

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 港股因假期休市，A 股上涨，电气设备、有色金属和非银金融领涨，银行、日常消费零售和医疗设备及服务下跌。商品期货涨跌互现，债券价格小幅上涨，人民币兑美元持续走强。基金三季报显示，中央汇金对宽基指数 ETF 持仓基本保持不变，仅对部分行业 ETF 微调，持有 ETF 规模达到约 1.55 万亿人民币。因风险偏好回升，内地债券基金三季度经历超 5000 亿份净赎回。
- 中国国资委发起并委托国新管理的央企战略性新兴产业发展专项基金启动，首期规模 510 亿人民币，支持央企强基补链和布局前沿科技，重点支持人工智能、航空航天、高端装备、量子科技等战略性新兴产业和未来能源、未来信息、未来制造等未来产业。中国保险行业协会例会专家认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.9%。9 月中国车企在欧洲乘用车市场份额升至 7.4%，其中在插混市场份额达到 20%，首次超越韩国品牌。中美元首将在韩国 APEC 会议期间举行会晤。
- 在日本新首相上任后可能施压日本央行维持低利率之际，美国财长敦促日本政府给予日本央行政策空间，此举意味着日本央行加息将获得美国支持，日元兑美元走强。日本央行本周四将公布最新利率决议，预计此次会议可能维持利率不变，12 月可能加息。
- 韩美敲定贸易协议，韩国承诺对美投资 3500 亿美元，美国维持对韩 15% 全面关税，对韩汽车零部件关税从 25% 降至 15% 与欧盟和日本持平，美国承诺半导体关税水平不会使韩国处于不利地位，韩国药品关税获得最惠国待遇地位。
- 美股涨跌互现，信息技术、通讯服务与能源领涨，地产、必选消费与材料领跌。英伟达再创新高，市值突破 5 万亿美元。Meta 一次性税费导致季度盈利暴跌 83%，预计明年资本支出大增可能突破 800-850 亿美元甚至更高，盘后股价大跌。微软上季营收大增近 20%，但 Azure 云业务增长不够亮眼，AI 支出大超预期，盘后下跌。谷歌母公司三季度业绩全面超预期，云业务亮眼，上调资本支出至最多 930 亿美元，盘后大涨。支付巨头西联汇款宣布明年推出 USDPT。OpenAI 预计到 2029 年将消耗 1150 亿美元，而今年收入预计仅为 130 亿美元，资金缺口巨大，OpenAI 与微软分手正式转型为公共利益公司（PBC），将为未来 IPO 铺平道路。
- 美联储再次降息 25 个基点符合市场预期，但鲍威尔发表鹰派言论称，就业市场疲软并未持续加剧，职位空缺表明最近四周就业市场保持稳定，经济形势尚未明显恶化，高关税正在推动某些商品涨价，委员们对 12 月是否再次降息存在较大分歧，降息并非板上钉钉。市场对 12 月降息概率预期从 95% 跌至 65%，美股、美债、黄金、数字货币盘中一度急跌，美元拉升。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,346	0.71	31.34
恒生国企	9,376	0.13	28.61
恒生科技	6,093	0.55	36.38
上证综指	4,016	1.67	19.83
深证综指	2,550	2.37	30.29
深圳创业板	3,324	4.81	55.22
美国道琼斯	47,632	0.90	11.96
美国标普 500	6,891	1.46	17.15
美国纳斯达克	23,958	3.25	24.07
德国 DAX	24,124	-0.48	21.17
法国 CAC	8,201	-0.30	11.11
英国富时 100	9,756	1.15	19.37
日本日经 225	51,308	4.07	28.61
澳洲 ASX 200	8,926	-1.03	9.40
台湾加权	28,295	2.77	22.83

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	46,182	1.92	31.43
恒生工商业	14,959	0.11	32.97
恒生地产	18,480	0.74	23.92
恒生公用事业	36,854	0.31	3.34

