

国际投行报告摘要

免责声明：以下内容基于机构研究报告提炼摘要，仅供参考，不构成投资建议。投资决策请自行判断。本期参考报告49份，发布周期5月18-25日

一、全球宏观（含美国）研判

- **全球增长分化：**美中“贸易与投资委员会”降低贸易不确定性，但中国4月工业、零售、固投全面低于预期；西班牙等部分欧洲经济体展现韧性。布伦特原油同比大涨75.8%至\$110/桶，推升全球成本压力。（GS 5/25, Bo 5/26, Ber 5/26）
 - **人形机器人宏观驱动力：**美国仓储薪资持续上涨，机器人ROI快速收敛至1年之内；中国已占全球工业机器人安装量约50%、2025年人形机器人部署量85%。OECD模型显示AI+机器人年化生产率增益可从0.7%提升至1.0%。（BAR 5/19, Ber 5/26）
 - **韩国央行鹰派转向：**预计采取“有节制的鹰派转向”，应对输入性通胀，管理韩元汇率波动。需警惕对出口和消费的潜在压制。（GS 5/24）
 - **FTSE指数调整与资金流：**6月季度调整引发被动资金再平衡，部分亚太科技股有望获得增量流入。（GS 5/24）
 - **地缘政治风险缓和：**美伊协议可能性上升，中东原油供应尾部风险下降，布伦特承压。策略上做空石油、做多风险货币（欧元、澳元）窗口开启，降低通胀预期或为美联储宽松提供空间。（NOM 5/25）
 - **人民币汇率稳定：**野村USD/CNY定价模型投影中间价6.7870，略强于现价，隐含央行引导预期叠加美元走弱，利好中国资产重估。（NOM 5/25）
-

二、中国宏观经济研判

- **4月数据全面减速**：高盛CAI环比年化7.1%，但工业利润+17.4%、出口+14.1%、社融+7.8%均低于上月。CPI回升至1.2%，PPI转正至2.8%缓和通缩担忧。FCI小幅收紧至102.6，财政支出增速回落。（GS 5/25）
 - **新质生产力加速**：政策向半导体、AI硬件倾斜，STAR50指数年内涨幅33%。但消费复苏分化，中低端服务业疲软，酒店业RevPAR与加盟扩张强劲，燃气等传统工业需求乏力。（GS 5/25, JP 5/25）
 - **煤矿事故触发供给约束**：山西重大矿难后多区域安全大检查，MS判断高强度监管抑制煤炭供给弹性，支撑近月煤价。但中期或推高用能成本，影响下游利润与PPI。（MS 5/24）
 - **地产与消费**：一线二手房价格连续第二个月环比正增长，但5月初热度消退；新能源车出口+120%，出口仍是企业估值分水岭。（MS 5/18, JP 5/19）
-

三、行业趋势研判

1. 人形机器人：仓库场景进入ROI甜蜜点

- **逻辑**：仓库结构化环境、大量重复性任务为理想早期场景，当前机器人效率接近75%的人类水平。
- **数据与趋势**：美国仓储工人年薪约4万，回收期已缩至2.9年；若单价降至7.5万、效率齐平，回收期锐减至0.7年。中国回收期从3.3年压缩至0.8年（单价2.5万）。超20家人形公司实地试点，合作伙伴含GXO、顺丰，物流自动化迈向“感知+人形”阶段。（Ber 5/26）

2. 自动驾驶：L2向L4 Robotaxi关键跨越

- **逻辑**：端到端大模型技术突破与传感器降本，商业化从概念验证进入运营优化。
- **数据与趋势**：小鹏等通过“技术输出+自营”模式进入Robotaxi；L4共享出行TAM巨大，技术领先者获得利润池先发优势。（GS 5/25）

3. 光通信与卫星互联网：AI算力高景气周期

- **逻辑**：800G/1.6T光模块需求爆发，带动上游光电器件、PCB、封装；低轨卫星组网开辟相控阵天线与宏WiFi新市场。

- **数据与趋势：**光模块速率升级确定，深南电路AI PCB同步放量，ABF改善；通宇通讯获买入评级，卡位低轨卫星核心。光通信与卫星通信处于早期超级周期。（GS 5/25, GS 5/25, GS 5/24）

