每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- A/H 股表现分化。上证指数跌 1.4%，深证成指跌 2.7%，创业板指跌 4.1%，半导体、传媒领跌，白酒、医药和港口航运相对强势；港股恒指涨 1.5%，恒生科技涨 0.3%，消费和能源领涨，集成电路、生物科技和黄金珠宝收跌。蒙牛乳业涨逾 9%。南向资金净卖出 35.60 亿港元，连续 13 日流出，智谱、中芯国际和中海油净买入居前，泡泡玛特、中国人寿和快手净卖出居前。政策方面，五部门发布消费基础设施建设指导意见，支持商业设施更新和服务消费设施建设，着力改善供给。人民币继续走强，美元兑在岸人民币收于 6.656，离岸盘中触及 6.649。

- 日韩股市重挫，日经 225 跌 2.1%，韩国 KOSPI 跌 3.5%，美国科技巨头财报利空向亚洲半导体链传导，三星电子跌 3.0%，SK 海力士跌 7.1%。日本央行维持利率在 1.25%，仍保留年内加息可能，政策对估值的支持有限。欧洲 Stoxx 600 跌 0.4%，科技板块领跌，市场集中下调 AI 硬件投资回报预期；传媒板块逆势上涨，环球音乐流媒体订阅收入改善提供支撑。

- 美股明显下跌，道指跌 1.1%，标普 500 跌 1.8%，纳指跌 2.9%，费城半导体指数跌 7.2%。英特尔四季度指引不及预期，股价重挫 28.6%；亚马逊跌 1.4%，全年 2,200 亿美元资本开支计划及负自由现金流继续受到质疑，英伟达跌 4.2%。科技、工业领跌，能源、必需消费和公用事业上涨。AI 订单仍在增长，但市场更关注收入能否覆盖资本开支和融资成本。收益率下降仍未带动科技股企稳，盈利兑现和估值压力成为主要约束。

- 美债曲线牛陡，2 年期跌 5 个基点至 4.56%，10 年期跌 4 个基点至 4.94%，30 年期跌 1 个基点至 5.31%。美国三季度就业成本指数环比增长 0.8%，低于前季 0.9%，工资增幅降至 0.7%，劳动力成本压力有所缓和。达拉斯联储主席洛根仍主张至少再加息两次、每次 25 个基点。工资降温叠加股市避险买盘推动短端走强，油价上涨和加息预期则限制长债涨幅。

- 布伦特 12 月合约到期日涨 2.4%至 117.64 美元/桶，创半年新高，霍尔木兹航运和中东能源设施风险继续推高供应溢价。COMEX 11 月黄金跌 3.3%至 3,885.7 美元/盎司，同月白银跌 5.9%至 49.10 美元/盎司，科技股抛售带来的平仓和补保证金压力拖累贵金属。比特币在周五亚洲时段一度跌破 7.7 万美元，币安安全事件加剧抛压。

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	23,294	1.46	-9.11
恒生国企	7,862	1.37	-11.80
恒生科技	3,755	0.29	-31.93
上证综指	3,599	-1.44	-9.32
深证综指	2,057	-2.65	-18.71
深圳创业板	2,414	-4.13	-24.65
美国道琼斯	51,770	-1.09	7.71
美国标普 500	7,580	-1.82	10.73
美国纳斯达克	25,437	-2.86	9.44
德国 DAX	25,818	-0.85	5.42
法国 CAC	7,969	-0.01	-2.21
英国富时 100	10,730	0.07	8.04
日本日经 225	63,290	-2.12	25.73
澳洲 ASX 200	8,908	0.18	2.22
台湾加权	45,212	-2.49	56.10

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	53,571	1.46	9.48
恒生工商业	11,133	1.39	-19.77
恒生地产	19,172	2.12	9.17
恒生公用事业	40,447	2.11	6.37

