

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 3月20日A股三大指数集体下跌，上证综指跌1.29%，创业板指跌2.17%。**
 盘面上银行、油气、煤炭等防御与资源方向相对抗跌，成长股普遍承压。港股同样走弱，恒生指数跌0.88%，恒生科技指数跌2.48%。锂电、新能源车与核电等跑赢，可选消费、医疗保健和传媒等领跌，南向资金当日净卖出约210亿港元。汇率方面，美元走强与中美利差压力继续压制人民币，离岸人民币跌破6.9关口。宏观政策面，财政部宣布安排2,500亿元超长期国债支持消费品以旧换新，央行行长潘功胜重申适度宽松的货币环境。
- 美股三大指数全线下挫，标普500跌约1.5%，纳指跌约2%，纳指较历史高点回撤已接近10%。**个股层面，超微电脑因走私芯片指控而大跌33.3%成为拖累之一，而高油价、高利率与战争升级共同压制科技与成长板块估值。盘后特朗普称考虑降级对伊军事行动，令指引未来风险偏好的股指期货一度反弹。
- 欧洲方面，STOXX 600收跌1.8%。**英国、德国等长债收益率大幅上行，市场已开始从“降息预期”切换到“年内或被迫再加息”的尾部情景，尤其是对能源进口依赖更高的欧洲经济体更为不利。日本方面，受日元贬值逼近160大关及潜在加息预期影响，日债收益率亦同步走高。
- 美国10年期国债收益率升破4.4%，单日大涨约13.4个基点；5年期收益率自去年7月以来首次升破4%。**期货市场已开始计入11月加息的显著概率，而非年内降息。美元指数同步走强至99.5，日元则继续逼近干预敏感区。
- Brent原油升至112美元/桶上方，迪拜原油期货单日暴涨16.48%，**显示中东供应与航运风险溢价仍在迅速累积。黄金反而在高收益率与强美元背景下大幅回落，跌破4,500美元关键位，并创1983年以来最大单周跌幅。加密货币表现优于贵金属，比特币稳守7万关口，连续三周跑赢黄金。

公司点评

- 中国宏桥 (1378 HK, 买入, 目标价: 45 港元) - 2025 年核心利润符合预期; 供应受限将推动 2026 年铝价上升**
 中国宏桥 2025 年净利润为 226 亿元人民币 (同比增长 1%)，比我们预期/彭博共识低 5%/7%。经调整金融工具公允价值损失后，核心净利润同比增长 8%至 264 亿元人民币 (2025 年下半年同比下降 18%，主要受氧化铝业务利润基数较高影响)，与我们的预期一致。中国宏桥公布派发末期股息每股 1.65 港元，派息率约为 66%。我们重申中国宏桥是今年全球铝供应紧张

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,277	-0.88	-1.38
恒生国企	8,574	-1.40	-3.81
恒生科技	4,872	-2.48	-11.67
上证综指	3,957	-1.24	-0.30
深证综指	2,589	-1.18	2.30
深圳创业板	3,352	1.30	4.65
美国道琼斯	45,577	-0.96	-5.17
美国标普 500	6,506	-1.51	-4.95
美国纳斯达克	21,648	-2.01	-6.86
德国 DAX	22,380	-2.01	-8.62
法国 CAC	7,666	-1.82	-5.94
英国富时 100	9,918	-1.44	-0.13
日本日经 225	53,373	0.00	6.03
澳洲 ASX 200	8,428	-0.82	-3.28
台湾加权	33,544	-0.43	15.81

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	50,253	0.74	2.70
恒生工商业	13,188	-1.76	-4.97
恒生地产	20,114	-0.66	14.53
恒生公用事业	40,448	-0.38	6.37

资料来源: 彭博

的主要受益者（中东供应中断+印度尼西亚新产能建设进展缓慢）。我们预计，在其他因素不变的情况下，铝价每上涨 1%，将推动 2026 年盈利增加约 2.3%。维持买入评级，目标价 45 港元不变，基于 2026 年预期市盈率的 11 倍（相当于历史平均水平加上 2 个标准差，以反映供应受限驱动的上涨周期）。（[链接](#)）

