

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股指收涨，港股能源、地产与原材料领涨，信息科技、可选消费与医疗跑输。南下资金净买入 133.73 亿港元，腾讯、阿里巴巴与小米净买入居前，中芯国际、华虹半导体与钧达股份净卖出最多。A 股煤炭、建材与地产领涨，传媒、通信与计算机跑输。马斯克团队考察光伏产业链，上市公司密集回应。中国光伏行业协会表示太空光伏技术仍处于探索和验证的初期阶段。
- 美股指数下跌，信息技术、通讯服务与可选消费领跌，能源、材料与地产领涨。美股市场软件股抛售潮继续蔓延至半导体、AI 概念股等领域，宏观数据喜忧参半未能给市场提供支撑。资金从科技股、成长股与高估值板块向能源、材料股、价值股与低估值板块切换。AMD 疲弱指引后暴跌 17%，拖累半导体板块下挫，Palantir、Snowflake、Datadog 等软件与 AI 相关个股继续承压。谷歌 All in AI，第 4 季度云收入猛增 48%，今年支出指引接近翻倍大超预期，盘后巨震。纳斯达克计划推出快速纳入新规，应对 SpaceX 等大型 IPO。减肥药销量爆发，礼来第 4 季度营收同比大增 43%，净利润增长 50%。
- 美国 ADP 就业数据低于预期，显示就业市场降温，但 ISM 服务业 PMI 依然强劲，暗示通胀压力仍在。宏观数据喜忧参半令美联储政策利率路径不确定性上升。美国财政部公布季度再融资计划符合预期，美债收益率基本走平。美国财长重申强美元政策，美元小幅上涨。
- 美元走强和股市下跌拖累贵金属市场，金价回吐之前涨幅，白银小幅收涨，贵金属在反弹之后面临方向抉择，尚未形成新的趋势性方向。油气上涨，美国能源信息署称严寒天气导致美国石油库存降幅创 2016 年以来同期最大。比特币回调周期尚未结束，延续下跌。

公司点评

- **辉瑞 (PFE US, 买入, 目标价: 35.46 美元) - 减重管线数据推动估值重估潜力**
辉瑞公布了强劲的 2025 年第四季度业绩，营收达到 176 亿美元（大致符合我们先前 181 亿美元的预期），调整后净利润为 38 亿美元（超出我们先前 33 亿美元的预期）。尽管 2025 年总营收为 626 亿美元（同比下降 2%），但剔除 COVID-19 产品（Comirnaty 和 Paxlovid）后的运营收入同比增长 6%，凸显了基础业务的强劲势头。2025 年调整后稀释 EPS 同比增长 4% 至 3.22 美元，反映了成本削减计划的成功执行。管理层重申了 2026 年的业绩指引，即营收 595 亿至 625 亿美元，调整后 EPS 为 2.80 至 3.00 美元。我们预计 2026 年将是催化剂丰富的一年，包括长效 GLP-1 和长效胰淀素（Amylin）项目的关键数据读出、肥胖症产品组合和 PF’ 4404 (PD-

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	26,847	0.05	4.75
恒生国企	9,048	-0.05	1.51
恒生科技	5,366	-1.84	-2.71
上证综指	4,102	0.85	3.36
深证综指	2,685	0.32	6.10
深圳创业板	3,312	-0.40	3.38
美国道琼斯	49,501	0.53	2.99
美国标普 500	6,883	-0.51	0.54
美国纳斯达克	22,905	-1.51	-1.45
德国 DAX	24,603	-0.72	0.46
法国 CAC	8,262	1.01	1.38
英国富时 100	10,402	0.85	4.74
日本日经 225	54,293	-0.78	7.85
澳洲 ASX 200	8,928	0.80	2.45
台湾加权	32,290	0.29	11.48

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	53,098	0.66	8.51
恒生工商业	14,127	-0.48	1.80
恒生地产	20,571	1.99	17.13
恒生公用事	40,808	0.77	7.32

资料来源: 彭博

1/VEGF) 的激进临床进展, 以及 SV (Sigvotatug Vedotin) 在二线及以上非鳞状非小细胞肺癌和 Elrexio 在复发/难治性多发性骨髓瘤中的 3 期数据。我们认为这些里程碑事件有望推动估值的显著重估。

VESPER-3 数据读出验证了月度给药的差异化优势。辉瑞披露了其长效 GLP-1 (PF' 3944) 的 2b 期 VESPER-3 研究的顶线结果。在第 28 周, 中剂量组 (4.8mg 每月一次, n=54) 实现了经安慰剂调整后 12.3% 的减重效果。模型预测显示, 计划中的 3 期高剂量组 (9.6mg 每月一次) 在第 28 周可能实现 15.8% 的减重, 使其具备与替尔泊肽竞争的实力。主要的争议点集中在耐受性上。在整个研究期间, 因不良事件 (AEs) 导致的停药率为 9.3% (周制剂和月制剂阶段均为 4.6%), 未发生严重腹泻病例, 仅有极个别的严重恶心/呕吐病例。相比之下, 替尔泊肽 (SURMOUNT-1 研究) 的停药率为 6.2%, Orforglipron (ATTAIN-1 研究) 为 10.3%, MariTide (2 期研究) 为 17.3%, PF' 3944 的安全性特征显得可接受。基于对 PF' 3944 安全性的信心, 辉瑞计划在今年晚些时候启动 3 期 VESPER-6 研究, 测试更高的 9.6 mg 月度剂量。我们期待在 6 月的美国糖尿病协会 (ADA) 会议上看到详细的 VESPER-3 数据。此外, PF' 3944 与超长效胰淀素 (PF' 3945) 联合疗法的更新数据预计将在年内发布, 这将是肥胖症业务特许经营的一个关键里程碑。

加速推进 PD-1/VEGF 与 ADC 的联合疗法。辉瑞正通过将 PF' 4404 (PD-1/VEGF) 与其行业领先的 ADC 产品组合联用, 迅速建立在肿瘤学领域的优势地位。PF' 4404 的 3 期项目正在加速推进, 一线结直肠癌研究已经启动, 另有三项 3 期试验计划在 2026 年进行。PF' 4404 与 ADC 特别是 Padcev、SV 和 PDL1V 的联合应用代表了一种颇具潜力的治疗方案。

维持“买入”评级。鉴于 2026 年 15 亿美元的独占权丧失 (LOE) 影响已被市场充分消化, 我们认为市场叙事将转向管线执行力。肥胖症产品组合和 PF' 4404 的临床进展将成为股价上涨的主要驱动力。我们给予公司目标价 35.46 美元。 ([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。