

# 每日投资策略

## 公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市连续回调，港股信息科技、医疗保健与金融领跌，原材料、能源与可选消费上涨。南向资金净买入 65.9 亿港元，小米集团、阿里巴巴与华虹半导体净买入居前，中移动、腾讯与泡泡玛特净卖出最多。A 股地产、消费零售与媒体娱乐跌幅居前，石油石化、有色金属与家庭用品涨幅最大。国债收益率走平，美元兑人民币小幅下跌。
- 中国经济增速可能先降再升，新一轮政策宽松时点或在明年一季度。尽管今年下半年经济增长明显放缓，但由于上半年增速显著高于目标，全年实现 5% 增长目标难度不大，决策者当前优先项是中美博弈与新质生产力发展，政策部门和地方政府稳增长意愿较低，希望预留更多空间给明年。由于去年 9.24 政策刺激和今年上半年抢出口带来高基数与透支效应，今年第四季度和明年一季度经济增速面临较大下行压力。基于 2035 年人均 GDP 达到中等发达国家水平（2035 年人均不变价 GDP 相比 2020 年翻番）的远景目标，2026-2035 年年均 GDP 增速需要达到 4.2% 左右。明年是“十五五”开局之年，GDP 增速目标可能维持在 5% 左右。与去年 9.24 政策刺激出台背景相类似，在今年下半年 GDP 增速连续两个季度低于 5% 之后，明年一季度出台新一轮政策刺激的可能性将显著上升，有望推动 GDP 增速温和回升。
- 日本国债收益率不断走高，市场预期日本政府可能推出超预期补充预算，财政扩张通过提振远期经济与通胀前景和增加国债供应而推升国债收益率。日本首相顾问称央行明年 3 月前不太可能加息，将优先通过 20 万亿日元财政支出提振内需，随后再推进货币政策正常化。
- 美股反弹，信息技术、通讯服务与材料涨幅居前，能源、公用事业与地产下跌。英伟达财报前，科技股走强，标普 500 结束下跌，英伟达财报业绩超预期，上季营收加速增长 62%，本季指引再超预期，盘后一度上涨 6%。英伟达芯片被曝转用手机内存，可能导致明年服务器内存价格翻番。谷歌 Gemini 3 模型获市场认可，Alphabet 股价一度涨超 6%。数字货币概念股大跌。家装公司对美国住房需求复苏前景预期仍有分歧，家得宝公司下调全年业绩预期，称家居装修需求尚未明显回升；但劳氏公司第三季度销售额实现增长，对家居装修需求低迷态势可能开始逆转表示乐观。
- 美债收益率与美元指数回升，美联储会议纪要和 10 月非农数据缺席降低市场对 12 月降息预期。美联储会议纪要显示分歧严重，一些与会者支持 12 月降息，但略占多数的与会者倾向于 12 月维持利率不变；多数人认为关税对通胀影响有限，但担心降息加剧通胀风险；一些人关注金融资产估值过高和股价无序下跌；所有与会者几乎一致支持 12 月结束缩表。美国 10 月非农数据不再发布，11 月非农数据发布时间将在美联储 12 月会议之后，数据缺乏将令美联储决策更加谨慎。由于未来几个月通胀可能重新下降，美联储如果 12 月保持利率不变，那么明年 3 月可能再次降息。

### 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	25,831	-2.10	28.77
恒生国企	9,151	-1.90	25.53
恒生科技	5,607	-2.61	25.49
上证综指	3,947	-0.64	17.75
深证综指	2,473	-1.53	26.36
深圳创业板	3,077	-0.91	43.67
美国道琼斯	46,139	-0.97	8.45
美国标普 500	6,642	-0.45	12.93
美国纳斯达克	22,564	-0.63	16.85
德国 DAX	23,163	-1.81	16.34
法国 CAC	7,954	-2.04	7.76
英国富时 100	9,507	-1.74	16.33
日本日经 225	48,538	-3.55	21.67
澳洲 ASX 200	8,448	-2.18	3.54
台湾加权	26,580	-3.16	15.39

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	47,360	-2.40	34.79
恒生工商业	14,259	-1.93	26.75
恒生地产	18,784	-2.81	25.96
恒生公用事业	37,700	-0.94	5.71

资料来源: 彭博

- 黄金小幅反弹，白银冲高回落。比特币盘中跌破 9 万美元，最大现货比特币 ETF 单日赎回创纪录，11 月净流出近 20 亿美元。原油下跌，白宫官员表示预计俄乌双方将在本月底前就结束冲突达成框架协议。

