



月度市场策略：盈利将成为下阶段行情主导力量，关注 AI 和出海主线

我们预计本轮由流动性改善驱动的行市将在四季度持续，主要基于：在年内美联储将进一步降息的情况下，流动性将维持宽松；中美元首在即举行的 APEC 峰会上的潜在会晤，将利好市场情绪；即将召开的二十届四中全会将决定未来五年政策方向，有望促使政策面释放利好信号；企业盈利有望进入回升通道，成为下阶段行情的主要驱动力。投资策略上，建议关注 AI 和出海主线。

- 9 月，外部风险缓和，境外中资股出现补涨行情。截至 9 月 26 日，9 月 MSCI 中国指数上涨 6.1%，纳斯达克金龙中概股指数上涨 7.8%，恒生指数上涨 4.2%，上证综合指数下跌 0.8%。分板块看，可选消费和材料领涨，但金融领跌。由于中美贸易谈判进展较为顺利，市场乐观情绪升温，境外中资股（港股和中概股）出现补涨行情。
- 港股表现有望在四季度持续向好。情绪面：近期中美正就关税问题展开积极的谈判，市场的不确定性较此前明显降低，中美元首在 10 月底的 APEC 峰会上的潜在会晤，有助于提振投资者风险偏好和情绪。政策面：二十届四中全会将于 10 月 20 日至 23 日召开，将决定未来五年政策方向，其中产业政策值得重点关注。资金面：美联储已经在 9 月重启降息，有利于改善港股流动性，在预防性降息期间，港股往往能获得较佳的表现。近期外资和南向资金净流入保持强劲，IPO 市场保持火热，叠加港股公司持续回购，有望带来不少增量资金。
- 盈利将成为下阶段行情主导力量。目前，主要中国股指的估值均修复至过去五年均值正一倍标准差左右，进一步扩张的空间可能有限，盈利有望成为下阶段行情的主要驱动力。中期业绩期后 MSCI 中国指数和恒指今明年的盈利预期在受到明显下调后有所企稳，而 A 股的盈利预期则基本企稳，反映出前期盈利的下调已基本计入内外部挑战的负面影响。根据彭博，主要中国股指明年的盈利增速将达到双位数。
- 短期利好兑现并不会中断本轮行情。过去两个月，与我们预计的一致，资金从拥挤度较高的新消费、创新药和银行等板块，轮动至拥挤度较低、估值偏低、业绩超预期的科技板块（AI 产业链相关）。目前，市场对中美贸易谈判预期较为积极，同时部分参与者预期四季度将有更多政策出台以支持经济复苏。即便部分资金在这些利好兑现后获利意愿较强，导致市场出现短期回调，也不影响港股大盘中期向好。
- 投资策略主题：关注 AI 和出海主线。接下来，行业和风格轮动将会加快，需把握好主线与节奏才能获得更好的收益。AI 将是贯穿今明年的投资主题，我们梳理出 32 个港股 AI 概念股供参考。尽管上半年受到国际经贸环境的不确定性影响，出海仍然促进了中国企业收入的增长，比如 A 股的可选/必选消费品零售、金融服务和媒体娱乐等板块，港股的创新药和新消费等板块。我们梳理出 25 个出海概念股供参考。
- 投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025 年 9 月 30 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

策略月报

盈利将成为下阶段行情主导力量，关注 AI 和出海主线

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾.....	6
估值：中国市场估值较此前大幅修复	8
盈利增长：盈利预期下调后或已企稳	10
资金流向：外资持续净流入中国市场	12
行业配置、轮动与风格切换.....	15
短期投资策略主题：关注 AI 和出海主线	18
出海开始成为中企的财务增长引擎	18
AI 仍是贯穿全年的投资主线.....	23

图表目录

图表 1：港股 AI 概念公司梳理	4
图表 2：25 个值得关注的出海概念股	5
图表 3：9 月，港股和中概股表现较为强势	6
图表 4：9 月，MSCI 中国指数行业大多录得上涨，可选消费、材料在估值扩张下领涨，但金融、必选消费表现落后	6
图表 5：恒生综合指数中，材料、可选消费领涨，但电信服务和公用事业较落后	7
图表 6：沪深 300 指数中，信息技术、工业、材料受估值扩张驱动领涨，但金融跌幅较大	7
图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数仍较具性价比	8
图表 8：在全球主要指数中，中国股票指数的估值较仍然偏低	9
图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率	9
图表 10：恒生指数前瞻市盈率	9
图表 11：上证综指前瞻市盈率	9
图表 12：近期 AH 溢价收窄至 18.5%	9
图表 13：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和恒生科技较领先	10
图表 14：MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 一致预期：过去一个月下调后企稳	11
图表 15：恒生指数 2025/2026 年的 EPS 一致预期有所下调后有所企稳.....	11
图表 16：上证综指 2025/2026 年的 EPS 一致预期基本企稳.....	11
图表 17：8 月 28 日-9 月 24 日，全球主要市场海外资金流向	12
图表 18：8 月 28 日-9 月 24 日，外资净流入加速，主要由被动型外资驱动	13
图表 19：同期，海外和本土资金均录得净流入	13
图表 20：过去一月，外资保持净流入港股.....	13
图表 21：.....主要由被动型外资驱动	13
图表 22：9 月以来，南向资金净流入保持强劲.....	14

图表 23:在港股成交额占比保持在高位.....	14
图表 24: MSCI 中国指数各板块估值	15
图表 25: 近一月, 医疗健康、材料板块盈利预期上调幅度领先, 但可选消费、工业板块下调幅度较大	16
图表 26: 恒生综合指数轮动热力图	16
图表 27: 沪深 300 指数轮动热力图	17
图表 28: 过去一月, 成长股跑赢价值股	17
图表 29:大盘股跑赢小盘股.....	17
图表 30: 恒生综合指数季度盈利增速	18
图表 31: 上证综合指数季度盈利增速	18
图表 32: 上半年, A 股公司海外收入同比增速较去年有所下降, 在主营业务收入占比基本持平	19
图表 33: 上半年, 尽管港股公司海外收入同比增速下降 13.1%, 但在总营收的占比保持在 11%	19
图表 34: 海外收入同比增速较总营收更高的板块为可选和必选消费品零售、金融服务和媒体娱乐, 反映这些板块出海进程加速	20
图表 35: 上半年, 海外收入占比增幅较大的板块为金融服务、可选消费品零售、运输和生物制药, 但能源、半导体、技术硬件等降幅较大	20
图表 36: 海外收入同比增速较总营收更高的板块为商业与专业服务、原材料、可选消费品零售和生物制药, 反映这些板块出海进程加速	21
图表 37: 上半年, 海外收入占比增幅较大的板块为房地产、能源、和商业和专业服务	21
图表 38: 25 个值得关注的出海概念股	22
图表 39: 港股 AI 概念公司梳理	24

焦点图表

图表 1：港股 AI 概念公司梳理

公司名称	股票代码	恒生三级行业	市值 (亿港元)	日均成交额 (百万港元)	前瞻市盈率 (倍)	YTD 表现 (%)
AI 行业龙头公司						
腾讯控股	0700.HK	数码解决方案服务	60,476	11,046	16.6	58%
阿里巴巴	9988.HK	线上零售商	33,072	15,414	11.8	110%
中芯国际	0981.HK	半导体	7,567	6,618	53.6	141%
百度集团	9888.HK	互动媒体及服务	3,616	1,807	9.5	59%
快手	1024.HK	互动媒体及服务	3,409	3,285	11.3	91%
金山云	3896.HK	互联网服务及基础设施	338	981	N/A	35%
AI 技术和应用相关公司						
小米集团	1810.HK	消费性电讯设备	13,937	7,860	31.4	55%
比亚迪	1211.HK	汽车	10,459	3,955	10.2	-59%
网易	9999.HK	游戏软件	7,350	1,238	16.0	68%
美团	3690.HK	线上零售商	6,282	7,810	18.3	-32%
京东集团	9618.HK	线上零售商	4,354	2,046	7.8	0%
携程集团	9961.HK	旅游及观光	4,123	1,137	16.5	11%
腾讯音乐	1698.HK	影视娱乐	2,845	97	23.0	108%
京东健康	6618.HK	药品分销	2,142	583	25.1	138%
理想汽车	2015.HK	汽车	2,110	1,990	18.8	5%
小鹏汽车	9868.HK	汽车	1,717	1,610	N/A	93%
联想集团	0992.HK	电脑及周边器材	1,431	867	10.6	14%
华虹半导体	1347.HK	半导体	1,398	2,523	74.1	233%
地平线机器人	9660.HK	数码解决方案服务	1,331	2,139	N/A	166%
蔚来	9866.HK	汽车	1,261	488	N/A	60%
商汤	0020.HK	数码解决方案服务	1,060	1,922	N/A	84%
阿里健康	0241.HK	药品分销	1,055	875	29.8	97%
比亚迪电子	0285.HK	消费性电讯设备	897	1,119	13.9	-5%
哔哩哔哩	9626.HK	互动媒体及服务	886	1,167	25.9	48%
万国数据	9698.HK	互联网服务及基础设施	629	389	N/A	77%
金蝶国际	0268.HK	应用软件	606	684	283.5	100%
同程旅行	0780.HK	旅游及观光	539	244	13.6	26%
金山软件	3888.HK	应用软件	474	562	21.1	1%
阅文集团	0772.HK	出版	401	271	20.7	56%
第四范式	6682.HK	数码解决方案服务	330	485	N/A	25%
黑芝麻智能	2533.HK	数码解决方案服务	129	222	N/A	-30%
创新奇智	2121.HK	数码解决方案服务	43	24	N/A	32%

注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。YTD 表现为 2025 年 1 月 1 日至 9 月 26 日。成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。前瞻市盈率基于 Bloomberg 一致性预测。
资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

