

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 上周五中国股市涨跌互现。港股下跌，医疗保健、能源与地产建筑领跌，原材料、可选消费与信息技术领涨，南向资金净买入 27.3 亿港元，阿里巴巴、泡泡玛特与小米集团净买入居前，中芯国际、紫金矿业与华虹半导体净卖出最多。A 股上涨，工贸综合、可选消费零售与国防军工涨幅居前，银行、煤炭与医药生物跌幅最大。国债收益率走平，人民币兑美元走强。
- 中国 11 月制造业 PMI 环比回升至 49.2，其中出口指数回升和高新技术制造业 PMI 连续 10 个月扩张是亮点，产成品库存指数再度下降表明需求疲弱推动企业去库存。非制造业 PMI 小幅回落。
- 东京核心通胀超预期支持日本央行进一步加息。11 月东京核心 CPI 同比上涨 2.8% 超出市场预期，电力价格上涨速度加快，抵消食品价格涨幅下降的影响。近期日元走弱可能加剧日本通胀压力，增加了 12 月加息概率。日本批准 18.3 万亿日元补充预算，发债计划中短债占比显著上升，因长债收益率持续上升。
- 德国 11 月 CPI 同比上涨 2.3% 低于预期，调和 CPI 同比增速意外升至 2.6% 创 9 个月新高。即将公布的欧元区通胀率可能保持在 2% 目标附近。欧央行行长称利率处于合理水平。欧央行短期将保持利率不变，明年可能降息一次。
- 美股上涨，能源、可选消费与通讯服务领涨，医疗保健、房地产与材料跑输。英伟达、甲骨文下跌，英特尔大涨，市场预期英特尔可能在 2027 年交付苹果 M 系列芯片。美国黑色星期五零售同比增长 4.1%，消费 K 型格局延续，股市持续上涨支撑富有阶层消费延续增长，但就业走弱和通胀居高令低收入家庭消费更加谨慎。
- 美债收益率回升，美元指数下跌创一周新低。黄金上涨创两周新高。比特币冲高回落。原油下跌。白银大涨，中国库存位于近十年低位，供应趋紧和美联储降息预期提振银价。铜价创历史新高，大量精炼铜因关税预期流向美国，加剧其他地区供应短缺。

公司点评

- 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 141.0 港元) - 外卖业务投入或已见顶; 通过创造价值提升核心用户心智份额
美团发布 3Q25 业绩: 营收 955 亿元人民币, 同比增长 2.0%, 较招银国际预期/彭博一致预期低 2%; 调整后净亏损达 160 亿元 (2024 年第三季度: 128 亿元净利润), 尽管因外卖行业竞争激烈程度超市场预期, 该数值低于 140 亿元亏损的市场一致预期, 但优于我们此前预测的 166 亿元亏损。2025 年第四季度至今, 行业竞争环比有所缓和, 我们认为美团外卖业务的投入已于 2025 年第三季度见顶。尽管外卖行业竞争态势仍存变数, 且美团到店业务面临的竞争日益加剧, 但提升核心用户群心智份额的战略将助力美团更好地实

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	25,859	-0.34	28.91
恒生国企	9,130	-0.38	25.24
恒生科技	5,599	0.02	25.31
上证综指	3,889	0.34	16.02
深证综指	2,454	0.96	25.36
深圳创业板	3,053	0.70	42.54
美国道琼斯	47,716	0.61	12.16
美国标普 500	6,849	0.54	16.45
美国纳斯达克	23,366	0.65	21.00
德国 DAX	23,837	0.29	19.73
法国 CAC	8,123	0.29	10.05
英国富时 100	9,721	0.27	18.93
日本日经 225	50,254	0.17	25.97
澳洲 ASX 200	8,614	-0.04	5.58
台湾加权	27,626	0.26	19.93

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	47,687	-0.63	35.72
恒生工商业	14,242	-0.15	26.59
恒生地产	18,528	-0.94	24.24
恒生公用事业	37,731	0.01	5.80

资料来源: 彭博

现长期增长。我们认为，美团高价值外卖订单的订单贡献占比高于同行，且运营效率更优，这将使其在外卖业务上与同行保持 UE 利润优势。考虑到美团为提升核心用户价值所增加的投入，以及 Keeta 在新国家扩张导致新业务短期亏损可能超出我们此前预期，我们将基于 DCF 的目标价下调 9%至 141.0 港元（WACC：11.0%，永续增长率：2.5%，维持不变），对应 19x 2027E PE (non-GAAP)。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策。

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员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。