策略观点

政策拐点出现

- **宏观**：中国决策层发出强力稳市场信号，央行将介入稳定金融市场工作。股市成为首要政策优先级，资金支持与供给调节同步发力。继 2025 年 4 月应对关税冲击后，央行第二次提及支持汇金稳市，本轮 A 股救市进入新的阶段。经济活动仍在底部，出口仍是经济增长的主要支撑，但消费和信贷等内需仍偏弱，地产仍在底部企稳过程；美国经济仍具韧性，但增长对 AI 投资和股市财富效应的依赖加深。随着上半年约 600 亿美元额外退税的提振逐步消退，居民支出持续快于收入增长的空间收窄，四季度实际 GDP 环比增速将回落。预计 10 月 CPI 与核心 CPI 环比分别上涨约 0.3%和 0.2%，较 9 月放缓，主要受能源涨幅收窄推动。市场预期 12 月加息概率升至近 80%，同时对 27 年底前加息幅度降至不到 2 次。民主党横扫将导致部分行业监管加强和财政赤字预期改善。地方与联邦的立法层面对 AI 建设的政策重心已进一步转向成本分担与社区利益保护，更严格的审批要求及税收优惠审查或拉长建设周期、增加配套投入。但 AI 基建的经济重要性和中美战略竞争将导致过度监管风险较小，不会影响长期趋势。美股在民主党全胜或反对党横扫情况下，历史选举当周市场表现相对偏弱，但随着政策不确定性消退，中长期仍有望受益于风险溢价回落和政策宽松的支持。中期选举后股市通常有较强的季节性表现，1954 年以来中期选举后 12 个月内标普 500 平均涨幅 16.3%，并全部录得正收益。行业方面，恢复医保补贴和环保等政策方向将利好医疗和新能源板块，但金融、国防和公用事业板块则可能面临监管或预算调整压力。债券方面，历史上白宫与国会形成对立后，美债收益率往往下行，我们维持年底 10 年期美债 4.6-4.7%区间的预测。
- **互联网**：展望互联网与软件板块 3Q26 业绩，从基本面角度我们认为市场关注重点仍将聚焦在 AI 投入的 ROI 及其可持续性，决定公司业绩后表现的两个关键因素为：1）公司主业或现金流情况是否具备足够韧性；2）AI 是否已经开始产生显性收益。估值视角，中国互联网板块当前估值整体仍然较低（目前一年远期 PE 处于 5 年均值的 2%分位），尽管估值修复的空间和可持续性或有赖于基本面的改善空间，但在流动性缓和和轧空的推动下估值或具备低位修复的潜力。在此视角下，我们推荐：1）受益于 AI 云及企业数字化需求提升带动云业务营收同比增速环比加速的阿里巴巴；2）估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如腾讯、网易、BOSS 直聘；3）行业竞争格局边际改善视角下基本面有修复空间的美团。
- **软件及 IT 服务**：回顾 10 月，美股软件板块整体估值基本稳定，应用软件公司目前仍未看到 AI 带来显著贡献，基本面与估值或缺少进一步改善的催化，而云厂商的营收增长和 ROI 仍相对具备更高的确定性。我们看好强劲的 AI 算力需求将为云厂商的基本面提供支撑，而潜在可能更为受限的供给环境下已锁定更多产能的云厂商将具备相对优势。展望而言，我们认为高价值且 ROI 具备吸引力、产出结果具备可验证性、数据充足、环境可程序化、出错代价可控是推动 AI 在不同垂类场景渗透进一步提升的关键要素，递归自我改进（RSI）的持续深化或有望带来积极的示范效应而进一步推动 AI 渗透率提升，而在此背景下软件子板块的估值分化态势或将延续，仍建议优选基础

刘泽晖

贺赛一, CFA

陶冶, CFA

陆文韬, CFA

郭书音

周志敏

张元圣

郭远宁

张苗

史迹, CFA

窦文静, CFA

梁晓钧

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

马毓泽

冯键峣, CFA

设施和网络安全子板块。综合考虑估值与基本面表现，我们推荐美国头部云厂商微软（MSFT US）、亚马逊（AMZN US）、谷歌（GOOG US）。

- **半导体：**黑色十月剧烈出清，估值与基本面的背离提供布局窗口。10 月全球半导体遭遇近年罕见的单月调整：费城半导体指数（SOX）下跌约 15.4%、较 10 月 6 日高点回撤 19.1%，10 月 22 日与 30 日分别出现约-6.7%、-7.2%的单日暴跌；A 股申万半导体行业指数下跌约 26.4%、科创 50 下跌约 24.1%，显著跑输沪深 300（约-8.5%）。调整的原因是多方面系统性的，除了产业端个别公司如英特尔四季报指引暴雷与 Meta、谷歌等云厂商自由现金流转负引发的 AI 资本开支回报质疑之外，更多的压制因素可能还来自于美国中期选举前的避险情绪与 12 月加息预期，以及前期高位高拥挤交易的集中去杠杆。同期基本面并未明显走弱：A 股半导体三季报单季归母净利润同比增长约 612%、光模块/PCB/存储全面兑现业绩，台积电、阿斯麦、SK 海力士业绩均创纪录，云厂商资本开支并无明确下修计划。展望 11 月，中期选举落地、英伟达 11 月 17 日财报与国内政策托底（回购增持再贷款降息、科创板半导体公司回购超百亿元）有望推动超跌反弹，标普 500 半导体行业指数前瞻 P/E 已跌破三年均值下方 1 倍标准差、申万半导体 PE(TTM)分位数降至近 5 年约 20%，建议围绕：①三季报业绩验证的 AI 算力链龙头以及国产半导体设备链的超跌反弹；②Rubin 量产出货为代表推动的新技术方向；③AI 应用大方向下的相关半导体公司。风险在于英伟达财报毛利率不及预期、12 月美联储加息与民主党掌控国会后的监管扰动。

  推荐买入：天岳先进（2631 HK，买入）、瀚天天成（2726 HK，买入）、英诺赛科（2577 HK，买入）、深南电路（002916 CH，买入）、生益科技（600183 CH，买入）、中际旭创（300308 CH，买入）、Lumentum（LITE US，买入）、北方华创（002371 CH，买入）、中芯国际（981 HK，买入）、天数智芯（9903 HK，买入）、豪威集团（603501 CH，买入）

- **消费：**乐观。截至 11 月 4 日的一个月内，恒生消费指数+6.57%、香港日常消费指数+7.09%，香港可选消费指数基本持平（-0.12%），均跑赢恒指（同期-1.49%）。10 月上半月港股走弱，10 月 22 日离岸信托补税宽限期结束，抛压部分释放，南向资金当月净流出约 244 亿港元，随后情绪缓和、大促启动，指数在月底回升。但基本面表现仍不足以支撑全面复苏：9 月社零+1.1%（除汽车+3.9%、餐饮+2.1%），其中包含中秋假期提前、油价与手机提价带来的影响；10 月制造业 PMI 降至 49.3、消费品制造业 48.8；今年双十一开局未见放量；三季报同样必选边际修复，可选继续承压；运动品牌流水下滑，美妆则靠核心单品与大促兑现。展望 4 季度末，大促全周期数据出炉、12 月中央经济工作会议等潜在催化陆续落地，我们认为总量复苏仍处于弱修复通道尚未形成全面共振，判断板块以结构机会为主。配置上，我们建议选择以业绩能见度高、现金流稳健、股息较优的必需消费与红利标的，也可逢低布局前期超跌、高频数据显现环比修复迹象的可选消费等。中长期维度来看，我们认为居民消费行为的核心约束为“资产端受房价影响持续缩水及收入端预期修复缓慢”，消费确实将延续“降级”主基调，支出向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费需求弹性走弱。基于此，我们认为三大主线值得关注：1）消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比；2）需求优先级固化：不可压缩需求 +身体健康+情绪价值；3）持续推进业务出海以对冲内需不确定性等。选股方面，建议关注：1）品类延伸支撑增长、业绩能见度较高的农夫山泉（9633 HK，买

入），基本面逐步筑底并期待迈入修复通道的华润饮料（2460 HK，买入）；2）业绩较有支撑、股息回报较优，且出海动作积极的运动品标的；3）悦己情绪消费中业绩增速领先、出海潜力较高的标的及增长产品矩阵丰富且有望进入修复的珀莱雅（603605 CH，买入）等；4）门店扩张加速、利润率稳步提升的餐饮龙头百胜中国（9987 HK/YUMC US，买入）等。

- **汽车：**10 月我们跟踪的 14 家车企/品牌新能源乘用车销量合计约 111.8 万台、同比+9%、环比+7%，创年内单月新高；但国内终端依旧偏弱，金九银十明显低于预期。10 月下旬比亚迪、吉利汽车、长城汽车三季报相继落地，业绩低于我们的预期，单车收入与毛利率是共同拖累。叠加新能源汽车出口退税率自 2027 年 4 月起由 13%降至 9%、欧盟拟对中国混合动力车设置进口配额、动力电池消费税上调等多重扰动，2027 年海外销量与出口盈利的确定性下降。行业盈利处于低位、政策接续悬而未决是当前主要压制，但新能源结构性渗透与头部车企全球化的主线未变，利空出尽后汽车板块有望迎来估值反弹：整车首选比亚迪（1211 HK），智驾与零部件首选地平线机器人（9660 HK）。

- **医药：**9 月，十部门联合印发《医药工业发展"十五五"规划》，首次将生物医药定位为国家新兴支柱产业，并设置量化指标：2030 年产业营收超 3.5 万亿元、创新药产业年均增速 20%以上、中国 FIC 药物占全球比例 25%以上等，预示全链条政策支持体系持续完善。我们认为，政策顶层定调与创新药、CXO 基本面强劲兑现形成共振，医药行业估值修复行情有望延续。创新药出海 BD 交易规模快速增长，据新华社报道，今年以来，中国创新药出海再提速，对外授权交易总额超 1,200 亿美元，同比增长 36%，其中首付款规模超百亿美元。根据彭博一致预期，TOP17 MNC 在 2026 年的平均自由现金流将达到 124 亿美元，足以支撑其持续并购或资产引进。我们认为，创新药出海的价值兑现在于未来里程碑付款和销售分成，而目前港股主要创新药公司的潜在里程碑总额（不含销售分成）达到市值的平均约 2.3 倍。因此，随着授权品种的价值兑现，公司估值有大幅上升空间。此外，CXO 也迎来需求景气度上升周期，上半年业绩普遍超预期，订单增速强劲，全球 CXO 在 2Q&3Q26 普遍上调全年收入指引。药明生物等 CXO 企业在今年实现了一定程度的提价，验证了全球 CXO 需求景气度上行。我们认为，CXO 企业具备较高的增长确定性，强劲的订单增长以及提价对于业绩的驱动作用将延续到明年。

- **房地产和物管：**乐观。10 月房地产销售延续分化、二手强于新房，政策进入细则落地期。二手房方面，据冰山大数据，10 月 26 城二手实时成交套数单月同比+22%、环比+3.4%（较 9 月的+19%/+1.5%继续扩大），主要系二线城市表现强劲，上海/广州/北京/深圳环比分别+0.02%/-0.8%/-2.1%/-3.1%。新房方面，重点 16 城 10 月网签量同/环比分别-5.6%/-2.8%（9 月同环比分别-6%/+1.7%），一线城市表现分化，深圳/广州/北京/上海环比分别+45%/+26%/+2%/-37%。百强房企 10 月操盘口径销售 2430 亿元，同比-4.0%、环比+4.5%，1-10 月累计同比-10.4%、降幅收窄 0.7 个百分点。价格端，冰山百城指数（即挂牌边际价格）10 月延续跌势，环比-0.6%（与 9 月相当），主要受闵赣及华北地区拖累；一线城市仍处缓跌，环比-0.5%（9 月-0.4%）。板块表现方面，截至 11 月 4 日的一个月，恒生指数下跌 1.49%，内房股指数-4.27%、恒生地产及物业管理指数+0.20%，板块跑输大市主要受开发商债务风险影响。月内房企化债进入集中窗口，20 余家出险房企完成重组或取得进展，个别境外债违约仍压制情绪。政策端，10 月 LPR 连续 17 个月持平（1 年期 3.0%、5 年期以上 3.5%），8·28 现房销售

细则扩围至 15 城，中央层面尚无新增需求刺激。我们认为，二手在贴息与二线修复带动下有望维持较快增长，新房仍受供给收缩与现房销售过渡期扰动；年末冲量或支撑环比改善，但销售与房价企稳仍待政策接力。展望 11 月，建议跟踪核心城市二手成交持续性、房企化债进展及公积金利率等增量政策。选股方面：我们建议：1）关注商业运营能力较强的标的如华润置地，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2）关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头贝壳（BEKE US）将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会，在集中度提升中凸显份额收割效应；随着存量市场主导地位强化，物业服务商凭借收费面积永续、现金流稳定的逆周期防御属性迎来价值重估建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、滨江服务 (3316 HK) 等；3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地强度和拿地质量双优的企业；4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

- **保险：**险企三季度业绩落地，投资收益波动扰动季度利润，OPAT 延续稳健增长。前三季度上市险企净利润增速为中国太保（-20.3%）、中国平安（-27.3%）、中国人保（-32.0%）、新华保险（-32.2%）、中国财险（-35.5%）、中国人寿（-46.7%）。平安、太保集团营运利润同比分别增长 8.3%、5.6%。二级权益波动叠加高基数成为三季度险企利润增长的主要拖累。三季度险企净资产稳健增长，偿付能力维持稳健，反映行业资产负债匹配改善及红利资产回升增厚安全垫。3Q26 寿险新业务价值(NBV)增速放缓，主要受高基数下新单保费增速下滑影响；部分险企期限结构改善，推动价值率小幅向好，前三季度 NBV 增速为国寿（+13.3%）>新华（同比正增长）>太保（-6.5%）>平安（-13.3%）。财险综合成本率（COR）同比改善优于预期，平安财险、太保财险前三季度 COR 同比分别改善 1.4 个百分点至 95.6%/96.2%，中国财险 COR 同比改善 0.3 个百分点至 95.8%，带动承保利润提升。投资端，总投资收益率和综合投资收益率同比承压，股债大类资产配置策略重回市场关注重点，多家险企明确进一步增配高息股的权益策略。9 月人身险行业保费数据同比回暖，预计 4Q26 在行业“开门红”的筹备下，保障型产品推出将进一步优化新业务价值率；部分险企强调四季度将注重收官和开门红准备，预计上市险企全年 NBV 有望维持正增长。我们认为当前板块估值已充分反映三季度业绩影响，估值底+业绩底+政策支持或驱动保险股于四季度反弹，建议关注头部险企估值修复的配置机会，推荐买入友邦（1299 HK，买入，目标价 112 港元）和中国平安-H/A（2318 HK，买入，81 港元/73 元人民币）。维持板块“优于大市”评级。
- **资本品：工程机械：**3Q26 业绩出现分化，**三一重工(6031 HK/600031 CH，买入)**表现最优，净利润同比增长 20%，而**中联重科(1157 HK/000157 CH，买入)**由于受到中东以及俄乌的战事影响较深，净利润同比下跌>20%，我们认为业绩分化主要在于地区分布的差异。目前市场对板块的担忧仍然是：(1) 美联储持续加息可能影响海外工程需求；(2) 人民币持续单边升值不利出口主导的工程机械制造商；(3) 中东反复的局势对中国制造商出口不利。我们认为经过之前的深度回调后，估值水平已回调至历史平均以下水平，部份甚至回到周期接近底部位置，我们因此认为相关的担忧已大部份被反映在当前的估值之中。**AIDC 电力设备：**在美国中期选举后，市场进一步担心电力设备受到 AIDC 建设规模放缓所影响，可能导致新增订单增长放缓，导致在短期盈利预测变动不大的情况下出现估值倍数收缩。**潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）**