图表 2：25 个值得关注的出海概念股

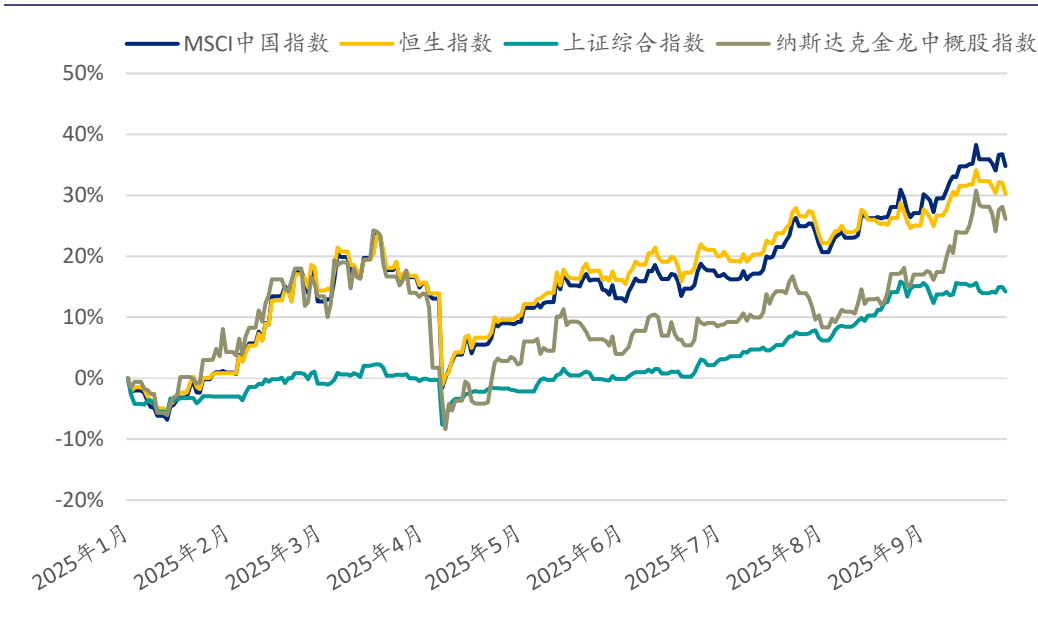
公司名称	股票代码	市值 (亿元)	成交额 (亿元)	2025E 营收增速	2026E 营收增速	市盈率(倍)
消费						
泡泡玛特	9992.HK	3,516	34.2	38%	41%	20.3
名创优品	9896.HK	545	2.8	19%	-1%	18.6
特海国际	9658.HK	94	0.1	13%	4%	23.9
互联网						
拼多多	PDD.US	14,357	9.8	15%	22%	11.0
大健云仓	GCT. US	68	0.3	5%	10%	8.6
昆仑万维	300418.SZ	620	30.1	13%	-88%	N/A
心动	2400.HK	387	2.7	12%	16%	19.0
IGG	0799.HK	53	0.3	2%	29%	7.3
赤子城	9911.HK	180	0.8	23%	30%	12.8
雅乐科技	YALA.N	92	0.0	10%	7%	8.1
YY	JOYY. US	234	0.2	6%	8%	10.8
汇量科技	1860.HK	300	5.0	26%	43%	24.5
网龙	0777.HK	86	0.6	6%	34%	11.9
科技						
小米集团	1810.HK	13,937	81.4	26%	30%	22.8
传音控股	688036.SH	1,196	9.3	13%	29%	18.6
时代电气	3898.HK	690	1.1	12%	13%	10.9
扬杰科技	300373.SZ	412	9.4	19%	23%	24.6
新能源汽车						
比亚迪	1211.HK	10,449	39.8	11%	28%	16.7
小鹏汽车	9868.HK	1,717	16.3	45%	-333%	53.8
零跑汽车	9863.HK	888	5.2	59%	387%	20.7
医疗健康						
恒瑞医药	600276.SH	5,042	43.9	11%	11%	46.9
百济神州	6160.HK	3,173	11.9	20%	167%	50.4
康方生物	9926.HK	1,243	18.8	60%	-288%	171.5
科伦博泰	6990.HK	1,156	3.6	53%	-98%	N/A
和黄医药	0013.HK	215	2.8	17%	-86%	48.6

注：数据截至 2025 年 9 月 26 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港币。2025E 和 2026E 营收增速基于 Bloomberg 一致性预测。

资料来源：iFind、Bloomberg、浦银国际

月度中国市场回顾

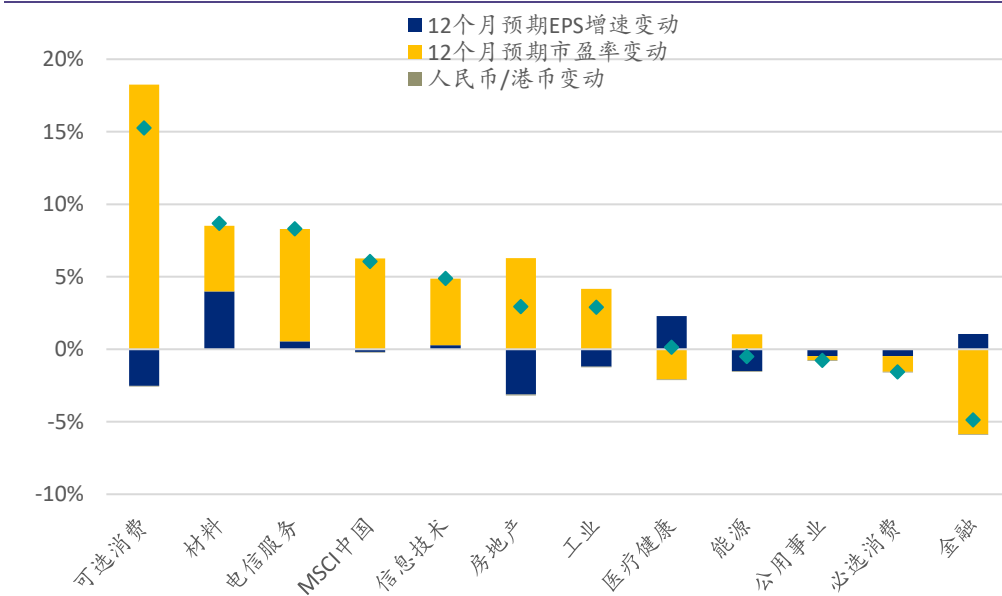
图表 3：9 月，港股和中概股表现较为强势



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

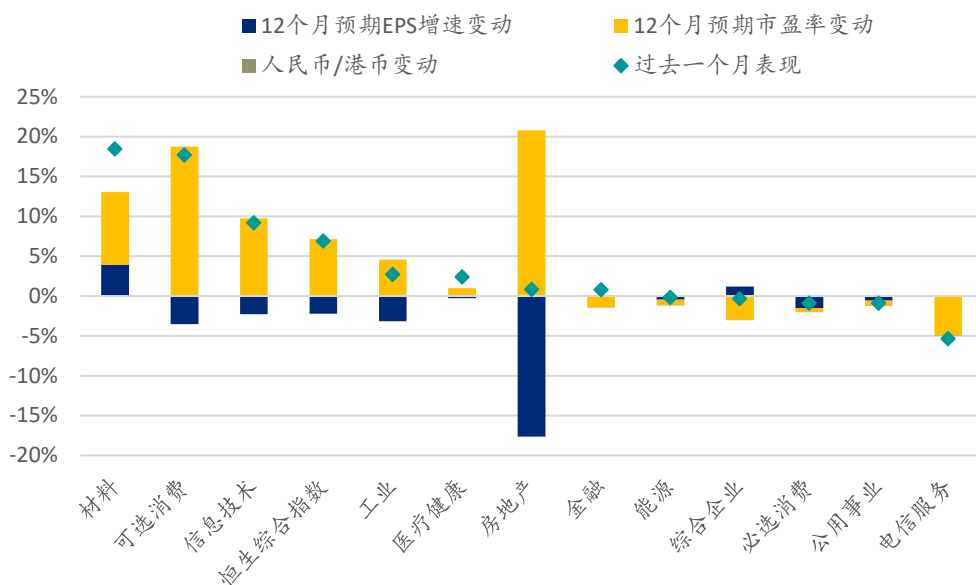
图表 4：9 月，MSCI 中国指数行业大多录得上涨，可选消费、材料在估值扩张下领涨，但金融、必选消费表现落后



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

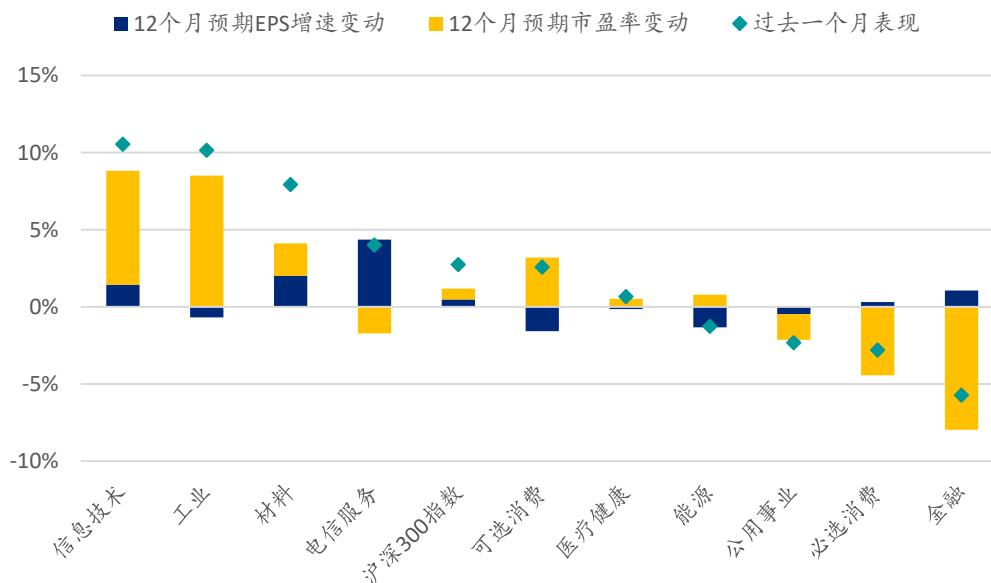
图表 5: 恒生综合指数中，材料、可选消费领涨，但电信服务和公用事业较落后



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 沪深 300 指数中，信息技术、工业、材料受估值扩张驱动领涨，但金融跌幅较大



