

每日投资策略

宏观经济、行业及公司点评

全球市场观察

- 3月6日港股延续上涨，大型科技股大涨推动恒生科技创2021年12月以来新高。A股AI终端、IT服务、算力租赁、游戏等板块涨幅居前。但中概股下跌。国债期货价格下跌。人民币汇率小幅走低。中国央行称将择机降准降息。两大因素将决定中国政策宽松节奏，一是股市、房市与耐用消费品改善趋势何时放缓，二是特朗普关税对中国经济影响何时显现。预计上半年政策平稳，下半年可能降准50个基点、降息20个基点。
- 欧洲多国股市走高，德国股市领涨。特朗普宣布为期一个月汽车关税豁免政策，欧盟提出8000亿欧元防务支出计划，德国可能启动财政扩张，提振欧洲股市，汽车股反弹，军工股延续上涨。欧央行如期降息25个基点，但暗示降息接近尾声，市场对欧央行进一步降息预期下降，欧央行4月可能暂停降息。欧债收益率小幅上升，欧元兑美元基本持平，欧洲启动财政扩张和加强自主防卫能力将提振欧元。
- 美股下跌，纳指跌超2%，标普跌至大选以来低点，可选消费、房地产与信息技术板块跌幅居前，能源、必选消费与医疗板块跑赢大盘。特朗普团队暗示美股近期跌幅尚可接受，打击市场情绪。特朗普称推迟加墨关税与美股波动无关，甚至都没关注市场，商务部长卢特尼克称近期股市波动不是决定成果的关键因素，财长贝森特则表示关注点是降低美债收益率。美联储理事称不支持3月降息，但认为今年可能有2-3次降息，我们预计美联储年内可能仅在下半年降息1次。投资者关注周五非农数据，预计2月新增16万个就业。
- 美元指数下跌。特朗普对加墨汽车关税暂缓支撑加元和墨西哥反弹。日元上涨，日本最大工会组织表示成员工会要求今年“春斗”平均加薪6.09%超过去年的5.85%，工资上涨将增加日本央行延续加息可能性。油价基本持平，OPEC+增产与贸易战威胁打击近期油价。金价下跌，工业金属多数上涨。

宏观经济

■ 美国经济 - 不确定性上升

美国2月服务业PMI超预期回升，商业活动和需求保持稳健，物价指数反弹。制造业PMI回落，需求、生产和就业走弱，但物价指数升至近3年新高。PMI数据显示美国经济温和扩张，但特朗普驱逐非法移民、削减政府支出和加征关税政策使得美国经济下行风险上升。作为经济晴雨表的美股剧烈回调，预示美国经济将明显放缓。特朗普一对多关税模式、驱逐非法移民和削减政府支出将令美国经济相对非美经济走弱，美元指数回落。美股回调向特朗普发出警告，预计他可能灵活调整政策节奏，以降低对美股和美国经济冲击。由于短期通胀预期反弹和特朗普关税对通胀影响存在不确定性，我们认为美联储3月、5月和6月可能延续暂停降息，9月或12月可能降息1次。

([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,370	3.29	42.95
恒生国企	8,938	3.57	54.95
恒生科技	6,069	5.40	61.22
上证综指	3,381	1.17	13.65
深证综指	2,091	1.81	13.79
深圳创业板	2,235	2.02	18.15
美国道琼斯	42,579	-0.99	12.97
美国标普500	5,739	-1.78	20.31
美国纳斯达克	18,069	-2.61	20.37
德国DAX	23,419	1.47	39.80
法国CAC	8,198	0.29	8.68
英国富时100	8,683	-0.83	12.28
日本日经225	37,705	0.77	12.67
澳洲ASX 200	8,095	-0.57	6.64
台湾加权	22,715	-0.68	26.68

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	39,871	1.22	33.69
恒生工商业	14,369	4.52	55.61
恒生地产	16,557	2.18	-9.66
恒生公用事业	35,269	0.16	7.29

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国房地产行业 - 70%概率二季度板块受提振，建议增配优质标的

从销售数据显示一二手房1-2月表现稳定，3月势头初显，且前置指标持续向好，显示3月小阳春可期。“2季度销售回落幅度”和“是否有政策出台”是关注重点，我们通过对二者的情景分析及概率测算发现2季度地产板块受到积极影响的概率远超受到消极影响的概率，基于保守和中性假设，该概率分别高达67%和77%。我们建议投资者择机增配板块内优质标的。

前置指标显示“小阳春”确定性高。截至3月5日，30城新房年内成交面积同比增1%，16城二手房年内成交面积同比增39%，1-2月表现超预期，3月势头初显。一二手房前置指标持续向好：1) 新房认购指数自春节后持续攀升，正逐步趋近24年10月水平，考虑认购数据传导到网签成交需10-30天，可推断3月新房成交将在2月基础上进一步走高。2) 二手方带看数据持续冲高，贝壳区域数据显示3月2日单日带看指数较24年10月高点高出12%，3月成交有望持续走高。综上我们认为三月小阳春可期。

