

# 每日投资策略

## 行业及公司点评

### 全球市场观察

- 周一（4月14日）中国股市反弹。港股医疗保健、原材料与可选消费领涨，电讯、地产建筑与必选消费跑输。A股煤炭、家庭用品和纺织服装涨幅居前，家电、食品饮料与电信服务涨幅落后。中概股收涨。国债期货上涨，人民币回落。随着特朗普暂缓绝大部分国家“对等关税”和释放和谈信号，贸易战出现缓和迹象，市场风险偏好回升，恒生指数和沪深300指数分别从美国“对等关税”冲击后最低点回升11%和7%左右。市场预期中国将加大提振消费力度，大消费在反弹中领先。
- 欧股大涨，工业、零售与能源指数涨超3%，英德法等国股指涨超2%。欧债收益率下跌，10年国债收益率跌幅超过两年，收益率曲线平坦化，因贸易战削弱经济增长预期。欧元兑美元小幅下跌，但英镑兑美元上涨。
- 美股高开低走，尾盘收涨。对利率敏感的地产板块和公用事业、必选消费、医疗保健等防御性板块涨幅居前，可选消费、能源、通讯服务与信息技术跑输市场。特朗普豁免芯片、手机等产品“对等关税”，但又暗示将对芯片和药品等产品开征新的行业关税，关税前景不确定性抑制美股反弹势头。特朗普周一提出研究豁免汽车和零部件关税的可能性，汽车股上涨。美联储理事沃勒表示关税对通胀的影响可能是“暂时的”，暗示降息将在考虑之中，美债上涨结束连续5日下跌。美元下跌，日元上涨。贝森特称国债价格下跌主要是去杠杆化的结果，没有证据显示其他国家抛售美债。日本方面表示，作为盟友不会对美国国债采取行动，不打算将持有美债作为与美国关税谈判的筹码。
- 大宗商品价格反弹，原油小幅上涨，OPEC下调未来两年原油需求预测。黄金则高位震荡。铜价继续从关税恐慌后的低点反弹。

### 宏观点评

#### ■ 中国经济-抢出口效应支撑出口，但未来存在不确定性

3月中国贸易顺差又一次创纪录地超过1000亿美元，对主要贸易伙伴的出口显著反弹，可能是因为关税上调预期带来抢出口效应。商品进口从年初的低谷中温和回升，但由于国内需求疲软，进口依然低迷。我们预计中国出口增速将从2024年的5.9%放缓至2025年的3.3%，而进口增速可能从1.1%小幅上升至2.2%。

特朗普的激进关税政策可能通过减少出口、压制企业投资和削弱消费者信心等渠道，降低中国经济增速超过0.5个百分点。中国将加强与非美地区的贸易和投资联系，并转向更加依赖消费驱动的增长模式。中国可能推出额外的财政刺激措施以提振消费，包括扩大消费者以旧换新补贴范围、提供生育补贴和筑牢社会保障网。中国央行可能会在第二季度分别下调存款准备金率和

### 招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

#### 全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	21,417	2.40	25.63
恒生国企	7,966	2.11	38.09
恒生科技	5,015	2.34	33.23
上证综指	3,263	0.76	9.68
深证综指	1,903	1.15	3.57
深圳创业板	1,933	0.34	2.20
美国道琼斯	40,525	0.78	7.52
美国标普500	5,406	0.79	13.34
美国纳斯达克	16,831	0.64	12.13
德国DAX	20,955	2.85	25.09
法国CAC	7,273	2.37	-3.58
英国富时100	8,134	2.14	5.19
日本日经225	33,982	1.18	1.55
澳洲ASX 200	7,749	1.34	2.08
台湾加权	19,513	-0.08	8.82

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	36,096	3.20	21.04
恒生工商业	12,341	2.10	33.66
恒生地产	15,102	1.32	-17.60
恒生公用事业	34,631	1.45	5.35

