

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- A股止步节后连涨，盘面上CPO、液冷服务器和半导体等“算力硬件链”领涨，而保险、地产、贵金属等走弱。港股延续低迷，恒生科技指数大跌近3%，互联网龙头普跌，南向资金全天合计净卖出约73.66亿港元。宏观方面，市场关注“两会”前政策信号。
- 欧洲股市整体表现平淡，斯托克600指数微跌收盘。日本方面，2月东京CPI超预期，市场对日本央行加快货币政策正常化的预期升温，日股与日元收涨。
- 美股三大股指多数走低，纳指受大型科技股拖累下挫约1.2%。尽管英伟达财报亮眼，但仍大跌5.5%，反映市场对巨额AI资本开支的可持续性以及估值过高的担忧。资金从大型科技股向前期超跌的软件等板块轮动。
- 避险情绪升温推动美债收益率全线回落，10年期美债收益率降至去年11月底以来的最低水平。科技股的剧烈波动促使资金涌入债市寻求庇护，美元指数则顺势小幅走强。
- 大宗商品受地缘局势牵引剧烈震荡。美伊第三轮谈判结束，WTI原油一度重挫3%后急速拉升，最终微跌收盘。避险资金的流入支撑现货黄金震荡走高。受科技股抛售潮的风险偏好传导影响，加密货币集体下挫，比特币失守6.8万美元关口。

行业点评

- **半导体行业 - 英伟达第四季度财报：多长期能见度助力拓宽护城河**
 英伟达(NVDA US, 未评级)发布了2026财年四季度财报。公司营收达到680亿美元，同比增长73%，环比增长20%（高出彭博一致预期2.6%）；EPS为1.62美元，同比增长82%，环比增长25%（高出彭博一致预期5.0%）。毛利率(GPM)为75.2%，较第三季度的73.6%有所提升，且优于彭博一致预期的74.3%。

管理层指引2027财年第一季度营收将达到780亿美元，意味着约100亿美元的环比增长（上季度增量为110亿美元），同时预计毛利率将维持在75%左右。总体而言，英伟达在第四季度再次交出了强劲的beat-and-raise成绩单，证实了来自大型云厂商、新兴云、主权AI及企业端等领域的强劲算力需求。管理层还强调，目前正处于Agentic AI的拐点，算力规模现在正直接转化为客户的创收能力。

我们维持对中际旭创(300308 CH, 目标价: 707元人民币)和生益科技(600183 CH, 目标价: 90元人民币)的“买入”评级。这两家公司仍将是英伟达持续需求动能以及平台升级周期的直接受益标的。(链接)

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	26,381	-1.44	2.93
恒生国企	8,814	-2.44	-1.12
恒生科技	5,109	-2.87	-7.37
上证综指	4,147	-0.01	4.48
深证综指	2,755	0.33	8.86
深圳创业板	3,345	-0.29	4.43
美国道琼斯	49,499	0.03	2.99
美国标普500	6,909	-0.54	0.93
美国纳斯达克	22,878	-1.18	-1.56
德国DAX	25,289	0.45	3.26
法国CAC	8,621	0.72	5.78
英国富时100	10,847	0.37	9.22
日本日经225	58,753	0.29	16.71
澳洲ASX 200	9,175	0.52	5.29
台湾加权	35,414	0.00	22.27

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	52,833	-0.24	7.97
恒生工商业	13,696	-2.33	-1.31
恒生地产	21,615	-0.16	23.08
恒生公用事业	40,958	0.22	7.71

资料来源: 彭博

公司点评

■ 爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 2.00 美元) - 4Q25 业绩点评: 内容表现改善支撑总收入恢复增长

爱奇艺公布 4Q25 业绩: 总营收同比增长 3%至人民币 67.9 亿元, 符合彭博一致预期; 非 GAAP 净利润 1.10 亿元, 较 4Q24 净亏损 0.59 亿元显著改善, 且高于一致预期 0.68 亿元, 主要得益于运营杠杆效应。FY25 公司总营收同比下降 7%至 273.0 亿元, 全年非 GAAP 营业利润率同比下降 6 个百分点至 2%。展望未来, 我们预计 1Q26 总营收将同比下降 13%、环比下降 8%至 62.8 亿元, 主要因公司调整内容策略、减少向第三方渠道的内容分发, 导致内容发行收入下滑。因此, 我们将 FY26 总营收预测下调 4%, 并因运营杠杆减弱, 将非 GAAP 净利润预测下调至 8 亿元 (前值: 10 亿元)。我们将目标价下调至 2.00 美元, 基于 18 倍 2026E 非 GAAP 每股收益 (前值: 2.75 美元基于 18 倍 2026E 非 GAAP 每股收益)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 携程集团 (TCOM US, 买入, 目标价: 83.0 美元) - 业绩超预期, 旅游需求保持韧性

