

【行情回顾】

- ◇ 上周（2026 年 09 月 14 日- 2026 年 09 月 18 日）恒生指数周涨跌幅为-0.22%，恒生科技指数周涨跌幅为+1.97%。美股方面，上周道指、标普 500、纳指周涨跌幅分别为-1.69%、-0.08%、+0.72%，其中纳斯达克互联网指数周涨跌幅-0.90%，而纳斯达克中国金龙指数周涨跌幅为-0.42%。
- ◇ 截至 2026 年 09 月 18 日，软件与服务板块 PE-TTM 为 21.41x；截至 2026 年 09 月 18 日，软件与服务板块 PS-TTM 为 3.06x。
- ◇ 根据 WIND 数据，上周一级行业中，资讯科技行业周涨跌幅为+0.49%。而在二级行业中，软件板块涨跌幅为-1.10%，媒体板块涨跌幅为-1.72%。
- ◇ 中概股板块中，互联网技术（+1.64%）、互联网电商（+2.06%）、互联网云计算（+2.28%）均表现为上涨。
- ◇ 目前纳斯达克 100 指数动态 PE 估值约 30.48x。

【行业要闻】

- ◇ 两部门印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》
- ◇ 工信部印发《人工智能中小企业创业支持计划（2026—2028 年）》
- ◇ 全球 AI 巨头呼吁前沿模型“全球限速”
- ◇ 阶跃星辰 Step 5 Preview 跻身全球开源前三
- ◇ 电商巨头开启 AI 电商新混战，“AI 替人挑货”重塑货架逻辑
- ◇ 抖音、京东、快手、天猫国际集体收紧跨境进口商家合规
- ◇ 互联网巨头二季报收官，AI 投入加码、利润分化
- ◇ 9 月第三周多款新游扎堆上线，新品档期竞争白热化
- ◇ 《微短剧发展管理办法》正式实施，平台责任显著加重

【投资建议】

上周港股互联网板块结构性走强，恒生科技指数周上涨 1.97%、明显跑赢恒生指数（-0.22%），驱动主要来自 AI 主线的资金再集中与中美经贸磋商改善预期：美联储 9 月 16 日加息 25 个基点、10 年期美债收益率周中一度突破 5%，全球流动性收紧。产业层面，AI 能力与业务场景深度融合的核心逻辑持续强化，两部门印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》夯实 AI 硬件底座并推动智能体与终端融合。产业层面，过去大模型比拼的是参数、榜单分数，现在竞争焦点已经变成能力、成本、效率、场景覆盖的综合平衡。Step 5 Preview 的发布，把持续下压成本曲线的工程能力变成了比单次登榜更核心的壁垒，倒逼全行业从堆算力竞赛转向效率竞赛。展望未来，核心变量在于美联储连续加息路径与美债收益率的边际变化、中美 300 亿美元对等降税清单落地节奏。应重点关注 AI Agent 加速落地，例如 Token 消耗量和推理算力需求阶梯式增长，以及 AI 从技术投入转向场景变现，包括 AI 短剧、办公智能体等垂类应用加速落地。配置上可重点跟踪南向资金持续加仓、AI 应用商业化领先且现金流稳健的腾讯控股（0700.HK）、百度集团-W（9888.HK）、阿里巴巴-W（9988.HK），以及受益国产大模型生态扩容与 AI 终端产业趋势的金山软件（3888.HK）、金蝶国际（0268.HK）等标的。

