

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 周一（5月5日）中国股市休市。五一假期中国跨区域人流同比增长 5.5%，较 2019 年增长 26.8%，显示出行需求旺盛。商品房销售面积略好于去年，一线城市房市复苏明显，但关税冲击通过信心渠道可能延缓房地产复苏步伐。“以旧换新”补贴促进汽车、家电等耐用消费保持增长态势。亚洲货币集体大涨，市场预期美国可能施压亚洲贸易顺差国货币升值，同时亚洲贸易顺差国可能减持美元资产回流本国。离岸人民币大涨，港币联系汇率触及强方兑换保证水平，香港金管局入市买入 60 亿美元，为 2020 年来第一次，显示资金明显流入港币体系。中国商务部称正就美国多次表态与华谈判进行评估。
- 欧股创 2021 年以来最长连涨，德国股指从 4 月低位反弹 18% 已接近前期高点。一方面，贸易战持续出现缓和迹象；另一方面，欧洲市场作为第二大国际市场承接从美元资产流出的大量资金。欧债收益率回落，欧元兑美元上涨。关税冲击可能降低欧元区经济增速 0.3-0.5 个百分点，对欧元区通胀影响相对较小。欧央行副行长金多斯表示欧元区经济不会陷入衰退，对阶段性持续降息持乐观态度。预计欧央行 6 月可能再次降息，下半年进一步降息 1-2 次。
- 美股开始回调，能源、可选消费与信息技术领跌，必选消费、工业与通讯服务跑赢。特朗普称将对所有在外国制作的电影征收 100% 关税，令投资者担心关税战从货物贸易向服务贸易蔓延，市场避险情绪再度回升。4 月 ISM 服务业 PMI 意外向好，美股和美元跌幅收窄，美债收益率反弹。4 月散户和公募基金抄底美股，但对对冲基金和 CTA 仍然谨慎。在“对等关税”引发金融市场动荡和坚定盟友反对之后，特朗普做出明显妥协，美国股债汇均有所反弹，其中美股反弹幅度最大，已收复 4 月 2 日以来跌幅，但美元指数反弹幅度相对较小，说明美元资产反弹可能主要由空头平仓和本土资金抄底推动，而外国投资者对白宫政策信心尚未完全恢复，对美元贬值风险非常关注。
- 因避险情绪回升，黄金再度大涨。OPEC+ 再次表示加快增产，原油下跌。

宏观经济

- 美国经济 - 就业仍然稳健降低近期降息概率
 美国 4 月新增非农就业 17.7 万人，超出市场预期，显示美国就业市场仍然稳健。时薪增速延续下降，已基本回到与 2% 通胀目标相符的水平，预示核心服务通胀将保持回落。每周工时与职位空缺数/失业人口比已低于疫情前水平，显示劳动力市场供需平衡，预示目前的就业市场应对关税冲击的缓冲更小。失业率保持在 4.2%，就业人数连续 2 月反弹。

 数据公布后市场预期 6 月不降息的概率从 42% 升至 69%，全年降息幅度从 91bp 降至 78bp。由于就业市场仍然稳健，关税可能推升近期通胀，我们预计美联储 5 月和 6 月可能保持政策利率不变。由于市场对政策利率预期更加

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	22,505	1.74	32.01
恒生国企	8,231	1.92	42.69
恒生科技	5,244	3.08	39.31
上证综指	3,279	0.00	10.22
深证综指	1,916	0.00	4.23
深圳创业板	1,948	0.00	3.00
美国道琼斯	41,317	1.59	9.63
美国标普 500	5,687	2.11	19.22
美国纳斯达克	17,978	3.05	19.76
德国 DAX	23,087	2.62	37.82
法国 CAC	7,770	2.33	3.01
英国富时 100	8,596	1.19	11.16
日本日经 225	36,831	2.18	10.06
澳洲 ASX 200	8,238	1.38	8.53
台湾加权	20,788	2.73	15.93

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	37,801	0.41	26.75
恒生工商业	12,988	2.58	40.65
恒生地产	15,879	0.93	-13.36
恒生公用事业	36,520	0.46	11.09