4. 中国酒店业：品牌+零售双复利增长

- **逻辑：**生活方式酒店实现品牌溢价与零售变现双轮驱动，打破单一RevPAR估值。
- **数据与趋势：**亚朵ADR、RevPAR领先，加盟商高速扩张，零售SKU爆发增长第二曲线。消费品思维重塑酒店业估值体系。（JP 5/25）

5. 半导体先进封装：AI算力核心战场（CoWoS, CPO, WoW）

- **逻辑：**AI芯片物理极限转向封装，CoWoS满足更大中介层与HBM需求，CPO解决I/O功耗，WoW突破3D堆叠极限。
- **数据与趋势：**封装从“后道工序”变为算力上限的核心卡位，中国在设备与基板材料领域供应链机遇重估，技术跃迁带来非线性增长。（MS 5/22）

6. 全球奢侈品：韧性犹存，增长常态化

- **逻辑：**顶级品牌以护城河与定价权转嫁成本，但行业从V型反弹回归常态化。
- **数据与趋势：**Chanel FY25业绩强劲，中国消费回流与高端商场为超额收益关键；拥有极致品牌力和高VIC的品牌胜出。（JP 5/20）

7. 金融科技：Google I/O 2026的颠覆信号

- **逻辑：**AI原生应用改变保险、理财流量入口与交互方式，在线分销模式面临变革。
- **数据与趋势：**掌握场景和数据的平台受益，传统中介或被管道化；个性化比价、智能投顾、自动化理赔成趋势。（JP 5/25）

8. 中国煤炭：安全溢价回归，供给约束再现

- **逻辑：**矿难引发外部性供给冲击，非需求驱动，安检常态化压制供给弹性。
- **数据与趋势：**煤价底部抬升，高分红煤企红利窗口再现，但需警惕价格调控上限。（MS 5/24）

四、个股策略

公司	核心逻辑与关键数据	来源与目标价
Ajinomoto (2802.JP)	半导体材料ABF首次提价15%，新定价范式确立；FY3/27-EPS上调至151.5日元	Ber 5/25 TP ¥6,700
OmniVision (603501.SS)	2Q26起车用/智能眼镜订单复苏，医疗内窥镜CIS净利率为手机4-5倍，国产替代趋势	CI 5/21 A股目标¥130
华测导航 (300627)	卫星导航定位与测绘龙头，估值已反映自动驾驶与位移监测预期	GS 5/24 首次覆盖中性，暂无目标价
Lithium Argentina (LAR)	Cauchari-Olaroz达产，二期+PPG推动LCE总产能至20万吨/年	GS 5/25 未明确评级，中期价值
小鹏汽车 (9868.HK)	L2向L4 Robotaxi转型，技术输出+自营双轮驱动	GS 5/25 买入，目标价未明确
亚朵集团 (ATAT.US)	酒店RevPAR领先+零售第二曲线，加盟扩张确定性高	JP 5/25 未明确评级，估值向消费品牌切换
通宇通讯 (002792)	低轨卫星相控阵天线卡位，中国星网组网受益	GS 5/24 首次覆盖买入 TP ¥79
深南电路 (002916.SZ)	800G/1.6T光模块PCB放量，ASP提升，ABF改善	GS 5/25 买入
长电科技 (600584.SS)	毛利率扩张，但利润率改善节奏存不确定性	GS 5/25 中性
Lasertec (6920.T)	ACTIS检测设备订单爆发在即，FY6/27订单大年，半导体设备上行周期	GS 5/25 重申买入(CL)
Ulvac (6728.T)	半导体订单强劲，但利润率全面改善至少到2H6/27	GS 5/25 未明确，短期承压，左侧观察

免责声明：以上内容基于机构研究报告摘要，仅供参考，不构成投资建议。投资决策请自行判断。