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

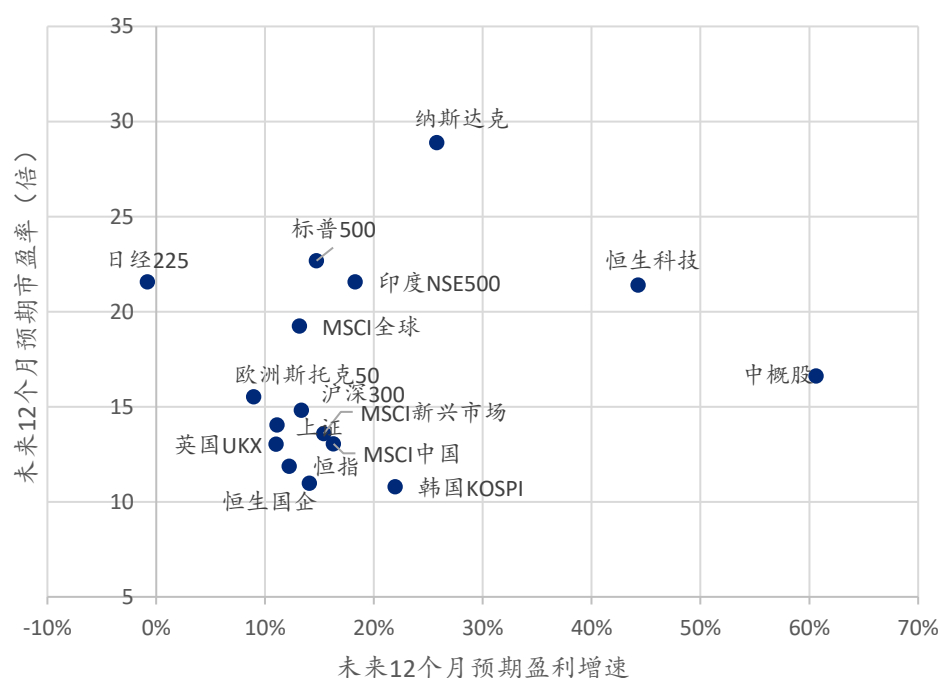
资料来源：Bloomberg、浦银国际

估值：中国市场估值较此前大幅修复

从全球主要股市上看，中国市场估值仍较吸引。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速稳健，估值水平更低。截至 2025 年 9 月 26 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 13.1 倍和 11.7 倍，分别位于过去五年均值正 0.7 倍和正 1.1 倍标准差附近，较此前明显修复。上证综指前瞻市盈率为 13.9 倍，高于其过去五年均值正 2.1 个标准差。对比全球其他主要股票市场指数，标普 500 指数的前瞻市盈率为 22.6 倍，MSCI 新兴市场指数的前瞻市盈率为 13.6 倍。而科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率为 21 倍，低于其过去五年均值，也显著低于纳斯达克指数的 28.8 倍（图表 7-11）。目前，主要中国股指的估值均修复至过去五年均值正一倍标准差左右，但估值相对全球其他股市仍然偏低。

近期，AH 溢价进一步收窄。截至 2025 年 9 月 29 日，AH 溢价较 8 月底时的 27.5% 进一步收窄至过去十年均值以下，读数为 18.5%，港股相对 A 股仍有折价（图表 12）。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于 AH 溢价在中期收窄。从全年的维度上看，预计美联储将在年内进一步降息，中美利差缩窄有利于港股估值的修复。如果接下来中美关系缓和，海外不确定性逐步降低，AH 溢价仍有一定收窄的空间。

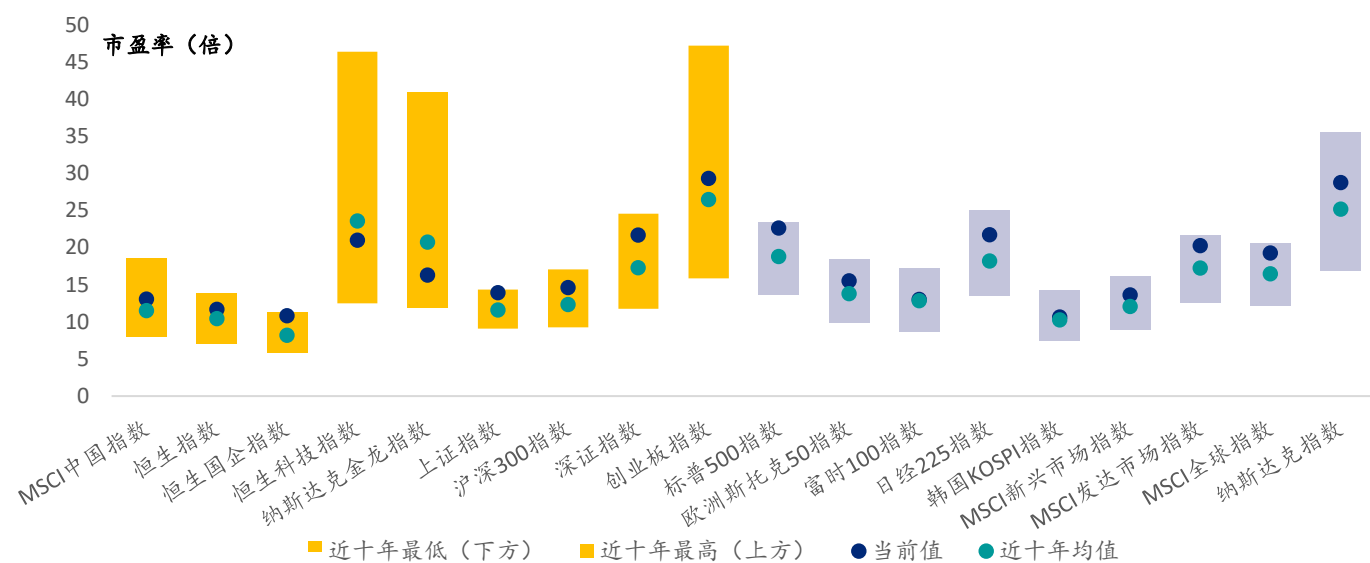
图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数仍较具性价比



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：在全球主要指数中，中国股票指数的估值较仍然偏低



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：恒生指数前瞻市盈率



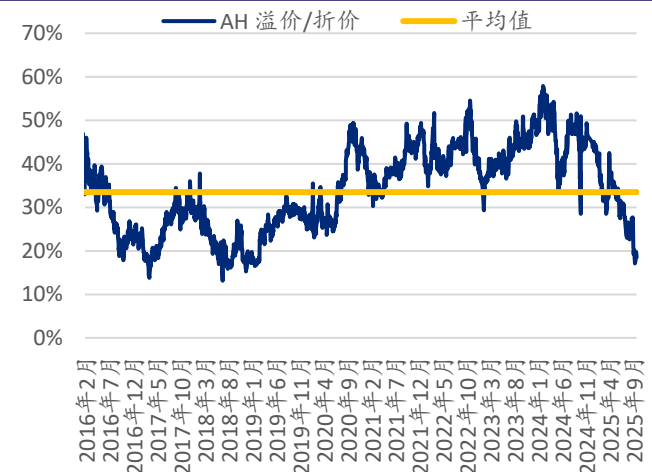
注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：上证综指前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12：近期 AH 溢价收窄至 18.5%



注：数据截至 2025 年 9 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

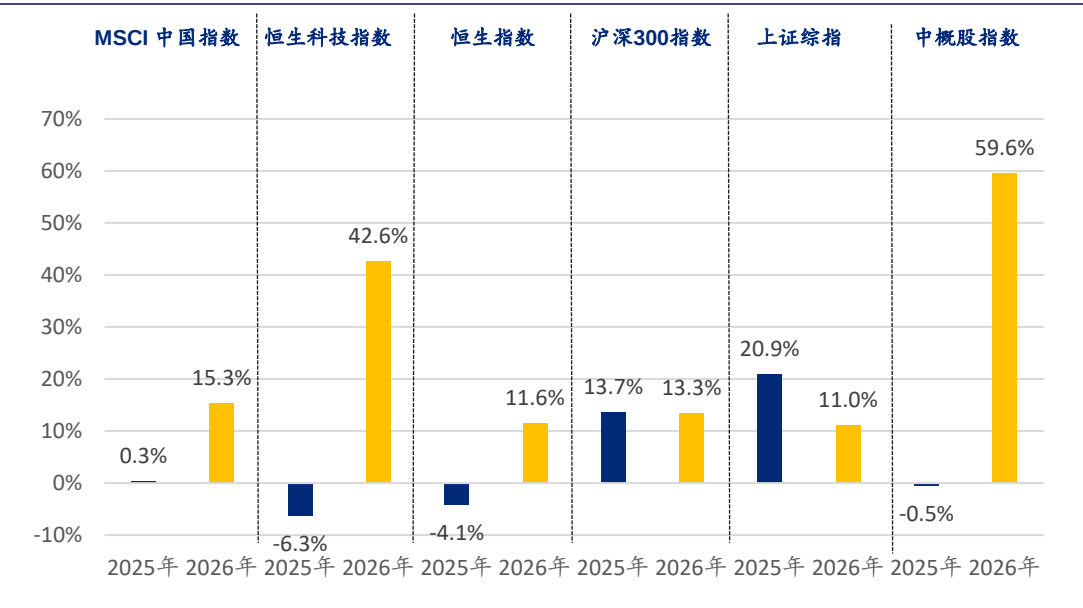
盈利增长：盈利预期下调后或已企稳

明年预期盈利增速将达到双位数。根据彭博，近期卖方分析师下调 MSCI 中国指数 2025 年预期盈利增速至 0.3%，小幅上调 2026 年盈利增速至 15.3%；下调恒生指数 2025 年预期盈利增速至-4.1%，上调 2026 年盈利增速至 11.6%；下调恒生科技指数 2025 年盈利增速至-6.3%，上调 2026 年盈利增速至 42.6%；小幅下调上证综合指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 20.9%/11.0%；下调追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2025 年预期盈利增速至-0.5%，上调 2026 年盈利增速至 59.6%（图表 13）。

过去一月，今明两年盈利预期在受到下调后出现企稳的迹象。根据彭博，截至 9 月 26 日，过去一月 MSCI 中国指数 2025 年每股盈利预期下调了 2.6%（图表 14），恒生指数每股盈利预期下调了 4.1%（图表 15）。上证综指每股盈利预期下调 0.8%（图表 16）。值得注意的是，二季度业绩期后 MSCI 中国指数和恒指今明年的盈利预期在受到明显下调后有所企稳，而 A 股的盈利预期则基本企稳，反映出前期 A 股企业盈利的下调已基本计入内外部挑战对盈利的负面影响，但前期分析师对港股企业的盈利预期或过于乐观。

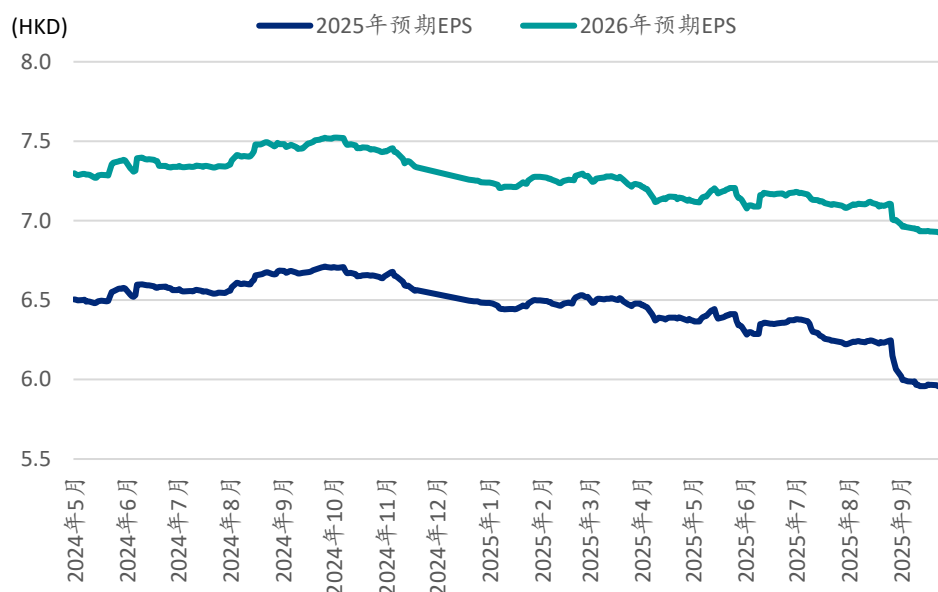
财政政策和货币政策继续发力稳经济。我们的宏观分析师金晓雯预测今年还有 50 个基点降准和 10-20 个基点降息。9 月 29 日，国家发改委宣布将推出新型政策性金融工具。新工具的规模为 5000 亿元，将全部用于补充项目资本金，基本符合市场预期。展望未来，年内仍有适度的经济政策刺激推出，但“大水漫灌”式刺激的可能性很低。近期政策重点或放在新型政策性金融工具的落实上。

