

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五（5月9日）中国股市涨跌互现。港股小幅上涨，能源、可选消费与金融领涨，必选消费、资讯科技与原材料下跌。A股下跌，电子、计算机与国防军工跌幅居前，美容护理、银行与纺织服饰上涨。中概股收跌。国债期货与人民币走平。11日中美双方称经贸会谈取得实质性进展，达成重要共识，将于12日发布会谈达成的联合声明，全球市场风险偏好回升，亚洲股市开盘走高，美股期货、美元兑欧元、人民币兑美元和原油期货上涨，黄金下跌。
- 欧股上涨，汽车、银行、油气板块领涨。德国股指收盘价创历史新高，相对欧洲其他市场的溢价达到2009年以来最高。面对俄乌对抗和美国减少对欧洲防卫投入前景，德国财政政策前景经历巨变，从保守财政转向积极财政。德国作为欧洲制造中心，将显著受益于欧洲武装自己的过程。欧债收益率小幅上升，欧元兑美元下跌。在中美双方就经贸会谈发表积极评论后，欧元兑美元进一步走弱。
- 美股高开低走，收盘基本持平。能源、地产与可选消费上涨，但医疗保健、通讯服务和必选消费下跌。过去一个月美股反弹超出预期，资金流显示外国投资者净流出，机构投资者小规模净流入，散户大量买入。纽约联储主席称稳定通胀预期是美联储政策的基石，关于“预防性降息”的讨论不合时宜，在经济不确定性环境中锚定通胀预期至关重要，表明美联储6月可能保持利率不变。预计下半年随着需求收缩效应可能超过成本上升作用，美联储可能在7月或9月降息1次，11月或12月再降息1次。

宏观点评

- **中国经济 - 转口贸易和抢出口暂时抵消关税影响**
 尽管受到关税冲击，中国出口在4月仍表现出意想不到的韧性。尽管对美出口大幅下滑，但对东盟的强劲增长在很大程度上抵消了这一损失，凸显了东盟作为贸易转口目的地的作用日益增强。进口也远超市场预期，工业原材料和集成电路进口量激增，可能因为对美国芯片关税豁免政策刺激抢进口。

我们预计关税政策最坏时刻可能过去，但对外贸冲击最严重的时刻尚未到来。中国到美国的集装箱海运订单量和PMI出口订单指数等先行指标均大幅下降。中美已开启谈判，我们认为将总体关税税率从145%降至80%在近期是可以实现的，但进一步降至30-40%的长期终端税率可能需要更长时间。

展望未来，我们预计中国商品出口增速将从2024年5.9%放缓至2025年1%，进口增速可能从1.1%小幅放缓至0.5%。我们预计美元/人民币将从2024年底的7.35降至2025年底的7.25。 ([链接](#))

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	22,868	0.40	34.14
恒生国企	8,309	0.10	44.04
恒生科技	5,180	-0.93	37.62
上证综指	3,342	-0.30	12.34
深证综指	1,971	-0.88	7.23
深圳创业板	2,012	-0.87	6.37
美国道琼斯	41,249	-0.29	9.45
美国标普500	5,660	-0.07	18.66
美国纳斯达克	17,929	0.00	19.44
德国DAX	23,499	0.63	40.28
法国CAC	7,744	0.64	2.66
英国富时100	8,555	0.27	10.62
日本日经225	37,503	1.56	12.07
澳洲ASX 200	8,231	0.48	8.44
台湾加权	20,915	1.81	16.64

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	39,003	0.80	30.78
恒生工商业	13,081	0.15	41.67
恒生地产	16,344	1.35	-10.82
恒生公用事业	36,990	-0.12	12.52

资料来源: 彭博

■ 中国经济 - 关税冲击短期加剧通缩压力

4 月份中国 CPI 仍处于负值，因为贸易战对能源价格和出口导向型行业价格构成下行压力。分行业来看，服务业中旅游价格因清明节假期推动而有所反弹，但其他服务业和耐用品价格则依然低迷。由于全球大宗商品价格下滑和国内建筑活动疲软，PPI 进一步恶化。关税冲击将削弱外需，并通过信心渠道抑制内需，从而加剧产能过剩。

在通缩压力加剧背景下，目前的政策力度仍显不足。预计第二季度以货币和金融政策宽松为主。决策者在评估关税冲击影响和中美谈判初步结果后，可能在 7 月初政治局会议确定下半年财政刺激与消费提振政策力度。预计下半年 LPR 可能进一步下调 10 个基点，可能小幅上调广义赤字，加大对中低收入家庭、多子女家庭和社保体系的转移支付，更大力度提振消费。预计 CPI 和 PPI 可能分别从 2024 年的 0.2% 和 -2.2% 上升至 2025 年的 0.3% 和 -1%。

([链接](#))

行业点评

■ 中国工程机械行业 - 4 月份土方机械销售增长稳健；预计 5 月份将延续趋势

中国工程机械工业协会发布了 4 月份土方机械销售数据。挖掘机/轮式装载机国内销量同比增长 16%/35%，我们认为这主要受到市政和农村建设项目的推动。同时，4 月份挖掘机出口销量同比增长加速至 19%，为近两年来的最高水平，尽管我们不确定单月销量是否受到关税相关因素的推动。另外，据我们了解，恒立液压 (601100 CH, 买入) 在 3 月和 4 月保持满负荷生产，表明挖掘机强劲需求可能会延续到 5 月（液压组件通常比终端机械需求领先 1-2 个月）。我们维持此前观点，认为挖掘机具有韧性，其增长主要由国内替换需求推动，受关税战的影响较小。重申对三一重工 (600031 CH) 和恒立液压的买入评级。我们还看好中联重科 (1157 HK / 000157 CH, 买入)，主要看好其新兴市场的战略渗透。([链接](#))

