

AI 變現提速 中資股估值上揚

投資全方位

金針集

中國人工智能 (AI) 技術應用、商業變現提速，國產 AI 大模型由免費燒錢走進付費收入時代，內地電訊商乘勢推出商用詞元 (Token) 月費套餐，阿里巴巴 (09988) 亦形容旗下 AI 業務已經跨越初期投入階段，進入商業化回報周期，令中資股估值進一步提升。

大衛

市場憧憬美伊停戰談判取得進展，舒緩中東地緣政治緊張局勢，紐約油價回落至 100 美元以下，全球記憶體、存儲芯片等半導體股又再大幅炒高，例如今年韓國三星電子、SK 海力士分別勁升近 1.5 倍及 2.2 倍，而美國的美光科技及閃迪 (SanDisk) 則分別升逾 1.5 倍及 5.2 倍，日本鎧俠 (Kioxia)，即前身是東芝記憶體，年內股價大升 4.5 倍。至於中國記憶體及存儲龍頭企業長鑫科技 (持有長鑫存儲) 及長江存儲尚在籌備上市之中，其中長鑫科技據報集資近 300 億元人民幣，市值可能高達 2 萬億至 3 萬億元人民幣，超越工商銀行 (01398) 及農業銀行 (01288)。

長鑫科技及長江存儲分別在全球 DRAM 存取記憶體及 NAND 快閃記憶體市場份額估計有 8% 及



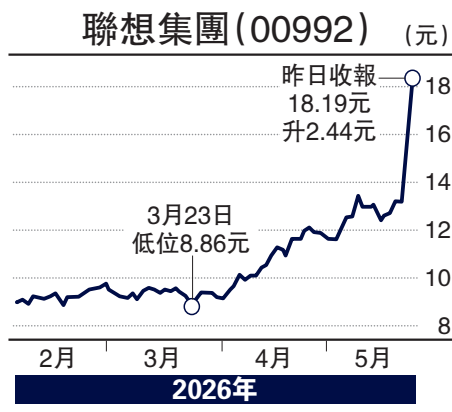
11%，一旦在上海科创板上市，股價將追隨外圍記憶體股大幅上升，有助中國科技股估值全面提升。

國產大模型轉向付費時代

事實上，港股表面上落後全球股市，主要是恒生指數成份股結構問題，未有反映出內地科技進步、技術突破的利好因素，特別是性能強、成本低的國產大模型迅速崛起，吸納大量內地及海外客戶，詞元 (Token) 調用量持續快速增長，領先於

美國。截至 5 月中止的一周，中國 AI 大模型 Token 調用量已達到美國的 1.81 倍，連續多周中國 Token 調用量位居全球首位。

值得注意的是，中國人工智能的商業變現 (Monetization) 步伐提速，意即將流量、客戶轉化成實際收益。事實是國產 AI 大模型、AI 助手逐步由免費燒錢轉向付費收入的時代，因應客戶不同需求用量，徵收 Token 調用費。內地電訊商如中國電信 (00728) 推出商用 Token 月費套餐，預期 AI 相



◀聯想集團業績理想，AI 相關收入大幅增長，刺激股價創新高。

關收入會顯著增加。因此，中國 AI 大模型股份如智譜 (02513)、MINIMAX (00100) 股價年內累積升幅約 10 倍及 3.6 倍，對比美日韓記憶體股走勢更加強勁。

聯想 AI 業務收入增逾倍

除了 AI 大模型股之外，中國 AI 硬科技股同樣表現亮麗，聯想集團 (00992) 第四季盈利大幅增長 479%，AI 電腦、伺服器市場需求強勁，抵銷了記憶體成本價上升，AI 相關收入按年增長 105%，已佔到集團總收入的 33%，成為業績增長主要動力，令聯想集團股價年內大升近一倍至 18.19 元，創出歷史新高，成為升幅最大恒指成份股。

高盛最新報告將聯想集團目標價由 12.53 元提高至 27 元，看好 AI 伺服器及 AI 助手 Qira 業務收入前景。

阿里 AI 進商業回報周期

此外，受到即時零售業務影響的阿里巴巴，近期股價表現落後大市，但集團管理層指出，AI 業務已跨越初期投入階段，正式邁入商業化回報周期，120 至 130 元水平有一定吸引力。

