

每日投资策略

行业、公司点评

全球市场观察

- 周四（5月8日）中国股市上涨。港股资讯科技、可选消费与医疗保健领涨，原材料、地产建筑与工业下跌。A 股通信、国防军工与电力设备涨幅居前，美容护理、有色与钢铁明显下跌。中概股收涨。国债期货走高，人民币小幅下跌。知情人士称中美会谈将讨论全面降低关税、取消特定产品关税、美国取消的中国商品小额豁免政策和中国对美国公司出口管制等。香港金管局称加强防御性部署，香港外汇基金相关投资组合中美元资产占比已由 90%以上降至 79%左右，持有美债久期不断缩短。
- 欧股反弹，意大利与德国股市领涨，工业品及服务与科技领涨。欧盟官员称如果与美谈判不能达成协议，那么将于 8 日公布下一阶段对美反制措施。媒体报反制对象可能包括飞机、汽车和波本威士忌。英国央行如期降息 25 个基点，但出现分歧，9 名委员中 2 人支持降息 50 个基点、2 人主张保持不变。关税冲击将降低英国经济增长，但对通胀影响存在不确定性，英国央行可能选择渐进小心降息模式，下半年可能再降息 2 次。欧债收益率回升，欧元和英镑下跌。
- 美股连续上涨，可选消费、工业与能源领涨，医疗保健、公用事业与地产下跌。英美就关税贸易协议条款达成一致，特朗普喊话投资者称贸易协议将与减税相结合，最好现在就去买股票。市场风险偏好改善，美债收益率、美股和美元上涨。但美股尾盘时传出特朗普将对极高收入者增税消息，美股涨幅回落。因风险偏好回升，油价上涨，金价回落。5月3日当周美国首次申请失业救济人数超预期下降，缓解市场对美国就业市场恶化的担忧。航运巨头马士将 2025 年全球集装箱货运量增速从之前约 4%下调至-1%至-4%区间。

行业点评

- 可选消费行业 - 短线趋势向好，但对中长期看法仍然审慎
相比于 3 月，4 月各子行业的消费数据普遍都有不错的环比改善，而五一黄金周的数据则在此基础上维持或有转好，主要原因是：1)连假期比去年多，2)天气开始转好，3)基数较低，4)国家对家电和电子产品的补贴(去年同比没有)以及 5)入境游强劲带来新增的消费力等。分行业来说，服装和旅游-酒店行业好于预期，体育用品和家电行业符合预期，而餐饮低于预期。

短线来说，我们对 5 月和 2 季度的展望仍然略为正面，主要是因为：1)低基数逐渐开始出现等的原因让一部分消费子行业有结构性的反弹，2)行业竞争趋理性，3)天气转好，4) 京东和淘宝加大补贴力度，以及 5)入境游强劲带来新增的消费力等的利好仍然有望延续。我们认为仍然是加仓布局龙头公司的好时机。

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	22,776	0.37	33.60
恒生国企	8,300	0.70	43.89
恒生科技	5,229	0.56	38.91
上证综指	3,352	0.28	12.67
深证综指	1,988	1.03	8.18
深圳创业板	2,029	1.65	7.30
美国道琼斯	41,368	0.62	9.76
美国标普 500	5,664	0.58	18.75
美国纳斯达克	17,928	1.07	19.43
德国 DAX	23,353	1.02	39.41
法国 CAC	7,694	0.89	2.01
英国富时 100	8,532	-0.32	10.32
日本日经 225	36,929	0.41	10.35
澳洲 ASX 200	8,192	0.16	7.92
台湾加权	20,543	-0.02	14.57

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	38,692	-0.17	29.74
恒生工商业	13,061	0.71	41.45
恒生地产	16,126	-0.55	-12.01
恒生公用事业	37,034	0.64	12.66

