

每日投资策略

宏观及公司首发

全球市场观察

- 中国股市反弹，港股可选消费、综合与必选消费领涨，电讯、公用事业与能源跑输，南向资金净卖出 54.4 亿港元，恒生中国企业、盈富基金与中芯国际净卖出规模居前，阿里、华虹半导体与小米获得较多净买入。A 股电气设备、家庭用品与硬件设备领涨，电信服务、钢铁与石油石化下跌。债券价格走平，商品价格小幅下跌，人民币兑美元回升。
- 在中美贸易冲突升级之际，美元/人民币汇率中间价与市场价价差扩大，显示央行稳汇率态度。9 月新增贷款依然疲弱，因家庭购房需求和企业资本支出依然较弱，但 M1 增速仍处于回升通道，显示商业活动改善。9 月企业新发放贷款和个人新增住房贷款的加权平均利率均为 3.1%，相比去年同期延续下降，贷款供给相对充裕。
- 中美贸易冲突升级将降低市场风险偏好，引发前期涨幅较大板块回调。在未来双方开启实质性会谈后，市场风险偏好可能再次回升。中国宏观政策可能在 11-12 月再度发力，央行可能再次降准降息，财政扩张力度可能加大，新的消费政策可能出台，国债收益率、股市和人民币汇率可能走高，我们相对看好互联网、医疗、工业、原材料、必选消费和高股息板块。
- 美股反弹，地产、公用事业与通讯服务领涨，材料、工业与金融下跌。银行财报亮眼，摩根士丹利和美国银行分别收涨近 5% 和逾 4%。芯片指数上涨，AMD 大涨超 9%，但英伟达盘初上涨后转跌。美国陆军公布核能开发计划，核能股暴涨。微软签订 140 亿美元欧洲 AI 云大单。媒体曝光 OpenAI 下一个五年规划：新收入、新融资、新硬件支撑万亿美元算力支出，公司今年营收有望达到 90 亿美元，明年营收可能翻近两倍。
- 美国两年国债收益率先降后升，美元指数连续跌至一周低位。美联储褐皮书显示 9 月初以来经济活动变化不大，就业总体稳定，关税推高物价，消费支出略有下降。美联储统计银行体系准备金跌破 3 万亿美元，银行体系流动性从充裕向合理转变，美联储结束缩表时机成熟。
- 黄金连创历史新高，白银反弹，加密货币下跌，铜价先涨后跌。原油价格延续弱势，贸易冲突升级打击需求前景与市场风险偏好，而加沙停火协议和 OPEC+ 增产加剧市场对原油供大于求预期。

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	25,911	1.84	29.17
恒生国企	9,251	1.89	26.90
恒生科技	6,075	2.57	35.97
上证综指	3,912	1.22	16.72
深证综指	2,478	1.56	26.60
深圳创业板	3,026	2.36	41.29
美国道琼斯	46,253	-0.04	8.72
美国标普 500	6,671	0.40	13.42
美国纳斯达克	22,670	0.66	17.40
德国 DAX	24,181	-0.23	21.46
法国 CAC	8,077	1.99	9.43
英国富时 100	9,425	-0.30	15.32
日本日经 225	47,673	1.76	19.50
澳洲 ASX 200	8,991	1.03	10.19
台湾加权	27,276	1.80	18.41

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	44,474	1.35	26.57
恒生工商业	14,858	2.21	32.07
恒生地产	18,292	0.61	22.66
恒生公用事业	36,677	0.83	2.84

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济 - 信贷仍较疲软，流动性延续宽松

9 月社会融资规模超出市场预期，但增速依然走弱。政府债券发行进一步放缓，显示财政支持力度可能减弱。实体经济信贷需求依然疲弱，家庭和企业部门人民币贷款增速均有所下降，因房地产市场和企业资本支出不振。M1 增速继续反弹，显示商业活动改善。展望未来，央行将保持流动性宽松以促进信贷增长。我们预计 2025 年第四季度 LPR 将下调 10 个基点，存款准备金率将下调 50 个基点。（[链接](#)）

