

策略观点

政策加力稳增长

■ **宏观：**中国经济延续放缓，出口与 AI 相关制造业保持景气，但消费和信贷等内需仍偏弱。十一黄金周出行总量平稳，消费量增价降。政策开始加力稳增长，“929”新政从居民、企业和投资端加力托底。房贷贴息有望降低刚需购房负担，推动二三线城市去库存，国庆期间房地产交易量大幅反弹。PSL 降息扩容，“六张网”建设和政策性资金支持有望推动固定资产投资触底回升。预计人民币兑美元在 6.70 左右宽幅震荡，国内债券收益率可能震荡下行。港股估值已颇具吸引力，南向资金也加速承接，但盈利偏弱与美元利率高企制约普涨空间，可能延续结构性机会，继续看好信息技术、工业和原材料板块。美国经济短期韧性强于预期，但高油价与融资成本上升的滞后影响可能在四季度更加明显，AI 相关资本开支将继续为增长提供支撑。预计 9 月 CPI 与核心 CPI 环比分别上涨约 0.6% 和 0.2%，对应同比增速约 3.6% 和 2.4%，能源仍是整体通胀回升的主要推手。我们倾向联储在 9 月加息后于 10 月暂停行动，后续政策取决于核心通胀、能源成本传导和通胀预期。美股仍有盈利支撑，但强劲增长已被较充分计价，高预期可能导致四季度可能呈现涨幅收敛、波动加大和个股分化。AI 投资的收入与现金流兑现、联储后续紧缩幅度将成为市场关键，配置上看好半导体硬件、传媒、医疗保健和通讯服务，关注盈利兑现能力与估值的匹配。

■ **互联网：**回顾互联网与软件板块 2Q26 业绩，市场关注重点仍然聚焦在 AI 投入的 ROI 及其可持续性，我们认为决定业绩后盈利预期和估值的两个关键因素为：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。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 5% 分位），但估值修复的空间和可持续性或有赖于基本面的改善空间。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 (BABA US)**；2) 估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如 **腾讯 (700 HK)**、**网易 (NTES US)**、**BOSS 直聘 (BZ US)**；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 (3690 HK)**。

■ **软件及 IT 服务：**回顾 9 月，市场对 AI 安全风险的关注度提升叠加事件催化带动网络安全板块上涨，而应用软件板块整体则有所回调。展望未来，我们看好强劲的 AI 算力需求将支撑云厂商的基本面，收入增速及利润率有望持续改善，从而进一步印证 AI 投入的 ROI。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，从而进一步推动 AI 渗透率提升，在此背景下软件子板块的估值分化态势或将延续。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：**三季报验证 AI 景气，建议把握窗口期提前布局。9 月半导体板块海内外走势明显分化：费城半导体指数 (SOX) 在美联储重启加息的背景下不跌反涨，9 月上涨约 9.5%，10 月首个交易日进一步收于 12,829 点、较 7 月末低点反弹逾两成；A 股申万半导体行业指数 9 月下跌约 8.9%、跑输沪深 300 (约 -5.8%)，月末收于 9,195.63 点，成交额环比再降约三成。海内外走势背离更多是节奏与筹码问题而非景气差异：海外 AI 景气持续兑现——Meta AI 智能体 Muse 引爆算力需求预期、AMD 市值突破 1 万亿美元、二季度全球半导体销售额创单季新高；A 股估值经中报盈利集中计入后大幅回落，申万半导体 PE (TTM) 已降至近 5 年中位数附近。展望 10 月，三季报进入密集披露期，AI 相关公司业绩横向比较依然最好，板块有望迎来业绩驱动的行市，建议提前布局。风险在于业绩披露后部分资金的兑现离场，以及美国中期选举的扰动。配置上：① 三季报高景气的 AI 算力链龙头；② 英伟

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

冯键嵘, CFA

达 Rubin 平台量产后带动的高电压等新技术方向；③周期触底与新 AI 硬件拉动的消费电子半导体可左侧观察。

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

- **消费：**乐观。9 月消费板块随港股回调，恒指下跌 3.7%，恒生消费下跌 6.7%，跌幅靠前，仅医药、银行等少数板块上涨；外部利率高企与节前避险情绪压制风险偏好。基本面上，8 月社零+0.4%（除汽车+2.5%），餐饮（+1.1%）快于商品（+0.3%）。政策端延续加力：9 月国常会部署银发消费、文体旅融合与医疗康复扩容，月末稳增长政策密集加码（PSL 扩围、再贷款提额、房贷贴息），《求是》再提“供强需弱”并强调增量政策，促消费向收入分配、社会保障等深层环节延伸。国庆假期消费总体平稳、结构分化：受中秋分流与拼假影响，出行节奏前置、总量高位微增：10.1-10.7 跨区域人员流动 21.4 亿人次，日均 3.06 亿人次，同比+0.7%；商务部 10.1-10.6 重点监测的 78 个商圈客流同比+2.5%，系年内节假日最弱增速，营业额同比+4.7%弱于年内端午之外所有节假日；海关 10.1-10.5 离岛免税销售额同比+5.0%，日均购物人次同比+13.4%，人均消费则降 7.4%。展望 10 月，稳增长政策进入落地期，叠加“双十一”旺季临近，板块预期与估值双低进一步夯实，建议以业绩能见度高、现金流稳健、股息较优的必需消费与红利品种为底仓，逢低布局前期超跌、假期景气获验证的可选消费与出行链。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：聚焦“让生活过得下去 + 稍微有点安慰”；3) 持续推进业务出海以对冲内需不确定性。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)**，基本面逐步筑底并期待迈入修复通道的**华润饮料 (2460 HK)**；2) 业绩较有支撑、股息回报较优，且出海动作积极、相关价值尚未被充分定价的运动品标的**安踏体育 (2020 HK)**、**361 度 (1361 HK)**等；3) 悦己情绪消费中业绩稳健、出海潜力较高的标的。

- **汽车：**“金九”终端需求环比小幅改善、批发增长仍由出口驱动，但基本面逐季改善的主线不变。我们跟踪的 14 家车企/品牌于 10 月 1 日公布 9 月新能源乘用车销量，合计约 104.7 万台、同比+12%、环比+4%；我们估计行业整体 9 月销量或低于我们此前的预期。9 月汽车板块股价表现跑输大市、情绪偏悲观（国内需求慢复苏、叠加对动力电池征收消费税、对明年出口退税的担忧）。但三季度销量显示，除长城、小米因高基数与车型切换同比小幅下降外，比亚迪、吉利、蔚来、理想、小鹏、零跑、埃安等主要车企均实现同比正增长，环比改善更为普遍，有望驱动三季度业绩较二季度边际改善。10 月下旬起主要港股车企将陆续披露三季度业绩，届时或有助于提振板块情绪。整车首选**比亚迪 (1211 HK)**、智驾/零部件首选**地平线机器人 (9660 HK)**。

- **医药：**MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今（截至 10 月 7 日收盘）累计上涨 21.8%，跑赢 MSCI 中国指数 34.5%。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。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。9 月底，阿斯利康对 Summit 进行 20 亿美元战略股权投资，拟推进依沃西与 Sone-Ve (Claudin18.2 ADC) 针对胃肠道肿瘤的临床研究，并与阿斯利康和第一三共达成三方合作，拟率先开发依沃西与 Datroway (TROP2 ADC) 针对 1L TNBC 的全球三期临床，体现 MNC 对依沃西作为“二代 I/O”骨干潜力的认可。我们认为，重磅品种的海外临床及商业化推进

将驱动创新药板块的持续上涨。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。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。

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

- **房地产和物管：**乐观。9 月房地产销售受政策积极影响，二手房同环比增幅均扩大，新房环比降幅亦有收窄。二手房方面，据冰山大数据，9 月 26 城二手实时成交套数单月同比+19%，环比+1.5%（较 8 月的+12%/+1.1%扩大），上海/广州/北京/深圳分别+5.5%/+3.0%/+1.3%/+1.2%。新房方面，重点 16 城 9 月网签量同环比分别-6%/-1.7%（8 月同环比分别+7.5%/-4%），一线城市表现分化，北京/上海/广州/深圳环比分别+50%/+35%/-16%/-26%。价格端，冰山百城指数（即挂牌边际价格）9 月延续跌势，环比-0.7%（与 8 月相当），主要受华北及闽赣地区拖累。一线城市仍处于价格缓跌状态，环比-0.4%（较 8 月-0.3%）。板块表现方面，9 月恒生指数下跌 3.7%，内房股指数-1.42%、恒生地产及物业指数-3.02%，板块整体跑赢大市。政策端密集发力：一线城市相继发布 8·28 新政执行细则，明确封顶预售、现房优先、新老划断与土地款分期等安排；9 月 28 日国常会部署稳楼市增量政策，9 月 29 日中央财政首次对首套房贷贴息（120 平米、150 万元以内，年化 1 个百分点、最长 5 年），PSL 利率同步下调 25bp 至 1.5%。我们认为，贴息与细则在供需两端同步释疑、信号意义较强，短期利好低总价刚需，核心城市房价企稳线索增多。国庆假期（10 月 1-7 日）楼市热度延续：根据中原地产数据，50 城新房认购量同比增超 15%，来访、带看明显提升。展望 10 月，“银十”在贴息落地与推盘放量下有望延续修复，但销售改善的持续性及三线去化压力仍待观察；增量政策（公积金利率等）预期仍在，建议跟踪核心城市量价企稳与房企回款节奏。

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)**等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性，经济出现企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益，同时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：**险企第三季度业绩或受权益市场波动影响承压，近期板块估值回调或已反映市场共识，建议关注业绩压力释放后板块估值修复的配置机会。得益于二季度投资收益的强劲增长，预计今年前三季度主要上市险企的净利润表现保持稳健；业绩高基数效应有望于四季度逐步消退，业绩后板块配置安全边际高。过去一月上市险企股价跑输大市，或已部分反映三季度盈利疲弱的预期。10 月底三季报窗口期临近，月内股价或受 3Q 业绩高基数影响较为波动，建议关注业绩后板块估值修复的配置机会。预计 4Q 上市险企将陆续开启“开门红”，新单销售叠加产品结构持续向低保证利率的分红险转型有望进一步优化新增负债成本，利好新业务价值率 (NBVM) 提升，支撑 NBV 增长对板块形成正向催化。我们预计上市险企 2026 年 NBV 仍有望保持双位数同比增长。短期看，资产端仍存在权益市场波动及长端利率延续低位震荡的不确定性扰动；中长期看，负债端产品结构持续改善（拉长缴费期限、分红险转型等），负债成本下行通道确立，利费差改善逻辑进一步强化，推动板块估值修复。年内仍需关注股息政策指引、3Q 财险大灾赔付、寿险开门红新单销售及政策支持（如《新保险法》修订进展、险资可投资港股通 ETF 等）。维持板块“优于大市”评级，推荐买入**中国人寿-H (2628 HK)**、**中国平安-H/A (2318 HK/601318 CH)**及**友邦保险 (1299 HK)**。

■ **资本品：**AIDC 电力设备：我们继续看好 AIDC 电力设备，在全球大型燃气机订单排至 2030 年的背景下，柴油/燃气发电机以及固体氧化物燃料电池 (SOFC) 将继续成为填补短期全球电力供应缺口的方案。近期 Generac (GNRC US) 与亚马逊 (AMZN US, 买入, 由互联网团队覆盖) 的发电机大型供货协议以及 Wartsila (WRT1V FH) 与澳洲客户签订的燃气发电机订单, 显示下游需求仍然强劲而且交付能见度高。SOFC 方面, Ameren (AEE US) 旗下的 Ameren Missouri 在 9 月底公布的 2026 年综合资源计划中正式将 SOFC 纳入其 20 年能源战略。我们看好 SOFC, 主要由于 SOFC 具备包括低碳、零耗水以及无噪音等优势, 更重要的是, SOFC 本身属于直流电, 将有利于接入未来 AIDC 800 伏直流电架构, 我们认为潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入) 将充分把握目前行业供应短缺的机会。矿山机械：大宗商品价格高企、大型矿山机械设备老化, 加上中国制造商通过电动化及售后服务强化等因素支持, 我们继续看好中国制造商在海外挑战全球头部企业在大型矿山机械的主导地位。我们看好大型矿卡销售放量的三一国际 (631 HK, 买入)。工程机械：市场近期的担忧包括：(1) 美联储加息将影响海外工程需求；(2) 8 月的部分机械销售数据疲软；以及 (3) 美国对源自包括中国在内的直线液压缸（及部件）发起反倾销和反补贴 (AD/CVD) 调查。综合三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入)、中联重科 (1157 HK/000157 CH, 买入) 以及恒立液压 (601100 CH, 买入) 对近期股价回调的回应, 我们判断海外工程项目总体上对美国利率不算敏感, 主要因为其中许多是由不同国家政府预算支持的主权项目以及中国海外投资资助的项目。需求方面, 3Q26 海外销售依然保持强劲。对于反倾销/反补贴调查, 总体影响可控, 主要由于恒立在美国市场并非通过低价竞争, 同时其全球产能之间的生产调配将有助于缓解潜在影响。

推荐标的：潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)、三一国际 (631 HK, 买入)、恒立液压 (601100 CH, 买入)、中国重汽 (3808 HK, 买入)。

