

每日投资策略

宏观策略 / 行业、公司点评

宏观策略

■ PMI 重回收缩，政策将持续宽松

5 月中国制造业 PMI 不及预期，由于内外部需求同时走弱，PMI 再次进入收缩。供给延续强于需求，生产指数是少数仍在扩张的主要指标。随着大宗商品价格持续回升，原材料采购价格和出厂价格指数双双上涨，上游价格上涨或推动通缩压力有所缓解。就业依然疲弱，或继续抑制消费者信心。服务指数小幅上升，而建筑业扩张放缓。

一揽子宽松政策推动近期股市上涨，但由于房地产市场持续下滑，通缩压力仍在，投资者对经济复苏持续性有所怀疑。未来中国可能延续政策宽松，以提振市场信心和经济动力。预计中国经济将逐步好转，房地产销售降幅收窄，通缩压力逐步缓解，企业盈利温和回升，我们维持对 2024 年中国 GDP 增长 5% 的预测。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国汽车行业 - 分析师路演反馈：路漫漫其修远兮

上周我们在上海与一些机构投资者交流了对汽车行业和主要公司的最新观点。投资者整体对下半年汽车的需求缺乏信心，更加关注几家头部公司的基本面情况，对业绩确定性的要求更高。即使对于头部车企，投资者也不愿给出更高的估值倍数。相比于长线基金，对冲基金对汽车板块的兴趣更强一些，投资者对新势力的关注高于对传统车企，对 Tier-1 零部件和经销商的预期也更加理性。

蔚小理：理想汽车的询问度最高，投资者对做多和做空都有所犹豫，目前投资者对理想今年的业绩表现仍旧在意，虽然我们从行业内了解到一些其纯电车型的情况，但明年的可见度仍然较低。蔚来汽车因为 5 月 31 日前提提供的换电权益以及置换补贴，4-5 月份的订单和交付有较大的改善，但投资者仍然担心 6 月后的销量会不会提前透支。第二品牌乐道目前的声量较低，对 NIO 品牌的销量也会有内部蚕食。投资者对小鹏汽车更倾向于短期博弈。

传统车企：比亚迪的询问度最高，不同的基金类型对投资方向也存在分歧。比亚迪过去两年较高的盈利质量给今年的盈利提供了弹性，但考虑到现在市场的风险偏好，投资者很难给到 20 倍以上的估值，因此其股价的上行空间或受到限制。投资者现在更多把长城汽车作为出海的主题标的，对其国内的新车型表现没有太多的预期。对于吉利汽车，今年 1-4 月吉利上市公司的新能源车零售销量仅次于比亚迪排名第二，但几乎没有投资者注意到这点，我们认为值得关注。

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	18,080	-0.83	6.06
恒生国企	6,393	-1.09	10.82
恒生科技	3,691	-1.65	-1.95
上证综指	3,087	-0.16	3.76
深证综指	1,730	0.20	-5.89
深圳创业板	1,805	-0.44	-4.56
美国道琼斯	38,686	1.51	2.64
美国标普 500	5,278	0.80	10.64
美国纳斯达克	16,735	-0.01	11.48
德国 DAX	18,498	0.01	10.42
法国 CAC	7,993	0.18	5.96
英国富时 100	8,275	0.54	7.01
日本日经 225	38,488	1.14	15.01
澳洲 ASX 200	7,702	0.96	1.46
台湾加权	21,174	-0.89	18.09

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	32,129	-0.12	7.73
恒生工商业	9,874	-1.11	6.94
恒生地产	16,185	-2.00	-11.69
恒生公用事业	34,507	-1.26	4.97

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	77.58
深港通 (南下)	42.82
沪港通 (北上)	-9.28
深港通 (北上)	-31.10

资料来源：彭博

零部件和经销商：根据我们的渠道调研，今年的平均年降或在 5 个点甚至更多。虽然我们认为国产零部件替代仍是大趋势，但车企矛盾的心理或使此进程并不能一蹴而就。投资者对经销商的问询热度超过我们预期，但我们仍然认为经销商的拐点还未到来。（[链接](#)）

■ 中国汽车行业 - 5 月新能源车零售渗透率或达到 45%

上周末，10 家中国车企公布了 5 月新能源车销量，合计销量同比增长 38%，环比增长 12%。我们预计 5 月整体新能源车零售销量有望环比增长 10% 至约 76 万台，略低于我们之前的预测，主要因为以旧换新的刺激政策带动的销量低于预期，而新能源车的零售市占率或达 45% 的历史新高。我们估计 5 月特斯拉在中国的零售销量有望环比增长 70%+ 至约 5.6 万台，主要得益于 4 月的降价措施。

蔚小理：理想汽车 5 月交付量环比增长 36% 至 3.5 万台，其中 L6 的交付量约为 1.3 万辆，这也隐含其他车型的销量环比有所下滑。基于 L6 的在手订单情况，我们预计 6 月 L6 的交付量有望超过 2 万台，同时 L7/8/9 的销量还需环比增长约 7,000 台，才能实现 6 月 5 万台的总交付量。蔚来 5 月交付量环比增长 32% 至约 2.1 万台，创历史新高，根据我们的渠道调研，蔚来 5 月的新增订单高于其交付量，主要得益于 5 月底到期的部分购车权益引发的提前购买效应。小鹏在 5 月交付量环比增长 8% 至 1 万台，基于保险数，我们测算其渠道库存或有所增加。

