

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 周四（4月10日）中国股市反弹。港股原材料、工业与医疗保健涨幅居前，能源、公用事业与电讯等防御性板块涨幅落后。A股消费、硬件设备与企业服务大涨，电信服务、煤炭和公用事业跑输。特朗普进一步提高对华关税，但暂缓其他国家10%基准关税外的“对等关税”，全球投资者对 Trump Put 信心回升，空头大量回补。中国商品出口中直接对美出口占比已降至不到15%，加上通过第三方国家对美出口，中国商品出口中美国市场占比20%左右。如果美国对所有经济体征收“对等关税”，那么可能推升全球经济衰退风险，对中国GDP增速影响将超过1个百分点；如果美国仅对中国加征关税，那么对中国GDP增速影响可能低于1个百分点。
- 中美对抗时代第三方国家立场成为关键，中国将加强与非美地区经贸投资联系。提升对非美地区吸引力的关键不是强大而廉价的制造业产业链，而是充满增长机会的内需市场。目前美国在全球GDP中占比25%，在全球家庭消费中占比31.4%，大幅超过中国11.6%的占比。考虑到美国家庭消费中医疗、教育、住房等不可贸易的服务消费占比高于其他经济体，而中国服务占比低于其他经济体，美国在全球可贸易商品消费中占比可能略高于25%，显著高于中国不到15%的占比。中国加强与非美地区联系的关键是扩大国内消费，保持比美国更快的内需增速，逐步缩小与美国消费市场的规模差距。
- 欧洲市场大幅反弹，信息技术、金融与工业领涨，必选消费、通讯服务等防御性板块涨幅落后，近期油价大跌令能源板块也跑输市场。欧洲交易时段，全球市场正在交易 Trump Put 预期，市场避险情绪下降。欧盟暂缓对美部分商品25%关税90天，以回应特朗普暂缓包括欧盟在内的非中国地区10%之外“对等关税”。欧债收益率基本持平，欧元兑美元大幅上涨2%，市场担心特朗普可能推行弱美元政策，而他的关税和其他政策将削弱美国经济和美元地位。
- 美国股债汇三杀，美股指数一度跌超5%，在特朗普表示可能延长关税暂缓期后跌幅有所收窄。美国通胀降温超预期，3月CPI同比2.4%和核心CPI同比2.8%均显著低于市场预期。但关税对通胀的影响尚未显现，特朗普的关税和海湖庄园协议构想（联合干预令美元大幅贬值、美国版政府债务置换）引发投资者对美元资产抛售，美国长期国债收益率不降反升，美元指数创2022年以来最大单日跌幅。避险资产日元、瑞郎和黄金大涨。
- 贸易战将削弱全球经济前景，大宗商品价格依然偏弱，WTI原油价格一度跌破60美元。贸易战将重挫全球贸易与制造业活动，铜价作为工业经济晴雨表进一步下跌。

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	20,682	2.06	21.32
恒生国企	7,668	1.76	32.94
恒生科技	4,814	2.66	27.88
上证综指	3,224	1.16	8.36
深证综指	1,868	2.46	1.66
深圳创业板	1,901	2.27	0.48
美国道琼斯	39,594	-2.50	5.05
美国标普500	5,268	-3.46	10.45
美国纳斯达克	16,387	-4.31	9.17
德国DAX	20,563	4.53	22.75
法国CAC	7,126	3.83	-5.53
英国富时100	7,913	3.04	2.33
日本日经225	34,609	9.13	3.42
澳洲ASX 200	7,710	4.54	1.56
台湾加权	19,000	9.25	5.96

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	34,460	2.41	15.55
恒生工商业	11,964	1.89	29.57
恒生地产	14,837	2.38	-19.04
恒生公用事业	34,191	1.37	4.01

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济-贸易冲突将加剧通缩压力

3月通胀数据显示在贸易战到来之前中国通缩压力仍然较大。受食品和能源价格拖累，中国CPI环比收缩。由于消费需求不振和产能过剩，核心CPI增速依然低迷。受能源价格下跌和建筑业需求疲软影响，PPI也进一步下滑。我们将今年CPI和PPI增速预测从0.6%和-0.3%分别下调至0.2%和-0.8%。

