每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- A/H 股再度调整。上证指数跌 0.3%，深证成指跌 0.7%，创业板跌 0.8%，国产 GPU 与传媒承压，晶圆制造逆势走强，科创 50 涨 1.8%；两市成交降至 1.31 万亿元，续创年内低位。港股恒指跌 1.9%，恒生科技跌 2.3%，腾讯控股绩后跌近 7%，AI 投入与现金流压力继续压制平台估值。南向资金净买入 39.58 亿港元，腾讯、中芯国际获主要净买入，阿里巴巴、中银香港和贝壳遭主要净卖出。中俄美元首宣言提出增加成品油供应、维护能源稳定流动。离岸人民币盘中一度贬至 6.700，为 10 月中旬以来低位。

- 日韩延续反弹，日经 225 涨 0.7%，韩国 KOSPI 涨 1.4%，Anthropic 上市预期推动 AI 硬件回补。欧洲 Stoxx 600 跌 0.9%，食品饮料、医疗等防御板块领跌，科技相对抗跌，部分芯片设备股受 AI 新股需求支撑。此前涨幅较大的防御板块出现获利回吐，医药公司的销售指引和并购消息亦增加抛压，显示减仓已超出科技领域。

- 美股高开低走，道指跌 2.2%，标普 500 跌 2.0%，纳指跌 2.3%，11 大板块全线下跌。Anthropic 首日较发行价涨 17.1%，但明显回吐开盘溢价；英伟达跌 3.3%，CoreWeave 跌 6.1%。AMD 遭做空机构质疑循环融资与现金储备后跌 7.7%，公司否认相关指控。

- 美债曲线小幅牛陡，2 年期跌 4 个基点至 4.76%，10 年期跌 3 个基点至 5.04%，30 年期跌 1 个基点至 5.40%。费城联储 11 月制造业指数由 20.9 降至 6.3，但投入价格指数升至 58.2，需求降温与成本压力并存。古尔斯比未排除更大幅度加息，加息预期仍有支撑。美债反弹主要由避险需求和股债资金调整推动。

- 布伦特 2027 年 1 月合约基本持平于 91.98 美元/桶，海峡油轮触雷消息一度推高油价，但库存回升与过剩预期令涨幅回吐。现货黄金跌 1.7%至 3,661.51 美元/盎司，现货白银跌 2.6%；比特币纽约时段跌约 2.2%至 6.16 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	22,842	-1.95	-10.88
恒生国企	7,690	-1.86	-13.72
恒生科技	3,649	-2.33	-33.84
上证综指	3,578	-0.28	-9.86
深证综指	1,998	-1.47	-21.08
深圳创业板	2,293	-0.79	-28.40
美国道琼斯	49,097	-2.19	2.15
美国标普 500	7,176	-2.02	4.83
美国纳斯达克	23,879	-2.25	2.74
德国 DAX	25,464	-1.06	3.97
法国 CAC	8,081	-0.81	-0.84
英国富时 100	10,453	-0.93	5.25
日本日经 225	59,444	0.71	18.09
澳洲 ASX 200	8,730	-1.04	0.19
台湾加权	38,427	-4.40	32.67

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	53,406	-1.27	9.14
恒生工商业	10,770	-2.47	-22.40
恒生地产	19,147	-0.95	9.02
恒生公用事业	41,854	-0.83	10.07

资料来源：彭博

行业点评

- **资本品板块 2027 年展望：逆风中的机会**

发电机组：市场目前普遍认为 2027 年后全球数据中心 IT 容量的增长将会放缓，但各方预测仍存在分歧。我们推测即便考虑到项目建设受限制的因素，并假设到 2030 年全球 IT 容量达到约 220 GW，仍足以维持备用发电机组行业的供需平衡。在稳固的订单及快速增长的产能的支持下，我们认为潍柴动力（2338 HK / 000338 CH，买入）仍然是受益者。

矿山设备：我们的分析显示，从历史数据来看，美国利率与全球金属价格之间的相关性较低。受高企的金属价格及持续老化的矿用机械推动，我们预计 2027 年矿山资本支出将保持高位。我们预计三一国际（631 HK，买入）将继续在大型矿卡市场提升市场份额。

