

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 特朗普提名沃什为美联储下任主席，投资者根据其过往言论贴上鹰派标签。全球市场呈现美元上涨、一切皆跌状态，近期暴涨的白银、黄金、基本金属领跌，延续走弱的比特币进一步下跌，股市中原材料与科技板块跌幅居前。市场预期沃什支持缩表+降息的观点推动国债收益率曲线陡峭化。
- 中国股市回调，原材料、综合与信息科技领跌，工业、公用事业与电讯跑赢，南向资金净买入 32.22 亿港元，石药、小米与阿里巴巴净买入居前，紫金矿业、中移动与中海油净卖出最多。A 股有色金属、钢铁与食品饮料跌幅最大，通信、电子与农林牧渔上涨。美元/人民币反弹。腾讯推出元宝 10 亿红包启动 AI 入口战。全球 AI 算力建设热潮推动变压器供应趋紧，国内产能利用率接近上限，海外订单已排至 2027 年，交付周期延长。
- 习近平总书记在《求是》杂志文章中指出，建设金融强国一要拥有强大货币，在国际贸易投资和外汇市场广泛使用，具有全球储备货币地位，二要拥有强大的中央银行，有能力做好货币政策调控和宏观审慎管理、及时有效防范化解系统性风险。
- 美股回调，材料、信息技术与工业领跌，必选消费、医疗保健与能源上涨。存储芯片涨势延续，闪迪大涨。根据路透社引述消息指，SpaceX 去年收入 150-160 亿美元，折旧摊销及息税前利润约 80 亿元，IPO 估值超过 1.5 万亿美元。特朗普提名沃什出任美联储主席，美国 PPI 通胀意外抬头，市场担心美联储新主席更加鹰派。沃什曾是知名的抗通胀鹰派，主张央行缩表，但去年以来转向呼吁降息，假设前提是 AI 生产力繁荣将带来去通胀效应。
- 10 年美债收益率小幅上升，市场预期如果沃什支持“缩表+降息”，那么将推动收益率曲线陡峭化。贵金属大跌后今日早盘大幅低开，之后跌幅收窄。CME 再上调金银交易保证金，黄金保证金率从 6% 升至 8%，白银从 11% 升至 15%，今日收盘后生效。原油下跌，地缘风险下降，特朗普称美伊正在谈判，而格陵兰岛问题谈判即将达成一致。受散户需求低迷、ETF 外流及监管放松延迟影响，加密货币延续下跌。

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	27,968	0.51	9.12
恒生国企	9,553	0.42	7.17
恒生科技	5,841	-1.00	5.89
上证综指	4,158	0.16	4.77
深证综指	2,705	-0.49	6.87
深圳创业板	3,305	-0.57	3.16
美国道琼斯	49,072	0.11	2.10
美国标普 500	6,969	-0.13	1.80
美国纳斯达克	23,685	-0.72	1.91
德国 DAX	24,309	-2.07	-0.74
法国 CAC	8,071	0.06	-0.96
英国富时 100	10,172	0.17	2.42
日本日经 225	53,376	0.03	6.03
澳洲 ASX 200	8,928	-0.07	2.45
台湾加权	32,536	-0.82	12.34

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	53,818	1.22	9.98
恒生工商业	15,022	0.03	8.24
恒生地产	20,633	1.76	17.49
恒生公用事	40,667	0.48	6.95

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济-PMI 显示需求走弱

尽管今年春节更晚，但制造业 PMI 在 12 月短暂反弹后于 1 月回落至收缩区间，显示更弱于往来的季节性。新订单指数再次收缩，出口订单进一步下降，显示需求走弱。但通缩压力持续缓解，原材料采购价格和出厂价格均出现扩张，预示 PPI 同比增速可能比预期更早转正。服务业 PMI 继续收缩，建筑业 PMI 回落，推动固定资产投资止跌回稳的压力日益增大。

我们预计，国内外需求疲软将导致增长势头放缓，政策部门可能在“两会”前后开启新一轮政策宽松，包括通过降低房贷利率和加大收储来稳定房地产市场，通过增加对家庭财政补贴和加强社会保障来提振消费。我们预计 2026 年第一季度 RRR 将下调 50 个基点，LPR 将下调 10 个基点，第三季度 LPR 将再次下调 10 个基点，而 2026 年广义财政赤字预计将维持在 8.5% 的水平。预计 2026 年全年 GDP 增速可能从 2025 年的 5% 下降至 4.6%。 ([链接](#))

行业点评

■ 科技行业 - 苹果 FY1Q26 业绩及指引超预期；虽面临内存成本压力但仍看好 iPhone 周期和与谷歌 AI 合作

苹果公司上周五公布的 FY1Q26 业绩表现以及下季度指引超预期，FY1Q26 收入同比增长 16%，超出市场预期 4%，这主要得益于强劲的 iPhone 销售以及中国市场的复苏及中国市场复苏（同比增长 38%）。同时，受益于产品组合优化和规模效应，毛利率进一步提升至 48.2%。展望 FY2Q26E，管理层给出了以下指引：1) 收入预计同比增长 13-16%，尽管 iPhone 供应受限；2) 服务收入将以与 4Q25 相似的双位数速度增长（同比增长 14%）；3) 毛利率保持强劲，预计为 48-49%，高于市场预期的 47.6%。展望 2026 年，考虑到 iPhone 折叠机/18 系列更新换代、高端市场份额增长以及与谷歌 AI 合作，我们预计强劲的 iPhone 周期和价格周期将延续。此外，我们认为凭借苹果供应链影响力和强大的定价能力，苹果相比同行业更能应对内存成本压力。个股方面，我们看好在苹果新产品周期（苹果折叠机/智能家居/AI 眼镜）中创造价值量提升或份额提升机会的公司，例如立讯精密、瑞声科技、鸿腾精密和比亚迪电子。 ([链接](#))