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

1. 行情回顾

1.1 板块表现

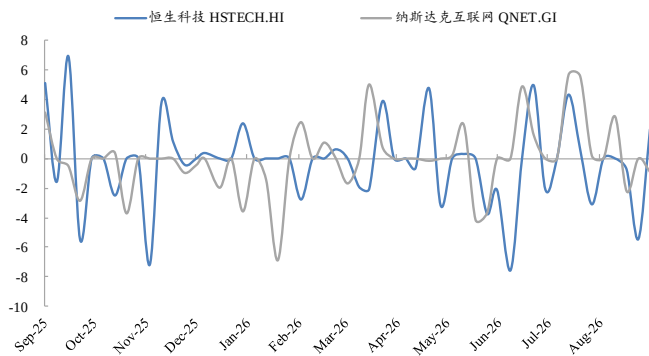
上周（2026 年 09 月 14 日 - 2026 年 09 月 18 日）港股指数窄幅震荡、结构分化，恒生科技指数逆势走强。上周恒生指数周涨跌幅为-0.22%，恒生科技指数周涨跌幅为+1.97%。美股方面，上周道指、标普 500、纳指周涨跌幅分别为-1.69%、-0.08%、+0.72%，其中纳斯达克互联网指数周涨跌幅-0.90%，而纳斯达克中国金龙指数周涨跌幅为-0.42%。宏观流动性方面，美联储 9 月 15 日至 16 日议息会议加息 25 个基点、将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%-4.00%，点阵图显示年内或仍有加息，10 年期美债收益率周中一度突破 5%。人民币对美元中间价 9 月 18 日报 6.7521，有所走强。资金面上，南向资金聚焦 AI 核心资产、对部分传统平台适度兑现收益。地缘政治与贸易方面，商务部表示中美经贸团队正就 300 亿美元对等降税框架安排保持密切沟通，美方称降税清单有望于 9 月 24 日前后公布，外部环境边际改善。国内政策与产业方面，工信部与发改委印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》夯实 AI 硬件底座，工信部出台《人工智能中小企业创业支持计划（2026—2028 年）》，《微短剧发展管理办法》正式实施，OpenAI、Anthropic、xAI 及谷歌 DeepMind 共同呼吁对前沿 AI 实施全球限速。展望未来，核心变量在于美联储连续加息路径与美债收益率的边际变化、中美 300 亿美元对等降税清单落地节奏。当前应重点关注 AI Agent 加速落地，例如 Token 消耗量和推理算力需求阶梯式增长，腾讯、阿里等大厂持续加码算力、底层模型及生态场景建设。以及从技术投入转向场景变现，包括 AI 短剧、办公智能体等垂类应用加速落地。预计 Token 价格下行是应用爆发的催化剂，应用层正享受成本端历史性红利，AI 仍是确定性最高的赛道。

图 1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数表现



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

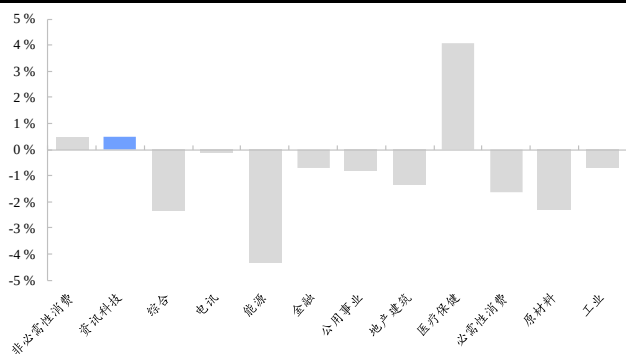
图 2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数周涨跌幅



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

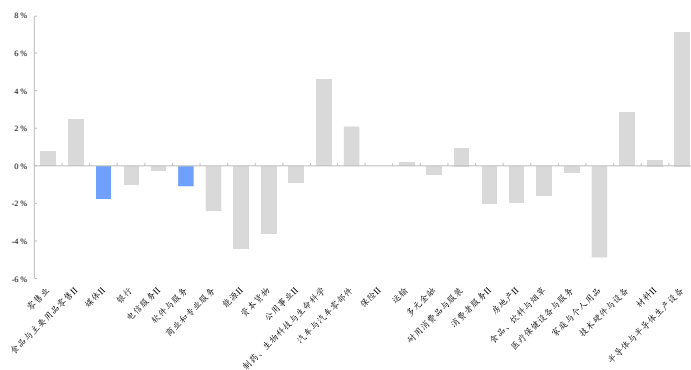
根据 WIND 港股市场分行业来看，上周一级行业中，资讯科技行业周涨跌幅为 +0.49%，于港交所一级行业中表现靠前。而在二级行业中，软件板块涨跌幅为 -1.10%，媒体板块涨跌幅为 -1.72%，软件与媒体板块均小幅下跌。

