

CIO 季度回顾

星期三，2026 年 10 月 14 日

2026 年第三季度重要观点与核心推 荐复盘

目录

CIO 摘要	2
2026 全年核心预测	3-4
2026 年第三季度核心观点	4-5
重点推荐	6-7
美国股票核心推荐	7-11
中国股票核心推荐	11-15
附录 A – 纯 ETF 投资组合	16
附录 B – 美国股票模型组合	17
附录 C – 中港股票模型组合	18
披露 / 免责声明	19

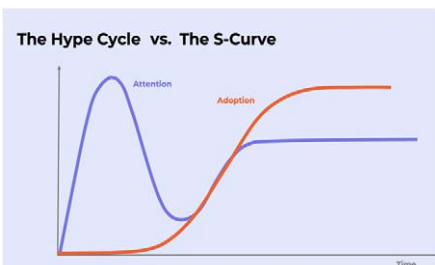
CIO 摘要

- **谨呈上《CIO 季度回顾》十月刊**，涵盖我们的年度展望以及对 2026 年第三季度的重要观点及核心推荐。下文将复盘三季度策略得失，并更新我们的高确信度投资观点。
- **我们五大核心预测中的四项在三季度得到验证**。“中国成长的烦恼”、“中美 AI 竞赛”、“打破美元霸权（去美元化）”以及“美联储超级变数”均在三季度获得数据与实证支撑。唯一有所偏差的是“AI 热潮降温”，2026 年 AI 资本开支仍超预期强劲。
- **宏观冲击 vs AI 顺风**。我们的重点观点在三季度大体成立，但我们低估了全球市场及美股的韧性：强劲盈利基本面叠加持续的 AI 乐观预期，对冲了多重宏观逆风。我们的固收投资判断正确：美联储超级变数以及长端收益率长期维持高位，支撑我们对高评级、短久期债券的核心推荐。与此同时，黄金表现坚挺，进一步验证我们长期看多的观点：黄金既是去美元化趋势的核心受益资产，也是组合重要的分散配置工具。
- **重点推荐的“受 AI 冲击”超跌软件股持续兑现收益**，在三季度以及我们 2 月 24 日首次推荐以来均跑赢纳指 100。微软、博通和 Snowflake 仍为我们的首选标的，支撑逻辑为强劲的 AI 增长与渗透率。AppLovin 8 月财报引发公司层面担忧，我们将其移出重点推荐，但仍保留在观察名单。
- **美国股票核心推荐在三季度整体取得正收益**。我们的 AI 选股同时跑赢标普 500 与纳指 100，能源选股也大幅跑赢指数。防御型股票在市场上行环境中表现落后，符合预期，但仍是组合不可或缺的稳定器。
- **中国股票核心推荐在三季度表现分化，但整体稳健**。我们的大中华区 AI 选股显著跑赢恒生科技指数；能源选股尽管在三季度表现走弱，但年初至今相对恒生指数仍保持领先。防御型股票在市场反弹阶段表现稍逊，但年初至今仍跑赢大市。整体来看，中国“成长的烦恼”持续压制企业基本面与投资者风险偏好。
- **我们继续推荐基于杠铃策略的均衡配置思路**，在 AI 领域、防御型板块与能源板块进行分散布局。

2026 全年核心预测

预测

AI 热潮降温：AI 资本开支增速放缓，将拖累美国经济及 AI 产业链表现。



2026 年第三季度回顾

有所偏差。市场经历多轮剧烈波动，但投资者乐观情绪与 AI 资本开支的上调预期在第三季度延续。此外，9 月以来的 **AI 限速之争** 尚未造成 AI 资本开支实质性放缓。

中国“成长的烦恼”：中港股市的上行空间将受制于中国经济的疲弱复苏。



得到验证。房地产与消费在三季度显现企稳迹象，但仍旧偏弱。叠加刺激政策缺位、美国利率上行，中港股市承压。

中美 AI 军备竞赛：以 AI 为核心的竞争与冲突将持续加剧。



得到验证。从开源运动到 **Token 出口**，再到 AI 限速之争，AI 持续处于中美战略博弈的核心。这一点在习近平 9 月访美行程进一步凸显，AI 安全护栏被列为重要议程。

打破美元霸权：去美元化将持续，但 2026 年的推进节奏仍不均衡。



得到验证。从美元指数来看（三季度横盘震荡），去美元化进程似有所放缓。但长端收益率上行，体现期限溢价抬升，市场担忧美国债务负担。与此同时，全球各国央行持续以创纪录速度增持黄金。

美联储的超级变数：美联储新任主席与货币政策皆为未知数，加大了市场的不确定性。



得到验证。美联储超级变数在三季度充分发酵，核心体现为美联储时隔三年首次加息。政策不确定性现已传导至市场对 4 季度美联储政策的预期，利率路径可预见性下降，叠加美联储与财政部之间的政策博弈、中期选举带来的复杂扰动。

2026 年第三季度核心观点

资产类别	核心观点	2026 年第三季度回顾
股票	受关税壁垒、地缘风险，以及 AI 赛道带来的市场极端集中度等多重因素影响，我们对全球股票维持谨慎态度。伊朗原油冲击进一步推升通胀、拖累经济增长，并带来更多政策挑战，为宏观环境再添一层不确定性。	我们过于谨慎了， 虽然宏观基本面确实要求投资者保持审慎。全球权益市场在三季度展现出强于我们预期的韧性：强劲盈利基本面叠加持续的 AI 乐观预期，对冲了利率上行、通胀粘性以及政策不确定性带来的多重担忧。我们虽低估了市场的韧性，但我们认为进入四季度后， “宏观冲击 vs AI 顺风” 这一核心逻辑仍将成立。
美国股票	基于上述相同原因（包括“美联储超级变数”），叠加估值层面担忧，我们对美国股票维持谨慎判断。 美国股票当中，尽管宏观不确定性与集中度风险引发市场担忧，但我们依然坚定看好 AI 赛道的结构性成长逻辑。 同时，我们偏好管理优良、“真防御型”企业，这些公司在不确定的宏观环境中持续展现出稳定性和抗风险能力。	我们过于谨慎了， 虽然宏观基本面确实要求投资者保持审慎。美股展现出强于预期的韧性，逻辑同上。我们对 AI 龙头的坚定看好得到验证，对真防御型标的与能源股的偏好则为宏观及地缘风险提供了分散对冲。展望四季度，我们认为 “宏观冲击 vs AI 顺风” 这一核心逻辑仍将成立。