公司点评

■ Thermo Fisher (TMO US, 买入, 目标价: 670 美元) - 4Q25 业绩：医药行业客户需求助力业绩增长

Thermo Fisher 公布了强劲的 4Q25 业绩，收入同比增长 7.2%（年内最高季度增速），经调整 EPS 同比增长 7.7%，分别比一致预期高 2.2% 和 1.9%。业绩增长由生物工艺、研究/安全市场渠道、分析设备和 CDMO 业务共同驱动。管理层首次给予 26 年全年业绩指引，预计收入同比增长 3.9% 至 5.9%，经调整 EPS 同比增长 5.9% 至 8.4%。管理层重申 3% 至 6% 的长期内生收入增速目标。

医药客户需求稳步复苏。药企和 Biotech 终端是 Thermo Fisher 在 25 年需求最旺盛的客户群体，25 年实现中单位数增长，其中 4Q25 增速达高单位数。2026 年初，Thermo Fisher 与客户沟通反馈显示，大型药企对处理好与政府关系充满信心。更重要的是，Biotech 融资已开始恢复，客户反馈异常积极，尽管融资到研发投入传导需约 6 个月，但 Biotech 需求增加将成为驱动未来

业绩增长的核心动力。虽然设备需求仍将受到美国政府和学术机构研发经费限制的影响，但医药行业客户对于创新型设备的需求保持强劲势头。

收并购强化核心能力，提升盈利预期。2025 年，Thermo Fisher 完成了对 Solvntum 的分离纯化业务（对价 40 亿美元）、赛诺菲位于新泽西的无菌灌装工厂的收购，并宣布将收购临床数据服务商 Clario（对价 89 亿美元）。这些收并购不仅增强了公司在生物工艺领域的全球领先实力，还扩展了其在美国境内的药物生产能力，将有利于公司承接当下地缘政治环境下增长的美国境内生产药物的需求。随着这些收购的整合效应逐渐显现，管理层预计公司的整体经调整 EPS 有望增长 7-9%。

一站式服务能力进一步提升。Thermo Fisher 在全球生命科学上游的强劲竞争力有效支持公司的 CDMO 和临床 CRO 业务发展。CDMO 业务在 25 年强劲增长，受益于在全球无菌灌装产能的紧缺。通过收购赛诺菲的新泽西工厂，公司有望获得更多来自美国境内生产的订单，助力 CDMO 业务在此后几年将加速增长。临床 CRO 业务逐季度改善，其中 4Q25 中单位数增长，客户订单增速快于收入增速。整合了 CDMO 和临床 CRO 的 Accelerator 业务可有效提升客户项目的执行效率、缩短药物上市时间，目前此组合业务形成的差异化能力正在为临床 CRO 和 CDMO 业务带来有意义的订单。

维持买入评级，上调目标价至 670 美元，以反映我们积极的需求展望。我们预计公司在 2026E/ 27E/ 28E 收入同比增长 5.1%/ 6.5%/ 6.7%，经调整 EPS 同比增长 7.4%/ 8.9%/ 9.4%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 23.6x/ 21.6x/ 19.8x。（[链接](#)）

■ 正力新能（3677 HK，买入，目标价：18 港元）- 客户结构改善叠加电池涨价，盈利可见度提升

2H25E 业绩前瞻 - 收入或超预期：考虑到丰田 bZ3X 纯电车型及智己 LS6 增程车型销量超预期，我们将正力 2025 年电池销量预测从 18.4GWh 上调至 19.6GWh。受益于广汽丰田和上汽通用收入占比提升带来的产品组合优化，我们预计正力下半年平均售价将从上半年的 0.41 元/Wh 升至 0.43 元/Wh，毛利率有望环比提升 0.2 个百分点至 18.1%。叠加新中源合资公司稳定利润贡献，我们预计 2025 年净利润将同比增长 550%至 5.91 亿元（2H25 为 3.7 亿元）。

2026 年展望：近期大众 ID. ERA 9X 增程、零跑 A10 纯电及红旗 HQ9 插混等进入工信部目录的新车型均选用正力作为电池供应商，后续还会有更多车型的渗透，尤其是丰田、大众和上汽的新车型，也验证了我们之前对于正力巩固已有客户并加速进入优质新客户的判断。我们维持正力 2026 年 30GWh 销量预测（同比增长 53%）。鉴于客户结构优化及潜在电池涨价，我们将 2026 年收入预测上调 8%至 146 亿元，毛利率预期提升 0.5 个百分点至 18.5%，净利润预测相应上调 4%至 13.6 亿元。

估值：维持买入评级，目标价 18 港元，仍基于 22x FY27E P/E。（[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。