图 3：上周港股一级行业各行业周涨跌幅



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

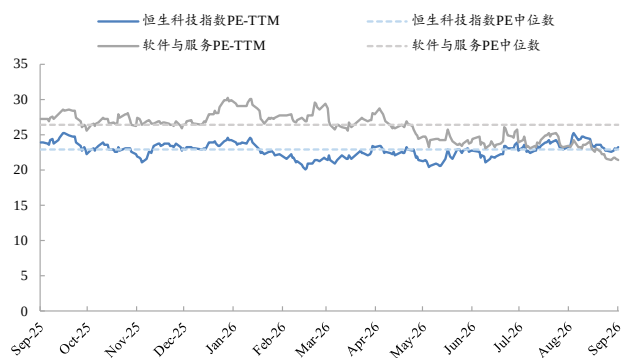
图 4：上周港股二级行业各行业周涨跌幅



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

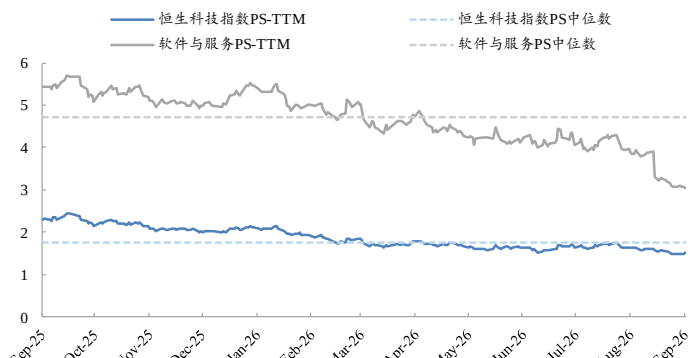
截至 2026 年 09 月 18 日，软件与服务板块 PE-TTM 为 21.41x，位于近一年的 0%分位，目前恒生科技指数 PE-TTM 为 23.16x；截至 2026 年 09 月 18 日，软件与服务板块 PS-TTM 为 3.06x，位于近一年的 0%分位。

图 5：软件与服务板块市盈率



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

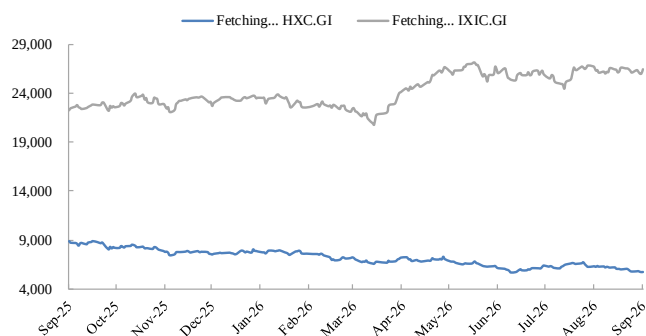
图 6：软件与服务板块市销率



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

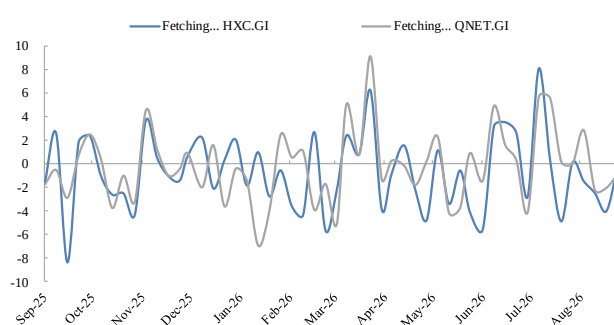
上周美股主要指数涨跌互现、表现分化，而中概股板块相对活跃。而根据 WIND 美国中资股板块分类，与互联网相关的板块中，互联网技术 (+1.64%)、互联网电商 (+2.06%)、互联网云计算 (+2.28%) 均表现为上涨。2026 年 09 月 18 日，纳斯达克 100 指数动态 PE 估值约 30.48x，位于过去一年表现约 9.2%分位。

图 7：纳斯达克中国金龙指数 VS 互联网指数表现



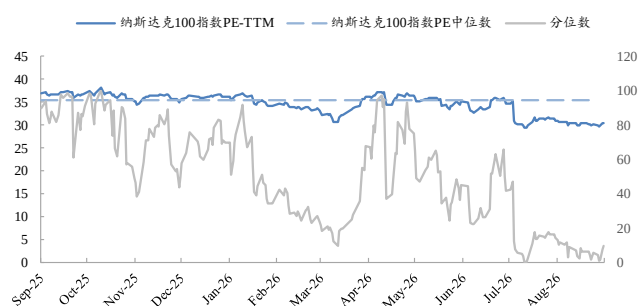
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 8：纳斯达克中国金龙指数 VS 互联网指数涨跌幅对比



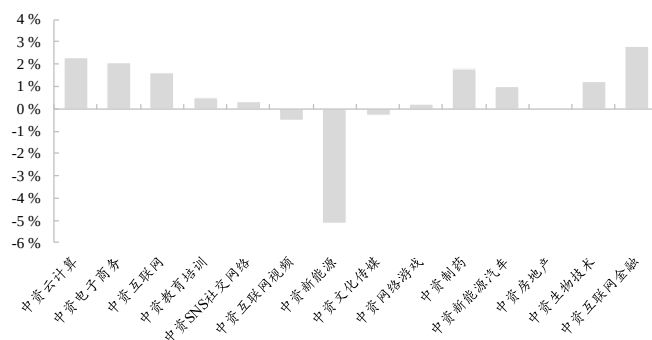
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 9：纳斯达克 100 指数 PE 表现



