

26年1季度美股13F追踪

科技板块资金轮动，偏好盈利验证标的

本报告基于 SEC 最新披露的 13F 数据（截至 1Q26），追踪约 70 家代表性机构投资者（涵盖投资顾问、对冲基金及银行）在 29 只美股核心科技标的（我们定义为关注清单）上跨 8 个季度的持仓变化。我们观察到：1) 行业层面，全市场科技行业配置录得近两年以来首次环比减配，能源、工业等板块获得增持；2) 个股层面，关注清单市值占总投资组合比例自高位有所回落，拥挤度有所缓和，资金向各板块内盈利增长更具持续性的标的集中。Mag 7 内部资金流向分化，泛半导体板块内芯片相关标的获增持、设备本季流入趋缓，SaaS 及其他板块内网络安全标的获增持、软件龙头多遭减持；3) 在我们的关注清单标的外，资金沿电力、散热、网络互联与数据中心等 AI 产业链上游瓶颈环节布局。整体来看，机构当前的配置逻辑正从全方位布局 AI 转向盈利兑现与估值消化具确定性的标的。板块内资金轮动呈现加速特征，头部科技公司盈利增长驱动股价增长。综合持仓变化和我们的推荐建议，我们此前对于谷歌（GOOG US）、亚马逊（AMZN US）、Datadog（DDOG US）和派拓网络（PANW US）的推荐观点获得市场验证；微软（MSFT US）尽管从资金流向上受到市场减持，但我们认为公司估值已具备吸引力，稳健的盈利增长及从“按用户计费”模式拓展至“按用户 + 使用量计费”模式有望成为公司股价增长的催化因素。

- **标普 500 指数盈利上修仍由科技主导，但机构关注清单持仓自高位回落，拥挤度边际缓和。** 1Q26 标普 500 指数 EPS +26% YoY（4Q21 以来最快），信息技术与通讯服务两大科技板块增速最快并贡献了大部分指数盈利增长，且信息技术盈利增长预期持续上修，支撑股价上行。虽市场整体科技板块持仓占比仍居首位，但录得近两年以来首次环比减配（占比 22.9%，环比-1.5pct/同比+2.0pct）。同时，样本机构的合计关注清单持仓市值占总投资组合比自 2H25 高点 28.9% 首次出现回落至 26.8%（环比-2.1pct/同比+2.9pct）。科技板块盈利仍上修的前提下，仓位出现回落主要集中在高拥挤度标的。机构在兑现 AI 及科技标的前期涨幅，尽管基本面并未出现下行。
- **Mag 7 仍获机构广泛重仓配置但持仓标的有所分化，半导体板块整体净流入居多，而 SaaS 及其他板块中除网络安全外呈现较为广泛的卖出趋势。** 按主要标的及板块看：1) Maginificant 7（Mag 7）中，谷歌获 Berkshire 新建仓 36.4 百万股（占其投资组合权重达 5.9%）；相比之下，微软与苹果（AAPL US）在本季则遭遇了部分大型资管机构的主动减持；2) 半导体板块中，英特尔（INTC US）CPU 需求与转型成为本季净买入股数变动最大标的，美光（MU US）剔除单一机构减持影响后市场买卖基本持平；3) SaaS 及其他板块中，派拓网络获连续青睐，而甲骨文（ORCL US）、ServiceNow（NOW US）遭广泛卖出。
- **除关注清单标的外，资金布局 AI 底层瓶颈环节，聚焦电力、散热与新型基础设施等。** 在电力能耗侧，算力中心的指数级功耗增长使得清洁稳定的电力成为稀缺资源，小型模块化反应堆龙头 NuScale（SMR US）本季获得投资顾问、对冲基金资金的同步买入。在硬件通信侧，AI 服务器的大规模集群部署对后端网络的互联带宽与吞吐量要求增加，思科（CSCO US）本季获得投资顾问的放量增持，净买入达 82.0 百万股。数据中心侧，TeraWulf（WULF US）等拥有现成大功率供电与冷却机房的传统比特币矿企，正加速转型高性能计算（HPC）托管，录得资金显著流入。

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

郭远宁
(852) 3916 3715
aaronguo@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
(852) 3850 5226
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

郭书音
(852) 3916 3716
guoshuyin@cmbi.com.hk

目录

| | |
|---|-----------|
| 行业持仓配置梳理 | 3 |
| 1Q26 科技、金融行业环比减配，能源与工业获单季较大幅增持 | 3 |
| 科技仍是标普 500 盈利增量的主要来源，盈利预期上修支撑股价上行 | 4 |
| 13F 数据库构建：样本与统计口径 | 5 |
| 13F 数据库底层观测样本与精选股票池构建口径 | 5 |
| 关注清单市值占比首度回落，核心标的仍呈高覆盖、高配置特征..... | 7 |
| 样本机构投资者组合总持仓市值规模自高位小幅下降，其中关注清单占比首现较大回落 ... | 7 |
| 核心科技股标的仍获广泛、重仓配置；半导体板块虽获普遍配置但仓位权重较低，SaaS 行业则整体呈现持仓分散且低配的特征 | 7 |
| MAG 7 资金流向分化，英特尔获广泛增持领跑泛半导体板块，SaaS 板块内网络安全标的获一致看好..... | 9 |
| Mag 7：配置资金向亚马逊、谷歌集中，微软遭多家头部资管小幅减持 | 10 |
| 微软（MSFT US，买入，目标价：616.4 美元；报告链接） | 11 |
| 谷歌（GOOG US，买入，目标价：425.0 美元；报告链接） | 12 |
| 亚马逊（AMZN US，买入，目标价：305.0 美元；报告链接） | 12 |
| 泛半导体板块：英特尔获连续五季净买入，美光遭单家大幅减持，半导体设备一季度流入趋缓 | 12 |
| SaaS 及其他板块：网络安全获广泛增持，甲骨文、ServiceNow 遭连续减持 | 14 |
| 派拓网络（PANW US，买入，目标价：299.7 美元；报告链接） | 15 |
| 关注清单外新标的发掘：资金流向区域银行、传媒与贵金属板块，电力、数据中心等 AI 相关标的获资管与对冲基金同步买入..... | 16 |
| 关注清单外前五大净买卖：资金流向区域银行、传媒与贵金属板块标的 | 16 |
| 清单外 AI 相关标的：电力、数据中心及硬件板块获增持，思科本季获投资顾问类机构放量买入 | 17 |

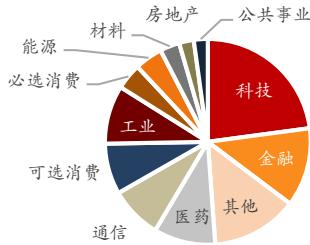
行业持仓配置梳理

综合全市场 13F 申报结果的持仓统计，1Q26 科技、金融分别持仓占比 22.9%/12.4%仍居前两大底仓，但本季均环比减配，同比看科技仍为增长、金融有所回落。环比增量集中于工业、能源与材料板块，其中能源环比录得最大单季增配；医药、必选消费板块持仓同比来看仍处低位，但环比有所回暖。从标普 500 指数盈利来看，科技板块仍是标普 500 盈利增量的主要来源，强劲的基本面表现支撑基金的配置逻辑，我们继续看好海外科技龙头的配置价值，建议优选盈利预期有望持续上修、估值具备支撑，且 AI 资本开支能够持续高效转化为收入和利润增长的科技龙头公司。

1Q26 科技、金融行业环比减配，能源与工业获单季较大幅增持

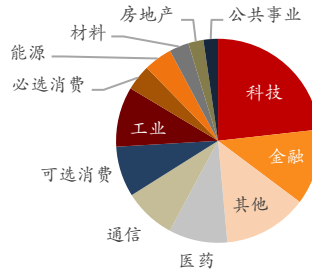
全市场投向科技居首但两年以来环比首度回落，能源录得最大单季增配。主要 GICS 行业板块中，科技行业（占比 22.9%，环比-1.5pct、同比+2.0pct）居首，结束 2Q25 至 3Q25 的集中涌入，4Q25 趋平后，本季转为较大减配；金融（占比 12.4%，环比-1.0pct、同比-1.9pct）居次，环比、同比延续回落。边际持仓提升的板块主要是工业与能源板块。能源（占比 4.4%，环比+1.2pct、同比+0.5pct）为本季最大单季增配，工业（占比 9.2%，环比+0.7pct、同比+0.9pct）延续加仓。其他季度环比增长的板块包括：医药（占比 9.7%，环比+0.1pct、同比-0.9pct）、必选消费（占比 4.1%，环比+0.4pct、同比-0.6pct）虽持仓同比仍处低位，但环比已出现回暖。边际减配板块除科技、金融外主要集中于：通信（占比 8.2%，环比-0.6pct、同比+0.3pct）2H25 维持高位后同样出现首次减配，可选消费（占比 8.0%，环比-0.5pct、同比-0.8pct）延续减配趋势。

图 1: 1Q26 行业投向-全 13F 申报主体



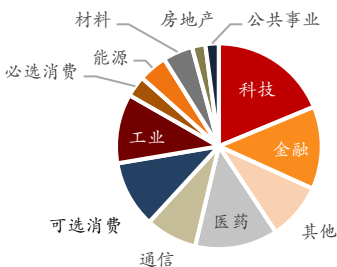
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 2: 1Q26 行业投向-投资顾问类别



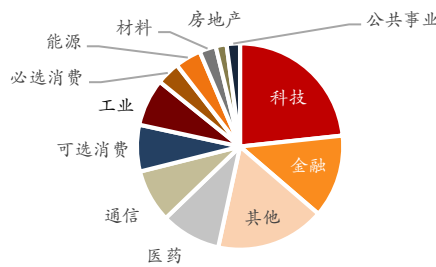
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 3: 1Q26 行业投向-对冲基金类别



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 4: 1Q26 行业投向-银行类别

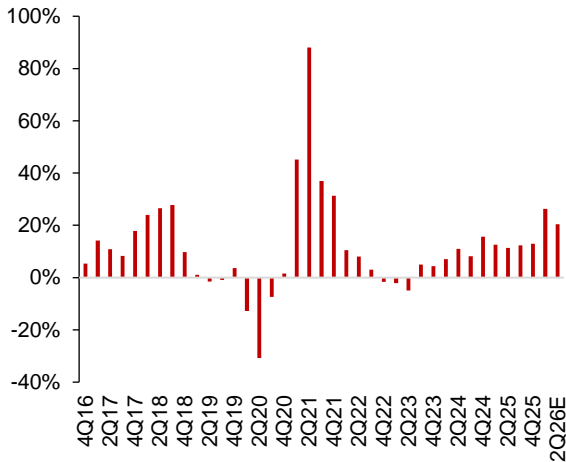


资料来源：彭博，招银国际环球市场

科技仍是标普 500 盈利增量的主要来源，盈利预期上修支撑股价上行

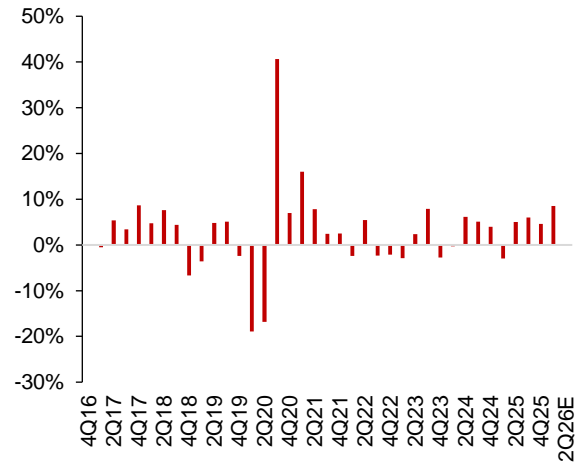
从标普 500 指数盈利表现与预期来看，我们整体观察到：1) 1Q26 指数 EPS 同比增长 26%（彭博数据；可比口径），是 4Q21 以来同比增速最快的季度；增长来源高度集中，信息技术（包括半导体、科技硬件、软件服务子板块）与通讯服务（包括电信、媒体、娱乐子板块，其中包含的互联网公司谷歌、Meta）两大科技相关板块增速最快，并且贡献了大部分指数盈利增长；2) 2Q26 彭博一致预期指数前瞻 EPS 同比增长 20%，增速相较 1Q 略有放缓但仍维持稳健（部分因为 1Q26 通讯服务板块中的龙头厂商 GAAP 盈利存在一次性影响因素）；其中信息技术和能源增速最高，通讯服务回落；3) 从盈利预期调整方向看，信息技术呈现出持续且较为可持续的上修趋势；4) 从行情质量看，过去三个月信息技术的涨幅主要由盈利预期改善驱动，而通讯服务更多来自估值重估；5) 拆分信息技术的三个子板块，半导体景气度较高，而软件子板块整体从盈利增速对比估值水平来看的投资性价比仍有改善空间、或仍需精选个股。我们继续看好海外科技龙头的配置价值，建议优选盈利预期有望持续上修、估值具备支撑，且 AI 资本开支能够持续高效转化为收入和利润增长的科技龙头公司。

