

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- A股延续调整，上证指数跌0.80%，深成指跌1.81%，创业板指跌2.70%，两市成交额升至2万亿元以上，汽车服务、航天装备等逆势走强，煤炭、电池、风电设备与半导体承压。港股收官日涨幅分化，恒指微涨0.15%，恒生科技指数跌0.86%，家电和CXO板块走强，存储、光通信等成长板块偏弱。宏观方面，中国3月制造业PMI重返扩张区间，内需和生产在政策支持下边际改善；人民币总体维持韧性，在美元偏强背景下仍大致围绕6.9双向波动。
- 日韩市场继续承压，韩国综指单日下跌4.3%，创2008年以来最差月度表现之一，外资集中抛售三星电子和SK海力士，反映高油价与全球风险偏好回落对高贝塔市场冲击更大。日本方面，日元逼近160兑1美元后，日本政府首次将近期贬值称为“投机性”波动，并强化口头干预；欧洲股市则出现技术性反弹，但3月整体仍创近四年来最差单月表现，欧元区3月通胀升至2.5%，能源仍是主要推手，高油价正继续压制欧洲增长与政策空间。
- 美股在季度最后一个交易日大幅反弹，道指涨2.5%，标普500涨2.9%，纳指涨3.8%，录得近一年来最佳单日表现，主因是美伊同时释放缓和信号。反弹以科技股领涨，不过从季度看，美股仍录得明显跌幅，说明市场对战争、油价和增长放缓的担忧并未真正解除。
- 美债收益率继续自上周高位回落，10年期收益率降至约4.31%附近。美国宏观数据偏分化：2月JOLTS职位空缺降至688.2万个、招聘人数降至484.9万个，创疫情以来低位，显示就业市场进入更明显的“低招聘、低裁员”状态。整体看，市场开始更重视高油价对需求和就业的拖累，而非单纯上修联储加息预期。
- 受中东局势可能缓和的消息影响，布伦特6月合约回落至103.97美元/桶，不过布伦特3月累计仍大涨约64%，创有记录以来最大单月涨幅之一，说明供给风险尚未真正解除。黄金则反弹逾3%至4652美元附近，避险买盘回流。但从整月看，黄金仍录得2008年以来最差单月表现，显示此前油价飙升与实际利率上行对贵金属压制明显。

宏观点评

- **中国经济 - PMI 大超预期**
 中国制造业PMI在3月份大幅反弹，部分原因是2026年春节假期较晚且持续时间更长，从3个月移动平均线来看仍处于收缩状态。产需两端大幅改善，库存周期以及进出口订单均有所回升。受能源价格飙升的推动，原材料采购价格和出厂价格升至近五年高位，通缩压力显著缓解。非制造业PMI小幅上升，服务业重回扩张，而建筑业仍处于收缩状态。扩张的制造业和服务业的价格指数均表明，上游输入型通胀可能导致未来几个月PPI转正，从而支撑

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,788	0.15	-3.29
恒生国企	8,374	-0.30	-6.05
恒生科技	4,650	-0.86	-15.70
上证综指	3,892	-0.80	-1.94
深证综指	2,535	-1.71	0.17
深圳创业板	3,185	-2.70	-0.57
美国道琼斯	46,342	2.49	-3.58
美国标普500	6,529	2.91	-4.63
美国纳斯达克	21,591	3.83	-7.11
德国DAX	22,680	0.52	-7.39
法国CAC	7,817	0.57	-4.08
英国富时100	10,176	0.48	2.47
日本日经225	51,064	-1.58	1.44
澳洲ASX 200	8,482	0.25	-2.67
台湾加权	31,723	-2.45	9.53

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	50,514	1.37	3.23
恒生工商业	12,771	-0.56	-7.98
恒生地产	19,471	0.90	10.87
恒生公用事业	39,558	-0.13	4.03

资料来源: 彭博

工业利润的反弹，尤其是在上游行业。然而，因最终消费需求仍疲软，下游企业的定价能力仍然有限，利润率压力可能持续存在。我们认为，目前的物价上涨并不意味着国内需求全面复苏，也不意味着中国通缩周期已经结束，但这确实标志着向走出通缩迈出了令人鼓舞的第一步。我们将第一季度GDP增长预期从4.5%上调至4.8%，主要原因是贸易顺差扩大。物价上涨可能会促使中国人民银行将降息时间从2026年第二季度推迟到第三季度。 ([链接](#))

