

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，美元降息升温 and 全球科技股反弹提振投资者情绪。港股原材料、可选消费与信息科技领涨，必选消费、电讯与地产建筑跑输，南向资金净买入 111.7 亿港元，阿里巴巴、快手与赣锋锂业净买入居前，中海油、中芯国际与腾讯净卖出最多。A 股硬件设备、媒体娱乐与有色金属涨幅居前，国防军工、交通运输与食品饮料相对落后。因美元贬值，人民币兑美元升破 7.09。
- 阿里巴巴 3Q 营收同比增长 4.8%，云业务收入激增 34%，即时零售大增 60%，4Q 闪购投入显著收缩，千问有望成未来 AI 生活入口。新加坡国家 AI 计划在其最新东南亚语言大模型项目中放弃 Meta 模型转向阿里千问 Qwen 开源架构，显示中国开源 AI 模型在全球影响力上升。国内存储厂商普遍认为存储芯片仍有涨价空间，涨价至少持续至明年年中，在国际存储大厂不断涨价态势下，国内存储厂商将不断跟进。
- 日本薪资和房价延续上涨，预示通胀压力仍在，支持央行加息和退出超级宽松政策。日本劳工供不应求，新增求人倍数超过 1.8，失业率处于 2.5% 低位。一方面人口极度老龄化导致劳工供应减少，预计劳动年龄人口从 2020 年 7509 万人降至 2030 年 5950 万人，另一方面新一代信息技术产业化、房地产复苏、人口老龄化和入境旅游与留学教育火热支撑信息与通讯业、房地产业、医疗保健服务、生活及个人服务和教育服务等行业劳工需求扩张。2025 年“春斗”薪资平均涨幅 5.25%，连续第三年超过 5%，彻底打破“失去三十年”中薪资长期停滞局面。2026 年劳工短缺可能延续，薪资有望保持较快增长，路透社调查显示 72% 日本受访企业预期 2026 年工资涨幅与 2025 年大致相当，日本经济研究中心调查显示 2026 年平均加薪幅度预期 4.9%。继美国和欧盟之后，日本计划取消小额进口免税政策。
- 美股连续反弹基本收复上周跌幅，医疗保健、可选消费与通讯服务领涨，能源、公用事业与信息技术下跌。ADP 就业持续减少和 9 月零售低于预期提升降息预期，白宫首席经济顾问作为特朗普坚定盟友可能接任美联储主席的传言提振美元流动性宽松预期。AI 竞争格局可能生变，英伟达大跌，谷歌上涨，报道称 Meta 可能考虑采用谷歌 TPU。Counterpoint 预计 2025 年智能手机出货量增长 3.3%，其中苹果手机出货量增长 10% 占据 19.4% 份额，新款 iPhone 系列成功发布和消费者手机更新周期令苹果公司十多年来首次夺回智能手机第一份额。TikTok 上架 1.1 万美元的高端手包进军奢侈品零售市场。
- AI 芯片市场可能向“英伟达+谷歌”双极和“通用 GPU+专用芯片”双轨的新格局转变。谷歌 TPU 市场策略由封闭转向开放，不再将自研 TPU 局限于自家云数据中心，而是直接向客户销售 TPU 芯片和配套软件部署在客户自有数据中心，以满足客户对敏感数据安全合规需求，谷歌云部门内部目标是通过推广 TPU 应用夺取英伟达年收入 10% 份额。谷歌 TPU 推广将带动上游光模块、

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 | 25,895 | 2.67 | 29.09 |
| 恒生国企 | 9,158 | 2.67 | 25.63 |
| 恒生科技 | 5,612 | 4.01 | 25.60 |
| 上证综指 | 3,870 | 0.92 | 15.46 |
| 深证综指 | 2,425 | 2.30 | 23.88 |
| 深圳创业板 | 2,981 | 2.08 | 39.19 |
| 美国道琼斯 | 47,112 | 1.87 | 10.74 |
| 美国标普 500 | 6,766 | 2.47 | 15.03 |
| 美国纳斯达克 | 23,026 | 3.38 | 19.24 |
| 德国 DAX | 23,465 | 1.61 | 17.86 |
| 法国 CAC | 8,026 | 0.54 | 8.74 |
| 英国富时 100 | 9,610 | 0.73 | 17.58 |
| 日本日经 225 | 48,660 | 0.07 | 21.97 |
| 澳洲 ASX 200 | 8,537 | 1.43 | 4.63 |
| 台湾加权 | 26,912 | 1.81 | 16.83 |

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 | 47,542 | 1.89 | 35.30 |
| 恒生工商业 | 14,295 | 3.24 | 27.06 |
| 恒生地产 | 18,633 | 2.00 | 24.95 |
| 恒生公用事业 | 37,690 | 0.76 | 5.68 |

资料来源: 彭博

MEMS 芯片、光器件等产业链环节增量需求，推动 AI 数据中心从静态架构向动态光子互联演进。面对谷歌挑战，英伟达采取深度绑定客户的防御策略，迅速向 Anthropic 和 OpenAI 大规模投资获得其继续使用英伟达 GPU 的承诺，英伟达称自身 GPU 比谷歌 AI 芯片领先一代，是唯一可以运行所有 AI 模型并在多种计算场景中通用的平台。

