

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- 3月18日A股午后V型反转，上证综指涨0.32%，创业板指涨2.02%。AI算力、存储、半导体链条明显走强。港股表现相对温和，恒生指数涨0.61%，恒生科技指数涨0.01%，南向资金当日净买入12.17亿港元，主要加仓阿里巴巴与小米。半导体、耐用消费和软件服务走强，传媒、医疗设备和汽车等走弱。宏观方面，特朗普可能推迟访华。离岸人民币汇率弱势整理，纽约尾盘收于6.9附近。
- 美股三大指数全线下跌，标普500跌1.36%，道指跌1.63%，纳指跌1.46%。科技七巨头指数跌1.47%，主要板块普跌，可选消费、必选消费和原材料领跌。美联储如期按兵不动，但上调了今明两年通胀预期。鲍威尔在记者会上释放强烈鹰派信号，称在未见通胀进一步改善前不会降息，并首次提及“下一步可能加息”的讨论，导致交易员将今年降息概率下调至仅50%。存储巨头美光虽发布亮眼指引但股价盘后重挫6%，反映出宏观逆风下市场对AI硬件的高估值及高资本开支更为谨慎。
- 10年期美债收益率上行6.65bp至4.2650%，2年期上行9.93bp至3.7729%；美元指数涨0.72%至100.04。美国滞胀风险加大，2月PPI同比增长3.4%，核心PPI同比增长3.9%，均高于预期；同时美联储最新预测将今年通胀预期上调至2.7%。市场已将“年内不降息”的概率显著上修，高油价与更强通胀正在迫使美联储保持更久的限制性立场。
- 日股延续反弹，油价暂时回落推动风险偏好修复。伊朗南帕斯气田遇袭，地缘风险重新升温，泛欧STOXX 600收跌0.70%，板块上必需消费与医疗保健领跌，银行相对抗跌。市场开始重新交易“油价回升→输入性通胀→央行更难转鸽”的链条。
- 伊朗能源设施遇袭推动油气大涨，布伦特5月原油收涨3.83%至107.38美元/桶，天然气同步上行，市场重新计入更高的中东供应中断风险。高利率预期与流动性收紧压制贵金属表现，现货黄金跌3.67%至4822.05美元/盎司，白银跌4.9%。比特币跌约4.6%至7.1万美元附近，传统避险与高波动资产一并被抛售。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

| | 收市价 | 升/跌 (%) | |
|-----------|--------|---------|-------|
| | | 单日 | 年内 |
| 恒生指数 | 26,025 | 0.61 | 1.54 |
| 恒生国企 | 8,836 | 0.10 | -0.88 |
| 恒生科技 | 5,108 | 0.01 | -7.39 |
| 上证综指 | 4,063 | 0.32 | 2.37 |
| 深证综指 | 2,681 | 0.97 | 5.92 |
| 深圳创业板 | 3,346 | 2.02 | 4.47 |
| 美国道琼斯 | 46,225 | -1.63 | -3.82 |
| 美国标普500 | 6,625 | -1.36 | -3.23 |
| 美国纳斯达克 | 22,152 | -1.46 | -4.69 |
| 德国DAX | 23,502 | -0.96 | -4.03 |
| 法国CAC | 7,970 | -0.06 | -2.20 |
| 英国富时100 | 10,305 | -0.94 | 3.76 |
| 日本日经225 | 55,239 | 2.87 | 9.73 |
| 澳洲ASX 200 | 8,641 | 0.31 | -0.85 |
| 台湾加权 | 34,349 | 1.51 | 18.59 |

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 | 50,708 | 1.02 | 3.63 |
| 恒生工商业 | 13,727 | 0.34 | -1.08 |
| 恒生地产 | 20,921 | 1.01 | 19.13 |
| 恒生公用事业 | 40,716 | 1.05 | 7.08 |

资料来源: 彭博

行业点评

■ 半导体行业 - OFC 2026 核心要点

2026 年光纤通信展会 (OFC) 印证了行业结构性变革: AI 算力扩张, 推动数据中心互联架构在光、电领域全面重构。会议聚焦共封装光学 (CPO) 与可插拔光模块的技术路线争议、LPO/NPO 等中间架构崛起、XPO 全新形态面世、光电路交换机 (OCS) 作为配套方案关注度持续提升。

行业并未走向单一技术路线, 而是持续丰富互联方案, 以满足算力扩容、横向扩展及系统效率的多元需求。在此背景下, 可插拔光模块仍为核心主流方案, 单通道 400G 持续迭代、供应链明朗化、模块设计与散热方案不断升级, 均支撑其核心地位。 ([链接](#))

