

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 5月19日，A股午后修复，沪指涨0.9%至4169.54点，创业板指跌0.2%，两市成交2.89万亿元。半导体、电力和存储板块走强，有色金属、家电和石油偏弱。港股止跌反弹，恒指涨0.5%，恒生科技涨0.3%。能源、信息技术和金融等板块收涨，综合企业、工业和原材料收跌。南向资金净买入12.66亿港元，主要净买入中国财险、中国移动和华虹半导体，主要净卖出阿里巴巴、贝壳等。离岸人民币纽约尾盘回落至6.82，美元和美债收益率上行仍限制人民币进一步升值空间。
- 日韩股市下跌，日经225跌0.4%至60550.59点，韩国KOSPI跌3.3%至7271.66点；日本受科技权重和全球利率上行压制，韩国则继续消化AI存储交易拥挤。欧洲STOXX 600涨0.2%，医疗和食品饮料领涨，但能源进口压力、高通胀风险和欧洲加息预期仍压制整体估值扩张。
- 美股继续回落，标普500跌0.7%，纳指跌0.8%，标普和纳指连续第三日下跌。原材料、传媒和金融板块是主要拖累，防御性的通讯服务、生物医药和能源板块逆势上涨。高利率重新压缩高久期科技股估值，叠加英伟达财报前市场降低半导体拥挤敞口，主要半导体和云服务厂商均走弱；但存储和光通信延续上涨，显示AI链条内部仍在轮动。
- 美债收益率快速上行，10年期美债收益率升至4.67%，2年期升至4.12%，30年期盘中逼近5.20%，收益率曲线呈熊陡特征。核心逻辑是油价维持高位、通胀预期反弹和债券多头集中平仓共同推动期限溢价上升，市场已从“降息延后”进一步转向“加息尾部风险”。CME定价显示，12月加息25bp概率升至41.7%，加息50bp概率也明显上行；美元指数升至99.31，进一步压制非美资产和贵金属。
- 大宗商品方面，布伦特跌0.7%至111.28美元/桶，虽然当日回落，但中东谈判缺乏实质进展使油价维持高位。黄金跌1.8%至4482.85美元/盎司，白银跌5.1%，铜跌2.0%，主要受美元走强和实际利率上行压制；比特币基本持平在76783美元附近。

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	25,798	0.48	0.65
恒生国企	8,640	0.49	-3.07
恒生科技	4,857	0.26	-11.94
上证综指	4,170	0.92	5.06
深证综指	2,877	0.51	13.68
深圳创业板	3,908	-0.16	22.02
美国道琼斯	49,364	-0.65	2.71
美国标普500	7,354	-0.67	7.42
美国纳斯达克	25,871	-0.84	11.31
德国DAX	24,401	0.38	-0.37
法国CAC	7,982	-0.07	-2.06
英国富时100	10,331	0.07	4.02
日本日经225	60,551	-0.44	20.28
澳洲ASX 200	8,605	1.17	-1.26
台湾加权	40,176	-1.75	38.71

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	53,433	0.57	9.20
恒生工商业	13,093	0.50	-5.65
恒生地产	21,987	-0.35	25.20
恒生公用事业	40,986	0.21	7.78

资料来源: 彭博

公司点评

■ 哔哩哔哩 (BILI US, 买入, 目标价: 30.0 美元) - 1Q26 业绩: 良好的用户增长与商业化改善趋势

哔哩哔哩公布 1Q26 业绩: 总营收同比增长 7% 至人民币 74.7 亿元, 符合彭博一致预期; 经调整净利润同比增长 63% 至 5.93 亿元, 较一致预期高出 11%, 得益于 0.65 亿投资相关收益。依托优质内容、社区优先战略及 AI 赋能, 平台用户生态保持健康增长, 1Q26 DAU/用户日均使用时长分别同比提升 8%/10%。展望 2Q26E, 我们预计公司总营收同比增长 8%, 核心由广告业务高增带动。尽管 AI 投入持续加码, 但运营效率提升与经营杠杆持续支撑公司利润率改善, 我们因此上调 FY26-28 年盈利预测 2%-5%。但由于行业整体估值回落, 我们将基于分部估值法的目标价微调至 30.0 美元 (前值: 30.5 美元)。考虑公司健康的用户社区生态与持续提升的商业化能力, 我们维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 禾赛科技 (HSAI US, 买入, 目标价: 29.3 美元) - 1Q 业绩超预期; 预计 SGI 收入将快速放量

禾赛集团 1Q26 总收入达到人民币 6.806 亿元, 同比增长 30%, 符合我们的预测, 并较彭博一致预期高出 2%。非 GAAP 净利润为人民币 4,770 万元, 高于我们预测及彭博一致预期的人民币 3,800 万元/1,300 万元, 主要受益于优于预期的运营费用管控。管理层预计, 战略增长计划 (SGI) ——包括搭载 AI 算法的全新空间智能设备 Kosmo 及机器人动力模组——将在 2026E 实现人 1 亿元收入, 2027E 贡献 5 亿元收入, 并在五年内成长为与核心激光雷达业务规模相当。管理层还预计, Kosmo 的部分业务将通过软件及平台服务逐步向经常性 ARR 模式演进, 随着出货量扩大, 利润率有望改善。我们维持 2026 总收入预测人民币 44 亿元不变, 并维持基于 7.5x 2026E P/S 的目标价 29.3 美元不变。我们看好 L3 车型渗透率提升及新产品收入放量将共同支撑估值重估。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 24.0 美元) - 1Q26 业绩: 迎接利润释放周期

贝壳 1Q26 收入同比降 19.0% 至人民币 189 亿元, 对应存量房/新房 GTV 分别同比下降 7.9%/37.2%。Non-GAAP 净利润达人民币 16.1 亿元, 同比增长 15.7%, 大幅超出彭博一致预期和我们预估的 10-12 亿元, 主要由于: 1) 各板块业务贡献利润率均同比改善, 得益于链家人员优化 (人均买卖单量同比+26%)、新房渠道精细化管理及家装集采降本等; 2) 1Q26 GAAP 三费同比下降 22.3% 至人民币 32.9 亿元, 创 3 年新低, 主要得益于 AI 驱动的营销投放精准化和人员优化、家装设计师人效提升和业务规模收缩带来薪酬下降等。上述成本费用的结构性优化推动 non-GAAP 净利润率同比扩张 2.5 个百分点至 8.5%, 创 7 个季度新高, 验证了公司效率驱动转型的成效。展望未来, 管理层预计 2Q26 收入约人民币 240 亿元, non-GAAP 经营利润率约 12%, 净利润率约 9-10%; 3Q/4Q26 方面, 管理层指引 non-GAAP 净利润率 7-8%, 我们测算隐含 FY26 non-GAAP 净利润在人民币 70-77 亿元区间, non-GAAP 净利润率在 7.9-8.7%, 显著高于之前指引的 7%, 意味着 FY26 盈利预测显著上修。除此之外, 考虑到新业务利润贡献渐入佳境, 我们将基于 SOTP 的目标价上调至 24.0 美元 (自前值 23.0 美元上调 4%), 以反映超预期的盈利改善轨迹。新目标价对应 25.6 x 2026E non-GAAP PE。维持“买入”评级。 ([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法律责任。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撰写的报告。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。