

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 周二（4 月 29 日）中国股市涨跌互现。港股小幅上涨，医疗保健、综合企业与原材料领涨，能源、必选消费与资讯科技下跌。A 股下跌，公用事业、综合与能源领跌，美容护理、机械设备与传媒上涨。中概股收跌。国债期货上涨，人民币反弹。港交所与香港证监会就“中概股回流意向”，已与部分相关企业进行接触。受关税冲击影响，中国 GDP 增速可能从第 1 季度 5.4% 降至第 2 季度 4.5% 左右，中国将很快实施降准降息等货币政策宽松，财政刺激与消费提振政策可能在下半年推出。
- 欧股连续上涨，医疗保健、银行与公用事业领涨。欧债收益率回落，欧元和英镑对美元下跌。受关税冲击影响，欧元区经济明显降温，预计欧央行 6 月可能降息，下半年可能进一步降息两次。
- 美股持续反弹。金融、材料与必选消费领涨，能源、信息技术与医疗保健跑输。美股早盘下跌，因 3 月 JOLTS 职位空缺数大幅低于预期创半年新低，4 月谘商会消费信心超预期降至 5 年新低。但午盘后，美国商务部长称与部分国家贸易协议已经谈妥等待批准，美股走高。媒体报特朗普拟调整汽车关税政策减轻冲击，已支付汽车关税的制造商将免除钢铝等其他关税，原定 5 月 3 日生效的 25% 汽车零部件关税将进行调整。被视为美国经济晴雨表的 UPS 预计包裹配送量可能大减，计划裁员两万人并关闭 73 处设施。
- 经济数据走弱推动美债收益率回落，预计美联储可能在 6 月或 7 月降息 1 次，9 月或 12 月再降息 1 次。美元指数反弹。OPEC+ 可能增产消息和美国上周 API 原油库存增加打击油价，黄金与铜价下跌。

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	22,008	0.16	29.10
恒生国企	8,068	-0.15	39.86
恒生科技	5,020	0.62	33.35
上证综指	3,287	-0.05	10.48
深证综指	1,902	0.24	3.50
深圳创业板	1,932	-0.13	2.15
美国道琼斯	40,528	0.75	7.53
美国标普 500	5,561	0.58	16.58
美国纳斯达克	17,461	0.55	16.32
德国 DAX	22,426	0.69	33.87
法国 CAC	7,556	-0.24	0.17
英国富时 100	8,463	0.55	9.44
日本日经 225	35,840	0.00	7.10
澳洲 ASX 200	8,071	0.92	6.32
台湾加权	20,233	0.99	12.84

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	37,872	0.31	26.99
恒生工商业	12,523	0.11	35.62
恒生地产	15,574	-0.32	-15.02
恒生公用事业	36,392	0.25	10.70

资料来源: 彭博

行业点评

■ 装备制造行业 1Q25 盈利：三一重工超出预期；中联重科和潍柴动力略低于预期

我们覆盖的三家公司昨晚（4 月 29 日）公布了 2025 年第一季度业绩。三一重工(600031 CH, 买入)的盈利好于预期（同比增长 56%），主要得益于强劲的收入增长（同比增长 18%）和良好的费用控制。中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入)的核心利润略低于我们的预期，但其海外销售增长依然令人期待。潍柴动力(2338 HK / 000338 CH, 买入)的净利润同比仅增长 4%，原因是凯傲(KGX GR)效率提升项目的一次性支出。我们的选股排序为：三一重工（挖掘机电业务上升周期+海外增长）> 中联重科-H（海外增长+业绩公布后的潜在回购）> 潍柴动力（重卡销售复苏+数据中心发动机业务强劲增长）。

