

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 3月25日A股明显修复，上证综指上涨1.30%，创业板指上涨2.01%；盘面上电力、算力硬件与科技成长领涨。港股同样走强，恒生科技指数涨近2%，因市场监督管理总局发文提示反对外卖内卷式竞争，美团、阿里和京东大涨。宏观层面，王毅与伊朗外长通话，强调中东问题应“劝和促谈”。离岸人民币汇率继续在6.90附近展开震荡。
- 油价下跌带领日本股市修复，日经225收涨2.9%。欧洲STOXX 600收涨1.42%，连续第三日反弹。矿业、银行与旅行休闲等板块领涨。美伊停火方案传闻带来风险偏好回升，但伊朗否认直接谈判。
- 标普500涨0.54%，纳指涨0.77%，小盘股涨幅更大。行业上，油价回落利好材料、可选消费和工业反弹，能源跑输。科技内部继续分化，Arm因发布首款CPU大涨，其他芯片股受带动走强，而谷歌KV缓存压缩技术冲击存储需求预期，美光、闪迪等存储股明显回落。
- 美国10年期国债收益率下行至4.32%，2年期回落至3.89%，显示市场在停火预期下暂时削减此前激进的加息押注。宏观层面，美国2月进口价格环比大涨1.3%，创近四年最大升幅，能源、消费品和资本品价格普遍上涨，说明中东冲突引发的输入性通胀已开始向美国价格体系传导。我们认为美联储短期仍难轻易转鸽。
- 油价显著回落，Brent跌2.17%至102.22美元/桶，因伊朗表态“除交战国外，霍尔木兹海峡已开放”，发往亚洲的运输开始恢复。黄金则明显反弹，涨2.27%至4,534.90美元/盎司。比特币重回7万美元关口。

公司点评

- 拼多多 (PDD US; 买入; 目标价: 161.7 美元) - 仍处持续投入阶段, 但盈利修复可期**
 拼多多公布4Q25业绩: 营收同比增长12.0% (3Q25: 9.0%), 达1,239亿元人民币, 符合彭博一致预期。符合预期的业绩主要由交易服务费收入超预期5%驱动, 核心得益于Temu业务收入增长好于预期; 但线上营销服务及其他收入不及预期3%, 部分抵消了上述正面贡献, 我们认为这主要受4Q25消费情绪偏弱影响。4Q25营业利润(OP)为277亿元人民币, 同比增长8.3%, 基本符合市场一致预期, 不过非GAAP净利润为263亿元人民币, 因所得税费用高于预期, 低于市场预期16%。2025年全年, 拼多多营收同比增长10%, 而非GAAP净利润同比下降12%, 主要系公司持续投入完善平台生态所致。在将估值基准滚动至2026年预测值后, 我们基于

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,336	1.09	-1.15
恒生国企	8,583	0.98	-3.71
恒生科技	4,923	1.91	-10.75
上证综指	3,932	1.30	-0.93
深证综指	2,584	1.96	2.11
深圳创业板	3,317	2.01	3.55
美国道琼斯	46,429	0.66	-3.40
美国标普500	6,592	0.54	-3.70
美国纳斯达克	21,930	0.77	-5.65
德国DAX	22,957	1.41	-6.26
法国CAC	7,847	1.33	-3.72
英国富时100	10,107	1.42	1.77
日本日经225	53,750	2.87	6.77
澳洲ASX 200	8,534	1.85	-2.07
台湾加权	33,439	2.54	15.45

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	50,315	1.45	2.82
恒生工商业	13,243	0.92	-4.58
恒生地产	19,881	0.41	13.20
恒生公用事业	40,262	1.55	5.88

资料来源: 彭博

SOTP 的目标价上调 5% 至 161.7 美元（此前为 154.3 美元）。拼多多当前对应 2026 年预测非 GAAP 市盈率为 8 倍，公司持有现金、受限现金及短期投资合计约 4,960 亿元人民币。我们预计 2026 年非 GAAP 净利润同比增长 16%，支撑因素为 Temu 减亏及核心业务盈利稳健增长。我们认为其风险收益比具备吸引力，重申买入评级。（[链接](#)）