■ **三一国际(631 HK, 买入, 目标价: 20.6 港元) - 2025 年利润大幅低于预期; 但预计 2026 年有所改善**

三一国际周末公布，预计 2025 年税后利润将同比增长 50%-73%至 16-18.5 亿元人民币，主要得益于商誉和房地产资产减值的大幅减少。然而，按经常性利润计算（不计减值损失），我们预计 2025 年利润将同比下降 10%至增长 4%至 16.7-19.2 亿元人民币。这一利润区间比我们的预期低 16-27%，比彭博的普遍预期低 19-30%。据我们了解，盈利预期低于预期主要是由于港口设备相关的一次性支出，以及光伏业务相关的运营费用高于预期。尽管 2025 年盈利疲弱，但我们预计三一国际在 2026 年开局良好，主要得益于矿卡订单强劲以及港口设备业务能见度提高。我们预计三一国际的油气设备业务也将受益于当前高企的油气价格。我们将在公布年度业绩后（3 月 31 日）修订盈利预测。我们维持“买入”评级，目标价 20.6 港元，基于 2026 年预测市盈率 20 倍（相当于 2017 年以来的峰值水平，旨在反映大宗商品价格上涨周期带来的盈利可见性提升）。（[链接](#)）

■ **小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入, 目标价: 24 美元/94 港元) – Mona 系列全新 SUV 和人形机器人量产是 2026 年的关键**

4Q25 净利润超预期：4Q25 收入同比提升 38%至 223 亿元，创历史新高，较我们的预测高 5%，源于来自大众的技术研发服务收入和碳积分收入超预期。汽车毛利率 13%，较我们的预测低 1.3 个百分点，销管研费用均略超预期。但受益于高毛利的研发服务收入，4Q25 综合毛利率达 21.3%，创历史新高，经营亏损为历史最小，实现首季盈利。

新车型和出口推动 2026 年销量增长：我们预测因 1Q26 销量展望低于我们预期而将再次出现净亏损，但小鹏 2026 年出口目标同比翻倍至 9 万台超我们此前预期。考虑到 1Q26 销量表现偏弱，我们将 2026 年销量预测下调到 54 万台。得益于 4 款全新车型（尤其是其中 2 款 Mona SUV）和出口的贡献，我们预计 2H26 销量将较 1H26 接近翻倍。

2H26 人形机器人量产有望成为股价上涨的催化剂：根据我们的供应链渠道调研，小鹏计划在 2026 年底前生产 2,000 台 Iron 机器人。小鹏此前亦指引 2030 年实现人形机器人年销量 100 万台的目标，这或将带来翻倍的收入，而我们目前仅在 2027 年的预测中反映了少量的机器人收入。

考虑到销量预测下调和研发费用预测上调，我们将 2026 和 2027 年的 non-GAAP 净利润（扣除股份支付和非现金税收优惠）预测分别下调 59%和 37%至 9 亿元和 23 亿元。维持“买入”评级，下调目标价至 24.00 美元/94.0 港元，基于 1.7x 2026E P/S。（[链接](#)）

■ 途虎 (9690 HK, 买入, 目标价: 19 港元) - 行业整合的受益者

2H25 毛利率低于预期: 途虎 2H25 收入同比增长 12% 至 86 亿元, 较我们预测高 2%, 主因开店速度超预期 (2H25 新增 803 家 vs 1H25 新增 331 家)。毛利率同比下滑 1.8 个百分点、环比下滑 2.0 个百分点至 21.3%, 低于预期, 因公司采取激进的定价策略抢占市场份额。2H25 调整后运营费用 (不含股份支付费用) 基本符合预期, 但股份支付费用因 AI 投入增加而超预期。途虎 2H25 调整后净利润同比增长 9%、环比下降 29% 至 2.9 亿元, 较我们此前预测低约 6,000 万元。