公司点评

■ 舜宇光学 (2382 HK, 买入, 目标价: 82.99 港元) - 2026 年指引好于市场预期; 高端手机/汽车/物联网将驱动盈利增长

舜宇光学 2025 年下半年营收/净利润同比增长 21%/85%，达到人民币 236 亿元/30 亿元。净利润基本符合此前发布的正面盈利预告 (29.4-30.8 亿元) 及我们的预测，但因来自歌尔光学股权的一次性投资收益，净利润较市场一致预期高出 44%。管理层指引 2026 年营收/净利润同比增长不低于 7%/7%，由智能手机业务营收同比增长 5-10% (得益于平均售价提升及份额增长) 及物联网业务营收同比增长 60% 所驱动，抵消了 XR 业务的疲软。我们认为，尽管面临智能手机/汽车行业短期逆风，舜宇专注于高端规格升级以及强大的物联网产品线将成为 2026 年的主要增长动力。我们调整了 2026 及 2027 年的预测，以反映 2025 年业绩及好于预期的 2026 年指引。我们新的基于分部估值法的目标价为 82.99 港元 (前值: 91.38 港元)，对应 20.0 倍 2026 年预期市盈率。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 永达汽车 (3669 HK, 买入, 目标价: 1.8 港元) - 25 年集中减值, 静待毛利修复

2025 年大额减值, 后续轻装上阵: 2H25 公司收入同比下降 15% 至人民币 275 亿元, 受新车毛利低迷影响, 整体毛利率降至 7.0% 的历史低点。全年公司累计计提减值约 49 亿元, 导致 2H25 净亏损达 17 亿元。剔除减值后, 2H25 亏损为 3.67 亿元, 符合此前盈警。管理层计划在 2026 年关闭 15-20 家门店, 由于相关资产减值和冗余人员安置费用已大部分在 2025 年提前计提, 我们预计 2026 年不会再有重大减值项, 费用率将在收入波动下保持基本稳定。

新车毛利率有望在主机厂支持下企稳回升: 随着宝马、保时捷等核心豪华品牌降低官方指导价并调整渠道策略, 经销商端的价格压力已有所缓解。尽管市场竞争依然激烈, 我们保守预计新车综合毛利率将从 2025 年的 0.1% 回升至 2026 年的 0.3%。

估值与展望: 公司盈利对新车毛利率的恢复具有极高的敏感度。考虑到行业修复仍需时间, 我们下调 26/27 年净利润预测至 3,800 万/2.82 亿元。虽然行业仍处于“优胜劣汰”的阵痛期, 但我们认为新车毛利率进一步恶化的空间有限。我们将目标价从 2.5 港元下调至 1.8 港元, 基于 10 倍 2027E 市盈率倍数 (此前为 9 倍), 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 三生制药 (1530 HK, 买入, 目标价: 34.87 港元) - 关注 ASCO2026 上数据更新

三生制药 2025 年实现营收 177 亿元人民币 (同比增长 94.3%), 主要得益于辉瑞就 707 项目支付的 94 亿元人民币授权收入。然而, 在国家集采

(VBP) 和医保控费的背景下，产品销售额同比下降 10.3%至 80 亿元人民币。剔除授权收入后，研发费用率和行政费用率分别上升约 4 个百分点和约 2 个百分点，反映了公司正加速临床投入以及一次性股权激励费用的影响。我们预计公司将维持高水平的研发投入，以加速管线进展。尽管传统商业化产品在 2026 年预计将继续承压，但考虑到辉瑞积极的全球开发进度，我们认为 707 全球临床的推进将支撑公司估值上行。

辉瑞正在全球范围内快速推进 707。辉瑞已为 707 注册了十项全球临床试验，其中七项已开始入组，包括一线非小细胞肺癌和一线转移性结直肠癌的 III 期研究。根据辉瑞的计划，预计 2026 年还将新增两项 III 期临床试验，包括一线转移性尿路上皮癌 (1L mUC) 和一线子宫内膜癌 (1L EC)。我们预计快速的临床推进将触发近期的里程碑付款，从而显著增厚三生制药的利润。除里程碑付款外，三生制药还受益于为辉瑞的临床研究提供药物原液，这推动了其 CDMO 业务在 2025 年实现 46.3% 的同比增长。近期催化剂包括将在 2026 年 ASCO 年会上公布的 NSCLC 和 EC 的中国 II 期更新数据。

