

每日投资策略

行业及公司点评

行业点评

■ 半导体行业 - ASML 1Q24 业绩：2024 是公司过渡年

ASML 上周发布了 2024 年一季度财报，公司收入同比下降 21.6%，未达市场预期。尽管净利润超出预期，但同比仍下降了 37.4%。一季度毛利率为 51%，由于浸没式光刻机和 EUV 的销售相对于干式业务的比重有所增加，并超过了公司的预期。管理层预测公司二季度收入将在 57 亿至 62 亿欧元之间，毛利率为 50-51%。此外，管理层表示 2024 年为公司的过渡年，预计全年收入与 2023 年持平，但预期下半年将显著改善，为 2025 年的增长奠定基础。

公司注意到一季度订单以内存产品为主，占 60%，反映出市场对高带宽内存（HBM）的强烈需求。同时公司观察到，无论是内存还是逻辑芯片客户，对光刻机的利用率都在持续提升。这也侧面说明了对 HBM 需求较大的公司，如 Nvidia 和 AMD，可能会特别受益于这一趋势。另外公司一季度来自中国区的收入占比增加，主要得益于 DUV 的销售。2024 年一季度 ASML 在中国的收入占比从去年四季度的 39% 增至 49%。 ([链接](#))

■ 中国科技行业 - 华为 Pura 70 系列推动华为市场份额提升；行业首选比亚迪电子、丘钛科技和通达集团

4 月 18 日，华为推出了备受期待的四款全新旗舰手机 Pura 70 系列（70/Pro/Pro+/Ultra）。该系列迎来摄像头升级（超广角/OIS/潜望镜）、搭载麒麟 9010 芯片、具有三角摄像头岛设计、覆盖第二代昆仑玻璃、具有 4900mAh 电池和支持人工智能应用的鸿蒙系统 Harmony OS 4.2。总的来说，我们认为 Pura 70 系列的推出将推动华为在 1H24 的市场份额提升。就个股而言，考虑到华为份额提升、安卓手机补库存和智能手机规格升级，相比苹果产业链我们更看好安卓供应链相关个股机会。2024 年一季度，全球智能手机出货量同比增长 7.8% 而苹果出货量同比下滑了 10%。我们推荐个股和重申“买入”评级的个股包括：比亚迪电子（因其华为/荣耀/小米业务占比）、通达集团（因公司为安卓手机供应外壳）、丘钛科技（因其摄像头模组升级，如 OIS/Periscope）。 ([链接](#))

■ 中国科技行业 - 联想创新科技大会 2024：AI PC 产品加速推出

联想集团在上周四举办了本年度 AI 主题创新科技大会。在会议上，联想 CEO 杨元庆重申了联想集团让 AI 深入每个家庭和产业的愿景，同时认为结合公有和私有大数据的混合 AI 将是行业发展的未来趋势。联想作为全球具有最广阔内置 AI 设备产品集群的公司，将在其品牌下电脑、手机、平板等产品上部署 AI 个人智能。同时联想拥有包括服务器、存储、高性能计算和软件服务等以

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,224	-0.99	-4.83
恒生国企	5,747	-0.99	-0.38
恒生科技	3,278	-2.35	-12.92
上证综指	3,065	-0.29	3.04
深证综指	1,687	-0.73	-8.23
深圳创业板	1,756	-1.76	-7.16
美国道琼斯	37,986	0.56	0.79
美国标普 500	4,967	-0.88	4.14
美国纳斯达克	15,282	-2.05	1.80
德国 DAX	17,737	-0.56	5.88
法国 CAC	8,022	-0.01	6.35
英国富时 100	7,896	0.24	2.10
日本日经 225	37,068	-2.66	10.77
澳洲 ASX 200	7,567	-0.98	-0.31
台湾加权	19,527	-3.81	8.90

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	27,774	-0.73	-6.87
恒生工商业	9,023	-1.20	-2.28
恒生地产	14,598	-0.45	-20.35
恒生公用事业	32,388	-0.40	-1.48

资料来源：彭博

沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	57.11
深港通 (南下)	34.95
沪港通 (北上)	-19.69
深港通 (北上)	-20.11

