

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 中国股市回升，港股能源、金融和必选消费领涨，原材料与可选消费收跌。南向资金净买入 54.72 亿港元，小米、中海油与中移动净买入规模居前，中芯国际、阿里与华虹半导体净卖出较多。老铺黄金大跌，中国非投资型黄金生产商可抵扣增值税率从 13% 降至 6%，成本将增加 7%，可能削弱黄金饰品需求。A 股传媒、煤炭与石油石化涨幅居前，有色金属、家电和综合企业跑输市场。中国股市 11 月可能处于盘整阶段，完成风格切换，反内卷概念股、低估值价值股与防御性板块可能跑赢。
- 中国银行间 7 天逆回购利率降至 1.4%，10 年国债收益率 1.79%，美元兑人民币反弹，商品期货涨跌互现。财政部成立债务管理司，将不新增隐性债务作为铁律。万科美元债下跌，深圳地铁要求万科为 203.73 亿元人民币贷款提供抵押物。博裕资本拟以 40 亿美元收购星巴克中国业务最多 60% 股权，星巴克保留 40% 股权并继续拥有星巴克品牌。
- 美股涨跌互现，可选消费、信息技术与医疗保健领涨，材料、必选消费与金融领跌。制造业 PMI 下滑显示经济走弱，对经济周期更加敏感的道指下跌。但以科技股为主的纳指上涨，亚马逊大涨 4%，因与 OpenAI 达成价值 380 亿美元协议为后者提供算力支持；英伟达收涨 2%，白宫批准微软在阿联酋使用英伟达芯片建设 AI 数据中心，总投资 152 亿美元，但否决了黄仁勋对解除中国最先进芯片销售限制的游说。
- 美债收益率回升，10 年国债收益率创 3 周新高。美国公司债市场被降级的债券增加，今年约 420 亿美元公司债从投资级降至垃圾级，高于去年的 60 亿美元，预示潜在信用风险可能上升。美元指数连续回升创 3 个月新高，ISM 制造业 PMI 数据公布后转跌。金价上涨，加密货币大跌。油价升至一周高位，OPEC+ 决定明年暂停增产。
- 美国经济继续呈现 AI 科技火热但传统制造和消费走弱格局。10 月 ISM 制造业 PMI 降至 48.7%，连续八个月萎缩，新订单指数下降显示需求走弱，物价支付指数显示通胀降温。第三季度瓦楞纸箱出货量跌至 2015 年以来同期最低，预示消费品需求可能走弱，包装企业称经济不确定性降低消费者支出意愿和零售商信心。

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	26,158	0.97	30.40
恒生国企	9,259	0.98	27.01
恒生科技	5,922	0.24	32.55
上证综指	3,977	0.55	18.64
深证综指	2,521	0.44	28.77
深圳创业板	3,197	0.29	49.27
美国道琼斯	47,337	-0.48	11.26
美国标普 500	6,852	0.17	16.50
美国纳斯达克	23,835	0.46	23.43
德国 DAX	24,132	0.73	21.21
法国 CAC	8,110	-0.14	9.88
英国富时 100	9,701	-0.16	18.70
日本日经 225	52,411	0.00	31.37
澳洲 ASX 200	8,895	0.15	9.02
台湾加权	28,335	0.36	23.01

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	46,988	2.09	33.73
恒生工商业	14,662	0.37	30.33
恒生地产	18,265	1.53	22.48
恒生公用事业	36,811	0.43	3.22

资料来源: 彭博

公司点评

■ 海尔智家 (6690 HK, 买入, 目标价: 29.05 港元) - 虽然 26 财年指引十分稳健, 但我们的看法仍然偏向审慎

重申 25 财年指引, 我们对 25 财年 4 季度仍有信心。管理层重申了 25 财年下半年及 25 财年的销售高个位数增长与净利润 10% 以上增长。鉴于 25 财年 3 季度表现不错, 我们对公司 25 财年 4 季度的销售与净利增长仍然较有信心。

另外, 公司公布了 26 财年指引。尽管公司具备多重增长与利润驱动因素, 但我们的看法更趋保守。管理层对 26 财年给出中至高单位数销售增长 (此前为高单位数) 与净利润 10% 以上增长 (不变) 的指引。我们认同增长的来源, 但为审慎起见, 考虑到宏观的超预期风险, 目前仅对 26 财年期预期 5% 销售增长与 9% 净利增长。

26 财年仍拥有相当多的增长动力 (如空调、卡萨帝、海外、市场与运营数字化带来的效率提升等)。

- 空调业务: 管理层对未来 3-5 年 10% 以上销售增长有信心, 增长点包括: 1) 研发能力持续升级 (更贴近终端客户); 2) 明星产品/爆品策略与套系化的交叉销售; 3) 存货数字化带来的销售提升 (让线下可售 SKU 更多、线上分销无需持货亦可转化); 4) 海外市场 (尤其是新兴市场) 快速发展。利润方面, 中期营运利润率有望由约 4% 提升至约 8%, 受惠于: 1) 供应链爬坡 (自产比重提升与规模效应); 2) 采购/制造/物流的数字化加深; 3) 渠道效率改善 (更短交付、更快响应、更精准触达); 4) 高端化 (功能与外观升级、高端品牌与品类占比提升)。