为何对2季度销售乐观？相较三月小阳春，市场更加担忧2季度销售回落幅度，我们对此持更乐观的态度，由于1) 政策端：基于2H24监管对市场波动的密切关注及积极干预，我们认为其主动管理市场预期的决心已示；两会中关于出台政策的表述也给予进一步印证；因此我们相信监管对小阳春后销售回落的重视程度较往年更高，意味着销售下滑超预期后出台积极政策的可能性显著提升，这将一定程度维护购房者信心并维持正常购房需求不被过度抑制；2) 情绪端：春节以来大中华市场受科技提振表现亮眼，虽积极情绪使居民改善收入预期尚需时日，但相较于去年同期，居民对经济的信心存在边际性改善，这将影响部分居民的购房决策；3) 融资端：随着万科事件的处置有所进展，购房者对政府采取救助举措的期待更强，对国央企债务违约担忧有一定程度减弱。

地产板块二季度受到提振的概率高达~70%。我们基于“小阳春后销售回落幅度”和“积极政策出台与否”的不同状况对板块做了情景分析和概率测算，在保守假设基础上，2季度板块受到积极影响的几率高达67%，中性假设基础上该几率高达77%。重要因素包含1) 上述政策端因素；2) 销售端如果回落幅度小于预期则其维持修复态势的时间将迎来半年之久（自24年10月以来），对购房者和资本市场信心均有提振，有望使板块估值出现阶梯式修复。

投资建议：基于以上分析，我们认为板块在上半年跑赢大市可能性显著提高，同时通过对板块过往表现的分析发现：重点公司在三支箭、517、924等政策窗口的回调幅度均未超过拉升幅度，代表板块估值的底部在不断抬升，建议投资者择机增配板块内优质标的。选股方面我们建议：1) 关注存量市场受益者：贝壳（BEKE US）作为绝对龙头将长期受益于二手房市场，其新业务装修租赁等也将同步收益；2) 关注开发+零售，经济复苏率先收益，如华润置地（1109 HK）、龙湖集团（960 HK）等；3) 关注拿地强度+产品溢价能力双优房企；4) 以及旗下物管如滨江服务（3316 HK）、绿城服务（2869 HK）、华润万象生活（1209 HK）、保利物业（6049 HK）、金茂服务（3316 HK）等；5) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：国企开发商违约、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。（[链接](#)）

公司点评

■ 京东 (JD US, 买入, 目标价: 55.0 美元) - 业绩好于预期, 关注核心业务盈利增长

京东公布 4Q24 业绩: 营收为 3470 亿元人民币, 同比增长 13.4% (4Q23: 3.6%; 3Q24: 5.1%), 超出市场一致预期 4%; non-GAAP 净利润为 113 亿元人民币, 同比增长 34%, 超出市场一致预期 22%, 得益于好于预期的规模效应支撑下京东零售的经营利润超出预期 15%。2024 年全年, 京东总营收同比增长 7% 至 1.2 万亿元人民币, non-GAAP 净利润同比增长 36% 达 478 亿元人民币。考虑到全国以旧换新带来的积极影响好于预期, 以及由于经营能力优化, 超市品类的创收能力好于预期, 我们将 2025-2026 年的营收预测上调了 4%-5%, non-GAAP 净利润上调了 5%-7%, 基于 DCF 的目标股价上调了 3% 至 55.0 美元, 对应 12x 2025 年预期市盈率。我们预计京东 2025 年的营收和 non-GAAP 净利润均将同比增长 9%。我们认为, 核心业务高质量且可持续的盈利增长以及股东回报的提升仍是推动其股价上涨的关键因素。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 阿迪达斯 (ADS GR, 未评级) - 2024 年 4 季度业绩点评: 2025 年指引保守, 但基本面仍然强劲

2024 年 4 季度, 阿迪达斯销售额 (固定汇率) 同比增长 19%, 毛利率同比提升 5.2 个百分点至 49.8%, 营业利润率同比扩大 5.6 个百分点至 1.0%, 净利润率同比上升 7.2 个百分点至 -0.7%, 这些数据均与先前的盈利预览一致。

分地区来看, 除日本/韩国增速放缓外, 其他地区增长持平或加速 (如大中华区虽面临疲软的宏观环境, 销售额仍从 7% 升至 10%, 美国从 -7% 改善至 -2%, 新兴市场从 16% 升至 19%)。分渠道来看, 批发销售增长强劲, 从 3 季度的 13% 加速至 4 季度的 25%, 电商销售增长从 -3% 恢复至 +10%, 自营零售增长相对平稳。分品类来看, 4 季度鞋类和服装增长均显著加速。我们认为主要驱动力来自休闲产品 (包括 Original、篮球、合作系列、滑板和运动服装), 而功能性产品增长相对平稳。Terrace 系列鞋 (Samba、Gazelle、Spezial) 持续热销, Campus 和 SL72 等系列也强劲增长, 推动鞋类销售加速。足球热潮 (受益于欧洲杯和美洲杯的成功举行) 带动球衣销售, 鞋类明星产品的溢出效应也提升了复古风和针织风格服装的销售, 共同加速了运动服装的销售增长。