行业整合的受益者: 管理层当前优先考虑市场份额而非高利润增长, 以在行业整合中巩固领导地位。其 2026 年目标新增 1,000 家门店, 考虑到开业 6 个月以上的门店盈利比例超 90%, 且平均投资回收期缩短至 30 个月, 我们认为这个目标在当前的行业环境中仍是可实现的。我们认为途虎将持续受益于行业整合和汽车后市场的商业模式演变, 预计其总门店数有望在 2027 年底突破 1 万家。尽管市场份额的逆势提升短期可能以牺牲毛利率为代价, 但我们认为途虎凭借持续提升的运营效率和供应链议价优势, 仍比多数同行更具竞争力。

盈利预测/估值: 我们预计 2026 年收入同比增长 11% 至 183 亿元, 毛利率 24.2% (同比+0.1 个百分点), 运营费用率 (不含股权激励) 为 21.8% (同比持平), 调整后净利润同比增长 5% 至 7.38 亿元。我们预计其市场份额优先战略和运营效率投入可能从 2027 年开始部分见效。维持买入评级, 目标价下调至 19 港元, 仍基于 20x FY26 P/E (调整后)。(链接)

■ 伟仕佳杰 (856 HK; 买入; 目标价: 14.0 港元) - FY25 业绩: AI 算力与自研产品保持强劲增长势头

伟仕佳杰公布 FY25 业绩: 总营收同比增长 10% 至 976 亿港元, 基本符合一致预期; 净利润同比增长 29% 至 13.5 亿港元, 较一致预期高 5%, 主要得益于费用有效管控及高毛利自研产品收入贡献提升。展望未来, 在运营杠杆释放与自研产品收入增长的支撑下, 管理层预计 FY26-28 财年净利润复合增速能够维持在 20%。鉴于强劲的运营杠杆及自研产品业务趋势, 我们上调 FY26-27 盈利预测 11%-14%, 将目标价微调至 14.0 港元, 基于 12 倍 FY26 PE (前值: 14.20 港元基于 15 倍 FY25 PE)。我们看好公司稳健的盈利增长前景与股东回报, 维持“买入”评级。(链接)

■ 瑞声科技 (2018 HK, 买入, 目标价: 55.27 港元) - FY25 业绩符合预期; 汽车、热管理、边缘 AI 及利润率恢复将推动 FY26-27E 盈利增长

公司 FY25 收入/净利润 (同比增长+16%/+40%) 与我们及市场预期基本一致, 这主要得益于光学业务盈利能力改善以及汽车/热管理业务的强劲增长, 尽管声学业务利润率拖累了整体毛利率。在业绩会上, 管理层提供了详细且强劲的 2026 年指引 (收入同比增长 16-17% 与 2025 年持平, 毛利率稳定)、新的增长动力 (热管理/汽车/XR/AI) 以及在 AI 服务器热管理并购方面的机会, 这能缓解市场在智能手机逆风下对 2026 年增长前景的担忧。我们调整了盈利预测, 以反映 FY25 业绩、行业逆风以及更强的热管理/光学/汽车业务。我们新的基于分部估值法的目标价 55.27 港元, 对应 20.0 倍滚动 FY26

预估市盈率。短期催化剂包括 AI 手机/眼镜的发布、AR 光波导产能爬坡以及汽车精密部件订单获取。 ([链接](#))

■ 巨子生物 (2367 HK, 买入, 38.70 港元) - 期待 2026 年重回增长轨道

巨子生物 2025 年实现营业收入 55.2 亿元, 同比下降 0.4%; 归母净利润 19.1 亿元, 同比下降 7.2%。毛利率同比下降 1.8 个百分点至 80.3%, 主要由于产品结构的变化。展望 2026 年, 我们预计公司将重回增长轨道, 主要得益于可复美+可丽金更强劲的品牌推广、产品矩阵与线下渠道的持续扩张, 以及三类医疗器械的商业化落地。为反映日益激烈的市场竞争, 我们将 2025-2028 年收入/归母净利润的 CAGR 预测从 18%/17% 下调至 11%/8%。基于 DCF 估值, 将目标价下调至 38.70 港元 (对应 19 倍 2026 年市盈率)。鉴于医美产品的商业化前景, 以及公司自 2025 年底已累计回购约 3.2 亿港元股份彰显长期信心, 我们维持“买入”评级。

