

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 昨日 (2 月 27 日) 中国股市回调。港股资讯科技、电讯业与原材料板块领跌，必选消费、地产与工业板块上涨。A 股信息技术、通讯服务与公用事业板块下跌，必选消费、可选消费与金融板块上涨。中概股下跌。国债期货价格下跌。人民币下跌，特朗普关税威胁提升美元、打击非美货币。特朗普称对墨西哥、加拿大 25% 关税 (加拿大非能源产品 10% 关税) 和中国额外 10% 关税将于 3 月 4 日生效，同时将很快宣布对欧盟关税。
- 欧股下跌，特朗普关税言论推升避险情绪，信息技术、可选消费和原材料板块跌幅居前，仅地产、通讯服务与医疗保健板块收涨，对贸易敏感的汽车板块大跌 4%。欧盟表示将坚决回应特朗普关税，G7 外交官与美国财长交流时警告称关税将导致经济滞胀。德国基尔世界经济研究所评估认为美国对欧 25% 关税将导致第 1 年欧盟和美国经济分别损失 0.4% 和 0.17%，如果欧盟对美加征 25% 报复性关税，那么美国经济损失幅度将升至 0.34%。欧债收益率冲高回落，欧元兑美元大跌。
- 美股遭受重创，纳指创 DeepSeek 冲击以来最大单日跌幅，信息技术、公用事业与通讯服务板块领跌，金融、能源与地产板块上涨。特朗普关税言论打击市场信心。在盟友和美股均对特朗普发出警告之后，未来特朗普是否调整关税计划将决定短期市场情绪。美国经济数据呈现滞胀信号，上周首次申请失业救济人数上升，高房价、高利率压制住房市场，1 月待售房屋销量降至历史最低，但鸡蛋价格和通胀预期大幅反弹。1 月耐用品订单环比大增，但剔除飞机等交通运输订单后基本持平。堪萨斯联储主席警告当前通胀风险与经济增长担忧并存，美联储可能需要艰难平衡，克利夫兰联储主席则认为当前利率政策可能已接近中性水平，暗示无降息空间。美债收益率走高，10 年与 3 个月国债收益率再次倒挂发出经济下行风险警告。美元指数上涨。日元兑美元下跌，日本央行行长称若债券收益率快速上升，央行将进行计划外债券操作。
- 油价反弹。之前有消息称特朗普将以美俄谈判和修复关系为契机，推动 OPEC+ 增产，但昨日传出 OPEC+ 内部对 4 月启动增产分歧较大，俄罗斯和阿联酋支持 4 月增产，但沙特和其他产油国反对。美元走强令黄金承压，金价下跌。特朗普关税言论打击工业金属，铜价下跌。

行业点评

- 半导体 - 英伟达：四季度业绩及指引保持稳健；投资者仍关注公司在 26 财年后的增长驱动力

英伟达 (NVDA US, 未评级) 公布 2025 财年四季度业绩。公司收入为 393 亿美元，同比增长 78%，环比增长 12%，超出一致预期 (382 亿美元) 3% 以及公司指引 (375 亿美元) 5%。季度收入增长 42 亿美元，较前几个季度的

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	23,718	-0.29	39.13
恒生国企	8,735	-0.66	51.42
恒生科技	5,881	-1.22	56.23
上证综指	3,388	0.23	13.89
深证综指	2,092	-0.26	13.81
深圳创业板	2,257	-0.52	19.31
美国道琼斯	43,240	-0.45	14.73
美国标普 500	5,862	-1.59	22.89
美国纳斯达克	18,544	-2.78	23.54
德国 DAX	22,551	-1.07	34.62
法国 CAC	8,103	-0.51	7.42
英国富时 100	8,756	0.28	13.23
日本日经 225	38,256	0.30	14.32
澳洲 ASX 200	8,268	0.33	8.92
台湾加权	23,053	-1.49	28.57

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	39,183	0.59	31.38
恒生工商业	13,907	-0.80	50.61
恒生地产	16,175	0.87	-11.74
恒生公用事业	34,828	0.02	5.94