丰富的管线支撑未来 BD 潜力。三生制药已建立包含 27 款候选药物的广泛管线，其中多款候选药物已获得美国 FDA 的 IND 批准，如 SSS67 和 SSS68。SSS67 同时靶向 ActRIIA 和 ActRIIB 受体，以调节脂肪代谢和肌肉合成通路，从而实现减脂和增肌的双重效果。SSS68 是一款靶向 IgA 肾病的长效 April/BAFF 双特异性抗体 (BsAb)。我们认为这些获得 FDA IND 的候选药物展示了三生制药的全球研发战略，并有望支撑其未来的对外授权交易。

新产品或有助抵消传统产品面临的逆风。近期获批的新产品，包括 NuPIAO (长效 rhEPO)、608 (IL-17A) 和 SSS20 (艾曲泊帕)，以及口服紫杉醇在 2025 年新增纳入国家医保目录，预计均将在 2026 年产生收入，我们认为其有助于部分抵消传统产品的下滑。

维持“买入”评级。我们下调了近期的产品销售预测，以反映传统产品持续面临的压力，特别是在 2026 年底特比澳还将面临最后一轮医保目录续约谈判，我们将关注其价格变化。然而，鉴于辉瑞在全球开发方面的快速进展，我们上调了 2026 年的里程碑付款预测。总体而言，我们将 2026 年的营收预测下调了 4%。因此，基于 10 年期 DCF 模型，我们将目标价从 37.43 港元调整为 34.87 港元 (WACC: 10.11%，永续增长率: 2.0%)。不过，我们认为 707 的全球重磅炸弹潜力仍然是核心的上行驱动力，维持“买入”评级。
([链接](#))

■ 康龙化成 (300759 CH, 买入, 目标价: 人民币 39.0 元) - 重大 CDMO 合作驱动未来增长

康龙化成公布了 2025 年业绩，收入同比增长 14.8%至人民币 141.0 亿元，non-IFRS 经调整净利润同比增长 13.0%至 18.2 亿元，收入和利润增速均显著快于 2024 年。2025 年公司的收入和经调整净利润比我们预测分别高 0.5% 和 0.7%，符合预期。管理层预计 2026 年收入将同比增长 12-18%，其中汇率波动对指引增速造成 3 个点的负面影响。

全球客户需求持续增长。基于实验室板块对于战略客户的持续渗透和 CDMO 项目的交付，2025 年来自全球 top20 药企客户的收入同比强劲增长 29.4%，快于公司整体。来自欧洲客户的收入增长 27.4%，同样显著快于公司整体，主要由于公司对于欧洲市场的有效开拓和 CDMO 管线的推进。新签订单同比

增长超 14%，在 24 年增长超 20%的基础上延续了稳健的增长态势。作为公司的核心业务，实验室板块 2025 年的新签订单同比增长了约 12%，将继续支撑公司的整体业绩增长。小分子 CDMO 板块的新签订单同比增长约 13%，年内新增 24 个临床 3 期和 15 个工艺验证&商业化项目，未来商业化生产潜力持续提高。临床研究板块的新签订单增速快于公司整体，表明国内客户临床需求的企稳和早期复苏信号以及公司不断扩张的市场份额。

小分子 CDMO 业务迎来商业化生产业务突破。康龙化成在 26 年 3 月宣布与礼来达成小分子 GLP-1 药物 Orforglipron 的制剂商业化生产合作协议，礼来将对康龙化成投资 2 亿美元用于支持技术能力建设，并将视后续发展情况进一步扩大合作规模。此次与礼来的合作不仅会带来显著的未来增量收入（26 年贡献较少），也标志着康龙化成的 CDMO 平台已符合全球头部药企的质量体系，将成为公司开拓全球市场的强力背书。除了制剂业务的突破，康龙化成的 CDMO 业务目前也已具备了商业化生产能力，公司的绍兴和宁波的 API 设施均已经通过了 FDA 的 PAI 审计，4Q25 美国首个创新药 API 项目获批。考虑到礼来的 DP 合作以及管线内其他项目的推进，我们预计 CDMO 业务未来 3 年的增速将快于公司其他业务。

