

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市反弹，港股原材料、金融与医疗保健领涨，电讯、公用事业与能源跑输。南下资金净卖出 18.87 亿港元，快手与中移动净卖出居前，腾讯、小米与长飞光纤光缆净买入较多。A 股通讯、综合与传媒领涨，石油石化、银行与食品饮料跑输。美元/人民币降至 6.92 左右。习近平总书记表示建设社会主义现代化强国关键在科技自立自强。
- 日本执政党在众议院选举获得远高于预期的票数，日股大幅上涨。日本国债收益率并未大幅上升，日元兑美元并未显著贬值，因日本首相做出让步，表示消费税减税仅限于食品，且承诺不会大幅增加赤字。但在政府债务率与通胀居高和投资者长债需求下降的约束下，财政扩张与财政纪律很难平衡，任何缺乏资金来源的财政支出扩张都可能引发债市与汇率的负面反应。
- 英国股债汇齐跌。英国首相的下属深陷爱泼斯坦丑闻，内阁大臣集体反水逼宫首相辞职。英镑兑欧元创 1 月 22 日以来最低水平，英国 10 年国债收益率接近去年 11 月以来高点。对冲基金正通过期权市场押注英镑进一步走弱，欧元兑英镑期权交易量创 2019 年以来新高。
- 投资者逢低买入推动美股延续反弹，信息技术、材料与能源领涨，必选消费、医疗保健与金融下跌。此前跌幅较大的软件板块和芯片板块双双大涨，科技七巨头大幅跑赢大盘，资金重新从价值股回流至科技股。
- 美债收益率走平，美元指数由强转弱。美国财长回应市场对沃什史上支持缩表立场的担忧，安抚市场称美联储不会迅速缩表，决策之前需要长达一年评估，如果转向“充裕储备”机制，那么反而需要维持资产负债表现有规模，显示在白宫努力压低抵押贷款利率的诉求下，美联储如果选择缩表将面临巨大政治压力。哈塞特暗示就业增长低于预期，因人口增长放缓和生产率增长飙升。
- 弱美元提振大宗商品，金属价格普涨。因预期美国大部分地区气温回升，天然气价格连续第二个交易日下跌。油价小幅上涨，白宫建议美国船只在霍尔木兹海峡避开伊朗水域。

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	27,027	1.76	5.45
恒生国企	9,168	1.52	2.86
恒生科技	5,418	1.34	-1.78
上证综指	4,123	1.41	3.89
深证综指	2,700	1.91	6.69
深圳创业板	3,333	2.98	4.05
美国道琼斯	50,136	0.04	4.31
美国标普 500	6,965	0.47	1.74
美国纳斯达克	23,239	0.90	-0.01
德国 DAX	25,015	1.19	2.14
法国 CAC	8,323	0.60	2.13
英国富时 100	10,386	0.16	4.58
日本日经 225	56,364	3.89	11.97
澳洲 ASX 200	8,870	1.85	1.79
台湾加权	32,405	1.96	11.88

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	53,137	2.63	8.59
恒生工商业	14,255	1.30	2.72
恒生地产	21,072	2.12	19.98
恒生公用事业	41,015	0.16	7.86

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国金融行业 - 首次确立现实世界资产代币化监管框架，中国虚拟资产行业从境内禁止到跨境监管新路径

2026 年 2 月 6 日中央八部门联合印发《关于进一步防范及和处置虚拟货币风险的通知》（银发 42 号文），同日证监会落地《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》，标志着监管首次正面定义现实世界资产代币化 (RWA) 并给予明确的监管框架，相较于此前 2021 年对虚拟货币交易炒作风险的通知 (银发 237 号文)，通知(42 号文)将合规 RWA 业务从虚拟货币相关业务的标签中剥离，纳入正式的金融监管体系，为境内金融机构参与跨境 RWA 融资明确了合规路径。

我们认为此次监管包含三大意义：1) 区分虚拟货币和现实世界资产代币化 (RWA) 的业务形态，明确 RWA 定义，为境内资产境外代币化发行确立备案制监管框架，允许境内主体和境内金融机构的境外子公司在境外合规推行 RWA 代币化融资；2) 按 RWA 基础资产分类实施监管，监管认为境内主体赴境外开展 RWA 业务，应按照“相同业务、相同风险、相同规则”原则，与传统融资业务实施相对应的合规监管，分类包括外债类 RWA、股权类 RWA、资产证券化类 RWA 和其他形式 RWA，其中，外债类 RWA 归于发改委监管；股权类和资产证券化类 RWA 归于证监会监管；其他类 RWA 由证监会会同相关部门共同监管；涉及境外募集资金汇回境内等问题由外汇局监管。3) 香港作为全球数字资产中心有望率先受益于国内优质资产出海的增量需求，推动香港 RWA 领域从创新尝试逐步迈入常态化、规模化阶段。在境外可提供合规上架、托管和交易清算等全链条服务机构中，香港持牌的虚拟资产交易平 (VATP) 有望成为产业链的核心参与方。

我们认为将受益于境外 RWA 融资链路拓宽的相关标的包括两层，“一阶导”相关标的包括：1) 金融基础设施及服务提供商，如宇信科技(300674 CH, 未评级)、朗新科技(300682 CH, 未评级)、长亮科技(300348 CH, 未评级)；2) 具备跨境证券化经验的券商境外子公司，如中信证券(6030 CH/600030 CH, 未评级)、华泰证券(6866 CH/601688 CH, 未评级)、中银香港(2388 HK, 未评级)和国泰君安国际(1788 HK, 未评级)；“二阶导”相关标的包括香港持牌的 VATP 券商及交易所平台，如富途(FUTU US, 买入, 目标价: 228 美元)、向上盈科(TIGR US, 未评级)、HASHKEY (3887 HK, 未评级)和 OSL(863 HK, 未评级)。

下行风险：1) 监管加强离岸 RWA 代币化备案审批；2) 境内企业开展境外 RWA 参与度低于预期；3) 基础设施和技术建设合规成本过高；4) 香港 RWA 政策进展慢于预期；5) 加密资产波动加剧导致市场避险情绪升温等。（[链接](#)）

公司点评

■ 贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 21.8 美元) - 4Q25 业绩前瞻：降本举措与新业务盈利改善推动盈利复苏

我们预计贝壳 4Q25 收入为 222 亿元人民币，受高基数影响同比下降 28.5%；考虑一次性降本措施影响后，non-GAAP 净利润为 4.27 亿元人民币，对应净利润率 1.9%。若剔除一次性降本措施影响，我们对 4Q25 收入及 non-GAAP

净利润预测与彭博一致预期相符。我们仍看好贝壳凭借强大的技术能力、优质的服务质量以及成熟的经纪人合作网络，有望在房屋交易业务中扩大市场份额。展望 2026 年，我们预计核心房产交易业务的成本优化措施叠加新业务盈利改善将推动盈利复苏，预计 non-GAAP 净利润为 70 亿元人民币（2025 年预测：49 亿元人民币），同比增长 42%。考虑到成本优化举措有望带来长期经营现金流前景改善，我们将基于分部估值法的目标价上调 5% 至 21.8 美元（前值：20.7 美元），对应 2026/2027 年 25.9x/21.6x non-GAAP PE。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。