

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

■ 周二（4月28日）A股调整，上证指数跌0.19%，创业板指跌1.43%，煤炭、公用事业和石油石化相对抗跌，商业航天、有色金属和光模块等回调。港股继续走弱，恒指跌0.95%，恒生科技指数跌2.28%，生物医药、煤炭和券商相对偏强，光模块、新能源车和电讯设备等承压；南向资金则逆势净流入约145亿港元，重新明显加仓盈富基金、小米和剑桥科技，抛售阿里、腾讯和中芯国际。宏观方面，政治局会议延续积极财政和适度宽松货币取向，但更强调能源安全、科技自立和对冲外部冲击，未来总量刺激幅度可能边际放缓；人民币小幅走弱，离岸人民币纽约尾盘报6.8402。日欧市场下跌。日本股市在前一日创纪录后回落，日经225跌约1%，日本央行维持利率在0.75%不变，但9名委员中有3人主张加息，并上调通胀预期、下调增长预测，市场对6月再加息的押注升温。韩国股市则继续受汽车、钢铁和芯片支撑创收盘新高。欧洲方面，STOXX 600跌0.37%，在美伊谈判僵持、油价再度上行以及本周多家央行议息前，风险偏好继续受压。美股从高位回落，标普500跌0.49%，纳指跌0.90%。AI叙事遭遇新的成长性质疑，围绕OpenAI用户和营收未达预期的报道打压了市场对高额算力开支可持续性的信心，Oracle、CoreWeave、英伟达、AMD和博通等承压，半导体板块明显回调。对AI估值短线降温，但业绩仍能提供支撑的通用汽车和可口可乐等传统企业在财报后走强。美债收益率上行，10年期美债收益率升1.2个基点至4.352%，反映高油价背景下市场对通胀担忧回升。美国4月消费者信心意外升至92.8，创四个月高点，就业预期改善和股市上涨带来支撑，但汽油价格高企仍在抬升通胀预期，调查中的一年期通胀预期达到5.1%。美国需求短线尚未明显失速，但能源价格仍足以限制联储转向空间。大宗商品方面，布伦特6月原油涨2.80%至111.26美元/桶，阿联酋拟自5月1日起退出OPEC和OPEC+的消息，进一步放大了油市不确定性。贵金属明显承压，现货黄金跌1.86%，白银跌3.21%；比特币跌0.62%。工业金属也整体走弱，LME铜跌至两周低点，铝和锡回落，仅镍逆势上涨。商品内部已从此前普涨切换为“油强、其余承压”的更典型滞胀交易。

公司点评

■ **药明康德 (603259 CH, 买入, 目标价: 143 元人民币) - 小分子 D&M 驱动整体增长**

药明康德发布超预期的1Q26业绩，收入同比增长28.8%至124.4亿元，其中持续经营收入同比增长39.4%，经调整 non-IFRS 归母净利润同比增长71.7%至46.0亿元。1Q26的收入和经调整净利润分别占我们全年预测的24.1%和25.6%，显著高于历史平均水平（18-20%）。截至1Q26，持续经营在手订单同比增长23.6%（剔除汇率影响增长29%）至598亿元，同时1Q26新签订单增速超25%。管理层维持全年业绩指引不变，预计26年收

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,680	-0.95	0.19
恒生国企	8,645	-1.27	-3.02
恒生科技	4,827	-2.28	-12.49
上证综指	4,079	-0.19	2.77
深证综指	2,727	-1.07	7.75
深圳创业板	3,597	-1.43	12.29
美国道琼斯	49,142	-0.05	2.24
美国标普	7,139	-0.49	4.28
美国纳斯达克	24,664	-0.90	6.12
德国 DAX	24,018	-0.27	-1.93
法国 CAC	8,104	-0.46	-0.56
英国富时	10,333	0.11	4.04
日本日经	59,917	-1.02	19.03
澳洲 ASX	8,711	-0.64	-0.04
台湾加权	39,522	-0.24	36.45

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	52,962	-0.33	8.23
恒生工商业	13,115	-1.38	-5.50
恒生地产	20,730	-0.31	18.04
恒生公用事业	41,047	-0.11	7.94

