

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 5月20日，A股涨跌分化，沪指跌0.2%至4162.18点，创业板指涨0.3%，科创50涨3.2%，成交额2.95万亿元，市场主线继续转向半导体和国产算力。港股分化更明显，恒指跌0.6%至25651.12点，恒生科技涨0.3%，大型科技股多数偏弱，但半导体逆势走强，中芯国际涨近10%。南向资金净买入57.08亿港元，主要净买入中国人寿、理想汽车和胜宏科技，主要净卖出阿里巴巴、美团和华虹半导体。宏观方面，1年期和5年期以上LPR分别维持3.0%和3.5%不变，政策取向仍偏稳健观察；人民币中间价报6.8397，较前一日小幅调贬22点。
- 日韩股市继续受高利率和科技股波动拖累，日经225跌1.2%至59804.41点，跌破60000点并录得五连跌；韩国KOSPI跌0.9%至7208.95点，三星电子劳资谈判反复放大韩国半导体链条波动。欧洲股市明显反弹，STOXX 600涨1.5%至620.29点，科技和军工领涨，市场在等待英伟达财报前重新加仓AI基础设施链条。但这更偏风险溢价修复，而非欧洲增长预期的系统性改善。
- 美股全线反弹，标普500涨1.1%至7432.97点，纳指涨1.5%至26270.36点。受美伊谈判进展新闻提振，市场重新交易战争降温预期。费城半导体指数大涨4.5%，科技股成为反弹核心。英伟达盘后公布业绩后股价震荡转跌，说明市场对AI龙头盈利兑现的要求已明显提高。服装、汽车和半导体领涨，能源、食品饮料和商业服务收跌。
- 美债收益率明显回落，10年期美债收益率跌10.46bps至4.56%，2年期收益率跌8.01bps至4.04%，债券市场直接受益于油价大跌和通胀风险溢价回落。但美联储会议纪要偏鹰，多数官员认为若通胀持续高于目标，仍可能需要加息，限制了货币政策宽松空间。
- 大宗商品围绕中东风险溢价快速重定价，布伦特跌5.6%至105.02美元/桶，特朗普称美伊谈判进入“最后阶段”以及霍尔木兹通行改善，直接压低供应中断溢价。黄金涨1.4%至4543.20美元/盎司，白银涨2.9%至75.8819美元/盎司，受美元和美债收益率回落支撑；比特币涨0.8%至77564美元附近，跟随科技股风险偏好修复。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,651	-0.57	0.08
恒生国企	8,605	-0.40	-3.46
恒生科技	4,874	0.34	-11.64
上证综指	4,162	-0.18	4.87
深证综指	2,869	-0.28	13.36
深圳创业板	3,922	0.34	22.43
美国道琼斯	50,009	1.31	4.05
美国标普500	7,433	1.08	8.58
美国纳斯达克	26,270	1.54	13.03
德国DAX	24,737	1.38	1.01
法国CAC	8,117	1.70	-0.39
英国富时100	10,432	0.99	5.04
日本日经225	59,804	-1.23	18.80
澳洲ASX 200	8,497	-1.26	-2.50
台湾加权	40,021	-0.39	38.18

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	52,893	-1.01	8.09
恒生工商业	13,049	-0.34	-5.97
恒生地产	21,914	-0.33	24.78
恒生公用事业	40,839	-0.36	7.40

资料来源: 彭博

公司点评

■ Boss 直聘 (BZ US, 买入, 目标价: 22.5 美元) - 1Q26 业绩符合预期; 良好需求支持下收入增长有望加速

BOSS 直聘公布 1Q26 业绩: 总营收同比增长 8%至人民币 20.7 亿元, 非 GAAP 净利润同比增长 12%至 8.56 亿元, 均符合一致预期。展望 2Q26E, 管理层指引总营收同比增长 13%-15%至 23.8 亿-24.2 亿元, 得益于春节后招聘需求回暖, 营收增速有所提速。长期来看, 管理层看好 AI 成为提升招聘服务效率、拉动业务增长的核心动力之一, 后续仍将持续加码 AI 领域投入。我们维持 FY26 至 FY28 年盈利预测基本不变, 但将目标价小幅下调至 22.5 美元, 基于 18 倍 FY26 年非 GAAP PE (前值: 24.0 美元, 基于 20 倍 FY26 年非 GAAP PE), 主要考虑行业估值下滑。我们预计公司 2026 年经调整营业利润仍将实现 16%的稳健同比增长, 股东回报水平依旧具备吸引力。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 3.98 美元) - 1Q26 业绩超预期; 稳健收入增长动能有望延续

