周报

业绩验证期分化加剧，AI 商业化从叙事走向计价

互联网行业

2026-11-02 星期一

【行情回顾】

- 上周（2026 年 10 月 26 日- 2026 年 10 月 30 日）港股市场走势分化、科技板块继续承压。恒生指数周涨跌幅为+0.87%，恒生科技指数周涨跌幅为-3.02%，周五恒指单日反弹 1.46%收于 23294.42 点，恒生科技指数收于 3754.9 点，10 月恒生科技指数累计下跌 11.73%。美股方面，上周道指、标普 500、纳指周涨跌幅分别为-0.85%、-0.57%、-2.00%，其中纳斯达克互联网指数周涨跌幅为-4.29%，中国金龙指数周涨跌幅为-1.38%，大型科技股三季报披露后市场对 AI 资本开支回报的审视明显加剧，纳指 100 在 10 月 29 日至 30 日两个交易日累计回落 4.79%。
- 截至 2026 年 10 月 30 日，软件与服务板块 PE-TTM 为 19.18x；截至 2026 年 10 月 30 日，软件与服务板块 PS-TTM 为 2.69x。
- 根据 WIND 数据，上周一级行业中，资讯科技行业周涨跌幅为-2.77%。而在二级行业中，软件板块涨跌幅为-1.84%，媒体板块涨跌幅为-2.94%。
- 中概股板块中，互联网技术（-1.35%）、互联网电商（-1.54%）、互联网云计算（-1.94%）均表现为下跌。
- 目前纳斯达克 100 指数动态 PE 估值约 27.36x。

【行业要闻】

- Anthropic 递交招股书，二季度首次实现季度营业利润
- 北美三大云厂商季报分化，市场转向审视 AI 自由现金流
- OpenAI 发布 GPT-6.1 Terra，API 价格较前代下调 50%
- 港交所推出人工智能指数，覆盖 40 家 AI 产业链公司
- Token 首次摆上双 11 货架，天猫 Token 品类成交额环比增 450%
- 京东双 11 前半程服务订单 1.5 亿个，AI 产品超 2000 万件
- 腾讯《怪物猎人：旅人》国际服上线，登顶多地区畅销榜
- 《影之刃零》发售首日 Steam 峰值 72 万，登顶全球热销榜

【投资建议】

上周恒生科技指数下跌核心在于大型科技股三季报后市场对 AI 资本开支回报的重新定价，北美四大云厂商三季度现金资本开支合计 2005 亿美元、同比增长 108%，合计自由现金流降至-250 亿美元。AI 商业化延续能力与业务场景深度融合的核心逻辑虽然延续，但板块核心驱动已经逐步调整为 AI 投入能否兑现回报的全球再定价。因此短期来看，11 月 3 日中期选举是最大不确定源，民主党有望夺回众议院，其关税议程或为降税打开空间，同时将围绕出口管制与 AI 芯片对华销售听证，叠加 10 月 23 日美方新版对外投资限制规则将生物技术、高性能计算与超算纳入监管，会持续压制港股科技风险偏好。我们认为策略上宜以红利与现金流防御端为底仓，成长端优选 AI 应用已落地且能自我融资的平台龙头，对依赖外部融资、盈利未兑现的纯算力与大模型标的控制仓位，尾部风险为 AI 信用事件引发连锁去杠杆与中美技术管制相互反制。配置方向上，我们更看重 AI 应用落地领先、现金流稳健的平台型公司（腾讯控股）、AI 应用落地型企业（百融智能-W、海致科技）。

