

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五（2月13日）中国股市全线调整，A股沪指跌1.26%失守4,100点，创业板指跌1.57%，半导体板块逆势走强。港股恒生指数跌1%，但AI板块延续独立行情。宏观方面，中国1月信贷实现“开门红”，M2同比增长9.0%。人民币汇率保持韧性，离岸人民币兑美元收窄跌幅至6.90附近。
- 日元维持强势，兑美元本周累计大涨近3%至153左右，创2024年11月以来最大单周涨幅，汇率升值对日本出口权重股构成持续压力。欧洲股市微幅收跌，全周基本持平。
- 美股科技股持续疲软，压制大盘表现。纳指收跌0.22%录得四连跌，“科技七巨头”普跌，市场开始更严格审视AI巨头资本开支的边际收益与兑现节奏。AI“替代恐慌”持续扩散，拖累软件、金融服务和商业地产等板块表现。
- 美债收益率显著下行，10年期美债收益率下跌约5个基点至4.05%，两年期收益率逼近三年低位，主要因美国1月放缓的通胀数据提振市场对今年降息3次的预期。美元指数下跌0.2%。
- 大宗商品强劲反弹，现货黄金大涨2.5%，重新站上5,000美元/盎司整数关口；现货白银反弹近3%，美元走弱与降息预期升温是金银反弹的核心动力。比特币跟随风险偏好回升，反弹近5%逼近70,000美元关口。

宏观点评

■ 美国经济 - 就业企稳，经济维持“金发姑娘”状态

美国1月新增非农就业大幅超出市场预期，薪资增速反弹，失业率连续下降，印证劳动力市场正进一步企稳。但新增就业主要集中在医疗及教育等公共事业部门，裁员人数升至2009年以来同期新高，职位空缺降至近5年低点，显示就业市场结构性疲软。

展望2026年，就业市场可能震荡修复，扩张性财政政策将带动需求回暖，但AI渗透可能加速替代基础性岗位。上半年，美国经济可能呈“金发姑娘”状态，就业企稳同时通胀放缓，降息预期推升市场风险偏好。

就业数据公布后，市场仍预计全年有2次降息空间，但首次降息时间从6月推迟至7月。我们预计美联储2026年仅6月降息一次25个基点，作为新任主席的政治表态。新主席可能不会急于重启缩表，因银行业“充足准备金”约束。（[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	26,567	-1.72	3.65
恒生国企	9,033	-1.55	1.34
恒生科技	5,360	-0.90	-2.82
上证综指	4,082	-1.26	2.85
深证综指	2,680	-1.05	5.90
深圳创业板	3,276	-1.57	2.27
美国道琼斯	49,501	0.10	2.99
美国标普500	6,836	0.05	-0.14
美国纳斯达克	22,547	-0.22	-2.99
德国DAX	24,915	0.25	1.73
法国CAC	8,312	-0.35	1.99
英国富时100	10,446	0.42	5.19
日本日经225	56,942	-1.21	13.12
澳洲ASX200	8,918	-1.39	2.33
台湾加权	33,606	0.00	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	51,495	-2.46	5.24
恒生工商业	14,097	-1.44	1.58
恒生地产	21,093	-0.79	20.11
恒生公用事业	41,208	-0.07	8.37

资料来源: 彭博

■ 美国经济 - 通胀延续放缓

由于能源价格大幅下跌，美国1月CPI延续放缓并低于市场预期。核心CPI环比回升：核心商品环比持平，二手车价格显著下跌对冲了关税传导带来的部分商品价格回升；核心服务反弹，除住房外核心服务通胀显著上涨，主要由出行相关服务价格上行驱动。住房通胀增速延续放缓，近6个月年化增速已低于疫情前。

尽管关税传导和除房租外服务业粘性仍存，但鉴于领先指标市场租金的走势，住房CPI回落可能贯穿至2026年末，显著降低服务业通胀及整体CPI大幅反弹的尾部风险。在此背景下，美联储将拥有更充裕的政策窗口，以评估劳动力市场韧性及2025年降息周期的滞后效应，预计鲍威尔在剩余任期内联储将按兵不动。数据发布后，市场鸽派情绪升温。全年降息预期上升6个基点至64个基点，10年期美债收益率下行5个基点至4.05%，美元指数回落约0.2%。（[链接](#)）

