

每日投资策略

全球市场观察、宏观经济及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上周五（2 月 14 日）大涨，市场传高层将召集互联网、科技与制造龙头民企召开类似 2018 年座谈会，市场情绪大振，港股医疗保健、资讯科技与可选消费板块涨幅超 5%，A 股医疗保健、通讯服务与信息技术涨幅居前。周末微信接入 DeepSeek 的利好消息发布，可能进一步支持中国股票重估进程。未来关注两大趋势，一是外资对中国股市看法转向正面但仓位仍低，内资资金成本降至历史低位，未来仍有增量资金流入空间；二是硬件科技、软件、互联网与医疗等板块先后大涨，其他板块将逐步跟上，形成板块轮动之势。
- 美股上周五涨跌互现，信息技术、通讯服务和金融板块上涨，必选消费、医疗保健和公用事业板块下跌。美国 1 月零售销售环比下降 0.9% 低于预期，显示商品消费降温，有助于降低通胀再次反弹压力。1 月工业产出环比增长 0.5% 高于预期，但占四分之三的制造业环比下降 0.1% 低于预期。经济数据走弱带动美债收益率和美元指数回落。特朗普称可能在 4 月 2 日对汽车进口加征关税。但市场对特朗普频繁关税威胁产生疲劳感，部分投资者认为更多是一种谈判策略，全球股市不为所动，非美股票跑赢美股，美元指数回落。
- 欧元上涨，俄乌和平曙光初现、特朗普关税推迟至 4 月、欧股跑赢美股和中国股市大涨均提振欧元。日元反弹，日本去年 4 季度 GDP 环比增长 0.7% 好于预期，平减指数环比涨 1.3% 显示再通胀延续，市场对日本央行加息时点预期可能提前。CFTC 数据显示最近一周美债多头增加、久期空头减少，日元多头增加，美元多头减少，VIX 空仓增加。
- 油价上周五先涨后跌。美国财长贝森特称希望减少伊朗石油出口 90% 以上，如果特朗普要求他将升级对俄能源制裁，油价将会上涨。但随后乌克兰总统表示将与美国制定计划后与俄总统会面，俄乌和平前景推动油价回落。随着欧美在俄乌问题展开博弈和特朗普新关税威胁若隐若现，油价短期可能呈现波动状态。全年来看，特朗普能源政策将小幅增加能源供应，关税和移民政策将削弱全球增长前景与能源需求，油价可能小幅下降。

宏观经济

■ 中国经济 - 信贷需求逐渐复苏

1 月社会融资规模 and 新增人民币贷款增速均好于市场预期，显示信贷需求逐渐复苏。政府债券发行依然强劲，企业信贷需求小幅改善。去年 4 季度以来，三大先行指标包括股市、信贷和一二线城市均开始改善，预示 2025 年中国经济可能出现短期复苏。未来中国货币政策将保持宽松，以进一步支持国内经济复苏和对冲特朗普 2.0 冲击。2025 年中国可能下调存款准备金率 50 个基点，下调 LPR 20-

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	22,620	3.69	32.69
恒生国企	8,331	4.11	44.43
恒生科技	5,526	5.56	46.81
上证综指	3,347	0.43	12.50
深证综指	2,033	0.75	10.64
深圳创业板	2,215	1.80	17.13
美国道琼斯	44,546	-0.37	18.19
美国标普 500	6,115	-0.01	28.19
美国纳斯达克	20,027	0.41	33.41
德国 DAX	22,513	-0.44	34.40
法国 CAC	8,179	0.18	8.42
英国富时 100	8,732	-0.37	12.92
日本日经 225	39,149	-0.79	16.99
澳洲 ASX 200	8,556	0.19	12.71
台湾加权	23,153	-1.05	29.12

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	37,580	1.62	26.01
恒生工商业	13,221	5.05	43.18
恒生地产	15,315	1.70	-16.44
恒生公用事业	38,876	-0.08	3.05

资料来源: 彭博

30 个基点。社融存量和人民币贷款增速可能从去年底的 8% 和 7.6% 分别增长至今年底的 8.2% 和 7.7%。 ([链接](#))