研究部

姓名：李承儒

SFC：BLN914

电话：0755-21519182

Email：licr@gyzq.com.hk

证券研究报告

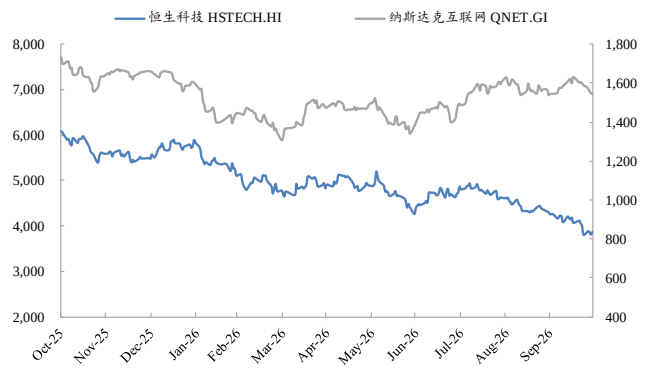
请务必阅读免责条款

1.行情回顾

1.1 板块表现

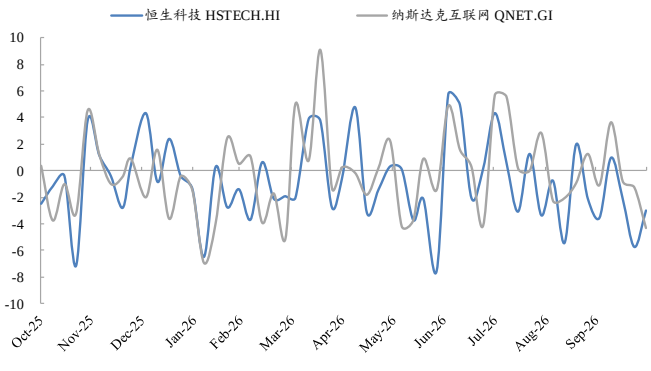
上周（2026 年 10 月 26 日-2026 年 10 月 30 日）港股市场走势分化，恒生指数与国企指数逆势收涨、科技板块继续承压，呈现高股息资产走强、成长股调整的结构特征。恒生指数周涨跌幅为+0.87%，恒生科技指数周涨跌幅为-3.02%，周五恒指单日反弹 1.46%收于 23294.42 点，恒生科技指数收于 3754.9 点，10 月恒生科技指数累计下跌 11.73%。美股方面，上周道指、标普 500、纳指周涨跌幅分别为-0.85%、-0.57%、-2.00%，其中纳斯达克互联网指数周涨跌幅为-4.29%，中国金龙指数周涨跌幅为-1.38%，大型科技股三季报披露后市场对 AI 资本开支回报的审视明显加剧，纳指 100 在 10 月 29 日至 30 日两个交易日累计回落 4.79%，资金由高估值成长板块向能源、必需消费等防御方向轮动。美联储维持利率区间于 3.75%-4%。AI 商业化延续能力与业务场景深度融合的核心逻辑虽然延续，但板块核心驱动已经逐步调整为 AI 投入能否兑现回报的全球再定价。因此短期来看，11 月 3 日中期选举是最大不确定源，民主党有望夺回众议院，其关税议程或为降税打开空间，同时将围绕出口管制与 AI 芯片对华销售听证，叠加 10 月 23 日美方新版对外投资限制规则将生物技术、高性能计算与超算纳入监管，会持续压制港股科技风险偏好。展望未来一个季度，核心变量在于美联储 12 月利率路径与美债收益率、中期选举后的财政与科技政策、中美关税共识的执行，以及 AI 应用收入能否接棒资本开支叙事；港股互联网估值处历史底部，软件与服务板块 PE、PS 均处近一年 0.81%分位，向下空间有限，向上突破仍需盈利兑现与资金回流验证。

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

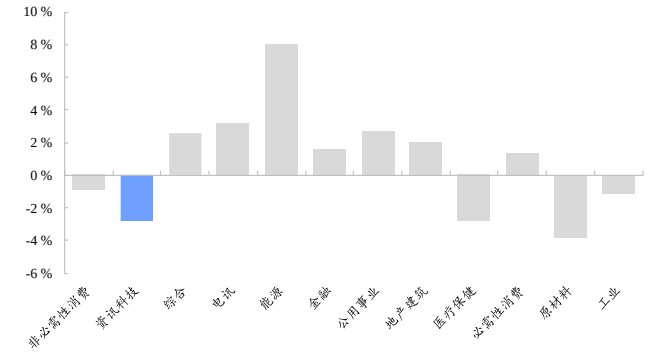
图 2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数周涨跌幅



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

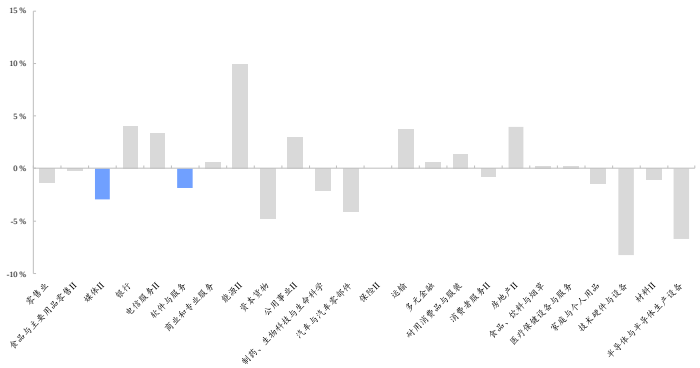
根据 WIND 港股市场分行业来看，上周一级行业中，资讯科技行业周涨跌幅为-2.77%。而在二级行业中，软件板块涨跌幅为-1.84%，媒体板块涨跌幅为-2.94%，软件、媒体板块均有所下跌。