行业点评

■ 资本品 - 1月份非土方机械销售增长强劲

中国工程机械工业协会发布了1月份工程机械销售的完整数据。与上周公布强劲的土方机械销售数据类似（部分原因是去年春节较早因此基数较低），1月份汽车起重机和履带起重机的销量大幅增长（同比增长29%/73%），我们认为这主要得益于电力建设项目的拉动。此外，叉车和高空作业平台的销量在1月份也实现了强劲增长（同比增长51%/29%）。强劲的数据进一步巩固了我们对行业的积极看法，驱动因素包括国内设备的更新换代周期、大宗商品价格上涨带动全球矿业资本支出增长从而拉动矿山机械，以及中国机械企业在新兴市场的持续渗透。我们维持对中联重科（1157 HK / 000157 CH）、三一重工（6031 HK / 600031 CH）、恒立液压（601100 CH）和三一国际（631 HK）的“买入”评级。（[链接](#)）

公司点评

■ Coinbase (COIN US, 买入, 目标价: 270.0 美元) - 4Q25 业绩: 加密市场情绪整体转弱, 公司应对短期压力

Coinbase发布4Q25业绩：总营收同比下降22%、环比下降5%至17.8亿美元，基本符合一致预期；调整后EBITDA同比下降56%、环比下降29%至5.66亿美元，低于一致预期的6.55亿美元。受近期加密市场回调影响，1Q26E指引亦弱于预期：1) 1Q26E订阅及服务收入5.5–6.3亿美元（同比下降10%–21%），主要因利率与加密资产价格走低；2) 年初至2月10日交易收入4.2亿美元。考虑市场情绪偏弱及利率环境下行，我们下调FY26–27E总营收预测5%–12%。此外，受市场回调导致板块估值下移影响，我们将SOTP估值目标价下调至270.0美元，对应22x调整后EBITDA（前值：410.0美元，对应29x调整后EBITDA）。尽管如此，我们仍看好Coinbase“万物交易所”的长期愿景，随着市场情绪回暖，估值有望修复。

维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 禾赛 (HSAI US, 买入, 目标价: 31.30 美元) - 结构性增长逻辑不变

我们重申对禾赛集团的积极观点。根据高工智能汽车(GGII)数据，禾赛2025年保持行业领先地位，在中国乘用车前装主激光雷达领域以40.94%市

占率位居第一。我们仍看好禾赛将受益于激光雷达需求的持续提升。我们认为，机器人及工业市场更多应用场景将长期推动禾赛潜在可渗透市场空间进一步扩大。我们将目标价上调至每 ADS 31.3 美元，基于 7.5 倍 2026E PS (前值：5.3 倍)，对应一年远期均值市销率均值加一个标准差。我们认为行业 L3 智驾方案渗透率提升将有望推动行业进入“多雷达”感知时代，进而提升单车激光雷达价值量。我们预计禾赛 2024–2027 年营收/non-GAAP 净利润 CAGR 分别为 43%/318%。维持“买入”评级。([链接](#))

■ **华虹半导体 (1347 HK, 持有, 目标价: 80 港元) - 产品结构与产能规模持续改善, 但估值略高**

华虹半导体公布 4Q25/FY25 业绩。4Q25 收入同比增长 22.4%、环比增长 3.9% 至 6.60 亿美元，创单季新高，主要由高产能利用率及强劲出货带动。毛利率为 13.0%，较 3Q 的 13.5% 略有回落，但符合管理层指引。4Q 净利润为 1,700 万美元，受人工成本上升影响，环比下降 53.4%。FY25 收入同比增长 20% 至 24 亿美元（符合我们预测及彭博一致预期），毛利率为 11.8%，同样符合预期，但部分被较高折旧所抵消。展望未来，管理层指引 1Q26 收入为 6.50–6.60 亿美元，毛利率 13–15%。尽管我们认为公司在 2025 年维持高产能利用率并加快 12 英寸产品结构升级方面执行力稳健，但当前股价估值已偏高，维持持有评级，目标价调整至 80 港元（对应 2.9x 2026E P/B）。([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之分析员，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有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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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编制的报告。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。