■ 中国经济 - 上游行业价格回升

9 月 CPI 同比小幅回升，食品价格反弹，核心 CPI 增速 1% 升至近期高位，表明消费需求正在缓慢复苏。PPI 降幅收窄，主要因为上游采矿业价格明显回升，但下游消费品价格依然低迷。

近期总理座谈会明确未来政策重点包括加大宏观政策逆周期调节力度、扩大内需和推进反内卷。在贸易关系更趋紧张和零售与房地产销售增速可能大幅放缓背景下，需求侧刺激和供给侧去产能对支持经济复苏和价格回升尤为必要。

我们预计 2025 年第四季度将迎来政策宽松窗口，LPR 将进一步下调 10 个基点，存款准备金率将进一步下调 50 个基点，财政政策将加大对消费和房地产市场支持。2025 年 CPI 可能维持在 0.2% 不变，PPI 可能从 2024 年的 -2.2% 下降至 2025 年的 -2.5%，而四季度 CPI 和 PPI 同比增速可能分别从三季度的 -0.2% 和 -2.9% 回升至 0.3% 和 -2.3%。（[链接](#)）

公司首发

- **富途控股 (FUTU US, 首次覆盖-买入, 目标价: 224 美元) - 全球领先的一站式金融服务供应商, 驭浪加密交易新纪元; 首次覆盖给予“买入”评级**
- 富途是全球领先的科技驱动型一站式金融服务平台，业务范围遍及全球八大市场，通过旗下富途牛牛和 Moomoo 为客户提供证券交易、财富管理、市场数据及资讯和企业服务。我们认为其核心竞争优势在于：1) 以科技驱动为保障的卓越用户体验，2) 全球化战略的跨市场协同效应，3) 四大核心业务正向闭环，以及 4) 加密基础设施布局构建结构性长期增长动能。富途作为互联网券商，其不断丰富产品矩阵和技术迭代能力是推进全球市场扩张、驱动付费用户数增长和净资产流入、提升盈利稳定性的核心动力。我们预计公司 FY25-28E 营业收入和 Non-GAAP 净利润的年复合增速为 12%/14%，得益于有资产客户数增长和持续改善的经营效率。

我们首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 224 美元，核心投资逻辑包括：1) 全球化布局高速增长，背靠香港的优势经验，扩展至 7 大海外市场，跨市场协同效应显著。2) 经纪、两融、财富管理和企业服务四大核心业务正向循环，以港股美股经纪业务起家，将财富管理打造成第二增长曲线，ToC 业务赋能 ToB 企业客户拓展。2022-2024 年，公司经纪收入、利息收入和其他业务收入年复合增速分别为 23%/44%/50%。3) 加密基础设施布局构建长期结构性增量。公司目前在香港、新加坡和美国市场提供加密货币现货交易；

截至 2Q25，公司代客持有的虚拟资产 AUM 达 40 亿港元，环比增长 40%；我们预计到 2027 年，公司代客持有的虚拟资产 AUM 有望达到客户总资产的 8%-10%，贡献 24-31 亿港元增量收入。4) 公司相较于同业的估值折价有望随海外市场贡献度的提升而进一步改善。历史上，富途的 P/E 较同业存在 30%-40% 的折价，当前股价交易于 FY25E/26E 19x/17x P/E，较同业折价超过 45%，估值具备吸引力，短期回调创造买入时点。

我们预计 FY25-28E EPS 分别为 67.8/75.5/85.8 港元。基于 DCF 和目标市盈率，我们给予目标价 224 美元，对应 FY25E/26E P/E 26.0x/23.3x，首次覆盖给予“买入”评级。短期催化剂包括：1) 四季度关税逆风影响后，港美股交易量及虚拟资产价格回升；2) 美联储降息落地推升市场风险偏好；3) 3Q25 业绩披露等。

潜在风险：1) 特朗普关税影响港美股市场交投情绪及风险偏好；2) 中国 CRS 税务申报对存量内地客户现有资产和投资交易活动的影响；3) 行业竞争加剧，公司将面临来自 Robinhood 和蚂蚁收购耀才证券后在香港及新加坡市场的直接竞争，或影响获客及市场份额的提升；4) 美联储利率政策变动超出市场预期等。（[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。