

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周三（3 月 26 日）中国股市涨跌互现。港股上涨，恒生科技涨 1%，A 股缩量下跌，银行板块跌幅居前，有色金属板块冲高回落。中概股走高。国债期货上涨，国债收益率下降，人民币连续走弱。4 月特朗普可能宣布行业关税与对等关税，市场避险情绪上升。中国股市 4、5 月或震荡走弱，6 月中美元首会见后可能迎来转机。
- 欧洲股市下跌。特朗普启动汽车关税打击市场信心，汽车板块领跌。受益于油价上涨和避险情绪上升，能源与防御性板块（公用事业）上涨。关税打击欧洲经济前景，欧元区国债收益率小幅回落。但英国财相发布的春季预算高于预期，带动英国国债收益率走高。受特朗普新的汽车关税影响，欧元回落。英国 2 月 CPI 同比增速降至 2.8% 低于预期，提升英国央行 5 月降息概率，英镑下跌。
- 美股下跌，科技、可选消费与银行板块跌幅居前，必选消费、公用事业与能源板块上涨。白宫确认将对汽车进口征收 25% 关税，市场信心受挫。据传微软将放弃在美欧的新数据中心项目，令芯片股大跌。共和党领导人表示正就延长 2017 年减税政策和提高债务上限接近达成一致，希望 5 月底前通过方案，以安抚因关税政策而动荡的市场。美联储两票委对鲍威尔的关税影响暂时论持谨慎态度，称关税对通胀影响或非暂时，如果通胀预期失控，美联储需要优先实现价格稳定目标而非就业目标，美债收益率盘中回升。受特朗普汽车关税消息影响，美元上涨，非美货币下跌。
- 油价连续上涨，美国 EIA 原油库存意外大降。美元上涨打击金价。纽约铜继续创历史新高，市场预期特朗普可能出台高额的铜进口关税。

公司点评

- 药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价: 30.94 港元) - 强健需求驱动 25 年加速增长
药明生物公布亮眼的 24 年业绩，收入同比增长 9.6%，经调整利润（即剔除 XDC 少数股东权益前的利润）同比增长 9.0%，收入和利润增速均接近此前指引（增长 5-10%）区间的上端。非新冠收入同比增长 13.1%，显示出稳健的客户需求。管理层预计 25 年收入将增长 12-15%，持续经营（即剔除爱尔兰疫苗业务）收入同比增长 17-20%。

2H24 业绩展现不俗的改善趋势。24 年下半年收入同比增长 18.3%，相比 24 年上半年的 7.7% 的同比增速显著提速。非新冠收入同比增长 13.1%，其中下半年增长 18.3%。所有业务板块均展现提速趋势，特别是临床前收入下半年同比强劲增长 54.2% (vs 1H24: 同比增长 9.2%)。

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	23,483	0.60	37.75
恒生国企	8,654	0.44	50.03
恒生科技	5,573	1.01	48.05
上证综指	3,369	-0.04	13.24
深证综指	2,046	0.39	11.33
深圳创业板	2,140	-0.26	13.14
美国道琼斯	42,455	-0.31	12.64
美国标普 500	5,712	-1.12	19.76
美国纳斯达克	17,899	-2.04	19.24
德国 DAX	22,839	-1.17	36.34
法国 CAC	8,031	-0.96	6.46
英国富时 100	8,690	0.30	12.37
日本日经 225	38,027	0.65	13.64
澳洲 ASX 200	7,999	0.71	5.38
台湾加权	22,260	-0.06	24.15

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	39,037	0.16	30.90
恒生工商业	13,730	0.86	48.69
恒生地产	15,851	0.64	-13.51
恒生公用事业	34,430	-0.23	4.73

资料来源: 彭博

客户需求维持韧性。24 年末在手订单达到 185 亿美元，相比 23 年末增长约 5.1%（剔除爱尔兰疫苗项目后）。24 年新增 151 个新项目，同比增长 14.4%，是公司历史上新增订单最多的年份。总项目数达到 817 个，包括 21 个商业化项目（新增 3 个）和 66 个临床 III 期项目（新增 10 个）。管理层表示公司的新增项目和总项目数分别占全球市场的 50% 和 40%，表明公司强大的全球竞争力。M 端需求将提升，24 年完成 16 个 PPQ 项目，预计 25 年将完成 24 个。公司计划大幅增加 capex 投入，预计 25 年 capex 将增长 53.8% 至 60 亿元，以支持公司的海外产能建设。