目前估值在 5x 2026 EV/EBITDA，低于历史平均值的 6x，显示市场并已经不再把 AIDC 发电机业务价值计入当前估值 。因此，我们认为当市场重新关注 AI 相关目标，估值将有重估空间。

图 1: 行业荐股

公司名称	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行空间	市盈率(倍) 2025E	市盈率(倍) 2026E	市净率(倍) 2025E	ROE(%) 2025E	股息率 2025E
腾讯	700 HK	互联网	买入	418.40	705.00	68%	11.9	11.2	2.7	18.9	1.3%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	105.38	220.10	109%	16.4	10.5	1.1	6.7	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	75.15	138.00	84%	118.4	14.1	N/A	N/A	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	129.65	159.50	23%	13.7	12.0	N/A	21.7	0.0%
BOSS直聘	BZ US	互联网	买入	16.85	23.00	36%	13.0	11.6	N/A	N/A	0.0%
微软	MSFT US	软件＆IT服务	买入	545.18	641.8	18%	27.4	22.7	N/A	30.2	0.0%
亚马逊	AMZN US	软件＆IT服务	买入	266.93	300.00	12%	N/A	N/A	N/A	26.3	0.0%
谷歌	GOOG US	软件＆IT服务	买入	286.01	421.00	47%	13.4	18.5	N/A	91.8	0.0%
天岳先进	2631 HK	半导体	买入	42.00	82.50	96%	188.0	42.0	N/A	N/A	0.0%
瀚天天成	2726 HK	半导体	买入	82.00	161.18	97%	217.9	58.1	N/A	3.4	0.0%
英诺赛科	2577 HK	半导体	买入	26.06	74.20	185%	N/A	492.5	N/A	N/A	0.0%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	203.50	432.00	112%	22.2	14.6	N/A	31.4	0.0%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	70.68	190.00	169%	19.3	12.7	N/A	45.0	4.3%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	452.03	1400.00	210%	13.9	8.4	N/A	78.2	0.7%
Lumentum	LITE US	半导体	买入	596.16	1212.00	103%	22.7	14.3	N/A	N/A	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	544.81	750.00	38%	55.2	36.3	N/A	17.5	0.2%
中芯国际	981 HK	半导体	买入	46.04	119.00	158%	25.5	19.5	2.2	8.6	0.0%
天数智芯	9903 HK	半导体	买入	60.70	290.67	379%	N/A	40.6	N/A	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	86.11	125.00	45%	30.6	22.7	N/A	10.9	0.5%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	44.78	60.93	36%	24.3	22.0	9.3	41.4	2.9%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	7.40	9.57	29%	15.0	13.1	1.2	9.1	0.0%
安踏体育	2020 HK	消费	买入	79.05	105.30	33%	12.9	11.5	N/A	22.8	0.0%
361度	1361 HK	消费	买入	4.87	7.09	46%	6.1	5.4	0.8	13.0	8.7%
比亚迪	1211 HK	汽车	买入	72.45	109.00	50%	16.4	13.3	1.7	13.1	1.2%
地平线机器人	9660 HK	汽车	买入	3.68	7.00	90%	N/A	N/A	2.2	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	150.29	190.00	26%	17.4	15.3	4.6	30.3	1.7%
药明生物	2269 HK	医药	买入	48.92	60.00	23%	26.3	21.8	2.9	14.1	0.0%
映恩生物	9606 HK	医药	买入	104.20	284.50	129%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	15.16	34.78	129%	15.7	20.1	1.0	6.6	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	86.45	138.63	60%	51.4	36.9	5.7	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	31.92	45.10	41%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	18.40	22.40	22%	15.7	14.2	N/A	9.4	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	41.62	53.58	29%	18.2	16.8	5.0	28.3	5.5%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.28	6.55	53%	21.4	28.0	N/A	12.6	6.9%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	20.62	31.4	52%	7.8	7.3	2.7	35.5	10.1%
中国平安	2318 HK	保险	买入	52.85	81.00	53%	6.4	5.4	0.8	12.4	6.4%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	24.78	39.00	57%	2.7	3.5	0.8	32.6	4.4%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	78.55	112.00	43%	12.7	11.4	2.4	16.4	2.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	17.49	20.00	14%	7.6	7.4	1.1	14.5	5.0%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	21.92	44.70	104%	11.0	9.3	1.6	15.2	5.3%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	19.01	38.90	105%	12.3	11.7	1.6	15.2	5.2%
三一国际	631 HK	资本品	买入	7.16	15.80	121%	8.6	6.2	1.4	16.7	7.4%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	91.35	132.0	44%	36.8	29.1	6.3	18.1	1.2%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	34.56	46.00	33%	10.0	9.0	N/A	17.2	0.0%

资料来源：彭博，招银国际环球市场。数据截至 2026 年 11 月 10 日下午 2:45

宏观经济

| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国

宏观经济

经济活动仍在底部，高频经济活动指数从 9 月全年新低的 1.3 小幅升至 10 月的 1.32。出口仍是经济增长的主要支撑，港口集装箱吞吐量 10 月同比增速保持在 10.7%左右。韩国与越南 10 月出口额延续大幅增长，主要受电子产品和 AI 硬件等提振，预示中国出口也将延续景气。货运量方面，货车通行量、航班货运和快递揽收量均同比收缩，铁路货运反弹。10 月制造业与非制造 PMI 均重回收缩，分别下跌 0.8 和 0.5 至 49.3%和 49.7%。制造业供需两端均有所放缓，行业上分化显著，高新技术和装备制造业保持扩张，但消费品和原材料等行业景气度偏弱。纺织、非金属矿物制品、有色金属冶炼等生产和新订单均在收缩。建筑业 PMI 重回收缩，新订单指数降至全年新低，年内固定资产投资可能仍然低迷。大品类消费仍较疲软，乘用车“金九银十”小时，销量在 10 月同比跌幅扩大至 29.1%左右，新能源车销量也同比下跌 18%。展望四季度，经济增速可能从三季度的 4.5%小幅升至 4.6%，温和支持性政策将持续托底，出口和制造业产出将保持稳健，特别是 AI 硬件产业链和新能源设备等。固定资产投资因财政支出进度加快而有望触底回升，但居民消费因前期以旧换新透支需求和可支配收入增速下降而延续低迷。

大宗商品价格和供给侧调控可能推动下半年再通胀。CPI、PPI 和 GDP 平减指数增速可能从去年 0.1%、-2.6%和-0.7%分别回升至今年 0.8%、2.3%和 0.9%。9 月 PPI 环比从 0.4%进一步升至 1.2%，同比升至 5%，主要是因输入性的石油价格大幅反弹，但内需相关的黑色金属、橡塑制品、非金属矿物品、金属产品和化工产品等价格仍环比下跌。生产者购进价格与出厂价剪刀差进一步扩大至 1.9%，中下游利润持续承压。CPI 同比增速反弹至 0.9%，环比增速放缓至 0.2%，食品、能源和电子产品是主要推动。汽车、家用电器和服务等价格仍然疲弱。整体来看，本轮价格回升主要是由上游输入性能源和有色金属等成本上涨和 AI 相关的电子硬件板块推动，由于下游需求依然疲软，再通胀的可持续性偏弱。由于近期石油和有色金属等国际大宗商品价格持续回升，PPI 环比增速可能稳定增长，工业企业利润可能延续改善。

政策托底推动地产触底企稳。10 月新房销量跌幅仍在扩大，全国 30 重点城市销量同比增速从 9 月的-12.1%跌至-21.2%，其中二线和三线城市同比跌幅分别下跌 35.2%和 21.5%，一线城市则放缓至 2.2%。整体较 2018-2019 年同期销量的恢复率保持在 35.8%的底部。二手房销量有所回升，10 月 12 个代表性城市二手房销量同比增速从 9 月的 5.5%反弹至 17.1%。“929”新政后，二手房销量恢复好于新房。房价有所回升，9 月全国新房环比跌幅从-0.2%收窄至-0.1%，二手房环比跌幅保持在-0.3%，其中一二线城市环比均有所改善，但三线城市则延续下跌；新房库存小幅下降，10 月新房库存去化周期降 0.1 至 21.1 个月，其中一线城市降至 11 个月，二线城市升至新高的 41.7 个月。9 月全国家庭新增中长期贷款回正至 874 亿元，但同比下跌 65%，家庭部门加速去杠杆，居民住房需求仍然疲软。我们认为由于家庭中长期信贷需求和资产负债表状况仍偏弱，房地产在 2026 年可能延续底部调整状态，意味着房地产对居民部门信心仍有拖累，但量价下跌幅度将收窄，27 年可能见底回升。

宏观政策

央行发出强力稳市场信号。11 月 3 日，潘功胜向全国人大常委会报告金融工作，明确强调“维护股票、债券和外汇市场平稳运行”，确认央行将介入稳市场工作，进一步释放稳市

场、稳预期信号。1）股市成为首要政策优先级，资金支持与供给调节同步发力。报告中提到：“支持中央汇金公司发挥类平准基金作用，拓宽中长期资金来源、渠道和入市方式。”，是继 2025 年 4 月应对关税冲击后，央行第二次提及支持汇金稳市，显示稳市紧迫性上升，本轮 A 股救市进入新的阶段。同时证监会也加强窗口指导，收紧 IPO 及大额减持节奏，缓解市场资金供需压力。2）债市将主要防范信用冲击与赎回压力共振。近期华发债务风波加大市场对风险传染的担忧。央行新设的非银大额赎回互换便利，将为理财、公募等提供应急流动性，阻断“赎回—抛售—净值下跌”的负循环。3）汇市将加强逆周期调节，控制人民币升值节奏。央行 11 月 15 日起将外汇存款准备金率上调 2 个百分点至 6%，收紧可用外汇流动性，释放抑制单边升值预期，是防范汇率超调的较强信号。

财政政策发力稳市场，地方政府财政空间成主要拖累。广义财政支出延续收缩，9 月同比增速从 8 月的-6.7%升至-3.7%。全国一般公共预算收入前 9 月累计增长 5.1%，快于全年 2.2%的增速目标，9 月同比从 4.7%降至-0.1%。一般公共支出累计增长 1%，大幅落后于全年 4.4%增速目标，9 月同比从-0.1%升至 0%。全国政府性基金收入同比累计下跌 18.6%，落后于全年 0.6%增长目标，9 月同比从-3.8%降至-15.9%。地方政府政府性基金收入累计下降 22.3%，其中土地出让累计下跌 28%。政府性基金支出累计下跌-16.2%，落后于全年 5.1%目标。26 年实际广义财政赤字可能较 2025 的 8%GDP 下降，财政支持力度大幅减弱。从政府债融资来看，9 月政府债净融资同比从 8 月-26.1%回升至 29.2%。10 月也提前下发 5,000 亿元地方政府债务限额结存，以缓解地方政府债务压力。展望未来，稳投资将成为财政发力的主线，但地方财力偏弱仍是主要约束。财政空间仍然充足，至 9 月末全年 13.9 万亿债券额度仅使用约 74%，慢于去年同期的 83%，仍有约 3.6 万亿待发行使用。

美国

宏观经济

美国经济仍具韧性，但增长对 AI 投资和股市财富效应的依赖加深，四季度实际 GDP 环比折年增速或回落至 2%左右。三季度 GDP 环比折年增长 3.4%，高于二季度的 2.2%，私人国内最终需求增长 4.9%，显示内需仍有支撑，但尚不足以确认经济进入全面加速阶段。消费方面，9 月实际支出基本持平，10 月汽车销量连续第二个月下降，随着上半年约 600 亿美元额外退税的提振逐步消退，居民支出持续快于收入增长的空间收窄。投资方面，AI 在建项目及订单积压仍将支撑未来数季资本开支，监管趋严主要影响建设节奏和成本；但过去四季度非 AI 设备投资下降 1.3%，反映投资复苏仍不均衡，同时，大量科技设备依赖进口，使资本开支高增无法等额转化为美国本土产出。展望 2027 年，财政支持减弱与高利率对住房及传统行业的压制，可能抵消油价回落带来的部分利好。增长能否延续，关键在于 AI 商业化收益能否兑现、投资能否向其他行业扩散。若科技股持续调整，企业资本开支与高收入家庭消费可能同时承压，或放大 GDP 的下行风险。

就业市场推升 12 月加息预期，但劳动力市场尚未呈现全面过热。新增非农 16.5 万人，前两个月合计上修 8.4 万人，三个月平均新增回升至 13.7 万人，显示招聘动能较此前判断更具韧性。私人部门新增 15.9 万人，其中专业及商业服务与医疗合计贡献 11.2 万人，占比约七成；建筑业及休闲酒店业则分别减少 0.3 万及 1.3 万人，行业表现仍有分化。劳动参与率上升 0.1 个百分点至 61.9%，失业率同时降至 4.1%，表明新增劳动力得到较好吸收。不过，未四舍五入的失业率仅下降约 0.03 个百分点，U6 广义失业率反而由 7.6%升至 7.9%，提示就业总量改善与局部就业不足并存。平均时薪环比上涨 0.4%，同比增速虽仅 3.1%，近三个月年化增速却由 2.9%回升至 3.9%，短期薪资压力值得关注；平均工时维持 34.4 小时，则尚未显示用工需求普遍趋紧。我们认为，本次报告降低了联储继续抗通胀的增长顾虑，而总薪资收入环比增长 0.5%亦有望支撑消费，使需求降温的过程更为缓慢。12 月加息 25