■ **快手 (1024 HK; 买入; 目标价: 80.0 港元) - AI 商业化进展积极, 但 AI 投入增加或影响短期利润率**

快手公布 4Q25 业绩: 总营收同比增长 12% 至 396 亿元, 经调整净利润同比增长 16% 至 55 亿元, 均较一致预期高出 2%, 主要得益于核心商业业务收入强劲增长 (同比增长 17%)。FY25 总营收/经调整净利润分别同比增长 13%/17%。展望 FY26E, 我们预计总营收同比增长 4%, 增速有所放缓, 主要受直播业务调整、海外业务短期压力及一些电商商家扶持举措的影响。AI 商业化势头依然强劲: 管理层预计 FY26 可灵 AI 收入同比增长超 100%, 但 AI 投入增加也将对短期利润率形成拖累。因此, 我们下调 FY26-27E 经调整净利润预测至 171 亿元/203 亿元 (前值: 203 亿元/267 亿元), 并将基于 SOTP 的目标价下调至 80.0 港元 (前值: 88.0 港元)。尽管短期存在利润率压力, 我们预计 AI 投入将通过加速可灵 AI 商业化及核心业务增长逐步兑现成效。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **禾赛集团 (HSAI US; 买入; 目标价: 29.3 美元) - 核心业务增长前景稳健; 积极开拓激光雷达市场以外的扩张机遇**

禾赛发布 4Q25 业绩: 总营收达 10.0 亿元人民币, 同比增长 39.0%, 基本符合我们的预期, 但较彭博一致预期低 8%, 主要原因是收入结构向均价相对较低的 ATX 与 JT 系列倾斜, 带动产品均价 (ASP) 下滑速度快于预期。非 GAAP 净利润为 1.81 亿元人民币, 高于我们的预测及彭博一致预期 (分别为 1.07 亿/1.33 亿元人民币), 主要得益于超预期的非经营性项目支撑。管理层将 2026 年激光雷达出货量指引从 200-300 万台上调至 300-350 万台, 支撑因素为 ADAS 激光雷达 (由 FTX 及升级版 ATX 驱动) 与机器人激光雷达 (受割草机器人需求强劲拉动) 业务均实现高速增长, 预计两者同比均将翻倍。除激光雷达外, 禾赛明确提出致力于成为下一轮实体人工智能时代的核心基础设施提供商, 并计划在未来数月推出两款全新旗舰产品, 以满足物理人工智能生态系统中对“感知”与“执行”环节日益增长的需求。我们对 2026 年营收 44.0 亿元人民币的预测基本保持不变, 但因股本基数调整, 将目标价从 31.3 美元下调至 29.3 美元, 仍采用不变的 2026 年预测市销率 7.5 倍估值。我们维持买入评级, 看好 L3 级车型渗透率提升及新产品收入贡献提升带来的催化。（[链接](#)）

■ **石药集团 (1093 HK; 买入; 目标价: 13.05 港元) - 对外授权正成为可持续的收入引擎**

尽管受集采和处方管控影响, 石药集团 2025 年收入下滑, 但药品销售已触底, 有望在 FY26E 企稳。同时, 公司已成功转型为全球创新者, 持续达成

对外授权交易。在差异化管线的支撑下，经常性的 BD 收入将驱动公司长期增长。维持“买入”评级，目标价微调至 13.05 港元。

产品销售有望在 FY26E 企稳。受严格的院内处方管控及集采拖累，FY25 总收入同比降 10.4% 至 260 亿元人民币（其中不含授权费的成药销售同比降 20.8%）。但环比趋势显示业绩已触底：剔除授权费后，下半年成药销售环比反弹 4.9%。随着集采影响的逐步消化，预计 FY26E 公司药品销售将企稳持平。此外，公司销售费用同比大降 25.4% 至 65 亿元，反映了集采后营销强度的结构性下降；而公司持续加大创新力度，研发费用同比增 12.0% 至 58 亿元。FY25 归母净利润为 39 亿元（同比-10.3%）。

