

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 中国股市回调，港股可选消费、医疗保健与信息技术领跌，地产建筑、能源与工业领涨，南向资金净卖出 15.15 亿港元，中移动、小米与中海油净卖出居前，阿里、腾讯与中芯国际净买入最多。阿里千问全面接入淘宝、支付宝、淘宝闪购等生态业务。A 股综合、国防军工与传媒领跌，电子、基础化工与有色金属跑赢。中概股收跌。人民币升破 6.97。中国央行下调再贷款、再贴现与结构性工具利率 25 基点，称今年降准降息还有一定空间，预示货币政策将延续适度宽松。
- 日本央行关注日元疲软对通胀的传导效应，显示其政策决议受到汇率波动的影响。大宗商品价格上涨和日元汇率贬值可能令日本通胀持续居高，增加日本央行提前加息的可能性。
- 美股低开高走，公用事业、工业与地产领涨，能源、医疗保健与通讯服务下跌。台积电 4Q 净利润同比增长 35% 大超预期，公司表示 AI 需求强劲，产能非常紧张，未来三年资本支出将显著增加，提振投资者对 AI 板块热情，美国芯片股大幅上涨。OpenAI 计划发力机器人与 AI 设备。高盛与摩根士丹利年度营收创历史新高，带动银行股上涨。
- 美债收益率回升，美元反弹至一个多月新高。美国就业数据显示韧性，上周首次申请失业救济人数降至 19.8 万创去年 11 月以来新低。美联储多位官员最新对降息表态趋向谨慎，表示通胀仍具黏性，就业尚未大幅走弱，市场对美联储年内降息幅度预期降至不足 50 个基点。
- 金属价格回调。白银大幅下挫，白宫暂未对包括白银和铂金在内的关键矿产加征关税，转而寻求双边谈判并设定价格底线。我们认为，尽管供应缺口、工业消费和黄金上涨溢出效应对银价构成支撑，但由于经历严重超买和暴涨，短期存在较大回调风险。
- 美国国会力推 25 亿美元关键矿产战略储备，计划设立联邦监管委员会，负责关键材料的收储与释放。比特币持续回升，美国数字币监管方案面临关键投票，传统银行与币圈激烈博弈，稳定币收益支付是最大分歧点。

宏观点评

- 中国经济 - 货币政策适度宽松信号
2025 年末中国社会融资存量增速延续放缓，M1 增速明显回落，凸显经济活动与私营部门信心走弱。信贷结构显示经济供需失衡，企业部门仍是信贷扩张的主引擎，而家庭部门延续降杠杆。

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	26,924	-0.28	5.05
恒生国企	9,267	-0.52	3.96
恒生科技	5,828	-1.35	5.66
上证综指	4,113	-0.33	3.62
深证综指	2,690	-0.13	6.28
深圳创业板	3,368	0.56	5.14
美国道琼斯	49,442	0.60	2.87
美国标普 500	6,944	0.26	1.45
美国纳斯达克	23,530	0.25	1.24
德国 DAX	25,352	0.26	3.52
法国 CAC	8,313	-0.21	2.01
英国富时 100	10,239	0.54	3.10
日本日经 225	54,111	-0.42	7.49
澳洲 ASX 200	8,862	0.47	1.69
台湾加权	30,811	-0.42	6.38

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	50,996	0.68	4.22
恒生工商业	14,629	-0.93	5.41
恒生地产	19,105	1.32	8.79
恒生公用事	39,000	0.32	2.56

资料来源: 彭博

中国央行释放货币政策适度宽松信号，下调结构性再贷款利率和商业房贷首付比例，预示科技创新、绿色发展、中小企业、房地产等领域是政策支持重点。央行暗示仍有一定降息降准空间。我们预计今年将降准 50 个基点和两次 10 个基点 LPR 下调。

中国央行表示将坚持市场化汇率政策，对人民币韧性具有信心。我们预计 2026 年上半年末美元兑人民币汇率将降至 6.93，年底升至 6.97。 ([链接](#))