资料来源: 彭博

LPR 约 50 和 20 个基点，以刺激股市和房地产市场。我们预计美元/人民币汇率可能从 2024 年底 7.35 小幅升至 2025 年底的 7.40。 ([链接](#))

## 公司点评

### ■ 百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 146.70 美元) - 预计云业务营收稳步增长

我们预计 1Q25 百度核心业务营收将达 240 亿元人民币，同比增长 1%，较市场一致预期高 3%，主因人工智能相关需求助推下云业务收入增长有望超预期。在云业务收入稳健增长的助力下，我们预计百度核心业务的 non-GAAP 运营利润为 45 亿元人民币，较市场一致预期高出 1%。百度仍在积极推动业务转型，嵌入更多与生成式人工智能相关的搜索结果，以提升用户体验和活跃度。虽然此类搜索结果尚未开始货币化、短期内广告收入增长因竞争和业务转型仍会面临一些阻力，但我们预计潜在的货币化进程有望从二季度末开始，这应有助于推动广告收入增速和运营利润率进一步环比复苏。考虑到投资估值的变化，我们基于 SOTP 的目标价微调至 146.7 美元（前值：149.2 美元），对应 13.9x 2025E PE (non-GAAP)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ 中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 15.80 港元) - 1Q25 综合成本率有望大幅优于预期

中国财险公布 1Q25 业绩预告，归母净利润同比增长 80%-100% 至 106-117 亿元，环比增长 95.3%-117%。一季度净利润占去年全年净利润逾 1/3，得益于 1) 1Q25 大灾损失减少，带动承保综合成本率在去年高基数下同比改善，大幅提升承保利润。据国家应急管理部数据披露，今年 1-2 月自然灾害导致的直接经济损失累计达 93 亿元，较去年 1-2 月 207 亿元同比下降 55%；2) 总投资收益随公司资产配置结构优化显著改善；公司持续加大权益资产配置，稳健提升 FVOCI 资产配置占比，以平衡市场波动下资产公允价值变动对投资收益的影响。1Q25 沪深 300 指数/上证综指累计下跌 1.2%/0.5%，略弱于去年同期，但以成长为主的结构行情显著，利好基金持仓收益上行；此外，1Q25 恒生指数/恒生中国指数大幅上涨 15%/17% (1Q24: -3%/+1%)，或带动港股投资中 TPL 股票价差收益及 OCI 股票股息收入的增长。考虑到投资波动的影响，我们小幅调整 FY25-27E EPS 预测 3%/1%/-1% 至 1.62/1.76/1.91 元和 FY25E 车险及非车险承保综合成本率至 95.9%/ 99.0% (前值: 96.0%/98.9%)。维持公司“买入”评级，目标价 15.80 港元，对应 1.19 倍 FY25E P/B；公司目前交易于 1.06 倍 FY25E P/B。风险提示：承保综合成本率低于预期；保费增速不及预期；资本市场大幅波动等。 ([链接](#))

### ■ 亿和控股 (838 HK, 买入, 目标价: 1.3 港元) - 蓄势待发

主机厂业务加速增长：来自主机厂的业务占了亿和在 FY24 约 40% 的汽车零部件收入，而在手订单中约 60% 来自主机厂。目前长城汽车已成为亿和汽车零部件业务中仅次于佛吉亚的第二大客户，去年收入同比增速达到 24%，我们预计今年长城收入贡献将继续同比提升 8000 万港元至 5 亿港元。今年亿和的汽车零部件业务最大增量或来自长安汽车，其在手订单已超 10 亿港元，我们预计今年来自长安的收入将同比增长 1.8 亿港元。综上所述，我们预测亿和 FY25 汽车零部件的收入同比增长 12% (约 2.4 亿港币) 至 22 亿港币，主要来自长城和长安的贡献。