图表 13：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和恒生科技较领先



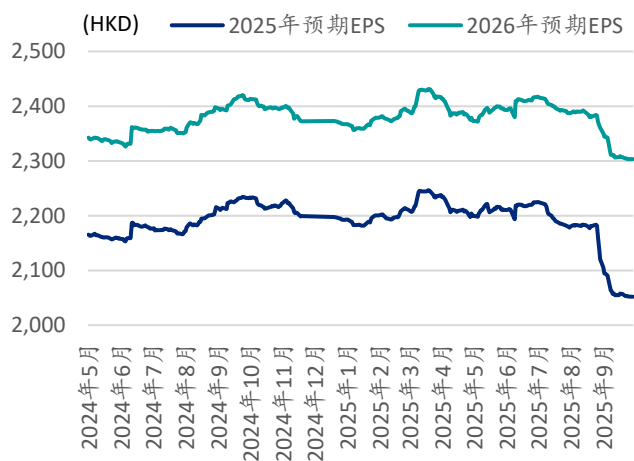
注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14: MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 一致预期: 过去一个月下调后企稳



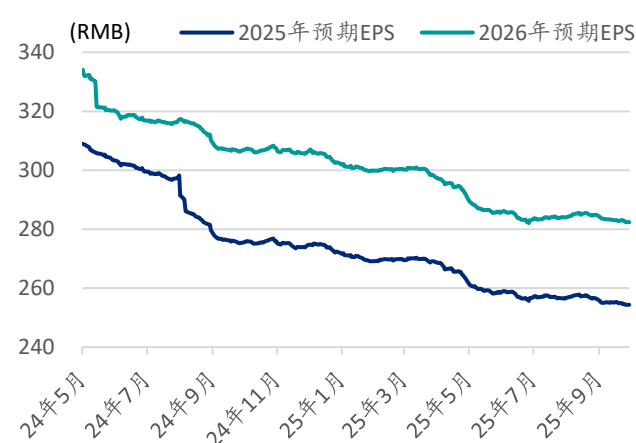
注: 数据截至 2025 年 9 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 恒生指数 2025/2026 年的 EPS 一致预期有所下调后有所企稳



注: 数据截至 2025 年 9 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 上证综指 2025/2026 年的 EPS 一致预期基本企稳

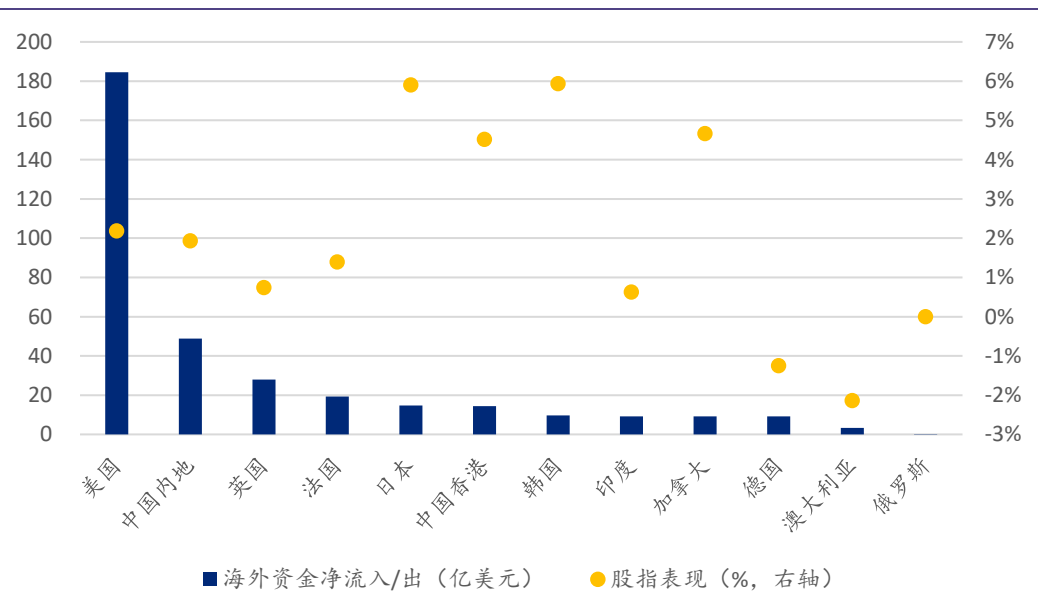


注: 数据截至 2025 年 9 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

资金流向：外资持续净流入中国市场

全球资金再平衡，美股和中国内地市场较获青睐。过去一月（8月28日-9月24日），地缘政治风险明显缓和，市场避险情绪大幅回落，全球资金重新配置风险资产。美股仍是最受外资青睐的市场，录得净流入184.5亿美元。英国股市和法国股市分别录得净流入28.0亿和19.4亿美元。而亚太市场中，日本股市净流入14.8亿美元，韩国股市净流入9.6亿美元，印度股市净流入9.3亿美元。中国内地市场净流入48.9亿美元，中国香港市场净流入14.5亿美元。从表现上看，亚太股票市场表现亮眼，日本和韩国股市领涨，港股表现较佳，但澳大利亚、德国股市表现落后（图表17）。

图表 17：8月28日-9月24日，全球主要市场海外资金流向

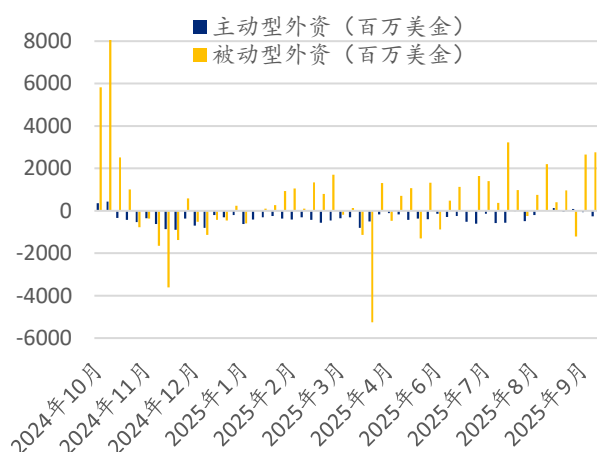


注：数据为 2025 年 8 月 28 日至 9 月 24 日。
资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

外资保持净流入中国内地市场。根据 EPFR，过去一月（8月28日-9月24日），外资持续净流入中国市场，主要由被动型外资驱动。期间共有 48.9 亿美元外资净流入中国市场，其中主动基金净流出 2.8 亿美元，主动型外资净流入并未形成趋势，被动基金净流入 51.7 亿美元，高于上月同期 25.8 亿美元（图表 18）。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，**外资仍有较大的回流空间**。中国市场在全球主要股票市场中的性价比更高，因其明年盈利增速较稳健，估值水平相对更低，在市场情绪明显改善，赚钱效应提升的情况下，有望吸引外资继续净流入。

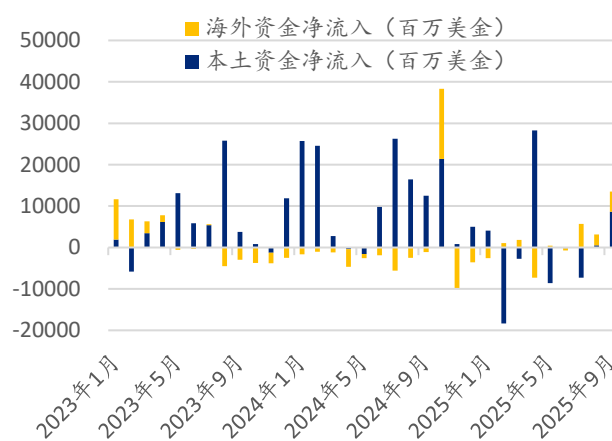
本土资金转为净流入中国内地市场。根据 EPFR，过去一月（8 月 28 日-9 月 24 日），共有 86.3 亿美元的国内资金净流入中国股市，较上月同期的 5.6 亿美元大幅扩大，主要以被动型资金为主（图表 19）。我们观察到今年国内资金呈现明显的“逆向投资”特征，即在市场下跌时集中增持，在市场狂热时有序减持。

图表 18：8 月 28 日-9 月 24 日，外资净流入加速，主要由被动型外资驱动



注：数据截至 2025 年 9 月 24 日。资料来源：EPFR、浦银国际

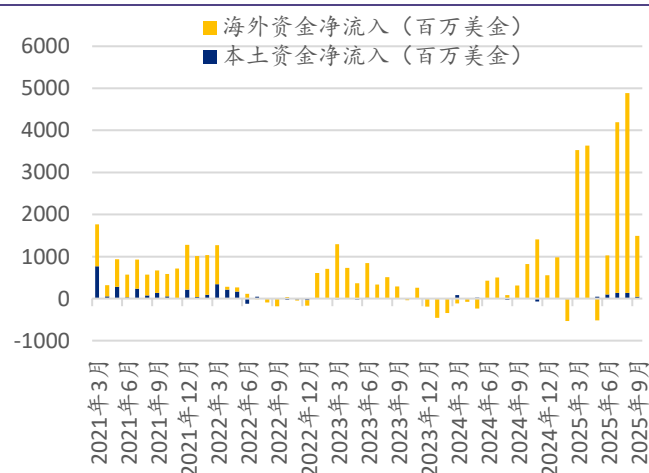
图表 19：同期，海外和本土资金均录得净流入



注：数据截至 2025 年 9 月 24 日。资料来源：EPFR、浦银国际

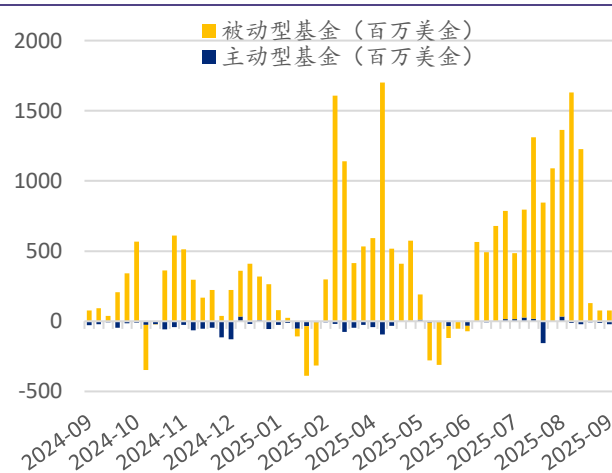
外资净流入港股有所放缓，由被动型资金驱动。从过往的资金流向来看，海外资金流向的变动对港股的资金面影响较大。根据 EPFR，过去一月（8 月 28 日-9 月 24 日），本土资金录得净流入 0.5 亿美元，外资净流入港股市场约 14.5 亿美元。期间，被动型外资仍为净流入的主要驱动力，录得净流入 15.1 亿美元，而主动型外资录的净流出 0.6 亿美元。尽管主动型外资（以长线基金为主）回流并未持续，但被动型外资仍维持净流入，显示对冲型和交易型基金或在积极地交易港股（图表 20-21）。

图表 20：过去一月，外资保持净流入港股.....