我们继续看好能源板块，其既可作为地缘风险的对冲工具，也有望受益于 AI 电力需求激增。

中国股票

鉴于宏观经济持续走弱（中国“成长的烦恼”），**我们的谨慎态度具备充分依据。**中国宏观疲软贯穿整个三季度，房地产市场低迷、我们对中国市场同样持谨慎态度。简言之，房地产市场持续低迷、内需修复乏力，叠加外部冲击与政策刺激力度不足，多重压力并存。内需走弱叠加刺激力度有限，持续压制大盘表现。与此同时，伊朗原油冲击、美国利率上行等外部压力，进一步凸显精选个股的必要性。我们对 AI、防御型板块及能源板块的配置逻辑持续成立，同时“[中国出口冲击 2.0](#)”与“[China Maxxing](#)”两大主题下仍可挖掘局部结构性机会。

尽管如此，伊朗原油危机对中国或是塞翁失马，有望进一步放大中国制造业竞争优势与供应链主导地位，利好工业生产与出口表现。

中国股票当中，我们同样看好 AI、防御型板块与能源板块。

债券

债券仍是多元资产组合中的核心资产类别，提供稳定收入，并有助于保全本金和分散风险。**我们的固收投资观点得到验证。**我们在三季度精准预判了美联储超级变数以及[长端收益率上行](#)。短期利率政策不确定性叠加长端收益率长期维持高位（higher-for-longer），进一步印证我们对高评级、短久期债券的核心推荐；该类资产在三季度及年初至今均表现领先。

然而，美国财政失衡及相关的去美元化趋势，可能成为固定收益投资的关键变数。

此外，美联储政策及新任美联储主席均存在较大变数，加剧 2026 年的市场不确定性。

大宗商品

我们预计去美元化将在 2026 年及以后持续，而黄金将是这一长期趋势的主要受益资产。**我们长期看多黄金的观点在三季度得到验证。**在利率上行、美元指数震荡的环境下，金价反弹 3%。鉴于市场对地缘风险与美国债务负担的担忧，我们继续将黄金视作组合重要的分散配置工具，同时也是去美元化趋势下的长期受益资产。

重点推荐

Key Calls	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	Since Feb 24
Microsoft	MSFT.O	-23.3%	1.0%	37.8%	32.4%
Broadcom	AVGO.O	-10.4%	22.2%	-6.9%	8.5%
Snowflake	SNOW.N	-31.2%	68.7%	33.4%	110.8%
AppLovin	APP.O	-40.9%	29.5%	-43.6%	-26.1%
Average		-26.5%	30.4%	5.2%	31.4%
Average ex. APP		-21.6%	30.7%	21.4%	50.6%
SPDR S&P 500 ETF Trust	SPY.P	-4.4%	15.1%	2.4%	11.8%
Invesco QQQ Trust	QQQ.O	-5.9%	27.7%	0.6%	22.1%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026.

- **我们的重点推荐仍然是被市场认为受 AI 冲击的超跌软件股**，包括微软 (MSFT)、博通 (AVGO) 和 Snowflake (SNOW)。微软 (MSFT) 和博通 (AVGO) 仍为我们的核心推荐，Snowflake (SNOW) 则为投资机会 (原称交易性买入)。AppLovin (APP) 自 8 月中旬被移出重点推荐，主要考虑其公司层面风险 (详见下文)。
- **即便纳入 AppLovin (APP)，重点推荐标的表现依旧亮眼**，在三季度及[我们 2 月 24 日首次推荐](#)以来均跑赢纳指 100 (QQQ)。这四只标的平均回报率达 31.4%，纳指 100 则为 22.1%。
- **微软 (MSFT) 二季度业绩超预期**。6 月季度营收达 900 亿美元，高于一致预期的 876 亿美元。每股收益 4.74 美元，同样超出 4.24 美元的预期。Azure 云收入同比增长 43%，高于 40% 的市场预期，管理层指引后续增速将进一步上行。Copilot 是核心亮点，用户数达到 3,000 万，市场预期则为 2,500 万；当前渗透率仍处于低位，上行空间充足。微软于 9 月对 Copilot 推出重大版本更新，新增三大核心功能模块：Home、Code、Autopilot，直接整合 Word、Excel、PowerPoint 核心能力。我们近期调研显示，Copilot 的采用率提升 5 倍，进一步验证微软是企业端 AI 应用赛道的赢家。
- **博通 (AVGO) 公布强劲季度业绩**，AI 业务收入 (占总营收 49%) 同比大增 221%，优于市场预期。在财报电话会上，管理层指引 AI 业务收入 2027 年将翻倍至 1,150 亿美元，2028 年将再度翻倍至 2,300 亿美元，同时预计 2028 年每股收益超 30 美元。但博通股价持续承压，主要源于两大担忧：TPU 市场份额流失风险以及循环融资风险。我们维持乐观判断。近期渠道调查显示，除 TPU v8i 之外，博通与谷歌仍保持深度合作，有望拿下谷歌 2028-2029 年大部分 TPU 订单。随着 Anthropic 在 2027-2028 年成长为博通最大 AI 客户，客户集中风险将有所缓解。我们认为，作为 AI 专用 ASIC 与网络芯片的明确龙头，该股当前估值具备吸引力。

