

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- 10 月 13 日（周二），A 股探底回升。上证指数涨 0.10% 至 3,800.86 点，深证成指跌 0.25% 至 12,353.70 点，创业板跌 0.18% 至 2,958.34 点。AI 硬件修复，覆铜板和光模块领涨，军工、航运、油气和煤炭走强。银行、保险、动力电池、CRO 和光伏领跌。万得全 A 跌 0.01%，成交额 1.69 万亿元。粤芯半导体上市首日涨 223%。港股恒指涨 0.30% 至 24,345.22 点，恒生科技跌 0.79% 至 4,136.63 点，恒生中国企业指数涨 0.08%。石油石化、运输和有色金属走强，半导体、AI 和医药走弱。南向资金净卖出 4.57 亿港元。宏观方面，1~8 月服务贸易总额 50,701.6 亿元，同比增长 7.9%。其中出口 19,996.1 亿元，增长 14.8%，逆差较上年同期收窄 1,451.2 亿元。IMF 将中国 2026 年经济增速预期下调至 4.5%。美元指数跌 0.38% 至 102.20，离岸人民币升值 18 点，美元兑离岸人民币收于 6.693。
- 日韩股市大跌。日经 225 跌 1.82% 至 67,777.52 点，铠侠跌 13.28%，东京电子跌 7.15%。韩国 KOSPI 跌 5.46% 至 6,035.35 点，为 8 月以来最低，较历史高点回落约 34%，并触发 sidecar 机制。SK 海力士跌 10.09%，三星电子跌 7.39%。今年以来外资累计流出超 1,300 亿美元。欧洲 Stoxx 600 跌 0.10% 至 635.02 点，德国 DAX 跌 0.07% 至 25,259.90 点，法国 CAC40 跌 0.07% 至 7,827.63 点，英国富时 100 跌 0.06% 至 10,650.33 点。地缘局势推升油价，美债收益率高企和法国财政赤字担忧压制风险偏好。
- 美股三大指数小幅收跌，道指跌 0.35% 至 51,670.10 点，标普 500 跌 0.02% 至 7,805.45 点，纳指跌 0.15% 至 27,204.38 点。半导体设备和存储板块走弱，应用材料跌 6.69%，美光科技跌 3.62%。Meta 涨 2.63%，英伟达涨 0.97%，科技七巨头指数涨 0.44%。银行股三季报后普遍收跌。中概股小幅走强，霸王茶姬涨 4.59%，理想汽车涨 3.07%，纳斯达克中国金龙指数涨 0.14%。
- 美债收益率全线下降，长端降幅更大。2 年期收益率降 1.27bps 至 4.79%，10 年期降 3.16bps 至 5.21%，30 年期降 3.42bps 至 5.56%。纽约联储主席威廉姆斯表示，今年或再加息一次，目前认为明年没有必要加息，AI 和能源以外未见广泛价格压力。波士顿联储主席柯林斯预计年底前再加息一次，并表示数据中心建设正推升通胀。联储理事沃勒表示，长端美债收益率上升正在收紧住房和汽车等利率敏感领域的金融条件。IMF 将 2026 年全球经济增速预期上调 0.1 个百分点至 3.1%。
- 布伦特原油跌 0.34% 至 106.29 美元/桶，WTI 涨 1.12% 至 94.79 美元/桶。获利了结和 OPEC+ 9 月增产限制油价涨幅。特朗普表示将很快就伊朗问题作出决定。OPEC 月报将 2026 年全球石油需求增速预期由 38 万桶/日下调至 18 万桶/日。沙特阿美 CEO 表示，全球原油库存接近“危险”低位，恢复正常约需两年。COMEX 黄金期货跌 0.15% 至 4,184 美元/盎司，白银期货跌 1.85% 至 59.40 美元/盎司。地缘紧张推升加息预期，压制贵金属。LME 铜跌 0.43% 至 14,556 美元/吨。比特币涨 1.65% 至约 8.31 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	24,345	0.30	-5.01
恒生国企	8,175	0.08	-8.29
恒生科技	4,137	-0.79	-25.01
上证综指	3,801	0.10	-4.23
深证综指	2,329	0.08	-7.98
深圳创业板	2,958	-0.18	-7.64
美国道琼斯	51,670	-0.35	7.50
美国标普 500	7,805	-0.02	14.02
美国纳斯达克	27,204	-0.15	17.05
德国 DAX	25,260	-0.07	3.14
法国 CAC	7,828	-0.07	-3.95
英国富时 100	10,650	-0.06	7.24
日本日经 225	67,778	-1.82	34.64
澳洲 ASX 200	8,784	0.01	0.80
台湾加权	48,341	-1.95	66.90

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	54,605	0.85	11.59
恒生工商业	11,871	-0.08	-14.46
恒生地产	19,025	1.25	8.33
恒生公用事业	40,072	0.92	5.38

资料来源: 彭博

行业点评

■ 资本品 - 9 月份土方机械出口增长理想；国内挖掘机销量增速回升

最新动态：中国工程机械工业协会于 10 月 12 日发布了 9 月份土方机械销售数据。挖掘机和装载机的出口量均同比增长 21%。挖掘机国内销量同比增长 7%，较 7 月和 8 月约 4% 的增速有所回升。9 月份装载机国内销量同比增长 14%，增速与 8 月接近。在高油价背景下，电动机型的销量持续激增。装载机的电动化率保持在 33% 的高位（国内市场：59%，出口市场：10%），而挖掘机的电动化率则达到 1.2%（国内市场：2.2%，出口市场：0.5%）。

