下载日志已记录，仅供内部参考

报告日期 2026 年 10 月 20 日

以史为鉴，本轮加息对港股有何影响——海外二三事

分析师：万清昱
S0190526040011
请注意：万清昱并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
wanqingyu@xyzq.com.cn

分析师：潘晗
S0190526040010
请注意：潘晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
panhan@xyzq.com.cn

分析师：张博
S0190519060002
BMM189
zhangboyjs@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证海外策略】震荡中彰显韧性，港股红利配置价值仍突出——港股红利资产月报-2026.10.08
【兴证海外策略】全球 5 万份半年报：AI 扩张与地缘重构-2026.09.18
【兴证海外策略】恒生科技扩容的细节与影响-2026.08.13

投资要点：

- **历史视角，如何定义本轮紧缩的性质和影响？**
  - ✓ **经济周期位置与利率起点共同决定加息强度，当前环境与 90 年代末更为接近。**70—80 年代美联储加息多为应对既成高通胀，90 年代后预防式通胀管理更为常见。当前美国增长保持韧性、就业偏紧、核心通胀相对温和，同时政策利率已具一定限制性，从历史视角看，当前美国所处的宏观及产业环境与 1997 和 1999 年相近，彼时科技投资和消费推动经济加速，加息的主要目标在于预防通胀进一步抬升。在此背景下，1997 年和 1999 年，美联储分别累计加息 25bp 和 175bp，持续时长不超过 1 年。
  - ✓ **高利率正从传统需求与 AI 融资两端制约经济扩张，大幅加息条件有限。**一方面，高融资成本持续压制传统行业融资、居民消费与地产需求；另一方面，AI 资本开支扩张推高外部融资需求，叠加信用利差走阔，AI 投资对利率的敏感度也在上升。随着高利率对增长的约束逐步显现，进一步紧缩的必要性与空间或同步下降。
  - ✓ **市场通常提前计价加息，预防式紧缩对港股的冲击相对温和。**美联储加息仍会通过利差、港元汇率及 HIBOR 等渠道收紧香港流动性，但港股并非必然持续承压。历史平均表现上，10Y 美债收益率多在首次加息前提前上行，但预防式加息下，利率抬升幅度明显低于抗通胀型加息；恒指也通常仅在加息落地后短暂调整，随后随着紧缩预期消化、流动性冲击减弱而阶段性上行，波动率也显著低于抗通胀型加息期间。
- **当前的宏微观条件是否支持港股短期反转？**
  - ✓ **宏观基本面支撑相对有限，海外高利率或进一步放大基本面压力。**当前国内经济仍处于动能切换阶段，内需修复偏缓；历史经验显示，在国内增长动能较弱时，美联储加息更容易通过放大港股市场压力，典型如 2022 年。同时，海外高利率若压制消费、资本开支与制造业需求，中国出口订单或难免受到冲击，进一步加大增长阻力。
  - ✓ **盈利、估值与资金尚未形成共振，指数层面反转条件仍不充分。**盈利端，恒指与恒科 2026、2027 年 EPS 一致预期整体仍被下修，未明显企稳。估值端，恒指动态 PE 虽已回落至历史均值附近，但无风险利率高位下 ERP 仍处较低水平，显示吸引力有限。资金端，外资港股配置比例降至历史低位，但主动外资流出趋势未改；叠加 2027Q1 解禁供给回升，或带来阶段性压力，短期仍缺乏足够的基本面与增量资金催化。
- **配置建议：短期抓反弹和结构机会，中长期等待催化**
  - ✓ **红利仍具底仓价值，盈利预期上修是结构性机会的重要线索。**港股短期缺乏趋势反转的基础，但情绪触底后有望迎来阶段反弹，配置上仍应从防御性收益与盈利改善两条线索寻找结构机会：一是红利资产，港股主要宽基和红利指数股息率高于对应 A 股，叠加香港中资股分红比例持续抬升，现金流稳定、股息率高的龙头标的仍可作为组合底仓；二是关注盈利预期上修、但近期股价尚未充分体现的行业，包括半导体、汽车与零配件、电气设备、医药生物、钢铁、硬件设备等；对房地产、可选消费零售、建材等盈利改善与股价表现已形成一定共振的方向，可继续跟踪业绩兑现的持续性。
  - ✓ **后续关注“新恒科”的价值转变，耐心等待流动性“顺风”下的估值修复。**“新恒科”将于 12 月正式落地。据我们预测，首次调整将显著提升科技硬件成分数量，但短期对指数权重结构影响仍相对有限，老成分股权重近 90%；但中长期看，指数结构有望进一步优化、科技代表性逐步强化，配置吸引力亦有望提升。再往后看，若明年美联储加息逐步进入尾声，香港流动性压力有望边际缓解。历史上末次加息落地后，恒指未来 1—6 个月收益率的均值和中位数均为正，其中 3 个月和 6 个月平均上涨约 4.7%和 5.3%，届时港股交易逻辑也有望由结构性机会进一步向估值修复扩散。
- 风险提示：1）宏观流动性超预期收紧；2）国内经济复苏不及预期；3）地缘政治冲突加剧；4）AI 产业趋势逆转。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 美联储加息如何影响港股？ 4
（一） 周期位置和利率起点共同决定加息强度 4
（二） 本轮缺乏激进紧缩条件，或更接近“预防式” 5
（三） 香港流动性同步收紧，但港股不必然承压 6
二、 港股短期是否具备反转基础？ 7
（一） 国内经济稳步修复，外部紧缩放大压力 7
（二） 盈利支撑和低估优势偏弱，资金未回流 9
三、 配置：兼顾防御和盈利修复，关注紧缩结束窗口 11
（一） 港股红利仍有优势，把握盈利上修机会 11
（二） 关注“新恒科”价值转变和流动性拐点窗口 14
四、 风险提示 17

图目录

图 1、 历轮加息周期的时代背景与性质划分 4
图 2、 1971 年 8 月以来美联储历次降息周期复盘 5
图 3、 利率期货隐含的加息次数和利率水平 5
图 4、 彭博一致预期显示美国经济或逐步转弱 5
图 5、 北美云厂商自由现金流预期 6
图 6、 北美云厂商 5 年期 CDS 利差持续走高 6
图 7、 美联储加息期间，香港市场流动性多收紧 6
图 8、 港元汇率和港股成交活跃度在加息期间承压 6
图 9、 美联储加息前后，10Y 美债收益率表现 7
图 10、 美联储加息前后，恒生指数表现 7
图 11、 历史经验表明，国内经济修复偏缓叠加美联储加息，港股易承压 8
图 12、 全球加息叠加美国长端利率维持高位，或加大中国出口部门压力 9
图 13、 恒生指数 EPS 一致预期 9
图 14、 恒生科技指数 EPS 一致预期 9
图 15、 恒生指数动态 PE 位于历史均值附近 10
图 16、 恒生指数 ERP 处于均值-1 倍标准差附近 10
图 17、 主动外资维持净流出港股 10
图 18、 被动外资维持净流入港股 10
图 19、 外资配置港股比例处在历史低位 11
图 20、 2027 年 Q1，港股解禁压力边际回升 11
图 21、 港股宽基&主要红利指数股息率均占优 11
图 22、 AH 股中，多数 H 股股息率占优 11
图 23、 香港中资股分红比例显著抬升 12
图 24、 公用事业/日常消费板块分红比例提升显著 12
图 25、 港股通行业轮动强度 12
图 26、 恒生指数情绪热度处在中性偏冷区间 13
图 27、 恒生科技情绪热度处在中性偏冷区间 13
图 28、 估值修复受限情况下，盈利上修或是港股结构性机会的线索 13
图 29、 恒生科技指数科技主题定义 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30、 依据新方案，9 月季度检讨中，恒生科技成分股预测及资金面影响测算 15
图 31、 本次调整或使得恒科硬件成分数量上升 16
图 32、 方案首次应用对恒科权重结构影响或有限 16
图 33、 美联储末次加息落地后，恒指表现多出现显著改善 16

下载日志已记录，仅供内部参考

一、美联储加息如何影响港股？

美联储 9 月转向紧缩，美债长端利率高企，港股在 7 月估值修复后再度迎来大幅回调。以史为鉴，若本轮紧缩未完，根据目前的条件，如何定义本轮加息？往后看，美联储是否有大幅加息的基础？紧缩压力又如何影响港股市场？

（一）周期位置和利率起点共同决定加息强度

从触发背景和政策目标看，大体可分为“抗通胀型”和“预防式”两类。《1977 年美联储改革法》明确美联储“促进最大就业、稳定物价和适度长期利率”的双重使命，在此之后，美联储法定政策目标基本稳定，因此后续加息周期的差异主要反映不同背景环境下的应对。70—80 年代通胀中枢较高，前期宽松政策叠加两次石油危机，能源冲击进一步向工资和物价扩散，美联储加息更多是对既成高通胀及通胀预期脱锚的被动应对，因而紧缩幅度通常更大。90 年代后，随着通胀中枢回落、预期趋稳，美联储逐步转向前瞻性风险管理，在经济增长、就业或金融条件仍偏强、但通胀尚未明显失控时提前收紧。**两类加息的核心差异在于政策启动时价格压力是否广泛传导，通胀水平已经显著提升，还是仍处于前瞻性防范阶段。**