注：数据截至 2025 年 9 月 24 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 21：.....主要由被动型外资驱动

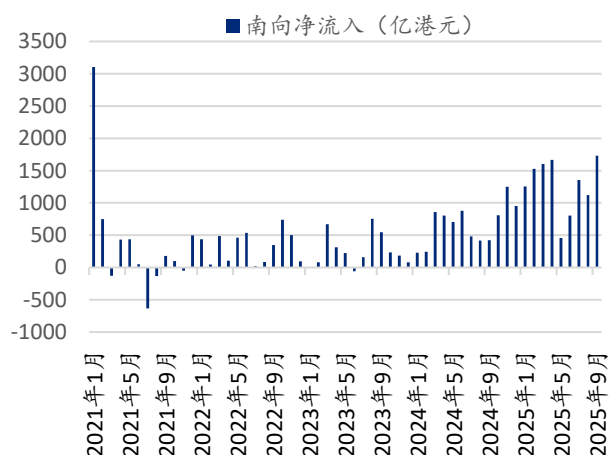


注：数据截至 2025 年 9 月 24 日。资料来源：EPFR、浦银国际

南向资金加速净流入港股。截至 9 月 26 日，9 月以来南向资金累计净流入 1,730.4 亿港元（8 月净流入 1121.6 亿港元），创下今年以来月度最高净流入，日均净流入 82.4 亿港元，较 8 月日均净流入 53.4 亿港元有所上升，净流入明显加速（图表 22）。年初至今，南向资金累计净流入为 1.15 万亿港元，已超过去年全年净流入总额，反映出近期内地投资者对港股的兴趣大幅提升。

南向资金在港股的成交占比有所下降。截至 9 月 26 日，9 月南向资金的当月日均成交额在港股占比为 25.1%，较 8 月 28.0% 的日均成交额占比有所下降，但仍处于高位（图表 23）。随着多个新消费股和创新药股被纳入港股通，内地投资者的可投标的范围进一步拓宽，有望增强其投资港股的吸引力。另外，我们观察到在中长期资金入市引导、AH 溢价等多个因素驱动下，国内险资和公募基金正加快在港股的布局，有望成为南向资金的增量来源。

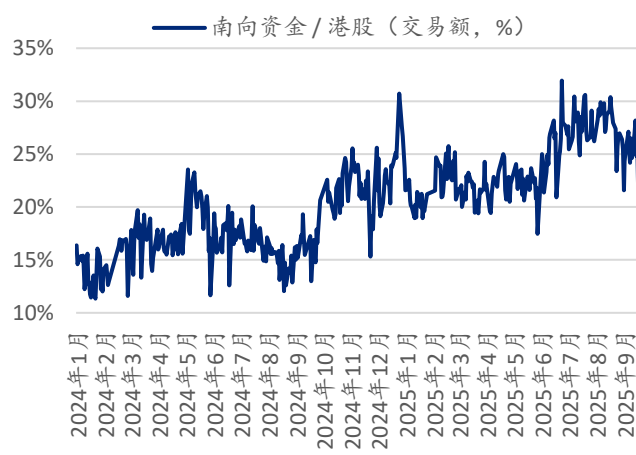
图表 22：9 月以来，南向资金净流入保持强劲……



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 23：……在港股成交额占比保持在高位



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

行业配置、轮动与风格切换

随着行业轮动加快，建议关注受益于 AI 的信息科技行业以及受益于出海的创新药和新消费板块。过去两个月，正如我们预期的，资金从拥挤度较高的新消费、创新药和银行等板块，轮动至拥挤度较低、估值偏低、业绩超预期的科技板块（AI 产业链相关）。接下来，行业和风格轮动将会加快，需把握好主线与节奏才能获得更好的收益。预计 AI 和出海将是贯穿今明年的投资主题，建议关注受益于 AI 的信息科技行业以及受益于出海的创新药和新消费板块。

目前，消费（包括可选消费、必选消费）、医疗健康、公用事业等板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均低于其过去五年均值，且他们 2024-2027 年盈利的年复合增长率和 ROE 均较为强劲（图表 24）。过去一月，医疗健康和材料板块的盈利预期上调幅度领先，但可选消费、工业板块下调幅度较大（图表 25）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

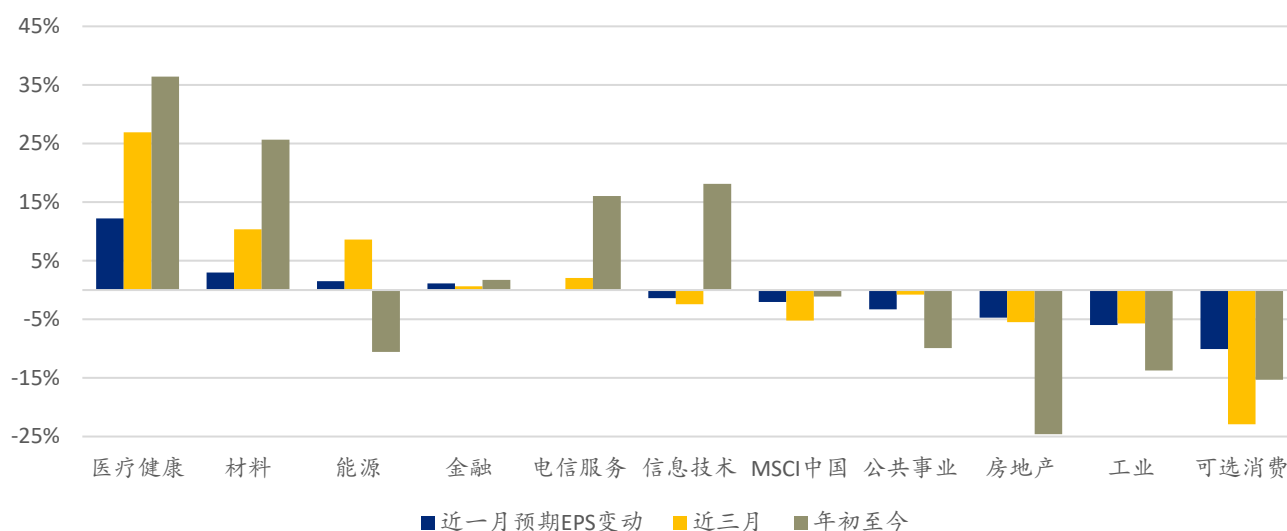
近期行业轮动中医疗健康、金融和材料行业保持较强动能。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph, RRG）来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，医疗健康、材料、工业和信息技术保持强势，能源和可选消费有所改善，但必选消费、公用事业、电信服务和房地产的动能较落后（图表 26）。沪深 300 指数中，医疗健康、材料、电信服务和信息技术动能较强，工业有所改善，但消费（可选+必选）、公用事业、能源和金融的动能较落后（图表 27）。

图表 24：MSCI 中国指数各板块估值

	必选 消费	可选 消费	能源	金融	医疗 健康	工业	信息 科技	材料	电信 服务	公用 事业	房地产
前瞻市盈率											
当前	19.3	21.6	9.7	6.0	31.6	11.9	37.6	14.6	20.5	10.3	16.7
过去五年	24.2	26.3	7.3	5.1	42.5	9.2	23.2	10.7	21.7	10.3	8.6
过去十年	24.1	25.2	12.6	5.9	33.4	9.4	26.0	11.0	19.4	11.0	7.8
前瞻市净率											
当前	3.3	2.6	0.9	0.6	3.6	1.1	4.1	1.9	3.6	1.0	0.7
过去五年	4.3	2.8	0.7	0.6	3.4	1.0	2.8	1.4	2.3	1.1	0.7
过去十年	3.9	3.0	0.8	0.7	3.3	1.0	3.7	1.2	2.0	1.3	0.9
2024-2027 年 EPS 年复合增长率	12.6%	15.2%	3.6%	4.6%	7.8%	4.7%	28.4%	12.4%	13.5%	7.5%	31.3%
ROE	16.9%	11.2%	8.9%	10.2%	11.2%	9.6%	10.6%	13.4%	15.5%	9.8%	4.4%
股利收益率	3.1%	1.1%	6.0%	5.1%	0.9%	3.0%	0.5%	2.6%	0.9%	4.9%	3.1%

注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：近一月，医疗健康、材料板块盈利预期上调幅度领先，但可选消费、工业板块下调幅度较大