利润率步入恢复通道。24 年赋能 7 个全球项目的发现服务，有权获得 1.4 亿美元的近期付款（其中一半将计入 25 年），里程碑收入的毛利率高达 90%，对利润端带来显著积极影响。目前公司已赋能超过 50 个具有里程碑付款及销售分成潜力的项目。此外，海外产能利用率稳健爬坡以及 WBS 和数字化带来的效率提升也将助力公司利润率改善。值得注意的是，2H24 毛利率同比/环比提升 4.3/3.5 个百分点。管理层预计 25 年利润率将继续提升。我们预计公司 2025E/26E/27E 的经调整净利润率将分别提升 60/26/23bps。

维持药明生物买入评级，目标价上调至 30.94 港元（此前为 24.24 港元）。我们预计药明生物 2025E/26E/27E 收入同比增长 14.4%/ 16.3%/ 17.5%，经调整归母净利润同比增长 16.3%/ 16.3%/ 17.3%，对应现阶段股价的经调整 PE 为 18.0x/ 15.5x/ 13.2x。（[链接](#)）

■ **农夫山泉(9633 HK, 买入, 目标价: 46.74 港元)- 收入利润均持平, 预计 25 年将录得双位数增长**

农夫山泉收入/利润均同比持平达 429/160 亿元人民币，较招银国际预估低 10%/3%。公司 FY24 收入同比增 0.5% 至 429 亿元人民币，较招银国际预估低 10%，主要由于包装水市场份额下降，板块收入同比降 21% 至 160 亿元人民币，受舆论冲击、竞争策略和消费情绪拖累。茶饮和果汁业务的强劲增长为收入带来一定弥补，分别同比增 32% 和 16% 到 167 和 41 亿元人民币。茶饮收入首次超过包装水，成为主要收入来源。净利润同比增 0.4% 到 121 亿元人民币，较招银国际预估低 3%，原因是果汁、茶饮等其他饮料的利润率提升抵消了包装水的利润率下降。公司预计 FY25 收入将录得双位数增长，基于 1) 包装水业务的逐步恢复，公司注意到 25 年初至今市占率环比回升，同时表示将会推出纸质包装水；2) 茶饮业务有望保持超过 20% 的增长，但由于规模较大未来增速将平稳下降；3) 其他饮料方面，公司预期果汁饮料有望在未来成为公司的第三增长点。我们预计公司 FY25 收入/净利润分别同比增 15% 左右，预计毛利率将小幅上升，由于公司收回了部分绿瓶水补贴幅度。公司海外拓展已经从香港启动，未来将持续扩张。我们持续看好公司在包装水领域的龙头地位，以及在饮料业务的增长空间，维持买入评级，目标价 46.74 港元，对应 35x 2025E PE。风险：消费情绪疲软、食品安全问题、竞争加剧、原材料价格上涨等。（[链接](#)）

■ **中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入, 目标价: 7.40 港元/9.90 元人民币) - 2024 年业绩低于预期; 仍看好海外结构性增长趋势**

中联重科 2024 年业绩弱于我们的预期，原因是 4Q24 海外收入增长放缓（14%）、其他收入减少以及库存周转天数增加。我们将 2025 年/26 年盈利预测下调 7%/8%，主要计入销量增长下调和海外扩张导致的分销费用增加。

尽管如此，我们仍对中联重科以新兴经济体为主的海外增长战略持乐观态度。库存方面，管理层有信心在 2025 年降低库存水平。我们将中联重科 A/H 股目标价分别下调/上调至 9.9 元人民币/7.4 港元，基于 2025 年 A 股目标市盈率 19.5 倍，H 股目标折让 30%。我们认为业绩后的回调将带来买入机会。维持买入评级。（[链接](#)）

■ **商汤（20 HK，买入，目标价：1.85 港元）- AI 投入增加，生成式 AI 业务维持强劲趋势**

商汤公布了 FY24 业绩：总营收同比增长 11%至 37.7 亿元，低于一致预期的 45.0 亿元，主因传统 AI 业务收入下降；经调整净亏损同比收窄 21%至 42.5 亿元，但弱于一致预期的 35.3 亿元净亏损，主要由于 AI 领域研发投入高于预期。在算力增长和行业解决方案持续丰富的驱动下，管理层对 FY25 生成式 AI 业务收入增长持乐观态度。我们预计在生成式 AI 业务推动下，FY25 总营收将同比增长 27%。考虑到 AI 投入增加，我们将 FY25 经调整净亏损调至 27.5 亿元（前值：21.0 亿元）。我们将目标价下调至 1.85 港元，对应 10.5x FY25 EV/sales 考虑到 AI 行业估值回升（前值：2.00 港元，对应 9.0x FY25E EV/sales）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **比亚迪电子（285 HK，买入，目标价：47.10 港元）- 4Q24 业绩受一次性支出拖累；2025 年看好智驾/算力/苹果业务业务展望**

