

每日投资策略

宏观经济及公司点评

全球市场观察

- 昨日（2 月 20 日）中国股市回调，恒指下跌，恒生科技大跌，可选消费、资讯科技与地产建筑领跌，仅医疗保健、原材料与能源小幅上涨。A 股跌幅小于港股，通讯服务、地产等 5 个板块下跌，医疗保健、原材料、可选消费等 6 个板块收涨，机器人概念持续活跃。部分资金获利了结，前期涨幅较大板块大幅回调。但中概股逆市上涨 1.6%，人民币连跌三日反弹。在人民币走强时期，港股大概率跑赢 A 股，反之则跑输 A 股。
- 欧股小幅收跌，信息技术、通讯服务与原材料板块下跌，能源、公用事业与可选消费上涨。年初以来，特朗普交易退潮，高利率、高估值和特朗普不确定性抑制美股升幅，而更低利率、更低估值、俄乌和平前景改善和中国股市大涨支撑欧股跑赢美股，欧元延续反弹。乌克兰总统表示已准备好与美国就投资及安全问题达成协议，美国众议院议长称不愿再为乌克兰出台拨款法案，美国财长暗示可能放松对俄制裁，卢布与俄罗斯股市大涨。
- 美股下跌，金融、可选消费与必选消费板块领跌，能源、地产与医疗保健板块上涨。零售巨头沃尔玛业绩指引低于预期，加剧投资者对美国消费前景担忧。近期美国消费者信心指数和零售销售均低于预期，通胀反弹、高利率和政策不确定性可能抑制消费增长。最新 1 周首次申请失业救济人数高于预期，2 月费城联储制造业指数大幅下滑。经济数据放缓令长债收益率下降，但美联储多位官员提示通胀风险，短端利率依然居高，收益率曲线持续平坦化，打击金融股。圣路易联储主席表示货币政策应保持适度限制性，去通胀停滞甚至逆转的风险正在上升；芝加哥联储主席称美联储更青睐的通胀指标 PCE 不会像 CPI 那样令人警醒，但担心大规模关税引发重大供给冲击而加剧通胀。美元指数降至两个月新低，近期美国经济数据放缓而欧洲经济好于预期。日元大涨，日本央行可能在 7 月或 9 月进一步加息。
- 油价连续上涨，中欧股市大涨与经济预期改善和美元回落支撑油价。去年四季度市场普遍看跌今年油价，核心逻辑是特朗普能源政策将推动石油增产，关税政策将削弱中欧经济，政策组合将带来强美元。但特朗普上任后首先对内掀起精兵简政革命，对外针对非法移民问题将关税目标首先聚焦在加拿大与墨西哥，削弱了北美经济前景，而中欧经济数据好于预期，股市大涨并跑赢美股。在此背景下，美元指数回落，欧元和人民币反弹，原油表现也好于预期。未来需要关注特朗普对欧盟和中国关税进展情况，特朗普有可能在解决俄乌问题之后重新聚焦中美问题。

宏观经济

■ 中国经济 - 特朗普 2.0 时期人民币汇率展望

我们预计美元/人民币将于 2025/2026/2027 年底达到 7.48/7.33/7.55，而彭博调查市场对 2025/2026 年底的预测中位数为 7.45/7.35。未来三年美元兑人

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	22,577	-1.60	32.44
恒生国企	8,323	-1.66	44.28
恒生科技	5,500	-3.04	46.11
上证综指	3,351	-0.02	12.63
深证综指	2,057	0.55	11.91
深圳创业板	2,226	-0.06	17.67
美国道琼斯	44,177	-1.01	17.21
美国标普 500	6,118	-0.43	28.25
美国纳斯达克	19,962	-0.47	32.98
德国 DAX	22,315	-0.53	33.21
法国 CAC	8,123	0.15	7.68
英国富时 100	8,663	-0.57	12.02
日本日经 225	38,678	-1.24	15.58
澳洲 ASX 200	8,323	-1.14	9.64
台湾加权	23,487	-0.49	30.99

