

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周一（3 月 24 日）中国股市低开高走。特朗普关税立场有软化迹象，而中国央行重启 MLF 投放流动性确认货币政策宽松基调，市场风险偏好回升。港股原材料、资讯科技与可选消费领涨，仅地产建筑、医疗保健与电讯下跌。A 股家电、有色金属与银行涨幅居前，软件服务、国防军工与房地产领跌。国债期货价格上涨，国债收益率小幅下降，人民币下跌。预计中国央行可能在特朗普 4 月宣布行业关税和对等关税之后降准，货币市场利率或小幅下行。
- 欧洲股市小幅下跌，地产、必选消费与通讯服务跌幅居前，仅信息技术与金融上涨。欧债收益率小幅上涨，欧元下跌。欧洲启动财政扩张建设自主防卫体系的利好已被市场消化，今年以来欧元区 STOXX 50 指数上涨 10.6%，德国 DAX 指数上涨 14.8%，部分投资者选择获利了结。预计欧洲财政扩张包括军工和基础设施建设将在未来 5 年年均提升 STOXX 600 指数 EPS 约 2%，加上预期改善提升估值，支撑欧洲股市 10%-15% 的涨幅。
- 美股大幅反弹，特朗普关税立场弱化和服务业 PMI 回升提振市场情绪，可选消费、通讯服务和工业领涨，公用事业、必选消费与医疗保健等防御性板块落后。特朗普表示将在未来几天宣布对汽车、木材和芯片的关税，但可能对多国实施减免。美国制造业 PMI 仍在收缩区间，但服务业 PMI 回升，显示经济仍有韧性，美债收益率与美元指数上升。4 月行业关税和对等关税靴子落地后，美股可能迎来短期反弹，反弹可持续性取决于美国经济和企业盈利对特朗普关税、削减政府支出和减少移民等政策紧缩效应的韧性。如果第二季度经济明显下行，那么美股在短期反弹后仍存在第二次下跌可能性。
- 油价走高，特朗普宣布将对从委内瑞拉购买油气的国家征收 25% 关税，提振油价。金价小幅下跌。铜价走高，特朗普关税引发全球“抢铜潮”加剧铜现货紧张。

公司点评

- 比亚迪（1211 HK/002594 CH，买入，目标价：470 港元/440 元人民币）- 4Q24 高质量盈利为 2025 年盈利增长奠定基础
4Q24 业绩超预期，盈利质量高：比亚迪 4Q24 收入较我们先前预测高 6%。尽管受到行业价格战的影响，公司剔除比亚迪电子业务后，平均售价连续两个季度环比提升。4Q24 毛利率降至 17.0%，主要受到会计准则变更（将质保金从销售费用调整至营业成本）的影响，还原可比口径，4Q24 毛利率应为 21.5%，较我们预期高 0.9 个百分点。4Q24 研发费用较我们预测高约 16%（2024 年研发投入 540 亿元，98% 费用化），净利润环比增长 29% 至 150 亿元，较我们的预期高出 14%。

更全面的产品矩阵+出海+电池技术升级+自动驾驶追赶共筑 2025 增长动能：我们认为公司 4Q24 扎实的业绩表现再次验证规模经济优势。我们预计比亚

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	23,906	0.91	40.23
恒生国企	8,851	1.24	53.43
恒生科技	5,737	1.72	52.40
上证综指	3,370	0.15	13.28
深证综指	2,050	-0.66	11.53
深圳创业板	2,153	0.01	13.81
美国道琼斯	42,583	1.42	12.98
美国标普 500	5,768	1.76	20.92
美国纳斯达克	18,189	2.27	21.17
德国 DAX	22,853	-0.17	36.42
法国 CAC	8,022	-0.26	6.35
英国富时 100	8,638	-0.10	11.70
日本日经 225	37,608	-0.18	12.38
澳洲 ASX 200	7,937	0.07	4.56
台湾加权	22,107	-0.46	23.29

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	39,631	0.73	32.89
恒生工商业	14,019	1.11	51.82
恒生地产	15,804	-0.14	-13.77
恒生公用事业	34,760	-0.05	5.74

资料来源：彭博

迪 2025 年销量将同比增 23%至 525 万辆，维持其在国内电动车的市场份额不变。基于 25 年前两月的强劲增长势头，预计今年海外销量有望同比翻倍至 80 万辆。汉 L、唐 L 及腾势 N9 等新车型有望提升今年的平均售价与毛利率，预计高端品牌（腾势、方程豹、仰望）2025 年合计交付 37 万辆。技术升级（如近期展示的兆瓦超充）将强化品牌溢价，并推动公司储能电池销售。我们测算若公司达成今年的销量目标，单车约 3,000-4,000 元的自动驾驶功能增量成本可被规模效应消化。