图 5: 标普 500 EPS 同比增长趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 5 月 28 日

图 6: 标普 500 EPS 环比增长趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 5 月 28 日

13F 数据库构建：样本与统计口径

我们按资产管理规模、投资策略与持仓代表性筛选约 70 家机构投资者（样本机构），跟踪其在 29 只美股核心科技标的（关注清单）上跨 8 个季度的持仓变化。关注清单以市值、流动性与产业代表性为标准，覆盖 AI 算力、半导体及设备、云计算、SaaS 与网络安全等。

13F 数据库底层观测样本与精选股票池构建口径

■ 样本机构清单

样本机构清单（Investor List）综合考虑资产管理规模（大于 100 亿美元）、投资策略（主动型）、持仓代表性（科技、AI 主题基金）和市场影响力，筛选出约 70 家具有定价参考价值的机构投资者。机构类型遵循彭博与 13F 申报机构类型口径，分为投资顾问（Investment Advisor）、对冲基金（Hedge Fund）与商业银行（Bank）三类；对于旗下存在多个 13F 申报主体的机构，我们将其各申报主体合并为集团口径的单一名称统计，且仅包含其旗下投资主体，不含经纪或做市业务等持仓。

图 7: 样本机构清单，按彭博机构类型口径分类

| 投资顾问 Investment Advisor | | | | | | |
|-------------------------|------------------|-------------------|---------------------|-----------------|------------------|---------------|
| Blackrock | CAPITAL GROUP | GEODE CAPITAL | FMR | T ROWE PRICE | Invesco | WELLINGTON |
| DIMENSIONAL | MASSACHUSETTS FS | FISHER | Berkshire | JANUS HENDERSON | AMERICAN CENTURY | PRINCIPAL |
| DODGE & COX | VICTORY CAPITAL | CREATIVE PLANNING | JENNISON | VAN ECK | NEUBERGER BERMAN | PRIMECAP |
| CLEARBRIDGE | BAILLIE GIFFORD | VOYA | BOSTON PARTNERS | HIGHTOWER | MARINER WEALTH | SANDERS |
| ROBECO | SEI | Artisan | ROCKEFELLER CAPITAL | Ark Investment | Fundsmith | Maverick |
| DUQUESNE | Matrix | Maytech | Morgan Stanley AM | Lazard | UBS AG AM | |
| 对冲基金 Hedge Fund | | | | | | |
| AQR | ARROWSTREET | CITADEL | MILLENNIUM | DE SHAW | TWO SIGMA | Marshall Wace |
| FOCUS PARTNERS | QUBE RESEARCH | ADAGE | RENAISSANCE | POINT72 | BALYASNY | VIKING GLOBAL |
| COATUE | TIGER GLOBAL | BRIDGEWATER | LONE PINE | D1 CAPITAL | WHALE ROCK | Appaloosa |
| Altimeter | Atreides | SITUATIONAL AWARE | Third Point | Light Street | | |
| 银行 BANK | | | | | | |
| BANK OF AMERICA | Wells Fargo | | | | | |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

■ 关注标的清单

关注清单 (Focus List) 以市值规模 (大于 500 亿美元)、流动性 (为标普 500/纳指 100 指数成分股) 和产业代表性 (AI 产业链上下游关键或龙头企业) 为核心筛选标准, 聚焦科技、半导体与 AI 主线, 最终纳入 29 只核心标的。股票池覆盖 AI 算力、半导体设备、云计算、网络安全、SaaS 应用及头部互联网平台。

图 8: 关注清单标的历史表现 (按市值排序)

| | 公司名称 | 股票代码 | 市值 (百万美元) | YTD | 近一年 收益率 | 近六月 收益率 | 近三月 收益率 | 近一月 收益率 |
|-------------------|--------------|-------|--------------|--------|------------|------------|------------|------------|
| 1. Mag 7 板块 | 英伟达 | NVDA | 5,457,369 | 13.2% | 56.2% | 17.4% | 19.2% | 6.4% |
| | Alphabet | GOOG | 4,787,062 | 20.0% | 117.8% | 19.5% | 20.9% | -1.8% |
| | Alphabet | GOOGL | 4,787,062 | 21.5% | 121.5% | 20.8% | 22.0% | -1.4% |
| | 苹果 | AAPL | 4,409,585 | 14.8% | 55.4% | 10.2% | 18.1% | 11.4% |
| | 微软 | MSFT | 3,134,205 | -6.9% | -2.2% | -7.5% | 14.6% | 8.6% |
| | 亚马逊 | AMZN | 2,841,383 | 17.3% | 32.0% | 15.7% | 28.9% | 0.9% |
| | 特斯拉 | TSLA | 1,585,817 | -3.1% | 25.8% | 1.3% | 8.3% | 11.5% |
| | Meta | META | 1,559,176 | -4.2% | -2.3% | -1.3% | -2.4% | 3.9% |
| 2. 泛半导体 板块 | 台积电 | TSM | 2,097,163 | 37.7% | 116.5% | 45.5% | 11.7% | 5.2% |
| | 博通 | AVGO | 2,013,134 | 29.1% | 84.6% | 15.7% | 39.8% | 6.1% |
| | 美光 | MU | 817,224 | 240.2% | 927.9% | 303.8% | 135.5% | 79.1% |
| | AMD | AMD | 691,538 | 141.0% | 366.1% | 134.8% | 157.8% | 43.1% |
| | ASML | ASML | 582,924 | 50.7% | 118.9% | 48.2% | 11.2% | 13.0% |
| | 英特尔 | INTC | 546,678 | 210.8% | 486.6% | 186.6% | 151.4% | 15.1% |
| | LAM RESEARCH | LRCX | 356,063 | 85.9% | 293.8% | 105.6% | 36.0% | 23.9% |
| | 应用材料 | AMAT | 346,506 | 75.1% | 187.1% | 76.7% | 20.9% | 15.7% |
| | 柯磊 | KLAC | 235,694 | 58.2% | 153.9% | 66.1% | 26.1% | 11.3% |
| | 高通 | QCOM | 212,370 | 46.8% | 72.9% | 49.4% | 76.3% | 41.8% |
| | Marvell | MRVL | 158,729 | 141.2% | 240.6% | 125.0% | 150.9% | 24.3% |
| 3. SaaS 及 其他板块 | 甲骨文 | ORCL | 554,933 | 15.8% | 36.4% | 12.4% | 55.3% | 31.4% |
| | Palantir | PLTR | 321,216 | -11.9% | 18.8% | -6.5% | 14.1% | 8.7% |
| | 派拓网络 | PANW | 198,149 | 52.9% | 46.4% | 50.1% | 89.2% | 55.6% |
| | CrowdStrike | CRWD | 151,241 | 55.9% | 55.1% | 45.0% | 96.5% | 60.4% |
| | Salesforce | CRM | 141,941 | -27.9% | -28.0% | -17.9% | -1.9% | 4.0% |
| | Intuit | INTU | 108,684 | -50.0% | -56.0% | -47.5% | -18.9% | -16.9% |
| | ServiceNow | NOW | 98,017 | -18.8% | -38.5% | -24.4% | 15.1% | 36.4% |
| | Datadog | DDOG | 74,039 | 81.9% | 109.8% | 56.6% | 120.9% | 76.0% |
| | Cloudflare | NET | 69,863 | 22.7% | 45.8% | 22.6% | 40.4% | 11.2% |
| | Robinhood | HOOD | 69,498 | -16.6% | 42.6% | -23.5% | 24.3% | 28.0% |
| | Snowflake | SNOW | 54,437 | 16.5% | 24.3% | 1.4% | 51.7% | 81.2% |

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 数据截至 2026 年 6 月 5 日

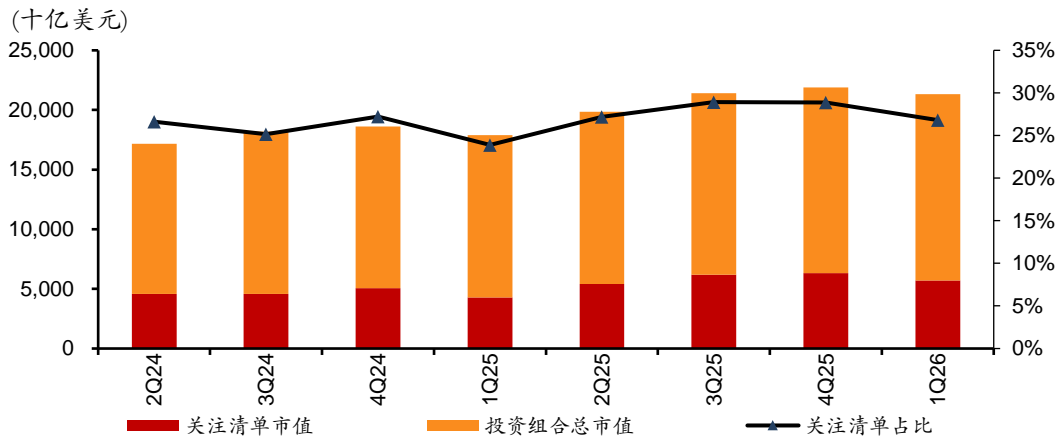
关注清单市值占比首度回落，核心标的仍呈高覆盖、高配置特征

截至 1Q26 末，样本机构投资组合总持仓市值约 21.3 万亿美元，环比小幅下降，但同比维持高位。其中关注清单占总投资组合比例回落至 26.8%，为近 5 个季度首次出现较大下降。重仓仍集中于少数核心科技标的。

样本机构投资组合总持仓市值规模自高位小幅下降，其中关注清单占比首现较大回落

1Q26 末样本机构投资组合总市值约 21.3 万亿美元，环比减少约 5,650 亿美元 (-2.6%)，同比增加 34,280 亿美元 (+19.2%)，过去四个季度的增长趋势逐步放缓并在本季出现小幅下降。2025 年在 AI 叙事驱动下，资金集中流向 AI、科技相关标的，合计关注清单市值占总投资组合比从 1Q25 至 3Q25 一路上升 (23.9% 至 28.9%)，四季度增长趋平。1Q26 占比首次出现较大回落至 26.8% (环比-2.1pct)，机构在兑现 AI 及科技标的前期涨幅的同时，一季度把仓位转向清单外其他标的或板块。

图 9: 样本机构投资组合与其中关注清单的市值占比统计



资料来源：彭博，招银国际环球市场

核心科技股标的仍获广泛、重仓配置；半导体板块虽获普遍配置但仓位权重较低，SaaS 行业则整体呈现持仓分散且低配的特征

整体看，机构持仓高度集中于少数核心科技标的，得到市场一致看好。以覆盖广度（持有家数）与配置深度（组合权重）衡量，按持仓市值大于一千万美元筛选管理资产规模前 30 大机构中，Mag 7 标的构成机构底仓，30 家机构全部持有谷歌、微软、亚马逊，29 家持有英伟达、Meta，28 家持有特斯拉。Berkshire 持有苹果占其组合权重达 21.7%，为前 30 家机构中集中度最高；万亿级资管在微软、英伟达上持仓权重较高、跨期平稳，构成底层买盘；相较下，泛半导体板块标的虽同样获样本机构广泛持有（广度高），但单一标的在机构投资组合权重占比偏低（配置深度低），高通、Marvell 在板块内部持有家数较少。SaaS 及其他板块标的整体配置则明显分散，配置深度更低，依赖少数机构资金。

