

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 周五（2月21日）中国股市延续大涨。恒生科技涨幅达到6.5%，可选消费、资讯科技与医疗保健领涨，能源、原材料与必选消费下跌。A股信息技术、通讯服务与工业领涨，公用事业、能源与地产下跌。受美股下跌拖累，中概股高开低走、涨幅收窄。人民币下跌。特朗普发布美国优先投资政策备忘录，将限制中国对美战略领域（技术、关键基础设施、医疗保健、农业、能源、原材料等）投资，限制美国对华敏感领域（半导体、人工智能、量子、生物技术、航空航天、军民融合相关）投资。该政策备忘录可能短期内削弱中国市场信心，加快投资者对前期涨幅较大板块获利了结，促使中国加大提振内需和加快科技自主创新，不改中国经济年内改善势头。
- 欧股收涨，必选消费、医疗保健和原材料上涨，能源、工业与信息技术下跌。更低利率、更低估值、俄乌和平前景改善和中国股市大涨支撑欧股跑赢美股。欧债收益率小幅回落，欧元与英镑下跌。欧洲2月制造业PMI好于预期，但服务业PMI低于预期，其中法国服务业PMI加速萎缩创2023年以来新低。市场价格显示对欧央行年内进一步降息幅度预期升至80个基点。英国2月PMI好于预期，1月零售销售同比增长1.7%表现亮眼，远超预期的0.3%和前置-0.6%，缓解了英镑下跌势头。
- 美股下跌，可选消费、信息技术与工业领跌，必选消费等防御性板块收涨，纳指跌超2%，道指抹去特朗普上任以来涨幅。美国经济数据显示滞胀风险隐现，2月服务业PMI意外进入收缩区间创两年最低，2月密西根大学消费者信心指数和1月成屋销量降幅均超预期，但消费者长期通胀预期大幅升至3.5%创1995年以来新高，消费者担心特朗普新关税将推升通胀。市场避险情绪升温，VIX上升，投资者对美联储降息预期有所上升，美债收益率降至两周新低，美元指数先跌后升。特朗普上任点燃的动物精神已经消退，投资者日益担心关税增加、移民减少、政府支出削减和内外冲突增加可能推升通胀与经济不确定性。高利率、高估值和不确定性将令美股波动性上升，并对经济产生一定紧缩效应。预计美联储上半年可能延续暂停降息，9月或12月再次降息1次。
- 日元小幅上涨，日本1月CPI同比增长4%略高于预期提振日元与日债收益率，日本央行行长称长期国债收益率可能上升过快，未来如果出现异常上升将通过购买国债熨平波动。油价下跌，因市场预期美国经济可能放缓。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	23,478	3.99	37.72
恒生国企	8,667	4.14	50.24
恒生科技	5,859	6.53	55.65
上证综指	3,379	0.85	13.59
深证综指	2,089	1.56	13.66
深圳创业板	2,282	2.51	20.63
美国道琼斯	43,428	-1.69	15.23
美国标普 500	6,013	-1.71	26.07
美国纳斯达克	19,524	-2.20	30.06
德国 DAX	22,288	-0.12	33.05
法国 CAC	8,155	0.39	8.10
英国富时 100	8,659	-0.04	11.98
日本日经 225	38,777	0.26	15.88
澳洲 ASX 200	8,296	-0.32	9.29
台湾加权	23,730	1.03	32.34

资料来源：彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	38,244	1.68	28.24
恒生工商业	13,903	5.52	50.57
恒生地产	15,252	0.46	-16.78
恒生公用事业	34,172	-0.02	3.95

资料来源：彭博

行业点评

■ 半导体 - 主题投资与大趋势：阿里巴巴宣布增加资本支出，利好国内 AI 基础设施供应商

阿里巴巴发布 2025 财年三季度财报，并宣布未来三年的资本支出将大幅上升，预计总额将超越公司过去十年累计资本支出，根据我们的计算，预计 2026-2028 年间每年将达到约人民币 1200 亿元。我们认为，中国的云厂商正加快在算力基础设施上的资本支出，以追赶海外云服务提供商（如亚马逊、Meta、微软和谷歌）的投资步伐。我们相信，阿里巴巴增加资本支出的计划将对国内 AI 基础设施供应链相关公司产生积极影响，例如中际旭创（300308 CH，买入，目标价：186 元人民币）和生益科技（600183 CH，买入，目标价：34.5 元人民币），它们为数据中心建设提供关键组件（例如，高速光模块、超低损耗 CCL）。

海外云服务提供商 2024 年共计投入超过 2280 亿美元（同比增长 54.2%）的资本支出，预计 2025 年将增长 30%。根据彭博数据及一致预期，2024 年亚马逊、谷歌、微软和 Meta 的资本支出分别增长了 57.4%/62.9%/57.8%/33.6%，预计 2025 年将进一步增长 30%（相较此前预期的 18% 增幅有所上调）。值得注意的是，它们的资本支出占收入比率在 2024 年上升至 16.6%（较 2023 年的 11.9% 有所上升），预计 2025 年将达到 19.5%。在这四家云服务提供商中，谷歌的 AI 投资计划最为雄心勃勃，2025 财年的资本支出计划为 750 亿美元（相比 2024 财年的 530 亿美元），超出市场预期 27%。其云部门 2024 年销售额增长了 30.6%。亚马逊和微软的云部门销售额在 2024 年分别增长了 18.5% 和 22%。（[链接](#)）