宝尊公布 1Q26 业绩: 收入达到人民币 24 亿元, 同比增长 15% (4Q25: 同比增长 6%), 较招银国际预测/彭博一致预期分别高出 3.0/3.5%, 主要由宝尊电商 (BEC) 和宝尊品牌管理 (BBM) 业务双双超预期推动。归属于普通股股东的非 GAAP 净利润为人民币 100 万元, 而 1Q25 为亏损人民币 5,700 万元, 主要得益于 BEC 和 BBM 业务经营盈利能力均有所改善, 也好于招银国际/彭博一致预期的亏损人民币 700 万元/1,300 万元。我们预计 2Q26E 稳健收入增长动能有望延续, 并预计收入同比增长 10%。宝尊正优先发展更高质量的收入来源, 提升服务满意度, 并最终改善整体盈利能力。我们认为公司仍在稳步迈向其 2028E 非 GAAP 经营利润至少人民币 5.5 亿元的盈利目标。我们维持 SOTP 估值法下的目标价 3.98 美元不变, 并重申“买入”评级。 ([链接](#))

■ 三一国际 (631 HK, 买入, 目标价: 18.9 港元) - 1Q26 年业绩疲软但相信市场预期之中; 关注矿卡增长

三一国际 1Q26 收入同比增长 13%, 但净利润同比下降 20%至 5.09 亿元人民币。我们认为业绩疲弱已一定程度上被市场预期。据我们了解, 1Q26 毛利率的收缩 (同比下降 3.6 个百分点至 20.7%) 主要归因于: (1) 毛利率较高的掘进机销量下滑; (2) 光伏业务亏损扩大。正面因素方面, 1Q26 矿卡收入同比增长 65%, 收入贡献度提升至 27% (1Q25: 19%)。同时, 大型港口设备收入同比增长 74%。我们对三一国际的结构性增长前景保持乐观, 主要由于矿卡占比持续提升。维持“买入”评级, 目标价 18.9 港元不变, 基于 2026 年预期市盈率 20 倍 (相当于 2017 年以来的峰值水平, 以反映大宗商品周期上行)。 ([链接](#))

■ 富途控股 (FUTU US, 买入, 目标价: 228 美元) - 1Q26 业绩前瞻: 融券利息收入承压; 净入金近历史高位

富途将于 5 月 28 日 (周四) 盘前公布 1Q26 业绩。我们预计 1Q26 公司营收/净利润分别为 61 亿/32 亿港元, 环比下降 6%/7%, 较彭博一致预期低约 1%/4%。我们预计 1Q26 营收放缓主要受利息收入环比下降的影响 (招银国际预测: -16%), 或略低于市场预期。我们认为 1Q26 公司利息收入环比下降或主要受 1) 融券利息收入下行, 1Q26 港美股波动加剧影响市场风险偏

好，借券规模环比下行（1Q26 恒指/恒科 -3.3%/-15.7%；KWEB/纳斯达克指数 -16.5%/-7.1%）；2）孖展融资利息收入增速下降，融资融券余额预计环比小幅提升；3）1 个月/3 个月 HIBOR 平均利率环比下降 72/66 个基点至 2.47%/2.65%，拖累银行存款利息收入增长。经纪佣金收入预计环比增长 4% 至 29 亿港元，受益于港美股交易量提升及综合佣金率维持稳健。其他收入预计环比持平，得益于财富管理和 IPO 承销及认购收入增长的驱动。1Q26 营运费用预计环比增长 3% 至 16 亿港元，其中新客获取成本（CAC）环比小幅增长至近 2300 港元，仍低于年初指引的区间下限。基于此，1Q26 净利润率或环比下降 0.8 个百分点至 51.9%。

估值：维持“买入”评级，目标价 228 美元，对应 19.2 倍 FY26E P/E。公司当前股价交易于 11 倍 FY26E P/E，较同业估值折价超过 50%。

1Q26 业绩会重点关注：1）美国预测市场服务推进进展；2）大中华区以外市场的新客增长和客户资产贡献占比；3）股东回报政策更新（4 月初宣派新现金分红）；4）海外市场拓展及牌照更新；5）VATP 全牌照获取后公司 Web3 生态建设路线图。（[链接](#)）

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。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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策。

本报告包含的任何信息由招銀國際環球市場编写，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。我们对因依赖本报告所载资料采取行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。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。招銀國際環球市場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責任。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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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来进行交易。

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責任。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。