资料来源: 彭博

增速大致持平（2024 财年四季度 / 2025 财年一季度 / 2025 财年二季度均为 40 亿美元，2025 财年三季度则为 50 亿美元）。Non-GAAP 毛利率为 73.5%（去年同期/三季度分别为 76.7% / 75.0%），小幅超出一致预期（73.1%），并与公司指引持平。毛利率环比下降主要由于 Blackwell 开始量产（由于新系统更复杂、原材料成本上涨导致）。Non-GAAP 净利润为 221 亿美元，超出一致预期（210 亿美元）5%。

公司下季度收入指引超出一致预期，但毛利率指引不及预期。公司预计收入为 430 亿美元（一致预期为 422 亿美元），这意味着环比增长 9.3%。Non-GAAP 毛利率指引为 71.0%（一致预期为 72.1%）。公司预计随着 Blackwell 产能的提升（公司计划加快生产以满足市场需求），毛利率预计将保持在 70% 低段水平。待产能完全提升后，毛利率有望恢复到 75% 左右（可能在今年晚些时候）。

按主营业务划分，数据中心收入（占总收入的 88%）为 356 亿美元，同比增长 93%，环比增长 16%，这主要得益于 Blackwell 的出货以及 H200 对收入的持续贡献。云服务供应商（微软、谷歌、亚马逊和甲骨文）仍是最大的收入来源，约占数据中心收入的 50%（同比增长 2 倍）。消费互联网/企业收入同比分别增长 3 倍/约 2 倍。英伟达的管理层认为，部分新兴领域（如机器人/自动驾驶）将为公司带来更大的增长潜力。

公司股价于 2 月 26 日的盘后交易中呈现出围绕收盘价附近波动的趋势，我们认为主要由于投资人正在对本季度的业绩进行进一步消化所致。公司的下一个催化剂将是 2025 年 GTC 大会，届时投资者将重点关注英伟达几款新品的进展（Blackwell ultra/Rubin/CPO）。([链接](#))

公司点评

■ 江南布衣 (3306 HK, 买入, 目标价: 18.68 港元) - 销售增长平稳, 但股息率仍具吸引力

公司 2025 年 1-2 月零售销售趋势较为平淡。2024 年 7-12 月的零售流水增速约为单位数（根据招银国际测算）而同店销售增速为 0%，主要受宏观环境疲弱和暖冬的影响。然而，流水增长的确在 4 季度有所改善，从 3 季度的负增长转为正增长，主要得益于政府刺激政策后的消费情绪改善以及公司在电商营运方面的努力。进入 2025 年 1 月和 2 月，管理层提到流水仍有正增长，而电商表现持续跑赢线下。

然而，管理层重申了 2025 财年的指引，我们也认同他们的看法。管理层重申 2025 财年预计销售（约中单位数）和净利润均能实现正增长，并对 2025 财年下半年给出类似的指引。他们有信心公司表现能持续优于整个服装行业。尽管存在宏观不确定性和潜在的消费降级压力，我们相信公司能够实现其目标，原因包括：1) 门店扩张加速（2025 财年上半年开设了约 100 家新店，同比增长 4.4%，相比 2024 年下半年增长 1.8%），2) 出色的电商销售增长势头（根据我们的渠道调查，2025 年 1 月电商销售增长仍然非常迅速，没有出现放缓迹象），3) 低基数带来的线下销售增长压力可能慢慢减轻，4) 提升各类客户体验、会员权益和福利（虽然这对利润的即时影响有限，但应能逐步提升客户满意度和品牌价值，最终提高复购率），5) 通过并购 B10CK（一个售卖过百个品牌的买手百货品牌）进一步推动增长。

毛利率方面，我们认为毛利率能够保持稳定（与管理层的指引一致），因为零售折扣的进一步减少以及新产品在直营和电商渠道中的销售比例提升，足以抵消批发商支持的增加（如返利或退款）。此外，对于增加的广告和营销费用（部分由于 30 周年庆典活动），我们认为可以通过门店效率提升（开设更大、更高效的门店，关闭较小的门店）以及总部层面的效率提升（利用人工智能优化一些标准化的工作流）来抵消。总体而言，我们预计 2025 财年销售增速为 5%，净利润增速为 6%。此外，管理层表示长期目标不变（零售销售额 100 亿元人民币，上市公司销售额 60 亿元人民币，65% 以上的毛利率和 15% 以上的净利率）。