图 10: 1Q26 样本机构对关注清单的配置深度与覆盖广度矩阵热力图

| 机构名称 | 1. Mag 7 | | | | | | | 2. 泛半导体板块 | | | | | | | | | | 3. SaaS及其他版块 | | | | | | | | | | | | |
|-------------------|----------|-------|-------|------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | NVDA | GOOGL | AAPL | MSFT | AMZN | TSLA | META | TSM | AVGO | MU | AMD | ASML | INTC | LRCX | AMAT | KLAC | QCOM | MRVL | ORCL | PLTR | PANW | CRWD | CRM | INTU | NOW | DOOG | NET | HOOD | SNOW | |
| Blackrock | 5.9% | 2.2% | 5.1% | 3.9% | 2.7% | 1.4% | 1.7% | 0.1% | 2.1% | 0.6% | 0.5% | 0.0% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.4% | 0.5% | 0.2% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| CAPITAL GROUP | 4.0% | 2.4% | 1.8% | 4.3% | 2.4% | 1.1% | 2.8% | 1.0% | 5.4% | 1.0% | 0.0% | 0.4% | 0.4% | 0.0% | 0.6% | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | |
| GEDDE CAPITAL | 6.5% | 2.7% | 5.8% | 4.3% | 3.0% | 1.6% | 1.9% | 0.0% | 2.2% | 0.6% | 0.5% | 0.0% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.4% | 0.5% | 0.2% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | |
| FMR | 10.0% | 3.9% | 4.3% | 3.9% | 4.2% | 0.7% | 3.9% | 1.2% | 2.1% | 0.6% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.4% | 0.1% | 0.4% | 0.0% | 0.8% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | |
| BANK OF AMERICA | 2.4% | 1.4% | 2.2% | 1.9% | 1.3% | 0.5% | 0.9% | 0.3% | 1.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| T ROWE PRICE | 6.7% | 2.5% | 5.4% | 4.8% | 3.1% | 0.9% | 2.3% | 0.3% | 2.8% | 0.2% | 0.7% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| Morgan Stanley | 2.4% | 1.9% | 3.2% | 2.3% | 2.0% | 0.7% | 1.1% | 0.3% | 1.1% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.3% | 0.0% | 0.1% | |
| Invesco | 3.8% | 2.0% | 2.8% | 2.4% | 1.8% | 1.0% | 1.4% | 0.2% | 1.6% | 0.6% | 0.5% | 0.2% | 0.3% | 0.8% | 0.5% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.5% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | |
| WELLINGTON | 4.4% | 2.6% | 3.1% | 3.6% | 2.4% | 0.6% | 1.2% | 0.5% | 2.9% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.2% | |
| DIMENSIONAL | 3.4% | 1.1% | 3.1% | 2.3% | 1.7% | 0.4% | 1.2% | 0.2% | 0.8% | 0.5% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| UBS Global AM | 7.2% | 2.7% | 5.6% | 4.9% | 3.2% | 1.5% | 1.5% | 0.3% | 2.5% | 0.7% | 0.8% | 0.0% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.3% | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | | |
| MASSACHUSETTS FS | 3.9% | 2.3% | 2.6% | 3.6% | 2.2% | 0.0% | 0.9% | 1.1% | 1.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | |
| FISHER | 5.2% | 3.8% | 4.9% | 3.3% | 2.4% | 0.0% | 1.3% | 2.1% | 1.5% | 0.0% | 0.0% | 2.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| Berkshire | 0.0% | 5.9% | 21.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| AQR | 2.5% | 0.7% | 1.7% | 1.7% | 0.9% | 0.4% | 0.5% | 0.0% | 0.9% | 0.7% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.3% | |
| JANUS HENDERSON | 6.9% | 0.4% | 3.2% | 4.2% | 3.2% | 0.2% | 1.9% | 1.3% | 2.8% | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 0.2% | 0.9% | 0.0% | 0.1% | 0.8% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 0.0% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | |
| AMERICAN CENTURY | 5.5% | 2.6% | 3.3% | 3.1% | 2.6% | 1.3% | 1.5% | 1.1% | 1.5% | 0.3% | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.4% | 0.6% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.0% | 0.2% | |
| Wells Fargo | 1.8% | 1.3% | 2.8% | 2.2% | 1.4% | 0.3% | 0.9% | 0.4% | 1.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| PRINCIPAL | 3.7% | 1.7% | 2.9% | 3.0% | 2.1% | 0.8% | 1.3% | 0.4% | 1.4% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| ARROWSTREET | 3.0% | 2.7% | 2.7% | 4.9% | 3.7% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 3.1% | 0.5% | 0.0% | 1.2% | 0.0% | 1.5% | 0.0% | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 0.1% | 0.0% | 1.3% | 0.9% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| DODGE & COX | 0.0% | 1.7% | 0.0% | 2.4% | 1.7% | 0.0% | 1.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| VICTORY CAPITAL | 3.7% | 1.8% | 3.0% | 2.5% | 2.3% | 0.5% | 0.9% | 0.2% | 1.0% | 0.2% | 0.7% | 0.5% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.3% | 0.5% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | |
| CREATIVE PLANNING | 1.6% | 0.6% | 2.1% | 1.0% | 0.6% | 0.3% | 0.4% | 0.1% | 0.4% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| JENNISON | 8.9% | 3.9% | 5.9% | 4.6% | 5.9% | 2.5% | 3.1% | 2.8% | 4.8% | 0.1% | 1.3% | 0.1% | 0.0% | 0.5% | 0.1% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 1.1% | 0.0% | 1.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 0.6% | 0.1% | 0.7% | |
| CITADEL | 2.3% | 0.6% | 0.9% | 0.7% | 1.2% | 0.6% | 0.7% | 1.0% | 0.7% | 1.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.3% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | |
| MILLENNIUM | 1.4% | 0.4% | 0.9% | 0.8% | 0.4% | 0.4% | 0.9% | 0.6% | 0.5% | 0.4% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | |
| VAN ECK | 7.4% | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.2% | 0.0% | 0.3% | 4.9% | 3.3% | 1.6% | 1.8% | 1.9% | 1.6% | 0.3% | 1.7% | 1.7% | 1.4% | 0.8% | 0.1% | 0.7% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| NEUBERGER BERMAN | 3.9% | 2.1% | 3.1% | 3.2% | 2.8% | 0.2% | 1.1% | 0.3% | 1.0% | 0.3% | 0.4% | 0.7% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.5% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | |
| PRIMECAP | 2.4% | 3.4% | 0.4% | 2.1% | 2.0% | 1.8% | 0.3% | 0.0% | 0.2% | 5.8% | 0.2% | 0.4% | 2.6% | 0.0% | 0.3% | 2.6% | 0.1% | 0.2% | 0.7% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| DE SHAW | 2.0% | 1.6% | 1.4% | 1.8% | 0.8% | 1.3% | 0.9% | 0.8% | 1.6% | 1.0% | 0.6% | 0.4% | 0.6% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 0.4% | 0.0% | 0.6% | 0.1% | 0.0% | 0.3% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.0% | |

资料来源：彭博，招银国际环球市场，按投资组合规模截取前30家

MAG 7 资金流向分化，英特尔获广泛增持领跑泛半导体板块，SaaS 板块内网络安全标的获一致看好

机构持仓配置主线仍是 AI 算力、关键半导体环节与互联网巨头，但筛选逻辑更看重盈利兑现与估值消化。1Q26 按个股净买卖股数排序，净买入居前方面，Mag 7 板块为亚马逊、谷歌、英伟达；泛半导体板块为英特尔、Marvell、博通；SaaS 及其他板块为派拓网络、Palantir 与 Datadog。

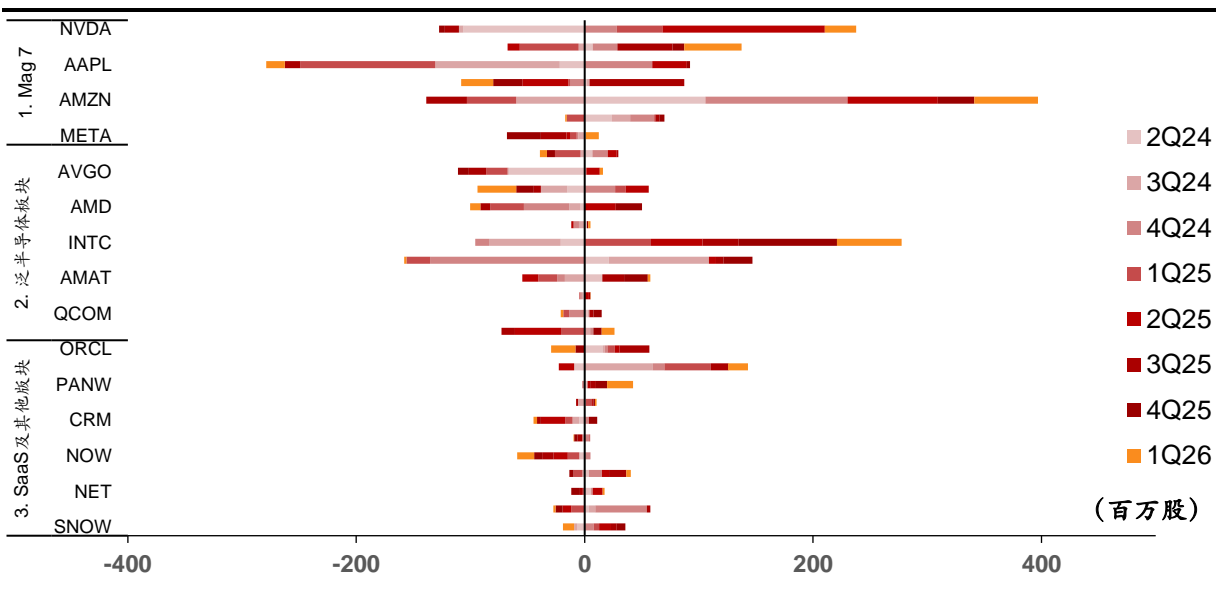
净卖出居前方面，Mag 7 为微软、苹果、特斯拉；泛半导体板块为美光、AMD、台积电；SaaS 及其他板块为甲骨文、ServiceNow 与 Snowflake。其中美光、苹果的卖出主要由单家机构贡献。英特尔与派拓网络连续五季获增持，ServiceNow 连续五季遭减持。

