

# 每日投资策略

## 宏观及公司点评

### 全球市场观察

- 周二中国股市大幅反弹，创业板大涨 3.04%，结构上算力硬件包括 CPO、PCB、光通信和半导体等领涨，油气、煤炭等前一日强势方向回调。恒生科技上涨 2.40%，成交额大幅放量至 3,309 亿港元。“龙虾热”（OpenClaw）推动信息技术板块领涨，大模型标的受到资金追捧。宏观方面，海关总署公布前 2 个月以美元计货物贸易出口同比增长 21.8%，录得 2,136 亿美元的巨额贸易顺差。人民币汇率受到支撑，从 6.89 升值至 6.87。
- 标普 500 收跌约 0.2%，纳指基本持平。特朗普暗示美伊战事可能“很快结束”一度推升指数，但随后白宫澄清尚未在霍尔木兹海峡实施海军护航，且五角大楼宣布正在加强打击强度，矛盾的信号令市场重回震荡，近期“油价—股市”负相关在短线被放大。半导体板块表现活跃，反映算力基建领域的配置确定性。
- 美债收益率高位回落，美元指数冲高回落。10 年期美债收益率从 4.20% 上方的阶段性高点回落至 4.10% 附近，主因油价大幅跳水削弱了短期通胀溢价。美元指数在创下三个月新高后转跌，反映出避险资金正从防御性货币向亚太风险资产回流。
- 风险偏好回升推动全球股市反弹。日本股市周二收涨 2.82%，主要受益于油价回落缓解滞胀担忧，和日本四季度 GDP 上修至 0.3% 展现的经济韧性。半导体设备股领涨。欧洲市场明显反弹，斯托克 600 指数收涨 1.7%，银行、工业与旅行板块领涨。
- 大宗商品价格普遍下行。国际油价经历疫情以来最大单日跌幅之一，WTI 原油周二重挫约 6.7% 至 88 美元/桶附近，主要受 G7 协调释储预期及停火言论打击。现货黄金遭遇获利了结，一度跌至 5,100 美元附近，金银市场极端看涨情绪有所降温。加密货币市场表现坚挺，比特币站稳 70,000 美元关口。

### 宏观点评

- **中国经济 - 出口韧性**  
2026 年前 2 月，以美元计中国出口显著增长 21.8%，主要得益于今年春节时间较晚、基数较低以及全球半导体行业上行周期等提振。对美出口跌幅自 2025 年第二季度以来首次显著收窄。进口大幅反弹，主要受人工智能相关需求，包括铜基材料和集成电路等进口增长的推动。

在人工智能投资上行周期以及中国制造业成本优势的支撑下，我们预计中国商品出口在 2026 年将保持韧性。然而外部环境疲软，例如能源价格上涨可能削弱实际购买力并增加运输成本，可能会抑制出口增长势头。展望未来，我们预计中国商品出口增速可能从 2025 年的 5.2% 小幅放缓至 2026 年的 4%，而进口增速可能从 -0.5% 反弹至 2%。美元兑人民币汇率可能升值至 6 月的 6.8，随后在下半年贬值至 6.9。 ([链接](#))

### 招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

#### 全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,960	2.17	1.29
恒生国企	8,710	1.50	-2.28
恒生科技	5,061	2.40	-8.26
上证综指	4,123	0.65	3.89
深证综指	2,730	1.84	7.86
深圳创业板	3,306	3.04	3.21
美国道琼斯	47,707	-0.07	-0.74
美国标普 500	6,781	-0.21	-0.94
美国纳斯达克	22,697	0.01	-2.34
德国 DAX	23,969	2.39	-2.13
法国 CAC	8,057	1.79	-1.13
英国富时 100	10,412	1.59	4.84
日本日经 225	54,248	2.88	7.77
澳洲 ASX 200	8,693	1.09	-0.25
台湾加权	32,772	2.06	13.15

资料来源: 彭博

#### 港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	51,205	2.34	4.64
恒生工商业	13,588	2.21	-2.09
恒生地产	21,140	0.98	20.37
恒生公用事	40,902	1.07	7.56

资料来源: 彭博

## 公司点评

### ■ 蔚来 (NIO US/9866 HK, 持有, 目标价: 6 美元/47 港元) - 4Q25 控费优于预期, 26 年挑战犹存

4Q25 研发及销管费用显著低于预期: 蔚来 4Q25 收入同比增长 76% 至 347 亿元, 毛利率环比上升 3.6 个百分点至 17.5%, 与我们的预期一致。4Q25 实现 non-GAAP 经营利润 12.5 亿元, 高于此前 8-12 亿元的盈利预告。研发和销管费用分别较我们预期低约 5 亿元和 16 亿元, 这是业绩超预期的主因。蔚来 4Q25 首次实现季度净利润 1.22 亿元。

2026 年仍面临市场竞争、AI 竞赛及零部件价格波动的挑战: 我们认为管理层将扭亏为盈列为 4Q25 的最高优先级, 或导致其 4Q25 极低的研发及销管费用不可持续。我们略微下调 2026 年销量预测 1 万台至 46 万台 (仍符合公司 40-50% 增长指引), 主要因为乐道 L90 销量骤降。管理层指引 1Q26 整车毛利率将环比持平, 我们认为主要得益于 ES8 的贡献, 而蔚来历史上新车型销量波动剧烈的情况也可能导致之后的毛利率充满不确定性。

盈利预测和估值: 基于今年 46 万台的销量假设以及其中五款大车占比 60%, 我们预测 2026 年毛利率将提升至 16.3%, 净亏损收窄至 38 亿元。我们认可蔚来品牌价值构建的竞争优势 (如去年 ES8 换代降价后边际销量显著提升), 但品牌的建设需要成本: 比如管理层提及换电技术可解决电池与车辆寿命错配问题, 但这也是以牺牲公司利润为代价的, 我们认为这也导致蔚来的总体盈利能力低于大部分同行。维持“持有”评级, 将美股/港股目标价微调至 6 美元/47 港元 (前值: 6.4 美元/50 港元), 仍基于 0.8x FY26E P/S。 ([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上责任。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的研究报告。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。