

半导体

AI 主题投资与大趋势：“星际之门”项目有望推动全球人工智能设施竞赛的进一步加速

优于大市
(维持)

经过两年在 AI 基础设施方面的重大投资后，投资者期待 2025 年将成为 AI 领域的变革之年。随着行业龙头继续投入大量资金用于 AI 基础设施建设和扩大竞争优势，下游应用领域也涌现出新的主题，包括 AI Agents、人形机器人、自动驾驶/无人出租车等。我们对 AI 的需求前景保持乐观态度。

AI 依旧是我们 2025 年的首选投资主题。行业龙头公司有望在 2025 年之后仍继续受益于 AI 强劲的增长动力。根据彭博一致预期，四大云厂商在 2025 财年的资本支出总额将达到 2,710 亿美元（同比增长 28%）。

鉴于当下 AI 资本支出周期继续，我们认为 AI 供应链的龙头受益公司将继续受益。在半导体领域，主要受益者包括英伟达（NVDA US，未评级）、博通（AVGO US，未评级）、Marvell（MRVL US，未评级）、台积电（TSM US，未评级）、SK 海力士（000660 KS，未评级）和 ASML（ASML US，未评级）。国内受益者则包括：1) 全球 AI 供应链中的关键供应商，例如中际旭创（[300308 CH, 买入](#)）、新易盛（300502 CH，未评级）、天孚通信（300394 CH，未评级）和生益科技（[600183 CH, 买入](#)）；2) 在国内受益的主要 AI 芯片设计商/制造商，如寒武纪（688256 CH，未评级）、海光信息（688041 CH，未评级）和中芯国际（688981 CH，未评级）。

■ 海外方面：“星际之门”（Stargate Project）项目的推出。“星际之门”是一项耗资 5,000 亿美元的 AI 基础设施计划，旨在确保美国在 AI 领域主导地位。该项目计划在未来四年内持续扩大投资，其中首期将部署 1,000 亿美元，主要用于数据中心、计算集群以及其他与 AI 相关的资源。该项目将由软银（主要负责财务）和 OpenAI（主要负责运营）牵头。此外，甲骨文（ORCL US，未评级，1 月 21 日收盘时股价上涨+7%）、英伟达（NVDA US，未评级，+3%）、ARM（ARM US，未评级，+4%）、微软（MSFT US，-0%）和 OpenAI（私人公司）将成为该项目主要的初始技术合作伙伴。

- 该项目的规模超越美国以往在科技领域的任何一项重大技术投资，例如曼哈顿计划（约合 330 亿美元，经通胀调整）、阿波罗计划（约合 2,540 亿美元，经通胀调整）或《芯片与科学法案》（约 2,800 亿美元）。另外，这笔额外的 AI 基础设施支出目前尚未被考虑入当前投资者的资本支出预测/估值模型中。我们认为，当前 AI 产业链的主要受益者将在 2026 年后持续增长（vs. 此前投资者对 AI 需求可持续性的质疑）。

■ 国内方面：我们预计中国将大幅增加对 AI 和半导体领域的投资，以应对美国在 AI 领域的主导地位以及其他国家的主权 AI 投资计划。当美国在 2025 年 1 月出台进一步收紧 AI 出口的管制政策后，中国便在上海成立了规模为 600 亿元人民币（约合 82 亿美元）的国家 AI 投资基金。该基金由国家集成电路产业投资基金（大基金）三期和国智投（上海）私募基金管理有限公司共同发起设立（[链接](#)）。

- 我们预计，随着政府引导基金的成立，来自私营部门的投资也将在后续陆续跟进。此外，有传言称字节跳动（尽管公司否认此消息）计划在 2025 年投资 120 亿美元用于 AI 基础设施建设和芯片采购（[链接](#)），其中约 55 亿美元将用于从国内外供应商采购 AI 加速器，其余资金将用于海外 AI 计算基础设施建设，主要用于基础模型的训练。

中国 半导体 行业

杨天薇, Ph.D

(852) 3916 3716

lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣

(852) 3761 8727

kevinzhang@cmbi.com.hk

过往中文报告：

1. 半导体 - 台积电：AI 需求激增推动强劲的业绩和指引 - 17 Jan 2025 ([link](#))
2. 半导体 - 英伟达三季度业绩回顾：预计明年 Blackwell 需求将保持强劲 - 22 Nov 2024 ([link](#))
3. 半导体 - AMD “Advancing AI” 大会回顾 - 15 Oct 2024 ([link](#))
4. 半导体 - 博通第三季度业绩回顾：业绩符合一致预期，未给市场带来惊喜 - 10 Sep 2024 ([link](#))
5. 半导体 - 英伟达 2QFY25 业绩回顾：重点关注 Blackwell 出货和利润率 - 29 Aug 2024 ([link](#))
6. 半导体 - 博通 2Q24 业绩回顾：AI 热潮和 VMware 收入推动营收增长 - 14 Jun 2024 ([link](#))
7. 半导体 - 2024 全球晶圆代工行业逐渐企稳，明年有望复苏；华虹首予买入 - 13 Jun 2024 ([link](#))
8. 半导体 - Marvell 1Q25 业绩回顾：AI 热潮驱动相关收入持续增长 - 03 Jun 2024 ([link](#))
9. 半导体 - 英伟达有望保持长期增长 - 23 May 2024 ([link](#))
10. 半导体 - 技术进步和国产替代推动半导体设备投资增长；北方华创首予买入评级 - 13 May 2024 ([link](#))
11. 半导体 - ASML 1Q24 业绩：2024 是公司过渡年 - 24 Apr 2024 ([link](#))
12. 半导体 - 博通预计 24 年 AI 收入占半导体业务 35%，或超百亿美元 - 12 Mar 2024 ([link](#))

图 1: 美国过往在科技领域方面的重大技术投资

项目	年份及项目支出 (百万美元)	经通胀调整后的支出 (百万美元)
曼哈顿计划	1945: 1,890	33,000
阿波罗计划	1960-1973: 28,000	254,000
《芯片与科学法案》	2022: 280,000	N/A
星际之门计划	2025: 500,000	N/A

资料来源: Moneyzine, The Planetary Society, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 招银国际环球市场预测
注: 通胀调整基于美国 CPI 指数

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有关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：招银国际证券并未给予投资评级

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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来进行交易。

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编制的报告。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。