

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市涨跌互现，港股上涨，医疗保健、综合企业与地产建筑领涨，可选消费、工业与原材料跑输。南向资金净买入 42.86 亿港元，小米集团、小鹏汽车与泡泡玛特净买入规模居前，阿里巴巴、华虹半导体与中芯国际净卖出最多。A 股下跌，电气设备、机械与软件服务跌幅居前，工贸综合、家电与石油石化涨幅最大。国债收益率走平，人民币兑美元走强。中国股市经历风格切换，化工、消费、银行等低估值或前期涨幅较小板块领涨，前期涨幅较大板块跑输，预计该趋势可能至少持续至 12 月中旬明年政策刺激重点明朗化。
- 日本首相高市早苗表示货币政策需要兼顾提振经济与稳定通胀，显示她对货币政策立场从以往宽松转向更加谨慎，市场对日本央行今年 12 月或明年 1 月加息预期升温。高市早苗近期曾表示经济政策的一个重要目标是推动名义经济增速超过国债收益率从而降低政府债务率。由于薪资延续增长和通胀预期仍高，如果日本政府施压央行保持过度宽松政策，那么国债收益率上升压力将更大，而日元可能进一步贬值加剧通胀并令美国不悦，日本政府可能理解这一逻辑。路透日本企业调查显示，超过三分之二企业明年计划加薪幅度接近今年水平（5.25%）。
- 印度 10 月通胀率降至 0.25%创历史新低，远低于央行 4%目标，市场预期货币政策将更加宽松，印度央行可能在 12 月和明年 2 月进一步降息，料将提振印度股市。
- 美股微涨，医疗保健、金融与材料涨幅居前，能源、通讯服务与可选消费跌幅最大。联邦政府停摆结束和流动性趋向宽松推动市场风险偏好回升。但投资者担忧 AI 泡沫化风险，美股风格变化明显，道指连续跑赢纳指，资金从科技股流向价值股，巴菲特收购化工公司 OxyChem 助推这一趋势。
- 美债收益率持续回落，美元冲高转跌。美国 10 月次级借款人汽车贷款逾期 60 天以上占比 6.65%创 1994 年有记录以来最高，显示低收入群体财务压力持续上升。近期非官方数据显示，就业数据延续走弱，消费趋向疲软，房租涨幅和油价延续下降，通胀短期可能回落而非反弹，这增加了美联储未来 6 个月进一步降息两次的可能性。
- 黄金上涨。加密货币高开低走，美国联邦政府重启预期升温显著提振传统风险资产，但加密货币反弹乏力，ETF 资金流入很少，显示市场信心依然疲弱。油价重挫，OPEC 下调第三季度全球石油需求估测，上调自身和美国原油供应，认为原油市场供过于求。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,923	0.85	34.21
恒生国企	9,539	0.82	30.85
恒生科技	5,934	0.16	32.81
上证综指	4,000	-0.07	19.34
深证综指	2,508	-0.39	28.12
深圳创业板	3,122	-0.39	45.78
美国道琼斯	48,255	0.68	13.42
美国标普 500	6,851	0.06	16.48
美国纳斯达克	23,406	-0.26	21.21
德国 DAX	24,381	1.22	22.46
法国 CAC	8,241	1.04	11.66
英国富时 100	9,911	0.12	21.27
日本日经 225	51,063	0.43	28.00
澳洲 ASX 200	8,800	-0.22	7.85
台湾加权	27,947	0.58	21.32

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	49,396	1.20	40.58
恒生工商业	14,872	0.48	32.20
恒生地产	19,533	3.34	30.98
恒生公用事业	38,428	1.17	7.75

资料来源: 彭博

公司点评

■ 腾讯音乐 (TME US, 买入, 目标价: 28.0 美元) - 3Q25 业绩: 持续投资以丰富音乐产品组合

腾讯音乐公布 3Q25 业绩: 总营收同比增长 21%至人民币 84.6 亿元, Non-IFRS 净利润同比增长 33%至 24.1 亿元, 分别超出彭博一致预期 3%和 4%, 主要得益于广告、线下演出等非会员音乐收入增长超预期 (同比+51%)。我们预计 4Q25E 总营收同比增速将放缓至 12%, 基本符合一致预期, 主因线下演出收入回归常态。展望 2026 年, 公司将进一步加大内容投入, 继续布局线下演出、艺人周边等新的变现机会, 我们认为这将推动营收可持续增长, 但短期会对利润率产生一定影响。鉴于投资增加, 我们下调 2026-2027 年盈利预测 3%-5%; 基于 DCF 将目标价由此前的 29.5 美元下调至 28.0 美元 (WACC: 9.6%, 永续增长率: 3.0%, 维持不变), 重申“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定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。