库存同比增长 10%, 考虑到 4 季度的强劲增长, 我们认为仍在健康水平。库存周转率为 0.84 倍, 远低于 2023 年 4 季度的 0.94 倍和 2022 年 4 季度的 1.15 倍。

2025 财年指引: 1) 销售增长 (固定汇率) 为高个位数, 意味着阿迪达斯品牌销售增长 (不含 Yeezy 销售) 超过 10%; 2) 经营利润指引达到 17 亿至 18 亿欧元; 3) 软指引还包括: 毛利率预计在 50.5% 至 51%, 北美/欧洲/大中华区/拉丁美洲销售额增长分别为 10%+/高个位数/10%+/10%+。2026 财年指引: 经营利润率达到 10%

招银国际点评: 1) 2025 财年销售增长指引符合预期, 但经营利润目标实际上比彭博预估低 15%。然而, 考虑到强劲的销售增长势头、美国和大中华区进一步好转的可能性、强大的新产品推出计划等因素, 我们并不担心。2) 增

长势头仍然强劲，直营零售销售增长从3季度的15%加速至4季度的18%，批发增长也从13%加速至25%，两者增速均远高于2025财年高个位数的指引。3) 得益于休闲鞋类产品的成功和各种营销活动，大中华区和美国的品牌热度持续攀升，这可能会带动服装和功能性产品的销售。4) 新产品计划和矩阵令人惊叹。休闲鞋类方面，除明星产品（Samba、Gazelle、Spezial）外，阿迪达斯将继续推广Campus和SL72，推出Climacool（首款基于泡沫的4D打印鞋）等新鞋，以及Superstar和Low profile等系列。专业运动鞋方面，公司将加大跑步领域投入（Adizero EVO SL取得巨大成功），扩展Adizero系列，推出Supernova等新系列，并推出采用全新boost材料的鞋款等。此外，还将推出更多足球鞋和篮球鞋（与NBA球星合作增加）。服装方面，将推出更多新型高科技产品和超高端系列。5) 利润率方面，毛利率扩张可能来自零售折扣减少、生产成本降低、新产品销售占比提高（4季度折扣店销售增长仅为中个位数，远低于集团整体水平）和渠道结构改善（DTC可能增长快于批发）。营业利润率改善可能来自Yeezy销售缺失、进一步裁员、AI应用增加和运营杠杆提升等。

我们认为这对中洲国际（2313 HK，未评级）影响中性（可能受益于中国服装销售增长加快，但在新鞋类产品发布中可能不会获得太多市场份额），对滔搏国际（6110 HK，持有）和宝胜国际（3813 HK，未评级）影响正面（受品牌热度和强大的新产品支持，销售增长应该也会加快），但对安踏（2020 HK，买入）、李宁（2331 HK，买入）、特步（1368 HK，买入）和361度（1361 HK，买入）等竞争对手影响较为负面。

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	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.78	19.00	7%	10.8	14.5	1.8	19.3	2.7%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	22.23	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	6.45	6.80	5%	13.4	11.9	0.9	6.9	5.4%	
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	14.48	19.60	35%	7.8	7.2	1.2	18.3	8.4%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	94.65	126.68	34%	25.9	20.6	4.1	23.8	2.7%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	28.83	38.51	34%	16.5	13.9	0.8	25.6	0.6%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	382.00	484.83	27%	144.7	129.1	22.7	14.4	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.43	133.86	59%	22.0	17.7	6.1	31.8	1.6%	
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.70	18.84	38%	20.4	16.9	2.6	16.3	3.6%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	256.97	359.47	40%	524.4	40.4	8.2	N/A	0.0%	
药明康德	603259 CH	医疗	买入	62.38	78.51	26%	17.3	15.4	2.9	16.6	1.6%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.25	35.50	46%	5.3	5.7	0.8	17.1	4.9%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.22	14.00	6%	9.2	8.9	1.1	13.1	4.5%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	535.50	525.00	N/A	23.1	21.4	4.8	20.0	0.9%	
网易	NTES US	互联网	买入	101.99	125.50	23%	1.8	1.7	0.4	21.6	16.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	139.95	157.70	13%	2.1	1.9	0.3	11.8	3.8%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.09	6.13	50%	17.8	15.1	1.6	9.7	4.1%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	54.15	54.53	1%	52.1	36.6	6.8	12.0	0.2%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.98	4.79	61%	119.2	67.7	7.7	6.8	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	49.60	48.66	N/A	24.6	17.3	3.2	14.0	1.2%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	105.17	186.00	77%	21.9	15.1	6.0	31.2	0.7%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	462.38	426.00	N/A	42.4	32.6	8.2	21.3	0.2%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	147.05	176.00	20%	53.5	34.3	7.3	14.5	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	286.05	388.0	36%	25.3	22.7	4.4	11.1	0.4%	

资料来源：彭博、招銀国际环球市场预测（截至2025年3月6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作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编制的报告。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。