图1、历轮加息周期的时代背景与性质划分

#	首次加息	加息类型	触发加息背景	末次加息	暂停加息/转向宽松	停止加息背景
1	1973-01-15	抗通胀	经济与信贷扩张强劲，**食品及工资上涨**、货币增长偏快，联储收紧政策；随后**第一次石油危机**推升能源成本，进一步加剧**通胀压力**	1974-04-24	1974-09-10	**经济持续疲弱、货币增长放缓**，联储允许货币增速提高并引导短端利率下降，逐步减轻紧缩，但仍警惕高通胀
2	1977-08-31	抗通胀	经济扩张，美国**通胀持续高企**，美元持续走弱，随后第二次石油冲击加重压力	1980-02-14	1980-04-22	**衰退**叠加信贷管制，消费与货币需求骤降，政策阶段性放松
3	1980-09-26	抗通胀	春季放松后货币扩张反弹，经济趋缓而**通胀顽固**，联储重启紧缩；随后**两伊战争**增加能源供给与通胀预期风险	1981-05-04	1981-11-02	高利率压制住房与消费，经济转入**衰退**、失业上升，货币增长偏弱与短端利率回落推动贴现率下调
4	1983-03-30	抗通胀	衰退后强劲复苏，市场担忧通胀反弹；联储收紧以**巩固反通胀成果**	1984-08-08	1984-08-21	**消费住房降温、美元走强**，政策先暂停，随后逐步减轻紧缩
5	1987-01-02	预防式	经济扩张，广场协议后美元持续贬值与油价反弹推升进口成本和通胀预期，联储逐步收紧，**以稳定美元并防范通胀回升**	1987-09-23	1987-10-20	**股灾**冲击市场与信用，联储转向提供流动性、稳定金融体系
6	1988-03-29	预防式	股灾后经济扩张强于预期，消费与投资增强，就业趋紧、产能利用率偏高，联储小幅收紧，**防范经济过热与通胀风险**	1989-05-16	1989-06-05	**消费住房转弱、货币增长疲软**，政策转为兼顾过度减速风险
7	1994-02-03	预防式	美联储在多年保持低利率之后，意外开始加息以**预防通胀上升和经济过热**	1995-01-31	1995-03-28	紧缩后**需求增长放缓**，暂停评估滞后效果，仍保留通胀警惕
8	1997-03-24	预防式	需求旺盛、就业趋紧，联储保险式加息，**防范潜在通胀**	1997-03-24	1997-05-20	生产率提升、美元走强抑制通胀，**增长放缓**使进一步加息必要性下降；而后**亚洲金融危机**开始爆发
9	1999-06-29	预防式	金融动荡缓和，科技繁荣与财富效应推升需求；**联储撤回应急宽松、防范过热**	2000-05-15	2000-06-28	**需求出现放缓迹象**，生产率增长继续缓冲成本
10	2004-06-29	预防式	互联网泡沫破裂后的刺激政策推动复苏，住房与信贷扩张，全球需求旺盛叠加供给约束与地缘风险推高油价，**联储撤回宽松、推动货币政策正常化并预防通胀**	2006-06-28	2006-08-08	**住房降温、增长放缓**，累计加息的滞后影响逐步显现；暂停加息以平衡通胀与下行风险
11	2015-12-16	预防式	危机后就业持续修复，联储启动退出零利率，**推进政策正常化**	2018-12-19	2019-01-30	**全球经济与金融形势转弱**，通胀压力温和，政策转为耐心观察（未次加息时尚未宣布结束）
12	2022-03-16	抗通胀	疫情下的宽松政策强需求刺激致使供需失衡，全球供应链受阻叠加俄乌冲突，**广泛价格压力推动通胀高企**	2023-07-26	2023-09-20	累计紧缩及信贷收紧逐步传导，**就业增长放缓**；联储表示等待滞后效果，仍保留进一步加息可能
13	2026-09-16	预防式	科技投资与消费韧性支撑增长，能源供给冲击增加价格压力	-	-	-

数据来源：美联储，IMF，Haver，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。注：数据截至 2026 年 10 月 16 日。

历轮加息并非总是“强而久”，一方面取决于经济周期所处位置及通胀压力，另一方面也受政策利率起点影响。起点越高、货币条件已有较强限制性，通常所需的额外紧缩空间相对较小。典型如 1997 年和 2004 年，尽管彼时美国经济周期所处位置相近，但二者政策利率起点不同，对应的加息幅度和持续时间亦有较大差异。

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮整体环境与 1997 年和 1999 年更为接近。当前美国增长呈“K 型分化”，科技投资是主要支撑，同时就业偏紧、通胀略有反弹，且政策利率已有一定限制性。90 年代末，美国同样处于科技投资繁荣、需求旺盛、通胀具有粘性的环境，美联储分别在 1997 年和 1999 年加息 25bp 和 175bp，并在加息初期表示收紧目的在于防范通胀和经济过热风险。需要注意的是，亚洲金融危机的出现一定程度上改变 1997 年这一轮紧缩的节奏，最终仅短促加息一次的结果与本轮不可直接类比。

图2、1971 年 8 月以来美联储历次降息周期复盘

序号	1971年8月以来美国历次加息周期							首次加息所处宏观环境						
	首次加息	末次加息	加息时长(月)	政策利率变动	加息幅度(bp)	加息次数	首次加息目的	美林时钟经济周期	GDP	制造业PMI	非制造业PMI	CPI	核心CPI	失业率
1	1973-01	1974-04	15	4.50% → 8.00%	350	8	抗通胀+美元贬值	过热	7.6	72.1	-	3.6	2.8	4.9
2	1977-08	1980-02	30	5.25% → 13.00%	775	14	抗通胀+美元贬值	过热	5.8	54.9	-	6.6	6.2	7.0
3	1980-09	1981-05	7	10.00% → 14.00%	400	4	抗通胀	衰退	-1.6	50.1	-	12.6	12.0	7.5
4	1983-03	1984-08	17	8.50% → 11.50%	300	12	抗通胀	复苏	1.4	53.9	-	3.6	4.7	10.3
5	1987-01	1987-09	9	5.875% → 7.3125%	144	7	美元贬值	滞胀	2.7	54.9	-	1.5	3.8	6.6
6	1988-03	1989-05	14	6.50% → 9.8125%	331	16	美元贬值	过热	4.2	54.6	-	3.9	4.4	5.7
7	1994-02	1995-01	12	3.00% → 6.00%	300	7	预防通胀上行	复苏	3.4	56.5	-	2.5	2.8	6.6
8	1997-03	1997-03	-	5.25% → 5.50%	25	1	预防通胀上行	复苏	4.3	53.8	-	2.8	2.5	5.2
8	1999-06	2000-05	11	4.75% → 6.50%	175	6	预防通胀上行	过热	4.7	55.8	57.9	2.0	2.1	4.3
9	2004-06	2006-06	24	1.00% → 5.25%	425	17	正常化+预防通胀	过热	4.2	60.5	59.8	3.3	1.9	5.6
10	2015-12	2018-12	37	0.25% → 2.50%	225	9	货币政策正常化	滞胀	2.1	48.0	55.3	0.7	2.1	5.0
11	2022-03	2023-07	17	0.25% → 5.50%	525	11	抗通胀	滞胀	4.0	57.1	58.3	8.5	6.5	3.7
12	2026-09	Current	-	3.75% → 4.00%	25	1	预防通胀上行	过热	2.2	54.5	54.9	3.7	2.6	4.2

数据来源：Haver，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

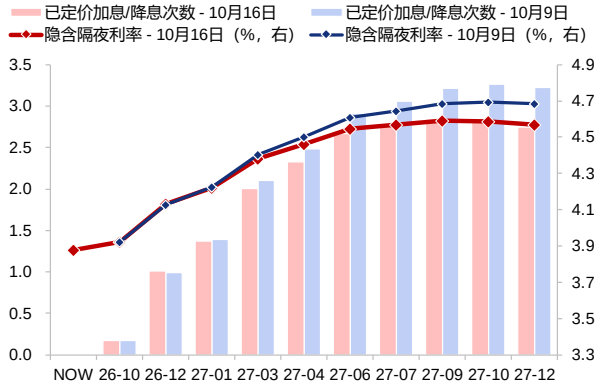
注：首次加息目的一栏，红色高亮为抗通胀式加息，黄色高亮为预防式加息；数据截至 2026 年 10 月 16 日

（二）本轮缺乏激进紧缩条件，或更接近“预防式”

当前美国持续、大幅加息的条件有限，本轮加息或更接近“预防式”紧缩。尽管市场仍定价后续加息，但高利率正从传统需求与 AI 融资两方面制约经济扩张。

一方面，传统经济受高利率压制或逐步制约经济增长。在 K 型分化背景下，传统行业融资、居民消费及房地产需求面临高利率约束；彭博一致预期显示，美国经济增长或逐步降温，通胀压力有望于 2027 年一季度缓和。

图3、利率期货隐含的加息次数和利率水平



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院

注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

图4、彭博一致预期显示美国经济或逐步转弱

日期	美国经济数据：彭博一致预期（%）						
	GDP环比	工业产出同比	进口环比	CPI同比	PCE同比	核心PCE同比	失业率
2026-09	2.8	1.4	7.0	3.4	3.7	3.3	4.1
2026-12	2.1	2.2	3.5	3.5	3.6	3.3	4.2
2027-03	2.1	2.2	3.0	3.2	3.1	2.8	4.2
2027-06	2.1	1.8	3.0	2.2	2.3	2.6	4.2
2027-09	2.2	1.8	3.0	2.4	2.3	2.5	4.2
2027-12	2.2	1.8	3.0	2.1	2.2	2.4	4.2
2028-03	2.2	2.0	2.8	2.3	2.1	2.3	4.2

