

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 周一（3 月 17 日）中国股市涨跌互现。恒指上涨，恒生科技下跌，公用事业、金融与必选消费领涨，综合企业与医疗保健下跌。A 股地产、可选消费与能源领涨，金融与通信服务下跌。中概股大涨，纳斯达克中国金龙指数上涨 4%。国债期货下跌，国债收益率上升，中美国债利差回升，人民币兑美元反弹。更多投资者相信特朗普可能坚持一对多关税，以获取财政收入支持明年 11 月中期选举之前对内减税。一对多关税对美国经济的负面影响将超过对非美国经济影响，短期内美元指数可能走弱，人民币对美元不会太弱。中国六部委在记者会上承诺稳股市、稳楼市、研究育儿补贴、金融支持扩大消费等举措。
- 欧洲股市上涨。德国联邦议会周二将对包含改革“债务刹车规则”的宪法修改提案投票，德国财政立场从谨慎转向扩张提振股市。报道称德国国防开支倾向于欧洲公司，欧洲军工股与芯片股涨幅居前。欧债收益率小幅回落，欧元兑美元上涨。美国关税政策可能导致其他国家将廉价铝产品转向欧洲市场，欧盟担心冲击本地产业，计划调查铝市场。
- 美股低开高走，地产、能源与必选消费领涨，仅可选消费下跌，科技七姐妹指数下跌。部分资金持续抄底美股。白宫重申 4 月 2 日对等关税和行业关税计划，但贸易代表承诺“有序”推行（先征询业界意见后再公布行动）以降低不确定性，显示关税政策将更加理性可预测，推动美股涨幅扩大。特朗普提名鲍曼担任美联储监管副主席，料将放松监管。美国 2 月零售销售环比仅增 0.2% 大幅低于预期且前值大幅下修，但扣除汽车后零售增长 0.3% 符合预期。纽约联储制造业 PMI 不及预期，新订单下滑，但支付价格上升，显示制造业滞涨趋势。美国住房建筑商信心降至 7 个月低点。美国跳槽率接近四年新低，作为领先指标预示就业市场放缓。数据显示美国经济走弱，美债收益率与美元指数回落。
- 近日一位绰号 Lone Star 的顶级基金 CIO 透露，特朗普和贝森特的政策逻辑是增加关税以支付减税、压低科技股估值、降低长期利率和迫使美联储降息，前三季度放慢经济从而降低通胀和推动美联储降息，第四季度和明年一季度通过减税、监管改革和降息推动经济增长回到 3%，为中期选举铺路。
- 地缘政治风险上升，美军上周末袭击也门胡塞武装，特朗普向伊朗发出警告，原油、黄金与铜上涨。周二特朗普与普京可能通话。
- 投资者关注本周全球央行会议。预计美联储周三将维持利率不变，鲍威尔明年 5 月任期结束后料不会获得特朗普支持而再次连任，他不一定愿意为白宫激进的关税计划保驾护航，可能避免做出在经济疲软时降息的承诺。预计日本央行保持利率不变，若暗示未来加息，那么可能短期推升日元。

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	24,146	0.77	41.64
恒生国企	8,928	0.57	54.78
恒生科技	5,873	-0.14	56.01
上证综指	3,426	0.19	15.17
深证综指	2,112	0.14	14.93
深圳创业板	2,215	-0.52	17.12
美国道琼斯	41,842	0.85	11.02
美国标普 500	5,675	0.64	18.98
美国纳斯达克	17,809	0.31	18.63
德国 DAX	23,155	0.73	38.22
法国 CAC	8,074	0.57	7.04
英国富时 100	8,680	0.56	12.25
日本日经 225	37,397	0.93	11.75
澳洲 ASX 200	7,854	0.83	3.47
台湾加权	22,119	0.69	23.36

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	39,738	1.40	33.25
恒生工商业	14,197	0.45	53.76
恒生地产	16,253	0.35	-11.32
恒生公用事业	35,119	1.53	6.83

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济-延续温和复苏

中国经济延续复苏，前两个月经济指标大多好于市场预期。由于以旧换新计划补贴范围扩大，社会零售额增速小幅上升。工业产出增速略有放缓，但固定资产投资增速明显加快，基础设施和制造业投资增长强劲。商品房销售额跌幅收窄，但房屋新开工面积进一步大幅下滑。