图 11: 近 2 年关注清单标的平均组合内占比与覆盖率

| 股票代码 | 投资组合内平均市值占比 | | | | | | | | 趋势 | 机构覆盖率% | | | | | | | | 趋势 |
|-------|-------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|--------|--------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|---------|
| | 2024/6/30 | 2024/9/30 | 2024/12/31 | 2025/3/31 | 2025/6/30 | 2025/9/30 | 2025/12/31 | 2026/3/31 | | YoY | 2024/6/30 | 2024/9/30 | 2024/12/31 | 2025/3/31 | 2025/6/30 | 2025/9/30 | 2025/12/31 | |
| NVDA | 3.5% | 3.3% | 3.4% | 2.9% | 3.9% | 4.1% | 4.2% | 4.1% | ↑0.2% | 88% | 87% | 87% | 88% | 88% | 91% | 91% | 94% | ↑5.8% |
| AMZN | 3.1% | 2.7% | 3.0% | 2.7% | 2.8% | 2.5% | 2.8% | 3.0% | ↑0.2% | 96% | 94% | 97% | 97% | 94% | 93% | 97% | 94% | ↑0.0% |
| AAPL | 3.0% | 2.9% | 2.9% | 2.5% | 2.1% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | ↑0.3% | 88% | 84% | 79% | 75% | 77% | 78% | 75% | 78% | ↑1.4% |
| MSFT | 4.2% | 3.7% | 3.4% | 3.1% | 3.5% | 3.6% | 3.2% | 2.3% | ↓-1.2% | 96% | 94% | 93% | 91% | 91% | 93% | 91% | 88% | ↓-2.9% |
| GOOGL | 1.6% | 1.3% | 1.4% | 1.1% | 1.1% | 1.6% | 2.1% | 2.1% | ↑1.0% | 87% | 87% | 90% | 83% | 83% | 88% | 90% | 88% | ↑7.2% |
| META | 2.7% | 2.8% | 2.7% | 2.8% | 2.8% | 2.4% | 1.9% | 1.9% | ↓-0.9% | 94% | 93% | 93% | 93% | 93% | 94% | 86% | 90% | ↓-2.9% |
| TSM | 1.1% | 1.0% | 1.2% | 1.1% | 1.3% | 1.4% | 1.5% | 1.8% | ↑0.5% | 82% | 85% | 88% | 84% | 88% | 87% | 88% | 91% | ↑2.9% |
| AVGO | 0.9% | 0.9% | 1.1% | 1.2% | 1.7% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | ↓-0.1% | 79% | 78% | 79% | 78% | 80% | 83% | 83% | 87% | ↑7.2% |
| MU | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.5% | 0.7% | ↑0.4% | 75% | 73% | 74% | 64% | 62% | 70% | 68% | 77% | ↑14.5% |
| TSLA | 0.5% | 0.7% | 1.0% | 0.5% | 0.5% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | ↑0.1% | 67% | 75% | 81% | 72% | 70% | 74% | 72% | 74% | ↑4.3% |
| ASML | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | ↑0.4% | 72% | 69% | 72% | 71% | 62% | 67% | 74% | 80% | ↑17.4% |
| LRCX | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | ↑0.3% | 73% | 67% | 76% | 72% | 71% | 71% | 74% | 75% | ↑4.3% |
| AMAT | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.5% | ↑0.3% | 67% | 66% | 69% | 68% | 65% | 70% | 74% | 74% | ↑8.7% |
| AMD | 0.6% | 0.8% | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | ↓0.0% | 78% | 76% | 75% | 72% | 71% | 77% | 75% | 75% | ↑4.3% |
| PLTR | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | ↓0.0% | 55% | 60% | 63% | 59% | 64% | 65% | 65% | 68% | ↑4.3% |
| KLAC | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | ↑0.1% | 64% | 66% | 63% | 61% | 59% | 61% | 62% | 65% | ↑5.8% |
| INTC | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | ↑0.1% | 66% | 58% | 62% | 62% | 64% | 61% | 67% | 70% | ↑5.8% |
| PANW | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | ↑0.0% | 64% | 64% | 66% | 61% | 64% | 65% | 64% | 65% | ↑1.4% |
| ORCL | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | ↓-0.2% | 72% | 69% | 72% | 70% | 71% | 70% | 68% | 68% | ↓-2.9% |
| QCOM | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | ↓-0.1% | 78% | 73% | 72% | 68% | 67% | 68% | 67% | 67% | ↑0.0% |
| NOW | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | ↓-0.1% | 67% | 64% | 71% | 68% | 65% | 68% | 67% | 64% | ↓-1.4% |
| SNOW | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.1% | ↓-0.2% | 67% | 67% | 71% | 65% | 68% | 72% | 71% | 65% | ↓-2.9% |
| CRM | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.5% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.1% | ↓-0.2% | 73% | 75% | 78% | 74% | 74% | 71% | 72% | 65% | ↓-8.7% |
| NET | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | ↑0.0% | 55% | 57% | 56% | 61% | 62% | 64% | 65% | 64% | ↑1.4% |
| HOOD | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | ↓-0.1% | 55% | 54% | 63% | 62% | 62% | 64% | 64% | 62% | ↑0.0% |
| CRWD | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | ↓0.0% | 73% | 66% | 72% | 65% | 65% | 64% | 65% | 68% | ↑2.9% |
| INTU | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | ↓-0.3% | 75% | 73% | 74% | 74% | 77% | 75% | 70% | 62% | ↓-14.5% |
| MRVL | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | ↑0.0% | 66% | 61% | 65% | 65% | 59% | 59% | 59% | 62% | ↑2.9% |
| DDOG | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | ↓0.0% | 67% | 67% | 71% | 65% | 67% | 67% | 65% | 65% | ↓-1.4% |

资料来源：彭博，招银国际环球市场。注：平均方式为算术平均

图 12: 近 2 年关注清单标的机构持仓变化情况



资料来源：彭博，招银国际环球市场

Mag 7: 配置资金向亚马逊、谷歌集中，微软遭多家头部资管小幅减持

亚马逊领衔 Mag 7 净买入，谷歌获单家大幅建仓，英伟达与 Meta 重回净流入。亚马逊 (AMZN US) 净买入 55.8 百万股，为本季 Mag 7 中最大净买入标的。谷歌 (GOOGL/GOOG US) 净买入量次之，达 49.9 百万股，增量主要由 Berkshire 单家贡献 (新建仓 36.4 百万股，占其投资组合权重 5.9%)。英伟达 (NVDA US) 在 2H25 连续两季净流出后，本季转为净流入 27.4 百万股，占各样本机构投资组合平均权重提升至 4.3%，其中 Blackrock 为最大单家减持方 (-20.6 百万股)。Meta (META US) 在连续六季净流出后，本季转为净买入约 11.4 百万股，其中 Capital Group 单家净买入 6.7 百万股。

微软为本季最大净流出标的，市场卖方占多，并遭多家头部资管小幅减持。微软 (MSFT US) 本季遭遇集中减持，38 家样本机构 (共 70 家) 录得净卖出，合计流出规模达 28.1 百万股。多家头部资管小幅净卖出，按卖出规模占上一季末持仓总数的比例计，领衔卖出机构包括：FMR -11.2 百万股 (-6.5%)、Blackrock -8.9 百万股 (-1.5%)、Capital Group -6.8 百万股 (-3%)。

苹果受单家扰动呈现多空分歧特征，特斯拉换手平稳。苹果 (AAPL US) 本季虽有 32 家机构录得净买入，但受 Capital Group 单家大幅减持 27.4 百万股的影响 (较其上一季末减持 17.5% 仓位)，致使样本机构合计净卖出 16.3 百万股。若剔除该单家机构影响，市场实际净流入约 11 百万股。特斯拉 (TSLA US) 微幅净卖出 1.3 百万股，买卖两侧资金量基本平衡，未现单家机构的大幅换手。

图 13: 样本机构近两年 MAG 7 持仓变化情况

| 机构 (百万股) /百万美元 | GOOG/GOOGL | | MSFT | | AMZN | | META | | AAPL | | NVDA | | TSLA | |
|----------------------|------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|--------|-------|---------|-------|---------|-------|--------|
| | 持股数变动 | 持仓市值 | 持股数变动 | 持仓市值 | 持股数变动 | 持仓市值 | 持股数变动 | 持仓市值 | 持股数变动 | 持仓市值 | 持股数变动 | 持仓市值 | 持股数变动 | 持仓市值 |
| Blackrock | 4.2 | 123,992 | -8.9 | 214,336 | 0.3 | 149,600 | -2.8 | 94,266 | -1.5 | 282,797 | -20.6 | 327,296 | -1.7 | 75,607 |
| CAPITAL GROUP | 7.6 | 43,288 | -6.8 | 79,659 | 19.5 | 44,741 | 6.7 | 52,166 | -27.4 | 32,774 | 13.5 | 74,178 | 0.9 | 19,804 |
| GEODE CAPITAL | 5.7 | 43,548 | 5.9 | 69,605 | 8.1 | 48,415 | 1.4 | 30,880 | 10.6 | 93,305 | 12.5 | 104,563 | 2.3 | 25,177 |
| FMR | 3.9 | 60,390 | -11.2 | 60,225 | 21.2 | 65,828 | -6.1 | 61,356 | -1.8 | 66,814 | 18.3 | 156,131 | -3.6 | 11,098 |
| BANK OF AMERICA | -0.3 | 19,775 | 2.4 | 26,195 | 0.0 | 17,532 | 2.7 | 12,036 | -2.9 | 30,640 | 4.0 | 33,345 | -1.8 | 7,049 |
| T ROWE PRICE | 13.4 | 25,691 | -6.5 | 48,118 | -0.8 | 30,813 | 1.8 | 22,800 | -3.9 | 54,843 | -10.4 | 67,936 | -0.8 | 9,223 |
| Morgan Stanley | 0.4 | 18,313 | 4.4 | 22,152 | 11.4 | 18,960 | 0.4 | 18,960 | 13.3 | 30,801 | 17.9 | 23,482 | 3.0 | 6,815 |
| Invesco | 0.4 | 13,183 | -2.9 | 15,656 | -2.5 | 11,901 | -2.6 | 8,927 | -0.6 | 18,499 | -0.5 | 24,897 | 0.0 | 6,296 |
| WELLINGTON | 5.7 | 13,694 | 3.8 | 19,524 | 3.8 | 12,997 | 2.9 | 6,688 | -12.3 | 16,505 | -8.9 | 23,344 | -1.1 | 3,402 |
| DIMENSIONAL | -0.8 | 5,256 | 2.8 | 10,853 | 7.3 | 8,126 | 0.4 | 5,965 | 1.0 | 14,858 | 0.6 | 16,479 | 0.3 | 1,913 |
| UBS Global AM | 4.3 | 12,997 | 3.7 | 23,629 | 4.0 | 15,385 | -0.4 | 7,251 | 0.0 | 26,778 | 3.1 | 34,701 | -0.5 | 7,342 |
| MASSACHUSETTS FS | -1.8 | 6,955 | -1.6 | 10,668 | -2.4 | 6,568 | -0.4 | 2,571 | 3.4 | 7,848 | -1.9 | 11,565 | 0.0 | 70 |
| FISHER | 0.9 | 11,229 | 0.6 | 9,603 | 0.6 | 7,120 | 0.1 | 3,825 | 1.3 | 14,321 | 2.5 | 15,445 | 0.0 | 13 |
| Berkshire | 36.4 | 15,606 | 0.0 | 70 | -2.3 | 11 | 0.0 | 3 | 0.0 | 57,922 | -0.2 | 35 | 0.0 | 0 |
| AQR | 1.3 | 1,615 | 3.8 | 3,684 | 0.5 | 1,958 | -0.2 | 1,043 | 2.1 | 3,631 | 5.9 | 5,463 | 0.1 | 823 |
| JANUS HENDERSON | 0.5 | 885 | -2.9 | 8,807 | -1.7 | 6,686 | 0.8 | 3,939 | -0.4 | 6,804 | 0.2 | 14,416 | 0.0 | 321 |
| AMERICAN CENTURY | -1.4 | 5,030 | 1.0 | 5,979 | -2.3 | 5,054 | 0.0 | 2,856 | -0.8 | 6,398 | -2.3 | 10,646 | -0.1 | 2,514 |
| Wells Fargo | -0.5 | 2,489 | 0.7 | 4,268 | 1.9 | 2,697 | 0.3 | 1,768 | 0.3 | 5,255 | -0.8 | 3,415 | -0.5 | 626 |
| PRINCIPAL | 0.1 | 3,195 | 0.2 | 5,559 | -0.5 | 3,988 | 0.3 | 2,375 | 0.3 | 5,417 | 1.0 | 6,906 | -0.1 | 1,414 |
| ARROWSTREET | 8.1 | 4,900 | 9.5 | 8,982 | 7.9 | 6,785 | 0.1 | 80 | 2.1 | 4,934 | 5.1 | 5,543 | 0.0 | 14 |
| DODGE & COX | -0.2 | 3,055 | 4.5 | 4,427 | -0.1 | 3,147 | 0.0 | 2,869 | 0.0 | 8 | 0.0 | 1 | 0.0 | 0 |
| VICTORY CAPITAL | -2.7 | 2,848 | -2.3 | 3,966 | -2.5 | 3,532 | 0.6 | 1,479 | -3.5 | 4,748 | -3.3 | 5,718 | 0.1 | 762 |
| CREATIVE PLANNING | 0.2 | 849 | 0.4 | 1,433 | 0.2 | 899 | 0.1 | 542 | 0.8 | 3,078 | 1.0 | 2,361 | 0.1 | 392 |
| JENNISON | -2.0 | 5,710 | -3.2 | 6,620 | -1.9 | 8,645 | -0.5 | 4,500 | -2.1 | 8,525 | -4.1 | 12,902 | -0.5 | 3,706 |
| CITADEL | -0.1 | 817 | -0.6 | 977 | -0.0 | 1,688 | 1.0 | 1,047 | -0.3 | 1,323 | -2.9 | 3,255 | 1.2 | 778 |
| MILLENNIUM | -1.0 | 478 | 0.5 | 1,036 | -0.8 | 585 | 0.9 | 1,147 | -0.3 | 1,185 | -6.6 | 1,846 | 1.2 | 585 |
| VAN ECK | 0.0 | 273 | 0.1 | 511 | 0.1 | 244 | 0.0 | 412 | 0.0 | 271 | 5.9 | 9,824 | 0.0 | 25 |
| NEUBERGER BERMAN | 0.1 | 2,740 | -0.4 | 4,215 | 1.1 | 3,646 | 0.0 | 1,413 | -0.3 | 4,036 | 2.3 | 5,087 | 0.2 | 228 |
| PRIMECAP | -0.1 | 4,310 | 0.0 | 2,689 | -0.1 | 2,522 | 0.0 | 443 | 0.0 | 447 | 0.0 | 2,998 | -0.2 | 2,277 |
| DE SHAW | 3.0 | 1,973 | -0.7 | 2,283 | -1.3 | 985 | 0.8 | 1,079 | 1.5 | 1,774 | -3.6 | 2,565 | 2.0 | 1,620 |

