

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周四（5月15日）中国股市回调。市场风险偏好下降，获利了结心态上升。4月信贷再度走弱，家庭房贷再度转负，消费贷和企业中长期贷款同比少增，房地产和耐用品消费复苏势头可能先后放缓，但增量财政刺激与消费提振政策可能作为对美谈判出价不会提前出台。恒生科技下跌，港股电讯、公用事业与必选消费等防御性板块跑赢，南下资金净卖出2.2亿港币，阿里巴巴因财报低于预期而跌幅居前。国债期货上涨，人民币汇率走平。
- 美股上涨，美国经济数据走弱提升市场对美联储降息预期，具有防御性特征的公用事业和必选消费领涨，对利率敏感的地产板块涨幅居前。Meta推迟发布旗舰AI模型，拖累科技股下跌。鲍威尔称将调整货币政策框架，暗示长期低利率时代结束。但美国经济数据走弱，提升市场对美联储降息预期。
- 美国4月PPI意外大降，零售几乎零增长，工业产出出现负增长，房屋建筑商信心下跌，关税冲击的需求收缩效应似乎超过成本推升作用。我们认为4月数据更多是信心渠道的影响，且油价下跌抵消了关税对通胀的推升作用。未来3-5个月，通胀可能出现反弹，但反弹幅度可能低于市场预期，在8-9月达到峰值而后逐步回落；同时，就业市场可能小幅放缓，共和党可能推进减税议程，美债收益率将居于高位。9月之后，随着需求收缩效应更加显著，美债收益率可能更加明显回落。

公司点评

- **阿里巴巴 (BABA US, 买入, 目标价: 155.5 美元) - 核心电商盈利增长好于预期, 云业务营收仍有加速潜力**
 阿里巴巴公布4QFY25业绩: 总营收为2,365亿元人民币, 同比增长6.6%, 基本符合招银国际预期和彭博一致预期; 调整后EBITA为326亿元人民币, 同比增长36%, 得益于各业务板块盈利能力均有提升, 符合市场一致预期。淘天集团实现了强于预期的盈利增长, 但被本地生活服务集团和菜鸟网络超出预期的亏损所抵消。云+AI及电商是阿里巴巴未来几年的两个关键战略发展领域。在业绩公布后, 我们对1QFY26淘天集团维持稳健的盈利增长维持乐观, 主要得益于抽成率提升和健康的GMV增长。但我们也注意到, 在行业竞争持续激烈的情况下, 即时零售领域加速投资可能会为短期盈利增长带来压力。对于云业务, 我们认为其有望在1QFY26实现营收同比增速的环比进一步加速, 并相信阿里巴巴在基础设施建设和研发能力提升方面的投资将为长期增长铺平道路。我们将估值窗口前滚至26财年, 新的目标价为155.5美元 (前值: 157.00美元), 对应15.7x FY26E PE (non-GAAP)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	23,641	2.30	38.68
恒生国企	8,593	2.47	48.97
恒生科技	5,382	2.13	42.97
上证综指	3,404	0.86	14.42
深证综指	2,011	0.52	9.40
深圳创业板	2,083	1.01	10.14
美国道琼斯	42,051	-0.21	11.57
美国标普500	5,893	0.10	23.54
美国纳斯达克	19,147	0.72	27.55
德国DAX	23,527	-0.47	40.45
法国CAC	7,837	-0.47	3.89
英国富时100	8,585	-0.21	11.01
日本日经225	38,128	-0.14	13.94
澳洲ASX 200	8,280	0.13	9.07
台湾加权	21,783	2.12	21.48

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	40,660	2.35	36.34
恒生工商业	13,497	2.51	46.17
恒生地产	16,679	0.34	-8.99
恒生公用事业	36,848	0.22	12.09

