

# 每日投资策略

## 宏观、行业及公司点评

### 全球市场观察

- 周三（4月16日）中国股市大跌。港股可选消费、医疗保健与工业跌幅居前，地产建筑、电讯服务与公用事业跑赢市场。A股硬件设备、机械与造纸包装等领跌，电信服务、交通运输与日常消费零售上涨，银行股尾盘走强。国债收益率回落，人民币涨破7.3。1季度中国GDP增长5.4%好于预期，地产、耐用消费和基建投资显著回升，但关税冲击将中断经济复苏进程，2季度经济增速可能降至4%-4.5%区间。中国将加大稳股市稳房市力度，4月7日以来泛“国家队”交易活跃，沪深300指数相关ETF净买入超1,000亿元人民币。中国将进一步放松货币政策，2季度可能降准降息；中国将加大财政刺激与提振消费，下半年可能扩大对家庭和消费者的补贴。
- 欧股涨跌互现。西班牙、意大利和英国股指领涨，荷兰、法国股指下跌。科技与工业领跌，能源、公用事业和必选消费上涨。ASML欧股跌超5%，1季度订单额比市场预期低15%以上，2季度营收指引逊于预期，公司警告称关税政策将带来巨大不确定性。美联储主席否认Fed Put救市推升全球市场避险情绪，英国3月通胀超预期放缓，欧债收益率回落。避险货币瑞郎领涨，欧元和英镑兑美元上涨。
- 美股大跌。信息技术、可选消费与通讯服务跌幅居前，地产、材料与公用事业跌幅较小，油价反弹推动能源股上涨。英伟达、AMD等表示公司部分产品将收到出口管制政策影响，科技战预期打击科技股。鲍威尔重申将保持观望待形势明朗后再行动，警告面临滞涨的两难挑战，否认会有Fed Put救市。鲍威尔讲话进一步打击市场信心，美股与美元跌幅扩大，美债收益率回落。
- 美国宣布针对伊朗石油出口新制裁，油价反弹。避险情绪上升助推金价盘中涨超3%创2023年10月以来最大涨幅。美元大幅走弱助推铜价上涨。大宗商品价格仍面临需求走弱压制。WTO评估认为特朗普激进关税政策将分别降低2025年全球商品贸易额增速3个百分点，降低全球GDP增速0.6个百分点，其中北美贸易受冲击最严重，亚洲和欧洲贸易将保持温和增长但增速显著放缓。

### 宏观经济

- **中国经济 - 稳健复苏但冲击到来**  
一季度中国GDP增速再次好于市场预期，但GDP平减指数进一步收缩表明通缩压力仍大。3月所有经济活动数据均大幅超出市场预期，在以旧换新政策推动下，社会零售额增速进一步回升，加上抢出口效应，工业产出强劲增长。固定资产投资小幅上升，受益于基础设施投资回升。房地产市场则初显疲态，4月上半月全国新房和二手房销售增速均有所下滑。  
贸易冲突可能通过降低出口、压制国内投资和削弱消费者信心等多种渠道，对经济增长构成挑战，并加剧通缩压力。我们测算关税冲击可能降低中国

### 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	21,057	-1.91	23.52
恒生国企	7,779	-2.55	34.85
恒生科技	4,796	-3.72	27.42
上证综指	3,276	0.26	10.12
深证综指	1,879	-1.10	2.23
深圳创业板	1,907	-1.21	0.83
美国道琼斯	39,669	-1.73	5.25
美国标普500	5,276	-2.24	10.61
美国纳斯达克	16,307	-3.07	8.63
德国DAX	21,311	0.27	27.22
法国CAC	7,330	-0.07	-2.83
英国富时100	8,276	0.32	7.01
日本日经225	33,920	-1.01	1.36
澳洲ASX 200	7,759	-0.04	2.21
台湾加权	19,468	-1.96	8.57

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	36,028	-0.44	20.81
恒生工商业	11,996	-3.01	29.92
恒生地产	15,270	1.14	-16.68
恒生公用事业	35,034	0.66	6.57

资料来源: 彭博

GDP 增速 0.75-1.25 个百分点。决策层需要进一步放松政策，包括新的货币政策宽松和财政刺激，以对冲贸易战的负面冲击。我们预计中国 GDP 增速将从一季度的 5.4% 放缓至二季度的 4.2% 和下半年的 4.6%，全年增速为 4.7%。中国央行可能很快在二季度下调存款准备金率 50 个基点，下调 LPR 20 个基点。中国可能在下半年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、提供全国性生育补贴和筑牢社会保障网。（[链接](#)）

