

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- A股在周一表现分化，成长股领涨。沪指收跌0.3%，创业板上涨1.4%，存储芯片、半导体、AI算力等领涨。港股明显修复，恒生指数上涨1.45%，恒生科技上涨2.7%，医疗保健、信息技术和必需性消费等板块领涨，原材料、公用事业和能源收跌。宏观方面，中国经济开门红，1-2月零售、固定资产投资和工业产出等均大幅反弹，但房地产仍延续收缩；中美探讨建立双边贸易投资合作工作机制，为贸易不确定性带来稳定预期。
- 美股三大股指齐涨，标普500涨1.01%，纳指涨1.13%，创下伊朗战事爆发以来的最大单日涨幅。一方面，霍尔木兹海峡出现恢复通航迹象、原油价格明显回落，缓解了市场对能源供给与通胀的担忧；另一方面，受英伟达发布会提振，资金重新回流科技板块。信息技术与非必需消费板块领涨，标普11个行业全部收高。
- 美国10年期国债收益率下行约5个基点至4.26%左右，2年期收益率下行逾4个基点，美元指数跌约0.5%，反映市场重新定价“能源冲击未必持续升级”，并小幅修复年内降息预期。宏观层面，本周是全球央行“超级周”，美联储、欧洲央行、日本央行、英国央行等将集中议息；当前市场主流预期仍是按兵不动，但高油价带来的再通胀风险，意味着各央行在措辞上大概率保持偏谨慎。
- 日本市场仍受高油价与政策不确定性压制，日经225收跌0.1%。本周日本央行料按兵不动，但市场仍维持其后续加息倾向的定价。欧洲方面，油价回落带动风险偏好修复，STOXX 600收涨0.45%，房地产与能源板块领涨，结束此前三连跌。
- WTI原油日内大跌5.3%至93.50美元/桶，基本回吐了周末空袭事件后的溢价。现货黄金在避险溢价消退下维持弱势，失守5050美元/盎司。加密货币市场表现亮眼，以太坊受资金流入刺激大涨10%，显示出在宏观预期企稳后资金向高风险弹性的资产回归。

宏观点评

- 中国经济 - 开局良好**
 中国经济在2026年开局良好，零售销售、固定资产投资和工业产出在春节相关消费、新到财政资金和出口激增等因素带动下走强。另一方面，房地产市场销售和价格持续下滑，耐用品消费如汽车也出现大幅萎缩。年初复苏势头的可持续性仍存疑，因为出口强劲增长后可能逐渐放缓，房地产市场仍然低迷，而耐用品市场也可能因需求透支而走弱。能源价格上涨将通过推高上游和投入成本来缓解通缩，但这更多是成本而非需求驱动，可能会挤压下游利润，并削弱家庭实际购买力。支持低迷的房地产市场很可能仍是未来宽松政策的核心，包括货币和财政措施相结合的措施，例如进一步下调房贷利

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,834	1.45	0.79
恒生国企	8,816	1.67	-1.09
恒生科技	5,112	2.69	-7.33
上证综指	4,085	-0.26	2.92
深证综指	2,706	0.16	6.90
深圳创业板	3,357	1.41	4.80
美国道琼斯	46,946	0.83	-2.32
美国标普500	6,699	1.01	-2.13
美国纳斯达克	22,374	1.22	-3.73
德国DAX	23,564	0.50	-3.78
法国CAC	7,936	0.31	-2.62
英国富时100	10,318	0.55	3.89
日本日经225	53,751	-0.13	6.78
澳洲ASX 200	8,583	-0.39	-1.50
台湾加权	33,343	-0.17	15.12

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	49,964	1.46	2.11
恒生工商业	13,697	1.59	-1.30
恒生地产	20,413	0.79	16.24
恒生公用事业	40,283	-1.00	5.94

资料来源: 彭博

率和提供利息补贴。中央政府直接收储仍在决策层的讨论中，但不太可能在2026年下半年之前实现。展望未来，我们预计在2026年第二季度末前，央行将下调存款准备金率50个基点，下调LPR 10个基点。我们预计2026年全年GDP增速可能从2025年的5%下降至4.6%。 ([链接](#))

行业点评

■ 汽车行业 - 氢能新政：重卡高功率与低氢价驱动“自我造血”

政策导向结构性优化：3月16日三部委印发氢能新政，虽然5个城市群规模和80亿总补贴低于我们预期，但核心转向“高质量自我造血”；重卡最高补贴功率从110kW大幅跃升至280kW超预期，单车补贴力度亦远超我们预期；同时通过设定单企积分上限破除地方保护，加速行业出清。