个基点的可能性因此上升，但最终仍取决于后续通胀表现；若科技股调整进一步收紧金融条件，联储也可能选择暂时观望。

10 月通胀有望明显降温，整体 CPI 的改善幅度预计大于核心 CPI。预计整体与核心 CPI 季调环比分别上涨约 0.3%和 0.2%，较 9 月放缓。能源涨幅收窄将主导整体读数回落，二手车价格转跌及住房涨幅放缓则有助于压低核心通胀。与此同时，线上商品价格连续走弱，提示前期商品涨价动能正在衰减，有利于年末通胀继续改善。不过，住房仍贡献约一半的核心月度涨幅，服务企业提价意愿也维持高位，核心通胀的黏性尚未充分消退。整体来看，通胀再加速风险有所缓和，但年末改善部分依赖二手车、住宿等波动分项回落，低增速未必能够延续至明年。后续去通胀能否巩固，关键仍在于住房及非住房服务价格能否持续放缓。

宏观政策

民主党赢得国会两院将导致监管加强和限制财政失控预期。预计民主党将推动恢复医保费用补贴、限制全面关税、对企业和高收入群体加税和限制伊军事行动等议程。但特朗普的总统否决权将制约重大立法落地，政策影响可能更多通过政府预算谈判、国会听证与调查和 2028 年后政策预期等方式传导。财政博弈加剧或推高政府停摆风险，而围绕数据中心成本分担、AI 安全、药价和加密资产等议题的听证，将增加相关行业的监管压力与事件风险。地方与联邦的立法层面对 AI 建设的政策重心已进一步转向成本分担与社区利益保护，更严格的审批要求及税收优惠审查或拉长建设周期、增加配套投入。但我们不认为会影响 AI 基建的长期趋势，因数据中心已成为占美国经济增速超 30%的支柱，同时中美战略竞争压力也不支持过度监管。市场影响方面，美股在中期选举后通常呈现较强的季节性表现，1954 年以来中期选举后 12 个月内标普 500 平均涨幅 16.3%，并全部录得正收益。民主党全胜和反对党横扫的情况下，历史选举当周市场表现相对偏弱，但随着政策不确定性消退，中长期仍有望受益于风险溢价回落和政策宽松的支持。行业方面，恢复医保补贴和环保诉求将利好医疗和新能源板块，但金融、国防和公用事业板块则可能面临监管或预算调整压力。债券方面，历史上白宫与国会形成对立后，美债收益率往往下行，预计民主党控制两院将抑制新增财政扩张预期，为 10 年期美债收益率带来阶段性下行动力，我们维持年底 10 年期美债 4.6-4.7%区间的预测。

互联网

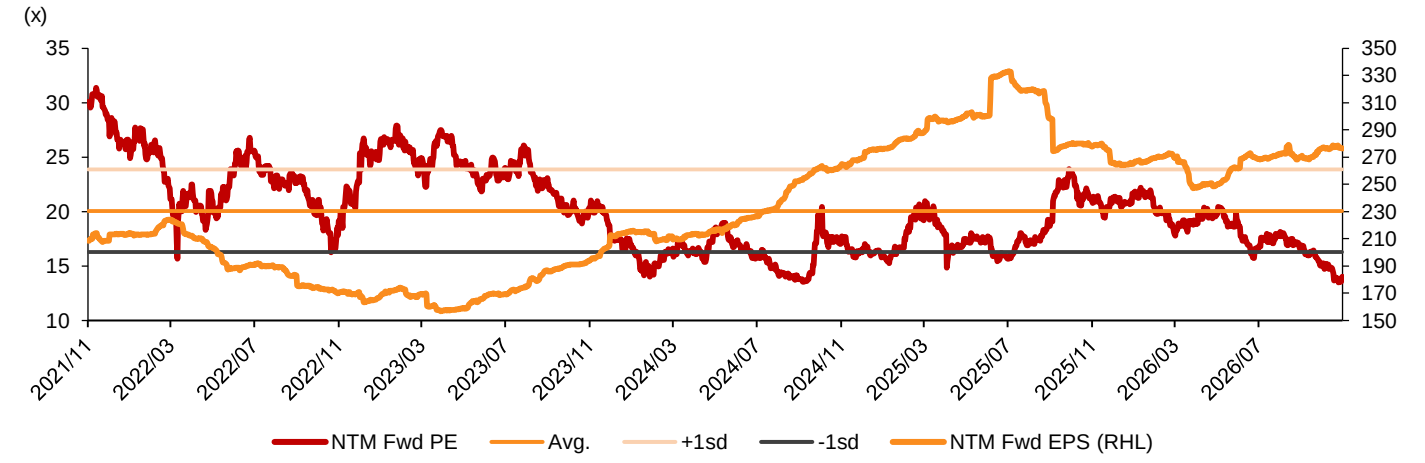
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ **未来 3 个月看法乐观**

展望互联网与软件板块 3Q26 业绩，从基本面角度我们认为市场关注重点仍将聚焦在 AI 投入的 ROI 及其可持续性，决定公司业绩后表现的两个关键因素为：1）公司主业或现金流情况是否具备足够韧性；2）AI 是否已经开始产生显性收益。估值视角，中国互联网板块当前估值整体仍然较低（目前一年远期 PE 处于 5 年均值的 2%分位），尽管估值修复的空间和可持续性或有赖于基本面的改善空间，但在流动性缓和和轧空的推动下估值或具备低位修复的潜力。在此视角下，我们推荐：1）受益于 AI 云及企业数字化需求提升带动云业务营收同比增速环比加速的阿里巴巴；2）估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如腾讯、网易、BOSS 直聘；3）行业竞争格局边际改善视角下基本面有修复空间的美团。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 14.0x，相较 5 年均值（20.1x）有 43%的修复空间。

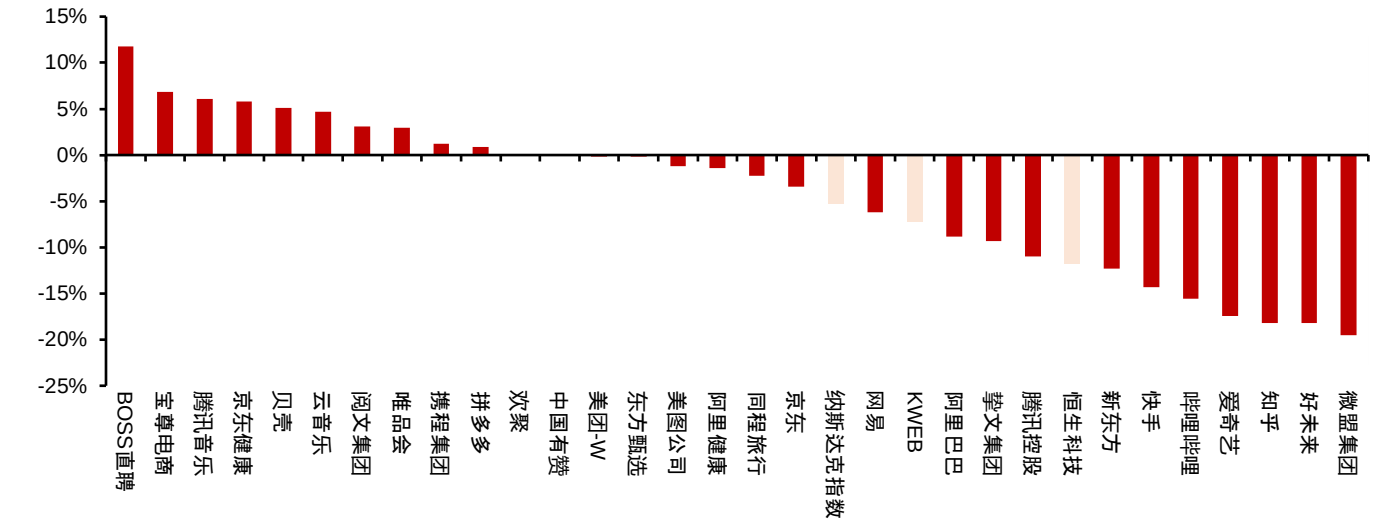
图 2: 恒生科技 PE 区间及 EPS 趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 11 月 3 日

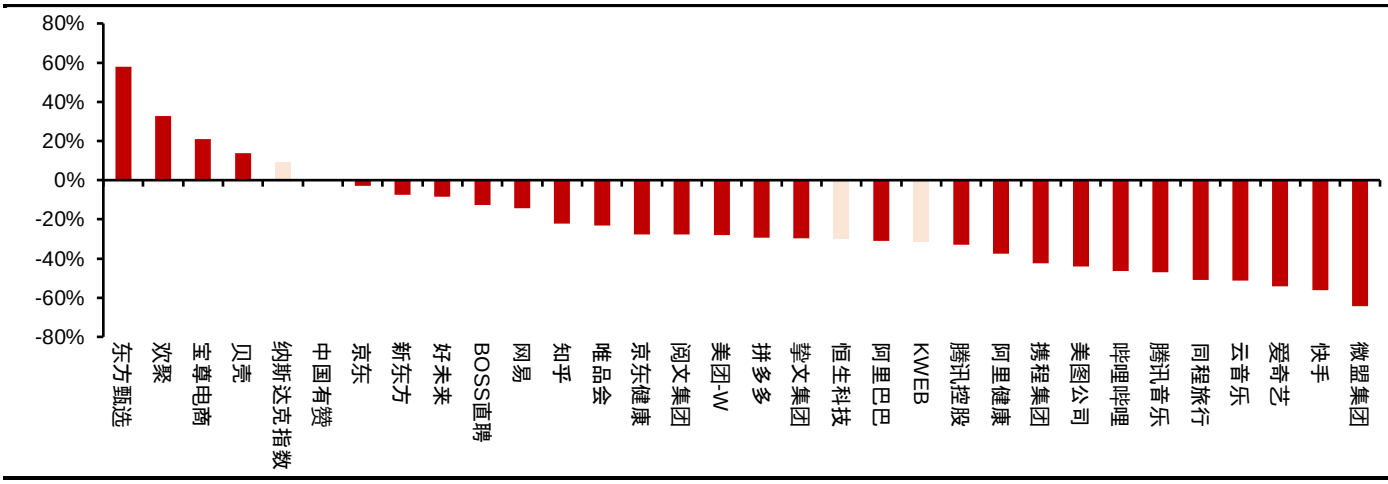
10 月恒生科技指数下跌 12%，KWEB 指数下跌 9%。BOSS 直聘/宝尊/腾讯音乐 10 月涨幅相对领先，分别上涨 12%/7%/6%。9 月 BOSS 直聘的大股东减持基本落地，10 月公司股价较快反弹，公司整体基本面稳健（我们预计公司 26-28E Non-GAAP 运营利润 CAGR 为 14%），股东回报在行业亦处于领先，公司 2Q26 宣布派发 2.3 亿美元股息，叠加年初至今已完成的超 3 亿美元股份回购，合计已占公司市值约 7%。

图 3：2026 年 10 月互联网板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: 2026 年 YTD 互联网板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

注：数据截至 11 月 3 日

■ 在线游戏：预计 3Q26 板块整体表现平稳

据伽马数据，3Q26 中国游戏市场收入同比增长 5%至 925 亿元，主要得益于长线运营产品持续的内容更新与活动运营，叠加腾讯《王者万象棋》和快手《诡秘之主》等重点新游贡献一定增量。展望 11 月，游戏公司即将披露 3Q26 业绩，我们预计游戏公司整体业绩表现稳健，分公司：1）我们预计腾讯 3Q26 游戏收入同比增长 7%，主要得益于《三角洲行动》等长线游戏的稳健表现；《王者万象棋》9 月上线后表现良好，首月持续排名 iOS 游戏免费榜第一，游戏畅销榜前 25，首年流水有望超 30 亿元；2）我们预计网易 3Q26 游戏及相关增值服务收入同比增长 9%，主要得益于常青游戏的稳健表现与《遗忘之海》的增量贡献。3）我们预计哔哩哔哩 3Q26 手游收入同比下滑 8%，整体降幅有所收窄，公司自研游戏《闪耀吧噜咪》9 月上线后表现符合预期，有望推动 4Q26 手游收入恢复正增长，此外公司代理的重度 SLG 游戏《三国志：王道天下》预计将于 4Q26 上线。

■ **在线广告：行业表现持续分化**

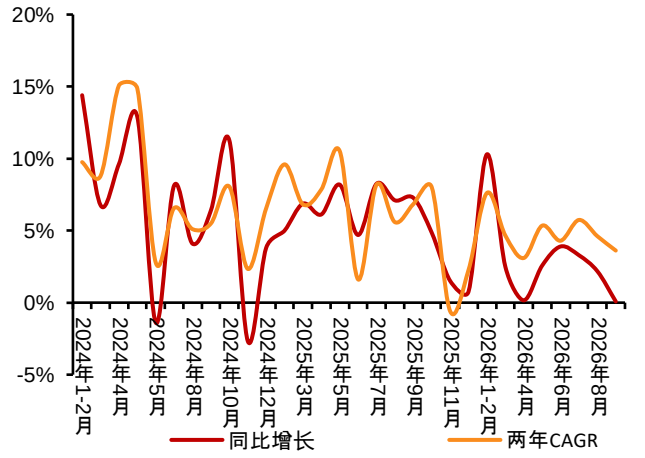
展望 2H26，我们认为行业整体增速或将有所放缓，板块表现进一步分化，主要考虑到多项逆风因素：1）宏观与消费不确定性；2）“投流税”等监管影响导致部分商家投放预算减弱；3）短剧、本地生活、小游戏及 AI 应用等行业预算面临高基数效应。

我们看好腾讯和哔哩哔哩维持快于行业增长：1）我们预计腾讯 3Q26 广告收入同比增长 19%，主要得益于视频号广告库存增加与 AI 技术推动平台整体广告转化效率提升，目前视频号广告加载率相较同业仍然有较大提升空间，有望持续驱动公司广告收入增长；2）我们预计哔哩哔哩 3Q26 广告收入同比增长 23%，主要得益于公司流量持续健康增长，以及公司持续优化广告算法以提升广告转化效率；3）我们预计快手 3Q26 广告收入同比下滑 5%，主要由于宏观不确定性以及“投流税”等监管影响，平台中小商家占比较高导致公司相比行业面临更大的短期挑战。

■ **电商：实物商品网上零售额同比增速面临短期逆风**

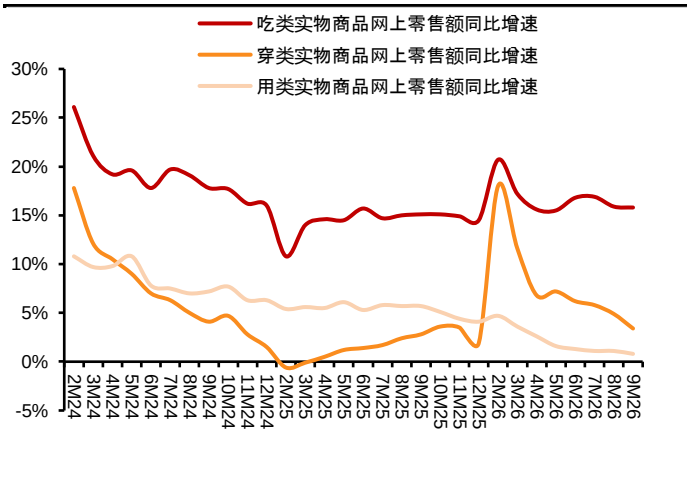
据国家统计局，9M26 网上商品和服务零售额 15.1 万亿元，同比增长 4.4%（8M26:4.6%），其中网上商品零售额同比增长 3.8%（8M26:4.3%），网上服务零售额同比增长 5.4%（8M26:5.1%）。按月度趋势来看，2026 年 9 月实物商品网上零售额同比增速 0.1%（2M26/3/4/5/6/7/8 月：+10.3/2.5/0.2/2.6/3.9/3.3/2.2%）；吃类/穿类/用类商品网上零售额 9M26 分别同比增长 15.8/3.4/0.8%（8M26：15.9%/4.9%/1.1%），吃类商品增速维持，穿类和用类商品有所回落。9M26 网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.7%（9M25：25.0%）。