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

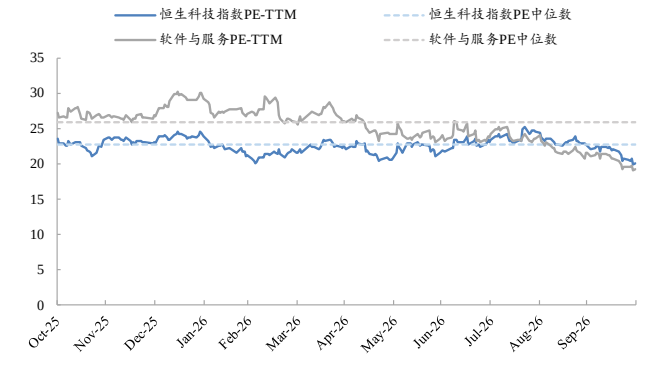
图 4：上周港股二级行业各行业周涨跌幅



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

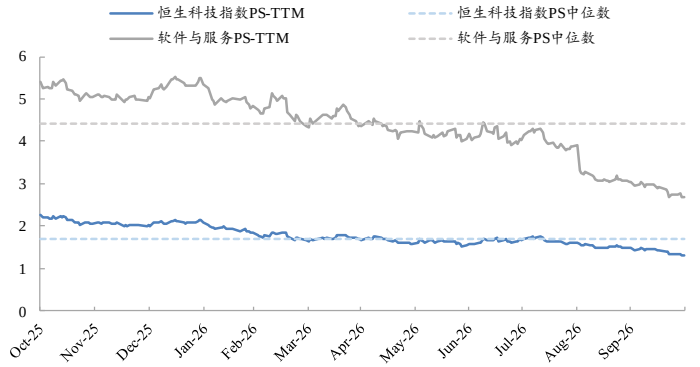
截至 2026 年 10 月 30 日，软件与服务板块 PE-TTM 为 19.18x，位于近一年的 0.81%分位，目前恒生科技指数 PE-TTM 为 20.01x、位于近一年的 0.41%分位；截至 2026 年 10 月 30 日，软件与服务板块 PS-TTM 为 2.69x，位于近一年的 0.81%分位。

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

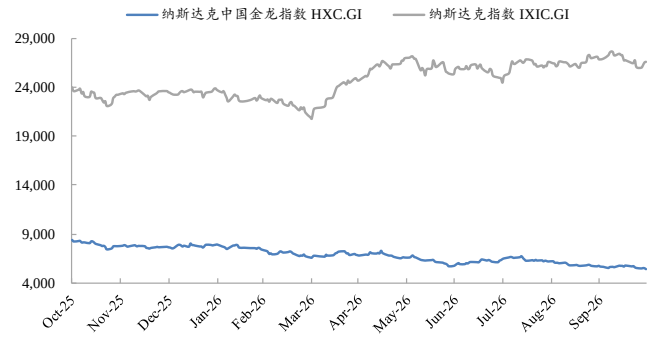
图 6：软件与服务板块市销率



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

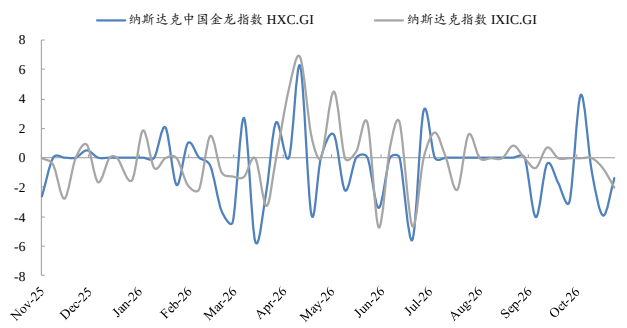
上周美股主要指数普遍下跌，中概股板块整体走弱。根据 WIND 美国中资股板块分类，与互联网相关的板块中，互联网技术（-1.35%）、互联网电商（-1.54%）、互联网云计算（-1.94%）均表现为下跌。2026 年 10 月 30 日，纳斯达克 100 指数动态 PE 估值约 27.36x，位于近一年的 0.0%分位。

