

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 上周五（4 月 4 日）中国股市因假期休市，中国强力反制美国关税震动全球市场。特朗普开启全球贸易战，市场开始交易全球衰退，股市、大宗商品、新兴市场货币等风险资产价格大幅下挫，债券、日元等避险资产价格显著上涨。欧股金融、能源与工业板块领跌，必选消费、地产与原材料跑赢。美股能源、金融与信息技术跌幅居前，可选消费、必选消费与地产跌幅居后，中概股大跌。周一美股期货开盘继续下跌，原油和铜暴跌，日韩股市开盘下跌，日元走高，中国股市可能补跌。
- 特朗普施压美联储救市，鲍威尔重申不急于降息。由于硬数据对关税的反应相对滞后，鲍威尔暗示将基于分析、深思熟虑和辩论而非经济数据做出决策，为灵活性降息埋下伏笔。美国财长与商务部长表示特朗普将坚持关税议程，没有理由相信衰退必然发生，关税可能引发市场动荡，但繁荣终将到来。
- 特朗普团队尽管展现出坚持关税政策的战略定力，但他们很难做到无视经济衰退风险和来自共和党内部、国会、商界与华尔街的政治压力而一意孤行。预计未来两周特朗普团队可能放缓激进关税和政府支出削减等负面政策计划，加快减税和去监管等正面政策步伐，以修复市场信心。由于金融市场动荡和衰退风险显著上升，美联储可能在 6 月或 7 月降息，9 月或 12 月再降息 1 次。
- 中国可能很快降准降息，股市和人民币汇率在 4、5 月份可能经历回调。6 月中美可能达成口头协定后，中国可能开启新一轮财政刺激与提振消费政策，股市和人民币汇率可能迎来新一轮上涨。

宏观经济

■ 美国经济 - PMI 指向短期滞涨风险

美国 3 月服务业 PMI 回落幅度超出市场预期，商业活动延续强劲，但需求和就业大幅走弱，物价指数延续扩张。制造业 PMI 重回收缩，需求、生产和就业收缩幅度加剧，但物价指数升至 2022 年以来新高。关税阴影下，需求和就业大幅走弱，但通胀压力大幅上升，PMI 指向短期内滞涨风险。

贸易战将推升经济先滞涨再衰退风险。随着关税落地，近期供应成本和通胀预期上升对通胀的推升作用超过需求收缩效应，通胀可能先上升，但随着经济大幅放缓和需求收缩效应开始主导，通胀可能再回落。通胀先升后降预示收益率曲线将扁平化。

贸易战将打击企业盈利预期和投资者风险偏好，美股可能进一步下跌。在标普 500 指数跌破 20% 发出衰退警告后，预计特朗普团队可能放缓激进关税和缩减政府支出等负面政策步伐，加快减税与去监管等正面政策出台，以修复

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	22,850	-1.52	34.04
恒生国企	8,420	-1.31	45.97
恒生科技	5,313	-2.09	41.15
上证综指	3,342	-0.24	12.34
深证综指	1,992	-1.10	8.41
深圳创业板	2,065	-1.86	9.20
美国道琼斯	40,546	-3.98	7.58
美国标普 500	5,397	-4.84	13.14
美国纳斯达克	16,551	-5.97	10.25
德国 DAX	21,717	-3.01	29.64
法国 CAC	7,599	-3.31	0.74
英国富时 100	8,475	-1.55	9.59
日本日经 225	34,736	-2.77	3.80
澳洲 ASX 200	7,860	-0.94	3.54
台湾加权	21,298	0.00	18.78

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	38,640	-1.41	29.56
恒生工商业	13,187	-1.77	42.82
恒生地产	15,771	0.09	-13.95
恒生公用事业	35,451	0.60	7.84

资料来源: 彭博

市场信心。金融市场动荡和衰退风险上升将推动美联储可能在 6 月或 7 月降息，9 月或 12 月再降息 1 次。（[链接](#)）

■ 美国经济 - 就业仍然稳健，但不确定性上升

受益于天气回暖和罢工结束，3 月美国新增非农就业 22.8 万人，大超市场预期。休闲与酒店、零售、运输仓储和医疗保健等服务业新增就业大幅反弹，但耐用品制造就业减少。薪资增速延续温和放缓，失业率几乎不变。

非农数据显示关税冲击到来之前美国经济仍有韧性。但就业是相对滞后的指标，金融市场作为先行的经济晴雨表已发出经济衰退警告。在经历一番博弈后，Trump Put 和 Fed Put 将先后到来。预计特朗普团队将在随后两周放缓激进关税和政府支出削减计划，美联储可能在 6 月或 7 月降息，9 月或 12 月再降息 1 次。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国科技行业 - 美国对等关税对供应链的影响解读

