

# 每日投资策略

## 行业/公司点评

### 全球市场观察

- 3月19日中国股市明显回调，上证综指下跌-1.39%，创业板指下跌1.11%。中东能源设施互袭引发通胀焦虑，全市场近5000股下跌，油气、煤炭与CPO相对跑赢，有色金属和锂电池等领跌。恒生指数收跌2.02%，恒生科技指数跌2.19%，腾讯绩后跌逾6%拖累指数。原材料、信息技术和地产建筑领跌，能源收涨。南向资金逆势抄底，全天净买入261.90亿港元。汇率方面，离岸人民币汇率在6.88附近震荡。
- 美股收跌，标普500跌0.27%，纳指跌0.28%。材料、日常消费和可选消费收跌，能源收涨。交易逻辑上，市场已把联储路径重新定价到极端保守区间，期货市场目前认为2027年年中前都不会降息，压制科技和可选消费等板块表现。
- 日本股市显著下挫，日经225收跌3.4%，主要因FOMC释放鹰派信号和高油价冲击风险偏好等影响。欧洲方面，STOXX 600大跌2.4%至去年12月以来低位，欧央行在中东冲突升级后首次明确能源价格与供应冲击将加剧通胀风险，市场已开始计入年内至少两次欧央行加息的可能。
- 美债收益率小幅回落，2年期与10年期美债分别下跌4bp和3bp。美元指数在突破100大关后高位震荡，欧元与英镑相对走强。宏观层面，全球央行集体释放鹰派信号，强调能源冲击可能推升通胀，影响未来货币政策路径。美国上周初请失业金人数意外下降，意味着就业市场仍未明显走弱，也降低短期内降息的可能。
- 原油盘中冲上119美元后回吐涨幅，因美国财政部解除俄罗斯和伊朗原油制裁以增加整体供给。欧洲天然气一度大涨25%，较2月底累计涨幅已超过100%。黄金和白银因全球央行释放鹰派信号和原油虹吸流动性等因素而大幅下跌。比特币跌破7万美元关口，显示出在流动性收缩预期下风险资产承压。

### 宏观点评

- 美国经济 - 联储释放偏鹰信号**  
 美联储3月议息会议释放鹰派信号：会议声明新提及中东地缘政治风险，为后续可能的政策转向埋下伏笔；点阵图上调经济和通胀预测，全年降息幅度不变。货币政策路径的点阵图票型方差下降，显示联储整体共识加深；鲍威尔记者会偏鹰，更强调通胀风险，认为未来油价是否影响货币政策将取决于通胀预期的稳定。

会议结束后，市场对全年降息幅度预期从26bp降至11bp。但我们认为市场可能过度解读联储鹰派信号，一旦中东地缘风险缓和或就业市场明显转弱，联储政策立场可能迅速转向。我们维持联储26年将降息1次的预测。

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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	25,501	-2.02	-0.51
恒生国企	8,696	-1.58	-2.44
恒生科技	4,996	-2.19	-9.42
上证综指	4,007	-1.39	0.95
深证综指	2,620	-2.27	3.52
深圳创业板	3,309	-1.11	3.31
美国道琼斯	46,021	-0.44	-4.25
美国标普500	6,606	-0.27	-3.49
美国纳斯达克	22,091	-0.28	-4.95
德国DAX	22,840	-2.82	-6.74
法国CAC	7,808	-2.03	-4.19
英国富时100	10,064	-2.35	1.33
日本日经225	53,373	-3.38	6.03
澳洲ASX 200	8,498	-1.65	-2.48
台湾加权	33,690	-1.92	16.32

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	49,885	-1.62	1.94
恒生工商业	13,424	-2.21	-3.27
恒生地产	20,249	-3.21	15.30
恒生公用事业	40,602	-0.28	6.78

