

每日投资策略

行业、公司点评

全球市场观察

- 周二（5 月 20 日）中国股市上涨。港股医药板块爆发，辉瑞与三生制药达成协议，斥资 60 亿美元押注中国抗癌药研发，交易规模创中国药企许可交易历史记录；资讯科技与可选消费涨幅居前，地产、工业与原材料跑输市场，南下净买入 43.05 亿港元。A 股美容护理、传媒与家电领涨，国防军工、煤炭与钢铁下跌。中概股小幅收跌，人民币基本持平。发改委表示将综合治理内卷式竞争和化解重点产业结构性矛盾，预示中国有望考虑去产能政策，可能利好基本金属、新能源、光伏等行业。
- 日本 20 年国债拍卖投票倍数跌至 2012 年以来最差，40 年国债收益率升至 20 年新高。日本央行自去年 7 月以来缓慢缩减 QE，持有长期国债下降 2.2%，目前持有国债存量 52% 份额。日本政府债务/GDP 超过 250%，国债收益率上升将增加财政压力，影响日本政府有关减税或增加财政支出议程。日本央行近期将与市场沟通，以评估其 QT 计划前景。
- 美股下跌，能源、通讯服务与可选消费领跌，公用事业、医疗保健和必选消费等防御性板块收涨。特朗普减税法案陷入僵局。日本考虑接受美国调降关税而非完全豁免。印美讨论“三阶段”贸易协议，预计 7 月初前达成临时协议。美国官员称以色列可能袭击伊朗核设施，黄金、日元、瑞郎等避险资产与原油上涨。美债收益率小幅上升。美联储仍在观察评估关税政策对通胀的实际影响，6-7 月可能保持利率不变，9-12 月可能降息两次。期权市场对美元看跌情绪升至历史新高，我们预计美元指数今年末降至 97 左右。

行业点评

■ 中国工程机械行业 - 四月份非土方机械销售依然好坏不一

中国工程机械工业协会发布了 4 月份全系列工程机械销售数据。与上月类似，4 月份非土方机械销量涨跌互现（而上周发布的土方机械数据则相对强劲）。叉车销量总体保持韧性，而塔式起重机的国内销量（同比下降 61%）和出口（同比增长 49%）仍然呈现较大分化。高空作业平台销量同比下降 31%，依然疲软。我们继续看好土方机械，因为无论是在项目周期还是更新换代周期中，土方机械都是率先复苏的细分设备。我们继续看好三一重工（600031 CH，买入）和恒立液压（601100 CH，买入），主要由于挖掘机相关收入占比相对较高。我们仍然看好中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）通过广泛的产品线在新兴市场快速扩张的策略。相反，由于美国关税政策的不确定性，我们维持对浙江鼎力（603338 CH，持有）的谨慎观点。（[链接](#)）

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	23,681	1.44	38.92
恒生国企	8,589	1.43	48.90
恒生科技	5,316	0.65	41.21
上证综指	3,380	0.39	13.63
深证综指	2,010	1.18	9.36
深圳创业板	2,048	0.44	8.31
美国道琼斯	42,719	0.15	13.35
美国标普 500	5,948	-0.17	24.70
美国纳斯达克	19,132	-0.41	27.45
德国 DAX	24,021	1.07	43.40
法国 CAC	7,943	0.72	5.30
英国富时 100	8,780	1.10	13.53
日本日经 225	37,529	-0.59	12.15
澳洲 ASX 200	8,343	0.00	9.91
台湾加权	21,526	-1.45	20.05

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	40,774	0.82	36.72
恒生工商业	13,523	1.84	46.46
恒生地产	16,471	0.81	-10.13
恒生公用事业	36,992	1.24	12.53

资料来源：彭博

公司点评

■ 携程 (TCOM US, 买入, 目标价: 70.0 美元) - 营收增长韧性凸显, 投资推动海外扩张稳步推进

携程集团发布 1Q25 业绩: 总营收达 139 亿元人民币, 同比增长 16%, 符合招银国际预期及彭博市场一致预期; non-GAAP 营业利润为 40 亿元人民币, 较招银国际预期和市场预期均高出 7%, 主要得益于销售及营销费用支出优化超预期。我们认为, 整体旅游需求保持韧性, 携程凭借强大的供应链能力及优秀的客户服务能力, 国内及出境业务的预订量增速均优于行业。尽管短期投资可能对盈利增长形成压力, 但我们认为携程的海外扩张正按计划推进, 国际化布局将为其带来长期价值。我们对 2025-2027 年的营收及盈利预测基本维持不变, 基于 DCF 模型的目标价维持 70 美元不变, 对应 20x 2025 年 non-GAAP PE。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 哔哩哔哩 (BILI US, 买入, 目标价: 26.5 美元) - 1Q25 业绩好于预期; 2Q25 盈利增长势头有望延续