4 月 3 日，美国总统宣布对所有进口商品征收 10% 的关税，并将对 60 个国家征收额外对等关税（中国 34%，越南 46%，印度 26%，欧盟 20%）。总体而言，我们认为新征关税规模和速度超市场预期。我们分析了对组件、ODM/OEM、品牌供应链的潜在影响。对于组件（手机/PC/服务器），我们预计对供应商直接影响有限，因为大多数供应商不直接出口到美国。对于 OEM/ODM，我们预计会对相关公司产生直接影响，因为大多数智能手机/PC/IoT 组装在中国/越南/印度进行，服务器组装在美国/墨西哥/中国台湾进行。对于品牌来说，我们预计苹果将受到最大的影响，因为其在美国的销售占比超过 40%，iPhone 在中国/印度的产量也超过 40%；因小米在美国的智能手机/汽车收入占比有限，所以对小米的影响很小。更广泛的影响是美国消费者需求可能会受到美国价格上涨的负面影响。总体而言，我们预计科技产业在短期内会出现负面反应，我们将在此次产业链公司股价调整后寻找一些优质标的。我们看好的股票包括小米、瑞声科技、舜宇光学、比亚迪电子和丘钛科技。（[链接](#)）

■ 中国医药行业 - 2024 年度业绩回顾：创新药独占鳌头

我们统计了 A 股和港股上市的 142 家医药公司 2024 年业绩情况，行业整体增长疲弱，平均收入增长 4.2%，平均净利润增长 1.0%，毛利率和净利率同比基本持平。由于医保控费的影响，企业回款周期拉长，行业平均应收天数大幅增加，平均增加 4.2 天，经营现金流平均同比下降 8.9%。

创新药板块收入增长强劲。分板块来看，表现最好的是创新药（Biotech），收入平均增长 36.8%，主要由于创新药享受较为积极的医保支付环境，以及部分创新药企业实现了品种出海授权，获得授权收入。大部分 Biotech 企业仍处于亏损状态。但是由于快速增长的商业化收入以及丰厚的出海授权收入，多家 Biotech 企业大幅减亏，或者首次实现经营利润转正。制药（Pharma）板块的业绩稳健，2024 年平均收入持平，平均净利润增长 2.6%。受益于丰富的创新药管线储备，多家龙头制药企业预期出海授权将成为可持续的盈利来源。未来集采政策或将迎来优化，有利于仿制药业务实现稳定的盈利预期。

医疗耗材类公司业绩企稳。2024 年医疗器械板块（主要是医疗耗材类公司）平均收入同比增长 8.9%，平均净利润同比增长 2.6%。尽管集采扩面仍然持续给医疗耗材行业带来价格压力，板块平均毛利率下滑 1.1ppts，但部分已

被集采充分覆盖的领域如骨科企业已逐渐消化高基数的压力，盈利企稳。此外，海外业务提供了额外的增长引擎，欧洲、亚太以及发展中国家成为主要的出海市场。

行业展望：我们认为，受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及创新药和器械出海持续增长，医药行业有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将获得更好的支付环境。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利复苏。推荐买入信达生物（1801 HK）、百济神州（ONC US）、三生制药（1530 HK）、巨子生物（2367 HK）、药明康德（603259 CH）、科伦博泰（6990 HK）。（[链接](#)）

■ 中国汽车行业 - 1Q25 销量与折扣分析：盈利分化或加剧

我们测算，3 月全行业平均折扣环比收窄 0.1 个百分点，主要得益于部分德系品牌（大众、奥迪）的折扣收缩。尽管 3 月行业整体零售销量超预期，但头部品牌通过推出新车型，上月折扣仍保持相对稳定。我们预计中国车企 1Q25 盈利能力将进一步分化，小鹏和吉利凭借 1Q25 强劲的销量表现和折扣收窄，业绩表现有望跑赢同行。更多新车型计划在上海车展期间亮相或将于 4 月上市或交付，有望推动 2Q25 新能源汽车销量增长。