墨西哥工厂或将受益于更多主机厂业务与新的关税政策：亿和的墨西哥工厂收入持续增长并实现连续两年盈利。我们认为墨西哥工厂或需要更多来自主

机厂的业务来大幅提升利润，而事实上，亿和也正往此方向努力：斯特兰蒂斯将从今年开始贡献收入，而亿和与特斯拉的业务也或将从 FY26 起从座椅骨架业务扩展至底盘和车身零部件。尽管特朗普政府的关税政策反复无常而难以预测，美国的主机厂似乎开始将更多的供应链从中国转移至墨西哥，因为目前美国还未对美加墨协议中的国家征收额外的关税。亿和在墨西哥建厂近 10 年的经验或因此受益。

服务器机箱及机器人组装等新业务或支撑中长期增长：亿和 FY24 收入中约有 2.75 亿港元来自服务器机箱（计入办公自动化板块），华为和超聚变是其此业务最大的客户，而亿和已经进入华为的钣金结构件主力供应商体系，意味着之后的份额可能大幅提升。管理层预计今年服务器机箱的收入将超 4 亿港元，而净利润或将同比翻番。我们认为如果亿和能切入服务器机箱结构件以外的零部件或能拓展北美市场，其中长期的增长空间将大幅提升。此外，亿和从今年开始进行小批量的人形机器人手臂组装，此块业务或从 FY26 起开始贡献一定的收入和利润。我们预计 FY25 办公自动化业务同比增长 2% 至 44 亿港元，主要由服务器机箱拉动。

盈利预测/估值：考虑到新业务的投入带来的初期成本提升，我们保守估计亿和 FY25 的毛利率为 21.5% (FY24: 21.8%)。我们预测 FY25 营业利润同比增长 16% 至 4.32 亿港元，净利润同比增长 14% 至 2.78 亿港元。尽管亿和向一级供应商的转型并未在 FY24 的收入和净利润中明显体现，但毛利率、净负债和现金转换周期等指标都得到了改善。我们认为亿和的转型在 FY25-26 的业绩中会更加显现。我们维持“买入”评级，维持目标价 1.30 港元，基于分部估值（汽车零部件：11 倍 FY25 P/E；办公自动化：7 倍 FY25 P/E）。

([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
<b>长仓</b>												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.54	23.00	39%	11.5	10.6	1.5	15.7	2.9%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	21.08	28.00	33%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.50	7.40	35%	10.8	9.6	0.8	7.2	6.6%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	85.60	119.08	39%	18.4	15.9	3.2	22.9	3.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	30.80	38.51	25%	14.8	12.7	1.2	26.5	0.5%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	356.80	484.83	36%	126.5	115.8	21.5	14.4	0.3%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	78.70	133.86	70%	20.5	16.5	5.7	31.8	1.7%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.14	18.61	32%	14.4	12.2	2.5	17.2	3.0%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	242.75	359.47	48%	197.4	37.3	7.7	N/A	0.0%	
药明康德	603259 CH	医疗	买入	53.11	94.05	77%	13.0	10.9	2.3	19.1	2.4%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	22.10	34.00	54%	5.2	4.8	0.6	14.7	5.3%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.96	15.80	13%	8.8	8.0	1.1	13.1	4.5%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	454.00	625.00	38%	16.0	14.8	3.4	19.4	1.1%	
快手	1024 HK	互联网	买入	50.35	80.00	59%	10.8	9.1	2.5	24.7	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	113.97	157.00	38%	1.7	1.5	0.3	11.8	4.7%	
携程	TCOM US	互联网	买入	56.75	70.00	23%	2.3	2.1	0.3	10.3	1.4%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.36	6.13	41%	16.1	13.6	1.6	11.4	4.7%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	43.20	59.50	38%	28.2	23.1	4.6	15.4	0.3%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.95	47.10	39%	11.9	9.4	1.9	17.2	2.4%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	81.54	186.00	128%	17.0	11.7	4.6	31.2	0.8%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	457.50	512.00	12%	41.9	32.2	8.2	22.2	0.2%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	126.62	176.00	39%	46.0	29.5	6.3	14.5	0.4%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	254.55	388.00	52%	20.2	18.4	3.9	11.1	0.5%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年4月14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。