

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 上周五（3 月 14 日）中国股市大涨。大消费与金融板块爆发，港股医疗保健、必选消费与可选消费领涨，A 股乳业、多胎概念股、保险、饮料、白酒涨幅居前。市场预期更多城市将追随呼和浩特出台生育补贴政策，并将该政策视为决策层更大决心提振消费和扭转人口下降趋势的信号。中国龙头科技股估值已修复至美股科技股水平，部分资金可能从交易拥挤的 TMT 切换至大消费。国债期货小幅下跌，人民币兑美元反弹。中国发布《提振消费专项行动方案》，提出促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，优化“一老一小”服务供给，商旅文体健多业态消费融合，推动冰雪消费，发展入境消费，加大消费品以旧换新支持力度，延伸汽车消费链条，加速推动自动驾驶、智能穿戴、超高清视频、脑机接口、机器人、增材制造等新技术新产品。深圳公积金二套房贷款首付比例由 30% 降至 20%，家庭最高可贷 231 万人民币。
- 欧洲股市上涨。德国股市领涨，军工股涨幅居前，默茨上周五宣布联盟党、社民党和绿党就财政改革法案达成原则性一致，邦议院将在本周二进行投票，改革法案允许国防支出摆脱债务限制规则，并额外成立 5000 亿欧元基础设施投资基金（超过 1 年财政预算）。德国财政立场从谨慎转向扩张，将显著提升德国经济增速，利空欧债，利好欧元与欧股。欧债收益率小幅上涨，欧元兑美元上涨。欧央行官员担心贸易战影响全球经济，令通胀和经济增长的预测都面临风险，从而无法预测利率进一步走势。英国 1 月 GDP 意外萎缩，英镑略跌。
- 美股强劲反弹，信息技术、能源与金融领涨，必选消费与医疗跑输大盘。白宫未发布新的关税消息。参议院民主党领袖舒默表示支持共和党的政府拨款法案，联邦政府关门危险短期解除。地缘政治风险下降，普京称俄美关系取得进展，特朗普称乌克兰停火“可能性较高”。市场风险偏好回升，部分资金抄底美股。但 3 月密歇根大学消费者信心指数创两年新低，长期通胀预期创 1993 年以来最大升幅，美债收益率走高。美股下跌后或技术性反弹，但之后仍可能面临第二轮下跌可能性，因贸易战、财政支出紧缩和非法移民减少将令经济面临短期阵痛，投资者担心估值与盈利均面临下调压力。美元指数下跌，美资机构调查显示美元看跌情绪达到 2021 年以来最悲观状态，但投资者美元仓位调整依然滞后，预示美元短期可能进一步下跌。
- 油价反弹逆转全周跌势，黄金冲高回落，铜价小幅下跌。投资者关注本周一英伟达 GTC 大会、周三日本央行政策会议、周三/四美联储议息会议和最新点阵图预测等。

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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	23,960	2.12	40.55
恒生国企	8,878	2.75	53.90
恒生科技	5,881	2.31	56.23
上证综指	3,420	1.81	14.95
深证综指	2,109	2.05	14.77
深圳创业板	2,227	2.80	17.73
美国道琼斯	41,488	1.65	10.08
美国标普 500	5,639	2.13	18.22
美国纳斯达克	17,754	2.61	18.27
德国 DAX	22,987	1.86	37.22
法国 CAC	8,028	1.13	6.43
英国富时 100	8,632	1.05	11.63
日本日经 225	37,053	0.72	10.72
澳洲 ASX 200	7,790	0.52	2.62
台湾加权	21,968	0.03	22.52

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	39,189	1.11	31.41
恒生工商业	14,134	2.85	53.07
恒生地产	16,195	1.07	-11.63
恒生公用事业	34,590	-1.22	5.22

资料来源：彭博

宏观经济

■ 中国经济 - 信贷增长温和反弹

更加积极的财政政策推动政府债券发行增加，社会融资余额增速回升，广义信贷增速显示出初步企稳迹象。但人民币贷款尤其是家庭贷款增速继续放缓，显示新房市场和消费需求仍然疲软。

近期决策层持续释放稳股市、稳房市和提振家庭消费的政策信号，可能提振未来几个月经济活动和信贷需求。中国央行可能在第二季度降准 50 个基点，下半年下调 LPR 约 20 个基点。社会融资余额和贷款余额增速可能分别从 2024 年末的 8% 和 7.6% 小幅升至 2025 年末的 8.2% 和 7.7%。 ([链接](#))

