

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 中国股市连续回调，港股医疗保健、信息技术与可选消费领跌，原材料与公用事业上涨，南向资金逢低净买入 198.04 亿港币，盈富基金、恒生中国企业与华虹半导体净买入规模居前，腾讯、阿里与中芯国际遭遇净卖出。A 股汽车与零配件、家电、工业贸易与综合跌幅居前，有色金属、半导体与国防军工大幅上涨。A 股三季报开始披露，从率先披露公司情况来看，基础化工、电子、电力设备、有色金属等行业业绩增长不错，其中基础化工、有色金属等部分产品涨价成为提振业绩的重要因素。
- 人民币国债反弹，商品期货下跌。人民币兑美元回升，预计美元/人民币年末降至 7.1 左右。中国 9 月货物出口和进口同比分别增长 8.3% 和 7.4% 均超预期，工业机器人和风电出口增长强劲，稀土出口量减价增，9 月大豆、铁矿石进口创历史同期新高，铜金属进口创年内新高。
- 美股大幅反弹，信息技术、可选消费与通讯服务领涨，必选消费、医疗保健与房地产跑输。中美双方态度缓和，美国财长贝森特称 100% 额外关税并非一定发生，设定在 11 月 1 日是谈判留出时间，本周双方将举行工作级别会谈。多数投资者仍相信 TACO 交易，逢低买入令美股收复上周五大部分跌幅。OpenAI 再签重磅协议，计划未来 4 年与博通合作部署 10GW 定制化芯片和网络设备，重振投资者对 AI 板块热情。资管巨头 Brookfield 将投资至多 50 亿美元与 Bloom Energy 合作，为受电力约束的 AI 数据中心部署现场燃料电池发电技术，以满足 AI 算力扩张对电力供应的挑战。
- 美元指数反弹逼近两个月高位。金价首次涨破 4100 美元，白银突破 50 美元创 1980 年以来收盘新高，伦敦银市出现避空行情，实物交割紧张引发空头挤压效应，1 年隐含租赁利率升至 42.72%。加密货币上周五暴跌后反弹，但上周五精准做空的神秘交易员继续看空，再次开出 1.6 亿美元比特币空单。原油反弹，OPEC 最新月报称全球石油需求今年将增长 130 万桶/日，2026 年将增长 140 万桶/日，OPEC+ 联盟将继续增产，预计明年供应过剩。铜价上涨，稀有金属大涨，美国防部拟斥资 10 亿美元加速抢购钴铋等关键矿产。

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	25,889	-1.52	29.06
恒生国企	9,223	-1.45	26.51
恒生科技	6,146	-1.82	37.54
上证综指	3,890	-0.19	16.04
深证综指	2,487	-0.74	27.07
深圳创业板	3,079	-1.11	43.76
美国道琼斯	46,068	1.29	8.28
美国标普 500	6,655	1.56	13.14
美国纳斯达克	22,695	2.21	17.52
德国 DAX	24,388	0.60	22.50
法国 CAC	7,934	0.21	7.50
英国富时 100	9,443	0.16	15.54
日本日经 225	48,089	0.00	20.54
澳洲 ASX 200	8,883	-0.84	8.87
台湾加权	26,923	-1.39	16.88

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	43,885	-1.30	24.90
恒生工商业	14,941	-1.76	32.81
恒生地产	18,412	-0.44	23.46
恒生公用事业	36,133	0.01	1.32

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济-出口韧性增强中国在贸易战中立场

中国出口增长超出预期，其中对非洲、拉美和欧盟的出口回升。集成电路和船舶出口保持强劲，而汽车、电子产品、服装和家用电器等个人消费品则持续低迷。进口全面反弹，尤其在来料加工的相关领域。

中国近期收紧稀土出口管控是对美国升级半导体出口限制的反制。过去两个月，白宫加大了对中国的出口限制和制裁力度，可能是为了在 10 月底 APEC 峰会期间可能的习特会上增加谈判筹码。贸易紧张局势可能在未来两周内加剧，然后在习特会后有所缓解。鉴于中国出口的韧性强于预期，我们将 2025 年出口增长预测从 3% 上调至 4.5%，并维持进口增长 1.5% 的预测不变。美元兑人民币汇率可能从目前的 7.13 降至今年年底的 7.1，到 2026 年底降至 7.05。（[链接](#)）

公司点评

■ 京东（JD US，买入，目标价：50.50 美元）- 3Q25 业绩预览：京东零售核心盈利增长有望好于预期

我们预计京东 3Q25 的总收入将达到 2950 亿元人民币，同比增长 13.3%，与彭博一致预期相符；预计 non-GAAP 净利润为 44 亿元人民币，由于外卖业务的增量投资，同比下降 67%，但好于 37 亿元人民币的市场一致预期。我们预计 3Q25 京东零售的营业利润将同比增长 17%，绝对值较市场预期高出 5%，这得益于规模效应提升及高利润率服务收入营收占比增加。我们预计 3Q25 新业务部门的营业亏损为 147 亿元人民币（2Q25：148 亿元人民币亏损），其中我们预计外卖业务的季度亏损将环比有所收窄，这得益于用户补贴优化和运营效率提升带来的单位经济效益改善，但被京喜等其他新业务的增量投资所抵消。我们将 2025-2027 年的收入/non-GAAP 净利润预测上调了 0-1%/1-8%，考虑核心零售业务收入和利润增长有望强于我们之前预期，以及外卖业务亏损小于预期的情况。我们将基于 DCF 的目标价上调了 2% 至 50.5 美元。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。