

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 周一（4 月 21 日）A 股收涨，有色金属、计算机与美容护理涨幅居前，银行、食品饮料与地产下跌。港股因假期休市，中概股小幅上涨。国债期货下跌，人民币小幅反弹。美国与盟友贸易谈判未取得积极进展，中国努力加强与非美地区经贸合作。关税冲击可能暂时打断中国经济复苏进程，预计中国将在第二季度降准降息，下半年扩大财政刺激与提振消费政策力度，以对冲关税冲击影响。
- 欧股下跌，对关税冲击和经济周期敏感的工业、原材料、科技与可选消费等跌幅居前，电信、公用事业等防御性板块和对降息敏感的地产等板块跑赢市场。美欧贸易谈判尚未取得进展，特朗普对鲍威尔持续批评令投资者担忧美联储独立性，进一步打击美元和美股，资金持续流出美元资产，欧洲资金加速回流欧元资产，支撑欧元走强和欧股跑赢美股。
- 美股大跌，可选消费、信息技术与能源领跌，必选消费、地产与医疗保健跑赢。美国短期国债收益率回落，市场预期美联储更大幅度降息，但长期国债收益率上升，国际投资者抛售长债，收益率曲线陡峭化，与经济衰退风险相背离。美元指数大跌创 16 个月新低，与短债收益率走势相一致。美国与盟友贸易谈判僵局打击投资者对美国预期，特朗普对美联储施压则影响投资者对美元资产信心，美国市场重演股债汇三杀，黄金、瑞郎、日元等避险资产再度大涨。

宏观经济

- **美国经济 - 关税前抢购支撑零售，鲍威尔鹰派施压白宫**
美国 3 月零售增速反弹，因关税担忧导致消费者提前抢购汽车、家电、消费电子等耐用品。但家居家装、加油站和网购增速下滑，显示利率居高和通胀预期反弹仍抑制住房需求和出行等非必要支出。因天气回暖，公用事业产出下滑拖累工业总产出 3 月环比下跌。
面对白宫政策引发金融市场动荡，鲍威尔发表鹰派讲话，承认滞胀风险带来两难，否认 Fed Put 存在，将稳定金融市场的责任交给白宫。白宫在金融市场以动荡发出警告后已调整策略，暂缓对中国以外贸易伙伴“对等关税”并率先开启与盟友谈判，未来将在稳定市场和推进关税议程之间寻求平衡。尽管近期滞胀令美联储陷入两难，但金融市场动荡和远期衰退风险或将推动美联储在 6 月或 7 月降息 1 次，9 月或 12 月再次降息 1 次。（[链接](#)）

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	21,395	1.61	25.50
恒生国企	7,897	1.52	36.91
恒生科技	4,887	1.90	29.84
上证综指	3,280	0.13	10.27
深证综指	1,880	0.08	2.32
深圳创业板	1,909	0.09	0.92
美国道琼斯	39,142	-1.33	3.85
美国标普 500	5,283	0.13	10.75
美国纳斯达克	16,286	-0.13	8.49
德国 DAX	21,206	-0.49	26.59
法国 CAC	7,286	-0.60	-3.41
英国富时 100	8,276	0.00	7.01
日本日经 225	34,378	1.35	2.73
澳洲 ASX 200	7,819	0.78	3.01
台湾加权	19,339	-0.66	7.85

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	36,586	1.55	22.68
恒生工商业	12,197	1.68	32.09
恒生地产	15,486	1.42	-15.50
恒生公用事业	35,433	1.14	7.78

资料来源：彭博

公司首发/点评

■ 三一重工 (600031 CH, 买入, 目标价: 人民币 22 元) - 2024 年盈利符合预期; 新兴市场仍是重点

三一重工 2024 年净利润为人民币 59.7 亿元 (同比增长 32%)，符合我们的预期/较彭博一致预测低 2%。公司计划分派的股息对应派息比率为 51% (高于 2023 年的 41%)，是 2017 年以来的最高水平。在业绩发布后的电话会议上，三一重工透露亚太、非洲、中东和拉美等新兴市场将成为重点，而由于地缘政治因素，公司对美国和欧洲市场仍持谨慎态度。此外，管理层强调未来大型/矿用挖掘机的潜力。我们仍认为三一重工是挖掘机上升周期的最佳标的。我们小幅上调 2025/26 年盈利预测 5/7%，同时将目标价上调至人民币 22 元 (原为人民币 21 元)，基于不变的 24 倍目标市盈率 (相当于 2017 年以来 20 倍的平均值高出 0.5 个标准差)。我们给予高于平均水平的市盈率是为了反映盈利上升周期。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 浙江鼎力 (603338 CH, 持有, 目标价: 人民币 44 元) - 2024 年盈利远低于预期; 前景依然充满挑战

