

每日投资策略

行业点评

全球市场观察

- 9月22日，A/H股整体震荡。上证指数涨0.1%，深证成指跌0.1%，创业板基本持平，软件、传媒和家电收涨，建材、交通和钢铁收跌。港股恒指涨0.2%，恒生科技涨0.3%，互联网平台、软件外包和中资保险领涨，黄金珠宝、物流和半导体收跌。南向资金大幅净买入126.91亿港元、创近一个月新高，智谱和长飞光纤获净买入，阿里巴巴、小米和美团遭净卖出。宏观方面，李强强调纵深推进“人工智能+制造”，并提出壮大耐心资本和未来产业风险分担机制，政策对先进制造和AI投资的支持进一步明确。美元兑离岸人民币升至6.699，从前一日近四年高位小幅回落。
- 日股休市，韩国KOSPI涨0.2%，前一日美股AI行情继续向亚洲科技资产传导。欧洲Stoxx 600涨0.1%，科技板块表现相对较好，但法国财政风险仍推高主权风险溢价。
- 美股表现分化，道指跌0.4%，标普500基本持平，纳指涨0.5%，纳斯达克100涨0.8%、再创历史新高，费城半导体指数涨超2%。Shopify因与Meta的Muse智能体合作涨约7.5%。金融板块则明显承压，摩根大通跌3.4%，美国银行跌3.4%，摩根士丹利跌3.5%，市场开始同时交易收益率曲线趋平和智能体AI对财富管理、保险等人力密集型金融业务的潜在替代。当前AI主线正在从单纯算力扩张进一步向推理和智能体商业化延伸，而金融、传统服务等“被替代方”的估值风险开始显性化。
- 美债收益率表现分化，2年期收益率约4.75%、基本持平，10年期升约1bp至4.96%，30年期升约1.5bp至5.30%，收益率曲线继续趋平。布油跌破100美元降低短期通胀预期，但里士满联储主席Barkin表示通胀压力已不局限于能源和关税，强劲需求仍可能维持价格压力。近期能源价格与美债收益率的高度联动开始减弱，说明市场仍在计入强劲名义增长、进一步加息以及财政和AI融资对资金需求的支撑；油价下降已不足以单独推动美债进入持续牛市。
- 布伦特原油跌1.1%至99.25美元/桶、连续第五日下跌，美伊在纽约展开直接接触、沙特东西输油管及延布港恢复预期继续压低供应风险溢价。现货黄金日内V形反弹，收涨约0.4%至4361美元/盎司；铜期货涨1.1%，供应约束与AI电力基础设施需求继续形成支撑。比特币跌0.9%至约8.62万美元，从近八个月高位小幅回落。油价跌破100美元是当天最重要的宏观缓和信号，但黄金仍能在美元偏强背景下反弹，显示地缘、财政和货币信用风险溢价尚未明显消失。

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	25,088	0.18	-2.12
恒生国企	8,363	0.28	-6.18
恒生科技	4,438	0.34	-19.54
上证综指	3,952	0.06	-0.42
深证综指	2,539	-0.01	0.30
深圳创业板	3,400	0.01	6.14
美国道琼斯	51,864	-0.36	7.91
美国标普500	7,765	0.00	13.43
美国纳斯达克	27,244	0.45	17.22
德国DAX	25,579	0.02	4.44
法国CAC	8,155	0.20	0.07
英国富时100	10,708	-0.29	7.82
日本日经225	65,019	0.00	29.16
澳洲ASX 200	8,758	0.30	0.50
台湾加权	47,800	0.17	65.04

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	55,808	-0.47	14.05
恒生工商业	12,344	0.57	-11.05
恒生地产	18,859	-0.18	7.38
恒生公用事业	39,359	-0.21	3.51

资料来源: 彭博

行业点评

■ 互联网 & 软件/半导体 - 北京调研总结：算力端需求旺盛，AI 应用迅速起量

我们于 9 月 14-18 日在北京开展了 TMT 系列公司调研，涵盖大模型、互联网、AI 基础设施及半导体硬件的相关公司，本次调研的主要收获包括：1) 算力的获取能力与成本是国内 AI 公司的共同约束，各公司在持续扩充算力供给、优化基础设施效率来进一步打开变现空间；2) 对于传统互联网公司而言（非云和大模型公司），AI 相关的投入短期仍主要以费用的形式体现，投入已在员工效率提升及生态体系效率提升中看到成效，但可量化的 ROI 产出或仍待时日；3) 半导体板块方面，继续看好利基型存储和设备产业链，AI 需求外溢与海外大厂供给收缩形成共振。在 AI 的使用场景中，我们认为中国在编程领域仍有较大渗透空间，网络安全场景起量迅速，未来金融、法律、工业制造、生命科学均有望成为新的行业拓展方向。互联网及软件行业建议持续关注基础模型中已证实技术能力且变现场景持续拓宽的大模型公司、龙头的多模态模型厂商、及 AI 应用持续深化赋能业务运营效率提升的互联网公司；半导体继续看好利基型存储和设备产业链的投资价值。（[链接](#)）

