

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 周一（5 月 19 日）中国股市涨跌互现。港股医疗保健、资讯科技与能源上涨，可选消费、必选消费与金融下跌，南下净买入 84.59 亿港元。A 股环保、地产与国防军工领涨，食品饮料、汽车与银行下跌；受证监会资产重组新规提振，并购重组概念股大涨；抢出口刺激短期航运需求，航运股表现活跃。中概股小幅收跌，人民币基本持平。多家银行下调人民币存款利率，定期存款利率下调 15-25 个基点。存款利率下调有助于缓解银行净息差压力，推动更多资金转向股市、债市和理财产品，促进资本市场流动性宽松。
- 美股低开高走，医疗保健、必选消费与工业领涨，能源、可选消费与信息技术下跌。散户逢低买入，推动美股连续反弹，周一散户交易量占市场交易量达到 36% 创历史新高。市场消化穆迪下调美国信用评级影响，美债收益率冲高回落，美元走弱，黄金反弹。微软宣布将马斯克的 Grok 3 等 AI 模型引入其云端，微软上涨超 1%，特斯拉跌超 2%。美联储副主席和纽约联储主席认为需要数月时间观察评估关税影响和经济前景，暗示 9 月前可能不会降息。我们预计美联储 9 月开始降息，11 月或 12 月再降息一次。

宏观经济

- 中国经济-数据仍然稳健降低政策强刺激概率
在关税冲击下，4 月中国经济活动总体放缓，但依然比预期强劲。社会零售额增速小幅降低但仍然稳健，“以旧换新”政策支持耐用品零售保持较快增长。工业增加值和固定资产投资增速均略有回落，但仍高于 2024 年水平。

贸易战缓和提振市场情绪，但也降低政策强刺激概率。我们将第二季度中国 GDP 增长预测从 4.5% 上调至 4.8%，下半年和全年增速分别为 4.7% 和 4.9%。由于房地产市场走弱、抢出口透支外需和以旧换新政策刺激效应边际递减，中国经济在第三季度可能面临进一步放缓压力。政策宽松时点可能推迟至第四季度，财政刺激、提振消费和去产能作为中国经济再平衡的重点政策可能成为中美谈判中中方的重要出价。（[链接](#)）

公司点评

- 零跑汽车（9863 HK，买入，目标价：72 港元）- 1Q25 超预期；后续展望更趋乐观
1Q25 毛利率超预期：零跑一季度收入较我们预期高出 8%，在一季度终端折扣扩大的背景下公司仍然实现了平均售价的环比提升。一季度毛利率环比提升 1.6 个百分点至 14.9% 创历史新高，部分得益于与一汽战略合作带来的服务收入。剔除战略合作的贡献，我们估算 1Q25 在销量（8.8 万台）维持与 3Q24 相近水平的情况下，其整车毛利率提升超 4 个百分点，印证了公司卓越

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	23,333	-0.05	36.87
恒生国企	8,461	-0.09	46.67
恒生科技	5,255	-0.50	39.60
上证综指	3,368	0.00	13.20
深证综指	1,993	0.33	8.45
深圳创业板	2,033	-0.33	7.48
美国道琼斯	42,792	0.32	13.54
美国标普 500	5,964	0.09	25.03
美国纳斯达克	19,215	0.02	28.01
德国 DAX	23,935	0.70	42.88
法国 CAC	7,884	-0.04	4.51
英国富时 100	8,699	0.17	12.49
日本日经 225	37,499	-0.68	12.06
澳洲 ASX 200	8,295	-0.58	9.28
台湾加权	21,524	-1.46	20.04

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	40,298	-0.36	35.12
恒生工商业	13,294	0.11	43.97
恒生地产	16,314	-0.15	-10.99
恒生公用事业	36,646	0.29	11.47

资料来源：彭博

的降本能力。销管费用及研发费用合比较我们预测高出 3.5 亿元。综上其一季度净亏损仅为 1.3 亿元，较我们预测约低 3.5 亿元。

全年展望更趋乐观：鉴于 4-5 月销售表现及订单量超预期，我们将 2025 年销量预测从 48 万台上调至 55 万台。考虑到与其他车企战略合作贡献及 Leap 3.5 架构相关降本能力超预期，我们将 2025 年毛利率预测从 11.2% 上调至 12.1%。管理层透露 Leap 3.5 架构较 Leap 3.0 架构可降低智能座舱及辅助驾驶芯片相关成本 30-40%。我们认为零跑此前被市场低估的自主研发能力，以及由此带来的成本削减，已开始反映在一季度毛利率中，在所有车型于 2025 年中切换至 Leap 3.5 架构后，预计降本效果将更为显著。海外方面，基于我们对今年 7 万台销量的销量预测，预计零跑国际 2025 年将有望贡献 1.1 亿元的利润，与公司微利的指引一致。此外，由于一季度的费用高于预期，我们将今年合计的销管费用及研发费用率上调 0.5 个百分点至 13.8%。

盈利预测/估值：我们维持对今年盈亏平衡的预测，并将 2025 年净利润预测从 -0.98 亿元上调至 1.18 亿元。我们预计公司 2026 年净利润有望实现十倍的增长。我们维持买入评级，并将目标价上调至 72 港元，对应 1.5x FY25E P/S，主要考虑到近期市场情绪改善及零跑盈利可见度提升。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

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)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
持仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.68	24.00	22%	13.2	12.1	1.8	17.4	2.5%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.98	28.00	40%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.69	7.40	30%	11.2	10.0	0.8	7.2	6.8%
三一重工	600031 CH	装备制造	买入	19.02	22.00	16%	20.9	18.1	2.1	10.4	2.3%
亚朵集团	ATAT US	可选消费	买入	30.64	33.31	9%	2.4	6.1	1.2	43.7	13.7%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.49	40.61	25%	18.6	15.6	1.3	29.4	0.5%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	97.50	133.86	37%	5.0	18.4	5.7	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.80	18.61	35%	0.6	0.7	2.4	17.2	3.1%
百济神州	ONC US	医药	买入	233.37	359.47	54%	189.7	35.9	8.6	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	56.05	61.71	10%	207.6	121.8	6.3	3.2	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	66.70	89.00	33%	101.1	91.4	15.0	15.4	0.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	15.08	15.80	5%	9.3	8.6	1.1	13.4	4.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	516.00	660.00	28%	19.1	17.4	3.7	19.3	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	122.96	155.50	26%	1.8	1.5	0.3	11.9	5.3%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	67.10	70.00	4%	2.7	2.4	0.3	10.3	1.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.29	6.13	43%	15.9	13.4	1.5	11.4	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	54.35	59.99	10%	35.5	29.2	5.5	13.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.50	43.22	25%	14.2	11.1	1.9	15.9	2.2%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.53	8.90	18%	N/A	N/A	8.5	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	130.66	176.00	35%	30.7	21.5	5.6	19.2	0.5%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	45.00	69.50	54%	9.5	7.4	N/A	19.5	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	435.00	512.00	18%	30.6	23.4	6.1	28.8	0.4%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	287.63	388.00	35%	25.5	22.9	4.5	11.1	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 5 月 19 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。