

每日投资策略

行业及公司首发/点评

全球市场观察

- 5月12日，A股震荡分化，上证指数跌0.3%，创业板指涨0.2%，半导体、特高压和电力逆势走强，稀土、猪肉和生物医药回调，全市场超4000只个股下跌。港股窄幅整理，恒指跌0.2%，恒生科技指数跌0.7%，资源股偏强，软件服务、半导体和品牌服饰等板块调整；南向资金净买入7.9亿港元，快手、中国移动等净买入居前，小米、长飞光纤和洛阳钼业净卖出居前。人民币则继续维持强势，离岸人民币纽约尾盘报6.791。
- 日韩和欧洲市场整体承压，盘中波动加大。日经225反弹0.5%，但一度受韩股跳水拖累转跌；韩国综指从盘中再创历史新高点后一度急挫5.1%，最终收跌2.3%，三星电子和SK海力士分别跌2.3%和2.4%，市场担心三星罢工和AI超额利润税的影响。欧洲方面，STOXX 600跌1.0%，德国DAX跌1.6%，科技板块跌3.1%；德国4月通胀升至2.9%，叠加油价再涨，市场重新计入欧洲央行多次加息的风险。
- 美股涨跌不一，道指涨0.1%，标普500跌0.2%，纳指跌0.7%，AI芯片股回调拖累纳指。费城半导体指数跌3.0%。分板块看，汽车、半导体和软件服务领涨，医疗器械、食品和生物科技收涨。
- 美债收益率上行，10年期美债收益率涨4.4个基点至4.46%，2年期涨4.0个基点至4%。美国4月CPI同比涨3.8%，核心CPI同比涨2.8%，油价冲击正向更广泛的服务价格传导。通胀与此前偏强的非农数据一起，将迫使美联储维持现有利率水平，市场进一步强化“higher for longer”预期。
- 大宗商品继续反映霍尔木兹风险升级。布伦特涨3.4%至107.77美元/桶，EIA已把海峡“有效关闭”的假设延长至5月底。黄金受美元和利率上行压制，现货金跌0.5%至4714.95美元/盎司，白银逆势涨0.6%，COMEX铜涨2.2%。比特币盘中跌破8万美元，纽约尾盘仍跌1.4%。

行业点评

- 电解铝行业 - 伊朗战争全面结束情境下，供应短缺或仍将长时间持续**
我们更新后的行业模型显示，2026年全球铝供应缺口将扩大至2%（此前我们预测为1.1%），即使已经考虑到伊朗战争可能导致全球GDP增速放缓而减少铝的需求。造成这一缺口的主要原因是中东地区电解铝厂的生产受到严重干扰。我们预计，即使假设从现在起战争结束，中东地区全面恢复生产可能需要长达18个月的时间。我们维持2026年铝价同比上涨15%的预测，并预计铝价将在2027年保持高位，主要由于供需缺口将持续存在（尽管会有所收窄）。我们认为中国宏桥（1378 HK，买入）和创新实业（2788 HK，买入）近期股价回调是布局行业供应短缺的机会。我们同时将覆盖扩展至中国宏桥的主要子公司宏桥控股（002379 CH，目标价：29元人民币），给予“买入”评级。。（[链接](#)）

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	26,348	-0.22	2.80
恒生国企	8,882	-0.02	-0.35
恒生科技	5,071	-0.70	-8.07
上证综指	4,214	-0.25	6.19
深证综指	2,904	-0.63	14.74
深圳创业板	3,935	0.15	22.84
美国道琼斯	49,761	0.11	3.53
美国标普	7,401	-0.16	8.11
美国纳斯达克	26,088	-0.71	12.25
德国DAX	23,955	-1.62	-2.19
法国CAC	7,980	-0.95	-2.08
英国富时	10,265	-0.04	3.36
日本日经	62,743	0.52	24.64
澳洲ASX	8,671	-0.36	-0.50
台湾加权	41,898	0.26	44.66

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	53,928	-0.31	10.21
恒生工商业	13,458	-0.13	-3.02
恒生地产	22,770	-1.07	29.65
恒生公用事业	41,224	0.33	8.41

