

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周二（6 月 3 日）中国股市上涨。港股医疗保健、公用事业与原材料涨幅居前，工业、电讯与可选消费跑输市场；A 股美容护理、纺织服饰与银行领涨，家电、钢铁与煤炭下跌。创新药板块大涨，过去 5 个月至少 6 家创新药企公布 BD 交易订单，成为中国创新药的 DeepSeek 时刻。中概股上涨，人民币汇率反弹。
- 美国 4 月 JOLTS 职位空缺数高于前值和预期，显示经济仍有韧性，提振市场信心，美股、美元、美债收益率和原油上涨，金价回落。美股信息技术、能源与材料领涨，通讯服务、地产与必选消费下跌。富国银行股价大涨，因完成监管整改要求，被美联储解除资产规模限制。美联储多位官员表达对关税政策可能推升滞胀风险担忧。我们认为关税冲击将导致美国经济小幅滞胀，影响可能在第三季度达到最大。随着贸易协定达成、通胀见顶回落、美联储降息和白宫政策重心回到减税去监管，美国经济可能在第四季度逐渐见底。美元短期仍有贬值空间，美债收益率可能先高后低。
- 欧元区 5 月调和 CPI 同比增速降至 1.9% 低于欧央行 2% 目标，核心 CPI 增速降至 2.3%，支持欧央行进一步降息。日本 10 年国债拍卖需求火爆，周四 30 年期国债拍卖成为下一个考验。李在明当选韩国总统，韩国政治不确定性经历数月上升后开始下降，将提振韩元与韩股。目前韩国股指 Best PE 只有 9 倍，低于恒生指数的 10.6 倍、沪深 300 指数的 13.3 倍和台湾股指的 15.7 倍，可能迎来估值修复。
- 稳定币走上风口，Circle 作为稳定币第一股将在周四（6 月 5 日）发行 IPO。该公司发行与美元 1:1 锚定的稳定币，将用户存入的美元投资于美国短期国债。公司营收受利率和加密货币市场情绪影响，销售依赖 Coinbase 等分销平台。公司 2023 年 8 月与 Coinbase 签署 3 年合作分成协议，公司稳定币在 Coinbase 上交易量越多，Circle 分成越少，导致成本增速快于营收增速。投资者关注 2026 年 8 月公司在可能的协议中议价权是否提升。

公司点评

- 蔚来（NIO US，持有，目标价：4 美元） - 季度亏损有望收窄，但 4Q25 盈亏平衡的目标难以实现

1Q25 业绩低于预期：1Q25 收入较我们先前预测低 2%。1Q25 毛利率 7.6%，低于我们的预测 0.7 个百分点，主要因整车毛利率不及预期。1Q25 营业亏损 64 亿元，低于我们的预测 10 亿元，主要因销售及管理费用比我们的预测高 9 亿元；1Q 净亏损 69 亿，较我们的预期扩大 13 亿元。

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	23,512	0.96	37.92
恒生国企	8,520	1.04	47.70
恒生科技	5,189	0.37	37.86
上证综指	3,362	0.43	13.01
深证综指	1,981	0.48	7.81
深圳创业板	2,003	0.48	5.89
美国道琼斯	42,520	0.59	12.82
美国标普 500	5,970	0.99	25.17
美国纳斯达克	19,399	1.49	29.23
德国 DAX	24,092	0.39	43.82
法国 CAC	7,764	0.15	2.93
英国富时 100	8,787	0.17	13.63
日本日经 225	37,447	-1.37	11.90
澳洲 ASX 200	8,467	0.38	11.54
台湾加权	21,127	-1.03	17.82

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	41,264	0.95	38.36
恒生工商业	13,267	1.00	43.69
恒生地产	16,627	-0.05	-9.28
恒生公用事业	36,934	1.47	12.35

资料来源：彭博

公司 4Q25 盈亏平衡假设偏理想化：管理层 4Q25 盈亏平衡目标基于四大假设：销量 15 万-16 万台、毛利率 17%、研发费用率 7%、销售及管理费用率 10%。这要求蔚来 4Q25 销量需达 1Q25 的四倍，同时销售及管理费用需较 1Q25 的 44 亿元水平下降 15%。我们认为该假设难以达成，尤其是销售及管理费用的部分。

