招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五（6 月 6 日）中国股市小幅回调。港股可选消费、电讯与资讯科技领跌，材料、医疗保健和综合企业上涨。A 股美容护理、纺织服装与食品饮料跌幅居前，有色、通信与石油石化上涨。元首完成通话，短期利好已出，新消费板块大涨后出现资金获利回吐。在 6-7 月中美经贸谈判窗口期内，中国政策将保持平稳，稳股市稳汇率仍是金融政策重点，股市和汇率可能小幅波动。在中美初步达成协定迹象出现后，中国可能考虑扩大财政刺激与消费提振并推进制造业去产能，股市和人民币汇率可能迎来新一轮上涨。

- 随着特朗普关税政策降温，市场对亚洲经济担忧缓解。LSEG 数据显示 5 月外资重返亚洲市场，印度、韩国、泰国、印尼、越南和菲律宾等股市累计吸引净买入106.5亿美元，创去年2月以来最大月度净买入。韩国新总统就位，政治风险下降，新总统可能采取亲商立场，市场上调韩股评级，韩股估值折价可能修复。日本长债收益率持续回升令金融体系和政府财政承压，日本央行将考虑是否将目前每季度削减4000亿日元购买收窄至2000-4000亿日元。

- 仲量联行数据显示，2025 年第 1 季度全球房产投资额同比增长 34%，对日本房产投资额同比增长 23%创历史新高，东京以 110 亿美元房产投资额大幅领先于纽约（73 亿美元）居世界第一。海外投资者对日本房产投资同比增长 270%，黑石集团收购“东京花园露台纪尾井町”交易额超过 25 亿美元，香港基汇资本（Gaw Capital Partners）收购“东急广场银座”，中国内地等亚洲富豪的资管公司对日本房产投资格外显眼。因访日游客增加，商铺租金和酒店单价上涨，日本房产收益提高。

- 美股上涨，能源、通讯服务与可选消费领涨，必选消费、材料与地产落后。非农数据超预期缓解经济下行担忧，中美经贸团队今日在伦敦再度会谈，美股风险偏好回升，美债收益率、美元指数和原油价格上涨。特斯拉大跌后，吸引散户抄底。中美会谈重点之一是推动中国放松稀土管制，美股稀土股下跌。美国 4 月消费信贷延续增长，显示消费经济仍有韧性。市场对美联储降息预期下降。预计美联储 6-7 月将保持利率不变，9-12 月可能降息两次。特朗普再度施压鲍威尔降息，但对白宫而言更重要的是美债收益率，美联储逆经济和通胀趋势而降息不会降低美债收益率。

- Circle 上市后火爆表现可能刺激“币圈”资产上市潮，加密货币交易所 Gemini 提交 IPO 计划。英国金管局计划解除对消费者销售加密货币交易所交易票据（ETN）禁令，加密货币 ETN 是与加密货币挂钩的 ETF 工具，允许投资者通过受监管的交易所获得对数字代币的敞口，英国希望追赶美国和其他国际金融中心成为全球数字资产中心。

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	23,793	-0.48	39.57
恒生国企	8,630	-0.63	49.60
恒生科技	5,287	-0.63	40.44
上证综指	3,385	0.04	13.80
深证综指	2,008	-0.12	9.24
深圳创业板	2,039	-0.45	7.83
美国道琼斯	42,763	1.05	13.46
美国标普 500	6,000	1.03	25.80
美国纳斯达克	19,530	1.20	30.10
德国 DAX	24,304	-0.08	45.09
法国 CAC	7,805	0.19	3.47
英国富时 100	8,838	0.30	14.28
日本日经 225	37,742	0.50	12.78
澳洲 ASX 200	8,516	-0.27	12.18
台湾加权	21,661	-0.06	20.80

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	41,633	-0.15	39.60
恒生工商业	13,461	-0.67	45.78
恒生地产	16,788	0.12	-8.40
恒生公用事业	36,744	-1.13	11.77

资料来源：彭博

宏观点评

■ **美国经济 - 非农就业稳健，美联储将保持观望**

5 月新增非农就业延续放缓但好于市场预期，制造业就业可能受关税冲击而环比减少，但吸纳就业的主力服务业就业小幅增加，显示就业依然稳健。时薪同比增速持平，职位空缺数与失业人口比已低于 2019 年水平，就业市场供需已经平衡。失业率小幅上升，家庭调查下就业人数与劳动力人口大幅下降。

数据公布后 7 月降息预期大幅下降至 16.7%，国债利率曲线走平。短期通胀反弹风险和非农就业稳健降低美联储降息可能性，预计美联储 6-7 月仍将保持利率不变。随着需求逐渐走弱，美联储可能在 9 月降息一次，11 月或 12 月再降息一次。美联储 6 月会议公报和点阵图将透露更多在去通胀和保就业双重目标上的权衡方向。市场对政策利率预期已从接近白宫立场转向接近美联储立场，美联储官员言论基调可能从鹰派主导转向更加中性。（链接）