资料来源：彭博

接近白宫立场，美联储可能引导市场预期向自身立场靠近。随着关税冲击对需求的收缩效应逐渐显现，美联储可能重启降息进程，预计联储可能在 7 月或 9 月再次降息，11 月或 12 月再降息 1 次。（[链接](#)）

行业点评

■ 科技行业 - 苹果 FY2Q25 业绩解读：iPhone 手机/中国地区疲弱，指引三季度 9 亿美元关税成本；2H25 前景喜忧参半

苹果公司（AAPL US，未评级）公布了 FY2Q25（CY1Q25）的业绩，并提供了下一季度关税影响的框架。总体而言，由于 iPhone/iPad/Mac 销售（同比增长 2%/15%/7%）和服务业务 GPM 改善，抵消了中国地区（同比下降 2%）和可穿戴设备（同比下降 5%）销售的疲软，二季度收入为 954 亿美元（同比增长 5%），每股收益为 1.65 美元（同比提升 8%），基本符合市场预期。对于 FY3Q25E，管理层指引收入增长为“中低单位数”，GPM 为 45.5%-46.5%，包括 9 亿美元关税相关成本的影响（中国进口占 20%）。考虑到近期关税/贸易/宏观经济的不利因素，我们对 2H25E 前景持保守看法，特别是考虑到 iOS/AI 升级的延迟，iPhone 潜在销量可能会下滑。我们的分析表明，苹果三季度 9 亿美元关税成本意味着它将承担大部分关税成本的影响，从而部分缓解供应链定价压力的担忧。个股方面，我们选择性地偏好估值回调到有吸引力水平和产能多元化分布（如越南/印度）的个股。我们对小米（美国直接销售占比为零）、比亚迪电子（越南 iPad 产能）、瑞声科技（越南零部件）、鸿腾精密（越南零部件/AirPods）和丘钛科技（美国/苹果占比低）持正面看法。（[链接](#)）

公司点评

■ 亚马逊（AMZN US，买入，目标价：247 美元）- 一季度盈利超预期；盈利进入健康增长阶段

亚马逊公布 1Q25 业绩：营收为 1,557 亿美元，对应同比增长 8.6%（1Q24：12.5%），与招银国际预测和市场一致预期持平；总运营利润为 184 亿美元，同比增长 20%，较招银国际预测/市场一致预期分别高出 2%/5%，主因 AWS 部门运营利润率超出预期。管理层指引 2Q25E 季度营收 1,590-1,640 亿美元（市场一致预期：1,614 亿美元），同比增长 7%-11%；计入年度股权激励递增的常规影响及新增的 Kuiper 项目相关费用后，运营利润位于 130-175 亿美元区间（市场一致预期：178 亿美元）。考虑 Kuiper 额外费用，我们将 2025-2027 年营收/运营利润预测分别下调 0.5%-0.8%/3.2%-5.1%，目标价从 268 美元下调 8% 至 247 美元，基于 18.3 倍 EV/EBITDA（前值：18.5 倍），与两年交易均值一致。我们预测 2025 年运营利润在服务成本优化及规模效应改善推动下同比增长 18%，是全年股价增长的关键驱动因素，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 海尔智家（6690 HK，买入，目标价：28.45 港元）- 25 财年指引维持，但我们对未来增长看法略为审慎

25 财年全年指引维持不变。海尔管理层维持 25 财年高单位数销售增长指引（中国高单位数/海外 10%-15%）及净利润增长 10%+ 的目标。主要增长动能包括：1）卡萨帝品牌：凭借行业领先的产品创新与品质，线下体验升级，营销策略转向小红书/抖音/B 站等线上渠道，以及与重点客户深化合作，预计销售额增长超 20%；2）空调业务：产品升级、门店扩张（如 POP 店）、研发

物流效率提升及零部件自产比例增加；3) 欧洲市场改革见效；4) 新兴市场（亚洲、中东及非洲）高速增长。员工激励计划考核指标调整为 ROE（25/26 财年门槛为 17.7%+，高于 2024 年的 16.8%+），以更全面评估资本使用效率。