（[链接](#)）

公司点评

■ 药明康德（603259 CH，买入，目标价：77.22 元人民币）- 1Q25 良好开局助公司应对宏观挑战

药明康德公布亮眼的 1Q25 财报，收入同比增长 21.0%至 96.5 亿元，其中持续经营业务同比增长 23.1%，经调整 non-IFRS 归母净利润同比显著增长 40.0%至 26.8 亿元。收入和利润增速延续了 24 年内逐季度改善的趋势，并在 1Q25 显著提速。截至 1Q25，公司在手订单同比增长 47.1%至 523.3 亿元。尽管面临宏观环境的不确定性，管理层维持了全年业绩指引，预计持续经营业务收入将同比增长 10-15%，non-IFRS 净利润率将有望进一步提升。TIDES 业务强势提速。TIDES 收入在 1Q25 同比强劲增长 187.6%至 22.4 亿元，增速相比 24 年增长 70.1%显著提速。管理层表示，TIDES 收入的增长由新产能爬坡以及口服 GLP-1 项目驱动。截至 1Q25，TIDES 业务在手订单同比增长 105.5%，为未来持续增长奠定基础。公司继续计划将多肽产能在 25 年底提升至超过 10 万 L。管理层维持 TIDES 收入在 25 年增长超过 60% 的指引。

早期业务仍承压，但已有温和复苏信号。生物学业务收入 1Q24 同比增长 8.2%，连续两个季度实现正增长，显示出客户药物发现需求的改善。化学板块中的小分子药物发现收入同比下降 7.1%，相比于 24 年的下降 28.7%有明显改善。检测业务继续受到市场价格影响，实验室分析收入同比下降 4.9%（vs 24 年的-8.0% YoY），其中安评收入同比下降 7.8%（vs 24 年的-13.0% YoY）。管理层表示现在的价格已经触底，但价格反弹仍需时间。

不确定环境下增强股东回报。公司董事会已提议多项股东回报措施，包括维持 30% 年度现金分红比例、额外一次性派发 10 亿 2025 年特别分红、在 2025 年增加中期分红、适时回购及注销 10 亿元 A 股（3 月 17 日公布）。此外，公司于在 4 月 8 日公告第二个 10 亿元 A 股回购及注销计划，目前已正式启动回购。公司的分红和回购金额合计接近 60 亿元，相当于 24 年归母净利润的 62%，凸显公司对股东回报的重视。

维持买入评级，下调药明康德目标价至 77.22 元人民币，以反映中美关税战等宏观环境的不确定性。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 的持续经营业务收入同比增长 13.3%/ 14.9%/ 15.9%，经调整 non-IFRS 净利润同比增长 9.7%/ 17.5%/ 15.9%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 15.0x/ 12.8x/ 11.0x。（[链接](#)）

■ **迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 249.19 元人民币) -期待国内市场复苏**

2024 年, 迈瑞医疗实现收入 367 亿元, 同比增长 5.1%; 归母净利润 117 亿元, 同比增长 0.7%。毛利率同比下降 1.1 个百分点至 63.1%, 主要原因包括: 1) IVD 试剂及中低端医疗设备面临价格压力; 2) DRG 2.0 政策实施及医院间检验结果互认后, IVD 检测需求减弱。2024 年四季度 IVD 试剂收入占比有所下降。中美贸易摩擦可能导致 2025 年美国产原材料成本上升, 公司正积极推进替代方案以保障利润率。2025 年一季度, 迈瑞收入同比下降 12.1%至 82 亿元, 主要由于: 1) 国内收入同比下降超 20%, 收入确认周期延长导致业绩修复滞后于招标活动复苏; 2) 2024 年一季度海外收入基数较高 (同比增长近 30%), 导致 2025 年一季度海外收入仅同比增长 4.3%。

海外业务稳步增长。2024 年, 海外收入同比增长 21.3%至 164 亿元, 占总收入 44.7% (+6.0 个百分点)。除北美外, 海外收入同比增长 26%至 138 亿元, 亚太地区仍为主要增长引擎。公司在海外高端市场持续突破, 高端战略客户贡献 14%海外收入。随着本地化能力提升及 MT 8000 等高端产品装机数量增加, 预计 2025 年海外收入将保持中双位数增长。美国市场仅占公司总收入约 6%, 贸易摩擦产生的影响有限。公司在 13 个国家布局制造基地, 并提前进行库存储备, 有助于降低关税相关风险。

国内市场仍承压。2024 年, 国内收入同比下降 5.1%至 203 亿元, 主要受医院招采活动疲软影响。但根据众成数科数据, 2025 年一季度医疗设备招标金额同比增长 67.5%, 国内医疗设备招标活动快速复苏。我们预计公司国内收入将在 2025 年下半年实现恢复。

