每日投资策略

宏观点评、行业点评

全球市场观察

- A/H 股分化。上证指数涨 0.5%，深证成指涨 1.3%，创业板涨 3.1%，光模块、PCB 和算力硬件领涨，海外光收发器进口限制预期缓和推动风险溢价修复；港股恒指跌 1.0%，恒生科技跌 1.4%，光通信逆势大涨，权重互联网和汽车股承压。南向资金净买入 45.72 亿港元，美团净买入居前，腾讯和中国宏桥遭主要净卖出。盘后央行三季度货政报告重申适度宽松，强调加力实施资本市场支持工具。人民币小幅走强，美元兑离岸人民币降至 6.673。

- 日韩股市继续修复，日经 225 涨 1.3%，韩国 KOSPI 涨 2.6%，半导体需求预期与低位回补共同驱动，三星电子涨 3.6%，SK 海力士涨 5.4%。欧洲 Stoxx 600 涨 0.7%，创收盘新高，科技、能源板块走强；西门子能源上调利润率目标并大幅提高分红，带动电力设备。AI 订单验证与油价反弹提供盈利支撑，财报兑现推动欧洲上涨。

- 美股 AI 交易回暖，道指涨 0.5%，标普 500 涨 1.3%，纳指涨 1.6%，科技和能源领涨，可选消费收跌。CoreWeave 涨 24.7%，超预期业绩及未来三个月约 90 亿美元客户预付款预期缓解融资担忧，Anthropic IPO 超额认购也提振板块情绪。英伟达收涨 2.9%，盘后却因董事会拟更换 CEO 的报道一度跌超 8%。短期现金来源改善降低了 AI 融资尾部风险，但管理层变动与持续资本开支仍使行业估值修复面临反复。

- 美国现金债市因退伍军人节休市。当日缺乏重要宏观数据，市场继续消化周二偏强 CPI 及联储鹰派表态，12 月加息至少 25bps 已充分计价，加息 50bps 概率约 13%。

- 布伦特 2027 年 1 月合约涨 1.39%至 92.76 美元/桶，伊朗拒绝外运浓缩铀、重开海峡条件仍严，削弱了短期达成协议的预期；但沙特产量恢复限制了油价反弹空间。现货黄金跌约 1.2%至 3,984.37 美元/盎司，美元走强与加息预期压制金价；铜涨 1.0%，铝涨 1.9%，铝现货对三个月期货溢价一度升至 147 美元/吨，库存紧张推动局部供给溢价。比特币纽约尾盘回升至约 7.46 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	24,316	-0.98	-5.13
恒生国企	8,171	-1.14	-8.33
恒生科技	4,027	-1.41	-26.99
上证综指	3,681	0.46	-7.26
深证综指	2,184	1.16	-13.71
深圳创业板	2,572	3.11	-19.70
美国道琼斯	52,486	0.49	9.20
美国标普 500	7,619	1.31	11.30
美国纳斯达克	25,466	1.60	9.57
德国 DAX	26,663	1.20	8.87
法国 CAC	8,333	0.66	2.25
英国富时 100	10,835	0.78	9.10
日本日经 225	61,249	1.31	21.67
澳洲 ASX 200	9,153	0.27	5.04
台湾加权	44,257	3.62	52.80

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	55,143	-0.95	12.69
恒生工商业	11,728	-1.03	-15.49
恒生地产	19,841	-1.12	12.98
恒生公用事业	41,792	-0.14	9.90

资料来源：彭博

宏观点评

■ **美国经济 - 能源成本传导推动通胀超预期**

10 月整体通胀涨势放缓，但核心通胀黏性仍强。CPI 环比由 0.6%降至 0.4%，核心 CPI 连续第三个月上涨 0.3%，均高于市场预期。能源环比涨幅收窄是整体通胀降温的主要推动，但食品、除交通工具外核心商品、休闲服务和公共交通服务等价格涨幅扩大。价格压力正向更多分项扩散，背后可能是前期能源成本通过物流运输和服务运营等环节向终端传导。

近期油价回落有望减轻后续通胀压力，但前期能源成本的滞后传导仍需观察。数据公布后市场完全计价 12 月加息可能，对 27 年底前加息幅度预期从 50bp 小幅升至 70bp。由于油价已率先回落，我们倾向于预计 12 月加息 25bp，并于明年暂停加息，因基数效应可能推动 CPI 同比增速在 27 年 3 月后快速降至 2%以下。（链接）

行业点评

■ **消费行业 - 美妆电商观察：护肤带动 10 月大盘回暖，毛戈平、林清轩延续较快增长，珀莱雅增速提升**

大盘：我们追踪的美妆电商 GMV（淘天、抖音、京东）26 年 10 月同比增长 5.7%，呈现回暖，但品类分化进一步扩大：护肤同比增长 9.5%，带动大盘改善；彩妆同比下降 5.6%，进一步走弱，反映出双十一期间护肤囤货需求集中释放。分渠道看，抖音同比增长 10.7%，贡献约八成的 GMV 净增量；淘天同比小幅增长 3.3%，京东同比下降 4.3%。

重点国内公司：毛戈平（同比+34.4%）和林清轩（同比+32.1%）表现突出。毛戈平展现出跨品类、跨渠道的增长韧性：彩妆在行业疲软背景下保持增长，护肤增速提升，各渠道均实现稳健增长。珀莱雅（同比+8.7%）受强劲预售表现及低基数支撑，增速回升；主品牌恢复增长（同比+9.3%），花知晓（同比+43.2%）及 Off & Relax（同比+63.5%）贡献显著增量。巨子生物增速明显转负，10 月同比下降 7.0%，而 9 月增长 14.0%，主要受可复美及淘天渠道拖累。上美股份（同比-27.5%）仍然承压。

海外品牌：高端护肤表现强于大众护肤及彩妆。欧莱雅集团 GMV 同比增长 11.2%，增速较上月放缓，赫莲娜（同比+51.6%）和修丽可（同比+19.2%）表现相对较好，巴黎欧莱雅（同比-16.7%）表现偏弱。雅诗兰黛集团同比增长 18.2%，增速较 9 月明显提升；主品牌（同比+16.1%）及海蓝之谜（同比+32.7%）增长较强，魅可（同比-1.3%）和倩碧（同比-6.2%）表现落后。资生堂集团恢复正增长（同比+13.3%），CPB 肌肤之钥同比增长 29.0%，贡献约九成的 GMV 净增量；资生堂主品牌降幅收窄至 2.2%。

重点个股：毛戈平（1318 HK，未评级）和林清轩（2657 HK，未评级），并建议关注珀莱雅（603605 CH，买入）基本面修复带来的估值重估机会。（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。