其他品牌：比亚迪 5 月乘用车批发销量为 33 万辆，创历史第二高，我们测算其渠道库存略有增加。广汽埃安 5 月批发量环比增长 43% 至 4 万台，我们测算其渠道库存增加约 6,000-7,000 台。零跑的 5 月批发销量环比增长 21% 至 1.8 万辆，接近其于 4Q23 的月均水平。小米 5 月交付约 8,600 辆，略低于我们的预期，6 月交付有望破万。（[链接](#)）

■ 半导体行业 - Marvell 2025 财年一季度业绩概览

Marvell (MRVL US, NR) 公布了 2025 财年一季度业绩，收入为 11.6 亿美元（同比下降 12.2%，环比下降 18.6%），符合公司指引预期。非 GAAP 毛利率为 62.4%，较 2024 财年四季度有所下降。调整后每股收益为 0.24 美元（同比下降 22.6%，环比下降 47.8%）。

回顾一季度业绩，按业务部门划分，数据中心仍然是主要收入驱动因素，占总收入的 70%，得益于 Cloud AI 应用的强劲需求。具体来看，一季度数据中心收入同比增长 87.3%，环比增长 6.7%，公司预计二季度将实现中个位数的增长。企业和运营商业务在一季度同比下降 58.0% 和 75.2%，这两个业务部门预计将在今年上半年触底，二季度收入将持平。尽管消费者业务同比下降 70.4%，公司预计二季度收入将翻倍。汽车和工业业务将继续进行库存调整，预计二季度收入将保持稳定。

我们预计公司 2025 财年的 AI 收入将超越此前公司预估的 15 亿美元（相比 2024 财年的 5.5 亿美元），意味着同比增速超过 170%。AI 收入仍然是市场关注的重点，公司认为每年的增量收入至少为 10 亿美元。在分析师会议上，Marvell 展示了他们在 AI 领域的市场机会，预计 2023 至 2028 年数据中心总市场规模的复合年增长率为 29%。其中，定制化芯片的总市场规模将以 45%

的复合年增长率增长，从 2023 年的 70 亿美元到 2028 年的 400 亿美元以上。公司已获得四大大型云厂商中三家的订单。

另外，公司光学业务表现出色。公司预计电子光学收入将占今年 15 亿美元 AI 收入的三分之二。增长驱动因素包括：1) 800G 产品的收入增长（来自 GPU 和 ASIC）；2) 传统云基础设施中数据中心网络的升级；以及 3) 来自新客户的互连解决方案的收入；4) 1.6T 新产品将于今年晚些时候发货，预计将提振公司收入。

综上所述，我们认为最近海外科技公司的业绩表明 AI 投资依旧持续，相信 AI 产业链将继续受益。维持对中际旭创（300308 CH）的买入评级。同时，我们也看好天孚通讯（300394 CH）、AMD（AMD US）、Broadcom（AVGO US）、Marvell（MRVL US）、Arista（ANET US）、SMCI（SMCI US）、SK Hynix（000660 KS）和 TSMC（TSM US）。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		ROE (%)	股息率
公司名称	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长合												
理想汽车	LI US	汽车	买入	20.25	26.00	28%	3.2	2.3	0.4	11.2	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.59	7.50	34%	10.5	9.3	0.8	7.6	6.3%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	63.55	75.00	18%	15.3	13.3	3.0	21.6	1.5%	
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.42	7.63	41%	11.5	9.9	1.4	14.5	4.6%	
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	28.30	31.24	10%	13.9	12.2	2.3	11.9	3.7%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.25	6.79	29%	3.0	2.6	14.8	20.4	0.6%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1648.45	2219.00	35%	22.8	20.2	8.0	37.7	2.2%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	148.85	269.70	81%	-19.3	-229.0	71.4	N/A	0.0%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	20.40	24.80	22%	6.2	5.9	0.7	12.4	5.9%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.16	11.90	17%	7.7	7.1	0.9	12.0	5.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	359.80	480.00	33%	17.5	15.9	3.5	17.5	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	78.34	124.90	59%	1.3	1.1	0.2	10.7	1.0%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	149.78	192.70	29%	1.8	1.3	0.7	45.0	0.0%	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	176.44	211.00	20%	N/A	N/A	6.7	21.3	0.0%	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	641.62	644.50	0%	35.0	28.6	11.9	32.7	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	55.45	97.00	75%	4.5	3.0	3.7	34.9	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	31.14	46.00	48%	11.0	8.5	N/A	34.7	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	28.40	45.10	59%	5.7	N/A	0.7	13.8	5.7%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.54	2.40	-6%	635.0	508.0	6.9	7.5	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.48	25.39	45%	19.0	17.3	2.4	10.6	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.80	45.15	34%	14.1	10.4	2.3	28.3	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	157.27	183.00	16%	25.7	20.0	6.7	23.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	293.35	405.00	38%	28.3	20.4	5.4	21.0	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.00	15.50	94%	N/A	111.1	3.3	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 5 月 31 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 31/5/2024

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)

非必需消费品 (22%, 买:卖 /76:24)	金融 (20%, 买:卖/68:32)	资讯科技 (12%, 买:卖/68:32)	医疗 (9%, 买:卖/60:40)
		工业 (5%, 买:卖/36:64)	原材料 (5%, 买:卖 /43:57)
	通讯 (15%, 买:卖/58:42)		能源 (3%, 买:卖 /29:71)
		房地产 (5%,买:卖 /76:24)	必需消费品 (3%, 买:卖/66:34)
			公用事业 (2%, 买:卖 /60:40)

- 注:
- 1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
 - 2. 绿色代表当日买入股票金额≥总买卖金额的 55%
 - 3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例>45%且<55%
 - 4. 红色代表当日买入股票金额≤总买卖金额的 45%

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误差、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商投资者

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。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。