资料来源：彭博

公司点评

- **Coinbase（COIN US；买入；目标价：205.0 美元）- 3Q26 业绩：业务与市场环境回暖**

  Coinbase 公布 3Q26 业绩：总营收环比基本持平于 12.2 亿美元，符合一致预期；经调整 EBITDA 环比增长 60%至 3.33 亿美元，高于一致预期的 2.86 亿美元，主要得益于运营费用的管控。公司还将 FY26 调整后费用指引下调约 1 亿美元至 41.5 亿-43.0 亿美元。尽管加密市场情绪偏弱，Coinbase 在其三大优先事项（Everything Exchange/稳定币与支付/链上资产）仍取得稳健进展，其中预测市场、衍生品及订阅服务合计已占公司净收入 60%以上。考虑新业务的强劲增长，我们将 FY26-28E 总营收预测上调 2%-3%。我们将估值窗口前滚至 FY27E，并维持基于分部估值的目标价 205.0 美元。维持"买入"评级。（链接）

- **亚马逊（AMZN US；买入；目标价：300 美元）- AWS 增长加速，底层盈利能力持续改善**

  亚马逊 3Q26 收入为 2,019 亿美元，同比增长 12.1%，符合市场预期；营业利润同比增长 61.2%至 281 亿美元，高于市场预期 7.7%。AWS 收入增速加快至 39.3%（3Q25：20.2%；2Q26：36.8%），营业利润率同比提升 4.1 个百分点至 38.7%。管理层预计，2027 年和 2028 年 AWS 收入每年均可增长超过 40%，主要支撑来自核心云及 AI 服务的强劲需求、提前锁定的容量预订，以及 5,780 亿美元的积压订单。考虑到在线商店业务增长假设趋于温和，我们下调 2026-2028 年收入预测 0-1%，但基于更强的盈利能力，上调营业利润预测 3-5%。目标价由 301 美元调整至 300 美元，对应 16.9 倍 2026 年预测 EV/EBITDA（前值：17.2 倍），与过去三年的历史平均水平一致。维持买入评级。（链接）

- **潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH；买入；目标价：44.70 港元/38.9 元人民币) - AIDC 发电机组增长确定；回调后估值具备吸引力**

  在业绩电话会中，潍柴动力透露，AIDC 发电机组的交付进展顺利，并有信心在未来 2-3 年在供应短缺的背景下维持稳定的平均售价。电力相关业务（包括非 AIDC 业务）在 3Q26 占总利润的 30%，较 9M26 的 25%进一步上升，成为利润增长驱动力。在重卡发动机方面，通过深化与中国重汽（3808 HK，买入）、一汽解放（000800 CH，未评级）和福田（600166 CH，未评级）等合作关系，潍柴有信心在未来享受重卡出口增长的机会。鉴于 AIDC 发电机组的确定性，我们继续看好潍柴。潍柴目前的估值仅为 2026 年预测 EV/EBITDA 的 5 倍，低于 6 倍的历史平均水平，我们认为并未反映 AIDC 发电机组的增长潜力。我们维持对潍柴的“买入”评级，基于分部估值法（SOTP）的目标价分别维持 44.7 港元/38.9 元人民币不变。潍柴仍然是我们资本品行业的首选股。（链接）

- **三一国际(631 HK；买入；目标价：15.80 港元) - 业绩后回调过度；海外矿卡增长前景仍然稳固**

  在上周五（10 月 30 日）发布 3Q26 业绩后，三一国际的股价大跌 16%。我们认为，市场主要担心毛利率收窄以及矿卡销售增速放缓（同比增长 48%，而 2Q26 同比增长 1.6 倍）。然而，我们认为此次回调表现过度，原因在于：

  1. 利润率收窄主要源于收入结构的改变，而非定价能力的削弱；
  2. 海外矿卡的销售增长前景依然稳固，2027 年预测销售目标（含税）为 100 亿元人民币（2026 年预测为 80 亿元人民币）。

尽管由于我们下调掘进机、锂电、油气设备的利润预测，并将 2026-28 年预测盈利下调了 4%至 8%，但我们对三一国际在海外大型矿卡领域的结构性渗透以及港口机械的稳健增长仍持乐观看法。我们将估值基期滚动至 2027 年，并基于 14 倍市盈率（P/E）给予新目标价 15.8 港元，目标倍数基于历史平均水平加 1 个标准差，以反映矿用设备行业的上行周期 (此前基于周期峰值估值的目标市盈率 20 倍）。（链接）

