

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 3月27日，A股低开高走，上证指数涨0.63%，创业板指涨0.71%，锂电池、创新药、有色金属、半导体与化工领涨，保险、银行与部分电力板块偏弱。港股小幅反弹，恒指涨0.38%，恒生科技指数涨0.35%，医药与新能源汽车板块表现较强。南向资金净卖出约28.8亿港元，显示短线情绪仍偏谨慎。宏观方面，1-2月全国规模以上工业企业利润同比增长15.2%，年初工业盈利改善。人民币则在避险美元走强背景下有所走弱，显示中东风险仍对汇率形成阶段性扰动。
- 日韩及欧洲市场整体承压，核心矛盾仍是油价飙升带来的输入型通胀压力。韩国综指和日经225分别下跌0.4%和0.43%。欧洲方面，STOXX 600下跌0.9%，多数板块收跌；3月私营部门增长明显放缓，投入成本和供应链扰动推升通胀担忧，市场对欧洲央行4月加息的押注升至57%左右。
- 美股再度下挫，标普500跌1.67%，纳指跌2.15%，三大股指均录得连续第五周下跌，市场对特朗普延长伊朗最后通牒的表态反应冷淡，投资者更关注霍尔木兹海峡风险、高油价和再通胀压力，科技股与可选消费继续领跌，风险偏好明显降温。
- 美债表现分化，10年期美债收益率升1.61个基点至4.4278%，反映市场继续计入更久的高利率；2年期美债收益率则回落至3.9119%，显示市场同时担忧增长前景。美国宏观方面，截至3月21日当周初申请失业金人数小幅升至21万，仍处低位，就业市场尚未明显转弱；但3月密歇根大学消费者信心指数降至53.3，为三个月低点，短期通胀预期升至3.8%，说明高油价已开始侵蚀居民信心并抬升通胀担忧。
- 霍尔木兹海峡供应风险持续发酵，布伦特5月原油涨4.22%至112.57美元/桶。与此同时，避险需求回升，现货黄金涨2.91%至4,502.93美元/盎司。

行业点评

- 电解铝行业 - 周末中东铝冶炼厂遇袭事件令供应风险具体化事件**

中阿联酋环球铝业(EGA)于3月28日公告，其位于阿布达比哈里发经济区(Khalifa Economic Zone Abu Dhabi)的Al Taweelah电解铝冶炼厂因伊朗导弹及无人机袭击而遭受“严重破坏”，目前损害评估工作正在进行。该

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	24,952	0.38	-2.65
恒生国企	8,454	0.76	-5.16
恒生科技	4,778	0.35	-13.38
上证综指	3,914	0.63	-1.39
深证综指	2,580	1.29	1.92
深圳创业板	3,296	0.71	2.89
美国道琼斯	45,167	-1.73	-6.03
美国标普500	6,369	-1.67	-6.96
美国纳斯达克	20,948	-2.15	-9.87
德国DAX	22,301	-1.38	-8.94
法国CAC	7,702	-0.87	-5.49
英国富时100	9,967	-0.05	0.36
日本日经225	53,373	-0.43	6.03
澳洲ASX 200	8,516	-0.11	-2.27
台湾加权	33,113	-0.68	14.32

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	49,919	0.10	2.01
恒生工商业	12,997	0.63	-6.35
恒生地产	19,422	-0.76	10.59
恒生公用事业	39,683	0.05	4.36

资料来源: 彭博

电解铝厂 2025 年铝产量达 160 万吨。同时，巴林铝业 (ALBH BI, 未评级) 于 3 月 29 日确认其设施亦遭伊朗袭击，受损程度正在评估中。伊朗革命卫队表示，此次针对两处目标的袭击，是对早前两座伊朗钢铁厂遇袭事件的回应。

影响分析

EGA 方面，虽然目前实际受损程度尚待进一步确认，但冲击可能相当显著，主要由于其产能规模较大（约占 2025 年全球电解铝供应的 2%）。巴林铝业方面，3 月 15 日已宣布的减产 19%，而随着周末的袭击后，停产风险可能进一步上升。更重要的是，伊朗革命卫队的声明显示，此次袭击并非意外，而是有计划的针对性行动。这意味着中东地区更多冶炼厂可能面临威胁，未来供应端风险将进一步上升。