图 5: 中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 6: 中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

■ **推荐买入腾讯、阿里巴巴、美团、网易、Boss 直聘**

1） **腾讯（700 HK）：**腾讯主业良好的盈利与现金造血能力，叠加公司庞大且可变现的投资组合，有望支撑公司持续的 AI 投入。我们预计公司 FY26 全年 Non-IFRS 运营利润同比增长 5%。我们认为公司后续需凭借 AI 方面的积极进展以证明 AI 投入的 ROI，短期推动公司估值回升，中长期推动盈利增长重新加速：1）WorkBuddy 用户数据/调用量/商业化进展更新；2）HY4 正式版接近国内模型性能-成本前沿；3）微信小微全量推出并探索商业化。公司当前估值仅对应 11x FY26 Non-IFRS PE，仍有较大修复空间。我们基于 SOTP 的目标价为 705.0 港元，对应 21x FY26E Non-IFRS PE。

2） **阿里巴巴（BABA US）：**公司云计算收入增长前景强劲，同时闪购业务更加专注效率提升有望带动业务减亏及支撑集团层面盈利修复。阿里云外部收入 1QFY27 同比增速

进一步加快至45%（4QFY26：40%），在强劲需求及持续扩充产能的支持下，未来几个季度增速加快的势头有望延续。此外，AI 相关资本开支可实现约 3 年的回收期，随着 AI 相关产品毛利率提升，叠加规模经济改善、自研芯片部署比例提升以及资本效率改善，回收期有望进一步缩短。我们继续看好阿里巴巴作为我们覆盖范围内 AI 主题的核心受益者之一。我们认为，传统电商业务产生的稳定现金流以及阿里巴巴强劲的资产负债表，将支持公司持续投入，以更好把握 AI 时代的发展机遇；与此同时，清晰且具吸引力的 ROIC 实现路径有望为长期股东回报提供有力支撑。我们基于 SOTP 的目标价为 220.1 美元。

3） **美团（3690 HK）：**我们认为，尽管本地生活行业竞争强度仍存在动态变化，行业最困难阶段已经过去。2Q26 业绩进一步证明了美团有能力捍卫其在中高客单价外卖市场的领先地位，同时随着行业竞争逐步回归理性并趋于稳定，到店业务长期 OPM 有望恢复至 30%左右。可预期的中长期外卖 UE 及稳定的到店利润率水平将为估值下限提供支撑，相较预期更快速的盈利水平修复将为估值带来催化。我们基于 DCF 的目标价为 138.0 港元。

4） **网易（NTES US）：**尽管短期缺少新游戏发布，但基于长线产品的稳健表现及利润率持续改善，我们预计网易 2H26 运营利润维持 39%的强劲增长，在宏观和市场环境面临不确定性的情况下，我们认为公司仍然是优质的防御性标的；后续公司估值的修复依赖于新产品表现，多款重点新游戏有望在 FY27 上线，包括《无限大》（定档 27 年 1 月上线，保守估计年度收入 50-80 亿将贡献 5-8%游戏收入增量）《诡影藏锋》《雾海之下》。我们基于 SOTP 的目标价为 159.5 美元，对应 17x FY26E Non-GAAP PE。

5） **BOSS 直聘（BZ US）：**我们看好公司长期收入和盈利的可持续增长（26-28E 收入/Non-GAAP 运营利润 CAGR 为 11%/14%），公司商业化水平相较成熟市场仍有较大提升空间，公司今年从战略上加大一线与部分二线城市的商业化力度，拉动平台用户付费率及 ARPPU 增长（2Q26 平台用户 ARPPU 同比增长 7%）；股东回报在行业亦处于领先，公司 2Q26 宣布派发 2.3 亿美元股息，叠加年初至今已完成的超 3 亿美元股份回购，占当前市值约 7%。我们的目标价为 23.0 美元，对应 18 倍 FY26 年非 GAAP PE。

- **风险提示：**1）消费复苏不及预期；2）行业竞争加剧；3）地缘政治风险带来增量扰动。

软件与 IT 服务

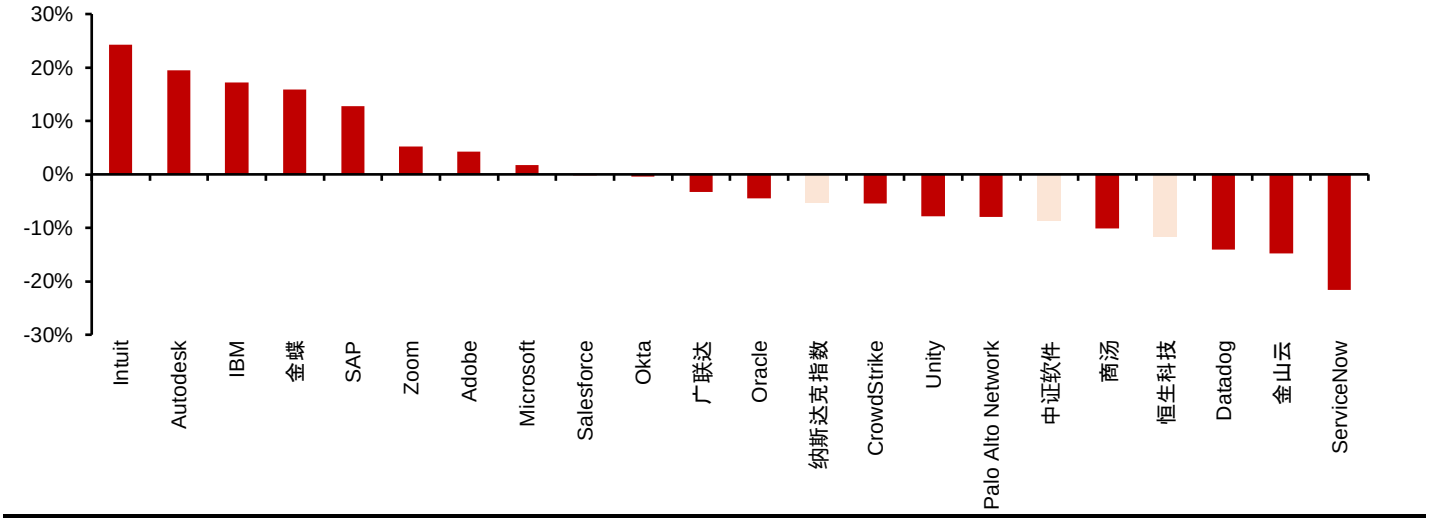
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
| 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 10 月，美股软件板块整体估值基本稳定，应用软件公司目前仍未看到 AI 带来显著贡献，基本面与估值或缺少进一步改善的催化，而云厂商的营收增长和 ROI 仍相对具备更高的确定性。我们看好强劲的 AI 算力需求将为云厂商的基本面提供支撑，而潜在可能更为受限的供给环境下已锁定更多产能的云厂商将具备相对优势。展望而言，我们认为高价值且 ROI 具备吸引力、产出结果具备可验证性、数据充足、环境可程序化、出错代价可控是推动 AI 在不同垂类场景渗透进一步提升的关键要素，递归自我改进（RSI）的持续深化或有望带来积极的示范效应而进一步推动 AI 渗透率提升，而在此背景下软件子板块的估值分化态势或将延续，仍建议优选基础设施和网络安全子板块。综合考虑估值与基本面表现，我们推荐美国头部云厂商微软（MSFT US）、亚马逊（AMZN US）、谷歌（GOOG US）。

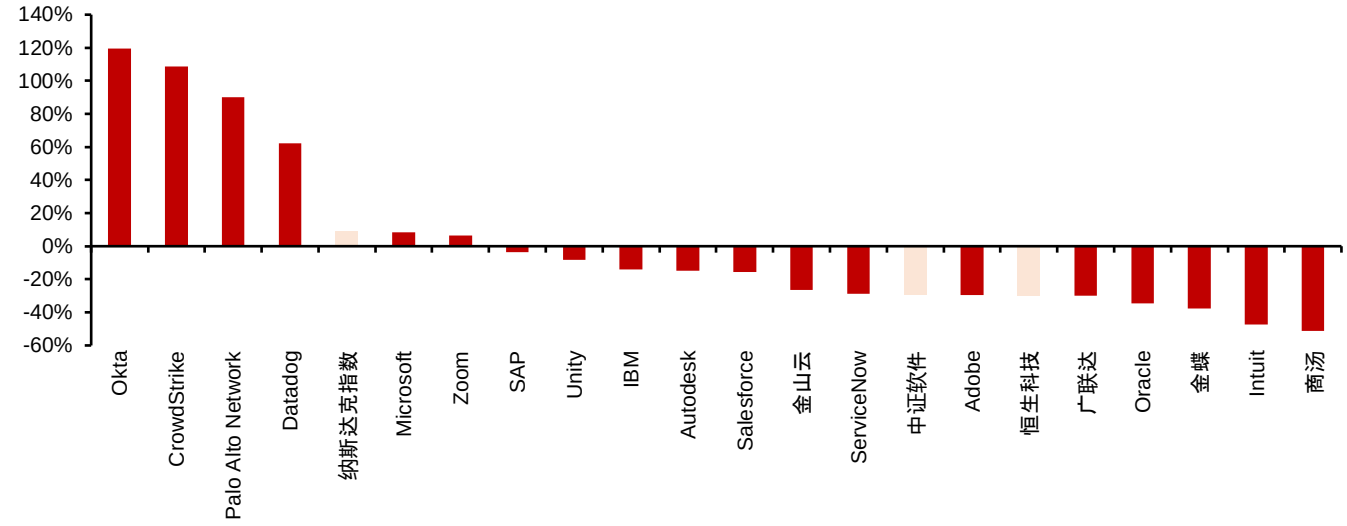
10 月恒生科技指数下跌 12%，纳指下跌 5%，ServiceNow/金山云/Datadog 跌幅较明显，分别下跌 22%/15%/14%。ServiceNow 4Q26 指引不及预期导致公司股价承压，管理层预计公司 4Q26 cRPO 增速放缓至同比+18.5%，并归因于客户续约时点、本地部署占比提升，及带 T4C 条款的订单金额上升，这些影响虽然偏短期，但仍引发投资者担忧，AI 商业化尚未对公司业务增长带来显著贡献。

图 7: 2026 年 10 月软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: 2026 年 YTD 软件板块股价表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场
注：数据截至 11 月 3 日

■ 海外云厂商：ROI 提升逻辑兑现且有望延续

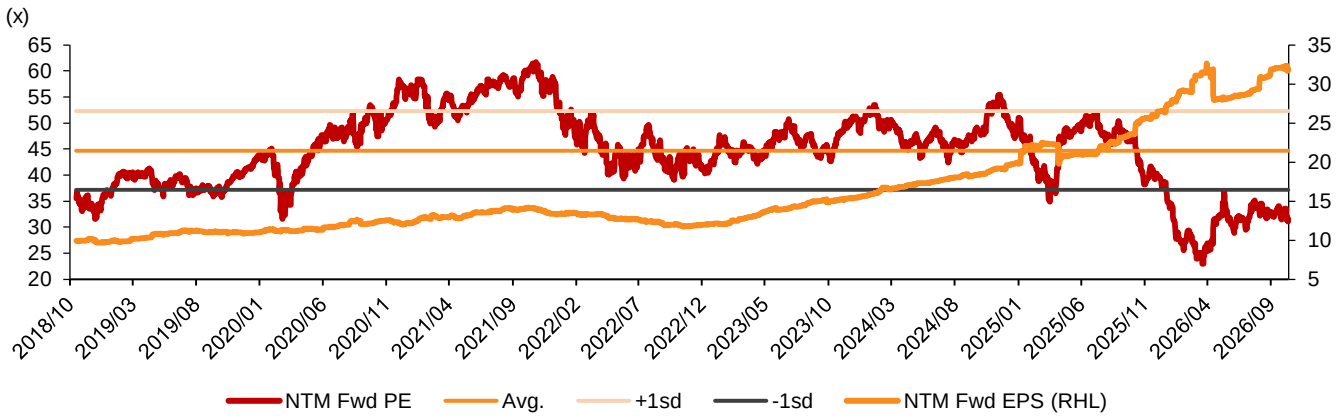
3Q26 美国头部云厂商（亚马逊、微软、谷歌）业绩展现出 AI 相关投资 ROI 持续提升趋势，即在 Capex 指引基本不变的情况下，云业务营收及利润增长显著好于预期，同时管理层对云业务投资回报周期的拆解、在手订单所预示的需求持续给出清晰的披露、及持续关注投资效率的指引获得了市场的积极反馈。展望而言，2027-2028 年，各厂商云营收的同比增速均有望超过资本开支的同比增速，从而使得投资的 ROI 进一步清晰化，在开源模型性价比持续提升的背景下，具备“为正确的工作提供正确的模型”的能力、底层基础设施资产具备很强的可互换性的龙头云厂商或将进一步受益。我们持续看好云厂商将在 AI 发展浪潮中持续受益，美国云厂商中推荐亚马逊（AMZN US）、微软（MSFT US）和谷歌（GOOG US），此外建议关注受益于云需求爆发增长背景下覆盖全栈可观测性和云安全的软件平台 Datadog（DDOG US）。

■ 海外软件：着眼长期护城河稳固性

我们认为，在生成式 AI 时代，软件公司的护城河会更多的集中在底层数据、合规模型、任务执行权及执行效果，越像工具席位的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代，反而将受益于 AI 发展浪潮。短期来看，基础设施相关的软件平台或将看到更快的 AI 相关客户带来的营收贡献的起量趋势从而有效缓解市场担忧，网络安全相关的软件公司不可替代性较强，应用软件公司需更多的证明其有基于结果收费的能力从而证明不可替代性。尽管我们认为软件公司短期的业绩受到的影响或有限，但行业估值普遍回调后，估值修复或围绕具备中长期不可替代性的软件公司展开。

