

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五（5月23日）中国股市涨跌互现。港股小幅收涨，能源、原材料与医疗保健上涨，公用事业、必选消费与地产建筑下跌，南下净卖出11.4亿港币。A股下跌，计算机、传媒与美容护理跌幅居前，仅医药生物、汽车与基础化工小幅上涨。中概股微涨，人民币上涨创半年新高。特朗普威胁对欧盟征收50%关税和对进口手机征收25%关税打击市场情绪。英伟达据称将为中国推出基于Blackwell架构的新AI芯片，售价大幅低于H20。中国芯片巨头海光信息拟吸收合并中科曙光。中国将推广国家网络身份认证公共服务，以网号、网证、网络身份应用标识证明身份，避免个人信息泄露。
- 日本国债收益率和日元汇率持续上涨，投资者关注对全球债市、股市和汇率的溢出影响。由于日本通胀连续上升、日本央行延续QT和寿险公司购债需求减少，供求失衡推动日本长期国债收益率上升。日本长期国债收益率上升将推升美欧长债收益率和日元汇率，利空全球科技股。投资者关注本周三日本40年国债拍卖和未来日本央行QT政策与日本财政政策动态。
- 美股连续下跌，信息技术、通讯服务与可选消费领跌，公用事业、必选消费、能源与地产小幅上涨。特朗普威胁对欧盟和苹果等手机厂商加征关税，避险情绪升温，美债收益率回落，美元走弱，油价下跌，金价上涨。贝森特出面稳定市场后，美股跌幅收窄，美债收益率回升。受关税影响，5-8月通胀可能反弹，而就业市场仍相对平稳，美联储可能保持利率不变，美债收益率下降空间受限。9月后，随着需求收缩效应超过成本上升作用，通胀可能见顶回落，美联储开始降息，美债收益率可能下降。

行业点评

科技行业 - Computex 2025 总结：GB300 NVL72、液冷、GPU/SOCAMM 插槽、AI PC、DGX Spark

Computex 2025 于5月19日至23日在台北举行，主要聚焦于AI服务器、AI PC和散热/电源/连接器解决方案。以下为我们从主题演讲及展区走访后整理的核心要点：1) 第二季度GB200出货持续加速增长；2) GB300预计3Q进入样品导入阶段，目标为4Q启动量产；3) compute tray设计由Cordelia回归Bianca，尽管规格升级幅度有限，但有望提升整体出货节奏；4) Delta/Vertiv的800V高压直流电源架；5) Honhai/Wiwynn/Inventec/Gigabyte的GB300/B300液冷/风冷混合系统；6) FIT/安费诺的GPU/SO-CAMM插座和mid-plane（与cable cartridge相比）；7) Asus/Acer/Gigabyte/MSI的AI PC/DGX Spark；8) NVIDIA生态系统随着MGX平台（服务器）、NVLink Fusion（网络互联）和GROON N1（机器人平台）进一步发展。我们对2025年下半年GB200/GB300的机架出货量更加乐观，受益企业包括工业富联（601138 CH，未评级）、鸿腾精密（6088 HK）、比亚迪电子（285 HK）、立讯精密（002475 CH）和联想集团（992 HK，未评级）。（[链接](#)）

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	23,601	0.24	38.45
恒生国企	8,584	0.31	48.81
恒生科技	5,247	-0.09	39.39
上证综指	3,348	-0.94	12.55
深证综指	1,973	-0.89	7.37
深圳创业板	2,022	-1.18	6.88
美国道琼斯	41,603	-0.61	10.38
美国标普500	5,803	-0.67	21.66
美国纳斯达克	18,737	-1.00	24.82
德国DAX	23,630	-1.54	41.06
法国CAC	7,734	-1.65	2.54
英国富时100	8,718	-0.24	12.73
日本日经225	37,160	0.47	11.05
澳洲ASX 200	8,361	0.15	10.14
台湾加权	21,652	-0.09	20.75

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	40,852	0.34	36.98
恒生工商业	13,444	0.23	45.60
恒生地产	16,308	-0.08	-11.02
恒生公用事业	36,849	-0.20	12.09

资料来源: 彭博

公司点评

■ 同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 24.0 港元) - 1Q25 业绩超预期, 实现全年盈利增长展望可期

同程旅行公布 1Q25 业绩: 总收入为 44 亿元人民币, 同比增长 13%, 较招银国际预期/彭博一致预期高 0.7%/0.9%, 主因核心在线旅游 (OTA) 业务收入超出 1%, 但部分被旅游业复苏慢于预期所抵消; 调整后净利润为 7.88 亿元人民币, 同比增长 41%, 较招银国际预期/彭博一致预期高 6.6%/7.3%, 由核心在线旅游业务超出预期的运营杠杆以及旅游业务的运营优化所推动。1Q25 核心在线旅游业务的营业利润率 (OPM) 扩大至 29.2% (1Q24: 22.6%)。考虑到核心 OTA 运营效率提升好于预期, 以及利润率相对较低的旅游业务复苏慢于预期的综合影响, 我们将 2025-2027 年的收入预测下调 2%, 但维持调整后净利润预测基本不变。我们仍预测 2025 年核心 OTA 业务的营业利润/调整后净利润将同比增长 25%/18%。我们基于 DCF 得出的目标价维持在 24.0 港元不变, 相当于 15.6x 2025E 调整后 PE。维持“买入”评级。(链接)