周末的事件进一步强化了我们的观点：持续的供应中断将继续支撑铝价上行。我们认为中国电解铝公司是当前市场的避险资产。我们维持对中国宏桥 (1378 HK) 和创新实业 (2788 HK) 的买入评级。 ([链接](#))

公司点评

■ 比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 目标价: 125 港元/125 元人民币) - 2026 年出口有望超预期

4Q25 盈利不及预期: 4Q25 营收符合预期，但毛利率环比缩窄 0.2 个百分点，较我们预期低 0.6 个百分点。同时，当季财务费用（含汇兑损益）及政府补助均低于预期，导致 4Q25 净利润较我们的预期低 18%，单车净利润降至约 6,900 元，较 3Q25 减少约 100 元。

缩短付款天数对现金流的影响或已充分体现: 由于响应缩短供应商账期的号召，2025 年比亚迪经营现金流入仅 591 亿元，为 2021 年以来最低水平。年末净现金同比减少约 620 亿元。我们估计 2025 年利息费用及贴现等费用合计同比增加近 13 亿元，拖累净利润约 4%。我们认为，若公司能维持当前的应付账款天数，现金流压力已在 2025 年完全体现。

出口和储能有望成为盈利增长点: 我们维持 2026 年 500 万台的销量预测，其中出口贡献 150 万台（隐含国内销量同比微降 1%）。我们认为，在当前地缘政治紧张局势下，油价上涨将使比亚迪的新能源车出口及光伏、储能电池业务显著受益。我们预计比亚迪 2026-27 年营收将分别同比增长 9%/8%，毛利率维持 17.8% 不变。

盈利预测和估值: 比亚迪在研发支出上趋于审慎，2025 年研发费用同比仅增长 9%，研发投入资本化率提升到 8.6%（2024 年为 1.8%）。我们预计 2026-27 年研发费用分别同比增长 3%/2%，政府补助规模和 2025 年基本持平。据此，我们预计 2026-27 年净利润分别同比增长 11%/21% 至 363 亿元/438 亿元。维持买入评级，H/A 股目标价分别为 125 港元/125 元人民币，基于 23x FY27E P/E。 ([链接](#))

■ **长城汽车(2333 HK/601633 CH, 买入, 目标价: 19 港元/26 元人民币) - 新平台或带来超预期惊喜**

4Q25 核心净利润符合预期: 4Q25 收入同比增长 16%至 692 亿元, 创历史新高, 较我们的预期高 9%。毛利率环比缩窄 1.1 个百分点至 17.3%, 较预期高 0.2 个百分点。毛利率的超预期表现被销管研费用的增加所抵消。最终, 剔除政府补助、增值税返还和俄罗斯报废税返还后的核心净利润为 4.07 亿元, 符合我们的预期。

新平台助力定价更具竞争力: 归元平台支持一车多动力, 零部件通用率接近 85%。凭借新平台带来的成本优化, 2026 年魏牌的至少四款全新车型在定价上将或具竞争力。我们上调 2026 年魏牌销量预期至 20 万台, 较 2025 年翻番。

产品结构优化和出口增长支撑毛利率: 除了魏牌, 我们预计出口, 尤其是坦克品牌出口增长 (2026 年出口目标为 10 万台) 将提高 ASP 并支撑毛利率。基于当前地缘政治格局, 我们上调 2026 年出口销量预期至 62 万台。综上, 我们预计 2026 年平均售价同比增长 1%至 17.1 万元, 毛利率同比扩大 0.1 个百分点至 18.1%。

盈利预测与估值: 我们维持 2026 年 149 万台的总销量预测, 但上调了魏牌及出口销量预期, 预计 2026 年净利润同比增长 19%至 118 亿元。维持买入评级, 港股目标价 19 港元, 基于 12x FY26E P/E。A 股目标价 26 元人民币基于 A/H 溢价 55%。 ([链接](#))

。

■ **广汽集团 (2238 HK/601238 CH, 买入, 目标价: 4.2 港元/9 元人民币) - 关注启境和出口超预期**

4Q25 业绩符合盈利预警。广汽 4Q25 收入环比增长 22%至 296 亿元, 较我们预期高 23%, 毛利率环比改善 3.9 个百分点至 0.8%, 超出预期 2.9 个百分点。因广汽本田亏损扩大, 4Q25 合联营企业贡献的收益自 2012 年以来首次转负 (-3.9 亿元), 叠加 24 亿元超预期减值损失, 最终净亏损 45 亿元, 与此前盈利预警一致。