近期决策层持续释放稳股市、稳房市和提振消费的政策信号，可能支撑今年经济持续复苏。但随着政策刺激效果逐渐减弱和贸易战影响逐渐显现，第四季度以后经济可能再次面临下行压力。我们预计中国 GDP 增速将从前三季度的 5.1% 放缓至第四季度的 4.5%，全年增长 4.9%。

中国央行可能维持宽松货币政策，最早可能在第二季度下调存款准备金率 50 个基点，并在下半年下调 LPR 20 个基点。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国工程机械行业 - 谁是德国大型基础设施投资计划的潜在受益者？

德国候任总理弗里德里希·默茨 (Friedrich Merz) 提出的 5,000 亿欧元基础设施投资计划将于 3 月 18 日提交议会寻求通过。由于该计划在上周获得绿党支持，获得通过的可能性已增加（需要 2/3 的票数）。在港股和 A 股市场，作为欧洲主要工业车辆制造商凯傲集团 (KGX GR, NR) 的控股股东，潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH, 买入) 有机会成为受益者。此外，浙江鼎力 (603338 CH, 买入) 和三一重工 (600031 CH, 买入) 的收入约 20% 来自欧洲，也将潜在受益。 ([链接](#))

■ 互联网行业 - 2M25 社零数据点评：市场对于刺激政策的预期在提升

据国家统计局数据，2M25 社会消费品零售总额同比增长 4.0%，较 2024 年 12 月的 3.7% 有所改善，我们认为这是受全国以旧换新计划扩容推动。实物商品网上零售额同比增长环比进一步回升，2M25 同比增长 5.0%（2024：6.5%），较 4Q24 的 3.5% 有所提升。全国范围内的以旧换新政策推动了重点品类的销售额增长，而可持续性是值得关注的因素。市场对刺激政策加码的预期有所上升，而行业下一轮估值重估或取决于消费情绪的复苏。我们维持对阿里巴巴、拼多多和京东的“买入”评级。 ([链接](#))

公司点评

■ 滔搏 (6110 HK, 上调至买入, 目标价: 4.51 港元) - 2025 财年下半年业绩持续改善, 2026 财年催化剂较多

预期 2025 财年 4 季度和全年业绩表现好于预期。根据我们的渠道调研和各品牌管理层的评论，预计 2025 财年 4 季度零售流水只下降低个位数，较第三季度的中个位数下降有所改善。全年预测销售下降 5%，优于公司之前高个位数下降的指引。改善因素包括：1) 宏观环境好于预期（政府补贴、假期增加、部分城市房价稳定），2) 阿迪达斯及户外品牌表现超预期，3) 电商销售表现良好（提前促销、O2O 库存管理改善）。毛利率方面，预计 2025 财年下半年略有下降，因去库存和折扣的增加及电商占比提高等，同时也预期 2025 财年销售下降 5%，净利润下降 31%（下半年销售下降约 2%，净利润下降约 26%）。

对 2026 财年展望乐观。我们对 2026 财年更加乐观，行业利好包括：1) 宏观环境持续改善 - 政府对消费行业支持较多，像发放补贴令整体消费意愿增加和调整假期安排等等，2) 行业风险降低 - 订货会订单增长已正常化，未来库存积压风险大幅下降。公司层面的催化剂包括：1) 开局良好，阿迪达斯销售年 2025 年 1 到 3 月增长超 10%，宝胜春节期间和 3 月均有低个位数增长，2) 新产品推出加快：不论是时尚和功能性的鞋款，阿迪达斯也会有新款和新系列推出，Nike 去年因管理层变动而令产品发布步伐停滞，今年问题会改善，3) 新品占比增加和折扣减少：Nike 去库存周期即将结束，宝胜库存天数已从 152 天改善至 145 天，4) 品牌支持增强：Nike 正重建与分销商关系，可能提供更多回扣和更低的批发折扣，5) 户外品牌（如 HOKA、凯乐石）持续快速增长。我们预计 2026 财年滔搏销售增长 4%，净利润增长 18%。

上调至“买入”评级，也上调目标价至 4.51 港元（基于 14 倍的 2026 财年预测市盈率）。上调 2025/26/27 财年净利润预测 16%/18%/13%，反映销售增长改善及零售折扣优化。现价对应约 11 倍的 2026 财年预测市盈率，低于 5 年平均 14 倍，估值不高，而且 9% 的预期股息率亦具吸引力。（[链接](#)）

