

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

■ 昨日（2月24日）中国股市回调，今天可能继续承压。港股资讯科技、医疗保健和电讯板块领跌，A股通讯服务、医疗保健和金融板块跌幅居前。美国优先投资政策推升避险情绪，必选消费、公用事业等防御性板块走强。美国对华经贸投资限制可能促使中国加大提振内需，地产板块大涨。美国优先投资政策将限制中美在敏感行业双边投资，并加强对包括中概股在内的外国公司审计，中概股大跌。过去几年，美国《外国公司问责法》和港交所放松上市规则已推动大型中概股回归港股，但仍有中小型中概股因企业战略、合规成本及监管环境等原因尚未回归。国债收益率小幅上行，国债期货价格大跌，近期货币市场利率明显上行，央行稳汇率动机上升并有意打击国债多头，但在经济复苏依然脆弱的情况下，货币政策并无收紧基础。人民币汇率基本持平。中国证监会主席表示资本市场将大力培育壮大科技领军企业和链主型龙头企业，优先支持开展关键核心技术攻关的科技型企业股债融资、并购重组，显示内地上市通道将持续向战略性科技企业倾斜，其他企业可能更多转赴香港上市。

欧股小幅下跌。德国大选明朗后股市收涨，但法国股市下跌拖累欧股大盘。德国当选总理讨论2000亿欧元紧急国防开支计划，市场预期欧洲将加大国防投资以提升自身防卫能力，欧洲军工股大涨，国债价格下跌。投资者关注德国组阁谈判以及是否会放松宪法中的“债务刹车”规则，该规则要求联邦政府结构性赤字（扣除经济周期影响后的赤字）不超过GDP的0.35%，仅在重大自然灾害、严重经济衰退或欧盟要求的危机应对等特殊情况下允许暂时突破限制，各州原则上则禁止新增结构性债务。该规则是全球最严格的财政规则之一，成功抑制债务膨胀，但因过度僵化饱受质疑。欧元小幅上涨，德国大选靴子落地缓解投资者对政治不确定性的担忧，未来俄乌和平前景改善将提振欧元，但特朗普对欧盟的关税威胁和欧央行比美联储更加鸽派的立场仍将压制欧元。

美股连续下跌，信息技术、可选消费与通讯服务领跌，医疗保健、金融与地产等少数板块上涨。微软取消部分数据中心租赁协议令部分投资者怀疑AI投资前景。特朗普再次发出关税威胁，称对加墨关税正如期推进。美国2月达拉斯联储商业活动指数降至收缩区间，1月全国活动指数降至负值，再添经济走弱迹象。市场避险情绪上升，美债收益率回落，黄金价格持续上涨创历史新高。投资者关注周三英伟达财报、周五PCE通胀数据和3月FOMC会议，美联储官员将更新经济和利率预测点阵图。由于近期美国经济数据相对欧日走弱，美元回落降至两个月最低。

油价小幅上涨，伊拉克补偿承诺提振多头情绪。避险情绪上升和美元走弱支撑金价再创新高，央行买盘和ETF增持支撑今年以来金价上涨12%，上周黄金ETF流入规模达到2022年以来最大。铜价下跌，工业金属价格与中国股市走势高度相关，是观察中国经济的先行指标。

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	23,342	-0.58	36.92
恒生国企	8,619	-0.55	49.41
恒生科技	5,790	-1.19	53.80
上证综指	3,373	-0.18	13.38
深证综指	2,091	0.13	13.80
深圳创业板	2,266	-0.67	19.82
美国道琼斯	43,461	0.08	15.31
美国标普500	5,983	-0.50	25.44
美国纳斯达克	19,287	-1.21	28.48
德国DAX	22,426	0.62	33.87
法国CAC	8,091	-0.78	7.26
英国富时100	8,659	0.00	11.97
日本日经225	38,777	0.00	15.88
澳洲ASX 200	8,308	0.15	9.45
台湾加权	23,565	-0.70	31.42

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	38,203	-0.11	28.10
恒生工商业	13,757	-1.05	48.99
恒生地产	15,642	2.56	-14.65
恒生公用事业	34,618	1.30	5.31

