

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- A股三大股指受两会提振集体收涨，沪指收涨0.64%，智能电网与Micro LED板块掀起涨停潮。港股恒生科指上涨约0.3%，电气设备、生物医药和半导体等板块表现较好，可选消费和有色金属等表现较差。离岸人民币兑美元涨至6.9左右。宏观方面，政府工作报告将2026年经济增长目标下调至4.5%-5%，财政支持力度略有下降。政策主线将是扩大对新兴行业基础设施投资，同时定向支持消费复苏和推动价格水平回升。
- 日经225指数收涨1.9%，尽管能源成本上升，但投资者在前期抛售潮后开始寻找避险与价值机会。韩国股市在经历大幅回调后暴力反弹，首尔综指收涨9.6%，盘中一度触发熔断。欧洲市场表现低迷，斯托克600指数收跌1.29%，普京暗示可能切断供气，加剧了区域能源焦虑。
- 美股全线下挫，道指收跌1.61%，标普500跌0.57%。芯片股领跌，半导体板块盘中一度跌超3%。科技应用端表现亮眼，OpenAI发布内置原生电脑操控功能的GPT-5.4，带动软件板块逆市上涨，北美科技软件ETF收涨2.27%。市场仍高度警惕中东局势对全球供应链带来的连锁反应。
- 美债收益率连续第四个交易日上涨，10年期美债收益率上行至4.13%附近。由于原油价格飙升引发二次通胀担忧，市场对美联储今年不降息的预期大幅升温，相关概率升至25%。美元指数在避险情绪与紧缩预期支撑下表现强势，一度上涨0.6%。
- 大宗商品市场呈现剧烈震荡。受伊朗称击中油轮的消息刺激，WTI原油盘中一度暴涨8%突破82美元关口，创半年新高。贵金属遭受抛售，现货黄金因波兰央行拟售金筹资等传闻短线下挫，收跌1.11%。加密货币受流动性收缩压力，比特币下跌近3%回落至7.1万美元附近。

宏观点评

- 中国政策 - 两会政策信号**
 2026年政府工作报告务实地下调了经济增长目标，同时财政支持力度略有减弱，反映出决策者在“新旧动能转换”过程中，愿意容忍短期内增速放缓以换取中长期的更高质量发展。政策重点转向稳投资，通过更多财政资源投入，以吸引私人资本流入人工智能基础设施、数字产业和绿色产业等新兴领域。对消费和住房的增量支持基本符合预期，社会福利、以旧换新补贴和额外住房市场刺激措施没有超预期。值得注意的是，政府首次将再通胀作为明确的政策目标，致力通过供需再平衡实现价格水平的温和合理复苏。总体而言，我们认为政策重点将以稳投资为主导，同时定向支持消费复苏和推动价格水平回升。财政预算预示2026年名义GDP增长率约为5%，根据我们预测，2026年实际GDP增长率将约为4.6%，GDP平减指数约为0.4%。[\(链接\)](#)

招银国际研究部

 邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,321	0.28	-1.21
恒生国企	8,451	-0.38	-5.19
恒生科技	4,796	-0.69	-13.05
上证综指	4,109	0.64	3.52
深证综指	2,673	1.17	5.60
深圳创业板	3,217	1.66	0.43
美国道琼斯	47,955	-1.61	-0.23
美国标普500	6,831	-0.56	-0.22
美国纳斯达克	22,749	-0.26	-2.12
德国DAX	23,816	-1.61	-2.75
法国CAC	8,046	-1.49	-1.27
英国富时100	10,414	-1.45	4.86
日本日经225	55,278	1.90	9.81
澳洲ASX 200	8,940	0.44	2.59
台湾加权	33,673	2.57	16.26

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	50,785	1.65	3.79
恒生工商业	13,072	-0.67	-5.80
恒生地产	21,384	1.43	21.76
恒生公用事业	41,219	1.16	8.40

资料来源: 彭博

■ 美国经济 - 经济增长强劲，短期通胀压力下降

美国 2 月服务业 PMI 扩张速度创近 3 年新高，产需两端延续走强，就业改善。与此同时，价格指数降至近一年新低，预示服务业通胀压力将下降。制造业 PMI 延续扩张，产需两端增长幅度放缓。自有库存和客户库存低位回升，进出口订单延续扩张，就业延续改善。

