

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周一（4 月 28 日）中国股市小幅走弱。港股基本走平，电信、公用事业与金融领涨，医疗保健、地产建筑与必选消费收跌，南向资金净买入 20.3 亿港元。A 股下跌，地产、社会服务与汽车领跌，银行股创历史新高，钢铁、公用事业与家电上涨。中概股走高。国债期货上涨，人民币反弹。中国再次否认同美国进行关税磋商，贸易冲突前景不明。关税冲击可能令中国 GDP 增速从第 1 季度的 5.4% 降至第 2 季度的 4.5% 左右，预计第 2 季度降准降息等货币政策宽松先行，下半年可能启动新一轮财政刺激以提振消费。
- 欧股连续 5 个交易日上涨，金融与可选消费领涨，公用事业与必选消费跑输。欧盟宣布对中国高空作业升降机械设备征收 20.6%-66.7% 关税，认为中企价格比欧盟竞争对手低 20%，令中企在欧盟市占率从 2020 年的 29% 升至 2022 年 10 月的 41%。德国基民盟周一批准联合政府协议，等待盟友社民党的投票结果，标志着德国进入财政刺激时代。德国财政刺激将提振欧元区经济增长，但难以完全抵消关税冲击影响，4 月欧元区 PMI 数据显示商业活动已大幅降温，预计今年欧元区 GDP 增速将比无关税冲击情景低 0.5 个百分点左右。欧央行可能在 6 月再次降息，下半年可能进一步降息两次。
- 美股涨跌互现。信息技术与消费下跌，公用事业、地产与能源领涨。据报华为将测试一款比英伟达 H100 更强芯片，英伟达下跌。特朗普可能减缓汽车零部件进口关税，以减轻对美国汽车制造的影响。美国财长称目前加紧推进与中国以外国家贸易协议谈判。特朗普关税仍对市场构成压力，大型科技公司财报和经济数据将是近期市场焦点。179 家标普 500 成分股公司发布财报，其中 78 家公司盈利前景不佳，32 家公司给出积极预测，许多公司称贸易政策将带来不确定性，部分公司因此削减或取消预测。4 月达拉斯联储制造业指数大幅减弱，新订单暴跌，支付价格飙升，企业担心关税政策将引发制造业活动混乱与动荡。
- 美债收益率回落，若不考虑现金余额因素，美国财政部第二季度借款预估规模实际低于 2 月预期。美元指数下跌，日元大幅反弹。市场关注汇率问题是否成为美日贸易谈判重要内容，以此判断“海湖庄园协议”推进的可能性。有报道称美国财长在上周四（4 月 24 日）与日本财务大臣会面中提及弱美元和强日元建议，但日本方面否认该报道。

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	21,972	-0.04	28.89
恒生国企	8,080	0.00	40.07
恒生科技	4,989	0.12	32.53
上证综指	3,288	-0.20	10.54
深证综指	1,898	-0.93	3.26
深圳创业板	1,934	-0.65	2.28
美国道琼斯	40,228	0.28	6.73
美国标普 500	5,529	0.06	15.91
美国纳斯达克	17,366	-0.10	15.69
德国 DAX	22,272	0.13	32.95
法国 CAC	7,574	0.50	0.41
英国富时 100	8,417	0.02	8.85
日本日经 225	35,840	0.38	7.10
澳洲 ASX 200	7,997	0.36	5.35
台湾加权	20,034	0.81	11.73

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	37,754	0.39	26.59
恒生工商业	12,509	-0.26	35.47
恒生地产	15,624	-0.58	-14.75
恒生公用事业	36,302	0.35	10.43

