

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 周三（3 月 12 日）中国股市跟跌美股，中概股跌幅大于港股，港股跌幅超过 A 股。港股资讯科技、医疗保健与必选消费跌幅居前，原材料、公用事业与能源行业上涨，南下资金持续净买入超 250 亿港元。A 股小幅下跌，航空、猪肉、AI 医疗、锂矿等板块领跌，国资云、算力、游戏等板块领涨。国债期货集体收涨，10 年国债收益率回落。人民币下跌，未来强弱取决于特朗普贸易战模式与美欧财政政策分化前景。如果特朗普贸易战延续一对多模式包括加墨，那么对美影响大于对中欧影响，人民币将偏强；如果特朗普贸易战一对一聚焦中国或欧盟，那么对美影响小于对中欧影响，人民币将偏弱。如果特朗普推进财政支出削减计划而欧洲启动财政扩张，那么美元将偏弱、人民币将偏强。
- 欧股反弹，无惧美欧贸易战升级风险，乌克兰同意停火 30 天提振市场情绪。德国股市涨幅居前。因收益率曲线陡峭化和欧央行官员放松监管表态，银行股走强。欧债收益率小幅回落，欧元下跌。欧央行 4 月降息可能性下降。拉加德撤回之前对进一步降息的暗示，称 2% 中期通胀目标允许短期出现偏离，当前面临“异常高的不确定性”，“无法提供明确降息路径”。
- 美股涨跌互现，纳指技术性反弹，道指延续下跌，信息技术、通讯服务与可选消费领涨，必选消费、医疗保健与原材料领跌。美国 2 月 CPI 同比增速低于预期创去年 11 月以来新低，核心 CPI 同比增速降至 4 年新低，市场对滞涨担忧略有缓解，对美联储降息幅度预期扩大，避险情绪有所下降。美股因超卖状态可能技术性反弹，但机构和散户持有的现金比例仍在历史低位，特朗普仍未放弃激进关税、削减政府支出和驱逐非法移民等紧缩性政策，美股技术性反弹后可能仍面临卖压。美国对钢铝 25% 关税正式生效，美国钢铁需求 25% 依赖进口，欧盟将于 4 月 13 日对逾 280 亿美元美国商品征收报复性关税，但表示愿与美国谈判，加拿大对 201 亿美元美国产品的 25% 关税于周四生效。
- 美债收益率先因通胀数据低于预期而回落，后因贸易战升级而上涨，美元小幅反弹。油价上涨，EIA 数据显示美油库存增幅低于预期，汽油和馏分油库存降幅超预期，显示石油需求增强。金价走高，刚果暂停出口推动钴价大涨，铜价收涨。

行业点评

- 必选消费行业 - 美妆数据点评：毛戈平、巨子生物势头迅猛，丸美、上海家化迎开门红
2 月美妆销售数据显示国货品牌于抖音平台重点发力，尤其护肤品类增长强劲。前两个月累计来看，巨子生物、毛戈平增速突出，丸美、上海家化改善显著，较其 24 年各季度增速有明显提升。38 大促中，毛戈平表现亮眼，成功斩获抖音彩妆榜首。珀莱雅/韩束依旧稳守天猫/抖音美妆总榜第一。当前经济环境下

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	23,600	-0.76	38.44
恒生国企	8,682	-0.84	50.51
恒生科技	5,845	-2.04	55.28
上证综指	3,372	-0.23	13.34
深证综指	2,090	0.13	13.74
深圳创业板	2,191	-0.58	15.86
美国道琼斯	41,351	-0.20	9.71
美国标普 500	5,599	0.49	17.39
美国纳斯达克	17,648	1.22	17.57
德国 DAX	22,676	1.56	35.37
法国 CAC	7,989	0.59	5.91
英国富时 100	8,541	0.53	10.44
日本日经 225	36,819	0.07	10.03
澳洲 ASX 200	7,786	-1.32	2.57
台湾加权	22,278	0.94	24.25

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	38,787	-0.14	30.06
恒生工商业	13,862	-1.10	50.13
恒生地产	16,096	-1.35	-12.17
恒生公用事业	35,089	0.50	6.74

资料来源：彭博

性价比依然是消费主线，且国货美妆研发能力在国际认可度不断提高，竞争力不断增强，我们持续看好有高增长潜力、高业绩兑现度、以及经营改善显著的标的。

2月国货品牌抖音平台发力显著。依据魔镜数据，2月单月美妆线上GMV（涵盖淘宝抖音双平台，护肤与彩妆品类）较1月同比增长18%、环比增长1%，达316亿元人民币。增长主要得益于国货品牌护肤品类在抖音平台的发力，其中表现突出的有：丸美（同比增长336%/环比增长87%）、毛戈平（同比增长274%/环比增长168%）、福瑞达（同比增长141%/环比增长132%）（上述为品牌在抖音护肤品类数据）。单月GMV分平台来看，抖音增长表现优于淘天系（同比增长38%/环比增长8% vs 同比下降3%/环比下降7%）；分品类而言，护肤品类整体优于彩妆品类（同比增长22%/环比增长9% vs 同比增长9%/环比下降13%）。