资料来源：彭博

AI 为导向的基础设施产品平台，联想也将在其品牌下 AI 基础设施上布局 AI 企业智能。

会议上，我们关注到，1) 联想发布了 6 款 AI PC 产品，单价从人民币 5,999 元至人民币 17,999 元。每台 AI PC 将预装大会最新发布的联想小天个人智能体，联想小天可以根据用户电脑本地存储资料，在本地高效完成信息检索、会议纪要总结、PPT 制作、AI 识图、AI 画图等助理工作，无需连接网络及云端，保护用户隐私。2) 联想拥有包括智能硬件设备、基础设施、服务及解决方案在内的全栈 AI 人工智能基础。在 AI 浪潮中，我们也看到传统硬件厂商在边缘侧增加 AI 相关软件及服务收入的潜力。

在去年年底 AI PC 处理器相继发布后，主流的 PC 厂商均逐步发布 AI PC 产品阵列。我们认为 AI PC 产品发布将在下半年加速，IDC 预测 2027 年 AI PC 市场渗透率将达到 60%；联想集团 CEO 认为，截至 2024 年底全球 AI PC 渗透率将达到 10%。我们看好 AI PC 产品渗透率提升带来的相关产业链投资机会，相关标的包括联想集团、鸿腾精密、春秋电子、华勤技术和立讯精密。

([链接](#))

■ 中国保险行业 - 一季度上市险企寿险保费增速承压；财险 3 月受非车提振保费数据回暖

1Q24 上市寿险公司保费收入增速回落，但降幅逐月收窄。6 家上市寿险公司一季度累计原保险保费收入同比-0.5%至 7,469 亿元，降幅较前个两月同比-4.3%/-2.8%边际收窄，主要受 3 月单月原保险保费收入同比+6.6%至 1,836 亿元，相较于前个两月同比-4.3%/+3.0%而言，增速回暖的带动。从整体趋势来看，中资寿险公司一季度累计原保险保费收入增速有所分化，三家实现同比正增长，包括中国人寿 (2628 HK)/平安寿险 (2318 HK)/阳光人寿 (6963 HK) 同比各升+3.2%/+0.9%/+5.4%；三家出现同比下滑，包括太保寿险 (2601 HK)/人保寿险 (1399 HK)/新华保险 (1336 HK) 同比各-5.4%/-8.2%/-11.7%。我们认为一季度中资寿险公司保费收入整体承压的原因，主要包括：1) 2024 年“开门红”效应较去年同期大幅弱化；2) “报行合一”对银保新单保费及险企业务结构调整的影响延续至一季度；3) 去年 8 月以来，预定利率下调导致客户承保需求前置的影响需逐步出清。我们看到前期产品结构以增额终身寿险销售居多的险企，一季度保费收入增速的波动较大，如太保、新华和人保寿险。从 3 月单月保费数据看，除新华保险外，其余 5 家上市险企的寿险保费收入均实现同比正增长，其中人保寿险 (1339 HK) 和阳光人寿 (6963 HK) 3 月单月的保费收入同比+34.8%/+22.4%，领先上市同业；新华保险 3 月保费收入同比-4.4%，降幅较 2 月收窄 8.7 个百分点。我们认为上市险企 3 月单月寿险保费收入增速的回升，可能受季度末销售人员加大业务推动以冲刺业绩的影响。渠道方面，我们看到上市险企重视个险渠道对新单保费的贡献，并预计自 2Q24 开始银保新单保费的增速将趋于稳健。得益于低风险偏好下居民对储蓄险的需求持续旺盛，以及银保新业务价值率的改善，我