维持“买入”评级。考虑到国内采购复苏节奏及贸易摩擦存在不确定性, 下调盈利预测。预计 2025 年公司收入和归母净利润将分别同比增长 9.4%和 6.5%。基于 9 年 DCF 模型, 目标价调整为 249.19 元人民币 (WACC: 9.2%, 永续增长率: 3.0%)。 ([链接](#))

■ **联影医疗 (688271 CH, 买入, 目标价: 149.83 元人民币) -海外增长强劲, 国内初显复苏**

2024 年, 联影医疗收入同比下降 9.7%至 103 亿元, 归母净利润同比下降 36.1%至 13 亿元, 主要由于国内市场环境承压。受设备更新政策延迟及行业整顿时间延长影响, 2024 年国内医疗设备市场同比下降 12.4% (数据来源: IQVIA)。尽管行业环境极具挑战, 联影医疗毛利率同比提升 1.5 个百分点, 得益于中高端产品和服务收入占比提升。1Q25, 公司收入和归母净利润分别同比增长 5.4%和 1.9%, 单季度收入及利润恢复正增长。

海外业务保持强劲。2024 年, 海外收入同比增长 35.1%至 23 亿元, 占总收入 22.0% (+7.3ppts)。除北美外的其他海外市场收入同比增长约 28%至 16 亿元, 占海外收入约 71%。公司持续拓展欧洲及新兴市场, 2024 年在法、德及南非、巴西等新兴市场实现装机突破, 印度市场份额升至第二。1Q25, 海外业务继续保持强劲增长, 我们预计 2025 年海外市场仍为公司主要增长引擎。北美收入占比仅约 6%, 贸易摩擦的影响有限, 且公司通过积极的库存储备和全球供应链多元化, 有望降低关税带来的负面影响。

国内业务承压但复苏迹象显现。2024 年, 国内收入同比下降 17.5%至 80 亿元。但公司在国内影像设备 (不含超声和 DSA) 市场份额显著提升, 位居市场第一。1Q25, 国内医疗设备招标金额同比增长 67.5% (数据来源: 众成数科), 招标活动快速回暖。考虑到大型设备收入确认周期较长, 我们预计 2H25E 国内收入将实现实质性复苏。

服务收入快速增长。2024 年，服务收入同比增长 26.8%至 14 亿元，占比提升至 13.2% (+3.8ppts)。但与 GE 医疗 2024 年 34%的服务收入占比相比，仍有较大提升空间。截至 2024 年，公司全球装机量超过 34,500 台。随着装机基数扩大，预计服务收入将持续快速增长。

维持“买入”评级。考虑到国内市场复苏节奏不确定及持续的贸易摩擦，我们下调 2024-2027 年收入预测，预计年复合增长率为 18.1%。基于 9 年 DCF 模型 (WACC: 8.2%，永续增长率: 4.0%)，目标价调整为 149.83 元人民币。(链接)

■ **恒立液压 (601100 CH, 买入, 目标价: 92 元人民币) – 费用增加只是过渡现象; 关注新产品**

恒立 4Q24 /1Q25 净利润同比-4%/同比+ 3%，略低于我们的预期，主要原因是管理费用增加。然而，费用增加只是由于墨西哥工厂和精密工业业务（滚珠丝杠和导轨）在建工程转为固定资产后令的折旧增加，属于过渡阶段。我们将 2025/26 年盈利预测轻微下调 2%。我们维持对恒立的乐观看法，并将目标价上调至 92 元人民币（此前为 64 元人民币），基于 35 倍 2025 年市盈率（相当于历史平均值 +1 个标准差），主要由于：(1) 我们将估值延展至 2025 年，(2) 公司目标把滚珠丝杠的产能提升至等值 20 亿元的产值，我们相信滚珠丝杠等人形机器人部件将成为中期重要的增长动力。维持买入评级。(链接)

