

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周四（4 月 24 日）中国股市走弱。港股跌幅超过 A 股，可选消费、能源和综合企业领跌，仅医疗保健、原材料和电讯收涨。A 股计算机、通信与电子跌幅居前，美容护理、宠物消费、银行与公用事业等内需主导板块上涨。中概股小幅收涨。国债期货与人民币走平。特朗普考虑对华关税分级方案，中国外交部否认中美就关税问题磋商。中国公布《市场准入负面清单（2025 年版）》，显示进一步开放和加强全球经贸合作态度。
- 欧股小幅上涨，原材料、消费与电信上涨，科技、医疗保健与金融下跌。欧债收益率小幅下跌，美国国债利差缩小，欧元和英镑对美元反弹。德国政府将 2025 年 GDP 增速预测从 0.3% 下调至 0，因为特朗普贸易政策将打击德国出口导向型制造业。欧央行计划 5 月 6 日评估货币政策策略，将提升货币政策灵活性。由于关税冲击对欧元区的去通胀效应大于再通胀效应，欧央行可能更大幅度降息。
- 美股持续反弹，信息技术、通讯服务与可选消费领涨，必选消费、公用事业与地产跑输。宝洁等部分蓝筹股业绩不及预期拖累道指涨势，但谷歌盘后业绩亮眼可能提振科技股人气。美联储官员鸽派表态提振市场，美国股债齐涨，美元走弱，原油和黄金反弹。克利夫兰联储主席称如果经济走向明朗，美联储最早可能 6 月降息。美联储理事沃勒表示，如果关税导致就业走弱，那么将支持降息。高利率和高房价继续抑制住房需求，3 月成屋销售不及预期创 2022 年以来最大环比跌幅。
- 日本财相与美国财长会谈后称美方没有就汇率施压，可能缓解市场对联合干预推动美元贬值的担忧。美国财政称将最快下周将与韩国达成贸易谅解协议，韩股与韩元可能作出正面反应。

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	21,910	-0.74	28.52
恒生国企	8,057	-0.73	39.67
恒生科技	4,976	-1.46	32.19
上证综指	3,297	0.03	10.84
深证成指	1,910	-0.71	3.91
深圳创业板	1,936	-0.68	2.35
美国道琼斯	40,093	1.23	6.38
美国标普 500	5,485	2.03	14.99
美国纳斯达克	17,166	2.74	14.35
德国 DAX	22,065	0.47	31.72
法国 CAC	7,503	0.27	-0.54
英国富时 100	8,407	0.05	8.72
日本日经 225	35,039	0.49	4.71
澳洲 ASX 200	7,968	0.60	4.97
台湾加权	19,479	-0.82	8.63

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	37,618	-0.15	26.14
恒生工商业	12,476	-1.13	35.11
恒生地产	15,668	-0.38	-14.51
恒生公用事业	36,081	0.16	9.76

资料来源: 彭博

公司点评

■ ServiceNow (NOW US, 买入, 目标价: 1115 美元) - 宏观不确定下 1Q25 cRPO 仍超预期; AI 强劲势头延续

ServiceNow 公布 1Q25 业绩: 总收入同比增长 19%至 30.9 亿美元, 符合一致预期; 非 GAAP 下营业利润同比增长 20%至 9.53 亿美元, 较一致预期高 3%, 主要得益于公司内部部署 AI 带来的效率提升。截至 1Q25, cRPO 同比增长 22%至 103 亿美元, 增速较指引高 150 个基点, 主要得益于各工作流和各行业的韧性表现。尽管 1Q25 业绩超预期, 但管理层仅将 FY25 订阅收入指引上调约 500 万美元至 126.4-126.8 亿美元 (同比增长 18.5%-19.0%), 主要考虑到 2H25 将面临一定的宏观不确定性因素。我们基本维持 FY25-27 总收入预测不变, 但考虑行业估值水平回调, 我们将目标价下调至 1,115 美元, 基于 52x FY25 EV/EBITDA (前值: 1,220 美元, 基于 55 倍 FY25 EV/EBITDA), 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ Thermo Fisher (TMO, 买入, 目标价: 526 美元) - 采取措施应对宏观利空