- 卡萨帝品牌: 管理层目标 26 财年实现 15% 以上销售增长, 增长点包括: 1) 行业领先的创新与品质; 2) 拓展空调、净水、厨电等品类并强化套系化的交叉销售; 3) 高端体验店的扩张 (今年在高线城市新增 100 家); 4) 线上行销加速; 5) 服务升级 (优化现有「7 星级」服务包并新增功能)。

- 海外市场: 对中期增长与利润改善乐观。美国市场方面, 预计 25 财年下半年降息后销售增速改善。欧洲市场则在去年改革与并购后延续较快增长。新兴市场有望提速, 因为: 1) 产品、行销与渠道更深本地化; 2) 自中国派驻更多人才主导策略; 3) 销售与库存管理数字化。利润方面更具把握: 1) 当前营运利润率仍低、追赶空间大 (欧洲/美国约 3%/6%, 仍低于中国约 8%); 2) 美国市场产品高端化; 3) 欧洲通过精简低效人员与产能提升效率; 4) 新兴市场持续本地化, 包括埃及、巴西及亚洲的新建/扩建产能落地。

维持买入, 但下调目标价至 29.05 港元, 按照 26 财年 11 倍预测市盈率 (从 12 倍下调, 以反映行业增速或放缓)。我们微调 25/26/27 财年净利润预测 +0.4%/+0.4%/+0.3%, 以反映: 1) 毛利率优于预期; 2) 少数股东权益低于预期。凭藉一流的执行力, 空调业务增速仍显著跑赢行业; 叠加卡萨帝高韧性增长与海外在市占与利润率的潜力, 对其达成 25 财年目标仍有信心。但鉴于宏观风险 (如 26 财年刺激不及预期, 引发需求与信心走弱、或各类进口关税上调), 对 26 财年预测维持保守预测。在当前估值仅相当于 25 财年 10.3 倍、26 财年 9.5 倍预测市盈率的背景下, 维持买入评级, 目标价为 29.05 港元 (基于 26 财年 11 倍预测市盈率)。

25 财年 3 季度业绩好于预期。海尔智家 25 财年 3 季度营收同比增长 10% 至 776 亿元人民币, 较招银国际/彭博预期高 5%/4%。净利润同比增长 13% 至

53.4 亿元人民币，较招银国际/彭博预期高 6%/2%。业绩超预期的主因包括：1) 空调销售增长超预期（30%以上，高于招银国际预期 10%以上）；2) Leader 品牌加速（25 年前三季度 25%以上，高于上半年的 15%以上）；3) 毛利率优于预期；4) 少数股东权益低于预期。分区域看，25 财年 3 季度中国/海外增速为 11%/8%（较 25 财年 2 季度的 10%/11%呈「内地加速、海外略放缓」）。分市场看，北美/欧洲/南亚/澳新/东南亚/日本/中东分别约 0%/30%/26%/1%/15%/10%/60%。（[链接](#)）

■ **中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 31 港元) – 3Q25 盈利近乎翻倍；上修新业务价值全年增长预期**

中国人寿 3Q25 业绩亮眼，归母净利润在去年高基数基础上近乎翻倍达 1,260 亿元，同比增长 92%，带动前 9 月归母净利润提升至 1,678 亿元，同比增长 61%。公司三季度盈利增速优于同业，主要得益于保险服务业绩和投资服务业绩增长的双轮驱动。其中，保险服务业绩受益于 3Q25 市场即期利率上行，10 年期国债利率三季度环比上行 22.7 个基点，带动保险服务费用下行。三季度公司保险服务费用同比下降 79%至 75 亿元（3Q24: 362 亿元），推动保险服务业绩同比增长 2.1 倍至 470 亿元，创下季度新高。投资服务业绩受益于 3Q25 权益市场大幅上涨的行情，三季度沪深 300/恒生指数上行 18%/16%，公司 3Q25 增配公开市场权益资产（预计 2,300 亿元）并加大成长/科技类股票配置，抓住市场主升浪行情，增厚投资收益。公司前 9 个月公司保险资金投资组合的总投资收益同比增长 41%至 3,686 亿元，其中 3Q25 总投资收益同比增长 73%；前三季度年化总投资收益率 6.42%，同比增长 1.04 个百分点。前三季度公司新业务价值可比口径下增长 41.8%，较 1H25 的 20.3%增速大幅提升，我们预计 3Q25 新业务价值可比口径下或超越翻倍增长，其中，首年新单保费同比增长 53%，价值率或在预定利率下调和产品结构调整下持续提升。展望 4Q25E，去年同期利率大幅下行导致保险服务业绩下降的低基数效应或驱动盈利增速上行。