资料来源: 彭博

- 加拿大央行如期降息 25 基点，称当前利率合适，大幅下调经济增长预期，2025 年 GDP 增速预测从 1.8% 降至 1.2%，2026 年 GDP 增速预测从 1.8% 降至 1.1%，因美国高关税和贸易保护打击加拿大依赖对美出口经济。加拿大政府表示将努力推动出口市场多元化。

行业点评

- **中国互联网 - 3Q25 游戏市场更新：预计头部公司 3Q25 业绩稳健**
 3Q25 中国网络游戏市场营收同比下降 4% 至 880 亿元，主要受高基数效应影响，去年上线的《DnF 手游》和《黑神话：悟空》营收回归常态（数据来源：伽马数据）。9M25 中国网络游戏市场营收同比增长 7% 至 2560 亿元，主要得益于常青游戏稳健表现以及《三角洲行动》、《燕云十六声》等新游的增量贡献。游戏版号审批速度有所加速，2025 年至今已有 1441 款游戏获批，已超过 2024 年全年审批数量（1417 款）。得益于产品创新、更友好的监管环境及海外市场机遇，我们看好 2H25 以及 2026 年网络游戏行业前景。游戏行业内我们首选腾讯（700 HK）和网易（NTES US），主因两家公司 2026 年优质的游戏储备及良好的游戏运营能力。（[链接](#)）

公司点评

- **安踏（2020 HK，买入，目标价：105.30 港元）- 25 财年指引虽已下调，但我们的看法保持审慎**
 2025 年 10 月零售流水走势承压。管理层指出，10 月上旬零售增长偏弱，中旬有所改善；但今年双 11 初期表现不算理想。不过，新品牌虽同样面临挑战，其跟踪数据仍维持快速且健康。

下调安踏零售流水增长目标，维持 FILA 与其他品牌不变。据此，25 财年指引调整为：安踏零售增长由中个位数降至低个位数；FILA 维持中个位数；其他品牌维持 40% 或以上。

安踏主品牌风险主要在于销售增长。我们观察到：1) 25 财年 2 季度与 25 财年 3 季度零售增长弱于公司指引，25 财年 4 季度截至目前亦偏失望；2) 宏观不确定性高，全年同业竞争加剧；3) 电商业务改革持续带来掣肘；4) 大部分的新店型表现尚可，但扩张速度不及预期；5) 安踏超级店的开发与扩张进度慢于预期。不过利润方面，营运利润率 20%-25% 仍可实现，考虑到：1) 渠道库存健康，零售折扣压力可控；2) 随着与中国奥委会合作于年内结束，广告和营销费用可调整并转向（或加大对其他国家队赞助）；3) 海外扩张相关费用也会比较克制。

维持“买入”评级但下调目标价至 105.30 港元（前值：118.55 港元），基于 19 倍 26 财年预测市盈率（之前为 21 倍，新的倍数反映指引下调与宏观逆风加剧）。我们将 25/26/27 财年净利预测下调 1%/2%/2%，以反映：1) 25 财年 3 季度线下同店销售增长与电商增长低于预期；2) 毛利率弱于预期（尤其 FILA）。当前估值约为 15 倍 26 财年预测市盈率，较 5 年均值 25 倍不算苛刻，维持“买入”。需留意短期风险：1) 宏观环境恶化；2) 安踏与 FILA 改革耗时或超预期；3) 若李宁与耐克明年加大投入，竞争或再升级。

对 FILA 的零售增长仍有信心，但毛利率前景略有隐忧。我们之所以认为 FILA 仍可兑现增长目标是因为：1) 自 2024 年末启动的改革持续见效（网球、高尔夫、功能与鞋类表现领先）；2) 电商运营优化，增速快于同业（淘宝+天猫持续改善，抖音保持高速）；3) 专业网球投入加码（成为中国网球公开赛独家赞助，并于 2025 年 9 月签约运动员布云朝克特为首位代言人）；4) 更多店型、加速门店焕新。然而，要达成 25%-30% 营运利润率仍有风险：1) 库存去化与零售折扣压力上升（库存累积）；2) 电商占比持续提高（或进一步稀释整体毛利，但对营运利润率影响相对较小）；3) 消费力下滑超预期（或抑制高端、功能与专业产品销售）。