资料来源：彭博，招银国际环球市场，按投资组合规模截取前 30 家

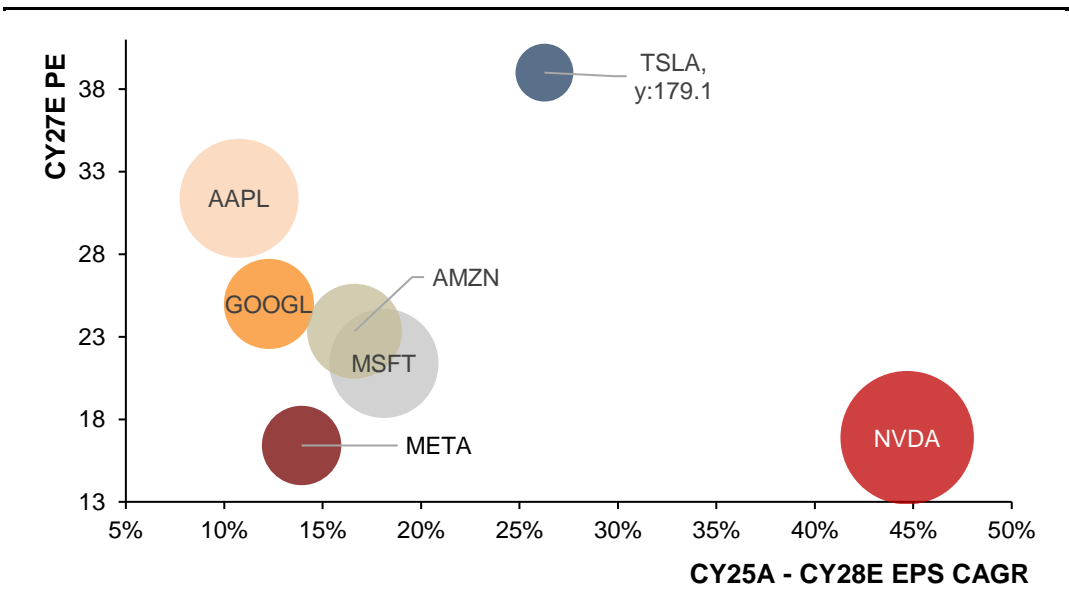
图 14: 1Q26 样本机构关注清单前五大买入/卖出, MAG 7 板块 (百万股, 环比变动)

| 股票代码 | Top1 Buy | Top2 Buy | Top3 Buy | Top4 Buy | Top5 Buy | Top1 Sell | Top2 Sell | Top3 Sell | Top4 Sell | Top5 Sell |
|--------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 投资顾问 Investment Advisor | | | | | | | | | | |
| NVDA | FMR 18.3, 2.1% | Morgan Stanley 17.9, 15.3% | CAPITAL GROUP 15.5, 3.8% | GEODE CAPITAL 12.5, 2.1% | SANDERS 7.1, - | Blackrock -20.6, -1.1% | T ROWE PRICE -10.4, -2.6% | WELLINGTON -6.9, -4.9% | VICTORY CAPITAL -6.3, -16.1% | JENNISON -4.1, -5.2% |
| GOOGL | Berkshire 36.4, 203.7% | CAPITAL GROUP 7.5, 5.3% | GEODE CAPITAL 5.7, 3.9% | UBS Global AM 4.3, 10.5% | Blackrock 4.2, 1% | WELLINGTON -9.7, -16.9% | T ROWE PRICE -2.7, -21.3% | VICTORY CAPITAL -2.7, -21.3% | JENNISON -2.3, 1% | MASSACHUSETTS FS -1.9, -7.1% |
| AAPL | Morgan Stanley 13.3, 12.3% | GEODE CAPITAL 10.6, 3% | MASSACHUSETTS FS 3.4, 12.7% | SEI 1.6, 23.6% | FISHER 1.3, 2.3% | CAPITAL GROUP -27.4, -17.5% | WELLINGTON -12.3, -15.9% | Blackrock -11.5, -1% | T ROWE PRICE -3.9, -1.8% | VICTORY CAPITAL -3.5, -15.9% |
| MSFT | GEODE CAPITAL 5.9, 3.2% | DODGE & COX 4.5, 60.7% | Morgan Stanley 4.4, 7.8% | WELLINGTON 3.8, 7.8% | UBS Global AM 3.7, 6.1% | FMR -11.2, -6.5% | Blackrock -8.9, -1.5% | CAPITAL GROUP -6.8, -3% | T ROWE PRICE -6.5, -4.8% | JENNISON -3.2, -15% |
| AMZN | FMR 21.2, 7.2% | CAPITAL GROUP 19.5, 10% | SANDERS 14.9, 100.1% | Morgan Stanley 11.4, 14.3% | GEODE CAPITAL 8.1, 3.6% | VICTORY CAPITAL -7.9, -30.6% | WELLINGTON -3.8, -5.8% | Invesco -2.5, -4.1% | MASSACHUSETTS FS -2.4, -8.6% | AMERICAN CENTURY -2.3, 8.8% |
| TSLA | Morgan Stanley 3, 19.7% | GEODE CAPITAL 2.3, 3.5% | CAPITAL GROUP 0.9, 1.7% | DIMENSIONAL 0.3, 5.6% | SEI 0.2, 19.3% | FMR -3.6, -10.6% | Blackrock -1.7, -0.8% | WELLINGTON -1.1, -10.9% | T ROWE PRICE -0.8, -3.1% | CLEARBRIDGE -0.6, -24.8% |
| META | CAPITAL GROUP 6.7, 7.9% | WELLINGTON 2.9, 33.2% | T ROWE PRICE 1.8, 4.8% | GEODE CAPITAL 1.4, 2.6% | JANUS HENDERSON 0.8, 12.7% | FMR -6.1, -5.4% | Blackrock -2.8, -1.7% | Invesco -2.6, -14.3% | JENNISON -0.5, -5.8% | MASSACHUSETTS FS -0.4, -8.6% |
| 对冲基金 Hedge Fund | | | | | | | | | | |
| NVDA | AQR 5.9, 22.4% | ARROWSTREET 5.1, 19.2% | RENAISSANCE 1.7, 190% | Altimeter 1.2, 15.3% | TWO SIGMA 1.1, 10.6% | DE SHAW -8.6, -36.9% | QUBE RESEARCH -4.6, -69.5% | MILLENNIUM -4.6, -30.5% | CITADEL -2.9, -13.4% | COATUE -2.9, -31.2% |
| GOOGL | ARROWSTREET 8.1, 90.9% | TWO SIGMA 3.4, 314.8% | DE SHAW 3, 75.5% | AQR 1.3, 28.1% | FOCUS PARTNERS 0.8, 18.6% | COATUE -2.5, -37% | MILLENNIUM -1, -38% | BALYASNY -0.6, -26.7% | Altimeter -0.5, -100% | QUBE RESEARCH -0.4, -14.5% |
| AAPL | VIKING GLOBAL 3.6, - | RENAISSANCE 3.1, - | AQR 2.1, 16.7% | ARROWSTREET 2.1, 12% | QUBE RESEARCH 1.8, 49.8% | TWO SIGMA -0.8, -12.4% | CITADEL -0.3, -5.7% | MILLENNIUM -0.3, -5.7% | ADAGE -0.2, -1.4% | Light Street 0, -100% |
| MSFT | ARROWSTREET 9.5, 64.3% | AQR 3.8, 60.2% | FOCUS PARTNERS 0.9, 19.9% | QUBE RESEARCH 0.7, 42.2% | MILLENNIUM 0.5, 22.1% | TIGER GLOBAL -3, -54.4% | COATUE -2.7, -52% | TWO SIGMA -1.8, -57% | POINT72 -1.7, -83.2% | LONE PINE -1.2, -100% |
| AMZN | ARROWSTREET 7.9, 32.1% | BRIDGEWATER 2.4, 125.3% | Appaloosa 2.1, 98.2% | FOCUS PARTNERS 0.8, 11.4% | AQR 0.5, 6.1% | CITADEL -6, -42.7% | Marshall Wace -3.1, -26.2% | LONE PINE -2.4, -100% | QUBE RESEARCH -2.3, -43.4% | COATUE -2, -20.2% |
| TSLA | DE SHAW 2, 87.5% | MILLENNIUM 1.2, 341.5% | CITADEL 1.2, 134.8% | TWO SIGMA 1, 48.7% | VIKING GLOBAL 0.8, 46.7% | COATUE -1.6, -96.4% | RENAISSANCE -1.2, -84.5% | BALYASNY -0.8, -68.2% | ADAGE -0.1, -2.4% | ARROWSTREET 0, -50.3% |
| META | VIKING GLOBAL 1.1, - | CITADEL 1, 128.6% | BALYASNY 1, 518.9% | MILLENNIUM 0.9, 80.7% | POINT72 0.8, 1272.2% | COATUE -1, -25.6% | Marshall Wace -0.6, -37.1% | D1 CAPITAL -0.4, -100% | AQR -0.2, -10.4% | Appaloosa -0.2, -27.3% |

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

巨头估值与成长匹配整体合理, 分层清晰。根据彭博一致预期数据, 微软 (CY27E 远期 21.4 倍 PE/CY25A-CY28E EPS CAGR 增速 18.1%, PEG 为 1.18, 下同)、Meta (16.4 倍/13.9%, 1.18)、亚马逊 (23.3 倍/16.6%, 1.40) 匹配度最优; 谷歌 (25.0 倍/12.3%, 2.04) 和苹果 (31.4 倍/10.8%, 2.92) 二者估值相较偏高; 特斯拉 (179 倍/26.3%, 6.82) 为全样本 PEG 比例最大者, 估值与成长明显区分于其他科技巨头。

图 15: MAG 7 25A-28E EPS CAGR (x 轴) vs 27E P/E (y 轴)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。气泡大小为样本机构对该标的持仓总市值, 数据截至 2026 年 6 月 5 日

从持仓变化来看, M7 股票中, 我们此前对于谷歌 (GOOG US)、亚马逊 (AMZN US) 推荐观点获得市场验证, 微软 (MSFT US) 尽管从资金流向上受到市场减持, 但我们认为公司估值已具备吸引力, 稳健的盈利增长及从“按用户计费”模式拓展至“按用户 + 使用量计费”模式有望成为公司股价增长的催化因素。

微软 (MSFT US, 买入, 目标价: 616.4 美元; [报告链接](#))

我们看好微软长期结构性增长前景, AI 及数字化需求强劲支撑下公司 Azure 业务有望维持高速增长, 且商业未完成订单 (RPO) 余额保持强劲增长为业务增长带来支撑; 生产力和

业务流程板块每用户平均收入持续提升印证 AI 变现稳步推进。管理层强调 GitHub Copilot 已转向按使用量计费模式，此举可使定价与实际使用量及成本匹配，并预期当前所有基于用户数量计费的业务均将逐步过渡至“按用户 + 使用量计费”模式。我们认为，该模式有望进一步释放商业化潜力，并缓解市场后续担忧。我们基于 DCF 模型的目标价为 616.4 美元，对应 31.5x FY27 市盈率。“买入”评级。

谷歌 (GOOG US, 买入, 目标价: 425.0 美元; [报告链接](#))

我们看好 AI 推动公司核心搜索和云业务的强劲增长，支撑公司在显著加大 AI 投入的同时维持稳健盈利增长与可观自由现金流，我们预计公司 FY26 整体运营利润仍将实现 28% 的同比增长。长期来看，谷歌全栈 AI 解决方案（云/TPU+模型+应用）将巩固公司在 AI 时代的核心竞争力，拓展长期增长空间，持续受益于强劲的 AI 需求。我们的目标价为 425.0 美元，基于 35 倍 FY26 PE。“买入”评级。