中长期，我们建议关注两类软件公司：1）有能力向混合收费模式转型的公司（席位费+用量收费）/按用量收费模式为主的公司，能够较好抵御 AI 对于商业模式的冲击，通过按用量收费的模式获取增量 AI 相关收入；2）生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司。相比之下，部分工具型应用的公司，例如 Adobe 等，在向按用量/结果付费的模式转型过程中面临更多挑战，更有可能被 AI 大模型所替代，同时在收入端也面临更多压力。

图 9: 标普北美科技软件：一年远期 PE vs EPS



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 11 月 3 日

■ **推荐买入微软、亚马逊、谷歌**

1) **微软（MSFT US）：** 我们看好微软长期结构性增长前景，AI 及数字化需求强劲支撑下公司 Azure 业务有望维持高速增长；M365 每用户平均收入持续提升印证 AI 变现稳步推进。我们认为，微软的资本开支投资所带来的可量化回报正在云业务和自有应用中变得愈发显著，同时管理层进一步强调资本开支效率而获得的市场正反馈有望维持，管理层指引 FY27 自由现金流将为正。我们基于 DCF 的目标价 641.8 美元对应 32 倍 FY27E 市盈率。“买入”评级。

2) **亚马逊（AMZN US）：** 我们看好 AWS 营收同比增速环比进一步加速的空间，且认为亚马逊稳健的盈利增长（我们预测 2026/2027 年亚马逊经营利润将同比增长 40/33%）将有望支撑股价增长。我们的目标价为 300.0 美元，基于 16.9 倍 EV/EBITDA，与过去三年平均交易区间一致。

3) **谷歌（GOOG US）：** 我们看好谷歌全栈 AI 解决方案将支撑公司核心搜索和云业务的快速增长，让公司在显著加大 AI 投入的同时维持稳健盈利增长与现金流，持续受益于强劲的 AI 需求。展望未来，我们认为两项核心催化有望支撑公司基本面和估值，包括 TPU 订单加速落地推动云业务增长、AI Mode 商业化提速推动搜索业务收入增长重新加速。我们的目标价为 421.0 美元，对应 27 倍 FY27 市盈率。“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期，亏损收窄及利润率扩张速度不及预期。

半导体

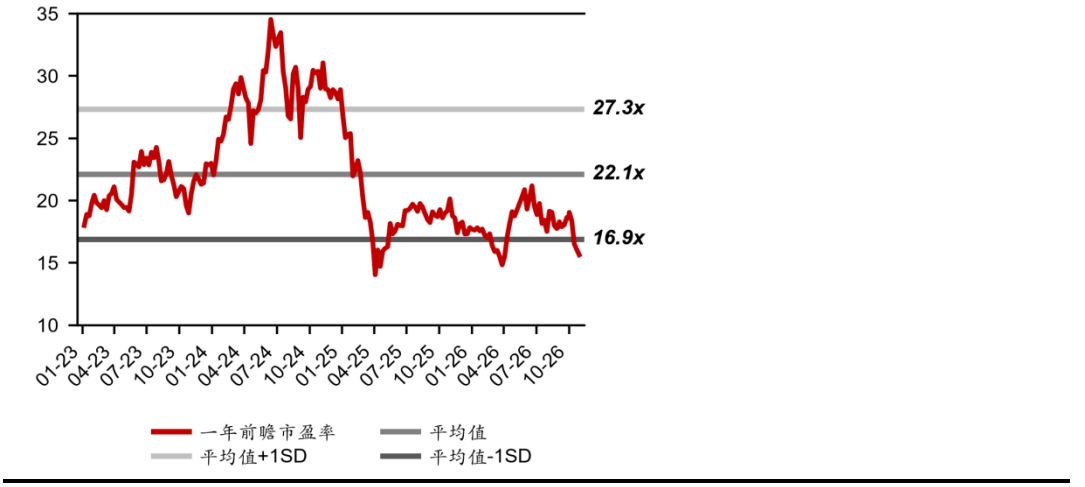
| 周志敏 / zhouzhimin@cmbi.com.hk (852) 3850 5268
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8727
| 郭远宁 / aaronguo@cmbi.com.hk (852) 3916 3715

10 月全球半导体板块遭遇了近年罕见的单月剧烈调整，海内外共振下行：美股在"业绩越强、越难持续"的悖论中持续下挫，A 股则在上半月跟随调整、下半月加速赶底，申万半导体单月下跌逾 26%。我们在上月报告中提示的"业绩披露后部分资金兑现离场"风险，以远超预期的烈度兑现，AI 资本开支的回报周期取代景气本身成为市场定价的核心变量。展望 11 月，中期选举、美联储议息与英伟达财报三大事件密集落地，板块有望在剧烈出清后寻找新的均衡——估值已回到低位区间，而三季报的强劲兑现并未被市场充分计入，我们对超跌后的修复行情持积极态度，同时临近年底也建议投资者密切关注有关明年 AI capex 的展望。

■ 10 月份回顾

美股方面，10 月标普 500 指数微跌约 0.9%，费城半导体指数（SOX）大跌约 15.4%、大幅跑输大盘，较 10 月 6 日高点 13,218 点回撤 19.1%、自 6 月下旬历史高点正式坠入技术性熊市：10 月 22 日 SOX 单日暴跌 6.7%（2020 年以来最大单日跌幅），30 只成分股单日市值蒸发约 8,200 亿美元；10 月 30 日"黑色星期五"再跌 7.2%，英特尔因四季度营收指引（150 亿－160 亿美元）不及预期单日暴跌 28.6%，高通跌超 11%、AMD 跌超 10%，美光、阿斯麦全月分别下跌约 17%、14%。全月纳指下跌 5.3%、道指逆势上涨 1.7%，资金从高估值、高拥挤度的 AI 算力链撤出、转向其他板块。本轮下跌中"好消息失灵"的特征明显：台积电三季度营收 467.2 亿美元、同比增长 41%，阿斯麦净销售 117 亿欧元创纪录，但财报利好当日股价仍然收跌——市场关注点已从当期订单转向下游 AI 投入的现金回报对上游半导体板块景气持续性的支撑。

图 10: 标普 500 vs 费城半导体指数：累计收益率

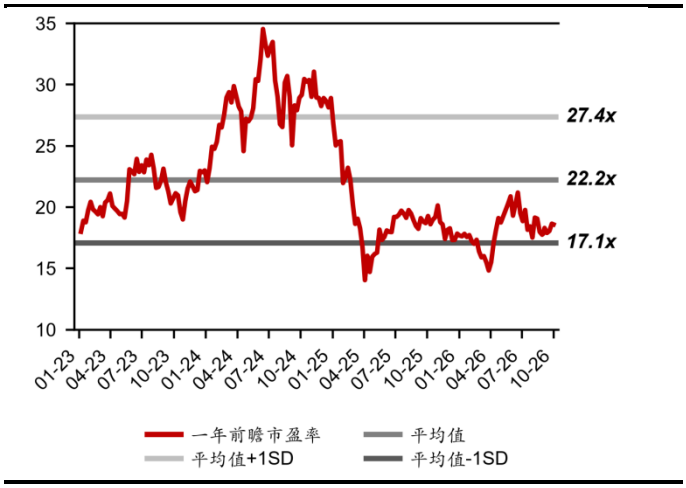


资料来源：彭博，招银国际环球市场

标普 500 半导体行业指数前瞻 P/E 10 月末约 15.6 倍，较 9 月末的 18.6 倍大幅回落，已跌破过去三年均值（约 22.1 倍）下方 1 倍标准差（约 16.9 倍）的支撑，回到 2025 年以来的

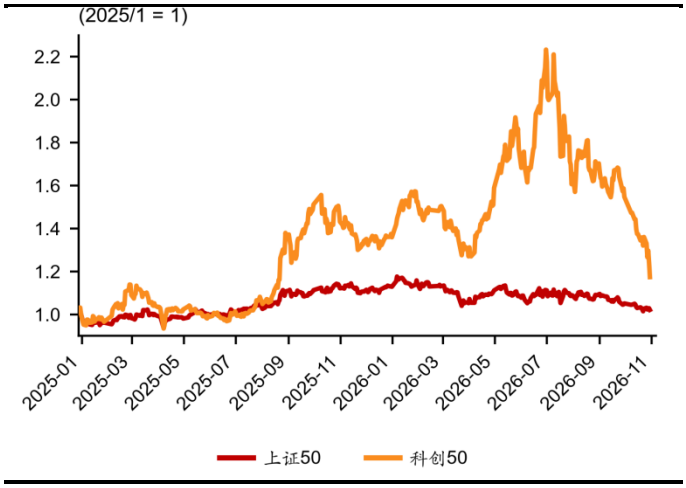
估值下沿区域；历史上跌破均值-1SD 的区间往往对应中长期的布局窗口，当前的估值已充分反映悲观预期。

图 11: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图（十月）



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 12: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图（九月）



资料来源：彭博，招银国际环球市场

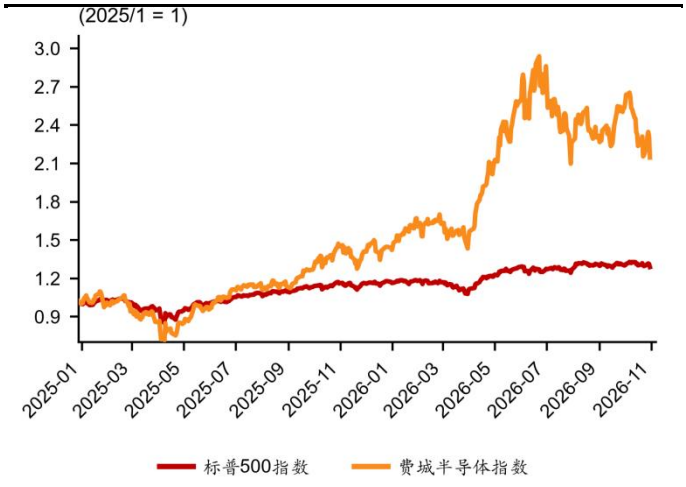
A 股方面，10 月申万半导体行业指数（801081）下跌约 26.4%、沪深 300 下跌约 8.5%、上证 50 下跌约 3.9%、科创 50 下跌约 24.1%，板块呈现"节后补跌—中旬阴跌—月末加速"的单边下行：国庆节后首日即大跌 5.1%（10 月 8 日收 8,723.85 点），中旬在 8,000 点附近短暂企稳后继续阴跌；10 月最后一周加速赶底，10 月 30 日盘中低见 6,698.35 点、月末收于 6,763.74 点，单周下跌 13.8%。拉长看，2025 年以来科创 50 累计上涨约 17%、申万半导体累计上涨约 42%，仍领先上证 50（约+2%），但超额收益已大幅收窄。量能方面，10 月板块成交额约 3.28 万亿元、环比再降约 28%，区间换手率由上月的 65.6%降至 53.3%（Wind），缩量下跌显示筹码进一步的出清。

图 13: 上证 50 与科创 50 指数走势



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 14: 科创 50 与申万半导体行业指数走势



资料来源：Wind，招银国际环球市场

10 月 A 股半导体与全球共振下跌的原因，更多在估值与资金层面而非景气：一是海外映射，SOX 单月 15%的跌幅通过情绪与外资传导，A 股科技板块对海外利空的敏感度在高位被放大；二是三季报"利好兑现"效应，光模块、PCB 等前期强势方向在业绩创纪录披露后遭遇获利盘集中兑现，"业绩越好、调整越深"；三是流动性与筹码结构，前期涨幅积累的浮筹在缩量环境中缺少承接，月末出现一定程度的踩踏。

■ 11 月份展望

基本面并未随股价转弱，除了有个别公司超预期或低于预期，但三季报总体上是符合预期的。英伟达将于 11 月 17 日发布 2027 财年三季度财报，市场预期营收约 1,080 亿－1,090 亿美元、同比增长约 90%，毛利率指引 73.5%－74.5%，向供应商锁定的长期供应与产能承诺达 2,790 亿美元，Vera Rubin 平台首批量产硬件已确认发货，每千兆瓦收入潜力由 Grace Blackwell 的约 250 亿美元提升至约 400 亿美元。云厂商资本开支仍在扩张：微软最新季度营收 922.8 亿美元、同比增长 19%，Azure 增长 48%，单季资本开支 393.7 亿美元、同比翻倍；亚马逊 AWS 营收增长 39%，单季资本开支 772.6 亿美元、全年维持 2,200 亿美元指引；谷歌单季资本开支 513.6 亿美元、预计 2027 年超 3,000 亿美元；Meta 资本开支指引小幅上调区间下限至 1,350 亿－1,450 亿美元。五大 AI 基建巨头 2026 年合计资本开支约 8,280 亿美元、首次超过合计经营现金流，巨额投入开始持续侵蚀自由现金流（Meta、谷歌连续转负）——这大概率是本轮股价调整的宏观注脚，但同时也意味着 AI 基础设施的实物工作量加速形成。

存储超级周期仍在强化。SK 海力士三季度营收 104.62 万亿韩元、首次突破百万亿韩元，营业利润率高达 80%，公司判断存储供不应求将延续至 2030 年，已与 14 家主要客户签订长期供应协议、锁定 2027–2028 年总产能的 50%以上；HBM4 出货全面展开，四季度 HBM4 出货量将超过 HBM3E。台积电拟将 CoWoS 先进封装报价上调 10%–20%，OpenAI CEO 亲自赴首尔争取三星 HBM 产能——AI 供应链的瓶颈正从逻辑芯片转向存储与先进封装，上游稀缺环节的议价能力在增强。国内方面，长鑫科技前三季度营收同比增长 738%，其 4F² DRAM 技术声明一度引发海外存储股动荡，国产存储的技术对全球定价的影响恐不容小觑。

存储涨价与盈利兑现仍在途。TrendForce 预计四季度 DRAM 合约价（HBM Blended）再涨 15%–20%、NAND 再涨 15%–20%；SK 海力士、三星三季度业绩均创历史新高，资本开支持续扩张以承接高端存储需求。对存储链而言，涨价周期未完、盈利增长仍在途，但是增速最快的阶段可能逐渐过去；对下游消费电子而言，成本挤压最重的阶段正在过去，存储涨价斜率趋稳后，整机厂商的成本预期有望边际缓和。

