

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 昨日(2月25日)中国股市连续下跌。港股可选消费、原材料和电讯领跌，工业和能源跌幅较小，智能设备、汽车电子等概念股上涨，南向资金净买入220亿元。A股通讯服务、必选消费和金融领跌，机器人、汽车、华为产业链、光刻机等概念股上涨。中概股小幅反弹。国债收益率下跌，国债期货价格上涨。部分理财产品业绩比较基准下限跌破2%。人民币小幅下跌。投资者关注中美关系恶化风险。在白宫发布美国优先投资政策限制中美敏感行业双边投资后，白宫正在酝酿对华更加严厉的半导体限制措施，并可能施压盟国加入限制行列。
- 欧股高开低走，收盘微涨。英国首相宣布计划到2027年将国防预算增至GDP的2.5%，并在下届议会中考虑升至3%可能性。投资者关注德国是否放松宪法中的“债务刹车”规则和欧洲国防预算前景，军工和汽车制造股持续上涨。因美国可能联合盟友加强对华半导体限制，芯片股普跌。目前欧洲斯托克600的PE比美国标普500低近25%（历史均值7.5%），总收益（股息+回购）比美国标普500高1.5%（历史平均0.5%）。欧债收益率小幅回落，欧元区去年4季度薪资增速降至4.1%显示经济放缓迹象，欧央行降息预期升温。但欧元上涨，因近期美国经济数据更弱，令欧美经济差距有缩小趋势。未来如果欧洲提升财政赤字和国防预算，那么将提振欧股与欧元；如果特朗普出台对欧关税政策，那么将打击欧股与欧元。
- 美股持续下跌向特朗普发出警告。可选消费、通讯服务和能源领跌，必选消费、地产和医疗保健上涨，科技七巨头自去年12月高点累计回调超10%进入技术性调整区间。经济数据再添滞涨迹象，2月谘商会消费者信心指数大降至98.3，就业市场走弱，但通胀预期升至6%，投资者开始怀疑消费作为经济支柱的韧性。特朗普称基本就矿产问题与乌克兰达成协议，稀土、核电、铀矿股普跌。财长贝森特称关税目的是提高美国工业产能、创造就业、提供财政收入和纠正其他经济体产能过剩。美债收益率延续回落，美元指数降至趋近两个月低位。市场对美联储降息预期上升，年内降息幅度预期在近两周从25个基点升至60个基点。我们预计美联储在3月、5月和6月可能继续暂停降息，9月或12月降息1次。
- 油价下跌，美国消费者信心疲弱打击需求前景，俄乌和平谈判改善供应前景。市场预期特朗普将与OPEC+达成协议，以后者提高原油产量换取解除对俄制裁，以实现通过降油价降低通胀的目的。部分投资者预期OPEC+可能在4月恢复15万桶/日的产量。黄金下跌，部分投资者在高位获利了结。伦铜下跌，但纽铜大涨，因市场担心特朗普可能继钢铝后对进口铜加征关税。

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	23,034	-1.32	35.12
恒生国企	8,499	-1.39	47.34
恒生科技	5,699	-1.57	51.39
上证综指	3,346	-0.80	12.47
深证综指	2,074	-0.82	12.87
深圳创业板	2,241	-1.13	18.46
美国道琼斯	43,621	0.37	15.74
美国标普500	5,955	-0.47	24.85
美国纳斯达克	19,026	-1.35	26.75
德国DAX	22,410	-0.07	33.78
法国CAC	8,051	-0.49	6.73
英国富时100	8,669	0.11	12.10
日本日经225	38,238	-1.39	14.26
澳洲ASX 200	8,252	-0.68	8.71
台湾加权	23,286	-1.19	29.86

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	37,971	-0.61	27.32
恒生工商业	13,518	-1.74	46.40
恒生地产	15,551	-0.58	-15.15
恒生公用事业	34,439	-0.52	4.76

