

每日投资策略

宏观/公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股原材料、医疗保健与可选消费领涨，能源、电讯与公用事业下跌。南向资金净卖出 35.21 亿港元，盈富基金、恒生中国企业与腾讯净卖出规模居前，阿里巴巴、小米集团与华虹半导体净买入最多。A 股有色金属、化工与电气设备涨幅居前，电信服务、石油石化与公用事业下跌。A 股锂电池板块大涨，AI 应用提升电力需求，推动国内外储能需求旺盛，国内反内卷政策带来供给侧产能扩张放缓预期，关键材料价格持续反弹。人民币兑美元升破 7.1。
- 阿里巴巴计划将旗舰 AI 应用“通义”改版为“千问”，全面对标 ChatGPT 模式，引入代理式 AI 功能，深度融合淘宝等平台，打造一站式智能助手，从 B 端转向 C 端变现并加速全球布局。腾讯三季度净利润同比增长 18%，AI 云推动企业服务收入双位数增长，公司将加大元宝推广投入。苹果与腾讯达成支付分成协议，苹果将从微信小游戏及小程序中获 15% 收入分成，低于此前 30% 标准。
- 美股下跌，可选消费、信息技术与通讯服务领跌，能源、必选消费与医疗保健跑赢。投资者对科技股高估值担忧持续发酵，美联储多位官员发表鹰派言论，担心通胀不确定性，对未来降息持谨慎态度，市场对 12 月降息概率预期降至 50% 以下。
- 特斯拉股价大跌，最新数据显示坚定多头 Cathie Wood 连续四个交易日减持。房利美与房地美连续暴跌，自 9 月高点以来累计下跌超过 40%， “两房” 最坚定的支持者 FHFA 局长正被调查是否曾不当获取民主党高官房贷记录，投资者担心两房私有化前景生变，而美国新房贷款利率仍在高位和存量房贷利率锁定效应限制 “两房” 业务增长，美国购房者年龄中值从 2010 年 39 岁升至如今 59 岁。
- 市场对美联储 12 月降息预期下降，美债价格回落，10 年国债收益率上升。美元指数降至两周新低。黄金冲高回落。加密货币熊市确立，比特币跌穿 10 万美元大关，此轮回调幅度较大，可能为明年新一轮涨势创造空间。油价反弹。

宏观经济

- 中国经济 - 信贷疲软预示经济增长放缓
10 月社会融资规模连续第 3 个月放缓并低于市场预期。政府债券发行额显著下降，私人部门信贷需求大幅走弱，反映房地产市场、家庭消费和企业资本支出疲软。M1 和 M2 增速放缓预示经济增长势头正在减弱。

展望未来，央行第三季度货币政策报告淡化对货币供应量总量关注，强调逆周期与跨周期调节结合和加强政策传导的重要性。央行工作重点将是提升现有宽松措施的有效性，但如果全年增长目标实现难度增加，央行仍可能下调

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	27,073	0.56	34.96
恒生国企	9,599	0.63	31.68
恒生科技	5,981	0.80	33.87
上证综指	4,030	0.73	20.22
深证综指	2,546	1.53	30.08
深圳创业板	3,202	2.55	49.50
美国道琼斯	47,457	-1.65	11.55
美国标普 500	6,737	-1.66	14.55
美国纳斯达克	22,870	-2.29	18.43
德国 DAX	24,042	-1.39	20.76
法国 CAC	8,232	-0.11	11.54
英国富时 100	9,808	-1.05	20.00
日本日经 225	51,282	0.43	28.54
澳洲 ASX 200	8,753	-0.52	7.28
台湾加权	27,904	-0.16	21.13

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	49,603	0.42	41.17
恒生工商业	14,980	0.73	33.16
恒生地产	19,488	-0.23	30.68
恒生公用事业	38,270	-0.41	7.31

资料来源: 彭博

存款准备金率和 LPR。我们预测央行可能在明年 3 月末之前降准 50 个基点、降息 10 个基点。（[链接](#)）

公司点评

■ 腾讯 (700 HK, 买入, 目标价: 760.0 港元) - 3Q25 业绩: 各业务线增长前景良好, 看好长期 AI 业务机会

腾讯公布 3Q25 业绩: 总营收同比增长 15% 至人民币 1,929 亿元, 较彭博一致预期/招银国际预期分别高 2%/4%, 主要得益于游戏业务收入的强劲增长 (同比+23%); 尽管费用增长略高于预期, 非 IFRS 运营利润仍同比增长 18% 至 726 亿元, 基本符合一致预期及我们预期。受供应链限制影响, 公司下调 2025 年资本支出指引, 但仍致力于在广告、游戏、电商及微信智能体等领域加速 AI 应用落地。凭借多元化的应用场景与庞大的用户基数, 我们看好腾讯在 AI 领域的长期发展机会。考虑游戏收入增长好于预期, 我们上调 2025-2027 年总营收预测 3%-5%; 将估值窗口前滚至 2026 年, 基于 SOTP 的目标价由 705.0 港元上调至 760.0 港元, 维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 哔哩哔哩 (BILI US, 买入, 目标价: 31.0 美元) - 3Q25 业绩: 良好的广告业务及运营杠杆支撑利润率扩张

哔哩哔哩公布 3Q25 业绩: 总营收同比增长 5% 至人民币 76.9 亿元, 符合一致预期; 经调整营业利润达 6.88 亿元, 较 3Q24 的 2.72 亿元显著增长, 且较一致预期高出 6%, 主要得益于销售费用的有效控制 (同比-13%)。展望 4Q25, 我们预计总营收将维持 5% 的同比增长, 主要得益于广告业务的强劲表现, 但部分将被手游收入下滑所抵消。得益于运营杠杆释放及费用控制, 我们预计 4Q25 利润率将延续扩张趋势 (环比+1 个百分点)。考虑广告业务的稳健表现及《逃离鸭科夫》等游戏超预期的表现, 我们小幅上调 2025-2027 年营收预测 0-3%。我们将估值窗口前滚至 2026 年, 基于 SOTP 将目标价由 30.0 美元微调至 31.0 美元, 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。