亚马逊 (AMZN US, 买入, 目标价: 305.0 美元; [报告链接](#))

我们看好 AWS 营收同比增速环比进一步加速的空间，且认为亚马逊稳健的盈利增长（我们预测 2026 年亚马逊经营利润将同比增长 27%）将有望支撑股价增长。305.0 美元的目标价基于 17.6x EV/EBITDA 估值，目标估值水平与公司三年均值区间一致。“买入”评级。

泛半导体板块：英特尔获连续五季净买入，美光遭单家大幅减持，半导体设备一季度流入趋缓

英特尔延续机构增持，博通剔除单家大幅卖出后获市场广泛买入。英特尔 (INTC US) 为本季最大净买入，连续五季获多类型机构增持，累计净买入约 277.6 百万股（+58.1 百万股、+45.0 百万股、+31.5 百万股、+86.1 百万股、+56.8 百万股）；博通 (AVGO US) 净买入 2.9 百万股，其中 Capital Group 单家减持 35.5 百万股，但被广泛买盘抵消，剔除后市场净买入达 38.4 百万股。

美光遭单家集中减持但市场其余机构买卖基本持平，AMD、台积电与高通净流出。美光 (MU US) 净卖出 33.9 百万股，为关注清单内最大单股抛售，其中 Capital Group 单家净卖出 32.9 百万股，32 家机构实为净买入，剔除单家后市场基本持平，持仓股数同比-9.1%。AMD (AMD US) 净卖出 8.9 百万股，台积电 (TSM US)、高通 (QCOM US) 小幅净流出（-6.3 百万股、-2.1 百万股）。

半导体设备板块多只标的 2025 年获共识增持，但 1Q26 资金流入趋缓。应用材料 (AMAT US) 持仓股数同比+14.1%，1Q26 小幅净买入 2.4 百万股。泛林半导体 (LRCX US)、科磊 (KLAC US) 持仓股数同比+11.2%、+12.8%，过去一年获明显增持，但 1Q26 净交易股数转为持平至小幅流出。设备环节直接受益于晶圆厂制造资本开支提高与先进制程扩产，盈利可验证度高，是过去一年机构形成共识的增持方向。

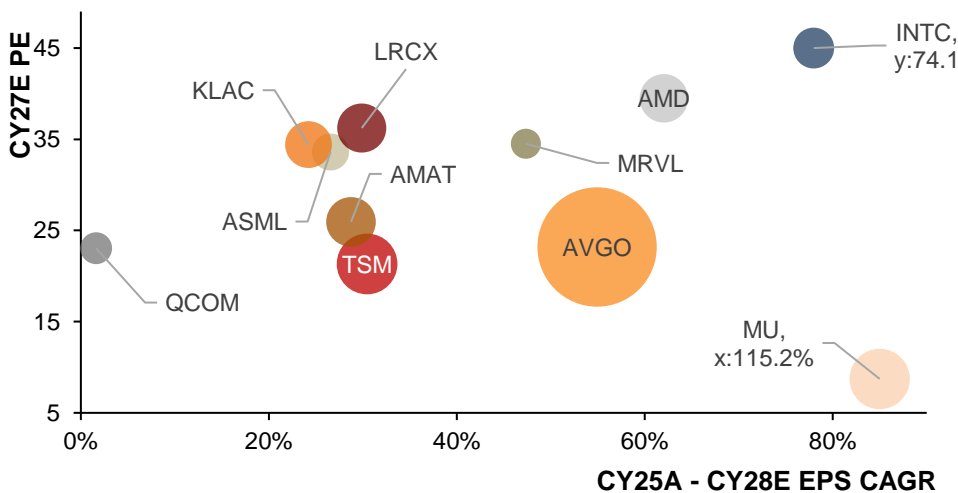
图 16: 1Q26 样本机构关注清单前五大买入/卖出, 泛半导体板块 (百万股, 环比变动)

| 股票代码 | Top1 Buy | Top2 Buy | Top3 Buy | Top4 Buy | Top5 Buy | Top1 Sell | Top2 Sell | Top3 Sell | Top4 Sell | Top5 Sell |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|------------------|-------------------|----------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|
| 投资顾问 Investment Advisor | | | | | | | | | | |
| TSM | UBS Global AM | WELLINGTON | Blackrock | VAN ECK | Morgan Stanley | SANDERS | CAPITAL GROUP | T ROWE PRICE | FMR | JENNISON |
| AVGO | UBS Global AM | Blackrock | Morgan Stanley | GEODE CAPITAL | VAN ECK | CAPITAL GROUP | CLEARBRIDGE | Invesco | JANUS HENDERSON | VICTORY CAPITAL |
| MU | Blackrock | Invesco | GEODE CAPITAL | UBS Global AM | JANUS HENDERSON | CAPITAL GROUP | FMR | PRIMECAP | VAN ECK | BOSTON PARTNERS |
| AMD | T ROWE PRICE | GEODE CAPITAL | VAN ECK | NEUBERGER BERMAN | Invesco | Blackrock | WELLINGTON | JENNISON | VICTORY CAPITAL | FMR |
| ASML | FMR | VICTORY CAPITAL | SEI | Invesco | FISHER | CAPITAL GROUP | CLEARBRIDGE | WELLINGTON | VAN ECK | NEUBERGER BERMAN |
| INTC | CAPITAL GROUP | FMR | Blackrock | GEODE CAPITAL | UBS Global AM | Morgan Stanley | MASSACHUSETTS FS | ROBECO | VAN ECK | JANUS HENDERSON |
| LRCX | FMR | JENNISON | Invesco | GEODE CAPITAL | AMERICAN CENTURY | Artisan | Blackrock | VOYA | MASSACHUSETTS FS | Morgan Stanley |
| AMAT | Blackrock | GEODE CAPITAL | Invesco | FMR | VOYA | CAPITAL GROUP | SANDERS | VICTORY CAPITAL | VAN ECK | UBS Global AM |
| KLAC | FMR | WELLINGTON | JENNISON | Blackrock | GEODE CAPITAL | CAPITAL GROUP | T ROWE PRICE | PRIMECAP | VICTORY CAPITAL | JANUS HENDERSON |
| QCOM | Blackrock | VAN ECK | Morgan Stanley | GEODE CAPITAL | UBS Global AM | WELLINGTON | T ROWE PRICE | PRIMECAP | VICTORY CAPITAL | DIMENSIONAL |
| MRVL | BOSTON PARTNERS | FMR | Blackrock | WELLINGTON | VAN ECK | CLEARBRIDGE | VOYA | Lazard | UBS Global AM | T ROWE PRICE |
| 对冲基金 Hedge Fund | | | | | | | | | | |
| TSM | TIGER GLOBAL | BRIDGEWATER | CITADEL | MILLENNIUM | COATUE | POINT72 | TWO SIGMA | LONE PINE | BALYASNY | ARROWSTREET |
| AVGO | ARROWSTREET | DE SHAW | TWO SIGMA | AQR | RENAISSANCE | MILLENNIUM | LONE PINE | BALYASNY | Marshall Wace | QUBE RESEARCH |
| MU | CITADEL | AQR | QUBE RESEARCH | BRIDGEWATER | MILLENNIUM | TWO SIGMA | RENAISSANCE | BALYASNY | ARROWSTREET | POINT72 |
| AMD | POINT72 | FOCUS PARTNERS | MILLENNIUM | BALYASNY | AQR | VIKING GLOBAL | DE SHAW | TWO SIGMA | QUBE RESEARCH | COATUE |
| ASML | COATUE | DE SHAW | TWO SIGMA | Marshall Wace | QUBE RESEARCH | CITADEL | POINT72 | Appaloosa | FOCUS PARTNERS | ADAGE |
| INTC | DE SHAW | TIGER GLOBAL | POINT72 | MILLENNIUM | SITUATIONAL AWARE | TWO SIGMA | CITADEL | QUBE RESEARCH | Marshall Wace | AQR |
| LRCX | WHALE ROCK | QUBE RESEARCH | MILLENNIUM | FOCUS PARTNERS | DE SHAW | CITADEL | BRIDGEWATER | TWO SIGMA | RENAISSANCE | Marshall Wace |
| AMAT | POINT72 | TIGER GLOBAL | DE SHAW | TWO SIGMA | QUBE RESEARCH | COATUE | ARROWSTREET | FOCUS PARTNERS | MILLENNIUM | |
| KLAC | Marshall Wace | BRIDGEWATER | ARROWSTREET | Third Point | DE SHAW | CITADEL | MILLENNIUM | RENAISSANCE | BALYASNY | ADAGE |
| QCOM | COATUE | AQR | RENAISSANCE | CITADEL | MILLENNIUM | DE SHAW | Appaloosa | Marshall Wace | TWO SIGMA | QUBE RESEARCH |
| MRVL | Marshall Wace | QUBE RESEARCH | BRIDGEWATER | MILLENNIUM | CITADEL | COATUE | AQR | DE SHAW | FOCUS PARTNERS | BALYASNY |

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

泛半导体板块估值仍具吸引力, PEG 均处于较低区间。根据彭博一致预期数据, 博通 (FY27E 远期 23.2 倍 PE/CY25A-CY28E EPS CAGR 54.9%, PEG 为 0.42, 下同)、台积电 (21.3 倍/30.4%, 0.70) 同处相对较低的 PEG 区间。AMD (39.5 倍/62.0%, 0.64)、Marvell (34.5 倍/47.4%, 0.73) 以高增速对冲偏高的估值。存储端美光 (8.7 倍/115.2%, 0.08) 增速居全样本之首, 计算得到 PEG 为全样本最低。英特尔 (74.1 倍/78.0%, PEG 0.95) 为泛半导体板块最高估值。设备端, 应用材料 (25.9 倍/28.7%, 0.90)、泛林半导体 (36.2 倍/29.9%, 1.21)、ASML (33.6 倍/26.6%, 1.26)、科磊 (34.4 倍/24.2%, 1.42), 设备端 PEG 相较下偏高。

图 17: 泛半导体板块 25A-28E EPS CAGR (x 轴) vs 27E P/E (y 轴)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场。气泡大小为样本机构该标的持仓总市值, 数据截至 2026 年 6 月 5 日

SaaS 及其他板块：网络安全获广泛增持，甲骨文、ServiceNow 遭连续减持

派拓网络连续五季获资金流入领跑软件板块，Palantir 居次，网络安全标的获机构小幅增持。派拓网络 (PANW US) 本季净买入 22.7 百万股，居软件板块首位；该标的已连续五个季度录得资金净流入且加仓规模逐季放大 (1Q25-4Q25: +0.6 百万股、+1.8 百万股、+5.2 百万股、+9.7 百万股)，累计净增持达 40.0 百万股，持仓股数环比增长 17.6%、同比增长 30.0%。Palantir (PLTR US) 以 17.2 百万股的净买入量位列板块第二，持仓股数环比增长 3.8%。基础设施监控平台 Datadog (DDOG US) 买卖两侧机构数量基本持平，整体获净买入 3.9 百万股。此外，网络安全板块其他标的 CrowdStrike (CRWD US) 与 Cloudflare (NET US) 获小幅净买入 (+1.3 百万股, +1.9 百万股)，扭转此前连续两季的净流出态势。

甲骨文遭广泛抛售，ServiceNow 遭遇持续流出。甲骨文 (ORCL US) 本季净卖出 21.4 百万股，为软件板块内净流出规模最大且减持机构最多标的。ServiceNow (NOW US) 净卖出 15.0 百万股居次，抛售趋势已持续五个季度，累计净卖出规模达 54.5 百万股，持仓股数同比下降 14.1%。Snowflake (SNOW US) 本季净卖出 9.8 百万股位居第三净卖出，结束了此前连续四个季度的净买入趋势。其余标的 Intuit (INTU US)、Salesforce (CRM US)、金融科技 Robinhood (HOOD US) 小幅净卖出，分别为 0.5、3.1、2.2 百万股。

图 18: 1Q26 样本机构关注清单前五大买入/卖出，SaaS 及其他板块 (百万股，环比变动)

