

# 每日投资策略

## 宏观及行业点评

### 全球市场观察

- 周二（3 月 11 日）中国股市再次跑赢全球。恒指持平，恒生科技大涨，必选消费、医疗保健与资讯科技板块涨幅居前，原材料、金融与电讯板块下跌。A 股表现好于港股，必选消费、原材料与金融板块领涨。中概股大涨，纳斯达克中国金龙指数收涨 2.8%，富时 A50 期指连续夜盘小幅上涨。国债期货价格下跌，国债收益率上升，人民币走强。投资者关注存量房收储政策效果是否改善，因“两会”政府工作报告提出统筹放开对收购主体、用途、价格等方面限制，加大地方政府专项债支持，拓宽保障性住房再贷款使用范围。该政策有利于加快住房供求再平衡和房价见底企稳。
- 欧股下跌。特朗普在欧洲交易时段威胁对加拿大钢铝关税翻倍至 50% 并让加拿大汽车业永久关闭，推升避险情绪，欧洲汽车股大跌。军工股持续大涨后面临获利回吐压力，德国军工龙头今年以来涨幅已超 80%，股价提前反映政府国防开支超过 GDP 3% 的预期。欧债收益率小幅上涨，欧元兑美元上涨。绿党提议将国防开支从债务规则中豁免门槛提高至 GDP 的 1.5%，而默茨的计划为 1%，这意味着更多国防开支被纳入常规预算。默茨计划在新议会 3 月 25 日就职前将该方案提交给议会两院。
- 美股巨震，尾盘收跌。美股盘初上涨，但在特朗普宣布对加拿大钢铝关税翻倍至 50% 后转跌，钢铝股走高，加元下挫。随后传出乌克兰接受美国 30 天临时停火提议和美加沟通后不再升级钢铝关税的消息，有资金抄底大型科技股，美股跌幅收窄。但尾盘时特朗普答记者问题再次打击市场信心，特朗普称鸡蛋和汽油价格已下降，经济不会衰退而是会让人刮目相看，股市抛售与我无关，我们将拥有史上最伟大市场，本周将与普京会谈希望俄方同意停火协议。美国众议院批准临时开支草案，将移交给参议院表决，以避免联邦政府周六停摆，该草案将批准美国联邦政府有额外资金可以运作至 9 月 30 日即当下财年最后一天。
- 据美资机构统计，CTA 过去 5 个交易日已抛售 390 亿美元美股，已清空 2 月中旬时持有的约 2,000 亿美元全球股票多头仓位，目前对美股空头头寸约 100 亿美元。美股短期进入超卖状态，可能迎来技术性反弹，但目前投资者现金比仍在历史低位，对冲基金总风险敞口仍在历史高位，特朗普仍未放弃激进关税、政府去杠杆和驱逐非法移民等紧缩性政策计划，他为追求中期目标而愿意承受短期痛苦的倾向打击市场信心，美股可能在技术性反弹后仍面临持续卖压。
- 美债收益率震荡上行。美联储理事 Kugler 警告称通胀可能仍然顽固，商品价格或再次上升，我们预计美联储短期将维持利率不变。美元指数下跌，德国防务支出协议前景向好提振欧元，但美加关税打击加元，日元回落，人民币走强。美元走弱和经济增长担忧支撑避险黄金走高。铜价上涨，铜价作为全球工业经济晴雨表，与中国股市走势高度相关。

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 环球主要股市上日表现

|            | 收市价    | 升/跌 (%) |       |
|------------|--------|---------|-------|
|            |        | 单日      | 年内    |
| 恒生指数       | 23,782 | -0.01   | 39.51 |
| 恒生国企       | 8,755  | 0.35    | 51.78 |
| 恒生科技       | 5,967  | 1.39    | 58.52 |
| 上证综指       | 3,380  | 0.41    | 13.61 |
| 深证综指       | 2,088  | 0.34    | 13.60 |
| 深圳创业板      | 2,204  | 0.19    | 16.53 |
| 美国道琼斯      | 41,433 | -1.14   | 9.93  |
| 美国标普 500   | 5,572  | -0.76   | 16.82 |
| 美国纳斯达克     | 17,436 | -0.18   | 16.15 |
| 德国 DAX     | 22,329 | -1.29   | 33.29 |
| 法国 CAC     | 7,942  | -1.31   | 5.29  |
| 英国富时 100   | 8,496  | -1.21   | 9.86  |
| 日本日经 225   | 36,793 | -0.64   | 9.95  |
| 澳洲 ASX 200 | 7,890  | -0.91   | 3.94  |
| 台湾加权       | 22,071 | -1.73   | 23.09 |