■ **瑞幸咖啡 (LKNCY US, 买入, 目标价: 40.61 美元) - 管理层对下半年看法审慎，但我们对公司长线发展仍充满信心**

25 年 1 季度业绩超预期，主因毛利率和同店销售增长强劲。瑞幸咖啡 25 年 1 季度销售同比增长 41%至 88.7 亿元，分别高于彭博和招银国际预期 6%和 4%，主要受益于同店销售增长和门店扩张快于预期。毛利率达到 60%，远超招银国际预期的 57%，受益于产品结构优化（美式和茶饮占比提升）、咖啡豆加工产能提升及促销力度减弱。经营利润率从去年同期的-1%大幅提升至 8.3%，经营利润分别高于彭博和招银国际预期 66%和 30%，反映经营杠杆发挥明显。不过，受股权激励费用同比增长超 80%及实际税率高于预期（达 32%，招银国际预期 24%）拖累，净利润为 5.25 亿元（去年同期亏损 8,320 万元），仍分别高于彭博和招银国际预期 8%和 30%。

25 年 1 季度增长质量良好。同店销售增长率达 8.1%，优于招银国际预期的 6%，亦较上季的-3.4%大幅改善，主要受益于低基数、天气较去年更热，以及产品创新（推出更多茶饮、轻食和小食）。平均月交易客户数同比增长 24%至 7,430 万，客户黏性提升，交易客户平均消费增长 14%至 119 元。另外，公司还获得印尼部分岛屿椰子供应的独家权利（产能最高可达每年 20 万吨），为拓展东南亚市场奠定良好基础。

4 月业绩趋势仍然积极。展望 2 季度，我们对同店销售增长仍有信心，因天气利好、产品品类扩展及多款新品（如冻冻生椰拿铁、大西瓜生椰冷萃、凤梨美式）表现良好。渠道调查显示，4 月单店平均杯数可达 430 杯，同比高单位数增长，延续 1 季度的强劲势头。

但下半年也许需要更审慎。管理层提示，下半年可能面临同店增速放缓（基数提升）、毛利率压力（库存消化及咖啡豆价格上涨）、以及市场竞争加剧下推广费用进一步增加（特别是大量新茶饮品牌纷纷上市后）。维持“买入”评级，上调目标价至 40.61 美元。

我们下调 2025 到 27 年净利润预测 8 到 9%，以反映更保守的毛利率假设。新目标价基于 23 倍 25 年预测市盈率（此前为 20 倍，反映行业估值提升），

参考了行业平均 26 倍及 2024 到 27 年销售复合增长率 19%、净利润复合增长率 20%。公司目前估值为 20 倍，考虑业绩持续改善及同业表现，估值仍然吸引。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(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	16.46	23.00	40%	11.4	10.4	1.5	15.7	2.9%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	18.67	28.00	50%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.56	7.40	33%	10.9	9.8	0.8	7.2	6.6%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	91.05	119.08	31%	19.5	16.9	3.4	20.8	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	34.20	40.61	19%	19.5	16.4	1.3	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	361.00	484.83	34%	128.0	117.2	21.6	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	92.88	133.86	44%	4.8	17.6	5.4	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.26	18.61	31%	0.6	0.8	2.5	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	249.77	359.47	44%	203.1	38.4	7.9	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	53.65	61.71	15%	198.7	116.6	6.2	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.88	15.80	14%	8.6	7.9	1.0	13.4	4.6%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	118.88	157.00	32%	1.8	1.6	0.3	11.8	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	473.00	625.00	32%	18.1	16.8	3.5	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	50.80	80.00	57%	10.9	9.2	2.5	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	59.33	70.00	18%	2.4	2.2	0.3	10.3	1.3%
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	47.45	59.50	25%	31.0	25.4	5.0	16.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.00	43.22	35%	12.1	9.8	1.8	15.9	2.4%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	454.42	512.00	13%	32.0	24.4	6.4	28.8	0.3%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	47.00	69.50	48%	9.9	7.8	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	128.41	176.00	37%	29.9	23.6	5.5	19.7	0.5%
Salesforce	CRM US	软件&IT 服务	买入	267.76	388.00	45%	23.7	21.3	4.2	11.1	0.6%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場預測（截至 2025 年 4 月 29 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。