2025 年下半年增长承压; 丰富的产品矩阵和更强劲的品牌推广有望驱动 2026 年业绩复苏。 2025 年, 可复美实现收入 44.7 亿元, 同比下降 1.6%, 而可丽金同比增长 9.2% 至 9.2 亿元。受短期外部干扰因素影响, 2025 年下半年, 可复美的收入同比下降了 22%。可丽金的增长亦受天猫头部主播合作减少及线下收缩影响。2026 年, 公司计划推出可复美焦点面霜 2.0、焦点系列和秩序系列新品等多款重磅新品。此外, 我们预计公司还将加大品牌建设投入, 从而推动公司销售回暖。

线下直销持续扩大规模。 2025 年, 公司线下直销收入同比增长 32% 至 2.25 亿元人民币, 可复美直营门店从 18 家增至 32 家。此外, 可复美成功进驻新加坡和马来西亚屈臣氏、韩国免税店及北美线上渠道。我们认为, 渠道拓宽将提供持续的增量支撑。

医美产品获批, 预计 2026 年二季度开启商业化。 巨子生物的两款三类医疗器械医美产品分别于 2025 年 10 月和 2026 年 1 月获得国家药监局批准。我们预计这两款产品将于 2026 年第二季度及下半年陆续上市。依托公司在医美终端的深厚渠道积累, 医美产品有望成为公司中长期的重要增长驱动力。

([链接](#))

■ 友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元) - 17 亿美元回购计划优于预期, 上调目标价至 112 港元

友邦保险公布 2025 年业绩, 核心指标基本符合市场预期。新业务价值 (VONB) 达 55.16 亿美元, 同比增长 15% (固定汇率)/17% (实际汇率); 股东回报方面, 17 亿美元的股份回购计划超预期, 叠加 26 亿美元的股息 (同比增长 10%), 2026 年股东回报额达 43 亿美元, 若以近期市值为参考, 总股东回报率近 4%。新业务价值率方面, 除新加坡 (-3.4pct) 外, 其他营运市场的新业务价值率均有提升; 2025 年集团新业务价值率为 58.5%, 同比提升 3.6 个百分点, 主要受香港 (+3.0pct) 和泰国 (+11.4pct) 在新产品推出和医疗

险重定价下带动新业务价值率提升，以及中国内地市场(+1.4pct)因 3Q25 预定利率下调带来的正向影响。

集团营运利润 (OPAT) 同比增长 8%(固定汇率)至 71.4 亿美元，每股营运利润同比增长 12%，达到公司对 2023-2026 年每股营运利润实现年复合增长 9%-11%的目标。期末营运内含价值回报率 (Operating RoEV) 和股东权益回报率 (ROE) 分别为 15.8%和 15.5%，同比提升 0.9/0.7 个百分点。集团自由盈余 (USFG) 维持强劲至 68 亿美元，其中每股自由盈余同比增长 11%。净自由盈余 (Net FSG) 超出 44 亿美元，同比/每股增长 9%/14%。2025 年公司总股东回报金额为 47 亿美元，其中股息达 24 亿美元，回购 23 亿美元；剔除总股东回报后，股东资本充足率为 221%，充分满足>200%的资本充足率目标。

展望 2026 年，友邦中国 2026 年 1-2 月新业务价值同比增长超过 20%，友邦泰国受 1Q25 医疗保险重定价政策的推出导致销售前置的高基数效应，1Q26 新业务价值增长预计放缓。我们基于价值评估法将公司目标价上调至 112 港元 (前值: 89 港元)，包括 1) 预测区间滚动至 2026-2028 年; 2) 小幅上调 FY26E/FY27E OPAT 和 VONB 增长预期 3%/3%, 3%/3%; 3) 2% 终值增长率目标(未变); 4) 新业务价值倍数(VONB multiplier)基于 2025 年底各市场的风险贴现率及长期投资回报率假设更新至 9.4 倍。新目标价对应 1.7x FY26E P/EV, 当前公司股价交易于 1.3x FY26E P/EV, 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。