

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 周二（5月6日）中国股市结束假期迎来补涨。港股原材料、电讯和必选消费领涨，医疗保健、能源与地产建筑下跌。A股计算机、通信和机械设备涨幅居前，银行、食品饮料和美容护理跑输市场，稀土和黄金概念股大涨，稀土价格自中国宣布出口管制以来暴涨。国债期货走低，人民币汇率反弹，中概股上涨。中美将在中立国瑞士举行经贸会谈，提振全球市场情绪。中国央行、证监会等今天上午将介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，预计货币金融政策可能在5、6月先于财政政策进一步宽松（降准降息），稳股市稳汇率稳房市作为对美博弈展现实力的一部分可能成为政策重点。决策者可能基于对2Q经济受损程度和中美谈判初步结果评估，在7月初政治局会议上决定下半年财政政策和消费政策加力程度。财政刺激、扩大消费和削减制造产能是中美经贸再平衡中中国的政策方向，财政收缩、扩大生产和增加制造产能则是美国的政策方向。
- 欧股下跌，德法股市领跌，医疗保健、可选消费与金融领跌。欧盟与美国4月开启贸易谈判但进展甚微，欧盟称如果谈判失败，将对美国商品加征关税。欧债收益率基本持平，欧元与英镑上涨。关税冲击可能降低欧元区经济增速0.3-0.5个百分点，对欧元区通胀影响相对较小。预计欧央行6月可能再次降息，下半年进一步降息1-2次。
- 美股连续第2日回调，医疗保健、可选消费与工业领跌，公用事业、能源与必选消费跑赢。因贸易商在“对等关税”前抢进口，美国3月贸易逆差创历史新高，投资者对贸易冲突担忧再次上升。多家公司警告关税将损害利润。因马斯克政治观点被抵制和电动车市场竞争加剧，特斯拉4月欧洲销量现两位数下滑。美国对半导体关税政策的公众评议期将于5月8日结束，如果对半导体加征关税，那么将冲击中国台湾、韩国和日本半导体行业。美联储本周四将公布利率决议，短期内关税推升成本作用超过降低需求效应，通胀反弹风险超过失业上升风险，美联储可能保持利率不变；随着下半年需求紧缩效应超过成本上升作用，就业可能明显放缓，通胀或见顶回落，美联储可能在7月或9月降息1次，11月或12月再降息1次。

宏观经济

- 美国经济 - 关税短期升成本作用超过降需求效应
美国4月服务业PMI超预期回升，商业活动延续扩张，需求小幅改善，关税冲击尚未带来需求紧缩效应，反而通过刺激抢购囤货而带动零售、物流、仓储和贸易活动；物价指数大幅反弹，与关税推升消费者通胀预期相一致。制造业PMI收缩幅度扩大，生产指数大幅降至2020年5月以来新低；关税扰动供应链导致交付时间变长，价格指数创近3年新高，企业库存下降。

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	22,663	2.46	32.94
恒生国企	8,262	2.29	43.22
恒生科技	5,240	2.99	39.19
上证综指	3,316	1.13	11.47
深证综指	1,959	2.25	6.58
深圳创业板	1,986	1.97	5.02
美国道琼斯	40,829	0.19	8.33
美国标普 500	5,607	0.05	17.55
美国纳斯达克	17,690	-0.12	17.84
德国 DAX	23,250	3.35	38.79
法国 CAC	7,697	1.36	2.04
英国富时 100	8,597	1.18	11.17
日本日经 225	36,831	1.04	10.06
澳洲 ASX 200	8,151	0.07	7.39
台湾加权	20,523	1.42	14.45

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	38,199	1.47	28.09
恒生工商业	13,056	3.12	41.40
恒生地产	15,947	1.37	-12.99
恒生公用事业	36,808	1.25	11.97

资料来源：彭博

数据公布后，美国 10 年国债利率上升 4bp 至 4.36%，市场对全年降息幅度预期下降 3bp 至 76bp。短期内，关税推升成本作用超过降低需求效应，通胀反弹风险大于失业上升风险，美联储在 5、6 月份可能保持政策利率不变。下半年，随着需求收缩效应超过成本上升作用，就业市场可能明显放缓，通胀可能见顶回落，美联储可能在 7 月或 9 月降息一次，11 月或 12 月再降一次。

([链接](#))