行业点评

■ **半导体行业 -博通二季度业绩点评：关注 AI 推理进展**

博通（AVGO，未评级）在 2025 财年二季度再次交出创纪录的业绩，营收达 150 亿美元，同比增长 20.2%、环比持平，分别较彭博一致预期和管理层指引高出 0.3%和 0.7%。本季度毛利率为 79.4%，高于上季度的 79.1%和去年同期的 76.2%，也高出彭博预期 0.51 个百分点。公司收入继续受到 AI 半导体与软件基础设施业务的强劲驱动。管理层指引 2025 财年三季度营收将达 158 亿美元，同比增长 21%；其中半导体业务预计增长 25%至 91 亿美元，软件业务预计同比增长 16%至 67 亿美元。（链接）

公司点评

■ **三一国际（631 HK，买入，目标价: 8.7 港元）- 盈利进入复苏通道且估值吸引，提供理想的买入点**

我们预计三一国际将在 2025 年重回增长轨道，在掘进机需求企稳、大型港口设备强劲增长以及国内宽体车好于预期的推动下，将抵消综采相对疲软的销售。此外，我们推算新兴业务板块（包括光伏、锂能和智矿等）的亏损将处于可控水平（今年约 2 亿至 2.5 亿元人民币），这将有助缓解市场担忧。我们上调 2025-27 年盈利预测 3-4%，并相应上调目标价至 8.7 港元（目标 2025 年 11 倍市盈率倍数保持不变，相当于 2017 年以来的平均市盈率）。鉴于盈利能见度正在改善，我们认为当前 8 倍 2025 年市盈率的估值是一个有吸引力的买入点。维持“买入”评级。（链接）

■ **比亚迪（1211 HK/002594 CH，买入，目标价：470 港元/440 人民币）- 高端化和长远目标是股东大会主旋律**

应付款风险可控：管理层强调集团所有业务都在上市公司旗下。比亚迪 FY24 的应付账款和应付票据合计 2,440 亿元，此外我们估计大概 98%的其他应付款约 1,430 亿元或跟应付供应商的欠款相关，两者合计约 3,870 亿元。我们认为相较于比亚迪 FY24 的年收入 7,770 亿元和净现金 740 亿元，这个规模

的应付款流动性风险可控。我们认为中国汽车行业长期健康发展的关键在于政府应加强产品质量管控及相应的惩罚措施。

销量目标：管理层预计今年海外销量将超过 90 万辆，而总销量将保持 20%以上的增长。比亚迪长期海外销量目标 400-600 万辆，国内销量目标 600-700 万辆（基于国内新能源车市占率 80-90%，而比亚迪占据其中 30%），王传福表示年销 1,000 万辆的目标实现时间“不会太长”。

管理层对公司的高端化和智能辅助驾驶进程充满信心：腾势品牌 FY25 销量目标 20 万辆以上，相当于在中国 30-60 万元价格带的汽车市场获得不到 10%的市场份额。管理层认为远期腾势品牌在这一价格带的市占率有望向奔驰看齐。凭借大规模的研发投入和公司工程化能力的基因，管理层对短时间内公司的智能辅助驾驶能力进入第一梯队充满信心。

盈利预测/估值：我们维持今年销量 525 万辆和新能源车 ASP 同比提升 4%的预测不变，维持对今年的盈利预测 575 亿元不变，维持“买入”评级，港股目标价 470 港元，A 股 440 元，均基于 23x FY25E P/E。（链接）

招银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) 1FY	市盈率(倍) 2FY	市净率(倍) 1FY	ROE(%) 1FY	股息率 1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.46	24.00	37%	11.6	10.6	1.6	17.4	2.9%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.50	28.00	44%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.84	7.40	27%	11.5	10.2	0.8	7.2	6.7%
三一重工	600031 CH	装备制造	买入	18.47	22.00	19%	20.3	17.6	2.0	10.4	2.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	34.70	40.61	17%	21.7	18.4	1.3	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	85.01	133.86	57%	4.4	16.1	4.9	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.46	18.61	38%	0.6	0.7	2.3	17.2	3.2%
百济神州	ONC US	医药	买入	255.86	359.47	40%	134.7	32.4	10.1	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	74.55	94.74	27%	276.1	165.7	8.3	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	67.40	89.00	32%	13.1	11.8	15.2	15.7	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.32	15.80	3%	9.5	8.7	1.1	13.4	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	520.00	660.00	27%	19.2	17.5	3.8	19.3	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	119.38	155.50	30%	1.6	1.4	0.3	11.9	5.4%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	60.61	70.00	15%	2.4	2.2	0.3	10.3	1.6%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.16	6.13	47%	15.4	13.0	1.4	11.4	5.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.70	65.91	23%	33.4	25.7	5.2	14.9	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.35	43.22	34%	13.3	10.4	1.8	15.9	2.4%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.19	8.90	24%	20.0	133.1	8.1	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	132.40	176.00	33%	31.2	21.7	5.6	19.2	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	60.35	69.50	15%	16.7	12.7	N/A	19.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	430.49	512.00	19%	31.0	24.2	6.0	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	274.51	388.00	41%	24.3	20.9	4.4	11.2	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 6 月 6 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之分析员，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责任。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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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篇制的报告。 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。