- **Snowflake (SNOW) 三季度股价再度上涨 33%, 自我们 2 月 24 日推荐以来已实现翻倍以上涨幅。**
公司披露二季度营收与业绩指引均超出买方较高预期。企业客户持续将数据迁移至 Snowflake 平台支撑 AI 应用, 带动收入同比增长 37%。此外, 公司全新推出面向数据库场景的 AI 代码智能体 Cortex Code, 在本季度快速获得客户采纳, 为核心平台带来新增业务负载。我们认为 SNOW 是软件板块中 AI 创新红利的核心受益标的之一, 但短期对市场过高的预期保持谨慎。
- **AppLovin (APP) 二季度业绩不及预期。** 营收与利润均同比增长超过 53%, 但较一致预期低 5%。管理层将业绩走弱归因于产品上线时点, 新版推荐引擎直至季末才正式推出, 意味着该问题属于一次性扰动。但值得注意的是, 其广告定向投放效果出现不明原因放缓。若广告技术迭代停滞且无法显著提升广告预算占比, 我们看多 APP 的投资逻辑将存疑。因此在 8 月财报发布后, 我们将 APP 移出重点推荐, 但考虑到电商业务放量带来的增长潜力, 仍将其保留在观察名单。

美国股票核心推荐

美国 AI 与科技股

US AI &Tech: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
Nvidia	NVDA.O	-6.5%	14.9%	14.3%	22.7%
Broadcom	AVGO.O	-10.4%	22.2%	-6.9%	2.0%
Meta	META.O	-13.3%	-1.5%	28.8%	10.1%
Microsoft	MSFT.O	-23.3%	1.0%	37.8%	6.7%
Amazon.com	AMZN.O	-9.8%	14.4%	4.5%	7.9%
Average		-12.6%	10.2%	15.7%	9.9%
SPDR S&P 500 ETF Trust	SPY.P	-4.4%	15.1%	2.4%	12.7%
Invesco QQQ Trust	QQQ.O	-5.9%	27.7%	0.6%	20.8%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026.

- **我们的美股 AI 核心推荐在三季度跑赢标普 500 与纳指 100,** 但年初至今回报仍落后于两大基准指数。AVGO 与 AMZN 为最大拖累因素, 两者均面临公司层面特有问題, 并非全行业走弱。我们维持对 AI 选股的坚定看好, 其长期投资逻辑依旧稳固。
- **英伟达 (NVDA) 再度披露超预期财报,** 营收同比大增 106%至 962 亿美元, 超出买方本已偏高的预期。公司指引截至 2028 年 1 月的下一财年营收增速 70%, 显著高于 45%的一致预期。若不受产能供给约束, 该增速还将进一步抬升。在财报电话会上, 首席执行官黄仁勋强调, 开源大模型渗透率提

升成为英伟达又一利好因素, 因其 GPU 架构具备高灵活性, 几乎可适配所有 AI 模型与算力负载。凭借稳固的产能份额, 英伟达业绩能见度高、增长韧性强劲, 仍是 AI 板块必配标的。

- **Meta (META) 二季度营收同比增长 28%至 608 亿美元**, 小幅高于 602 亿美元的一致预期。若剔除一次性支出, 营业利润同样小幅超预期。但财报发布后, Meta 股价下跌 7%, 核心原因是市场愈发要求其阐明巨额 AI 资本开支如何转化为实质变现收入。9 月公司推出首款个人 AI 智能体产品后, 股价迅速反弹。Muse 登顶美国苹果 App Store 免费应用榜单, 超越 OpenAI 的 ChatGPT。Meta 依托 Instagram、Facebook、WhatsApp 构成的庞大社交网络壁垒, 能够支撑 Muse 深度理解用户画像, 提供高度个性化服务。我们长期看好 Meta, 但 Muse 短期对财务贡献有限。作为尚处早期的技术产品, Muse 同时面临多项技术挑战, 包括被应用生态合作伙伴限制访问的风险。
- **亚马逊 (AMZN) 再度交出强劲季度业绩**, 营收同比增长 20%至 2,010 亿美元 (略高于预期), 息税前利润达 275 亿美元 (高于 260 亿美元的一致预期)。AWS 云业务收入同比增长 37%, 高于买方 35% 的预期, 营业利润率扩大至 39%, 在手订单环比提升 36%至 4,960 亿美元, 各项指标均印证 AI 需求旺盛。在财报电话会上, 亚马逊阐述了 AI 数据中心的经济模型: 服务器使用周期通常为 5 至 6 年, 大部分 AI 算力资源由 5 年期长约锁定, 资本投入平均可在不到 3 年内实现盈亏平衡。这表明其大规模 AI 资本投入或将迎来财务拐点, 有效缓解市场长期以来对云巨头加码 AI 资本开支的投资回报率担忧。
- **关于微软 (MSFT) 和博通 (AVGO)**, 请参阅上文“重点推荐”章节。

美国防御型股票

US Defensives: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
Berkshire Hathaway B	BRK.B.N	-4.7%	4.4%	-0.5%	-0.9%
Walmart	WMT.O	11.8%	-8.7%	-8.0%	-6.1%
Johnson & Johnson	JNJ.N	18.7%	4.5%	4.8%	30.0%
The Procter & Gamble	PG.N	1.5%	2.3%	-0.2%	3.6%
Average		6.8%	0.6%	-1.0%	6.6%
SPDR S&P 500 ETF Trust	SPY.P	-4.4%	15.1%	2.4%	12.7%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026.