## 公司点评

- **快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 88.0 港元) - 3Q25 业绩: AI 全面赋能各业务线**

快手公布 3Q25 业绩: 总营收同比增长 14% 至人民币 356 亿元, 符合彭博一致预期及招银国际预期; 调整后净利润同比增长 26% 至 49.9 亿元, 较一致预期/招银国际预期高出 3%/2%, 主要得益于运营效率的提升。3Q25 可灵 AI 收入突破 3 亿元 (环比增长约 20%), 再次超出我们的预期。此外, 快手披露多项 AI 赋能广告及电商业务的具体数据 (例如带动国内广告收入额外增长 4-5%), 进一步支撑我们对快手 AI 发展的积极观点。展望 4Q25, 我们预计总营收同比增长 10%, 主要受在线营销及电商业务的稳健增长推动。考虑运营效率提升好于预期, 我们略微上调 2025-2027 年盈利预测 0-2%; 我们将估值窗口前滚至 2026 年, 并将基于 SOTP 的目标价由 84.0 港元上调至 88.0 港元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

- **爱奇艺 (IQ US, 买入, 目标价: 2.65 美元) - 3Q25 业绩符合预期; 预计 4Q25 收入及利润率将有所改善**

爱奇艺公布 3Q25 业绩: 总营收同比下降 8% 至人民币 66.8 亿元, 符合彭博一致预期及招银国际预期; 非 GAAP 净亏损 1.48 亿元, 较 3Q24 的 4.80 亿元净利润有所下滑 (主因内容投入增加及运营去杠杆), 亦符合一致预期及招银国际预期。展望 4Q25, 得益于更优质的内容储备及政策支持, 会员业务有望复苏, 我们预计 4Q25 总营收将同比增长 2%、环比增长 1%。公司在微剧、海外业务等新业务的布局也逐步展现回报。考虑爱奇艺在内容生态的持续投入, 我们下调 2025-2027 年非 GAAP 经营利润预测至 0.55/1.61/1.89 亿元 (前值: 0.67/1.63/1.91 亿元); 将目标价微调至 2.65 美元, 基于 18x 2026E non-GAAP EPS (前值: 2.70 美元, 基于 18x 2026E non-GAAP EPS), 维持“买入”评级。 ([链接](#))

- **富途 (FUTU US, 买入, 目标价: 228.00 美元) - 稳健的净入金和净利息收入增长回归驱动 3Q25 盈利维持强劲**

富途 3Q25 业绩强劲, 总收入同/环比增长 86%/21% 至 64 亿港元, non-GAAP 净利润在高基数上同/环比大幅增长 137%/25% 至 33 亿港元, 远超市场预期。3Q25 毛利润同比翻倍增长至 56 亿港元, 推动毛利率上行至 87.6%, 创下自 2Q23 以来新高。从收入结构来看, 1) 经纪佣金和手续费收入同环比增长 91%/13% 至 29.1 亿港元, 占比 46%, 得益于稳健的客户净入金和资本利得改善推动客户总资产快速增长, 叠加换手率提升, 驱动平台交易量同/环比增长 105%/9% 至 3.9 万亿港元; 2) 利息收入同环比增长 79%/33% 至 30.4 亿港元, 占比 48%, 得益于 3Q25 HIBOR 回升及融券交易需求维持强劲的驱动; 3) 其他收入同/环比增长 113%/持平至 4.4 亿港元, 占比 7%, 主要受汇兑收益、基金分销和 IPO 认购服务收入快速增长的驱动。3Q25 客户总资产同比增长 79%/27% 至 1.24 万亿港元, 其中净入金增长贡献 1/3 (约 890 亿港元), 资本利得改善贡献 2/3 (约 1770 亿港元)。新增有资产客户数 25.4 万户, 同环比增长 65%/25%, 带动前 9 个月新增有资产客户数达 72 万,

完成全年 80 万户增长目标的 90%。海外市场发展增速迅猛，3Q25 大中华区以外市场的有资产客户数占比提升 54%，较 2Q25 进一步增长。展望未来，我们预计富途的经营杠杆效应将随海外市场扩张进一步释放，虚拟资产业务发展贡献中长期营收增量。基于 3Q25 强劲的业绩，我们上调 FY25E-27 ADS 收益预测 11%/5%/4%至 75.8/79.1/ 89.3 美元，上调目标价至 228 美元/ADS，对应 24x/23x FY25E/26E P/E，公司股价目前交易于 17x/16x P/E，维持“买入”评级。（[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。