

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 受美国贸易法院裁定特朗普关税越权提振，昨日（5 月 29 日）中国股市上涨。港股医疗保健、非必需性消费和工业领涨，南向资金净买入额 43.82 亿港元，A 股计算机、医药生物和电子涨幅居前，中概股收涨。国债收益率与人民币汇率小幅波动。但在特朗普上诉后，美国上诉法院已叫停贸易法院裁决，关税再次恢复，今日亚太股市可能小幅回落。
- 欧洲股市冲高回落，对关税敏感的工业等板块下跌。在美国上诉法院判决恢复关税后，美元再次下跌，美股一度下跌，但受财报支撑最终收涨。特朗普约见鲍威尔要求降息，但鲍威尔坚称政策独立。初次和继续申领失业救济金人数均高于预期，显示经济走弱，降低美债收益率和美元指数。
- 在美国贸易法院裁定特朗普关税越权后，白宫已向上诉法院提起上诉并取得成功，未来可能进一步上诉至最高法院。除上诉外，白宫还可以寻求其他法律依据（如 1930 年《关税法》第 338 条或《贸易扩展法》第 232 条）重新实施关税，例如对钢铝关税就是依据第 232 条而不在贸易法院裁定范围之内。尽管贸易法院裁定被推翻，但其行动表明美国政治制衡机制仍有作用，将限制白宫政策极端化风险，提升白宫与贸易伙伴谈判意愿，增强全球市场对特朗普政策的免疫力。
- 今年 3 月以来美元进入短期贬值周期，但美国经济相对欧元区尚未大幅走弱，说明美元贬值的主要推动力是白宫政策极端化风险和国际投资者预防性降低美元资产超配程度。在特朗普对关税政策作出妥协和开启贸易谈判后，市场对白宫政策极端化的担忧下降，但国际投资者适度“去美元化”过程可能延续，预计美元年末可能降至 97 左右。

行业点评

- 半导体行业 - 英伟达一季度业绩超预期，二季度指引稳健，确认 AI 需求依然强劲

英伟达（NVDA US, 未评级）公布 2026 财年第一季度业绩。营收达 441 亿美元，同比增长 69.2%，环比增长 12.0%，分别高出彭博一致预期（433 亿美元）和公司指引（430 亿美元）1.8%和 2.5%。非 GAAP 毛利率为 61.0%，若不计入 45 亿美元的 H2O 相关减值和税务影响，则为 71.3%（市场一致预期及公司指引均为 71.0%）。单季收入环比增长 47 亿美元（上一季增长 42 亿美元）。Blackwell 产品出货加速，占一季度数据中心计算收入的 70%（上季为 34%）。管理层表示，微软、谷歌、Meta 等超大规模云厂商正以每周 7.2 万颗 Blackwell 加速卡的速度进行部署。

展望未来，管理层预计二季度营收将达 450 亿美元，同比增长 50%，环比增长 12%。若不计入 80 亿美元的 H2O 损失，我们预计环比增速可达 14%。非

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	23,573	1.25	38.28
恒生国企	8,560	1.45	48.39
恒生科技	5,302	2.80	40.85
上证综指	3,363	0.50	13.06
深证综指	1,993	0.83	8.44
深圳创业板	2,013	0.36	6.41
美国道琼斯	42,216	1.47	12.01
美国标普 500	5,912	1.88	23.95
美国纳斯达克	19,176	2.34	27.74
德国 DAX	23,933	-0.39	42.87
法国 CAC	7,780	-0.62	3.14
英国富时 100	8,716	-0.02	12.71
日本日经 225	38,433	2.40	14.85
澳洲 ASX 200	8,410	0.58	10.79
台湾加权	21,347	-0.88	19.05

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	40,928	0.56	37.23
恒生工商业	13,402	1.75	45.14
恒生地产	16,511	0.85	-9.91
恒生公用事业	36,368	-0.48	10.63

资料来源：彭博

GAAP 毛利率在一季度为 72.0%，环比略有改善，受益于 Blackwell 产品盈利能力提升。强劲的一季度业绩和稳健的二季度指引反映 AI 需求依旧韧性十足。
([链接](#))

公司点评

■ 理想汽车 (LI US/2015 HK, 买入, 目标价: 33 美元/131 港元) - Mega Home 超预期为纯电车型注入更多信心

1Q25 盈利符合预期，毛利率超预期：理想汽车 1Q25 收入较我们先前预测低 1%，主因其他销售及收入减少。1Q25 毛利率环比扩大 0.2 个百分点至 20.5%，较我们预测高 1.3 个百分点，主要得益于公司卓越的成本控制能力。研发及销售管理费用基本符合我们先前预期，推动经营利润和净利润与我们的预测基本一致。

Mega Home 超预期提升后续纯电车型信心：尽管公司未对 i8 销量做出指引，但公司从 Mega 项目中吸取经验：聚焦客户需求。改款 Mega 的新增订单大幅超公司预期，这对即将推出的 i8 和 i6 亦是积极信号。我们将 2025 年销量预测下调 8% 至 58 万台（主要因增程车型），仍符合公司对今年销量的宽泛指引。在更多纯电车型推动下，我们预测 2026 年销量将同比增长 24% 至 72 万台。

