

每日投资策略

宏观策略/行业、个股点评

宏观策略

■ 2024 年美国展望 - 在软着陆与温和衰退之间

2023 年美国大超预期，剧烈加息周期尚未遏制家庭消费、企业投资和政府支出扩张步伐。但随着货币信贷紧缩效应释放、超额储蓄和企业流动性衰减、就业和收入前景弱化及财政赤字率下降，2024 年美国经济增长将明显回落。房地产和汽车、消费电子等耐用消费在加息周期中已率先收缩，服务业未来将迎来放缓。尽管不能完全排除温和衰退可能性，但各部门下行不同步和实体资产负债表强劲降低了经济衰退风险。通胀将延续回落，因房租、工资涨幅下降和商品价格保持低位。美联储或在 5、6 月开启降息周期，美债收益率和美元指数将有所回落。
([链接](#))

行业点评

■ 科技行业—英伟达 FY3Q24 业绩追踪：业绩和指引再超预期；专供中国芯片将在未来几个月内推出

英伟达公布了非常强劲的 FY3Q24 业绩以及 FY4Q24 指引，业绩与指引均大幅超越市场此前一致性预期。其中，FY4Q24 收入指引为 200 亿美元，超越此前一致性预期的 179 亿美元，主要由于数据中心业务的强劲需求。公司表示中国地区 FY4Q24 的收入将受到出口政策影响，有比较大的下滑；中国地区收入目前占英伟达数据中心部门收入的 20-25%，但是公司表示其他地区的收入将弥补缺口，依旧拉动数据中心业务的强劲增长，而英伟达也将持续针对中国地区推出特别版的产品，并在后续几个季度中推出。三季度业绩具体来说，FY3Q24 收入为 181 亿美元，同比增长 34%、环比增长 206%，超越此前市场一致性预期 13% 以及公司先前指引。综合毛利率达到 75%，超越此前一致性预期的 72.5%。分业务部门来看，数据中心/游戏业务/专业化视觉/汽车业务收入分别同比上升 279%/81%/108%/4%，除去汽车业务收入，各业务线表现全面超越市场先前预期。其中，数据中心业务收入主要受到 Hopper 架构 GPU 出货；本季度，L40S 与 GH200 Grace Hopper 芯片产品均已经实现出货，并且包括 InfiniBand 在内的数据中心计算卡网络连接方面的业务收入也大幅增加。游戏业务收入增长主要受到开学季的季节性需求推动。

基于四季度的强劲指引，以及明年英伟达在数据中心方面比较强劲的产品线布局 and 市场需求，我们的持续关注要点包括：1) 北美云厂商明年将逐步开放以 H200 为基础的 Instance 业务；2) 与微软 Azure 合作的 AI Foundry 业务的开展；3) 关注四季度至明年 AI 应用落地持续带动数据中心算力产品的需求，看好英伟达服务器合作商以及上游产业链相关投资机会。
([链接](#))

■ 科技行业—全球半导体晶圆代工 3Q23 跟踪：消费电子/智能手机/PC 回暖；2024 年行业周期上行、恢复增长。

全球主流晶圆代工厂 (TSMC/UMC/VIS/GF/SMIC/HH) 公布了符合预期的 3Q23 业绩，但 4Q23 收入指引分化因出货量和 ASP 压力，且毛利率将下滑因行业需求未全面回暖、产能利用率低迷、折旧和较高的效用成本影响。展望 2024 年，大部分晶圆厂预计 2024 年将恢复增长，受益于消费电子/智能手机/PC 回暖但汽车行业库存面临调整。总体而言，我们预计全球晶圆代工行业将在 2024 年上半年

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	17,735	-0.24	-10.35
恒生国企	6,075	-0.47	-9.40
恒生科技	4,030	-1.17	-2.40
上证综指	3,044	-0.81	-1.48
深证综指	1,906	-1.59	-3.53
深圳创业板	1,950	-2.16	-16.91
美国道琼斯	35,273	0.35	6.41
美国标普 500	4,557	0.20	18.68
美国纳斯达克	14,266	-0.13	36.30
德国 DAX	15,958	0.36	14.61
法国 CAC	7,261	0.19	12.16
英国富时 100	7,470	-0.36	0.24
日本日经 225	33,452	0.19	28.19
澳洲 ASX 200	7,073	0.21	0.49
台湾加权	17,310	0.58	22.44