资料来源: 彭博

短期内，美元可能保持强势，油价高企将抬升全球通胀中枢并推迟央行降息节奏预期，推高长端利率与期限溢价，压制风险资产和贵金属等表现。最终，央行政策路径和大类资产影响将取决于中东冲突演进和油价见顶时间。中长期看，地缘冲击引发的估值压缩和利率抬升可能为 AI 龙头、贵金属和中长期国债等优质资产创造良好配置窗口。 ([链接](#))

## 行业点评

### ■ 医药行业 - 海外 CXO/生命科学上游 4Q25/2025 业绩剖析

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 4Q25/2025 业绩情况。我们跟踪公司的 2025 业绩实现修复，但对 2026 年的业绩指引偏谨慎。在需求端，强劲商业化需求延续，早期研发需求现复苏端倪。此外，医药融资复苏和大药企稳健投入继续支撑全球医药研发生产需求。

1) 2025 年业绩修复助力抵消宏观不确定性。尽管面对着全球宏观因素的扰动，我们跟踪的海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 2025 年业绩呈现普遍改善的趋势，在我们统计的 9 家公司中，分别有 8/6 家公司的 2025 年收入/净利润增速优于 2023-24 年。2025 年海外公司的毛利率再次承压，但净利润率则在 2H25 迎来改善，反映出海外公司对于运营费用的有效控制。资本支出下降趋势在 2H25 反转，但海外管理层对于 2026 年资本支出投入仍持谨慎态度。因此，我们预计 2026 年折旧和摊销对财务的压力将继续减少，可对冲宏观环境波动带来的负面影响。

2) 强劲商业化需求延续，早期研发需求现复苏端倪。C(D)MO 作为直接受益于商业化需求的细分赛道，持续产能建设以应对未来需求。生命科学上游公司同时受益于下游客户完成去库存以及旺盛的商业化生产带来的耗材需求的增长，但设备需求仍疲弱。临床 CRO 需求虽仍在增长，但宏观环境的不确定性以及 FDA 对验证性临床数量要求的变化带来了长期需求的担忧。得益于下半年全球 biotech 融资的实质复苏，临床前 CRO 则在 4Q25 迎来需求显著增长，Charles River 的 4Q25 新签订单同比增长 30.4%，管理层预计将带动收入在 2H26 恢复正增长。

3) 2026 年业绩指引偏谨慎。海外公司管理层给予的 2026 年业绩指引相比 2025 年普遍降速，我们认为这主要反映了：1) 2025 年业绩的高基数；2) 2025 年末的需求复苏延续性的不确定性；3) 潜在宏观经济波动。细分赛道看：1) C(D)MO 预计 2026 年业绩增速将放缓，主要反映业绩的高基数；2) 耗材收入高基数和模糊的设备需求复苏趋势拖累上游公司的业绩指引；3) 基于高业绩基数以及签单增速承压，临床 CRO 的 2026 业绩增速将恶化；4) 临床前需求增长驱动业绩改善。

4) 医药融资复苏和大药企稳健投入支撑全球医药研发生产需求。2025 年全球医疗健康融资额同比增长 8.6% (动脉橙数据)，是新冠疫情后首次重回实质性正增长的年度，其中，中国创新药融资额同比大增 127.3% (医药魔方数据)。我们认为美国目前利率已显著低于 2024-25 年，可能为融资带来持续的边际改善。同时，全球大药企的研发 (+1.1% YoY) 和资本支出 (+22.8% YoY) 在 2025 年仍稳健增长，进一步表明全球大药企作为医药研发创新的基石作用，有效支撑 CXO 和上游行业的需求。Biotech 在维持研发支

出 (+1.3% YoY) 的同时, 大幅降低了对资本支出的投入 (-38.9% YoY), 预计将提升对外包研发生产的依赖度。 ([链接](#))

