

每日投资策略

行业展望及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股原材料、工业与能源领涨，医疗保健、金融与公用事业跑输，南向资金净买入 21.48 亿港元，阿里巴巴、中兴通讯与美团净买入居前，中芯国际、中海油与中国财险净卖出最多。A 股有色金属、可选消费零售与石油石化涨幅居前，环保、工贸综合与房地产跌幅最大。
- 中国 11 月 RatingDog 制造业 PMI 降至 49.9，由扩张转为收缩，但新出口订单指数显示扩张速度达到 8 个月最快。万科 20 亿元境内债本金及利息兑付计划展期一年，票面利率维持不变。预计 2026 年中国经济增长前低后高，由于 9.24 刺激和抢出口带来高基数与需求透支效应，2025 年下半年 GDP 增速连续两个季度低于 5%，2026 年一季度稳增长政策将再次发力。
- 日本股债双跌，日元升值。央行行长表示如果经济前景明确，那么 12 月将选择加息，希望将利率提高至 0.75% 后再进一步阐述未来加息路径，2026 年春季薪资谈判结果是决定未来加息空间的重要因素。日元加息和升值将打击套息交易，利空高收益债、科技股与加密货币。
- 美股下跌，公用事业、医疗保健与工业领跌，能源、信息技术与可选消费上涨。日元加息预期引发投资者对全球流动性收紧担忧，美国 ISM 制造业 PMI 显著下滑预示经济走弱，加密货币大跌打击市场风险偏好。英伟达入股 EDA 巨头新思科技，两者股价均有上涨。中概股指数逆市收涨。
- 美债收益率上升，美元指数下跌。市场盛传鲍威尔将提前辞职，特朗普将任命坚定盟友哈塞特接任美联储主席，白宫对美联储控制将利空美债和美元指数，利好大宗商品。黄金上涨，白银再创新高。油价震荡走平。比特币大跌，近 10 亿美元杠杆头寸被平。

行业展望

- **中国装备制造行业 2026 年主题：矿山机械 + 数据中心电源 + 设备更新周期**
我们认为矿山机械特别是大型矿挖与大型矿卡将于 2026 年成为中国工程机械厂商的主要增长领域，主要受益于（1）在金属价格高企、矿石品位下降及设备老化的背景下，全球矿企资本支出预计维持高位；（2）中资矿企出海将持续拉动中国品牌设备需求。我们认为中联重科、三一重工与三一国际将成为主要受益者。国内市场方面，我们预计总体设备更换周期仍将延续，且预计雅下水电项目招标进程有望于 2026E 提速，从而形成新增需求动力。在电力设备领域，我们预测 2025-30 年间全球数据中心备用发电机组需求将大增 70%，为潍柴动力切入该赛道提供良机。

向大型矿山机械领域渗透。大型矿挖与大型矿车市场一直以来由卡特彼勒、小松等国际巨头主导，主要由于其悠久的品牌积淀与世界级的发动机技术。

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	26,033	0.67	29.78
恒生国企	9,173	0.47	25.83
恒生科技	5,645	0.82	26.33
上证综指	3,914	0.65	16.77
深证综指	2,479	1.02	26.64
深圳创业板	3,093	1.31	44.40
美国道琼斯	47,289	-0.90	11.15
美国标普 500	6,813	-0.53	15.83
美国纳斯达克	23,276	-0.38	20.53
德国 DAX	23,589	-1.04	18.49
法国 CAC	8,097	-0.32	9.70
英国富时 100	9,703	-0.18	18.71
日本日经 225	49,303	-1.89	23.58
澳洲 ASX 200	8,565	-0.57	4.98
台湾加权	27,343	-1.03	18.70

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	47,866	0.37	36.23
恒生工商业	14,355	0.80	27.60
恒生地产	18,778	1.35	25.92
恒生公用事业	38,031	0.79	6.64

资料来源：彭博

但我们注意到，主要中国品牌包括中联重科、三一重工、三一国际及徐工等正通过增加大型化产品组合（电动化、智能化）与完善后市场服务网络（矿主最关注全周期使用成本）以缩小跟国际对手的差距。此外，鉴于矿山机械服务收入通常占总收入 60% 以上（工程机械仅约 30%），我们认为随着设备保有量提升，后市场收入将成为中国品牌的下一增长引擎。

非洲与巴西成为中国矿山机械的关键市场。通过分析巴西及非洲主要矿山机械品类的进口数据，我们注意到过去几年来自中国的份额持续超越美国。得益于当地丰富的矿产资源及与中国紧密的经贸关系，这些区域将继续为中国品牌提供广阔的市场空间。

国内上升周期延续，但不同设备更新阶段分化。我们预计土方机械（挖掘机与轮式装载机）的更换周期仍将持续。我们预计汽车起重机械将于 2026 年迎来明显上行周期，动力来自：（1）更换周期开始启动（周期一般滞后于土方机械）；以及（2）核电、风电等能源建设需求增长。而重卡领域因以旧换新补贴政策存在不确定性，我们判断 2026 年增速将放缓。

