

每日投资策略

宏观经济、行业及公司点评

宏观经济

■ 中国经济 - PMI 恢复扩张，经济延续复苏

2 月中国制造业 PMI 重回扩张，部分原因是农历新年的季节性影响，因为 PMI 反映环比变化。需求和生产延续去年 9 月刺激政策以来复苏趋势，但产成品的通缩压力仍在。由于假期相关服务活动回落，服务业 PMI 有所放缓。建筑业 PMI 因春节后复工而显著提升。

制造业扩张由以旧换新补贴政策和抢出口效应推动。前三季度经济复苏可能持续，第四季度经济可能重新面临放缓压力，因为国内政策刺激效应递减和特朗普可能升级贸易战。

本周“两会”政策信息已被市场充分预期而不会出现重大意外。预计 2025 年 GDP 增速、CPI 增速和失业率目标可能分别定为 5%、2%和 5.5%。我们预计财政政策将更加积极主动，2025 年一般财政赤字、超长期特别国债额度和地方政府专项债额度占 GDP 比可能升至 4%、1.3%和 3.1%。 ([链接](#))

■ 中国政策 - 全国人大会议前瞻

本周召开的全国人大会议将审议通过政府工作报告，政府工作报告将公布今年的 GDP 增速、调查失业率、CPI 增速、一般财政赤字率、地方政府专项债额度、特别国债发行额等目标。但这些目标早在去年 12 月中央经济工作会议上已讨论确定，市场对此已有充分预期。

预计今年 GDP 增速目标可能保持在 5%，CPI 目标可能从去年的 3%降至 2%，城镇调查失业率目标保持在 5.5%。财政政策将更加积极主动，广义财政赤字可能从 2024 年占 GDP 的 8.1%上升至 2025 年占 GDP 的 9.8%，2025 年一般财政赤字、超长期中央政府专项债券和地方政府专项债券占 GDP 的比重可能升至 4%、1.3%和 3.1%。货币政策将适度宽松，下半年可能进一步下调存款准备金率和贷款利率。行业政策将继续聚焦加快科技创新、促进消费和稳定房地产。

由于经济活动改善且特朗普 2.0 冲击最严重时刻尚未到来，上半年政策力度可能保持稳定。但下半年特别是第四季度政策面临新一轮宽松的压力，因为国内政策刺激效应递减和特朗普贸易战可能升级。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国汽车行业 - 2 月新能源车销量稳健，多款新车发布在即

3 月 1 日，11 家中国车企公布了 2 月份新能源车销量，合计销量同比增长 129%，环比增长 1%。我们预计特斯拉 2 月在中国的零售销量将环比下降 19% 至约 2.7 万台，下滑幅度大于行业平均，主要因为老款 Model Y 停止接单，

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	22,941	-3.28	34.57
恒生国企	8,417	-3.63	45.92
恒生科技	5,568	-5.32	47.92
上证综指	3,321	-1.98	11.63
深证综指	2,025	-3.17	10.20
深圳创业板	2,170	-3.82	14.75
美国道琼斯	43,841	1.39	16.32
美国标普 500	5,955	1.59	24.84
美国纳斯达克	18,847	1.63	25.55
德国 DAX	22,551	0.00	34.62
法国 CAC	8,112	0.11	7.54
英国富时 100	8,810	0.61	13.92
日本日经 225	37,156	-2.88	11.03
澳洲 ASX 200	8,172	-1.16	7.66
台湾加权	23,053	0.00	28.57

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	38,469	-1.82	28.99
恒生工商业	13,332	-4.14	44.38
恒生地产	15,742	-2.68	-14.11
恒生公用事业	34,600	-0.65	5.25

资料来源: 彭博

而焕新版 Model Y 可能 3 月份才开始交付。整体行业方面，受到春节假期的影响，我们预计 2 月新能源汽车零售销量将环比下降 9% 至约 64 万台，而新能源市占率有望从 1 月的 38.5% 恢复至约 49%。

小鹏超预期，理想汽车和蔚来符合预期：小鹏 2 月交付量同比增长 570%、环比略有提升至约 3 万台，交付量维持在了 4Q24 月均水平，强于大部分同行，主要得益于 Mona M03 和 P7+ 的在手订单。3 月上旬，小鹏有望推出 G6 和 G9 的改款车型，4 月有望推出全新车型 G7，可能成为股价的催化剂。理想汽车 2 月交付量同比增长 30%、环比下滑 12% 至约 2.6 万台。2 月 28 日，在 3 年免息的基础上，理想汽车宣布了全系车型尾款最高减免 1.6 万元的限时优惠政策。我们预计理想现有的车型今年或不会推出重大的改款版本，主要的变化可能集中于自动驾驶功能的软硬件升级，其全新纯电车型 i8 已于 2 月 25 日首发亮相，外观设计较 Mega 有所调整。蔚来 2 月交付量同比增长 62%、环比下降 5% 至约 1.3 万台，其中乐道贡献约 4,000 台。管理层的目标是今年 3 月份开始，乐道的月交付量超过 2 万台，目前来看挑战很大。全新的蔚来 ET9 和萤火虫品牌电动车有望分别于 3 月下旬和二季度开始交付。

