

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市涨跌互现。港股指数收涨，必选消费、电讯与可选消费领涨，原材料、能源与金融下跌。南下资金净买入 249.77 亿港元，腾讯与阿里净买入居前，长飞光纤光缆、华虹半导体与中芯国际净卖出最多。A 股下跌，有色金属、电力设备与通信领跌，美容护理、银行与食品饮料领涨。AI 需求强劲，鸿海 1 月销售额同比增长 35.5%。美团公告计划以 7.17 亿美元全资收购叮咚买菜。
- 日本 30 年国债拍卖需求回暖，投标倍数达 3.64，推动 30 年期收益率小幅下降，暂时缓解了市场对长债收益率持续攀升的担忧，投资者关注 2 月 8 日日本众议院选举及未来财政政策与货币政策动向。欧央行周四决定维持利率不变，将密切关注欧元升值对出口竞争力和通胀前景的影响，美欧关税风险和外部不确定性可能对经济增长和物价产生压力。英国央行保持政策利率在 3.75% 不变，但内部投票结果 5:4 接近降息，释放强烈鸽派信号。英国央行行长表示，通胀可能于 4 月回落至 2%，今年应该有进一步降息空间。英国央行鸽派信号推动短期国债收益率回落和英镑下跌。
- 美股指数下跌，可选消费、材料与信息技术领跌，必选消费、公用事业与地产跑赢。疲弱就业数据和加密货币暴跌引发恐慌情绪，从科技股到价值股出现普跌行情。Anthropic 等公司推出 AI 工具重挫软件股。微软和谷歌财报显示资本支出预期承压，市场做出负面反应。
- 美国 12 月职位空缺降至 2020 年来最低，1 月裁员人数创 2009 年以来新高，该数据削弱对经济韧性交易。就业数据低于预期和避险情绪上升推动美债收益率下降。避险情绪推动美元指数反弹。贵金属价格走低。加密货币大跌，从情绪调整演变为快速去杠杆，比特币/黄金比降至支撑位附近。恐慌情绪和美伊谈判推动油价下跌。

宏观点评

■ 美国经济 - PMI 显示经济稳健

美国 1 月服务业 PMI 保持较快扩张速度，商业活动和新订单延续扩张，就业指数放缓，物价指数回升，PMI 调查报告中的受访者称数据中心建设需求旺盛。制造业 PMI 大幅反弹，产需两端走强，自有库存和客户库存收缩幅度加剧，供应商交付时间上升，进出口订单回升，企业库存周期可能即将反转。

我们预计美联储今年仅 6 月降息一次 25 个基点。上半年通胀基本走平但仍显著高于目标，鲍威尔任期内可能不再降息。今年 5 月美联储主席正式换届，6 月可能降息一次作为新任主席政治表态。美联储主席任期超过总统任期，美联储新主席上任后比候选人阶段将更加政治中立。今年将轮换 4 位新任票委，其中 2 人偏鹰，1 人中立，1 人偏鸽。

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	26,885	0.14	4.90
恒生国企	9,093	0.50	2.02
恒生科技	5,406	0.74	-1.99
上证综指	4,076	-0.64	2.70
深证综指	2,651	-1.30	4.73
深圳创业板	3,260	-1.55	1.78
美国道琼斯	48,909	-1.20	1.76
美国标普 500	6,798	-1.23	-0.69
美国纳斯达克	22,541	-1.59	-3.02
德国 DAX	24,491	-0.46	0.00
法国 CAC	8,238	-0.29	1.09
英国富时 100	10,309	-0.90	3.80
日本日经 225	53,818	-0.88	6.91
澳洲 ASX 200	8,889	-0.43	2.01
台湾加权	31,801	-1.51	9.80

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	52,769	-0.62	7.84
恒生工商业	14,196	0.49	2.29
恒生地产	20,817	1.20	18.53
恒生公用事业	41,144	0.82	8.20

资料来源: 彭博

由于房租通胀下降对商品通胀反弹的抵消作用逐渐减弱，下半年通胀可能回升，美联储降息窗口期将再次关闭，美元流动性收紧预期可能升温，美元指数转强，风险资产价格可能回调。近期沃什被提名为美联储新主席引发的市场波动可能只是小型预演。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国医药行业 - 高端化和 AI 技术驱动中国体检行业长期增长

