

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周三（4月23日）中国股市上涨。港股涨幅较大，可选消费、资讯科技和金融领涨，原材料和电信服务收跌。A股涨跌互现，汽车、机械设备和通信收涨，商贸零售、农林牧渔和地产下跌，贵金属、黄金珠宝等获利回吐。中概股大涨。国债期货下跌，人民币反弹。特朗普缓和对华强硬态度，导致空头平仓，港股上涨。但A股反应平淡，显示中国内地投资者对短期中美和谈前景预期并不乐观。投资者关注4月底政治局会议有关中国对冲关税冲击的政策框架。
- 欧股反弹，对关税冲击敏感的德股涨幅居前。特朗普大幅缓和和对贸易伙伴和美联储强硬态度，全球市场避险情绪下降。欧债收益率上涨，避险货币瑞郎对美元走弱，欧元与英镑下跌。关税冲击对欧洲经济影响显现，4月欧元区、德国、法国服务业PMI意外收缩，显示关税冲击通过信心渠道开始影响经济主体行为，企业预期显著恶化，资本支出和招聘需求下降。4月制造业PMI意外增长，但主要受益于关税预期下抢购囤货行为，趋势难以持续。欧央行行长拉加德称关税冲击对欧元区的去通胀效应超过再通胀效应，官员Muller称政策利率需要降至低于中性利率以应对关税冲击，暗示欧央行将更快降息。
- 美股早盘大涨，但午盘回落，信息技术、可选消费与通讯服务领涨，必选消费、能源与材料跑输。特朗普有关大幅降低对华关税和无意解雇鲍威尔的言论大幅提振市场风险偏好，美股早盘大涨，美元反弹，避险资产黄金、日元和瑞郎回落。但早盘尾声时财长贝森特称尚未对华提出降低关税，双方达成全面贸易协议可能需要两三年，美国不会单方面降低关税，美股回吐超半数涨幅。美债收益率走平，美国近两周国债拍卖数据显示长期国债需求并未大幅下滑，海外买家近两周购买量与上月同期变化不大，似乎印证近期债市下跌更多由“去杠杆”推动而非外国投资者大规模抛售。
- 关税冲击对美国软数据影响持续显现。4月美国Markit综合PMI创16个月新低，显示经济仍在扩张区间但对应经济增速降至1%左右，商业前景预期下滑，但制造业价格因关税大幅上涨。美联储褐皮书显示经济活动变化不大，对关税担忧急剧升温，对通胀提及次数意外下降。我们认为关税冲击将给美国带来近期（1-2个季度）滞涨风险和远期（2-4个季度）衰退风险。关税冲击首先是供给冲击，推升进口供应成本，通胀先上升，进而开始抑制需求。关税冲击也是信心冲击，直接降低需求。当需求收缩效应超过供应成本作用后，通胀再下降。净进口依存度高的经济体面临更大成本上升和滞涨效应，而净出口依存度高的经济体面临更大需求收缩和衰退效应。

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	22,073	2.37	29.48
恒生国企	8,116	2.08	40.70
恒生科技	5,049	3.07	34.14
上证综指	3,296	-0.10	10.80
深证综指	1,923	0.77	4.65
深圳创业板	1,949	1.07	3.06
美国道琼斯	39,607	1.07	5.09
美国标普500	5,376	1.67	12.71
美国纳斯达克	16,708	2.50	11.30
德国DAX	21,962	3.14	31.10
法国CAC	7,482	2.13	-0.81
英国富时100	8,403	0.90	8.66
日本日经225	34,869	1.89	4.20
澳洲ASX 200	7,921	1.33	4.34
台湾加权	19,639	4.50	9.53

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	37,675	2.15	26.33
恒生工商业	12,618	2.68	36.65
恒生地产	15,728	0.66	-14.18
恒生公用事业	36,024	0.72	9.58

资料来源: 彭博

公司点评

■ 新东方 (EDU US, 买入, 目标价: 76.0 美元) - 出国相关业务拖累收入增速

新东方公布 3QFY25 业绩: 净收入同比下降 2%至 11.8 亿美元, 若剔除东方甄选相关收入, 净收入同比增长 21%至 10.4 亿美元, 符合公司指引; 非 GAAP 下净利润同比下降 14%至 1.13 亿美元, 略低于市场预期的 1.2 亿美元, 主要由于出国相关业务收入增长放缓及对旅游业务的投入。展望 4QFY25, 公司预计净收入 (不含东方甄选收入) 同比增长 10%-13%至 10.1-10.4 亿美元, 受宏观和地缘政治不确定性对出国相关业务的影响, 公司收入增速进一步放缓。考虑到出国相关业务面临的压力, 我们将 FY25-27 年盈利预测下调 2-8%, 现预计 FY25-27 Non-GAAP 运营利润复合增速 23%。我们将基于 SOTP 的目标价下调至 76.0 美元 (前值: 80.0 美元)。 ([链接](#))

■ 中兴通讯 (763 HK, 买入, 目标价: 26.5 港元) - 第二增长曲线业务势头强劲

中兴通讯公布 1Q25 业绩, 收入同比增长 8%、环比增长 5%至人民币 330 亿元, 主要受益于政企业务的强劲增长 (管理层称同比翻倍), 该板块增长受益于国内领先云服务商在算力基础设施上的投资加速。净利润同比下降 11%至人民币 25 亿元, 主要因毛利率下滑影响。1Q25 毛利率同比降至 34.3% (1Q24: 42.0%, 4Q24: 30.6%), 主要由于产品结构不利 (非运营商业务占比提升)。我们维持“买入”评级, 认为公司是国内 AI 市场的主要受益者, 将目标价上调至 26.5 港元 (前值: 22.43 港元), 基于 13.2 倍 2025 年预期市盈率。 ([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
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.14	23.00	43%	11.1	10.2	1.5	15.7	3.0%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.47	28.00	37%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.57	7.40	33%	10.9	9.8	0.8	7.2	6.5%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	92.05	119.08	29%	19.8	17.0	3.4	20.8	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.27	38.51	16%	19.0	16.0	1.3	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	366.80	484.83	32%	130.1	119.1	22.0	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	76.38	133.86	75%	19.9	16.0	5.5	31.8	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.48	18.61	29%	14.8	12.5	2.5	17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	249.13	359.47	44%	202.5	38.3	7.9	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	51.45	61.71	20%	190.6	111.8	5.9	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.18	15.80	11%	8.8	8.1	1.1	13.4	4.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	118.97	157.00	32%	1.8	1.6	0.3	11.8	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	474.20	625.00	32%	16.7	15.4	3.6	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	51.80	80.00	54%	11.1	9.4	2.6	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	58.20	70.00	20%	2.4	2.1	0.3	10.3	1.4%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.43	6.13	38%	16.4	13.8	1.6	11.4	4.7%
小米集团	1810 HK	科技	买入	47.45	59.50	25%	31.0	25.4	5.0	15.4	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.85	47.10	35%	12.2	9.7	2.0	17.2	2.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	455.79	512.00	12%	41.7	32.1	8.1	22.2	0.2%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	50.60	69.50	37%	14.0	10.7	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	123.82	176.00	42%	28.9	22.7	5.3	19.7	0.6%
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	250.48	388.00	55%	19.9	18.1	3.9	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23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。