尽管下半年乐道 L90 和 L80 的上市将带来销售增量，我们仍将 2025 年销量预测下调 3 万台至 35 万台。这隐含下半年销量需达 23.5 万台，即下半年月均销量约 4 万台。考虑到管理层“保利润”的承诺，我们预测 2025 年整车毛利率有望提升至 14.7%（蔚来品牌：17.1%，乐道：11.4%，萤火虫：8%）。基于管理层的降本措施，我们同步下调研发及销售管理费用预测，但我们预计公司 2025 年净亏损仍将达 162 亿元。

2026 年盈亏平衡仍难实现。我们重申先前观点：年销 50 万台仍不足使蔚来盈亏平衡。相较同业，蔚来在换电站及销售渠道的巨额投入显著拖累其综合毛利率或销售及管理费用。基于对 2026 年 47 万台的销量假设，蔚来净亏损或仍有 94 亿元。我们维持持有评级，目标价降至 4 美元，对应 0.7x FY25E P/S。（[链接](#)）

■ 小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价：65.91 港元) -投资者日活动重点

6 月 3 日，我们参加了小米 2025 投资者日活动，重点包括：1) 智能手机：2025 年目标市场份额增长 1 个百分点，出货量 1.75 亿至 1.8 亿部，平均销售价格同比增长 3-5%，GPM 为 12-12.5%；2) 智能电动汽车：目标在 2025 年下半年实现盈利，交付量目标为 35 万辆（不变）；3) IoT：2025 年销售额同比增长 30%，GPM 增长 2.0-2.5 个百分点；4) 自主研发的芯片，未来将应用于旗舰智能手机、智能电动汽车和家用电器；5) 2025 年目标：收入/调整后净利润同比增速 30%/40%+。我们基于分部估值法的目标价为 65.91 港元，意味着 2025 年市盈率 37.7 倍。重申买入评级。（[链接](#)）

■ 中广核矿业(1164 HK, 买入) – 新定价机制远超市场预期

中广核矿业公布了最新和母公司的关联交易定价机制(2026-28 年)，我们认为这是远超市场预期，并彻底扫除市场长久以来对定价不确定因素的忧虑。

在新的定价机制下，铀合同价格比重从之前三年的 40%下降至 30%，但新的合同基准价格从之前的每磅 61.78 美元大幅上调至 94.22 美元，新的价格也大幅超过目前市场上的合同价 80 美元。

此外，价格方程式中的年度通胀假设也从之前 3.5%上调至 4.1%。

这次关联交易需要等待股东在 ECM 通过，但我们相信没有太大问题。

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	18.26	24.00	31%	12.2	11.1	1.7		17.4	2.7%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.63	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	5.77	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	18.33	22.00	20%	20.1	17.5	2.0		10.4	2.4%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.98	40.61	23%	20.6	17.4	1.2		27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	88.91	133.86	51%	4.6	16.8	5.2		31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.02	18.61	43%	0.5	0.7	2.2		17.2	3.4%
百济神州	ONC US	医药	买入	251.72	359.47	43%	132.5	31.9	9.0		N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	76.00	61.71	N/A	281.5	165.2	8.5		3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	66.40	89.00	34%	12.9	11.6	14.9		15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.06	15.80	5%	9.3	8.6	1.1		13.4	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	510.00	660.00	29%	18.9	17.2	3.7		19.3	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	114.97	155.50	35%	1.6	1.4	0.3		11.9	5.6%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	63.05	70.00	11%	2.5	2.3	0.3		10.3	1.5%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.13	6.13	48%	15.3	12.9	1.4		11.4	5.2%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.95	65.91	22%	33.5	25.8	5.4		17.5	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	31.65	43.22	37%	13.1	10.5	1.8		15.9	2.4%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.56	8.90	18%	21.0	140.0	8.5		N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	126.88	176.00	39%	29.9	20.8	5.4		19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	60.50	69.50	15%	16.8	12.7	N/A		19.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	426.90	512.00	20%	30.7	24.0	6.0		21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	264.47	388.00	47%	23.4	20.2	4.3		11.2	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 6 月 4 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。