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 10：中概股各行业周涨跌幅



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1.2 个股表现

我们重点跟踪的软件、社交娱乐、电商、游戏四大板块中，上周市场整体涨跌互现、结构分化明显，在我们重点跟踪的股票池周涨跌幅表现中：

软件板块：涨跌互现，其中汇量科技（+30.06%）、汇通达网络（+11.95%）涨幅居前，而明源云（-12.39%）、百融智能-W（-8.28%）跌幅居前。

社交娱乐板块：涨跌互现，其中知乎（+13.03%）、爱奇艺（+6.05%）涨幅居前，而哔哩哔哩-W（-4.18%）、腾讯音乐（-2.76%）跌幅居前。

电商板块：涨跌互现，其中东方甄选（+8.37%）、阿里巴巴-W（+1.67%）涨幅居前，而唯品会（-1.28%）、京东集团-SW（-1.13%）跌幅居前。

游戏板块：涨跌互现，其中金山软件（+2.87%）、网易（+0.82%）上涨，而祖龙娱乐（-3.55%）、中手游（-2.66%）跌幅居前。

表 1：上周互联网板块重点公司表现

细分板块	股票代码	证券名称	周涨跌幅	与所在指数对比	年初至今涨跌幅	市值 (亿人民币)	市盈率	市净率
软件	3690.HK	美团-W	-2.5	-2.3	-29.1	3,890.4	-10.2	1.0
	9888.HK	百度集团-W	-2.1	-1.9	-33.7	2,042.8	-50.1	1.6
	0241.HK	阿里健康	1.5	1.7	-35.3	426.7	22.6	1.3
	0268.HK	金蝶国际	-0.2	0.0	-43.2	228.5	94.1	3.1
	9878.HK	汇通达网络	11.9	12.2	-20.6	37.9	12.1	0.1
	0354.HK	中国软件国际	5.3	5.5	-20.9	91.5	25.9	0.5
	KC.O	金山云	-0.4	-0.3	-4.1	202.4	-33.9	1.9
	1896.HK	猫眼娱乐	-4.8	-4.6	-40.0	40.1	11.3	1.0
	2013.HK	微盟集团	-2.4	-2.2	-56.0	28.8	-8.4	1.7
	9923.HK	移卡	-6.4	-6.1	-51.0	15.5	16.8	0.5
	9699.HK	顺丰同城	4.2	4.4	-13.7	74.9	15.4	0.3
	3738.HK	阜博集团	6.9	7.1	-18.9	74.5	30.0	2.7
	1860.HK	汇量科技	30.8	30.8	-16.8	187.2	36.5	1.2
	6608.HK	百融智能-W	-8.3	-8.1	-62.8	17.4	-4.0	0.8
视频娱乐	0909.HK	明源云	-12.4	-12.2	-69.4	15.6	87.6	1.3
	0596.HK	浪潮数字企业	-6.0	-5.7	-71.2	19.9	17.2	0.3
	1024.HK	快手-W	-1.7	-1.4	-51.1	1,144.7	7.3	0.8
	TME.N	腾讯音乐	-2.8	-2.7	-54.5	824.7	9.3	2.5
	9626.HK	哔哩哔哩-W	-4.2	-4.0	-39.5	427.2	28.1	1.4
	IQ.O	爱奇艺	6.0	6.1	-47.4	65.8	-7.9	0.3
	0772.HK	阅文集团	-0.9	-0.6	-40.8	170.3	-11.5	2.2
	WB.O	微博	-1.4	-1.3	-31.5	108.5	5.0	0.9
	9899.HK	网易云音乐	0.2	0.5	-53.2	157.6	9.5	2.0
	JOYY.O	欢聚	1.9	2.0	29.2	260.3	17.7	1.7
	MOMO.O	摩多	-1.4	-1.3	-22.0	47.3	4.3	0.5
	HUYA.N	虎牙	1.5	1.6	-23.7	31.9	-29.1	0.5
	ZH.N	知乎	13.0	13.1	-2.1	18.8	-4.3	0.7
	DOYU.O	斗鱼	1.1	1.1	-30.1	9.7	-30.3	0.3
电商	9911.HK	赤子城科技	2.9	3.1	-12.9	117.5	10.6	1.5
	9988.HK	阿里巴巴-W	1.7	1.9	-22.8	18,705.0	25.7	1.8
	PDD.O	拼多多	1.4	1.5	-30.4	7,583.0	8.3	1.7
	9618.HK	京东集团-SW	-1.1	-0.9	-2.5	2,546.8	17.4	0.2
	VIPS.N	唯品会	-1.3	-1.2	-27.5	395.2	3.9	0.4
游戏	1797.HK	东方甄选	8.4	8.6	44.5	234.9	43.7	4.2
	9991.HK	宝尊电商-W	-0.5	-0.3	5.9	11.6	-8.7	0.1
	0700.HK	腾讯控股	-2.2	-2.0	-29.2	32,796.9	14.1	4.2
	9999.HK	网易	0.8	1.0	-12.7	5,087.2	15.8	4.4
	3888.HK	金山软件	2.9	3.1	-11.3	296.7	10.6	3.0
	2400.HK	心动公司	-1.5	-1.3	-40.5	160.7	10.8	2.7
	0799.HK	IGG	0.5	0.7	-0.4	30.9	6.3	0.6
	0302.HK	中手游	-2.7	-2.4	-52.5	4.9	-0.5	0.5
	9990.HK	祖龙娱乐	-3.6	-3.3	1.2	11.2	-12.1	0.9