■ 中国医药 - 药品价格政策有望优化，医疗 AI 加速商业化落地

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 11.5%，跑输 MSCI 中国指数 1.2%。受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及海外降息预期，医药行业有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将覆盖获得更好的支付环境。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利复苏。

药品价格政策有望优化，创新药迎来更大机遇。近日，网络流传《关于完善药品价格形成机制的意见》（征求意见稿）的文件，引起市场较大关注。鉴于近期集采药品质量的舆情，我们认为未来药品价格政策有望趋向温和，助力医药企业的盈利复苏。

医疗 AI 加速商业化落地。当前，AI 在医疗影像、药物研发、智能诊疗、健康管理领域的深入应用，将为行业带来降本增效及医疗资源优化的深远影响。我们建议关注具备技术壁垒、商业模式清晰的企业，如讯飞医疗科技（具备医疗基座大模型能力，广泛落地于基层医疗机构、医院等场景，赋能医生、医院、政府机构）、医脉通（基于 AI 驱动的医学知识数据库，为医生提供信息支持和效率工具）、联影医疗（发挥与联影智能的协同作用，AI 赋能各类影像设备，提升设备性能、提升医生诊断效率）等。

看好行业估值修复。推荐买入信达生物（1801 HK）、百济神州（ONC US）、三生制药（1530 HK）、联影医疗（688271 CH）、巨子生物（2367 HK）、药明康德（2359 HK, 603259 CH）、科伦博泰（6990 HK）。（[链接](#)）

公司点评

■ 网易云音乐 (9899 HK, 买入, 目标价: 202.5 港元) - 更好的用户体验、商业化能力及盈利水平

网易云音乐公布 FY24 业绩: FY24 公司总收入同比增长 1% 至 79.5 亿元, 符合彭博一致预期; FY24 经调整净利润同比增长 108% 至 17.0 亿元, 较一致预期高 20%, 主要得益于在线音乐业务盈利能力的提升以及有效的运营支出控制。展望 FY25, 公司将继续专注于提升用户体验, 以释放长期增长潜力。考虑到公司严格的费用控制以及毛利率的稳步提升, 我们将 FY25-26 盈利预测上调 8%-13%。鉴于公司盈利可见性提升, 我们将估值方法由 DCF 改为 PE 估值。我们给予目标价 202.5 港元, 基于 21 倍 FY25 PE (前值: 115.0 港元)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 友邦保险 (1299 HK, 买入, 目标价: 94.0 港元) - OPAT 重回正增长, 全年新业务价值稳步提升

公司将于 3 月 14 日盘前披露 2024 年全年业绩。我们预计公司全年新业务价值 (VONB) 有望同比增长 20% (固定汇率) /18% (实际汇率) 至 47.7 亿美元, 其中 2H24 新业务价值同比+16% (固定汇率), 4Q24 新业务价值同比增长 14% (固定汇率), 较 3Q24 同比增长 16% 而言略有放缓。分市场来看, 我们预计中国香港、中国内地和其他市场的新业务价值有望实现双位数增长, 而东南亚市场中泰国和新加坡的新业务价值增速放缓, 主要受上一年同期高基数和医疗险重定价的影响, 导致承保需求下滑, 预计 2H24 两地新业务价值增速为中高单位数。友邦香港和友邦中国 FY24/2H24 新业务价值预计同比+24%/+24% (固定汇率) 和+21%/+19% (固定汇率); 其他市场受印度 (TATA AIA Life, 集团持股 49%) 和越南市场需求回暖, 预计 FY24/2H24 新业务价值同比+11%/+21%。

集团 OPAT 预计同比增长 7% 至 66 亿美元 (FY23: -3.2%), 重回正增长轨道。合同服务边际释放 (CSM release) 有望同比+7.2%, 带动保险服务业绩同比提升 10%。投资业绩方面, 2H24 主要营运市场的股指表现较 1H24 更优, 中国沪深 300 指数/香港恒生指数/新加坡 STI 指数/泰国 SET 指数 2H24 同比升 14%/14%/13%/8% (对比 1H24: +1%/+3%+4%/-9%), 带动权益投资收益上行。债券收益率方面, 2H24 主要营运市场 10 年期国债收益率下滑, 利好公司债券投资的公允价值提升。2024 年每股股息预计同比+11% 至 0.23 美元, 全年派息率近 39%。

公司管理层持续重视提升股东回报。我们预计 FY24 总股东回报率有望接近 8%, 其中股息率 3.1%, 回购对应的股东回报率~5%。2 月 12 日, 公司公告已完成 120 亿美元的回购计划, 对应回购 14.09 亿股。投资者对新一轮股份回购计划的发行金额较为关注, 预计新一轮回购计划将于业绩披露时公布。公司的资本及财务指标保持稳健, 我们预计 FY24 产生的基本自由盈余 (UFSG) 同比+11% 至 67 亿美元, 为股息增长和新一轮回购计划提供充足的资本条件。在基础假设下, 我们预计新一轮回购计划有望延续在未来一年完成 20 亿美元的回购。

