

每日投资策略

全球市场观察、宏观经济及公司点评

全球市场观察

■ 昨日（2月17日）中国股市小幅收涨。港股资讯科技、公用事业与电讯板块大涨，材料、可选消费和能源板块下跌，恒生科技收跌。A股信息技术、公用事业与工业板块领涨，能源、材料与金融板块下跌，CPO、AI医疗、AI教育、腾讯云、半导体概念股活跃。民营企业座谈会召开。部分投资者选择获利了结。中国股票经过近期上涨估值折价有所修复，但仍处于历史低位。恒生指数静态 PE 修复至过去 5 年 60%分位数和过去 10 年 56%分位数，恒生国企和恒生科技的静态 PE 则分别处于过去 10 年 71%和 30%分位数，沪深 300 指数和创业板指数分别处于过去 10 年 60%和 19%分位数。作为对比，标普 500 指数和纳斯达克指数分别处于过去 10 年 91%和 92%分位数。

欧股上涨创历史新高。美俄计划就乌克兰问题展开谈判，但将欧洲和乌克兰排除在外。欧洲领导人紧急磋商，在特朗普美国优先和减少对欧防务投入趋势下，欧洲未来可能需要扩大赤字计划与债券发行来增加自身国防投入，欧债价格下跌，军工股大涨。俄乌和平曙光初现可能减轻地缘因素对大宗商品供应链压力，能源股下跌。

美股因“华盛顿诞辰纪念日”休市，仍有交易的美股期货呈上涨态势。美联储理事鲍曼表示当前政策利率处于“良好位置”，进一步降息需要对通胀持续下降更有信心，费城联储主席哈克也称当前货币政策处于良好位置。他们暗示美联储短期内可能继续暂停降息。由于经济增长和就业市场仍有韧性，特朗普政策推升通胀不确定性，美联储可能在 3 月、5 月和 6 月会议上保持利率不变。高利率、强汇率和特朗普不确定性将推升美股波动性，并最终对经济产生紧缩效应，美联储可能在 9 月或 12 月降息 1 次。

美元指数冲高回落。欧元和英镑小幅走强，澳元和新西兰元在央行决议前夕保持稳定，两国央行周二和周三可能分别宣布降息 25 和 50 个基点。日元上涨，日本去年 4 季度 GDP 增速超预期，强化市场对日本央行进一步加息预期，预计日本央行年内可能加息 25-50 个基点。人民币小幅上涨，特朗普关税政策、中国经济复苏前景与地缘因素将影响今年 CNH，预计年末美元/人民币小幅升至 7.45-7.50。

宏观经济

■ 美国经济-零售和制造业放缓

美国 1 月零售增速降幅大超预期，主要受汽车和网购销售环比大幅放缓拖累。耐用品和快消品疲弱，但餐饮服务反弹。因寒冷天气推动公用事业大增，工业产出增速好于预期，但占工业产出四分之三的制造业大幅放缓，其中汽车和家电制造业降幅较大。

零售和制造业产出不及预期缓解了投资者对商品通胀再次反弹的担忧，带动美债收益率和美元指数回落。但通胀不确定性仍在，就业市场依然稳健，特朗普关税等政策可能推升通胀风险。美联储对进一步降息非常谨慎，可能在

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	22,616	-0.02	32.67
恒生国企	8,324	-0.09	44.30
恒生科技	5,499	-0.49	46.09
上证综指	3,356	0.27	12.80
深证综指	2,049	0.75	11.47
深圳创业板	2,227	0.51	17.72
美国道琼斯	44,546	0.00	18.19
美国标普 500	6,115	0.00	28.19
美国纳斯达克	20,027	0.00	33.41
德国 DAX	22,798	1.26	36.09
法国 CAC	8,189	0.13	8.56
英国富时 100	8,768	0.41	13.38
日本日经 225	39,174	0.06	17.06
澳洲 ASX 200	8,537	-0.22	12.47
台湾加权	23,505	1.52	31.09

