

# 每日投资策略

## 行业及公司点评

### 全球市场观察

- 上周五 (10 月 31 日) 中国股市回调, 港股信息科技、可选消费与原材料领跌, 医疗保健、必选消费与综合企业领涨, 南向资金净买入 87.19 亿港元, 小米、美团与三生制药净买入规模居前, 腾讯、中芯国际与华虹半导体净卖出较多。A 股半导体、硬件设备与有色金属跌幅居前, 医药生物、可选消费与媒体娱乐涨幅较大。商品期货涨跌互现, 债券价格上涨, 人民币兑美元回落。
- A 股券商第三季度新进入 206 只个股前十大流通股东名单, 集中在有色金属、医药生物、硬件设备、化工等行业。多家知名私募基金先后“封盘”限制新投资者首次申购, 显示短期资金净流入较多。因净息差收窄和债市波动, 多家上市银行前三季度营收承压, “债牛”红利消退令部分银行选择卖出浮盈债券对冲。10 月 PMI 显示制造业收缩加剧, 服务业因国庆假期经济小幅回升, 经济总体偏弱。中指研究院数据显示 1-10 月前 100 房企销售额同比下降 16.3%, 因去年 9.24 刺激后高基数, 10 月销售额同比降幅扩大; 10 月百城二手房价格环比跌幅扩大至 0.84%, 同比下跌 7.6%, 供应居高和预期偏弱令房价下行压力依然较大。预计政策部门 12 月可能实施新一轮刺激地产与消费政策, 包括进一步降准降息和扩大财政扩张力度。
- 由于美联储 12 月降息预期下降和日本央行加息时点预期推迟, 近期美元兑日元明显反弹, 日元跌至 8 个月低点。日本新任财务大臣口头警告称正以高度紧迫感密切关注, 市场预期日本央行可能随时干预汇市。但央行干预仅影响汇率短期走势, 很难改变中长期趋势。
- 美股上涨, 可选消费、能源与工业领涨, 材料、公用事业与日常消费下跌。因业绩超预期, 亚马逊大涨近 10%, 提振科技股。Meta 连续第二日下跌, 10 月跌幅近 12%。微软财报显示其对 OpenAI 投资权益法计算导致单季净利润减少 31 亿美元, 若按约 27% 股权计算 OpenAI 单净亏损约 115 亿美元。美国规划或在建数据中心项目总投资预期超过 2.5 万亿美元, OpenAI、亚马逊、Meta、微软、xAI 等超大规模云厂商是主要参与者, 除科技巨头自身资本支出, 私募股权公司和专业基础设施基金是重要资金提供者。
- 美债收益率小幅回落, 美元连续反弹。美联储三位官员表态反对 12 月降息, 联邦政府关门持续时间延长将令美联储议息决策更加谨慎。黄金震荡走低, 中国取消黄金零售增值税抵扣优惠可能在短期内抑制黄金产品零售需求, 预计金价短期回调可能延续数周, 但支撑金价的中长期变量(国际货币体系重构、特朗普政策不稳定性和弱美元偏好、央行和战略性资金持续购买)依然存在。加密货币反弹。原油冲高回落, 委内瑞拉局势动荡, OPEC+ 同意 12 月再次小幅增产后 2026 年第一季度暂停增产, 以减轻需求淡季油价下跌压力。

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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	25,907	-1.43	29.15
恒生国企	9,169	-1.91	25.77
恒生科技	5,908	-2.37	32.23
上证综指	3,955	-0.81	17.99
深证综指	2,510	-0.32	28.21
深圳创业板	3,188	-2.31	48.84
美国道琼斯	47,563	0.09	11.80
美国标普 500	6,840	0.26	16.30
美国纳斯达克	23,725	0.61	22.86
德国 DAX	23,958	-0.67	20.34
法国 CAC	8,121	-0.44	10.03
英国富时 100	9,717	-0.44	18.89
日本日经 225	52,411	2.12	31.37
澳洲 ASX 200	8,882	-0.04	8.86
台湾加权	28,233	-0.19	22.57

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	46,025	-0.30	30.99
恒生工商业	14,608	-2.11	29.85
恒生地产	17,991	-0.64	20.64
恒生公用事业	36,652	-0.26	2.77

资料来源: 彭博

## 宏观经济

### ■ 中国经济 - PMI 走弱反映经济放缓

10 月制造业 PMI 录得 2008 年以来同期最低水平，预示第四季度经济活动将进一步放缓。贸易压力加剧，出口和进口订单指数均跌至近期低点。而生产和新订单指数进一步萎缩，显示供需走弱。由于需求疲软，企业采购量和在手订单均有收缩。非制造业 PMI 小幅回升，服务业有所改善，但建筑业疲软延续。

PMI 走弱预示第四季度的经济放缓压力。由于去年 9.24 刺激形成高基数，第四季度经济活动同比增速将显著下滑，可能倒逼政策进一步宽松。我们预计央行可能在 11-12 月下调存款准备金率 50 个基点和 LPR 约 10 个基点。财政政策可能进一步发力，包括加快财政支出和提前下发 2026 年债务限额，以支持家庭、消费和房地产行业。（[链接](#)）