图 7：纳斯达克中国金龙指数 VS 互联网指数表现



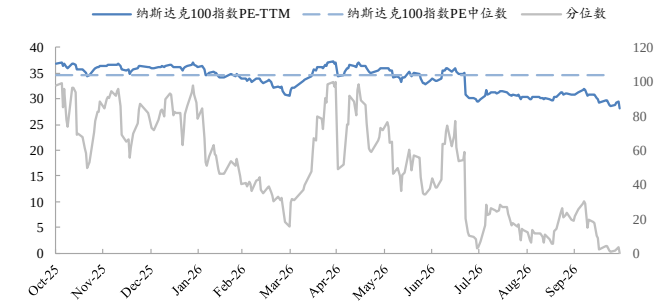
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 8：纳斯达克中国金龙指数 VS 互联网指数涨跌幅对比



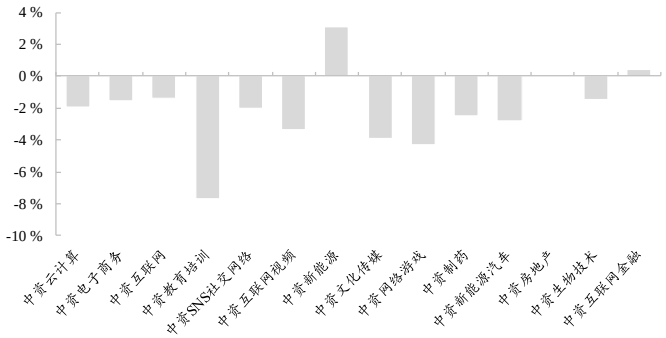
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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，上周港股市场走势分化、科技板块继续承压，个股整体跌多涨少，仅少数标的逆势收涨，在我们重点跟踪的股票池周涨跌幅表现中：

软件板块：跌多涨少，其中百融智能-W（+5.03%）逆势上涨、美团-W（-0.07%）基本持平，而中国软件国际（-9.79%）、汇量科技（-8.63%）跌幅居前。

社交娱乐板块：普遍下跌，其中赤子城科技（+2.81%）、斗鱼（+0.27%）逆势上涨，而知乎（-13.35%）、虎牙（-10.76%）跌幅居前。

电商板块：涨跌互现，其中宝尊电商-W（+3.20%）、唯品会（+2.71%）涨幅居前，而东方甄选（-10.06%）跌幅居前，阿里巴巴-W（-0.77%）小幅下跌。

