

每日投资策略

宏观/公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股地产建筑、必选消费与金融领涨，医疗保健、信息科技与工业下跌，南向资金净买入 43.74 亿港币，腾讯、小米与招金矿业净买入居前，中移动、紫金矿业与阿里巴巴净卖出最多。A 股食品饮料、传媒与地产涨幅领先，电子、国防军工与电力设备跌幅最大。美元/人民币小幅反弹。中概股收涨。字节跳动与阿里巴巴将于春节前后推出新的 AI 模型。
- 韩股继续冲高。HBM 爆发重塑半导体行业格局，SK 海力士年度利润首超三星，凭借 HBM 存储器 57% 份额与英伟达订单成为 AI 存储芯片赢家，公司认为 DRAM 供应紧张可能延续至下半年，将力争 HBM4 市场压倒性份额。三星电子 4Q 营业利润同比大增 209%，半导体部门贡献 80% 利润，存储业务营业利润暴增 465%，三星电子依靠 HBM3E 成功进入英伟达与谷歌供应链，加大押注 HBM4。
- 美股回调，信息技术、可选消费与材料领跌，通讯服务、地产与能源领涨。市场关注科技公司大规模 AI 投入回报率，追捧将投资转化为收益的公司而抛售投资回报前景不明的公司。市场担心微软 AI 投资回报周期过长导致其股价大跌，而 Meta 稳健的业绩展望缓解市场对其资本支出担忧，股价上涨。苹果财报好于预期，上季营收和 iPhone 销售均创新高，在华收入大增近 40%。存储需求强劲，闪迪业绩大超预期，盘后股价大涨。SpaceX 考虑与特斯拉或 xAI 合并。对 AI 投入回报更加苛刻要求推动一些资金从科技板块向经济敏感型板块轮动，能源、工业等板块逆市上涨。
- 美债收益率基本走平，美元指数震荡。金属市场持续吸引投机资金流入，超买热潮从贵金属向基本金属蔓延，伦铜盘中涨超 10% 创 2009 年来最大涨幅，嘉能可 2025 年铜产量同比下降 11% 至 85.16 万吨，并大幅下调 2026 年产量指引。油价上涨，特朗普考虑对伊朗发动新的重大打击。比特币跌至两个低点。
- 预测市场 Polymarket 显示，美联储前理事凯文·沃什被特朗普提名为美联储下任主席的概率大幅升至 79%。美参院关键投票未能推进拨款法案，特朗普称接近达成协议避免政府关门。

宏观点评

■ 中国政策 - 经济再平衡信号

面对经济失衡带来产能过剩、通缩压力、信心偏弱和贸易关系紧张，中国决策者近期释放战略转向信号，将提振内需确立为 2026 年首要经济任务。

需求侧政策将聚焦稳定房地产与提振消费，通过下调房贷利率与收购滞销房产改善住房市场供求关系，通过扩大财政补贴与加强社会保障体系提振消费需求。

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	27,968	0.51	9.12
恒生国企	9,553	0.42	7.17
恒生科技	5,841	-1.00	5.89
上证综指	4,158	0.16	4.77
深证综指	2,705	-0.49	6.87
深圳创业板	3,305	-0.57	3.16
美国道琼斯	49,072	0.11	2.10
美国标普 500	6,969	-0.13	1.80
美国纳斯达克	23,685	-0.72	1.91
德国 DAX	24,309	-2.07	-0.74
法国 CAC	8,071	0.06	-0.96
英国富时 100	10,172	0.17	2.42
日本日经 225	53,376	0.03	6.03
澳洲 ASX 200	8,928	-0.07	2.45
台湾加权	32,536	-0.82	12.34

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	53,818	1.22	9.98
恒生工商业	15,022	0.03	8.24
恒生地产	20,633	1.76	17.49
恒生公用事业	40,667	0.48	6.95

资料来源：彭博

供给侧政策将聚焦结构性调整，通过抑制产能扩张、强化节能环保监管、鼓励并购等提升行业集中度，这将利好龙头企业盈利前景。为缓解贸易摩擦，中国将通过降低出口退税、允许ODI带动“中国经济”、支持人民币强势和进一步开放国内市场，降低贸易不平衡程度。

2026年中国GDP增长目标可能下调至4.5%-5%，以聚焦经济再平衡而保持政策灵活性。我们认为中国经济再平衡具有积极意义，投资者应聚焦具备全球竞争力的行业龙头企业。中国经济再平衡与全球流动性宽松政策将支撑股市、大宗商品与新兴市场货币上半年表现。但下半年美国通胀可能反弹，引发流动性担忧与美元转强，风险资产涨势可能面临挑战。[\(链接\)](#)