- **我们的美国防御型股票在三季度跑输标普 500**, 在市场上行环境中, 该表现符合预期。
- **伯克希尔 (BRK.B) 二季度业绩稳健**。旗下保险板块 (GEICO 与 BH Primary) 因理赔损失及费用率抬升, 承保业绩不及预期, 但被 BNSF 铁路业务 (较预期+4%)、伯克希尔能源 (+20%) 以及制造、

服务与零售板块 (+18%) 的强劲表现所抵消。值得注意的是, 新任 CEO Greg Abel 大规模动用集团富余现金 (由一季度 3,974 亿美元降至二季度~3,655 亿美元), 股票净买入额达 198 亿美元。主要投向包括: (1) 7 月完成 *Taylor Morrison* 收购; (2) ~45 亿美元用于伯克希尔股票回购; (3) 增持~170 亿美元 *Alphabet* 股票。当前伯克希尔股价相对其内在价值折让~3%, 在当前宏观不确定性环境下, 是具备吸引力、韧性突出的防御型复利标的。

- **沃尔玛 (WMT) 二季度财报公布后股价大跌~9%**, 投资者重点关注美国同店销售增速放缓 (+2.6%, 一致预期+3.5%) 以及健康保健品类的定价扰动。但在电商业务盈利能力改善的支撑下, 沃尔玛营业利润率仍超出预期 (5.0%, 预期 4.6%)。管理层正将关税退税资金战略性再投入至客户体验优化与定价促销, 有望在 2026 下半年推动食品杂货、综合百货以及高收入客群的市场份额提升。我们维持对沃尔玛的核心推荐, 作为经营能力极其优异的防御型零售企业, 其高毛利会员业务与零售媒体业务有望支撑稳健盈利增长。
- **宝洁 (PG) 2026 财年第四季度业绩喜忧参半**, 内生销售额持平。毛利率优于预期, 但营业利润率略低于预期 (19.5%, 一致预期 20.0%)。尽管美妆板块凭借 SK-II 及其他品牌表现强劲, 但北美大区整体销售走弱, 反映品类需求偏弱以及库存时点带来的扰动。展望未来, 管理层给出的 2027 财年指引偏谨慎, 预计内生销售额增长 1-3%, 每股收益增长 0-3%。其中 2027 财年上半年每股收益预计下滑~5%, 原因是大宗商品、能源与供应链成本形成~10 亿美元盈利压力; 盈利有望在 2027 财年下半年修复。
- **强生 (JNJ) 三季度业绩基本符合预期**, 但财报发布后股价下跌 5.7%。制药板块业绩超预期被医疗器械板块表现不及预期所抵消。制药业务受益于免疫学管线强劲增长; 而医疗器械板块营收承压, 源于心血管和外科业务海外表现走弱 (包括中国集采带来的盈利压力以及中东业务扰动)。尽管如此, 三季度每股收益 2.59 美元, 较一致预期高出 0.09 美元, 同时强生小幅上调 2026 全年营收与经调整每股收益指引。我们认为本次业绩印证了制药管线带来的强劲增长潜力, 而股价回调则反映市场对高估值标的业绩门槛较高。展望后市, 我们维持强生为核心推荐, 其制药板块有望至 2030 年维持高单位数增长, 医疗器械业务组合则转向高增长赛道。

美国能源相关股票

US Energy-related: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
GE Vernova	GEV.N	33.7%	34.7%	-19.1%	45.7%
Occidental Petroleum	OXY.N	58.8%	-24.9%	14.4%	36.4%
Energy Sector ETF	XLE.P	37.9%	-12.7%	16.5%	40.3%
Average		43.5%	-1.0%	3.9%	40.8%
SPDR S&P 500 ETF Trust	SPY.P	-4.4%	15.1%	2.4%	12.7%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026

- **在中东地缘局势下，我们的能源相关股票继续跑赢大市**，在三季度及年初至今均跑赢标普 500。
- **GE Vernova (GEV) 二季度营收增长 22%至 111 亿美元**，略高于一致预期。在手订单创下 1,760 亿美元的新高，环比增加 130 亿美元，反映新增订单持续强劲、超过现有供给能力。需求端不存在问题，约束主要来自产能供给瓶颈。在 9 月摩根士丹利会议上，CEO 表示公司售出多批 2032 年交付产能，印证需求能见度极强。产能预计将从 2026 下半年每季度 5 吉瓦提升至 2027 下半年 6 吉瓦，2028 年提升至 7 吉瓦。产能顺利扩张叠加良好执行能力，使 GEV 有望受益于 AI 驱动的电力需求激增。
- **西方石油 (OXY) 二季度业绩大幅超预期**，经调整每股收益 2.40 美元（一致预期 1.7–1.8 美元），自由现金流 30.2 亿美元（一致预期 22–25 亿美元）。强劲的产量执行、中游业务税前利润大幅上行，叠加 15.9 亿美元的审慎资本开支，共同驱动本季亮眼表现。展望未来，管理层维持 2026 全年资本开支指引，同时将中游业务税前利润预期由 10–12 亿美元上调至 13–15 亿美元。值得注意的是，OXY 提出了 2025 至 2030 年实现每年 40 亿美元可持续现金流改善的长期目标，来源包括 17 亿美元集团成本节约、8 亿美元油气生产效率提升、1 亿美元中游业务降本，以及削减低碳业务 (LCV) 及资本开支，合计贡献 14 亿美元。这套优异的现金流提升计划，进一步验证我们看多 OXY 的投资逻辑，其为美国顶级且资本开支纪律严明的油气勘探开采企业。

其他美国股票

US Other: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
Eli Lilly	LLY.N	-14.3%	30.6%	-3.4%	8.2%
Average		-14.3%	30.6%	-3.4%	8.2%
SPDR S&P 500 ETF Trust	SPY.P	-4.4%	15.1%	2.4%	12.7%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026

- **礼来 (LLY) 二季度业绩大幅超预期**，财报发布后股价上涨 4.5%。公司总营收飙升至 230 亿美元（市场预期 200-210 亿美元），核心驱动力来自旗舰肠促胰素全系列产品的强劲表现，其中 *Mounjaro* 与 *Zepbound* 销售额超出预期 4-14%。管理层将 2026 年营收指引中枢上调 25 亿美元至 850 亿美元，高于市场预期。口服 GLP-1 药物 *Foundaryo* 的渠道调查进一步印证乐观展望：医生处方渗透率提升显著，海外上市初期数据表现亮眼。除代谢类药物管线外，礼来非肠促胰素产品线的商业化与研发管线进展同样提速，肿瘤、免疫学与神经科学板块收入同比增长 121%，主要由 *Ebglyss*、*Kisunla* 以及口服 *SERD Inluriyo* 的亮眼表现拉动。与此同时，管理层释放业务拓展提速信号：依托稳健资产负债表，公司将加大补强型收购力度，同时不排除规模更大、具备转型意义的并购交易。我们维持对礼来的核心推荐，其持续展现出顶尖商业化执行能力与管线多元化优势。

