

# 每日投资策略

## 宏观/行业/公司点评

### 全球市场观察

- 上周五，A股沪指收跌0.82%，失守4100点关口，化工活跃、锂电爆发，半导体走弱。高油价冲击风险偏好、成长股承压。港股恒生指数跌1%，原材料、金融和医疗保健领跌，电信服务和能源收涨。宏观方面，社融数据显示整体信贷需求仍偏疲软；新一轮中美经贸磋商在法国举行，市场关注贸易谈判新进展。离岸人民币受美元压制，跌破6.90关口。
- 标普500抹去早盘近1%的涨幅收跌0.61%，录得周线三连跌。特朗普宣布对伊朗哈尔克岛石油枢纽发动空袭的消息，彻底粉碎了市场的停火幻觉。科技“七巨头”指数陷入回调区间，油价高企对高估值科技股影响开始显现。
- 10年期美债收益率收于4.28%附近，创下1月以来新高，因1月核心PCE物价同比涨3.1%再创新高，配合地缘驱动的能源通胀，令降息预期几乎停滞。美元指数收涨0.6%突破100，显示美元在地缘冲突下的绝对避险属性。
- 日本股市延续弱势，长债收益率维持高位，市场正重新定价日本央行4月加息的概率。欧洲市场表现不佳，斯托克600指数收跌0.5%。法、意等国被曝试图就霍尔木兹海峡通行与伊朗展开外交斡旋，反映能源供应受阻对欧洲制造业的沉重压力。
- 布伦特原油稳收100美元关口上方，因市场担忧霍尔木兹海峡断供时间较先前预期更长。尽管油价飞涨，但由于美元强势及流动性收紧，现货黄金与白银连续下挫。加密货币表现活跃，比特币在避险资金轮动中站稳7.2万美元。

### 宏观点评

- **中国经济 - 信贷需求放缓**  
信贷数据显示2026年前2月货币流动性依然充裕，但信贷内生需求依然疲软。社会融资略有回升，主要受公司债券和银行承兑汇票的支撑。M1和M2均延续反弹。然而，新增人民币贷款增速延续下降：家庭去杠杆化加剧，消费信贷和抵押贷款需求加剧收缩；企业借贷仍倾向于短期贷款而非长期资本支出。

鉴于信贷需求仍然疲软，仅靠流动性供给的货币政策有效性已接近极限。我们预计，随着房地产市场持续收缩和人民币汇率保持坚挺，央行将把重点转向降低信贷成本以刺激需求。我们预计，央行将在2026年第二季度末下调LPR 10-15个基点，并将RRR下调50个基点。短期内，央行重点将通过结构性货币政策工具进行定向支持。 ([链接](#))

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 全球主要股市上日表现

|           | 收市价    | 升/跌 (%) |       |
|-----------|--------|---------|-------|
|           |        | 单日      | 年内    |
| 恒生指数      | 25,466 | -0.98   | -0.64 |
| 恒生国企      | 8,671  | -0.32   | -2.72 |
| 恒生科技      | 4,978  | -0.99   | -9.75 |
| 上证综指      | 4,095  | -0.82   | 3.19  |
| 深证综指      | 2,701  | -0.88   | 6.73  |
| 深圳创业板     | 3,310  | -0.22   | 3.34  |
| 美国道琼斯     | 46,558 | -0.26   | -3.13 |
| 美国标普500   | 6,632  | -0.61   | -3.12 |
| 美国纳斯达克    | 22,105 | -0.93   | -4.89 |
| 德国DAX     | 23,447 | -0.60   | -4.26 |
| 法国CAC     | 7,912  | -0.91   | -2.92 |
| 英国富时100   | 10,261 | -0.43   | 3.32  |
| 日本日经225   | 53,820 | -1.16   | 6.91  |
| 澳洲ASX 200 | 8,617  | -0.14   | -1.12 |
| 台湾加权      | 33,400 | -0.54   | 15.32 |

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   | 49,243 | -1.99   | 0.63  |
| 恒生工商业  | 13,483 | -0.46   | -2.84 |
| 恒生地产   | 20,254 | -1.28   | 15.33 |
| 恒生公用事业 | 40,691 | -0.01   | 7.01  |

