 AI 相关芯片制造和产能方面的领先地位，进一步获得更多的市场份额。由于更多的 AI 相关收入，台积电预计自身 2024 年收入增速将高于全球其他晶圆代工厂的增长率。另外，我们相信中芯国际和华虹半导体也将在中国半导体产业链国产化的趋势下获得市场份额的增长。

国内领先的晶圆代工厂将在技术进步和半导体产业链自主可控趋势的推动下继续受益。对于成熟制程晶圆代工厂，地缘政治风险相对较小。我们预计中国将在成熟制程产能的市场份额方面继续扩张。根据 TrendForce 预计，中国的成熟制程的全球占比将从 2023 年的 31% 增长到 2027 年的 39%。

作为中国第二大晶圆代工厂及领先的成熟制程晶圆代工厂，华虹半导体在过去几年把握住了来自下游终端市场需求快速增长的机遇。虽然公司在 2023 年受到需求减弱导致 ASP 下滑的挑战，公司的产能利用率已在 2024 年一季度恢复到 92%（2023 年第四季度为 84%），并有望在 2024 年二季度达到 100%。此外，华虹半导体正积极扩产其 12 英寸晶圆产能，以准备下一轮复苏周期。在我们看来，与其他本地成熟制程晶圆厂相比，华虹半导体与下游客户绑定更广、更深入，这将使得公司持续保持领先优势。我们首次覆盖华虹半导体 (1347 HK)，给予“买入”评级，目标价为 24 港元。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

公司点评

■ 宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 4.93 美元) – 业绩稳健, 战略转型进行时

宝尊 1Q24 业绩好于预期, 其中收入同比增长 5% (较一致预期高 4%), 调整后净亏损为 1,500 万元人民币 (好于一致预期 4,500 万元亏损)。尽管宏观及消费存在挑战, 我们预计 2Q24E BEC (宝尊电商) 业务将实现收入同比止跌 (vs. 1Q24 同比下降 17%), 源于 FMCG 业务调整完毕及多个品类新经销增量 (包括美丽健康、酒水)。BBM (宝尊品牌管理) 焕新转型稳步推进中, 且亏损显著收窄。我们看好 FY24E 全年 BBM 收入实现双位数增长, 预计 2Q24E BBM 收入将实现同比持平。考虑线下消费情绪疲软, 预计新店拓张节奏有所放缓, 审慎计划利于利润率改善。我们维持全年财务预测不变, 目标价保持 4.93 美元。 ([链接](#))

■ 欢聚 (YY US, 买入, 目标价: 47 美元) – 关注 2H24E 直播复苏及广告增量

欢聚时代 1Q24 业绩超预期, 其中收入同比下降 3% (较一致预期高 2%), 调整后净利润达 6,700 万美元 (较一致预期高 24%)。2Q24E 收入指引中值为同比增长 1%, 符合我们的预期, 但略低于市场一致预期 2%。考虑 2Q 弱季节性 (中东斋月等因素), 我们预计 Bigo 直播业务 2Q24E 环比下跌 5%, 其中北美及东南亚市场复苏稳健, 中东市场仍需时间。而广告业务在需求提升下强劲增长持续, 预计 2Q24E Bigo 广告收入实现环比高单位数增长。叠加其他业务, 我们预计 2Q24E 集团收入同比增长 1%, 调整后净利润为 5,000 万美元。展望 2024 全年, 我们对收入增速回正保持乐观, 但小幅下调调整后净利润至 2.42 亿美元, 基于 Hello 业务影响及利息收入波动。我们将 2024-2026 年利润预测下调 12%-14%, SOTP 目标价调整至 47 美元, 维持买入评级。 ([链接](#))

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定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。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。