特朗普激进关税政策可能通过减少全球需求、削弱国内信心和加剧产能过剩，给中国带来进一步通缩压力。中国需要加大货币政策宽松和财政刺激力度，进一步提振房地产和消费需求。我们预计央行可能在第二季度分别下调存款准备金率和LPR约50个基点和20个基点。中央政府可能会在下半年加大财政刺激力度，尤其针对提振消费。（[链接](#)）

公司点评

■ 极兔速递(1519 HK, 买入, 目标价: 6.9 港元) – 1Q25 销量增长显著; 但中国的价格竞争仍令人担忧

极兔1Q25的运营数据强劲，包裹量平均增长31%。在分析师简报会上，极兔表示有信心今年能够实现包裹量增长和成本削减目标。尽管如此，我们将2025/26年的盈利预测分别下调了-48%/-18%，主要由于我们担心中国的主要快递企业引导的大幅降价将抵消公司快速增长的包裹量。然而，鉴于极兔在东南亚市场的强大竞争优势，我们仍然看好其发展方向。我们把基于分部加总法的目标价从10港元下调至6.9港元，主要由于盈利下调加上较保守的目标估值倍数。维持买入评级。

1Q25 主要亮点:

- 东南亚地区包裹发货量同比增长50%，得益于提前斋戒月。包裹发货量达到15亿件，强劲的增长得益于今年斋戒月较去年为早（今年由2月28日至3月29日，而2024年由3月10日至4月9日），而印度尼西亚和马来西亚通常在斋月期间进行促销活动。此外，极兔也受益于TikTok和Temu在该地区强劲的销售增长。
- 中国地区包裹发货量同比增长27%至49亿件。极兔认为，中国市场的持续增长得益于品牌价值的持续提升。此外，与电商包裹相比，逆向件和散件的价值通常更高，而1Q25的日均逆向件和散件发货量同比增长70%至350万件。在成本方面，极兔有信心今年实现单票成本同比下降0.1元人民币。
- 新市场销量同比增长19%至7,700万辆。增长主要来自巴西和墨西哥市场。极兔维持20%的全年增长目标。我们预计极兔今年将能够实现新市场EBITDA盈亏平衡。

风险：1) 单票价格压力；2) 汇率波动。（[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	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	15.34	23.00	50%	12.7	21.2	2.5	N/A	N/A	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	17.97	28.00	56%	9.6	8.1	0.8	6.8	2.5%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.32	7.40	39%	9.2	7.5	0.6	6.4	8.1%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	82.80	120.86	46%	24.3	22.0	N/A	11.6	6.3%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	27.69	38.51	39%	N/A	11.9	N/A	N/A	N/A	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	349.60	484.83	39%	10.5	8.8	1.2	12.0	4.7%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	79.10	133.86	69%	28.6	23.1	9.8	35.6	1.5%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.50	18.61	28%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
百济神州	ONC US	医疗	买入	208.31	359.47	73%	N/A	26.3	N/A	N/A	N/A	
药明康德	603259 CH	医疗	买入	51.81	94.05	82%	N/A	N/A	0.7	12.2	5.8%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.20	34.00	60%	N/A	N/A	0.9	10.8	5.2%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.30	15.80	19%	21.1	15.5	N/A	N/A	N/A	
腾讯	700 HK	互联网	买入	433.60	625.00	44%	20.5	18.0	N/A	N/A	N/A	
快手	1024 HK	互联网	买入	48.45	80.00	65%	23.7	12.7	N/A	N/A	N/A	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	104.18	157.00	51%	4.8	4.3	0.6	11.8	6.8%	
携程	TCOM US	互联网	买入	54.19	70.00	29%	4.8	4.3	0.6	11.8	6.8%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.44	6.13	38%	14.8	10.4	0.7	5.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	42.70	59.50	39%	13.6	10.9	2.3	13.8	2.2%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.85	47.10	53%	13.6	10.9	2.3	13.8	2.2%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	76.40	186.00	143%	45.5	32.2	N/A	N/A	N/A	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	455.31	512.00	12%	12.7	21.2	2.5	N/A	N/A	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	125.76	176.00	40%	13.6	10.9	2.3	13.8	2.2%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	255.12	388.00	52%	13.6	10.9	2.3	13.8	2.2%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 10 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策。

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策。

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编制的报告。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。