资料来源：彭博

公司点评

■ 比亚迪电子(285 HK, 买入, 目标价: 43.22 港元)-1Q25 盈利同比持平; 看好 2025 年前景, 因汽车/AI 驱动和关税影响有限

比亚迪电子股价昨日下跌 8%, 主要是由于高端智能手机需求疲软以及关税对苹果组装业务的潜在影响, 导致 2025 年一季度盈利持平。1Q25 GPM 环比修复 0.4 个百分点至 6.3%, 但同比下降 0.6 个百分点。2025 年一季度的净利润占 2025 年我们/一致预测的 10%/11%, 与 1Q24/1Q23 的 14%/11% 基本一致。展望未来, 管理层对 2025 年预期维持正面看法: 1) 苹果组装业务增长和零部件盈利能力更佳, 2) 安卓业务稳定, 3) 汽车需求强劲, 4) 服务器/机器人在 FY25-26E 增长。至于关税对公司的影响, 管理层表示考虑到海外产能(越南、印度、马来西亚)和客户将支付新关税, 预计影响有限(15%的美国收入占比)。我们将 FY25/26E 每股收益预测下调了 5-8%, 以反映 1Q25 业绩。我们基于分部估值法的新目标价为 43.22 港元, 意味着 2025 年市盈率 16.2 倍。短期股价催化剂包括汽车产品扩张、AI 服务器升级和 GPM 恢复。 ([链接](#))

■ 闻泰科技(600745 CH, 买入, 目标价: 52 元人民币)-半导体业务 1Q 展现良好韧性, 亏损 ODM 业务即将剥离

闻泰科技公布了 2025 年一季度业绩。公司收入同比下降 19.4%至 131 亿元人民币, 但净利润同比大幅增长 82.3%至 2.61 亿元人民币。毛利率恢复至 14.0% (2024 年四季度和 2024 年一季度分别为 9.1%和 9.2%)。分业务来看, ODM/半导体业务分别占本季度收入的 72%/28%。随着公司剥离 ODM 业务, 公司正式进入转型阶段, 专注于半导体业务。我们预计该业务板块将成为公司核心增长动力, 受益于: 1) AI 服务器强劲增长; 2) 消费电子和工业市场需求复苏; 3) 新能源汽车渗透率提升及单车半导体价值量增加(传统燃油车每辆 20-30 美元, 对比电动车最高可达 100 美元); 4) 新兴应用如人形机器人带来的新增需求。维持“买入”评级, 目标价维持 52 元人民币不变。 ([链接](#))

■ 李宁(2331 HK, 买入, 目标价: 19.81 港元) - 维持 25 财年指引, 惟 4 月份趋势进一步下滑

25 年 4 月零售销售增长与折扣趋势进一步恶化。1-2 月销售表现尚可, 但 3 月开始转弱。据管理层表示, 4 月趋势进一步下滑(线下渠道录得负增长, 低于管理层目标), 主因可能为天气不利(初期过冷, 后期过热)及宏观环境变差(贸易战让消费者信心受挫)。因此, 管理层也观察到 4 月零售折扣加大, 以刺激销售增长。

尽管面临多重宏观挑战, 25 年全年指引仍维持不变。一方面, 管理层意识到宏观不确定性对消费信心造成压力。但另一方面, 他们也对中国政府潜在刺激政策抱有一定期待。因此, 目前仍维持 2025 年目标, 包括: 销售增长持平、净利率高单位数, 以及其他指引如: 1) 毛利率持平或更好, 2) 2025 年广告及推广费用占销售额 10%以上, 3) 门店规划(直营零售净关店 10-20 家、批发净开店 30-40 家、李宁 YOUNG 净开店 100 家)等均未变动。值得注意的是, 若未来趋势好转并超出目标, 则多项正面因素都有望释放, 包括: 1) 线下渠道零售折扣改善, 2) 渠道结构优化(线上销售毛利率更高且增长更快), 3) 关店相关减值逐步减少, 均有助于提升利润率。

25 年一季度零售销售增长符合预期。李宁 25 年 1 季全渠道零售流水同比录得低单位数增长，符合招银国际预期的 2%，略高于公司全年指引的持平增长。线下渠道方面，直营零售销售同比低单位数下降，批发渠道则录得低单位数增长，这主要因直营门店关闭所致（若作调整，趋势相近）。电商渠道零售增长依然强劲，录得 10-20% 低段增长。无论是线上还是线下，25 年 1 季度均录得环比增速放缓。分品类来看，跑步（20% 以上）和训练（10% 以上）销售增长仍强劲，篮球和生活方式品类则分别下滑超过 10%。鞋类销售增长（高单位数）优于服装（低单位数下滑）。平均售价与销量均有小幅低单位数增长。

25 年 1 季度库销比不及预期，但零售折扣则符合预期。25 年 1 季度库销比升至 5 个月，高于市场预期的 4 个月，也高于去年同期的 4-4.5 个月及去年 4 季度的 4 个月。另一方面，25 年 1 季度线上线下零售折扣同比均有改善，优于去年 4 季度的恶化或持平趋势。我们认为，管理层短期内可能更注重盈利能力（而非库存），因消费者对促销的敏感度已下降。不过，管理层重申 25 年目标是将库销比维持在合理区间（4-5 个月）。

