

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 周三（3月19日）中国股市回调。恒生科技下跌1.05%，港股电讯、可选消费与地产建筑板块下跌，必选消费与医疗保健上涨。A股水电、减速器、银行、电力等板块上涨，光模块、电路板、光通信等概念股下跌。中概股下跌，富时A50期指连续夜盘小幅收跌。国债收益率微幅下降，人民币回落，鲍威尔讲话后跌幅收窄。
- 欧洲小幅收涨但明显分化。法国、意大利等国股市上涨，但德国股市下跌，军工股回调。随着日益临近4月2日特朗普对等关税时点，部分投资者获利了结倾向上升。欧债收益率回落，欧元下跌。
- 美股反弹，可选消费、能源与信息技术涨幅居前，医疗保健、地产与必选消费跑输大盘。美债收益率下降，美元冲高回落。美联储会议基调偏鸽派，4月开始大幅缩减QT比我们预测提前1个季度，每月国债赎回上限从250亿美元降至50亿美元。点阵图下调经济增长预测、上调通胀预测，但维持今年降息两次的预测中位值。鲍威尔安抚市场称，衰退风险上升但依然较低，经济依然强劲，就业仍有韧性。他淡化关税影响，认为关税可能引起的通胀压力将是暂时的，密西根大学通胀预期数据异常，长期通胀预期依然稳定。美联储短期内将保持观望态度，预计5月、6月和7月继续维持利率不变，9月或12月降息1-2次。
- 油价收涨，美国经济下行风险增加，但中欧经济前景改善。金价连续创出新高，特朗普不确定性推升避险需求。铜价上涨。

行业点评

- **中国重卡板块 - 货车以旧换新补贴涵盖国四和天然气卡车；潍柴成为主要受惠者**

事件：中国交通运输部、发改委和财政部于3月18日联合发布了关于实施老旧营运货车报废更新的通知。2025年的补贴水平将与2024年大致相同。主要变化包括：(1) 新补贴范围涵盖国三和国四货车的提前报废（去年仅限国三及以下）；(2) 购买所有货车均可享受补贴（之前仅限柴油货车）。

我们的观点：新的补贴计划增强了对今年重卡销售的积极看法，主要由于：(1) 根据我们的估计，国四重卡保有量规模占总重卡的30%；(2) 最重要的是，今年新购车的补贴范围将包括天然气货车，而去年仅包括柴油货车。我们认为潍柴动力（2338 HK / 000338 CH, 买入）将成为主要受益者，因为公司在天然气重卡发动机市场占有主导地位（>60%）。我们给予持有评级的中国重汽（3808 HK）也将受益。（[链接](#)）

公司点评

- **腾讯（700 HK；买入；目标价：625.0港元） - 加大AI投资以释放增长机会**
 腾讯公布4Q24业绩：总收入同比增长11%至1,724亿元，较招银国际/一致预期高3/2%，主要得益于游戏业务和营销业务收入增长好于预期；非IFRS

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

净利润同比增长 30%至 553 亿元，符合招银国际预期；但公司净利润率表现略低于预期，主因研发费用增加，包括员工成本及与 AI 投资相关折旧费用。腾讯计划在 FY25 进一步增加对 AI 投资（包括约 800-1,000 亿资本开支，同时增加 AI 的研发和营销支持），短期可能会拖累利润率扩张速度，但有望释放长期增长机遇。我们将 FY25-26 总收入预测上调 1%，并将基于 SOTP 的目标价上调至 625.0 港元（前值：525.0 港元），鉴于多个业务板块的价值重估。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **多点 (2586 HK; 买入; 目标价: 16.0 港元) - FY24 全年扭亏为盈; 专注 AI 零售驱动长期增长**

多点公布 FY24 业绩：总营收同比增长 17%至 18.6 亿元，符合招银国际预期；调整后净利润 2,980 万元，对比 FY23 调整后净亏损 2.77 亿元，且好于招银国际预期（调整后净亏损 1.05 亿元），这主要得益于零售核心服务云的强劲增长以及运营效率的提升。展望未来，多点将聚焦于 AI 零售领域，以把握新的增长机会。公司目前已推出多款 AI 智能体产品，长期来看，这些产品收入有望逐渐增加。展望 FY25，管理层预计总收入将同比增长 15%-20%，同时利润率进一步提升。考虑到获客速度放缓，我们下调 FY25-26 营收预测。但鉴于行业估值水平提升及 AI 零售的长期增长潜力，我们基于 6x 2025E EV/sales 将目标价上调至 16.00 港元（前值：8.50 港元，2.5x 2025E EV/Sales）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **中通快递 (ZTO US / 2057 HK; 买入; 目标价: 32.60 美元 / 256 港元) - 回归销售增长策略**

中通 4Q24 核心净利润同比增长 11%至 24.9 亿元人民币，符合我们的预期。公司的目标是实现全年包裹量 408-422 亿件（同比增长 20-24%），预计将超过中通预测的 15%行业增长。这意味着其战略从盈利能力转向量的增长，我们认为这是由于公司市场份额持续下降（4Q24 以包裹量计为 18.8%，同比下跌 3.5 个百分点）。

我们将 2025-26 年盈利预测小幅上调 1%。我们将估值基准延展至 2025 年，将 US/2057 HK 的新目标价下调至 32.6 美元/256 港元。我们新的目标倍数为 18 倍（之前为 22 倍），主要基于低于历史平均水平 0.5 个标准差，以反映盈利增速放缓。

尽管如此，我们仍然看好中通强大的自由现金流能力，足以支持其每半年度的股息支付和股票回购计划（到 2025 年中可用余额为 7.78 亿美元）。维持买入评级。（[链接](#)）

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撰写的报告。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。