招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市回调，资金流入防御性板块，港股原材料、医疗保健与可选消费领跌，电讯、公用事业、金融等高股息板块上涨。南向资金净买入 98.32 亿港元，中海油、小米与中移动净买入规模居前，阿里与中芯国际净卖出较多。A 股有色金属、医药生物与电气设备跌幅居前，银行、消费者服务与环保上涨。多家外资消费品公司在华业绩出现回升，管理层对中国市场谨慎乐观。法国雅诗兰黛第三季度净销售额同比增长 4%，其中中国大陆同比增长 9%；欧莱雅第三季销售额同比增长 4.2%，在华销售额两年来首次实现增长；LVMH 在上半年业绩连续下滑后，第三季有机收入增长 1%，其中亚洲市场有机收入增长 2%；德国阿迪达斯第三季大中华区营收同比增长 10%。

- 中国股市 10 月 2 日以来进入牛市周期中的回调阶段，预计可能下跌 15%-20%，低估值价值股和防御性板块有望跑赢，回避基金抱团且前期涨幅较大股票。因去年 9.24 刺激形成高基数和需求透支效应，今年四季度房地产和耐用消费同比将显著下滑。股市回调和经济下行可能推动决策者在 12 月启动新一轮政策刺激，市场在 12 月中旬至明年 2 月可能再次上涨。港股此轮牛市周期从去年 1 月 22 日低点开始已持续 1.8 年，预计总持续时间 2.5 年，超过 2008 年以来历次牛市周期平均时间 1.8 年。决定此轮牛市周期持续时间的关键变量是中国地产能否企稳和消费能否持续改善，背后影响因素包括民企资本支出意愿、财政对家庭转移支付规模、对消费支持力度和对低收入群体社保兜底程度。

- 英国财政大臣称首要任务是降低通胀和国债融资成本，暗示工党政府将不再恪守之前避免上调主要税种的承诺，为 11 月预算案中可能加税提前管理预期。英国国债收益率小幅回落，英镑跌至 7 个月新低。

- 美股大跌，信息技术、可选消费与通讯服务领跌，金融、必选消费与医疗保健上涨。AMD 三季度营收超预期增长 36%，但四季度指引不够亮眼，盘后下跌 3%；超微电脑本季业绩指引逊色，盘后大跌 10%。挪威邮轮季报净收益疲弱拖累邮轮股大跌，公司称企业客户支出更加谨慎和家庭游客占比上升令价格和毛利下降。Uber 第三季度营收和订单量增长超预期，但股价大跌，公司承认自动驾驶业务未来几年难以盈利，对 AI 泡沫化担忧令投资者重新重视盈利基本面。知名银行家 Bob Diamond 称美国银行业将迎来并购整合潮，特朗普去监管政策支持行业整合，2-3 年内美国银行数量将大幅减少 3,000 家至 1,000-1,500 家。

- 尽管近期美联储进一步降息，但美元流动性短期趋紧，因 ONRRP 超 2 万亿美元蓄水池消耗殆尽，联邦政府关门令财政部现金余额从 3,000 亿美元增至 1 万亿美元，意味着从银行体系抽走 7,000 亿美元流动性，一旦联邦政府重新开门，流动性又会突然宽松，引发市场短期波动。就业网站 Indeed 数据显示美国 10 月职位空缺降至 2021 年 4 月以来最低。美国 10 月办公楼 CMBS

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	25,952	-0.79	29.37
恒生国企	9,173	-0.92	25.83
恒生科技	5,818	-1.76	30.22
上证综指	3,960	-0.41	18.15
深证综指	2,487	-1.34	27.04
深圳创业板	3,134	-1.96	46.34
美国道琼斯	47,085	-0.53	10.67
美国标普 500	6,772	-1.17	15.13
美国纳斯达克	23,349	-2.04	20.91
德国 DAX	23,949	-0.76	20.29
法国 CAC	8,068	-0.52	9.31
英国富时 100	9,715	0.14	18.87
日本日经 225	51,497	-1.74	29.08
澳洲 ASX 200	8,814	-0.91	8.02
台湾加权	28,117	-0.77	22.06

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	47,110	0.26	34.08
恒生工商业	14,450	-1.44	28.45
恒生地产	18,272	0.04	22.52
恒生公用事业	36,908	0.26	3.49

资料来源：彭博

违约率升至 11.8%，远程办公普及令空置率升至 20%，2025 年约 2,300 亿美元办公贷款到期，爆雷风险令部分区域银行承压。

- 避险情绪上升推升美债价格，美债收益率回落。美元指数创三个月新高，黄金下跌，加密货币连续重挫，油价转跌。Coinglass 数据显示过去 24 小时加密货币爆仓超过 20 亿美元。比特币的机构需求 7 个月来首次低于挖矿速度，大型买家更加谨慎，一些此前长期静止的钱包被激活，投资者获利了结心态升温。

公司点评

- **立讯精密（002475 CH，买入，目标价：75.55 元人民币）- 苹果升级周期及莱尼/ODM 协同效应强劲；调升目标价至 75.55 元人民币**
  我们将目标价上调至 75.55 元人民币（上行空间 25%），以反映我们对 iPhone 17/可折叠手机周期、莱尼/ODM 业务整合带来的更强协同效应以及 AI 服务器零部件（连接/散热/电源）产品更积极的看法。我们将 2025-27 年每股收益预测上调 0-19%，以反映 2025 财年业绩指引、增强的协同效应和更好的利润率。我们预计，受消费电子/汽车/通信业务 2025-2027 年收入复合增速 9%/54%/47%推动，立讯精密 FY25-27E 盈利复合增速将达到 27%。总体而言，我们相信，收入结构向更高增长、更高利润的 AI/汽车板块转变，以及更强的苹果升级周期，将助推估值重估。我们将目标价上调至 75.55 元人民币，估值基础调整为基于 10 年历史平均水平的 2026 财年预期市盈率 25 倍（此前为 21 倍），以反映苹果周期的强度以及莱尼/ODM 整合的强劲执行力。近期的催化剂包括 iPhone 17 出货、汽车客户订单获取以及 AI 服务器组件产能的提升。（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。