中期看，产业主线清晰：英伟达 Vera Rubin 平台首批量产硬件已于 10 月确认发货（而非路线图宣示），随着 2027 年大规模部署临近，AI 硬件正迎来一轮系统级的架构升级，我们看好五个新技术方向——高电压：数据中心供电从当前 400V 平台向±400V、800V 高压直流架构升级（英伟达已发布 800VDC 架构白皮书，单机柜功率由约 200kW 向 1MW 演进、2027 年 Kyber 机架达 600kW，端到端效率提升约 5%、铜用量最多减少 45%），直接带动功率半导体与 SiC/GaN 需求；散热：单柜功耗跃升推动散热全面升级，NVL144 机架已采用 100%冷板式模块化设计；PCB 升级：机架内以中央印刷电路板中板取代传统线缆，高多层、高频高速 PCB 与 CCL 量价齐升；服务器升级：整机沿 MGX 开放架构迭代，NVL144 的 FP4 推理性能达 GB300 NVL72 的 3.3 倍；NPO/CPO：英伟达 Quantum-X 光子交换机已商用出货，Spectrum-X 光子交换机进入全规模量产（最高 409.6Tb/s、512 个 800G 端口），CPO 较传统可插拔方案的光互连功耗降低约 70%，国内生态亦已发起 OPEN NPO 联盟。这五个方向将成为算力链后续确定性最高的增量市场，相关供应链（功率半导体/SiC、散热、PCB/CCL、服务器、光互联）在深度回调后配置价值凸显。

国内基本面与股价表现在 10 月大幅背离。第一，三季报创纪录兑现：半导体行业三季度单季营收同比增长 81.9%、归母净利润同比增长 612.1%，均居全行业第一；光模块、PCB、

存储前三季度净利润分别增长 121.9%、108.9%、321.8%。中际旭创前三季度营收 695.47 亿元、同比增长 178%，归母净利润 222.38 亿元、同比增长 212%，单季毛利率 46.6%续创新高，在手订单已锁定 2027 年全年、部分客户给出 2028 年需求指引；生益科技三季度净利润同比增长 238%、毛利率 41.6%创历史新高；北方华创三季度收入增速放缓主要受物料短缺约束而非需求走弱，在手订单持续增长。第二，产业资本密集托底：长鑫科技将回购上限由 20 亿元大幅上调至 50 亿元（科创板最大单笔回购），10 月以来 24 家科创板半导体公司合计回购超百亿元。第三，国产算力里程碑：DeepSeek V5 已转向昇腾芯片开展预训练，国产算力从推理侧迈向训练侧；前三季度国内集成电路产量 4,428 亿块、同比增长 23.3%，自主可控的产业趋势在股价逆风中继续深化。

估值端，剧烈调整已使 A 股半导体的估值风险进一步释放：10 月末申万半导体 PE(TTM)约 53 倍（三季报盈利集中计入前口径），三季报披露完毕后已降至约 41 倍、处于近 5 年约 20%分位（Wind），较 9 月末的 71 倍/54%分位大幅回落；美股标普 500 半导体行业指数前瞻 P/E 亦跌破均值-1SD。海内外半导体估值同步进入低位区间，为 11 月的修复行情提供了安全边际。

配置上，我们围绕三条线索布局。剧烈出清后板块已具备超跌反弹的条件，深跌后的龙头标的配置价值凸显，但反弹或有反复（12 月加息压力、民主党掌控国会后的 AI 监管扰动），建议以业绩确定性与估值安全边际为纲、逢低分批布局。

- 配置线索一：三季报验证的 AI 算力链龙头，超跌即是布局窗口。三季报的兑现度已充分验证景气：中际旭创订单锁定 2027 年全年、生益科技毛利率创历史新高、北方华创在手订单强劲只是受供应约束，光互联、PCB/CCL、存储、半导体设备等方向业绩确定性与弹性最高。10 月深度回调后，这部分标的的估值压力已大幅释放，业绩验证后的修复弹性最大，建议关注：北方华创（设备龙头，国产替代确定性最强）、中芯国际（晶圆厂产能价值重估）、中际旭创（光模块全球龙头，800G/1.6T 放量与 CPO 产业趋势）、深南电路与生益科技（AI 服务器 PCB/CCL/载板，高多层与材料升级）、天数智芯（国产算力标的）。

- 配置线索二：产业新趋势——把握英伟达 Rubin 平台量产出货带来的五类新技术方向共振（高电压、散热、PCB 升级、服务器升级、NPO/CPO）。如前文所述，供电架构向 800V 高压直流升级将带动功率半导体 GaN 与 SiC 产业链需求上升；散热、PCB/CCL、服务器与光互联环节亦将同步升级。建议关注：天岳先进（SiC 衬底龙头）、瀚天天成（SiC 外延片龙头）、英诺赛科（GaN 功率器件），以及 PCB/CCL 与光互联龙头（深南电路、生益科技、中际旭创、Lumentum）。

- 配置线索三：消费电子半导体，周期触底回升叠加新 AI 硬件拉动。随着存储涨价斜率趋稳、对下游成本挤压边际缓和，以及终端需求温和回暖，叠加 AI 手机、AI PC、智能眼镜等新硬件的陆续发布，相关半导体公司有望迎来"周期修复+AI 增量"的双重驱动。建议提前关注：豪威集团（CIS 图像传感器）。

❖ **推荐板块：功率半导体与 SiC 产业链、PCB 及覆铜板、光互联、半导体设备、晶圆厂、国产算力、消费电子半导体。**

❖ **推荐买入：**天岳先进（2631 HK，买入）、瀚天天成（2726 HK，买入）、英诺赛科（2577 HK，买入）、深南电路（002916 CH，买入）、生益科技（600183 CH，买入）、中际旭创（300308 CH，买入）、Lumentum（LITE US，买入）、北方华创

（002371 CH，买入）、中芯国际（981 HK，买入）、天数智芯（9903 HK，买入）、豪威集团（603501 CH，买入）

■ **风险提示：**1）英伟达 11 月 17 日财报毛利率或四季度指引不及预期，AI 算力链或再度承压；2）12 月 FOMC 会议加息（市场定价概率约八成）与美债收益率上行的流动性扰动；3）民主党掌控国会两院后对 AI 投资、数据中心与出口管制的监管收紧；4）三季报披露后的业绩空窗期内，反弹的持续性可能不足；5）供应链扰乱与地缘政策扰动等。

消费

| 张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

乐观。截至 11 月 4 日的一个月内，恒生消费指数+6.57%、香港日常消费指数+7.09%，香港可选消费指数基本持平（-0.12%），均跑赢恒指（同期-1.49%）。10 月上半月港股走弱，10 月 22 日离岸信托补税宽限期结束，抛压部分释放，南向资金当月净流出约 244 亿港元，随后情绪缓和、大促启动，指数在月底回升。但基本面表现仍不足以支撑全面复苏：9 月社零+1.1%（除汽车+3.9%、餐饮+2.1%），其中包含中秋假期提前、油价与手机提价带来的影响；10 月制造业 PMI 降至 49.3、消费品制造业 48.8；今年双十一开局未见放量；三季报同样必选边际修复，可选继续承压；运动品牌流水下滑，美妆则靠核心单品与大促兑现。展望 4 季度末，大促全周期数据出炉、12 月中央经济工作会议等潜在催化陆续落地，我们认为总量复苏仍处于弱修复通道尚未形成全面共振，判断板块以结构机会为主。配置上，我们建议选择以业绩能见度高、现金流稳健、股息较优的必需消费与红利标的，也可逢低布局前期超跌、高频数据显现环比修复迹象的可选消费等。中期维度来看，我们认为居民消费行为的核心约束为“资产端受房价影响持续缩水及收入端预期修复缓慢”，消费确实将延续“降级”主基调，支出向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费需求弹性走弱。基于此判断，我们认为居民消费行为仍将保持“降级“的主基调，建议关注以下投资主线：1）消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比；2）需求优先级固化：不可压缩需求+身体健康+情绪价值。3）持续推进业务出海以对冲内需不确定性等。

■ **推荐标的**

选股方面，建议关注：1）品类延伸支撑增长、业绩能见度较高的**农夫山泉（9633 HK，买入）**，基本面逐步筑底并期待迈入修复通道的**华润饮料（2460 HK，买入）**；2）业绩较有支撑、股息回报较优，且出海动作积极的运动品标的；3）悦己情绪消费中业绩增速领先、出海潜力较高的标的及增长产品矩阵丰富且有望进入修复的**珀莱雅（603605 CH，买入）**等；4）门店扩张加速、利润率稳步提升的餐饮龙头**百胜中国（9987 HK/YUMC US，买入）**。

■ **风险提示**

地缘政治局势恶化超预期、内部经济环境恶化超预期、扩内需政策效果不达预期、原材料价格波动等。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728
| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751
| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ **未来 3 个月看法：谨慎乐观**

新能源车销量：14 家合计创年内新高，国内零售低于预期。我们跟踪的 14 家车企/品牌于 11 月 1 日公布 2026 年 10 月新能源乘用车销量，合计约 111.8 万台、同比+9%、环比+7%，为年内单月最高，1-10 月累计约 851.9 万台、同比+6%。这一新高与终端疲软并不矛盾：乘联会数据显示，10 月 1-25 日全国乘用车零售同比-26%、厂商批发同比-22%，其中新能源零售同比-13%、新能源批发同比+3%，燃油车厂商批发同比-52%，新能源乘用车厂商批发渗透率已达 72.9%。总量之外，需求端的压力并未缓解：宏观经济预期不明朗、高油价持续抑制燃油车消费、以旧换新对入门级车型拉动减弱、消费者在价格战与新车周期下保持观望，金九银十整体弱于预期。

结构分化：同比正增长 8 家、负增长 6 家，头部车企与部分新势力表现背离。10 月同比正增长的 8 家为埃安（+57%）、极氪（+52%）、零跑（+51%）、小鹏（+20%）、吉利银河（+20%）、比亚迪（+11%）、长城（+7%）、小米（+5%，估计值）；同比下降的 6 家为鸿蒙智行（-51%）、阿维塔（-48%）、岚图（-24%）、蔚来（-15%）、深蓝（-11%）、理想（-9%）。环比 9 家改善、5 家回落，吉利银河、零跑、小鹏在高基数上继续环比走高，主要得益于新车型的贡献，比亚迪以 48.3 万台居首。

出海仍是三家传统车企共同的增量来源。按公司产销快报口径，10 月比亚迪全部汽车销量 49.0 万台、同比+11%、环比+6%，1-10 月累计 362.2 万台、同比-2%；其中出口 17.0 万台、占当月销量约 35%、同比接近翻倍，但较 9 月的 18.1 万台环比-6%，本月环比增长主要由国内批发贡献。吉利汽车总销量 31.0 万台、同比+1%、环比+6%，新能源 21.5 万台、同比+21%、占总销量 69%，出口 10.7 万台、同比+158%，已连续多月站上 10 万台。长城汽车总销量 12.0 万台、同比-16%、环比+5%，其中海外 6.3 万台、占比约 52%，1-10 月累计海外 53.9 万台、累计占比约 52%。

图 15: 重点车企于 11 月 1 日公布的 2026 年 10 月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	10 月新能源乘用车销量（台）	同比变化%	环比变化%	1-10 月销量（台）	1-10 月同比变化%
比亚迪	483,125	10.6%	5.8%	3,561,669	-2.6%
长城	49,499	7.2%	16.9%	314,918	-3.2%
蔚来	34,246	-15.2%	-8.5%	334,547	38.5%
理想	29,025	-8.6%	-8.8%	322,111	-2.1%
小鹏	50,237	19.6%	21.8%	334,604	-5.8%
小米*	51,000	4.8%	27.5%	337,490	7.0%
极氪	32,483	51.6%	-12.7%	320,887	94.4%
吉利银河	153,385	20.3%	17.6%	1,030,569	2.8%
零跑	106,127	51.0%	0.4%	772,666	65.9%
广汽埃安	42,357	56.8%	19.3%	321,640	22.8%
东风岚图	13,030	-24.3%	0.0%	128,511	12.5%

长安深蓝	32,602	-11.4%	8.0%	276,414	2.7%
阿维塔	7,056	-47.8%	-13.8%	62,146	-40.0%
鸿蒙智行	33,537	-50.8%	-10.5%	400,388	-5.8%

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场；*小米的本月汽车销量为估计值

造车新势力：零跑继续领跑，小鹏交付爬坡，理想预计 11 月改善。零跑汽车 10 月销量 10.6 万台、同比+51%、环比基本持平，继续位居新势力首位，1-10 月累计 77.3 万台、同比+66%；小鹏 10 月交付 5.0 万台、同比+20%、环比+22%，得益于 Mona 系列新车爬坡和出口增长，1-10 月累计 33.5 万台、同比-6%；蔚来交付 3.4 万台、同比-15%、环比-8%，但 1-10 月累计 33.5 万台、同比+38%；理想交付 2.9 万台、同比-9%、环比-9%，1-10 月累计 32.2 万台、同比-2%，随着新款理想 i6 于 10 月底上市，预计理想 11 月销量将实现明显改善；鸿蒙智行交付 3.4 万台、同比-51%，1-10 月累计 40.0 万台、同比-6%。

三季报复盘：比亚迪、吉利、长城业绩均低于预期，单车收入与毛利率是共同症结。三家公司 3Q26 收入分别为 2,215 亿元、990 亿元、578 亿元人民币，同比+14%、+10%、-6%，环比+14%、+10%、+1%，分别较我们的预期低 3.5%、2.6%、3.0%；净利润分别为 100 亿元、48 亿元、14 亿元，同比+28%、+28%、-41%，环比+22%、-2%、-10%，较我们的预期低 12%、14%、36%。毛利率低于预期是主要原因：比亚迪、吉利均为 18.0%、长城 17.3%，环比分别下降 0.9 个、0.4 个、1.0 个百分点，亦低于我们此前的预测。量价背离是核心：三季度是销量旺季，三家销量环比分别+19%、+14%、+7%，但新车上市期促销激励与爬坡成本（长城）、车型结构下移与第二代刀片电池初期导入并叠加高于预期约 7.5 亿元的减值（比亚迪）、汇兑损失与偏高的股份支付费用（吉利），共同压低了单车盈利。

行业盈利与政策悬空：利润率与产能利用率双低，2027 年补贴接续与海外税制同时未定。盈利压力不只来自个别公司，整车环节被价格竞争、上游成本与智能化研发投入三重挤压。国家统计局公布，三季度汽车行业产能利用率 66.2%、同比下降 7.1 个百分点，1-9 月为 69%、同比下降 4.2 个百分点，行业仍在消化过剩供给。政策端存在两处悬空：一是 2026 年以旧换新对入门级车型的补贴力度明显下降，报废更新、置换更新购买新能源乘用车的补贴上限分别为 2 万元和 1.5 万元，边际拉动效果递减，而 2027 年是否延续、以何种力度延续尚无定论；二是新能源乘用车购置税减半（每车最高减 1.5 万元）执行至 2027 年 12 月 31 日，会在 2027 年形成翘尾式的需求前置，同时把退坡压力推向 2028 年。出口端的确定性同样在下降：财政部、税务总局已明确自 2027 年 4 月 1 日起将新能源汽车出口退税率由 13%下调至 9%，短期或刺激 2026 年 11 月至 2027 年一季度的抢出口、使该期间出口数据偏高，但会持续侵蚀出口业务盈利；欧盟方面，10 月上旬中欧贸易投资磋商就混合动力汽车贸易达成谅解，欧盟拟以世贸组织保障措施形式实施为期四年、首年全球约 35 万辆、此后每年递增 6%的进口配额，相关安排仍有待正式文件确认。出口高增长这条支撑板块估值的主线，其增速与盈利质量在 2027 年都需要重新定价。