中國人工智能產業爆發式增長，為企業注入更大發展動能，中資股投資價值將進一步釋放。

心水股

華虹半導體 (01347)

聯想集團 (00992)

青島啤酒 (00168)

港股好淡爭持 支持位 25300 點

沈金

頭牌手記

港股昨日反覆上落，好淡激烈交鋒，個股呈兩極分化走勢：有的「沽壓沉重」，有的「沽壓沉重」。恒指高位見 25768 點，上升 162 點；低位為 25431 點，跌 174 點，收市報 25599 點，下跌 6 點或 0.03%。全日總成交 3594 億元，較上周五增加 781 億元。不少股份都有大手買賣，顯示既有人沽貨離場，亦有人伺機入市。

芯片板塊強勢畢現

最明顯的是科技板塊，芯片、硬核、算力等股亮麗，升完可以再升。其所持的消息就是華為宣布已有新的造芯理論和技術，可以達成高質芯片的自主研發及量產，這一消息使得處於強勢的芯片股更如虎添翼，備受投

資者追捧。華虹半導體 (01347) 收報 143.7 元，又升 10.5%，中芯國際 (00981) 收 84.4 元，升 5.7%。業績理想的聯想集團 (00992) 繼續以雙位數幅度上揚，收 18.19 元，升 15.5%。製冷劑供應商東岳集團 (00189) 創三年新高，大漲 15.5%。股價造好的還有勝宏科技 (02476)、建滔積層板 (01888)，升幅 6% 至 8%。不過，同屬科技股的大型平台股就背馳下挫，騰訊 (00700)、小米 (01810)、美團 (03690) 等，均低沉如故。

傳統經濟股方面，能保住升勢的為本地銀行股。中銀香港 (02388)、滙豐控股 (00005)、渣打 (02888)、東亞 (00023) 等，均錄得升幅。至於本地地產股，就普遍回落，跌幅顯著。

入市消息中，中證監聯同有關部委對違規為內地客開立證券戶口買賣

海外證券採取叫停及懲處行動最受矚目，這也是一些違規戶口不得不「只沽不買」清理賬戶的原因。本人認為，中證監依法糾正違例行為，十分必要，而過去一段日子某些大型平台股的不斷回落，實際上已對有關行動作了反應，到正式公布時，估計「衝擊」已在可控範圍內。

可以一提者是首程控股 (00697) 投資的宇樹科技已訂 6 月 1 日在上海交易所進行上市審議，若通過，有關新股發行程序即可展開。有此消息刺激，首程反覆推進，以 1.8 元報收，升 2.9%，成逆市奇葩。

5 月期指明日結算，估計好淡還會作一「殊死戰」。從昨日恒指期貨仍有 70 多點的低水看，淡友已押重注。好友的防線仍在 25100 至 25300 點區間，大跌的可能性料不大。

費華

板塊尋寶

四年一度球壇盛事世界盃臨近，餐飲業板塊隨時起哄，青島啤酒 (00168) 估值相對落後，近期股價走勢反覆向下尋底，不妨考慮趁低吸納，短線以 54 元為反彈目標。

青啤早在香港回歸前已來港借殼上市，屬於老牌國企，大股東為青島市政府，持有約 32.5% 股權，策略股東為貝萊德和瑞眾壽險，分別持有 3.41% 和 3.38% 股權。

去年度，青啤營業收入 324.73 億元 (人民幣，下同)，按年上升 1%；股東應佔溢利 45.88 億元，增長

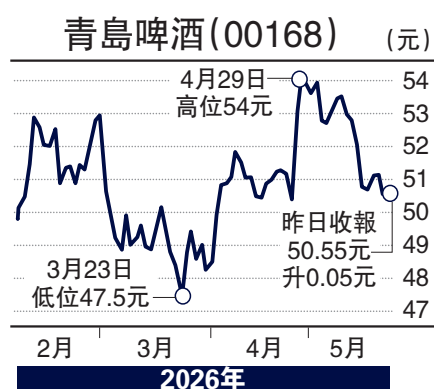
5.6%；每股盈利 3.363 元，派末期息每股 2.35 元，上年同期派 2.2 元，派息比率提升至 69.4%。