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	37,612	-1.04	26.12
恒生工商业	13,176	-1.95	42.70
恒生地产	15,182	-1.17	-17.16
恒生公用事业	34,179	-0.39	3.97

资料来源: 彭博

民币利率将受到特朗普关税政策、全球经济与货币政策分化、中国经济复苏前景和全球地缘政治风险等因素的影响。

今年上半年特朗普的优先项是降低通胀和减少非法移民，他的关税威胁可能只是极限施压的筹码，但下半年关税冲突可能升级。因关税最终将伤害美国经济与商界利益，2026 年中期选举前特朗普可能与主要贸易伙伴达成协议，关税冲突可能降级。

2025 年美国相对欧日的经济优势可能扩大，因为对内减税和去监管将提振美国经济，对外关税将削弱非美地区经济。2026 年美国相对欧日的经济优势可能缩小，因为高利率、强美元、贸易壁垒和移民减少最终将损害美国经济，而低基数、低利率、弱汇率和俄乌和平前景改善将提振欧洲经济。

2025 年中国经济可能延续复苏，2026 年可能再次放缓。中国不会主动寻求人民币大幅走弱以促进出口，因为决策者视汇率平稳为金融稳定当然组成部分和中国经济向好象征。同时，由于美方将汇率政治化，中国力求避免人民币大幅波动破坏合作氛围。从实际影响来看，特朗普 2.0 时代关税对人民币影响将明显小于特朗普 1.0 时代关税。（[链接](#)）

公司点评

■ 哔哩哔哩 (BILI US; 买入; 目标价: 26.4 美元) - 4Q24 业绩好于预期, 得益于强劲的游戏及广告业务

哔哩哔哩公布了 4Q24 业绩: 总营收同比增长 22%, 达到 77.3 亿元, 符合招银国际/一致预期; 调整后净利润为 4.53 亿元 (对比 4Q23 调整后净亏损为 5.56 亿元), 较市场一致预期高出 15%, 主要得益于高利润率业务 (手游和广告) 的强劲营收增长。FY24 总营收同比增长 19% 至 268 亿元, 调整后净亏损同比收窄 99% 至 2,210 万元。我们预计 FY25 广告和手游业务将维持稳健的营收增长, 并将进一步推动毛利率和经营利润率的提升。管理层重申其长期 15%-20% 经营利润率目标 (4Q24: 6%), 进一步增强投资者信心。鉴于更好的利润率前景, 我们将 FY25-26 盈利预期上调 7-13%。我们将基于 SOTP 的目标价上调至 26.4 美元 (前值: 22.0 美元)。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 网易 (NTES US; 买入; 目标价: 125.5 美元) - 4Q24 业绩稳健; 新游戏驱动 FY25 收入增长

网易于 2 月 20 日公布了 4Q24 业绩: 总营收同比下降 1.4% 至 267 亿元, 基本符合一致预期; 经营利润同比增长 13.9% 至 78 亿元, 较一致预期高出 8%, 主要得益于对销售费用的审慎控制 (同比下降 33%)。FY24 总营收和经营利润分别同比增长 2% 和 7%。展望 FY25, 我们预计《漫威争锋》和《燕云十六声》等新游戏将推动游戏业务营收增长再次加速。我们将 FY25-26 总营收预期下调 2%-3%, 但将非 GAAP 净利润预期上调 2%-3%, 鉴于公司对运营费用的审慎控制。我们维持基于 SOTP 估值的目标价 125.5 美元。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 阿里巴巴 (BABA US; 买入; 目标价: 157.7 美元) - 云业务增长强劲, 电商业务盈利增长前景改善

阿里巴巴公布 3QFY25 业绩: 总收入为 2,802 亿元人民币, 同比增长 7.6%, 比市场普遍预期高出 1%; 季度经调整 EBITA/ non-GAAP 净利润分别为 549