可持续的对外授权收入流。公司已成功向全球创新模式转型，BD 业绩卓越。2026 年 1 月，石药与阿斯利康就 8 款减重及降糖项目达成重磅授权交易，潜在总额超 185 亿美元（首付款达 12 亿美元）。此外，自 2024 年底以来，公司还达成了 6 项授权交易（涵盖 Lp(a)、MAT2A、ROR1 ADC、口服 GLP-1、伊立替康脂质体及 AI 小分子平台），充分验证了其自研实力。凭借丰富的差异化后期管线（如 PD-1/IL-15 bsAb、EGFR ADC、B7-H3 ADC 等），公司有望持续创造丰厚的经常性 BD 收入。

维持买入评级。持续的 BD 交易是未来盈利增长与估值扩张的核心催化剂。受 BD 里程碑付款节奏影响，我们预计 FY26E/FY27E 收入将分别同比 +10.7%/+6.4%，归母净利润同比+47.2%/-1.5%。考虑到 FY25 成药销售承压，我们将基于 DCF 的目标价从 13.93 港元微调至 13.05 港元。（[链接](#)）

■ 农夫山泉 (9633 HK, 买入, 目标价: 60.88 港元) - FY25 茶饮、果汁业务亮眼, 维持高增面临诸多挑战

农夫山泉 FY25 收入同比增 22.5% 至 526 亿元，超彭博一致预期 4%。净利润同比增 30.9% 至 159 亿元，超彭博一致预期 6%，主要受益于包装水业务复苏、茶饮及果汁业务超预期表现（尤其 2025 年下半年），以及奥运后销售及管理费用大幅下降。公司维持 2026 财年收入双位数增长目标，但鉴于经营环境存在不确定性，未披露毛利率及净利润指引。我们预计公司 2026-2028 年收入及利润三年复合增速约 11%。维持买入评级，目标价上调 5% 至 60.88 港元，基于：1) 估值基准由 2025 财年切换至 2026 财年；2) 目标市盈率下调 20% 至 32 倍，以反映行业竞争加剧及地缘政治引发的原材料涨价担忧；交易情绪层面，业绩利好或已充分反映至股价，2026 年消费板块整体情绪偏弱或拖累股价

两大基石业务增长强劲，行业竞争日趋激烈。1) 茶饮：增长亮眼，竞争加深。板块 FY25 收入同比增 29% 至 216 亿元，2H25 增 38%，较 1H25 的 20% 显著加快，主要受益于无糖茶规模增长。板块经营利润率 FY25 提升 2.9 个百分点至 48.0%，但 2H25 较 1H25 降低 0.6 个百分点，体现市场竞争程度持续加剧。2) 水饮：2H25 进一步恢复。板块全年录得收入+17% 至 187 亿元，2H25 增速 25% 显著快于 1H25。全年经营利润率提升 6.3 个百分

点至37.4%，2H25在1H25的35.4%提升4个百分点至39.4%，说明业务在2H得到进一步恢复。

果饮业务规模快速提升。果汁饮料FY25收入同比增27%至52亿元，2H25增长(+33%) 在1H25(+21%)基础上进一步加快主要受益于消费者健康意识的提升。板块经营利润率在FY25提升9.4个百分点至34.3%，主要受益于结构变化以及规模效应。2H25自1H25的31.3%提升至37.3%。随着消费者对饮食健康的追求不断攀升，公司在板块的深耕可能会继续带来规模效应的释放。

维持买入。目标价上调5%至60.88港元，主要考虑：1) 估值基准切换至2026财年；2) 目标市盈率下调20%至32倍，以反映业绩高增后的基本面担忧，包括2026年包装水及饮料行业竞争或进一步加剧、地缘政治导致PET等原材料价格波动带来成本压力，公司在亮眼业绩后维持高增长面临挑战。交易情绪方面，业绩公布后股价大涨9.4%或已充分消化利好，2026年消费环境偏弱或拖累板块情绪及股价表现。公司作为行业绝对龙头及板块内少数优质可投资标的，有望获得资金集中配置，维持买入评级。 ([链接](#))