资料来源: 彭博

■ **网易 (NTES US, 买入, 目标价: 136.5 美元) - 良好的游戏业务表现及运营费用控制, 支撑强劲的 1Q25 业绩**

网易公布 1Q25 业绩: 总收入同比增长 7% 至人民币 288 亿元, 基本符合市场预期; 经营利润同比增长 37% 至 104 亿元, 较市场预期高出 25%, 主要得益于运营开支的有效控制 (同比下降 14%)。游戏业务重拾增长动能, 1Q25 游戏收入同比增长 12%, 超出市场预期; 合同负债同比/环比增长 19%/16%, 有望为未来数个季度的游戏收入增长提供支撑。鉴于游戏业务表现强劲, 我们上调 FY25-27 的收入预测 2%-6%。我们将基于 SOTP 的目标价从 125.5 美元上调至 136.5 美元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 24.6 美元) - 1Q25 超预期, 展望指引引发担忧**

贝壳 1Q25 业绩超市场预期但由于展望指引引发市场担忧。公司 1 季度收入同比增 42% 达到 233 亿元人民币, 超出彭博一致预期/招银国际预测约 4%/3%, 受益于新房业务和新兴业务的强劲表现 (同比增+64%和 46%)。存量房/新房总交易额分别同比升 28%/53%, 远超市场整体增速 16%/0%, 存量房/新房业务收入分别同比增 20%/64%, 反映新房费率显著提升而二手房费率有所下降, 而费率更低的非链家贡献占比提升。贡献利润率方面, 新房业务有所提升而存量房显著下降, 由于经纪人数量和人均薪酬均有所提升带来成本同比大幅提升 6 个亿, 公司表示后续会做相应成本优化。Non-GAAP 净利润约 14 亿元, 同比持平, 超彭博一致预期/招银国际预测约 22%/30%, 但对应利润率 6.0%, 较 1Q24 的 8.5% 有显著下降, 除上述存量房业务利润率影响外, 其他高毛利业务 (如银行合作等) 的退出也对盈利能力形成拖累。家装业务取得突破。1 季度家装业务贡献利润率创历史新高的 32.6%, 且业务板块在 4 月实现了单月盈亏平衡, 主要由于公司在原材料采购方面的不断努力使得集采占比从去年的 24% 提高至 65%, 为原材料采购代价带来 20% 的下降。公司表示 2 季度也有希望实现盈亏平衡, 考虑到 2H 有长假期的影响, FY25 亏损幅度或将显著收窄并在 FY26 扭亏为盈。

公司给出了较为保守的 2 季度指引, 预计 2Q25 收入约 260 亿, 对应同比增 12%, 预计 non-GAAP 经营利润率 6.5%, 对应经营利润同比降 40%。更重要的是, 公司首次给出 FY25 全年指引, 预计 non-GAAP 经营利润率 6.8%, 且表示该数字或与 non-GAAP 净利润率相当, 我们测算这对应全年 non-GAAP 净利润 73 亿人民币左右, 持平于 FY24, 且显著低于之前市场预期的 80 亿, 我们认为这主要反映公司对今年地产政策支持力度及效果能否匹敌去年同期持观望态度, 以及公司可能继续保持在员工规模和薪酬方面的投入。我们维持对贝壳短期谨慎、长期看好的观点, 将基于 SOTP 的目标价下调 6.5% 至 24.6 美元以反映对利润预期的下调, 目标价含贝壳核心业务 23.6 美元, 圣都 0.9 美元, 对应 29 倍 2025E PE (non-GAAP)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 24 港元) - 更多协同效应即将释放**

1Q25 成本控制优于预期: 吉利 1Q25 净利润为 57 亿元, 符合此前的盈利预告。吉利 1Q25 收入及毛利率均低于我们此前预期, 折扣提升对财务的影响超出此前管理层的指引。极氪品牌 1Q25 整车毛利率 21.2% 创历史新高, 较我们预测高出约 3 个百分点, 得益于极氪 009 的毛利率可能显著高于预期, 这也推动极氪 1Q25 港股报表归母净利润首次扭亏为盈至 3.7 亿元, 优于预

期。尽管 1Q25 吉利的整体收入同比增长 25%，但销管费用同比分别下降 12% 和 2%，好于预期；加之政府补贴高于预期，共同推动吉利 1Q25 营业利润超出我们的预期 10%。