资料来源: 彭博

行业点评

■ 科技行业 - 工业富联 2024 业绩解读：2025 年 AI 服务器需求依旧强劲

工业富联 (601138 CH, 未评级) 2024 年业绩快报显示, 收入/净利润同比增长 28/10%, 受益于云计算和品牌客户对 AI 服务器需求驱动云计算业务强劲增长, 以及通用服务器市场复苏。展望 2025 年上半年, 尽管市场担心 DeepSeek 的影响会导致计算需求放缓, 但我们仍然对全球人工智能基础设施投资加速以及 GB200/GB300 AI 服务器机架增长持正面看法, 全球主要 CSP 用于 2025 年算力投入和大模型升级的资本支出指引可作为明证。我们相信 AI 服务器供应链将继续受益, 包括比亚迪电子、鸿腾精密和立讯精密。

([链接](#))

■ 中国保险行业 - 4Q24 保险资金年化财务投资收益率连续第五个季度回升

保险资金规模: 2024 年全行业保险资金运用余额 33.26 万亿元, 同比+15.1%, 高于行业保费收入增速 11.2%; 其中, 人身险公司保险资金运用余额 29.95 万亿元, 同比+15.8% (人身险保费收入增速 13.3%), 占比 90.1%; 财产险公司保险资金运用余额 2.2 万亿元, 同比+9.7% (财产险保费收入增速 5.3%), 占比 6.7%。

投资收益率: 4Q24 行业年化财务/综合投资收益率为 3.43%/7.21%, 同比 +1.2/+4.0 个百分点, 环比+0.3/+0.1 个百分点; 其中, 1) 人身险公司年化财务投资收益率 3.48%, 同/环比+1.2/+0.4 个百分点; 年化综合财务投资收益率 7.45%, 同/环比+4.1/+0.2 个百分点, 连续四个季度维持 7% 以上; 2) 财产险公司年化财务投资收益率 3.05%, 同/环比+0.1/-0.1 个百分点; 年化综合财务投资收益率 5.51%, 同/环比+2.6 个百分点/持平。我们认为人身险年化财务投资收益率上行明显, 主要受 1) 去年同期低基数; 2) OCI 下高息股配置占比提升的影响。人身险年化综合投资收益率连续四个季度 >7%, 得益于债牛行情下, 债券公允价值上升带动浮盈收入增长的贡献。

保险资金配置: 人身险股票持仓快速增长, 配债比例首次超过 50%。4Q24 人身险公司债券和股票配置同比+26.3%/+28.3% 至 15.1/2.3 万亿元, 占比 50.3%/7.6%, 其中债券配置占比首度突破 50%, 反映在利率下行趋势下, 险企主动增配长债以拉长资产久期, 降低资产负债久期缺口导致的市场利率风险敞口。长期股权投资 4Q24 同比+3% 至 2.33 万亿元, 同比增速年内最高。财产险股债配置增速上行, 证券投资基金环比下滑。4Q24 财产险公司债券和股票配置同比+14.1%/+28.2% 至 8,691/1,601 亿元, 占比 39.1%/7.2%; 证券投资基金同比+14.5% 至 2,025 亿元, 环比-4.4%, 我们认为这反映 3Q24 末权益市场大幅上涨, 推动险资权益配置资金转流入股市的效应。

2025 年保险资金投资三大关注方向: (1) OCI 下高息股配置占比及增速。截至 1H24, 上市险企 OCI 股票配置占比 0.6%-9.3%, 我们测算 8 家上市险企的总 OCI 股票占总投资资产比为 ~2%, 预计 FY24 该项指标有望升至 >2.5%, 年初 OCI 股票配置占比较低的险企边际改善效应更大。(2) 关注险资黄金投资建仓节奏及交易价差收益对总/综合投资收益率的影响。监管近期批准 10 家头部险企开展黄金投资业务试点, 允许险企黄金投资的账面余额不超过公司上季末总资产的 1%。我们预计试点险企将逐步建仓投资黄金, 以实现多元化投资的目的。考虑到黄金投资的收益主要以交易价差的方式实现, 预计对险资净投资收益提升的影响有限。(3) 关注私募证券投资基金的设置, 对险企

