

每日投资策略

公司首发/点评

全球市场观察

- A股震荡上行，上证指数涨0.52%，深成指涨1.30%，创业板指涨1.73%，算力硬件、CPO和AI链条走强，银行、交通运输和农林牧渔收跌。港股明显调整，恒指跌1.22%，恒生科技指数跌1.93%，但非必需消费、信息技术和原材料领涨。南向资金逆势净流入48.90亿港元，主要加仓中海油、吉利和泡泡玛特，减持阿里和腾讯；人民币则在美元反弹下略有回吐，离岸人民币纽约尾盘报6.8320。
- 日韩市场仍受AI主线支撑，日经指数涨0.9%再创历史新高，AI景气与弱日元仍有利于盈利扩张；韩股涨0.5%，SK海力士宣布约130亿美元新先进封装工厂投资，继续印证AI存储资本开支高景气。欧洲则连续第三日回落，STOXX 600下跌0.4%，德国政府下调2026年增长预期并上修通胀展望，显示欧洲仍更受中东局势、能源价格和增长放缓掣肘。
- 美股再度走强，标普500涨1.05%并创收盘新高，纳指涨1.64%并刷新历史高位，道指涨0.69%。一方面，特朗普将美伊停火延长3至5天，短期缓解地缘担忧；其次，一季度财报整体偏强，支撑科技股继续领涨。费城半导体指数大涨2.72%，实现史上最长的16连涨。信息技术、通信服务和能源领涨，房地产、工业和金融收跌。
- 美债收益率走出V形，10年期美债基本持平，2年期升1.25个基点至3.7916%，显示油价回升仍在压制降息预期。市场对美联储首次降息的预期已推迟至2026年稍晚阶段，联储短期继续维持高利率的概率上升。
- 大宗商品继续计价供给风险，布伦特涨3.48%至101.91美元/桶；现货黄金涨0.41%至4739.31美元/盎司，现货白银涨1.26%。比特币涨3.6%，盘中一度突破7.9万美元，创2月初以来新高。工业金属同样偏强，LME铜触及七周高位，铝涨1.9%，说明在霍尔木兹风险仍未完全解除的背景下，能源和上游金属的紧平衡交易仍在延续。

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	26,163	-1.22	2.08
恒生国企	8,802	-1.59	-1.26
恒生科技	4,964	-1.93	-10.01
上证综指	4,106	0.52	3.46
深证综指	2,789	1.00	10.20
深圳创业板	3,753	1.73	17.16
美国道琼斯	49,490	0.69	2.97
美国标普	7,138	1.05	4.27
美国纳斯达克	24,658	1.64	6.09
德国DAX	24,195	-0.31	-1.21
法国CAC	8,156	-0.96	0.09
英国富时	10,476	-0.21	5.49
日本日经	59,586	0.40	18.37
澳洲ASX	8,844	-1.18	1.48
台湾加权	37,878	0.73	30.78

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	53,449	-0.67	9.23
恒生工商业	13,452	-1.65	-3.07
恒生地产	21,028	-0.06	19.73
恒生公用事业	40,844	-0.22	7.41

资料来源: 彭博

公司首发

■ 天数智芯 (9903 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 694 港元) - 中国 AI 算力体系演进中的系统级挑战者; 首次覆盖给予买入评级

我们首次覆盖上海天数智芯, 给予“买入”评级, 目标价 694 港元。我们认为中国 AI 算力市场的关键变化, 已不再只是国产替代加速, 而是算力部署与价值变现方式正在发生更深层次的转变: 随着 AI 基础设施日益走向系统化, 软件兼容性、工作负载专业化以及部署成熟度, 正逐步变得与芯片峰值性能同等重要。

在这一背景下, 公司作为国内 GPGPU 领域的有力挑战者, 具备清晰的竞争优势: 一是覆盖训练与推理的双产品线布局, 二是相对成熟的软硬件协同设计平台, 三是在多个行业垂直领域中不断提升的商业化落地能力。因此, 我们认为, 公司有望同时受益于国产替代趋势, 以及 AI 算力体系结构重塑所带来的结构性机会。 ([链接](#))

公司点评

■ 新东方 (EDU US, 买入, 目标价: 82.0 美元) - 3QFY26 业绩点评: 收入稳健增长, 利润率持续提升

新东方公布 3QFY26 业绩: 净营收同比增长 20%至 14.2 亿美元, 较彭博一致预期高 4%, 主要得益于教育新业务强劲增长及汇率顺风因素; 非 GAAP 净利润同比增长 34%至 1.52 亿美元, 符合一致预期, 主因运营效率提升及东方甄选的利润贡献。展望 4QFY26, 公司指引净营收同比增长 15%-18%至 14.3 亿-14.7 亿美元, 高于市场一致预期 (14.3 亿美元)。管理层对 4QFY26E 及 FY27E 利润率进一步改善持乐观态度, 主要得益于教学点利用率的持续提升与成本管控。考虑核心教育业务表现强劲且运营效率持续改善, 我们上调 FY26-28E 非 GAAP 营业利润预测 5%-14%, 并将基于 SOTP 的目标价上调至 82.0 美元 (前值: 78.0 美元)。基于核心教育业务强劲增长及利润率持续扩张趋势, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 1.80 美元) - 1Q26 业绩前瞻: 短期盈利承压; 核心业务前景不变