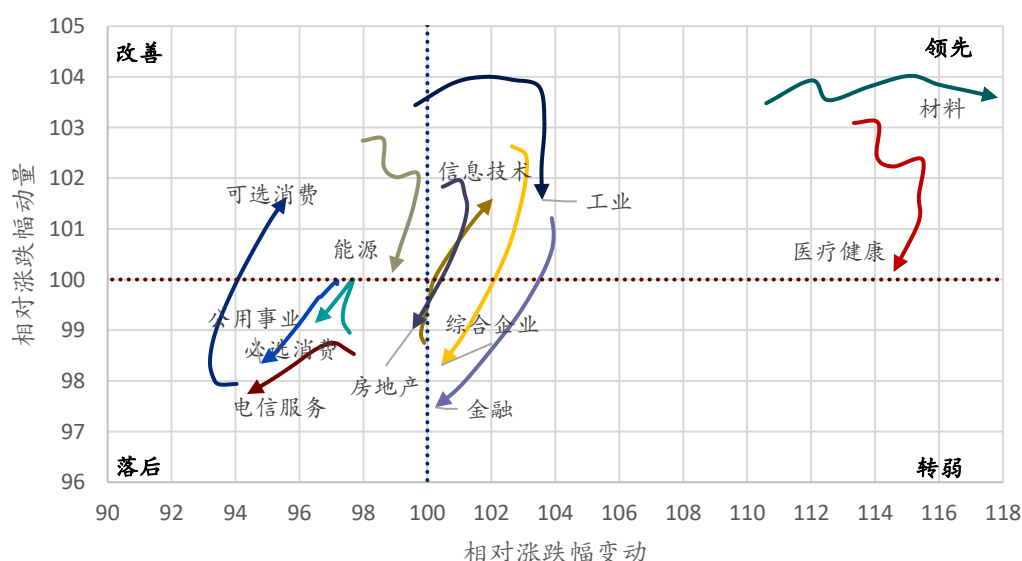


注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

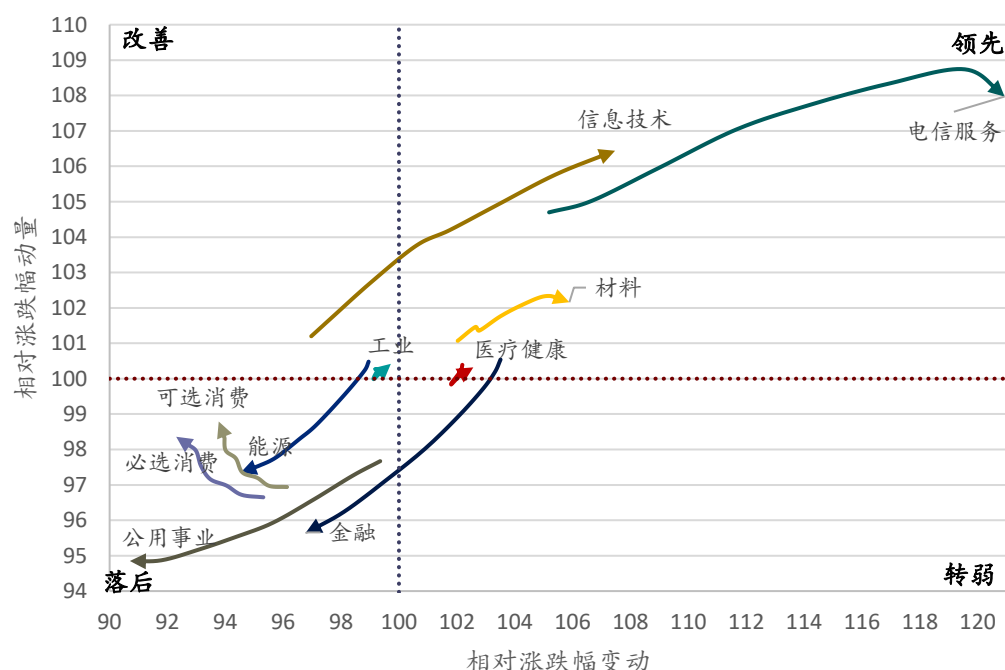
我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 26：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：沪深 300 指数轮动热力图

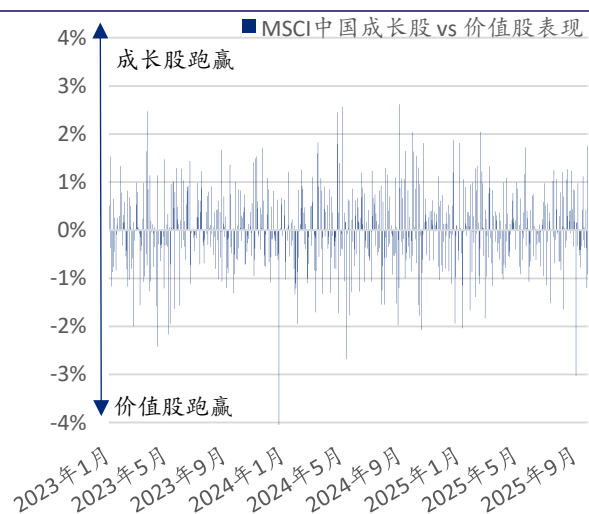


注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

短期大盘成长风格持续占优。过去一个月，投资者风险偏好有所上升，成长股明显跑赢了价值股，大盘股跑赢了小盘股（图表 28-29）。在市场情绪改善的背景下，投资者风险偏好将会提升，成长风格会持续占优。若市场波动加剧，大盘股将更受投资者的青睐。因此，我们预计大盘成长风格在短期内将占优。

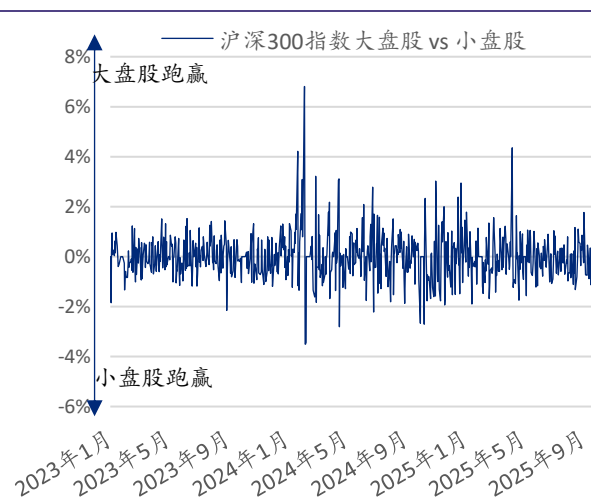
图表 28：过去一月，成长股跑赢价值股



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 29：.....大盘股跑赢小盘股



注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

短期投资策略主题：关注 AI 和出海主线

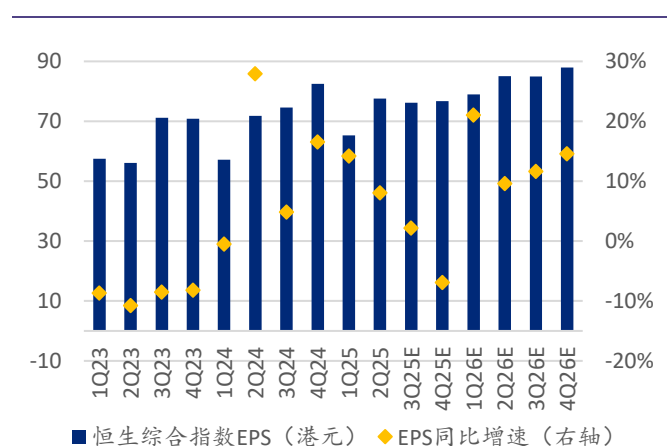
• 出海开始成为中企的财务增长引擎

正如我们在[中国市场中期业绩回顾](#)中分析的，叙事的持续演绎终究需要基本面的坚实支撑。我们发现，尽管上半年受到国际经贸环境的不确定性影响，出海仍然促进了中国企业收入的增长，比如 A 股的可选和必选消费品零售、金融服务和媒体娱乐等板块，港股的创新药和新消费等板块。在基本面的支撑下，我们预计出海叙事依然是贯穿明年的投资主线。

港股二季度盈利韧性较 A 股更强。MSCI 中国指数 2Q25 每股盈利为 1.53 港元，同比上升 8.8%，环比增长 10.3%。上证综合指数 2Q25 每股盈利为人民币 58.69 元，同比增长 1.8%，环比下降 1.5%。恒生综合指数 2Q25 每股盈利为 77.60 港元，同比增长 8.0%，环比增长 18.9%。追踪中概股的纳斯达克金龙指数 2Q25 每股盈利为 84.93 美元，同比增长 6.4%，环比下降 8.9%。

A 股下半年盈利增长或将较港股和中概股更强劲。根据彭博一致预期，MSCI 中国指数和恒生指数三、四季度盈利或将录得负增长，但上证综指同期的盈利增长或将录得强劲的正增长。基本面在二季度财报季重回市场的核心关注点，股价变动与业绩的相关性较强。接下来，随着业绩增长持续恢复和市场情绪改善，盈利增长有望伴随估值修复重新成为市场向上的驱动力。

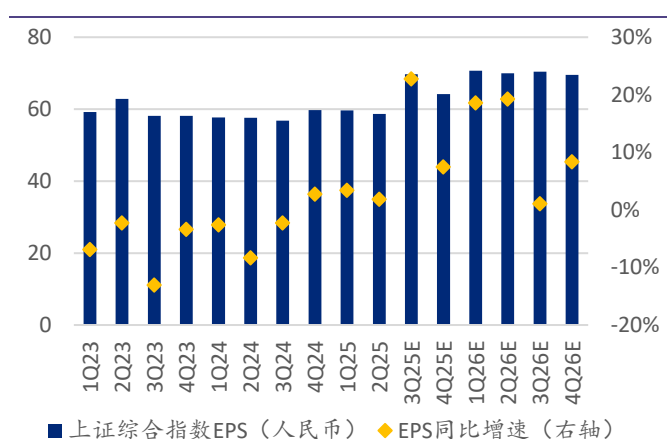
图表 30：恒生综合指数季度盈利增速



注：3Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 31：上证综合指数季度盈利增速



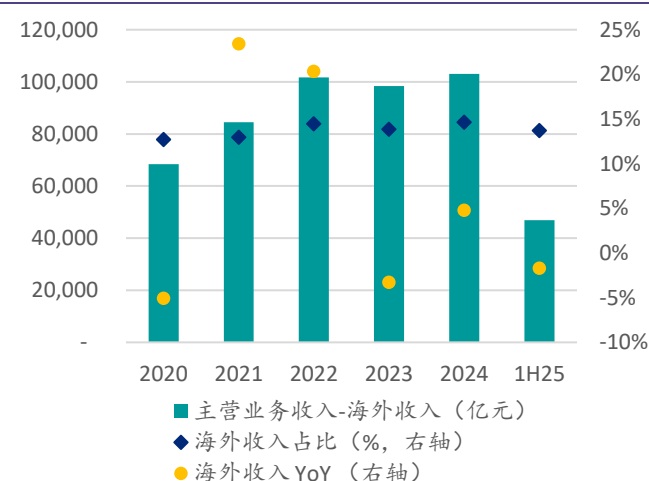
注：3Q25-4Q26 为彭博一致预期的增速。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

出海进程较去年同期有所放缓，但仍保持稳定态势。根据 iFinD，2025 年中期业绩报告数据中，共有 2,972 家 A 股公司披露了海外业务收入，较去年同期的 2,912 家略有增加，表明更多企业仍在积极拓展国际业务。这些企业的海外收入总额达 4.69 万亿元，同比下降 2%，海外收入占 A 股公司主营业务收入总收入的比例为 13.7%，与去年同期的 14% 基本持平（图表 32）。上半年，有 273 个在香港上市的中国内地注册公司披露了其有海外收入，与去年同期 277 个基本持平。然而，这些港股公司海外收入同比下降了 13.1%，与他们的总营收同比增速（-13%）基本持平，海外收入在总营收占比保持在 11%（图表 33）。尽管海外收入的绝对规模略有回调，但海外业务在企业整体营收结构中的地位并未发生明显变化。