我们维持“买入”评级及 19.81 港元目标价，基于 18 倍 25 年预测市盈率（不变）。25 年 1 季度业绩大致符合全年指引，我们仍认为最坏时刻大致已过，全年业绩有望触底。不过，4 月零售销售增长疲弱，需更审慎观察整体趋势是否反转。现价对应 14 倍 25 年预测市盈率，估值不高，尤其对比过去 10 年平均 25 倍市盈率。（[链接](#)）

■ 康方生物 (9926 HK, 买入, 目标价: 108.03 港元) - 持续看好 AK112 的海外成药潜力

依沃西 (AK112) 单药对比帕博利珠单抗显示出 OS 获益趋势。在一项头对头对照帕博利珠单抗 (K 药) 的 HARMONi-2 三期研究中，依沃西 (AK112) 展现出显著的疗效优势。基于该项临床结果，依沃西在近期在中国获批用于一线治疗 PD-L1 阳性 (TPS $\geq$ 1%) NSCLC。在 39% 成熟度时进行的 OS 期中分析结果显示，依沃西对比帕博利珠单抗的 HR 值为 0.777，降低死亡风险 22.3%。值得注意的是，本次期中分析的 α 分配值仅为 0.0001，尽管本次期中 OS 分析可能尚未达到统计学显著性，但这一结果已初步展现出依沃西相对于帕博利珠的 OS 获益趋势。该试验的 OS 最终分析预留 α 较大（或为 0.0207），HR 阈值为 0.774，有一定概率在最终分析当中达到统计学显著的 OS 差异。

持续看好依沃西在海外成药的潜力。Summit 正在海外开展依沃西单药对照帕博利珠单抗用于治疗一线 NSCLC 的三期临床试验 HARMONi-7，该专注于 PD-L1 TPS $\geq$ 50% 的患者，且样本量显著高于 HARMONi-2 中国试验（780 人 vs 398 人），我们认为 HARMONi-7 试验达到 OS 统计学显著性的可能性更大。此外，康方生物在国内进行的依沃西+化疗对比替雷利珠单抗+化疗用于一线治疗 sq-NSCLC 三期 HARMONi-6 试验 (NCT05840016，入组 396 人) 在期中分析中显示出强阳性的 PFS 结果，展现了统计学上的 PFS 显著获益。考虑到 Summit 在海外开展的依沃西联合化疗对比帕博利珠单抗联合化疗针对一线 nsq-和 sq-NSCLC 的三期 HARMONi-3 试验 (NCT05899608) 样本量较大 (1,080 人)，我们对该试验的 OS 主要终点成功持乐观态度。

综上，我们认为康方生物的依沃西在海外具有较大的成药潜力。此外，Summit 在海外开展的针对 EGFR-TKI 耐药的 NSCLC 三期 HARMONi 试验

预计将在今年年中公布临床数据，我们将密切关注该试验的 PFS 和 OS 数据。我们给予康方生物的目标价为 108.03 港元，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **浙江鼎力(603338 CH, 持有, 目标价: 44 元人民币) - 1Q25 利润同比增长 42%，但增长主要来自非经营收益**

浙江鼎力 1Q25 息税前利润(EBIT)同比仅小幅增长 2% 至 4.4 亿元人民币，略低于我们的预期，主要由于 30% 的同比收入增长被更高的销售和管理费用所抵消，我们估计整合美国子公司 CMEC 是费用上升的原因。净利润同比增长 42% 至 4.29 亿元人民币，但主要得益于净财务收入同比增长 4.3 倍（我们的估计是外汇收益）以及公允价值损失同比减少 93%（由于持有宏信建发 [9930 HK]）。1Q25 净利润占我们全年预测净利润的 23%（我们的全年净利润比市场预期低 15%）。我们仍然认为，不可预测的美国关税政策将（1）损害美国对高空作业平台的需求；以及（2）导致鼎力陷入困境，主要由于鼎力在中国服务于美国市场的产能比例很高。我们维持盈利预测不变。维持持有评级，目标价 44 元人民币（基于 12 倍 2025 年预期市盈率，较过去三年平均市盈率 13.5x 低一个标准差，以反映盈利放缓）。（[链接](#)）

