

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- A股大幅低开但午后回升，沪指收盘下跌0.67%，创业板指跌0.64%。能源安全与AI Agent“龙虾”概念股等逆市爆发。恒生指数下跌1.4%，金融、工业和地产建筑领涨，能源收涨。宏观方面，中国2月CPI同比增幅扩大至1.3%，PPI同比降幅持续收窄，通缩改善，预示企业盈利将保持回升。离岸人民币兑美元反弹，盘中收复6.90关口。
- 欧洲股市普遍收跌，斯托克600指数下跌0.63%，市场仍在消化地缘冲突对供应链的长期冲击。亚洲股市跌幅较大，因霍尔木兹海峡持续断航引发能源安全危机，韩国和日本分别下跌6%和5.2%。
- 美股三大股指扭转两连跌，纳指收涨1.38%，芯片板块大涨近4%跑赢大盘。特朗普暗示对伊军事行动可能“很快”结束，缓解了投资者对极端地缘风险定价。英伟达、AMD等算力龙头集体反弹，市场逻辑开始从“地缘恐慌”转向对AI硬件需求确定性的重新确认。美债收益率与美元冲高回落，10年期美债收益率较日高下行超10个基点至4.10%附近，联邦基金期货重新计入7月降息概率约77%，并完全定价9月降息。
- 大宗商品上演剧烈宽幅震荡。原油价格高位跳水，WTI原油在一度逼近120美元后回落至90美元以下，因G7财长会议讨论协调释放战略石油储备和特朗普发出“战事基本结束”信号。贵金属高位回落，现货黄金一度跌3%后抹平部分跌幅，白银则在大幅下挫后逆市转涨。市场风险偏好回升推动加密货币显著反弹，比特币一度涨8%破7万美元关口。

宏观点评

■ 中国经济 - 2月CPI反弹

中国2月份CPI反弹至1.3%，创近3年新高，主要得益于春节错月的基数效应和节假日期间旅游价格的飙升。对比往年1-2月份，食品和商品价格涨幅低于季节性表现，而除旅游外其他服务价格则保持温和。PPI再次超市场预期回升，主要受原油和有色金属等上游行业价格飙升的推动，而消费品PPI则相对低迷。

中国正在逐步摆脱通缩，但价格-工资传导机制的恢复仍然脆弱，因为通胀主要由供给驱动，而最终消费需求依然疲软。由于价格水平-企业盈利-家庭收入的传导机制仍然不平衡，我们认为，要持久地打破通缩螺旋，需要持续的财政扩张以刺激需求侧，但今年两会的相关政策似乎弱于预期。展望未来，我们预计CPI、PPI和GDP平减指数将从2025年的0.1%、-2.6%和-1%回升至2026年的1.1%、0.5%和0.8%。我们预计中国人民银行将在短期内将主要依赖其结构性货币政策工具，可能会在2026年第二季度末将LPR和RRR分别下调10个和50个基点，因房地产市场持续疲软。 ([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,408	-1.35	-0.87
恒生国企	8,581	-0.54	-3.73
恒生科技	4,942	-0.12	-10.41
上证综指	4,097	-0.67	3.22
深证综指	2,681	-0.66	5.91
深圳创业板	3,209	-0.64	0.17
美国道琼斯	47,741	0.50	-0.67
美国标普500	6,796	0.83	-0.72
美国纳斯达克	22,696	1.38	-2.35
德国DAX	23,409	-0.77	-4.41
法国CAC	7,915	-0.98	-2.87
英国富时100	10,250	-0.34	3.20
日本日经225	52,729	-5.20	4.75
澳洲ASX 200	8,599	-2.85	-1.32
台湾加权	32,110	-4.43	10.86

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	50,033	-2.38	2.25
恒生工商业	13,294	-0.71	-4.21
恒生地产	20,935	-2.44	19.20
恒生公用事	40,469	-1.55	6.43

资料来源: 彭博

公司点评

■ 富途控股(FUTU US, 买入, 目标价:228 美元) – 4Q25 业绩前瞻: 核心指标保持韧性, 环比增速或略有放缓

富途将于3月12日盘前披露4Q25业绩。尽管上季度港股和美股市场走势震荡, 我们认为公司股价已基本反映市场下行的不利因素, 目前有待催化剂驱动股价上行反弹。截至3月6日, 公司股价年初至今下跌13%, 走势表现与中概互联网指数(KWEB)一致, 但跑输纳斯达克指数9个百分点, 对应12倍FY26E市盈率, 相较于其全球同业互联网券商的估值折价达50%。

我们预计4Q25公司净入金及有资产客户数增长保持韧性, 但4Q25环比增速或受市场交易影响放缓。有资产客户数方面, 我们预计4Q25新增有资产客户数环比下滑13%, 同比增长3%至22万人; 2025年全年新增有资产客户数达94万, 同比增长34%, 远超去年年初管理层给出的全年新增80万的目标。其中, 香港和马来西亚仍将是两大主要贡献市场。客户总资产预计环比保持稳定在1.23万亿港元, 基于客户净入金与市场波动导致的客户账面资产公允价值损失相抵消。4Q25恒生科技指数/中概互联网指数分别下跌14.7%/14.0%, 预计拖累平台客户的港美股交易情绪。

财务方面, 我们预计4Q25总收入63亿港元, 环比下降2%, 其中经纪佣金和利息收入环比分别下降2%/1%至28.5/30.0亿港元。经营费用持续收窄, 预计4Q25经营费用环比下降7%, 其中销售费用环比下降9%, 主要因新客户增长放缓叠加客均成本下行; 研发及管理费用在3Q25高基数下环比下降5%。预计GAAP/non-GAAP净利润分别达到32/33亿港元, 环比增长0.7%/0.5%, 基本持平。Non-GAAP净利率环比提升1.3个百分点至51.7%, 体现经营杠杆持续释放。我们维持“买入”评级, 目标价228美元(不变), 对应2026年预期市盈率为19倍。 ([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上责任。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的研究报告。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。