

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 5月28日，A股探底回升，上证指数涨0.1%至4098.64点，深成指涨0.8%，创业板指涨2.0%，成交额约2.99万亿元。半导体、通信和电子元器件走强，白酒、水泥和炒股软件等表现不佳。港股表现偏弱，恒指跌1.3%至25006.16点，恒生科技指数跌0.4%。原材料、非必需消费和医疗保健领涨，综合企业收涨。南向资金净买入76.09亿港元，主要净买入联想、中石油和中芯国际，主要净卖出腾讯、阿里巴巴和长飞光纤。离岸人民币纽约尾盘升至6.7731，主要受美元走弱的支撑。
- 日韩股市同步回落，日经225跌0.5%至64693.12点，韩国KOSPI跌0.5%至8185.25点，前期受AI半导体驱动的高位交易出现获利了结。欧洲STOXX 600跌0.5%至625.11点，金融和保险板块偏弱。美伊局势一度重新升温，推动市场提高能源供应风险溢价；其后停火延期消息令跌幅收窄，但尚不足以消除欧洲面临的能源输入成本与政策约束。
- 美股再创收盘新高，标普500涨0.6%，纳指涨0.9%，道指涨0.1%。停火延期预期缓解能源冲击担忧，叠加企业盈利与AI需求仍强，资金继续偏向成长资产；交通、保险和公用事业收跌，软件服务、生物医药和半导体设备收涨。
- 美债收益率小幅回落，10年期美债收益率跌3.0 bps至4.45%，2年期跌1.0 bps至4.02%，30年期跌2.7 bps至4.98%。美国4月PCE同比升至3.8%，核心PCE同比升至3.3%，通胀仍明显高于目标；但一季度GDP增速被下修至1.6%，增长放缓与停火预期压低长端利率。利率定价逻辑已从单边再通胀，转向“高通胀与增长降温并存”的双重影响。
- 大宗商品震荡分化，布伦特原油跌0.6%至93.71美元/桶，美伊停火传言令油价盘中大幅回落，但协议不确定性仍保留部分风险溢价。现货黄金涨1.0%至4496.21美元/盎司，白银涨1.4%，COMEX铜涨1.3%，美元走弱支撑金属反弹；比特币跌2.3%，ETF资金持续流出。

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	25,006	-1.27	-2.44
恒生国企	8,364	-1.17	-6.16
恒生科技	4,889	-0.39	-11.37
上证综指	4,099	0.12	3.27
深证综指	2,860	0.88	13.00
深圳创业板	4,125	1.96	28.78
美国道琼斯	50,669	0.05	5.42
美国标普500	7,564	0.58	10.49
美国纳斯达克	26,917	0.91	15.81
德国DAX	25,092	-0.34	2.46
法国CAC	8,189	-0.23	0.48
英国富时100	10,426	-0.75	4.98
日本日经225	64,693	-0.47	28.51
澳洲ASX 200	8,593	-1.43	-1.39
台湾加权	43,636	-1.40	50.66

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	52,412	-1.41	7.11
恒生工商业	12,626	-1.22	-9.02
恒生地产	20,910	-0.98	19.06
恒生公用事业	39,464	-1.04	3.78

资料来源: 彭博

公司点评

■ Salesforce (CRM US, 买入, 目标价: 288.0 美元) - 1QFY27 业绩:

Agentforce 增长强劲; 加速股东回报

Salesforce 公布 1QFY27 业绩: 总营收同比增长 13% 至 111 亿美元, 符合彭博一致预期; 非 GAAP 营业利润同比增长 22% 至 38.7 亿美元, 较一致预期高出 5%, 主要得益于 AI 提升运营效率。1QFY27 AgentForce 与 Data 360 业务延续快速增长趋势, ARR 同比增幅超 200%, 达 34 亿美元。展望 2QFY27E, 管理层指引总营收同比增长 10%-11%, 达到 112.7 亿至 113.5 亿美元, 并仍然对 2HFY27 内生收入增速重新加速抱有信心。依托稳健的经营表现, 公司执行了 250 亿美元的股票回购计划, 推动 1QFY27 总股本减少 11%。我们也因此上调 FY27-29 非 GAAP EPS 预测 7%-14%; 但受 SaaS 板块整体估值下行影响, 我们将目标价下调至 288.0 美元, 基于 13 倍 FY27 EV/EBITDA (前值: 320.0 美元, 基于 15 倍 FY27 EV/EBITDA)。公司 AI 业务增长强劲, 同时估值具备吸引力, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 小鹏集团 (XPEV US/9868 HK, 买入/买入, 目标价: 21 美元/82 港元) - 新车、机器人、Robotaxi 为关键催化剂