资料来源: 彭博

行业点评

■ AI 主题报告 - 模型调用成本下降，应用生态有望逐步繁荣

调用成本更低且更好用的开源大模型的出现降低了 B 端软件甚至大模型的开发门槛，更多中小开发者基于前沿模型二次开发或有望推动软件生态繁荣。对于 AI 应用市场的玩家而言，如何找到优质的细分应用领域和场景、并通过不同 API 的组合调用来开发出优秀的 AI 应用满足用户需求或逐步成为市场的关注重点。我们对生成式 AI 目前在中国及全球不同行业的应用场景及对应的潜在市场规模进行了匡算，认为在线广告、搜索、CRM、办公协同、开发编程等领域或有望享有相对更高的 AI 贡献率及相对更快的 AI 营收贡献起量速度，电商零售、在线广告、旅游、游戏、医疗、金融、教育、工业制造等行业将享有相较其他行业更大的潜在变现规模。从股票推荐的维度而言，互联网及软件板块我们主要看好三类公司：AI 云公司、具有成熟 AI 应用产品的公司、AI 能够较好赋能主业的公司，同时在基础设施端我们仍看好算力产业链、端侧产业链、晶圆代工厂等细分板块的投资机会。（[链接](#)）

公司点评

■ 亿航智能 (EH US, 买入, 目标价: 30 美元) - eVTOL 先行者将率先受益于低空经济的强劲增长趋势

亿航是国内首家获得量产电动垂直起降 (eVTOL) 航空器三张必备牌照 (型号合格证、生产许可证和标准适航证) 的制造商，我们相信这让亿航领先竞争对手 1-2 年。在超过 1,000 架意向订单的支持下，我们预计 2025 年/26 年亿航 eVTOL 航空器出货量将同比增长 100%/50%。更重要的是，我们预计其客户 (即 eVTOL 航空器运营商) 很大可能在今年获得运营合格证，这将有助于进一步加快订单的获取。目前低空经济板块正获得大量政策支持，我们认为亿航智能是投资人参与低空经济板块的理想目标。我们首次给予亿航买入评级，目标价为 30 美元，基于 15 倍 2025 年市销率。

eVTOL 航空器是低空经济的重要组成部分。低空经济通常是指 3,000 米以下空域的综合经济模式，主要依靠有人和无人驾驶民用飞机。eVTOL 航空器具有高效率、零碳排放、易运维、低成本、低噪音、对复杂基础设施依赖低等优点，因此 eVTOL 航空器将成为低空经济的核心组成部分以及下一代主要出行的解决方案。

海量政策支持低空经济。据我们的统计，2022 年以来中央共出台了 7 份与低空经济相关的政策文件。2023-24 年，各地方政府共出台了 22 份政策文件，其中 12 个地区对包括 eVTOL 航空器在内的低空经济发展给予补贴。

销量爆发式增长。亿航智能的电动垂直起降飞机因其 (i) 小巧的设计和高灵活性，以及 (ii) 对客户而言较低的采购和运营成本，而具有强大的竞争优势。我们预计亿航 eVTOL 航空器的销量将在 2025 年同比翻一番至 432 台，并在 2026 年进一步同比增长约 50% 至 650 辆。

预计 2025 年净亏损收窄，2026 年盈利。我们预计，在销量强劲增长的推动下，2024-26 年收入复合年增长率为 125%。我们预计 2025-26 年毛利率将超过 60%，主要由于规模效益将有助于抵消技术升级带来的上升成本。在运营杠杆带动费用率大幅下降的背景下，我们预计亿航 2025 年净亏损将收窄，并有望于 2026 年实现净利润。（[链接](#)）

■ 携程 (TCOM US; 买入; 目标价 70.0 美元) - 股价调整后买入时机或显现

携程 4Q24 总收入为 128 亿元人民币, 同比增长 23%, 较市场一致预期高 4%; non-GAAP 营业利润为 28 亿元人民币, 同样较市场一致预期高 4%, 这得益于运营费用的优化好于预期。2024 年全年, 携程集团的收入同比增长 20%, 达到 534 亿元人民币, non-GAAP 营业利润 / 净利润分别同比增长 23%/38%, 至 162 亿元人民币 / 180 亿元人民币。考虑到仍处于亏损阶段的 Trip.com 收入增长强于预期, 以及由于国际航班运力恢复慢于预期导致 2025 年出境游业务的收入增长可能慢于此前预期的综合影响, 我们将 2025 年的收入预测上调了 1%, 同时将 non-GAAP 净利润预测下调了 1%。我们认为, 携程集团业绩后股价下跌 11% 已较为充分反映了市场对公司 2025 年因支持国际业务扩张的增量投资可能导致利润率收缩的短期担忧。我们认为, 在其不断增强的供应链能力以及国内和出境游业务运营效率提升的助力下, 携程有望在未来几个季度持续给出好于市场预期的业绩。我们基于 DCF 模型的目标价微调至 70.0 美元 (前值: 71.0 美元), 对应 20.4x 2025E PE (Non-GAAP)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 石药集团 (1093 HK; 买入; 目标价 5.97 港元) - 产品价格压力情况下业绩下滑