年內，集團實現產品銷量 764.8 萬千升，按年上升 1.5%；主品牌青島啤酒產品銷量 449.4 萬千升，增長 3.5%；中高端以上產品銷量 331.8 萬千升，上升 5.2%。其中，白啤銷量位居行業同類產品第一。

至於今年首季度，按中國會計準則，青啤營業收入 102.85 億元，按年下降 1.5%；歸母淨利潤 18 億元，按年增長 5.2%，每股盈利 1.319 元。

公司產品結構持續升級，令成本紅利延伸，加上毛利率改善，銷售費

用優化，相信全年業績可保持增長，以預測市盈率約 13 倍、市賬率 2.02 倍和股息率近 5.2 厘作衡量，在同業間估值偏低，應具向上修復空間。



銷售旺季將至 青啤上望 54 元

容道

政經才情

先講外圍，過去一周的信息量幾乎是爆炸的：中俄元首北京會晤剛落幕，德國前總理默克爾罕見開腔警告勿低估普京，俄烏戰事跨過 1500 天沒有任何消停跡象；與此同時，美國財政部長簽署對俄海運石油制裁的 30 天延長豁免，這邊在打、那邊在放，地緣政治的混亂程度只能用一團麻來形容。

美國和伊朗的博弈更是把這團麻攪得更亂。霍爾木茲海峽重開的傳聞一度將布蘭特原油短暫壓至每桶 100 美元以下，但美伊雙方隨即出來淡化，油價又反彈。這種「放風→否認→再放風」的戲碼，說白了就是兩邊都在試探對方底線。作為交易員，這種局面最讓人頭疼，方向感為零。

正因如此，黃金在 4500 美元附近已經反覆拉鋸了一個月，布蘭特原油在 97 至 105 美元之間上躡下跳，美

匯指數雖然穩在 99 之上，但也沒能走出一個像樣的單邊。環顧全球主要資產，目前唯一走勢清晰、趨勢確定的是人民幣。周二人民幣兌每美元中間價報 6.8288，在岸收報 6.7837，雙雙創下 2023 年 2 月以來新高。這個升值趨勢不是一兩天的脈衝，而是連續數周的一根斜線，背後有貿易順差、資本回流和中美利差收窄三重支撐。在亂局之中，人民幣反而成了最乾淨的宏觀敘事。

基於此，筆者對黃金和石油的態度很簡單：不宜大注單邊買進或賣出。這兩個品種目前的定價裏摻了太多政治博弈，隨時可能被一則新聞或推文瞬間逆轉。與其在迷霧裏賭方向，不如放回自己看得懂的市場。

港股性價比高 中長期布局

這就回到港股和 A 股。上周筆者明言暫緩加倉 A 股、轉增港股，一周

下來，市場走勢完全照合這個判斷。恒指周二收報 25599 點，恒生科技指數更逆勢升 1.6%，芯片板塊全線爆發，AI 相關硬件股大幅跑贏。而 A 股這邊，上證繼續窄幅震盪。更值得注意的是，恒指公司剛公布的季檢結果將多家 AI 和新能源上游公司納入主要指數——指數的底層基因正在被新經濟重寫，這是港股結構性優於 A 股的最有力註腳。

至於美股，筆者比上周稍微樂觀了一點。AI 產業鏈的盈利支撐依然扎實，特朗普時代的資本回流效應也仍在發揮作用。當然，樂觀不等於重倉，輕倉短炒，見好就收。

總結一句：環顧全球，人民幣是唯一清晰趨勢，港股是最具性價比的中長期部署，美股可輕倉參與但不可戀戰，黃金石油多看少動，日韓繼續不碰。身處亂局，不追煙花，握住幾個自己能看懂的確定項已經很夠了。

