每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- A 股放量下跌，上证指数跌 1.2%，深证成指跌 3.1%，创业板跌 3.5%。半导体和算力硬件领跌，银行尾盘相对抗跌。港股恒指跌 1.9%，恒生科技跌 3.8%，互联网和半导体承压。南向资金逆势净买入 118.12 亿港元，其中两只主要宽基 ETF 合计获净买入逾 90 亿港元，买盘集中在指数层面。11 月 1 年期 LPR 维持 3.0%，5 年期以上维持 3.5%，连续 18 个月未变。离岸人民币反弹，美元兑离岸人民币纽约尾盘报 6.675。

- 日经 225 跌 5.1%，韩国 KOSPI 跌 5.2%。隔夜美股 AI 抛售传导至日韩，软银集团跌逾 14%，三星电子跌约 7%，科技权重放大了指数跌幅。欧洲 Stoxx 600 跌 2.0%，科技领跌，银行、军工和奢侈品也明显走弱。抛售扩散至周期板块，反映市场开始担心 AI 投资放缓拖累更广泛的企业盈利。

- 美股大幅下挫，道指跌 1.9%，标普 500 跌 3.7%，纳指跌 5.3%，费城半导体指数跌约 11%。半导体、汽车和计算机硬件领跌，通讯服务、家庭用品和食品饮料逆势上涨。美国证监会据报审查英伟达的会计处理，该股跌 14.0%，美光科技跌 13.9%。Anthropic 上市次日跌 8.5%，盘中逼近发行价。芯片股和 AI 新股同步走弱，市场关注终端收入和现金流能否覆盖扩张成本。

- 美债曲线小幅牛陡，2 年期跌 13 个基点至 4.63%，10 年期跌 12 个基点至 4.92%，30 年期跌 9 个基点至 5.31%。美国 11 月密歇根大学消费者信心终值升至 51.5，一年期通胀预期从 10 月的 4.7%降至 3.7%。12 月加息 25 个基点仍是基准预期，更大幅度加息的押注降温。通胀预期回落支撑债市，股市急跌带来的避险买盘放大了收益率降幅。

- 布伦特 1 月合约涨 0.64%至 92.57 美元/桶，中东供应风险带来反弹，但过剩预期仍令布油全周跌 3.4%。现货黄金纽约尾盘跌至约 3,523 美元/盎司，现货白银跌逾 4%，伦铜跌约 3%，比特币纽约时段一度跌破 5.8 万美元。

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	22,411	-1.89	-12.56
恒生国企	7,554	-1.77	-15.25
恒生科技	3,511	-3.78	-36.35
上证综指	3,534	-1.22	-10.96
深证综指	1,925	-3.64	-23.95
深圳创业板	2,212	-3.54	-30.94
美国道琼斯	48,147	-1.93	0.17
美国标普 500	6,910	-3.70	0.95
美国纳斯达克	22,618	-5.28	-2.69
德国 DAX	24,803	-2.60	1.28
法国 CAC	7,928	-1.89	-2.72
英国富时 100	10,346	-1.02	4.18
日本日经 225	56,437	-5.06	12.11
澳洲 ASX 200	8,593	-1.58	-1.40
台湾加权	36,033	-6.23	24.41

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	52,617	-1.48	7.53
恒生工商业	10,531	-2.21	-24.11
恒生地产	18,817	-1.73	7.14
恒生公用事业	41,656	-0.47	9.55

资料来源：彭博

公司点评

■ **富途控股 (FUTU US，买入，目标价：158 美元) - 3Q 逆风加剧下净入金保持稳健**

富途公布三季度业绩，3Q26 总收入达 66.9 亿港元，同比+4.5%/环比-7.1%，得益于利息收入及其他收入稳健增长，部分抵消经纪佣金收入下滑。3Q26 净利润/ Non-GAAP 调整后净利润达 31.9 亿港元/32.7 亿港元，环比-12.4%/-12.2%（同比-1.1%/-1.2%），小幅低于我们预期 2%。

总收入符合预期，利息收入和其他收入稳健增长抵补经纪佣金下滑。经纪佣金收入 27.9 亿港元（占比 42%），同/环比-4.1%/-16.9%，主要受 3Q 交易量环比下滑和综合佣金率相对持平的共同影响，3Q26 总交易量 5.01 万亿港元，环比下降 22%，主要受港美股三季度表现疲软的影响，换手率从 2Q26 的高点回落至 19.2 倍，综合佣金率 5.6bps（对比 3Q25/2Q26：5.2bps/7.5bps）。利息收入 31.6 亿港元（占比 47%），同/环比+3.8%/+1.2%，其中银行存款和借券业务利息收入环比提升，融资业务利息收入受市场交投情绪疲软影响环比下降。其他收入 7.35 亿港元，同/环比+65.5%/+ 2.7%，得益于汇兑收益和基金销售收入增长。管理层提到 3Q26 公司低 Beta 业务收入（客户资金利息收入、基金销售、市场信息及数据服务和信托结构化产品）占比超 20%，实现环比正增长和同比双位数增幅。