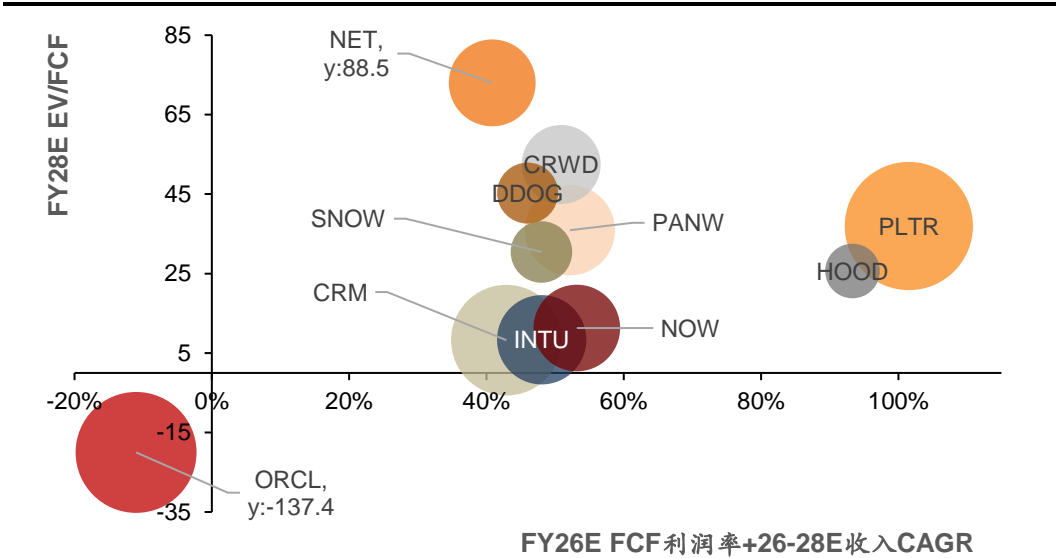
| 股票代码 | Top1 Buy | Top2 Buy | Top3 Buy | Top4 Buy | Top5 Buy | Top1 Sell | Top2 Sell | Top3 Sell | Top4 Sell | Top5 Sell |
|-------------------------|-------------------------------|--------------------------------|------------------------------|---------------------------------|----------------------------|--------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|
| 投资顾问 Investment Advisor | | | | | | | | | | |
| ORCL | CAPITAL GROUP 1.5, 4.8% | Morgan Stanley 1.4, 10.8% | GEODE CAPITAL 1.2, 3.2% | UBS Global AM 1.1, 8% | VOYA 0.9, 104.2% | FMR -6.5, -26.7% | Blackrock -4.7, -3.2% | JANUS HENDERSON -2.5, -17.1% | JENNISON -2.5, -26.3% | Invesco -1.6, -22.7% |
| PLTR | JENNISON 10.8, - | JANUS HENDERSON 3, 795.6% | Morgan Stanley 2.1, 17.5% | VAN ECK 1.9, 47.5% | GEODE CAPITAL 1.7, 3.1% | Blackrock -4.5, -2.3% | T ROWE PRICE -3.3, -20.2% | Invesco -1.5, -6.8% | PRINCIPAL -0.4, -13.1% | MASSACHUSETTS FS -0.2, -86.2% |
| PANW | Blackrock 12.6, 21.4% | GEODE CAPITAL 3.3, 20.3% | UBS Global AM 2, 32.3% | VAN ECK 1, 1467.5% | WELLINGTON 1, 158.4% | T ROWE PRICE -1.8, -41.5% | CLEARBRIDGE -0.7, -12.3% | AMERICAN CENTURY -0.1, -42.2% | MARINER WEALTH -0.1, -13.5% | CAPITAL GROUP -0.1, -1.5% |
| CRWD | CAPITAL GROUP 0.3, 47.3% | Morgan Stanley 0.3, 6.7% | Blackrock 0.2, 0.9% | NEUBERGER BERMAN 0.2, 38.3% | FMR 0.1, 4.2% | JENNISON -1.7, -30.5% | MASSACHUSETTS FS -0.2, -85.3% | Invesco -0.2, -8.5% | WELLINGTON -0.2, -44.9% | T ROWE PRICE -0.1, -2.6% |
| CRM | Morgan Stanley 3, 27.6% | MASSACHUSETTS FS 2, 71.7% | WELLINGTON 1.5, 112.9% | SANDERS 0.9, 10.6% | UBS Global AM 0.5, 5.7% | CAPITAL GROUP -9, -17.1% | T ROWE PRICE -2.9, -30.2% | CLEARBRIDGE -2, -100% | Invesco -1.6, -30.4% | ROBECO -1.3, -71.8% |
| INTU | Invesco 1.1, 31.4% | Morgan Stanley 0.7, 35.4% | DIMENSIONAL 0.2, 31% | ROBECO 0.2, 64.7% | GEODE CAPITAL 0.2, 2.7% | WELLINGTON -1.3, -37.4% | Fundsmith -0.6, -100% | Fundsmith -0.6, -100% | T ROWE PRICE -0.5, -8.2% | CLEARBRIDGE -0.3, -27.3% |
| NOW | VICTORY CAPITAL 3.8, 97.2% | Blackrock 1.9, 2% | T ROWE PRICE 1.7, 5.3% | GEODE CAPITAL 0.9, 3.9% | VOYA 0.9, 79.4% | CAPITAL GROUP -11.5, -80% | JENNISON -8.4, -99.2% | FMR -3.6, -27.6% | WELLINGTON -2.7, -33.3% | JANUS HENDERSON -1.6, -62.8% |
| DDOG | Blackrock 6.8, 24.3% | JANUS HENDERSON 1.4, 22.8% | WELLINGTON 1.3, 243.5% | VAN ECK 1.3, 8082.8% | Morgan Stanley 0.9, 56% | FMR -5.1, -28.7% | T ROWE PRICE -4, -28% | MASSACHUSETTS FS -2.6, -66.8% | JENNISON -1.7, -22.3% | BAILLIE GIFFORD -0.9, -22.2% |
| NET | JENNISON 2.5, 135.8% | WELLINGTON 2.3, 136% | VOYA 0.6, 25.6% | AMERICAN CENTURY 0.5, 14.3% | T ROWE PRICE 0.4, 34.8% | Morgan Stanley -2.2, -13.4% | CAPITAL GROUP -1.8, -7.3% | Blackrock -0.9, -5.3% | BAILLIE GIFFORD -0.9, -5.3% | Invesco -0.6, -15.9% |
| HOOD | Ark Investment 1.2, 24.9% | JANUS HENDERSON 0.6, 780.4% | Invesco 0.4, 6% | AMERICAN CENTURY 0.4, 216.8% | CLEARBRIDGE 0.3, 18.4% | FMR -3.3, -16.7% | JENNISON -3, -67.1% | T ROWE PRICE -1.4, -21.8% | Morgan Stanley -1.4, -21.8% | MASSACHUSETTS FS -1.1, -53.2% |
| SNOW | WELLINGTON 2.3, 78.1% | JANUS HENDERSON 0.5, 22.2% | UBS Global AM 0.2, 7.8% | MASSACHUSETTS FS 0.2, 12.9% | MARINER WEALTH 0.1, 28% | JENNISON -4.4, -38.3% | FMR -3, -23.3% | Morgan Stanley -2, -30.2% | T ROWE PRICE -1.2, -45.3% | Artisan -1.2, -64.3% |
| 对冲基金 Hedge Fund | | | | | | | | | | |
| ORCL | DE SHAW 1.1, 116.8% | POINT72 0.9, 380.4% | ARROWSTREET 0.4, - | Marshall Wace 0.1, 30.9% | MILLENNIUM 0.1, 10.9% | COATUE -4.4, -100% | TWO SIGMA -0.5, -18.9% | CITADEL -0.5, -18.9% | BRIDGEWATER -0.3, -15% | BALYASNY 0, -0.9% |
| PLTR | ARROWSTREET 7.7, 277.4% | TWO SIGMA 1.2, 22.8% | Marshall Wace 0.7, 31.5% | POINT72 0.1, - | BRIDGEWATER 0.1, 299.9% | DE SHAW -5.9, -60.2% | RENAISSANCE -1.8, -20.6% | CITADEL -1.3, -39.8% | MILLENNIUM -0.7, -67.6% | AQR -0.5, -11.3% |
| PANW | ARROWSTREET 0.6, 12641.3% | ADAGE 0.6, 237.2% | Atreides 0.6, - | BALYASNY 0.4, 699.4% | MILLENNIUM 0.1, 182.3% | CITADEL -1.4, -44.2% | Marshall Wace -1.4, -70.4% | AQR -1.2, -46.3% | RENAISSANCE -0.9, -100% | QUBE RESEARCH -0.1, -100% |
| CRWD | DE SHAW 1.8, 4133.3% | TWO SIGMA 0.6, 2927.1% | Marshall Wace 0.3, 302.9% | QUBE RESEARCH 0.2, - | ARROWSTREET 0.1, 293.1% | AQR -0.1, -22.8% | BALYASNY -0.1, -18.8% | FOCUS PARTNERS -0.1, -47.1% | ADAGE 0, -0.9% | POINT72 0, - |
| CRM | ARROWSTREET 7.2, 130.2% | AQR 1.2, 83.5% | CITADEL 0.4, 23.1% | FOCUS PARTNERS 0.1, 5.8% | ADAGE 0.2, 8% | BRIDGEWATER -1.9, -100% | BALYASNY -0.5, -94.5% | Marshall Wace -0.4, -37.9% | QUBE RESEARCH -0.2, -63.7% | DE SHAW -0.1, -17.1% |
| INTU | ARROWSTREET 2, 102.5% | AQR 0.2, 81.1% | BALYASNY 0.2, 3556.3% | MILLENNIUM 0.1, 95% | SITUATIONAL AWARE 0, - | QUBE RESEARCH -0.2, -100% | Marshall Wace -0.1, -91% | DE SHAW -0.1, -91% | CITADEL -0.1, -19.7% | TWO SIGMA -0.1, -100% |
| NOW | ARROWSTREET 2.8, 189% | AQR 2, 50.7% | DE SHAW 1.8, 106.2% | CITADEL 1.5, 128.8% | MILLENNIUM 1, 163.5% | BRIDGEWATER -1.3, -100% | TIGER GLOBAL -0.6, -29.5% | Marshall Wace -0.2, -13.1% | RENAISSANCE -0.1, -9.5% | BALYASNY -0.1, -79.2% |
| DDOG | CITADEL 1.8, 199.9% | MILLENNIUM 1.6, 739.2% | BALYASNY 1.4, 1662.7% | AQR 1.1, 78.1% | ARROWSTREET 1, 162.2% | TWO SIGMA -0.8, -96.1% | QUBE RESEARCH -0.3, -100% | FOCUS PARTNERS -0.2, -77.7% | RENAISSANCE 0, -6.5% | BRIDGEWATER 0, -100% |
| NET | CITADEL 1.6, 444.3% | DE SHAW 1.2, 1040.8% | POINT72 0.4, - | Marshall Wace 0.3, 42.8% | AQR 0.3, 48.1% | TWO SIGMA -0.8, -21.6% | ARROWSTREET -0.2, -100% | QUBE RESEARCH -0.2, -100% | RENAISSANCE -0.1, -100% | BRIDGEWATER 0, -78.6% |
| HOOD | TWO SIGMA 2.6, 1170.1% | RENAISSANCE 1.7, 48.6% | QUBE RESEARCH 1.2, - | DE SHAW 1.57, 6% | CITADEL 0.8, 319.3% | AQR -0.8, -51.7% | Altimeter -0.4, -30.4% | BRIDGEWATER -0.1, -100% | FOCUS PARTNERS 0, -33.5% | ADAGE 0, -0.3% |
| SNOW | AQR 1.6, 49.9% | QUBE RESEARCH 1.1, - | TWO SIGMA 0.8, 56944.4% | ADAGE 0.1, 206.7% | MILLENNIUM 0.1, 33.5% | COATUE -2.5, -100% | POINT72 -0.8, -87.9% | CITADEL -0.4, -29.7% | Atreides -0.3, -69.8% | DE SHAW -0.2, -51.2% |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

