

海外

监管治理跨境生态，财报验证产业趋势

5 月 18 日至 5 月 22 日行情复盘：

- 1) **本周港股行情：**本周恒生指数从 25675.18 点下跌至 25606.03 点，恒生科技指数从 4844.94 点下跌至 4869.57 点，周跌幅均为 1.4%。
- 2) **恒生主要指数：**本周恒生主要指数均出现不同程度下降，港股通高股息指数（-2.5%）跌幅最窄，恒生综合小型股指数（-5.4%）跌幅最深。2026 年以来，恒生港股通高股息指数（+12.3%）收益率领跑行业水平，恒生科技（-11.7%）跌幅最深。
- 3) **各板块表现：**本周除恒生能源业外的指数均出现下跌，原材料业（-8.4%）、非必需性消费（-6.7%）、地产建筑（-6.0%）跌幅最深。2026 年至今，能源业（+20.2%）与工业制品业（+18.7%）涨幅最高，资讯科技业（-17.9%）及非必需性消费（-11.5%）跌幅最深。
- 4) **恒科成分股：**周度涨幅前四为联想集团（+20.6%）、中芯国际（+11.7%）、舜宇光学科技（+10.3%）、腾讯音乐-SW（+4.8%）。
- 5) **港股通：**南下资金净流出 135.01 亿港元，截至 5 月 22 日，近 30 个交易日南下资金净流入 450.44 亿港元。

行业及公司动态：

- 1) 证监会拟没收老虎、富途、长桥全部违法所得并严厉处罚，同时设置 2 年集中整治期：存量投资者仅能单向卖出并转出资金，期满后境外机构须全面关停境内网站与交易服务器。同日香港证监会收紧开户标准，对内地投资者账户实施资金来源审查与违规关闭机制。1) 短期，我们基于相关假设测算认为，内地资金通过富途和老虎证券合计持有的港股资产规模接近 450 亿港元。若在两年整治期内平均消化，则月均资金影响量约占近 30 个交易日港股通资金净流入规模的 4%，影响幅度较小。2) 中长期看，存量资金将有望通过港股通、QDII 等合规渠道重新配置，港股流动性改善的同时降低跨境资金异常流动风险，增强市场稳定性。
- 2) 联想集团发布截至 2026 年 3 月 31 日的 2025/26 财年第四季度暨全年业绩。第四财季营收达 216 亿美元，同比增长 27%。其中，AI 相关的收入同比增长 84%，占集团收入比重已达 38%。经调整归母净利润达 6 亿美元，同比增长 101%；全年营收达 831 亿美元，同比增长 20%。经调整归母净利润达 20 亿美元，同比增长 42%。
- 3) 特斯拉官方对外公布了 FSD 监督版的最新进展，称包括中国在内的 10 个国家和地区已开放使用。

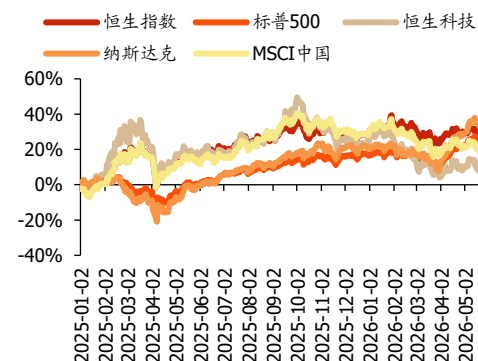
投资建议：

- 1) 关注业绩向好的地产、能源、黄金企业，如绿城中国、中国秦发、力量发展、灵宝黄金等；
- 2) 关注受益于 AI 模型迭代、AI 生态完善的互联网大厂、模型厂，如阿里巴巴、腾讯控股、智谱、MiniMax 等；
- 3) 受益于 AI 基础设施迭代，积极进行产品创新的科技硬件企业，如联想集团、舜宇光学科技等；
- 4) 关注即将有重要新品发布的整车厂及受益于智驾 Beta 的零部件企业，如蔚来、地平线机器人等。

风险提示：海内外政策和监管环境超预期变化的风险，赛道竞争超预期的风险，地缘冲突加剧风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

研究助理 焦安东

执业证书编号：S0680125090014

邮箱：jiaoandong@gszq.com

相关研究

- 1、《海外市场：2026 年五大猜想：入口争夺大年》
2025-12-31
- 2、《智能驾驶技术的当下与未来：头部玩家的探索与启示》
2025-05-24
- 3、《海外市场：光学大时代：让具身智能看见世界》
2025-03-09