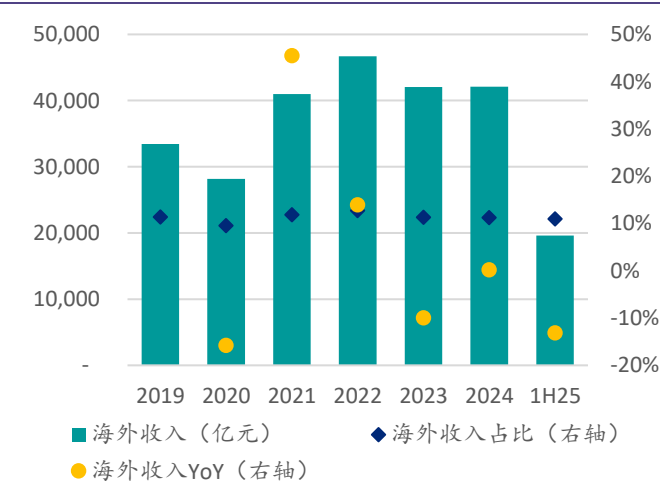
国际经贸环境的不确定性并未扭转中国企业出海趋势。全部 A 股公司上半年总营收为 32.2 万亿元，同比微增 0.3%，增速略高于海外收入增长，说明在内需市场支撑下，A 股公司总体营收表现更为稳健。这一反差可能源于在全球贸易摩擦持续背景下，部分企业将原出口导向的业务逐步转向国内市场，以应对国际环境的不确定性。尽管 A 股和港股公司的海外收入增速短期承压，但从长期结构来看，企业出海的趋势并未发生逆转，国际化布局仍在不断推进。

图表 32：上半年，A 股公司海外收入同比增速较去年有所下降，在主营业务收入占比基本持平



资料来源：iFinD、浦银国际

图表 33：上半年，尽管港股公司海外收入同比增速下降 13.1%，但在总营收的占比保持在 11%

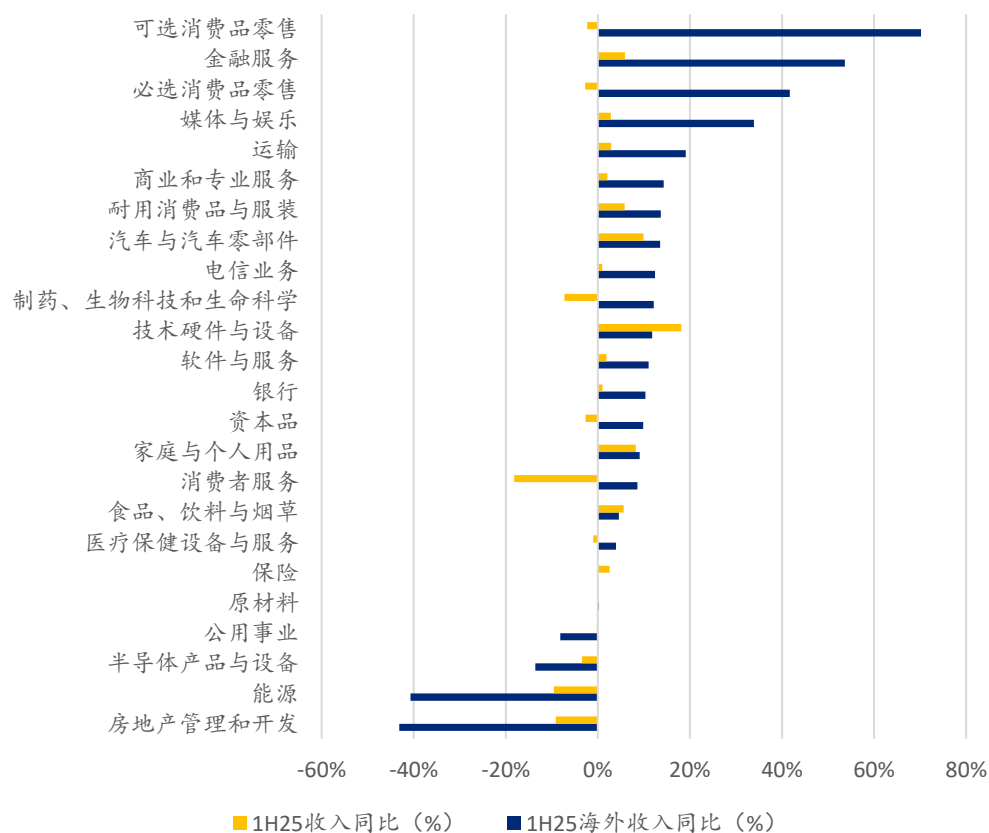


资料来源：Bloomberg、浦银国际

A 股可选消费、医药及金融等板块表现出了较强的出海韧性与成长潜力。

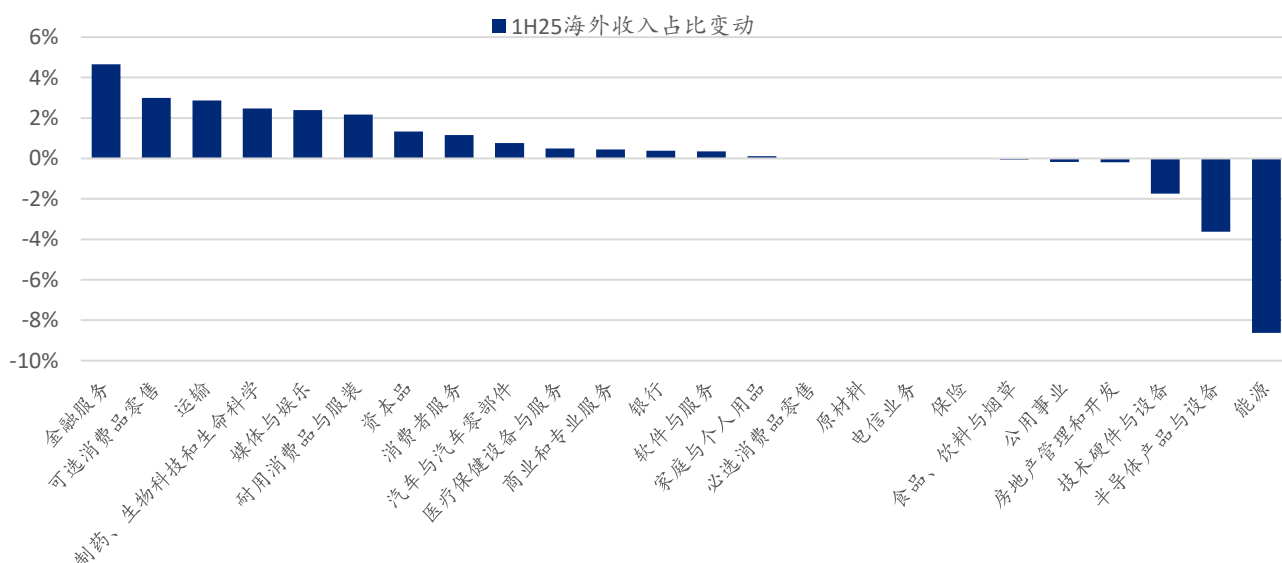
从板块来看，部分 A 股板块的海外收入表现突出，增速甚至超过其总营收增速，尤其是可选消费品零售、必选消费品零售、金融服务和媒体娱乐等行业。这些板块出海进程明显加快，显示出较强的国际竞争力和市场扩张能力。此外，上半年海外收入占比提升较为明显的行业包括金融服务、可选消费零售、运输和生物制药，表明这些领域正积极拓展跨境业务，提升全球市场参与度。相反，能源、半导体和技术硬件等板块的海外收入占比出现较大幅度下降，可能受到国际大宗商品价格波动、技术出口限制及供应链区域化调整等因素的影响，海外业务拓展面临阶段性阻力。

图表 34：海外收入同比增速较总营收更高的板块为可选和必选消费品零售、金融服务和媒体娱乐，反映这些板块出海进程加速



资料来源：iFinD、浦银国际

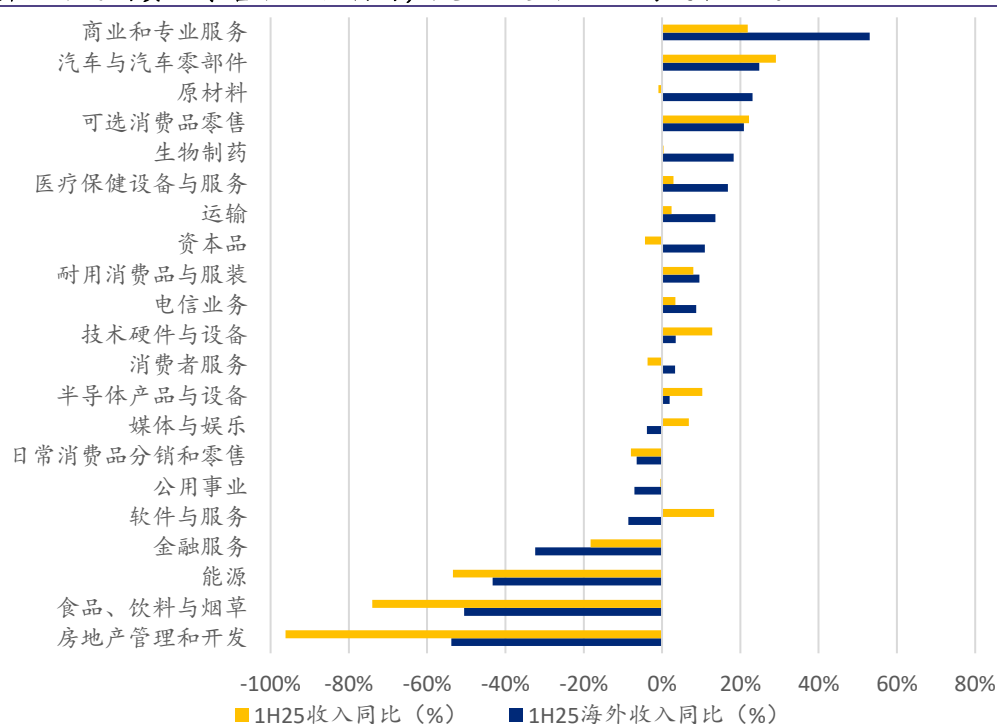
图表 35：上半年，海外收入占比增幅较大的板块为金融服务、可选消费品零售、运输和生物制药，但能源、半导体、技术硬件等降幅较大