公司点评

■ 腾讯 (700 HK, 买入, 目标价: 750.0 港元) - 4Q25 业绩符合预期; 加大 AI 投入以巩固竞争壁垒

腾讯公布 4Q25 业绩: 总营收同比增长 13% 至人民币 1944 亿元, 非 IFRS 运营利润同比增长 17% 至 695 亿元, 均符合彭博一致预期。FY25 总营收/非 IFRS 运营利润分别同比增长 14%/18%。2026 年将是腾讯 AI 的关键投资年, 管理层计划将 FY26 新 AI 产品的投入增至 FY25 的两倍以上 (超 360 亿元)。尽管 AI 投入可能拖累短期盈利增长, 但我们认为此举将强化腾讯核心业务, 把握 AI 智能体等新机会, 并缓解投资者对腾讯因投入不足可能在 AI 竞争中落后的担忧。鉴于投入增加, 我们下调 FY26-27E 盈利预测 2%-3%, 并将基于 SOTP 的目标价微调至 750.0 港元 (前值: 760.0 港元)。我们仍看好腾讯核心业务的韧性及 AI 业务机会。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 金蝶国际 (268 HK, 买入, 目标价: 15.1 港元) - 深耕 AI 转型

金蝶国际公布 2025 年实现营收 70 亿元人民币, 同比增长 12.0% (2024: 10.2%), 符合彭博一致预期; 归属于普通股股东净利润 9290 万元人民币 (2024: 亏损 14.21 亿元人民币), 低于彭博一致预期的 1.32 亿元人民币。我们认为, 本次业绩显示金蝶稳健营收增长能力与持续提升的运营效率, 同时凸显其在 AI 时代推进业务转型的坚定决心。我们判断, 短期内软件行业面临的大模型厂商竞争或将持续压制市场情绪, 并对行业整体估值造成影响。但凭借深厚的行业积淀、场景洞察能力以及优质企业数据集, 我们认为金蝶仍是 AI 应用时代的核心受益标的之一。我们将估值基准前滚至 2026 年, 下调目标价至 15.1 港元 (此前为 19.2 港元); 目标 EV/Sales 从 8.4 倍 (对应两年均值加两个标准差) 下调至 5.4 倍 (对应两年均值), 以反映市场情绪变化。尽管如此, 我们重申金蝶为中国软件覆盖板块首选标的, 并认为在宏观环境回暖、AI 商业化落地叠加利润率稳步扩张的支撑下, 营收增速再度回升有望推动估值重估。 ([链接](#))

■ 中通快递 (ZTO US/2057 HK, 买入/买入, 目标价: 29.7 美元/ 233 港元) - 2026 年包裹量增长目标 10-13%; 股东回报至少占盈利的 50%

中通快递 2025 年净利润同比增长 3% 至人民币 90.8 亿元。根据我们的计算, 核心净利润同比下降 6% 至人民币 90 亿元, 比我们的预期高 3%, 但比彭博一致预期低 3%。中通快递给予 2026 年包裹量增长 10-13% 的指引, 并预计高于行业平均水平。同时, 中通快递批准了一项新的股票回购计划, 未来两年 (自 3 月 20 号起) 的最高预算为 15 亿美元。公司目标是年度股东回报

(现金分红+股票回购)至少达到调整后净利润的 50%。我们将 2026 年和 2027 年的盈利预测分别上调了 12%和 19%，主要由于更高的单票利润和更低的税率假设。我们预计反内卷政策将在可预见的未来有助于支撑单票价格。我们上调中通美股/港股目标价至 29.7 美元/233 港元，基于 17 倍 2026 年预期市盈率，相当于历史平均水平减 0.5 个标准差（此前为 1 个标准差）。我们将估值折让收窄以反映盈利增速的潜在反弹。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 25 港元) - 盈利韧性领跑行业

4Q25 毛利率略低于预期：吉利 4Q25 收入同比增长 22%至约 1,060 亿元，基本符合预期，季度毛利率环比扩大 0.3 个百分点至 16.9%，较我们预期低 0.8 个百分点，差异或主要来自吉利和银河品牌。4Q25 研发费用环比增 35%至 59 亿元，较我们预测高 10 亿元，主因研发资本化率降低。4Q25 净利润同比增 4%、环比下滑 2%至 37 亿元，较我们此前的预测低 6 亿元。

我们预计 2026 年毛利率将展现韧性：在规模效应提升、出口增长、车型结构优化（极氪 9X/8X、银河 M9 等）及品牌整合协同效应持续推动下，我们预测 2026 年毛利率同比提升 0.8 个百分点至 17.4%。管理层认为零部件涨价对利润率的侵蚀有限，并预计 1Q26 毛利率不会环比下滑，优于大部分竞争对手。我们预计吉利 2026 年出口量有望超出其 64 万台的目标，且随着其积极与合作伙伴推进区域本土化生产，中长期增长空间可观。

盈利质量持续改善：管理层指引研发资本化率将继续下降以提升盈利质量，我们认为这亦反映其对盈利前景的信心。我们维持 2026 年 340 万台销量预测，但小幅下调毛利率预期，同时上调研发费用及汇兑损失预测，将 2026 年净利润预测下调 3%至 194 亿元，盈利质量明显优于 2025 年。基于持续降本及研发资本化率下降带来的摊销负担减轻，我们将 2027 年净利润预测上调 3%至 217 亿元。维持“买入”评级及 25 港元目标价，仍基于 12x FY26E P/E。（[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的研究报告。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。