比亚迪的股价在 3 月 25 日下跌了 10%，我们认为主要由于市场对第 4 季度 GPM 下降担忧（4Q24 为 5.9%而 3Q/2Q 为 8.5%/6.8%）。尽管公司 2024 年收入同比增长 34%，但管理层将 4Q 更低的 GPM 归因为季节性因素和股票激励计划产生的一次性费用以及 iPhone 外壳业务早期爬坡导致的成本上升。展望 2025 年，我们对公司新能源汽车业务（ADAS/智能座舱/悬架/热管理）、AI 服务器 ODM/零部件以及 iPhone/iPad 业务运营效率提升维持正面看法，预计有望推动 2025-2026 年盈利增长。我们下调了 FY25/26E 每股收益，以反映 FY24 业绩和 OPM 改善放缓。我们基于分部估值法的目标价为 47.10 港元，意味着 2025 年市盈率 16.2 倍。即将到来的股价催化剂包括汽车产品产量提升、AI 服务器订单赢取和 GPM 改善。（[链接](#)）

■ **美东汽车（1268 HK，买入，目标价：3.2 港元）- 高周转策略持续显效**

2H24 核心利润符合预期：美东汽车 2H24 收入较我们此前预测高出 3%，主要因售后服务收入较预期高 11%。2H24 毛利率较我们预测低 0.5 个百分点，因下半年新车毛利率（-7.2%）较上半年-5.1%进一步恶化，比我们的预期低 2.2 个百分点。24 年无形资产及商誉减值损失合计 29.11 亿元，和此前的盈利预警一致。剔除减值及汇兑损失后的 2H24 税前利润为 1.19 亿元，环比收窄约 6,000 万元，基本符合我们此前的预测。

现阶段高库存周转的重要性或被低估：我们认为美东 2024 年的盈利韧性部分得益于其高库存周转策略（13 天），但这一优势可能被许多投资者忽视。在当前高折扣环境下，尽管车企返利对经销商新车毛利率起决定性作用，但高库存周转的经销商不仅能够获得更优的现金流以维持稳健运营，还能在车价持续下行时实现比低周转同行更高的毛利率。

2025 年展望：我们将 2025 年预测净利润上调 21%至 4.94 亿元，主要因为：

1) 我们将 2025 年售后收入预测上调 8%；2) 我们将 2025 年新车销售毛利

率预测从-4.2%下调至-5.6%。这两项因素综合后，25 年综合毛利仍较此前预测高 2%，因高毛利的售后业务占收入比重提升；3) 考虑到 2024 年无形资产大额减值超我们此前预期会导致后续摊销进一步减少，以及 2024 年成本控制优于预期，我们将 2025 年销管费用预测下调 6%。综上，基于 8x FY25E P/E，我们将目标价上调至 3.2 港元，维持“买入”评级。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.18	23.00	34%	11.9	11.0	1.6	15.7	2.9%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.72	28.00	35%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.96	7.40	24%	11.7	10.5	0.8	7.2	6.3%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	88.05	120.86	37%	18.7	16.1	3.3	23.2	3.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.20	38.51	16%	16.0	13.7	1.3	26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	405.00	484.83	20%	143.6	131.5	24.0	14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.08	133.86	59%	22.0	17.6	6.1	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.90	18.61	34%	14.2	12.0	2.4	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	250.92	359.47	43%	204.0	38.6	8.0	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	65.74	94.05	43%	16.1	13.5	2.8	19.1	2.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.20	35.50	47%	5.7	5.3	0.7	14.7	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.52	14.00	N/A	10.1	9.7	1.2	13.1	4.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	506.50	625.00	23%	17.8	16.5	3.8	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	55.85	80.00	43%	12.0	10.1	2.8	24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	132.24	157.70	19%	2.0	1.8	0.3	11.8	4.2%
携程	TCOM US	互联网	买入	63.11	70.00	11%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.28	6.13	43%	15.9	13.4	1.5	11.4	4.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.95	59.52	10%	35.3	28.9	5.8	15.4	0.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.20	47.10	14%	14.4	11.4	2.3	17.2	1.9%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	101.08	186.00	84%	21.0	14.5	5.7	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	427.64	426.00	N/A	39.2	30.1	7.6	21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	133.60	176.00	32%	48.6	31.1	6.6	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	280.99	388.0	38%	22.3	20.3	4.4	11.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 3 月 26 日）

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定。

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。