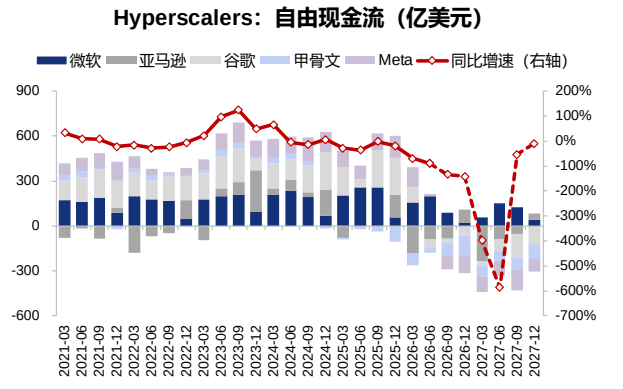
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院

注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

下载日志已记录，仅供内部参考

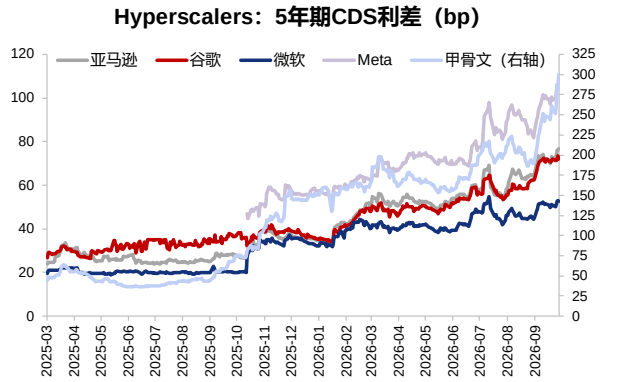
另一方面，AI 扩张的利率敏感度提升。AI 资本开支扩张压缩云厂商自由现金流，增加外部融资需求，而 CDS 利差走阔又抬升信用融资成本，使 AI 投资对利率更为敏感，AI 开支降速或进一步向经济增长和通胀传导。若经济扩张受到制约，进一步紧缩的必要性与空间均可能下降，我们认为目前条件下，持续大幅加息暂非基准情景。

图5、北美云厂商自由现金流预期



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

图6、北美云厂商 5 年期 CDS 利差持续走高

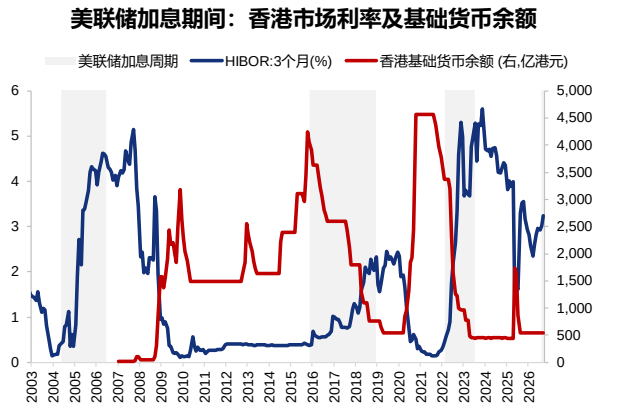


数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

（三）香港流动性同步收紧，但港股不必然承压

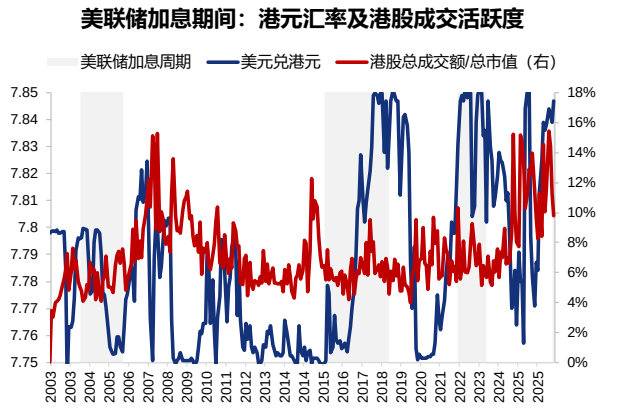
历史经验显示，美联储加息期间，香港市场流动性通常承压。在联系汇率制度下，美元利率上升通过利差及资金流向香港市场传导，港元汇率承压、HIBOR 抬升，并伴随银行体系结余收缩，对港股市场活跃度也形成一定制约。本轮美联储开启加息后，HIBOR 利率边际提升，基础货币余额低位维持，港元汇率接近弱方保证，流动性压力已有所显现。

图7、美联储加息期间，香港市场流动性多收紧



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 9 月

图8、港元汇率和港股成交活跃度在加息期间承压

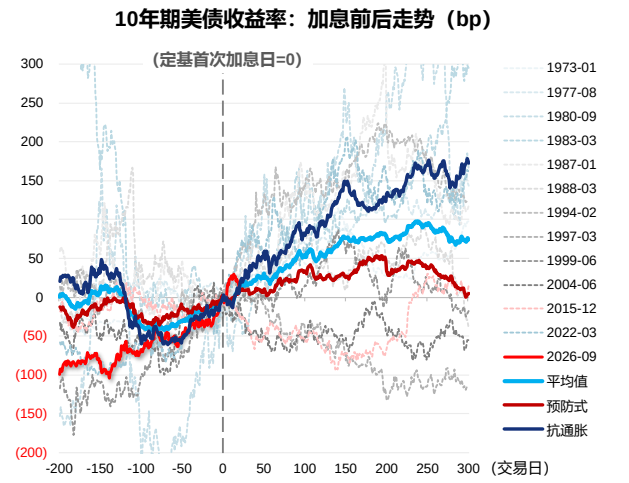


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 9 月

下载日志已记录，仅供内部参考

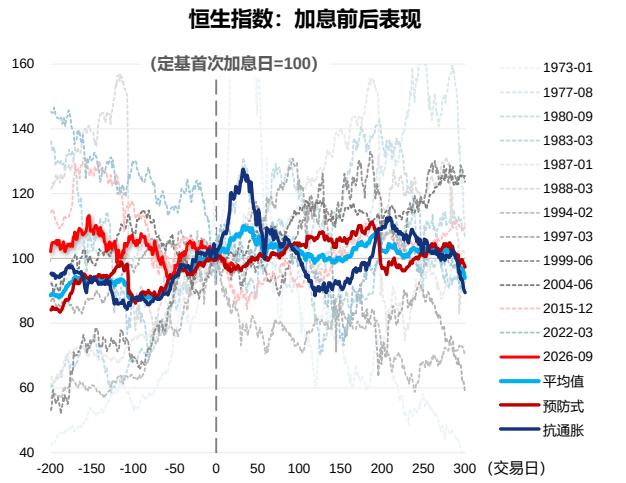
市场多提前计价加息，不同类型加息下，港股市场表现也有分化。从历史均值看，10 年期美债收益率通常在首次加息前约 100 个交易日开始上行；加息开启后，预防式加息下，10 年期美债收益率上升幅度明显低于抗通胀型加息，且往往在首次加息后约 100 个交易日转入震荡，并于约 200 个交易日逐步回落，反映紧缩预期逐步降温。港股也并非在加息后持续承压——预防式加息下，恒指通常在加息落地后短暂调整，而后随着加息预期消化、海外流动性冲击减弱而阶段性上行；抗通胀型加息下，更大幅度的利率上行和流动性收紧，也导致恒指波动明显更高。