游戏板块：多数下跌，其中祖龙娱乐（0.00%）持平、腾讯控股（-0.62%）相对抗跌，而中手游（-7.34%）、金山软件（-6.75%）跌幅居前。

表 1：上周互联网板块重点公司表现

细分板块	证券代码	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	市销率
	3690.HK	美团-W	-0.1	-0.9	-30.7	3,784.7	-10.0	1.0
	9888.HK	百度集团-W	-0.3	-1.2	-42.4	1,771.2	-43.6	1.4
软件	0241.HK	阿里健康	-1.4	-2.3	-40.4	391.1	20.8	1.2
	0268.HK	金蝶国际	-7.8	-8.7	-36.0	256.0	106.0	3.5
	9878.HK	汇通达网络	-0.6	-1.5	-31.5	32.5	10.5	0.1
	0354.HK	中国软件国际	-9.8	-10.7	-34.4	75.4	21.5	0.4
	KC.O	金山云	-8.5	-7.9	-24.9	157.6	-26.6	1.5
	1896.HK	猫眼娱乐	-2.0	-2.9	-48.5	34.3	9.7	0.9
	2013.HK	微盟集团	-5.0	-5.9	-64.1	23.3	-6.9	1.4
	9923.HK	移卡	-5.4	-6.3	-55.9	13.8	15.1	0.5
	9699.HK	顺丰同城	-5.1	-6.0	-31.0	59.6	12.3	0.2
	3738.HK	阜博集团	-6.9	-7.8	-44.5	51.0	20.7	1.9
	1860.HK	汇量科技	-8.6	-9.5	-40.4	133.2	26.1	0.9
	6608.HK	百融智能-W	5.0	4.2	-48.7	23.8	-5.5	1.1
	0909.HK	明源云	-7.3	-8.2	-77.7	11.3	63.8	1.0
	0596.HK	浪潮数字企业	-0.6	-1.5	-75.1	17.1	14.9	0.3
	1024.HK	快手-W	-4.9	-5.8	-57.8	977.0	6.3	0.7
	TME.N	腾讯音乐	-1.2	-0.6	-50.7	888.7	10.1	2.7
	9626.HK	哔哩哔哩-W	-5.2	-6.0	-47.8	366.4	24.2	1.2
	IQ.O	爱奇艺	-10.4	-9.8	-57.0	53.5	-6.5	0.2
视频娱乐	0772.HK	阅文集团	-6.5	-7.4	-35.2	184.7	-12.6	2.4
	WB.O	微博	0.2	0.7	-35.0	102.4	4.8	0.9
	9899.HK	网易云音乐	-2.1	-3.0	-51.9	161.2	9.8	2.1
	JOYY.O	欢聚	-3.6	-3.1	34.4	264.1	18.1	1.7
	MOMO.O	挚文集团	-2.4	-1.9	-29.8	42.3	3.9	0.4
	HUYA.N	虎牙	-10.8	-10.2	-26.7	30.5	-28.0	0.4
	ZH.N	知乎	-13.4	-12.8	-11.0	17.0	-5.7	0.7
	DOYU.O	斗鱼	0.3	0.8	-46.2	7.4	-23.3	0.2
	9911.HK	赤子城科技	2.8	1.9	-20.0	107.0	9.7	1.4
	9988.HK	阿里巴巴-W	-0.8	-1.6	-31.4	16,532.4	22.9	1.6
	PDD.O	拼多多	-0.5	0.0	-30.7	7,512.3	8.3	1.7
电商	9618.HK	京东集团-SW	0.4	-0.5	-6.8	2,421.9	16.6	0.2
	VIPS.N	唯品会	2.7	3.3	-24.2	411.2	4.0	0.4
	1797.HK	东方甄选	-10.1	-10.9	45.8	235.7	44.1	4.2
	9991.HK	宝尊电商-W	5.2	2.3	30.5	14.2	-10.7	0.1
游戏	0700.HK	腾讯控股	-0.6	-1.5	-35.2	29,854.7	12.9	3.8
	9999.HK	网易	-3.4	-4.3	-16.0	4,869.4	15.2	4.2
	3888.HK	金山软件	-6.7	-7.6	-18.8	269.9	9.7	2.7
	2400.HK	心动公司	-2.8	-3.6	-44.4	149.4	10.1	2.5
	0799.HK	IGG	-2.3	-3.2	-10.9	27.5	5.7	0.6
	0302.HK	中手游	-7.3	-8.2	-57.4	4.4	-0.5	0.5
	9990.HK	祖龙娱乐	0.0	-0.9	-6.8	10.3	-11.2	0.8

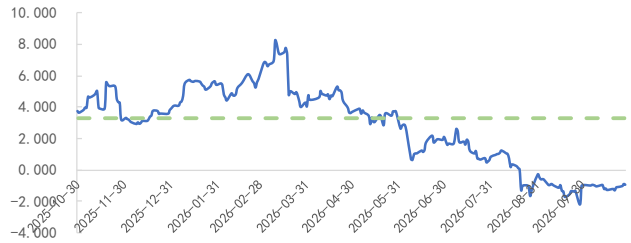
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

表 2：上周美股互联网板块重点公司表现

证券代码	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	市销率
AMZN.O	亚马逊	-3.1	-1.1	4.1	243.79	19.28	3.26
MSFT.O	微软	-0.5	1.5	3.6	530.14	27.17	11.19
GOOGL.O	谷歌-A	-12.6	-10.6	-10.4	283.82	14.62	7.30
META.O	脸书	-4.3	-2.3	-5.6	624.52	20.82	6.48
DASH.O	DOORDASH	-0.2	1.8	-21.0	179.00	72.96	4.55
SPOT.N	SPOTIFY TECHNOLOGY	1.6	3.6	2.2	557.24	37.36	5.88
U.N	UNITY SOFTWARE	-7.6	-5.6	-14.6	39.27	-28.24	8.18
SAP.N	思爱普	-1.3	0.7	-1.6	234.07	30.15	6.15
EA.O	艺电(退市)	0.0	2.0	2.8	209.70	0.00	0.00
SHOP.O	SHOPIFY	-6.6	-4.7	-2.2	166.89	105.10	15.27
RBLX.N	ROBLOX	-18.7	-16.7	-46.9	52.46	-31.65	5.22
CRWV.O	COREWEAVE	1.2	3.1	-23.4	60.74	-15.70	3.99
APP.O	APPLOVIN	-12.2	-10.2	-66.1	254.91	17.34	11.20
CRCL.N	CIRCLE INTERNET	-15.6	-13.6	-8.5	79.99	40.81	6.34
COIN.O	COINBASE GLOBAL	-12.7	-10.7	-36.5	160.59	-54.17	6.75