内容目录

一、本周港股复盘	3
1.1 本周港股行情	3
1.2 恒生主要指数涨跌幅	3
1.3 各板块表现	4
1.4 恒科成分股表现	5
1.5 港股通资金流动情况	6
二、行业及公司动态	7
2.1 近期行业动态	7
2.2 重点公司动态	8
三、投资建议	9
3.1 五月海外&行业金股推荐	9
3.2 重点公司观点	9
1) 智谱 (2513.HK)：专注基模迭代，打造顶尖 Coding 与 Agent 能力	9
2) 蔚来-SW (9866.HK)：新车周期强势，关注 ES9、L80 等新车	10
3) MINIMAX-W (0100.HK)：全模态迭代，工程化打破算力成本边界	11
4) 阿里巴巴-W (9988.HK)：云和 AI 加速，MaaS 重构盈利	12
5) 腾讯 (0700.HK)：AI 投入加码，赋能广告及业务生态	13
风险提示	15

图表目录

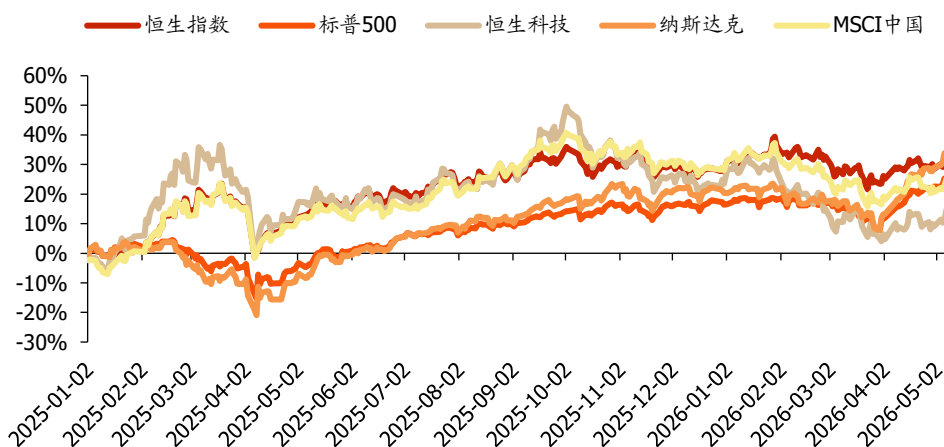
图表 1: 2025 年以来港美股主要指数涨跌幅	3
图表 2: 恒生主要指数涨跌幅	4
图表 3: 恒生各行业指数周度涨跌幅	4
图表 4: 恒科成分股公司涨跌幅	5
图表 5: 近 30 个交易日南下资金	6

一、本周港股复盘

1.1 本周港股行情

5 月 18 日至 5 月 22 日，恒生指数从 25675.18 点下跌至 25606.03 点，恒生科技指数从 4844.94 点下跌至 4869.57 点，周跌幅均为 1.4%。自 2026 年以来，恒生指数、恒生科技指数分别下跌 0.1%、11.7%。