资料来源：iFinD、浦银国际

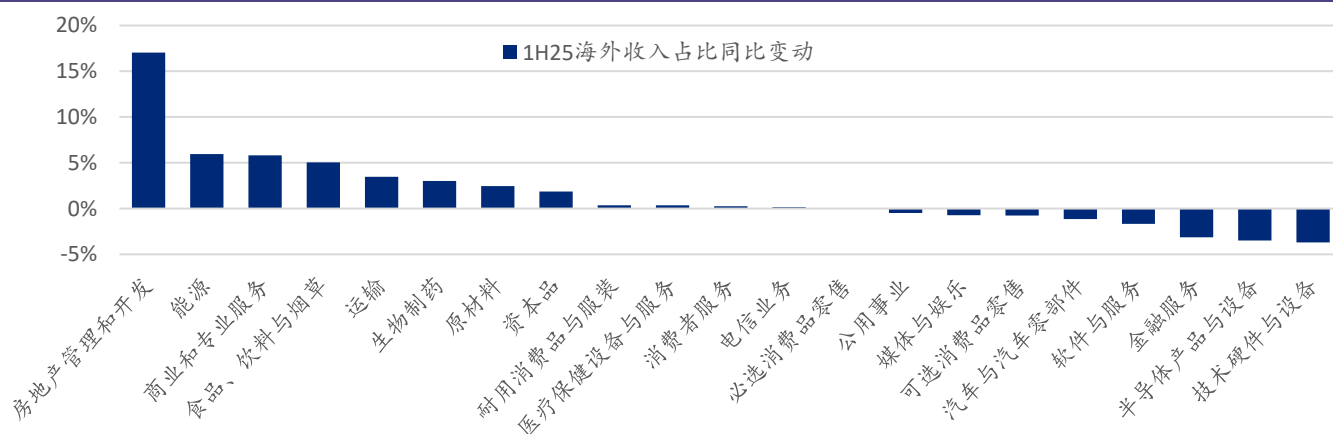
具备稀缺性技术、全球化运营能力的港股行业（如创新药、新消费）出海加速。我们对在中期业绩中披露了有海外收入的 273 个香港上市中国内地注册公司进行分析，发现海外收入增长最突出板块为商业与专业服务、汽车与汽车零部件、可选消费品零售、原材料、生物制药和医疗保健等。年初至今，创新药和新消费领涨港股市场、支撑他们上涨背后最重要的逻辑之一就是出海。新消费龙头通过差异化策略实现海外收入爆发式增长，创新药企业通过技术授权（License-out）与海外并购快速打开市场。而上半年海外收入占比提升较为明显的行业包括房地产、能源以及商业和专业服务，但技术硬件和半导体等板块受关税政策影响，海外收入占比降幅相对较大。

图表 36：海外收入同比增速较总营收更高的板块为商业与专业服务、原材料、可选消费品零售和生物制药，反映这些板块出海进程加速



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 37：上半年，海外收入占比增幅较大的板块为房地产、能源、和商业和专业服务



资料来源：iFinD、浦银国际

我们与行业分析师自下而上地从浦银国际研究覆盖的行业中筛选出 25 个值得关注的出海概念股，它们中有的受益于中国品牌产品出海，有的受益于产能或产业链出海，其海外收入有望持续提升，成为全球化布局的公司。

图表 38：25 个值得关注的出海概念股

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	成交额 (亿元)	2025E 营收增速	2026E 营收增速	市盈率(倍)
消费						
泡泡玛特	9992.HK	3,516	34.2	38%	41%	20.3
名创优品	9896.HK	545	2.8	19%	-1%	18.6
特海国际	9658.HK	94	0.1	13%	4%	23.9
互联网						
拼多多	PDD.US	14,357	9.8	15%	22%	11.0
大健云仓	GCT. US	68	0.3	5%	10%	8.6
昆仑万维	300418.SZ	620	30.1	13%	-88%	N/A
心动	2400.HK	387	2.7	12%	16%	19.0
IGG	0799.HK	53	0.3	2%	29%	7.3
赤子城	9911.HK	180	0.8	23%	30%	12.8
雅乐科技	YALA.N	92	0.0	10%	7%	8.1
YY	JOYY. US	234	0.2	6%	8%	10.8
汇量科技	1860.HK	300	5.0	26%	43%	24.5
网龙	0777.HK	86	0.6	6%	34%	11.9
科技						
小米集团	1810.HK	13,937	81.4	26%	30%	22.8
传音控股	688036.SH	1,196	9.3	13%	29%	18.6
时代电气	3898.HK	690	1.1	12%	13%	10.9
扬杰科技	300373.SZ	412	9.4	19%	23%	24.6
新能源汽车						
比亚迪	1211.HK	10,449	39.8	11%	28%	16.7
小鹏汽车	9868.HK	1,717	16.3	45%	-333%	53.8
零跑汽车	9863.HK	888	5.2	59%	387%	20.7
医疗健康						
恒瑞医药	600276.SH	5,042	43.9	11%	11%	46.9
百济神州	6160.HK	3,173	11.9	20%	167%	50.4
康方生物	9926.HK	1,243	18.8	60%	-288%	171.5
科伦博泰	6990.HK	1,156	3.6	53%	-98%	N/A
和黄医药	0013.HK	215	2.8	17%	-86%	48.6

注：数据截至 2025 年 9 月 26 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港币。2025E 和 2026E 营收增速基于 Bloomberg 一致性预测。

资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

• AI 仍是贯穿全年的投资主线

AI 开始成为驱动美股盈利的增长引擎。在本次财报季，AI 开始促进科技企业的盈利增长，除了基础层公司之外，部分应用层公司也出现了实质性的进展。我们预计 AI 将会持续推动未来几年美股的企业盈利，通过降本增效或是通过 AI Agent 等新的形式帮助企业找到新的爆发性增长点。

我们预计接下来美股 AI 行情有望延续至港股。在 AI 技术应用发展上，中国在人才积累、数据获取、政策支持、商业化落地等多个方面更有优势，这些优势有助于中国在 AI 发展中处于全球的领先地位。**中国 AI 发展有望实现“弯道超车”。**

政策利好赋能人工智能加速发展。今年政府工作报告中指出：“持续推进‘人工智能+’行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”。

人工智能产业有望成为“十五五”规划研究重点。中国共产党第二十届四中全会将于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，将提供“十五五”规划的框架信息。我们的宏观分析师金晓雯认为，经济再平衡仍是重点所在。在需求端，促消费或仍是重点；而在供给端，推进全国统一大市场建设以及推动新质生产力发展和科技创新或是重点，前者的一大重点或在“反内卷”，后者（推动新质生产力发展和科技创新）则是中国在科技竞赛中追赶美国的关键所在。我们相信中国会继续加大对高新科技（尤其是人工智能）的各项投入。在政策大力扶持和全方位的资源投入下，人工智能产业链上中下游的细分板块有望受益。例如：AI 芯片、算力产业链、云服务商、软件服务、5G 通信、机器人、智能驾驶等领域。

短期投资交易策略：建议关注科技主线，重点关注 AI 属性较强，并具备护城河的 AI 行业龙头公司。在标的选择上，在快速变化的行业环境中，选择具备确定性护城河的公司就显得极其重要。**我们梳理出 6 个具有中长期配置价值的港股 AI 行业龙头公司。**而更多高效、便宜的 AI 模型有望出现，这不仅有助于 AI 应用的广泛普及，还将催生更多的商业模式。AI 产业链中技术层及应用层的机会也值得关注。**我们梳理出 26 个短期有望受到资金青睐的 AI 技术和应用相关的港股公司，**供投资者参考（图表 39）。

图表 39：港股 AI 概念公司梳理

公司名称	股票代码	恒生三级行业	市值 (亿港元)	日均成交额 (百万港元)	前瞻市盈率 (倍)	YTD 表现 (%)
AI 行业龙头公司						
腾讯控股	0700.HK	数码解决方案服务	60,476	11,046	16.6	58%
阿里巴巴	9988.HK	线上零售商	33,072	15,414	11.8	110%
中芯国际	0981.HK	半导体	7,567	6,618	53.6	141%
百度集团	9888.HK	互动媒体及服务	3,616	1,807	9.5	59%
快手	1024.HK	互动媒体及服务	3,409	3,285	11.3	91%
金山云	3896.HK	互联网服务及基础设施	338	981	N/A	35%
AI 技术和应用相关公司						
小米集团	1810.HK	消费性电讯设备	13,937	7,860	31.4	55%
比亚迪	1211.HK	汽车	10,459	3,955	10.2	-59%
网易	9999.HK	游戏软件	7,350	1,238	16.0	68%
美团	3690.HK	线上零售商	6,282	7,810	18.3	-32%
京东集团	9618.HK	线上零售商	4,354	2,046	7.8	0%
携程集团	9961.HK	旅游及观光	4,123	1,137	16.5	11%
腾讯音乐	1698.HK	影视娱乐	2,845	97	23.0	108%
京东健康	6618.HK	药品分销	2,142	583	25.1	138%
理想汽车	2015.HK	汽车	2,110	1,990	18.8	5%
小鹏汽车	9868.HK	汽车	1,717	1,610	N/A	93%
联想集团	0992.HK	电脑及周边器材	1,431	867	10.6	14%
华虹半导体	1347.HK	半导体	1,398	2,523	74.1	233%
地平线机器人	9660.HK	数码解决方案服务	1,331	2,139	N/A	166%
蔚来	9866.HK	汽车	1,261	488	N/A	60%
商汤	0020.HK	数码解决方案服务	1,060	1,922	N/A	84%
阿里健康	0241.HK	药品分销	1,055	875	29.8	97%
比亚迪电子	0285.HK	消费性电讯设备	897	1,119	13.9	-5%
哔哩哔哩	9626.HK	互动媒体及服务	886	1,167	25.9	48%
万国数据	9698.HK	互联网服务及基础设施	629	389	N/A	77%
金蝶国际	0268.HK	应用软件	606	684	283.5	100%
同程旅行	0780.HK	旅游及观光	539	244	13.6	26%
金山软件	3888.HK	应用软件	474	562	21.1	1%
阅文集团	0772.HK	出版	401	271	20.7	56%
第四范式	6682.HK	数码解决方案服务	330	485	N/A	25%
黑芝麻智能	2533.HK	数码解决方案服务	129	222	N/A	-30%
创新奇智	2121.HK	数码解决方案服务	43	24	N/A	32%

注：数据截至 2025 年 9 月 26 日。YTD 表现为 2025 年 1 月 1 日至 9 月 26 日。成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。前瞻市盈率基于 Bloomberg 一致性预测。

资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