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



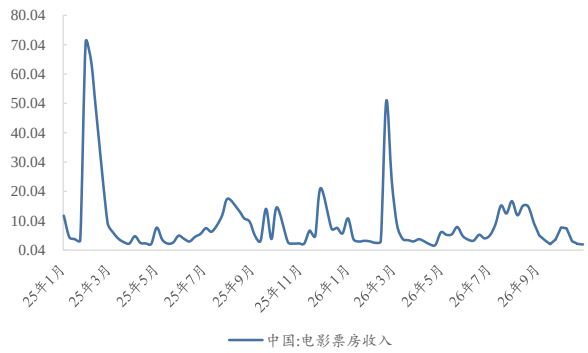
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2.行业数据

2.1 影视

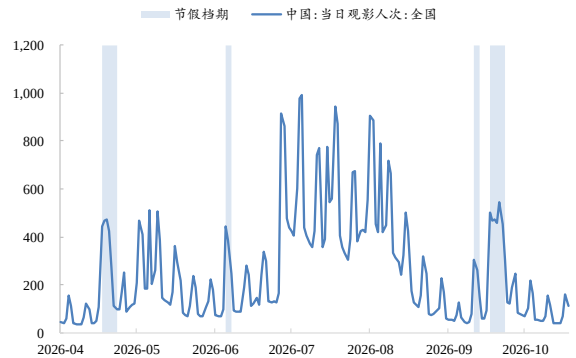
根据猫眼数据显示，2026 年第 43 周（10 月 26 日至 11 月 1 日）全国电影票房约 1.79 亿元，观影人次约 497 万，平均票价 36.3 元，环比前一周的约 1.99 亿元下滑逾三成，市场仍在延续国庆档之后的淡季回落态势，缺少具备带动大盘体量的新片。10 月 30 日集中上映的重映片《疾速追杀》（4K 修复版）和武侠经典《笑傲江湖 2：东方不败》首周票房分别约 530 万元和百万元级，万圣节档期上映的低成本惊悚片也未形成话题热度。大盘完全由国庆档旧片支撑,《生化危机：爆发夜》以约 3400 万元蝉联周冠、累计约 4.6 亿元，《神探之痕迹》约 3300 万元紧随其后、累计约 6.4 亿元，《什么意思夫妇》约 1900 万元列第三，仅这三部影片就合计贡献约七成票房，票房头部集中度进一步上升。偏低的上座率也反映出单片票房贡献已接近上限。从年度视角看，截至 10 月 31 日，2026 年累计票房 316.27 亿元，同比下降约 29%，全年市场仍高度依赖年底的集中放量。后续排档呈现“先弱后强”的阶梯式修复节奏。11 月上旬仍以中小体量影片填补空档，但普遍缺乏面向大众市场的吸引力，大盘大概率维持低位波动，且 11 月大部分时间将处于大片缺席的真空期。真正的转折点在 12 月，《复仇者联盟 5：毁灭之日》、《沙丘 3》两部头部 IP 上映，有望把市场热度从 12 月中旬延长至元旦，形成岁末连续的高热度窗口。