我们重申对上半年美国经济的乐观预期，通胀放缓同时就业企稳，对家庭收入和企业资本支出的减税政策将推动消费和投资明显反弹。由于经济强劲，同时美伊冲突导致通胀的未来不确定性，鲍威尔任期内的美联储可能保持观望而暂停降息。我们预计美联储今年仅 6 月降息一次 25 个基点，作为新任主席的政治表态。下半年，由于政策利率已接近中性利率，随着通胀可能回升，美联储降息窗口期将再次关闭，美元流动性收紧预期可能升温。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国汽车行业 - 终端折扣持续提升，一季度主机厂盈利承压

根据我们测算，2 月中国行业平均折扣表面上与 1 月及 2025 年 12 月基本持平，但德系品牌的折扣收窄是因为宝马、奔驰在 2026 年 1-2 月大幅下调主力车型厂商建议零售价，其他品牌折扣普遍加深。尽管渠道调研显示春节后新增订单恢复速度慢于去年同期，我们认为股价已基本反映了对车企一季度盈利较弱的预期，而 3-4 月密集上市的新车型可能成为股价的积极催化剂。

造车新势力：理想 2 月平均折扣环比持平于 5.3%，低于 2025 年四季度，主因低折扣车型 i6 在 1-2 月销量占比提升。考虑到二季度将发布 L 系列的换代车型，我们预计现款 L 系列的折扣将扩大。小鹏 2 月平均折扣环比扩大 2.9 个百分点至 5.7%，除增程车型外全系折扣加深。随着 Mona M03 老化，我们认为小鹏需要一款新的爆款产品来支撑今年的销量增长，Mona 系列新 SUV 至关重要。蔚来 2 月平均折扣环比微增 0.1 个百分点至 1.6%，主因 5566 车型折扣加大。零跑 2 月平均折扣环比上升 1.1 个百分点至 8.5%，主要由 C 系列驱动。3 月全新小型 SUV A10 上市之后，零跑今年还计划推出三款新车型，有望带动折扣率下降。

传统车企：吉利 2 月终端平均折扣环比上升 0.8 个百分点至 13.1%，创至少 2017 年以来新高。渠道调查显示，2026 年 1-2 月银河品牌对经销商返点较 2025 年四季度提高约 4 个百分点。尽管“一个吉利”战略将有效降本，但考虑到原材料成本上涨，我们预计公司 2026 年一季度盈利能力仍承压。长城 2 月终端平均折扣环比上升 0.4 个百分点至 13.0%，主因高折扣车型大狗的销量占比提升。渠道调查表明，哈弗品牌 1-2 月经销商返点较 2025 年四季度提高约 2 个百分点，或侵蚀 2026 年一季度利润空间。比亚迪 2 月终端平均折扣环比基本持平于 7.0%。公司将于 3 月 5 日晚发布第二代刀片电池与快充技术，预计将搭载于更多新车型。去年推出的智驾和快充功能对销量提振有限，这或为比亚迪今年新技术推广提供重要经验，我们认为价格仍是其目标客户的核心关注点。

宝马和奔驰：华晨宝马 2 月折扣收窄至 25.3%，较 1 月下降 4.2 个百分点，较 2025 年 12 月下降 7.8 个百分点。宝马自 2026 年 1 月起将主力车型的官

方指导价普降约6万元。叠加终端价格小幅上涨，我们测算宝马经销商新车毛利率（GP3，含金融保险佣金）有望转正。尽管有年底特殊补贴，我们测算2025年经销商新车平均GP3毛利率仍为-2%，相当一部分经销商录得亏损，这也是他们最近努力提高成交价的主因。但此趋势或难持续，我们的渠道调研显示宝马前两月新订单同比降15-20%，且新能源车企加剧竞争将带来额外压力。北京奔驰与华晨宝马类似，2月折扣环比下降5.1个百分点。奔驰自2026年2月起将C级、GLB及GLC的指导价下调3.4-6.3万元，但终端价格仍维持与此前相近水平。（[链接](#)）