公司点评

■ 贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 26.3 美元) - 节假日销售显示购房情绪平稳, 2Q 将面临高基数压力

劳动节假期期间 (5 月 1-5 日), 房地产销售表现强劲, 30 城新房销售日均成交面积同比增 28%, 其中一二线城市同比增 52%, 三线城市同比降 30%。16 城二手房日均成交面积创 7 年最高, 同比增 162%, 其中佛山、北京表现亮眼, 同比分别增 210%/180%。假期成交数据反映购房情绪自 3 月高峰以来回落节奏平稳, 未出现市场担忧的断崖式下跌。由于 2 季度存在高基数影响, 我们预估公司存量/新房 GTV 在 2 季度分别增 14%/2% 到 6,500 亿/2,400 亿元, 较一季度预估的 26%/43% 放缓。我们对收入端保持信心, 基于其积极的市场份额提升动作 (如与合富辉煌批量合作等), 但对利润端仍然保持谨慎, 由于公司对企业社会责任的重视可能使其相关开支在近年维持高位, 这可能会对利润端带来影响但将带来不可忽视的长期价值。我们预估 non-GAAP 净利润在 FY25/26/27E 达到人民币 81/104/119 亿元 (调降 2-3%), 25 年 1 季度/2 季度分别达到人民币 11/23 亿元。我们将基于 SOTP 的目标价下调 2% 至 26.3 美元 (前值: 26.8 美元), 包含贝壳核心业务 25.4 美元及圣都的 0.9 美元, 对应 27.4x 2025E non-GAAP PE。维持“买入”评级。([链接](#))

■ Datadog (DDOG US, 买入, 目标价: 158.7 美元) - 一季度业绩超预期; 持续投资推动业务增长

Datadog 发布 1Q25 业绩: 总营收为 7.616 亿美元, 同比增长 24.6% (1Q24: 26.9%; 4Q24: 25.1%), 较招银国际预期和彭博一致预期均高 3%; 经税后调整的 non-GAAP 净利润为 1.679 亿美元, 同比增长 6.5%, 主因营收超预期以及运营效率提升好于预期, 较招银国际预期/市场一致预期分别高出 10%/8%。尽管增量投资可能会对短期利润率扩张造成压力, 但鉴于数字化转型和云迁移的长期趋势, 我们仍然看好 Datadog 的长期业务发展潜力。我们将 2025-2027 年的营收预测上调 1%, 以反映好于预期的使用量增长, 同时将 non-GAAP 净利润预测下调 1%-2%, 考虑到云托管成本上升可能对毛利率造成压力。我们的新目标价为 158.7 美元 (此前为 156.4 美元), 基于 16.6x 2025E EV/Sales, 与前值一致, 相当于该公司两年均值加一个标准差。维持“买入”评级。([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	16.74	23.00	37%	11.5	10.6	1.6	15.7	2.9%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.74	28.00	42%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.82	7.40	27%	11.4	10.2	0.8	7.2	6.5%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	91.60	119.08	30%	19.7	17.0	3.4	20.8	2.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.00	40.61	23%	18.9	15.9	1.3	29.4	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	338.80	418.25	23%	120.1	110.0	20.3	16.0	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	94.58	133.86	42%	4.9	17.9	5.5	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.52	18.61	28%	0.6	0.8	2.5	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	241.75	359.47	49%	196.5	37.2	7.7	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医疗	买入	54.30	61.71	14%	201.1	118.0	6.2	3.2	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.78	15.80	7%	9.1	8.4	1.1	13.4	4.3%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	127.66	157.00	23%	1.9	1.7	0.3	11.8	4.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	495.40	625.00	26%	19.0	17.6	3.7	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	53.50	80.00	50%	11.5	9.7	2.6	24.7	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	61.22	70.00	14%	2.5	2.2	0.3	10.3	1.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.50	6.13	36%	16.7	14.1	1.6	11.4	4.7%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.55	59.99	16%	33.7	27.7	5.3	13.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.20	43.22	30%	13.7	10.7	1.9	15.9	2.3%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	457.57	512.00	12%	32.2	24.6	6.5	28.8	0.3%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	47.40	69.50	47%	10.0	7.8	N/A	19.5	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	135.20	176.00	30%	31.8	22.2	5.7	19.2	0.4%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	273.36	388.00	42%	24.2	21.7	4.3	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 6 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。