图表1：2025 年以来港美股主要指数涨跌幅

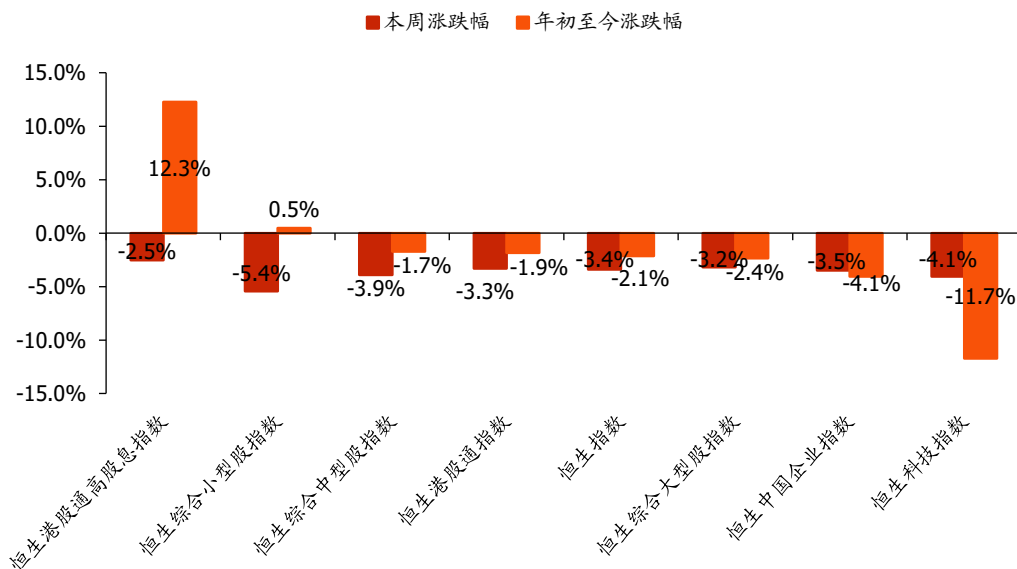


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 5 月 22 日）

1.2 恒生主要指数涨跌幅

5 月 18 日至 5 月 22 日，恒生主要指数均出现不同程度下降，港股通高股息指数（-2.5%）跌幅最窄，恒生综合小型股指数（-5.4%）跌幅最深。2026 年以来，恒生港股通高股息指数（+12.3%）收益率领跑行业水平，恒生科技（-11.7%）跌幅最深。

图表2: 恒生主要指数涨跌幅

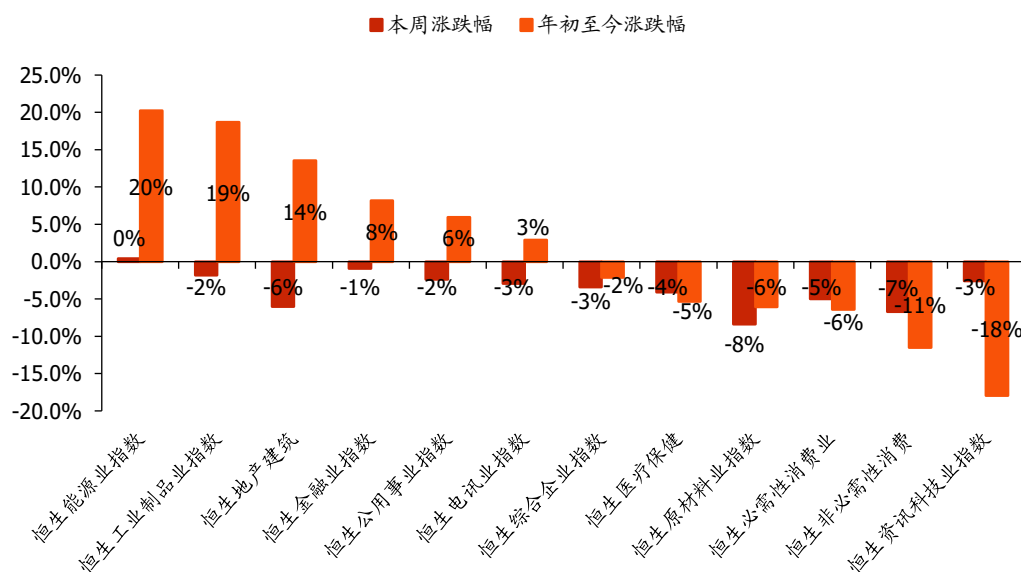


资料来源: Wind、国盛证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 5 月 22 日)

1.3 各板块表现

5 月 18 日至 5 月 22 日, 除恒生能源业外的指数均出现下跌, 原材料业 (-8.4%)、非必需性消费 (-6.7%)、地产建筑 (-6.0%) 跌幅最深。2026 年至今, 能源业 (+20.2%) 与工业制品业 (+18.7%) 涨幅最高, 资讯科技业 (-17.9%) 及非必需性消费 (-11.5%) 跌幅最深。

图表3: 恒生各行业指数周度涨跌幅



资料来源: Wind、国盛证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 5 月 22 日)

1.4 恒科成分股表现

5 月 18 日至 5 月 22 日，周度涨幅前四为联想集团（+20.6%）、中芯国际（+11.7%）、舜宇光学科技（+10.3%）、腾讯音乐-SW（+4.8%）。