中国股票核心推荐

中国 AI 与科技股

China AI &Tech: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
TENCENT	0700.HK	-19.2%	-10.2%	0.3%	-27.2%
BABA-W	9988.HK	-16.7%	-21.3%	14.8%	-24.7%
TSMC	TSM.N	11.5%	41.6%	-4.3%	51.0%
Average		-8.1%	3.4%	3.6%	-0.3%
Hang Seng Index ETF	02800.HK	-2.9%	-7.2%	8.5%	-2.2%
Hang Seng Tech Index ETF	03033.HK	-15.6%	-3.5%	-5.1%	-22.7%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026.

- **我们的大中华区 AI 核心推荐在三季度显著跑赢恒生科技指数**，但整体表现仍弱于恒生指数。我们持续看好阿里巴巴与腾讯控股，作为 **中国全栈 AI 双龙头**，其完备的 AI 生态、庞大业务体量以及强大的渠道分发优势形成支撑。
- **腾讯控股 (0700.HK) 二季度业绩展现韧性**，营收同比+11%至人民币 2,048 亿元，非国际财务报告准则 (non-IFRS) 经营利润同比+9%至人民币 756 亿元。游戏与广告业务的稳健盈利为腾讯的 AI 投入提供坚实支撑，WorkBuddy 以及微信小微 AI 智能体则依托微信这一“大规模分发利器”打开全新变现空间。诚然，AI 相关投入增加会压制短期现金流，但腾讯作为头部 AI 先行者（对标 Meta），有望驱动长期盈利增长与估值重估。该股远期市盈率约 12 倍，具备良好的长期布局买点。维持腾讯为我们的核心推荐，其兼具高现金流业务基本盘、微信强大分发能力与 AI 长期商业化潜力。

- **阿里巴巴 (9988.HK) 6 月季度业绩喜忧参半**，营收同比增长 9%至人民币 2,690 亿元，但经调整 EBITA 下滑 30%；由于大规模 AI 投入，自由现金流仍为负。AI 云与算力相关收入大增 45%，但在中国“成长的烦恼”下国内客户管理收入走弱。三季度该股回报 14.8%，投资者对其作为“核心王牌资产”的 AI 云业务信心提升。市场仍在担忧 8 月配股之后的资金需求，但投资者情绪有所好转。维持阿里巴巴为我们的核心推荐，其一体化技术能力、成熟企业客户基础，为 AI 长期商业化变现搭建坚实平台。
- **台积电 (TSM) 将于 10 月 15 日披露三季度财报**。市场一致预期营收 1.494 万亿新台币，环比增长 17.6%，较指引上限高出约 2%。受 AI 拉动的旺盛需求支撑，台积电预计将在 2027 年初上调先进制程价格约 10%，成熟制程价格亦可能上调约 5%。我们预计台积电将持续激进扩产，以满足 GPU、ASIC、CPU 及先进封装的爆发式需求。尽管市场反复担忧 AI 资本开支高速扩张的可持续性，台积电仍是全球科技板块确定性最高的成长主线之一。

中国防御型股票

China Defensives: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
CHINA MOBILE	0941.HK	-3.1%	-0.8%	8.1%	3.9%
HSBC HOLDINGS	0005.HK	5.6%	18.2%	7.4%	34.0%
Average		1.2%	8.7%	7.7%	18.9%
Hang Seng Index ETF	02800.HK	-2.9%	-7.2%	8.5%	-2.2%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026.

- **我们的防御型选股在三季度反弹行情中小幅跑输恒生指数**，该表现在市场上行环境中符合预期。但年初至今我们的防御型选股仍跑赢大市，而中国移动和汇丰控股则为我们**杠铃策略**防御端的最佳标的。
- **中国移动 (0941.HK) 二季度业绩喜忧参半**，营收同比下滑 3.0%，归母净利润下降 7.5%至人民币 496 亿元，受传统通信业务疲软与增值税抬升影响。尽管如此，该股三季度上涨 8.1%，其具吸引力的股息率（约 6.5%）及防御属性可能为股价提供支撑。公司中期股息小幅提升 0.3%至每股人民币 2.51 元。现金流改善对股息形成支撑，但 AI 算力相关投入或将约束未来股息上行空间。维持中国移动为我们的核心推荐，其作为真防御型标的，兼具高股息与潜在 AI 重估叙事。
- **汇丰控股 (0005.HK) 二季度业绩稳健**，剔除重大项目的税前利润按固定汇率口径同比增长 13%至 103 亿美元。银行业务净利息收入增长 9%，财富管理收入提升 21%，促使管理层上调 2026 财年净利息收入指引。公司宣布第二次中期股息每股 0.10 美元，并推出最高 10 亿美元的股票回购计划，但

回购规模低于市场预期。维持汇丰控股为我们的核心推荐，其稳健增长与良好股东回报受到全球化业务版图与亚洲财富管理业务的支撑。不过，其年初至今股价涨幅较大、香港商业地产敞口、美国利率上行、回购空间有限叠加地缘不确定性，使得当前风险回报的吸引力有所下降。

中国能源相关股票

China Energy: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
CATL	300750.SZ	9.4%	-0.6%	-25.7%	-19.2%
PETROCHINA	0857.HK	28.3%	-18.7%	17.3%	22.4%
Average		18.8%	-9.7%	-4.2%	1.6%
Hang Seng Index ETF	02800.HK	-2.9%	-7.2%	8.5%	-2.2%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026.