1Q26 业绩基本符合预期: 小鹏 1Q26 收入同比下降 18%, 较我们此前预测高出 2%。1Q26 毛利率环比收窄 0.7 个百分点至 20.6%, 较我们的预测高出 0.9 个百分点; 研发费用环比提升至 29 亿元, 高于预期; 1Q26 净亏损 18 亿元, 较我们的预测超出约 2.5 亿元, 主要源于高于预期的利息支出。

新车、出口推动 2H26 销量复苏: 全新 GX 的订单超出我们此前的预期。管理层表示, GX 首批订单中, 价格超过 35 万元的旗舰版本占比超过八成, 我们认为这有利于提升小鹏的整体品牌形象和整车毛利率。我们预计小鹏 2026 年销量将同比增长 16% 至 50 万台, 隐含下半年销量将环比翻倍, 主要受两款全新 Mona SUV 和出口驱动。再结合明年将推出一款经济型 Robotaxi 车型, 有望推动 2027 年总销量同比增长 40% 至 70 万台。

人形机器人、Robotaxi 作为催化剂: 小鹏的人形机器人 Iron 按计划将于 2026 年底前量产, 初期可能部署在其展厅中, 2027 年开始贡献更多收入, 我们对 27 年机器人的销量假设为 1 万台, 对应收入为 25 亿元。小鹏计划在 3Q26 于广州启动 Robotaxi 试点运营。虽然我们认为 Robotaxi 在 2028 年之后的收入贡献将更加显著, 但近期的运营里程碑可能成为提升估值的催化剂。

盈利预测和估值: 考虑到管理层指引 2Q 毛利率环比持平, 销量环比激增 60-70%, 我们预计 2Q26 净亏损将显著收窄。受益于规模效应的改善, 我们预计小鹏将在 2H26 实现净利润转正。维持“买入”评级, 美股/港股目标价分别为 21 美元/82 港元, 基于分部估值法: 汽车业务 1x FY27E P/S, 机器人业务 10x FY27E P/S。 ([链接](#))

■ 理想汽车 (LI US/2015 HK, 持有/持有, 目标价: 16 美元/62 港元) - 一季度亏损后, 盈利修复尚需时日

一季度收入与毛利率符合预期, 费用控制优于预期。理想汽车一季度收入同比下降 11% 至 230 亿元, 完全符合我们此前的预测。一季度毛利率收窄 10 个百分点至 7.9%, 较我们的预测高出 0.4 个百分点; 销管费用比我们预测

的低约 6.5 亿元。一季度净亏损 23 亿元，略好于我们的预测，但这仍是公司上市以来最大的单季净亏损。

产品组合趋于成熟及结构下行，销量增长空间受限。我们维持 2026 年 49 万台的销量预测，但下调了对产品结构的预期：上调了低毛利车型 i6 的销量假设，下调了高端车型 L9 的销量预测。管理层指引，在竞争加剧的情况下，改款 L9 在产能爬坡后，稳态月销为 6,000-8,000 台。更重要的是，考虑到理想汽车现有车型组合已较为成熟和全面，我们认为 2027-28 年的销量增长空间有限。

毛利率压力可能比预期更持久。管理层指引二季度整车毛利率约为 10%，i6 的毛利率仍处于个位数的低位。我们将 2026 年毛利率预测从 17.6% 下调至 15.0%，这仍隐含着四季度毛利率将回升至 18-19%。我们认为理想正面临结构性的困境：尽管公司努力推进高端化，但其产品与竞品的差异仍在缩小。因此，即便原材料成本恢复正常，我们预测 2027-28 年毛利率仍将维持在 17% 左右，难以恢复至 20%。综上，我们将 2026-27 年净利润预测分别下调 85% 和 21% 至 5.11 亿元和 61 亿元。虽然我们仍认为这是一家优秀的公司，但我们认为，在“物理 AI”的发展路径变得更加清晰之前，理想汽车相较于同行的优势正在收窄。维持“持有”评级，目标价下调至 16 美元/62 港元，基于 18x FY27E P/E。 ([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属的研究报告。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。