维持“买入”评级，目标价上调至 39.00 元（此前为 38.08 元），以反映更积极的全球药物研发和生产外包需求。预计公司 2026E/27E/28E 收入将分别同比增长 16.4%/ 15.9%/ 14.9%，non-IFRS 净利润同比增长 18.7%/ 17.7%/ 16.5%，对应的经调整 PE 为 23.8x/ 20.3x/ 17.4x。（[链接](#)）

■ 中际旭创（300308 CH，买入，目标价：人民币 707 元）- 1.6T 放量与硅光产品结构升级推动 2026 年进一步走强

中际旭创公布 FY25 业绩，表现强劲：收入同比增长 60% 至人民币 382 亿元，符合我们预测及彭博一致预期；净利润同比增长 109% 至人民币 108 亿元，较我们预测低 1.4%，但整体与市场一致预期大致一致。毛利率由 FY24 的 34.7% 大幅提升至 42.6%，主要受益于高速光模块出货持续强劲，以及硅光产品占比提升。4Q25 业绩动能进一步加速，收入同比增长 102%、环比增长 30%，毛利率也由 3Q25 的 42.8% 提升至 44.5%。我们继续看好中际旭创作为国内 AI 产业链核心受益标的，支撑因素包括供应链准备度持续改善、在可插拔光模块领域的明确领先地位，以及随着硅光渗透加深而带来的进一步利润率上行空间。维持“买入”评级，目标价维持在人民币 707 元，仍基于 28 倍 2026 年预期市盈率。（[链接](#)）

■ 豪威集团（603501 CH，买入，目标价：人民币 136.0 元）- 更高价值量的 CIS 产品结构升级支撑利润率韧性

豪威集团公布 FY25 业绩：收入同比增长 12.1% 至人民币 289 亿元，较我们预测及彭博一致预期均低 5%；净利润同比增长 21.7% 至人民币 40 亿元，较我们预测低 2%，较彭博一致预期低 9%。FY25 毛利率由 FY24 的 29.4% 提升至 30.6%，大致符合我们预测及市场一致预期，主要受益于 CIS 产品结构优化以及汽车 CIS 收入贡献提升。分季度看，4Q25 收入同比增长 4%，但环比下降 10%，主要反映智能手机相关出货偏弱及季节性因素；不过毛利率环比继续提升至 31.3%，反映产品结构持续升级。展望 1Q26，管理层指引收入为人民币 62 亿至 65 亿元，中值对应同比下降 2.3%、环比下降 11%；毛利率指引为 28.7% 至 29.6%，由于零部件成本上升，尤其是存储相关通胀，持续压制下游需求。维持“买入”评级，目标价从 173 元调整至人民币 136

元，基于 33.0 倍 2026 年预期市盈率（前值为 33.6 倍），同公司过去两年预期市盈率历史均值一致。（[链接](#)）

■ **英诺赛科 (2577 HK, 买入, 目标价: 75.0 港元) - GaN 势能稳步积累, 渐入佳境**

英诺赛科发布 FY25 业绩。收入同比增长 46.4%至人民币 12 亿元，较我们的预测低 9%，较彭博一致预期低 11%。毛利率由 FY24 的-19.5%转正至 FY25 的 7.3%，较我们的预测和彭博一致预期分别低 3.3 个百分点和 4.3 个百分点；经调整 EBITDA 亦实现转正，标志着公司首次出现具有实质意义的经营拐点。盈利改善主要受益于持续扩产，截至 2025 年晶圆月产能已达到 2 万片，同时产能利用率和良率亦同步提升。除业绩表现外，FY25 也是公司商业化进展的重要一年，包括：1) 在 800VDC 电源架构方面与英伟达、谷歌等领先 AI 客户展开更深入合作；2) 通过用于关节模组的 100V 集成 GaN 驱动器，初步拓展至人形机器人领域；3) 汽车业务亦取得扎实进展，从 OBC/DC-DC 批量出货推进至主驱逆变器的初步验证阶段。维持“买入”评级，目标价从 49 港元调整为 75 港元，基于 35 倍 2030E 市盈率（此前为 30 倍）。（[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有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个月的潜在涨幅在-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作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编制的报告。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。