

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市连续第三日下跌，港股原材料、综合与工业领跌，电讯、公用事业与可选消费跑赢。南向资金净买入 74.66 亿港元，阿里巴巴、小鹏汽车与小米集团净买入居前，中海油与腾讯净卖出最多。A 股化工、工贸综合与钢铁跌幅居前，媒体娱乐、软件服务与半导体涨幅最大。国债收益率下降，美元兑人民币走高。
- 日本股债汇下跌，长期国债收益率再创新高，市场预期日本新内阁将实施大规模财政扩张。资金流出打击日元，日元兑美元汇率跌破 155。日本央行行长表示物价与工资共涨机制正在恢复，仍将谨慎加息。
- 美股连续多日下跌，可选消费、信息技术与工业领跌，通讯服务、能源与医疗保健上涨。就业持续走弱，经济不确定性上升，市场对科技股高估值容忍度下降，开始关注科技公司巨额债务融资风险，投资级科技公司债期权调整利差自 2012 年以来首次超过整体投资级债券平均水平。英伟达跌至近一个月低位，预计周四财报业绩仍将超预期，投资者关注其 Blackwell 产能爬坡速度。微软、英伟达和 Anthropic 建立战略合作伙伴关系。苹果 iPhone 17 系列发售推动 10 月在华销量同比增长 37%，市场份额升至 25% 创 2022 年以来新高。Meta 胜诉关键反垄断案，法官认定不存在社交媒体垄断。
- 美债收益率回落，美元指数转弱。美国 10 月 18 日当周首次申请失业救济人数 23.2 万符合预期。截至 11 月 1 日四周 ADP 私营部门就业人数减少 1 万人。黄金先跌后涨，原油反弹至一周高位。加密货币技术性反弹，但市场信心依然较弱，期权市场数据显示投资者对比特币 9 万美元、8.5 万美元和 8 万美元等下行点位的保护性需求大幅飙升，11 月末到期看跌合约规模超过 7.4 亿美元。

行业点评

- 中国工程机械行业 - 国内起重机需求持续复苏**
中国工程机械工业协会发布了 10 月份工程机械销售的完整数据。国内汽车起重机和履带起重机的销量依然强劲（10 月份分别同比增长 42% 和 54%），我们相信这主要得益于能源项目和风电安装的推动。出口方面，10 月份各类工程机械均表现强劲（高空作业平台和汽车起重机除外）。强劲的数据再次印证了我们此前的观点：非土方机械的需求正在复苏，并将成为推动行业催化剂。我们维持对中联重科（1157 HK / 000157 CH）、三一重工（600031 CH）和恒立液压（601100 CH）的“买入”评级。相反，由于高空作业平台销售持续疲软（10 月份同比下降 39%），我们对浙江鼎力（603338 CH，持有）维持谨慎态度。（[链接](#)）

公司点评

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	25,930	-2.42	29.26
恒生国企	9,175	-2.37	25.86
恒生科技	5,646	-2.87	26.36
上证综指	3,940	-1.27	17.54
深证综指	2,486	-1.03	26.99
深圳创业板	3,069	-1.36	43.31
美国道琼斯	46,092	-2.24	8.34
美国标普 500	6,617	-1.73	12.51
美国纳斯达克	22,433	-2.04	16.17
德国 DAX	23,181	-2.92	16.43
法国 CAC	7,968	-2.47	7.96
英国富时 100	9,552	-1.51	16.88
日本日经 225	48,703	-3.32	22.08
澳洲 ASX 200	8,469	-1.92	3.80
台湾加权	26,756	-2.34	16.15

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	47,591	-2.79	35.44
恒生工商业	14,303	-2.27	27.14
恒生地产	18,936	-2.50	26.97
恒生公用事业	37,761	-0.84	5.88

资料来源：彭博

■ **拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 154.30 美元) - 3Q25 业绩超预期; 净利润实现正增长**