浙江鼎力 2024 年净利润为人民币 16.3 亿元 (同比下降 13%)，相较我们的预期/彭博一致预期低 20%/21%，主要由于：(1) 为避免即将到来的关税上调，公司在 4Q24 提前将高空作业平台产品运往美国仓库清关，导致部分成本提前确认；(2) 2024 年中收购 CMEC 后导致较高的工资和仓储费用并表。在业绩发布后的电话会议上，鼎力透露目前的高空作业平台库存 (不受近期关税上调影响) 将足以满足今年 9 月之前美国地区销售需求。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。我们下调了 2025-26 年盈利预测 13%，主因成本假设上调。我们维持“持有”评级，新的目标价为人民币 44 元 (此前为人民币 51 元)，基于 12 倍 2025 年预期市盈率不变 (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](#))

■ 特步 (1368 HK, 买入, 目标价: 7.20 港元) - 一季度数据符合预期, 3 月略为转好, 对二季度谨慎乐观

我们对 2025 年二季度特步表现持谨慎乐观态度。一方面担忧中美贸易战可能影响消费，另一方面特步可能受益于消费降级，且预计政策支持将加码。4 月份特步和 Saucony 零售销售增长符合管理层预期，新品和服装线表现特别强劲。

特步集团 2025 年全年指引和 Saucony 中长期目标保持不变。尽管贸易战持续，管理层仍看好销售和利润增长，并重点关注提升公司整体效率，目标 3-5 年内实现 Saucony 单店销售翻倍和 15% 以上的经营利润率。

直营转型尚未对 2025 年上半年财务产生影响，但公司正积极准备应对措施。计划下半年回购 100-200 家门店，2026 年再回购 200-400 家，已配备直营负责人并计划提升商品和会员管理的水平，以便提升直营效率。

2025 年一季度零售销售增长符合市场预期。特步 2025 年一季度零售销售实现中单位数增长，接近招银国际 6% 的预期，也与管理层 2025 年全年指引的高端区间相符 (特步主品牌零售销售增长目标约为低至中单位数，推算集团整体销售正增长和 Saucony 30%-40% 的增长)。分业务来看，电商销售增长依然强劲，超过 20%，线下销售为低单位数 (童装增长持续优于成人)。

管理层提到 2025 年 3 月的表现与 1 月相近，我们认为这令人满意，因为：1) 3 月的趋势应优于 1-2 月（2 月因季节性较弱），2) 渠道调研显示电商销售增速加快。我们认为特步取得这一成绩主要得益于：1) 在跑步细分市场的领先地位（2025 年厦门和无锡马拉松市占率同比持续提升），2) 新品上市成功。库存和折扣维持健康水平。一季度库存周转约 4 个月，折扣维持在 25%-30%，环比和同比均无明显变化。管理层重视库存和现金流，且消费者对额外折扣的敏感度降低。

维持“买入”评级和 7.20 港元目标价。贸易战虽有压力，但特步受益于消费降级，且预期潜在的政策支持会利好体育用品行业。当前股价对应 10 倍市盈率，低于历史平均 15 倍，估值仍然具吸引力。（[链接](#)）

■ **爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 2.60 美元) - 微短剧投入增加影响 1Q25 利润表现**