其他品牌的强劲势头延续至 25 财年下半年。25 财年 3 季度其他品牌零售增长约 45%-50%（迪桑特约 30%、可隆约 70%），与 25 财年 2 季度的 50%-55% 接近，基本符合我们预期。得益于 25 财年 3 季度及 10 月至今的稳健增长，目前实现 25 财年 40% 或以上目标的可能性较高。除扩店外，迪桑特聚焦滑雪、铁人三项与高尔夫，可隆聚焦户外，将持续提升门店效率与电商增长。

安踏 25 财年 3 季度零售流水增长符合偏保守预期。25 财年 3 季度安踏零售流水实现低个位数增长，与 25 财年 2 季度相近，亦低于中个位数指引，但符合招银国际与市场此前偏保守的判断。分结构看，成人/童装（含线上线下）为低/中单位数；电商高个位数，快于线下；跑步与户外表现最佳，篮球仍偏弱。拖累因素包括天气不利、需求偏弱、线下流量不足、电商部门改革、线上市场促销加剧，以及新店型扩张慢于预期。

FILA 25 财年 3 季度零售增长亦符合预期。25 财年 3 季度为低个位数，较 25 财年 2 季度的中个位数放缓，低于中个位数指引，但符合招银国际预期。分结构看，成人/童装/Fusion（含线上线下）为中单位数/中单位数/持平；电商高单位数，并快于线下；网球与高尔夫持续领先。

25 财年 3 季度库存与零售折扣水平均走弱。受行业与公司因素影响，安踏 25 财年 3 季度库销比达 5 个月或以上（25 财年 3 季度对比 24 年同期低于 5 个月），FILA 约 6 个月（对比去年同期约 5 个月）。更重要的是，安踏零售折扣在 25 财年 3 季度线下同比持平、线上同比加深约 2 个百分点；FILA 压力更大，线下/线上折扣同比分别扩大大约 2/1 个百分点。（[链接](#)）

■ 新东方 (EDU US, 买入, 目标价: 76.0 美元) - 1QFY26 业绩和指引符合预期；提升盈利能力与股东回报

新东方发布 1QFY26 财报：总收入同比增长 6% 至 15.2 亿美元，符合市场预期；非 GAAP 营业利润同比增长 11% 至 3.36 亿美元，较一致预期高 4%，主要得益于运营效率提升及审慎的教学点扩张。展望 2QFY26E，管理层预计总收入同比增长 9%-12% 至 11.3 亿-11.6 亿美元，受 K-12 业务营收增速加快所推动，整体收入增长重新提速。同时公司维持 FY26 全年营收指引不变为 51.5 亿-53.9 亿美元（同比增长 5%-10%）。我们将 FY26-28E 总营收预测上调 2-3% 以反映良好的 K12 业务表现，也将基于 SOTP 的目标价上调至 76 美元（前值：70.0 美元）。考虑到公司稳健的营收增长前景及可观的股东回报（约占市值 5%），我们维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **浙江鼎力（603338 CH，持有，目标价：人民币 48 元）- 3Q25 净利润同比下降 15%，低于预期**

浙江鼎力 3Q25 净利润同比下降 15% 至人民币 5.42 亿元，主要原因是营收增长缓慢以及费用增加。低于预期的盈利表现印证我们对高空作业平台总体需求疲软，以及鼎力缺乏海外产能扩张计划以规避关税和反倾销/反补贴税的谨慎观点。我们认为市场一致预期存在下调风险。我们的目标价维持在人民币 48 元不变，基于 12.8 倍的 2025 年预期市盈率（较三年平均市盈率低 0.5 个标准差），维持“持有”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。