

每日投资策略

中国经济/公司点评

全球市场观察

- 中国股市延续反弹，沪指微涨收复 4,130 点，实现“七连阳”。A 股风格切换，AI 算力硬件端的延伸——玻璃纤维板块受电子布涨价驱动集体爆发，成为市场新风口；DeepSeek 灰度测试新模型等消息提振 AI 应用端，港股恒生科技指数涨近 1%。李强总理强调全面推进 AI 产业发展，国务院国资委推动央企扩大算力投资。
- 日元汇率迎来强劲反弹，兑美元日内一度升值超 1%，连续三日走强，击穿 153 关口，主要因市场对日本财政纪律性预期的改善。
- 美股受强劲非农数据压制收盘微跌，道指与纳指均小幅回调。市场呈现显著的“软硬分化”：AI 基础设施硬件受追捧，费城半导体指数涨超 2%；但 AI“替代焦虑”重创软件和服务业，软件股 ETF 跌 2.6%，房地产服务巨头 CBRE 因 AI 取代人工担忧暴跌 12%。美国 1 月非农新增就业 13 万人，远超预期，失业率降至 4.3%，迫使市场将美联储首次降息预期从 6 月推迟至 7 月。
- 美债收益率因降息预期降温而全线上行，10 年期美债收益率跳升 3 个基点。美元指数尾盘微涨。大宗商品表现强势，现货黄金震荡走高 1.3% 站稳 5,080 美元/盎司，白银大涨逾 4%。油价上涨约 1%，根据彭博报道，主要因特朗普私下考虑退出《美墨加协定》，引发市场对北美能源贸易摩擦的担忧。比特币受高利率预期压制下跌 1.2%。

宏观点评

- **中国经济-通缩继续改善**
进入 2026 年，中国通缩压力持续缓解。1 月份 CPI 同比增速放缓至 0.2%，主要因春节错月和食品价格波动的影响。核心通胀依然强劲，主要受耐用品、旅游服务和黄金珠宝等价格上涨的推动。PPI 再次超出市场预期，上游行业价格上涨开始向中下游传导，尤其是有色金属行业，但消费品 PPI 则相对疲软。

我们预计，在反垄断运动、人工智能相关投资和全球大宗商品价格上涨的推动下，2026 年价格水平将继续温和回升，将提升企业盈利能力，并提振原材料和周期性行业资本市场表现。但目前价格回升主要由供给驱动，我们预计进一步的需求侧支持政策将有助于解决中国经济供需失衡，包括通过降低抵押贷款利率和存量房收储来稳定房地产市场，以及通过增加财政补贴和加强社会保障来刺激消费。我们预计 CPI 和 PPI 将从 2025 年的 0.1% 和 -2.6% 回升至 2026 年的 0.9% 和 0.5%。 ([链接](#))

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	27,266	0.31	6.38
恒生国企	9,268	0.28	3.98
恒生科技	5,500	0.90	-0.29
上证综指	4,132	0.09	4.11
深证综指	2,695	-0.24	6.49
深圳创业板	3,285	-1.08	2.55
美国道琼斯	50,121	-0.13	4.28
美国标普 500	6,941	0.00	1.40
美国纳斯达克	23,066	-0.16	-0.76
德国 DAX	24,856	-0.53	1.49
法国 CAC	8,313	-0.18	2.01
英国富时 100	10,472	1.14	5.44
日本日经 225	57,651	0.00	14.52
澳洲 ASX 200	9,015	1.66	3.45
台湾加权	33,606	1.61	16.03

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	53,153	-0.38	8.62
恒生工商业	14,464	0.64	4.23
恒生地产	21,151	0.92	20.44
恒生公用事业	41,013	0.77	7.86

资料来源: 彭博

公司点评

■ 网易 (NTES US, 买入, 目标价: 161.5 美元) - 4Q25 业绩: 收入不及预期, 但合同负债增长强劲

网易发布 4Q25 业绩: 总营收同比增长 3%至 275 亿元人民币, 较彭博一致预期低 4%, 主要受游戏收入增速低于预期及游戏收入确认周期延长的影响; 营业利润同比增长 6%至 83 亿元, 低于一致预期 6%。尽管如此, 我们仍较看好公司 FY26E 收入增长前景, 主要基于: 1) 4Q25 合同负债同比实现 34% 的强劲增长; 2) FY26 预计多款重磅新品上线, 包括《遗忘之海》等。考虑到收入确认周期有所延长, 我们小幅下调 FY26-27E 总营收预测 1%-2%, 并将 SOTP 估值目标价微调至 161.5 美元 (前值: 164.0 美元), 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策。

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。