众多品牌等待新车型发布：比亚迪 2 月乘用车批发量环比增长 7% 至约 32 万台，出口进一步增长至约 6.7 万台。我们预计比亚迪 3 月继续清老车型的库存而将继续保持稳健销量。长城汽车 2 月新能源汽车销量环比下降 32% 至约 1.5 万台，3-4 月将逐步看到哈弗 H7 PHEV（枭龙改款）、魏牌高山智驾版的上市发布。极氪 2 月交付量环比增长 18% 至 1.4 万台，我们预计 007 的猎装车版本将于二季度推出。零跑 2 月批发量环比持平，约 2.5 万台，全新车型 B10 将于 3 月 10 日开始预售。鸿蒙智行 2 月总交付量环比下降 39% 至 2.2 万台，有消息称问界 M7 和 M9 的改款车型将提前于 3 月上旬推出，而全新 M8 可能在上海车展期间正式发布。（[链接](#)）

公司点评

■ Salesforce (CRM US, 买入, 目标价: 388.0 美元) - 保守的指引影响投资者情绪；数据云及 AI 产品趋势强劲

Salesforce 公布 4QFY25 业绩：固定汇率下总收入同比增长 9% 至 100 亿美元，符合一致预期；非 GAAP 下净利润同比增长 20% 至 27 亿美元，较一致预期高 6%，主要由于运营效率的提升。展望 FY26，管理层预计总收入达到 405-409 亿美元（固定汇率下同比增长 7%-8%），略低于一致预期的 415 亿美元并引发投资者担忧，管理层预计数据云和 Agentforce 的强劲增长势头将部分被营销与商业云的疲软所抵消。我们将 FY26-27 总收入预测略微下调 0-1%。基于 21x FY26E EV/EBITDA，我们将目标股价下调至 388 美元（前值：410 美元，基于 24 倍 FY25 EV/EBITDA）。在公司差异化产品定位和平台一体化的策略支撑下，我们看好公司 AI 应用发展及商业化进程。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 百济神州 (ONC US, 买入, 目标价: 359.47 美元) - 公司发布强劲的 2025 年业绩指引

泽布替尼推动强劲的产品销售。百济神州 2024 年产品销售额达到 37.8 亿美元（同比增长 73%），符合我们之前的预期。2024 年，泽布替尼的销售额同

比飙升 105%，达到 26.4 亿美元。剔除季节性和一次性客户订单的影响，泽布替尼在 4Q24 的销售额环比增长 13%，超出市场预期。在美国市场，泽布替尼在 4Q24 保持了在一线和复发/难治性慢性淋巴细胞白血病（CLL）新患者处方中的领导地位。值得注意的是，4Q24 泽布替尼在美国的销售额（6.16 亿美元，环比增长 22%）首次超过了阿卡替尼（5.73 亿美元，环比增长 1%），并接近伊布替尼（6.25 亿美元，环比增长 1%）。目前泽布替尼仅占美国所有 CLL 病人新处方的大约 25%，仍有很大提升空间。

2025 年将实现 GAAP 经营收入盈亏平衡。百济神州持续缩小季度 GAAP 净亏损，并在 4Q24 连续第三个季度实现了 non-GAAP 盈利的持续增长。2024 全年，百济神州实现了 4500 万美元的 non-GAAP 经营收入（GAAP 亏损 5.68 亿美元）。基于强劲的 2025 年收入指引（49-53 亿美元，同比增长 29-39%）以及有效控制的运营费用（同比小幅增长 8-16%），百济神州有望在 2025 年实现 GAAP 经营收入盈亏平衡和经营现金流转正。

2025 年将实现重要的研发里程碑。BGB-43395（CDK4i）预计将于 6 月在 ASCO 会议上公布，二线 HR+乳腺癌的三期临床最早将于 4Q25 启动。Sonro（Bcl-2i）治疗 RR MCL（全球）和 RR CLL（中国）的二期临床数据预计将于 2025 年下半年公布，并将有望递交上市申请。百济神州也将于今年下半年启动一项 BGB-16673（BTK CDAC）对比 pirtobrutinib 的头对头试验。

基于公司强劲的 2025 年业绩指引，以及短期可预期的研发催化剂，我们将百济神州基于 SOTP 估值法的目标价上调至 359.47 美元（WACC: 9.32%，永续增长率：3.0%；前值：282.71 美元），维持“买入”评级。（[链接](#)）

招银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	17.54	19.00	8%	10.6	14.3	1.7	19.3	2.7%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	21.49	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	6.04	6.80	13%	12.6	11.2	0.9	6.9	5.7%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.40	19.60	58%	6.7	6.2	1.0	18.3	9.8%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	87.30	126.68	45%	23.9	19.0	3.8	23.8	2.9%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	29.75	38.51	29%	17.0	14.3	0.9	25.6	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	384.40	484.83	26%	145.6	129.9	22.9	14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.40	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	13.04	18.84	44%	19.5	16.1	2.4	16.3	3.8%
百济神州	ONC US	医疗	买入	271.80	282.71	4%	554.7	42.7	8.6	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	61.13	78.51	28%	16.9	15.1	2.9	16.6	1.6%
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.00	35.50	54%	5.0	5.4	0.7	17.1	5.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.72	14.00	10%	8.8	8.5	1.0	13.1	4.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	478.60	525.00	10%	20.7	19.2	4.3	20.0	1.0%
网易	NTES US	互联网	买入	99.72	125.50	26%	1.8	1.7	0.4	21.6	16.5%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	132.51	157.70	19%	2.0	1.8	0.3	11.8	4.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.88	6.13	58%	16.9	14.4	1.5	9.7	4.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.85	54.53	5%	49.9	35.0	6.5	12.0	0.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.04	4.79	58%	121.6	69.1	7.9	6.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	50.10	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	100.87	186.00	84%	21.0	14.5	5.7	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	447.28	426.00	N/A	41.0	31.5	8.0	21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	141.80	176.00	24%	51.6	33.1	7.0	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	297.85	388.0	30%	26.4	23.7	4.6	11.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 2 月 28 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。