

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- 周末美以对伊朗军事行动令全球市场陷入动荡，周一（3月2日）亚洲交易时段开盘，美股期货跌近1%，澳大利亚股市同步低开。原油飙升13%，霍尔木兹海峡受封锁影响全球能源市场。避险情绪主导市场走向，美元大幅走强，黄金涨幅一度达1.6%。已开盘的澳大利亚和新西兰政府债券双双上涨。
- 上周五（1月27日），中国股市走势分化，上证指数收涨0.39%，创业板指受算力硬件板块调整影响跌超1%。港股收涨，南向资金净买入约150亿港元，能源和消费板块跑赢，公用事业和电信服务收跌。宏观层面，中国央行宣布下调远期售汇风险准备金率至0，释放抑制人民币过快升值信号。受调控影响，离岸人民币兑美元由涨转跌，回落逾300点，下逼6.87关口。
- 欧洲STOXX 600指数逆市创下历史新高，2月全月累计涨幅近4%，电信与消费板块领跑。日本方面，日经225小幅续涨并刷新收盘历史高位。尽管面临中东地缘波动，欧洲与日本市场在企业盈利支撑下展现出一定的防御韧性。
- 美股集体回落，道指跌幅超1%，标普500指数录得近一年来最大月度跌幅。市场遭遇“通胀反弹”与“信贷恐慌”的双重打击，1月PPI数据意外强劲重燃滞胀担忧；英国私募信贷巨头MFS破产引发恐慌，金融股集体下跌。科技股分化，英伟达在财报发布后连续走低，而戴尔则凭AI服务器需求逆市暴涨22%，高估值板块波动率上升。
- 避险情绪主导债市，10年期美债收益率跌破4.0%创四个月新低。尽管PPI数据走高，但资金出于对私募信贷违约和中东地缘战争风险担忧，大规模涌入国债避险。
- 避险与滞胀交易推动大宗商品集体走强，黄金与白银大幅收涨，原油收盘创下七个月新高。比特币跌破6.6万美元，2月累计跌幅超20%。

行业点评

- **中国汽车行业—首两个月新能源车弱于预期，关注3月新车发布带动需求回暖**
理想与蔚来符合预期，小鹏不及预期。理想汽车2月交付量仅环比下滑5%至约2.6万台，表现优于大多数同行，主要得益于25年9月底发布的i6的贡献。我们认为，将于二季度上市的新一代L系列的市场反馈是理想实现全年超过50万台的销售目标的关键。小鹏汽车2月交付量环比下滑24%至约1.5万台，低于我们此前的预期。尽管小鹏过去四个月发布了多款全新的增程车型，其1-2月累计销量仍同比下滑42%至约3.5万台。蔚来2月交付量环比下滑23%至约2.1万台，其中蔚来品牌贡献约1.5万台。尽管蔚来在

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	26,631	0.95	3.90
恒生国企	8,859	0.51	-0.61
恒生科技	5,138	0.56	-6.86
上证综指	4,163	0.39	4.89
深证综指	2,764	0.30	9.19
深圳创业板	3,310	-1.04	3.34
美国道琼斯	48,978	-1.05	1.90
美国标普500	6,879	-0.43	0.49
美国纳斯达克	22,668	-0.92	-2.47
德国DAX	25,284	-0.02	3.24
法国CAC	8,581	-0.47	5.29
英国富时100	10,911	0.59	9.86
日本日经225	58,850	0.16	16.91
澳洲ASX 200	9,199	0.25	5.56
台湾加权	35,414	0.00	22.27

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	53,383	1.04	9.09
恒生工商业	13,800	0.76	-0.56
恒生地产	22,217	2.79	26.51
恒生公用事业	41,230	0.66	8.43

资料来源: 彭博

4Q25 首次实现 non-GAAP 口径净利润转正，但是考虑到其新车型的订单下滑速度快于我们的预期，我们认为蔚来在 2026 年仍面临挑战。

比亚迪和吉利出口展现韧性，零跑将于 3 月发布 A10。比亚迪 2 月乘用车批发销量环比下滑 9% 至约 18.8 万台，1-2 月累计批发销量同比下滑 36% 至约 39.3 万台。我们预计比亚迪将按照惯例在 3 月推出大量搭载新技术的新车型，这有望成为其股价的积极催化剂。受益于极氪品牌的贡献，吉利新能源汽车（包括银河、极氪和领克）26 年前两个月的批发销量同比上涨 10%。考虑到新车型积极的市场反馈，我们预计吉利未来几个月的销量将继续保持韧性。零跑 2 月批发销量环比下滑 12% 至约 2.8 万台，1-2 月累计批发销量同比下滑 19% 至约 6 万台。在 2024-25 年连续两年销量翻倍后，凭借今年更全面的车型阵容（新的 A 系列和 D 系列）及持续的性价比策略，零跑将 2026 年的销量目标设为 100 万台（同比+68%）。