资料来源：彭博

#### 港股分类指数上日表现

|        | 收市价    | 升/跌 (%) |        |
|--------|--------|---------|--------|
|        |        | 单日      | 年内     |
| 恒生金融   | 38,840 | -0.88   | 30.23  |
| 恒生工商业  | 14,017 | 0.40    | 51.80  |
| 恒生地产   | 16,316 | 0.67    | -10.98 |
| 恒生公用事业 | 34,913 | 0.15    | 6.20   |

资料来源：彭博

## 宏观点评

### ■ 全球经济-海湖庄园协议构想：前景与影响

市场盛传的海湖庄园协议构想主要来自白宫经济顾问委员会主席 Stephen Miran 的一篇报告。该报告提出多国联合干预推动美元贬值、征收对等关税、发行无息“世纪债券”置换美国国债、盟友分摊全球公共品成本等政策。联合干预汇率政策难度相对较小，可以推动美元短期快速贬值，但难以重振美国制造业，可能推升通胀预期，打击资本流入。国债置换政策难度相对较大，对降低美债利率作用有限，可能降低美债吸引力，打击美元国际地位，削弱美国盟友体系。

相比 1985 年的广场协议，海湖庄园协议构想面对更具对抗性的地缘政治关系和更加复杂的经贸关系，政策目标更加多元且相互冲突，推动美元贬值、剥夺美债收益与维持美元地位相矛盾，国债置换面临市场接受度与法律可行性挑战，关税政策面临盟友、贸易伙伴与国内零售商反对，通胀压力将限制政策空间，该协议构想落地和实现目标的难度都明显更大。

该协议构想凸显特朗普“美国优先”、贸易保护主义和经济民族主义的世界观。如果特朗普强行推进该协议构想，那么将引发美国金融市场短期动荡，利空美元、美债与美股，利好黄金、欧元与人民币。（[链接](#)）

## 行业点评

### ■ 中国医药 - C(D)MO 和生命科学上游表现亮眼，临床 CRO 需求滑坡

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 2024 和 4Q24 业绩情况，所关注的公司涉及临床 CRO、临床前 CRO、C(D)MO 以及生命科学上游。我们跟踪公司的 24 年收入和利润增长仍然承压，但有一半的公司 2H24 业绩表现相比 1H24 出现改善。C(D)MO 和生命科学上游公司在业绩改善、需求展望和业绩指引方面均展现出积极趋势；而临床 CRO 公司在 24 年下半年遇到了需求滑坡，相关公司对 25 年业绩指引普遍保守。此外，我们认为 24 年 biotech 需求并没有实质改善，这将继续压制 25 年临床前 CRO 的业绩表现。

- 利润端修复快于收入端，C(D)MO 和生命科学上游业绩表现较好。我们跟踪的海外主要 CXO 和生命科学上游公司在 24 年收入和利润整体上仍然承压，但有一半的公司 2H24 业绩表现相比 1H24 出现改善。其中，利润端修复速度明显快于收入端，显示出比收入端更明显的逐季度改善趋势。从细分赛道来看，24 年业绩改善较明显的公司为生命科学上游公司，C(D)MO 公司的业绩表现也可圈可点，但临床前 CRO 和临床 CRO 公司的业绩表现差。
- 全球需求复苏在细分赛道间有明显差异。24 年 C(D)MO 公司持续看到强劲的商业化生产需求。生命科学上游公司受益于下游客户基本完成去库存带来的需求恢复以及新冠高基数影响的完全消除。因此，C(D)MO 和生命科学上游公司的管理层对于 25 年的需求展望较乐观。临床前 CRO 继续受困于融资不足导致早期研发需求持续走弱，而临床 CRO 公司则面临宏观因素导致的需求走弱而带来的业绩增速明显放缓，这两类公司对 25 年的需求展望偏谨慎。
- 25 年业绩指引：C(D)MO 和上游改善，临床前和临床 CRO 承压。基于各细分板块的需求趋势的差异，我们观察到管理层给予的 25 年指引出现显著分化。C(D)MO 和生命科学上游公司的 25 年指引相比 24 年均有改善，而临床前和临床 CRO 公司的 25 年指引相比 24 年则明显恶化。C(D)MO 给予的业绩改善信号最为强烈，Lonza 预计 25 年其 C(D)MO 收入增速将接近 20%，接近疫情期间（21 年）的增速；Samsung Bio 预计 25 年 CMO 收入在 24 年增长 19% 的基础上将继续增长 20-25%。我们认为 C(D)MO 已首先走出了新冠后的需求下行周期。