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) 1FY	2FY	市净率(倍) 1FY	ROE(%) 1FY	股息率 1FY
腾讯	700 HK	互联网	买入	424.80	705.00	66%	12.1	11.4	2.8	18.9	1.3%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	111.37	220.10	98%	17.4	11.1	1.1	6.7	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	71.50	138.00	93%	112.9	13.5	N/A	N/A	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	124.24	159.50	28%	13.2	11.6	N/A	21.7	0.0%
BOSS直聘	BZ US	互联网	买入	15.73	23.00	46%	12.2	10.8	N/A	N/A	0.0%
微软	MSFT US	软件 & IT服务	买入	535.07	634.2	19%	26.8	23.2	N/A	30.1	0.0%
亚马逊	AMZN US	软件 & IT服务	买入	262.43	301.00	15%	N/A	N/A	N/A	20.5	0.0%
谷歌	GOOG US	软件 & IT服务	买入	347.86	428.00	23%	16.4	22.6	N/A	79.0	0.0%
天岳先进	2631 HK	半导体	买入	63.10	82.50	31%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
瀚天天成	2726 HK	半导体	买入	83.00	161.18	94%	221.2	59.0	N/A	3.4	0.0%
英诺赛科	2577 HK	半导体	买入	36.74	74.20	102%	N/A	696.4	N/A	N/A	0.0%
深南电路	002916 CH	半导体	买入	327.78	462.00	41%	40.0	26.2	N/A	27.0	0.8%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	120.00	190.00	58%	40.4	25.3	N/A	38.1	2.1%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	724.47	1400.00	93%	22.4	13.5	N/A	66.1	0.4%
Lumentum	LITE US	半导体	买入	1103.36	1230.00	11%	50.5	31.3	N/A	N/A	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	587.98	814.00	38%	56.9	37.6	N/A	18.2	0.2%
中芯国际	981 HK	半导体	买入	57.65	119.00	106%	31.9	24.4	2.7	8.6	0.0%
天数智芯	9903 HK	半导体	买入	88.30	290.67	229%	N/A	59.3	N/A	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	77.29	125.00	62%	27.5	20.4	N/A	10.9	0.5%
农夫山泉	9633 HK	消费	买入	41.62	60.93	46%	22.6	20.5	8.7	41.4	3.1%
华润饮料	2460 HK	消费	买入	7.34	9.57	30%	14.9	13.0	1.2	9.1	0.0%
安踏体育	2020 HK	消费	买入	72.65	105.30	45%	11.9	10.6	2.2	22.8	4.8%
361度	1361 HK	消费	买入	4.56	7.09	55%	5.7	5.1	0.7	13.0	9.3%
比亚迪	1211 HK	汽车	买入	75.60	125.00	65%	16.3	13.4	1.8	13.7	1.2%
地平线机器人	9660 HK	汽车	买入	4.12	7.00	70%	N/A	N/A	2.5	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医药	买入	157.85	170.00	8%	19.3	17.2	5.0	25.9	1.5%
药明生物	2269 HK	医药	买入	53.85	60.00	11%	29.1	24.0	3.2	11.7	0.0%
映恩生物	9606 HK	医药	买入	182.70	284.50	56%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	15.07	34.78	131%	15.7	20.1	1.0	6.6	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	92.65	130.25	41%	57.3	42.0	6.1	11.5	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.44	45.10	48%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	17.84	22.40	26%	15.3	13.8	N/A	9.4	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	38.60	53.58	39%	17.0	15.6	4.7	28.3	5.9%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	21.08	31.37	49%	8.0	7.5	2.7	35.5	9.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.17	6.55	57%	20.9	27.4	N/A	12.6	7.0%
中国平安	2318 HK	保险	买入	51.85	81.00	56%	5.2	4.9	0.7	14.7	6.7%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	26.16	39.00	49%	2.9	3.7	0.9	32.6	4.1%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.25	112.00	57%	11.6	10.5	2.0	18.1	3.0%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	27.98	44.7	60%	14.0	11.9	2.0	14.8	4.1%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	23.87	38.9	63%	15.5	14.6	2.0	13.7	0.0%
三一国际	631 HK	资本品	买入	8.01	17.1	114%	9.2	6.6	1.5	17.3	6.9%
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	83.98	132.0	57%	33.3	26.7	5.8	18.9	1.3%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	35.00	46.0	31%	10.2	9.2	N/A	17.2	4.0%

资料来源：彭博，招银国际环球市场。数据截至 2026 年 10 月 12 日下午 3:45

宏观经济

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

中国

宏观经济

经济延续放缓，但近期政策持续加力托底。高频经济活动指数从 8 月 1.39 降至 9 月 1.3，创全年新低。进出口活动保持景气，港口集装箱吞吐量 9 月同比增速从 8 月的-4.1%升至 10.4%。韩国与越南 9 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，铁路货运、货车通行量、航班货运和快递揽收量均同比改善。9 月制造业与非制造 PMI 均重回扩张，分别回升 0.3 和 1.2 至 50.1%和 50.2%。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、批发零售、化工和黑色金属等行业景气度偏弱。建筑业 PMI 大幅反弹，显示固定资产投资可能将见底回升。大品类消费仍较疲软，乘用车销量在 9 月同比跌幅扩大至 43.8%左右。十一黄金周出行总量平稳，消费温和增长。假期 7 天全社会跨区域人员流动量 21.42 亿人次，日均同比+0.6%；铁路客运一枝独秀（+12.7%），民航量稳价升，自驾出行同比小幅下降。消费端商圈营业额增速边际改善（前 3 天+5.3%），但“量增价降”特征突出，餐饮客单价下滑、酒店住宿均价走低。展望下半年，经济增速可能从上半年的 4.7%小幅降至 4.6%，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。固定资产投资因政策支持加力而有望触底回升，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。

大宗商品价格反弹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%。8 月 PPI 环比从-0.7%回升至 0.4%，同比升至 3.8%，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、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 1.3%，中下游利润持续承压。CPI 同比增速反弹至 0.8%，环比增速增长 0.4%，能源和电子产品是主要推动。汽车、服装、家用电器、鞋类和旅游等价格仍然疲弱。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。9 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 8 月的-10%跌至-12.2%，其中二线和三线城市同比分别下跌 13.7%和 34%，一线城市则增长 10.7%。整体较 2018-2019 年同期销量的恢复率从 8 月的 34.5%小幅回升至 9 月的 35.2%。二手房销量同步放缓，9 月 12 个代表性城市二手房销量同比增速从 8 月的 7.4%放缓至 5.5%；“929”新政后，十一黄金周地产销量明显反弹，一二线城市新房同比增速分别增至 30.1%和 24.9%，二手房也加速反弹至 45.3%。但三线城市新房销量大幅下跌至-50%。房价延续下跌，8 月全国新房环比下跌 0.2%，二手房环比下跌 0.3%，其中一线城市环比升幅均保持在 0.1%，二三线城市则延续下跌。全国 9 月二手房挂牌价延续下跌，显示房地产市场仍在探底；新房库存小幅增加，带动去化周期上升，9 月新房库存去化周期升至 21.2 个月，其中一线城市 11.3 个月，二线城市 41.3 个月。8 月全国家庭新增中长期贷款净减少 822 亿，同比多减 1022 亿元，连续两月净减少。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，但量价下跌幅度将收窄，意味着房地产对居民部门信心仍有拖累。本次央行“929”新政包括中央财政首次对房贷贴息：自 10 月 1 日起对“首套+建筑面积≤120 ㎡+总价≤150 万元”的新发放房贷，按贷款本金给予年化 1 个百分点、最长 5

年、单户上限 100 万元的贴息。符合条件的刚需家庭实际房贷利率将从约 3% 压降至约 2%，已低于多数二三线城市的租售比，购房相对租房的性价比显著提升。这是中央财政首次直接对商业性个人住房贷款实施补贴，将财政工具从过去的专项债收储、收购存量房等供给侧支持首次延伸到需求侧，直接降低刚需家庭的月供负担，100 万贷款每月约省 520-830 元，主要利好二三线城市刚需房去库存。但受限于较高门槛，改善型需求和一线城市基本不覆盖，且居民加杠杆意愿最终仍取决于房价预期与收入预期，因此实际效果仍需后续网签数据持续验证。

宏观政策

货币政策“四箭齐发”。929 央行新政中，除房贷贴息外，还新增：1) PSL 降息 25bp 至 1.5%，年内第二次累计下降 50bp，降低政策行负债成本和项目融资成本，配合 8000 亿 PSL 资金投放。2) 将“六张网”建设纳入 PSL 范围，政策逻辑从“保交楼”等地产托底转向新基建和培育新质生产力，固定资产投资有望见底回升。3) 科技创新再贷款增加 2000 亿至 1.4 万亿，支持比例从 60% 上升至 100%，重点支持成长型科技企业、重点领域数字化改造和国家重大科技项目配套。4) 支农支小再贷款增加 5000 亿至 4.85 万亿，民营企业再贷款增加 3000 亿至 1.3 万亿，降低中小企业融资成本，推动就业改善。929 新政从居民端、企业端和投资端三向发力，政策目标是通过一系列结构性货币政策促进消费-就业-投资的正向循环。货币政策总体取向可能延续“总量克制&结构积极”，我们预计央行年内降准降息的可能性下降。

财政政策延续收紧。广义财政支出延续走弱，8 月同比增速从 7 月的 -4.4% 降至 -6.7%，地方政府支出收缩成为主要拖累。全国一般公共预算收入同比累计增长从前 7 月 5.8% 放缓至前 8 月的 5.7%，快于全年 2.2% 的增速目标。一般公共预算支出累计增长从 1.3% 降至 1.2%，大幅落后于全年 4.4% 增速目标。全国政府性基金收入同比累计从 -21.2% 小幅升至 -19%，落后于全年 0.6% 增长目标，主要受地方政府卖地收入减少拖累。政府性基金支出累计同比从 -16.4% 降至 -17%，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，7 月政府债净融资同比再度转负，从 5.6% 降至 -26.1%。展望未来，稳投资将成为下半年财政发力的主线，地方财力偏弱成为主要约束。但财政空间仍然充足，至 8 月末全年 13.9 万亿债券额度仅使用约 63%，慢于去年同期的 74%，仍有约 5.1 万亿待发行使用。地方政府债务结存限额也有近 1.3 万亿元空间。参照往年经验，今年四季度可新增使用的地方政府债务结存限额或在 5000 亿元左右，以缓解地方政府债务压力。

金融市场

货币市场收益率可能低位震荡，下行空间有限。预计 DR007 将在目前的 1.4% 左右震荡，LPR 继续按兵不动的背景下，短端利率大概率围绕政策利率波动。9 月央行公开市场体现框架转型，从数量型向价格型加速推进。7 天逆回购操作量为零，隔夜逆回购常态化，整体利率围绕政策利率窄幅波动。MLF 净投放月 2000 亿，为 929 政策落地提供流动性配合。预计未来将延续窄幅震荡格局，四季度政策基调将保持适度宽松和精准有效，央行将保持流动性合理充裕。另一方面，信贷需求整体偏弱，资金面缺乏明显收紧压力。

国债收益率可能震荡下行，预计 10 年国债收益率从目前 1.68% 降至年底的 1.6% 左右。9 月国债收益率在 1.67-1.7% 波动，较 8 月小幅下移，核心影响来自货币政策进一步加力，央行 Q3 例会删除“跨周期调节”，转向“加大逆周期调节力度”。央行 9 月 MLF 净投放 2000 亿和隔夜逆回购上行提至 1 万亿等公开市场操作也为债市提供了充裕流动性环境。展

望未来，预计利率将震荡下行，一方面，内需仍疲软，经济数据可能延续放缓。同时新版业务考核压力下，债券配置思路可能向长端倾斜，提升长债配置需求。由于经济内生动能持续减弱，我们认为央行年内仍有降息可能，国债利率将下行，整体收益率曲线可能牛陡。

人民币可能已进入升值周期尾声，预计美元/离岸人民币汇率可能在 6.70 左右宽幅震荡至年底。人民币本轮走强的主要支撑因素为贸易顺差提供的刚性外汇供给，2026 年前 8 月贸易顺差累计达 8063 亿美元，远超过去 6 年同期均值 5200 亿美元，AI、创新药、智能汽车等高端制造出口持续两位数高增，巨额顺差形成持续的人民币买盘。同时 2023-2025 年大量出口企业囤积的 5000 亿-8000 亿美元未结汇资金，在升值幅度超过持汇利差后触发“惜售止损”式结汇潮，形成“升值→结汇→进一步升值”的正循环。但升值周期可能进入尾声，央行已发出更明显调控信号。人民币中间价与离岸人民币价差进入历史极值区间。另外，中美 3 年利差升至历史极值，对人民币汇率形成约束。联储加息后，通常美元也会小幅走强。本轮人民币升值周期持续近 17 个月，升值幅度近 10%，同样接近历史极值区间。

恒生指数和恒生科技目标点位分别在 25100 和 4750 点，分别对应 26 年 4%和-10%的 EPS 增速和 11.2 和 21 倍 PE。9 月，恒生指数与恒生科技分别下跌 3.7%和 7.9%，原材料、可选消费和必选消费领跌，医疗保健收涨。相较 A 股，港股受到美元加息周期的影响通常更大，恒生科技和恒指前瞻 PE 与 10Y 美债收益率相关系数分别约 -0.59 和 -0.21，高估值成长股更为敏感。美元走强也将负面影响美元口径的企业盈利，同时高美债利率可能导致资金外流。AI 硬件、生物医药和其他出口企业对美元融资成本抬升和全球贸易走弱可能更为敏感。但基于我们对本轮加息更多是预防性调整、而非大幅紧缩周期开始的判断，有强劲基本面的出海企业因利率上行而股价回调，反而是买入的好机会。港股估值变得更加便宜，恒生指数动态 PE 为 10.9 倍（数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 10 月 8 日收盘，下同），低于近十年的 11.4 倍均值约 0.6 个标准差。南向资金日均净买入额从 8 月的 4.9 亿港元回升至 9 月的 28.9 亿港元，市场下跌过程中获得更强承接。整体盈利仍偏弱，26 年盈利预期自年初累计下修约 3%，市场缺乏普涨动能。由于中国经济亮点仍集中于 AI 相关制造业和出海板块，下半年市场可能延续结构性机会：1) AI 产业相关的算力硬件、电力基础设施和云服务厂商等；2) 具有全球竞争力的制造业公司，包括创新药和新能源等出海机会；3) 中国经济再通胀与国际大宗商品价格反弹带动重点中上游行业利润改善等。我们相对看好港股信息技术（动态 PE 15.8 倍，ROE 14.7%，未来 2 年平均 EPS 增速 12.6%）、工业（动态 PE 10.9 倍，ROE 9%，未来 2 年平均 EPS 增速 20.8%）和原材料（动态 PE 8.1 倍，ROE 20%，未来 2 年平均 EPS 增速 48.2%）。

美国

宏观经济

美国经济短期韧性强于预期，但增长动能分化，油价高企和融资成本上升的滞后影响预计将在四季度更加明显。我们预计三季度实际 GDP 环比折年增速约为 3.2%，四季度回落至 2%左右，对应下半年 GDP 同比增速约 2.3%，全年实际 GDP 增长约 2.3%。上半年经济表现有所上修，一、二季度 GDP 环比折年增速分别修订至 2.5%和 2.2%，二季度私人国内最终需求增长 4.6%，显示消费与投资需求仍有支撑。进入三季度，消费尚未出现持续走弱，8 月实际消费环比增长 0.6%；但实际可支配收入环比持平，储蓄率降至 4.1%，表明支出增长快于收入，后续消费扩张的可持续性面临约束。展望四季度，前期退税对消费的阶段性支持预计逐步减弱，高能源价格继续挤压购买力，高利率则抑制住房及耐用品需求。9 月新增非农就业仅 2.9 万人，前两个月合计下修 6 万人，平均时薪同比增速降至 3.0%，意味着劳动收入难以持续抵消物价上涨。但失业率仍处于 4.2%的低位，当前更接近低招聘、低裁员的温和扩张，就业并未明显恶化。与此同时，AI 相关设备、软件和数据中心投资仍是经

经济增长的重要支撑，资产价格上涨带来的财富效应也有助于维持高收入家庭的消费。但投资强劲尚未充分转化为广泛的工资和就业增长，且部分设备需求由进口满足，拖累 GDP 增速。我们预计企业投资将继续对冲消费和住宅投资放缓，但难以完全抵消居民部门承受的收入与融资压力。美国经济有望保持温和增长，主要下行风险是能源供给扰动持续、长期利率进一步上升，以及 AI 投资向其他部门的带动弱于预期。