资料来源：彭博

中长线来说，我们会比较保守，会持续关注贸易战对需求的影响、国家政策的支持力度和线上抖音渠道可能出现的增长放慢等。另外，对于个别子行业，像出口和制造、家电等，在中美贸易战下，我们的看法仍然非常保守。

我们推荐瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入)、百胜中国(9987 HK/ YUMC US, 买入)、达势股份(1405 HK, 买入)、安踏(2020 HK, 买入)、亚朵酒店(ATAT US, 买入)、JS 环球(1691 HK, 买入)等。

2025 年“五一”假期，国内旅游人次和旅游总花费均创下历史新高或次高纪录，但人均消费力仍略低于 2019 年水平。据文化和旅游部数据，2025 年“五一”黄金周期间，全国国内旅游人次同比增长 6.4%至 3.14 亿，较春节假期的 5.7%增速有所提升，恢复至 2019 年同期的 136%（为历史最高），显著高于清明和春节假期的 118%和 121%。同期，国内游客总花费同比增长 8.0%至 1,802.7 亿元，恢复至 2019 年的 123%，为历史次高水平，略高于清明节的 120%，但低于春节的 132%。不过，人均旅游花费仅同比增长 1.5%至 574 元，仅恢复至 2019 年的 95%，低于清明节的 114%，略高于春节的 89%。整体数据与我们此前的乐观预期相符。主要驱动力包括：1) 假期延长与休假安排优化，2) 入境旅游政策放宽，3) 家电及电子产品等领域的政府补贴，4) 各大电商平台促销，5) 天气条件有利等。就消费力而言，2025 年整体趋势较为平稳，主要受酒店 RevPAR 和机票价格持平、消费品牌促销有限以及电影票价基本稳定（票价仅下降 2%至 39.6 元，尽管票房同比大跌 51%）等因素影响。总体来看，消费降级趋势依然存在，但幅度较去年已明显收窄。

跨区域出行人数增速持续加快，2025 年“五一”假期同比增长 7.9%，主要由入境游、航空和水运带动。交通运输部数据显示，假期五天（5 月 1 日至 5 日），全国日均跨区域人员流动量同比增长 8.0%，高于清明和春节假期的 7%和 6%。分交通方式来看，铁路/公路/水路/航空客运量分别同比增长 10.8%/7.6%/23.8%/11.8%。我们认为，假期延长、入境政策宽松及人民币小幅贬值（入境游客数量同比增长超 100%）等因素都比较利好。

电影票房大幅下滑，创 2016 年以来新低。猫眼实时数据显示，2025 年“五一”假期全国电影票房仅为 7.47 亿元，同比下降约 51%，远低于春节假期 1%的增长。观影人次同比下降 50%至 1,890 万，平均票价为 39.6 元，同比仅降 2%。虽然旅游人次创新高，但消费者对娱乐方式愈发理性和挑剔，导致人均娱乐支出基本持平，市场竞争依然激烈。（[链接](#)）

公司点评

■ 百济神州 (ONC US, 买入, 目标价: 359.47 美元) - 首次实现季度 GAAP 盈利标志重要里程碑

泽布替尼销售表现稳健。百济神州公布的 1Q25 产品收入为 11.1 亿美元，同比增长 48%，环比下降 1%。其中，泽布替尼实现销售收入 7.92 亿美元，同比增长 62%，环比下降 4%。若剔除 4Q24 因客户订单节奏及季节性因素带来的 3,000 万美元正向影响，泽布今年一季度实际环比增长约为 3%，在 BTKi 类产品一季度通常为淡季的背景下，泽布替尼的表现颇具韧性。此外，泽布替尼在 1Q25 的表现亦优于主要竞品——伊布替尼环比下降 9%、阿卡替尼下降 6%、培妥布替尼下降 19%。在美国市场，泽布替尼继续领跑一线及复发/难治性 CLL 的新发处方量，并在 1Q25 首次成为美国销售收入最高的 BTKi 产

