

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- A股三大指数微跌，沪指收报跌0.10%，创业板指跌0.96%。煤炭、公用事业、电力设备等逆势走强，6G、国防军工、小金属等领跌。港股恒生指数收跌，受地缘风险及金融监管加强影响，市场情绪有所走弱。宏观层面，美国宣布将对包括中国在内的16个贸易伙伴发起“301调查”，加剧了贸易摩擦担忧。离岸人民币在强势美元压制下小幅降至6.88。
- 美股因滞胀担忧与信贷压力承压，标普500跌1.52%，纳指跌1.78%，创下自去年11月以来最差表现。一方面，伊朗新领袖穆杰塔巴发表强硬声明宣布无限期关闭霍尔木兹海峡，引发能源成本失控恐慌，压制成长股表现；另一方面，私人信贷市场赎回压力激增，摩根士丹利与Cliffwater被迫限制赎回，拖累银行板块重挫。
- 美债收益率上升，10年期美债收益率升至4.27%上方，2年期美债收益率跳升10个基点。由于油价持续站稳100美元关口，市场已不再预计美联储今年一定会降息，甚至开始博弈“加息”以应对二次通胀。特朗普在社交媒体上紧急施压鲍威尔立刻降息以对冲战争冲击，但债市反应冷淡。美元指数触及近两个月高位，日元汇率逼近160关口引发干预隐忧。
- 日经225指数收跌1.0%。本田汽车录得上市以来首亏并预计2026财年亏损额最高达6900亿日元，标志着日本支柱产业正面临能源成本与电动化战略调整的双重打击。欧洲STOXX 600指数收跌0.61%，银行板块跌3.5%拖累大盘，而能源与公用事业在油价上行背景下相对跑赢。市场开始定价欧央行在2026年开始加息的概率。
- 受海峡封锁威胁，布伦特原油自2022年8月以来首次收于100美元整数位上方。虽然IEA批准释放史上最大规模的4亿桶战略储备，但市场认为物理断供风险无法通过库存缓解。收益率上行与美元走强压制重金属表现，现货黄金与白银均大跌2%。比特币在7万美下方徘徊，风险资产在流动性收缩预期下普遍承压。

宏观点评

■ 美国经济 - 通胀即将反弹

美国CPI与核心CPI同比增速与上月持平，保持在近2年低位。能源和食品价格环比加速，关税影响导致核心商品环比小幅反弹。房租通胀延续放缓并已低于疫情前增速，预计全年将延续放缓趋势。在薪资增速推动下，除房租外核心服务保持较快增速。

市场关注转向未来滞涨风险，因中东冲突时间可能长于市场先前预期，Polymarket对6月底前停火预期已降至60%。油价长期高企将推升美国滞

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	25,717	-0.70	0.34
恒生国企	8,700	-0.06	-2.40
恒生科技	5,028	-0.54	-8.85
上证综指	4,129	-0.10	4.04
深证综指	2,725	-0.68	7.68
深圳创业板	3,318	-0.96	3.57
美国道琼斯	46,678	-1.56	-2.88
美国标普500	6,673	-1.52	-2.53
美国纳斯达克	22,312	-1.78	-4.00
德国DAX	23,590	-0.21	-3.68
法国CAC	7,984	-0.71	-2.03
英国富时100	10,305	-0.47	3.76
日本日经225	54,453	-1.04	8.17
澳洲ASX 200	8,629	-1.31	-0.98
台湾加权	33,582	-1.56	15.95

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	50,245	-1.01	2.68
恒生工商业	13,546	-0.45	-2.39
恒生地产	20,517	-2.01	16.82
恒生公用事业	40,695	-0.58	7.02

资料来源: 彭博

涨风险，打压风险资产表现。我们估算原油价格每上涨 10% 将推升通胀 0.3-0.4 个百分点，同时对核心通胀有 0.1 个百分点左右的溢出效应。

美联储面临实现保就业和降通胀的双重目标的两难，市场对全年降息预期从 2 月底的 60bps 降至 29bps，全年首次降息时间从 6 月推迟至 9 月。我们维持全年降息 1 次的判断，时点将取决于中东冲突演变和油价见顶时间。3 月 CPI 可能因汽油价格大幅上涨而从 2.4% 升至 3.1%。 ([链接](#))

行业点评

■ 软件 & IT 服务行业 - 美国软件 NDR 要点总结：关注客户端增量价值创造

我们近期举办了 Salesforce、ServiceNow、派拓网络与 Datadog 等多家软件公司的业绩后 NDR，围绕市场的关注点与担忧，我们总结核心要点如下：1) 应用软件层面，龙头公司认为相较于 AI 厂商，他们的竞争壁垒集中于企业数据、产品、企业级智能体部署、工作流治理能力等多个维度，且公司基于客户端增量价值创造的定价逻辑积极推动向混合制收费模式转型正在取得效果；2) 相对应用软件而言，网络安全和基础设施软件整体面临更低的 AI 替代性担忧，智能体安全及全域安全相关的布局为关注重点。近期软件板块在市场过度担忧后回归理性的过程中估值修复展现分化趋势，印证我们此前行业报告中的观点。

我们重申此前判断：短期来看，基础设施相关的软件平台或将看到 AI 相关客户带来的更快的营收贡献起量趋势从而更为有效地缓解市场担忧，网络安全相关的软件公司不可替代性较强，应用软件公司需更多地证明其有基于结果收费的能力从而证明不可替代性。长期而言，板块估值或展现分化趋势，越像工具的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司反而将有望受益于 AI 发展浪潮。建议关注有能力向混合收费模式转型、受益于生成式 AI 带动营收/订单增长重新加速的公司。推荐派拓网络 (PANW US) 和 Datadog (DDOG US)，并建议持续关注 Salesforce (CRM US) 和 ServiceNow (NOW US)。 ([链接](#))

公司点评

■ 理想汽车 (LI US/2015 HK, 持有, 目标价：18 美元/70 港元) - 竞争压力未减少, L9 换代成破局关键

4Q25 毛利率小幅超预期：理想汽车 4Q25 收入符合预期，毛利率环比上升 1.5 个百分点至 17.8%，较我们的预测高 1.1 个百分点，主要归因于供应商年底返利，以及 i6 车型毛利率或超预期。4Q25 录得经营亏损 4.43 亿元，净利润 700 万元，较我们此前的预期高出 1-2 亿元。

聚焦 4 月 L9 换代：我们认为 L9 换代和全新 i9 是今年的关键车型。作为今年首款新车型，L9 成功与否或为接下来新一代 L8/L7 定调。建议投资者等待更多细节，目前判断 L9 能否在中国竞争白热化的大型 SUV 市场脱颖而出为时尚早，尤其快充技术发展可能削弱增程车型的整体市场份额。

2026 年盈利承压，估值缺乏吸引力：公司将 2026 年销量目标从超 50 万台下调至约 49 万台（同比+20%）。管理层预计受到 L 系列清库存以及购置税补贴的影响，1Q25 整车毛利率可能会降至 5% 左右。基于我们 2026 年 49 万台的销量预测（其中 L9 占 8.5 万台，隐含全新 L9 的月均销量超 1 万台），

并假设全年毛利率 17.6%，我们维持对 2026 年净利润 34 亿元的预测不变。维持“持有”评级，美股和港股目标价分别为 18 美元和 70 港元，对应 39x FY26E P/E。我们认为该估值已反映理想汽车的相对竞争优势。我们预计理想汽车 2026 年上半年或录得净亏损，其向具身智能公司的转型仍有待市场的检验。 ([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有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。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编制的报告。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。