- **我们的中国能源选股在三季度跑输大市**，但年初至今收益仍然领先，核心驱动来自油价上行。
- **宁德时代 (300750.SZ) 二季度实现高增**，营收同比增长 56.9%至人民币 1,478 亿元，归母净利润同比增长 36.5%至人民币 225 亿元，但利润率有所收窄。受国内储能装机节奏放缓、国内新能源车市场走弱以及客户供应链多元化担忧影响，其 A 股股价三季度下跌 25.7%。我们认为市场对于客户更换电池供应商的担忧反应过度，宁德时代在技术、规模与产品可靠性均具备难以匹敌的优势。与此同时，在伊朗石油危机背景下，各国更加重视能源安全、扩大可再生能源装机，电网储能需求有望对冲动力电池的份额流失风险。维持宁德时代为我们的核心推荐，主要考虑其动力电池龙头地位、储能市场增长红利以及海外扩张机遇。
- **中国石油股份 (0857.HK) 二季度业绩强劲**，归母净利润同比增长 49.5%至人民币 556 亿元。强劲的自由现金流搭配 46%的中期派息率，支撑优异的股东回报与具吸引力的股息率（约 5.1%）。炼油、油品销售及贸易业务对冲了海外生产扰动与上游板块开采成本上行的负面影响。维持中国石油股份为我们的核心推荐，其兼具中国能源安全主线属性、上游油价弹性以及稳定派息特征。

其他中国股票

China Other: Core Recommendations

	Ticker	1Q2026	2Q2026	3Q2026	YTD 2026
TRIP.COM-S	9961.HK	-31.3%	-18.2%	-1.1%	-44.4%
GALAXY ENT	0027.HK	-8.7%	-13.8%	10.2%	-13.2%
GEELY AUTO	0175.HK	16.9%	-17.3%	-13.7%	-16.6%
MIDEA GROUP	0300.HK	-1.4%	3.6%	11.1%	13.6%
Average		-6.1%	-11.4%	1.6%	-15.1%
Hang Seng Index ETF	02800.HK	-2.9%	-7.2%	8.5%	-2.2%

Note: Total return including dividends. As of 30 Sep 2026.

- **我们的其他中国股票表现平淡**，中国“成长的烦恼”拖累企业基本面与投资者情绪。
- **携程集团 (9961.HK) 二季度业绩喜忧参半**，营收同比增长 6%至人民币 157 亿元，非公认会计准则净利润同比下滑 4.3%至人民币 48 亿元。国际平台收入增幅超 50%，成为内需疲软环境下的亮点。这家在线旅游平台受到人民币 52 亿元反垄断罚款，造成一次性归母净亏损。该笔罚金规模较大，但消除了压制股价的一项主要不确定因素。维持携程为我们的核心推荐，其是中国旅游景气周期的核心受益标的，受到龙头旅行平台地位与庞大供应商网络的支撑，国际化扩张及跨境出行业务进一步打开增长空间。
- **银河娱乐 (0027.HK) 二季度业绩喜忧参半**，营收同比下滑 2%至 118 亿港元，经调整 EBITDA 同比下降 5%至 33.8 亿港元。但净赢率正常化后 EBITDA 同比增长 8%，中期股息提升至每股 0.90 港元。博彩收入环比下滑 5%，对比澳门整体 7%的降幅，体现公司市场份额提升。行业竞争加剧与运营成本上行仍是利润率潜在风险。维持银河娱乐为我们的核心推荐及澳门博彩板块首选标的，其高端大众客群定位与综合度假村业态受益于中国旅游景气红利。四期扩建项目以及净现金充裕的资产负债表支撑长期增长与股东回报。
- **吉利汽车 (0175.HK) 二季度盈利走强**，核心净利润环比增长 12%至人民币 51 亿元，毛利率提升至 18.4%，驱动力来自产品高端化与产品结构优化。上半年出口量同比大增 158%，促使公司上调全年出口目标。自 2027 年 4 月起，中国新能源汽车出口增值税退税率将由 13%下调至 9%，给全行业出口盈利带来压力。但吉利更高的海外售价与持续布局的本地化生产有助于缓解该政策影响，强化其全球化战略价值。维持吉利汽车为我们的核心推荐，其属于“优质成长”标的，高端品牌矩阵、具盈利能力的海外扩张以及“一个吉利”整合战略形成支撑。
- **美的集团 (000333.SZ/ 0300.HK) 二季度业绩温和增长**，营收同比增长 4.6%至人民币 1,289 亿元，归母净利润同比增长 1.3%至人民币 138 亿元。内需疲软背景下，海外自有品牌扩张与楼宇科技业务

增长对盈利形成支撑，但原材料与汇率构成成本端压力。7 月美的取代海尔成为新晋核心推荐，主要鉴于其全球布局更加均衡、利润率具结构性优势以及增长引擎多元。海外品牌升级，叠加商业和工业业务持续扩张，巩固美的作为我们“中国出口冲击 2.0”与“China Maxxing”两大主题下的首选标的。

附录 A: 纯 ETF 投资组合 (全球资产配置)