品。全球范围内，泽布在 BTKi 市场的份额已由 1Q24 的约 20% 提升至 1Q25 的约 30%；而在美国，截至 4Q24，其在 CLL 所有治疗线中新发处方的占比仅达到约 25%，显示出在 BTKi 类药物及其他治疗方案（如 Bcl-2 类疗法和化疗法）中仍具备较大的市场拓展空间。

首次实现季度 GAAP 盈利。百济神州在 1Q25 实现了自成立以来首次季度 GAAP 盈利，为公司发展的重要里程碑。公司当季录得 GAAP 经营利润 1,100 万美元，GAAP 净利润 100 万美元；非 GAAP 经营利润为 1.39 亿美元，较去年同期的亏损 1.47 亿美元实现大幅改善，主要得益于收入增长及经营杠杆的持续释放。毛利率（相对于产品销售）在 1Q25 升至 85.1%（FY24 为 84.3%）；SG&A 费用率显著下降至 41.1%（FY24 为 48.1%）；研发费用率亦大幅降至 43.5%（FY24 为 51.7%），体现出公司在费用控制方面的持续优化。我们对管理层维持的 2025 全年实现 GAAP 经营盈亏平衡及正向经营现金流的目标保持积极态度。

2025 年研发管线将迎来多项关键进展。CDK4 抑制剂 BGB-43395 目前已完成逾 300 例患者入组，PoC 数据预计将于 6 月 26 日 R&D Day 上披露，其用于 HR+/HER2-乳腺癌二线治疗的三期临床预计将在 2H25 启动。血液瘤方面，百济神州正构建覆盖 CLL 全治疗线的产品组合。Sonrotoclax (Bcl2i) 在复发/难治性 MCL（全球）和 CLL（中国）中的二期数据预计将在下半年公布，中国 CLL 适应症的上市申请已递交，MCL 适应症的申报预计也将在下半年完成。BTK CDAC GB-16673 针对 BTK/Bcl-2i 治疗失败后的 CLL 三期研究正在进行中，公司还计划于 2H25 启动其与培妥布替尼在二线 CLL 中的头对头三期试验。此外，公司多个早期资产预计将在年内取得 PoC 数据，包括 CDK4i、PanKRASi、B7H4 ADC、EGFR ADC 等。我们认为，百济神州的早期研发管线有望快速扩张。

维持买入评级。我们继续看好百济神州的收入增长前景及研发进展，维持目标价不变，为 359.47 美元。（[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	17.60	23.00	31%	12.1	11.1	1.6	15.7	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.60	28.00	43%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.74	7.40	29%	11.3	10.1	0.8	7.2	6.6%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	95.30	119.08	25%	20.5	17.6	3.5	20.8	2.7%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.50	40.61	25%	18.6	15.6	1.3	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	345.00	418.25	21%	122.3	112.0	20.7	16.0	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	95.08	133.86	41%	4.9	18.0	5.5	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.80	18.61	26%	0.6	0.8	2.6	17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	235.94	359.47	52%	191.8	36.3	7.6	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	51.00	61.71	21%	188.9	110.9	5.8	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.82	15.80	7%	9.1	8.4	1.1	13.4	4.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	125.79	157.00	25%	1.9	1.7	0.3	11.8	4.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	500.00	625.00	25%	19.1	17.7	3.7	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	53.55	80.00	49%	11.5	9.7	2.6	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	61.97	70.00	13%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.37	6.13	40%	16.2	13.7	1.5	11.4	4.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.10	59.99	17%	33.4	27.5	5.3	13.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.05	43.22	27%	14.0	11.0	1.9	15.9	2.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	448.89	512.00	14%	31.6	24.1	6.3	28.8	0.4%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	45.40	69.50	53%	9.6	7.5	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	131.36	176.00	34%	30.9	21.6	5.6	19.2	0.5%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	279.74	388.00	39%	24.8	22.2	4.4	11.1	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 5 月 8 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。