

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨。港股医疗保健、综合企业与电讯领涨，原材料、信息技术与能源下跌，南向资金净卖出 39.5 亿港元，腾讯、美团与中芯国际净卖出居前，阿里、长飞光纤光缆和中国移动净买入最多。A 股硬件设备、日常消费零售与半导体涨幅最大，国防军工、消费者服务与石油石化跌幅居前。万科债券大跌，政府可能以市场化方式解决万科债务而不会兜底救助，万科史上首次探讨债券展期，该事件无疑将降低市场对明年政府可能加大收储政策力度的预期。人民币兑美元升破 7.07。
- 日本央行 12 月加息概率正在上升。近期日元跌至 155 关键水平，日本政府称将严密监控汇率波动，随时准备采取行动。日元大幅走弱增加通胀风险和来自美国的外交压力，日本央行行长和多位理事会成员释放鹰派信号。日本政府计划增发逾 11.5 万亿日元新债，为财政刺激计划融资。
- 欧洲股市上涨，英国财政预算前景改善，提振欧洲市场乐观情绪，金融、金属与采矿和能源板块领涨，科技、国防和可选消费板块跑输。英国 OBR 提前泄露财政预算案，260 亿英镑增税计划大幅提升财政缓冲，2029-2030 财年预算盈余可能升至 217 亿英镑。财政改善预期提振投资者信心，英镑和英国国债价格大涨。随着英国经济增长和通胀回落，明年年底前英国央行可能降息 2-3 次。
- 美股连续上涨，公用事业、信息技术和材料领涨，通讯服务、医疗保健与房地产落后，中概股下跌。市场对美联储 12 月降息预期升温，特朗普可能任命坚定盟友接任美联储主席的传言提升美元流动性宽松预期，对冲基金回补科技股空头头寸，对美股净买入规模创 6 个月以来最高，美股上涨，美元下跌。
- 戴尔上调全年业绩及 AI 服务器出货指引，股价大涨。英伟达反弹，谷歌回落。特斯拉计划将奥斯汀 Robotaxi 车队翻倍，加速由传统汽车厂商向自动驾驶科技公司转型。苹果公司可能在印度反垄断案中面临 380 亿美元罚款。Robinhood 推出衍生品交易所，覆盖从体育赛事到选举结果等广泛预测市场业务，股价大涨。美国医保宣布下调 15 种药品价格，司美格鲁肽降价 71%，15 种慢性病与癌症药物平均降价 44%。
- 美债收益率冲高回落。美国上周首次申请失业救济人数意外下降显示就业市场尚未大幅冷却；美国 9 月耐用品订单初值环比增长 0.5% 符合预期，核心资本品订单增速 0.9% 超出预期。美联储褐皮书显示经济活动变化不大，关税挤压企业利润，AI 抑制部分招聘需求。MIT 研究显示 AI 已能够替代美国就业市场 11.7% 岗位。
- 大宗商品普涨，金价创两周新高。油价上涨，特朗普称促俄和谈取得巨大进展但没有最后期限，俄总统新闻秘书称目前谈俄乌冲突结束为时尚早。加密货币大幅反弹。

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	25,928	0.13	29.25
恒生国企	9,162	0.04	25.69
恒生科技	5,618	0.11	25.74
上证综指	3,864	-0.15	15.29
深证综指	2,433	0.34	24.30
深圳创业板	3,045	2.14	42.17
美国道琼斯	47,427	0.67	11.48
美国标普 500	6,813	0.69	15.83
美国纳斯达克	23,215	0.82	20.22
德国 DAX	23,726	1.11	19.17
法国 CAC	8,096	0.88	9.70
英国富时 100	9,692	0.85	18.58
日本日经 225	49,559	1.85	24.23
澳洲 ASX 200	8,607	0.81	5.48
台湾加权	27,410	1.85	18.99

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	47,704	0.34	35.77
恒生工商业	14,295	0.01	27.07
恒生地产	18,712	0.42	25.48
恒生公用事业	37,616	-0.20	5.48

资料来源: 彭博

行业点评

■ 半导体光模块行业 - AI 驱动的持续强势表现

2025 年对于高 AI 曝光度的光模块供应商而言是表现突出的年份，主要玩家均实现了强劲的收入增长和显著的利润率扩张。我们预计这种超强表现将延续至 2026 年及之后，受益于持续不断的 AI 基础设施投资周期，以及产品结构向更高价值解决方案的升级。我们继续将该板块列为重点推荐板块之一。重申中际旭创（300308 CH，买入，目标价：人民币 591.00 元）的“买入”评级，公司为 2024 年全球光模块市场份额第一，有望充分受益于海外 AI Capex 的快速增长以及 1.6T 需求的强劲启动。