■ 南微医学 (688029 CH; 首次覆盖-买入; 目标价: 92.13人民币) - 国际化渠道深耕与可视化新曲线共振

南微医学是国内消化内镜诊疗器械龙头，近年来公司的增长驱动力正由国内进口替代逐步转向海外市场扩张。公司正持续推进美国、欧洲、日本等重点区域的本地化布局，海外收入占比不断提升。我们认为，海外营销网络和直销体系的持续完善有望驱动海外业务快速增长。国内业务则有望在集采落地后边际修复。此外，一次性胆道镜等可视化产品将打开中长期成长空间。基于公司较强的产品矩阵以及持续推进的国际化布局，我们看好公司的长期稳健增长。首次覆盖给予“买入”评级，目标价为92.13元人民币。

国际化战略成效显著，海外直销网络构建核心壁垒。全球内镜诊疗器械市场规模稳步扩张，但行业竞争格局仍高度集中(CR3约83%)。据波士顿科学，2025年内镜诊疗器械可及市场规模约为80亿美元，预计将以6%的CAGR稳健增长。按2025年收入粗略估算，南微医学的全球市占率仅约6%，提升空间巨大。近年来，公司持续推进国际化，已在美国、欧洲、日本等区域建立直销体系，海外收入占比持续提升，海外业务已成公司增长的核心引擎。2021-24年海外收入CAGR达22%，2025年前三季度同比增长42%，体量首次超越国内。我们预计，公司将在海外主要市场持续通过自建与收购拓展直销渠道。直销有助于增强终端医院覆盖与临床反馈效率，且直销毛利率远超经销。渠道结构优化及规模效应逐步体现将为公司中长期利润率改善提供支撑。此外，泰国基地投产将增强供应链韧性，全球化运营的规模效应有望加速释放。

集采影响边际减弱，国内基本盘有望改善。我们认为，国内内镜诊疗需求增长得益于老龄化、早癌筛查渗透率提升及微创术式普及，行业长期增长动能较为明确。尽管国内业务短期仍受集采执行和渠道去库存影响，但随着集采落地，以及集采规则优化缓和极端低价竞争预期，国内业务有望在 2026 年筑底，2027 年改善趋势或更为清晰。此外，叠加海外收入占比的快速提升，公司的增长韧性有望增强。

可视化业务打造第二增长曲线。公司以 eyeMax 胆道镜切入一次性内镜市场，灼识预计 2032 年全球一次性内镜市场将达 90 亿美元。2024 年南微医学在中国一次性胆道镜市场份额已达 24%，仅次于波士顿科学（46%）。我们认为，传统复用式软镜面临着清洗消毒成本高、交叉感染风险高的痛点，一次性内镜是内镜诊疗领域的重要发展方向。公司依托既有消化内镜渠道和医生资源，有望持续推进产品入院，并带动配套内镜耗材销售增长。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 92.13 元人民币。我们看好南微医学的稳健增长，预计公司 2025-28E 收入和归母净利润的 CAGR 分别为 14.6%和 13.6%。首次覆盖给予“买入”评级，基于 10 年 DCF 模型，目标价 92.13 元人民币（WACC: 10.7%，永续增长率: 2.0%）。（[链接](#)）

■ 中国宏桥 (1378 HK, 买入, 目标价: 45 港元) – 回购进度更新

宏桥在周一的业绩会中提到未来 1-2 年有机会每年以 50 亿元进行回购，公司其后在周一至周三(23-25 日)以合共 12 亿港元回购约 3,780 万股，平均价 32.8 港元，而这三天的平均价格较去年 11 月的配股价(29.2 元)高 12%。我们重申宏桥是今年全球铝供应紧张的主要受益者（中东供应受限+印度尼西亚能建设进展缓慢）。

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策。

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策。

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。