行业点评

■ 科技行业 - 鸿海业绩会重点：AI 服务器前景强劲、消费电子业务持平

鸿海 (2317 TW, 未评级) 第四季度的收入 (环比增长 15%、同比增长 15%) 符合一致预期，但净利润 (环比下降 6%，同比下降 13%) 低于一致预期 12%，主要是由于非经营性亏损 (外汇和投资亏损)。展望 2025 年，管理层指引收入同比增长 15% 以上，其中云/网络收入增长 15% 以上、零组件增长 15%+、消费电子产品持平、计算下降 5% 以上。对于 AI 服务器，管理层指引：1) 2025 年第一季度收入同比增长 100%，2025 年全年实现环比增长，2) GB200 机架产量达到量产水平，3) CSP 需求尚未放缓，资本支出不会在 2025 年达到峰值。总体而言，我们认为 AI 服务器强劲前景利好服务器供应链。我们对鸿腾精密 (6088 HK)、比亚迪电子 (285 HK) 和立讯精密 (002475 CH) 等公司持正面看法。 ([链接](#))

■ 科技行业 - 即将到来的英伟达 GTC 2025 对科技行业供应链的影响解读

英伟达将于美国时间 3 月 17 日至 21 日在圣何塞举办年度 GTC 活动，首席执行官黄仁勋将于 3 月 18 日发表主旨演讲。总体而言，我们预计投资者主要关注点将是最新产品/系统路线图 (B300/GB300/Robin)、互连解决方案 (CPO/交换) 以及自动驾驶汽车/物理人工智能/类人机器人的关键更新。我们认为，最近服务器产业链回落反映了市场对 2026 年 CSP 资本支出的担忧，包括受 DeepSeek 推出、GPU 与 ASIC 需求以及最近的订单削减影响。继鸿海对 2025 年人工智能服务器的强劲前景展望后，我们认为 GTC 的新产品/技术路线图应有助于提振行业情绪，并使鸿腾精密 (6088 HK)、比亚迪电子 (285 HK) 和立讯精密 (002475 CH) 等受益。 ([链接](#))

■ 中国工程机械行业 - 2 月份非土方机械销售数据好坏参半

中国工程机械工业协会发布了 2 月份工程机械销售全套数据。与上周发布的强于预期的土方机械 (挖掘机和装载机) 数据不同，非土方机械的销售好坏不一。叉车和汽车起重机在国内外市场均实现增长，而塔式起重机 (与房地产高度相关) /高空作业平台尽管基数较低，但在中国市场仍然分别下跌 33%/24%。我们继续看好土方机械，主要由于土方机械不论在项目级别的周期和替新替换周期中均率先复苏。我们重申对三一重工 (600031 CH)、恒立液压 (601100 CH) 和中联重科 (1157 HK / 000157 CH) 的买入评级。另一方面，鉴于高空作业平台中国和出口的行业销售均弱于预期，这给予我们买入评级的浙江鼎力 (603338 CH) 带来下行风险。 ([链接](#))

公司点评

■ 理想汽车 (LI US/2015 HK, 买入, 目标价: 33 美元/131 港元) - 成本控制与 AI 能力分别为 25 年盈利和估值的关键

4Q24 毛利率低于预期, 净利润超预期: 理想 4Q24 收入符合我们此前预测, 但毛利率较预期低 1.4 个百分点, 主要因采购承诺损失拖累。研发与销售管理费用合计较预期减少约 9.8 亿元, 完全抵消毛利率不及预期的影响。4Q24 营业利润率达 8.4%, 创历史新高, 带动净利润环比增长 25%至 35 亿元, 较我们预期高 4%。

2025 年展望: 考虑到宏观不确定性, 管理层并未给出明确销量指引, 但表示今年将加速推进海外销售。我们下调 2025 财年销量预测 3 万辆至 63 万辆, 主要是调低了对增程车型的销量预期, 我们认为今年海外的增量贡献或难抵消国内竞争加剧影响。部分投资者可能担心今年新发布的纯电车型会蚕食公司增程车型的市场份额, 我们对此保持积极的态度, 因为过去几款 L 系列车型已经证明了公司精准的产品定位能力。今年 7 月推出 i8 后, 公司将于下半年推出第二款纯电 SUV (i6), 我们认为这有助于继续巩固公司在 20-30 万价格区间的竞争地位。

盈利预测和估值: 考虑到销量和营业外收入的下调, 我们下调理想 2025 年的净利润预测 10%至 119 亿元。我们认为理想已经在短期内跃升为自动驾驶技术的行业领军者, 其领先的 AI 能力将为公司布局更广泛的 AI 设备奠定基础, 也成为其估值倍数提升的有力支撑。我们维持买入评级, 并上调理想 LI US/2015 HK 目标价至 33 美元/131 港元 (前值: 30 美元/117 港元), 基于 20x FY25E P/E。 ([链接](#))