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	30,338	-0.53	-6.50
恒生工商业	9,815	-0.22	-10.08
恒生地产	18,556	1.49	-28.74
恒生公用事业	30,837	-0.72	-16.27

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)	36.49
深港通 (南下)	28.88
沪港通 (北上)	3.86
深港通 (北上)	-16.07

资料来源：彭博

恢复正增长。对于个股，我们认为 2024 年行业复苏和 HPC/AI 强劲需求将利好台积电（2330 TT）因其技术领导者地位、中芯国际（981 HK）将受益于国产替代趋势而华虹（1347 HK）将受益于其领先的特色制程工艺。（[链接](#)）

■ 科技行业—英伟达三季度业绩强劲，数据中心业务将继续增长

Nvidia 发布了 2024 财年三季度的财报，季度收入为 181 亿美元，环比增长 34%，同比增长 206%。毛利率为 74.0%，环比增长 3.9 个百分点。净利润为 92 亿美元，环比增长 50%，同比增长 1,274%。根据公司指引，2024 财年第四季度的收入预计将达到 200 亿美元，意味着环比增长 10%，同比增长 231%。毛利率预计将增长到 74.5%。这些结果和指引与我们此前预期的“Nvidia 三季度业绩将再次超预期并上调预期（[链接](#)）”一致。然而，我们观察到公布业绩后英伟达股价有些许下跌，我们认为原因或是 1）一些投资者预期 Nvidia 三季度收入环比增速将高于二季度的 88%，2）投资者可能认为中国的收入流失是负面的（考虑到历史上 Nvidia 的数据中心收入中有 20-25% 来自中国）。

随着 AI 市场的持续扩张以及竞争日益加剧，Nvidia 有望维持其行业领导地位和市场份额优势，但也会面临来自竞争对手的挑战，比如 AMD 的 MI300X 在内存和带宽方面的参数相当可观，这些性能在推理芯片中也至关重要，被认为是对 Nvidia 的直接挑战。根据 AMD CEO Lisa Su 的说法，AMD 的数据中心 GPU 收入预计在四季度达到 4 亿美元，并在 2024 年超过 20 亿美元，届时供应会充足。此外，微软为云计算定制设计的新芯片，紧随亚马逊和谷歌的步伐，表明超大型云服务商正在致力于提高自身效率和性能。（[链接](#)）

在 AI 供应链方面，我们的观点保持不变，总结如下：

1) 关键组件供应商将继续受益于 AI 强势劲头（[链接](#)），Nvidia 在其业绩会上确认数据中心市场至 2025 年的良好增长前景。我们建议投资者关注供应链中的受益者，如 Super Micro Computer (SMCI US)、Fabrinet (FN US)、SK Hynix (000660 KS)、Samsung (005930 KS)、Micron (MU US)、中际旭创 (300308 CH, 买入)、天孚通信 (300394 CH) 等。

2) 同时，中国将长期发力于实现半导体自给自足（[链接](#)）。尽管 Nvidia 宣布了中国市场定制的芯片，但我们认为国内公司仍会青睐 Nvidia 的最新产品，尤其是考虑到其更为卓越的性能。然而，随着“美国对中国的科技禁令仍在发酵，最新的出口限制可能不是美国采取的最后一个措施”（[链接](#)），芯片出口限制可能迫使国内公司重塑供应链，采用更多国内产品，这也将进一步促进国内芯片的发展，如华为麒麟。另外，百度最近订购了 1,600 颗华为 910B AI 芯片，凸显其进一步实施国产替代的计划。（[链接](#)）

个股点评

■ 爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 8.6 美元) - ARM 提升驱动会员长期价值释放

爱奇艺 3Q23 业绩表现稳健，收入同比增长 7.3%（符合预期），而净利润达到 6.2 亿元人民币，较我们预期/市场预期高 3%/11%。其中，会员订阅收入同比增长 19%，主要由 ARM 提升所拉动（同比增长 15.6%至 15.5 元人民币）。同时，公司也连续四个季度实现现金流超过 1 亿美元的净流入。展望 4Q23，我们预计收入同比增长 4%，其中会员订阅同比增长 5%，当中 ARM 环比提升 3%；广告收入预计同比持平。随着热播剧的上线（例如《宁安如梦》），我们预计将支持订阅用户的企稳。未来更多优质内容的输出，包括《一念关山》和《狐妖小红娘》等精品剧集，也将进一步支持 2024 年业绩。我们看好爱奇艺利润提升趋势，预计 4Q23 non-GAAP 运营利润为 9.08 亿元人民币。市场对短剧竞争较为关注，但我们认为由于用户群体的差异化和监管加强，短剧对爱奇艺的影响十分有限。我们保持对 2024/25 年的盈利预测不变，维持 8.6 美元目标价（对应 2024 年 17 倍市盈率）。（[链接](#)）