2M25 累计 GMV 同比增长 10%（相较于 2025 年 1 月增长 2%）。其中同比表现出色的有巨子生物（增长85%）、丸美（增长85%）、上海家化（增长58%）、毛戈平（增长38%）；与2024年季度同比增幅相比，丸美、上海家化增速提升显著。不同品类不同平台表现较优的品牌如下：**淘天系护肤**：上美股份+77%/巨子生物+50%/丸美+40%/上海家化+35%；**抖音系护肤**：丸美+186%/毛戈平+147%/上海家化+146%/巨子生物+111%；**淘天系彩妆**：丸美+21%/毛戈平+10%/欧莱雅+7%/香奈儿+2%；**抖音系彩妆**：香奈儿+1248%/兰蔻+75%/雅诗兰黛+65%/珀莱雅（彩棠）+30%/毛戈平+35%/丸美（恋火）+23%。

三八大促毛戈平脱颖而出。在三八国际妇女节前后的促销周（3.3-3.8）排名中，珀莱雅/韩束继续稳居天猫/抖音榜首。珀莱雅在抖音美妆排名从去年的第4跃升至第2，彩棠在抖音彩妆排名从去年的17提升至第9。毛戈平初次上榜，在天猫/抖音美妆分别位列第16/17，且在抖音彩妆排名首次登顶。

行情回顾及投资建议：截至3月11日，我们重点关注的美妆股涨幅约47%，其中毛戈平涨88%，巨子生物涨67%，上美股份涨45%，上海家化涨14%，丸美涨8%。我们认为当前经济环境下性价比依然是消费主线，且国货美妆研发能力在国际认可度不断提高，竞争力不断增强，我们建议关注：1) 高增长潜力标的如毛戈平、巨子生物、丸美股份等；2) 高业绩兑现度标的如珀莱雅、上美股份等；3) 经营可能存在显著改善的标的如上海家化、贝泰妮等。风险提示：新品发展不及预期、产品质量风险、渠道拓展不及预期等。（[链接](#)）

公司点评

■ 亿航智能 (EH US, 买入, 目标价: 30 美元) - 4Q24 净亏损同比收窄 35% 至 4,700 万元人民币, 今年目标实现 97% 收入增长

4Q24 业绩亮点。收入同比增长 1.9 倍至人民币 1.64 亿元，受 eVTOL 飞机交付（78 架）同比增长 2.4 倍推动。毛利率同比收窄 4 个百分点至 60.7%，主要由于基数较高，但这在我们预期之内。销售费用率/管理费用率/研发费用率同比下降 14.6/56/33 个百分点至 22%/42%/34%。净亏损同比收窄 35% 至人民币 4,700 万元。亿航连续五个季度实现正经营现金流。2024 年全年，亿航收入同比增长 2.9 倍至人民币 4.56 亿元，净亏损同比收窄 24% 至人民币 2.3 亿元。截至 2024 年底，亿航的净现金和短期投资为人民币 10 亿元。

亿航在业绩后举行电话会，重点指引包括：(1) 亿航今年的目标是实现 9 亿元人民币的收入，同比增长 97%；(2) 今年毛利率预计总体维持在 60% 左右；

(3) 三费增速预计为 40%，低于收入的 97% 增速；(4) 公司争取今年下半年开始实现 GAAP 净利润；(5) 公司和江淮汽车及地方政府合作的合肥新产能项目预计在一年半至两年内完成兴建；(6) 民航局对亿航下属两家运营公司的运营合格证申请的检测工作已完成，下一步将等待结果公布；(7) 今年的资本开支预计为 4000 万美元。

我们的观点：亿航是目前中国第一家获得 eVTOL 飞机量产三张必备牌照（型号合格证、生产许可证和标准适航证）的制造商，领先竞争对手 1-2 年。我们预计，其子公司今年有很大机会获得运营合格证 (OC) 批准，将成为关键的股价催化剂。我们维持 2025E/26E 的盈利预测不变。维持“买入”评级及目标价 30 美元，基于 15 倍 2025E 市销率。（[链接](#)）