亿 / 513 亿元人民币，同比增长 3.8%/6.5%，较市场预期高出 2%/11%，这得益于淘天集团及云智能集团的经调整 EBITA 分别超出预期 4% 和 11%。业绩后，我们对阿里巴巴 FY26 的 EBITA 增长前景更为乐观，这得益于商家对“全站推”的采用率上升，AIDC 的亏损收窄速度有望快于预期，以及各行业对推理需求的增加推动阿里云收入增长速度快于预期。我们将基于 SOTP 的目标价上调至 157.7 美元（前值：132.2 美元），对应 15x FY26E PE（non-GAAP）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **兗煤澳大利亞 (3668 HK, 买入, 目标价: 36 港元) - 派息恢复, 比率为 56%**

兗煤澳大利亞（兗澳）2024 年净利润为 12 亿澳元，同比下降 33%，但比我们的预期高 8%，主要由于外汇收益高于预期（1.49 亿澳元）。兗澳宣布派发每股 0.52 澳元的末期股息，市场对此期待已久，而 56% 的派息率符合兗澳的派息政策(50%)，我们相信这将有助提升投资者的信心。兗澳推出了 2025 年的指引，产量和单位成本范围与 2024 年基本相同，但资本支出将较去年更高。我们将 2025 /26 年盈利预测下调 13%/12%，主要是由于我们下调煤炭均价和上调成本假设。我们把基于净现值(NPV)的目标价从 38 港元下调至 36 港元。我们仍然维持对兗澳的买入评级，主要由于 (1) GC Newc (6000kCal) 煤价年初至今已回落 17%，以及 (2) 当前的估值即使在我们下调盈利后仍不算高（<8 倍 2025 年市盈率；>6% 收益率）。（[链接](#)）

■ **韦尔股份 (603501 CH, 买入, 目标价: 176 元人民币) - 国内 AI 创新与智驾渗透加速下的明确受益者**

我们最近将韦尔半导体纳入我们的首选股票中，主要由于以下几点原因：1) 边缘设备中 AI 应用的普及；2) 智能汽车中智驾系统渗透的加速；3) 半导体本土化趋势。公司的 CIS 产品在多个终端市场中至关重要，包括手机/笔记本、汽车、AR/VR 眼镜以及其他 AI 驱动的产品。我们预计公司的收入将在 2025 年增长 27%，达到 330 亿元人民币，主要受手机/汽车 CIS 销售分别增长 25%/40% 的推动。维持买入评级，目标价调整至 176 元人民币，对应 41 倍 2025 年市盈率。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.34	19.00	10%	10.5	14.1	1.7		19.3	2.9%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	17.70	16.00	N/A	N/A	N/A	0.7		N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.50	6.80	24%	11.5	10.2	0.8		6.9	6.3%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	13.08	19.60	50%	7.0	6.5	1.1		18.3	9.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	83.25	126.68	52%	22.8	18.1	3.6		23.8	3.1%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	32.00	33.80	6%	20.8	16.6	0.7		26.1	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	365.60	484.83	33%	138.5	123.5	21.7		14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.30	133.86	59%	22.0	N/A	6.1		31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.38	18.84	66%	17.0	N/A	2.1		16.3	4.3%
百济神州	ONC US	医疗	买入	244.20	282.71	16%	N/A	498.4	8.3		N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	64.36	78.51	22%	17.8	15.9	3.0		16.6	1.5%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.20	35.50	47%	5.3	5.7	0.8		17.1	5.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.30	14.00	5%	9.2	8.9	1.1		13.1	4.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	503.50	525.00	4%	21.7	20.2	4.5		N/A	0.9%
网易	NTES US	互联网	买入	101.42	125.50	24%	1.9	1.8	0.4		21.5	16.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	135.97	157.70	16%	2.2	1.9	0.3		11.2	4.1%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.66	6.13	67%	15.9	13.6	1.4		9.7	4.6%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	50.20	54.53	9%	179.3	200.8	6.3		12.0	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	3.76	4.79	27%	150.4	85.5	9.6		7.1	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	56.60	48.66	N/A	28.7	21.0	3.6		14.7	1.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	114.44	186.00	63%	23.8	16.5	6.5		31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	456.00	426.00	N/A	41.8	32.1	8.1		21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	152.99	176.00	15%	55.6	35.7	7.6		14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	318.43	410.0	29%	31.3	27.7	5.4		10.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 2 月 20 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。