Thermo Fisher 发布 1Q25 业绩, 收入同比增长 0.2%至 103.7 亿美元, 经调整 EPS 同比增长 0.8%至 5.15 美元, 收入和经调整 EPS 分别比一致预期高 1.3%和 0.8%。值得注意的是, 1Q25 相比 1Q24 少了两天的财报日, 对每个细分板块增速带来 1-2 个点的负面影响。尽管有关税以及美国国内政策变化 (如对 NIH 经费支持) 的宏观利空因素, 管理层的收入指引 (按照中值) 保持不变, 预计 25 年收入同比增长 1.0-3.1%, 但下调经调整 EPS 指引至同比下降 0.6%至增长 4.4%。

大部分业务保持稳健需求。按照终端市场来看, 尽管疫苗和药物收入减少带来 2 个点的负面影响, 制药和生物科技 (pharma and biotech) 终端市场仍以低单位数增长, 增长驱动来自生物工艺、CDMO 以及研究与安全市场渠道 (research and safety market channel) 业务。然而, 由于美国政策变化影响, 学术和政府终端市场收入低单位数下降, 特别对于设备而言, 管理层预计此因素将影响 5 亿美元的收入。按照地域来看, 北美市场持平, 欧洲低单位数增长, 亚太低单位数增长, 其中中国中单位数下降。

关税的影响。1) 中美之间的高关税可能会显著减少两国之间的贸易量, 对收入指引产生 4 亿美元的负面影响。2) 美国对全球增加关税导致美元贬值, 增加收入指引 6 亿美元。3) 关税降低经调整经营利润率 1.2 个百分点, 经调整 EPS 指引下调 1 美元, 其中 0.7 美元归因于关税; 4) 关税可能带来新的中长期业务机会, 公司将利用其位于美国的生产设施帮助客户应对关税影响。

TMO 正采取措施应对宏观挑战。TMO 的应对措施包括供应链调整、主动的成本管控以及适当的涨价。管理层表示 TMO 的生产设施遍及全球, 因此可以比小规模竞争对手更快地调整产能布局。为了支持长期增长以及扩大市场份额, TMO 计划在未来 4 年投入 20 亿美元在美国扩建生产和研发设施。

维持“买入”评级, 将基于 DCF 估值法得出的目标价至 526 美元 (前值: 690 美元; WACC: 7.45%, 永续增长率: 2%), 以反映宏观不确定性。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 收入同比增长 2.2%/ 5.2%/ 8.1%, 经调整 EPS 同比增长 2.5%/ 11.9%/ 13.3%, 现阶段股价对应的经调整 PE 分别为 19.3x/ 17.2x/ 15.2x。 ([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	15.74	23.00	46%	10.9	10.0	1.5	15.7	3.1%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.80	28.00	35%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.64	7.40	31%	11.1	9.9	0.8	7.2	6.4%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	91.20	119.08	31%	19.6	16.9	3.4	20.8	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.94	38.51	17%	18.8	15.8	1.3	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	363.00	484.83	34%	128.7	117.9	21.8	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	77.01	133.86	74%	4.0	14.6	4.5	31.0	2.1%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.56	18.61	28%	0.6	0.8	2.6	17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	256.16	359.47	40%	208.3	39.4	8.1	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	54.95	61.71	12%	203.5	119.5	6.3	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.06	15.80	12%	8.7	8.0	1.1	13.4	4.5%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	119.29	157.00	32%	1.8	1.6	0.3	11.8	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	471.00	625.00	33%	16.5	15.3	3.5	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	50.45	80.00	59%	10.8	9.2	2.5	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	57.66	70.00	21%	2.3	2.1	0.3	10.3	1.4%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.50	6.13	36%	16.7	14.1	1.6	11.4	4.6%
小米集团	1810 HK	科技	买入	48.20	59.50	23%	31.5	25.8	5.0	15.4	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.00	47.10	39%	11.9	9.4	1.9	17.2	2.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	456.18	512.00	12%	41.7	32.1	8.1	22.2	0.2%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	50.10	69.50	39%	13.9	10.5	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	121.70	176.00	45%	28.4	22.3	5.2	19.7	0.6%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	264.70	388.00	47%	21.0	19.2	4.1	11.1	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 24 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策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。