启境与出口为 2026 年关键。与华为联合开发的启境品牌首款中大型轿车 GT7 将于 2026 年 6 月上市, 可能成为股价催化剂。此外, 公司目标 2026 年自主品牌出口量翻倍至 25 万台。鉴于 2025 年海外毛利率较国内高 10.7 个百分点, 预计出口占比提升将推动 2026 年毛利率同比上升 3.3 个百分点至 0.5%。

2026 年合联营企业盈利贡献有望企稳。我们认为广汽丰田仍较多数合资品牌更具韧性, 2025 年实现 4.6%净利润率并贡献 25 亿元收益。bZ3X 的成功为丰田在华新能源转型提供可行路径。预计广汽本田 2026 年亏损将较 2025 年的 9.81 亿元有所收窄 (通过产能及人员优化)。因此我们估计广汽 2026 年股权收益为 22 亿元。新能源转型中广汽与合资企业将深化合作, 可能增加公司收入。

盈利预测/估值。在持续降本努力下, 我们预计 2026 年广汽销管研费用率合计同比下降 1.7 个百分点至 10.5%。据此估算 2026 年净亏损收窄至 48 亿元。维持买入评级, 基于分部估值法将 H 股目标价微调至 4.2 港元 (自主品

牌：0.3x FY26E P/S + 合联营企业：3x FY26E P/E），A股目标价9元基于142%的A/H溢价。（[链接](#)）

■ **映恩生物(9606 HK, 买入, 目标价: 383.47 港元)- 凭借新一代重磅ADC, 引领“ADC + IO 2.0”新范式**

映恩生物正迅速成长为全球领先的ADC企业。其近期价值主要由DB-1311支撑，这是一款具有同类最佳潜力的B7-H3 ADC，在转移性前列腺癌领域具备重磅炸弹潜力。此外，通过与BioNTech的合作，映恩生物正在引领创新的“ADC + IO 2.0”范式，随着备受期待的联用临床数据预计在2026年陆续公布，我们认为多项近期催化剂有望推动估值大幅提升。我们维持对映恩生物的“买入”评级，并将目标价上调至383.47港元。

DB-1311 (B7-H3 ADC)：在mCRPC中具备重磅潜力，且适应症拓展空间广阔。我们认为转移性去势抵抗性前列腺癌(mCRPC)是DB-1311的核心价值驱动力。该资产在经过多线治疗的患者群体中展现出惊艳的持久性（中位放射学无进展生存期rPFS为11.3个月；中位总生存期mOS为22.5个月），即使在接受过Pluvicto治疗后仍保持强劲疗效。凭借高度可耐受的安全性特征，DB-1311在与Pluvicto和I-DXd等直接竞争对手的较量中处于有利地位。随着其推进旨在取代多西他赛的全球关键性三期临床试验，DB-1311有望在已被Pluvicto商业化轨迹验证的数十亿美元前列腺癌市场中占据重要份额。除mCRPC外，向妇科肿瘤和肺癌领域的拓展也提供了巨大的上行空间。此外，我们认为DB-1311与BNT327 (PD-L1/VEGF)的联用是近期的主要价值拐点，其在SCLC (小细胞肺癌)/NSCLC (非小细胞肺癌)及其他晚期实体瘤中的数据读出备受期待，预计将于2026年公布。

DB-1310 (HER3 ADC)：具备高度差异化及向早期治疗线拓展的潜力。DB-1310在经过多线治疗的HR+/HER2-乳腺癌(ORR为61.5%；mPFS为14.78个月)以及奥希替尼治疗后的EGFR突变NSCLC(mPFS为8.28个月)中，展现了令人瞩目的早期疗效信号。这一强劲的临床活性得益于其同类最佳的安全性特征，特别是极低的间质性肺病(ILD)发生率。这一良好的治疗窗口为DB-1310向更早期的治疗线推进提供了战略路径，包括与奥希替尼联用进军一线EGFR突变NSCLC。鉴于映恩生物保留了该药物的全球全部权益，DB-1310具有对外授权的机会。