公司点评

■ Coinbase (COIN US; 买入; 目标价: 352.0 美元): 4Q24 业绩强劲; 有利的监管环境支持长期增长

Coinbase 公布好于预期的 4Q24 业绩: 总营收同比增长 138%, 环比增长 88% 至 22.7 亿美元, 较一致预期高 21%, 主因美国监管环境改善下加密货币交易量强劲增长; 调整后 EBITDA 同比增长 298% 达 12.9 亿美元, 较一致预期高 40%, 主要得益于良好的运营杠杆效应。展望 1Q25, 公司年初至 2 月 11 日期间产生约 7.5 亿美元交易收入 (日均交易收入约 1,800 万美元 vs 4Q24 日均约 1,700 万美元); 管理层指引 1Q25 订阅及服务收入为 6.85 亿-7.65 亿美元 (同比增长 34%-50%/环比增长 7%-19%)。1Q25 整体加密货币市场及公司平台上加密货币交易量均维持强劲势头。考虑到监管环境改善持续支撑加密货币市场情绪, 并为公司创造新的商业化机会, 我们将 FY25-26 总营收预测上调 24%-27%。我们基于 SOTP 的目标价上调至 352.0 美元 (前值: 250.0 美元)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 派拓网络 (PANW US; 买入; 目标价: 230.3 美元): 稳健的季度业绩伴随强化的前景展望

派拓网络公布了 2QFY25 (财年截至 7 月) 业绩: 总收入同比增长 14.3% 达 22.6 亿美元, 较彭博一致预期高 1%; Non-GAAP 净利润为 5.66 亿美元, 同比增长 12%, 较市场预期高出 4%, 主要得益于销售费用优化幅度超预期以及规模效应的不断增强。我们持续看好公司作为生成式 AI 时代的主要受益者之一, 随着 AI 相关部署规模的扩大, 安全需求将大幅增长。基于优于预期的收入增长与规模效应, 我们将 FY25-27E 财年的收入/non-GAAP 净利润预测分别上调 0-2%/1-3%。考虑到股本基数的小幅调整, 我们将目标价略微下调至 230.3 美元 (原为 232.2 美元), 基于不变的 16.0x 的 EV/sales。维持“买入”评级。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.14	19.00	11%	10.4	13.9	1.7	19.3	3.0%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	16.66	16.00	-4%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.43	6.80	25%	11.3	10.1	0.8	6.9	6.4%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.58	19.60	56%	6.8	6.3	1.0	18.3	9.6%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	30.20	33.80	12%	26.0	19.6	0.8	26.6	0.0%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	88.15	126.68	44%	19.2	17.9	3.8	23.3	2.9%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	372.60	484.83	30%	132.1	121.0	22.1	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	85.25	133.86	57%	22.3	N/A	6.2	31.8	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.70	18.84	61%	17.5	N/A	2.2	16.3	4.2%
百济神州	ONC US	医疗	买入	230.86	282.71	22%	N/A	471.1	9.3	N/A	0.0%
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	135.19	162.81	20%	85.0	54.5	5.5	7.8	0.2%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.80	35.50	43%	5.6	6.3	0.8	16.2	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.44	14.00	4%	9.3	8.9	1.1	13.1	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	474.80	525.00	11%	20.7	19.0	4.3	N/A	1.0%
网易	NTES US	互联网	买入	103.50	125.50	21%	2.1	1.9	0.5	21.5	13.6%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	124.73	132.20	6%	2.0	1.7	0.3	11.2	4.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.76	6.13	63%	16.3	13.9	1.4	9.7	4.5%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.74	4.79	28%	149.6	85.0	9.6	7.1	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	44.70	N/A	N/A	159.6	178.8	5.6	11.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	58.85	48.7	-17%	29.9	21.9	3.8	14.7	1.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	107.43	186.00	73%	22.3	15.5	6.1	31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	417.90	426.00	2%	38.3	29.4	7.4	21.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件&IT 服务	买入	15.00	10.8	-28%	N/A	217.4	5.9	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 2 月 14 日）

注：小米集团(1810 HK)的目标价仍在审视中

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。