- 美债收益率延续回落，10 年国债收益率本月首次跌破 4%，美元指数加速下跌。美国经济数据走弱提升 12 月降息预期。美国 9 月 PPI 环比上涨 0.3%，因能源价格反弹，但核心 PPI 环比增速 0.1% 低于预期。ADP 私营部门就业过去四周加速减少 5.4 万。9 月零售销售环比增长 0.2% 低于预期，汽车销售是主要拖累项；美国经济咨询会的消费者信心指数显著下滑，近期上市零售商提供的信息表明消费者都在追求性价比。
- 白宫首席经济顾问哈塞特作为特朗普坚定盟友，成为美联储下任主席人选的领跑者。忠诚鸽派接任美联储主席将利好黄金、比特币、全球股票与大宗商品，利空美元与美债。在美联储主席更替之前，候选人为展现忠诚可能夸大鸽派倾向，而在正式就任后为确立公信力可能逐渐回归更加平衡立场，这意味着美联储政策最宽松的预期可能在美联储主席换届之前而非之后。
- 金价上涨。油价下跌，报道称乌克兰同意美国和平计划核心条款，地缘冲突风险预期下降。比特币冲高回落，IBIT 空头头寸减少和期权隐含波动率、看跌期权费下降显示市场抛压减缓，但短期反弹仍可能是大跌之后技术性反弹，此轮回调周期仍有可能下探至 7.5 万美元左右，即微策略平均持仓成本附近。

公司点评

- **阿里巴巴 (BABA US, 买入, 目标价: 206.4 美元) - 云业务营收增长强劲, 持续关注即时零售协同效应**

阿里巴巴 2QFY26 (财年结于 3 月) 营收达 人民币 2,478 亿元, 同比增长 4.8%, 分别较招银国际预期/彭博一致预期高出 2.7%/ 1.1%。季度调整后息税及摊销前利润 (EBITA) 为 91 亿元, 同比大幅下降 78%, 且较市场一致预期低 36%, 主因公司在即时零售业务、用户体验优化及技术研发方面加大了投入力度, 但该数据仍高于我们 61 亿元的预测。云业务营收同比增长 34%, 增速好于招银国际预期/市场预期的 30%/28%。管理层强调当前客户需求旺盛, 我们认为这一态势有望支撑未来多个季度云业务保持高速增长。不过, 受高基数影响, 管理层预计客户管理收入增速将在 3QFY26 出现一定波动。我们认为公司提出 3QFY26 大幅缩减即时零售业务亏损的计划符合我们和市场预期, 但市场或仍在关注该业务产生协同效应的更坚实进展。我们微调了基于分部加总估值法的目标股价至 206.4 美元 (前值: 209.4 美元)。我们依旧看好阿里巴巴作为人工智能赛道的核心受益企业之一, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

- **蔚来 (NIO US/9866 HK, 持有/持有, 目标价: 6.4 美元/50 港元) - 3Q25 超预期, 但线性外推难以成立**

3Q25 毛利率超预期, 但 4Q25 销量指引有所下调: 蔚来 3Q25 收入符合我们此前预测, 毛利率环比提升 3.9 个百分点至 13.9%, 超出我们的预期。3Q25 净亏损收窄至 36.6 亿元, 好于我们的预测。但公司 4Q25 销量指引从此前的 15 万台下调至 12-12.5 万台, 弱于市场预期。

4Q25 盈亏平衡仍难实现：我们认为管理层对 4Q25 Non-GAAP 口径盈亏平衡的态度较 2Q25 财报会时更趋谨慎。其四季度 12-12.5 万台的销量指引和 ES8 今年 4 万的交付目标隐含乐道 L90 或已在 10 月达到销量峰值（约 1.2 万台）。尽管我们将 4Q25 毛利率预测上调至 17.1%（汽车毛利率 17.9%，符合公司 18% 的指引），但我们估计蔚来 4Q25 仍可能实现净亏损 16 亿元（Non-GAAP 口径净亏 7 亿元），无法实现盈亏平衡，因为销管费用的绝对值很难控制在三季度的水平。

线性外推不适用于中国高度竞争的汽车市场：管理层预计明年的整车毛利率将达到 20%，并实现全年的盈利，理由是明年将有五款大车（ES8+乐道 L90+三款新车）在售，将带动产品结构提升。我们认为该假设隐含的前提条件是：通过极具竞争力定价实现高销量。但几乎所有中国车企均有大型 SUV 在售，价格战会导致高毛利难以维系（历史已多次验证）。事实上，当前也几乎没有中国车企可以保持 20% 的整车毛利率。我们维持蔚来 ADR/港股的“持有”评级，目标价下调至 6.4 美元/50 港元，基于 0.8x FY26E P/S（前值：7.00 美元/55.00 港元，基于 0.9 倍 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。