引领“ADC + IO 2.0”范式。映恩生物是新一代联合疗法的先行者，通过与BioNTech合作，在四项全球1/2期临床试验中评估其专有ADC(DB-1303/HER2、DB-1311/B7-H3和DB-1305/TROP2)与pumitamid (PD-L1/VEGF)的联用效果。2025年AACR年会上公布的DB-1305联用初步数据，为“ADC + IO 2.0”逻辑确立了强有力的概念验证，展现出增强的抗肿瘤活性和高度可控的安全性。展望未来，我们预计2026年将迎来重大临床催化剂，包括在三阴性乳腺癌TNBC(联用TROP2 ADC)、乳腺癌(联用HER2 ADC)以及SCLC/NSCLC(联用B7-H3 ADC)中的联用数据读出。

维持“买入”评级。鉴于近期B7-H3 ADC在mCRPC中取得的积极临床数据进一步强化了其潜力，我们将基于DCF模型的目标价上调至383.47港元。（[链接](#)）

■ 信达生物 (1801 HK, 买入, 目标价: 113.86 港元) - 加速向全球生物制药公司转型

信达生物公布了强劲的 2025 年业绩, 2025 年总收入达到 130 亿元人民币 (同比增长 38%), 产品销售额达到 119 亿元人民币 (同比增长 45%)。尽管信迪利单抗销售额稳步增长 5% 至 5.51 亿美元, 但包括玛仕度肽、PCSK9 单抗和 IGF-1R 在内的新产品上市推动了显著的业绩增长, 带动 2025 年下半年产品销售额环比增长 27%。

公司 2025 年下半年产品毛利率扩大至 86.2%。尽管 2025 年下半年为支持非肿瘤产品的商业化, 销售费用率有所上升 (50.1%), 但 2025 年整体销售费用率 (占产品销售额比重) 降至 48.0%。2025 年研发费用保持平稳 (同比下降 2%), 但随着全球多中心临床试验 (特别是 IBI363) 的推进, 预计研发费用将会上升。截至 2025 年底, 凭借高达 243 亿元人民币的雄厚现金储备, 信达生物资金充裕, 足以执行其全球化战略。鉴于其强劲的管线创新能力和全球开发潜力, 我们维持对信达生物的“买入”评级, 目标价为 113.86 港元。

战略合作加速全球化扩张。信达生物正通过多元化的合作伙伴关系, 推进其向全面整合的全球生物制药公司转型。与武田就 IBI363 达成的里程碑式合作, 为全球联合开发和商业化奠定了坚实基础。信达生物近期还在与礼来就早期资产达成的第七次战略研发合作中, 获得了 3.5 亿美元的首付款。此外, IBI3009 (DLL3 ADC, 授权给罗氏) 正在进行针对小细胞肺癌 (SCLC) 的全球 I 期临床试验。值得注意的是, IBI324 (VEGF/Ang2 双抗, 授权给Ollin) 在与市场领导者法瑞西单抗的头对头 Ib 期对比中, 展现出更优的解剖学疗效。IBI324 预计将于 2026 年进入 III 期 MRCT, 有望颠覆规模约 150 亿美元的全球视网膜疾病市场。信达生物的目标是到 2030 年将至少五款资产 (包括 IBI363、IBI343 和 IBI324) 推进至全球 III 期 MRCT。

一线 IBI363 数据读出将成为今年的关键催化剂。信达生物正在开展 IBI363 治疗免疫耐药鳞状非小细胞肺癌 (sq-NSCLC) 的全球 III 期 MRCT, 并于近期在中国启动了针对三线 MSS 型结直肠癌 (CRC) 的 III 期临床试验。针对免疫耐药非鳞状 NSCLC (nsq-NSCLC), 概念验证研究已经完成, 正在计划开展 III 期 MRCT。关键在于, IBI363 在一线 NSCLC 和 CRC 的 Ib/II 期 PoC 研究已完成剂量优化并进入随机对照研究阶段, 预计将于 2026 年获得 PoC 数据。若取得积极结果, 信达生物/武田计划启动这两项一线适应症的 III 期 MRCT。此外, IBI343 (CLDN18.2 ADC) 针对三线及以上胃癌和胰腺导管腺癌已推进至 III 期临床。若 PoC 数据良好, 武田计划启动 IBI343 在一线 GC 和 PDAC 的 III 期 MRCT。

拓展下一代肥胖症产品管线。除了核心资产玛仕度肽外, 信达生物正在培育全面的代谢产品组合, 以满足肥胖症领域未被满足的需求, 包括每日和每周口服的 GLP-1、每月给药的 PCSK9-GGG、胰淀素等。管线的一大亮点是 IBI3032, 这是一款每日口服的 GLP-1 药物, 自 2025 年第三季度以来已在