分析：鉴于近期市场对中国需求的担忧，挖掘机国内销量增速的边际改善应有助于提振市场情绪。在出口方面，销量的持续增长印证中国品牌在新兴市场的渗透进展顺利，特别是高油价为推动电动机型的出口提供了良好机遇。

选股建议：经过近期板块回调后，考虑到估值合理、高股息率以及良好的增长前景，我们预计三一重工（6031 HK / 600031 CH，买入）、中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）和恒立液压（601100 CH，买入）将重新获得市场关注。同时，我们继续看好三一国际（631 HK，买入），主要考虑到其大型矿卡在海外市场的渗透率不断提升。（[链接](#)）

■ 必选消费 - 美妆电商数据跟踪：9 月大盘增速放缓，毛戈平和林清轩表现突出

我们追踪的美妆电商 GMV（淘天、抖音、京东）从 8 月同比增长 1.8% 转为 9 月下降 0.6%，品牌表现继续分化。毛戈平（1318.HK，未评级）受益于彩妆增长和护肤回升，增速加快至 42.9%；林清轩（2657.HK，未评级）延续较快增长，同比增长 32.2%；珀莱雅在低基数支持下恢复至基本持平。双十一将是观察需求韧性和品牌增长持续性的重要窗口。个股方面，我们建议关注珀莱雅（603605.CH，买入）基本面修复带来的估值重估机会。

双十一前大盘增速放缓。据魔镜数据，9 月淘天、抖音、京东美妆 GMV 合计同比下降 0.6%，8 月为增长 1.8%。护肤增速从 3.6% 放缓至 0.5%，彩妆降幅从 2.0% 扩大至 2.7%。9 月处于七夕与双十一之间的促销淡季，双十一的观察意义更大。今年促销继续主打简单的立减，降低消费者决策成本，部分平台的活动窗口有所缩短：抖音活动期比去年缩短六天，京东启动时间比去年晚三天。我们将持续关注大促期间的需求及品牌增长表现。

国内重点公司表现进一步分化。1) 毛戈平：9 月 GMV 同比增长 42.9%，高于 8 月的 17.7%，抖音增长 64.2% 构成主要驱动。彩妆增长 48.4%，护肤从 8 月下降 3.3% 转为增长 24.9%，增长动力从核心彩妆业务扩展至护肤。2) 林清轩：延续较快增长，9 月同比增长 32.2%，8 月为 30.5%，主要由销量增长 26.4% 及 ASP 提升 4.6% 带动。3) 珀莱雅：9 月追踪品牌合计 GMV 基本持平，同比增长 0.3%，好于 8 月下降 5.0%。主品牌在较低基数下，从 8 月下降 3.2% 转为增长 6.4%；彩棠仍承压，同比下降 22%。4) 巨子生物（2367 HK，买入）：保持双位数增长，9 月同比增长 14.0%，8 月为 15.5%，两大品牌走势分化。可复美增速从 11.1% 提升至 15.5%，部分受益低基数。可丽金增速从 36.0% 放缓至 7.2%，主要受抖音、京东拖累，两平台 9 月分别下降 1%、2%，8 月则分别增长 50%、40%。5) 上美股份（2145 HK，未评级）：仍然承压，集团 GMV 降幅从 8 月的 26.0% 扩大至 9 月的 33.4%，韩束降幅也从 28.9% 扩大至 39.8%。

海外品牌：皮肤学级护肤表现较好，高端护肤仍有分化。欧莱雅集团（OR FP，未评级）追踪品牌合计 GMV 增速从 8 月的 8.8% 提升至 9 月的 18.1%，兰蔻、巴黎欧莱雅，以及皮肤学级护肤品牌修丽可、适乐肤，贡献了约 75% 的同比净增量。雅诗兰黛集团（EL US，未评级）9 月同比增长 1.6%，8 月为 0.4%。主品牌增长 11.1%、汤姆福特增长 65.0%，但海蓝之谜同比下降 18.4%，主要受淘天表现拖累，抵消了其他品牌的部分增长，反映出高端美妆品牌之间的表现分化。（[链接](#)）

公司点评

■ 京东（JD US, 买入，目标价：47.2 美元）- 短期逆风或持续

我们预计京东（JD）3Q26 总收入为人民币 3,081 亿元，同比增长 3.0%，基本符合彭博一致预期；非 GAAP 净利润为人民币 80 亿元，同比增长 38%，主要受外卖业务亏损收窄推动。我们预计新业务分部经营亏损将于 3Q26 收窄至人民币 95 亿元（2Q26：亏损人民币 99 亿元）；其中，外卖业务经营亏损预计环比进一步收窄至人民币 57 亿元（2Q26：人民币 61 亿元）。我们将 2026 年京东零售（JDR）收入/经营利润预测下调 1%/2%，以反映超出预期的宏观逆风。我们认为，集团盈利增长的可见度提高，以及股东回报提升，仍是股价的主要驱动因素。我们将基于 DCF 估值的目标价微调至 47.2 美元（此前为 48.3 美元），对应 2027 年预测非 GAAP 市盈率 12 倍。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 个月的潜在涨幅在-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策。

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风险。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，请与我们联系。

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》(新加坡法律第 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》(新加坡法律第 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。