All ETF Portfolio - Based on Our Global Asset Allocation Views

30 Sept 2026

Exchange Traded Funds	Ticker	Our Weight %	Versus Benchmark %	1D (%)	1WK (%)	MTD (%)	QTD (%)	YTD (%)	1Y(%)	Inception (%)
SS SPDR S&P 500 ETF TRUST-US	SPY US	17.8	-18.8	-0.2	-0.7	-0.3	2.4	12.7	15.7	-
INVECO QQQ TRUST SERIES 1	QQQ US	4.8	4.8	0.2	-0.2	3.3	0.6	20.8	23.8	-
SS ENERGY SELECT SECTOR	XLE US	3.5	3.5	-0.1	-1.4	-3.3	16.5	40.3	41.6	-
SS INDUSTRIAL SELECT SECTOR	XLI US	1.8	1.8	-1.3	-1.8	-4.4	-9.6	8.5	9.5	-
ISHARES SEMICONDUCTOR ETF	SOXX US	2.7	2.7	0.2	0.5	11.3	-11.2	89.1	110.4	-
ISHARES CORE MSCI DEV MKTS	IDEV US	10.0	-6.6	-0.6	-1.0	-3.4	0.5	10.1	15.4	-
ISHARES MSCI EMR MRK EX CHNA	EMXC US	4.4	-1.3	-1.3	-1.3	0.9	-3.1	37.1	50.4	-
CHINAAMC ETF SERIES - CH-HKD	3188 HK	3.6	3.6	0.9	-3.1	-4.9	-10.3	-0.1	1.4	-
TRACKER FUND OF HONG KONG-B	2800 HK	2.2	0.0	0.5	-0.8	-3.2	8.4	-2.3	-6.4	-
Equity Subtotal		50.7	-10.2	-0.2	-1.0	-0.8	-0.4	12.4	20.5	57.4
VANGUARD INT-TERM CORPORATE	VCIT US	12.3	12.3	-0.1	-1.0	-3.0	-4.1	-3.4	-2.3	-
VANGUARD S/T CORP BOND ETF	VCSH US	26.5	26.5	0.0	-0.2	-1.2	-1.1	-0.2	1.0	-
Bond Subtotal		38.8	+0.3	0.0	-0.5	-1.8	-2.1	-1.0	-0.1	6.1
SPDR GOLD SHARES	2840 HK	4.6	+4.6	1.2	-2.9	-6.3	3.7	-3.9	8.7	21.8
Cash (USD Equivalent)		5.9	-	-	-	-	-	-	-	-
All ETF Portfolio		100.0		-0.1	-0.8	-1.3	0.3	5.3	7.2	28.1

Note: The All ETF Portfolio is a model portfolio based on our global asset allocation views (inception: 29 December 2023). Past performance does not guarantee future results. Please note certain bond ETFs are subject to US withholding taxes. Please contact eugeneng@uobkh.com for more information.

附录 B：美国股票模型组合

US Stock Model Portfolio - Core Recommendations and Trading Buys												30 Sept 2026	
Name	Ticker	Sector	Type of Recommendation	Current Price	Position Weight (%)	Forward PE	1D Return (%)	1W Return (%)	MTD Return (%)	QTD Return (%)	YTD Return (%)	1Y Return (%)	Inception Return (%)
Berkshire Hathaway Inc-CI B	BRK/B US	Financials	Core Recomm	497.95	6.7	24.3	-0.9	-1.8	-1.2	-0.5	-0.9	-1.0	-
Nvidia Corp	NVDA US	Information Technology	Core Recomm	228.38	6.2	16.7	0.5	1.3	3.6	14.3	22.7	22.7	-
Ss Energy Select Sector	XLE US	Energy	Core Recomm	61.50	5.6	NA	-0.1	-1.4	-3.3	16.5	40.3	41.6	-
Broadcom Inc	AVGO US	Information Technology	Core Recomm	351.19	5.1	18.9	-1.1	-1.1	-5.0	-6.9	2.0	7.2	-
Walmart Inc	WMT US	Consumer Staples	Core Recomm	103.92	4.8	33.4	-2.7	-6.0	-0.9	-8.0	-6.1	1.7	-
Johnson & Johnson	JNJ US	Health Care	Core Recomm	264.74	4.6	21.8	-1.1	-1.6	-0.4	4.8	30.0	46.0	-
Procter & Gamble Co/The	PG US	Consumer Staples	Core Recomm	145.28	4.4	20.6	-2.0	-1.4	0.1	-0.2	3.6	-2.7	-
Meta Platforms Inc-Class A	META US	Communication Services	Core Recomm	725.18	4.3	19.3	-1.8	-2.5	26.8	28.8	10.1	-0.9	-
Eli Lilly & Co	LLY US	Health Care	Core Recomm	1,157.08	4.0	26.0	-2.3	0.5	0.0	-3.4	8.2	52.6	-
Ge Vernova Inc	GEV US	Industrials	Core Recomm	950.49	3.9	38.8	-1.2	-0.1	5.8	-19.1	45.7	54.9	-
Occidental Petroleum Corp	OXY US	Energy	Core Recomm	55.32	3.4	11.8	0.7	-3.6	-7.7	14.4	36.4	19.4	-
Ishares Semiconductor Etf	SOXX US	NA	Trading Buy	568.64	3.1	NA	0.2	0.5	11.3	-11.2	89.1	110.4	-
Microsoft Corp	MSFT US	Information Technology	Core Recomm	512.90	2.1	24.7	0.8	2.5	1.1	37.8	6.7	-0.2	-
Coca-Cola Co/The	KO US	Consumer Staples	Trading Buy	86.08	2.0	24.8	-0.9	-2.3	-2.3	6.6	25.5	33.3	-
Ss Health Care Select Sector	XLV US	Healthcare	Trading Buy	168.42	1.9	NA	-1.4	-0.2	-0.9	6.6	10.1	23.0	-
Alphabet Inc-CI A	GOOGL US	Communication Services	Trading Buy	344.08	1.8	20.5	0.9	1.9	1.5	-3.7	10.1	41.9	-
Amazon.Com Inc	AMZN US	Consumer Discretionary	Core Recomm	249.15	1.8	19.3	1.0	0.0	-4.1	4.5	7.9	13.5	-
Ss Industrial Select Sector	XLI US	NA	Trading Buy	166.98	1.8	NA	-1.3	-1.8	-4.4	-9.6	8.5	9.5	-
Lumentum Holdings Inc	LITE US	Information Technology	Trading Buy	971.26	1.6	39.2	-0.2	3.7	6.2	13.2	163.5	496.9	-
Nokia Corp-Spon ADR	NOK US	Information Technology	Trading Buy	10.14	1.1	22.9	-2.1	-4.6	0.0	-23.2	59.0	114.9	-
Micron Technology Inc	MU US	Information Technology	Trading Buy	1,065.11	1.0	6.7	0.0	-0.6	11.1	-7.7	273.4	537.6	-
Sk Hynix Inc-ADR	SKHY US	Information Technology	Trading Buy	184.15	1.0	NA	-1.4	-2.7	11.9	0.0	0.0	0.0	-
Snowflake Inc	SNOW US	Information Technology	Trading Buy	339.56	0.6	123.2	2.8	1.4	2.5	33.4	54.8	50.5	-
Ss Spdr S&P 500 Etf Trust-US	SPY US	NA	Trading Buy	762.63	0.6	NA	-0.2	-0.7	-0.3	2.4	12.7	15.7	-
US DOLLAR	CASH				26.6								
TOTAL					100.0	28.5	-0.6	-0.9	1.3	2.5	10.2	10.5	64.5