蔚来和零跑：理想 1Q25 平均折扣环比上升 2.4 个百分点至 4.4%，我们预计其 1Q25 毛利率约为 19%（4Q24 为 20.3%）。小鹏 1Q25 平均折扣环比收窄 0.4 个百分点至 2.9%，当季总销量环比增长 3%至 9.4 万台，我们预计其 1Q25 整车毛利率将在 4Q24 10%的基础上略有改善。蔚来 1Q25 平均折扣环比收窄 0.4 个百分点，主要因乐道 L60 销量贡献提升，我们预计蔚来 1Q25 毛利率将因销量下降和车型结构恶化而环比下滑。零跑 1Q25 平均折扣环比扩大 5.5 个百分点至 9.8%，我们认为零跑 1Q25 的毛利率表现将为 2025 全年定调，并为在折扣上升期间的盈利韧性测算提供参考。

长城、吉利、比亚迪：长城 1Q25 平均折扣环比上升 1.2 个百分点至 11.8%，当季总批发量环比下降 32%同比下降 7%至 25.7 万台。我们预计长城 1Q25 毛利率同比略微下降甚至持平（在质保费用调整统一口径下），因产品结构改善可能抵消折扣上升的影响。长城计划在 2Q25 推出二代枭龙、改款魏牌高山以及二代欧拉好猫，新车型或成为长城 2025 年销量增长的关键。吉利 1Q25 平均折扣环比收窄 1.2 个百分点，得益于银河车型销量爬坡。吉利是少数实现季度销量环比增长的车企之一。我们预测吉利 1Q25 毛利率有望环比改善。比亚迪 1Q25 的表面平均折扣环比上升 2.3 个百分点，但因新老车型切换且缺乏配置层面的销量数据或导致实际数据更为复杂。根据渠道调研和库存上升情况，我们预计老款车型仍占据 1Q25 销量的大部分，比亚迪 1Q25 毛利率可能低于部分投资者预期。

广汽、宝马、奔驰：广汽自主品牌 1Q25 平均折扣环比上升约 2 个百分点，合计批发量环比下降 59%。广汽本田 1Q25 平均折扣基本保持稳定，但当季批发量环比下降 43%。尽管广汽丰田 1Q25 平均折扣环比收窄 1.1 个百分点，其批发量仍环比下降 27%。我们预计广汽集团 1Q25 仍可能在扣非层面录得大额净亏损。华晨宝马 1Q25 平均折扣仍环比扩大 0.3 个百分点，根据渠道调研，我们估算宝马 1Q25 给经销商的返利环比上升约 0.5 个百分点，因此宝马经销商 1Q25 新车毛利率或环比持平。我们认为宝马经销商在 2Q25 或面临三重压力：1) 关税上调；2) 需通过更高折扣推动 X3 上量；3) 宝马对 1Q25 未达成销售目标的经销商仍发放了返利，但要求其 2Q25 补足销量。

北京奔驰 1Q25 平均折扣环比上升 1.5 个百分点至 26.7%。在"德系三强"中，奔驰进口车占比最高（2024 年为 18%），因此可能比宝马和奥迪受到更高关税的冲击更大。（[链接](#)）

招银国际环球市场焦点股份

				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	13.96	23.00	65%	9.7	8.9	1.3	15.7	3.7%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.43	28.00	44%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.14	7.40	44%	10.1	9.0	0.7	7.2	7.4%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	77.95	120.86	55%	16.5	14.2	2.9	23.2	3.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.01	38.51	20%	15.4	13.2	1.2	26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	367.80	484.83	32%	130.4	119.4	22.1	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	78.99	133.86	69%	20.6	16.6	5.7	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.90	18.61	34%	14.2	12.0	2.4	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	238.51	359.47	51%	193.9	36.7	7.5	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	57.17	94.05	65%	14.0	11.7	2.4	19.1	2.3%
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.25	34.00	60%	5.0	4.6	0.6	14.7	5.6%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.82	15.80	14%	8.7	7.9	1.0	13.1	4.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	446.80	625.00	40%	15.7	14.5	3.3	19.4	1.1%
快手	1024 HK	互联网	买入	47.35	80.00	69%	10.1	8.6	2.4	24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	116.54	157.70	35%	1.8	1.6	0.3	11.8	5.1%
携程	TCOM US	互联网	买入	55.89	70.00	25%	2.3	2.0	0.3	10.3	1.4%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.04	6.13	52%	15.0	12.6	1.4	11.4	5.2%
小米集团	1810 HK	科技	买入	40.10	59.50	48%	26.2	21.4	4.3	15.4	0.3%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.05	47.10	57%	10.5	8.3	1.7	17.2	2.7%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	75.42	186.00	147%	15.7	10.9	4.3	31.2	0.9%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	444.08	426.00	N/A	40.7	31.3	7.9	21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	118.02	176.00	49%	42.9	27.5	5.8	14.5	0.4%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	240.76	388.00	61%	19.1	17.4	3.7	11.1	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 3 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。