资料来源: 彭博

## 行业点评

### ■ 电解铝行业 - 巴林铝业减产将进一步推升铝价

**事件:** 巴林铝业 (Aluminium Bahrain; ALBH BH, 未评级) 在周日公布由于霍尔木兹海峡的封锁对供应和运输的影响, 将其年产 162 万吨的电解铝产能减产 19%, 相当于约 30.8 万吨产量。巴林铝业将在减产期间为其产线进行维护, 公告中未提及复产时间表。

**分析:** 我们估算巴林铝业这次的停产量相当于全球产量约 0.4%, 如果加上此前 Qatalum 在其 69 万吨的基础上减产 40% (相当于约 28 万吨), 已确定停产的产量 (年化) 已接近 59 万吨, 相当于约 0.8% 全球产能。同时, 由于伊朗本身拥有 62 万吨的产能, 目前的生产状态高度不确定。短期内, 我们不排除中东地区有进一步减产的可能 (中东 2025 年占全球产量 9%), 相信铝价将获得进一步支持, 我们继续看好生产状态高度确定、并受惠铝价上升的中国铝生产商, 重申买入中国宏桥 (1378 HK) 和创新实业 (2788 HK)。

## 公司点评

### ■ Adobe (ADBE US, 买入, 目标价: 350.0 美元) - 1QFY26 业绩: AI 势头稳健, 但 ARR 增速放缓影响市场情绪

Adobe 发布 1QFY26 业绩: 总营收同比增长 12% 至 64.0 亿美元, 非 GAAP 净利润同比增长 12% 至 24.9 亿美元, 均基本符合彭博一致预期。1QFY26 总 ARR 增速放缓至同比 +10.9% (4QFY25: +11.5%), 主要受传统 Adobe Stock 业务疲软及公司推动免费 MAU 增长的策略影响。此外公司宣布 CEO 即将换届亦加剧短期不确定性。尽管如此, 管理层重申此前 FY26 财务目标: 总营收同比增长 9%-10%, 期末总 ARR 同比增长 10.2%。在 Firefly 与 AI Assistant 强劲表现的支撑下, 1QFY26 公司 AI 原生 ARR 同比增长超 200%。我们基本维持 FY26-28E 盈利预测不变, 但鉴于市场对来自 AI 应用竞争加剧的担忧, 我们将目标价下调至 350.0 美元, 基于 15 倍 FY26E 非 GAAP PE (前值: 585.0 美元, 基于 25 倍 FY26E 非 GAAP PE)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ 富途控股 (FUTU US, 买入, 目标价: 228 美元) - 4Q25 稳健增长符合预期, 非大中华区有资产客户占比升至 55%

富途发布 4Q25/FY25 业绩: 4Q25 总收入/非 GAAP 净利润分别为 64.4 亿港元/34.6 亿港元, 较我们预期高出 2%/4%, 同比 +45%/+77%, 环比 +0.6%/+4.3%。利润端的改善主要得益于 4Q25 费用管控加强, 其中主营业务成本/营运费用 (OpEx) 环比 -8.2%/-8.3% 至 7.3 亿港元/15.6 亿港元, 较我们预期低 9%/2%, 带动公司 4Q25 毛利率/经营利润率达 88.7%/64.4%, 环比 +1.1pct/+3.4pct, 同比 +6.2pct/+14.4pct, 均创下 2023 年以来的新高。

4Q25 核心营运指标基本符合预期, 我们认为此次业绩亮点主要集中于: 1) 2026 年新增获客目标为 80 万人, 与去年持平, 伴有新的亚洲市场进入计划; 2) 1Q26 净资产流入有望创下历史新高, 实现环比双位数增长; 3) 4Q25 加密资产交易额达 200 亿港元, 香港、新加坡和美国的交易客户渗透率提升至中高单位至低双位数水平; 4) 4Q25 美股成交额中美股存托凭证 (ADS) 交易额贡献不足 10%, 反映交易结构更加多元化; 5) 有资产客户中 55% 来自大中华区以外市场, 由新加坡和美国贡献为主。管理层还提及了 Airstar

Bank (天星银行) 和 VATP 牌照第二阶段评估的进展, 天星银行目前仍以内部系统优化、丰富产品体验及与富途证券主业协同为首要发展目标; VATP 牌照进程仍有待监管明晰。