更多补贴倾向于补能价格的下降切中行业痛点：政策明确2030年终端氢价降至25元/公斤，验证了我们之前的观点：补能成本是燃料电池汽车TCO盈亏平衡的关键；我们此前预计2027年氢价降至28元/公斤时，即使在比新一轮政策更低的补贴下，49吨氢能重卡TCO将低于柴油车，行业将从“政策输血”正式转向“市场造血”。

投资建议：在补贴总额受限的背景下，市场份额将加速向具备全产业链整合能力的龙头集中，建议重点关注在大功率系统具有成本技术优势、在制氢端超前布局的**重塑能源 (2570 HK)**。 ([链接](#))

公司点评

■ 零跑汽车 (9863 HK, 买入, 目标价: 60 港元) - 聚焦新车型上市放量, D 系列是今年关键

4Q25 业绩基本符合预期：零跑汽车 4Q25 收入同比增长 56% 至人民币 210 亿元，毛利率扩大至历史最高的 15.1%，符合我们预期，其中整车毛利率约 12% 略低于我们此前的预测。4Q25 净利润同环比增长至 3.55 亿元，连续三个季度实现盈利。

D 系列或成 2026 年毛利率与估值关键：我们维持 2026 年 90 万台的销量预测，其中 D19 SUV 与 D99 MPV 合计贡献 10 万台。D 系列的销量假设是我们在零部件价格上涨等不利因素下仍预测零跑 2026 年整车毛利率上升 0.5 个百分点至 12.7% 的重要原因之一。D 系列的成功也可以向投资者证明公司具备高端化能力，通过拓宽价格带抢占更多市场份额，支撑估值中枢上移。

来自其他车企的收入或超预期：我们预计 2026 年零跑的其他收入（研发服务、碳积分及零部件销售等）将进一步提升至 35 亿元，综合毛利率 70%，成为今年总体毛利率改善的另一动因，并构成当年净利润的重要组成部分，或超市场预期。与 Stellantis 的合资公司（零跑国际）预计自 2027 年起贡献显著利润，可部分对冲低毛利出口业务对公司盈利的影响。我们将 2026/2027 年净利润预测上调 20%/2% 至 36 亿/46 亿元，将目标价从 73 港元下调至 60 港元，基于 21x FY26E P/E，对应 16x FY27E P/E。 ([链接](#))

■ **贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 23.00 美元) - 盈利改善稳步推进**

贝壳 4Q25 收入同比下降 28.7% 至人民币 222 亿元, 符合招银国际预期和彭博一致预期; 季度 non-GAAP 净利润达人民币 5 亿元, 同比下降 61.5%, 但优于我们此前人民币 4 亿元的预测。2025 年全年, 贝壳总收入同比增长 1%, 但受行业逆风影响, non-GAAP 净利润同比下降 30%。我们预计 2026 年核心房产交易业务的成本优化措施, 叠加新业务盈利能力提升, 将推动盈利复苏。我们对 2026 年 non-GAAP 净利润的预测维持在人民币 70 亿元不变, 对应同比增长 39%。考虑到成本优化举措带来的长期经营现金流前景改善, 我们将基于分部加总法的目标价上调 6% 至 23.0 美元 (前值: 21.8 美元), 对应 2026 年预测 non-GAAP 市盈率 26.3 倍。维持“买入”评级。

([链接](#))

■ **丘钛科技 (1478 HK, 买入, 目标价: 13.39 港元) - FY25 业绩符合预期; 看好摄像头模组份额增长及无人机/汽车/XR 发展势头**

丘钛科技公布 FY25 收入/净利润同比增长 29%/435%, 与此前的盈喜一致, 主要受非手机摄像头模组 (同比增长 171%, 占摄像头模组销售额的 27%)、手机摄像头模组平均售价提升 (同比增长 20%)、印度处置收益以及 Newmax 运营改善所驱动。展望 2026 年, 我们对管理层指引持正面看法: 1) 手机摄像头模组: 指引出货量同比增长 5%, 伴随海外份额增长、印度产能及规格升级 (潜望式/可变光圈); 2) 非手机摄像头模组: 指引出货量同比增长 50%, 由汽车/无人机/机器人/XR 驱动。我们微调了预测, 以反映符合预期的 FY25 业绩以及管理层对手机摄像头模组和印度业务更强劲的 FY26E 指引。我们的新目标价 13.39 港元基于相同的 17 倍 FY26E 预期市盈率。该股目前交易于 11.2 倍 FY26E 预期市盈率, 我们认为其具有吸引力。维持“买入”评级。未来股价催化剂包括印度出货及非手机摄像头模组订单获取。(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策。

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。