我们预计爱奇艺 1Q26 总营收同比下滑 14%、环比下滑 9%至人民币 62 亿元, 非 GAAP 净亏损 2.49 亿元 (去年同期为净利润 3.08 亿元)。我们预计 1Q26 净亏损幅度高于彭博一致预期 (1.52 亿元), 主要由于内容发行及其他业务收入下滑, 而核心会员业务在 1Q26 仍保持相对韧性。尽管如此, 我们预计 1Q26 现金流状况将有所改善, 预计经营现金流约 1.5 亿元, 主要得益于新项目开机减少及内容审核效率提升。整体来看, 我们下调 FY26-28E 总营收预测 2%-3%, 以反映内容发行及其他业务表现相对疲软。我们将目标价下调至 1.80 美元, 基于 0.5 倍 FY26 PS (前值: 2.00 美元基于 18 倍 FY26 PE)。考虑会员业务韧性及 AI、海外市场等新增长机遇, 我们维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 42 港元) - 1Q26 业务加速增长, 持续加码股东回报

固生堂披露一季度运营数据、新一轮回购计划及未来三年分红规划。1Q26 就诊人次同比增长 15.0% 至 139.2 万人次, 其中内生增长贡献占比超 90%。公司宣布将追加 3 亿港元股份回购, 并计划在 2026-28 年每年累计现金分红不低于 4.5 亿港元或当年经调整净利润的 60% (孰高)。管理层目标 2030 年达到百亿收入。

内生增长提速。1Q26 固生堂实现客户就诊人次约 139.2 万, 同比增长 15.0%, 较去年下半年明显提速 (+7.7% YoY)。业务增长提速驱动力来自三方面: 1) 政策红利释放, 三明医改及公立医院薪酬体制改革深化, 优质医生向市场化平台流动意愿增强; 2) 公司自 4Q25 明确将增长置于核心战略优先级; 3) 供给端能力跃升, 一季度新医生业绩同比增长接近 80%, 新医生加入人数同比增长近 50%。此外, 客单价自去年下半年以来已实现环比企稳, 随着部分饮片价格恢复上行, 叠加公司聚焦国内一线城市以及海外收入的预期放量, 我们预计公司的整体客单价有望保持结构性改善趋势。

预计外延并购将显著发力。基于内生和外延扩张规划, 管理层提出 2030 年实现收入突破 100 亿元的中长期目标, 其中海外业务将贡献超 20%。在外延并购方面, 管理层表示当前国内并购市场的 PS 估值已从几年前的 1 倍以上回落至 1 倍以下, 叠加银行并购贷支持, 外延扩张的财务可行性与回报率均有望改善。我们认为公司将充分利用有利的并购环境推进国内的并购整合。在海外市场, 管理层表示包括香港和马来西亚在内的海外市场也将是公司并购的潜在方向。公司财务资源充裕, 截至 2025 年底现金储备超 11 亿元, 可转债发行后现金储备接近 20 亿元, 2025 年经营活动现金流达 6.2 亿元, 充裕的资金将有效支撑公司的并购计划。

持续加码股东回报。公司同步公告 2026 至 2028 年长期分红计划, 预计每年累计现金分红不低于 4.5 亿港元, 或不低于当年经调整净利润的 60%, 以较高者为准。回购方面, 董事会于 4 月 21 日决议在原有回购授权基础上进一步追加 3 亿港元。此前公司发行的可转债资金用途中也包括股份回购, 叠加此次新增的回购, 彰显管理层对公司长期发展的坚定信心。截至目前, 公司已回购 1.7 亿港元, 考虑新追加的 3 亿港元回购和预计的 4.5 亿港元的分红, 对应目前市值的回报率达到约 14%。

维持“买入”评级。考虑到固生堂 1Q26 门诊人次的加速上涨, 我们上调了固生堂的业绩预测, 预计公司 2026E/ 27E/ 28E 的收入增速为 14.7%/ 17.0%/ 19.0%, 经调整净利润增速为 14.7%/ 17.7%/ 19.9%。因此, 我们将基于 DCF 的目标价从 39.00 港元上调至 42.00 港元 (WACC: 10.2%, 永续增长率: 3.0%, 均维持不变), 以反映我们对需求展望改善的看法。 ([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上责任。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员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撰写的报告。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。