## 公司点评

### ■ 阿里巴巴 (BABA US, 买入, 目标价: 203.7 美元) - 消费业务复苏可期, 云计算长期目标坚定

阿里巴巴 3QFY26 (财年截至 3 月) 实现营收 2,848 亿元人民币, 同比增长 1.7%, 较彭博一致预期低 2%。季度调整后息税摊销前利润 (EBITA) 为 234 亿元人民币, 同比下降 57%, 低于市场预期的 314 亿元人民币, 主要因公司持续在即时零售 (QC)、用户体验及技术领域加大投入。但云计算业务表现依旧亮眼, 营收同比增速提升至 36%, 超出市场预期 2 个百分点。管理层表示客户管理收入已现复苏, 1Q26 至今同比增速回升至中个位数以上。管理层同时强调云计算营收环比增速将进一步加快, 并重申即时零售业务发展目标: 2028 财年 GMV 突破 1 万亿元人民币, 2029 财年实现盈利。公司亦明确提出五年内实现云计算外部收入突破 1,000 亿美元的目标, 对应年均复合增速超 40%, 该增长将由模型即服务 (MaaS) 的旺盛需求支撑。我们持续看好阿里巴巴作为覆盖范围内 AI 主题核心受益标的之一, 建议投资者着眼长期, 看淡短期盈利压力。我们微调基于分部估值法 (SOTP) 的目标价至 203.7 美元 (此前为 206.4 美元), 维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ BOSS 直聘 (BZ US, 买入, 目标价: 24.0 美元) - 4Q25 业绩: 招聘需求显现韧性, 加大股东回报力度

BOSS 直聘公布 4Q25 业绩: 总营收同比增长 14% 至人民币 20.8 亿元, 非 GAAP 净利润同比增长 25% 至 9.06 亿元, 均基本符合彭博一致预期。展望 1Q26E, 公司指引总营收同比增长 6%-8% 至 20.50 亿-20.85 亿元, 略低于一致预期 (21.2 亿元), 主因今年春节较晚, 导致 1Q26 春季招聘旺季的收入确认天数减少。管理层表示, 剔除春节因素后 1Q26 招聘需求仍然较为稳健。公司计划在 FY26 加大 AI 及营销投入, 我们因此小幅下调 FY26-27E 经调整营业利润预测 2%-3%。尽管如此, 我们仍预计 FY26E 总营收同比增长 12%, 并在运营杠杆支撑下, 经调整营业利润率同比提升约 1 个百分点。我们将目标价小幅下调至 24.0 美元, 基于 20 倍 FY26E 非 GAAP PE (前值: 25.5 美元, 基于 21 倍 FY26E 非 GAAP PE)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ 多点多智 (2586 HK, 买入, 目标价: 10.80 港元) - FY25 更新: 投资 AI 以驱动收入与盈利双重增长

多点公布 FY25 业绩: 总营收同比增长 20% 至人民币 22.3 亿元, 基本符合我们的预期; 经调整净利润同比增长 583% 至 2.03 亿元, 好于我们 1.34 亿元的预期, 主要得益于运营杠杆释放及有效的成本控制。公司持续以 AI 驱动高质量营收增长与效率提升, FY25 AI 业务收入达 6440 万元。展望 FY26, 多点将继续把 AI 技术融入研发链条与零售解决方案, 推动零售业务收入与运营效率双重增长。公司亦宣布将 2025 年增发募资中尚未使用的 1.94 亿港元募集资金用途从区块链调整为 AI, 进一步加速 2026 年 AI 发展。我们基本维持 FY26-27 盈利预测不变, 但受 SaaS 板块估值下移影响, 将目标价下调至 10.80 港元, 基于 3.0 倍 FY26 EV/Sales (前值: 16.00 港元, 基于 6.0 倍 FY25 EV/Sales)。我们仍看好 AI 零售的长期发展机遇。维持“买入”评级。 ([链接](#))

## ■ 地平线机器人 (9660 HK, 买入, 目标价: 10.0 港元) - 兼具高增长潜力与稀缺市场定位

持续的高研发投入以巩固竞争优势: 地平线 2H25 收入同比增长 51% 至人民币 22 亿元, 符合我们此前的预测。2H25 毛利率环比收窄 1.4 个百分点至 64.0%, 主要受地平线 Mono 和 Pilot 等产品解决方案盈利下行的拖累。2H25 研发费用同比激增 64% 至 29 亿元, 较我们预测高出约 3 亿元。2H25 调整后净亏损环比扩大约 1.5 亿元至 14.8 亿元。