■ 361 度 (1361 HK, 买入, 目标价: 5.97 港元) - 25 年至今表现良好, 对展望审慎乐观

24 财年业绩略好于预期，对库存和现金流短期波动并不担忧。361 度 24 财年销售额同比增长 20% 至 100 亿元，较招银国际/市场预测高 2%；净利润同比增长 19% 至 11.5 亿元，分别超招银国际/市场预测 7%/ 5%，主要因毛利率好于预期。鞋履/服装销售增长 21%/ 17%，成人/童装/其他品类增长 20%/ 18%/ 46%，线下/线上渠道增长 22%/12%。运动品类中，跑步/篮球/运动时尚分别增长 40%/ 17%/ 16%。若调整应收账款拨备，调整后净利润增速可达 30%。库存周转天数上升 14 天至 107 天，经营现金流下降 83%，主要受 2025 年春节提前的影响。暖冬也导致华南地区库存积压，但管理层表示其中大部分已在 25 年 1 季度消化。24 财年的派息率也提高至 45%。

2025 年至今的流水增长、折扣与库存情况良好。管理层指出，2025 年 1-2 月成人/童装/电商渠道零售销售增长分别为 10-15%/15%+/20%+（24 年 4 季度为 10%/10-15%/30-35%）。我们估算 2025 年迄今的整体零售增长对比 24 年 4 季持平或有所加速。此外，当前的库存周转期约 4.5 个月，好于 24 年 4 季度的 4.5-5.0 个月，接近 24 年 1 季度水平。零售折扣在 71 到 73 折，接近 24 年 4 季度的 7 到 73 折，好于 24 年 1 季度的 7 折。

25 财年指引较为保守。公司发布了 25 财年指引，包括 10-15% 的销售增长（主要依赖销量提升）、40-42% 毛利率、10-13% 广告费用率、3-4% 研发费用率及 10-12% 的净利率。我们认为指引较为谨慎但合理，尽管政府对消费行业较为积极，运动服饰行业有望温和复苏，但仍面临外部风险，如贸易战等。

不过我们对达成指引目标仍有信心，主要考虑到以下因素：1) 跑步产品销量强劲（像飞燃 4 仍热销），2) 篮球品类加速增长（围绕约基奇的新产品系列，如 Joker 1 已售出 3 万双），3) 新类别拓展（2 季度会推出网球类，3 季度会推出羽毛球类），叠加女性/滑板/户外产品健康增长，4) 361 度的超品店扩张（25 财年目标为 100 家，预计单店年销售高达 800-1000 万元）。电商的增速在 25 财年可能维持在 20% 左右，因去年基数较高。

361 度的超品店或成潜在催化剂。公司目前已开设 5 家店，预计到 3 月/6 月/12 月可增至 30/ 50/ 100 家。店内 SKU 组合为 30% 尖货、20% 高性价比款、50% 过季款（滞后约 1-2 季度）。如果该模式成功，公司未来可能推出独立生产线的专供产品，并鼓励经销商在优势区域（不限于一线城市）开店。门店面积约 800 平方米（大货店 200-250 平方米，童装店 130-150 平方米），

5 家门店数据显示，其单店月销售额可达 65-85 万元（对比大货店 22 万元，童装店 16 万元）。

维持“买入”评级，目标价上调至 5.97 港元（前值：5.15 港元）。上调 25 财年/26 财年净利润预测 3%/2%，主要是因为业绩超预期，但销售增速目标略低。目标价基于 9 倍 25 财年预测市盈率（之前为 24 财年）。当前估值为 7 倍，对应 7%股息率，我们认为仍具吸引力。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

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
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.52	19.00	8%	10.6	14.2	1.7	19.3	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	24.73	16.00	N/A	N/A	N/A	1.0	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.65	6.80	2%	13.9	12.3	0.9	6.9	5.2%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	14.86	19.60	32%	8.0	7.4	1.2	18.3	8.2%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	98.15	126.68	29%	26.9	21.3	4.2	23.8	2.6%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	31.05	38.51	24%	17.7	14.9	0.9	25.6	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	380.20	484.83	28%	144.0	128.4	22.5	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	85.15	133.86	57%	22.2	17.9	6.2	31.8	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.80	18.84	27%	22.1	18.3	2.8	16.3	4.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	249.84	359.47	44%	509.9	39.3	8.0	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	61.59	78.51	27%	17.1	15.2	2.9	16.6	1.7%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.20	35.50	47%	5.3	5.7	0.8	17.1	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.10	14.00	7%	9.1	8.8	1.1	13.1	4.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	512.00	525.00	3%	22.1	20.5	4.5	20.0	0.9%
网易	NTES US	互联网	买入	104.88	125.50	20%	1.9	1.8	0.5	21.6	15.5%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	137.14	157.70	15%	2.1	1.8	0.3	11.8	3.9%
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	52.05	54.53	5%	50.0	35.2	6.5	12.0	0.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.07	4.79	56%	69.8	53.9	7.2	10.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	50.00	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	102.36	186.00	82%	21.3	14.7	5.8	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	442.80	426.00	N/A	40.6	31.2	7.9	21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	140.88	176.00	25%	51.2	32.8	7.0	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	284.58	388.0	36%	25.2	22.6	4.5	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 12 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。