携程发布 4Q25 业绩: 总营收人民币 154 亿元, 同比增长 20.8%, 较彭博一致预期高出 4%, 主要受各业务板块全面超预期驱动, 尤其是商旅、跟团游及其他业务。Non-GAAP 营业利润为人民币 32 亿元, 较市场一致预期高出 2%, 主要得益于收入超预期。2025 年全年, 总营收/non-GAAP 营业利润同比分别增长 17%/11%。尽管携程面临市场情绪层面的短期压力, 但我们认为, 其相对于国内同行的竞争优势依然稳固, 包括强大的供应链能力、优质的服务水平、全面的产品供给以及全球化覆盖, 可支撑其长期成长轨迹。公司的国际化扩张亦稳步推进, 有望释放更多长期发展机遇。我们基于现金流折现模型的目标价维持在 83.0 美元 (WACC: 10.5%, 永续增长率: 1.0%), 对应 20x 2026E non-GAAP PE。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ Salesforce (CRM US, 买入, 目标价: 320.0 美元) - 4QFY26 业绩符合预期; AgentForce 强劲势头有望支撑 2HFY27 收入增长重新加速

Salesforce 公布 4QFY26 业绩: 总营收同比增长 12%至 112 亿美元, 非 GAAP 营业利润同比增长 16%至 38 亿美元, 均符合彭博一致预期。4QFY26 固定汇率下 cRPO 同比增长 13%至 351 亿美元, 包含 Informatica 并表带来 4 个百分点贡献, 基本符合公司指引。AgentForce 与 Data 360 业务的强劲增长, 部分被营销、电商及 Tableau 业务的疲软表现所抵消。管理层指引 FY27E 总营收同比增长 10%-11%至 458.0 亿-462.0 亿美元, 符合一致预期。管理层对 FY27E 下半年自有业务收入增长重回加速轨道持乐观态度, 并更新 FY30E 营收目标至 630 亿美元 (对应 FY26-30 复合增速 11%), 主要由强劲的 AgentForce 业务支撑。由于公司加大基础设施与销售能力投入, 我们小幅下调 FY27-28 非 GAAP 营业利润预测 2%-4%。考虑到投资者担忧大模型厂商导致竞争加剧, 并引发 SaaS 板块估值下移, 我们将目标价下调至 320.0 美元, 基于 15 倍 FY27E EV/EBITDA (前值: 392.0 美元, 基于 21 倍 FY26E EV/EBITDA)。尽管如此, 我们仍看好 AgentForce 增长势头, 预计 2HFY27 收入增长提速有望支撑投资者情绪和估值修复。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **京东方精电 (710 HK, 买入, 目标价: 8.4 港元) - 2025 年业绩预览: 定价压力与新工厂盈利能力拖累短期盈利**

京东方精电将于三月中旬公布 2025 年下半年/2025 年业绩。我们预估其 2025 年收入/净利润为 145.33 亿/3.85 亿港元 (同比增长+8%/-3%) , 这意味着 2025 年下半年预计收入/净利润为 78.63 亿/2.05 亿港元 (同比增长+8%/-10%) , 主要拖累因素包括国内去库存压力、越南/成都新工厂良率以及系统业务盈利能力。展望 2026 年, 我们看好京东方精电的盈利复苏, 支撑因素包括海外份额提升、越南产能爬坡、成都工厂及系统业务的利润率改善。考虑到 2025 年下半年盈利压力、更高的折旧成本以及系统业务利润率改善较慢, 我们将 2025-27 年每股收益预测下调了 5-7%。基于相同的 14.0 倍 2026 财年预估市盈率, 我们将目标价调整至 8.4 港元 (前值: 8.84 港元)。维持“买入”评级。 ([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。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。