■ **丘钛科技 (1478 HK, 买入, 目标价: 9.25 港元) - 2025 年指引乐观因 OIS/潜望镜升级和车载/物联网需求; 上调目标价至 9.25 港元**

我们将公司目标价上调至 9.29 港元，基于 17.7 倍 FY25E 市盈率（之前为 13 倍），因公司乐观的 2025 年指引、产品结构改善且手机产品规格升级（OIS/潜望镜/超声波指纹模组）、指纹模组利润水平改善（下半年 GPM 为 9.3%）和非手机镜头模组快速扩张（汽车/IoT）。公司 2024 年净利润同比增长 241%，与此前盈喜一致，受益于产品市场份额增长、规格升级和汽车/IoT CCM 业务增长。展望 2025 年，管理层对高端镜头模组需求（OIS/潜望镜）、汽车/IoT 镜头模组客户和订单以及超声波指纹模组升级周期维持乐观看法。我们略微调整了我们的预测，以反映 FY24 业绩和更好的业务前景，我们 FY25/26E 每股收益比一致预期高出 24%/27%。目前该股估值为 FY25/26E 14.6x/11.6 倍 PE，与 FY25/26E 每股收益增长 102%/26% 相比，我们认为该股具有吸引力。未来股价催化剂包括 AI 智能手机/眼镜的推出和汽车/IoT CCM 订单赢取。（[链接](#)）

■ **中国铁塔 (788 HK, 持有, 目标价: 13.7 港元) - 2024 年业绩符合预期, 维持“持有”评级**

中国铁塔公布了 2024 财年业绩，收入同比增长 4.0% 至人民币 978 亿元，符合我们的预期及彭博一致预期。净利润同比增长 10.0% 至人民币 107 亿元，高于我们预期 1.8%，但低于彭博市场预期 2.2%。分业务来看，传统塔类业务（占总收入 77%）收入为人民币 757 亿元，同比增长 0.9%；室分（DAS，占 9%）和两翼业务（智联+能源，占 14%）继续保持双位数增长，分别达到人民币 84 亿元（同比增长 18%）和人民币 134 亿元（同比增长 16%）。我们维持“持有”评级，并将目标价上调至 13.7 港元，对应 2025 年 4.0x EV/EBITDA（此前为 3.1x 2024 年 EV/EBITDA），等同于公司 5 年历史平均 EV/EBITDA。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

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	17.32	19.00	10%	10.5	14.1	1.7		19.3	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	24.56	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	6.45	6.80	5%	13.4	11.9	0.9		6.9	5.4%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	99.15	126.68	28%	27.2	21.6	4.3		23.8	2.6%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	35.84	38.51	7%	20.5	17.2	1.0		25.6	0.4%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	404.80	484.83	20%	153.3	136.8	23.9		14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	87.56	133.86	53%	22.9	18.4	6.3		31.8	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	15.14	18.84	24%	22.6	18.7	2.9		16.3	3.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	265.07	359.47	36%	541.0	41.7	8.5		N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	64.03	78.51	23%	15.8	13.7	2.7		16.3	1.8%
中国太保	2601 HK	保险	买入	26.55	35.50	34%	5.8	6.2	0.8		17.1	4.5%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.16	14.00	N/A	9.8	9.5	1.2		13.1	4.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	524.50	525.00	0%	22.6	21.0	4.6		20.0	0.9%
网易	NTES US	互联网	买入	101.99	125.50	23%	1.8	1.7	0.4		21.6	15.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	147.57	157.70	7%	2.3	2.0	0.4		11.8	3.6%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.54	6.13	35%	19.7	16.8	1.7		9.7	3.7%
小米集团	1810 HK	科技	买入	55.80	54.53	N/A	53.7	37.7	7.0		12.0	0.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.89	4.79	66%	82.6	55.6	6.9		9.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	50.45	48.66	N/A	25.0	17.6	3.2		14.0	1.2%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	104.26	186.00	78%	21.7	15.0	5.9		31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	435.90	426.00	N/A	40.0	30.7	7.8		21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	140.26	176.00	25%	51.0	32.7	6.9		14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	280.75	388.0	38%	24.8	22.3	4.4		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 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策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。