就业市场超市场预期，但不足以影响联储决定。预计失业率可能从目前的 4.1% 升至 26 年底 4.3%。8 月新增非农 16.2 万人，大幅高于市场预期的 5.5 万人。6 月和 7 月合计上修 5.5 万人，修订后分别新增 3.1 万和 2.1 万人。三个月平均新增约 7.1 万人，仍明显低于疫情前水平，显示就业市场处于低速扩张状态。私人部门新增 12.7 万人，其中商品生产新增 4.1 万人，主要由建筑业和耐用品生产推动。服务业新增 8.6 万人。休闲酒店和地方政府教育分别新增 6.2 万和 4.2 万人，合计贡献全月约六成新增就业，反弹部分源于上月季调扰动逆转。信息业和金融业则分别减少 2.3 万和 1.1 万人，可能受 AI 科技影响，导致新增就业行业分化。平均时薪环比从 0.1% 回升至 0.3%，同比则从 3.2% 降至 3.1%，创近 5 年新低。在高通胀环境下，就业韧性引发市场对加息风险担忧。但与 2022 导致加息的宏观环境有关键不同，目前就业市场并未过热。企业招聘需求仍然温和，衡量就业市场紧缺程度的职位空缺数与失业人口比保持在 1 左右，为近 6 年低点。每周工作小时保持在 34.3 左右，显著低于疫情期间平均 34.9 水平，显示就业市场并未紧张。作为就业市场对通胀传导的关键数据，薪资增速也保持温和。近 3 月平均同比增速降至 3.2%，已低于 1.5% 劳动生产率增速下 2% 通胀目标所隐含的薪资增速要求，这意味着就业市场并不是通胀压力来源。我们认为单月的强劲就业数据仍不足以影响联储决定，加息仍需通胀证据。

美国就业市场总体稳定，9 月新增非农降至 2.9 万人，低于市场预期的 9 万人，其中私人部门新增 4.6 万人，政府部门减少 1.7 万人。大超预期的 8 月新增非农最初公布为 16.2 万人，随后下修至 13.3 万人，7 月则由新增 2.1 万人下修为减少 1 万人。修订后三个月平均新增约 5.1 万人，六个月平均约 6.6 万人，显示就业仍在扩张，但增长动能放缓。9 月失业率由 4.1% 升至 4.2%，但未四舍五入的读数仅由约 4.14% 升至 4.18%，主要因更多反映劳动力重新进入市场，劳动参与率回升至 61.8%。每周平均工时稳定在 34.4 小时，平均时薪环比仅增长 0.1%，同比增速降至 3.0%，工资增速已低于疫情前水平。考虑到人口老龄化和移民减少压低劳动力供给，目前每月约 5 万至 7 万人的就业增长仍可能维持失业率大致稳定。展望年底，我们预计就业延续低速扩张，失业率大致处于 4.2%-4.3%。工资增长温和显示劳动力市场暂不是通胀的主要推动因素，也削弱了联储连续加息的必要性。我们倾向于认为 9 月数据支持联储在 10 月暂缓行动，但后续政策仍取决于核心通胀回落速度、能源成本传导及通胀预期。

美国整体通胀短期仍可能反弹，但核心通胀仍平稳。8 月 CPI 和核心 CPI 环比分别上涨 0.40% 和 0.29%，同比增速分别为 3.4% 和 2.4%；能源价格同比上涨 16.3%，仍是整体通胀高于年初水平的重要原因。8 月核心 CPI 强于预期，主要受无线通信、酒店及教育等少数服务分项推动，其中价格波动较大的无线通信价格跳升 5.9%，对核心 CPI 环比贡献约 0.1 个百分点。我们预计 9 月 CPI 环比约上涨 0.6%，核心 CPI 涨幅回落至 0.2% 左右，对应同比增速约 3.6% 和 2.4%，主要因能源价格大幅反弹。住房成本下行和温和的工资增长将推动核心通胀的平稳。8 月主要居所租金和业主等价租金环比分别上涨 0.17% 和 0.19%，前期市场租金及房价涨幅放缓预计仍将通过滞后传导压低住房通胀。核心商品价格近期小幅上涨，能源和运输成本向终端消费品的传导尚未广泛显现，居民购买力承压也限制企业提价能力，汽车和 AI 相关电子产品仍可能带来局部扰动。薪资增速降至约 3%，有助于约束劳动密集型等服务业成本和需求压力，但航空、医疗等服务价格仍可能因能源和其他成本变化而波动。

宏观政策

民主党可能赢下中期选举。目前市场预期民主党至少夺回众议院，可能拿下参议院，整体有六成可能控制国会。白宫与国会分属两党，意味着未来两年重大财政扩张和立法空间受限，2027 年财政脉冲较今年转弱，对增长形成轻微拖累，但也可能推动十年国债利率下行。若民主党横扫，影响更多体现为企业税、扩大医保和加强对金融等领域监管等。若共和党继续控制两院，则更偏向国防支出、去监管和更高赤字，对增长略偏正面、但会推高通胀与长端利率风险。对市场而言，中期选举本身历史上通常只是短期波动事件，选前 3-4 周波动率上升、选后随着不确定性消退而回落，美股往往修复，分裂国会通常最有利于风险偏好。中期选举对股市也有较强季节性影响，1950 年以来，中期选举年份标普 500 从 8 月底到次年 3 月底平均上涨 14.5%、中位数 16.4%。中期选举后 12 个月标普 500 平均上涨 16.3%，全部年份录得正收益。

美国财政扩张力度可能加大。预计美国财政赤字率从去年 5.4% 升至今年 6%。2025 年财政扩张力度下降，全年赤字率从 2024 年 6.9% 降至 2025 年 5.4%，联邦政府经历裁员、减支、关税与暂时停摆。今年财政扩张力度可能加大，财政赤字可能超 2 万亿美元。我们估计《大而美法案》在今年的减税规模可能在 2750 亿美元左右，其中对家庭减税规模 1,400 亿美元，对企业减税 1350 亿美元，包括对家庭的小费与加班费免税、提高地方税抵扣和对企业 100% 设备与研发开支摊销，预计通过家庭消费和企业投资推升 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点。同时，美伊冲突持续可能导致白宫在目前 1.5 万亿美元的国防支出上追加预算，美国财政赤字有进一步上升的风险。

预计联储在 10 月将暂停加息。联储已于 9 月加息 25bp，将政策利率区间提高至 3.75%-4.00%，当前政策焦点转向进一步紧缩的必要性和节奏。我们认为连续加息的必要性已经下降，因 9 月就业弱于预期，同时前两个月新增岗位下修，工资增速继续放缓。下修的 PCE 数据也显示最新的核心通胀比联储 9 月决策时掌握的情况更温和，沃勒近期讲话也释放了暂停加息信号。联储目前更关注通胀持续高于目标、能源与 AI 相关价格压力向其他部门扩散，以及通胀预期上移的风险。9 月会议纪要显示，多数官员仍预计年内再加息一次，而部分官员将紧缩视为防范通胀持续性的风险管理措施。因此，即使劳动市场没有过热，只要经济保持韧性、核心 PCE 仍在 3% 左右，未来联储仍可能选择小幅提高利率。目前市场预期 12 月加息 1 次，27 年加息近 2 次。我们预计 10 月维持利率不变，随后进入较长数据观察期。若随后数月核心 PCE 持续降温、工资保持温和，12 月可能不会加息。

金融市场

美元货币市场收益率可能升至年底的 4.25% 左右，货币基金吸引力进一步上升。美元仍是主导性国际货币，目前美元在国际支付中份额接近 50%。美元通常在加息后走强，9 月美元指数上涨 2.1% 至 101.5。由于美国财政可持续性仍受市场担忧，贬值交易仍有可能回归，预计美元指数可能下降至年末的 99 左右。

美国国债收益率可能高位震荡后下行。10 年国债收益率可能先从目前 5.2% 降至年底的 4.6-4.7% 左右。美伊冲突以来全球美欧日英等长债利率普遍走高。除能源价格推升未来政策利率预期外，政府债务供给高企叠加科技巨头发债规模大幅增加，也间接推动收益率上行。四季度美债利率可能高位震荡后下行。一方面，若民主党控制国会，财政扩张空间将受限，减少债券供给，有利于改善市场对财政可持续性信心。另一方面，核心通胀有望保持平稳，市场很难进一步计价目前偏鹰的加息预期。

美股仍有盈利支撑，但高预期与利率上行将导致震荡加剧和结构分化。二季度标普 500 盈利同比增速升至 49.5%，主要由科技、能源、金融和工业等多个行业推动，但资产重估、关税退款及高油价等一次性因素带来的收益贡献了部分增量。进入三季度，盈利预期仍保持强劲，目前市场预计盈利同比增长 29.6%。盈利预测上修主要集中于科技和能源板块，市场对其他行业的需求和利润率预期则更加谨慎。八家大型科技及相关龙头 2026 年资本开支约为 8000 亿美元，同比增长超 90%，将继续支撑半导体和数字基础设施需求。但随着折旧、融资和运营成本增加，市场将更关注云服务收入、算力利用率及自由现金流，单纯扩大资本开支已不足以持续推动 AI 板块上涨。目前强劲盈利已被市场较充分计价，意味着常规程度的业绩超预期未必足以推动市场上涨，而业绩不达预期可能导致更大的下跌。我们倾向于联储后续紧缩幅度有限，盈利增长仍可部分抵消贴现率上升，四季度更可能呈现涨幅收敛、波动加大和个股分化。历史上，利率上升会压低股市估值，但后续表现主要取决于加息的幅度和持续时间。在历史七次美债收益率急升的样本中，若随后一年加息不足 100 基点或未加息，标普 500 未来 6 个月和 12 个月平均上涨 10.4% 和 17.7%。若进入较大幅度加息周期，如 1994、1999 和 2022 年，指数随后 3 个月平均下跌 4.1%，一年后仍基本持平。配置上，可优先关注盈利兑现能力较强、估值与增长相匹配的半导体及云服务龙头，并搭配现金流稳健的医疗保健和通讯服务等板块。对高杠杆、融资依赖较强的小盘股和地产保持谨慎。相对看好半导体硬件（动态 PE=25 倍，ROE 42.5%，未来 2 年平均 EPS 增速 97.5%，数据来自彭博一致预期，截至 2026 年 10 月 9 日收盘，下同）、传媒（动态 PE=17.6 倍，ROE 29.4%，未来 2 年平均 EPS 增速 17.8%）、医疗保健（动态 PE=24.7 倍，ROE 18.6%，未来 2 年平均 EPS 增速 14.5%）、与通讯服务（动态 PE=9.6 倍，ROE 16.3%，未来 2 年平均 EPS 增速 8.8%）。

互联网

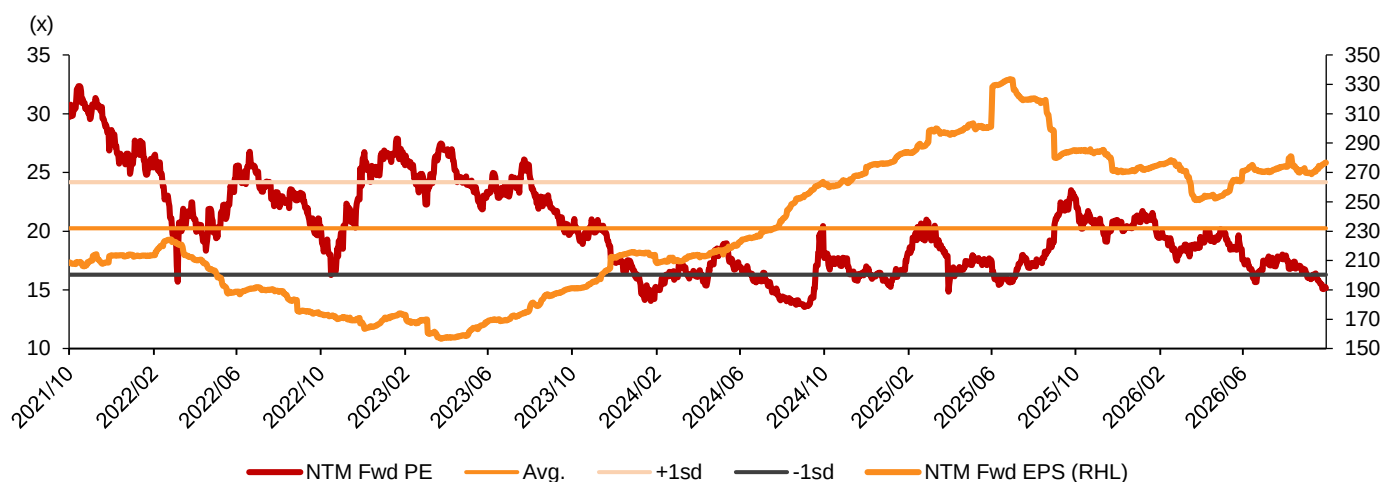
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法乐观

回顾互联网与软件板块 2Q26 业绩，市场关注重点仍然聚焦在 AI 投入的 ROI 及其可持续性，我们认为决定业绩后盈利预期和估值的两个关键因素为：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。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 5% 分位），但估值修复的空间和可持续性或有赖于基本面的改善空间。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（BABA US）；2) 估值相较盈利增速处于合理区间的标的，如腾讯（700 HK）、网易（NTES US）、BOSS 直聘（BZ US）；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（3690 HK）。