公司点评

■ 华虹半导体 (1347 HK, 买入, 目标价: 37.50 港元) - 1Q25 业绩符合预期, 毛利率持续承压

华虹半导体公布 2025 年一季度业绩。收入同比增长 17.6%，环比持平，达到 5.41 亿美元，这一结果主要由于晶圆出货量同比增长 42%、环比增长 7%，以及持续的 ASP 压力（同比下降 2%，环比下降 1%）所带来的综合影响。收入基本符合指引和市场预期。毛利率为 9.2%，而去年同期/上季度分别为 6.4%/11.4%，处于指引范围的下限，低于市场预期 1.3 个百分点。2025 年一季度毛利率较去年同期提升 2.8 个百分点，得益于产能利用率的提升（从去年同期的 92% 提升至本季度的 103%），但部分被折旧成本的上升所抵消。公司本季度净利润为 400 万美元。管理层预计 2025 年二季度收入将在 5.5-5.7 亿美元之间，指引的中值为 5.6 亿美元，意味着同比增长 17%，环比增长 3%。毛利率指引为 7%-9%，显示出 8 英寸产品持续面临 ASP 压力，以及华虹 9 厂产能爬坡带来的折旧成本上升。维持“买入”评级，目标价上调至 37.5 港元（前值：24.0 港元；基于 1.35 倍 FY25 PB）。我们预计，在地缘政治风险加剧的背景下，半导体国产替代进程加速将推动行业重估。([链接](#))

■ **鸿腾精密 (6088 HK, 买入, 目标价: 3.48 港元) - 1Q25 低于预期; 因宏观经济不确定性智能手机/系统产品指引下调**

鸿腾精密 2025 年第一季度收入同比增长 14%，净利润同比下降 38%，低于预期，分别占我们 2025 全年预测的 22%/3%。业绩低于预期的主要原因是 1Q25 GPM 下降和外汇逆风影响。展望未来，考虑到美国关税的影响和宏观经济的不确定性，公司下调了 2025 年智能手机（同比下降 15%）和系统产品（-5%至+5%同比增速）指引，而考虑全球供应链协调成本，公司上调了运营成本指引。因此，我们将 F25-26E 每股收益下调了 10-18%，以反映 2025 年一季度的业绩和较低的指引。总体而言，我们预计由于关税/宏观经济疲软以及服务器升级放缓，短期内出现不利因素，但我们对人工智能服务器产品需求、印度 AirPods 产能增加以及 2025 年的汽车业务并购进展保持乐观看法。该股目前估值为 FY25/26E 8.3 倍/6.3 倍市盈率，具有吸引力。基于此前的 14.1 倍 FY25E 市盈率，维持“买入”评级，新目标价为 3.48 港元（前值：3.86 港元）。（[链接](#)）

■ **Coinbase (COIN US, 买入, 目标价: 325.0 美元) - 1Q25 业绩符合预期; 收购 Deribit 加速衍生品业务发展**

Coinbase 公布了 1Q25 业绩：总营收同比增长 24%，环比下降 10%至 20.3 亿美元；调整后 EBITDA 同比下降 8%至 9.3 亿美元，均符合一致预期。展望 2Q25：1) 4 月公司交易收入约 2.4 亿美元，低于 1Q25 月均 4.2 亿美元交易收入，主因加密货币市场情绪疲软（4 月全球现货交易额环比下降 13%）以及公司持续提供交易费用折扣；2) 管理层预计 2Q25 订阅与服务营收在 6-6.8 亿美元（环比下降 3%至 14%），主因稳定币收入增长将被区块链收益下降所抵消。我们基本维持 FY25-27 年的总营收预测不变，但下调基于 SOTP 的目标价至 325 美元（前值：352 美元），主因行业估值水平下滑。维持“买入”评级。（[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	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	18.92	23.00	22%	13.0	12.0	1.8	15.7	2.5%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.63	28.00	43%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.87	7.40	26%	11.5	10.3	0.8	7.2	6.6%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	94.65	119.08	26%	20.3	17.5	3.5	20.8	2.8%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.76	40.61	24%	18.7	15.8	1.3	29.4	0.5%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	343.20	418.25	22%	121.7	111.4	20.5	16.0	0.3%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	97.40	133.86	37%	5.0	18.4	5.7	31.0	1.5%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.68	18.61	27%	0.6	0.8	2.5	17.2	2.9%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	231.99	359.47	55%	188.6	35.7	7.5	N/A	0.0%	
信达生物	1801 HK	医疗	买入	50.25	61.71	23%	186.1	109.2	5.7	3.2	0.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.80	15.80	7%	9.1	8.4	1.1	13.4	4.4%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	125.33	157.00	25%	1.9	1.7	0.3	11.8	4.3%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	501.50	625.00	25%	19.2	17.8	3.7	19.4	1.0%	
快手	1024 HK	互联网	买入	52.55	80.00	52%	11.3	9.5	2.6	24.7	0.0%	
携程	TCOM US	互联网	买入	61.45	70.00	14%	2.5	2.2	0.3	10.3	1.3%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.37	6.13	40%	16.2	13.7	1.5	11.4	4.8%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	49.80	59.99	20%	32.5	26.8	5.1	13.6	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.85	43.22	24%	14.3	11.2	2.0	15.9	2.1%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	436.01	512.00	17%	30.7	23.4	6.2	28.8	0.4%	
贝克微	2149 HK	半导体	买入	44.15	69.50	57%	9.3	7.3	N/A	19.5	0.0%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	132.76	176.00	33%	31.2	21.8	5.6	19.2	0.4%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	275.42	388.00	41%	24.4	21.9	4.3	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9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有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。