图表4：恒科成分股公司涨跌幅

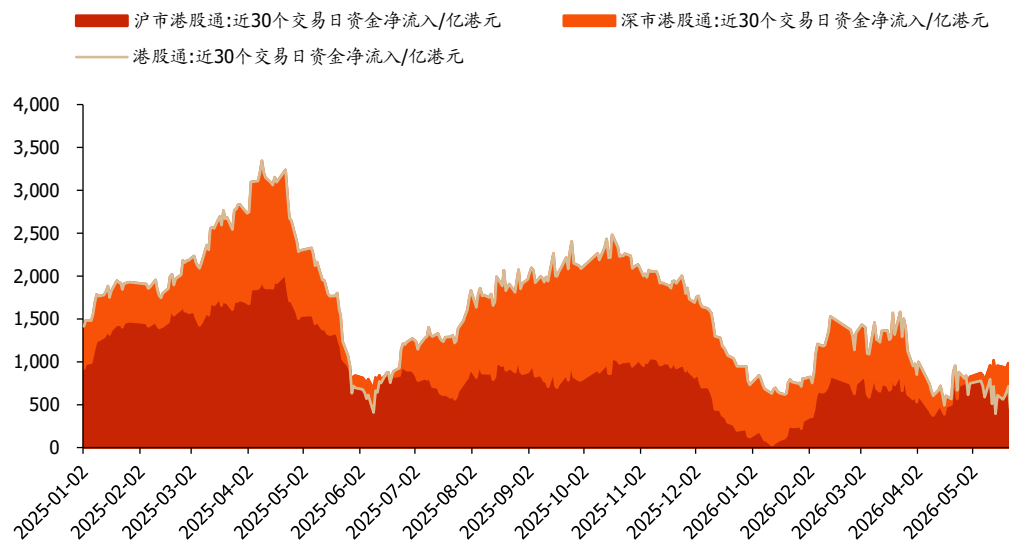
代码	名称	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
0992.HK	联想集团	20.6%	70.1%
0981.HK	中芯国际	11.7%	11.8%
2382.HK	舜宇光学科技	10.3%	11.7%
1698.HK	腾讯音乐-SW	4.8%	-46.7%
1347.HK	华虹半导体	2.4%	75.1%
9868.HK	小鹏汽车-W	0.6%	-21.1%
0300.HK	美的集团	-1.1%	4.8%
9999.HK	网易-S	-1.2%	-14.6%
0700.HK	腾讯控股	-3.0%	-25.5%
9660.HK	地平线机器人-W	-3.7%	-30.4%
6690.HK	海尔智家	-4.8%	-17.7%
9863.HK	零跑汽车	-4.9%	-12.2%
3690.HK	美团-W	-5.1%	-21.2%
1810.HK	小米集团-W	-5.4%	-23.7%
9618.HK	京东集团-SW	-6.5%	13.0%
1211.HK	比亚迪股份	-6.7%	-3.9%
9961.HK	携程集团-S	-7.6%	-33.7%
9988.HK	阿里巴巴-W	-7.9%	-11.1%
0020.HK	商汤-W	-8.3%	-19.5%
0285.HK	比亚迪电子	-8.6%	-21.8%
9888.HK	百度集团-SW	-9.0%	-2.5%
0268.HK	金蝶国际	-9.3%	-41.4%
3888.HK	金山软件	-9.6%	-24.3%
1024.HK	快手-W	-10.2%	-28.6%
0780.HK	同程旅行	-14.0%	-33.6%
9866.HK	蔚来-SW	-14.4%	4.4%
0241.HK	阿里健康	-15.2%	-23.8%
6618.HK	京东健康	-16.1%	-26.9%
9626.HK	哔哩哔哩-W	-17.3%	-28.4%
2015.HK	理想汽车-W	-19.6%	-4.7%

资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 5 月 22 日）

1.5 港股通资金流动情况

本周南下资金呈净流出。5月18日至5月22日，南下资金净流出135.01亿港元，截至5月22日，近30个交易日南下资金净流入450.44亿港元。

图表5: 近30个交易日南下资金



资料来源: Wind、国盛证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 5 月 22 日)



二、行业及公司动态

2.1 近期行业动态

证监会拟决定没收老虎、富途、长桥境内外相关主体全部违法所得，并依法严厉处罚。中国证监会 5 月 22 日宣布，Tiger Brokers (NZ) Limited、富途证券国际（香港）有限公司、长桥证券（香港）有限公司的非依法跨境展业行为，违反了我国证券投资基金期货法律法规，破坏了市场秩序，必须坚决予以打击。依据相关规定，证监会拟决定没收老虎、富途、长桥境内外相关主体全部违法所得，并依法严厉处罚。根据《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，设置 2 年集中整治期清理非法存量业务，集中整治期内，禁止境外机构为存量投资者在境内非法提供买入交易、转入资金等服务，只允许单向卖出交易并转出资金。集中整治期满后，境外机构要全面关停境内网站、交易软件及配套服务器，禁止为存量投资者在境内非法提供交易等服务。