恒生科技 1 年远期 PE 目前处于 15.2x，相较 5 年均值（20.2x）有 33% 的修复空间。

图 2: 恒生科技 PE Band 及 EPS 趋势

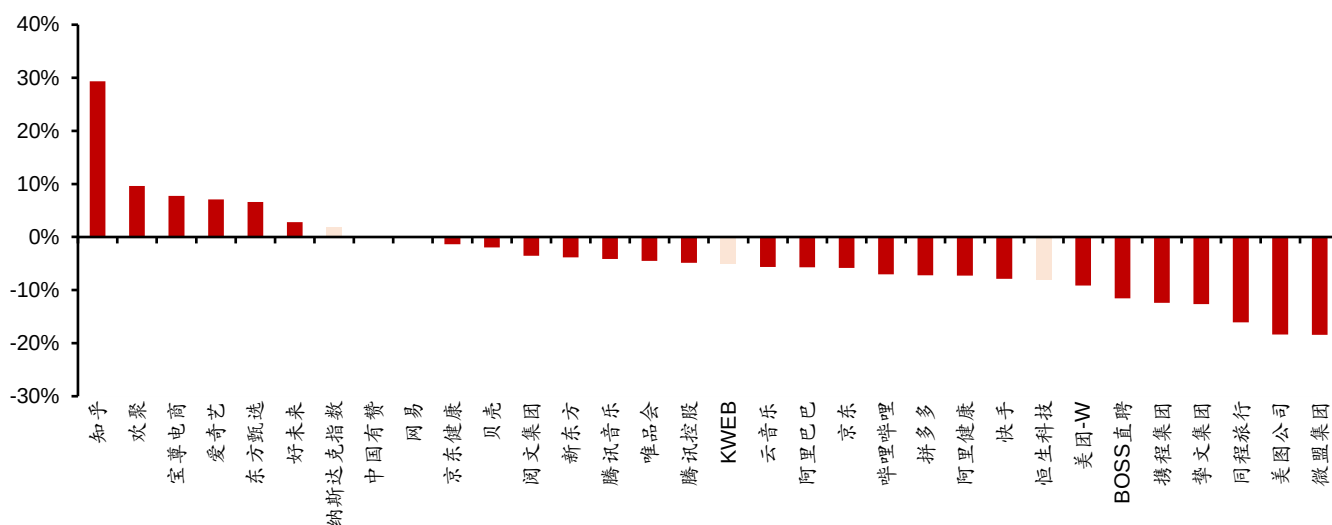


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 10 月 7 日

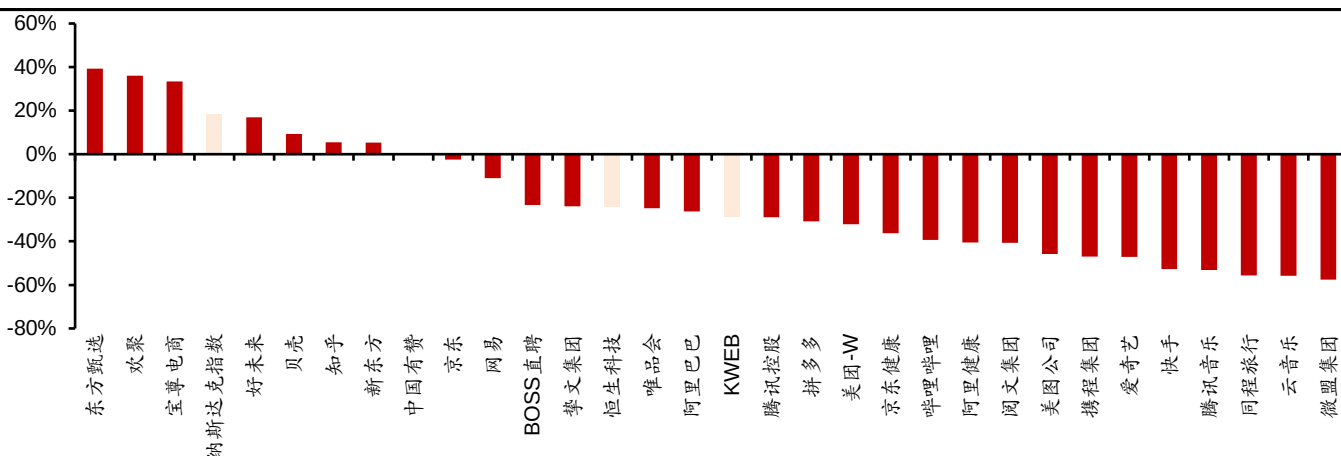
9 月恒生科技指数下跌 8%，KWEB 指数下跌 5%。知乎/欢聚/宝尊 9 月涨幅相对领先，分别上涨 29%/10%/8%。9 月知乎宣布 15 亿自有资金认购砺思资本基金份额，专注于投资前沿 AI 领域，进一步释放公司账面现金价值，带动公司股价上涨；宝尊 8 月底公布好于预期的 2Q26 业绩，Non-GAAP 经营利润为人民币 7,400 万元（2Q25：人民币 600 万元），高于市场一致预期的人民币 4,400 万元，主要受益于宝尊电商和宝尊品牌管理两大业务经营盈利能力的共同改善。

图 3: 2026 年 9 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 10 月 7 日

■ 在线游戏: 预计 3Q26 板块整体表现平稳

我们预计游戏公司 3Q26 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;《王者荣耀万象棋》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, 我们预计首年流水有望超 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

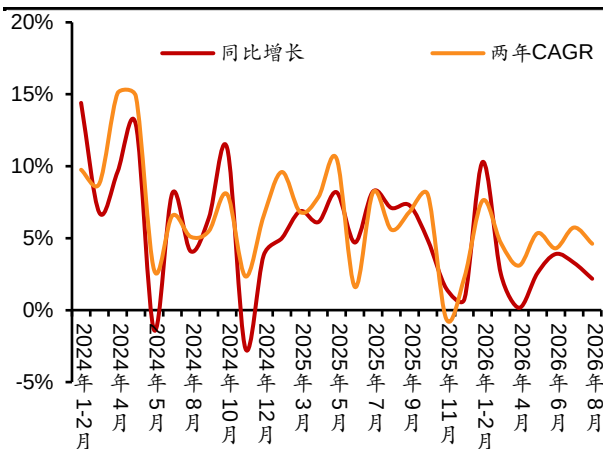
哔哩哔哩维持快于行业的增长：1) 我们预计腾讯 2H26 广告收入同比增长 18%，主要得益于视频号广告库存增加与 AI 技术推动平台整体广告转化效率提升，目前视频号广告加载率相较同业仍然有较大提升空间，有望持续驱动公司广告收入增长；2) 我们预计哔哩哔哩 2H26 广告收入同比增长 17%，主要得益于公司流量仍然持续健康增长（2Q26 平台总使用时长同比增长 14%），以及公司持续优化广告算法提升广告转化效率（2Q26 效果广告 CTCVR 同比提升 19%）；3) 我们预计快手 2H26 广告收入同比下滑 6%，主要由于宏观不确定性以及“投流税”等监管影响，平台中小商家占比较高导致公司相比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维持温和

据国家统计局，8M26 网上商品和服务零售额 13.5 万亿元，同比增长 4.6%（7M26: 4.8%），其中网上商品零售额同比增长 4.3%（7M26: 4.6%），网上服务零售额同比增长 5.1%（7M26: 5.1%）。按月度趋势来看，2026 年 8 月实物商品网上零售额同比增速 2.2%，仍维持温和低位（2M26/3/4/5/6/7 月：+10.3/2.5/0.2/2.6/3.9/3.3%）；吃类/穿类/用类商品网上零售额 8M26 分别同比增长 15.9/4.9/1.1%（7M26: 16.9/5.8/1.1%），吃类和穿类商品增速有所回落，用类商品增速维持。8M26 网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.7%（8M25: 25.0%）。

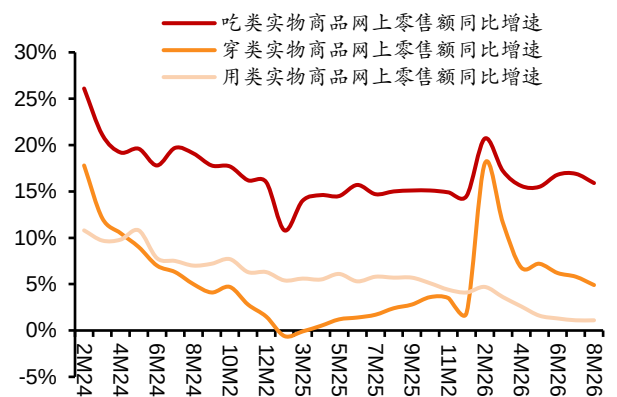
2026 年 8 月分品类零售额：1) 家用电器和音像器材零售额同比增长 2.3%，重回正增长（2026 年 7 月：-1.9%；8M26: -5.6%）；2) 通讯器材类零售额同比增长 27.3%，环比改善趋势维持（2026 年 7 月：+20.4%；8M26: +16.3%）；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）维持正增长，零售额同比增长 5.8%（2026 年 7 月：+7.4%；8M26: +6.0%）。

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 13x 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

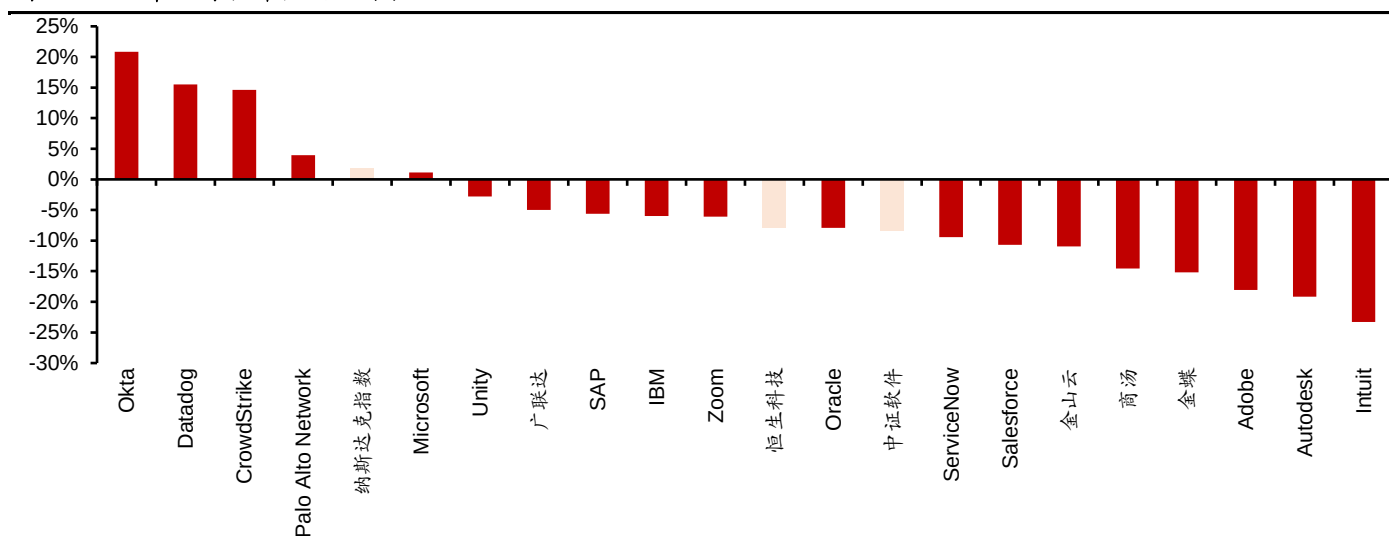
| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk (852) 3850 5226
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk
 | 郭书音 / guoshuyin@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法中性乐观

回顾 9 月，市场对 AI 安全风险的关注度提升叠加事件催化带动网络安全板块上涨，而应用软件板块整体则有所回调。展望未来，我们看好强劲的 AI 算力需求将支撑云厂商的基本面，收入增速及利润率有望持续改善，从而进一步印证 AI 投入的 ROI。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从而进一步推动 AI 渗透率提升，在此背景下软件子板块的估值分化态势或将延续。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）。

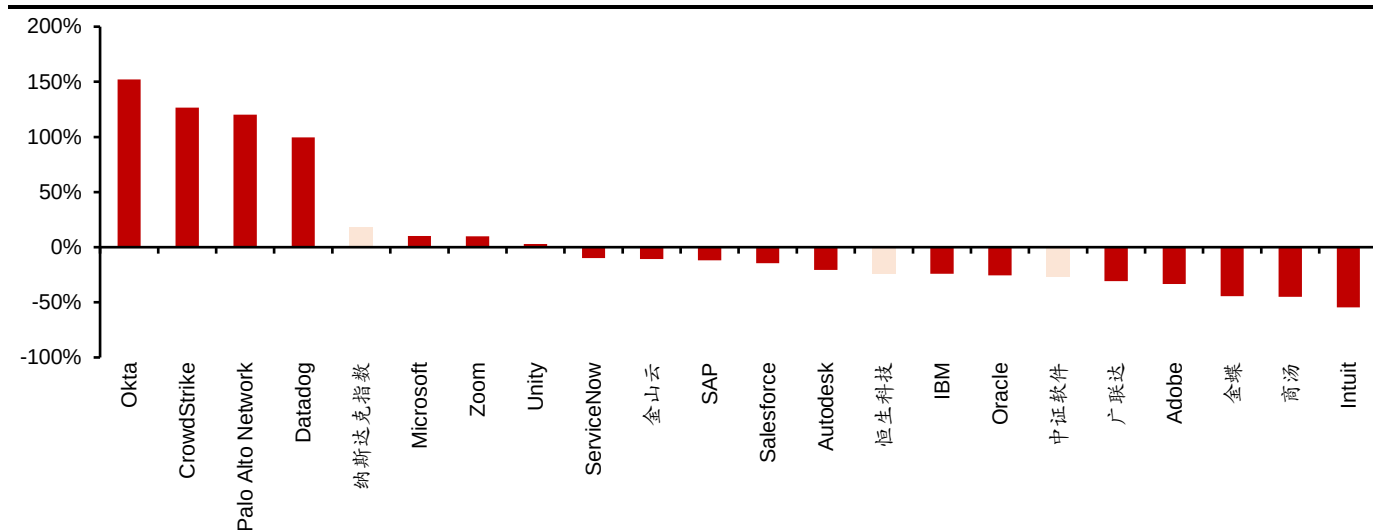
9 月恒生科技指数下跌 8%，纳指上涨 2%，Okta/Datadog/CrowdStrike 涨幅领先，分别上涨 21%/16%/15%。基础设施与网络安全板块表现强劲，市场对 AI 安全风险的关注度提升叠加事件催化带动网络安全板块上涨；应用软件板块 8 月大幅反弹，估值修复至接近年初水平，但基本面未明显改善的情况下，板块整体在 9 月有所回调。

图 7: 2026 年 9 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 10 月 7 日

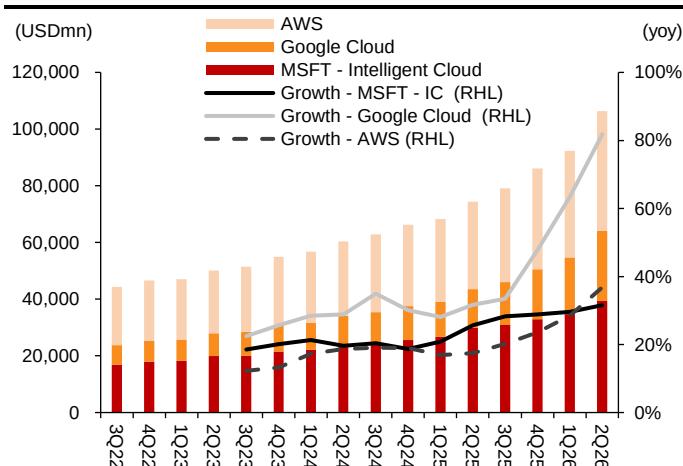
■ 海外云厂商: ROI 提升逻辑兑现且有望延续

2Q26 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 指引不变或仅因存储涨价/交付提前等原因小幅上调的情况下, 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, 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)。