图9、美联储加息前后，10Y 美债收益率表现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

图10、美联储加息前后，恒生指数表现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

二、港股短期是否具备反转基础？

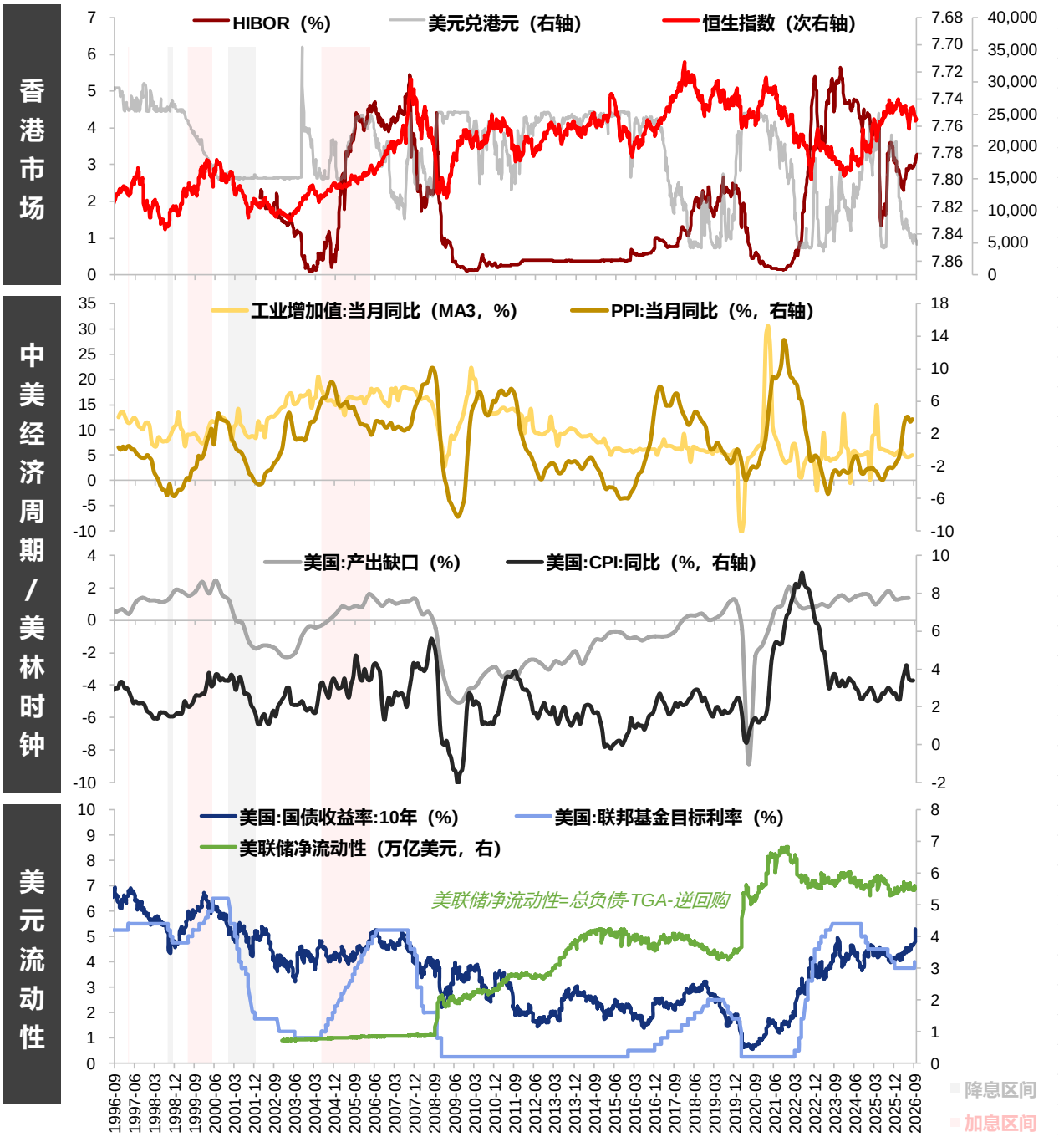
尽管本轮加息更接近“预防式”，但我们认为港股短期内仍缺乏趋势反转的基础。一方面，国内经济仍处于动能切换阶段，内需修复偏缓，叠加海外无风险利率高企对外需和制造业需求的潜在压制，基本面对港股的支撑仍相对有限；另一方面，市场自身条件也尚未明显改善，指数盈利预期持续下修，主动外资尚未形成趋势性回流，南向流入斜率也大幅放缓，短期仍缺乏足够的基本面与资金面催化。

（一）国内经济稳步修复，外部紧缩放大压力

宏观环境上，国内经济修复偏缓叠加美联储加息，港股或面临盈利与估值的双重压力。当前国内经济仍处于动能切换阶段，内需修复偏缓，基本面对港股的支撑仍相对有限。历史经验显示，在国内增长动能偏弱的阶段，美联储加息往往更容易通过流动性和风险偏好渠道放大港股压力。以 2022 年为例，国内经济修复偏缓、PPI 同比回落，叠加美联储快速加息，港股估值与盈利预期同时承压，恒指出现较大幅度调整。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11、历史经验表明，国内经济修复偏缓叠加美联储加息，港股易承压



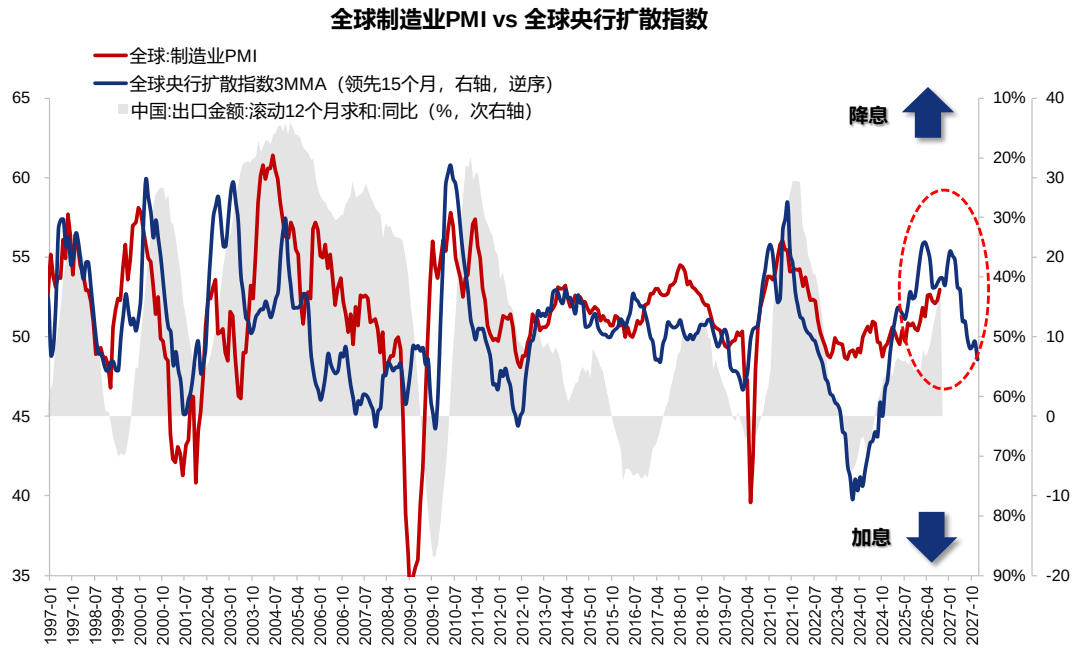
数据来源：Haver，Wind，圣路易斯联储，兴业证券经济与金融研究院整理。注：数据截至 2026 年 9 月 30 日。

与此同时，内需弹性偏弱背景下，若外需受到海外高利率环境压制，或进一步加大国内增长阻力。随着日本自 2024 年 3 月起逐步退出超宽松政策，部分新兴经济体也步入加息周期；进入 2026 年后，澳洲、欧元区及美国等主要发达经济体先后开启加息。我们基于 44 个经济体构建的全球央行扩散指数领先全球制造业周期大约 15 个月，显示本轮央行宽松政策对需求拉动的滞后效应或于 2027Q1 往后逐步退坡，叠加美债利率高位维持，或进一步抬升海外融资成本，抑制居民消费与企业资本开支，并逐步向制造业需求及中国出口订单传导。对于外需依赖较

下载日志已记录，仅供内部参考

高的行业，订单放缓还可能进一步影响生产和盈利。若内外需同时偏弱，国内基本面改善空间将受到约束，也会进一步放大港股的基本面压力。

图12、全球加息叠加美国长端利率维持高位，或加大中国出口部门压力

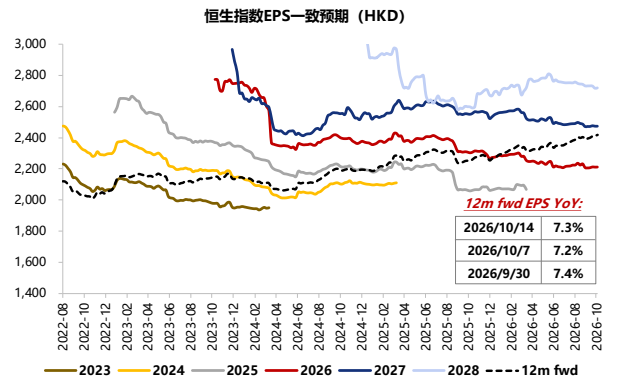


数据来源：Bloomberg，Wind，Haver，兴业证券经济与金融研究院。注：受全球制造业 PMI 历史序列限制，2009 年 10 月之前的数据用美国 ISM 制造业 PMI 代替；数据截至 2026 年 9 月。

（二）盈利支撑和低估优势偏弱，资金未回流

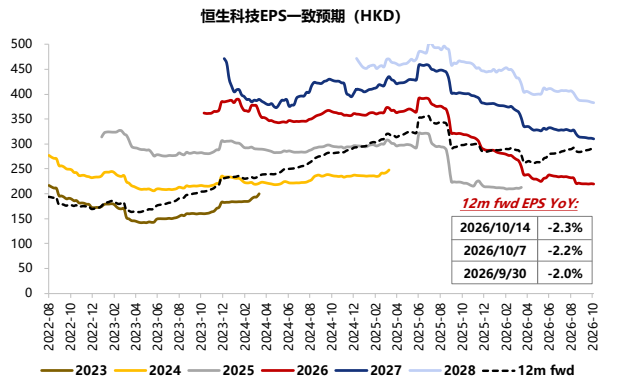
盈利层面，港股指数层面的盈利预期修复仍然偏弱。年内恒生指数与恒生科技指数 2026 年、2027 年 EPS 一致预期整体呈下修趋势，尚未出现连续、广泛的上调信号，反映当前港股盈利端更多体现为局部行业改善，并未有效扩散至指数层面。在盈利预期缺乏持续上修的情况下，港股上涨仍较难由基本面形成稳定支撑，指数反转所需的盈利条件尚不充分。

图13、恒生指数 EPS 一致预期



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 14 日

图14、恒生科技指数 EPS 一致预期



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 14 日

下载日志已记录，仅供内部参考

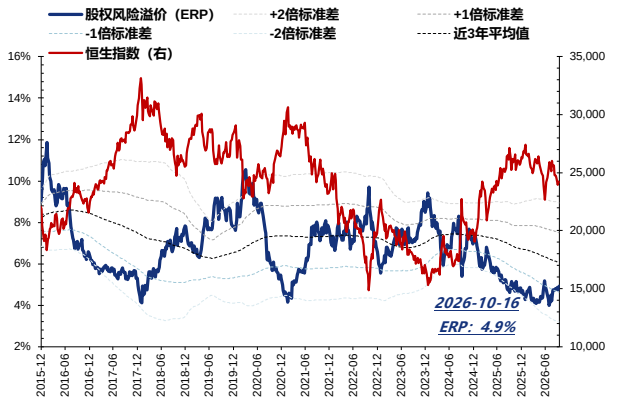
估值方面，7 月至今，港股估值先修复后回落，整体的低估优势或相对有限。截至 10 月 16 日，恒指动态 PE 约为 10.0x，位于历史均值附近；而股权风险溢价约为 4.9%，仍然处在历史偏低水平，海外高利率环境下，风险补偿的吸引力也有限，尚未显现明显的低估优势。