Note: "Core Recommendations" refer to our high conviction, best-of-the-best stock picks, with a minimum one-year investment horizon. "Trading Buys" are medium-conviction, short-term trading ideas. "Return" refers to USD total return including dividends but excluding transaction costs. Inception date is 31 December 2023. For more information, please contact wendy.chen@uobkh.com

附录 C：中港股票模型组合

China Stock Model Portfolio - Core Recommendations and Trading Buys													30 Sept 2026
Name	Ticker	Sector	Type of Recommendation	Current Price	Position Weight (%)	Forward PE	1D Return (%)	1W Return (%)	MTD Return (%)	QTD Return (%)	YTD Return (%)	1Y Return (%)	Inception Return (%)
China Mobile Ltd-H	941 HK	Communication Services	Core Recomm	79.45	7.6	11.0	0.1	0.8	0.3	8.1	3.8	0.4	-
Trip.Com Group Ltd	9961 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	308.20	5.9	10.3	0.4	-4.7	-14.2	-1.1	-44.4	-48.3	-
Tencent Holdings Ltd	700 HK	Communication Services	Core Recomm	431.00	5.8	12.0	-0.2	-2.3	-4.9	0.3	-27.2	-34.2	-
Contemporary Amperex Techn-A	300750 C2	Industrials	Core Recomm	291.11	5.7	11.9	1.5	-3.2	-19.7	-24.7	-15.1	-20.9	-
Petrochina Co Ltd-H	857 HK	Energy	Core Recomm	9.67	5.6	8.4	-0.5	3.4	-2.1	17.4	22.6	45.1	-
Bosera Csoe Hldv Etf	3437 HK	NA	Trading Buy	9.71	5.5	NA	0.2	0.4	-1.7	10.4	4.8	10.0	-
Taiwan Semiconductor-Sp Adr	TSM US	Information Technology	Core Recomm	456.19	5.1	22.0	-0.2	2.2	10.2	-4.2	52.5	66.4	-
Alibaba Group Holding Ltd	9988 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	106.60	5.0	14.2	0.4	-2.9	-6.7	14.8	-24.7	-39.2	-
Zijin Mining Group Co Ltd-H	2899 HK	Materials	Trading Buy	32.24	3.8	8.1	0.9	-4.0	-12.0	19.4	-7.0	1.8	-
Galaxy Entertainment Group L	27 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	31.62	3.6	12.3	0.5	-1.8	-7.4	10.3	-13.2	-22.4	-
Geely Automobile Holdings Lt	175 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	14.55	3.2	5.4	-2.9	-7.7	-17.3	-13.7	-16.6	-23.6	-
Croccc Ltd-H	883 HK	Energy	Trading Buy	23.96	2.8	6.2	1.1	2.7	-1.7	22.3	19.3	33.5	-
Gigadevice Semiconductor I-H	3986 HK	Information Technology	Trading Buy	449.60	2.7	NA	-3.5	-12.9	-7.5	-62.2	0.0	0.0	-
Montage Technology Co Ltd-A	688008 C1	Information Technology	Trading Buy	202.31	2.6	45.7	-4.8	-9.3	-1.0	-33.8	80.8	40.4	-
Agricultural Bank Of China-H	1288 HK	Financials	Trading Buy	6.63	2.4	6.6	0.6	2.1	4.5	24.2	17.6	32.5	-
Midea Group Co Ltd-H	300 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	91.80	2.1	11.9	-3.2	-4.8	-9.5	11.1	13.7	18.2	-
Ind & Comm Bk Of China-H	1398 HK	Financials	Trading Buy	7.71	2.1	6.1	0.8	2.3	1.8	19.9	26.0	41.5	-
Weichai Power Co Ltd-A	000338 C2	Industrials	Trading Buy	25.10	2.0	11.7	0.4	-2.9	-7.3	-5.6	55.2	99.0	-
Chinaamc Etf Series - Ch-Hkd	3188 HK	Financials	Trading Buy	53.08	2.0	NA	0.9	-3.1	-4.8	-10.3	0.7	2.2	-
Meituan-Class B	3690 HK	Consumer Discretionary	Trading Buy	71.70	1.9	20.7	1.8	-1.6	-9.1	4.7	-30.6	-31.4	-
Haier Smart Home Co Ltd-H	6690 HK	Consumer Discretionary	Trading Buy	20.24	1.7	7.8	0.5	1.7	-6.1	6.2	-12.6	-15.2	-
Hsbc Holdings Plc	5 HK	Financials	Core Recomm	158.00	1.0	11.1	-0.6	-0.9	-1.9	7.3	34.0	51.0	-
ISHARES MSCI CHINA ETF	MCHI US	NA	Trading Buy	52.19	0.5	NA	0.2	-1.8	-4.5	2.3	-11.8	-18.6	35.5
Cash (USD equivalent)	CASH				19.3								
TOTAL					100.0	12.8	-0.1	-1.6	-4.8	-2.3	-8.4	-12.4	22.4

Note: "Core Recommendations" refer to our high conviction, best-of-the-best stock picks, with a minimum one-year investment horizon. "Trading Buys" are medium-conviction, short-term trading ideas. "Return" refers to HKD total return including dividends but excluding transaction costs. Inception date is 31 December 2023. For more information, please contact garrick.li@uobkh.com

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at the following link:

<https://research-api.uobkayhian.com/assets/disclaimer/b2112181-0bf2-4c07-af37-3d7129735e61>

or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."