我们预计一季度上市险企的新业务价值有望延续较快增长。基于承保端业务的稳健性，我们看好中国太保 (2601 HK)。

财险3月保费收入增速回暖，非车政策类业务承保节奏改善带动增长。5家上市财险公司一季度累计原保险保费收入+5.1%至3,351亿元，主要受3月单月保费收入增速同比+8.7%的带动。其中，众安 (6060 HK)/阳光财险 (6963 HK)/太保财险 (2601 HK) 实现3月单月保费收入双位数增长，同比+22.3%/13.8%/12.7%，带动一季度累计保费收入同比+18.1%/+18.3%/+8.6%。分业务线看，车险保费增速下滑，主要受1) 费率压降和2) 2H23车险自主定价系数放宽后，中小险企降低产品定价以实现更好的竞争，导致车险件均保费下降的影响。人保财险3月车险保费收入增速同比+3.1%，相较2月同比-1.3%有所回升；平安财险车险一季度保费收入增速为同比+3.5%。非车3月保费增速回暖，主要受政策类业务如农险、意健险等承保节奏改善的驱动；人保财险3月单月农险和意健险保费收入同比+14.7%/+10.1%，相比2月同比-20.2%/+5.1%显著改善；平安财险一季度非车保费收入（含意健险）同比+1.3%，扭转3Q23以来的负增长趋势，其中意健险保费大幅提升34.1%。一季度受部分地区冻雨灾害的影响，行业赔付率呈上行趋势，我们预计一季度上市财险公司的承保综合成本率将略有提升。

估值：当前中资寿险公司交易于0.1-0.4倍FY24E P/EV，板块估值主要受资产端投资表现的制约，当前行业下行风险较低，安全边际高；财险公司交易于0.2-0.8倍FY24E市净率，维持板块“优于大市”评级，推荐买入中国财险 (2328 HK)，目标价11.9港元，对应1.0倍FY24E市净率。（[链接](#)）

公司点评

■ 奈飞 (NFLX US, 买入, 目标价: 644.5 美元) - OPM 指引上调, 利润释放加速

奈飞 1Q24 业绩再次实现全面超预期，其中收入同比增长 15%（较预期高 1%），经营利润同比增长 54%（较预期高 8%，OPM 达 28.1%），会员净增达 933 万（高于市场预期 600-800 万）。2Q24E 指引稳健，其中收入预计同比增长 16%（符合预期），经营利润同比增长 38%（较预期高 5%）。此外，管理层再次上调 2024 年 OPM 至 25% (vs. 此前 24%)，彰显利润加速释放信心。股价在业绩后出现部分回调，源于其 2024 收入指引温和（同比增长 13%-15%）、披露调整（1Q25 后季度会员数及 ARM 不再披露）。我们认为市场在板块回调和过高预期下存在过度反应，长期看好奈飞低价广告版会员增量、付费共享推进以及利润上修空间。我们上调 FY24-26E 盈利预测 6%-7%，DCF 目标价上调为 644.5 美元（对应 35.1x/28.7x FY24/25E P/E）。（[链接](#)）

■ 波司登 (3998 HK, 买入, 目标价: 5.34 港元) - 从冬季销售到全季销售的关键时刻

公司上周举行了防晒服的新品发布会, 同时也上调了 24 财年财务指引 (30% 以上销售增长, 利润增长更快, 此前为 1 月时的 20% 以上增长), 我们认为有几方面的因素: 1) 宏观方面, 冬季天气较冷和春节较晚, 以及去年基数较低, 2) 公司自身策略的成功, 像品类拓展, 防晒服强劲增长 300% 以上至约 5 亿元人民币, 轻薄羽增长 70% 以上至 30 亿以上等等, 冬羽绒中的户外产品如三合一冲锋衣同样热销, 3) 单店营运上的效率提升, 受惠于 TOP 策略的推行, 核心门店和核心 SKU 都贡献了约 60% 和 70% 的销售。

我们对 25 财年的增长依然乐观, 预期销售和利润可分别增长 14% 和 17%, 因为上述增长点仍有较大的突破空间。公司预期防晒服今年或有 100% 的增长, 至约 10 亿, 除了去年热卖的骄阳系列, 亦会新增都市轻户外系列, 产品也会铺到 1500 家以上的直营门店 (去年为 1000 家), 同时也会批发予经销商。轻薄羽亦预期会增长 30%+ 至 45 亿以上, 也会有更多新系列和产品升级等等。对于其他主系列, 根据我们测算, 只要实现 10% 以上的增长, 就可以达到我们的财务预测, 而我们认为这一目标并不难实现。