公司点评

■ Meta (META US, 买入, 目标价: 880.0 美元) - 4Q25 业绩好于预期, AI 持续推动广告业务增长

Meta发布4Q25业绩：总营收同比增长24%至599亿美元，净利润同比增长9%至228亿美元，分别较彭博一致预期高3%和8%，增长主要由AI持续驱动广告营收稳健增长所致。管理层预计这一强劲增长态势将延续，并指引1Q26总营收同比增长26%-34%至535亿-565亿美元，指引也高于一致预期的513亿美元。此外，公司指引FY26总费用为1,620亿-1,690亿美元（同比增长38%-44%），主因基础设施成本与员工薪酬支出增加，但同时仍预计FY26营业利润将实现正增长。我们测算该指引隐含FY26总营收同比增速将超22%（一致预期为同比增长18%）。考虑到AI驱动广告业务的强劲增长趋势，我们将FY26-27E总营收预测上调6%-9%；但考虑到运营费用增加，我们基本维持FY26净利润预测不变。基于30倍FY26EPE，我们维持目标价880.0美元不变，维持“买入”评级。[\(链接\)](#)

■ 微软 (MSFT US, 买入, 目标价: 614.6 美元) - 业绩好于预期, 长期结构性增长逻辑不改

微软发布2QFY26（财年结于6月）业绩：公司实现营收813亿美元，同比增长16.7%（1QFY26: +18.4%），较招银国际预期/市场一致预期分别高出1.5%/1.2%，核心驱动为生产力和商业流程板块及智能云板块营收表现超预期；营业利润同比增长20.9%至383亿美元，较招银国际预期及市场一致预期分别高出3.8%/4.8%。按固定汇率计算，Azure及其他云服务营收同比增长38%，与市场一致预期持平，但包含融资租赁的资本开支达375亿美元，较市场预期高3%。我们基本维持FY26-28营业利润预测不变，但因上调资本开支预测，将基于现金流折现模型的目标价下调3%至614.6美元（前值：636.3美元），对应FY26/FY27财年市盈率分别为35x/31x。我们重申“买入”评级，认为微软长期结构性增长趋势未变，且商业未完成订单（RPO）余额保持强劲增长（同比+110%；若剔除OpenAI贡献则同比+28%）、生产力和业务流程板块每用户平均收入持续提升，为公司增长提供坚实支撑。[\(链接\)](#)

■ ServiceNow (NOW US, 买入, 目标价: 215.0 美元) - AI业务进展积极, 利润率稳健扩张

ServiceNow发布4Q25业绩：总营收同比增长21%至35.7亿美元，符合彭博一致预期；非GAAP营业利润同比增长26%至11.0亿美元，较一致预期高3%，主要得益于AI赋能的效率提升及审慎的费用控制。展望FY26E，管理层指引订阅收入同比增长20.5%-21%至155.3-155.7亿美元，同时依托AI

驱动的效率提升，非 GAAP 营业利润率与自由现金流利润率均将进一步提升 100 个基点至 32%/36%。AI 产品增长势头延续强劲，4Q25 Now Assist 年度合同金额突破 6 亿美元。考虑到 AI 业务表现亮眼且运营效率持续提升，我们将 FY26-27E 非 GAAP 营业利润预测上调 2%-4%。但由于投资者担忧 AI 大模型服务商带来的竞争压力，板块估值整体承压，我们将目标价下调至 215.0 美元，基于 40 倍 FY26E EV/EBITDA（前值：236 美元，基于 45 倍 FY26E EV/EBITDA）。尽管如此，我们仍看好 ServiceNow 作为企业 AI 转型的入口，公司将持续受益于 AI 行业红利。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **舜宇光学科技（2382 HK，买入，目标价：91.38 港元）- 2025 年盈喜符合预期；2026 年车载/智能眼镜将抵消智能手机业务疲软**

舜宇光学公布 2025 年盈喜，预计净利润同比增长 70-75%，主要受益于高端摄像头规格升级、产品组合改善及从歌尔光学交易中的投资收益。剔除 9.19 亿元的一次性收益，净利润中值符合我们的预测/彭博一致预期。展望 2026 年，我们预计智能驾驶趋势（车载镜头/车载摄像头模组）、AI/AR 眼镜的快速普及以及高端摄像头规格升级将推动收入增长，抵消因内存成本压力导致的智能手机业务疲软。我们将 2026-27 年 EPS 下调 1-4%，以反映内存成本上涨导致的智能手机出货量承压、手机镜头/摄像头模组出货量/平均售价的疲软。我们基于 SOTP 的新目标价为 91.38 港元（前值：101.47 港元），对应 23.4 倍 2026 年预测市盈率。重申“买入”评级，催化剂包括公司 2026 年展望/指引、高端手机规格升级、AI 眼镜发布以及 ADAS 渗透率提升。（[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之分析员，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责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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篇制的报告。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。