图15、恒生指数动态 PE 位于历史均值附近



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

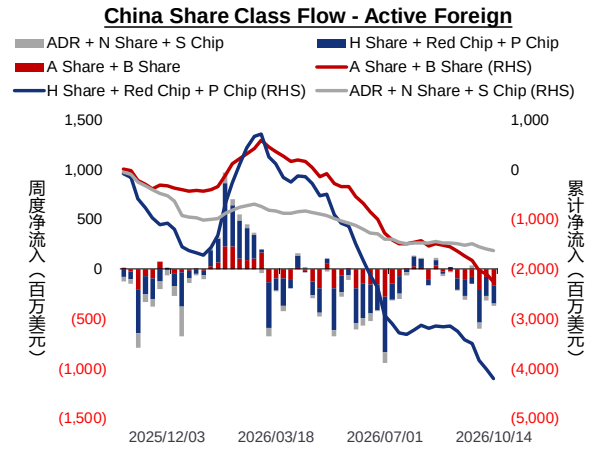
图16、恒生指数 ERP 处于均值-1 倍标准差附近



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

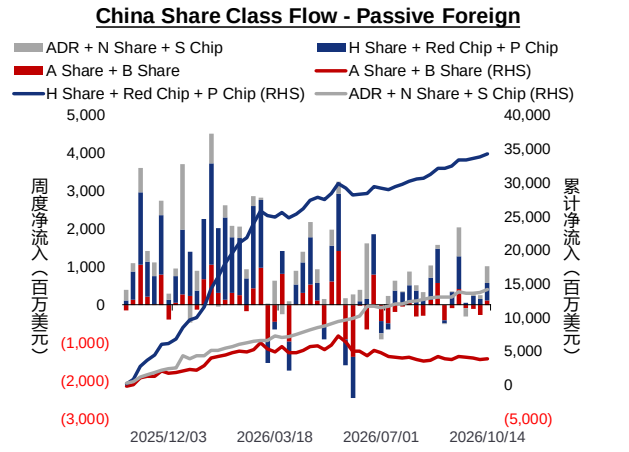
微观流动性而言，外资暂未形成回流趋势，解禁仍可能带来阶段性压力。EPFR 显示主动外资仍以净流出为主，尽管港股配置比例已处历史低位，但尚未出现趋势性回流，短期增配催化仍不足。此外，2026 年四季度解禁压力虽然边际缓和，但 2027 年一季度解禁供给预计大幅回升，若增量资金承接不足，可能进一步带来阶段性流动性压力。

图17、主动外资维持净流出港股



数据来源：EPFR，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 14 日

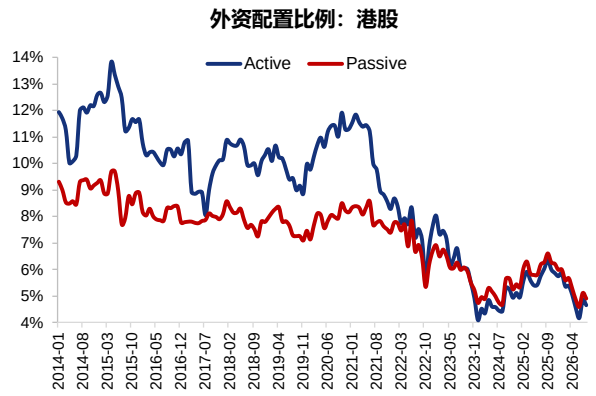
图18、被动外资维持净流入港股



数据来源：EPFR，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 14 日

下载日志已记录，仅供内部参考

图19、外资配置港股比例处在历史低位



数据来源：EPFR，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 8 月

图20、2027 年 Q1，港股解禁压力边际回升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

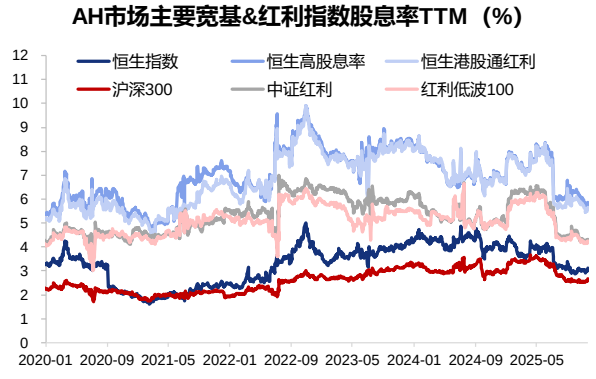
三、配置：兼顾防御和盈利修复，关注紧缩结束窗口

在国内增长动能仍偏弱、海外高利率约束尚未完全消退的背景下，港股短期缺乏趋势反转的基础，配置上应从防御性收益与盈利改善两条线索寻找结构性机会：一是关注现金流稳定、股息率较高的红利资产，以稳定现金回报作为组合底仓；二是关注盈利预期持续上修、但股价尚未充分反映基本面改善的板块，把握盈利修复带来的超额收益。

（一）港股红利仍有优势，把握盈利上修机会

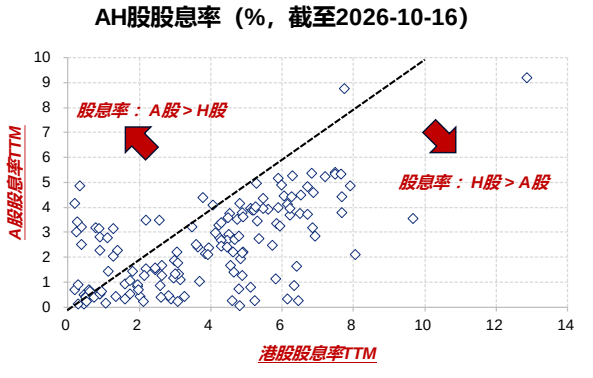
港股红利资产仍具备底仓配置价值。从 TTM 口径看，港股主要宽基和红利指数股息率整体高于对应 A 股指数，同一公司 AH 股中多数 H 股股息率也更高；同时，香港中资股分红比例近年来持续抬升，当前中位数已接近 40%，其中日常消费、公用事业板块分红比例进一步改善。较高股息率叠加分红意愿提升，有助于增强现金回报的可持续性，对于现金流稳定、分红能力较强的优质企业，仍可作为中长期底仓的重要组成部分。

图21、港股宽基&主要红利指数股息率均占优



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

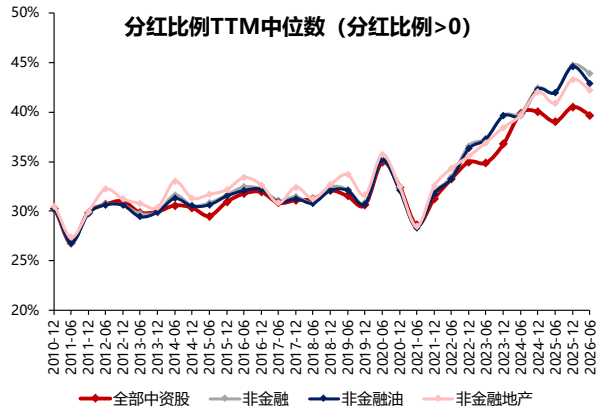
图22、AH 股中，多数 H 股股息率占优



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

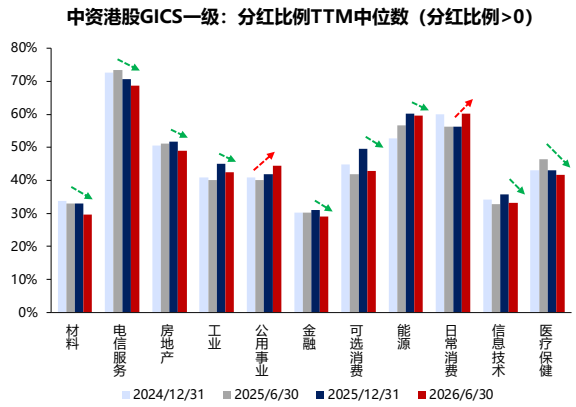
下载日志已记录，仅供内部参考

图23、香港中资股分红比例显著抬升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

图24、公用事业/日常消费板块分红比例提升显著



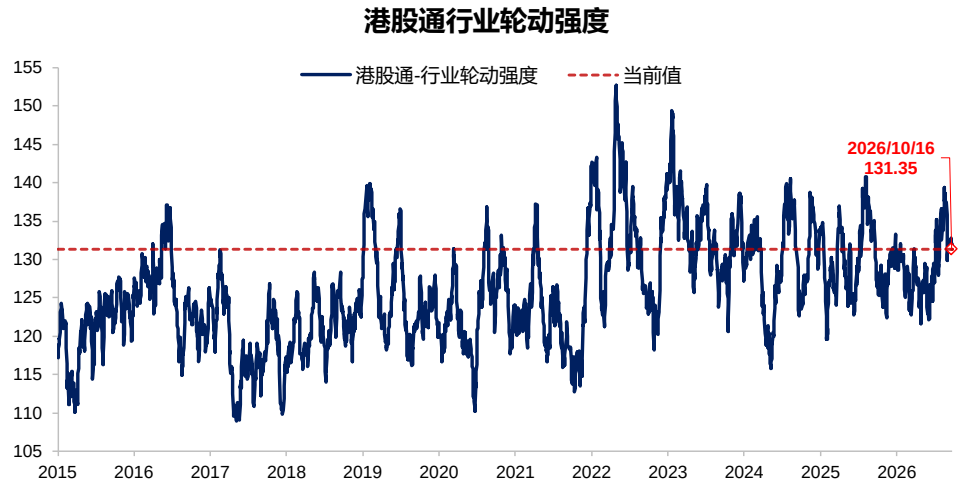
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

