

# 每日投资策略

## 行业及公司点评

### 行业点评

#### ■ 半导体主题投资与 AI 大趋势：DeepSeek 点评

DeepSeek 在过去的周末迅速跃居国内及海外 iOS 应用商店 AI 相关 App 下载榜首，其核心竞争力在于超高效的开源模型（总算力规模约 10,000 颗英伟达 A100 芯片）和极具成本效益的 AI 计算基础设施。这一里程碑事件立即引发了市场对大模型 vs. 小模型、开源 vs. 闭源、低成本 vs. 高端计算基础设施的激烈讨论，同时也在全球市场引起了震动。

在周一（1月27日）的亚洲股市，半导体、数据中心及散热相关个股普遍下跌，但互联网公司普遍上涨，反映了市场对 DeepSeek 的高效模型或颠覆 AI 产业链的担忧。随着市场讨论持续发酵，我们预计本周海外科技股股价将保持高波动，尤其是在即将发布财报前夕以及股价处于历史高位的背景下。

展望未来，我们预计科技行业将更加强调 ROI，以证明在 AI 方面的资本支出扩张合理性，以消除投资者疑虑。尽管 DeepSeek 展现了更高效的 AI 计算模式，我们依然坚定认为算力仍是 AI 发展的基石。

#### DeepSeek 的影响：资本支出与 AI 投资模式的演变

##### ■ AI 应用仍处于早期阶段，算力需求长期依然强劲：

DeepSeek 通过优化小模型，在极低成本（仅 558 万美元，约为 OpenAI o1 总成本的 3%）下达成了显著性能提升。导致市场担忧大规模云厂商的 AI 资本支出可行性，但我们认为这一成功表明 AI 投资的 Capex-to-revenue（资本支出收入比）可大幅下降，使更多企业具备自主构建 AI 基础设施的能力。此外，这也可能推动 AI 产业向更加去中心化方向发展，增强中小企业的创新能力。

##### ■ 大规模计算集群仍然是核心需求：DeepSeek 的 10,000 颗 A100 GPU 集群（单颗 A100 计算能力 $\approx$ 0.33 颗 H100）已展现出在特定垂直应用中的高精度表现，但多模态、多任务大模型仍然需要大规模 GPU 集群进行训练和推理。例如，Meta 训练 Llama-4 时使用了 100,000 颗 H100，远超小型垂直模型的计算需求。因此，我们认为 AI 计算基础设施的长期需求依旧稳健。

#### AI 基础设施未来的发展方向

##### ■ 垂直应用的崛起：

DeepSeek 的模式在垂直应用领域展现了巨大潜力，但通用计算能力仍然不可或缺。多模态模型、实时推理等复杂任务需要远超垂直模型所能提供的算力，因此高端计算基础设施仍然是 AI 产业的核心支柱。

### 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	20,198	0.66	18.48
恒生国企	7,383	0.97	27.98
恒生科技	4,687	0.64	24.52
上证综指	3,251	-0.06	9.27
深证综指	1,911	-1.30	3.98
深圳创业板	2,064	-2.73	9.12
美国道琼斯	44,714	0.65	18.64
美国标普 500	6,012	-1.46	26.05
美国纳斯达克	19,342	-3.07	28.85
德国 DAX	21,282	-0.53	27.05
法国 CAC	7,907	-0.27	4.82
英国富时 100	8,504	0.02	9.96
日本日经 225	39,566	-0.92	18.23
澳洲 ASX 200	8,409	0.00	10.78
台湾加权	23,525	0.00	31.20

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	35,487	0.36	18.99
恒生工商业	11,354	0.83	22.97
恒生地产	14,661	0.70	-20.01
恒生公用事业	34,152	0.35	3.89

资料来源：彭博

### ■ 小型专用模型的兴起:

随着越来越多专用小模型的崛起，我们预计新一轮 AI 驱动应用浪潮将兴起，进一步推动 AI 产业去中心化，并降低 AI 计算成本。

**投资观点：继续看好 AI 供应链，首选中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）**

[\(链接\)](#)

## 公司点评

### ■ 中国人寿(2628 HK, 买入, 目标价: 20 港元) – 4Q24 单季度净利润或同比下滑

中国人寿公布 2024 年业绩预增公告，2024 年归母净利润为 1,023.68-1,126.05 亿元，在国际财务报告准则下，预期同比增长 122%-144%；在中国企业会计准则下，预期同比增长 100%-120%，较前三季度归母净利润同比增长 174%有所放缓。盈利层面，4Q 单季度为净亏损 21.55 亿元至净利润 80.82 亿元，较去年同期净利润 80.17 亿元，同比增幅最高为 0.8%。