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）



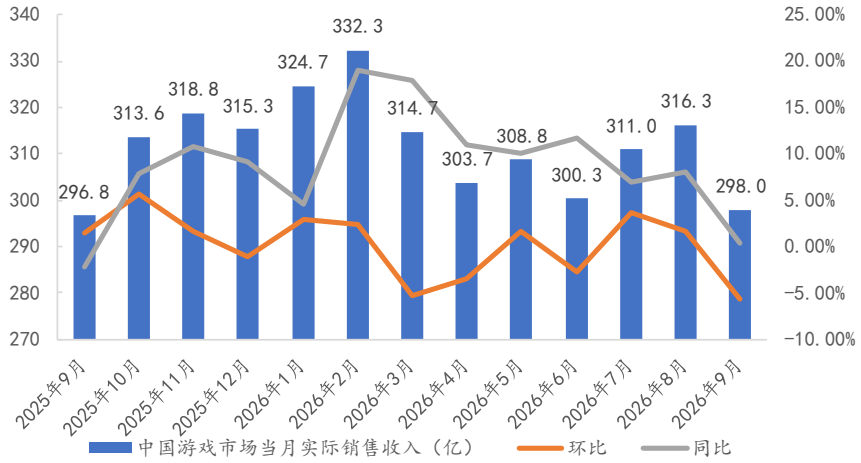
资料来源：猫眼专业版、国元证券经纪（香港）整理

2.2 游戏

中国音数协游戏工委在 10 月 20 日发布了《2026 年 7—9 月中国游戏产业季度报告》。报告显示，2026 年 7—9 月，中国游戏市场实际销售收入为 925.22 亿元，环比增长 1.36%，同比增长 5.11%。分开类别来看，客户端游戏市场收入 205.47 亿元，环比增长 1.16%，同比增长 1.26%；移动游戏市场收入 678.20 亿

元，环比增长 0.34%，同比增长 5.33%。同期，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 57.72 亿美元，环比下降 4.46%，同比增长 15.58%，环比下滑主要受成熟产品影响。整体来看手游大盘呈现明显的回调态势，头部重磅产品大多出现月活下滑，增长机会集中在部分细分品类，小程序游戏内部也出现严重分化，老牌休闲产品流量缩水，部分策略、棋牌品类维持韧性。当前用户的娱乐选择越来越多元，短视频、短剧持续分割游戏的使用时长。对于游戏产品而言，单纯依靠 IP 与老玩法已经很难留住用户。不管是原生手游还是小程序游戏，版本迭代、玩法创新、圈层精细化运营，已经成为穿越周期的必备条件。

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

➢ **Anthropic 递交招股书，二季度首次实现季度营业利润**

10 月 26 日，全球估值最高的大模型公司 Anthropic 披露美股招股说明书，拟以代码“ANT”登陆纳斯达克精选市场。招股书显示，公司上半年营收 162.86 亿美元、约为去年同期的 13 倍，二季度单季营收 115.55 亿美元、营业利润 9.74 亿美元，为全球大模型公司首份为正的季度营业利润，毛利率达 85.4%。（来源：新皮层）

➢ **北美三大云厂商季报分化，市场转向审视 AI 自由现金流**

10 月 28 日至 29 日，微软、Alphabet 与亚马逊相继披露三季报：Azure 收入同比增长 48%、自由现金流为正 186 亿美元；谷歌云收入同比增长 103%至 307

亿美元，但自由现金流转为-90.65 亿美元，财报后单日跌超 12%。四家超大规模云厂商三季度现金资本开支合计 2005.4 亿美元、同比增 108%，合计自由现金流降至-250.4 亿美元，市场已由奖励收入增长转向审视现金回收周期。（来源：21 世纪经济报道）

- **OpenAI 发布 GPT-6.1 Terra，API 价格较前代下调 50%**

10 月 26 日，OpenAI 发布 GPT-6.1 Terra，重点强化视觉推理、电脑操作与专业办公场景能力，并同步将 API 价格较前代下调 50%。模型能力向 Agent 化操作延伸、调用成本大幅下降，应用层开发门槛与推理成本进一步降低，办公、电商、内容生成等场景的智能体落地有望加速。（来源：中金公司研究部）

- **港交所推出人工智能指数，覆盖 40 家 AI 产业链公司**

港交所近期宣布正式推出“香港交易所人工智能指数”，覆盖 40 家与 AI 产业链深度绑定的香港上市公司，通过标准化指标追踪行业发展脉络。指数化产品有望为 AI 主题引入被动资金与更清晰的估值参照，同期工信部部署开展人工智能应用服务商培育专项行动，推动 AI 规模化应用落地。（来源：中国银河证券）

3.2 电商

- **Token 首次摆上双 11 货架，天猫 Token 品类成交额环比增 450%**

今年双 11，Token（词元）首次以独立品类在多个电商平台上架，看不见的算力服务成为可下单商品。自 9 月 3 日天猫上线 Token 充值中心以来，已接入 DeepSeek、阿里云、智谱、Kimi 等厂商，MiniMax 开出首家品牌官方旗舰店。据天猫介绍，10 月 20 日双 11 开售首日，Token 品类成交额环比增长 450%，买家主要为有明确 AI 使用需求的个人与中小企业。（来源：新华社）