云营收: 2Q26 同比增速环比进一步加速, 加速趋势有望在 3Q26 延续

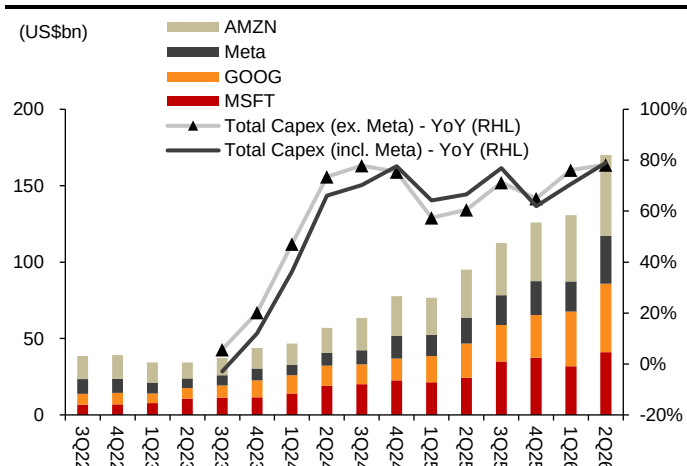
2Q26 美国头部云厂商云相关收入合计 1063 亿美元, 同比增长加速至 43% (2Q25: 23%; 1Q26: 35%), 拆分看所有厂商的同比增速环比上季度均展现加速趋势, 主要驱动因素包括: 1) 新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收; 2) CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升; 3) 传统企业上云和云迁移重新加速。微软和亚马逊公司的管理层均表示目前的产能仍不足, 将持续推进此前的扩产计划。展望而言, 我们认为新增产能的陆续上线及现有基础设施资源的优化仍有望推动云厂商的营收同比增速 3Q26 环比 2Q26 进一步加速。

图 9：美国云厂商：云业务单元营收增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 10：美国主要科技厂商：资本开支趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从营收端的实际表现来看，所有头部云厂商的 2Q26 营收表现都显著好于市场预期：1) 微软 Azure 及其他云服务营收同比增长 43%（此前指引：固定汇率下 39-40%），相较 1Q26 和 2Q25 的 39% 均有加速；2) 亚马逊 AWS 营收同比增长 37%（VA 市场一致预期：31%）；3) 谷歌云服务营收同比增长 82%（市场一致预期：65%）。追溯背后超预期的原因，我们认为普遍可概括为：新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收、CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升、及传统企业上云和云迁移重新加速。

管理层对于需求端的评论均展现出需求持续强劲且超过供给的趋势。微软提及其商业剩余履约义务（RPO）2Q26 同比增长 84% 至 6,780 亿美元，亚马逊 AWS 积压合同金额增长至 4960 亿美元，谷歌云在手订单环比增加超 500 亿美元至 5140 亿美元且预期未来 24 个月内，约五成以上订单将转化为营收。

供给端而言，微软及亚马逊仍表示将持续扩充供给、提升现有基础设施的效率以更好的满足尚未满足的需求。举例而言，微软 2Q26 重申其此前于 3Q25 业绩会中提及的目标未来两年将数据中心总体规模大致翻倍的计划仍处于正轨，亚马逊也重申其于 2027 年年底将 2025 年电力容量翻倍的计划仍处于实施之中。

图 11: 海外头部云厂商 2Q26 云业务营收增长情况及展望

公司	微软	亚马逊	谷歌
2Q26 云营收增速及与市场预期的对比	Azure 及其他云服务营收同比增长 43%（此前指引：固定汇率下 39-40%），相较 1Q26 和 2Q25 的 39% 均有加速。	2Q26 AWS 营收同比增长 37% 至 422 亿美元（VA 市场预期：31%）。	谷歌云服务营收同比增长 82%（一致预期：65%）。
3Q26 云营收增速展望	45%；1H FY27（2H26）营收增速相较 2Q26 营收增速进一步加速（来源：管理层业绩会展望）	公司未就短期增速给出官方指引但表示需求仍强劲，其在电话会上表示，其认为云规模至少可以在现有基础上翻一番，并有望随着时间推移实现 1 万亿美元的年收入，同时创造极具吸引力的自由现金流和投入资本回报率。	我们预计 3Q26 谷歌云收入同比增长 82%，有望延续快速增长。
好于市场预期 的主要归因	1) CPU 和 GPU 资源池的效率提升； 2) 流程优化使新增产能能够更早投入使用； 3) GitHub Copilot 使用量强于预期，主要由于 6 月商业模式调整后，定价更好地与使用量及客户价值挂钩。	1) AI 正在带动非 AI 的核心云业务，乘数效应强于市场预期； 2) 传统企业上云和云迁移在重新加速； 3) 新增产能上线使得此前受限的需求能确认收入。	1) AI 算力需求强劲，核心 GCP、AI 解决方案、AI 基建服务均表现强劲； 2) 首次确认 TPU 对外销售收入。
管理层对于供给/需求端的 评论	需求： 1) 客户需求持续超过供给，仍专注于提升效率，以帮助缩小供需缺口。 2) 2Q26 商业剩余履约义务（RPO）同比增长 84%，达到 6,780 亿美元；商业 RPO 的全部环比增长均来自前沿模型公司以外客户的承诺订单；若剔除 OpenAI，RPO 同比增长 25%。 供给： 3Q25 业绩会提及目标未来两年将数据中心总体规模大致翻倍，2Q26 业绩会确认此产能扩张计划仍处于正轨。	需求： 1) 目前产能仍不足以满足管理层在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目； 2) AWS 积压合同金额增长至 4960 亿美元，同比增长三位数。 供给： 产能扩张正按几个季度前讨论的计划推进，并继续预计到 2027 年底，电力容量将达到 2025 年的约两倍。	需求： 1) 客户需求持续超出供给，公司将从 3Q26 起租赁第三方算力以满足客户需求，作为公司在建成更多自有算力以前的过渡； 2) 谷歌云 2Q26 在手订单环比增加超 500 亿美元至 5140 亿美元；且管理层预计未来 24 个月内，约五成以上订单将转化为营收。

资料来源：公司资料，Visible Alpha，招银国际环球市场

注：表格中微软已经切换至自然年，2Q26 对应财年 4QFY26

云利润：利润率稳中有升，收入增长转化为利润增长

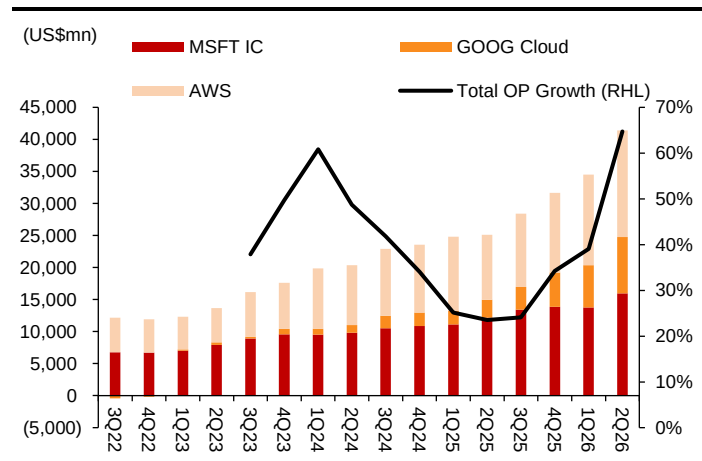
头部云厂商 2Q26 经营利润合计 414 亿元，同比增长 65%（2Q25：24%；1Q26：39%）。尽管增量资本开支给利润率带来短期压力，龙头厂商利润率水平同比维持至少基本持平或显著提升趋势，谷歌云及 AWS 利润率提升趋势明显，主要驱动因素为基础设施效率提升及产能优化。

细拆而言：1) 微软：智能云业务板块 2Q26 经营利润 160 亿美元，同比增长 31.4%，经营利润率 40.6%，同比持平，较市场一致预期高 1.9 个百分点；尽管为支撑云业务的长期增长所进行的 Capex 投资对短期的利润率水平带来影响，但管理层表示高度重视效率和投资回报驱动下利润率表现好于市场预期；

2) 亚马逊：AWS 经营利润率 39.4%，同比提升 6.5 个百分点，主要得益于效率提升、产能优化以及对固定成本的严格控制；剔除采用衍生品会计处理的能源合约公允价值计量变动所带来的 6 亿美元收益后，经营利润率仍达到 37.9%，较一致预期高出 4.2 个百分点。

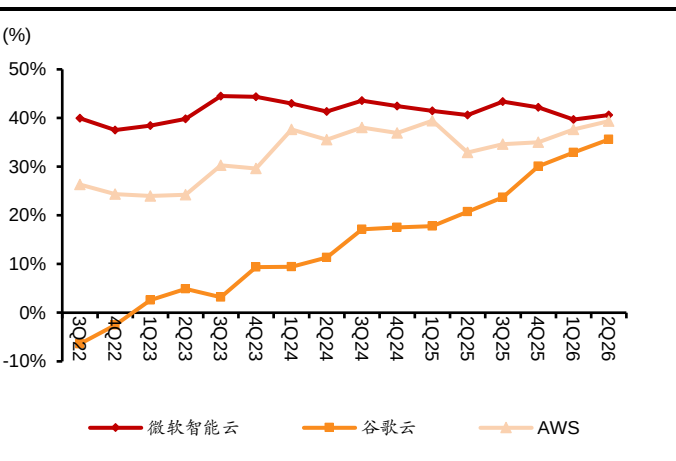
3) 谷歌：2Q26 云营业利润率同比提升 15 个百分点至 35.6%，主要驱动因素为规模效应持续扩大，但公司指引计划在 3Q26 扩充三方云算力资源，或将对云业务营业利润率形成一定压力。

图 12: 美国云厂商: 运营利润增长趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 13: 美国云厂商: 云业务利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 14: 海外头部云厂商 2Q26 云业务利润率趋势及与市场预期的对比

公司	微软	亚马逊	谷歌
2Q26 云业务利润率及与市场预期的对比	智能云板块运营利润率 40.6%，同比持平，较 VA 市场预期高 1.9 个百分点	AWS 经营利润率 39.4%（剔除采用衍生品会计处理的能源合约公允价值计量变动所带来的 6 亿美元收益后，经营利润率仍达到 37.9%），同比提升 6.5 个百分点，较 VA 市场预期高 4.2 个百分点	谷歌云运营利润率 35.6%（一致预期：31.0%）
好于市场预期的主要归因	高度重视效率和投资回报	1) 效率提升； 2) 产能优化； 3) 对固定成本的严格控制。	1) 强劲的需求支撑良好的价格趋势，快速的收入增长带来运营杠杆效应； 2) 谷歌云运营效率的提升。
展望	将持续提升 GPU 和 CPU 资源池的运营效率	1) 管理层重申利润率将随投资水平、产品组合以及 AI 与非 AI 工作负载的构成变化而有所波动... 2) 但 AI 相关云业务的利润率和回报水平与核心业务处于相同发展阶段时的表现基本一致，事实上还略微领先于当时的发展轨迹。	3Q26 起公司计划租赁第三方算力资源以满足客户算力需求，或对谷歌云造成一定利润率压力。

资料来源: 公司资料, Visible Alpha, 招银国际环球市场

资本开支: 边际更强调 ROI 获得市场正反馈

资本开支层面，云厂商边际更加强调 ROI 且云业务营收及利润增速超预期加速获得市场正反馈。展望 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。此外，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。

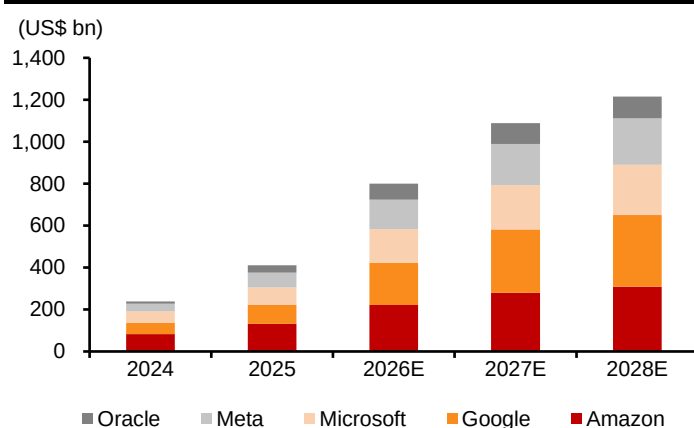
得益于强劲的 AI 算力需求，我们预计头部云与互联网厂商（微软/谷歌/亚马逊/Meta/Oracle）将持续扩大资本开支，2026-2028 合计资本开支将达到 8,008 亿/10,882 亿/12,146 亿美元。头部云与互联网厂商中短期自由现金流面临一定压力，2026/2027 合计自由现金流出 105/891 亿美元，在强劲的资产负债表与融资能力支撑下，当前现金流出规模较为可控，仅占总收入 1%/4%，占合计市值仅 0.1%/0.7%，即较小规模的股权或债券增发即可补足自

由现金流缺口，而且伴随着前期投入的 AI 基础设施商业化加速，2028 年合计自由现金流有望重新转正至 455 亿美元。

分公司展望：

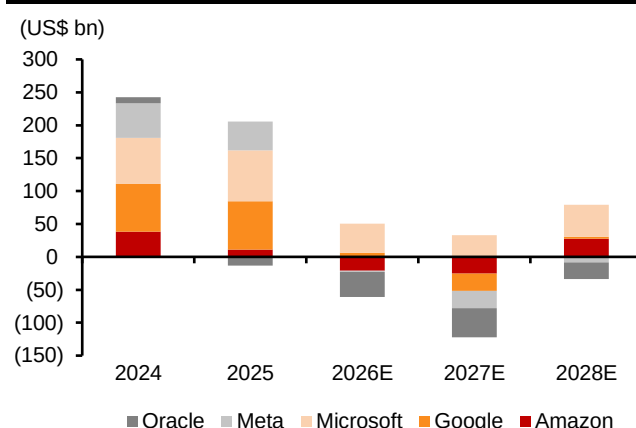
- 1) 微软：考虑到数据中心和办公楼预计使用寿命的调整，以及未来更多数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁，管理层将 CY26 资本开支指引更新为 1,750 亿美元，同时强调，按可比口径计算，其资本开支投资预期并未发生变化（此前指引：1,900 亿美元）。管理层预计 1QFY27 资本开支将超过 500 亿美元，并指引 FY27 自由现金流将为正。我们预计在新的会计处理方式下，FY27E 资本开支为 2,000 亿美元，而还原此前口径下的资本开支金额将符合市场业绩前的预期。
- 2) 亚马逊：管理层因存储成本上升，将 2026E 资本开支指引由 2,000 亿美元上调至 2,200 亿美元。管理层重申，目前产能仍不足以满足其在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时补充表示，亚马逊目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目。
- 3) 谷歌：管理层预计 FY26 资本开支为 1,950-2,050 亿美元，截至 2026 年 6 月底，公司已签订的未来支出承诺合同总金额已达到 8,110 亿美元，公司加大算力投入以匹配持续增长的市场需求。得益于云业务的加速增长及利润率提升，虽然短期现金流有所承压，但公司自有现金流有望自 FY28 起转正。
- 4) Meta：管理层指引 FY26 资本开支 1,300-1,450 亿美元（同比增长 80-101%），且考虑各业务线强劲的需求，公司将在 FY26/27E 持续最大化 AI 算力储备，同时对于 FY28E 的算力投入保留一定灵活性；由于 Meta 目前仍然主要依赖赋能广告业务以实现 AI 基础设施的商业化，整体投入回报周期相对更长，短期自由现金流面临相对更显著的压力（自由现金流比率由 2025 年 22% 降至 2027 年 -9%）。