工程机械与重卡：我们认为中国品牌在海外市场的低渗透率将继续提供增长机遇，足以抵消中国国内疲软的需求。我们认为三一重工（6031 HK / 600031 CH，买入）、中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）、恒立液压（601100 CH，买入）及中国重汽（3808 HK，买入）均具备良好价值。（链接）

公司点评

- **网易（NTES US；买入；目标价：155.0 美元）- 3Q26 业绩：高基数下游戏收入不及预期；利润率持续扩张**

网易公布 3Q26 业绩：总营收同比下降 2%至 279 亿元，较一致预期低 8%，主要因游戏业务疲软；营业利润同比增长 18%至 94 亿元，受毛利率提升及费用管控驱动，但因收入端表现不及预期仍较一致预期低 13%。因缺少新游戏及高基数效应，我们预计 4Q26E 总营收仍将面临压力。我们将 FY26-28E 总营收预测下调 4%-6%。我们将估值窗口前滚至 FY27，并将基于分部估值的目标价下调至 155.0 美元（前值：159.5 美元）。尽管如此，我们预计在重点新游《无限大》上线的支撑下，游戏收入增速有望自 1Q27E 起重新提速。公司当前 11 倍 FY27E 非 GAAP PE 的估值亦具备较好的风险收益比。维持"买入"评级。（链接）

- **派拓网络（PANW US；买入；目标价：404.0 美元）- 网络安全需求推动业绩超预期，公司上调全年指引**

派拓网络公布 1QFY27 业绩（财年截至 7 月底）：营收同比增长 39%至 34.4 亿美元，较彭博一致预期高 4%。非 GAAP 净利润同比增长 33%至 8.81 亿美元，较一致预期高 8%。下一代安全业务净新增年度经常性收入（NGS ARR）同比增长逾一倍，带动期末 NGS ARR 同比增长 66%至 97.3 亿美元。管理层表示，业绩超预期主要由核心网络安全业务驱动。AI 辅助攻击增加、安全漏洞激增，促使企业扩大流量检测范围，并将安全采购集中至少数供应商。公司将 FY27 营收指引从 141.0 亿－142.0 亿美元上调至 145.2 亿－145.7 亿美元，中点上调 3.95 亿美元，接近一季度营收超出原指引金额的三倍。考虑到未来 12–18 个月网络威胁可能持续处于高位，我们认为全年指引仍有进一步上调空间。我们将 FY27–FY29E 营收预测上调约 3%–6%，非 GAAP 净利润预测上调约 2%–5%，维持 FY27E 目标企业价值／销售额（EV/Sales）倍数 22.7 倍，将目标价由 389.0 美元上调至 404.0 美元。随着 AI 扩大企业需要保护的范围，我们继续看好网络安全软件行业，PANW 是主要受益者之一。维持买入评级。（链接）

■ **拼多多（PDD US；买入；目标价：152.0 美元）- 利润率改善，盈利超预期**

拼多多 3Q26 收入为 1,083 亿元人民币，同比基本持平（2Q26：8.1%），低于彭博一致预期 6%。交易服务收入低于预期 18%，在线营销服务及其他收入高于预期 6%，部分抵消了交易服务的收入缺口。经营利润同比增长 24.5%至 312 亿元，高于一致预期 16%，主要受益于毛利率高于预期 1.9 个百分点，以及销售及营销费用率低于预期 4.2 个百分点。非 GAAP 净利润为 310 亿元，高于一致预期 14%。管理层重申，公司仍处于千亿元扶持计划的投入期，并将加大全球业务在供应链和本地履约方面的投入。我们将 2026 年收入预测下调 4%，同时考虑到利润率改善，将经营利润预测上调 1%。按分部估值法计算，我们将目标价上调约 2%至每 ADS 152.0 美元，对应 2026 年预测市盈率 14.8 倍。公司目前股价对应约 7 倍 2026 年预测市盈率，持有现金、现金等价物及短期投资约 4,554 亿元，相当于市值的约 56%。我们认为估值具有吸引力，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。