## 行业点评

### ■ 科技行业 - 英伟达 H20 出口限制对 AI 服务器/零部件供应链的影响解读

英伟达披露，美国政府于 4 月 9 日通知，H20 芯片向中国和其他 D5 组国家出口需要许可证，新要求将“无限期”实施。自 1Q25 在 DeepSeek 推动下，中国 CSP 持续增加 H20 服务器订单，1Q25 订购了 160 亿美元 H20 芯片，对应 130 万颗 H20 芯片、16 万台 AI 服务器。我们估计，英伟达 55 亿美元的存货跌价准备，对应 110 万颗 H20 芯片、13.8 万台 AI 服务器的出货量，而在 2024 年，面向中国的 H20 芯片出货量为 100 万颗、H20 AI 服务器出货量为 12.5 万台；H20 AI 服务器占中国 AI 服务器市场 30%。因此，我们相信美国最新 H20 禁令将短期内导致服务器供应链波动，相关 AI 服务器产业链包括联想、工业富联、华勤技术、比亚迪电子和立讯精密等。长远来看，我们相信中国 CSP 将加快采购国产算力芯片和服务器，国产算力供应链有望快速崛起。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 24 港元) - 预计一季度业绩符合预期; 全年盈利增长前景稳固

我们预计同程旅行 1Q25 将实现收入 43.5 亿元人民币，同比增长 12%，实现 non-GAAP 净利润 7.37 亿元人民币，同比增长 32%，均符合彭博一致预期。鉴于同程旅行强劲的盈利增长前景，且其业务增长主要由国内需求驱动，相对不受关税和地缘政治冲突的影响，我们重申对同程旅行的积极看法。我们对同程 2025 年核心在线旅游业务运营利润/集团整体 non-GAAP 净利润同比增长 25%/18% 的预测保持不变，且我们认为支撑因素来自：1) 国内游和出境游的旅游需求具有韧性，以及同程旅行有能力通过精细化的营销策略和优化用户补贴来进一步提高运营效率；2) 国际业务从亏损阶段实现扭亏为盈并开始贡献利润。我们对 2025-2027 年的财务预测和基于现金流折现法得出的 24.0 港元目标价均保持不变。维持“买入”评级。（[链接](#)）

## 招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	股價	目標價	上行/下行 空間	市盈率(倍)		市淨率(倍)		ROE(%)	股息率
				(當地貨幣)	(當地貨幣)		1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
<b>長倉</b>												
吉利汽車	175 HK	汽車	買入	15.46	23.00	49%	10.7	9.9	1.4	15.7	3.1%	
小鵬汽車	XPEV US	汽車	買入	18.71	28.00	50%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%	
中聯重科	1157 HK	裝備製造	買入	5.25	7.40	41%	10.3	9.2	0.7	7.2	6.9%	
安踏體育	2020 HK	可選消費	買入	87.40	119.08	36%	18.8	16.2	3.3	22.9	3.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可選消費	買入	30.00	38.51	28%	14.4	12.4	1.1	26.5	0.5%	
百勝中國	9987 HK	可選消費	買入	347.00	484.83	40%	123.0	112.7	20.9	14.4	0.3%	
珀萊雅	603605 CH	必選消費	買入	77.85	133.86	72%	20.3	16.3	5.6	31.8	1.7%	
華潤飲料	2460 HK	必選消費	買入	13.92	18.61	34%	14.2	12.0	2.4	17.2	3.1%	
百濟神州	ONC US	醫療	買入	228.14	359.47	58%	185.5	35.1	7.2	N/A	0.0%	
藥明康德	603259 CH	醫療	買入	52.36	94.05	80%	12.8	10.8	2.2	19.1	2.5%	
中國太保	2601 HK	保險	買入	21.45	34.00	59%	5.0	4.7	0.6	14.7	5.4%	
中國財險	2328 HK	保險	買入	13.80	15.80	14%	8.5	7.8	1.0	13.4	4.6%	
騰訊	700 HK	互聯網	買入	448.00	625.00	40%	15.7	14.6	3.3	19.4	1.1%	
快手	1024 HK	互聯網	買入	48.70	80.00	64%	10.4	8.8	2.4	24.7	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互聯網	買入	106.75	157.00	47%	1.6	1.4	0.3	11.8	5.0%	
攜程	TCOM US	互聯網	買入	55.55	70.00	26%	2.2	2.0	0.3	10.3	1.4%	
綠城服務	2869 HK	房地產	買入	4.32	6.13	42%	16.0	13.5	1.5	11.4	4.8%	
小米集團	1810 HK	科技	買入	41.25	59.50	44%	27.0	22.1	4.4	15.4	0.3%	
比亞迪電子	285 HK	科技	買入	31.75	47.10	48%	11.1	8.8	1.8	17.2	2.5%	
中際旭創	300308 CH	半導體	買入	77.99	186.00	138%	16.2	11.2	4.4	31.2	0.8%	
北方華創	002371 CH	半導體	買入	467.99	512.00	9%	42.8	32.9	8.3	22.2	0.2%	
韋爾股份	603501 CH	半導體	買入	124.22	176.00	42%	29.0	22.8	5.3	19.7	0.6%	
Salesforce	CRM US	軟件&IT服務	買入	249.84	388.00	55%	19.9	18.1	3.9	11.1	0.7%	

資料來源：彭博、招銀國際環球市場預測（截至2025年4月16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。