拼多多公布 3Q25 业绩: 营收同比增长 9.0% (2Q25: 7.1%) 至 1,083 亿元人民币, 较彭博一致预期高出 1%。这一增长主要得益于交易服务费超预期 7%, 但被在线营销服务及其他业务低于预期 4% 所部分抵消, 我们认为后者不及预期主要受 1,000 亿元平台生态提升支持计划的影响。受运营费用优化超预期及 86 亿元利息与投资收益推动, 运营利润/non-GAAP 净利润同比增长 3.0%/14.3% 至 250 亿元 / 314 亿元人民币, 分别超预期 10%/25%。公司盈利重回正增长的时间早于我们此前预期的 4Q25。我们维持拼多多 2025-2027 年营收预测基本不变, 同时将 2025-2027 年 non-GAAP 净利润预测上调 6%-9%, 以反映运营费用控制超预期, 并将基于分部估值法的目标价上调 6% 至 154.3 美元 (前值 146.3 美元)。我们对拼多多通过全面优化平台生态系统、提升运营效率以留存核心用户群的能力持乐观态度, 且预计在运营效率改善的推动下, 2026 年 non-GAAP 净利润将增长 18%。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 150.70 美元) - 运营利润或触底; AI 相关新业务透明度提升**

百度发布 3Q25 业绩, 表现好于市场担忧: 百度核心营收 247 亿元人民币, 同比下降 7.0%, 符合招银国际预期但较彭博一致预期高 1.5%; non-GAAP 运营利润 22 亿元人民币, 同比下降 67%, 但较招银国际预期和市场一致预期均高 6%。管理层表示, 截至 2025 年 10 月底, 约 70% 的移动搜索结果页包含 AI 生成内容, 且认为这一水平具备最优性与可持续性。同时, 管理层披露了 AI 相关业务的更多进展: 1) 原生 AI 营销服务营收同比增长 262%, 占百度核心在线营销营收的 18%; 2) 3Q25 AI 云基础设施营收达 42 亿元人民币, 同比增长 33%。在管理层推动运营效率提升的指引下, 百度核心运营利润有望于 3Q25 触底, 此后逐步回升。我们认为, 百度进一步提升股东回报的举措将有望为估值提供额外支撑, 而 AI 业务相关信息的持续披露与透明度提升或有望成为股价催化剂。我们微调基于分部估值法的目标价至 150.7 美元 (前值: 148.4 美元), 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **携程集团 (TCOM US, 买入, 目标价: 83.00 美元) - 3Q25 业绩超预期, 旅游需求保持强劲**

携程集团发布 3Q25 业绩, 总营收达 184 亿元人民币, 同比增长 15.5%, 较招银国际预期及彭博一致预期均高出 1%; 得益于运营杠杆优于预期, non-GAAP 经营利润达 61 亿元人民币, 分别较招银国际预期/市场一致预期高 5%/6%。受出售 MakeMyTrip 部分股权获得一次性收益的推动, non-GAAP 净利润达 192 亿元人民币, 大幅超出市场一致预期的 56 亿元人民币。我们认为, 携程的海外扩张进展顺利, 投资与营收增长态势均衡, 海外业务将为公司带来长期价值。鉴于其国际业务营收增长超预期, 且国内及出境业务运营效率改善幅度优于预期, 我们将 2025-2027 年营收预测上调 1%-5%, 经营利润预测上调 0%-5%。在盈利预期上调及估值基准年份前滚至 2026 年的双重推动下, 我们基于现金流折现模型的目标价上调 9% 至每 ADS 83 美元, 对应 2026 年 20x non-GAAP PE, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **BOSS 直聘 (BZ US, 买入, 目标价: 25.50 美元) - 3Q25 业绩好于预期; 招聘需求改善的环境下驱动高质量收入增长**

BOSS 直聘公布 3Q25 业绩：总营收同比增长 13%至 21.6 亿元，符合一致预期与招银国际预期；非 GAAP 净利润同比增长 34%至 9.92 亿元，较一致预期/招银国际预期高出 9%/15%，主要得益于销售费用及研发费用的有效控制（同比分别减少 25%/12%）。展望 4Q25，公司预计总营收将同比增长 12.4%-13.5%至 20.5 亿-20.7 亿元，基本符合一致预期（20.6 亿元）。管理层指出 3Q25 多项积极信号，包括招聘者与求职者比例改善、企业续费率及净收入留存率提升，这些均体现招聘需求回暖，有望支撑未来营收增长。展望 2026 年，管理层将持续推动高质量营收增长，目标新增完善用户超 3,500 万（对比 2025 年前 10 个月约 4,000 万），并进一步提升利润率。考虑利润率扩张好于预期，我们上调 2025-2027 年盈利预测 6%-7%。我们将估值窗口前滚至 2026 年，维持目标价 25.5 美元，基于 21x FY26E non-GAAP PE（前值：25.5 美元基于 24x FY25E PE），维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **小米集团（1810 HK，买入，目标价：55.31 港元） - 3Q25 业绩略超预期；但短期内仍受内存成本上涨及电动汽车购置税补贴影响**