情绪触底后或有反弹，盈利预期上修仍是寻找港股结构性机会的重要线索。

短期而言，港股性价比逐步凸显，恒指、恒科情绪热度处在偏冷区间，历次情绪触底或带来阶段性小幅反弹，但要打开向上空间，仍需等待科技产业催化、外部紧缩缓解或是更强的刺激政策信号；与此同时，当前港股行业轮动较快，截至 10 月 16 日，我们构建的港股通行业轮动强度指标处于近 10 年 74.9%分位水平。

因此配置上，我们建议优选结构，关注盈利预期上修、但股价表现相对滞后的行业，包括半导体、汽车与零配件、电气设备、医药生物、钢铁、硬件设备等；房地产、可选消费零售、建材等行业近期相对强势，也与盈利预期上修相呼应，可继续跟踪其盈利改善的持续性与业绩兑现情况。

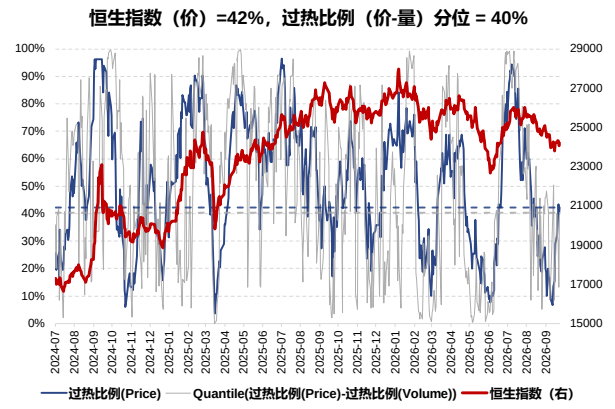
图25、港股通行业轮动强度



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院。注：数据截至 2026 年 10 月 16 日；行业轮动强度构建方式为中信港股通行业 5 日涨跌幅排名变化的绝对值求和，并做 40 日平滑处理。

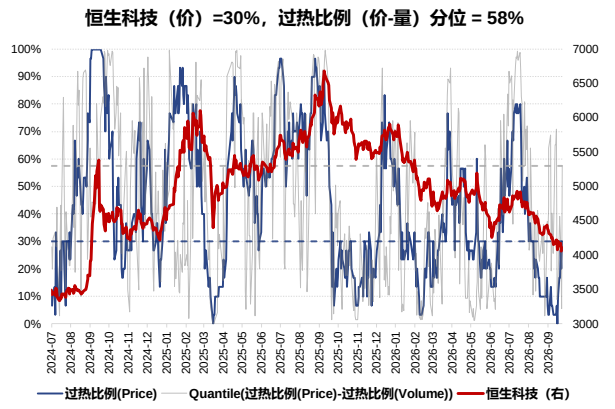
下载日志已记录，仅供内部参考

图26、恒生指数情绪热度处在中性偏冷区间



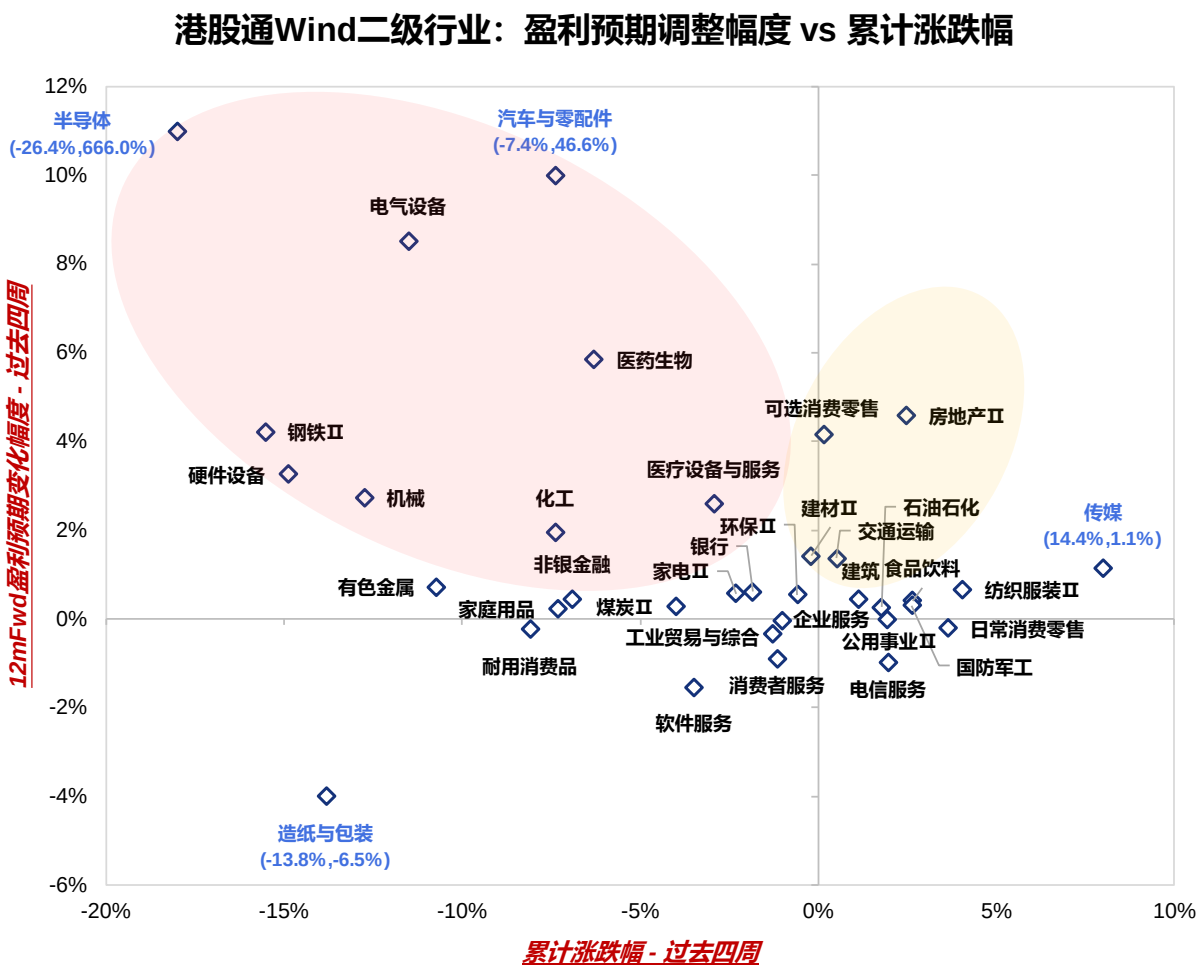
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

图27、恒生科技情绪热度处在中性偏冷区间



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

图28、估值修复受限情况下，盈利上修或是港股结构性机会的线索



数据来源：FactSet，Wind，兴业证券经济与金融研究院。注：数据截至 2026 年 10 月 16 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）关注“新恒科”价值转变和流动性拐点窗口

此外，恒生科技新编算方法落地，12 月将正式生效。2026 年 10 月 7 日，恒生指数公司公布了恒生科技指数编算方法修订方案的市场咨询总结，相较 8 月的征询稿，维持双轨选股机制、成分股由 30 只增加至 50 只，但进一步明确了科技主题定义并新增最低流动性和收入要求。修订后的编算方法于 9 月季度检讨中实施，11 月 20 日公布本期“新恒科”成分股名单，并于 12 月 7 日生效。我们测算：

① **市值组潜在新增标的**：希音-W、宁德时代、建滔积层板、长飞光纤光缆、万国数据-SW、ASMPT、壁仞科技、瑞声科技、优必选、鸿腾精密；

② **收入组潜在新增标的**：迅策、赣锋锂业、汇聚科技、英诺赛科、胜宏科技、海致科技集团、禾赛-W、澜起科技、金山云、东方甄选。

短期关注被动资金调仓，中长期结构优化有望提升指数配置吸引力。短期来看，截至 10 月 16 日，全球跟踪恒生科技指数的 ETF 规模约 359 亿美元，指数权重调整引发的被动基金调仓或为部分标的带来阶段性增量资金，如宁德时代、建滔积层板和长飞光纤光缆；反之，部分成分股可能面临阶段性资金外流，如联想集团、网易和京东集团。中长期而言，指数编算扩容重构将提升指数科技含量，强化指数成长性。基于成分股预测结果，先进硬件主题成分数量从 6 只大幅提升至 18 只；但本次新增的 20 只成分股合计权重约 10.5%，按照科技主题划分的指数权重结构并未显著改变，指数结构优化仍需要一定时间。