在中国人口老龄化不断加剧和居民健康意识不断提升的背景下，中国体检行业的市场规模维持了快速增长趋势。根据中研普华的数据，中国体检行业规模在 2020 至 2024 年的年复合增长率 (CAGR) 为 9.2%，预计在 2024 至 2030 年将以 18.3% 的 CAGR 加速增长。中国体检渗透率约为 40%，远低于发达国家的 70%，意味着持续增长的空间广阔。当前体检市场呈现“公立主导、民营追赶”的鲜明格局。根据前瞻产业研究院的数据，公立医院占据 69% 的市场份额，而民营机构的市占率提升至 24%。头部民营体检机构包括美年健康 (002044 CH, 未评级)、爱康国宾 (未上市) 以及瑞慈医疗 (1526 HK, 未评级)。得益于消费需求升级、技术进步和服务模式创新,中国体检行业呈现出显著的高端化趋势，头部民营体检机构均大力发展高端业务，助力提升 ASP 和利润率，例如美年健康的客单价从 2020 年的 507 元提升至 2024 年的 672 元，CAGR 达 7.3%。此外，AI 技术正成为中国体检行业突破传统瓶颈、实现高质量发展的核心引擎，而具备数据与场景优势的龙头有望持续拉开与中小连锁的竞争身位。2025 年上半年，美年健康结合 AI 技术手段取得的收入为 1.40 亿元，同比增长 62.36%，占总收入的 3.4% (2024 年为 2.0%)。 ([链接](#))

公司点评

■ 谷歌 (GOOG US, 买入, 目标价: 396.0 美元) - 4Q25 业绩: AI 持续驱动搜索与云业务强劲增长

谷歌发布 4Q25 业绩: 总营收同比增长 18% 至 1138 亿美元，较彭博一致预期高 2%，主要得益于谷歌搜索及云业务的强劲表现；营业利润同比增长 16% 至 359 亿美元，略低于一致预期的 369 亿美元，主要由于 Waymo 估值上调带来的 21 亿美元一次性股权激励费用计提。展望 FY26E，管理层指引资本支出达 1750-1850 亿美元 (同比增长 91%-102%)，显著高于一致预期的 1170 亿美元，同时预计受 AI 投资影响，折旧费用增速将大幅加快。尽管如此，我们认为 FY26 年 AI 投资将持续支撑谷歌搜索及云业务的强劲表现，推动营业利润实现稳健增长。考虑到云业务的强劲表现，我们将 FY26-27E 总营收预测上调 3%-4%，并将目标价上调至 396.0 美元，基于 35 倍 FY26E PE (前值: 328.0 美元，基于 30 倍 FY26E PE)。我们认为，依托公司垂直整合的 AI 解决方案，谷歌将持续巩固其在 AI 时代的行业领先地位。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价: 人民币 707 元) - 先看可插拔, 后谈新架构

中际旭创股价 2 月 4 日出现较大幅度波动 (下跌 5%)，主要源于市场对多项因素的担忧，包括 NPO/CPO 采用节奏的不确定性、超大规模客户网络路线图的演进变化，以及上游供应商产能扩张等问题。针对上述关切，公司管理层随即召开投资者问答进行回应。我们认为，公司的核心投资逻辑依然稳固，即可插拔光模块将在 2026-27 年期间持续主导超云厂商客户的 scale-

out / scale-across 网络部署，而中际旭创在其中仍具备结构性、不可替代的竞争地位。Lumentum (LITE US, 未评级) 和 Coherent (COHR US, 未评级) 近期披露的业绩亦进一步印证了行业需求驱动的基本面背景；同时，从实际约束条件来看，具备实质性规模的 CPO 采用在 2027 年末之前出现的可能性仍然较低。基于此，我们重申对中际旭创的“买入”评级，目标价维持在人民币 707 元。 ([链接](#))

■ **极智嘉 (2590 HK, 买入, 目标价: 26.7 港元) - 2025 年新增订单同比增长 31.7%**

事件: 极智嘉公布 2025 年新增订单 41 亿元人民币，同比增长约 31.7%，主要由于 (1) 成熟市场保持稳定增长，同时在拉丁美洲及东欧等新兴区域市场持续拓展新客户并获取新订单；(2) 在食品饮料等细分领域取得突破；(3) 公司深化与关键客户的战略合作并实现持续的重复采购。

分析: 尽管新增订单增速低于我们预估的 39%，但我们认为增速仍然理想，并为 2026 年实现 30% 以上的收入增长奠定基础，我们继续看好极智嘉仓储自主移动机器人 (AMR) 在仓储履约中渗透率提升的结构性增长机会，以及在具身机器人的突破，维持“买入”评级。

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员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。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编制的报告。如果报告在新加坡分发非《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。