

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市连续下跌，港股原材料、医疗保健与金融领跌，能源、公用事业与必选消费跑赢。南向资金净买入 84.48 亿港币，阿里巴巴、小米集团与美团净买入居前，赣锋锂业、中芯国际与小鹏汽车净卖出最多。A 股医药生物、银行与电气设备跌幅居前，软件服务、国防军工与煤炭涨幅最大。国债收益率下降，美元兑人民币反弹。
- 港股多家车企三季报改善，小鹏汽车亏损大幅收窄，零跑汽车持续盈利，吉利汽车盈利大幅提升。瑞幸咖啡三季度净营收同比增长 50%，月均交易客户首次突破 1 亿，暂无回归美股时间表。个人抵押经营贷利率迎来新一轮价格战，普遍降至 2.5%甚至更低。中德高级别财金对话举行，达成多项成果共识，结束贸易紧张局势。
- 日本 GDP 六个季度以来首次萎缩，但 1.8%的环比年化降幅好于预期，企业资本支出延续增长。日本 10 年国债收益率创 17 年新高，市场预期日本新内阁将加大财政扩张力度，进一步推升政府债务率。
- 美股下跌，金融、能源与材料领跌，通讯服务、公用事业与医疗保健跑赢。特朗普重要金主 Peter Thiel 三季度大幅减仓，清仓英伟达，大幅降低特斯拉持仓，新买入微软和苹果。存储芯片疯狂涨价，PC、服务器与手机等下游产业链毛利率承压。
- 美债收益率回落。美联储内部对 12 月是否降息仍有分歧，部分官员更加担心就业下行风险，但其他官员认为通胀仍高于目标，而利率逐渐接近中性水平，进一步降息要更加谨慎。我们认为未来几个月美国通胀可能重新下降，美联储有可能在 12 月或明年 3 月再次降息一次。
- 美元指数反弹，黄金下跌，油价回落。比特币熊市延续。比特币此轮暴跌的重要原因是市场担忧减半周期重演，即供应减少引发繁荣后再伴随深度回调，投资者恐慌性离场，机构资金流入停滞，市场信心下降。

行业点评

■ 半导体行业 - 模拟芯片板块：PMIC 复苏展开；射频处于过渡阶段

我们看到模拟半导体行业内部正在出现日益明显的分化。电源管理 IC (PMIC) 及信号链市场在经历深度下行后正逐步企稳，进入周期性复苏阶段；相比之下，移动射频前端 (RFFE) 仍承受压力，而汽车射频前端则正在成为新的战略增长高地。

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	26,384	-0.71	31.53
恒生国企	9,328	-0.74	27.96
恒生科技	5,757	-0.96	28.84
上证综指	3,972	-0.46	18.51
深证综指	2,512	0.01	28.32
深圳创业板	3,105	-0.20	44.99
美国道琼斯	46,590	-1.18	9.51
美国标普 500	6,672	-0.92	13.44
美国纳斯达克	22,708	-0.84	17.59
德国 DAX	23,591	-1.20	18.49
法国 CAC	8,119	-0.63	10.00
英国富时 100	9,675	-0.24	18.38
日本日经 225	50,324	-0.10	26.14
澳洲 ASX 200	8,636	0.02	5.85
台湾加权	27,447	0.18	19.15

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	48,523	-0.89	38.10
恒生工商业	14,540	-0.65	29.25
恒生地产	19,326	-0.49	29.59
恒生公用事业	38,059	-0.06	6.72

资料来源：彭博

PMIC 与信号链：周期拐点出现。

全球模拟市场正在复苏，最具代表性的是德州仪器 (TXN US) 在 2025 年进行了三轮产品涨价，这意味着激烈的价格战已经结束，为毛利修复创造了条件。WSTS 预计全球模拟收入在 2025 年将同比增长 3%，2026 年增长 5%，但增速仍落后于受 AI 带动的逻辑与存储领域。中国市场表现突出，据弗若斯特沙利文预测，2025 年模拟收入将同比增长 13%，2026 年增长 11%，受益于汽车、计算以及国产化等多重驱动力。

行业竞争格局正在被重塑，背后力量包括供应链区域化、市场分化（广覆盖 SKU vs. 系统关键型专业能力），以及资本模式分野（Fabless 的灵活性 vs. IDM 的产能控制）。我们重申对贝克微 (2149 HK) 的“买入”评级，目标价为 93.0 港元，理由在于其可扩展的 SKU 扩张策略、稳健的利润表现以及具有吸引力的估值。

射频前端 RFFE：手机触底，汽车加速增长。

根据 Yole 数据，2024 年移动 RFFE 市场按收入同比下降 11% 至 154 亿美元。我们预计 2025/26 年仅实现 2% 的温和增长，因为 5G 手机的 RFFE 价值量提升被架构简化、BOM 成本压力和持续的价格竞争所抵消。我们认为真正的显著复苏要等到本年代后期的 6G 推动。相反，汽车 RFFE 是关键增长赛道，Yole 预计 2023-29 年收入复合增速达 17%，受车联网、ADAS 等需求驱动，单车射频价值量显著提升。行业战略的核心仍是“整合”，而当前市场高度集中（前五大占比超过 80%）。行业正出现结构性变化：Skyworks-Qorvo 拟合并以提升规模并降低对苹果的依赖；中国供应商受益于国产化趋势，但也面临竞争分散的问题。[\(链接\)](#)

公司点评

吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 25 港元) - 3Q25 业绩稳健，毛利率提升可见度高