图29、恒生科技指数科技主题定义

科技主题	科技子主题	定义
数码平台及解决方案	网上业务/电子商务	经营数码平台的公司，透过提供整合式商务平台及连接不同的数码渠道，让第三方（包括商家、品牌、创作者、出版商）能在线上销售商品、进行市场推广、发布内容及/或管理顾客互动。
	软件与服务	开发并提供专业应用软件或线上应用程式订阅服务的公司，以及提供商业软件和游戏软件等应用程式组合的公司。
	电子支付/交易	提供电子支付相关服务（例如流动支付、支付网关和/或电子钱包）的公司。
	数字金融	主要透过数码渠道提供金融产品及服务的公司，例如仅提供网上保险服务的公司。不包括银行、交易所及证券经纪服务公司。
	区块链	经营区块链平台及/或提供区块链技术解决方案的公司，以协助第三方建立应用程式、发行数字资产并将业务流程与区块链整合。不包括数字资产财库公司及主要经营虚拟资产交易所的公司。
人工智能	人工智能基础设施	提供支援人工智能平台及应用程式开发与运作的硬件组件及基础设施的公司。
	人工智能平台	开发人工智能基础模型，并提供人工智能平台的公司，使第三方能存取、建立模型并在业务中采用人工智能。
	人工智能应用	提供人工智能驱动行业解决方案的公司，其中人工智能是功能与价值创造的核心驱动力。
先进硬件	半导体	设计与制造半导体的公司，涵盖完整价值链，例如集成电路设计、晶圆制造、组装、封装与测试、先进封装、半导体制造设备及半导体材料。
	专门原件及硬件	设计与制造用于先进计算、通讯、汽车及工业系统的电子元件、模组及支援硬件的公司，例如光学及相机模组、光学雷达、声学元件，以及印刷电路板和集成电路基板。
	智能设备及器材	设计与制造智能消费电子设备、企业计算基础设施（例如伺服器及数据储存系统），以及用于消费、企业和工业应用的电讯与网络设备的公司。
	新能源储能及材料	制造先进储能及可再生能源硬件的公司，例如电动车电芯及电池组、电网级储能系统、太阳能光伏模组及主要光伏组件，以及直接用于电池或光伏制造的专用电池级或光伏级功能材料。
机器人及自动化	机器人技术	设计、开发和提供整合式机器人解决方案以满足营运需求的公司，例如透过结合硬件、软件和人工智能，实现自主运作和自适应任务执行的整套机器人或可配置机器人系统。
	自动驾驶	开发及商业化先进自动驾驶技术的公司，例如设计与制造先进核心硬件组件，以及开发专用软件平台以支援自动驾驶的公司。汽车制造商必须在其纯电动汽车产品系列中提供先进驾驶辅助系统或自动驾驶功能，而该产品系列须占汽车总销量的大部分。
	物联网	设计及制造先进组件，或为互联装置提供平台解决方案的公司，透过网络连接交换数据，协助企业提升效率及监控能力。
	智慧生活	制造可透过网上互动、数据交换及设备连接实现自动化功能的智能家居电器及智能消费电子产品的公司。
云端	云端解决方案	开发并提供云端基础设施与平台的公司，例如基础设施即服务(IaaS)、平台即服务(PaaS)、透过云端运算基础设施交付的企业软件即服务(SaaS)以及云原生网络安全服务。
	大数据	开发并提供企业数据基础设施与分析平台的公司，例如数据库管理系统、数据湖、数据仓库、数据整合及数据管治工具，以及专为处理大规模数据以供企业使用而设的人工智能驱动分析及决策智能软件。
	数据中心运营	运营数据中心基础设施并提供云端代管服务的公司，例如伺服器共置、代管服务、云端互连以及针对云端与高效能运算工作负载提供基础设施管理服务。
前沿科技	航天与微星科技	设计、制造及发射用于太空探索及/或专精卫星通讯的火箭和航天器的公司，例如设计与制造先进核心硬件组件以及开发专用软件平台以支援太空探索的公司。
	量子计算	开发、生产及分销量子计算硬件、量子计算解决方案及/或量子计算平台服务的公司。
	脑机介面	提供能将脑部讯号转换成指令以达成期望输出的脑机介面解决方案的公司。
	新食品技术	开发及/或商业化先进技术以改善及转型食品或农业生产的公司，例如智慧农业系统、先进农业解决方案，以及合成食品与植物性肉类替代品。
	先进材料	开发与制造先进材料的公司，例如生物材料、无机材料及纳米材料。纳米材料涵盖开发与应用可在纳米尺度操控、工程化处理或运用物质的技术。

数据来源：恒生指数公司，兴业证券经济与金融研究院。注：标蓝部分为新增主题。

下载日志已记录，仅供内部参考

图30、依据新方案，9 月季度检讨中，恒生科技成分股预测及资金面影响测算

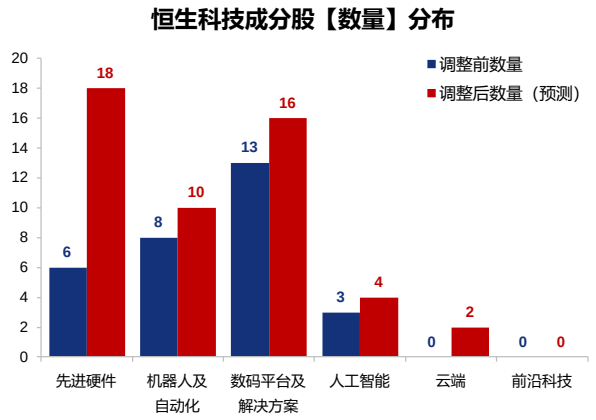
选股机制	Wind代码	证券名称	所属板块	是否港股通	当前流通市值（亿港元）	调整前权重	调整后权重（预测值）	权重变化	潜在被动资金变动（百万美元）	潜在被动资金变动占流通市值比重
市值组	00700.HK	腾讯控股	信息技术	✓	37,989	8.4%	8.0%	-0.4%	-140.2	-0.03%
市值组	09988.HK	阿里巴巴-W	可选消费	✓	21,653	8.7%	8.0%	-0.7%	-266.0	-0.10%
市值组	01810.HK	小米集团-W	信息技术	✓	5,696	8.6%	8.0%	-0.6%	-208.5	-0.29%
市值组	09999.HK	网易	信息技术	✓	6,365	9.3%	8.0%	-1.3%	-460.0	-0.57%
市值组	03690.HK	美团-W	可选消费	✓	4,236	8.8%	8.0%	-0.8%	-273.1	-0.51%
市值组	01211.HK	比亚迪股份	可选消费	✓	2,717	7.4%	7.1%	-0.3%	-119.1	-0.34%
市值组	00981.HK	中芯国际	信息技术	✓	3,152	6.8%	7.0%	0.2%	82.9	0.21%
市值组	09888.HK	百度集团-W	信息技术	✓	1,755	4.0%	4.8%	0.8%	298.5	1.33%
市值组	00992.HK	联想集团	信息技术	✓	3,599	6.7%	4.7%	-2.0%	-715.5	-1.56%
市值组	09618.HK	京东集团-SW	可选消费	✗	2,649	5.3%	4.3%	-1.0%	-350.2	-1.04%
市值组	09961.HK	携程集团-S	可选消费	✗	2,255	3.5%	2.9%	-0.6%	-205.5	-0.72%
市值组	03750.HK	宁德时代	工业	✓	962	-	2.5%	2.5%	901.2	7.35%
市值组	01024.HK	快手-W	通讯服务	✓	1,068	2.8%	2.1%	-0.7%	-253.0	-1.86%
市值组	02015.HK	理想汽车-W	可选消费	✓	814	2.0%	1.6%	-0.3%	-111.3	-1.07%
市值组	00300.HK	美的集团	可选消费	✓	611	1.9%	1.6%	-0.3%	-95.8	-1.23%
市值组	01347.HK	华虹宏力	信息技术	✓	997	1.9%	1.6%	-0.4%	-126.3	-0.99%
市值组	09868.HK	小鹏集团-W	可选消费	✓	588	2.0%	1.5%	-0.5%	-162.3	-2.16%
市值组	06869.HK	长飞光纤光缆	信息技术	✓	523	-	1.4%	1.4%	489.6	7.35%
市值组	01888.HK	建滔积层板	信息技术	✓	1,244	-	1.3%	1.3%	466.1	2.94%
市值组	06690.HK	海尔智家	可选消费	✓	573	1.6%	1.3%	-0.3%	-104.3	-1.43%
市值组	00625.HK	希音-W	信息技术	✗	1,052	-	1.2%	1.2%	443.3	3.31%
市值组	09660.HK	地平线机器人-W	信息技术	✓	543	1.5%	1.2%	-0.2%	-85.5	-1.24%
市值组	06618.HK	京东健康	日常消费	✓	1,230	1.4%	1.1%	-0.3%	-96.3	-0.61%
市值组	00020.HK	商汤-W	信息技术	✓	482	1.3%	1.1%	-0.2%	-89.8	-1.46%
市值组	02382.HK	舜宇光学科技	信息技术	✓	632	1.3%	1.0%	-0.3%	-108.7	-1.35%
市值组	09698.HK	万国数据-SW	信息技术	✗	387	-	0.7%	0.7%	260.6	5.29%
市值组	02018.HK	瑞声科技	信息技术	✓	428	-	0.7%	0.7%	260.5	4.78%
市值组	09863.HK	零跑汽车	可选消费	✓	398	0.8%	0.7%	-0.1%	-38.9	-0.77%
市值组	00522.HK	ASMPT	信息技术	✓	579	-	0.6%	0.6%	216.8	2.94%
市值组	09880.HK	优必选	信息技术	✓	283	-	0.6%	0.6%	213.0	5.91%
市值组	09626.HK	哔哩哔哩-W	信息技术	✓	386	1.1%	0.6%	-0.6%	-209.5	-4.26%
市值组	00241.HK	阿里健康	日常消费	✓	486	0.6%	0.5%	-0.1%	-40.7	-0.66%
市值组	00285.HK	比亚迪电子	信息技术	✓	497	0.6%	0.5%	-0.1%	-38.5	-0.61%
市值组	09866.HK	蔚来-SW	可选消费	✗	638	0.5%	0.4%	-0.1%	-35.2	-0.43%
市值组	02513.HK	智谱	信息技术	✓	1,363	0.3%	0.4%	0.1%	37.7	0.22%
市值组	00100.HK	MINIMAX-W	信息技术	✓	494	1.0%	0.3%	-0.7%	-246.4	-3.91%
市值组	06088.HK	鸿腾精密	信息技术	✓	297	-	0.2%	0.2%	69.4	1.84%
市值组	06082.HK	壁仞科技	信息技术	✓	375	-	0.1%	0.1%	45.0	0.94%
市值组	09903.HK	天数智芯	信息技术	✓	616	0.1%	0.1%	0.0%	-3.7	-0.05%
市值组	01698.HK	腾讯音乐-SW	通讯服务	✗	505	0.1%	0.1%	0.0%	-5.1	-0.08%
收入组	02577.HK	英诺赛科	信息技术	✓	293	-	0.4%	0.4%	139.6	3.74%
收入组	01797.HK	东方甄选	可选消费	✓	303	-	0.4%	0.4%	127.5	3.31%
收入组	02476.HK	胜宏科技	信息技术	✓	167	-	0.3%	0.3%	109.2	5.15%
收入组	01772.HK	赣锋锂业	材料	✓	116	-	0.3%	0.3%	108.4	7.35%
收入组	01729.HK	汇聚科技	工业	✓	289	-	0.3%	0.3%	108.3	2.94%
收入组	03896.HK	金山云	信息技术	✓	208	-	0.3%	0.3%	97.6	3.68%
收入组	06809.HK	澜起科技	信息技术	✓	160	-	0.3%	0.3%	89.9	4.41%
收入组	03317.HK	迅策	信息技术	✓	192	-	0.0%	0.0%	15.1	0.62%
收入组	02706.HK	海致科技集团	信息技术	✓	115	-	0.0%	0.0%	6.5	0.44%
收入组	02525.HK	禾赛-W	信息技术	✓	135	-	0.0%	0.0%	6.1	0.35%