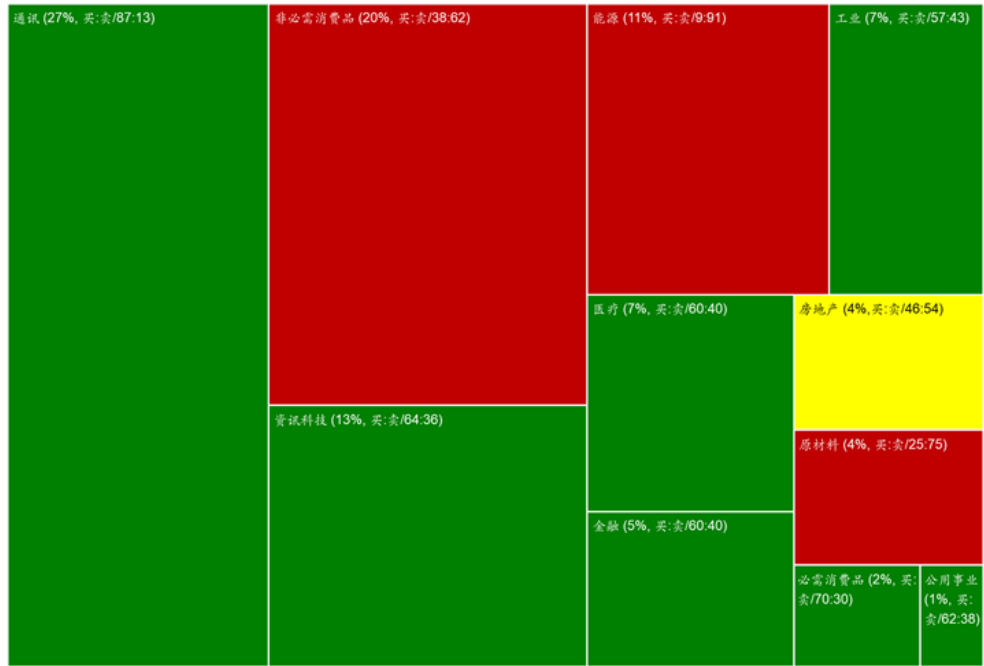
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	40.69	50.00	23%	32.2	20.3	5.3	18.1	N/A
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.41	14.00	49%	24.9	18.1	1.1	4.7	1.0%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	14.30	16.10	13%	13.5	12.5	1.4	11.0	2.6%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.99	70.00	43%	14.9	12.9	3.0	21.7	1.3%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.72	22.53	43%	5.4	4.5	0.7	14.6	N/A
华润燃气	1193 HK	能源	买入	25.40	35.48	40%	8.6	7.3	1.3	11.2	N/A
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.84	14.26	45%	7.2	6.3	2.3	34.1	10.2%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.34	1.84	37%	2.3	5.8	0.3	8.4	15.8%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.16	6.71	30%	10.2	8.3	2.1	23.0	2.4%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1771.13	2440.00	38%	30.8	26.9	9.9	31.9	1.4%
信达生物	1801 HK	医药	买入	43.00	57.35	33%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
友邦保险	1299 HK	保险	买入	72.55	118.00	63%	1.5	1.4	2.7	11.3	2.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	326.60	465.00	42%	N/A	N/A	N/A	15.5	N/A
拼多多	PDD US	互联网	买入	117.44	131.80	12%	23.8	17.7	N/A	30.0	N/A
网易	NFLX US	传媒与文娱	买入	478.00	512.00	7%	38.9	30.2	N/A	25.0	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	60.45	97.00	60%	26.0	17.0	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.25	45.10	49%	5.4	4.9	0.7	13.3	5.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.05	44.20	19%	19.9	15.9	3.2	13.4	0.3%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	96.09	109.30	14%	44.1	32.5	N/A	12.6	N/A
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	11.98	17.00	42%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究（截至 2023 年 11 月 22 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 22/11/2023

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国投资者

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。