

每日投资策略

宏观策略/行业/公司首发及点评

宏观策略

■ 美国经济 - 核心通胀回落，加息担忧暂消

能源价格上涨导致12月CPI通胀小幅反弹，但符合市场预期。核心CPI增速超预期回落，主要由于商品价格疲软和除房租外核心服务延续放缓。数据公布后，市场对今年延续降息预期升温，全年降息幅度预期从25个基点升至37个基点，美股美债走强，美元指数小幅回落。

由于全球商品需求偏弱、房租通胀补降和薪资增速放缓，上半年通胀可能延续温和回落。但投资者和美联储担心特朗普政策可能推升中期通胀。美联储需要一段时间观察特朗普政策落地情况和评估其潜在影响，而短期内美国经济仍有韧性，预计美联储1月、3月和5月可能暂停降息。近期美债利率反弹、美元走强和美股波动将给经济带来一定紧缩效应，下半年经济可能有所放缓，预计美联储可能在6月和9月两次降息共50个基点。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国工程机械行业 - 工程机械出口量于12月份全面录得增长

中国工程机械工业协会发布了2024年12月工程机械销售的完整数据。各类机械出口量增长依然强劲，特别是汽车起重机和塔式起重机，同比分别增长67%和95%。在中国，整体需求还没有改善，挖掘机是12月份唯一增长的产品。选股方面，我们仍然看好中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入)，主要由于公司通过广泛的产品渗透新兴市场，而持续进行的股票回购(H股)将继续成为短期期催化剂。我们看好三一重工(600031 CH, 买入)和恒立液压(601100 CH, 买入)，主要由于它们在挖掘机领域的占比较高。我们同时看好浙江鼎力(603338 CH, 买入)，主要由于其海外高空作业平台销售比例高，而美国反倾销税的下调将有助大幅减轻未来关税上升的影响。 ([链接](#))

■ 半导体行业 - 台积电公布强劲的4Q24业绩

台积电(TSM US, 未评级)四季度营收达268亿美元(同比增长36.5%，环比增长14.1%)，超出彭博一致预期/公司指引的3.9%/1.3%，主要受3nm和5nm需求强劲推动。毛利率扩张至59.0%，高于市场一致预期/指引的58.5%/58.0%，得益于更高的产能利用率和生产效率提升，但部分被3nm量产初期的成本摊薄所抵消。

按技术节点来看，3nm贡献了四季度26%的收入(相比3Q24/4Q23的20%/15%)。按应用领域划分，高性能计算(HPC)仍为最大板块，占比超过50%，反映出AI需求的持续强劲。2024全年营收同比增长30%至901亿美元，毛利率为56.1%，同比提升1.7个百分点。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,523	1.23	14.52
恒生国企	7,099	1.24	23.06
恒生科技	4,417	1.23	17.35
上证综指	3,236	0.28	8.78
深证综指	1,909	0.44	3.90
深圳创业板	2,051	0.66	8.46
美国道琼斯	43,153	-0.16	14.50
美国标普500	5,937	-0.21	24.48
美国纳斯达克	19,338	-0.89	28.82
德国DAX	20,655	0.39	23.30
法国CAC	7,635	2.14	1.21
英国富时100	8,392	1.09	8.52
日本日经225	38,573	0.33	15.27
澳洲ASX 200	8,327	1.38	9.70
台湾加权	23,025	2.27	28.41

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	34,227	1.55	14.77
恒生工商业	10,949	1.10	18.57
恒生地产	14,528	0.86	-20.73
恒生公用事业	34,343	0.68	4.47

资料来源: 彭博

2025 年展望：AI 需求强劲推动增长。1Q25 营收指引在 250-258 亿美元之间，以中位数计算，同比增长 35%，环比下降 6%。管理层解释，该环比下降主要由于 1) 智能手机季节性需求疲软，但 2) 强劲的 AI 需求部分抵消影响。对于 2025 年，公司预计营收将增长~25%，受 AI 需求强劲增长及非 AI 终端市场温和复苏（比如智能手机出货量低单位数增长，但芯片含金量提升）驱动。展望未来，公司预计长期营收年均复合增长率为 20%。我们继续看好 AI 供应链的发展，并将其视为 2025 年最优投资主题。（[链接](#)）

公司首发/点评

■ 多点数智 (2586 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 8.50 港元) - 数字化赋能零售行业

多点是中国最大的零售云解决方案提供商，按 GMV 计算公司 2023 年市场份额达到 13.3%。我们预计多点收入在 FY24-26 期间实现 30% 年复合增长，主要得益于 AIoT 解决方案起量以及多点 OS 业务的持续渗透。多点 OS 系统是一个具有超 1,000 模块的私有云 SaaS 平台，全面覆盖了端到端的零售运营场景。多点与物美集团的成功合作将帮助多点持续扩大客户基础。我们目标价为 8.50 港元，基于 2.5x FY25 EV/Sales。首次覆盖给予“买入”评级。（[链接](#)）

■ 爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 3.00 美元) - 会员及广告业务仍然承压; 关注短剧业务发展

我们预计 4Q24 爱奇艺总收入同比下降 14% 至 66 亿元，基本符合我们此前预期和市场一致预期。收入下降主因 24 年 10 月内容表现较弱以及实物交换交易收入下降（但对毛利润影响较小）；总体内容表现自 11 月推出几部关键剧集如《我是刑警》以后开始回升。我们预计 4Q24 非 GAAP 运营利润环比增长 7% 至 3.95 亿元，高于我们此前预期（3.6 亿元），主要得益于严格内容成本控制。展望 2025 年，我们预计在线视频行业竞争仍将激烈，这使我们对未来的收入和盈利恢复持更加谨慎态度。我们将 FY25-26 总收入预测下调 7-10%，并基于 12x FY25E PE 将目标价下调至 3.00 美元（前值为 4.50 美元，基于 15 倍 PE）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 丘钛科技 (1478 HK, 买入, 目标价: 6.79 港元) - 中国智能手机补贴受益者; 调升目标价至 6.79 港元