25 财年 2 季度展望稳健但需审慎。管理层对实现指引有信心，主因中国零售增长及补库存需求，叠加海外（除美国外）强劲动能。但我们持保守观点，因为：1) 中国 4 月零售增速较 3 月及 25 财年 1 季度放缓，2) 下半年高基数（政策刺激效应消退），3) 美国市场可能受中墨进口关税影响，导致销售增速放缓及利润率承压。

关税短期冲击与应对策略。美国市场 70% 销售来自本土及墨西哥生产，30% 依赖中国出口（如压缩机）。短期应对措施包括：1) 优先消化现有库存，2) 优化产品结构（增加高端占比），3) 依托 GEA 品牌力调整定价。长期将扩大美墨本土产能（GEA 已累计投资 20 亿美元）并加强东南亚/欧洲生产基地布局。

数字化改革持续推进。重点领域包括：1) 数字化库存管理：24 年 11 月起优化支付系统与仓储流程，新增 300-400 家经销商，供应链升级，25 财年 2 季度优化订单预测模型，降低物流成本并提升交付效率；2) 数字化营销：抖音平台声量份额达 24% 行业第一，引入外部团队提高广告精准度；3) 数字化门店和数字化交易，下半年会重点推进数字化门店，提升客户体验与运营效率。

25 财年 1 季度业绩略超预期。25 财年 1 季度销售额同比增长 10% 至 790 亿元人民币，超彭博预期 5%。净利润增长 15% 至 55 亿元，超预期 4%。主要是受惠于：1) 卡萨帝销售增长 22%，2) 空调业务市占率提升（线下/线上渠道份额+1.6/2.8 个百分点，抖音渠道增长 253%），3) 海外市场高增（欧洲/南亚/东南亚/中东非分别增长 30%/30%/25%/50%）。分区域看，中国/海外销售增长 7.8%/12.6%。分品类看，冰箱/厨电/空调/洗衣机/水解决方案分别增长 5%/7%/5%/12%/10%。利润方面，中国/海外营业利润分别增长 10%+/20%+。

维持“买入”评级，目标价下调至 28.45 港元（前值：36.41 港元）。我们下调 25/26 财年净利润预测 6%，以反映 1) 海外销售增长超预期，2) 并购及关税冲击毛利率。新目标价基于 12 倍 25 财年预测市盈率（原 14 倍，以反映中美宏观不确定性）。现价对应 10 倍市盈率，低于 5 年均值 15 倍，估值仍然具吸引力，但短期需警惕中国需求放缓及美国利润率压力。（[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	16.68	23.00	38%	11.5	10.6	1.6	15.7	2.9%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.94	28.00	40%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.73	7.40	29%	11.2	10.1	0.8	7.2	6.6%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	92.90	119.08	28%	19.9	17.2	3.5	20.8	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.53	40.61	21%	19.2	16.1	1.3	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	334.80	418.25	25%	118.7	108.7	20.2	16.0	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	95.50	133.86	40%	4.9	18.1	5.6	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.08	18.61	32%	0.6	0.8	2.5	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	254.16	359.47	41%	206.6	39.1	8.1	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	54.90	61.71	12%	203.3	119.3	6.3	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.90	15.80	6%	9.2	8.5	1.1	13.4	4.3%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	126.57	157.00	24%	1.9	1.7	0.3	11.8	4.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	487.80	625.00	28%	18.7	17.3	3.7	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	52.75	80.00	52%	11.3	9.6	2.6	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	60.49	70.00	16%	2.4	2.2	0.3	10.3	1.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.45	6.13	38%	16.5	13.9	1.6	11.4	4.7%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.10	59.99	13%	34.7	28.5	5.5	13.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.60	43.22	29%	13.8	10.8	1.9	15.9	2.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	450.96	512.00	14%	31.8	24.2	6.4	28.8	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	49.35	69.50	41%	10.4	8.2	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	131.58	176.00	34%	31.0	21.6	5.6	19.2	0.4%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	272.63	388.00	42%	24.1	21.7	4.2	11.1	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 5 月 2 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。