公司首发/点评

■ 重塑能源（2570 HK，首予买入，目标价：80港元）-新一轮补贴和持续下降的成本或让氢能从2027年起具备竞争力

新一轮补贴或成短期股价催化剂。我们预计2026-30年的氢能补贴会在今年上半年公布，并比上一轮更快落实。我们预计本轮补贴会适用于更多示范城市群及更多氢能的下游应用，或导致总补贴额比上一轮翻倍。由于近几年的成本下降导致必要的单车补贴减少，我们预计新一轮的氢能补贴在2026-30年期间至少支撑10万燃料电池汽车的销量，4倍于上一轮补贴。我们认为制氢和氢能基建也将受益于新补贴。由于目前燃料电池销量的低基数，我们认为新一轮补贴对头部玩家的销量提振会非常明显。

燃料电池在重卡领域或成为有效补充，经济性临界点或在2027年到来。我们估算在没有任何补贴的情况下，燃料电池重卡的全生命周期成本将在2027年接近柴油重卡，这也意味着在购置补贴和高速费补贴的情况下，燃料电池与柴油成本打平的时间或小于2年。我们详细分析了制氢、运氢和加氢的成本，认为短期加强全生命周期成本竞争力的核心在于补能价格；而从长期看，燃料电池系统价格还存在巨大的下降空间。我们从技术迭代和规模效应角度估算系统成本或从现在的每千瓦1500元下降至稳态情况的520元，届时在没有补贴的情况下，购置成本的回本周期降缩短到1.5年。我们认为从能源多样性和长途运输场景适配性来看，燃料电池将成为重卡领域的一个有效补充。

盈利预测与估值：重塑从燃料电池系统制造起家，逐步自研膜电极和双极板等核心零部件，并拓展到制氢设备。自2021年起，重塑一直占据中国燃料电池系统销量的前两名（我们估算市场份额在18-27%之间），并展示出了强于竞争对手的技术know-how和成本控制能力。我们预测重塑至少保持18%的市场份额，在25-27财年的系统销量为1,200/1,400/3,600台，对应收入为6.6亿/7.5亿/16.7亿元。我们预计重塑的净亏损在25-27财年逐步收窄，并于28财年在经营利润层面扭亏为盈。首次覆盖予以“买入”评级，目标价80港元，基于4倍27财年P/S。（[链接](#)）

■ 京东集团（JDUS，买入，目标价：47.5美元）-高基数下推动2026年核心业务盈利稳健增长

京东于3月5日公布4Q25业绩：营收3523亿元人民币，同比增长1.5%（3Q25：14.9%），较我们的预测及彭博一致预期均高出1%。Non-GAAP净利润11亿元人民币，同比下降90%，主要受外卖业务投入及高基数影响，但高于我们和市场预期的5亿元人民币，主要由京东零售经营利润超预期驱动。4Q25新业务经营亏损148亿元人民币（3Q25：亏损157亿元人民币），略高于我们预期的145亿元人民币，而其中外卖业务经营亏损环比

下降 20%，符合我们预期。考虑到 3C 家电业务收入增长好于我们此前较弱的预期，且经营效率提升超预期，我们将 2026–2027 年营收/Non-GAAP 净利润预测上调 3%/1%–6%。基于现金流折现模型，目标价上调 2% 至 47.5 美元。我们认为，集团层面盈利增长及股东回报的可见度提升，仍是股价的核心驱动因素。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **哔哩哔哩 (BILI.US, 买入, 目标价: 30.5 美元) - 4Q25 业绩: AI 驱动社区健康发展与商业化能力持续提升**

哔哩哔哩公布 4Q25 业绩：总营收同比增长 8% 至 83.2 亿元，较彭博一致预期高 2%，主要得益于广告业务表现超预期（同比+27%）；经调整净利润同比增长 94% 至 8.78 亿元，较一致预期高 10%，主要得益于运营杠杆释放及费用有效管控。展望未来，我们预计 1Q26E/FY26E 总营收分别同比增长 6%/8%，主要由强劲的广告业务驱动。我们预计 FY26E 利润率扩张节奏略有放缓，因公司将加大 AI 投入，在长期将利好用户社区、商业化变现及运营效率。考虑 AI 投入增加，我们小幅下调 FY26-27E 盈利预测 2%-4%，并将 SOTP 估值目标价微调至 30.5 美元（前值：31.0 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有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个月的潜在涨幅在-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作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。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来进行交易。

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。