

每日投资策略

行业、公司点评

行业点评

■ 半导体行业 - AI 主题投资与全球大趋势：美国星际之门项目将加速全球 AI 基础设施竞赛

经过两年对 AI 基础设施的重大投资，市场预计 2025 年将成为 AI 行业的变革之年。随着行业领军企业继续加大 AI 基础设施建设的资本投入，以扩大自身竞争壁垒，AI 行业的下游应用也在加速涌现，包括 AI 智能代理（AI Agents）、人形机器人（Humanoid Robots）、自动驾驶出租车（Robotaxi）等。我们对 AI 需求仍然保持乐观。

我们继续将 AI 主题列为 2025 年的首选投资方向。预计 AI 行业的增长势头将持续至 2025 年之后。根据彭博一致预期，海外云厂商预计 2025 年的资本支出将达到 2,710 亿美元，同比增长 28%。

在这一持续的资本支出周期中，我们认为 AI 产业链的龙头企业将最为受益，其中半导体领域的代表性公司包括：

全球 AI 供应链受益者：英伟达、博通、Marvell、台积电、SK 海力士、ASML 等；中国本土受益者：全球 AI 供应链的关键供应商：中际旭创、新易盛、天孚通信、生益科技等；受益于国内 AI 投资加速的 AI 芯片设计和制造企业：寒武纪、海光信息、中芯国际。

海外市场：星际之门项目的推出。美国政府近日正式宣布星际之门（Stargate）项目，这是一项 5,000 亿美元规模的 AI 基础设施投资计划，旨在确保美国在全球 AI 竞争格局中的领先地位。该计划将在未来四年内推进，其中首期投资 1,000 亿美元，重点关注数据中心、计算集群以及其他 AI 相关资源。该项目将由软银（SoftBank）负责财务运作，OpenAI 负责运营管理。此外，甲骨文、英伟达、ARM、微软以及 OpenAI 将作为初始技术合作伙伴参与其中。

该项目的规模前所未有的，超越了美国历史上多个重要的科技投资计划，例如曼哈顿计划（约合 330 亿美元，通胀调整后）、阿波罗登月计划（约合 2540 亿美元，通胀调整后）、CHIPS 法案（约 2,800 亿美元）。我们认为，这一项目代表了 AI 基础设施的额外投资，尚未被充分计入当前的资本支出预测和估值模型之中。对于市场担忧的 AI 需求可持续性问题的，我们认为该项目将推动 AI 投资增长至少延续至 2026 年及以后。

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,779	-0.74	16.02
恒生国企	7,177	-0.81	24.42
恒生科技	4,581	-0.31	21.70
上证综指	3,214	-0.95	8.02
深证综指	1,920	-0.74	4.49
深圳创业板	2,101	-0.18	11.09
美国道琼斯	44,157	1.54	17.16
美国标普 500	6,086	1.50	27.60
美国纳斯达克	20,009	1.93	33.29
德国 DAX	21,254	1.26	26.88
法国 CAC	7,837	1.34	3.90
英国富时 100	8,545	0.29	10.50
日本日经 225	39,646	1.91	18.47
澳洲 ASX 200	8,430	0.99	11.05
台湾加权	23,525	1.11	31.20

资料来源：彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	34,520	-0.03	15.75
恒生工商业	11,131	-1.05	20.55
恒生地产	14,682	-1.21	-19.89
恒生公用事业	34,209	-1.58	4.06

资料来源：彭博

国内市场：中国加速 AI 和半导体投资。面对美国在 AI 领域的主导地位及其他国家的主权级 AI 投资，中国也在大力推动 AI 及半导体行业的发展。2025 年 1 月，中国政府宣布设立 600 亿元人民币（约 82 亿美元）的 AI 投资基金，该基金由国资背景的国智投和大基金三期共同发起，注册地位于上海。我们预计未来还将有更多来自私营部门的投资。

此外，有传言称字节跳动计划在 2025 年投资 120 亿美元用于 AI 基础设施和芯片采购（尽管公司否认此消息）。据报道，其中约 55 亿美元将用于从国内外供应商采购 AI 加速器，其余资金则用于海外 AI 计算基础设施，以训练基础模型。根据《金融时报》报道，这一投资规模较 2024 年翻倍，显示出中国科技企业对 AI 算力的强劲需求。（[链接](#)）