维持“买入”评级，并将目标价上调至 18.68 港元（前值：17.61 港元），基于 10 倍 2025 财年预测市盈率（之前为 10 倍 2024 财年预测市盈率）。我们略微下调了 2025 到 2027 财年的净利润预测约 2% 到 3%，考虑到：1) 同店增长和直营增长放缓，2) 毛利率下降，3) 经营杠杆减少等。我们相信公司的销售增长仍然具有韧性并且行业领先，然而短期内出现快速增长的可能性不大，因此考虑到短期催化剂有限，目前唯一的亮点是其较高的股息率。现价估值为 8 倍 2025 财年市盈率，仍低于 8 年平均市盈率 9 倍，股息率约为 9%。（[链接](#)）

■ 小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 54.53 港元) - 小米 15 Ultra 暨小米 SU7 Ultra 新品发布会点评

小米于 2 月 27 日举办旗舰新品发布会，推出 9 款新产品，其中亮点包括小米 15 Ultra 和小米 SU7 Ultra。此次发布会凸显了小米在智能手机高端化和电动汽车（EV）业务拓展方面的持续推进。小米 15 Ultra 旨在挑战高端智能手机市场，而 SU7 Ultra 则定位为高性能豪华电动汽车，在速度、设计和智能技术方面树立了新标杆。整体上，我们认为此次发布符合市场预期，AI 智能眼镜的发布仍是股价下一关键催化因素。我们认为，小米在全球市场份额提升、SUV 产品发布以及 AI 产品周期的推动下，小米的“人-车-家”智能生态将于 2025-26 年持续受益。重申对小米高端化战略、强大的生态系统整合能力以及其在电动汽车市场扩张的正面看法，维持“买入”评级，基于 SOTP 估值法的目标价维持在 54.53 港元。催化剂包括 4Q24 财报、小米 15 Ultra 销售表现、SU7 Ultra 的预售/交付、AI 眼镜及 IoT 新品发布。（[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	18.98	19.00	0%	11.5	15.4	1.9	19.3	2.5%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	22.26	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	6.15	6.80	11%	12.8	11.4	0.9	6.9	5.6%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.78	19.60	53%	6.9	6.4	1.0	18.3	9.5%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	88.65	126.68	43%	24.3	19.3	3.8	23.8	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	29.95	38.51	29%	17.1	14.4	0.9	25.6	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	383.80	484.83	26%	145.4	129.7	22.9	14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	85.27	133.86	57%	22.3	17.9	6.2	31.8	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.60	18.84	39%	20.3	16.8	2.5	16.3	3.6%
百济神州	ONC US	医疗	买入	278.38	282.71	2%	568.1	43.8	8.5	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	62.45	78.51	26%	17.3	15.5	2.9	16.6	1.6%
中国太保	2601 HK	保险	买入	25.00	35.50	42%	5.5	5.9	0.8	17.1	4.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.96	14.00	8%	9.0	8.7	1.1	13.1	4.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	495.40	525.00	6%	21.4	19.8	4.4	20.0	0.9%
网易	NTES US	互联网	买入	100.45	125.50	25%	1.8	1.7	0.4	21.6	16.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	136.55	157.70	15%	2.1	1.8	0.3	11.8	3.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.14	6.13	48%	18.0	15.3	1.6	9.7	4.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.10	54.53	3%	51.1	35.9	6.7	12.0	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.38	4.79	42%	135.2	76.8	8.7	6.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	56.00	48.66	N/A	27.7	19.6	3.6	14.0	1.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	108.18	186.00	72%	22.5	15.6	6.1	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	460.42	426.00	N/A	42.2	32.4	8.2	21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	147.90	176.00	19%	53.8	34.5	7.3	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	294.90	410.0	39%	25.6	23.0	4.5	10.9	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 2 月 27 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。