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	37,724	0.38	26.49
恒生工商业	13,184	-0.28	42.78
恒生地产	15,394	0.52	-16.00
恒生公用事业	34,144	0.79	3.86

资料来源：彭博

上半年继续暂停降息。高利率、强汇率、高估值和特朗普不确定性将推升美股波动性，同时也将对美国经济产生紧缩效应。随着金融市场波动和紧缩效应释放，下半年美联储可能在 9 月或 12 月降息 1 次。（[链接](#)）

公司点评

■ 美东汽车 (1268 HK; 买入; 目标价: 2.8 港元) - 2H24 业绩前瞻: 核心利润环比稳定, 减值风险大幅提升

经营利润或环比保持稳定, 现金流健康: 根据我们的渠道调研, 宝马和雷萨品牌 2H24 的经销商利润都环比有所提升, 但这部分增量或被保时捷品牌的利润持续下滑所抵消, 我们预测美东 2H24 毛利润环比下滑 2% 至 7.92 亿元。同时, 我们预计美东 24 财年的自由现金流为 4.58 亿元, 与 23 财年基本持平。

商誉与无形资产减值风险大幅提升, 也可能为 25 财年轻装上阵做好准备: 基于保时捷品牌在过去 2 年利润的持续下降以及美东在 23 财年和 1H24 已经做出的少量但持续上涨的商誉与无形资产减值, 我们认为公司可能会在 2H24 做出较大规模的减值。我们预计公司 24 财年的商誉和无形资产的减值或达 13 亿元 (2H24: 11.5 亿元)。基于此假设, 我们预计 2H24 的净亏损为 10.8 亿元, 而除减值外的净利润为 7,000 万元。

保时捷 2025 年在中国或有望触底: 随着保时捷管理层的变动以及在中国市场的不断试错, 我们认为保时捷会正视中国的挑战, 并优化销量和价格, 此举或使其经销商受益, 尤其对保时捷占比较高的美东而言。再叠加已赎回的可转债来降低利息以及可能的减值来降低每年的无形资产摊销, 我们上调美东 25 财年的净利润 7% 至 4.08 亿元。

我们维持买入评级, 维持 2.8 港元目标价, 仍基于我们预测的 25 财年的 9 倍市盈率。（[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	17.58	19.00	8%	10.7	14.3	1.8	19.3	2.9%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	16.66	16.00	N/A	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.44	6.80	25%	11.3	10.1	0.8	6.9	6.4%	
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.04	19.60	63%	6.5	6.0	1.0	18.3	10.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	30.20	33.80	12%	26.0	19.6	0.8	26.6	0.0%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	84.45	126.68	50%	18.4	17.2	3.7	23.3	3.0%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	379.20	484.83	28%	134.5	123.1	22.6	14.4	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	85.31	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	11.38	18.84	66%	17.0	N/A	2.1	16.3	4.3%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	230.86	282.71	22%	N/A	471.1	7.8	N/A	0.0%	
药明康德	603259 CH	医疗	买入	61.70	78.51	27%	17.1	15.3	2.9	17.3	1.5%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.65	35.50	44%	5.5	6.3	0.8	16.2	4.9%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.26	14.00	6%	9.2	8.8	1.1	13.1	4.6%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	498.00	525.00	5%	21.7	19.9	4.5	N/A	1.0%	
网易	NTES US	互联网	买入	103.50	125.50	21%	2.1	1.9	0.5	21.5	13.7%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	124.73	132.20	6%	2.0	1.7	0.3	11.2	4.5%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.70	6.13	66%	16.1	13.7	1.4	9.7	4.5%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.70	4.79	29%	148.0	84.1	9.5	7.1	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	47.50	32.7	N/A	169.6	190.0	6.0	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	56.30	48.7	N/A	28.6	20.9	3.6	14.7	1.1%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	114.20	186.00	63%	23.7	16.4	6.5	31.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	441.00	426.00	-3%	40.5	31.1	7.9	21.3	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	326.54	410.0	26%	32.1	28.4	5.6	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 17 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。