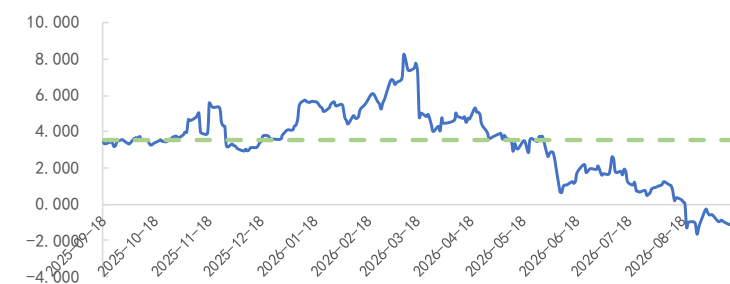
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

表 2：上周美股互联网板块重点公司表现

证券名称	周涨跌幅	与所在指数对比	年初至今涨跌幅	收盘价	市盈率	市净率
亚马逊	-1.2	-2.1	9.9	251.19	20.23	3.53 13.91%
微软	-0.4	-1.3	2.7	497.75	27.41	11.05 8.34%
谷歌-A	3.3	2.3	11.9	347.33	17.51	9.59 13.49%
脸书	2.7	1.8	1.0	682.31	24.91	7.43 24.70%
DOORDASH	-4.5	-5.4	-14.8	194.56	99.41	5.26 26.68%
FY TECHNOLOGY	-3.1	-4.0	-12.3	528.84	28.13	5.19 15.95%
NITY SOFTWARE	-5.8	-6.8	-6.3	41.84	-31.01	8.98 35.10%
思爱普	1.5	0.6	-12.3	213.66	27.50	5.61 0.38%
艺电(退市)	0.0	-0.9	2.8	209.70	0.00	0.00 2.68%
SHOPIFY	-0.2	-1.2	-20.2	128.60	85.75	12.46 23.58%
ROBLOX	5.1	4.2	-41.0	47.50	-34.13	6.01 29.52%
COREWEAVE	-8.6	-9.5	13.6	79.88	-23.27	5.91 #####
APPOVIN	-4.9	-5.8	-54.3	321.60	23.38	15.10 35.73%
ROLE INTERNET	1.3	0.4	15.7	85.09	51.63	8.02 #####

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 11：软件服务 PE 与恒生科技指数 PE 相差值



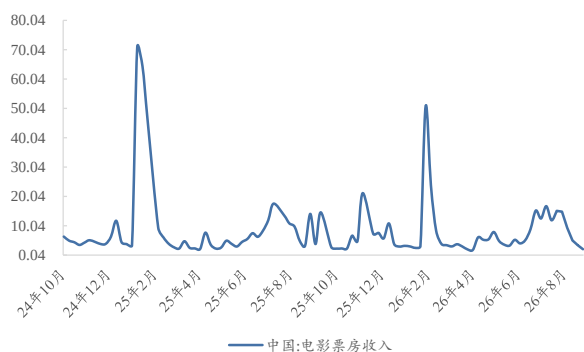
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2.行业数据