公司点评

■ 途虎（9690 HK，买入，目标价：20 港元）- 2H24 收入增长或放缓，2025 有望重新提速

2H24 业绩前瞻：我们预计途虎 2H24 收入将同比增长 8%、环比增长 7% 至约 76 亿元，全年工场店数量增加超过 900 家至接近 6,900 家；2H24 毛利率将环比下降 1.5 个百分点至 24.4%，主要因为 3Q24 终端销售价格下调以提振消费需求。考虑到下半年公司加大广告投放力度，我们估计 2H24 销售费用率将环比上升 1.1 个百分点至 13.8%，而其他营业费用率合计或有所下降。综上，我们预测途虎 2H24 经调整净利润将同比下降 9% 至 2.43 亿元，对应全年经调整净利润同比增长 25% 至约 6 亿元。

2025 年利润率有望改善：考虑到 4Q24 更多新店开业以及对终端门店的营销支持增加，我们预计途虎 2025 年的收入增长有望提速。我们预计公司 2025 年毛利率有望提升至 25.7%，主要得益于 2025 年供应商年降幅度增加，以及专供和自有自控品牌的销售占比提升，但销售费用率或仍将维持高位以保持用户流量的有效增长。综上，我们预计途虎 2025 年经调整净利润有望同比增长 27% 至 7.63 亿元，净利率同比提升 0.5 个百分点至 4.6%。

估值和评级：维持买入评级，下调目标价至 20 港元，基于 20x FY25E P/E（经调整），相比美国的可比公司仍有估值折价。面对宏观经济的不确定性，我们认为途虎的基本面相比其他的汽车售后服务商仍然更具韧性。（[链接](#)）

■ 韦尔股份（603501 CH，买入，目标价：130 元人民币）- 预计未来业绩逐季走强

韦尔股份预计 2024 年收入同比增长 20.9%-22.8%，达到 254 亿至 258 亿元人民币。按中位数计算，公司营收略低于彭博一致预期/我们预测的 3.2%/2.6%。公司 2024 年业绩增长主要受益于高端智能手机市场 CIS 产品渗透率提升（2024 年上半年智能手机 CIS 收入占比 52%）以及汽车自动驾驶技术应用的增长（汽车 CIS 收入占比 31%）。净利润预计达 32 亿至 34 亿元人民币，同比增长 468% 至 504%，管理层将其归因于公司在全球市场份额进一

步扩大（根据 Yole 数据，韦尔 2023 年全球 CIS 市场份额达 11%）与公司整体毛利率改善（9M24/FY23 分别为 29.6%/21.8%）。

展望未来，我们认为韦尔股份将成为 1) 国内消费电子补贴政策的受益者，2) 多个关键市场（如新能源车自动驾驶、边缘 AI 设备（AI 眼镜、XR 头显）、机器人（人形及工业机器人）等）快速增长的核心受益者。维持“买入”评级，目标价 130 元人民币不变。（[链接](#)）

招银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	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
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.48	19.00	31%	8.8	11.8	1.4	19.3	3.5%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	14.53	16.00	10%	N/A	N/A	0.6	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.70	6.80	19%	11.9	10.6	0.8	6.9	6.1%	
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.82	19.60	53%	6.9	6.4	1.1	18.3	9.9%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	27.13	33.80	25%	23.4	17.6	0.7	26.6	0.0%	
安瑞体育	2020 HK	可选消费	买入	81.90	126.68	55%	17.8	16.6	3.5	23.3	3.1%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	350.20	450.26	29%	157.7	132.7	20.3	12.1	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	82.90	133.86	61%	21.6	N/A	6.0	31.8	1.6%	
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	12.14	18.84	55%	18.1	N/A	2.3	16.3	4.0%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	222.22	282.71	27%	N/A	453.5	8.9	N/A	0.0%	
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	122.32	162.81	33%	76.9	49.3	4.9	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	12.44	14.00	13%	8.6	8.2	1.0	13.1	4.9%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	385.20	525.00	36%	16.8	15.4	3.5	N/A	1.2%	
网易	NTES US	互联网	买入	99.52	125.50	26%	2.0	1.8	0.5	21.5	14.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	86.40	132.20	53%	1.4	1.2	0.2	11.2	7.1%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.71	6.13	65%	16.1	13.7	1.4	9.7	4.5%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.94	4.38	11%	151.5	91.6	10.1	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	35.65	N/A	N/A	36.0	28.8	4.5	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.80	44.41	4%	21.7	15.9	2.7	18.6	1.4%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	132.00	186.00	41%	27.4	19.0	7.6	31.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	384.91	426.00	11%	35.2	27.1	6.8	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	9.29	10.80	16%	N/A	134.6	3.6	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 22 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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告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責任。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策。

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员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。