中美两国完成超 100 名受试者的给药，预计将于 2026 年公布 I 期临床数据。早期数据显示，IBI3032 的药物暴露量达到 orforglipron 的 5-10 倍，在短短四周内实现了令人瞩目的 10% 减重效果。

维持“买入”评级。考虑到近期与礼来合作带来的上行空间，我们将目标价上调至 113.86 港元。（[链接](#)）

■ 康方生物 (9926 HK, 买入, 目标价: 185.80 港元) - 聚焦依沃西单抗关键临床数据读出

2025 年，康方生物实现强劲的产品销售额人民币 30 亿元（同比增长 52%），与我们此前 31 亿元的预期高度一致。这一营收增长势头主要得益于 2025 年 1 月卡度尼利单抗（用于二线及以上宫颈癌）和依沃西单抗（用于二线及以上 EGFR 突变非小细胞肺癌）被纳入国家医保目录。展望 2026 财年，受 2026 年 1 月多项一线适应症（包括卡度尼利用于一线胃癌和一线宫颈癌，以及依沃西单抗用于一线 PD-L1 阳性非小细胞肺癌）纳入医保的催化，我们预计收入增长将进一步加速。

运营方面，康方生物展现出显著的经营杠杆效应。销售和研发费用占产品销售额的比例分别收窄至 47% 和 51%。受纳入医保降价影响，毛利率降低至 79%（2024 年为 86%）。截至 2025 年末，公司现金及等价物达 92 亿元人民币，为其广泛的后期临床项目提供了充足的资金支持。我们期待依沃西单抗的关键数据读出，并维持对康方生物的“买入”评级，目标价 185.80 港元。

期待依沃西单抗关键 III 期数据读出。依沃西单抗在对比替雷利珠单抗联合化疗一线治疗鳞状非小细胞肺癌（1L sq-NSCLC）的中国头对头 III 期临床试验（Harmoni-6）中，已达到 PFS 主要终点，展现出令人瞩目的 mPFS（11.1 个月 vs 6.9 个月，HR=0.60）。我们期待今年该试验 OS 期中分析数据的读出。全球进展方面，我们预计康方生物的合作伙伴 Summit 将于 2026 年第二季度公布全球 III 期 Harmoni-3 试验（1L sq-NSCLC 队列）的期中 mPFS 数据，随后于 2026 年下半年公布最终 PFS 和期中 OS 数据。对于 Harmoni-3 试验的非鳞状 NSCLC 队列，目标于 2026 年下半年完成入组，预计于 2027 年上半年公布最终 PFS 数据。此外，FDA 已将 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 适应症的目标审评日期定为 2026 年 11 月。尽管审评结果仍存在不确定性，但这也代表着依沃西单抗有望首次获得 FDA 批准。

卡度尼利单抗加速全球化布局。康方生物正通过两项关键试验积极推进卡度尼利单抗的全球化布局。评估卡度尼利单抗联合仑伐替尼治疗免疫耐药二线肝细胞癌（2L HCC）的全球 II 期注册性试验的启动，是卡度尼利单抗首个全球关键性试验，具有重要的里程碑意义。此外，在颇具潜力的疗效信号（特别是在 PD-L1 低表达人群中）的支撑下，康方生物正在启动一项卡度尼利单抗联合化疗对比化疗 +/- 纳武利尤单抗（nivolumab）一线治疗胃癌（1L GC）的头对头全球 III 期多中心临床试验。

“肿瘤免疫 (IO) 2.0 + ADC”战略。康方生物自主研发的 HER3 ADC 和 TROP2/Nectin-4 ADC 目前正推进至 II 期临床试验阶段。作为康方生物 “IO 2.0 + ADC”模式的基础，我们预计公司将积极评估这些 ADC 与卡度尼利单抗及依沃西单抗的联合用药方案。

维持“买入”评级。我们期待依沃西单抗的数据读出 (Harmoni-6 期中 OS 和 Harmoni-3 期中 PFS)。我们将康方生物目标价调整至 185.80 港元。

([链接](#))