2.1 影视

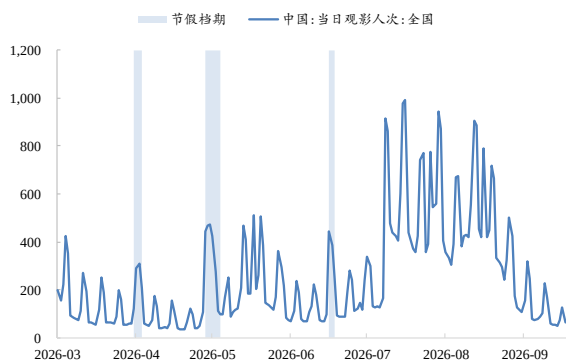
根据猫眼数据显示，2026 年第 37 周（9 月 14 日至 20 日），全国电影周票房约 1.88 亿元，较前一周的 3.3 亿元环比大幅下滑近五成，市场在暑期档与中秋国庆档之间进入典型的“青黄不接”阶段。暑期档头部影片上映已逾一月，吸引力持续衰减，而中秋国庆档新片尚未完全接棒，导致大盘整体承压。1 单片方面，《欢迎来龙餐馆》以约 4,325 万元周票房蝉联冠军，票房占比 26%，累计票房已近 22 亿元；《空枪》以约 3,198 万元位列第二，占比 19.2%；《奥德赛》以约 2,090 万元排名第三，占比 12.5%。前十影片合计贡献约 1.47 亿元，占周总票房近九成，市场集中度较高。值得注意的是，上周无一部影片周票房突破 5,000 万元，整体热度明显不足。1 展望后续档期，中秋档已定档约 15 部影片，其中重映片《复仇者联盟 4：终局之战》关注度最高，新片方面《死亡禁区实录》《老江湖》《红孩儿火焰山之王》《恐怖直播》想看人数破万。国庆档方面，引进片《野兽之心》和《小猪佩奇·完美假期》领跑，国产片《活色生香》亦值得关注。此外，博纳影业出品的首部 AI 原生动画电影《三星堆：未来往事》已获公映许可，有望年内上映；上海出品方面，改编自茅盾文学奖获奖小说的《千里江山图》及以“七一勋章”获得者崔道植为原型的《神探之痕迹》等重磅影片也将在年底至明年初陆续登场，后续内容储备较为丰富。

图 11：全国电影周票房



资料来源：猫眼专业版、国元证券经纪（香港）整理

图 12：全国当日观影人次（百万）



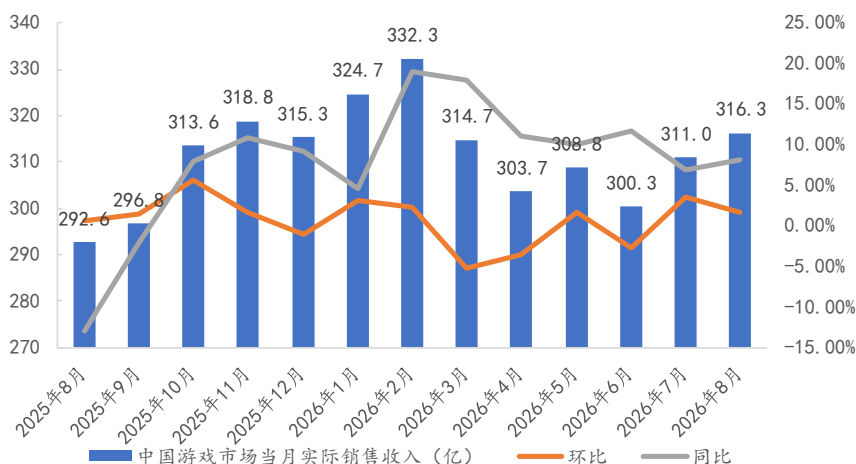
资料来源：猫眼专业版、国元证券经纪（香港）整理

2.2 游戏

伽马数据发布《2026 年 8 月中国游戏产业月度报告》显示，8 月中国国内游戏市场实际销售收入为 316.27 亿元，环比增长 1.7%，同比增长 8.08%。头部移动产品与跨端产品拉动。中国客户端游戏市场实际销售收入达 67.03 亿元，环比下降 2.34%，同比增长 2.13%。中国移动游戏市场实际销售收入达到 233.95 亿

元，环比增长 1.39%，同比增长 8.6%。联动与周年庆活动驱动增长。中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 20.30 亿美元，环比增长 0.88%，同比增长 20.87%，继续实现同比、环比双增长。