数据来源：Wind，iFind，Bloomberg，恒生指数公司，兴业证券经济与金融研究院测算

注：数据截至 2026 年 10 月 16 日；测算结果基于个股当前可得数据，日均市值考虑检讨期内未来交易日，未来交易日的市值统一按照最新市值计算，部分数据口径可能与官方有别，调整门槛存在误差，实际结果以官方最终公告结果为准

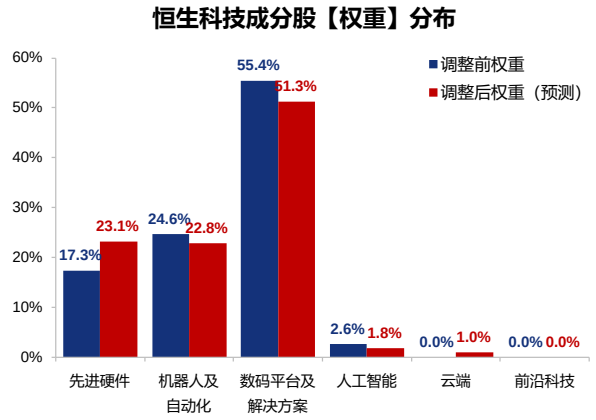
下载日志已记录，仅供内部参考

图31、本次调整或使得恒科硬件成分数量上升



数据来源：Wind，iFind，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院。注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

图32、方案首次应用对恒科权重结构影响或有限



数据来源：Wind，iFind，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院。注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

中期层面，耐心等待流动性“顺风”，若本轮美联储仅短暂加息，紧缩结束后港股面临的外部压力有望逐步释放。历史上美联储末次加息后，恒指未来 1—6 个月收益的平均值和中位数均为正，其中 3 个月、6 个月平均上涨约 4.7%、5.3%，显示停止加息后港股往往出现阶段性改善。如果本轮加息步入尾声，随着进一步收紧的预期消退，海内外流动性与估值压力有望缓解，为市场创造修复条件。

图33、美联储末次加息落地后，恒指表现多出现显著改善

【末次加息】前后恒生指数表现（%）									
末次加息	-6M	-3M	-1M	+1M	+2M	+3M	+6M	+9M	+12M
1974-04	-41.0	-32.1	-11.4	25.1	27.3	15.7	-31.5	-41.9	1.0
1980-02	55.1	29.1	14.1	-18.1	-15.5	-2.8	25.6	74.9	67.9
1981-05	-8.2	-13.5	1.4	19.2	21.3	17.4	-1.3	-5.1	-8.5
1984-08	-17.1	-7.8	8.7	6.2	10.9	18.3	52.2	81.8	89.3
1987-09	33.8	21.0	9.2	-9.0	-42.2	-35.6	-31.1	-26.7	-33.6
1989-05	28.2	6.8	6.7	-29.2	-24.4	-20.9	-15.3	-11.2	-11.9
1995-02	-22.6	-23.9	-10.4	13.0	17.0	12.0	27.8	33.2	54.7
1997-03	10.4	-4.4	-4.7	1.3	14.8	20.6	17.2	-17.2	-5.4
2000-05	2.2	-10.8	-7.8	8.8	16.4	17.4	1.2	3.4	-11.8
2006-06	4.2	-0.7	-1.0	7.5	8.3	11.2	26.6	25.7	38.0
2018-12	-12.2	-5.6	-1.9	4.9	10.5	13.6	10.6	2.4	8.0
2023-07	-14.2	-2.0	3.0	-7.6	-9.4	-10.5	-17.9	-9.2	-12.4
平均值	***1.5***	***-3.7***	***0.5***	***1.8***	***2.9***	***4.7***	***5.3***	***9.2***	***14.6***
中位数	***-3.0***	***-5.0***	***0.2***	***5.6***	***10.7***	***12.8***	***5.9***	***-1.4***	***-2.2***

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

四、风险提示

1）宏观流动性超预期收紧：若地缘风险上升、美国通胀反弹，美联储加息预期或升温，导致宏观流动性进一步收紧，压制港股表现；

2）国内经济复苏不及预期：若稳增长政策落地不及预期，经济修复进程可能慢于预期；

3）地缘政治冲突加剧：如果地缘冲突进一步加剧或扩大，或对全球需求、我国出口表现及资产价格造成较大影响；

4）AI 产业趋势逆转：若 AI 相关行业盈利增长预期证伪，或引发全球科技板块大幅波动，同时影响港股表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为澜起科技(688008)、中芯国际(688981)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与菏泽城投控股集团有限公司、华鲁国际财务（BVI）有限公司、华鲁控股集团有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、泰山金融国际商务公司、泰州国控投资集团有限公司、成都香城投资集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、重庆丰都实业发展集团有限公司、嘉兴市城市投资发展集团有限公司、长安银行股份有限公司、西安航天高技术产业发展集团有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、西安银行有限公司、陕西西咸新区沣西发展集团有限公司、成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、天府信用增进股份有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、兴证国际、澳门国际银行、中华人民共和国广东省人民政府、科学城(广州)融资租赁有限公司、福建漳龙集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、江苏运东控股集团有限公司、宿迁裕丰产业投资发展管理集团有限公司、山东黄金集团有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、淄博市财金控股集团有限公司、济南建设国际投资有限公司、济南城市建设集团有限公司、浙江能源国际有限公司、浙江省能源集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、资阳市投资控股集团有限公司、易控智驾科技股份有限公司、蒙城县开发区兴蒙投资有限公司、上海君赛生物股份有限公司、香港锦苑花卉有限公司、昆明产业开发投资有限责任公司、挚达科技、广州知易生物科技股份有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、绍兴市城市发展集团有限公司、深圳市星源材质科技股份有限公司、福建森达电气股份有限公司、申万宏源国际金融有限公司、申万宏源证券有限公司、江苏瀚瑞投资控股有限公司、山东省财金投资集团有限公司、山东省商业集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、杭州千岛湖鲟龙科技股份有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、山东高速、通汇资本国际有限公司、孝感市高创投资有限公司、湖北澴川国有资本投资运营集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、水发国际控股(BVI)有限公司、水发集团有限公司、扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、广盈投资有限公司、广州金融控股集团有限公司、昆山万源通电子科技股份有限公司、北京同仁堂医养投资股份有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、思源电气、国泰君安国际控股有限公司、博纳西亚（杭州）医药科技股份有限公司、聚辰半导体股份有限公司、青岛平度控股集团有限公司、铜陵中旭产业投资有限公司、嵊州市投资控股有限公司、环太湖国际投资有限公司、湖州南太湖国有控股集团有限公司、长春市城市发展投资控股(集团)有限公司、长发控股（香港）有限公司、愉欣国际有限公司、越秀地产、厦门睿云联创新科技股份有限公司、成都银行、内江投资控股集团有限公司、东台市城兴投资发展有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、江苏银行股份有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、米多多集团股份有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、海南橡胶、合盛农业有限公司、成都兴城投资集团有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、广州开发区控股集团有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、上海银行、四川港荣投资发展集团有限公司、临工重机股份有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、Xianjin Industry Investment Company Limited、SDG Finance Limited、Hanrui Overseas Investment Co., Ltd.（BVI）有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

《本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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

下载日志已记录，仅供内部参考

人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国 证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	**香 港（兴证国际）**
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk