

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 3月24日A股探底回升，上证综指上涨1.78%，创业板指涨0.50%，全市场超5100只个股上涨，成交约2.10万亿元；板块上，电力、军工、医药、航运港口、锂矿和光通信等表现靠前，而前期强势的油气、煤炭回落。港股同步修复，恒生指数收涨2.8%，恒生科技指数收涨2.5%，南向资金当日净流出273.61亿港元。原材料、医疗保健和金融领涨，能源收跌。宏观方面，中国外长王毅同伊朗外长通电话，释放和平窗口期信号。人民币方面，美元兑离岸人民币延续在6.9附近震荡。
- 日韩股市反弹，韩国综指收涨2.7%，日经225收涨1.4%。日本3月制造业PMI降至51.4，显示中东局势与能源冲击已开始拖累景气。欧洲方面，STOXX 600收涨0.43%，但欧元区3月综合PMI降至50.5，创10个月低点。市场虽然在新一轮暴跌后出现技术性修复，但“油价抬升通胀、同时拖累增长”的滞胀式压力已在亚欧数据中显现。
- 美股震荡走弱，标普500下跌0.37%，纳指下跌0.84%。通信服务、房地产和信息技术跌幅居前，能源、材料和公用事业收涨。AWS与Anthropic相继推出桌面智能体（Agent）产品，再次引发了市场对传统订阅制软件将被AI智能体彻底颠覆的恐慌，科技软件ETF单日跌超4%。此外，受美国拟议限制稳定币生息法案的影响，Circle股价暴跌近20%创历史最大单日跌幅。
- 10年期美债收益率升至约4.38%，2年期一度升至3.87%附近，反映市场更担忧高油价带来的再通胀与庞大债券供给压力。美联储理事沃勒对“维持利率不变、暂不急于降息”持开放态度，反映利率市场更担忧通胀压力。美元指数小幅走高至99.19附近。美国3月综合PMI降至51.4，私营部门就业分项自一年多来首次跌破荣枯线，显示增长已有放缓迹象。
- WTI原油在常规交易时段大涨近5%，但美股盘后因特朗普称美伊谈判“完美”及潜在停火一个月的传闻，原油在一小时内急挫逾6%并跌破90美元。现货黄金在连跌后反弹1.15%报4459美元附近，白银涨近3%。加密货币市场表现较弱，比特币在7万美元关口下方震荡。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,064	2.79	-2.21
恒生国企	8,500	2.31	-4.65
恒生科技	4,831	2.51	-12.42
上证综指	3,881	1.78	-2.21
深证综指	2,535	2.17	0.15
深圳创业板	3,252	0.50	1.51
美国道琼斯	46,124	-0.18	-4.03
美国标普500	6,556	-0.37	-4.22
美国纳斯达克	21,762	-0.84	-6.37
德国DAX	22,637	-0.07	-7.57
法国CAC	7,744	0.23	-4.98
英国富时100	9,965	0.72	0.34
日本日经225	52,252	1.43	3.80
澳洲ASX 200	8,379	0.16	-3.84
台湾加权	32,612	-0.34	12.60

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	47,841	-4.80	-2.23
恒生工商业	12,809	-2.87	-7.70
恒生地产	19,344	-3.83	10.14
恒生公用事业	39,294	-2.85	3.34

资料来源: 彭博

公司点评

■ 药明康德 (603259 CH, 买入, 目标价: 人民币 133 元) - 强劲 CDMO 需求推动 26 年业绩增长

药明康德公布亮眼的 2025 财报, 收入同比增长 15.8%, 其中持续经营收入同比增长 21.4%, 经调整 Non-IFRS 归母净利润同比显著增长 41.3%。2025 年公司的收入和经调整 Non-IFRS 归母净利润分别比我们的预测高 2.7% 和 18.2%。管理层预计 26 年收入达到 513 亿至 530 亿元, 持续经营收入将同比增长 18-22%, Non-IFRS 净利润率将有望维持稳定。

CDMO 需求维持强劲。截至 25 年底, 药明康德的持续经营业务 backlog 同比增长 28.8% (固定汇率下增长 34%) 至 580 亿元, 但考虑到 backlog 的绝对金额已经非常高, 28.8% 的增速实属不易, 表明全球客户对于公司服务的持续高需求, 特别是 CDMO 服务。截至 25 年底, TIDES 业务的 backlog 同比增长 20.2%, 管理层表示 TIDES 的 backlog 已经达到约 200 亿元, 基于此可推算出其他业务的 backlog 同比增长 33.8%, 我们认为此增长主要由小分子 D&M 业务推动。基于强劲的需求, 管理层预计 TIDES 业务在 26 年将同比增长 30-40% (固定汇率), 而小分子 D&M 业务预计将加速增长。

早期业务复苏, 收入增速显著改善。化学板块内的小分子药物发现收入全年同比下降 3.8% (2024: -28.7% YoY), 其中下半年收窄至同比下降 2.2%。实验室测试收入同比增长 4.7% (2024: -8.0% YoY), 其中下半年同比增长 8.8%; 生物学业务收入同比增长 5.2% (2024: -0.3% YoY)。随着全球融资的持续复苏, 我们认为公司的早期业务有望在 26 年延续复苏态势。

继续加码全球产能建设。药明康德在 25 年的 capex 支出为 55.4 亿元, 同比增长+38.5% (2024: -27.5% YoY)。为了支持公司的全球产能建设, 管理层预计 26 年 capex 支出为 65-75 亿元, 同比增长 17.3-35.4%。值得注意的是, 公司计划继续增加多肽固相合成反应釜体积至 13 万升, 有力表明客户对于多肽和寡核苷酸药物生产的高需求。

维持“买入”评级, 上调基于 DCF 模型的目标价至人民币 133 元 (此前为 123.35 元), 以反映更新的业绩指引以及我们积极的需求趋势展望。我们预计公司在 2026E/ 27E/ 28E 的收入同比增长 13.7%/ 15.7%/ 13.4% (持续经营业务收入同比增长 19.1%/ 15.7%/ 13.4%), 经调整 non-IFRS 净利润同比增长 19.9%/ 16.0%/ 13.6%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 15.6x/ 13.4x/ 11.8x。 ([链接](#))

■ 药明合联 (2268 HK, 买入, 目标价: 82 港元) - 持续扩张产能

药明合联公布 2025 财报, 收入同比增长 46.7%, 经调整归母净利润同比显著增长 69.9%。2025 年公司的收入和经调整归母净利润分别比我们的预测高 0.6% 和低 1.6%。截至 25 年底, backlog 同比增长 50.3% 至 14.9 亿美元, 年内新签订单同比增长 41% 至 13.3 亿美元, 延续快速增长势头。基于此, 管理层预计 26 年收入同比增长超过 40% (以美元计), 毛利率至少与 25 年持平。

偶联药物研发和生产需求持续快速增长。基于中国和美国客户的需求, 2025 年新签 70 个 iCMC 项目, 同比增长 32%, 创公司历史记录。其中有 22 个项目为外部转移过来的项目, 凸显药明合联在全球 XDC CDMO 行业中

持续提升客户信任度。70个新签项目中的新形式XDC项目占比接近50%，表明药明合联在偶联药物前沿领域与客户的积极合作。此外，2025年公司PPQ阶段项目增长125%至18个，预示着强劲增长的商业化业务潜力。基于公司强大的“D”端赋能能力以及令人鼓舞的商业化业务发展前景，管理层预计2030年公司将分别有20%的收入来自新型XDC类型项目和商业化阶段的项目。

显著强化全球产能网络。药明合联在26年1月宣布收购东曜药业，除了扩充公司的客户群体以及项目管线外，收购东曜药业将可迅速提高公司产能，特别是公司紧缺的ADC DS和DP产能。例如，东曜药业的DP年产800万瓶与药明合联目前最大的制剂设施DP3的年产能（年产700万瓶）相当。公司正在江阴建设载荷连接子新基地，规划产能将提升至无锡基地现有水平的5倍。此外，公司的新加坡基地预计在1H26完成GMP放行，同时美国基地正在选址阶段，全球产能网络将进一步扩张，可更好的服务全球客户。公司计划在2026-30年间合计投入80亿元capex支出，其中2026年的capex预计达31亿元，同比大增158%，其中有16.8亿元计划用于东曜药业产能的升级和改造。

维持“买入”评级。为反映最新的业绩指引，我们下调了药明合联的利润端预测。我们预计公司在2026E/27E/28E的收入将同比增长36.2%/31.7%/29.9%，经调整净利润同比增长34.5%/31.7%/32.5%，对应的经调整PE为32.1x/24.3x/18.4x。基于此，我们小幅调整基于DCF模型的目标价至82港元（此前为88港元）。我们对于药明合联的长期增长仍持积极态度。
[\(链接\)](#)

■ 科伦博泰 (6990 HK, 买入, 目标价: 507.11 港元) - 商业化元年

2025年是科伦博泰向商业化转型的关键之年，公司已从临床阶段的生物科技公司成功转型为拥有4款获批产品的生物制药企业。2025年总营收达20.6亿元人民币（同比+6.5%），其中产品销售收入5.43亿元。三大核心资产（Sac-TMT、A167和A140）成功纳入国家医保目录（2026年1月生效），为2026年的销量增长奠定了坚实基础。尽管因商业化扩张和后期临床推进导致净亏损扩大至3.82亿元（2024年为2.67亿元），但公司资金充裕，截至2025年底拥有46亿元现金及金融资产。

Sac-TMT在一线非小细胞肺癌（1L NSCLC）中取得重大突破。Sac-TMT联合帕博利珠单抗（K药）对比单药治疗一线PD-L1阳性NSCLC的中国三期临床成功达到PFS主要终点，并显示出积极的OS趋势，完整数据将于6月ASCO大会公布。这是全球首个在该适应症中取得成功的“ADC+免疫”联合疗法三期临床，具有改变治疗格局的潜力。同时，Sac-TMT也是全球领先的在多个适应症（2L/3L EGFRm NSCLC、2L+ TNBC和2L+ HR+/HER2-BC）中展现出OS获益的TROP2 ADC。

Sac-TMT有望获FDA快速批准。2026年1月，该药获FDA颁发的国家优先审查凭证（CNPV），将审查周期从常规的10-12个月大幅缩短至1-2个月。我们预计默沙东（MSD）有望在2026年提交用于二线及以上子宫内膜癌的上市申请，或有望在2026年底或2027年初获批。目前默沙东已启动17项全球三期临床，基于中国三期临床的成功，默沙东未来可能还会探索Sac-TMT与其PD-1/VEGF双抗在一线治疗中的联用潜力。

维持“买入”评级。考虑到2025年底公司将ITGB6 ADC海外授权给Crescent,我们将基于DCF模型的目标价从498.55港元小幅上调至507.11港元。(链接)

■ **商汤科技 (20 HK, 买入, 目标价: 2.50 港元) - FY25 业绩超预期, 生成式 AI 业务表现强劲, 运营效率持续提升**

商汤科技公布 FY25 业绩: 总营收同比增长 33%至人民币 50.1 亿元, 较彭博一致预期高 3%, 主要得益于生成式 AI 业务的强劲增长; 经调整净亏损同比收窄 54%至 19.6 亿元, 亦好于市场一致预期的 22.9 亿元, 主要由于费用的有效控制 (同比-11%) 及运营杠杆释放。展望未来, 公司将持续升级多模态能力、提升模型成本效率, 以把握生成式 AI 商业化机遇。鉴于生成式 AI 业务表现亮眼, 我们上调 FY26-27E 总营收预测 3%-6%, 预计 FY26E 总营收同比增长 27%至 63.9 亿元, 主要由生成式 AI 收入同比增长 35%驱动。我们将目标价上调至 2.50 港元, 基于 12 倍 FY26E EV/sales (前值: 2.45 港元基于 12 倍 FY26E EV/sales)。维持“买入”评级。(链接)

■ **同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 25.5 港元) - 预计 2026 年核心业务盈利增长具备韧性**

同程旅行发布 4Q25 业绩: 总营收 48.0 亿元人民币, 同比增长 14.2%, 分别较招银国际预测及彭博一致预期高出 2% 和 1%; 调整后净利润 7.8 亿元人民币, 同比增长 18%, 较招银国际预测及彭博一致预期均高出 4%。核心在线旅游 (OTA) 业务营收及营业利润率 (28.4%, 同比持平) 均符合招银国际预期。基于本次业绩表现, 受益于高毛利的核心 OTA 业务贡献提升带动毛利率扩张超预期, 我们将 2026/2027 年 non-GAAP 净利润预测上调 5%。在旅游需求具备韧性的支撑下, 预计公司 2026 年核心 OTA 业务营业利润同比增长 15% (剔除万达酒店管理并表影响后同比约增长 13%)。基于现金流折现模型, 我们小幅上调目标价至 25.5 港元, 对应 2026 年非 GAAP 市盈率 14.3 倍, 维持“买入”评级。(链接)

■ **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 44.47 港元) - 4Q25 业绩好于预期; 看好 AI 投资于 2026-27 年显现成果**

小米 2025 年第四季度业绩好于市场此前的预期。收入/调整后净利润同比增长+7%/+24%, 较市场一致预期高出 1%/10%, 这得益于智能手机平均售价的提升 (同比+7%)、智能电动汽车更强的运营收入以及更佳的运营杠杆效益。展望 2026 年, 尽管智能手机/汽车行业短期仍面临不利因素, 我们相信基于其在高端化战略上的坚实执行、IoT 业务的海外扩张、新一代 SU7/YU7 的市场份额提升以及领先的多模态 AI 能力, 小米有能力巩固其行业领导地位。总体而言, 我们下调了 2026-2027 年预期每股收益 4-9%, 以考虑 4Q25 业绩以及 2026-2027 年预期较低的毛利率。我们新的基于分部估值法的目标价为 44.47 港元 (前值: 47.16 港元), 对应 29.5 倍/23.9 倍 2026/27 年预期市盈率。重申“买入”评级。(链接)

■ **敏实集团 (425 HK, 买入, 目标价: 44 港元) - 汽车与 AI 机器人双轮驱动 2H25 业绩符合预期: 敏实 2H25 收入同比增长 12%, 较我们此前预测低 2%。2H25 毛利率同比收窄 1.6 个百分点、环比收窄 0.5 个百分点至 27.8%, 较我们预测低 1.3 个百分点, 因其铝件 BU 的收入和毛利率不及预期。这部分差距被其严格的费用控制所抵消, 2H25 净利润同比增长 13%至 14 亿元, 基本符合预期。**

汽零与新业务双驱动：管理层目标实现 5 年收入复合增长率 23%，到 2030 年营业收入达 720 亿元（不含机器人、液冷及 eVTOL 等新业务）。同时上调新业务的收入指引：2026 年 8.2 亿元，2027 年 26 亿元，2030 年 100 亿元。尽管我们认为 23% 的 5 年复合增长率目标对于汽车零部件业务略显激进，但管理层的积极态度至少显示其对当前在手订单及新业务拓展充满信心。我们预测 2026-27 年收入同比分别增长 16% 和 15%，同时将 2026 年毛利率预测下调 0.8 个百分点至 27.5%，以反映当前地缘政治不确定及新业务爬坡影响，综上，我们预计敏实 2026-27 年净利润将同比增长 14%/22% 至 31 亿/37 亿元。

估值：我们维持买入评级，目标价上调至 44 港元（前值：42 港元），基于 12x FY27E P/E。我们将估值基准滚至 2027 年以反映机器人等新业务更显著的盈利贡献。我们认为敏实 60% 以上的海外收入贡献以及在机器人和液冷领域的布局可以支持其价值重估。（[链接](#)）

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。