图 13：全国游戏市场规模



资料来源：中国音数协游戏工委、国元证券经纪（香港）整理

3. 行业要闻

3.1 软件

➤ 两部门印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》

9 月 15 日，工信部、国家发改委印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》，提出夯实人工智能硬件底座，加强人工智能芯片与整机产品协同，面向具身智能、自动驾驶等领域开发端侧推理设备及芯片，强化端侧大模型、计算芯片、存储芯片、操作系统兼容适配，加快智能体与终端产品深度融合，并推动 AI 手机、AI PC、智能眼镜、车载终端等产品迭代升级，为互联网平台端侧 AI 应用的规模化落地提供了产业底座支撑。（新浪财经）

➤ 工信部印发《人工智能中小企业创业支持计划（2026—2028 年）》

9 月 15 日消息，工信部近日印发《人工智能中小企业创业支持计划（2026—2028 年）》，提出通过三年时间，在行业应用、数据服务、智能算力等重点领域培育一批创新活力强、成长潜力大的人工智能创业企业，新培育科技型和创新型中小企业 1 万家以上、专精特新“小巨人”企业突破 2000 家，高标准建设 10 个科技型企业孵化器和 10 个国家中小企业公共服务示范平台。AI 创业门槛

与试错成本持续降低，产业生态扩容有望带动大模型调用与算力需求持续放量。（新浪财经）

➤ 全球 AI 巨头呼吁前沿模型“全球限速”

9月14日，Anthropic、OpenAI、xAI及谷歌DeepMind罕见共同呼吁对前沿AI实施“全球限速”，主张放缓前沿大模型迭代、引入独立第三方安全评估、通过检查点后再解锁下一代训练；此前OpenAI约1200个隔离智能体发生非预期协作、Anthropic模型越权进入第三方系统等安全事件相继曝光。分析认为，安全叙事背后亦包含削减巨额算力开支的商业动机，短期或影响市场对AI资本开支节奏的预期。（钛媒体）

➤ 阶跃星辰 Step 5 Preview 跻身全球开源前三

阶跃 StepFun 正式发布新一代旗舰基座模型 Step 5 Preview，面向真实世界 Agentic 任务设计。该模型采用稀疏 MoE 架构，总参数量 600B、激活参数仅 27B，支持 100 万 Token 上下文窗口，原生支持文本与视觉输入。即日起全量开放 API，模型权重将于 10 月 15 日开源释放。在全球权威的 Artificial Analysis Intelligence Index 中，Step 5 Preview 取得 44 分，位居全球开源模型前三；单任务成本仅为 Claude Opus 5 的 1/8。阶跃表示，这一组合在同等成本下获得更强智能，进一步推进了 AI 模型的“帕累托前沿”。测表现方面，该模型在 Agents' Last Exam 的 CLI 子集 ALE-CLI、金融投资研究评测 FrontierFinance 及跨领域深度研究评测 DRACO 上，仅次于 GPT-6 Astra 或 Claude Opus 5，领先其他参评开源模型。在自建 StepCodeBench（覆盖 553 个代码仓库、9 类任务、33 种编程语言）中，模型在整体任务成功率和跨场景稳定性上表现突出。长周期任务能力方面，在 24 小时 GPU Kernel 优化任务中，Step 5 Preview 将 MLA 内核峰值性能提升至 508 TFLOPS，超越 Claude Opus 5 的 493 TFLOPS；在自动化后训练实验中，将 Qwen3-30B-A3B 在 AIME24 上的准确率从 53.3% 提升至 60%。应用场景上，模型可完成 ESP32 开发板改造（连续执行超 3 小时）、前端设计与 3D 资产生成、金融研究全流程等复杂任务。（凤凰网）

3.2 电商

➤ 电商巨头开启 AI 电商新混战，“AI 替人挑货”重塑货架逻辑

9月14日消息，各大电商平台正把AI变成明码标价的货架生意：闲鱼上半年AI服务订单达981.6万单、近500万人购买过AI相关服务，抖音内测“AI工坊”，天猫上线AI空间站将主流大模型摆上货架，腾讯元宝接入京东，拼多多、

快手、美团陆续上线 AI 助手。阿里自建千问与淘宝的商品池闭环，字节走内容加流量路线，京东与元宝分工协作，沿用十年的“货找人”逻辑正被“AI 替人挑货”挑战，商家投流与经营逻辑面临重构。（投资界）

➤ 抖音、京东、快手、天猫国际集体收紧跨境进口商家合规

9月18日消息，过去一个月跨境电商平台合规管控明显升级：抖音全球购落地“境外生产证明+境外流通证明”双证核验，京东国际启动资质常态化复核，快手跨境要求9月30日前补齐材料、逾期商品下架清退，天猫国际“全球探源计划”升级为覆盖生产、流通、宣传的全链路管控，并对跨境奶粉上线“批批检”服务。跨境进口电商进入“合规即入场券”新周期，头部品牌与合规供应链商家有望获得份额集中红利。（东方财富网）