我们上调丘钛科技的目标价至 6.79 港元（前值：6.43 港元），基于 13 倍 FY25E P/E，主要原因是我们认为 2025 上半年在中国手机补贴政策推动下，丘钛科技是安卓需求增长加速的主要受益者。公司在今周也发布了盈喜，因此我们将公司 FY25-26E 每股收益上调了 6-12%，主要是考虑到 FY25/26E 更优的安卓手机需求和公司 2024 盈喜预告。展望 2025 年，我们看好中国智能手机补贴政策持续推进、公司非手机摄像头模组（汽车/AR&VR）和超声波指纹模组业务的增长。我们预计，公司 FY25/26E 净利润将分别同比增长 102%/30%。该股目前估值为 2025 年市盈率 11.4 倍，我们认为具吸引力。重申“买入”评级。（[链接](#)）

■ 药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价: 24.24 港元) - 积极的需求趋势为 25 年打下坚实基础

药明生物在 24 年新签创纪录的 151 个新项目, 且有权获得 1.4 亿美金的近期里程碑付款, 此外海外运营稳步推进, 预计爱尔兰生物药工厂将在 25 年产生利润。管理层重申 24 年业绩指引, 预计收入和经调整净利润 (剔除少数股东权益前) 同比增长 5-10%, 并预计 25 年收入将加速增长。

24 年客户需求复苏超预期, 为 25 年打下坚实基础。尽管 24 年有地缘政治的扰动, 药明生物在 24 年总计新增创纪录的 151 个项目, 其中有超过一半来自美国客户。值得注意的是, 公司从外部获得 10 个临床三期和 3 个商业化项目, 大部分来自美国。我们认为公司超预期的新增项目数表明公司在全球生物药 CDMO 领域内的强大竞争力以及全球客户对于公司的高度信赖。公司项目管线数量达到 817 个, 漏斗效应持续反映在不断增加的 PPQ 项目数上, 24 年公司完成 77 个 PPQ 项目, 同比增长 26%, 公司预计 25 年将同比增长 31% 至 101 个, 快速增长的 PPQ 项目预示着未来公司 CMO 收入的增长可期。

全球领先的研发能力带来显著里程碑收入。公司独特的 CRDMO 商业模式使其能更好地赋能客户项目的早期研发, 通过直接将项目授权给客户或者通过第三方对外授权, 药明生物也获得了可观的里程碑收入。根据公司管理层, 药明生物 24 年赋能 7 个全球项目的发现服务, 有权获得 1.4 亿美元的近期付款 (包括里程碑付款)。截至 24 年底, 公司有超过 50 个项目可收到里程碑付款以及销售提成, 由于里程碑收入的高利润率特征, 我们认为这将是公司未来利润增长的主要推动力。

海外运营稳步推进。作为药明生物海外产能中的支柱, 爱尔兰生物药基地获得了全球客户的强劲需求。爱尔兰工厂已完成多个 1.6 万升 PPQ 批次生产, 管理层预计该基地在 25 年产生利润。此外, 药明生物也正在美国新建 3.6 万升的原液产能。根据公司规划, 未来公司的原液产能目标将达到 49.1 万升, 其中有约 49% 位于海外。为了支持其全球生产网络的建设, 公司将维持投资强度, 管理层预计未来 2-3 年的 Capex 将在 50-60 亿元/每年。

维持药明生物“买入”评级, 上调目标价至 24.24 港元 (前值: 22.88 港元), 以反映需求的复苏。我们预计药明生物 2024E/25E/26E 收入同比增长 7.1%/13.4%/15.6%, 经调整归母净利润同比增长 0.9%/13.0%/15.6%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 14.3x/12.7x/11.0x。 ([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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.10	19.00	35%	8.8	11.8	1.4	19.3	3.6%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	13.87	16.00	15%	N/A	N/A	0.6	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.79	6.80	17%	12.1	10.7	0.8	6.9	5.9%	
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.32	19.60	59%	6.6	6.1	1.0	18.3	10.1%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	25.40	33.80	33%	21.9	16.5	0.7	26.6	0.0%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	77.75	126.68	63%	16.9	15.8	3.4	25.7	3.2%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	335.80	450.26	34%	149.2	125.8	19.6	13.0	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	82.57	133.86	62%	21.6	N/A	6.0	31.8	1.6%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.06	18.84	70%	N/A	N/A	2.1	16.3	4.4%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	205.34	282.71	38%	N/A	402.6	8.2	N/A	0.0%	
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	122.97	162.81	32%	65.8	46.1	5.0	7.8	0.3%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	22.55	35.50	57%	5.5	5.5	0.7	14.9	5.5%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.86	14.00	18%	8.2	7.9	1.0	13.1	5.1%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	379.80	525.00	38%	15.9	14.7	3.4	N/A	1.2%	
网易	NTES US	互联网	买入	99.31	125.50	26%	2.0	1.8	0.5	21.5	13.7%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	82.43	132.20	60%	1.3	1.1	0.2	11.2	7.5%	
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	3.28	4.38	34%	126.2	76.3	8.5	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	34.35	N/A	N/A	34.7	27.7	4.4	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.65	44.41	18%	19.1	14.0	2.4	18.6	1.6%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	118.00	186.00	58%	24.5	17.0	6.8	31.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	390.19	426.00	9%	35.7	27.5	6.9	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	8.63	10.80	25%	N/A	125.1	3.4	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16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业务相关业务联系。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。