考虑到公司三季度盈利大幅上行，我们将 FY25-27E 每股盈利预测上调至 6.03/4.41/4.95 元，并上修全年新业务价值增长预测至 38%。公司目前股价交易于 0.4 倍 FY25E P/EV，维持“买入”评级，上调目标价至 31 港元，对应 0.5 倍 FY25E P/EV 和 1.24 倍 FY25E P/B。（[链接](#)）

■ **中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 23.6 港元) – 承保和投资双向驱动，全年车险及非车 COR 指引有望达成**

中国财险 3Q25 业绩强劲，归母净利润同比增长 91.5%至 158 亿元，带动前 9 个月净利润同比增长 50.5%至 403 亿元，得益于承保盈利改善和投资收益显著增长的驱动。3Q25 保险服务业绩同比大幅提升 3.28 倍至 53 亿元，投资服务业绩同比增长 61%至 166 亿元。前 9 个月综合成本率同比改善 2.1 个百分点至 96.1%，其中车险/非车 COR 分别同比改善 2.0/2.5 个百分点至 94.8%/98%，推动承保盈利同比增长 1.31 倍至 149 亿元，达到我们此前全年承保盈利预测 150 亿元的水平。3Q25 综合成本率为 98.6%（招银国际预计），同比下降 3.3 个百分点，带动承保盈利转正至 18.5 亿元（3Q24: 承保亏损 26 亿元）。车险和非车承保盈利改善主要得益于公司持续加强费用管控，预计 3Q25 COR 均呈费用率下降抵消赔付率上行的趋势。在 3Q25 权益市场强劲表现推动下，前三季度公司总投资收益达 359 亿元，同比增长 33%；总投资收益率（未年化）为 5.4%，同比增长 0.8 个百分点；3Q25 投资服务

业绩达 166 亿元，同比增长 61%。公司三季度适度增配权益类资产，预计对权益资产配置结构及权益资产占总投资规模占比进一步改善。截至 1H25，公司在 TPL 股票/基金/OCI 股票占比分别为 2.4%/4.6%/6.8%，其中 TPL 权益占比 7% 较低于同业，预计 3Q25 公司对 TPL 股票投资规模及占比进一步提升。考虑承保及投资优异表现，我们将 FY25-27E 每股盈利预测上调 11%/6%/6% 至 1.86/1.94/2.17 元，对全年车险 COR 预测下修至 95.1%（前值：95.8%），非车险 COR 预测维持 99%，达成全年低于 96%/99% 的 COR 指引目标。预计非车险报行合一非车 COR 的改善效应在 FY26E 逐步显现。当前公司股价交易于 1.35x FY25E P/B。维持“买入”评级，上调目标价至 23.6 港元（前值：21.6 港元），对应 1.7 倍 FY25E P/B。（[链接](#)）

■ **比亚迪电子（285 HK，买入，目标价：43.54 港元）- NDR 会议要点：苹果/AI 服务器/汽车业务将推动 2026 年收入快速增长。**

上周我们为比亚迪电子举办了业绩后的 NDR 会议，主要讨论第三季度业绩、2026 年指引及行业展望。总体而言，投资者对三方面感兴趣：1) 公司的北美主要客户规划的产品路线图；2) AI 服务器产品路线图/时间表（特别是 GB300/Rubin）；以及 3) 汽车业务的展望及出货量。管理层对 2026 年收入增长及毛利率改善持正面看法，主要驱动力包括：1) 美国客户的折叠屏手机规格升级（相关收入同比+50%）；2) 汽车业务扩张（收入同比+20%），伴随渗透率提升（智能驾驶、悬架）及赢得海外客户；以及 3) AI 服务器业务（销售额目标 50 亿元人民币），涉及国内 ODM 及 GB200/300 零部件。总体而言，我们认为 2025 年是公司过渡之年，多项业务将在 2026 年加速推进。目标价为 43.54 港元，对应 16.2 倍 2026 年预期市盈率。近期的催化剂包括 iPhone 出货量超预期、AI 服务器产品上量以及毛利率改善。（[链接](#)）

■ **贝克微（2149 HK，买入，目标价 93.00 港元）- 指数纳入、战略新定位、四季度提价能力；维持买入评级**

恒生指数公司宣布将“恒生资讯科技业指数”更名为“恒生半导体产业主题指数”，并将贝克微纳入新成份股，计划于 2025 年 11 月 7 日生效。我们认为此举对贝克微构成结构性利好，有望通过潜在被动资金流入提升市场流动性，并吸引主动型资金关注。维持“买入”评级，目标价不变，为 93 港元。

2025 年 10 月 31 日，恒生指数公司宣布对其行业指数体系进行战略性优化。此举旨在提升港股半导体产业链公司的可投资性及主题明确度。新纳入成份股如贝克微，将受益于更高的投资者关注度、更强的主题识别度及潜在的被动资金流入，尤其是在新 ETF 及结构性产品推出后。被纳入这一专属半导体主题指数，有助于贝克微的估值更紧密地与全球半导体板块接轨。（[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。