行业销量预测：我们预测 2026 年 2 月新能源乘用车的零售销量将环比下滑 15% 至约 48 万台，1-2 月零售销量同比下滑 23% 至约 100 万台。继 2026 年 1 月起购置税优惠减半后，我们估计 2026 年前两个月新能源汽车市场份额可能降至约 40%。随着更多新能源新车型的发布，我们预计新能源汽车的市场份额将从 3 月开始反弹。（[链接](#)）

■ 中国医药 - AI 将改变创新药物研发范式

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 5.0%，跑赢 MSCI 中国指数 6.2%。医药行业近期明显回调（MSCI 中国医疗指数 1 月 15 日至今累计下跌 9%），特别是创新药板块回调幅度较大（恒生生物科技指数 1 月 15 日至今累计下跌 13%）。我们认为，此轮调整原因包括博弈层面行业短期缺乏催化剂，以及行业轮动导致资金流出医药板块。中国创新药资产出海 BD 持续超预期，MNC 对于中国资产的购买范围从单个管线拓宽至平台合作，进一步体现了中国创新药的竞争力。我们认为，中国的 AI 制药技术发展迅猛，将涌现一批优秀的创新企业。

AI 或将极大地改变创新药物研发范式。我们认为，AI 技术已经进入下一阶段，即从通用大模型的迭代切入广泛的细分行业应用。AI 在创新药研发方面的应用落地尤为迅猛，体现在各类新兴 AI 制药企业快速发展，以及全球大型药企快速升级内部 AI 能力。全球大型药企开始将核心 AI 基础设施“私有化”和“重装化”，以构建极高的底层数据壁垒。2026 年 2 月底，全球制药巨头礼来正式启用了医药 AI 工厂——LillyPod。作为全球首个配备 NVIDIA DGX B300 系统的 DGX SuperPOD，该超级计算集群内置了 1,016 颗 NVIDIA Blackwell Ultra GPU，整体算力高达 9000 Petaflops，且仅耗时四个月便组装完成。LillyPod 将礼来的专有数据与 AI 模型结合在了一起，将 AI 贯穿应用于临床开发与制造过程，从而设计出更优的试验方案、优化生产并加速决策制定。礼来的举措反映出全球头部药企对数据隐私及专有模型的高度重视。根据 NVIDIA 于 2026 年 2 月发布的第二份年度《医疗保健与生命科学领域 AI 现状》调查报告，高达 70% 的受访医疗机构正在积极使用 AI，且 69% 的企业正在使用生成式 AI 和大型语言模型。

中国 AI 制药技术蓬勃发展。中国 AI 制药企业的商业模式主要分为提供平台服务的 AI SaaS/CRO 模式，以及推进自研管线的 AI Biotech 模式。此外，中国药企也在积极投入内部的 AI 研发平台。中国 AI 制药领域已经达成了多项重大的海外合作，验证了相关企业的 AI 平台实力。26 年 1 月，石药集团

与阿斯利康达成关于缓释给药平台技术以及多肽药物 AI 发现平台的合作以开发长效多肽药物，交易总价值高达 185 亿美元。26 年 1 月，Earendil Labs 与赛诺菲达成基于其 AI 药物发现平台的高达 25.6 亿美元的合作交易。1 月 5 日，英矽智能与施维雅达成了 8.88 亿美元的基于 AI 技术平台的肿瘤药物的研发合作。

行业展望：推荐买入三生制药（1530 HK）、加科思（1167 HK）、固生堂（2273 HK）、药明合联（2268 HK）、中国生物制药（1177 HK）。（[链接](#)）

公司点评

■ 百济神州（ONC US，买入，目标价：392.43 美元）- BTK 销售强劲，驱动首个全年盈利

百济神州强劲的商业化势头和持续的成本控制措施继续转化为盈利能力的提升，尽管管理层给出的 2026 年营收指引为 62-64 亿美元，略低于我们此前预测的 66 亿美元。我们认为，受新患者处方增长的推动，泽布替尼在全球 BTK 抑制剂市场中仍有巨大的份额提升空间。百济神州在 2026 年拥有多个临床和监管催化剂，若结果积极，将为估值提供额外支撑。我们维持对百济神州的“买入”评级，目标价为 392.43 美元。

泽布替尼引领 4Q25 强劲势头。百济神州报告 2025 年总营收为 53.4 亿美元（同比增长 40%），略高于其 51-53 亿美元指引范围的上限，并与我们此前 54.4 亿美元的全年预测基本一致。泽布替尼在 2025 年实现了 39.3 亿美元的全球销售额（同比增长 49%）。在 2025 年第四季度，泽布替尼销售额环比增长 10% 至 11.5 亿美元，继续跑赢伊布替尼（环比下降 4%）和阿可替尼（环比增长 5%）。泽布替尼在美国一线和复发/难治性 CLL（慢性淋巴细胞白血病）的新患者处方中保持领先地位（约占新处方份额的 50%），并已成为季度收入全球最畅销的 BTK 抑制剂。我们预计泽布替尼将继续从传统 BTK 抑制剂和其他替代疗法中夺取市场份额，并预测 2026 年销售额将达到 46.7 亿美元（同比增长 19%）。