投资波动或导致 4Q 净利承压。公司全年归母净利润增长翻倍符合预期，主要得益于 3Q24 末权益市场大涨，带动总投资收益大幅提升的影响，2024 年前三季度公司总投资收益同比增长 152.4%。4Q24 单季度归母净利润或同比下滑，预计主要受股债市投资波动的影响。4Q24 资本市场同比改善，沪深 300 指数同比-2%（4Q23: -7%），年末中国 10 年期国债到期收益率<1.7%（FY23: 2.56%），我们预计 4 季度归母净利润波动或与公司主动调整战略资产配置(SAA)，如增配高息股、平衡 TPL 权益和 OCI 权益配置占比等，造成的投资波动有关。

具体来看，1) 权益投资方面，截至 1H24，公司 FVTPL 核心权益资产（含股票和权益型基金）和 FVOCI 股票占比分别为 11.2%（仅次于新华：16.3%）/ 0.6%（上市同业中最低），反映投资业绩受权益资产影响的弹性较大；2) 债券投资方面，截至 1H24，公司 83%（上市同业中最高）的债券投资划分至 FVOCI，在当前低利率的环境下，债券公允价值的上行无法直接增厚当期利润。

预计新业务价值增长稳健。公司 2024 年全年保费收入同比增长 4.7%至 6,717 亿元，其中 1Q/2Q/3Q/4Q24 单季保费收入增速为 3.2%/6.3%/9.3%/1.1%，我们维持 FY24/25E 新业务价值同比增长 19%/9%的预测，并看好公司 25 年 NBV 在价值率提升的带动下实现稳健增长。

估值：考虑投资波动的影响，我们调整公司 FY24E/25E/26E EPS 预测为 3.85/2.68/2.81 元（前值：4.45/2.58/2.61 元，对应调整幅度为 -14%/4%/8%），维持“买入”评级，目标价为 20.0 港元不变，对应 0.4 倍

FY25E P/EV 和 0.92 倍 FY25E P/B。公司股价目前交易于 0.24 倍 FY25 P/EV 和 0.67 倍 FY25E P/B。

风险：长端利率大幅下行；权益市场波动加剧；新单销售大幅不及预期；代理人规模超预期下降等。（[链接](#)）

■ **中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价: 186 元人民币): 尽管供应链受限, 业绩依然亮眼, 期待更强劲的 2025**

公司预计净利润同比增长 111.6%-166.9%，至 46 亿-58 亿元人民币。中位数 52 亿元同比增长 139.2%，基本符合市场一致预期及我们估算（分别低 3.2%/1.4%）。我们认为中际旭创仍然是当前全球计算能力需求旺盛、AI 基础设施投资周期持续推进的国内主要受益者。近期 AI 投资加码（如 Meta 的 600-650 亿美元、字节跳动的 120 亿美元，以及高达 5,000 亿美元的 Stargate 项目）显示 AI 资本支出正在加速。我们认为市场对于 CPO 解决方案成为主流的担忧过度，而近期股价回调提供了绝佳的买入机会。维持买入评级，目标价 186.0 元人民币不变。（[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	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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
<b>装备</b>												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.46	19.00	31%	8.8	11.8	1.4	19.3	3.5%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	15.09	16.00	6%	N/A	N/A	0.6	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.81	6.80	17%	12.1	10.8	0.8	6.9	6.0%	
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	13.42	19.60	46%	7.2	6.7	1.1	18.3	9.2%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	27.60	33.80	22%	23.8	17.9	0.8	26.6	0.0%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	82.15	126.68	54%	17.9	16.7	3.5	23.3	3.1%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	357.40	450.26	26%	161.0	135.4	20.6	12.1	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	83.60	133.86	60%	21.8	N/A	6.0	31.8	1.6%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.98	18.84	57%	17.9	N/A	2.3	16.3	4.1%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	225.24	282.71	26%	N/A	459.7	9.1	N/A	0.0%	
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	124.39	162.81	31%	78.2	50.2	5.0	7.8	0.3%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.55	35.50	51%	5.3	6.0	0.7	16.2	5.2%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.82	14.00	9%	8.9	8.5	1.0	13.1	4.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	395.60	525.00	33%	17.2	15.8	3.5	N/A	1.2%	
网易	NTES US	互联网	买入	101.95	125.50	23%	2.0	1.9	0.5	21.5	13.8%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	89.99	132.20	47%	1.4	1.2	0.2	11.2	6.8%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.68	6.13	67%	16.0	13.6	1.4	9.7	4.6%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.57	4.79	34%	142.8	81.1	9.1	7.1	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	37.10	NA	NA	132.5	148.4	4.6	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.25	48.66	15%	20.9	14.8	2.7	14.7	1.4%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	114.82	186.00	62%	23.9	16.5	6.6	31.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	377.00	426.00	13%	34.6	26.5	6.7	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	9.92	10.80	9%	N/A	143.8	3.9	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年1月27日）

注：小米集团(1810 HK)的目标价仍在审核中

## 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。