每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 11 月 17 日，A/H 股继续调整，但国产半导体逆势走强。上证指数跌 0.5%，深证成指跌 0.5%，创业板跌 1.2%，传媒、通信设备承压，半导体设备和光刻材料活跃，科创 50 涨 0.6%；港股恒指跌 1.0%，恒生科技跌 1.1%，集成电路、酒店和家电等表现较好，CPO、短视频和基础大模型表现较差。南向资金净买入 22.04 亿港元，腾讯、美团和智谱净买入居前，阿里巴巴、中银香港和药明生物遭主要净卖出。盘后商务部回应美方远程芯片限制，称若美方一意孤行将采取反制措施。人民币小幅走强，美元兑离岸人民币北京时间 18 时报 6.666。

- 日韩延续调整，日经 225 跌 1.3%，韩国 KOSPI 跌 2.6%，芯片管制升级和财报前减仓继续压制半导体权重。欧洲 Stoxx 600 跌 1.8%，科技与金融服务领跌，能源、电信相对抗跌。AI 估值压力拖累科技，德意志银行受文件泄露报道影响跌 6.0%，加重金融板块抛压，油价回升则为能源股提供缓冲。

- 美股继续下跌，道指跌 1.6%，标普 500 跌 1.0%，纳指跌 0.7%，11 大板块全线收跌。系统故障消息加剧风险规避，赛富时跌 9.4%，财捷跌 7.2%；费城半导体指数逆涨 0.3%，博通涨 2.5%。英伟达收跌 0.4%，盘后报营收 1158 亿美元、下季营收指引中值 1300 亿美元均超预期，股价一度涨超 3%。芯片企稳与软件重挫并存，市场开始按盈利兑现和经营风险重新区分 AI 资产。

- 美债曲线小幅牛陡，2Y 跌 3bps 至 4.80%，10Y 跌 2bps 至 5.10%，30Y 持平于 5.46%（0bps）。美国 10 月零售销售环比增 0.2%，高于预期的 0.1%，同比增长 6.8%；圣路易斯联储主席穆萨莱姆仍主张明年春季前多次加息，12 月加息 25bps 仍是主流定价。

- 布伦特 2027 年 1 月合约涨 0.76%至 93.14 美元/桶，海峡油轮遇袭与航运风险推动供应溢价回补，但供应过剩预期仍限制反弹。现货黄金纽约尾盘跌约 0.35%至 3842.83 美元/盎司；COMEX 12 月白银涨 1.1%至 47.357 美元/盎司。比特币纽约时段跌约 1.5%至 6.44 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	23,508	-1.03	-8.28
恒生国企	7,904	-0.97	-11.32
恒生科技	3,758	-1.14	-31.87
上证综指	3,585	-0.50	-9.68
深证综指	2,034	-0.90	-19.64
深圳创业板	2,292	-1.20	-28.44
美国道琼斯	50,759	-1.64	5.61
美国标普 500	7,341	-1.03	7.23
美国纳斯达克	24,328	-0.74	4.67
德国 DAX	26,045	-2.08	6.35
法国 CAC	8,217	-1.62	0.83
英国富时 100	10,690	-1.76	7.64
日本日经 225	58,860	-1.34	16.93
澳洲 ASX 200	8,883	-1.79	1.94
台湾加权	40,092	-2.31	38.42

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	54,635	-0.99	11.65
恒生工商业	11,150	-1.18	-19.66
恒生地产	19,370	-0.08	10.29
恒生公用事业	42,097	0.14	10.71

资料来源：彭博

公司点评

- **京东集团（JD US，买入，目标价：47.0 美元）- 宏观逆风下，核心业务经营展现韧性**

  京东公布的 3Q26 业绩整体符合预期：收入同比增长 3.5%至人民币 3,096 亿元（2Q26：同比下降 2.9%），符合我们及市场预期；受新业务大幅减亏推动，非 GAAP 净利润同比增长 43.7%至人民币 83 亿元，分别较我们及市场预期高出 4%和 3%。我们预计，消费需求疲弱，尤其是电子产品及家电需求偏弱，加上 AI 相关研发开支维持高位，将在短期内对京东零售构成压力。我们现将 Ceconomy 并表纳入预测，上调 2026-2028 年非 GAAP 净利润预测 2%-6%；但在扣除 Ceconomy 收购对价及少数股东权益后，将基于现金流折现法的目标价由 47.2 美元小幅下调至 47.0 美元。宏观逆风可能限制短期上涨空间，但京东在核心品类的竞争优势、主业盈利的稳健增长及持续的股东回报，有望为估值提供支撑。维持“买入”评级。（链接）

- **腾讯音乐（TME US，买入，目标价：15.0 美元）- 3Q26 业绩：IP 消费业务表现强劲；广告业务短期承压**

  腾讯音乐公布 3Q26 业绩：总营收同比增长 6%至人民币 89.4 亿元，略低于 Visible Alpha 一致预期的 91.4 亿元，主要因广告收入增速弱于预期；非 IFRS 净利润同比增长 2%至 24.5 亿元，较一致预期高 4%，主要得益于运营效率改善。公司进一步加强版权保护并丰富优质内容供给，AI 音乐播放量占比环比下降。展望 4Q26E，我们预计总营收同比增长 8%，主要由艺人周边商品及线下演出收入的强劲增长拉动。我们维持 FY26-28E 总营收预测基本不变，因 IP 消费业务的强劲表现被广告业务承压所抵消。我们维持基于 DCF 估值的目标价 15.0 美元。考虑公司当前稳健的基本面及股东回报，我们认为腾讯音乐当前估值（对应 9 倍 FY27E 非 IFRS PE）具备吸引力。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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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。