## 行业点评

### ■ CIS 行业 - 由汽车与新兴应用驱动的持续增长

全球 CMOS 图像传感器（CIS）市场已经走出了周期性下行阶段，2024 年实现了强劲的同比增长 6.4%，达到 230 亿美元（Yole）。这场复苏为行业迈入一个可持续、结构性分化增长的新阶段奠定了基础。虽然手机仍占行业收入的六成以上，但未来的增长动力将越来越多地来自汽车 ADAS 的快速普及以及智能眼镜、机器视觉等新兴应用的崛起。

行业竞争格局正在走向集中，同时呈现出战略分化：技术领先者如 Sony（6758 JT，未评级）正通过大像素与先进堆叠技术不断突破性能极限；规模型厂商如三星电子（005930 KS，未评级）以及灵活的本土竞争者，则推动高分辨率革命，以具吸引力的性价比方案快速抢占市场份额。未来的行业领导者将取决于其能否在上升的存储成本与供应链压力中保持优势，同时在技术创新、高成长垂直市场聚焦与持续成本优化上展现卓越能力。

我们维持对豪威集团（603501 CH）的买入评级，因其在手机、汽车及新兴领域均具稳固布局。我们预计公司将在 2025 年凭借新产品推出继续实现市占率提升。（[链接](#)）

### ■ 苹果 3Q25 业绩解读 - iPhone/服务业务增长势头稳健；4Q25 指引正面因强劲的 iPhone 需求

苹果公司（AAPL US，未评级）上周五（10 月 31 日）发布了稳固的 2025 年第三季度业绩，营收同比增长 8%，调整后每股收益同比增长 13%，这主要由 iPhone/Mac 稳定销售（同比+6%/+13%）和创纪录的服务收入（同比+15%）所驱动，抵消了大中华区同比下降 4% 的疲软。管理层对 4Q25 营收的指引为同比增长 10-12%（对比市场预期为+6%），iPhone 销售额实现“两位数”增长（对比市场预期为+7%），服务收入增长与 2025 财年 14% 的增速一致。毛利率指引保持强劲，为 47-48%（对比市场预期 46.6%），因新产品发布，环比提升 25-30 个基点。总体而言，我们认为乐观的营收/毛利率指引是一个重大利好，缓解了市场对 iPhone 17 需求和关税影响的担忧。我们相信，由 iPhone Air 等新外形和新的 AI 功能驱动的强劲 iPhone 17 周期，强化了我们对高端智能手机供应链的正面看法。我们同时看好在新产品周期（可折叠 iPhone/智能家居/AI 眼镜）中能够提升单机价值含量或市场份额的公司，包括立讯精密（iPhone/AirPods/Apple Watch/声学/马达/VCM）、瑞

声科技（声学/马达/均热板）、鸿腾精密（连接器/AirPods）和比亚迪电子（iPhone 结构件/iPad 组装）。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 亚马逊（AMZN US，买入，目标价：269 美元）- 3Q25 业绩速览：AWS 营收及经营利润均好于预期

亚马逊发布 3Q25 收入为 1,802 亿美元（此前指引：1,740 亿-1,795 亿美元），同比增长 13.4%（3Q24：11.0%；2Q25：13.3%），较彭博市场预期高 1%；经营利润 174 亿美元（此前指引：155-205 亿美元），同比持平，较市场一致预期低 12%；若加回美国贸易监管机构（FTC）和解支付的 25 亿美元一次性支出，经营利润为 199 亿元，符合市场预期。管理层指引 4Q25 收入处于 2,060 亿至 2,130 亿美元区间，中值较市场一致预期高 0.5%；指引 4Q25 经营利润为 210 亿至 260 亿美元（市场一致预期 238 亿元）。（[链接](#)）

### ■ Coinbase（COIN US，买入，目标价：410.0 美元）- 3Q25 业绩好于预期，交易业务表现强劲

Coinbase 公布 3Q25 业绩：净营收同比增长 59%、环比增长 26% 达 17.9 亿美元，较一致预期高 3%；调整后 EBITDA 为 8.01 亿美元，对比 2Q25/3Q24 分别为 5.12 亿/4.49 亿美元，好于 7.04 亿美元的一致预期，主要得益于营收表现超预期。展望 4Q25，管理层指引：1) 4Q25 会员及服务营收预计为 7.1 亿至 7.9 亿美元，环比变化-5%至+6%，增长主要由 USDC 市值上升推动，但部分被美元降息所抵消；2) 10 月交易业务营收预计 3.85 亿美元，延续稳健增长趋势。基于交易业务的稳健表现，以及稳定币、支付、全资产交易所（Everything Exchange）等领域的发展机遇，我们将 FY25-27 年总营收预测上调 5%-10%。同时我们将估值窗口更新为 2026 年，将基于 SOTP 的目标价微调至 410.0 美元（前值：405.0 美元）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

### ■ 中际旭创（300308 CH，买入，目标价：591.00 元）- 受 AI 需求驱动创下历史新高季度业绩；稳健云端资本开支支撑后续展望

中际旭创再度交出创纪录的季度成绩单，季度收入同比/环比分别增长+57%/+26%，达到 102 亿元人民币。毛利率同比/环比分别大幅提升+9.2/+1.3 个百分点至 42.8%，主要受益于 800G 光模块出货持续强劲以及硅光（SiPh）方案的更广泛应用。净利润同比/环比分别大增+125%/+30%，达 31 亿元人民币，创历史新高；净利率升至 30.7%（对比 2Q25 的 29.7% 及 3Q24 的 21.4%）。维持“买入”评级，并将目标价上调至 591 元人民币。（[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。