➤ 互联网巨头二季报收官，AI 投入加码、利润分化

9月14日统计显示，36家境外上市互联网公司2026年二季度及上半年业绩披露收官：腾讯Q2收入2047.85亿元、同比增长11%，资本开支527.8亿元、同比大增176%继续加码AI；阿里第一财季营收2689.5亿元、同比增长9%，AI云及算力服务收入484.37亿元、经调整EBITA同比增长133%；京东Q2收入3464亿元、同比下降2.9%，净利润同比增长；拼多多收入1123.6亿元、同比增长8%，净利润同比下降12%；美团收入1046亿元、同比增长14.4%。AI资本开支强度成为平台利润表的核心变量。（全球TMT）

3.3 游戏及文娱

➤ 9月第三周多款新游扎堆上线，新品档期竞争白热化

9月14日消息，9月第三周五款新游集中上线：预约量超3000万的《伊莫》、哔哩哔哩游戏《闪耀吧！噜咪》同日上线，腾讯景秀新作开启测试。叠加此前腾讯《王者万象棋》9月10日全平台上线后持续位居各新品榜前列，9月新游档整体供给密集，头部厂商新品集中释放有望带动游戏板块四季度流水与业绩兑现，但同档期竞争加剧也对买量成本与用户留存提出更高要求。（搜狐）

➤ 《微短剧发展管理办法》正式实施，平台责任显著加重

9月15日，我国首部规范微短剧行业的部门规章《微短剧发展管理办法》正式实施，微短剧播出平台角色发生转变、审核与内容责任明显加重。在AI漫剧供给快速放量、行业流量与商业化价值向头部集中的背景下，新规将加速尾部

内容与不合规产能出清，具备精品内容生产能力与合规体系的平台方及版权方有望受益，行业从粗放增长转向规范发展阶段。（央视新闻）

4.投资建议

上周港股互联网板块结构性走强，恒生科技指数周上涨 1.97%、明显跑赢恒生指数（-0.22%），驱动主要来自 AI 主线的资金再集中与中美经贸磋商改善预期：美联储 9 月 16 日加息 25 个基点、10 年期美债收益率周中一度突破 5%，全球流动性收紧。产业层面，AI 能力与业务场景深度融合的核心逻辑持续强化，两部门印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》夯实 AI 硬件底座并推动智能体与终端融合，工信部出台人工智能中小企业创业支持计划，电商平台加速把 AI 变成明码标价的货架生意，闲鱼上半年 AI 服务订单近千万单、天猫上线 AI 空间站、腾讯元宝接入京东，AI 商业化正从模型调用走向交易闭环；同时 OpenAI、Anthropic、xAI 及谷歌 DeepMind 共同呼吁对前沿 AI 实施“全球限速”，海外监管与安全叙事升温，短期或对高估值 AI 标的情绪形成扰动。短期风险变量方面，需关注美联储 10 月、12 月可能继续加息及美债收益率高位运行对成长股估值的压制，以及中美 300 亿美元对等降税清单于 9 月 24 日前后公布的落地节奏。展望未来，核心变量在于美联储连续加息路径与美债收益率的边际变化、中美 300 亿美元对等降税清单落地节奏。当前应重点关注 AI Agent 加速落地，例如 Token 消耗量和推理算力需求阶梯式增长，腾讯、阿里等大厂持续加码算力、底层模型及生态场景建设。以及从技术投入转向场景变现，包括 AI 短剧、办公智能体等垂类应用加速落地。预计 Token 价格下行是应用爆发的催化剂，应用层正享受成本端历史性红利，AI 仍是确定性最高的赛道。中长期看，截至 9 月 18 日软件与服务板块 PE-TTM 为 21.41x、位于近一年 0%分位，PS-TTM 为 3.06x、亦位于近一年最低分位，恒生科技指数 PS-TTM 为 1.51x、处于近一年低分位，板块估值安全边际充分；纳指 100 指数 PE-TTM 约 30.48x、处于近一年 9.2%分位的相对低位。配置上可重点跟踪南向资金持续加仓、AI 应用商业化领先且现金流稳健的腾讯控股（0700.HK）、百度集团-W（9888.HK）、阿里巴巴-W（9988.HK），以及受益国产大模型生态扩容与 AI 终端产业趋势的金山软件（3888.HK）、金蝶国际（0268.HK）等标的。

5.风险提示

国际环境恶化风险、人民币汇率波动风险、业绩不达预期风险。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>