板块回顾与展望：10 月板块延续走弱，三季报未能如预期提振情绪；利空出尽后有望迎来估值修复。我们在 10 月策略中判断“三季度业绩披露或有助于提振板块情绪”，实际三家整车龙头的三季报全部低于预期，该判断未能兑现，市场定价的重心已从盈利逐季改善转向 2027 年国内需求的天花板与出口政策的约束，10 月港股汽车板块延续弱势、跑输大市。展望 11 至 12 月，板块缺乏强催化：其余车企的三季度业绩将陆续披露，行业协会即将发布的 10 月全月数据我们预计零售与批发的同比降幅仍然较深，年内最后一场大型车展——广

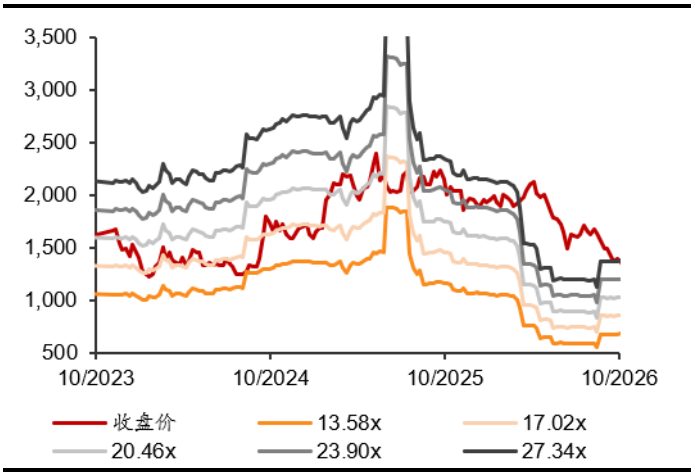
州国际车展定于 11 月 27 日至 12 月 6 日举行，是观察 2027 年新车型供给与年末冲量力度的窗口。我们的看法是，悲观预期已在股价与估值中得到较充分反映：若 4Q 毛利率企稳、需求回暖的信号能在 11 至 12 月兑现，板块更可能是低位修复而非继续下杀；反之，若国内零售进一步走弱、且出口端抢运动能退坡，估值仍面临二次探底的风险。

■ 投资建议

整车首选：比亚迪（1211 HK）。匈牙利工厂计划于 4Q26 启动整车组装、巴西工厂正申请将年产能翻倍至 60 万辆，公司的本地化生产进展或超市场预期，有效对冲海外市场关税风险；4Q26 毛利率能否随新车型放量而企稳，是判断 FY27E 盈利能力的关键信号。作为行业规模与板块情绪的龙头，一旦汽车板块情绪反转，比亚迪是最直接的板块 proxy、有望率先反弹。

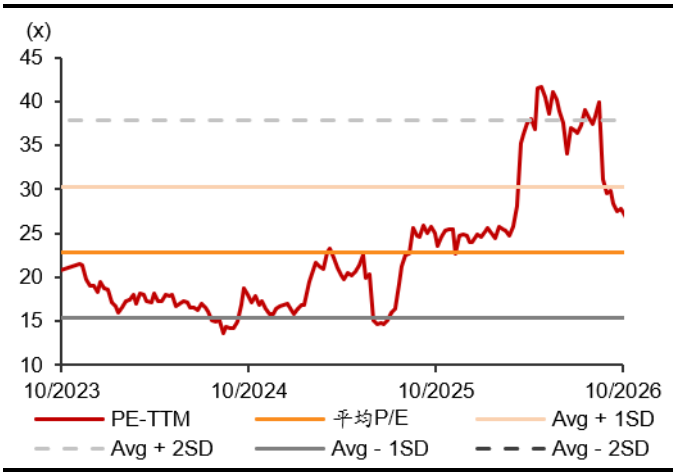
智驾/零部件首选：**地平线机器人（9660 HK）**。高阶智驾芯片与方案的国产替代龙头，出货逆势增长，下半年随 HSD 在高阶车型放量、单颗 ASP 回升，收入增速有望回升至 60%+；“智驾平权”下中阶方案加速下沉，叠加舱驾一体与机器人等新业务打开第二增长曲线，前期对车厂自研芯片的担忧已在股价中较充分反映。

图 16: 中信港股汽车指数动态市盈率通道



资料来源：万得、招银国际环球市场

图 17: 中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源：万得、招银国际环球市场

■ **风险提示：**新能源汽车销量或渗透率低于预期，市场竞争或价格战超预期，原材料价格上涨超预期，新车型的定价和市场反馈弱于预期，以旧换新等消费刺激政策退坡或 2027 年接续力度低于预期，新能源汽车出口退税率下调与欧盟进口配额等贸易政策变化超预期，地缘政治风险升级、出口销量低于预期等。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842
| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288
| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288
| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来 6 个月看法乐观

9 月，十部门联合印发《医药工业发展"十五五"规划》，首次将生物医药定位为国家新兴支柱产业，并设置量化指标：2030 年产业营收超 3.5 万亿元、创新药产业年均增速 20%以上、中国 FIC 药物占全球比例 25%以上等，预示全链条政策支持体系持续完善。我们认为，政策顶层定调与创新药、CXO 基本面强劲兑现形成共振，医药行业估值修复行情有望延续。创新药出海 BD 交易规模快速增长，据新华社报道，今年以来，中国创新药出海再提速，对外授权交易总额超 1,200 亿美元，同比增长 36%，其中首付款规模超百亿美元。根据彭博一致预期，TOP17 MNC 在 2026 年的平均自由现金流将达到 124 亿美元，足以支撑其持续并购或资产引进。我们认为，创新药出海的价值兑现在于未来里程碑付款和销售分成，而目前港股主要创新药公司的潜在里程碑总额（不含销售分成）达到市值的平均约 2.3 倍。因此，随着授权品种的价值兑现，公司估值有大幅上升空间。此外，CXO 也迎来需求景气度上升周期，上半年业绩普遍超预期，订单增速强劲，全球 CXO 在 2Q&3Q26 普遍上调全年收入指引。药明生物等 CXO 企业在今年实现了一定程度的提价，验证了全球 CXO 需求景气度上行。我们认为，CXO 企业具备较高的增长确定性，强劲的订单增长以及提价对于业绩的驱动作用将延续到明年。

■ 推荐标的

推荐买入药明康德（603259 CH）、药明生物（2269 HK）、三生制药（1530 HK）、映恩生物（9606 HK）、信达生物（1801 HK）。

1）药明康德：3Q26 在手订单加速，再次上调业绩指引。公司 3Q26 收入同比增长 38.0%，其中持续经营业务收入同比增长 43.5%，经调整净利润同比增长 61.3%。截至 9 月底，在手订单达 767.4 亿元，同比增长 36.4%，较 2Q26 末的 25.2%增速明显加速；9M26 新签订单同比增长超 60%。管理层再次上调全年指引，总收入预计提高至 610 亿—619 亿元，持续经营业务增速上调至 40%—42%。化学业务仍是主要增长引擎，3Q26 收入同比增长 48.6%。小分子 D&M 业务收入增长 54.5%，虽较上半年 72.7%的增速放缓，但仍受益于高质量分子引流、管线向后推进及产能投放，预计全年增速超 50%。TIDES 业务增长 51.6%，较上半年的 44.3%加速，全年预计增长约 47%。目前公司共有 20 个小分子和多肽项目车间处于设计准备、建设或即将投产阶段。同时，早期服务全面回暖，AIDD 客户和新分子带来增量业务机会。3Q26 毛利率和净利率环比略有回落，但前三季度毛利率和经调整净利率同比分别扩大 7.6 和 8.3 个百分点。季度波动受项目结构、大订单交付节奏、新产能爬坡及汇率影响，属正常现象。我们认为 3Q26 利润率波动属正常现象，整体盈利韧性仍在。

2）药明生物：1H26 上调业绩指引，生物类似药将成新驱动力。2026 年上半年业绩强劲，总积压订单达 251 亿美元，公司上调全年收入增长指引至 15%-18%（固定汇率下 20%-23%），维持未来三年 20%复合增长率目标。公司计划通过“自建+收购”策略扩大全球布局。中国研发产能已满，成都微生物基地年底投产，并收购创胜医药杭州生产基地；新加坡制剂设施预计 2027 年运营；美国工厂预计 2029 年投运。制剂业务将重点投资，生产线计划三年内翻四倍，五年内收入占比目标 20%。生物类似药将成 M 端新支柱。公司已有

17 个生物类似药项目，未来三年已承诺 20 个项目，80%客户来自全球前十企业。凭借 WuXia TrueSite 平台的高表达量与低成本优势，叠加专利到期及监管放宽红利，管理层预计仅这些项目到 2030-2031 年即可贡献约 10 亿美元收入，成为 M 端长期增长核心引擎。

3）三生制药：707（PD-1/VEGF）价值兑现仍处早期，辉瑞已注册 11 项全球试验，含 3 项全球 III 期，其中 10 项已启动入组，临床开发的进度和广度全球领先。此外，辉瑞计划在今年年内启动 707 与 PADCE（Nectin-4 ADC）联用的全球三期临床，未来 12 个月内还将启动其用于 NSCLC 新辅助治疗的全球三期临床。日前，辉瑞/三生在 2026 ESMO 会议上更新 707 联用化疗一线治疗非小细胞肺癌的中国二期临床数据，10mg Q3W 剂量下，非鳞 mPFS 13.8 个月、cORR 77.5%，鳞状 mPFS（紫杉醇组） 13.6 个月、cORR 80.7%，均优于替雷利珠单抗对照组，跨试验对比依沃西单抗和 BNT327 亦具竞争力；安全性可控（3 级以上出血 4.9%/3.9%）。此外，我们观察到，在 Symbiotic-Lung-01（1L NSCLC）中，辉瑞目前已开启 484 个临床中心，对应约 1210 例计划入组患者，每个中心仅需入组不到 3 例患者，而 Summit 的 HARMONi-3 每个中心需入组人数约为 6 例。在 Symbiotic-GI-03（1L mCRC）中，372 个 site 对应约 800 例计划入组患者，每 site 约 2.15 例，而 HARMONi-GI3 约为 2.5 例。我们认为辉瑞可能正在通过扩大临床中心数量来加速入组，压缩全球数据读出时间线，从而最大化 707 的全球开发潜力。我们认为，707 的价值发现仍处于早期，随着全球临床数据在未来几年陆续读出，707 的全球价值释放有望得到进一步的支撑。

4）映恩生物：尽管映恩生物的 HER2 ADC 管线开发遭遇一定挫折，我们认为公司当前估值的核心支撑仍主要来自其 B7-H3 ADC 资产 Elfe-D。我们判断，凭借逐步显现的有竞争力的疗效信号、差异化的安全性特征，以及在 ADC + IO 2.0 联合治疗策略中潜在的先发优势，Elfe-D 有望成长为一款重磅产品。最新的 ESMO 数据更新，叠加此前公布的 WCLC 数据，进一步强化了这一投资逻辑：Elfe-D 在肺癌及非肺实体瘤领域（包括 SCLC、PROC、HCC 和 CC 等）均展现出令人鼓舞的早期疗效，相对现有疗法都具有更大的优势（但当然数据还在早期阶段）。同时整体耐受性可控。≥3 级 TRAE 在非肺实体瘤患者中的发生率仅为 38.7%，在肺癌患者中仅为 26.5%。单药比例在 20%左右。ILD/肺炎发生率有限。非肺癌联用 142 人中只有 2 例 1 级的，肺癌联用 279 人只有 8 例（2.9%）。单药 ILD 比例也比较低，都在 5%以下，451 个病人中只有 2 例是三级 ILD。我们继续认为，Elfe-D 在未接受化疗的 mCRPC 中的全球 III 期单药研究为公司估值提供了基础；与此同时，持续扩展的联合治疗数据也为后续带来了具备实质意义的上行期权。展望后续，首项 Elfe-D 联合 pumitamig 的关键性研究有望于 2026 年底至 2027 年初启动，这预计将成为下一阶段的重要催化剂，且 2027 年还有望进一步推进更多关键性项目。

5）信达生物：公司产品收入放量显著。1H26 产品销售收入同比大增 57%至 82 亿元，净利润达 12.5 亿元，双双高于此前预期。3Q26 产品收入进一步增长达到超 47 亿元。增长主要由玛仕度肽、PCSK9 单抗、IGF-1R 单抗及新纳入国家医保的 TKI 产品快速放量驱动。我们持续看好管理层 2027 年 200 亿元产品销售收入目标的达成。公司给出的 2030 年总收入 350–400 亿元的指引亦彰显中长期增长信心。信达生物正通过对外授权、NewCo、Co-Co 等多元模式，向综合性全球生物药企转型。管理层目标 2030 年前至少推进 5 个资产进入全球 Ph3 MRCT。信达生物在 ESMO 公布的最新数据进一步强化其 IO/ADC 管线布局，IBI363（PD-1/IL-2 双抗）一线 NSCLC 的最新数据符合预期。针对 1L PD-L1 TPS<50% NSCLC，我们认为 IBI363 联合化疗于 3mg/kg 剂量组的中位 8.5 个月 PFS 的表现整体与帕博利珠单抗为基础的标准治疗方案相当，但相较 ivonescimab 的跨试验对比结果仍呈现一定分化。后续上行空间主要来自 3→1.5mg/kg 给药方案，该剂量组实现显著优于 3mg/kg 剂量组的 ORR，且有望呈现更优的 PFS 结果。此外，公司正在开展的 IBI363 联合化疗对

比帕博利珠单抗联合化疗一线治疗 NSCLC 的随机 PoC 研究。展望后续，IBI363 随机对照数据读出及武田主导的全球开发的推进，将成为公司下一阶段的重要催化剂。

- **风险提示：**创新药出海 BD 授权推进及里程碑兑现不确定性；中美地缘政治风险等影响 CXO 和 Biotech 板块的经营；医保控费等监管政策对于国内经营环境产生负面影响；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