图 15：头部云&互联网厂商资本开支趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 16：头部云&互联网厂商自由现金流趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场

针对市场关注的 Capex 投入效率问题，2Q26 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 指引不变或仅因存储涨价/交付提前等原因小幅上调的情况下，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。举例而言：

- 1) 微软：业绩中展现资本开支投资带来的可量化的回报正在云业务和自有应用中变得更加显著，具体体现为 B 端 Azure 及其他云服务收入同比增速环比加速好于预期，同时在产

品形态改善和 AI 产品整合度提升的支撑下 C 端 Microsoft 365 Copilot 付费席位季度净新增席位环比增长超过一倍，亦好于预期；与此同时，即使管理层预期 FY27 资本开支仍将同比增长，其仍指引 FY27 自有现金流将为正，体现了管理层同时兼顾增量投资满足业务需求及维持经营效率的能力和决心；

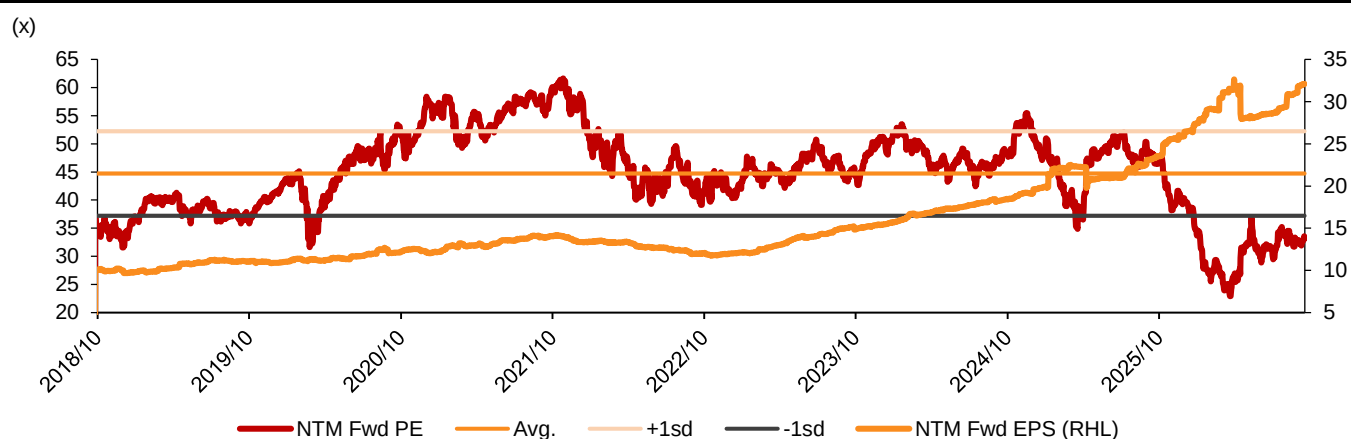
- 2) 亚马逊：业绩中展现云业务营收增速及利润率显著好于预期的同时，管理层对 AWS 扩建的投资回报情况作出说明，指出：①服务器及网络设备投资平均略低于三年即可达到盈亏平衡；以及②服务器目前的使用寿命至少为五至六年，大部分 AI 产能的合同期限为五年或更长。同时管理层重申，目前产能仍不足以满足其在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时补充表示，亚马逊目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目。整体而言，我们认为管理层清晰传递了资本开支是基于确定性的需求进行，且资本开支可以较为确定性地带来可预期的回报。

■ 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 17: 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 10 月 7 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, 且商业未完成订单 (RPO) 余额保持强劲增长为业务增长带来支撑; 生产力和业务流程板块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 634.2 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 年亚马逊经营利润将同比增长 35%) 将有望支撑股价增长。我们的目标价为 301 美元, 基于 17.2 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。中短期维度, 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、Gemini 4 模型系列的发布进一步强化公司全栈 AI 战略优势。我们的目标价为 428.0 美元, 对应 35 倍 FY26 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

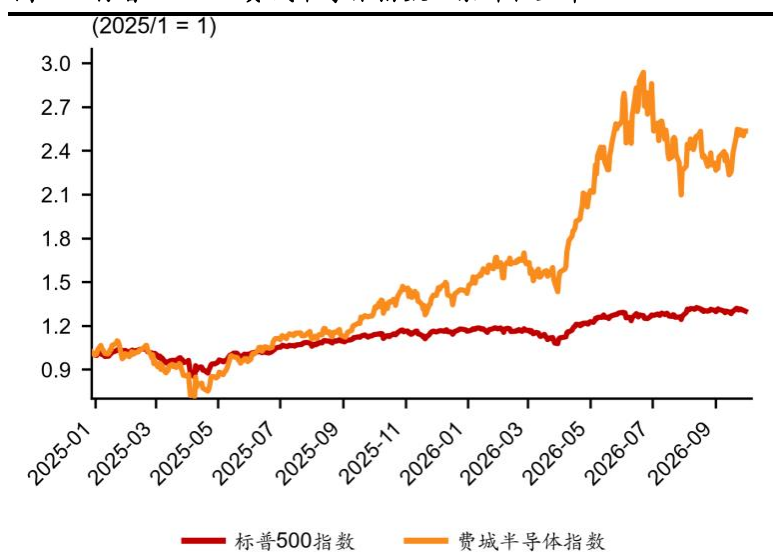
| 周志敏 / zhouzhimin@cmbi.com.hk (852) 3850 5268
 | 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8727
 | 郭远宁 / aaronguo@cmbi.com.hk (852) 3916 3715

9 月半导体板块的走势基本兑现了我们上月的判断——A 股"以震荡换空间"、等待筹码自然出清，但海内外走势显著分化：A 股半导体缩量回调、筹码继续沉淀的同时美股半导体在美联储加息落地的背景下逆势上行。展望 10 月，三季报窗口打开，业绩将取代交易情绪成为近期板块的主导变量，AI 相关公司的业绩横向比较依然最好，我们建议投资者提前布局。

■ 9 月份回顾

美股方面，9 月标普 500 指数微跌约 0.5%，费城半导体指数（SOX）全月上涨约 9.5%、大幅跑赢大盘：9 月 17 日美联储宣布三年来首次加息（+25bp 至 3.75% - 4.00%），当日 SOX 不跌反涨 3.1%；9 月 21 日 Meta 消费级 AI 智能体 Muse 走红重新点燃算力需求预期，SOX 单日大涨 4.3%，AMD 股价创历史新高、市值首次突破 1 万亿美元，纳指同期创下收盘新高。9 月 SOX 收盘价较 7 月末低点反弹逾两成，距 6 月下旬历史高点尚差 16% 的涨幅。目前为止，加息并未阻断 AI 板块受景气驱动的上行趋势。

图 18: 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 9 月末约 18.6 倍、较 8 月末的 17.8 倍温和回升，但仍低于过去三年均值（约 22.2 倍）、贴近均值-1 倍标准差（约 17.1 倍）的低位区间，估值并未泡沫化。

图 19: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (9 月)



资料来源：彭博，招银国际环球市场

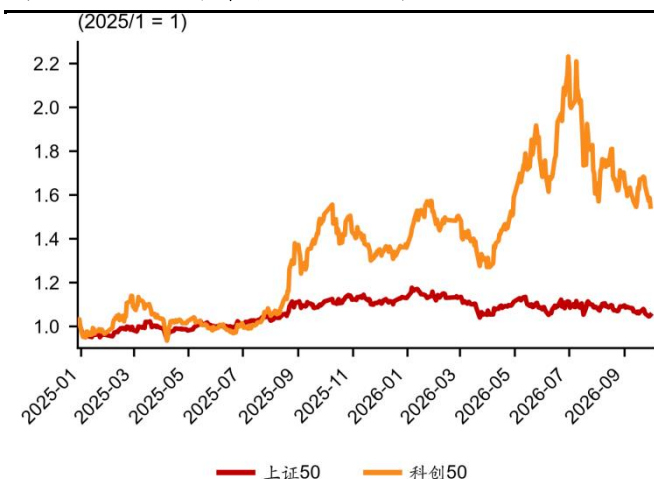
图 20: 标普 500 半导体指数前瞻 P/E 图 (8 月)



资料来源：彭博，招银国际环球市场

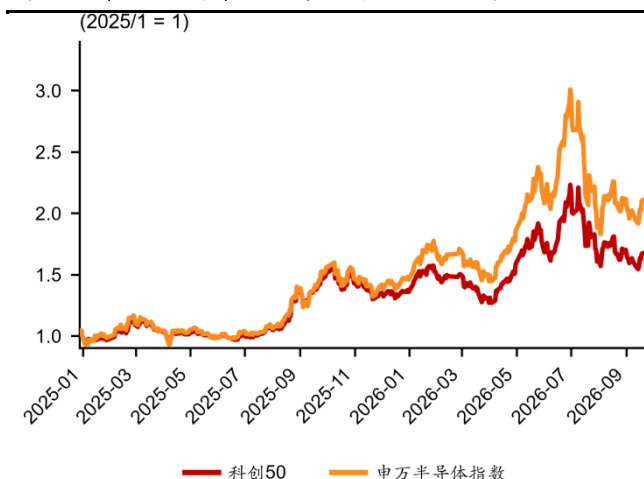
A 股方面，9 月中万半导体行业指数 (801081) 下跌约 8.9%、沪深 300 下跌约 5.8%、上证 50 下跌约 3.9%、科创 50 下跌约 9.2%，板块呈现“月初回调—中旬反弹—月末再回落”的拉锯：9 月上旬连续调整，9 月 14 日盘中低见 8,945.06 点（较 8 月高点回撤近两成）；9 月 16 日起连续反弹，9 月 22 日盘中冲高至 10,468.61 点（月内高点）；国庆节前再度缩量回落，月末收于 9,195.63 点。拉长看，2025 年以来科创 50 累计上涨约 55%、中万半导体累计上涨约 93%，仍大幅领先上证 50（约+5%），板块的中期超额收益并未因 9 月调整而逆转。量能持续萎缩：9 月板块成交额约 4.56 万亿元、环比再降约三成，区间换手率由上月的 92.1% 降至 65.6%（Wind），显示增量资金有限、筹码继续出清。

图 21: 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 22: 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

9 月 A 股半导体偏弱、与海外背离的原因，更多在交易与宏观层面：一是宏观扰动，美联储 9 月议息会议重启加息，A 股科技板块反应更为敏感；二是筹码出清的延续，临近国庆长假和季末，板块成交额与换手率持续下行，做多意愿不足；三是情绪扰动，9 月中旬海外 AI 头部公司呼吁审慎扩展前沿模型，一度引发算力产业链巨震。

■ 10 月份展望

基本面依然强劲——9 月海内外 AI 景气继续向好。英伟达 8 月 27 日财报为 AI 景气提供了直接的“实锤”。2027 财年二季度营收 962 亿美元、同比+106%、环比+18%，连续 13 个季度刷新纪录；数据中心业务收入 890 亿美元、同比+117%，其中超大规模云厂商收入 487 亿美元（+102%）、AI 云与工业及企业客户收入 403 亿美元（+138%，客户基础持续多元化）；GAAP 毛利率 75%。公司首度提前一年给出 2028 财年营收增长约 70% 的指引，并透露“供应仍将是增长的主要约束直至 2028 财年末”；客户承诺订单由 1,190 亿美元跃升至 2,790 亿美元，联合 Apollo、BlackRock 等资方计划调动超 5,000 亿美元第三方资本投入 AI 基建。

需求侧，AI 景气从训练向推理与应用加速扩散：Meta 消费级 AI 智能体 Muse 发布后迅速登顶应用商店免费榜，市场重新评估智能体普及对算力需求的乘数效应；据 SIA，二季度全球半导体销售额约 4,033 亿美元、创单季历史新高。9 月以来，海外算力景气进一步向供应链多元化扩散：AMD 市值突破 1 万亿美元、成为继英伟达、博通、美光之后第四家万亿市值美国芯片公司，SK 海力士与英特尔探讨在美国合作生产存储芯片——AI 基础设施的供应链纵深正在扩展。Vera Rubin 平台已全面投产、下半年进入大规模部署，支撑半导体景气的最上游需求信号并未转向。

存储涨价仍未结束。TrendForce 最新预计四季度 DRAM 合约价（HBM Blended）再涨 15%–20%、NAND 再涨 15%–20%，整体涨幅未明显弱于上个季度；AI 服务器对 HBM 的渴求持续推动 DRAM 原厂将产能向高端产品转移，供需继续维持紧平衡的局面。对存储链而言，涨价周期未完、盈利增长仍在途；对下游消费电子而言，压制最重的阶段虽然尚未过去，但悲观预期已经体现。

中期看，产业主线清晰：随着英伟达 Vera Rubin 平台进入大规模量产部署，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 光子交换机已于上半年商用出货，Spectrum-X 光子交换机下半年进入全规模量产（最高 409.6Tb/s、512 个 800G 端口，CoreWeave、Meta、微软、Oracle OCI 等为首批采用者），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 Rubin 导入后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）值得在震荡期重点布局。

9 月以来国内 AI 基础设施与自主可控的产业信号继续密集兑现。第一，国产大模型获得市场认可、国内 AI 资本开支持续上修：阿里巴巴最新季报单季资本开支 676.78 亿元、同比增长 75%，3,800 亿元 AI 投资计划执行过半，8 月 23 日配售 800 亿港元新股、所得全部投入全栈式 AI 投资；Kimi K3、千问 3.8 Max 等头部国产模型通过国产超节点对外提供 MaaS 服务，头部大模型厂商 8 月初上调 API 价格，反映国内 AI 推理需求旺盛、算力资源趋紧。第二，国产存储技术与产能双突破：长鑫科技第五代工艺技术平台 9 月 20 日正式量产（内存阵列有源区半间距 11.95 纳米、接近全球顶尖 DRAM 量产平台）、24GB LPDDR5X 进入国产主流旗舰手机；长江存储控股科创板 IPO 于 8 月 21 日获上交所受理、拟融资 330 亿元，国产存储双雄的资本化与扩产周期将直接利好国产设备与材料产业链。第三，业绩端

进入验证期：三季报预告自 9 月末起陆续披露，芯联集成预告前三季度归母净利润约 6.81 亿元、同比增长约 247% 并实现扭亏为盈，长鑫科技上半年营收同比增长逾 8 倍，光互联、PCB/CCL、存储、设备等算力链环节量价齐升的兑现度最高，AI 算力链业绩横向占优的格局有望在 10 月得到延续。中期看，国产算力、存储扩产、设备国产化与高端材料替代的产业趋势并未逆转，10 月板块有望迎来三季报与自主可控的双重催化，配置价值持续提升。

估值端，A 股半导体估值经中报盈利集中计入与 9 月回调后有所消化：9 月末申万半导体 PE(TTM) 约 71 倍、处近 5 年约 54% 分位 (Wind)，较 8 月末的约 121 倍/96% 分位显著回落，“高估值+拥挤交易”的局面有所缓解，但其估值与美股相比依然较高；估值消化叠加盈利上修，为 10 月业绩驱动的行市留出了空间。