SaaS 与其他板块现金流口径估值有所分化。以 FY28E EV/FCF (x) 对“FY26E FCF 利润率+FY26-28E 收入 CAGR”复合指标取比值，Intuit (FY28E EV/FCF 8.3 倍 / 复合指标 48.0%，比值 0.17，下同) 居板块之首，Salesforce (8.2 倍/42.9%，0.19)、ServiceNow (11.3 倍/53.2%，0.21) 紧随。ServiceNow 与派拓网络 (35.9 倍/52.2%，0.69) 的 GAAP 盈利受股权激励压低、PE 口径偏贵，但自由现金流利润率。Palantir (37.0 倍/101.5%，0.36) 与金融科技 Robinhood (25.7 倍/93.3%，0.27) 复合指标领先全板块，对应比值仍

处低位。Snowflake (30.4 倍/48.0%, 0.63) 居中。Datadog (45.3 倍/46.0%, 0.98)、CrowdStrike (52.5 倍/50.9%, 1.03) 与 Cloudflare (88.5 倍/40.8%, 2.17) 估值最高，短期依赖业绩持续兑现以消化估值。甲骨文 FY28E 自由现金流仍为负 (EV/FCF 约-137 倍)，资本开支高企致其暂不适用该比值。

图 19: SaaS 及其他板块 FY26E FCF 利润率 + 26-28E 收入 CAGR (x 轴) vs FY28E EV/FCF (x) (y 轴)



资料来源：彭博，招银国际环球市场。气泡大小为样本机构该标的持仓总市值，数据截至 2026 年 6 月 5 日

机构对派拓网络的连续增持也佐证了我们之前的推荐逻辑获得市场认可，生成式 AI 时代的安全需求提升的逻辑正进入兑现期。

派拓网络 (PANW US, 买入, 目标价: 299.7 美元; [报告链接](#))

Palo Alto Networks (PANW) 3QFY26 (财年结于 7 月) 收入同比增长 31% 至 30 亿美元 (若剔除 CyberArk 和 Chronosphere 并表影响, 同比增长 14%); Non-GAAP 净利润达到 6.84 亿美元, 同比增长 22%。我们认为, AI 驱动的需求正在延长公司的增长路径, 早期成果已初步验证这一趋势: 1) 一家领先前沿 AI 实验室贡献了超过 2 亿美元 ARR, 并依赖 PANW 提供覆盖训练和推理环节的可观测性能力; 2) Prisma AIRS 客户数在 3QFY26 超过 300 家 (1QFY26/2QFY26: 30 家/>100 家)。与此同时, PANW 在 3QFY26 实现约 40% 的 SASE ARR 同比增长 (高于 3QFY25 的 36%), 主要受客户优先部署覆盖混合办公环境及 AI 应用的统一安全防护平台推动, 增速超过行业平均水平的两倍, 体现出 PANW 强劲的市场地位。我们继续看好 PANW 将成为生成式 AI 时代的核心受益者之一, 随着 AI 相关部署规模持续扩大, 安全需求有望保持稳健增长。我们的目标价为 299.7 美元, 基于 16.5x EV/Sales 和 FY27 财年营收, 目标估值倍数与过去两年平均 EV/Sales 加两个标准差水平一致。

关注清单外新标的发掘：资金流向区域银行、传媒与贵金属板块，电力、数据中心等AI相关标的获资管与对冲基金同步买入

关注清单外前三大净买卖：资金流向区域银行、传媒与贵金属板块标的

关注清单之外，投资顾问类机构前五大资金流向区域银行、东南亚互联网平台与贵金属。1Q26 样本机构中投资顾问类型投资者净买入居前包括区域银行 Huntington (HBAN US) 150.9 百万股、东南亚互联网平台 Grab (GRAB US) 133.9 百万股、贵金属矿业 Coeur Mining (CDE US) 113.9 百万股；净卖出居前包括社交媒体 Snap (SNAP US) 135.4 百万股、黄金 New Gold (NGD US) 103.4 百万股、钢铁 Gerdau (GGB US) 80.7 百万股。

对冲基金配置更偏传媒、数字基建与生物科技。1Q26 样本机构中对冲基金类型投资者净买入居前包括传媒华纳兄弟 (WBD US) 68.3 百万股、数字基建与能源 KEEL (KEEL US) 58.3 百万股、生物科技 Geron (GERN US) 35.9 百万股；Huntington 亦获净买入 33.6 百万股，与投资顾问形成共同增持。净卖出居前为 Grab 177.2 百万股（与投资顾问机构相反）、New Gold (NGD CN) 89.1 百万股、沃尔玛 (WMT US) 63.2 百万股。

图 20: 非关注清单前五大增、减持边际变动标的，投资顾问机构 (百万股)

| 日期 | Top1 Buy | Top2 Buy | Top3 Buy | Top4 Buy | Top5 Buy | Top1 Sell | Top2 Sell | Top3 Sell | Top4 Sell | Top5 Sell |
|------|----------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------------|-------------------|-------------------|------------------|----------------------|
| 1Q26 | AZN LN 217.7 | HBAN US 150.9 | GRAB US 133.9 | CDE US 113.9 | SUNB US 95.5 | 9996651D US -220.4 | SNAP US -135.4 | NGD CN -103.4 | GGB US -80.7 | CCC US -72.9 |
| 4Q25 | 9996651D US 217.3 | TTE FP 193.4 | MDLN US 128.5 | RKT US 109.4 | KDP US 67.4 | AZN US -240.1 | KVUE US -167.9 | NFLX US -86.2 | IPG US -85.3 | CX US -73.7 |
| 3Q25 | IEMG US 86.8 | AUR US 74.4 | CVX US 72 | NEE US 60.5 | JPST US 59.7 | WBA US -112.8 | PARA US -84.8 | VICI US -70.2 | AGL US -69 | JNPR US -67.8 |
| 2Q25 | ITUB US 93.5 | QXO US 85.5 | COF US 69.2 | QGEN US 63.2 | RAL US 49.3 | NU US -155.7 | STLA US -127.9 | BEKE US -84.3 | DFS US -72.9 | 2571895D US -63.4 |
| 1Q25 | LYG US 137.8 | T US 94.5 | STLA US 93.5 | PARA US 85.5 | SCHW US 83.9 | ALTM US -199.8 | CNQ CN -66.6 | IEMG US -66.5 | HAL US -63.2 | PCG US -54.7 |
| 4Q24 | EP060708 72 | BA US 71.3 | SNAP US 64.9 | APT V US 50.3 | SOBO CN 49.1 | SWN US -304.7 | MRO US -114.5 | NU US -87.4 | GRAB US -71.4 | BAC US -57.8 |
| 3Q24 | NU US 257 | AUR US 111.7 | SIRI US 103.8 | SW US 98.9 | SBUX US 77.1 | BAC US -183.6 | ETRN US -120.3 | LSXMK US -80.4 | NIO US -65.6 | GRAB US -62.9 |
| 2Q24 | XOM US 136.4 | KVUE US 80.3 | UBSG SW 75.2 | NU US 74.8 | GEV US 66 | WFC US -82.6 | PFE US -66.7 | BBD US -61.2 | IEFA US -57.1 | BTO CN -52.3 |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：AstraZeneca (AZN LN)、Sunbelt Rentals (SUNB US) 的表现增持分别系申报代码迁移 (9996651D US) 与上市地迁移 (原 Ashtead Group, 2026 年 3 月转纽交所主上市) 所导致，非真实净买入。

图 21: 非关注清单前五大增、减持边际变动标的，对冲基金机构 (百万股)

| 日期 | Top1 Buy | Top2 Buy | Top3 Buy | Top4 Buy | Top5 Buy | Top1 Sell | Top2 Sell | Top3 Sell | Top4 Sell | Top5 Sell |
|------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 1Q26 | SPYM US 71.4 | WBD US 68.3 | KEEL US 58.3 | GERN US 35.9 | BTE CN 35.3 | GRAB US -177.2 | NGD CN -89.1 | WMT US -63.2 | NU US -53.3 | AAL US -48.5 |
| 4Q25 | VALE US 53 | BTO CN 53 | PCG US 51 | STLA US 49.9 | PLUG US 48.8 | PRMB US -40.5 | BAC US -36 | DML CN -33.4 | SSL CN -29.7 | ETHA US -21.3 |
| 3Q25 | DML CN 41.1 | ETHA US 39.9 | AAL US 37.3 | CAG US 31 | BIFC CN 30.7 | ABEV US -69.6 | BTO CN -50.6 | CVE CN -43 | OPEN US -34.7 | IMG CN -31.8 |
| 2Q25 | NU US 61.2 | BTO CN 45.5 | OPEN US 39.7 | CPNG US 37.4 | PCG US 33.4 | K CN -36.9 | SCHW US -34.1 | CVE CN -28.6 | DBK GR -26.2 | KDP US -26.2 |
| 1Q25 | BBD US 81.1 | ABEV US 61.3 | F US 37.1 | INFY US 35.3 | SCHW US 35.1 | T US -65.2 | NU US -38.6 | VALE US -37.1 | STLA US -26.8 | UBER US -25.6 |
| 4Q24 | GRAB US 77 | SOFI US 41.1 | DFAC US 38.3 | AAL US 35.8 | NFLX US 34.7 | SWN US -80 | TELL US -43.9 | CX US -28.8 | PR US -27.3 | MRO US -27.1 |
| 3Q24 | BBD US 53.4 | BAC US 49.9 | JD US 42 | SOFI US 30.1 | TELL US 23.4 | NU US -98.4 | SNAP US -45.2 | HPE US -31.4 | F US -28.7 | PFE US -27.5 |
| 2Q24 | ITUB US 57.1 | SNAP US 51.9 | ABX CN 43 | GRAB US 38.5 | IMG CN 30.1 | HBAN US -33.4 | RIG US -31.6 | PSKY US -30.1 | PCG US -24.8 | ERF CN -24.7 |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

清单外 AI 相关标的：电力、数据中心及硬件板块获增持，思科本季获投资顾问类机构放量买入

在关注清单外 AI 产业链相关标的中，两类资金的同步买盘沿电力、数据中心与硬件三个环节展开。

在电力能耗侧，算力中心的指数级功耗增长使得清洁稳定的电力成为稀缺资源。NuScale (SMR US) 获投资顾问与对冲基金各净买入约 10 百万股，投资顾问已连续五季增持且边际逐季增大。公司是美国小型模块化核反应堆 (SMR) 龙头，其技术是目前唯一获美国核管理委员会 (US Nuclear Regulatory Commission) 设计认证的 SMR 方案，市场将其视为 AI 数据中心长期电力缺口的解决方案之一；Plug Power (PLUG US) 获投资顾问净买入 47.7 百万股、对冲基金净买入 27.6 百万股，投资顾问已连续五季增持且流入额逐季增加。公司主营氢燃料电池与电解槽，是绿氢产业链中机构持仓基数最大的标的。

在硬件、通信侧，AI 服务器的大规模集群部署对后端网络的互联带宽与吞吐量要求，同时对于散热的需求大幅增加。思科 (CSCO US) 本季获得投资顾问的放量增持，净买入达 82.0 百万股 (较上季+13.7 百万股)。公司是企业网络与数据中心互联龙头，AI 后端网络业务 (以太网交换、硅光) 与光模块、交换芯片处于同一链条；超微电脑 (SMCI US) 获两类资金小幅买入 (投资顾问+3.0 百万股、对冲基金+2.1 百万股)，此前 25 年上半年的抛售出现回流迹象。公司是 AI 服务器与液冷整机方案商，直接受益于 GPU 出货放量。

在数据中心侧，6 月 12 日全球最大商业航天兼 AI 基础设施平台 SpaceX 于美股上市吸引了市场对于 AI 基础设施板块的关注，受益于拥有现成大功率供电与冷却机房的传统加密货币矿企转型高性能计算获买入，TeraWulf (WULF US) 获投资顾问净买入 2.7 百万股、对冲基金净买入 8.7 百万股。公司由比特币挖矿业务转型，依托自有低成本电力资源向 AI/HPC 算力托管转型，已签署大型算力租赁协议。Keel Infrastructure (KEEL US) 获对冲基金净买入 58.3 百万股，为对冲基金非清单买入第二位，投资顾问同步买入 22.9 百万股。公司同为比特币挖矿转型，定位 AI 数据中心与电力基建，在美国宾州、华盛顿州及加拿大魁北克持有站点与电网互联资源 (注：KEEL 于 26 年 3 月完成迁册美国及代码变更，当季持仓变动含首次纳入 13F 申报口径的存量)。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银国际环球市场行业投资评级

| | |
|------|----------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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，都应以通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。