■ 贝克微 (2149 HK, 买入, 目标价: 69.5 港元) - 定增完成, 关注执行落地

贝克微于 5 月 21 日完成了总额为 1.2 亿港元的定向增发, 以每股 40 港元配售 300 万股。本次募资净额将用于: 1) 加大对上游制造资源的投入 (包括但不限于自建晶圆厂及强化与现有晶圆厂的合作); 2) 补充一般营运资金。我们认为本次增发将有助于公司巩固其上游制造能力, 这对于公司未来的扩张至关重要, 尤其考虑到工业级模拟 IC 市场的长尾特性。同时, 此轮融资也将增强公司的现金储备, 为其日常运营注入更多流动性支持。公司目前仍是我们重点推荐的标的之一, 预计 2025E-2027E 年收入年增速达 27%-33%, 毛利率维持在 53%-54% 之间。维持“买入”评级, 目标价不变, 仍为 69.5 港元。(链接)

■ 滔搏 (6110 HK, 买入, 目标价: 3.62 港元) - 2026 财年指引保守, 但现金流和股息仍然强劲

2025 财年业绩: 净利润略逊预期, 股息超预期。销售额同比下降 7% 至 270 亿元人民币, 符合预期。净利润出现显著下滑, 同比下滑 42% 至 13 亿元, 低于市场和招银国际预期, 主要原因是毛利率弱于预期以及财务费用上升。不过股息相当亮眼, 派息率提升至 135%, 高于预期的 100%, 并且公司健康的现金流为高分红提供了有力支撑。库存周转天数为 135 天, 与上一年相比维持稳定。

短期表现来看, 2026 财年 1 季度零售销售趋势与 2025 财年 4 季度相似, 呈现中单位数下滑, 且黄金周数据符合全年目标。渠道结构方面, 电商销售增速持续领先线下, 然而行业促销环境激烈, 使得零售折扣压力加剧。公司的 2026 财年指引较为保守, 目标是净利润与 2025 财年持平, 公司选择优先追求利润而非销售增长, 同时, 由于新品推出速度慢、线上渠道占比提升等因素, 毛利率面临一定压力。

尽管公司面临销售压力, 包括关店以及品牌复苏缓慢等问题, 但凭借强劲的现金流应能支撑 100% 以上的派息率, 我们预计 2026 财年股息率约为 9%。

此外，渠道优化带来积极影响，电商利润率更高，加上同店销售有望趋稳，这些因素都有望推动公司业绩边际改善。

维持“买入”评级，目标价下调至 3.62 港元（前值：4.51 港元），基于 16 倍 2026 财年预测市盈率，同时下调盈利预测，以反映毛利率压力以及品牌复苏节奏放缓的情况。当前股票估值为 14 倍 2026 财年市盈率，与五年均值持平，高股息提供了一定的安全边际。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	股價	目標價	上行/下行	市盈率(倍)		市淨率(倍)	ROE(%)	股息率
				(當地貨幣)	(當地貨幣)	空間	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
長倉											
吉利汽車	175 HK	汽車	買入	20.30	24.00	18%	13.5	12.4	1.9	17.4	2.5%
小鵬汽車	XPEV US	汽車	買入	20.00	28.00	40%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中聯重科	1157 HK	裝備製造	買入	5.76	7.40	28%	11.3	10.1	0.8	7.2	6.8%
三一重工	600031 CH	裝備製造	買入	18.91	22.00	16%	20.8	18.0	2.1	10.4	2.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可選消費	買入	32.05	40.61	27%	20.0	17.0	1.3	27.3	0.0%
珀萊雅	603605 CH	必選消費	買入	91.30	133.86	47%	4.7	17.3	5.3	31.0	1.6%
華潤飲料	2460 HK	必選消費	買入	13.56	18.61	37%	0.6	0.7	2.3	17.2	3.2%
百濟神州	ONC US	醫葯	買入	241.43	359.47	49%	127.1	30.6	9.0	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	醫葯	買入	58.60	61.71	5%	217.0	127.4	6.6	3.2	0.0%
友邦保險	1299 HK	保險	買入	64.85	89.00	37%	98.3	88.8	14.5	15.7	0.4%
中國財險	2328 HK	保險	買入	14.98	15.80	5%	9.2	8.5	1.1	13.4	4.4%
騰訊	700 HK	互聯網	買入	518.00	660.00	27%	19.2	17.5	3.7	19.3	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互聯網	買入	120.73	155.50	29%	1.6	1.4	0.3	11.9	5.4%
攜程集團	TCOM US	互聯網	買入	62.33	70.00	12%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.7%
綠城服務	2869 HK	房地產	買入	4.12	6.13	49%	15.3	12.9	1.4	11.4	5.2%
小米集團	1810 HK	科技	買入	53.00	59.99	13%	34.6	28.5	5.4	13.6	0.0%
比亞迪電子	285 HK	科技	買入	33.70	43.22	28%	13.9	11.2	1.9	15.1	2.2%
地平線機器人	9660 HK	半導體	買入	7.60	8.90	17%	N/A	N/A	8.6	N/A	0.0%
韦尔股份	603501 CH	半導體	買入	130.19	176.00	35%	30.6	21.4	5.5	19.2	0.5%
貝克微	2149 HK	半導體	買入	50.70	69.50	37%	14.0	10.7	N/A	19.5	0.0%
北方華創	002371 CH	半導體	買入	424.86	512.00	21%	30.6	23.9	6.0	21.6	0.4%
Salesforce	CRM US	軟件與IT服務	買入	273.13	388.00	42%	24.2	21.7	4.3	11.1	0.5%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場預測（截至2025年5月23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。