配置上，我们围绕三条线索布局。海外云厂商与算力链三季报将于 10 月底至 11 月初密集披露，资本开支指引与 Rubin 出货进度是关键观察点；我们判断，业绩兑现将主导 10 月行情，回调即是布局窗口。

- **配置线索一：三季报业绩催化，优选 AI 算力链龙头。**10 月中下旬三季报密集披露，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：存储合约价连续上涨，Rubin 平台量产上量带动上游订单饱满，国内设备与算力公司订单兑现度持续提升。9 月的缩量回调后，这部分标的估值压力部分消化，业绩验证后具备更高的修复弹性，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，受益 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，受益高多层与材料升级）、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 平台下半年大规模量产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。**AI 基础设施挤占存储产能导致通用存储价格大幅上涨，消费电子相关芯片的毛利率与估值前期受到双重压制；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：**三季报业绩不及预期及披露后部分资金兑现离场；海外云厂商资本开支指引不及预期；美联储议息会议再度加息；美中期选举不利议题；供应链扰动与地缘政治扰动等。

消费

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

乐观。9 月消费板块随港股回调，恒指下跌 3.7%，恒生消费下跌 6.7%，跌幅靠前，仅医药、银行等少数板块上涨；外部利率高企与节前避险情绪压制风险偏好。基本上，8 月社零+0.4%（除汽车+2.5%），餐饮（+1.1%）快于商品（+0.3%）。政策端延续加力：9 月国常会部署银发消费、文体旅融合与医疗康复扩容，月末稳增长政策密集加码（PSL 扩围、再贷款提额、房贷贴息），《求是》再提“供强需弱”并强调增量政策，促消费向收入分配、社会保障等深层环节延伸。国庆假期消费总体平稳、结构分化：受中秋分流与拼假影响，出行节奏前置、总量高位微增：10.1-10.7 跨区域人员流动 21.4 亿人次，日均 3.06 亿人次，同比+0.7%；商务部 10.1-10.6 重点监测的 78 个商圈客流同比+2.5%，系年内节假日最弱增速，营业额同比+4.7%弱于年内端午之外所有节假日；海关 10.1-10.5 离岛免税销售额同比+5.0%，日均购物人次同比+13.4%，人均消费则降 7.4%。展望 10 月，稳增长政策进入落地期，叠加“双十一”旺季临近，板块预期与估值双低进一步夯实，建议以业绩能见度、现金流稳健、股息较优的必需消费与红利品种为底仓，逢低布局前期超跌、假期景气获验证的可选消费与出行链。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：

■ 消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比

消费分层趋势在 2026 年将进一步强化，不同收入群体的消费偏好呈现差异化迁移：

①高净值人群的“理性化消费”：从高端奢侈品类向轻奢、国奢或特殊小众品牌迁移，如高端白酒需求向次高端 / 区域龙头产品分流，高端乳制品消费转向性价比型低温产品，核心逻辑是“品质不降级、支出适度收缩”；②大众市场的“成本优先逻辑”：基础消费品的“平价替代”趋势持续强化，或进一步推动硬折扣模式扩张，包括临期食品、自有品牌快消品渠道（如零食量贩店、社区硬折扣店）等；同时也将利好具备供应链优势的国产科技消费品（如智能小家电、功能性服装等）。

■ 需求优先级固化：聚焦“让生活过得下去 + 稍微有点安慰”

居民消费支出收缩的同时，需求结构向“刚性生存需求”与“低成本情绪慰藉”聚焦，对应两大细分方向：1) 让生活过得下去：刚性必需赛道的需求韧性。此类赛道是居民支出中“不可压缩”的核心载体，需求韧性显著，如米面粮油：刚需属性下终端库存周转保持平稳，区域龙头品牌凭借渠道下沉优势进一步收割市场份额；基础调味品：居家烹饪频次提升驱动酱油、醋、食用油等基础调味品需求稳定，小包装、高性价比产品的终端动销占比持续提升；包装水：作为食品饮料板块中单价最低、需求最刚性的品类之一，具备“消费降级下的防御性”，成为居民日常支出中“最后的体面”。2) 稍微有点安慰：低成本情绪价值赛道。居民在压缩可选支出的同时，倾向于通过低客单价消费实现情绪纾解，包括但不限于：①年轻群体的压力排解：高性价比休闲零食、平价啤酒 / 预调鸡尾酒的终端动销增速优于行业平均，茶饮、咖啡等小额高频消费更具韧性；②年轻群体的精神寄托：“陪伴型消费”热度延续，宠物食品 / 用品、平价潮玩玩具的需求具备韧性，此类消费的“情感替代”属性显著；③中老年群体的刚性慰藉：基础保健品（维生素、益生菌）需求保持稳健，短途康养旅游成为替代长途出行的核心选项，兼具健康需求与情绪纾解属性。④同时，日常生活体验升级的低成本选择也

包括平价国货美妆、香水香薰等香氛产品——通过实现外在形象提升或提升仪式感达到“悦己”角度的情绪满足。

■ 出海：内需不确定性下的业绩对冲选项

在国内消费环境不确定性延续的背景下，全球化布局有显著进展的企业，可通过海外市场拓展对冲内需波动风险：1) 供应链优势驱动的出海：调味品、休闲食品企业凭借成本与产能优势，向东南亚、拉美等新兴市场拓展，实现收入端的增量贡献；2) 品牌力输出的全球化：部分具备产品差异化的企业（如特色休闲零食、宠物食品）通过跨境电商渠道进入欧美细分市场，逐步建立区域品牌认知；此类企业的海外业务有望成为 2026 年业绩增长的核心弹性来源，是内需波动环境下的经营稳定性保障。若相关标的在海外取得有效进展则进一步提升其配置价值。

■ 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、相关价值尚未被充分定价的运动品标的**安踏体育 (2020 HK)**、**361 度 (1361 HK)** 等；3) 悦己情绪消费中业绩稳健、出海潜力较高的标的。

■ 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：“金九”终端需求环比小幅改善，批发同比增长仍由出口驱动。我们跟踪的 14 家车企/品牌于 10 月 1 日公布 9 月新能源乘用车销量，合计约 104.7 万台、同比+12%、环比+4%；总体看今年“金九”终端表现相对平淡，批发量的同比增长更多由出口拉动，部分车企 9 月出口销量环比小幅回落。

比亚迪 9 月新能源乘用车批发销量 45.7 万台、同比+16%、环比+5%，稳居行业首位，9 月出口约 18.1 万台、同比+154%；三季度比亚迪汽车（含商用车）总批发销量 132.3 万台、同比+19%、环比+19%，其中出口 55.1 万台、同比+137%、环比+17%，规模与出口带动的业绩改善趋势较为明确。

吉利汽车方面，9 月吉利银河品牌批发销量 13.0 万台、同比+8%，极氪品牌 3.7 万台、同比+104%；三季度吉利汽车总销量 81.3 万台、同比+7%、环比+14%，出口 32.3 万台、同比+189%、环比+19%——吉利在国内是比亚迪最有力的挑战者、海外亦进入放量兑现期。

长城汽车 9 月全部销量 11.5 万台、环比+1%（同比受去年同期高基数影响-14%）、海外约 6.0 万台、同比+19%，9 月出口受全球物流运力波动与零部件供应影响环比小幅回落；三季度总销量 33.6 万台、同比-5%、环比+7%，海外占比升至约 55%，全年仍挑战 70 万台出口目标。

图 23: 重点车企于 10 月 1 日公布的 2026 年 9 月新能源乘用车销量汇总

车企/品牌	9 月新能源乘用车销量 (台)	同比变化%	环比变化%	1-9 月销量 (台)	1-9 月同比变化%
比亚迪	456,713	16.2%	5.4%	3,078,544	-4.4%
长城	41,982	-8.7%	1.4%	265,053	-5.1%
蔚来	37,408	7.7%	4.4%	300,301	49.2%
理想	31,817	-6.3%	-15.6%	293,086	-1.4%
小鹏	41,256	-0.8%	5.5%	284,367	-9.2%
小米*	40,500	-3.5%	34.3%	286,975	7.6%
极氪	37,216	103.8%	0.6%	288,404	100.8%
吉利银河	130,479	8.0%	9.5%	877,184	0.3%
零跑	105,656	58.5%	2.5%	666,539	68.5%
广汽埃安	35,494	21.9%	-2.4%	279,283	18.9%
东风岚图	13,025	-14.4%	0.2%	115,481	19.1%
长安深蓝	30,185	-10.2%	5.3%	243,812	5.0%
阿维塔	8,183	-25.8%	1.2%	55,090	-38.9%
鸿蒙智行	37,490	-29.2%	-11.0%	366,851	2.8%

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：零跑领跑、率先稳定盈利，理想受小米增程新车与改款观望拖累。零跑汽车 9 月销量 10.6 万台、同比+59%、环比+2%，三季度 31.0 万台、同比+78%、环比+26%，稳居新势力销量榜首；蔚来 9 月交付 3.7 万台、同比+8%，三季度 10.9 万台、同比+25%；小鹏 9 月交付 4.1 万台、环比+5%，三季度 11.8 万台、同比+2%。理想汽车 9 月交付 3.2 万台、同比-6%、环比-16%明显回落，我们认为一方面受小米“澎湃”增程等新车型上市的

冲击，另一方面 i6 将于 10 月改款、市场观望情绪较强；三季度整体 10.0 万台、同比+7%、环比+2%，四季度表现取决于新车型爬坡与 i6 改款带来的增量。小米 9 月交付环比增长超 30%重回 4 万台；其第二产品序列“澎湃”（增程）上市 30 天锁单超 7 万台、9 月交付破万，定价具备较强竞争力，进一步加剧增程市场对理想的竞争。

图 24: 2026 年三季度主要车企销量汇总（单位：台）

车企	3Q26	3Q25	2Q26	YoY	QoQ
比亚迪	1,323,065	1,114,192	1,108,048	18.7%	19.4%
吉利汽车	812,523	761,009	713,600	6.8%	13.9%
长城汽车	336,407	353,569	314,791	-4.9%	6.9%
零跑汽车	310,052	173,852	246,332	78.3%	25.9%
鸿蒙智行	124,637	145,247	129,505	-14.2%	-3.8%
小鹏汽车	118,390	116,007	103,295	2.1%	14.6%
蔚来	109,178	87,071	107,658	25.4%	1.4%
广汽埃安	106,864	82,714	99,549	29.2%	7.3%
小米汽车*	101,920	108,796	104,199	-6.3%	-2.2%
理想汽车	99,964	93,211	97,980	7.2%	2.0%
深蓝汽车	88,057	89,030	100,055	-1.1%	-12.0%
岚图汽车	39,217	40,864	42,372	-4.0%	-7.4%
阿维塔	23,891	31,655	20,074	-24.5%	19.0%
13 家合计	3,594,165	3,197,217	3,187,458	12.4%	12.8%

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场；*小米的三季度汽车销量为估计值

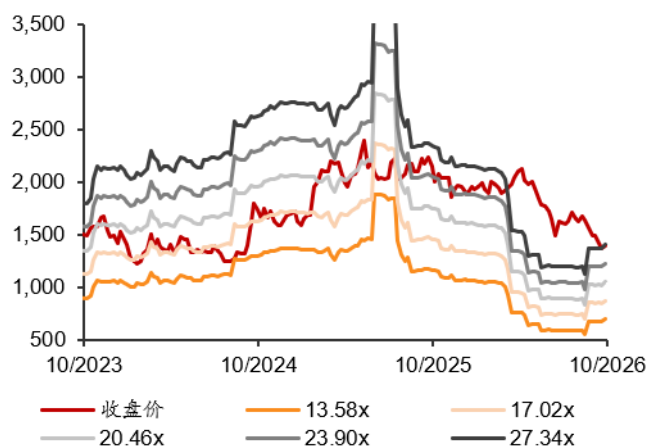
板块回顾与展望：9 月板块走弱、情绪偏悲观，但基本面逐季改善主线不变。9 月港股汽车板块整体走弱、跑输大市，一方面反映终端需求复苏慢于预期，另一方面出口“天花板”、叠加动力电池消费税计提与出口退税逐步退坡、部分投资者甚至开始担忧对新能源车出口退税在明年落地等因素，共同压制板块投资情绪。但我们一直强调的汽车板块基本面逐季改善这一主线仍然稳固：三季度销量显示，除长城、小米因高基数与车型切换同比小幅下降外，比亚迪、吉利、蔚来、理想、小鹏、零跑、埃安等主要车企均实现同比正增长，环比改善更为普遍，有望驱动三季度业绩较二季度边际改善。10 月下旬起主要港股车企将陆续披露三季度业绩，届时或有助于提振板块情绪。我们判断，在市场情绪仍偏悲观之际，板块边际改善的方向是明确的。

■ 投资建议

整车首选：比亚迪（1211 HK）。三季度全部汽车销量 132.3 万台、同比+19%、环比+19%，其中出口 55.1 万台、同比+137%、环比+17%，出口与高端化持续改善盈利结构；公司财务处理稳健（研发资本化审慎、资本开支趋缓）、费用负担较低、销量行业领先，预计下半年销量与业绩相较上半年均将明显改善。作为行业规模与情绪的龙头，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 25: 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 26: 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，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

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今 (10 月 7 日收盘) 累计上涨 21.8%，跑赢 MSCI 中国指数 34.5%。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。且今年以来，MNC 与中国头部创新药企达成多个针对多个早期管线的大额 BD 合作，9 月，恒瑞将具备开展 I 期条件的每周一次口服 GLP-1/GIP 双受体激动剂 HRS-1596 的大中华区外全球权益授权诺和，获 3 亿美元首付款及最高 23 亿美元潜在里程碑付款。我们认为，MNC 充分认识到中国创新药企在早期研发的高效与高质，因此通过达成多项早期管线的合作以锁定研发资源。此外，阿斯利康对 Summit 进行 20 亿美元战略股权投资，拟推进依沃西与 Sone-Ve (Claudin18.2 ADC) 针对胃肠道肿瘤的临床研究，并与阿斯利康和第一三共达成三方合作，拟率先开发依沃西与 Datroway (TROP2 ADC) 针对 1L TNBC 的全球三期临床，体现 MNC 对依沃西作为“二代 I/O”骨干潜力的认可。我们认为，重磅品种的海外临床及商业化推进将驱动创新药板块的持续上涨。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。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)、映恩生物 (9606 HK)、三生制药 (1530 HK)、信达生物 (1801 HK)。

1) 药明康德：强劲 2Q26 业绩带动业绩指引大幅上调。2026 年上半年业绩强劲，汇率压力下增速仍逐季加快，且截至 6 月底，持续经营业务在手订单达 664 亿元，同比增长约 30%，新签订单增长超 40% (均为固定汇率下)。管理层大幅上调全年指引，预计 2026 年收入 585-605 亿元 (此前 513-530 亿元)，持续经营业务收入同比增长 35-39% (此前 18-22%)，经调整净利润率维持稳定。化学业务为增长主力，受益于后期及商业化项目带动的产能效率提升，TIDES 上半年增长 44.3% (2Q: +74.9%)，全年指引上调至约 45%。TIDES 产能计划 2026 年底达 13 万升，泰兴两个新车间 2027 年投产，新加坡一个车间 2028 年投产。小分子产能目标 2026 年底达 500 万升。加速增长的订单、更丰富的后期项目组合及积极的产能扩张，为下半年及后续增长提供有力支撑。此外，管理层指出全球早期研发需求复苏，AI 药物发现利好早期业务。

