

每日投资策略

行业点评

全球市场观察

- 中国股市回调，港股跌幅超过 A 股，原材料、能源与地产建筑领跌，电讯、金融与必选消费跑赢，南向净买入 5.3 亿港元，腾讯、小米与阿里巴巴净买入最多，泡泡玛特、中芯国际与三生制药净卖出居前。A 股有色金属、房地产与钢铁跌幅居前，硬件设备、日常消费零售与电信服务涨幅最大。
- 明年起中国新能源汽车购置税将从全额免征改为减半征收，最高免税额将从 3 万元人民币降至 1.5 万元人民币，12 月新能源汽车迎来销售冲刺潮，但对明年销售可能形成透支。高工产业研究院预计今年全球和中国储能电池出货量增速均超 80%；业内多家企业对明年出货量增速预测中位数为 40%，市场需求乐观，但产能紧张及潜在涨价将抑制出货量增速。
- 日本国债收益率走高，日元短暂反弹，市场对日本央行 12 月加息概率的预期升至 88%。日本央行行长表示日本已逼近持续 2% 的通胀目标，即便再度加息，央行仍须继续调校对经济支持力度，政策将延续正常化，利率最终回到自然水平，当前关注日元疲弱带来的通胀压力。此番言论预示日本央行加息周期将会延续。
- 美股涨跌互现，能源、日常消费与可选消费领涨，医疗保健、工业与房地产跑输。在临近美联储议息会议之际，市场避险情绪升温，资金从美国股票基金流向货币市场基金。投资者尽管普遍预期美联储 12 月降息，但担心会后声明和指引偏向鹰派。白宫批准向中国出售英伟达 H200 人工智能芯片。摩根大通给出超预期的支出指引并警告消费者环境更为脆弱后，股价大跌拖累道指和金融板块。苹果持续跑赢，下半年以来涨超 35% 超越微软成为标普 500 指数第二大权重股，在投资者担心 AI 泡沫化之际，苹果因 AI 资本支出谨慎而意外跑赢。
- Waymo 在美国的 Robotaxi 达到 2,500 辆，覆盖旧金山湾区、洛杉矶、凤凰城、奥斯汀和亚特兰大五座城市，周订单大幅增至 45 万，相对特斯拉优势进一步扩大，Waymo 在旧金山湾区出租车市场份额已达到约 27%，超越 Lyft 的 21%，仅次于 Uber 的 50% 以上份额。
- 美债收益率波动剧烈，10 年国债收益率达到 4.18% 左右。发达国家降息周期将相继结束，通胀进一步下降后可能企稳，国债收益率的期限溢价将止跌回稳。美国 10 月 JOLTS 职位空缺升至 5 个月高点，但招聘减少，裁员人数创两年新高。就业市场呈现低招聘、低流动、裁员增加的特点。特朗普本周将围绕美联储主席候选人举行最后一轮面试，哈塞特仍是最热门人选。

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	25,434	-1.29	26.79
恒生国企	8,936	-1.62	22.59
恒生科技	5,555	-1.90	24.32
上证综指	3,910	-0.37	16.64
深证综指	2,486	-0.52	27.00
深圳创业板	3,210	0.61	49.87
美国道琼斯	47,560	-0.38	11.79
美国标普 500	6,841	-0.09	16.30
美国纳斯达克	23,576	0.13	22.09
德国 DAX	24,163	0.49	21.36
法国 CAC	8,053	-0.69	9.10
英国富时 100	9,642	-0.03	17.97
日本日经 225	50,655	0.14	26.97
澳洲 ASX 200	8,586	-0.45	5.23
台湾加权	28,183	-0.43	22.35

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	46,622	-0.49	32.69
恒生工商业	14,078	-1.69	25.13
恒生地产	17,832	-1.56	19.58
恒生公用事业	36,959	-1.33	3.63

资料来源: 彭博

行业点评

■ 中国互联网-2026 展望：承前启后，关键之年

我们认为 2026 年将是争夺 AI 时代用户心智的关键之年，降低使用门槛、助力提升决策效率、创造真实价值是关注重点。而传统互联网业务中，具备稳定的主业现金流支撑 AI 相关业务投资和探索、拥有丰富的应用场景积累数据触达用户、供应链能力突出且业务运营能力出众支撑出海打开增量空间的公司或具备更高的长期投资价值。我们仍建议采用“杠铃型”的投资策略，同时关注盈利增长的确切性及 AI 带来的新增量。1) AI 主题方面，建议关注 AI 拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯，确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景但估值较 AI 同业更低的阿里巴巴，和可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手；2) 盈利增长确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间且业绩表现稳健、盈利能见度高的网易、携程。

消费筑基：能见度和确定性仍为关注重点。回顾 2025，电商板块如预期受益于“国补”，尽管过程略有波折。本地生活行业竞争加剧程度超过市场预期，OTA 板块增长韧性好于市场预期。展望 2026，网上零售额中，体验型消费（如旅游、游戏等）整体增速或仍有望优于实物商品，在线旅游及游戏行业利润增长或具备韧性。实物商品零售中，国补退坡背景下竞争或呈现常态化趋势，电商平台在对即时零售的投入端或展现不同侧重，更加注重资源与效率并重，推动行业竞争激烈程度改善，尽管我们认为对于改善的节奏或不应有过于乐观的预期。即时零售行业整体有望维持较高 GMV 增速，到店业务或需等待宏观环境改善及竞争企稳，电商板块整体关注有能力维持盈利稳健增长、估值合理且在 AI 时代持续获益的公司。

科技破局：AI 蓬勃发展，应用及变现持续起量。2025 年大模型行业竞争加剧，整体模型能力持续提升，开源大模型的发布和迭代速度加快。与此同时，相同模型的调用成本持续下降，行业应用逐步繁荣。展望 2026，我们认为提升模型能力的激烈竞争将持续，而细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。云和广告或仍是 AI 拉动公司主业增长的主要方向，我们目前仍不担心过度投资的风险，但提示需更关注投资回报周期。

出海扬帆：带来长期增量。2025 年，OTA 出海发展速度超出预期，外卖出海经营效率提升好于预期，游戏出海平稳发展，电商出海因地缘政治影响边际放缓。展望 2026，云业务的出海或将成为增量关注点，OTA 出海或仍维持高速增长，本地生活出海迎来高速发展期。游戏出海可关注个股进展，电商出海或仍维持效率提升优于规模扩张的策略。与此同时，我们认为拥有较好现金流造血能力、较高利润率水平以及充足现金储备的公司能够更好的抵御宏观与市场周期，或将支撑更高的估值确定性和更稳健的股价表现。

[\(链接\)](#)

■ 美国互联网与软件-2026 展望：应用持续起量，关注投资回报周期

展望 2026，我们认为大模型行业竞争将进一步加剧，而细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。

我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为 2026 年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时提示需要更加精选个股、关注投资回报周期，建议更加关注 AI 变现实质性起量、AI 相关投资能高效拉动营收和盈利增长的公司。我们推荐微软（MSFT US）、谷歌（GOOG US）、亚马逊（AMZN US）、派拓网络（PANW US）。

大模型展望：竞争加剧，能力提升，成本下降，应用生态持续丰富。回顾 2025，大模型行业全领域的模型竞争均在加剧，模型能力持续迭代提升，与此同时相同模型的调用成本持续下降、行业应用逐步推广。细分的产业趋势包括：1) 智能体能力成为大家关注的关键点之一；2) 开源大模型的发布迭代速度提升；3) 原生端到端语音交互模型已具备大规模落地可行性；及 4) 图像编辑及视频生成大模型的能力进一步提升。展望 2026，我们认为竞争尚未到收敛期，行业仍将在前沿模型能力上持续探索，同时推动大模型的应用。

云厂商营收增长环比加速，短期或仍不需担忧过度投资风险。美国互联网公司云业务的营收同比增速在 3Q25 环比均有进一步上行，得益于需求驱动，云厂商资本开支环比进一步大幅增长至 931 亿美元（+71% YoY）。AI 投资对利润率的影响逐步分化，云相关 Capex 投资尽管对行业利润率有所影响但好于预期，且带动利润稳步增长，云厂商云业务经营利润 3Q25 同比增长 24.1%（2Q25: 23.5%），但对其他投资回报周期相对更长的行业而言（如广告）或需边际更关注投资节奏及对利润率的影响。

AI 变现：拉动主业增长，探索新变现方式，降本增效。回顾龙头公司 AI 变现与应用进展，我们观察到 AI 在持续拉动除云及广告等主业增长的同时也带来了新的营收增长机遇，与此同时 AI 在公司内部的应用持续带来降本增效的机会，从而有望在中长期助力公司利润率扩张及利润增长。企业 AI 应用商业化进展慢于 AI 云以及广告，但由于企业 SaaS 厂商主要采取轻资产模式，Capex 投入有限，同时公司积极运用 AI 应用提升运营效率，支持 SaaS 应用厂商仍然能够维持利润率提升以及较快的利润增长。

持续关注两大场景挖掘 AI 变现投资机遇。Gartner 预计 2026 年全球 AI 总支出将同比增长 37% 至 2.0 万亿美元，其中 AI IaaS/AI 基础设施软件/AI 大模型/AI 电脑/AI 应用软件为增速最快的前 5 大细分赛道。AI 应用商业进展仍是市场关注的重点。展望 2026，我们建议关注 AI 应用落地与商业化的两大场景：1) AI 大模型擅长的应用场景：例如编程、创意生成、办公效率等。我们看好在 AI 视频应用方面取得相对领先的快手。2) 高价值量的 AI 应用场景：例如企业智能体、以及教育、金融、法律等传统垂直行业。我们看好在企业 AI 智能体方面取得相对领先的 ServiceNow、Salesforce。（[链接](#)）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。