资料来源: 彭博

入达到 513 至 530 亿元，持续经营收入将同比增长 18-22%，non-IFRS 净利润率将有望维持稳定，但表示后续将根据业务发展情况适时上调业绩指引。

CRDMO 一体化商业模式抓住全球重磅药物业务机会。在公司的 CRDMO 业务模式下，前端药物发现和开发业务持续为下游引流，过去 12 个月交付超 42 万个新化合物，1Q26 实现 R 到 D 转化 83 个项目，并新增 9 个临床三期和商业化项目。该漏斗模式覆盖全球广泛的药物领域和大批客户，允许公司洞见行业趋势并前瞻性的建设产能，公司因此先后抓住新冠口服药、多肽及口服小分子 GLP-1 等全球爆款商业化机会。得益口服小分子 GLP-1 药物的交付，小分子 D&M 板块收入在 1Q26 激增 80.1%，成为公司新的增长引擎。TIDES 业务作为 CRDMO 模式自然延伸，1Q26 收入受到交付节奏的影响，同比仅增长 6.1%，但基于充裕在手订单，全年预计增长约 40%，体现管理层对 TIDES 业务发展的信心。

产能建设持续推进。基于增长的全球客户需求，药明康德计划提前启动常州新基地建设，涵盖小分子与 TIDES 产能。管理层目标 TIDES 领域年内固相合成反应釜总体积将达 13 万升（25 年底为 10 万升）。尽管中东地缘政治冲突致带来不确定性，但公司于去年 10 月与沙特政府签订的战略合作目前仍正常推进，是公司在全球建立能力和产能的长期战略之一。管理层预计 2026 年资本开支为 65-75 亿元，同比增长 17.3% 至 35.4%。我们认为药明康德成熟的全球产能网络以及产能扩张将持续强化公司全球医药外包龙头地位。

维持买入评级。为反映小分子 D&M 业务的强劲势头，我们上调业绩预测，预计公司在 2026E/ 27E/ 28E 的收入同比增长 15.2%/ 16.3%/ 14.8%（持续经营业务收入同比增长 20.6%/ 16.3%/ 14.8%），经调整 non-IFRS 净利润同比增长 26.2%/ 18.0%/ 15.8%，对现阶段股价的经调整 PE 分别为 17.5x/ 14.8x/ 12.8x。因此，我们上调药明康德目标价至 143 元（此前为 133 元）。
[\(链接\)](#)

■ 比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入, 目标价: 125 港元/125 元人民币) - 海外业务及研发资本化支撑盈利韧性

1Q26 收入及毛利率超预期主因海外业务。比亚迪 1Q26 销量同比下滑 30%，收入同比下降 12%，较我们此前预测高 13%，因海外销量占比提升至 46%。这也推动其毛利率环比上升 1.4 个百分点至 18.8%，较我们预期高 0.3 个百分点。研发支出管控严于预期，但汇兑损失高于预期。综合影响下，1Q26 净利润达 41 亿元，较我们预测高约 7 亿元。

比亚迪海外潜力或仍被低估。基于 1Q26 与 4Q25 数据（假设平均售价与毛利率环比变动极小），我们估算其海外汽车业务毛利率较中国本土高 6-8 个百分点。我们维持 2026 年总销量 500 万台的预测，但将海外销量上调 10 万台至 160 万台。据此，我们上调 2026 年收入预测 2%。尽管面临原材料涨价和资本支出压力，海外销量增长有望支撑 2026 年毛利率韧性，2026 年毛利率或仅同比收窄 0.1 个百分点至 17.6%。

研发资本化增强盈利韧性：我们估算 1Q26 研发资本化率从 2025 年的 9% 升至约 17%，这是净利润超预期的原因之一。正如我们多次指出，比亚迪过去四年较低的研发资本化率已减轻未来摊销负担，从而提供盈利韧性。我们将 2026/2027 年研发资本化率假设分别从 7%/7% 上调至 15%/12%，并将净

利润预测上调 4%/6%至 379 亿元/463 亿元。维持买入评级，A/H 股目标价 125 元/125 港元，对应 22x FY27E P/E。 ([链接](#))

- **浙江鼎力(603338 CH, 持有, 目标价: 59 元人民币) - 增长持续性仍有待观察**
鼎力股价昨日 (4 月 28 日) 涨停, 主要由于此前公布的 1Q26 业绩优于市场预期 (营收强劲增长、毛利率环比提升、三费降低)。然而我们认为目前仍较难确定增长趋势否可持续。首先, 我们认为 1Q26 营收增长 (同比+30%) 包含了部分美国关税转嫁的因素。其次, 三费的下降 (得益于对美国子公司成本控制) 已持续数个季度, 为未来几个季度设定了较低的基数。我们将 2026/27 年的盈利预测分别上调 3%/6%, 主要由于我们上调销售量预测 (部分被较低的财务收入预测所抵消)。基于 14 倍的 2026 年市盈率 (三年平均市盈率减 0.5 个标准差), 我们将目标价从 48 元人民币上调至 59 元人民币。我们仍然维持“持有”评级, 直至看到明显的持续增长讯号。 ([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宜。