房地产和物管

| 张苗 / miaozhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

■ 乐观

乐观。10月房地产销售延续分化、二手强于新房，政策进入细则落地期。二手房方面，据冰山大数据，10月26城二手实时成交套数单月同比+22%、环比+3.4%（较9月的+19%/+1.5%继续扩大），主要系二线城市表现强劲，上海/广州/北京/深圳环比分别+0.02%/-0.8%/-2.1%/-3.1%。新房方面，重点16城10月网签量同/环比分别-5.6%/-2.8%（9月同环比分别-6%/+1.7%），一线城市表现分化，深圳/广州/北京/上海环比分别+45%/+26%/+2%/-37%。百强房企10月操盘口径销售2,430亿元，同比-4.0%、环比+4.5%，1-10月累计同比-10.4%、降幅收窄0.7个百分点。价格端，冰山百城指数（即挂牌边际价格）10月延续跌势，环比-0.6%（与9月相当），主要受闵赣及华北地区拖累；一线城市仍处缓跌，环比-0.5%（9月-0.4%）。板块表现方面，截至11月4日的一个月，恒生指数下跌1.49%，内房股指数-4.27%、恒生地产及物业管理指数+0.20%，板块跑输大市主要受开发商债务风险影响。月内房企化债进入集中窗口，20余家出险房企完成重组或取得进展，个别境外债违约仍压制情绪。政策端，10月 LPR 连续17个月持平（1年期3.0%、5年期以上3.5%），8·28现房销售细则扩围至15城，中央层面尚无新增需求刺激。我们认为，二手在贴息与二线修复带动下有望维持较快增长，新房仍受供给收缩与现房销售过渡期扰动；年末冲量或支撑环比改善，但销售与房价企稳仍待政策接力。展望11月，建议跟踪核心城市二手成交持续性、房企化债进展及公积金利率等增量政策。

■ 推荐标的

选股方面，我们建议：1）关注商业运营能力较强的标的如**华润置地（1109 HK，买入）**，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产；2）关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头**贝壳（BEKE.US，买入）**将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会，在集中度提升中凸显份额收割效应；随着存量市场主导地位强化，物业服务商凭借收费面积永续、现金流稳定的逆周期防御属性迎来价值重估建议关注如**华润万象生活 (1209 HK，买入)**、**绿城服务 (2869 HK，买入)**、**滨江服务 (3316 HK，买入)** 等； 3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。 4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：购房情绪断崖式下跌，政策预期落空等。

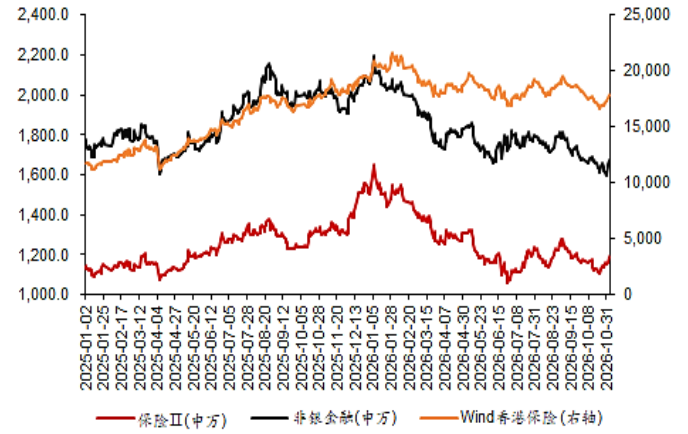
保险

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 未来 3 个月中性乐观

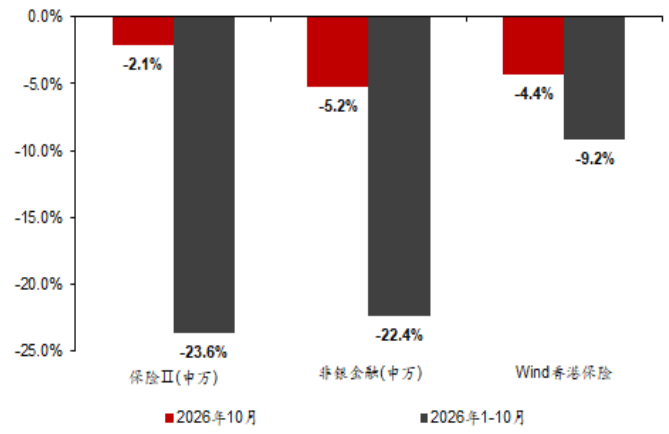
上市险企三季度权益投资波动扰动净利润业绩落地，承保高基数导致 NBV 增速同比下滑。板块股价自 9 月起持续回调，已充分反映市场对三季度业绩承压的预期（申万保险指数、Wind 香港保险指数 10 月回调 2.1%/4.4%，扩大年内跌幅至 23.6%/9.2%）。我们预计四季度保险公司有望在估值底、业绩底和年内收官诉求下实现承保较快增长，板块估值具备较大上行空间。预计上市险企 2026 年寿险 NBV 仍有望实现正增长，产品结构改善驱动新单和存量负债成本进一步优化。投资收益扰动 3Q 净利润或对险企年内分红带来影响，部分险企明确将关注每股股息绝对值的稳健增长，预计短期利润波动对险企全年股息政策的影响有限。3Q26 上市险企净资产较年初实现稳健增长，预计得益于债券公允价值浮盈、未来盈余释放和损失吸收效应的持续改善；净资产稳健驱动险企偿付能力保持稳健。

图 18: 非银金融及保险行业指数表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场 | 注：截至 2026 年 10 月 30 日收市

图 19: 非银金融及保险行业指数 10 月单月及 1-10 月回报表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场 | 注：截至 2026 年 10 月 30 日收市。

■ 寿险：

寿险方面，前三季度上市险企新业务价值增速下滑，受高基数及银保费用管控趋严导致新单保费放缓的影响，其中，平安受去年底精算假设调整致同期价值率基数较高的影响。上市险企前三季度新业务价值表现为国寿（+13.3%）>新华（同比正增长）> 太保（同比-6.5%）>平安（同比-13.3%）。第三季度(3Q26)上市险企新业务价值整体转负，预计平安、太保 3Q26 新业务价值同比-54.1%/-38.1%。分渠道看，个险渠道前三季度太保、新华、国寿个险新单保费同比+14.9%/+13.3%/+3.5%，增速分化，其中 3Q 单季表现为太保（-14.1%）、新华（-24.2%）、国寿（-33.4%）。代理人规模较年初基本企稳，产能提升抵补个险人力下滑的影响。银保渠道受高基数和 65 号文监管要求强化全口径费用管控的影响持续，预计银保新单保费承压的趋势或将延续至明年上半年；3Q 单季上市险企银保期交新单保费同比下滑近 60%。

■ 财产险：

财险三季度综合成本率(COR)优于预期，保费增速延续低单位数，其中车险保费持平，非车险保费稳健增长。平安财险、中国财险、太保财险前三季度 COR 为 95.6%/95.8%/

96.2%，同比改善 1.4/0.3/1.4 个百分点，在 3Q 大灾赔付增长的背景下优于此前市场预期。第三季度人保财险、平安财险、太保财险 COR 分别为 98.2%/98.3%/96.5%，平安和太保财险 COR 改善趋势较好。前三季度人保财险、平安财险、太保财险原保险保费收入同比+1.7%/+3.5%/+1.9%，其中车险保费增速持平，非车险保费稳健增长。平安受意健险驱动非车保费同比+10%，领先同业；人保、太保同比增长 3%-4%。伴随非车险综合治理进程深化，预计非车各险种费用率改善趋势延续，部分抵补赔付率上行的影响。车险方面，预计全年保费基本持平，反映国内新车销量持续放缓及新能源车占比提升的共同作用。我们维持上市险企车险全年 COR 同比改善的预期，非车 COR 有望在承保结构优化及高赔损类业务出清背景下进一步改善，推动全年承保利润稳健增长。

■ **投资建议**

当前板块交易于 0.2 倍-0.6 倍 FY26E P/EV 和 0.5 倍-1.0 倍 FY26E P/B，股息率为 4%-7%，近期保险公司股价较大幅度回调为 4Q26 估值修复提供空间。短期投资收益波动不改变险企负债成本持续改善、利费差提升的基本面修复逻辑，建议关注 4Q26 板块估值修复的配置机会，3Q 业绩落地后板块安全边际进一步凸显，维持板块“优于大市”的评级。

推荐买入：

1) 中国平安（2318 HK，买入，目标价：81 港元）：集团经营业绩持续改善，寿险 CSM 增速有望于年内转正，资管板块存量风险出清进入尾声，有望驱动集团 OPAT 增速提升；OPAT 可持续增长将驱动集团分红稳健上行；集团分红稳健，股息率>6%，具备吸引力；

2) 友邦保险（1299 HK，买入，目标价：112 港元）：深化中国增长战略深入推进；集团自有盈余稳健，支撑股东回报可持续增长，预计 FY26E 总股东回报率 (股息+回购) 为 4%。

■ **风险提示**

监管政策大幅趋紧；权益市场波动加剧；长债收益率快速下行；分红险新单销售不及预期，代理人规模大幅下滑；新车销量显著回落，新能源车险 COR 恶化，行业竞争加剧；自然灾害赔付骤增等。

资本品

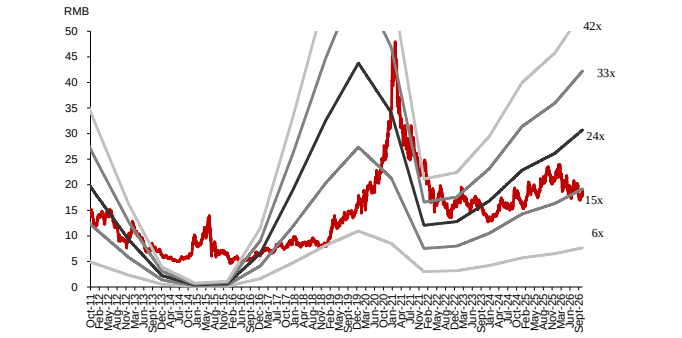
| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

投资主题

工程机械: 3Q26 业绩出现分化，**三一重工(6031 HK/600031 CH, 买入)**表现最优，净利润同比增长20%，而**中联重科(1157 HK/000157 CH, 买入)**由于受到中东以及俄乌的战事影响较深，净利润同比下跌>20%,我们认为业绩分化主要在于地区分布的差异。目前市场对板块的担忧仍然是：(1) 美联储持续加息可能影响海外工程需求; (2) 人民币持续单边升值不利出口主导的工程机械制造商; (3) 中东反复的局势对中国制造商出口不利。我们认为经过之前的深度回调后，估值水平已回调至历史平均以下水平，部份甚至回到周期接近底部位置，我们因此认为相关的担忧已大部份被反映在当前的估值之中。

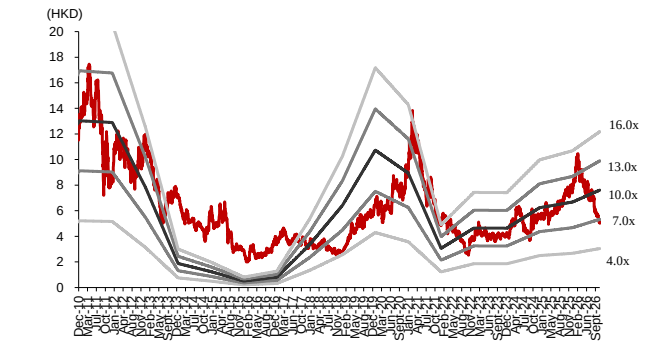
AIDC电力设备: 在美国中期选举后，市场进一步担心电力设备受到AIDC建设规模放缓所影响,可能导致新增订单增长放缓，导致在短期盈利预测变动不大的情况下出现估值倍数收缩。**潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）**目前估值在5x 2026 EV/EBITDA，低于历史平均值的6x，显示市场并已经不再把AIDC发电机业务价值计入当前估值。因此，我们认为当市场重新关注AI 相关目标，估值将有重估空间。

图 20:三一重工-A P/E 區間



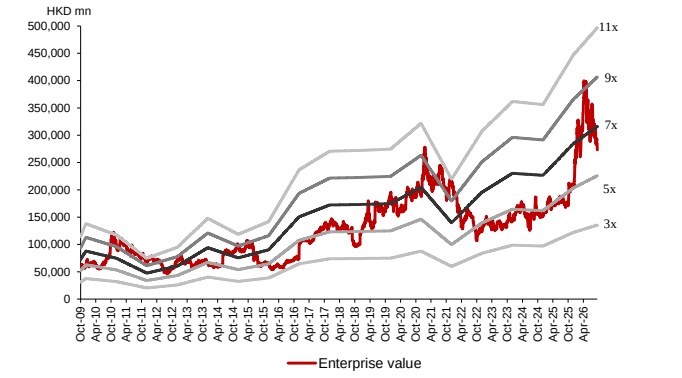
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 21: 中联重科-H P/E 區間



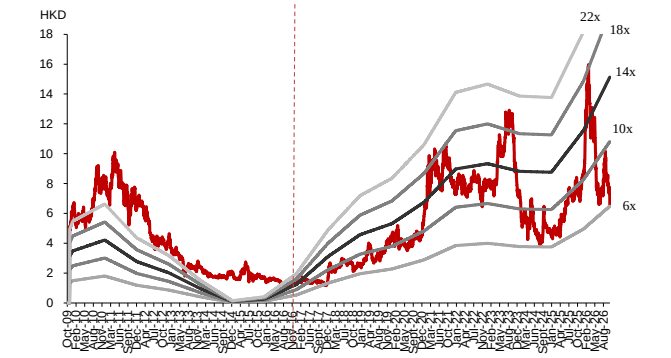
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 22: 潍柴动力-H EV/EBITDA



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 23: 三一国际 P/E 區間



资料来源：彭博，招银国际环球市场

选股建议

潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入） – 在全球电力需求强劲拉动下，我们预计潍柴动力将持续受益于 AIDC 备用电源发动机业务的爆发式增长趋势。潍柴此前已订下目标，在 2026/27 年分别交付 4,000 台/6,000 台 AIDC 柴油发电机组，以及 200 台/2,000 台燃气发电机组 (以美国为重心市场)。

三一国际（631 HK，买入） – 我们看好三一国际海外矿卡需求在金属价格上升下成为受惠标的，继续看好三一国际在海外挑战全球头部企业在大型矿山机械的主导地位。

恒立液压（601100 CH，买入） – 我们看好恒立各业务线的增长动能，包括：(1) 导轨需求强劲，主要受机床和半导体领域驱动；(2) 人形机器人用滚珠丝杠在主要客户支持下具备巨大潜力；(3) 油缸和泵阀销售增长强劲，主要由于采矿和农业机械等广泛下游需求驱动。我们预计精密工业（导轨及丝杠）今年营收将超过 4 亿元，明天上升至 10 亿元人民币。

中国重汽（3808 HK，买入）– 我们看好重汽在重卡出口的增长潜力，除新兴市场外，重汽正在通过与奥地利斯太尔汽车合作拓展欧洲市场。国内方面，更新换代的上升周期，加上以旧换新补贴政策的延续，将为重卡内需带来支持。

■ 下行风险提示

1）AIDC 投资不及预期影响电力设备需求；2）海外工程机械/重卡需求不及预期；3）原材料价格/运费上涨; (4) 人民币汇价进一步上升。

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 ：招银国际证券并未给予投资评级

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。