依托多元化解决方案和客户群蓄势高增长: 地平线 HSD 解决方案于去年底量产后, 获得较好的市场反馈。管理层预计 2026 年 HSD 销量将从 2025 年的 2.2 万套增长至 40 万套, 我们预测 2027 年与 2028 年还将连续实现同比翻倍以上增长。公司计划今年推出面向舱驾一体的芯片解决方案, 预计将于年底上车, 我们认为这有望助力其在汽车零部件成本上涨周期中抢占更多市场份额。地平线还计划在 3Q26 联合生态伙伴启动 robotaxi 试运营, 验证其智驾技术的快速迭代能力。我们认为投资者不应低估其海外市场及外资车企中增长潜力: 公司已于 2025 年获得三家外资品牌海外市场订单, 全生命周期出货量将达 1,000 万套。

盈利预测/估值: 管理层指引未来几年收入复合年增长率 60%, 超出我们此前预期。我们预计调整后净亏损将于 2026-27 年收窄, 2028 年实现调整后净利润 25 亿元。维持“买入”评级, 目标价 10 港元, 基于 13x FY27E P/S, 与英伟达当前的估值倍数接近。我们认为地平线在中国智驾/机器人领域具备稀缺的芯片-软件协同能力, 且在当前地缘局势中具备独特战略价值。

([链接](#))

## ■ 创新实业 (2788 HK, 买入, 目标价: 32.0 港元) - 分析师会议要点

创新昨日 (3 月 19 日) 召开业绩后分析师会议。投资人关注点主要围绕沙特铝产能建设进展以及通过关联交易收购的煤矿发展计划。重点包括: (1) 沙特项目进展顺利, 目前未受中东地区冲突的任何干扰; (2) 沙特铝产能综合成本预计为 1900 美元/吨, 比中国低约 1000 元人民币/吨; (3) 拟收购的煤矿需要 30 亿元人民币的资本支出, 预计将在 2027-2028 年间投入。创新股价昨日下跌 10%, 我们认为主要原因是市场担忧 (1) 煤矿的额外资本支出; 以及 (2) 市场铝库存上升。我们认为此次回调是买入良机, 主要由于 (1) 煤矿业务规模有限, 而 (2) 铝供应整体仍然紧张。我们维持“买入”评级和目标价 32 港元不变 (基于 2026 年预测市盈率 13 倍)。(链接)

## ■ 小米 (1810 HK, 买入, 目标价: 47.16 港元) - 新一代汽车 SU7 和新 MiMo-V2 模型发布点评

小米昨日举办了旗舰产品发布会, 首发了新一代 SU7 电动汽车, 并推出了三款全新 MiMo-V2 模型 (Pro/Omni/TTS)。我们认为, 新一代 SU7 在功能升级和续航里程提升方面, 在高端电动汽车市场极具竞争力, 延续了上一代产品的强劲势头。同时, 全新 MiMo-V2 模型的发布, 也彰显了小米致力于将人工智能无缝融入旗下所有设备, 进一步强化其“人车家”生态系统。此外, 管理层重申了小米未来三年在人工智能研发领域的投资额将超过 600 亿元人民币。我们认为, 小米在智能电动汽车领域的高端化进程以及人工智能生态系统的不断完善, 将提升其长期利润率前景。整体上, 鉴于小米的人工智能领域的投资力度, 并考虑到近期行业面临的不利因素, 我们将 2025-2027 年的每股盈利预期下调 6-13%, 基于 SOTP 估值的新目标价为 47.16

港元（前值：50.21 港元），对应 2026 年预期市盈率为 28.8 倍。近期催化剂包括第四季度业绩、新一代 SU7 订单以及海外扩张。（[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来进行交易。

#### 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。