華為芯片研發突破 半導體股受捧

谷運通

股海一粟

華為經歷 6 年磨礪，研發出提升芯片性能的突破性路徑：「韜定律」，令技術路線不再受傳統的摩爾定律所局限，消息引爆中資股市場半導體板塊大漲，部分芯片股更一度創下歷史新高，積弱多時的恒生科技指數也上漲 1.6%。年初至今，以硬件為主的 AI 板塊高歌猛進，呈現一浪高於一浪的大牛市。相反，恒生科技構成以軟件為主的互聯網巨頭較高，同期錄得近一成的跌幅，大幅跑輸韓日市場和內地創業板。

這次 AI 牛市中集中在硬件板塊，主要是受到業績大幅改善支持，今年升幅最勁的科技股包括美股的美光，韓國的 SK 海力士和三星電子，三者均是存儲芯片的全球龍頭，受惠於全球 AI 基建 7000 億美元資本支出。在港上市的存儲概念股，升幅也不遑多讓，尤其是上周內地監管機構批准存儲龍頭長江存儲 IPO，令投資氣氛更為高漲。由於 A 股和港股的科技資產存在結構上的差異，A 股偏硬件，港股偏軟件，令 A 股科技板塊的表現較港股更為亮麗，機會也更明顯。

從現在的走勢看，硬件股有業績支持，令 A 股可能繼續跑贏港股，下半年若 AI 應用出現突破，以及海外流動

性環境改善，港股科技股才會有較大的追漲空間。

回到華為提出的「韜定律」，有分析認為其長期影響不亞於去年初橫空出世的 DeepSeek，雖然短期市場反應偏重情緒，但重要的是「韜定律」為中國今後的半導體行業，提供了適合自身條件的技術發展途徑，也為市場提供了新的半導體投資敘事。在這種新敘事下，國產芯片鏈所有的細分行業，都有重估的可能。

從跟隨海外轉向自主敘事

可以說，華為此次提出韜定律，令中國半導體從跟隨海外轉向建立自主技術敘事。海通證券認為，過去全球半導體產業的核心發展原則主要來自美國企業和研究體系，例如摩爾定律、登納德縮放，以及後來 AI 計算時代的黃氏定律。華為此次提出「韜定律」，意義不僅在技術層面，也在產業話語權層面。但並不代表中國已經繞開所有先進製造瓶頸，也不能簡單理解為短期替代 EUV 或直接追平海外最先進製程；但它給出了一個更現實的產業框架，在先進光刻、先進設備、先進材料仍受約束的情況下，通過架構創新、邏輯摺疊、先進封裝、系統互聯和軟件棧協同，把可獲得製程的性能上限繼續往上推。

利率料高企 金價短線未宜追入

能言匯說

美國 4 月上游通脹加速上升，受中東地緣局勢推動能源價格上漲所影響，美國 4 月份生產者物價指數 (PPI) 上升 6%，創下 2022 年以來的最快增速。製造業亦展現韌性，紐約州 5 月份製造業活動以 4 年來最快速度擴張。而隨着環游投資者對通脹加速的擔憂加劇，恐慌情緒引發全球債券市場拋售，最長期限的美國國債收益率上周曾升至近 20 年來最高水平。30 年期美國國債收益率一度飆升至 5.1985%。這一水平上一次出現，還是在 2007 年全球金融危機爆發前夕。

在經歷數周拋售後，全球政府債券收益率在上周曾升至多年高位，而此次則進一步刷新高點。由於憂慮戰爭推動能源價格飆升以及擔心財政赤字問題，市場預期利率將長期高企，消息利

淡金價。現貨金價上周三盤中一度低見每盎司 4453.73 美元，創下今年 3 月底以來的新低。我們早前曾建議投資者，短線宜觀望金價走勢，執筆之時金價已跌穿早前提及的區間底部。

上方阻力位 4690 美元

短線來看，我們認為金價仍不建議追入。通過觀察現貨金價日線圖，金價在今年 3 月中跌穿 50 天線之後，持續於 250 天線上方及 50 天線下方區間上落，未能成功升穿 50 天線，亦未曾失守 250 天線水平。金價短線不排除仍於 4157 至 4690 美元區間上落，技術上來講，金價能否重返升勢，要看是否能突破 50 天線約 4690 美元。建議投資者待金價突破阻力位後再作部署。

(光大證券國際產品開發及零售研究部)



▲金價短線料於 4157 至 4690 美元區間上落。