- 稳健的需求将支持 CXO 和上游的长期增长。基于全球医疗健康融资、医药企业的研发和 capex 支出等数据，我们认为全球医药行业的需求是稳健的，支撑 CXO 和上游的长期增长。24 年全球医疗健康融资额同比增长 1.4%，自 21 年后首度恢复正增长。同时，大药企强劲的自由现金流在融资仍旧波动的当下也将继续成为支持创新研发的重要资金来源。此外，23-24 年，全球制药行业的 R&D 和 capex 支出仍在稳健增长，且均已大幅超过了新冠疫情期间的水平，显示了医药行业强劲的研发和生产需求。（[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 | 17.90  | 19.00  | 6%    | 10.8   | 14.6  | 1.8    | 19.3   | 2.7%  |
| 小鹏汽车       | XPEV US   | 汽车         | 买入 | 20.25  | 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 | 6.11   | 6.80   | 11%   | 12.7   | 11.3  | 0.9    | 6.9    | 5.6%  |
| 中国宏桥       | 1378 HK   | 原材料        | 买入 | 12.80  | 19.60  | 53%   | 6.9    | 6.4   | 1.0    | 18.3   | 9.4%  |
| 安踏体育       | 2020 HK   | 可选消费       | 买入 | 90.10  | 126.68 | 41%   | 24.7   | 19.6  | 3.9    | 23.8   | 2.8%  |
| 瑞幸咖啡       | LKNCY US  | 可选消费       | 买入 | 27.61  | 38.51  | 39%   | 15.8   | 13.3  | 0.8    | 25.6   | 0.6%  |
| 百胜中国       | 9987 HK   | 可选消费       | 买入 | 377.60 | 484.83 | 28%   | 143.0  | 127.6 | 22.5   | 14.4   | 0.2%  |
| 珀莱雅        | 603605 CH | 必选消费       | 买入 | 86.20  | 133.86 | 55%   | 22.5   | 18.1  | 6.2    | 31.8   | 1.5%  |
| 华润饮料       | 2460 HK   | 必选消费       | 买入 | 13.48  | 18.84  | 40%   | 20.1   | 16.6  | 2.5    | 16.3   | 3.6%  |
| 百济神州       | ONC US    | 医疗         | 买入 | 245.53 | 359.47 | 46%   | 501.1  | 38.6  | 7.8    | N/A    | 0.0%  |
| 药明康德       | 603259 CH | 医疗         | 买入 | 60.67  | 78.51  | 29%   | 16.8   | 15.0  | 2.9    | 16.6   | 1.6%  |
| 中国太保       | 2601 HK   | 保险         | 买入 | 22.85  | 35.50  | 55%   | 5.0    | 5.4   | 0.7    | 17.1   | 5.2%  |
| 中国财险       | 2328 HK   | 保险         | 买入 | 12.78  | 14.00  | 10%   | 8.9    | 8.6   | 1.0    | 13.1   | 4.7%  |
| 腾讯         | 700 HK    | 互联网        | 买入 | 483.20 | 525.00 | 9%    | 20.9   | 19.3  | 4.3    | 20.0   | 1.0%  |
| 网易         | NTES US   | 互联网        | 买入 | 96.63  | 125.50 | 30%   | 1.7    | 1.6   | 0.4    | 21.6   | 17.0% |
| 阿里巴巴       | BABA US   | 互联网        | 买入 | 130.81 | 157.70 | 21%   | 2.0    | 1.8   | 0.3    | 11.8   | 4.1%  |
| 绿城服务       | 2869 HK   | 房地产        | 买入 | 4.04   | 6.13   | 52%   | 17.6   | 15.0  | 1.6    | 9.7    | 4.1%  |
| 小米集团       | 1810 HK   | 科技         | 买入 | 50.95  | 54.53  | 7%    | 49.0   | 34.4  | 6.4    | 12.0   | 0.2%  |
| 鸿腾精密       | 6088 HK   | 科技         | 买入 | 2.90   | 4.79   | 65%   | 116.0  | 65.9  | 7.5    | 6.8    | 0.0%  |
| 比亚迪电子      | 285 HK    | 科技         | 买入 | 48.35  | 48.66  | 1%    | 23.9   | 16.9  | 3.1    | 14.0   | 1.3%  |
| 中际旭创       | 300308 CH | 半导体        | 买入 | 102.77 | 186.00 | 81%   | 21.4   | 14.8  | 5.8    | 31.2   | 0.7%  |
| 北方华创       | 002371 CH | 半导体        | 买入 | 435.33 | 426.00 | N/A   | 39.9   | 30.7  | 7.8    | 21.3   | 0.3%  |
| 韦尔股份       | 603501 CH | 半导体        | 买入 | 142.68 | 176.00 | 23%   | 51.9   | 33.3  | 7.0    | 14.5   | 0.3%  |
| Salesforce | CRM US    | 软件 & IT 服务 | 买入 | 293.06 | 388.0  | 32%   | 25.9   | 23.3  | 4.5    | 11.1   | 0.4%  |

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 3 月 11 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。