2024 年净利润下滑: 石药集团预计 2024 年净利润同比下降 26%至 43.5 亿元, 比我们此前的预期低 11%。主要原因是成药销售疲软, 成药业务销售额同比下降 7%至 238.4 亿元, 比我们此前的预期低 2%。第四季度净利润同比大幅下降 58.8%, 环比下降 25.0%, 这可能是由于“3+N”联盟集采导致津优力和多美素大幅降价, 利润率受到侵蚀。

老产品面临压力: 2024 年成药销售额下降, 主要是由于肿瘤药物收入下降 28%, 心血管药物销售额下降 15%。肿瘤药物销售额受到了津优力 (-58%) 和多美素 (-32%) 联盟集采降价的冲击, 多美素在国家集采中亦有显著降价。心血管药物销售额下降主要是由于玄宁在之前的集采中未中选。此外, 中枢神经系统药物 (如恩必普) 销售额也因医保控费和医保续约降价受到影响。

新产品将部分抵消销售压力: 石药集团 2024 年新产品的销售额预计将达到 20 亿元的目标。2025 年, 管理层目标是将新产品收入翻倍, 增长将主要由明复乐、奥马珠单抗、谷美替尼和伊立替康脂质体推动。凭借这些新产品的贡献, 管理层预计 2025 年将恢复正向的销售和净利润增长。此外, 公司近期成功将几项创新资产对外授权, 包括 YS2302018 (脂蛋白 a 抑制剂)、SYH2039 (MAT2A 抑制剂) 和 SYS6005 (ROR1 ADC)。随着多项资产处于临床试验中, 如 EGFR ADC、B7-H3 ADC、HER-3 ADC 以及多款 GLP-1 品种等, 我们预计今年公司将达成更多对外授权。

维持买入评级: 我们预计石药集团的销售在 2025 年上半年将继续面临压力。考虑到对外授权交易的收入, 我们预计 2025/2026 年公司的收入和净利润将分别同比增长 4.6%/3.0%和 14.7%/1.6%。我们维持目标价 5.97 港元不变。

([链接](#))

招銀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
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	18.00	19.00	6%	10.9	14.6	1.8	19.3	2.7%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.13	16.00	N/A	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.74	6.80	18%	12.0	10.6	0.8	6.9	6.0%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.22	19.60	60%	6.6	6.1	1.0	18.3	9.9%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	85.30	126.68	49%	23.4	18.5	3.7	23.8	3.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	29.99	38.51	28%	17.1	14.4	1.2	25.6	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	364.80	484.83	33%	138.2	123.2	21.7	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	83.92	133.86	60%	21.9	N/A	6.1	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	12.54	18.84	50%	18.7	N/A	2.3	16.3	3.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	259.70	282.71	9%	N/A	530.0	8.9	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	62.48	78.51	26%	17.3	15.5	2.9	16.6	1.6%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.25	35.50	46%	5.3	5.7	0.8	17.1	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.18	14.00	6%	9.2	8.8	1.1	13.1	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	484.80	525.00	8%	20.9	19.4	4.3	N/A	1.0%
网易	NTES US	互联网	买入	99.61	125.50	26%	1.8	1.7	0.4	21.6	16.5%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	134.01	157.70	18%	2.1	1.8	0.3	11.8	4.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.90	6.13	57%	17.0	14.4	1.5	9.7	4.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.20	54.53	2%	51.2	35.9	6.7	12.0	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.54	4.79	35%	141.6	80.5	9.1	6.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	55.85	48.66	N/A	27.6	19.5	3.6	14.0	1.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	111.35	186.00	67%	23.1	16.0	6.3	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	456.03	426.00	N/A	41.8	32.1	8.1	21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	147.20	176.00	20%	53.5	34.3	7.3	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	305.88	410.0	34%	30.1	26.6	5.2	10.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年2月25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。