资料来源：彭博

■ 医药行业 - 海外 CXO/上游 1Q26 业绩剖析：宏观不确定性下维持 26 年业绩指引，早研需求弱复苏，商业化需求维持强劲

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 1Q26 业绩。1) 地缘波动对 2026 年全年预期影响可控。1Q26 主要海外 CXO 及上游公司业绩延续 2025 年逐季改善趋势，C(D)MO 仍是增速最快板块。多数公司新签订单同比增长，几乎所有企业维持 2026 年业绩指引不变。2) C(D)MO 方面，商业化生产需求持续高位。新冠疫情以来，全球制药行业商业化生产需求强劲，推动 C(D)MO 持续扩张产能。Lonza 在 1Q26 受益于生物药哺乳动物细胞、偶联、小分子及微生物业务；三星生物新签订单约 2 亿美元，同环比下降超 80%，主因项目签单节奏，非需求不足。3) 临床前 CRO 呈现弱复苏。Charles River 作为全球早研外包龙头，4Q25 新签订单同比大增 30.4% 至 6.7 亿美元，1Q26 增速回落至 1.0%，但绝对金额 6.2 亿美元仍处疫情后高位，订单收入比 1.04x 保持健康水平。早期研发实质复苏仍需融资进一步回暖。4) 临床 CRO：订单收入比走低，项目取消数仍需警惕。尽管 1Q26 新签订单同比增长（受低基数影响），但环比 2H25 明显放缓。Medpace 在 1Q26 项目取消数达一年高点，反映 biotech 临床需求脆弱，行业仍将面临需求波动。5) 生命科学上游：生物工艺需求旺盛，设备需求恢复尚需时日。Thermo Fisher 称生物工艺为 1Q26 三大高增长板块之一，Danaher 该业务核心收入实现高个位数增长。相比之下，设备需求仍疲软，但随产能利用率提升及跨国药企在美建厂推进，有望逐步复苏。6) 宏观利空未动摇医药投资信心。1Q26 全球医疗健康融资额同比下降 9.6%（动脉橙），但绝对金额具韧性；创新药融资同比大增 61.9%（医药魔方），较 2H25 加速。当前美国利率显著低于 2024–2025 年，或带来融资边际改善。7) 大药企稳健投入支撑整体需求。1Q26 全球十大药企合计研发支出增 43.5%，资本开支同比增 8.0%；十大头部 biotech 研发支出同比降 4.6%，资本开支同比降 14.5%，其对 CXO 依赖度有望提升。（[链接](#)）

公司首发/点评

■ 宏桥控股 (002379 CH, 首次覆盖-买入, 目标价: 人民币 29 元) - 高盈利弹性, 高分红比例; 首次覆盖给予买入评级

根据我们最新的行业分析，全球电解铝供给缺口将在 2026 年进一步扩大，并将延续至 2027 年（请参阅我们最新发布的电解铝行业报告）。我们认为，承载了中国宏桥 (1378 HK, 买入) 主要运营资产的宏桥控股，将显著受益于铝价高企。我们看好宏桥控股较高的盈利弹性（铝价每变动 1%，盈利变动约 3.3%）以及潜在的高分红比例（我们的模型假设为 75%）。首次覆盖给予“买入”评级，目标价人民币 29 元，基于 13.2 倍 2026 年市盈率，相较我们给予中国宏桥的目标估值倍数（11 倍）溢价 20%。该溢价幅度与中国铝业 (2600 HK / 601600 CH, 未评级) 当前的 A/H 股溢价水平一致。（[链接](#)）

■ 京东 (JD US, 买入, 目标价: 47.5 美元) - 核心业务盈利在 1Q26 实现稳健增长; 3C 及家电提价或对短期收入增长带来压力

京东 1Q26 收入为人民币 3,157 亿元，同比增长 4.9% (4Q25: +1.5%)，较招银国际预期/彭博一致预期高出 2%/1%。Non-GAAP 净利润为人民币 74 亿元，同比下降 42%，主要由于外卖 (FD) 业务投入增加，但高于招银国际预期/市场一致预期的人民币 59 亿元/53 亿元，主要受益于京东零售 (JDR) 经营利润 (OP) 超预期（较招银国际/市场一致预期高

14%/18%)。1Q26 新业务经营亏损为人民币 104 亿元 (4Q25: 亏损人民币 148 亿元)，符合我们预期，并较市场一致预期好 6%，反映 FD 业务亏损环比收窄基本符合我们预期。展望未来，我们认为，由于存储成本上升，3C 及家电品类提价可能对京东短期收入增长带来一定压力。然而，规模效应提升带动 GPM 扩张，以及高利润率平台服务收入占比提升，应可支撑京东零售 2026 年实现稳健盈利增长。我们预计京东零售在 1H26/2026E 的 Non-GAAP 经营利润同比增长 4%/5%。我们维持 2026-2028E 收入及盈利预测大致不变，同时维持 DCF 目标价 47.5 美元不变。我们认为，集团层面盈利增长能见度提升以及股东回报，仍将是股价的核心驱动因素。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **腾讯音乐 (TME US, 买入, 目标价: 17.5 美元) - 1Q26 业绩符合预期; 竞争压力延续**

腾讯音乐 5 月 12 日公布 1Q26 业绩: 总营收同比增长 7% 至人民币 79.0 亿元, 非 IFRS 净利润同比增长 7% 至 22.7 亿元, 均符合一致预期。展望 2Q26E, 我们预计总营收同比增长 3%, 收入增速或有所放缓。管理层表示行业竞争压力仍持续存在, 尤其 AI 技术发展衍生的版权相关问题进一步加剧竞争。为应对竞争压力, 腾讯音乐计划加强版权保护, 深化与腾讯生态合作以获取新增用户, 并持续完善内容及 IP 生态。考虑到竞争压力, 我们下调 FY26-28E 盈利预测 0-1%, 同时下调长期现金流预期。基于 DCF 估值, 我们将目标价下调至 17.5 美元 (前值: 20.0 美元)。考虑到公司稳健的盈利增长、良好的股东回报以及完善的内容生态, 腾讯音乐当前估值 (10x FY26 非 IFRS PE) 具备较好的风险收益比。维持“买入”评级。 ([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策。

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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其他人。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撰写的报告。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。