AI 基础设施资本开支持续构成强劲顺风。美国四大云厂（Google、Microsoft、Meta、Amazon）在 2024 年合计投入 2,300 亿美元（同比+55%），2025 年前 9 个月投入 2,590 亿美元（同比+65%），预计 2025 年全年资本开支将达到 3,670 亿美元（同比+59%）。2026 年 Capex 预计将进一步增长 35% 至 4,950 亿美元（彭博一致预期）。云厂商明确重申其激进的支出计划。尽管当前市场预计 2027 年增速仅为+14%，但我们认为存在上行空间，类似于 2025 年预期从年初的+33%上调至 11 月的+59%。同时，AI 基建需求已明显扩散至其他云厂、主权客户以及企业侧客户，而英伟达超 5,000 亿美元的平台机会进一步强化了我们对本轮超级周期的信心。（[链接](#)）

公司点评

■ 同程旅行（780 HK，买入，目标价：25.40 港元）- 3Q25 业绩稳健，盈利实现良性增长

同程旅行发布 3Q25 业绩：总营收达 55 亿元人民币，同比增长 10.4%，较招银国际预期及市场一致预期均高出 1%；调整后净利润为 10.6 亿元人民币，同比增长 16.5%，分别较招银国际预期/彭博一致预期高 4%/2%，得益于核心 OTA 业务的运营杠杆表现超预期。3Q25 核心 OTA 业务的营业利润率升至 31.2%（3Q24：31.1%），较我们的预测值高出 0.1 个百分点。鉴于 2025 年 10 月起同程旅行开始合并万达酒店管理业务并由此获得新增营收，我们将 2025-2027 年营收预测值上调 1%-3%；同时，考虑到公司为拓展用户而有纪律性地增加营销投入，将 non-GAAP 净利润预测值下调 1%-2%。我们将估值基准年份前滚至 2026 年，基于 DCF 的目标价上调至 25.4 港元（前值：24.00 港元），对应 14.5x 2026E PE（non-GAAP）。我们预计同程旅行 2026 年营收与调整后净利润将分别实现 14% 和 12% 的同比增长，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 理想汽车（LI US/2015 HK，下调至持有，目标价：18 美元/70 港元）- 静观其变

3Q25 业绩（剔除一次性 Mega 召回成本后）基本符合预期：理想汽车 3Q25 净亏损 6.25 亿元，是过去 12 个季度以来首次转亏，主要因 3Q 提前计提 Mega 召回损失约 11 亿元。若剔除一次性召回损失，3Q25 毛利率依然维持在高位（约 20.4%），较我们此前预测高 1 个百分点。剔除 Mega 召回损失后的 3Q 经营亏损为 7,600 万元，基本符合我们的预期。

未来数月股价缺乏正向催化剂：尽管我们仍坚定认为理想汽车是优秀企业，特别是李想回归并重新定位为创业公司后，公司有机会像之前那样实现困境

反转，但公司 4Q25 和 1Q26 仍面临销量与毛利率双重挑战。管理层指引 4Q25 毛利率为 16-17%，1Q26 可能更低，意味着利润复苏最早始于 2Q26。明年新一代 L 系列推出前，股价或缺乏上行催化剂。

利润率压力或持续：考虑到增程车型激烈的市场竞争，我们认为公司或需通过降价推动明年新一代 L 系列的销量，由此 4Q25-1Q26 的毛利率下滑可能非短期现象。我们预测 2026 年销量有望重回 50 万台，但毛利率可能收窄至 17.0%，对应净利润 34 亿元，当前的市盈率已达 41 倍。公司正在加大对具身智能方向的投入，明年新一代 L 系列车型将在提升续航的同时，搭载公司自研芯片 M100 及最新的智能化功能，建议投资者届时密切关注其市场反馈。我们将评级从“买入”下调至“持有”，主因未来几月缺乏催化剂，美股/港股目标价分别下调至 18 美元/70 港元，对应 40x FY26E P/E 和 18x FY27E P/E。我们认为当前的估值溢价已反映理想在自动驾驶领域的领先地位。

([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。