■ 中国宏桥 (1378 HK, 买入, 目标价: 20.6 港元) - 2024 年净利润预计增长 95%; 63%的派息率意味着股息率达 11%

宏桥 2024 年净利润为人民币 223 亿元 (同比增长 95%), 与 2024 年 12 月预估的 95% 利润增长一致。这意味着 2024 年下半年净利润增长 47%。扣除可转换债券 (CB) 的公允价值损失, 2024 年核心净利润将达到人民币 245 亿元 (同比增长 114%)。宏桥宣布派发每股 1.02 港元的末期股息。加上每股 0.59 港元的中期股息, 全年派息率达到 63%, 我们认为这对投资人来说是惊喜。我们将 2025-26 年盈利预测上调 26%/25%, 主要由于铝价假设上调 (供应紧张, 行业利用率达到 98%) 同时煤价假设下调。我们估计, 铝价每上涨 1%, 宏桥盈利将增加 3%, 而煤炭价格每下降 1%, 盈利将增加 0.5%。当前股价对应了约 11% 的股息率, 我们认为相当具吸引力。我们将估值基期延展至 2025 年, 目标价从 19.6 港元上调至 20.6 港元, 基于 7.2 倍 2025 年预测市盈率 (历史平均值加上 0.5 个标准差) 加上每股 1.02 港元的应付股息。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 深南电路 (002916 CH, 买入, 目标价: 146.81 元人民币) - 24 财年业绩稳健, 有望成为半导体产业链自主可控趋势下的主要受益者, 上调至“买入”评级

深南电路发布 2024 财年业绩。公司收入同比增长 32.4%至 179 亿元人民币, 高于我们的预测/彭博一致预期 2%/7%。净利润同比增长 34.3%至 19 亿元人民币, 符合我们的预测, 但低于彭博一致预期 2%。公司 FY2024 毛利率为 24.8% (FY23 为 23.4%), 主要受益于下游需求的恢复, 公司毛利率虽逐渐改善, 但仍受新建广州工厂产能爬坡所影响。我们将公司 2025/26 财年的收

入预测分别上调 15%/21%，主要由于 1) 产能利用率的提升（2025 年一季度约为 90%），2) 国内云厂商资本支出加速，推动公司数据中心/AI 相关收入，3) 汽车 PCB 收入及增速表现较好，鉴于高端自动驾驶应用的渗透率超出预期。同时，我们将公司 2025/26 财年的净利润预测上调 12%/16%，尽管或受毛利率稀释冲击（考虑到广州工厂产能的持续爬坡，同时设备、劳动力和原材料成本将被并入销售成本计算）。上调至“买入”评级，目标价上调至 146.81 元人民币（原目标价为 115 元人民币），基于五年历史平均远期市盈率 31.0 倍。对应 2024-26 财年 28.5% 的净利润复合年增长率以及 1.1 倍的 PEG。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(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	17.68	19.00	7%	10.7	14.4	1.8	19.3	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	23.73	16.00	N/A	N/A	N/A	0.9	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.32	6.80	8%	13.2	11.7	0.9	6.9	5.5%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	15.06	19.60	30%	6.0	6.0	1.1	17.8	8.4%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	99.90	126.68	27%	27.4	21.7	4.3	23.8	2.5%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.60	38.51	15%	19.2	16.2	1.0	25.6	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	393.60	484.83	23%	149.1	133.0	23.2	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	88.44	133.86	51%	23.1	18.5	6.4	31.8	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	15.24	18.84	24%	22.7	18.8	2.9	16.3	3.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	259.19	359.47	39%	529.0	40.8	8.3	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	63.91	78.51	23%	17.7	15.8	3.0	16.6	1.6%
中国太保	2601 HK	保险	买入	26.10	35.50	36%	5.7	6.1	0.8	17.1	4.6%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.54	14.00	3%	9.4	9.1	1.1	13.1	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	521.50	525.00	1%	22.5	20.9	4.6	20.0	0.9%
网易	NTES US	互联网	买入	102.80	125.50	22%	1.8	1.7	0.4	21.6	15.8%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	141.10	157.70	12%	2.2	1.9	0.3	11.8	3.8%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.29	6.13	43%	18.7	15.9	1.6	9.7	3.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.85	54.53	1%	51.8	36.4	6.7	12.0	0.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.75	4.79	74%	78.6	52.9	6.6	9.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	50.15	48.66	N/A	24.8	17.5	3.2	14.0	1.2%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	103.99	186.00	79%	21.6	15.0	5.9	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	439.11	426.00	N/A	40.3	30.9	7.8	21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	139.68	176.00	26%	50.8	32.6	6.9	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	279.40	388.0	39%	24.7	22.2	4.4	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 14 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。