小米 2025 年第三季度收入/调整后净利润同比增长 22%/81%，略高于我们及市场的预期，这主要得益于快速增长的智能电动汽车业务、富有韧性的互联网板块以及运营效率的提升，抵消了智能手机销售疲软的影响。考虑到当前持续的内存价格上涨周期，管理层预计：1) 智能手机、个人电脑及平板电脑的毛利率压力将持续至 2025 年第四季度及 2026 年；2) 已签署供应商协议以确保 2026 年全年的供应；3) 智能手机策略将优先考虑市场份额增长而非盈利能力，并维持 2025 年 1.7 亿台出货量目标不变。我们将 2026 年和 2027 年的每股收益预测分别下调 9% 和 9%，以反映智能手机和电动汽车板块因竞争加剧、物料成本上升及电动汽车购置税补贴而导致的毛利率和平均售价走弱。尽管我们认为股价在短期内可能仍会波动，但我们预计小米有能力应对 2026 年的成本上涨压力，且其对利润率的影响将小于 2021-2022 年的上一个周期（当时智能手机毛利率下降 4.7 个百分点），这得益于产品高端化趋势以及智能手机收入占比的降低（预计 2026 年为 34%而 2021 年为 64%）。我们基于分部加总估值法的新目标价为 55.31 港元，对应 2026 年 26.3 倍的市盈率。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **瑞幸咖啡（LKNCY US，买入，目标价：54.68 美元） - 26 财年仍然有大量增长来源**

25 财年 4 季度展望：收入保持较快增长、配送费拖累趋缓。渠道调研显示，10 月同店增长快于 9 月，但考虑配送补贴可能收缩及基数抬升，我们对 4 季度同店仅预测高个位数增长。不过，由于自 25 财年 3 季度起门店（尤其加盟店）扩张明显加速，预计 4 季度整体收入仍可增长约 40%。而因为配送成本占比预计较 3 季度回落，4 季度净利润预测同比增长约 15%。

26 财年展望：在高基数之上，仍审慎乐观。行业在 25 财年被配送补贴拉高基数，确实会压制 26 财年同店和估值，但瑞幸的条件显著优于同业。我们对 26 财年的同店销售增长非常保守（预测约 2%），但实际上仍有很多增长来源：1) 品类扩张（早餐、零食、简餐等非咖啡品类）；2) 明星单品与新品策略（3Q25 新 SKU 由 17 款升至 30 款，有望在 26 财年进一步优化爆款效率）；3) 今年营销费用比较克制，未来仍有上调空间；4) 持续提升客单与频次（25 年前三季新增约 3,450 万交易客户，同比+40%以上）。我们对于利润更有信心，原因包括：1) 效率与规模效应可对冲咖啡豆涨价，毛利率

仍有提升空间；2) 平台与品牌补贴不具长期经济性，配送成本占比有望同比下行；3) 总部成本占比仍能逐步摊薄等。

开店远超预期，预计 4 季度仍保持高增长。25 财年 3 季度新开 3,008 家门店，同比增长 37%（快于 2 季度的 31%），门店总数达 29,214 家。我们预计公司或将 25 财年新开门店目标由年初的 4,000 上调至约 8,000 家，年末总门店数大概率会突破 30,000 家。

25 财年 3 季度：收入超预期、利润失色，但核心营运指标仍健康。3 季度收入同比增长 50%至 153 亿元人民币，较招银国际/彭博预期高 6%/9%，主要受益于：同店增长由 13.4%升至 14.4%，配送业务高速增长，加盟店收入与单店表现强劲，以及整体开店加速。同期净利润同比-2%至 12.8 亿元，较招银国际/彭博预期低 14%/15%，主因配送费用占比升至 19%（招银国际预测 13.5%）及有效税率升至 30.5%（招银国际预测 27%），自营门店营运利润率由 23.3%降至 17.5%。但毛利率优于预期（63.8%，对比招银国际预测的 62.5%），反映产品结构与规模效应抵消了咖啡豆通胀；且租金、折旧摊销、行销及管理费占比均同比改善。但由于瑞幸客户留存率远高于同业（库迪 3 季度同店明显放缓，而瑞幸同店增长仍快且稳），我们认为长期影响偏正面。