现价在 12 倍 25 财年预测市盈率, 维持“买入”评级, 目标价在 15 倍。但受惠于 7% 的股息率, 我们认为下行空间很少。当前是公司从冬季销售的品牌成功拓展至全季销售的关键时刻, 我们认为估值仍有向上重估的空间。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	市值	平均日交易量	股价	目标价	上/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)	股息率
				(十亿美元)	(百万美元)	(当地货币)	(当地货币)	空间	FY23A	FY24E	FY23A	FY23A	FY23A	
长仓														
理想汽车	LI US	Auto	BUY	31.0	273.0	29.2	48.00	64%	17.1	13.9	3.3	N/A	N/A	
吉利汽车	175 HK	Auto	BUY	11.4	43.1	8.8	14.00	58%	15.8	12.5	1.0	6.8	2.3%	
潍柴动力	2338 HK	Capital Goods	BUY	21.4	21.1	17.2	22.00	28%	15.0	11.2	1.7	11.8	3.3%	
浙江鼎力	603338 CH	Capital Goods	BUY	4.8	34.2	69.1	70.00	1%	20.0	17.3	4.0	21.7	1.0%	
波司登	3998 HK	Consumer Discretionary	BUY	5.8	9.9	4.2	5.34	27%	17.9	14.7	2.9	17.2	4.9%	
海尔智家	6690 HK	Consumer Discretionary	BUY	34.4	37.5	25.8	31.24	21%	13.5	11.8	2.0	15.8	3.3%	
Vesync	2148 HK	Consumer Discretionary	BUY	0.7	0.3	4.6	6.71	45%	9.3	7.4	1.9	24.2	4.3%	
贵州茅台	600519 CH	Consumer Staples	BUY	288.1	688.5	1660.8	2219.00	34%	28.6	23.1	9.8	35.6	1.5%	
百济神州	BGNE US	Healthcare	BUY	15.7	39.2	132.0	268.20	103%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
中国财险	2328 HK	Insurance	BUY	28.9	35.3	10.2	11.90	17%	N/A	N/A	0.9	10.8	5.1%	
腾讯	700 HK	Internet	BUY	362.5	800.7	300.6	445.00	48%	17.1	14.6	N/A	N/A	N/A	
阿里巴巴	BABA US	Internet	BUY	175.2	1282.4	68.9	131.90	91%	18.8	14.7	N/A	N/A	N/A	
拼多多	PDD US	Internet	BUY	151.1	1076.6	113.7	155.40	37%	14.7	14.8	N/A	N/A	N/A	
亚马逊	AMZN US	Internet	BUY	1861.6	7319.9	179.2	213.00	19%	41.9	39.5	N/A	N/A	N/A	
奈飞	NFLX US	Entertainment	BUY	264.2	2472.5	610.6	644.50	6%	50.5	35.2	N/A	26.1	0.0%	
快手	1024 HK	Entertainment	BUY	24.9	119.1	44.9	97.00	116%	18.3	11.8	N/A	N/A	0.0%	
大健云仓	GCT US	Entertainment	BUY	1.2	94.3	36.8	46.00	25%	13.9	11.3	N/A	N/A	N/A	
华润置地	1109 HK	Property	BUY	21.0	47.1	23.1	45.10	95%	4.8	4.3	0.6	11.8	6.8%	
鸿腾精密	6088 HK	Technology	BUY	1.8	3.7	1.9	2.42	27%	10.5	9.2	0.5	5.4	0.0%	
小米集团	1810 HK	Technology	BUY	50.1	193.6	15.7	22.19	41%	19.0	21.2	2.6	11.7	N/A	
比亚迪电子	285 HK	Technology	BUY	6.8	19.0	23.7	46.51	96%	12.7	9.3	2.1	13.8	2.4%	
中际旭创	300308 CH	Semi	BUY	19.1	634.2	172.2	136.00	-21%	58.9	32.2	N/A	15.6	N/A	
金蝶	268 HK	Software & IT services	BUY	3.4	21.4	7.5	15.50	107%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年4月19日）

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。