■ **中国太保(2601 HK, 买入, 目标价: 34.0 港元) - 债券公允价值下滑拖累净利；负债评估利率曲线期限滞后效应影响净资产**

中国太保公布一季度业绩，新业务价值可比口径下增长 39%，超出我们预期；集团归母净利润同比-18.1%至 96.3 亿元，低于我们预期；归母净资产较年初下降 9.5%至 2,636 亿元，是新会计准则实施以来公司净资产的首季下降。我们认为 1Q25 归母净利润和净资产表现不及预期，主要因 1) 1Q25 市场利率波动上行，导致 FVTPL 债券公允价值大幅下降，债券浮亏冲抵权益投资收益，负向影响净利润；2) 公司传统险负债评估折现率曲线采用 50 天移动平均国债收益率，滞后于资产端债券投资的即期利率。资负两端收益率曲线期限错配，导致净资产受利率变动的短期冲击更加显著。预计 2Q25 随市场利率回落，因时滞效应造成的净资产下降将有所缓解。

寿险新业务价值增长超预期。1Q25 新业务价值可比口径下增长 39%，对比假设调整前同比增长 11.3%至 57.8 亿元，主要得益于银保新单保费大幅增长 (+131%)和价值率稳健提升的带动；总新单保费同比+29.2%，个险/银保价值率可比口径下增长 5/6 个百分点至 20%/20%。分红险新单保费占比提升至 18.2%，同比+16.1 个百分点。我们预计 1Q25 分红险新单期缴保费有望进一步大幅提升。个险代理人规模为 18.8 万人，较年初持平，同比+1.1%；个险新单保费同比下滑 15.2%，或受趸交保费下降的影响。我们预计 FY25 全年 NBV 增长仍将以价值率提升为驱动；银保和分红险的新单表现值得关注。财险 1Q25 综合成本率 97.4%，同比下降 0.6 个百分点，或受大灾赔付下行和费用管控的影响。但保费收入增速有所下滑，车险/非车险保费收入同比 +1.3%/0.7% (4Q24: +4.7%/+7.6%)。

1Q25 集团营运利润可比口径下增长 5%，管理层预期全年集团营运利润维持低单位数正增长。尽管 1Q25 因公允价值波动及资负收益率曲线期限错配，导致公司净资产短期承压；中长期看，我们认为时滞效应将随时间推移而改善。看好公司经营转型带动营运利润增长，支撑长期分红的投资价值，维持“买入”评级，目标价 34.0 港元，对应 0.51 倍 FY25E P/EV 和 1.0 倍 FY25E P/B。公司目前股价交易于 0.31 倍 FY25E P/EV 和 0.62 倍 FY25 P/B。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(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	15.80	23.00	46%	10.9	10.0	1.5	15.7	3.1%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.93	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	5.60	7.40	32%	11.0	9.8	0.8	7.2	6.6%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	91.45	119.08	30%	19.6	16.9	3.4	20.8	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	35.14	38.51	10%	20.1	16.9	1.3	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	353.80	484.83	37%	125.5	114.9	21.2	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	93.18	133.86	44%	4.8	17.6	5.4	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.26	18.61	31%	0.6	0.8	2.5	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	249.46	359.47	44%	202.8	38.4	7.9	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	54.20	61.71	14%	200.7	117.8	6.2	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.98	15.80	13%	8.6	7.9	1.0	13.4	4.5%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	118.37	157.00	33%	1.8	1.6	0.3	11.8	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	478.20	625.00	31%	18.3	16.9	3.6	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	50.65	80.00	58%	10.8	9.2	2.5	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	58.62	70.00	19%	2.4	2.1	0.3	10.3	1.4%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.39	6.13	40%	16.3	13.7	1.6	11.4	4.7%
小米集团	1810 HK	科技	买入	47.50	59.50	25%	31.0	25.4	5.0	15.4	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.80	43.22	36%	11.1	8.8	1.8	15.9	2.3%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	454.42	512.00	13%	32.0	24.4	6.4	28.8	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	47.50	69.50	46%	13.2	10.0	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	122.28	176.00	44%	28.5	22.4	5.2	19.7	0.6%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	265.64	388.00	46%	21.1	19.2	4.1	11.1	0.6%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場預測（截至 2025 年 4 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商投资者

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。