

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周二（4月1日）中国股市上涨。港股医疗保健、能源与公用事业领涨，资讯科技、必选消费与原材料跑输。A 股生物医药、医疗设备与服务与公用事业涨幅居前，家电、软件服务与汽车板块领跌。投资者预期集采松绑、海外授权和财报改善将支撑医疗板块从低位修复。小米汽车事故引爆舆论，打击智能驾驶板块。中概股走高。国债期货上涨，人民币走弱。
- 欧洲股市反弹。信息技术、工业与金融领涨，能源、医疗保健与公用事业跑输。德国国债收益率回落，欧元下跌。欧元区 3 月通胀降至 2.2%，低于 2 月的 2.3%，表明通胀压力有所缓解。市场预期 4 月 17 日欧央行再次降息概率达到 70%。欧央行估计美国对欧盟征收 25% 关税将在第一年降低欧元区经济增速约 0.3 个百分点，如果欧盟报复，则降幅会更大。但欧央行官员对关税是否显著推升通胀存在分歧。
- 美股惊险收涨。可选消费、通讯服务与信息技术领涨，医疗保健、金融与地产跑输。关税背景下涨价预期刺激提前购车潮，马斯克可能于 5 月底卸任 DOGE 提振特斯拉股价。共和党正起草新的减税法案，计划将州和地方的个税减免从 1 万美元提高至最高 2.5 万美元，有助于部分抵消关税的负面影响。就业延续缓慢降温迹象，2 月职位空缺数处于 4 年低位。3 月 ISM 制造业指数今年首次出现萎缩，价格指数创将近三年新高。
- 贸易战将打击全球经济前景并推升避险情绪，美债收益率回落，美元指数小幅走高，金价连创新高。需求收缩效应可能超过供应链成本上升作用，铜价小幅走低，原油回落。

公司点评

- 三一国际(631 HK, 买入, 目标价: 8.20 港元) - 即将进入复苏阶段
三一国际目标在 2027 年实现 500 亿元人民币的营收和 24% 的毛利率，这意味着 2025-27 年营收复合年增长率为 32%，而毛利率较 2024 年上升 1.6 个百分点。受矿用卡车强劲需求的推动，三一国际有信心在未来几年实现海外矿山装备 20% 的复合年增长率。此外，考虑到煤矿机械有机会于今年下半年复苏，再加上港口机械的稳健表现以及光伏和油气设备盈利能力的改善，将有助提振投资者信心，我们相信三一国际即将触底反弹。我们将 2025 年/2026 年盈利预测分别下调 1%/上调 3%。我们将估值基数延展至 2025 年，目标市盈率 11 倍不变（自 2017 年以来的平均市盈率），并将目标价从 7.2 港元上调至 8.2 港元。维持买入评级。（[链接](#)）

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	23,207	0.38	36.13
恒生国企	8,537	0.24	48.00
恒生科技	5,407	0.23	43.65
上证综指	3,348	0.38	12.55
深证综指	2,012	0.35	9.49
深圳创业板	2,102	-0.09	11.13
美国道琼斯	41,990	-0.03	11.41
美国标普 500	5,633	0.38	18.10
美国纳斯达克	17,450	0.87	16.24
德国 DAX	22,540	1.70	34.55
法国 CAC	7,876	1.10	4.42
英国富时 100	8,635	0.61	11.66
日本日经 225	35,624	0.02	6.46
澳洲 ASX 200	7,925	1.04	4.40
台湾加权	21,280	2.82	18.68

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	39,042	0.56	30.91
恒生工商业	13,457	0.21	45.74
恒生地产	15,739	0.62	-14.13
恒生公用事业	35,281	1.55	7.32

资料来源: 彭博

■ 康方生物 (9926 HK, 买入, 目标价: 102.61 港元) - AK112 验证其作为下一代免疫肿瘤 (IO) 疗法的潜力

医保准入推动 2025 年增长: 康方生物 2024 年的业绩反映了强劲的成本控制, 尽管销售收入未达预期。公司报告的总收入为 21 亿元, 其中产品销售收入为 20 亿元, 同比增长 25%。运营效率持续提升, SG&A 与产品销售的比率从 2023 年的 69% 降至 61%, 研发费用同比下降 5% 至 12 亿元。康方生物 2024 年净亏损为 5 亿元。截至 2024 年底, 公司持有 73 亿元的丰厚现金。我们预计 2025 年公司产品销售将同比增长 60% 至 33 亿元, 主要得益于 AK104 和 AK112 今年初被纳入国家医保。