我们预计爱奇艺 1Q25 总营收同比下降 11%，但环比增长 7%，至 70.8 亿元人民币，符合一致预期；预计 1Q25 非 GAAP 下运营利润环比增长 6% 至 4.3 亿元，但低于一致预期的 5.97 亿元，主要由于爱奇艺加大对微剧的内容和营销投入。随着投入持续加大，微剧目前已成为爱奇艺移动端用户观看时长前三的内容品类，但我们预计微剧仍需时间才能带来显著的收入贡献。我们维持 FY25-27 总收入预测基本不变，但考虑到短剧投资的增加，我们将 FY25-27 非 GAAP 下净利润预测下调至 14/16/18 亿元（前值：15/17/19 亿元）。我们将目标价下调至 2.60 美元，基于 13x FY25 PE（前值：2.8 美元，基于 13x FY25 PE）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **Boss 直聘 (BZ US, 首次覆盖-买入, 目标价: 19.5 美元) - 领先的在线招聘平台, 盈利增长前景强劲; 首次覆盖给予买入评级**

按 2024 年收入及 MAU 计，Boss 直聘是中国最大的在线招聘平台。基于其创新的直聘模式，庞大的企业用户与 MAU 基础，以及行业领先的技术能力，公司形成了良好的竞争壁垒。随着招聘服务线上渗透率不断提升、蓝领招聘稳步增长及白领招聘业务复苏的推动下，我们预计公司 FY25-27 总营收实现 10% 的复合增长。在营收增长和运营杠杆推动下，我们预计公司 FY25-27 调整后营业利润复合增长率达 20%。我们首次覆盖 Boss 直聘，给予“买入”评级，目标价 19.5 美元，基于 20x FY25E PE。（[链接](#)）

■ **英诺赛科 (2577 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 49 港元) - 全球一体化氮化镓龙头, 增长潜力显著**

英诺赛科是全球氮化镓 (GaN) 功率半导体行业的领导者，根据弗若斯特沙利文数据，公司 2023 年市占率达 33.7%，排名第一。公司专注于氮化镓产品的设计、开发与制造，产品类型涵盖分立器件、集成电路、晶圆及模块，广泛应用于消费电子、可再生能源、工业控制、汽车电子和数据中心等终端市场。

英诺赛科是全球首家实现 8 英寸 GaN-on-Si 晶圆量产的公司，目前拥有两座 8 英寸 GaN-on-Si 晶圆厂，2024 年底总产能达到 1.3 万片/月。受益于氮化镓应用渗透率提升与市场扩张（弗若斯特沙利文预计 2024-28 年 CAGR 达 98.5%），我们预计公司 2024-27 年收入将实现 55.2% 的 CAGR，同时受益于规模效应推动毛利率与净利率改善，我们预计公司将分别于 2025 年和 2027 年实现毛利率与净利率层面的盈亏平衡。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 49 港元，基于 30 倍 2030 年预期市盈率。（[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
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	15.38	23.00	50%	10.7	9.9	1.4	15.7	3.1%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	18.20	28.00	54%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.43	7.40	36%	10.6	9.5	0.7	7.2	6.7%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	90.75	119.08	31%	19.5	16.8	3.4	22.9	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	30.01	38.51	28%	14.4	12.4	1.1	26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	328.00	484.83	48%	116.3	106.5	19.7	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	77.70	133.86	72%	20.3	16.3	5.6	31.8	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.28	18.61	30%	14.6	12.3	2.5	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	229.22	359.47	57%	186.4	35.3	7.3	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	53.89	94.05	75%	13.2	11.1	2.3	19.1	2.4%
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.35	34.00	59%	5.0	4.6	0.6	14.7	5.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.80	15.80	14%	8.5	7.8	1.0	13.4	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	460.00	625.00	36%	16.2	15.0	3.4	19.4	1.1%
快手	1024 HK	互联网	买入	50.05	80.00	60%	10.7	9.1	2.5	24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	110.15	157.00	43%	1.7	1.5	0.3	11.8	4.9%
携程	TCOM US	互联网	买入	55.25	70.00	27%	2.2	2.0	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	42.45	59.50	40%	27.7	22.7	4.4	15.4	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.00	47.10	47%	11.2	8.9	1.8	17.2	2.5%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	81.19	186.00	129%	11.7	9.6	3.3	33.2	1.4%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	456.38	512.00	12%	41.8	32.1	8.1	22.2	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	124.73	176.00	41%	29.1	22.9	5.3	19.7	0.6%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	236.26	388.00	64%	18.8	17.1	3.7	11.1	0.7%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 17 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上责任。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。