长期股权投资的增量影响。在监管鼓励险企通过设立私募证券投资基金，参与二级市场股票交易的背景下，我们预计人身险公司长期股权投资仍有进一步提升空间，因长期股权投资可按权益法进行计量，有效规避权益资产公允价值波动对险企净利润的影响。

估值：当前板块交易于 0.14-0.48 倍 FY25E P/EV，股息率均值/中位数为 4.7%/4.9%。资产端投资收益改善带动板块估值上行的空间较大，维持行业“优于大市”评级。看好资产负债更优且具备边际改善效益的头部险企中国太保（2601 HK）、中国人寿（2628 HK）、中国平安（2318 HK）和中国财险（2328 HK）。（[链接](#)）

公司点评

■ 潍柴动力（2338 HK, 买入，目标价：17.70 港元 / 000338 CH, 买入，目标价：17.9 元人民币）- 预计数据中心专用发动机的销量将出现强劲增长

我们预计潍柴动力将在短期内获得关注，主要由于市场一直在人工智能相关领域寻找受益者。我们估计 2024 年潍柴动力交付数据中心专用大缸径高速发动机 400 台，其中 60% 销往海外。我们预计 2025 年销量将同比大增 1.5 倍至 1,000 台。按平均售价 200 万元人民币计算，我们预计 2025 年分部收入将达到 20 亿元人民币。假设净利润率为 25%，分部净利润将达到 5 亿元人民币，占我们预测净利润总额的 4% 左右。虽然目前贡献不高，但我们预计该细分市场在未来几年将出现结构性增长。我们基于 SOTP 的 A/H 目标价维持在 17.9 元人民币/17.7 港元不变。维持“买入”。

- **数据中心用大口径高速发动机。**数据中心需要不间断电源（UPS）以保持稳定的功能，因此需要发电机组作为备用解决方案。潍柴动力借助博杜安（十多年前被潍柴动力收购的法国公司）的技术不断升级，开发出大缸径高速发动机，可应用于包括数据中心在内的各种应用。

- **潍柴动力与潍柴重机（000880 CH, 未评级）的销售安排。**潍柴动力专注于包括国内外大缸径高速发动机的生产和销售。如果单机组装成发电机组后，潍柴动力主攻海外市场，潍柴重机则主攻国内市场。（[链接](#)）

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
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.46	19.00	9%	10.6	14.2	1.7	19.3	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	18.14	16.00	N/A	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.68	6.80	20%	11.8	10.5	0.8	6.9	6.1%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.54	19.60	56%	6.7	6.2	1.0	18.3	9.7%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	86.60	126.68	46%	23.7	18.8	3.7	23.8	2.9%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	29.99	38.51	28%	17.1	14.4	1.5	25.6	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	359.80	484.83	35%	136.3	121.6	21.4	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	85.39	133.86	57%	22.3	N/A	6.2	31.8	1.5%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	12.74	18.84	48%	19.0	N/A	2.3	16.3	3.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	258.49	282.71	9%	N/A	527.5	8.8	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	63.61	78.51	23%	17.6	15.7	3.0	16.6	1.6%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.80	35.50	43%	5.4	5.8	0.8	17.1	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.32	14.00	5%	9.3	8.9	1.1	13.1	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	497.20	525.00	6%	21.5	19.9	4.4	N/A	0.9%
网易	NTESS US	互联网	买入	98.89	125.50	27%	1.8	1.7	0.4	21.6	16.8%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	129.04	157.70	22%	2.0	1.7	0.3	11.8	4.1%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.99	6.13	54%	17.3	14.8	1.5	9.7	4.2%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.60	54.53	6%	49.6	34.9	6.5	12.0	0.0%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.66	4.79	31%	146.4	83.2	9.4	6.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	57.40	48.66	N/A	28.4	20.1	3.7	14.0	1.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	114.50	186.00	62%	23.8	16.5	6.5	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	468.00	426.00	N/A	42.9	33.0	8.3	21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	150.00	176.00	17%	54.5	35.0	7.4	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	308.32	410.0	33%	30.3	26.8	5.3	10.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年2月24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有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上责任。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。