哔哩哔哩公布 1Q25 业绩: 总营收同比增长 24% 至 70 亿元, 符合彭博一致预期; 调整后净利润达 3.62 亿元, 对比去年同期 4.56 亿元的净亏损, 亦好于市场预期的 2.48 亿元, 主要得益于毛利率同比提升 8 个百分点, 以及研发费用的审慎控制 (同比下降 13%)。展望 2Q25, 我们预计哔哩哔哩将维持 20% 的同比营收增长, 且利润率进一步改善, 主要受广告和手游业务的强劲增长带动。我们将 FY25-27 非 GAAP 净利润预测上调至 22/32/41 亿元 (前值: 18/27/37 亿元), 反映公司利润率持续改善的趋势。综合盈利预测上调与行业估值回落的影响, 我们微调基于 SOTP 的目标价至 26.5 美元 (前值: 26.4 美元), 对应 25x FY26 non-GAAP PE。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 三生制药 (1530 HK, 买入, 目标价: 28.32 港元) - D-1/VEGF 的同类最佳潜力

三生制药将 707 (PD-1/VEGF) 的全球权益 (除中国内地外) 授权给辉瑞 (PFE US, 未评级), 将获得 12.5 亿美元的首付款及最高达 48 亿美元的里程碑付款, 并将获得双位数的产品销售分成, 交易规模大幅超出市场预期。公司将保留 707 在中国内地的权益, 而辉瑞将拥有 707 在中国商业化的选择权。此外, 授权交易达成后, 辉瑞还将按 30 日成交量加权平均价认购公司 1 亿美元的普通股。我们认为, 此笔交易的达成一方面得益于 707 在临床展现的同类最佳 (BIC) 潜力, 且研发进度全球领先。借助辉瑞丰富的临床资源和强大的执行能力, 707 的海外临床进度有望快速追赶, 并充分挖掘该分子的 best-in-class 潜力。

707 具备 BIC 潜力, BD 合作彰显 MNC 对重磅潜力的认可。在全球的 PD-1/VEGF 靶点在研药物中, 707 的开发进度处于前列。除康方生物的依沃西单抗以外, 707 在临床数据积累方面最为丰富。2025 年初, 公司公布了 707 的 II 期临床早期数据, 在多个适应症展现优效潜力, 包括: 1) 单药一线治疗 PD-L1+、野生型 NSCLC, 2) 联合化疗一线治疗野生型 NSCLC, 3) 治疗转移性结直肠癌。本月底的 ASCO 会议上, 公司会以 Poster 的形式公布 707 单药一线治疗 PD-L1+、野生型 NSCLC 的更新数据。我们预计 PFS 数据有望于今年底读出。今年 5 月, 707 首次公示进入 III 期临床 (CTR20251867), 临床方案为 707 单药对照帕博利珠单抗 (K 药治疗 PD-L1 阳性 (PD-L1 TPS $\geq 1\%$) 野生型非小细胞肺癌。我们预计, 今年公司还将启动 707 用于一线治

疗 NSCLC 和一线治疗 CRC 的 III 期临床。此外，707 联合化疗治疗 NSCLC、mCRC、妇科肿瘤的 II 期临床也在进行中。

授权交易将大幅增厚公司 2025 年利润。707 此项授权交易获得的所有款项将按照沈阳三生 70%，三生国健 30% 进行分配。三生制药合计控制三生国健 80.88% 的股权。我们预计辉瑞将在年内支付首付款，增厚三生制药的税前利润约 11.8 亿美元（约合 85.1 亿元人民币）。（[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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.74	24.00	22%	13.2	12.0	1.8		17.4	2.5%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.98	28.00	40%	N/A	N/A	0.8		N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.76	7.40	28%	11.3	10.1	0.8		7.2	6.8%
三一重工	600031 CH	装备制造	买入	18.98	22.00	16%	20.9	18.1	2.1		10.4	2.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.49	40.61	25%	20.3	17.2	1.3		27.3	0.5%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	97.88	133.86	37%	5.0	18.5	5.7		31.0	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.54	18.61	37%	0.6	0.7	2.3		17.2	3.2%
百济神州	ONC US	医药	买入	233.37	359.47	54%	122.8	29.5	8.7		N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	55.30	61.71	12%	204.8	120.2	6.2		3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	66.85	89.00	33%	101.3	91.6	15.0		15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.10	15.80	5%	9.3	8.6	1.1		13.4	4.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	517.00	660.00	28%	19.1	17.4	3.7		19.3	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	122.96	155.50	26%	1.7	1.5	0.3		11.9	5.3%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	67.10	70.00	4%	2.7	2.4	0.3		10.3	1.2%
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	54.80	59.99	9%	35.8	29.5	5.6		14.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.25	43.22	26%	14.2	11.4	1.9		15.1	2.2%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.57	8.90	18%	N/A	140.2	8.6		N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	131.65	176.00	34%	31.0	21.6	5.6		19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	44.65	69.50	56%	12.4	9.4	N/A		19.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	433.66	512.00	18%	30.5	23.3	6.1		28.8	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	287.63	388.00	35%	25.5	22.9	4.5		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 20 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上责任。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。