关键 3 期研究结果将定义 AK112 作为下一代 IO 疗法的价值: AK112 正在成为康方生物的估值驱动因素, 其关键临床数据使其有望成为下一代 IO 疗法。该药物在中国的一项与 Keytruda 头对头的 3 期研究中, 显示出在一线 PD-L1 阳性 NSCLC 患者中具有显著的 PFS 获益。尽管公司尚未披露该研究 OS 数据的发布时间, 但这一数据仍是可能进一步验证 AK112 临床优势的关键催化剂。与此同时, Summit 的全球 3 期研究值得关注, 该研究评估 AK112 联合化疗对比单独化疗在 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 患者中的疗效, 数据预计将于 2025 年中期公布。该研究的中国队列此前报告的中位 PFS 为 7.1 个月对比 4.8 个月 (HR=0.46), 数据成熟度为 52% 时, 中位 OS 为 17.1 个月对比 14.5 个月 (HR=0.80, 95% 置信区间 0.59–1.08)。鉴于 OS 处于统计显著性临界点, 并考虑到试验中尤其是对照组病人进展后其他新型疗法的可及性, 如强生的 EGFR/c-Met 双抗 (已获批) 和第一三共/默沙东的 HER3-DXd (已提交 BLA), 我们将密切关注该临床的全球 OS 数据, 以评估 AK112 在这种不断演变的治疗格局中的潜在定位。

通过一线临床以及 ADC 的联合疗法扩大 AK112 的市场覆盖: 康方生物正在积极扩大 AK112 的临床应用范围, 计划于 2025 年在中国开展针对免疫治疗耐药 NSCLC 的 3 期试验。除了 NSCLC, 公司还在推进 AK112 的广泛一线策略, 包括正在进行的三阴性乳腺癌 (TNBC)、微卫星稳定型结直肠癌 (MSS CRC)、胆管癌 (BTC)、头颈部鳞状细胞癌 (HNSCC) 和胰腺癌的 3 期试验。展望未来, PD(L)-1/VEGF 和 ADC 的联合疗法可能为肿瘤治疗带来变革。Summit 已与辉瑞达成临床合作, 评估 AK112 与辉瑞 ADC 的联合应用。康方生物正在推进其自身的创新 ADC 研发管线, 包括正在进行临床研究的 HER3 ADC AK138D1, 以及预计将于 1H25 进入 1 期试验的 Trop2/Nectin4 ADC AK146D1。

维持买入评级: 随着 PD-(L)1/VEGF 疗法在全球合作交易中成为热门领域, 我们看好 AK112 作为下一代 IO 疗法的潜力。我们提高了对 AK112 的销售预测, 并将公司目标价上调至 102.61 港元。 ([链接](#))

■ 固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 52.38 港元) - AI 赋能中医服务龙头

固生堂发布 24 年度业绩, 收入同比增长 30.1% 至 30.2 亿元, 经调整净利润同比增长 31.4% 至 4.0 亿元。公司的收入符合我们的预期, 但利润端比我们的预测高 3.1%。公司业绩在医保监管趋严的情况下保持了高速增长, 体现出固生堂作为龙头企业的合规性以及强劲发展势头。受益于强劲增长的客户需求, 公司线下收入同比增长 35%, 其中老店收入同比增长 28%, 门诊人次同比增长 25.9%, 客单价同比增长 3.3%。公司持续推进医联体合作, 全年新增 8 家医联体合作单位。线下门店网络加速扩张, 全年新增 21 家门店。管理

层预计 2025 年收入同比增长 25%；考虑到公司在 AI 方面的投入，预计经调整利润同比增长不低于 20%。

逆势快速扩张，巩固龙头优势。固生堂在 24 年共计新增 21 家门店，扩张速度相比于 23 年的 9 家大幅度提速。目前公司已在国内 20 个城市以及新加坡拥有 78 家线下中医医疗机构，相比 23 年底的 56 家显著增加。24 年新增的门店主要集中在长三角，且公司继续强化在中部的布局，新进入长沙。固生堂的门店网络现在覆盖国内经济较发达区域，包括长三角、珠三角、北京和中部省会城市。值得注意的是，固生堂 24 年迈出国际化第一步，通过收购进入新加坡市场。管理层表示公司将加速海外扩张，25 年海外收入目标为 1.5-2.0 亿（注：非并表收入）。在国内市场，固生堂将继续聚焦一线城市的门店加密。公司计划在 25 年新增 15-20 家门店，新进入 2-3 个城市。

AI 赋能业务发展及效率提升。固生堂在中医领域内有多年的数据积累，包括持续不断产生的来自名医的高价值诊疗数据。依托于固生堂的全国门店网络，公司已经在多个业务领域开启 AI 应用落地。固生堂计划在今年 7 月推出 10 个专家的 AI 分身，不仅可提高稀缺名医资源的供给，也可快速提升年轻医生的诊疗能力。在患者端，固生堂也通过 AI 技术为患者提供更便捷的诊疗以及会员家庭医生服务。根据公司测算，AI 将名医产能每提高 10%，将带来 1 亿元新增收入，患者平均就诊次数每提高 0.1 次，将带来 7,800 万元新增收入。管理层表示未来将通过 AI 赋能合作伙伴，将固生堂的商业模式从连锁模式升级为连锁+平台模式。公司计划在 25 年继续增加投入以强化 AI 能力。