估值: 公司目前交易于 FY25E P/EV 1.0 倍, 估值位于历史底部 (3 年/5 年平均值: 1.3 倍/1.5 倍); 未来三年营运 ROE 有望维持在 16% 以上。我们认为随着公司营运利润和新业务价值增长重回正轨, 带动财务指标和集团资本稳

健增长，将利好股东回报的持续提升，推动公司估值修复。维持“买入”评级，目标价 94.0 港元，对应 1.6 倍 FY25E P/EV。 ([链接](#))

■ **联影医疗 (688271 CH, 买入, 目标价: 168.08 元人民币) - 拥抱 AI, 与联影智能深入协同**

联影智能是联影医疗控股股东联影集团旗下的 AI 医疗公司，联影集团持股 24.1%。联影医疗与联影智能深入协同合作，已在全线设备产品中融入 AI 应用，通过高效的诊断辅助和数据处理能力，优化医疗设备的使用体验，并提升影像和放疗设备性能及成像质量。我们认为，依托与联影智能的业务协同，联影医疗正从传统设备制造商转型为智慧影像解决方案提供商。联影医疗将凭借“设备+AI”的领先优势进一步巩固行业龙头地位，构建更强的竞争壁垒。

全栈全谱 AI 布局，多维度赋能医疗场景。联影智能的全栈全谱医学影像 AI 能力贯穿成像、筛查、随访、诊断、治疗的完整 workflow，覆盖 XR、CT、MR、MI 等多模态场景，可对临床、科研和设备进行赋能。截至 2024 年底，联影智能已推出超 100 款医疗 AI 产品，共获得 12 张 NMPA 三类证，21 张 NMPA 二类证，13 款应用获 CE 认证，15 款应用获 FDA 认证，在国内影像 AI 的应用方面，联影智能具备较强的先发优势，其获证数量远超 GPS 等国际同行。

软硬件协同创新，共建“设备+AI”一体化竞争力。联影医疗和联影智能形成了软硬件协同创新优势，引领全球“医疗设备+AI”的技术创新。我们认为，AI 可加强影像设备竞争力与议价能力，“影像诊疗+AI”带来的市场增量将一部分体现在联影医疗的设备收入中。目前，AI 及智能化应用已覆盖联影医疗的全产品线。凭借与联影智能的协同合作，联影医疗已形成“设备+AI”一体化竞争力。在政策驱动设备更新与 AI 应用渗透率提升的背景下，联影医疗的收入有望持续快速增长。

维持“买入”评级，目标价 168.08 元人民币。我们看好联影医疗在“设备+AI”协同的一体化竞争力。随着国内设备招标活动持续复苏，我们预期公司在 2025 年将展现良好业绩修复弹性。基于 9 年的 DCF 模型，给予 168.08 元人民币的目标价 (WACC: 9.0%，永续增长率: 4.1%；前值: 162.81 元人民币)。 ([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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.66	19.00	8%	10.7	14.4	1.8		19.3	2.8%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	18.40	16.00	N/A	N/A	N/A	0.8		N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.66	6.80	20%	11.8	10.5	0.8		6.9	6.1%
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.40	19.60	58%	6.7	6.2	1.0		18.3	9.8%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	84.90	126.68	49%	23.3	18.5	3.7		23.8	3.0%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	28.71	38.51	34%	16.4	13.8	0.6		29.4	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	362.20	484.83	34%	137.2	122.4	21.5		14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	86.30	133.86	55%	22.5	N/A	6.2		31.8	1.5%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	12.02	18.84	57%	17.9	N/A	2.2		16.3	4.1%
百济神州	ONC US	医疗	买入	255.37	282.71	11%	N/A	521.2	8.7		N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	66.60	78.51	18%	18.4	16.5	3.1		16.6	1.5%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.85	35.50	43%	5.4	5.8	0.8		17.1	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.22	14.00	6%	9.2	8.9	1.1		13.1	4.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	508.50	525.00	3%	21.9	20.4	4.5		N/A	0.9%
网易	NTES US	互联网	买入	103.22	125.50	22%	1.9	1.7	0.4		21.6	15.8%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	143.75	157.70	10%	2.2	1.9	0.3		11.8	3.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.87	6.13	58%	16.8	14.3	1.5		9.7	4.3%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	51.65	54.53	6%	49.7	34.9	6.5		12.0	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	3.79	4.79	26%	151.6	86.1	9.8		6.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	57.10	48.66	N/A	28.3	20.0	3.7		14.0	1.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	116.10	186.00	60%	24.1	16.7	6.6		31.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	471.00	426.00	N/A	43.2	33.2	8.4		21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	152.83	176.00	15%	55.6	35.6	7.6		14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	309.80	410.0	32%	30.5	26.9	5.3		10.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 2 月 21 日）

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。