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) 映恩生物：Elfe-D 早期联合数据支持“ADC + IO 2.0”逻辑。映恩生物公布的 Elfe-D (B7-H3 ADC) 联合 pumitamig (PD-L1/VEGF 双抗) 数据，进一步强化了我们对 Elfe-D 作为差异化 B7-H3 ADC 资产的判断，其优势主要体现在良好的安全性以及令人鼓舞的早期疗效上。在纳入 SCLC 和 NSCLC 的 193 例受治患者中，该联合方案的 3 级及以上治疗相关不良事件发生率仅为 23.3%，印证了 Elfe-D 在联合治疗场景下维持良好治疗窗的能力，也与其既往单药数据所体现出的安全性特征一致。疗效方面，Elfe-D 联合方案在 SCLC 中的早期结果同样积极：一线 ORR 达 92.3%，二线 ORR 达 77.3%，优于现有 PD-L1、tarlatamab 以及部分 B7-H3 ADC。我们期待该联合方案于 10 月 ESMO 会议披露其在非肺部实体瘤中的进一步数据。基于 Elfe-D 在多线经治的 mCRPC 患者中已显示出颇具竞争力的疗效数据和显著的安全性优势，Elfe-D 单药已在未经化疗的 mCRPC 中推进全球 III 期研究。Elfe-D 联合 pumitamig 的关键性研究有望于 2027 年年中前启动，我们认为 Elfe-D 有望在 ADC + IO 2.0 的联合治疗中率先建立领先地位。

4) 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，辉瑞计划在今年下半年启动 707 与 PADCE (Nectin-4 ADC) 联用的全球三期临床。短期催化剂为 2026 ESMO 会议上 (10 月 23-27 日) 更新的 707 联用化疗一线治疗非小细胞肺癌的中国二期临床数据，我们预计将有 mPFS 数据读出。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。常规业务方面，2026 年受集采、医保控费趋严与税务政策调整的叠加影响，公司主业短期有所承压，但我们认为，市场对此已有一定预期。展望 2027 年，增值税影响消化完成，特比澳价格落定，多个新品种陆续获批上市或纳入医保，有望逐步贡献销售增量，常规业务有望回归稳定增长。此外，2H26E-2027E 预计将迎来研发管线密集催化，多条管线预计将有数据读出，包括 707/705/706 II 期临床，627/SSS68 的 I 期等。

5) 信达生物：公司 1H26 业绩显著超预期。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。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。此外，公司首次给出 2030 年总收入 350-400 亿元的指引，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；目前 IBI363 及 IBI343 已进入全球 Ph3，IBI324 预计 2H26 进入全球 Ph3。我们认为，公司近期催化剂丰富，有望支撑估值上行。其中，IBI363 一线数据值得重点关注，IBI363 一线 NSCLC 与帕博利珠单抗联合化疗头对头的 Ph1 研究正在进行，若数据积极，有望支持全球 Ph3 研究的启动。ESMO 2026 年 10 月预计更新 IBI363 在 1L NSCLC 及 1L 胃癌的进一步数据，1L 黑色素瘤的中国关键 Ph2 研究预计 2026 年底读出。IBI343 (CLDN18.2 ADC) 在中国针对三线胃癌 BLA 已获受理，武田预计 2027 年在日本递交上市申请，其三期临床数据预计在 ESMO 大会披露。此外，IBI3001 (EGFR/B7-H3 ADC) 预计将于 ESMO 披露 Ph1 PoC 数据，有望进一步验证公司下一代 ADC 平台实力。代谢管线方面，除玛仕度肽外，公司持续

布局每日/每周口服 GLP-1、每月 PCSK9-GGG 及胰淀素等资产。每日口服 GLP-1 候选药 IBI3032 预计 2026 年底前进入 Ph2。

- **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 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

■ 乐观

9月房地产销售受政策积极影响，二手房同环比增幅均扩大，新房环比降幅亦有收窄。二手房方面，据冰山大数据，9月26城二手实时成交套数单月同比+19%，环比+1.5%（较8月的+12%/+1.1%扩大），上海/广州/北京/深圳换别分别+5.5%/+3.0%/+1.3%/+1.2%。新房方面，重点16城9月网签量同环比分别-6%/-1.7%（8月同环比分别+7.5%/-4%），一线城市表现分化，北京/上海/广州/深圳环比分别+50%/+35%/-16%/-26%。价格端，冰山百城指数（即挂牌边际价格）9月延续跌势，环比-0.7%（与8月相当），主要受华北及闽赣地区拖累。一线城市仍处于缓跌状态，环比-0.4%（较8月-0.3%）。板块表现方面，9月恒生指数下跌3.7%，内房股指数跌1.42%、恒生地产及物业指数跌3.02%，板块整体跑赢大市。政策端密集发力：一线城市相继发布8·28新政执行细则，明确封顶预售、现房优先、新老划断与土地款分期等安排；9月28日国常会部署稳楼市增量政策，9月29日中央财政首次对首套房贷贴息（120平米、150万元以内，年化1个百分点、最长5年），PSL 利率同步下调25bp至1.5%。我们认为，贴息与细则在供需两端同步释疑、信号意义较强，短期利好低总价刚需，核心城市房价企稳线索增多。国庆假期（10月1-7日）楼市热度延续：根据中原地产数据，50城新房认购量同比增超15%，来访、带看明显提升。展望10月，“银十”在贴息落地与推盘放量下有望延续修复，但销售改善的持续性 & 三线去化压力仍待观察；增量政策（公积金利率等）预期仍在，建议跟踪核心城市量价企稳与房企回款节奏。

■ 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)** 等，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 个月谨慎乐观

第三季度业绩高基数叠加权益市场波动拖累投资收益，上市险企 3Q 净利润或将大幅承压。板块股价已于近一月内回调，部分反映资金节前避险属性，亦或已部分反映市场对 3Q 业绩疲软的定价预期（保险 II（申万）/香港保险指数 9 月下跌 4.2%/3.9%，进一步扩大年内跌幅至 22%/5%）。业绩高基数效应将在四季度逐步消退，业绩后板块估值修复具备空间。我们维持对 2026 年保险行业负债端量价改善，寿险新业务价值有望延续双位数增长的预期，负债成本下行通道基本确立，新单结构持续改善将强化利费差改善逻辑，推动板块估值回升。年内仍需关注上市险企的股息政策指引、三季度财险大灾赔付情况、寿险开门红新单销售及行业政策支持（如《新保险法》修订进展、险资可投资港股通 ETF 等）。

图 27: 非银金融及保险行业指数表现

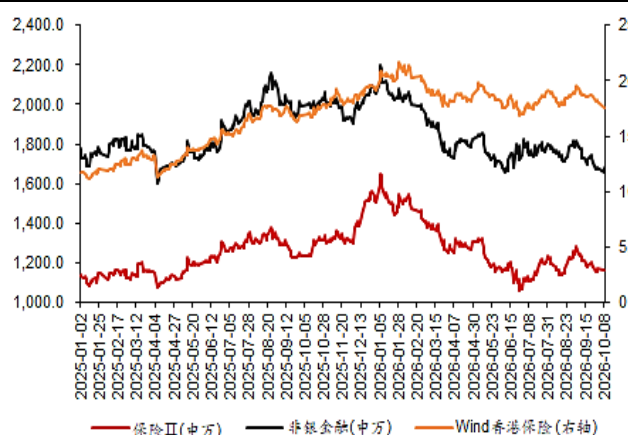
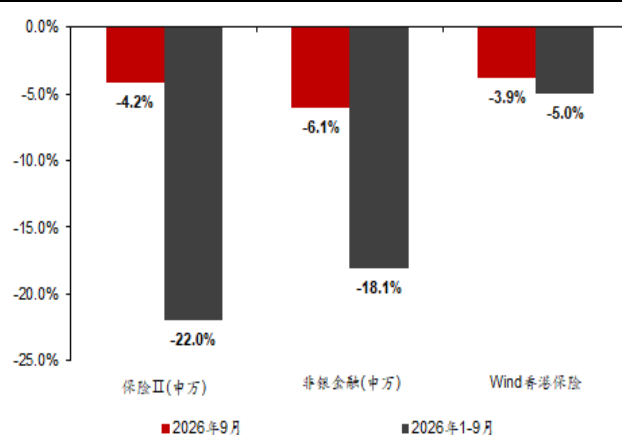


图 28: 非银金融及保险行业指数 9 月及 1-9 月回报表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场 | 注: 截至 2026 年 10 月 9 日收市

资料来源: Wind, 招银国际环球市场 | 注: 截至 2026 年 10 月 9 日收市

■ 寿险:

寿险方面, 预计 3Q26 新业务价值在去年高基数下同比下滑, 主要受新单保费下滑部分被新业务价值率因产品结构持续改善而提升所抵消。预计前三季度新业务价值增速保持稳健。分红险将延续成为新业务增长主力, 头部险企分红险新单占比有望进一步增长。分渠道看, 个险人均产能持续提升或部分对冲代理人规模小幅回落的影响; 银保新单受部分险企主动调整业务结构、压降趸交业务而有所分化, 预计新业务价值率将在分红险占比提升、银保报行合一深化及产品结构向长期期交转型的动态平衡中保持稳健。从需求端看, 保险作为中长期理财配置承接居民储蓄的需求依然存在, 我们维持头部险企的寿险合同服务边际释放 (CSM release) 于年内转向正增长的预期, 预计全年 NBV 有望延续双位数增长势头。负债成本下行通道的确立将利好险企利差改善, 推动寿险估值上行。

■ 财产险:

财险 3Q26 或面临大灾赔付上行导致 COR 同比提升压降承保利润。据国家应急管理部门数据披露, 8 月全国自然灾害导致的直接经济损失达 360.3 亿元, 同比+84.2%。伴随非车险综合治理进程深化, 预计费用率改善趋势延续, 部分抵补赔付率上行的压力。车险方面,

预计保费增速延续低单位数，反映新车销量持续放缓，新能源车占比进一步提升；预计头部险企车险 COR 有望在费用率持续压降的基础上同比改善；非车险保费增速仍以个人意外险为主要动力，同时，各险种费用率下行或将抵补大灾导致赔付率上行的影响。我们预计年内财险综合成本率的峰值将在 3Q26 体现，重点关注头部险企非车险治理成效。

■ 投资建议

当前板块交易于 0.2 倍-0.5 倍 FY26E P/EV 和 0.5 倍-1.0 倍 FY26E P/B，股息率为 4%-7%，近一月内保险公司股价回调为估值修复提供较高的安全边际。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，建议关注业绩后板块低估值的配置机会，利空出尽后板块安全边际有望进一步凸显，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，有望带动集团 OPAT 增长加速；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) [中国人寿 \(2628 HK, 买入, 目标价: 39 港元\)](#)：权益增配驱动盈利高弹性，资产负债久期匹配领先同业，负债端承保结构持续改善；中期分红大幅提升验证对股东回报的重视。
- 3) [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%。

重点关注：

- 4) [中国财险 \(2328 HK, 买入, 目标价: 20 港元\)](#)：资金避险的红利配置标的；3Q26 大灾赔付影响若低于预期，有望支撑公司承保利润及估值在业绩后较大幅回升。

■ 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

AIDC 电力设备: 我们继续看好AIDC电力设备。在全球大型燃气机订单排至2030年的背景下, 柴油/燃气发电机以及固体氧化物燃料电池 (SOFC) 将继续成为填补短期全球电力供应缺口的方案。我们认为**潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入)** 将充分把握目前行业供应短缺的机会。

- **Wartsila (WRT1V FH)** 近期与澳洲客户签订供应300MW燃气发电机的订单, 交付时间为2029年初, 显示下游需求仍然强劲而且交付能见度高。
- 此外, **Generac (GNRC US)**与**亚马逊 (AMZN US, 买入, 由互联网团队覆盖)** 9月份签署了一项长期协议, 为其数据中心供应备用发电机。在亚马逊拓展数据中心的过程中, 预计2027-28年的初始交付额将达到24亿美元, 总价值最高可达80亿美元。同时, Generac向亚马逊授予了一项认股权证, 允许其以每股200.93美元的价格 (较9月16日收盘价高出14.7%) 购买最多169万股Generac股票。我们认为, 该大型供应协议显示AIDC对电力设备的需求仍然强劲, 同时对**潍柴动力**而言是一大利好, 主要由于潍柴的全资子公司博杜安 (Baudouin) 一直是Generac在北美地区AIDC备用电源发动机的重要供应商, 该协议为潍柴未来几年柴油和燃气发电机组的潜在订单提供高能能见度。
- SOFC方面, **Ameren (AEE US)** 旗下的Ameren Missouri 在9月底公布的2026年综合资源计划中正式将SOFC纳入其20年能源战略, 目标是到2030年安装500 MW以天然气为燃料的电池, 以应对来自AIDC的激增的电力需求。我们看好SOFC, 主要由于SOFC具备包括低碳、零耗水以及无噪音等优势, 更重要的是, SOFC本身属于直流电, 将有利于接入未来AIDC 800伏直流电架构。

矿山机械: 大宗商品价格高企、大型矿山机械设备老化, 加上中国制造商通过电动化及售后服务强化等因素支持, 我们继续看好中国制造商在海外挑战全球头部企业在大型矿山机械的主导地位。我们看好大型矿卡销售放量的**三一国际 (631 HK, 买入)**。

工程机械: 市场近期的担忧包括: (1) 美联储加息将影响海外工程需求; (2) 8月份的部分机械销售数据疲软; 以及 (3) 美国对源自包括中国在内的直线液压缸 (及部件) 发起反倾销和反补贴 (AD/CVD) 调查。综合**三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入)**、**中联重科 (1157 HK/000157 CH, 买入)** 以及**恒立液压 (601100 CH, 买入)** 对近期股价回调的回应, 我们判断海外工程项目总体上对美国利率不算敏感, 主要因其中许多是由不同国家政府预算支持的主权项目以及中国海外投资资助的项目。需求方面, 3Q26 海外销售依然保持强劲。对于反倾销/反补贴调查, 总体影响可控, 主要由于恒立在美国市场并非通过低价竞争, 同时其全球产能之间的生产调配将有助于缓解潜在影响。

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) – 我们继续看好三一国际海外矿卡需求受益于金属价格上升，截至 8 月公司海外矿卡在手订单接近 40 亿元人民币。同时，增长相对确定的港口机械业务，将有助抵销相对疲弱的国内井下煤机业务。

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）营收将从 2025 年的 8000 万元人民币增至 2026/ 27 年的 4 亿元/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强大增长潜力，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。

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有关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风险。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，请与我们联系。

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编制的报告。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。