- **长城汽车（2333 HK/601633 CH；买入；目标价：8.5 港元/18.2 元人民币）- 3Q26 低于预期，海外本地化为后市关键**

3Q26 毛利率下滑致业绩低于预期。收入同比降 5.7%至 578 亿元、低于我们预期 3.0%；毛利率同比降 1.1 个百分点、环比降 1.0 个百分点至 17.3%，较此前预测低 1.1 个百分点，管理层归因于国内新车型上市期的促销与爬坡成本，海外毛利率保持健康；销管及研发合计费率环比降 1.0 个百分点至 10.9%，优于预测 0.2 个百分点；净利润 13.62 亿元，同比降 40.8%、环比降 10.4%，低于我们预期 36%。

海外本地化扩张对冲关税并支撑长期上行。前九个月海外市场约占公司批发总量的 52%，本地生产车辆占海外交付的 35%-45%；管理层预计全年海外产能达 25 万-30 万台（含俄罗斯、巴西、泰国全工艺制造工厂 22 万台），FY27E 继续扩张；保加利亚 KD 工厂形成战略卡位，以应对欧盟即将对中国混动车加征的关税；管理层认为海外增长潜力仍大，本地生产车辆的盈利能力长期将优于整车出口，有望超市场预期。

盈利预测下调，维持买入。我们预计 4Q26E 销量环比升 9.3%至约 37 万台（H10、新蓝山及欧拉车型支撑），但年终奖计提或令毛利率环比降 1.1 个百分点、费用率环比升 2.7 个百分点；假设收到 20 亿元俄罗斯报废税返还，4Q26E 净利润有望同比升 7.8%至 13 亿元。因出口退税下调、电池消费税上升与报废税返还的不确定性，我们把 FY26E 与 FY27E 净利润预测均下调 30%至 53 亿元/64 亿元。维持买入，H 股目标价由 14 港元下调至 8.5 港元，仍基于 10 倍 FY27E 市盈率；A 股目标价按 150%的 A/H 溢价调整至 18.2 元人民币。（链接）

- **友邦保险(1299 HK；买入；目标价：112 港元) – 3Q 高基数逆风落地; 预期 4Q 新业务价值增势回暖**

友邦公布 9M/3Q26 经营业绩。3Q26 集团 VONB 同比下降 5%/4%（固定/实际汇率）至 14.15 亿美元，小幅低于我们的预期（招银国际预测：-4%/-3%, 链接）；9M26 集团 VONB 同比+5%/+7%（固定/实际汇率）至 46.27 亿美元。三季度集团 VONB 增速下滑主要受友邦中国及香港于去年 7-8 月高基数效应的影响(3Q25: 友邦中国/香港 VONB 同比+27%/+40%)；9 月，集团 VONB 同比+25%，我们维持此前的观点：3Q 新业务价值增长放缓为季度性扰动，预计 4Q 集团 VONB 增速在较低基数背景下有望修复。3Q26 新业务价值率同比+5.3 个百分点至 63.5%，创下疫情后最高季度水平，得益于中国内地市场产品结构向保障型转型的驱动;年化新单保费(ANP)同比-13%至 22.37 亿美元，主要受去年同期高基数的影响。

分市场看，3Q26 友邦中国/香港 VONB 同比下滑 33%/3%；友邦香港继 7 月保费高基数后，8-9 月 VONB 同比+20%；其中本地市场增长稳健，内地访客需求仍具备韧性，3Q26 内地访客 VONB 较 2024 年一季度均高出双位数百分比。3Q26 大中华区以外（除内地及香港外）市场 VONB 同比+18%，其中，友邦泰国/新加坡/马来西亚/其他市场同比+9%/+22%/+10%/+14%，有效对冲了中国内地及香港市场 VONB 同比下滑的影响，进一步凸显公司地域多元化策略的优势。

我们预计集团 FY26E VONB 同比+10%，对应 4Q26 同比+21%（招银国际预测，实际汇率），4Q26 友邦香港/内地 VONB 增速有望反弹，基于 1）4Q 基数常态化；2）居民储蓄及承保需求具备韧性；3）友邦中国保障型产品占比增加利好价值率提升；4）4Q 业绩增长诉求强劲，伴随内地启动 2027 年开门红销售准备。