■ 中国消费行业 - 双周资金流：南下年内新高，多空双边拥挤扩至运动服饰

截至 9 月 21 日的两周，重点港股消费股的多空仓位同步上升，双边拥挤的标的进一步增多。平均未平仓沽空维持 9.2% 的年内高位，回补天数处于 8.8 天高位；南下持股再升 0.8 个百分点至 33.0%、为 1 月以来最高，同期港股通大盘净流入环比增 42.3% 至 349 亿港元。买盘向运动服饰与餐饮扩散、同时继续撤出拥挤的茶饮及量贩零食连锁——我们认为较重要的信号是：空头与南下正把仓位集中到同一批运动服饰与餐饮标的（特步、李宁、海底捞），国庆假期与 10 月经营数据披露前后波动将被放大；而空头持续回补、南下稳步增持的标的（老铺黄金、锅圈、周大福），叙事改善时上行阻力最小。特步为样本中空空最拥挤标的；鸣鸣很忙则被空头加仓、南下减持，为样本中最弱结构。

沽空端：加仓运动服饰和零食。 1) 未平仓沽空比例：平均未平仓沽空比例攀升 0.4pp 至 9.2%。加仓以特步、李宁与鸣鸣很忙（各+2.7pp）为首——空头正把战线压向运动服饰与连锁的 3Q 数据；回补集中于古茗（-1.5pp）、周大福（-1.3pp）与锅圈（-0.9pp）。2) 回补天数：泡泡玛特由 13.6 天升至 16.5 天、农夫山泉由 9.0 天升至 11.6 天，均属成交缩量下的被动拉长；华润饮料升幅最大（+5.0 天至 19.3 天），且 9 月 18 日日内沽空一度达 60%，短期承压信号最强。海底捞回补天数由 11.9 天骤降至 6.1 天，主要系大股东信托折价减持（市场推测与离岸信托补税新规有关）引发股价大跌、成交放量所致。3) 日内沽空：过去 14 个交易日沽空占日内成交平均 21.4%，特步最重（均值 42.7%、9 月 21 日达 54%）；高企的日内沽空多属对冲与双向交易。

南下端：增持运动服饰，撤出拥挤连锁。 23 只标的中 17 只南下持股上升，均值升 0.8 个百分点至 33.0%。特步居首（+7.7pp 至 57.3%），作为运动板块估值最低标的之一，公司指引下调后预期已重置，对南下资金出现吸引力，10 月 3Q 流水为下一验证点。东鹏饮料、海底捞（在减持冲击中获承接）与上美股份亦获南下明显加仓；南下减持继续集中于连锁：蜜雪、鸣鸣很忙与古茗。整体看，内地资金正撤出高估值新消费连锁，转投估值更低、催化更明确的落后标的。

投资启示： 1) 多空对垒升级（特步、李宁、海底捞、毛戈平、东鹏饮料）：多空双方同步加仓，国庆假期与 10 月经营数据披露前后波动将被放大，且 Nike 中国库存回收为双十一促销增添变数。2) 多空同步降温（蜜雪、古茗、泡泡玛特）：博弈强度回落——蜜雪回补天数较低、古茗回补天数下降，泡泡玛特回补天数则攀升至 16.5 天，压

制仍未消除。3) 空头加仓、南下减持（鸣鸣很忙）：为样本内最弱结构，10 月数据披露前脆弱性最高。4) 空头回补、南下增持（老铺黄金、锅圈、周大福）：上行阻力最小，叙事改善时弹性最好。板块层面：国庆动销、10 月运动 3Q 流水、茶饮与量贩零食同店及单店数据、双十一预售构成近期催化；在沽空处于系列高位、南下回流初现的组合下，经营数据超预期时空头回补的弹性值得关注，同时需留意 10 月 22 日离岸信托补税窗口前部分标的的股东减持压力以及解禁风险，如锅圈控股股东禁售承诺于 10 月 12 日到期。（[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、现在和将来与发表本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策。

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上责任。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。