3Q25 盈利表现稳健：3Q25 收入同比提升 48%，超我们此前预期约 6%，主要得益于极氪车型价格韧性超预期。3Q25 毛利率 16.6%，同比提升 1 个百分点，略低于我们预期 0.7 个百分点。销管和研发费用率合计约 12.4%，略优于我们的预期。结合优于预期的汇兑损失以及高于预期的税收负担，3Q25 净利润达到人民币 38.2 亿元，基本符合我们的预期。

销量及毛利率提升有望持续。1) 产品组合改善：高毛利新车型包括极氪 9X、领克 900 和银河 M9（我们预计毛利率区间在 20%-31%）将在 4Q25 和 2026 年贡献更多销量，我们预测这三款车型总销量将在 2026 年实现同比翻倍以上增长，达到 28.5 万台。因此，我们预计 4Q25 和 FY26 毛利率将分别达到 17.1% 和 17.8%。2) 新能源出口加速。在银河星舰 7 和极氪 7X 推动下，吉利新能源车出口自今年 8 月起开始加速，8-10 月新能源月均出口销量达 1.37 万台，较前 7 个月均值翻倍。随着更多车型出海，我们预计 2026 年吉利新能源出口销量有望同比激增近两倍至 30 万台。更多的出口也将为销量和毛利率提升做出贡献。

盈利预测和估值：基于吉利新能源车型产品矩阵仍在扩容，新车型包括银河 M9、银河 A7 和极氪 9X 等均广受欢迎，我们认为吉利的销量增长将至少持

续到2026年底。我们预计吉利FY25-26销量将分别为308万台和342万台，净利润分别为174亿元和200亿元。我们维持“买入”评级和目标价25港元，基于12倍FY26市盈率。[\(链接\)](#)

■ 小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入, 目标价: 29 美元/113 港元) - 4Q25 预计盈利转正, 机器人或带来惊喜

3Q25 汽车毛利率低于预期：3Q25 收入较我们此前预测低 2%。3Q25 整体毛利率达 20.1%创历史新高，较我们预测高 2.4 个百分点，得益于来自大众的研发服务收入超预期。但整车毛利率环比降 1.2 个百分点至 13.1%，较预测低 0.7 个百分点。3Q25 销管研三项费用合计较我们预期高出 4 亿元，抵消了毛利超预期的积极影响。3Q 整体净亏损 3.8 亿元，较我们此前预测扩大 1.1 亿元。

4Q25 及 2026 年展望：管理层预计 4Q25 来自大众的研发服务收入将与 3Q25 持平，为四季度盈亏平衡奠定基础。受益于全新 P7 和增程车型的贡献，我们预计 4Q25 整车的平均售价和毛利率将环比改善。我们预测小鹏 4Q25 将首次实现季度净利润转正，约 1.24 亿元。在新车型及增程版本的推动下，我们预计 2026 年销量有望同比增长 36% 至 61 万台。因产品结构优化及来自大众的研发收入的持续贡献，我们预计 2026 年毛利率同比微增 0.1 个百分点至 18.7%，并实现首次全年盈利。考虑潜在一次性税收抵免，我们预测 2026 年净利润有望达 41 亿元。

人形机器人或使小鹏 2030 年收入翻番。小鹏于 11 月 5 日发布第七代人形机器人“Iron”，成为财报电话会投资者关注的焦点。公司目标 2026 年底实现人形机器人量产，2030 年达年销 100 万台，且定价与汽车相当。我们认为车企凭借自动驾驶技术优势可能成为人形机器人赛道的重要参与者，而小鹏已取得该领域的先发优势。维持“买入”评级，美/港股目标价分别为 29.0 美元/113.0 港元，基于 1.8x 2026E P/S。我们认为小鹏应享有估值溢价，公司在自动驾驶领域的技术优势将有助于其在人形机器人领域占据有利地位。

[\(链接\)](#)

■ 零跑汽车 (9863 HK, 买入, 目标价: 73 港元) - 4Q25 盈利韧性更强；D19 或为明年盈利和估值关键

3Q25 汽车业务盈利能力仍稳健：3Q25 收入环比增 37% 至 195 亿元（较我们此前预测高 5%），主因平均售价超预期。3Q25 毛利率环比升 0.9 个百分点至 14.5%（低于我们此前的预测），因欧洲碳积分收入低于预期且与一汽的战略合作未在三季度贡献收入。3Q25 销售管理及研发三项费用率合计环比降 1.8 个百分点至 14.3%，基本符合预测。3Q25 净利润环比持平于 1.5 亿元，略低于预期，主要受非汽车业务拖累。

4Q25 盈利或更具韧性：我们将 2025 年销量预测上调 2 万台至 62 万台，隐含 4Q25 销量将环比增长 29% 至 22.4 万台。考虑潜在碳积分收入 5 亿元后，我们预计 4Q25 净利润或环比翻 4.5 倍至 6.77 亿元。

强劲销售势头将延续至 2026 年：考虑到 2025 年 10-11 月两个月来自欧洲的新订单已超 2.5 万台，我们认为零跑 26 年 10-15 万台的海外销量目标是可以实现的。在 Lafa 5 及四款全新车型（两款 D 系列+两款 A 系列）推动下，我们预计 2026 年总销量将同比增 52% 至 94 万台。10 月 16 日亮相的全新 D19 盲订量远超管理层预期，B10 与 B01 的成功亦增强我们对明年 A 系列车型信

心。因此，我们预计零跑 2026 年净利润将同比翻 4 倍至 35 亿元。维持“买入”评级，考虑投资者对 2026 年整体行业面临补贴退坡的担忧，将目标价下调至 73.00 港元，基于 1.0x FY26E P/S（前值：80 港元，基于 1.1x FY26E P/S），对应 28x FY26E P/E 及 20x FY27E P/E。（[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之分析员，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有关于他们个人对所提供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责任。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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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。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篇制的报告。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。