公司点评

■ 极兔 (1519 HK, 买入, 目标价: 13.4 港元) - 与顺丰进行股份互换, 有助拓展新产品和市场

极兔与顺丰 (6936 HK / 002352 CH, 未评级) 昨日 (1 月 15 日) 宣布达成换股协议。我们认为这是一项重要的战略合作, 能够让两家公司充分利用各自的宝贵资源以实现协同效应。管理层昨日召开投资人电话会议。重点包括: 在海外市场, 极兔可借助顺丰的跨境头程、干线运输、仓储和快递柜等资源, 进一步拓展其在新兴市场的快递网络, 并开拓潜在欧美市场。在产品方面, 极兔将能够扩大其在东南亚地区的高端时效件产品。在中国市场, 极兔可通过利用顺丰的快递柜网络, 拓展其非电商快递产品线。我们继续看好极兔, 主要由于: (1) 极兔在东南亚市场拥有无可比拟的竞争优势和市场份额增长潜力 (1H25 市场份额达 32.8%); (2) 极兔在巴西和中东等新兴市场拥有良好的发展潜力; (3) 与顺丰换股后的潜在新业务开拓。维持“买入”评级, 基于分部估值法的目标价维持在 13.4 港元不变。 ([链接](#))

■ 药明合联 (2268 HK, 买入, 目标价: 88.00 港元) - 强劲的业绩增长; 战略收购强化产能

药明合联发布 2025 年业绩预增公告, 预计收入同比增长至少 45%, 净利润将同比增长至少 38%, 扣除利息收入和费用前经调整净利润同比增长超过 45%, 如再剔除汇率影响, 此利润将同比增长超 65%。

XDC 药物研发和生产需求持续快速增长。2025 年新签创公司历史记录 70 个 iCMC 项目, 同比增长 32%。在这 70 个项目中, 中国和美国客户是主要的项目来源, 此外, 其中有 22 个项目为外部转移过来的项目, 凸显药明合联在全球 XDC CDMO 行业中增长的客户信任。此外, 70 个新签项目中的新形式 XDC 药物贡献显著, 其中双抗 ADC 占 20%、双载荷 ADC 占比 5%, 其他类型的 XDC 占比 17%, 表明药明合联在偶联药物前沿领域与客户的积极合作。此外, 2025 年公司 PPQ 阶段合同增长 125% 至 18 个, 预示着强劲增长的商业化业务潜力。基于公司强大的“D”端赋能能力以及令人鼓舞的商业化业务发展趋势, 管理层预计 2030 年公司将分别有 20% 的收入来自新型 XDC 类型项目和商业化阶段的项目。

收购东曜药业强化自身生产能力。药明合联计划通过现金要约的形式收购东曜药业至少 60% 的股权, 收购价为每股 4 港元, 较东曜药业 12 月 24 日的收盘价溢价 99%。东曜药业是国内领先的 ADC CDMO 服务提供商, 2024 年 CDMO 相关收入为 2.07 亿元。除了扩充药明合联的客户群体, 收购东曜药业将可迅速提高公司的生产能力, 特别是公司紧缺的 ADC DS 和 DP 产能, 以满足客户当下旺盛的需求。根据药明合联的数据, 截至目前, 东曜药业拥有 500-2000L/batch 的两处 mAB 生产设施、年产超过 800kg ADC DS 的三

处设施以及年产超 800 万瓶的三处 DP 设施（作为对比，药明合联的 DP3 设施的年产能为 800 万瓶）。

维持买入评级，上调目标价至 88 港元，以反映公司进一步强化的全球竞争力以及积极的需求展望。我们预计药明合联在 2025E/26E/27E 的收入将同比增长 45.7%/36.6%/31.7%，经调整净利润同比增长 34.9%/38.4%/32.9%，对应的经调整 PE 为 56.2x/40.6x/30.5x，对应的 PEG 为 2.0x/1.1x/0.9x。

([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。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撰写的报告。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。