盈利/估值：公司将 2025 年研发费用指引下调至 110-120 亿元，我们亦同步将 2025 年销售管理费用预测下调 8% 至 125 亿元。综上，我们将 2025 年收入预测下调 7%，净利润预测下调 13% 至 104 亿元。预计成本削减措施将继续支撑 2026 年盈利增长，我们预计 2026 年净利润有望同比增长 41% 至 146 亿元。维持买入评级，目标价 33 美元/131 港元，基于 17x FY26E P/E。

([链接](#))

■ 三一国际(631 HK, 买入, 目标价: 8.2 港元) - 1Q25 净利润同比增长 23% 好于预期；将降低市场对增长前景的担忧

三一国际 1Q25 净利润同比增长 23% 至 6.35 亿元人民币，业绩好于预期，这也是自 3Q23 以来公司首次实现季度利润同比增长。1Q25 盈利增长主要得益于大型港口机械、油气设备、海外矿车和其他新兴业务。我们相信，业绩将缓解市场对三一国际增长前景的担忧。我们继续看好三一国际，因为我们预计海外业务增长具备可持续性，同时国内煤矿设备需求将逐步稳定。我们维持盈利预测不变，并维持目标价 8.2 港元（基于 11 倍 2025 年市盈率，为 2017 年以来的平均市盈率）。我们认为在盈利复苏的背景下，当前 8 倍 2025 年市盈率的估值具有吸引力。维持买入评级。([链接](#))

■ Salesforce (CRM US; 买入; 目标价: 388 美元) - 1QFY26 cRPO 增长好于预期；数据云及 AI 趋势延续

Salesforce 公布了 1QFY26 业绩：总收入同比增长 8% 达到 98 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 8% 达到 32 亿美元，均符合一致预期。cRPO 同比增长 12% 至 296 亿美元，较一致预期高 2%，主要得益于良好的续约表现以及数据云与 AI 业务的良好发展势头。管理层将 FY26 总收入指引小幅上调 4 亿美元至 410-413 亿美元（同比增长 8-9%），主因有利的汇率走势。我们维

持 FY26 总收入预测基本不变，但将 FY27-28 总收入预测上调 4-5%，以反映公司收购 Informatica 的贡献，该收购预计将在 FY27 年初完成。我们维持 388 美元的目标价，基于 21x FY26E EV/EBITDA。我们看好 Salesforce 在 AI 商业化的发展势头，其差异化的 Agentforce 解决方案和数据云基础设施为 AI 产品商业化提供支撑。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **微软 (MSFT US, 买入, 目标价：510.3 美元) - 微软 2025 Build 大会：构建开放 AI 智能体网络**

微软在近期召开了 2025 年的 Build 大会，本次大会的核心为构建开放 AI 智能体网络（Agentic Web），推动 AI 从孤立模型转向联动智能体生态。会议中，微软发布了三大 AI 平台的更新：Azure AI Foundry、Windows AI Foundry 及 Copilot Agent，串联起了云、端、协议和身份治理的完整架构。我们认为本次更新呈现三大核心趋势：1) 多模型与多代理协作；2) 端侧低成本推理；3) 统一身份治理与可观测性，基于三大趋势围绕基础工具与使用场景平台化，推动 AI 代理规模化应用落地。基于其行业领先的基础模型技术栈、庞大的开发者与企业级客户生态覆盖及完善的 AI 产品矩阵，我们持续看好微软 AI 相关云服务及 AI 应用方面的发展前景，维持盈利预测和目标价 510.3 美元不变，维持买入评级。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

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)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY
长仓										
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.70	24.00	36%	11.8	10.8	17.4	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.10	28.00	39%	N/A	N/A	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.87	7.40	26%	11.5	10.3	7.2	6.7%
三一重工	600031 CH	装备制造	买入	18.75	22.00	17%	20.6	17.9	10.4	2.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.36	40.61	26%	20.2	17.1	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	90.51	133.86	48%	4.7	17.1	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.38	18.61	39%	0.6	0.7	17.2	3.3%
百济神州	ONC US	医药	买入	246.68	359.47	46%	129.8	31.2	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	62.10	61.71	N/A	230.0	135.0	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	65.00	89.00	37%	12.6	11.4	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.02	15.80	5%	9.3	8.5	13.4	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	510.50	660.00	29%	18.9	17.2	19.3	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	117.18	155.50	33%	1.6	1.4	11.9	5.5%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	64.56	70.00	8%	2.6	2.3	10.3	1.6%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.19	6.13	46%	15.5	13.1	11.4	5.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.70	65.91	27%	32.1	24.7	14.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.15	43.22	30%	13.7	11.0	15.1	2.3%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.57	8.90	18%	21.0	140.2	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	128.15	176.00	37%	30.2	21.0	19.2	0.5%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	50.00	69.50	39%	13.9	10.5	19.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	425.24	512.00	20%	30.6	23.9	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	266.92	388.00	45%	23.6	20.4	11.2	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 5 月 29 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编制的报告。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。