■ 中讯飞医疗 (2506 HK, 买入, 目标价: 92.55 港元) - GBC 协同打开长远空间

讯飞医疗公布 2025 年收入为 9.15 亿元人民币 (同比增长 24.7%)，低于我们预期约 4%，主要由于下半年 G 端业务增长慢于预期。G 端增速的放缓 (2025 年上半年同比增长 87%，下半年同比增长 4%) 主要因部分省份进行统筹建设，压缩了单个区县项目的定价，且部分区域解决项目在上半年集中确认收入。相反，B 端业务在下半年强劲复苏，在经历上半年的疲软后，全年实现同比增长 31.1%。全年净利润超出我们预期，主要得益于经营杠杆的改善，归母净亏损同比收窄 51.1% 至 6,479 万元人民币。展望未来，我们认为公司正在执行清晰的战略：巩固 G 端领先地位，加速 B 端医院渗透，并利用 GBC 协同效应，拓展 C 端应用，打造为长期增长引擎。

政策顺风驱动客户快速拓展。讯飞医疗在 2025 年继续扩大客户基数，服务已覆盖 806 个区县的超过 7.7 万家基层医疗卫生机构 (PHC) 以及 600 多家等级医院，而 2024 年底为 7 万多家基层机构、670 多个区县和 500 多家医院。值得注意的是，我们在 2025 年看到了持续的省级维度的地域拓展。例如，公司的智医助理实现了浙江省 90 个区县的全覆盖，惠及 1,405 家基层医疗机构；并在广西中标了首个安徽省外的省级影像云平台项目。随着对 AI 辅助诊断的政策支持力度不断加强，我们预计公司将继续扩大地域覆盖，并深化在基层医疗机构和等级医院的市场渗透。

GBC 协同效应提升长期收入增长韧性。C 端患者管理服务收入同比增长 29% 至 2.7 亿元人民币，占总收入的约 30%。我们认为，C 端业务具有重要的战略意义，因为它使公司从基于项目的政府/医院采购模式，转向更具经常性特征的患者付费业务模式。凭借其 G 端和 B 端业务 (如数智家庭医生和医院解决方案) 建立的信任背书，公司正将医院流量转化为消费者应用 (如“讯飞晓医”和 AI 诊后患者管理)。数智家医业务在上海和深圳龙华的试点，以及齐鲁医院的诊后患者管理项目均已初见成效。2025 年，在齐鲁医院，付费患者的沟通转化率达到 50%，患者净推荐值 (NPS) 从上半年 35% 提升至下半年的 50%。考虑到全国每年约 3 亿的医院出院人次，这种基于医疗机构引流的模式有望为 C 端商业化变现奠定庞大的运营基础。

基于讯飞医疗在中国 AI 医疗市场的领导地位，我们维持“买入”评级。然而，考虑到政府招标采购及项目落地节奏的波动，我们将 2025-2028 年预期收入复合年增长率预测从 22.4% 下调至 20.5%。此外，考虑到板块整体估值中枢下移，我们将目标估值倍数下调至同业平均水平。基于 9 倍的 2026 年预期市销率 (P/S)，我们将目标价下调至 92.55 港元。([链接](#))

■ **中国铁塔 (788 HK, 持有, 目标价: 12.10 港元) - 盈利受 D&A 期满支撑, 但增长依然受限**

中国铁塔 FY25 营收同比增长 2.7% 至 1,004 亿元人民币, 基本符合我们 1,014 亿元人民币的预期及 1,008.7 亿元人民币的彭博一致预期。净利润同比增长 8.4% 至 116 亿元人民币, 较我们的预期高出 1.0%, 但较彭博一致预期低 3.5%。净利润率提升 0.6 个百分点至 11.6%, 主要得益于 D&A 费用率的下降 (FY25 占营收的 48.3%, 而 FY24 为 51.4%), 由 2015 年收购的铁塔资产于 2025 年 11 月折旧期满导致 (FY25 内仅确认了两个月), 同时部分 DAS 设备的使用寿命得以延长。

另一方面, EBITDA 同比下降 1.1% 至 658 亿元人民币 (EBITDA 利润率收窄 2.6 个百分点至 65.5%), 原因是坏账准备计提增加以及资产处置收益减少, 导致其他 OpEx 同比大幅攀升 23.5%。4Q25 单季营收为 261 亿元人民币 (同比增长 3.0%, 环比增长 5.6%), 呈现出典型的季节性回暖态势。公司宣布派发全年 DPS 为 0.458 元人民币 (同比增长 9.8%), 派息率达到 77% (相比之下, FY21 至 FY24 分别为 70%、72%、75% 和 76%)。维持“持有”评级, 目标价下调至 12.1 港元 (前值为 13.1 港元)。([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。