估值：公司股价交易于 1.1 倍 FY26E P/EV 和 2.2 倍 FY26E P/B，未来 12 个月股东回报率 4%；截至 10 月 30 日南下持仓占比升至 4.95%，创历史新高，南下持续净流入有望成为公司股价中长期的增量支撑。维持“买入”评级，目标价 112 港元/股（不变），对应 1.7 倍 FY26E P/EV。（链接）

- **南微医学（688029 CH；买入；目标价：93.52 元人民币）- 3Q26 海外高增延续**

南微医学 9M26 实现营收 25 亿元（+5.7% YoY），归母净利润 4.16 亿元（-18.3% YoY），主要受约 1.05 亿元汇兑损失拖累；剔除汇兑及相关税务影响后，调整后净利润同比增长 4.8%至 5.03 亿元。

海外业务保持强劲增长。3Q26 海外收入约 5.9 亿元（+20% YoY，恒定汇率+25%），占总收入约 75%。其中美洲同比增长 35%，受益于产品覆盖扩大及 CONMED 三条产品线收购后的渠道拓展。

国内业务短期承压，但政策风险有望逐步出清。3Q26 国内收入约 2 亿元（-38.4% YoY），主要因第七批全国集采前渠道主动去库存，我们预计目前渠道库存已基本出清。公司在第七批国采中 21 个品类中标，有利于后续份额的巩固提升。虽然短期收入和毛利率压力不可避免，但我们认为本次国采已基本消除未来几年国内价格的不确定性，预计国内业务有望于 2027E 触底并于 2028E 恢复稳健增长。

盈利预测与评级：我们下调 FY27-28E 归母净利润至 6.0 亿元/7.33 亿元，以反映集采带来的毛利率压力。同时将 DCF 估值基准从 FY26E-35E 滚动至 FY27E-35E（WACC 及永续增长假设不变），得出目标价 93.52 元，维持买入评级。（链接）

- **迈瑞医疗（300760 CH；买入；目标价：214.84 元人民币）- 海外稳健+国内环比改善，2027E 增长有望加速**

迈瑞医疗 3Q26 实现营收 93.5 亿元（+2.9% YoY，恒定汇率+6.0%），9M26 营收 271 亿元（+4.9% YoY，恒定汇率+7.4%）。3Q26 净利润 25.2 亿元（-2.5% YoY），9M26 净利润 75.6 亿元（-2.5%/-3.2% YoY），主要反映汇兑损失及原材料成本上升；剔除汇兑影响后，3Q26/9M26 净利润分别同比增长 1.8%/6.3%。

海外业务仍是主要增长驱动力。9M26 海外收入 144 亿元（+11.0% YoY，美元口径 +16.0%），占总收入 53%。欧洲市场引领增长，拉美和亚太也保持较快增长。国内业务展现韧性。3Q26 国内收入约 45 亿元（-1% YoY），但环比增长 2.0%。其中国内 IVD 环比增长 4%，免疫诊断环比增长 7%。公司在生化、免疫和凝血领域的合计市场份额从 1H25 的 10%提升至 3Q26 的 15%。9M26 国内 TLA 新订单和装机分别近 400 台和 300 台，已超过 FY25 全年水平，有望支撑未来试剂放量。此外，9M26 新兴业务收入 47 亿元（+20.5% YoY），占比达 17.5%，其中微创外科和介入均增长超 20%，外科高值耗材收入翻倍，PFA 手术量超 1 万例，我们认为新兴业务正成为迈瑞中期盈利增长越来越重要的驱动力。随着渠道去库存预计于年底基本完成，我们认为 2027E 国内增长将有所改善，主要由 IVD 份额提升和新兴业务持续扩张带动。

盈利预测与评级：我们小幅下调盈利预测以反映原材料成本压力，并将 DCF 估值基准从 2026E-34E 滚动至 2027E-34E，得出目标价 214.84 元（WACC 9.1%，永续增长率 3.0%），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。