3Q26 核心经营指标：1) 首次披露客户净入金数据达 345 亿港元，得益于公司产品矩阵进一步丰富及高客经营，部分冲抵 3Q26 市场波动导致客户资产市值下降的影响；3Q26 客户总资产规模 1.33 万亿港元，同比+7.6%/环比-4.6%；2）新增有资产客户数 16.3 万，同/环比-35.8%/-35.3%，低于我们的预期 17.4 万，主要受三季度中国内地存量客户清退及 Moomoo 日本受监管行政处罚限制新增获客的影响；前三季度新增有资产客户数累计 64 万，已完成全年 80 万新增目标的 80%。管理层提到中国内地有资产客户数、客户资产和收入贡献占比稳步下降；截至 3Q26，内地客户收入贡献占比已降至低双位数（1Q26: 20%），预计未来 2-3 个季度内地存量客户贡献占比的各项指标有望降至 10%以内；3）财富管理 AUM 及持有产品客户数持续增长，3Q26 财富管理业务 AUM 环比+9%至 1,964 亿港元（占比 14.7%），持有财富管理产品的客户数环比+5%至 113 万，客户渗透率升至 28.2%；4）总交易量达 5.01 万亿港元，同比+28.4%/环比-22.0%，其中美股/港股交易量 3.81/0.94 万亿港元，环比-24%/-19%，占比 76%/19%。

估值：我们认为当前股价已较为充分反映市场对各地区监管不确定性对增量获客的影响，当前公司股价交易于 9x/7x FY26E/FY27E P/E，较同业估值折价超过 50%。维持“买入”评级，FY26-28E 每股收益预测 77.0/97.1/116.4 港元和目标价 158 美元（不变），对应 13 倍 FY27E 市盈率。（链接）

■ **快手（1024 HK，买入，目标价：32.8 港元）- 3Q26 业绩：核心商业业务承压；4Q26 逆风持续**

快手公布 3Q26 业绩：总营收同比下降 11%至 316 亿元，较一致预期低 4%，主要因在线营销业务表现弱于预期（同比-11%）；受收入下滑及 AI 投入影响，公司经调整净利润同比下降 84%至 8 亿元，但较一致预期高 11%。展望 4Q26E，我们预计消费情绪疲软及宏观不确定性将持续拖累快手核心商业业务，且前置投入的 AI 投资将影响短期利润率。因此，我们将 FY26-28E 盈利预测下调 4%-10%。我们将估值窗口前滚至 FY27E，考虑到盈利与估值倍数下修，将基于分部估值的目标价下调至 32.8 港元（前值：63.8 港元）。公司当前估值具备安全边际，但在宏观不确定性下核心商业业务复苏仍需时日。维持"买入"评级。（链接）

■ **阿里巴巴 (BABA US，买入，目标价：171.6 美元) - 外部逆风下，云业务仍是核心驱动力**

阿里巴巴 2QFY27（年结于 3 月）收入为 2,715 亿元人民币，同比增长 10%，符合彭博市场一致预期。经调整 EBITA 同比增长 260%至 326 亿元人民币，高于市场预期 19%，主要受益于云业务盈利能力增强及即时零售（QC）亏损显著收窄；非 GAAP 净利润为 199 亿元人民币，同比增长 92%，但低于市场预期 29%，主因税务开支高于预期。云业务仍是最大亮点，外部客户收入同比增速加快至 64%。尽管面临外部扰动，管理层预计 FY28 云业务收入增长 30%–45%，但随着平头哥芯片供应放量，2028 自然年收入增速有望重新加快至 50%以上。管理层同时重申 2030 自然年外部云收入达到 1,000 亿美元、长期利润率超过 20%的目标，并计划于 2028 年下半年实现自由现金流（FCF）转正。我们将基于分类加总估值法（SOTP）的目标价下调 22%至 171.6 美元（前值：220.1 美元），主要反映对电商业务估值倍数的下调。我们认为，云业务收入增长仍将是推动股价表现的核心因素。维持买入评级。（链接）

■ **零跑汽车（9863 HK，买入，目标价：43 港元）- 3Q26 毛利率低于预期，成本缓解下盈利弹性突出**

3Q26 单车售价与毛利率低于预期。 3Q26 收入同比增长 63%至 317 亿元，低于我们预期 5%；毛利率环比收缩 1.7 个百分点至 10.9%，较我们预测低 1.9 个百分点，管理层归因于 A 系列占比上升、海外交付运费上升，以及最关键的原材料涨价（上半年被低成本库存缓冲）。因此 3Q26 净利润仅 0.4 亿元，较我们预期低 10.8 亿元，亦低于 3Q25 的 1.5 亿元和 2Q26 的 5.98 亿元。我们认为零跑毛利率对原材料价格比多数同业更敏感，而同一经营杠杆也可能使盈利在成本压力缓解后迎来更明显的复苏。

毛利率低点大概率已过；全年 100 万台目标在轨。我们维持 FY26E 全年销量 100 万台的预测。预计 4Q26 毛利率将受益于电池成本下降，综合考虑年末经销商返利的影响，我们预测四季度毛利率将小幅回升 0.2 个百分点至 11.1%；由此预测 4Q26 净利为 2.59 亿元，对应 FY26E 净利约 5.08 亿元。

盈利承压环境下，规模与增长的韧性更为重要。我们保守假设 FY27E 销量同比增长 20%至 120 万台（新车型与海外扩张驱动）、毛利率同比回升 1.4 个百分点至 12.6%、零跑国际贡献约 3 亿元利润，三者将共同推动 FY27E 净利同比约增 7 倍至 40 亿元。此外，新签的欧宝 C-SUV 工程开发合作（含 1 亿欧元开发及授权费及量产后核心零部件供应）也将增加高毛利盈利来源。维持买入评级，目标价下调至 43 港元，基于 13 倍 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按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告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，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，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。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

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。