维持买入，上调目标价至 54.68 美元。新目标价基于 25 倍 26 财年预测市盈率（之前为 25 倍 25 财年），对应 24 至 27 财年收入/净利润年复合增长约 26%/27%。我们将 25/26/27 财年净利预测分别下调 4%/3%/3%，反映同店与开店快于预期，但配送成本及税率高于原先假设。考虑长期增长前景与 18 倍 26 财年预测市盈率的估值水平，我们维持买入评级并上调目标价至 54.68 美元。（[链接](#)）

■ 固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 44.95 港元) - 开启海外规模化扩张, 26 年业绩加速增长

固生堂在近期完成了对新加坡大中堂 100%股权的收购，获得 14 家中医门诊部，标志着公司进入规模化海外扩张之路。公司计划进一步增加新加坡门店数量，同时计划进入香港和马来西亚等市场。我们预计 26 年海外市场收入可达 2-3 亿元，将有效支撑公司整体业绩增长。同时，国内目前政策环境趋稳，预计将更加利好龙头公司的发展。固生堂在年内的大规模回购和分红凸显管理层对业务发展的信心。我们认为固生堂将在 26 年重回快速增长轨道，夯实中医服务的龙头地位。

新加坡重磅并购落地，开启规模化海外扩张之路。固生堂在近期完成了对新加坡大中堂 100%股权的收购，获得 14 家覆盖新加坡核心商圈和居民社区的线下中医门诊部。大中堂 24 年收入约 800 万新币（近 5,000 万元人民币），25 年至今增速超过 5%。公司曾在 24 年收购新加坡的宝中堂（目前单店月收入 16-17 万新币），并在 25 年 10 月与新加坡综合数字医疗平台 1doc 达成战略合作。基于固生堂在中医内科诊治的优势以及成熟的供应链体系，我们预计大中堂的收入和利润水平将有较大增长空间。公司计划未来在新加坡额外收购 10-20 家诊所，目标在 26 年前成为当地市占率第一的中医服务品牌。此外，固生堂计划于 26 年进入香港（计划通过并购增加 20 家门店）、马来西亚等市场，进一步扩张海外业务网络。基于快速的海外扩张规划，我们预计公司 26 年海外市场收入有望达到 2-3 亿元，长期有更大的增长空间。

国内政策环境趋稳，利好龙头扩张。无锡市的医疗市场在经历严格医保审查后，固生堂凭借高标准的合规能力扩大市场份额。25 年 10 月，无锡门店收入同比增长超过 40%，利润率达到 26%，远超公司平均水平。中药饮片集采规则进一步优化，三甲医院若使用高质量饮片可少报量或者不报量，表明集采政策对于高质量饮片差异化定价的认可。固生堂无需参与饮片集采，享受优质优价的饮片医保政策。公司在业务高度合规的前提下保持健康的增长，同时借助当前市场机遇以较低的估值并购国内的标的，持续扩张门店网络。

持续强化股东回报。25 年 7 月 1 日至 11 月 17 日，公司已累计回购 2.32 亿港元，大幅超过今年上半年 0.85 亿港元的回购规模。年内回购股份总数相当于年初总股本的 4.5%。公司已新增额外 3 亿港元的回购授权。此外，管理层承诺将维持 50% 的分红率。基于对公司发展的看好，公司创始人在 11 月 17 日增持 817 万港元，并且自公司上市以来累计 6 次合计增持超过 300 万股。

买入评级。考虑到宏观经济环境的影响，我们下调固生堂的业绩预测，预计公司 2025E/ 26E/ 27E 的收入增速为 11.3%/ 21.9%/ 24.0%，经调整净利润增速为 11.9%/ 23.8%/ 26.3%。因此，我们调整基于 DCF 的目标价至 44.95 港元 (WACC: 10.2%, 永续增长率: 3.0%)。目前股价对应 11.5x 的 26 年经调整 PE。公司的估值以及股东回报具备吸引力，是我们在医疗服务板块的首选。 ([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策。

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员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。