- **京东双 11 前半程服务订单 1.5 亿个，AI 产品超 2000 万件**

11 月 1 日，京东披露双 11 前半程数据：自 10 月 12 日晚 8 点开启至 10 月 30 日 18 点，已产生 1.5 亿个服务订单，超 2000 万件 AI 产品售出，AIPC、AI 眼镜、AI 工作站等 AI 趋势产品成交额同比增长 100%，智能人形机器人销量同比增长 700%；京东云 Token 产品销量环比增长 167%，服务消费与 AI 硬件成为本轮大促的主要增量。（来源：亿邦动力）

➢ **中美经贸磋商达成阶段性共识，跨境出口链预期改善**

10 月 30 日，中美双方达成贸易共识，美方取消针对中国商品加征的 10%芬太尼关税，并暂停 24%对等关税一年，美对华综合关税税率降至 47.6%。关税壁垒边际放宽叠加海外需求温和复苏，有望改善跨境电商与出口链景气预期；但同期 FCC 通过检测实验室限制措施，商务部表示将采取必要措施，外部环境仍存反复。（来源：新浪财经）

3.3 游戏及文娱

➢ **腾讯《怪物猎人：旅人》国际服上线，登顶多地区畅销榜**

10 月 29 日，腾讯天美工作室群研发、卡普空授权与监修的《怪物猎人：旅人》国际服正式上线，首发登陆 iOS 与 Android 平台，上线前全渠道预约人数突破 1500 万。10 月 31 日，游戏升至日本 App Store 畅销榜第二名、中国台湾地区第一名，并登顶中国香港地区畅销榜，验证了经典 IP 叠加开放世界玩法在海外成熟市场的发行能力。（来源：竞核）

➢ **《影之刃零》发售首日 Steam 峰值 72 万，登顶全球热销榜**

10 月 29 日，灵游坊开发的国产武侠动作游戏《影之刃零》登陆 PC 与 PS5 平台，发售后不到一小时 Steam 同时在线人数突破 30 万，当日峰值达 72.4 万人并登上 Steam 全球热销榜第一；Metacritic 收录的 PC 版均分 88 分、PS5 版 86 分，预售前 Steam 愿望单突破 162 万份、海外玩家占比约 70%，国产单机全球竞争力再获验证。（来源：游戏茶馆）

➢ **腾讯绿泡泡短剧小程序月活破亿，短剧格局生变**

据 QuestMobile 数据，今年 8 月腾讯旗下绿泡泡短剧小程序月活跃用户达 1.43 亿，10 月首周周活跃用户达 8968 万，较 9 月首周增长 44.1%，在字节红果短剧长期领先的市场中形成新的竞争。绿泡泡增长主要依托微信生态流量与视频号、微信搜索等入口引流，短剧分发由单一头部平台向多入口分流。（来源：新皮层）

➢ **游戏厂商密集上线 AI 工具，研发与内容生产效率提升**

10 月 28 日，心动公司发布开源游戏音频工具“Harken”，无需编写代码即可灵活编排音乐、音效与语音播放逻辑；同日腾讯上线 Motus AI 平台，聚焦 3D 角色动画生成，相关技术此前已亮相 GDC 并在《和平精英》《PUBG MOBILE》

等多管线应用。AI 工具正由单点试验进入美术、音频、动画等标准化生产环节，头部厂商内容产能有望优化。（来源：中金公司研究部）

4.投资建议

上周恒生科技指数下跌核心在于大型科技股三季报后市场对 AI 资本开支回报的重新定价，北美四大云厂商三季度现金资本开支合计 2005 亿美元、同比增长 108%，合计自由现金流降至-250 亿美元。AI 商业化延续能力与业务场景深度融合的核心逻辑虽然延续，但板块核心驱动已经逐步调整为 AI 投入能否兑现回报的全球再定价。因此短期来看，11 月 3 日中期选举是最大不确定源，民主党有望夺回众议院，其关税议程或为降税打开空间，同时将围绕出口管制与 AI 芯片对华销售听证，叠加 10 月 23 日美方新版对外投资限制规则将生物技术、高性能计算与超算纳入监管，会持续压制港股科技风险偏好。我们认为策略上宜以红利与现金流防御端为底仓，成长端优选 AI 应用已落地且能自我融资的平台龙头，对依赖外部融资、盈利未兑现的纯算力与大模型标的控制仓位，尾部风险为 AI 信用事件引发连锁去杠杆与中美技术管制相互反制。配置方向上，我们更看重 AI 应用落地领先、现金流稳健的平台型公司（腾讯控股）、AI 应用落地型企业（百融智能-W、海致科技）。

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。

免责条款

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着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