估值: 公司目前交易于 12 倍 FY26E 市盈率, 较全球同业平均市盈率 (21 倍) 折价近 50%。考虑到 2026 年客户净入金趋势稳健和积极的获客指引, 我们微调 FY26-28E 每股盈利预测至 94/110/124 港元。维持“买入”评级, 目标价 228 美元 (不变), 基于 19 倍 FY26E 市盈率水平。 ([链接](#))

■ **深南电路 (002916 CH, 买入, 目标价: 人民币 288 元) - AI 驱动 PCB 收入增长, 载板业务迎来上行空间**

深南电路 2025 年营收同比增长 32% 至 236 亿元人民币, 符合彭博一致预期, 较我们预测高出 4%。受益于产品结构优化、成本效率提升及产能利用率走高, 毛利率由 2024 年的 24.8% 提升至 28.3%, 高于彭博一致预期 0.3 个百分点, 高于我们预测 1.4 个百分点。净利润同比增长 75% 至 33 亿元人民币, 略低于彭博一致预期 (低 0.7%), 但较我们预测高出 8%。分季度来看, 四季度营收同比增长 42%、环比增长 9%; 净利润同比大增 144%, 但环比下滑 1.6%。四季度毛利率由第三季度的 31.4% 环比回落至 28.6%, 主要因南通四厂及泰国工厂折旧增加、原材料成本上行。

展望未来, 我们预计公司将持续受益于 AI 基础设施资本开支带动下旺盛的多层板需求; 同时 BT 基板供应持续偏紧, 且受益于国内需求提升, ABF/FC-BGA 载板逐步放量, 公司载板业务有望逐步改善。维持“买入”评级, 目标价调整至 288 元人民币, 对应 38 倍 2026 年预期市盈率 (前值: 235 元人民币, 基于 34 倍 2026 年预期市盈率)。 ([链接](#))

■ **鸿腾精密 (6088 HK, 买入, 目标价: 7.42 港元) - FY25 业绩受有效税率上升拖累; 基于强劲 AI 服务器前景上调指引**

鸿腾精密 FY25 营收同比增长 12% 至 50 亿美元, 基本符合预期; 净利润同比增长 2% 至 1.57 亿美元, 低于我们/市场预期 8%/12%, 主要受有效税率上升影响。在业绩后 NDR 电话会上, 管理层重申对云/数据中心势头持正面看法, 基于 FY26-28E 大规模 AI 服务器升级及新产品量产。管理层指引 2026E 云/数据中心营收同比增长 70%, 并将 FY26-28E 云业务营收占比指引上调至 20% 中段/20% 高段/30% 低段。我们基本维持盈利预测, 新目标价 7.42 港元基于相同的 21 倍 FY26E 市盈率。近期催化剂为 GTC/OFC 展会及 AI 服务器产品发布。重申“买入”评级。 ([链接](#))

■ **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 39.69 港元) - 2H25 业绩预览: 业绩预计持平, 因智能手机/汽车行业逆风; 维持“买入”评级**

比亚迪电子预计将于 3 月下旬发布 2025 年下半年业绩。我们预计其 2025 年下半年收入/净利润为人民币 963 亿元/25.3 亿元 (同比-3%/-8%), 这意味着 2025 年第四季度收入/净利润同比增速为-3%/-7% (对比 2025 年第三季度的-2%/-9%), 主要原因是尽管毛利率同比有所改善, 但仍受到智能手机和汽车行业逆风的拖累。展望 2026 年, 我们预计在 iPhone Fold、新能源汽车产品渗透率提升以及 AI 服务器订单 (液冷/电源/互联产品) 获取的推动下, 收入增长将更加强劲, 但这部分将被因内存成本上升导致的安卓需求疲软所抵消。我们下调了 2025-2027 年每股盈利预测 1-13%, 以考虑 2026 年智能手机和汽车行业逆风的因素。我们对比亚迪电子在 2026-2027 年新能

源汽车产品上量及 AI 服务器产品布局的业务前景仍持正面看法。我们基于分部估值法的新目标价为 39.69 港元，对应 16.2 倍 2026 财年预期市盈率。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。