更多协同效应即将释放：我们认为，吉利 1Q25 卓越的成本控制已体现出极氪与领克之间的初期协同效应。根据管理层指引，在极氪私有化完成后，凭借品牌、平台及人员的全面整合，上市公司的采购成本、销管费用及研发费用的总节省金额可能高达数十亿元。若吉利股价持续上涨，私有化交割时，极氪股东可能会选择将其持股转换为吉利股份而非现金交割，从而减轻吉利的现金压力。我们预计极氪的净利润贡献将从 2026 年开始显著提升，因此吉利近期对极氪私有化的提议应是明智之选。

盈利和估值：尽管我们测算吉利 2025 年前四个月的终端库存增加约 15.6 万台，但同期零售销量亦同比增长 41%。我们将 2025 年销量预测从 274 万台上调至 280 万台 (vs. 公司目标 271 万台)，同时将 2025 年毛利率预测上调 0.7 个百分点至 16.1%。相应地，我们将 2025 年净利润预测上调 4% 至 152 亿元。我们亦将 2026 年净利润预测上调 4% 至 167 亿元，主要因为：1) 协同效应带来的成本节约；2) 在私有化后对极氪的持股比例提升 (100% vs. 65.7%)。维持“买入”评级，目标价提升至 24 港元 (前值：23 港元)，基于 15x FY25E P/E。 ([链接](#))

■ **中广核矿业 (1164 HK, 买入, 目标价: 2.18 港元) - 合同/现货铀价差距有机会进一步收窄, 将成为股价催化剂**

由于中广核矿业的盈利对现货铀价格敏感，在现货铀价格回升的推动下，我们预计短期内股价将获得推动。目前现货铀价格约为每磅 70 美元，较市场规模更大的合同价 (每磅 80 美元) 仍有约 13% 的折让。随着对关税战担忧的缓解，我们预计现货市场的采购兴趣有望回升。同时，近期有美国媒体报道称，特朗普政府正计划加快建设核电装机容量。我们认为这将成为推动铀价和中广核矿业股价上涨的催化剂。维持“买入”评级，基于净现值的目标价为 2.18 港元不变。 ([链接](#))

招銀國際環球市場焦點股份

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	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.58	23.00	17%	13.5	12.4	1.8	15.7	2.5%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.38	28.00	37%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.69	7.40	30%	11.2	10.0	0.8	7.2	7.0%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	92.65	119.08	29%	19.9	17.2	3.4	20.8	2.9%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	31.00	40.61	31%	17.7	14.9	1.2	29.4	0.5%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	360.20	418.25	16%	134.4	127.3	21.3	16.0	0.3%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	100.57	133.86	33%	5.2	19.0	5.8	31.0	1.5%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.26	18.61	31%	0.6	0.8	2.5	17.2	3.0%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	224.47	359.47	60%	182.5	34.5	8.3	N/A	0.0%	
信达生物	1801 HK	医疗	买入	49.95	61.71	24%	185.0	108.6	5.6	3.2	0.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.22	15.80	4%	9.4	8.6	1.1	13.4	4.3%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	123.69	157.00	27%	1.6	1.4	0.3	10.8	4.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	520.00	660.00	27%	19.2	17.5	3.8	19.3	1.0%	
快手	1024 HK	互联网	买入	51.95	80.00	54%	11.1	9.4	2.5	24.7	0.0%	
携程	TCOM US	互联网	买入	65.30	70.00	7%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.2%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.27	6.13	44%	15.8	13.3	1.5	11.4	4.9%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	50.15	59.99	20%	32.8	27.0	5.1	13.6	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.95	43.22	24%	14.4	11.3	2.0	15.9	2.1%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	428.90	512.00	19%	30.2	23.1	6.1	28.8	0.4%	
贝克微	2149 HK	半导体	买入	45.75	69.50	52%	9.6	7.6	N/A	19.5	0.0%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	128.04	176.00	37%	30.1	21.0	5.4	19.2	0.5%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	290.71	388.00	33%	25.7	23.1	4.6	11.1	0.6%	

资料来源：彭博、招銀國際環球市場預測（截至 2025 年 5 月 15 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。