股东回报丰厚。固生堂在 24 年通过分红和回购累计回馈投资者 4.2 亿元，相当于公司 24 年归母净利润的 137%。基于公司强劲的盈利能力和良好的现金流水平，管理层预计未来的分红比例将维持在 30% 以上，同时公司也将适时继续回购股票，以持续回报股东。目前股价对应 25 年股息率为 1.5%。

维持买入评级。调整基于 DCF 的目标价至 52.38 港元（WACC: 10.2%，永续增长率：3.0%）。我们预计固生堂 2025E/ 26E/ 27E 收入增速为 26.7%/ 25.9%/ 25.0%，经调整净利润增速为 20.4%/ 25.3%/ 25.4%。我们的收入预测比一致预期分别低 2.5%/ 3.3%/ 4.0%，利润预测比一致预期分别低 1.1%/ 4.1%/ 2.7%，以反映我们对于监管环境的谨慎态度。（[链接](#)）

■ **卓胜微（300782 CH，持有，目标价：82 元人民币）：长期前景不变；利润率压力仍存，维持“持有”评级**

卓胜微公布了 2024 财年业绩。公司实现营收 45 亿元人民币，同比增长 2.5%，低于我们和彭博一致预期 2%/1%；净利润同比大幅下滑 64.2% 至 4.0 亿元人民币，分别低于我们和彭博预期 28%/21%。毛利率/净利率分别同比下降 7.0/16.7 个百分点至 39.5%/9.0%（2023 财年为 46.4%/25.6%），主要因子公司芯卓半导体产线爬坡期间带来的毛利压力，同时公司正从 Fabless 转向 Fab-lite 运营模式。

我们认为公司长期增长前景依然完善，公司正在打造平台级制造能力与供应链自给自足。不过，由于短期利润率压力依存，我们仍维持“持有”评级，并将目标价下调至 82 元人民币，基于 45 倍 2026 年预期市盈率。（[链接](#)）

■ **英恒科技 (1760 HK, 买入, 目标价: 2.34 港元) : 2024 收入符合预期; 预计 FY25-26E 需求稳定和利润率强劲复苏**

在英恒科技发布业绩后我们已与管理层交流。虽然公司在新能源/智驾网联/车身系统 (同比增长 24%/27%/11%) 推动下实现了收入 15% 的同比稳健增长; 但由于 OEM 价格战, 2024 年 GPM 降至 14.5% (2023 年为 18.7%)。展望 2025 年, 管理层对收入前景和 GPM 强劲持正面看法, 尤其是新能源和智驾网联业务将受益于新能源汽车、智能驾驶和客户海外扩张趋势。我们将 FY25/26E 每股收益下调了 33%/32%, 考虑到 GPM 下降和收入增加因素。我们的新目标价为 2.34 港元, 基于 2025 年 9.0 倍市盈率 (与此前 FY24 10xPE 相比), 与低于 8 年历史平均 PE 一个标准差基本一致。短期股价催化剂包括项目赢取和利润率复苏。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.88	23.00	36%	11.7	10.8	1.6	15.7	3.1%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.96	28.00	34%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.61	7.40	32%	11.0	9.8	0.8	7.2	6.8%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	85.90	120.86	41%	18.2	15.7	3.2	23.2	3.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	35.64	38.51	8%	17.1	14.7	1.4	26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	413.60	484.83	17%	146.7	134.3	24.6	14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.14	133.86	61%	21.7	17.4	6.0	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.58	18.61	28%	14.9	12.6	2.5	17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	271.04	359.47	33%	220.4	41.7	8.6	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	68.23	94.05	38%	16.7	14.0	2.9	19.1	1.9%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.65	34.00	38%	5.8	5.4	0.7	14.7	4.8%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.64	15.80	8%	9.3	8.4	1.1	13.1	4.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	505.00	625.00	24%	17.7	16.4	3.7	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	56.15	80.00	42%	12.0	10.2	2.8	24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	132.70	157.70	19%	2.0	1.8	0.3	11.8	4.2%
携程	TCOM US	互联网	买入	63.17	70.00	11%	2.6	2.3	0.3	10.3	1.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.25	6.13	44%	15.7	13.3	1.5	11.4	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	46.00	59.52	29%	30.1	24.6	4.9	15.4	0.3%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	40.30	47.10	17%	14.1	11.2	2.3	17.2	2.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	98.61	186.00	89%	20.5	14.2	5.6	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	429.20	426.00	N/A	39.4	30.2	7.6	21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	133.66	176.00	32%	48.6	31.2	6.6	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	270.20	388.00	44%	21.5	19.6	4.2	11.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 1 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。