盈利预测/估值：我们将 2025 年净利润预测上调 8%至 575 亿元，对应单车净利润 1.09 万元（2024 年为 9,400 元）。维持“买入”评级，港股目标价上调至 470 港元，A 股目标价上调至 440 元，均基于 23x FY25E P/E，以反映龙头地位强化及市场情绪改善。（[链接](#)）

■ **比亚迪电子（285 HK，买入，目标价：48.66 港元）- 2H24 GPM 疲弱导致净利润低于预期；2025 年看好汽车/AI 服务器/苹果业务**

比亚迪电子公布 2024 年下半年收入为 987 亿元（同比增长 34%），基本符合预期，但 27.5 亿元的净利润（同比增长 9%）比我们/一致预期低 9%/18%，主要受疲软的 GPM（7.0%，相比 2023 年下半年为 8.2%）所拖累。按细分市场划分，1）由于高端安卓手机和苹果份额增长，消费电子组装/零部件收入同比增长 21%/136%，2）由于出货量和发布的产品需求强劲，汽车业务收入同比增长 60%，3）由于户用储能疲软，新型智能产品收入同比下降 15%。管理层将于今日（3 月 25 日）上午 11:20 举行分析师简报会，我们将了解以下详细信息：1）考虑到 2H24 业绩 miss 后 GPM 前景；2）苹果产品线和指引（iPad/iPhone/智能家居）；3）新能源汽车业务进展和利润率趋势；4）人工智能服务器 ODM/零部件业务更新。我们维持“买入”评级及基于 SOTP 估值法的目标价 48.66 港元不变。（[链接](#)）

■ **小米集团（1810 HK，买入，目标价：59.52 港元）- 配售筹资用于全球业务扩张**

小米宣布以每股 53.25 港元（较 3 月 24 日收盘价折让 6.6%）的价格增发 8 亿股新股，筹资约 425 亿港元（约合 55 亿美元）。收益将用于业务扩张、研发投资和营运资金。在股票年初至今上涨 68%（HSCEI 为 25%）之后，投资者对此次配售并不感到惊讶，我们认为这笔资金将对小米智能手机、AIoT 和电动汽车业务的全球扩张战略产生长期正面影响，这将抵消近期 3.2%稀释担忧。我们还注意到，在 2020 年 12 月的最后一次配售中，其股价在一个月内上涨了 30%。总体而言，如果股票近期出现回调，我们认为这是买入的好机会。维持“买入”评级及基于 SOTP 的目标价 59.52 港元不变。（[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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.66	23.00	30%	12.3	11.3	1.6	15.7	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	21.39	28.00	0.3	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.32	6.80	8%	11.7	10.2	0.9	7.7	6.1%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	89.20	120.86	35%	18.9	16.3	3.3	23.2	3.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.69	38.51	14%	16.2	13.9	1.3	26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	404.40	484.83	20%	143.4	131.3	23.9	14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	85.31	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	15.02	18.61	24%	18.5	N/A	2.6	17.2	2.8%
百济神州	ONC US	医疗	买入	253.20	359.47	42%	205.9	39.0	8.1	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	67.36	94.05	40%	16.5	13.8	2.9	19.1	1.9%
中国太保	2601 HK	保险	买入	25.05	35.50	42%	5.5	5.9	0.8	17.1	4.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.80	14.00	N/A	10.3	9.9	1.2	13.1	4.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	513.00	625.00	22%	18.0	16.7	3.8	19.4	0.9%
快手	1024 HK	互联网	买入	58.90	85.60	45%	14.4	11.3	3.7	26.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	134.48	157.70	17%	2.1	1.8	0.3	11.8	3.9%
携程	TCOM US	互联网	买入	63.91	70.00	10%	2.6	2.3	0.3	10.3	1.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.10	6.13	50%	15.2	12.8	1.5	11.4	5.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	57.00	59.52	4%	37.3	30.5	6.1	15.4	0.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	46.95	48.66	4%	16.4	13.0	2.6	18.5	1.7%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	102.88	186.00	81%	21.4	14.8	5.8	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	429.40	426.00	N/A	39.4	30.2	7.6	21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	136.20	176.00	29%	49.5	31.7	6.7	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	285.96	388.0	36%	22.7	20.7	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 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。