2025 年实现首个全年盈利。继 2025 年第一季度首次实现季度 GAAP 盈利后，百济神州在整个 2025 年保持了盈利轨迹，实现了 2.87 亿美元的首个全年 GAAP 净利润，这得益于强劲的营收增长和经营杠杆的改善。运营效率也得到加强，销售及管理费用占营收比例下降至 39.4%（2024 年为 48.5%），研发费用占营收比例回落至 40.6%（2024 年为 51.7%）。管理层指引 2026 年营收为 62-64 亿美元，略低于我们此前预测的 66 亿美元。尽管如此，我们相信在泽布替尼市场份额扩大的推动下，百济神州仍有望实现稳健的盈利增长。

期待多项近期催化剂。我们预计多个近期催化剂若取得积极结果，将推动百济神州的估值上行。在监管方面，Sonroticlastax（Bcl-2 抑制剂）用于治疗 R/R MCL（套细胞淋巴瘤）的新药申请正在接受 FDA 审查，PDUFA 日期定于 2026 年上半年；继此前在中国获批用于 R/R MCL 和 R/R CLL 后，此次获批将开启其全球商业化进程。在乳腺癌管线方面，我们预计公司将于 2026 年上半年启动其 CDK4 抑制剂用于一线 HR+ 乳腺癌的 III 期试验，并在医学会议上公布 I 期临床数据（一线及后线治疗）。此外，我们期待 B7-H4 ADC 和

GPC3 x 4-1BB 双特异性抗体在 2026 年上半年发布 I 期数据，前者计划在 12 个月内进入 III 期试验，后者计划在 2026 年下半年启动潜在的关键性 II 期试验。最后，2026 年下半年的催化剂包括 BTK CDAC（基于 R/R CLL 的 II 期数据）潜在的美国 NDA 提交，以及 PRMT5 抑制剂和 CEA ADC 项目的初步数据披露。

维持“买入”评级。我们预计百济神州将在 2026 年实现强劲的销售增长和盈利能力，并对其研发催化剂保持期待。我们要维持目标价 392.43 美元不变。
([链接](#))

■ **百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 161.70 美元) - 推进提升 AI 驱动的业务增长能见度及提升股东回报**

百度公布 4Q25 业绩：百度综合业务收入为 261 亿元人民币，同比下降 5.7%，与彭博一致预期相符；百度综合业务的非 GAAP 营业利润为 28 亿元人民币，同比下降 39%，但超出一致预期 12%。关于 4Q25 AI 驱动的业务发展：1) AI 原生营销服务收入同比增长 110%，达到 27 亿元人民币；2) AI 云基础设施收入总计 58 亿元人民币，来自 AI 加速器基础设施的订阅收入同比增长 143%；3) AI 应用收入在 2025 年达到 102 亿元人民币，同比增长 5%。我们认为百度股价的主要驱动因素包括：1) 整体广告收入增长的重新加速；2) 强劲的云收入增长；3) 股东回报水平提升。关于芯片业务部门分拆和独立上市的更多细节有望作为额外的催化剂。我们将估值窗口滚动至 2026 年，将基于 SOTP 的目标价调整至 161.7 美元（前值：150.7 美元）。维持买入评级。([链接](#))

■ **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 50.21 港元) - 4Q25E 业绩预览：被智能手机/物联网业务疲软拖累；维持“买入”评级**

小米将于 3 月中旬公布 2025 年第四季度业绩。我们预计第四季度收入/经调整净利润同比增长+5%/-8%，主要受智能电动汽车/互联网业务驱动（同比+119%/5%），但被疲软的智能手机/物联网业务（同比-19%/-18%）所抵消，主要受内存价格上涨和市场疲软影响。展望 2026 年，虽然我们预计内存成本压力将持续影响智能手机市场需求，但我们认为小米已做好准备应对行业逆风，其措施包括：确保来自五大 DRAM 制造商的内存供应、上调高端机型售价以及在中低端机型上减少配置。此外，我们预计物联网/互联网业务将保持韧性，智能电动汽车业务也将维持强劲势头，这得益于 SU7 车型预计在 2026 年第二季度的升级以及下半年新车型的发布。总体而言，我们将 2025-2027 年经调整每股盈利预测下调 5-15%，我们新的 SOTP 目标价为 50.21 港元，对应 2026/2027 年市盈率 28 倍/23 倍。近期的催化剂包括 2025 年第四季度业绩、新电动汽车发布以及海外扩张进展。在 3 月中旬的业绩会上，我们将关注管理层对内存成本影响、汽车业务展望以及新兴技术（人工智能、芯片、机器人）进展的评论。维持买入评级。([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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。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来进行交易。

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。