数据中心增长驱动备用发电机组需求。我们预测数据中心的稳健增长将带动备用内燃发电机组需求同步提升。我们预计内燃发电机组市场规模将从 2025 年约 40 亿美元扩大至 2030E 约 68 亿美元，增幅超 70%。尽管主用与备用发电机组市场目前只由少数公司包括卡特彼勒、康明斯及 MTU（劳斯莱斯旗下）等主导，但潍柴动力已成为备用电源领域快速增长的参与者。（[链接](#)）

■ **三一重工 (600031 CH/6031 HK, 买入/买入, 目标价: 人民币 27 元/29.5 港元) - 矿用挖掘机增长目标明确**

我们在最新发布的 2026 年行业展望报告中提到，海外大型矿用挖掘机以及新兴市场将成为 2026 年的增长领域。国内市场方面，我们预计增长动力将来自：（1）挖掘机更新换代驱动的上行周期；（2）起重机械需求处于早期复苏阶段。我们将三一重工 2025E-27E 盈利预测上调 2-5%，主要由于我们上调了公司销量假设，以及计入近期港股 IPO 后较高的财务收入假设。我们将估值基准滚动至 2026 年，维持 24 倍目标市盈率不变（较 2017 年以来 20 倍的历史均值高出 0.5 个标准差，以反映盈利上行周期），将 A 股目标价上调至人民币 27 元（原为 24 元）。重申“买入”评级。同时，我们把覆盖扩展至三一重工 H 股，给予“买入”评级，目标价 29.5 港元（假设相对 A 股无折让）。（[链接](#)）

■ **中联重科 (1157 HK/000157 CH, 买入/买入, 目标价: 9.20 港元/人民币 12 元) - 全系列产品线助推全球布局**

在我们最新发布的 2026 年行业展望报告中，我们认为海外大型矿山机械以及新兴市场是 2026 年的增长领域。国内市场方面，我们认为起重机械正处于复苏初期，而土方机械的上升周期仍在延续。我们相信中联重科将充分受益，基于其完整的产品组合、对新兴市场的聚焦战略以及其持续扩张的全球产能。此外，公司已推出三款人形机器人（目前已在工厂执行任务），并正稳步推进量产进程。基于我们最新的行业预测（但人形机器人业务暂未纳入模型），我们将 2025E-27E 盈利预测上调 12-15%。我们将 A 股/H 股目标价分别上调至人民币 12.0 元/9.2 港元，基于 18.6 倍 2026E 目标市盈率（A 股）及 H 股 30% 折让，重申“买入”评级。（[链接](#)）

- **潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入/买入, 目标价: 21.9 港元/人民币 22.3 元) - 预计 2026 年重卡发动机增速放缓; 关注数据中心备用电源机遇**
我们预计 2026 年重卡行业需求增速将放缓至同比增长 3% (2025E 同比增速预计为 21%)，主要由于 2025 年中以来的销售加速增长形成了较高基数。尽管如此，我们预计潍柴动力将持续受益于数据中心备用电源发动机业务的爆发式增长势头 (详见我们的 2026 年装备制造行业展望报告)。我们预计潍柴动力 2025E/2026E 年发动机总销量 (全品类) 将分别增长 8%/3% 并实现利润率扩张，主要由于 2026 年重卡需求维持高位以及高毛利数据中心发动机贡献提升。基于我们最新的行业预测，我们将 2025E-27E 盈利预测上调 1-5%，并把估值基准年滚动至 2026E 年，我们将 A 股/H 股目标价 (基于分部加总估值) 上调至人民币 22.3 元/21.9 港元。维持“买入”评级。 ([链接](#))

公司点评

- **宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 3.81 美元) - 盈利能力提升趋势延续**
宝尊电商发布 3Q25 业绩：总营收达 22.0 亿元人民币，同比增长 5%，较招银国际/彭博一致预期分别高出 2/1 个百分点；Non-GAAP 归属于普通股股东的净亏损 4020 万元，较 3Q24 的 6680 万元收窄，核心驱动为毛利率扩张及成本优化。分业务板块来看，宝尊电商业务 (BEC) 营收 18.0 亿元，同比增长 2.4%，Non-GAAP 营业利润达 2810 万元 (3Q24 为亏损 2980 万元)；品牌管理业务 (BBM) 营收 3.96 亿元，同比增长 20%，主要由 GAP 及 Hunter 品牌门店扩张带来的强劲表现驱动。我们预计，受益于运营效率提升，2025E BEC Non-GAAP 营业利润将实现 22% 的同比增长。对于 BBM，依托 GAP 的营销活动及同店销售额增长，我们将 2025 年营收增长预测从 21% 上调至 25%，同时将全年 Non-GAAP 营业亏损预测从 1.0 亿元收窄至 9400 万元。我们将估值窗口前滚至 2026E，基于 SOTP 的目标价由 3.52 美元上调至 3.81 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。