同日，香港证监会出台开户新规，进一步收紧开户审核标准。香港监管对所有持牌法团提出了四项刚性要求：内部自查即刻启动、内地投资者账户“加锁”、跨境展业红线再划和投资者个人担责。港股通、合格境内机构投资者（QDII）及跨境理财通等合法渠道，将成为开展境外投资的正解。

我们测算认为，三家平台处理涉及资金量对港股影响或可控。根据富途和老虎证券公开披露的数据，富途 2025 年 Q4 平均资产规模为 12400 亿港元，而 2026 年 Q1 中国内地资金账户占比为 13%，综合港股与美股交易量比例估算，内地资金持有的港股资产规模约 343 亿港元；老虎证券 2025 年总账户规模达 608 亿美元，中国内地资金账户占比 10%，估算出内地资金港股资产规模为 13 亿美元。内地资金通过富途和老虎证券持有的港股资产规模约 444 亿港元。假设该部分资产在两年整治期内平均消化，则每月资金影响量约 19 亿港元，约占近 30 个交易日港股通资金净流入规模的 4%。

中长期来看，相关资金有望通过合规渠道重新配置，主要体现在：灰色外流通道被堵后，存量资金在两年内逐步卖出，其中一部分将通过港股通、QDII、公募基金等合规渠道重新配置。希望配置海外资产的内地资金，将更多流向港股通/QDII 等持仓标的和相关 ETF，核心资产的配置需求可能增加。

中国电信、中国移动、中国联通接连推出 Token 套餐及相关 AI 服务，面向个人、家庭、开发者、中小微企业等用户销售大模型调用量。这是三大运营商首次正式入局 Token 生意，而此前相关业务由大模型厂商、互联网大厂和云服务商主导。中国电信推出系列商用 Token 套餐，个人及家庭客户最低 9.9 元/月可获得 1000 万 Tokens；上海移动推出 Token 通用服务，1 元可用 40 万 Tokens，并支持话费账单支付；联通云近期则联合联通元景推出 Token Plan 个人版与团队版双轨产品，中国联通四川、上海分公司也发布地方 Token 套餐和 AI 战略升级。三大运营商的 Token 套餐，价格门槛下探到十元级甚至个位数级，中国电信和中国移动面向个人和企业团队采取分层销售，中国移动和中国联通面向不同省份推出特色政策。

国家数据局党组书记、局长刘烈宏主持召开词元经济座谈会。会上，中国经济时报社、中国政法大学、中国人民大学、清华大学等单位的专家代表，阿里云、腾讯、月之暗面、海天瑞声、中国国际金融有限公司等企业代表，围绕“推动词元经济健康可持续发展，充分释放数据要素价值”发表意见建议。词元是大模型处理文本、代码、图像、音频、视频等所有信息时采用的最小运算单元，正在成为人工智能服务的计量单位、结算单位和统计单位。国家数据局将把推动词元经济发展纳入工作体系，持续跟踪研究并吸收社会各界建议，以行业高质量数据集建设和全国一体化算力网建设为着力点，深入推进数据要素市场化配置改革，推动词元经济高质量发展。

2.2 重点公司动态

【阿里巴巴】发布 Qwen3.7-Max——面向智能体时代的新一代旗舰模型，即将通过 API 提供服务。Qwen3.7-Max 的核心优势在于智能体能力的广度与深度：编程方面，从前端原型开发到复杂的多文件工程均能驾驭；办公与生产力方面，通过 MCP 集成和多智能体协作实现工作流自动化；长周期自主执行方面，在一项长达 35 小时、超过 1000 次工具调用的全自主内核优化实验中保持了连贯推理，充分验证了其持久稳定的执行能力；此外，无论部署在 Claude Code、OpenClaw、Qwen Code 还是其他框架下，都能稳定发挥出色的跨框架泛化能力。

【阿里巴巴】阿里云在峰会上宣布实现“芯片-云-模型-推理”全栈 Agent 化升级，同步推出全新 AI 产品官网“千问云”、搭载自研 AI 芯片真武 M890 的超节点服务器，以及最新旗舰模型 Qwen3.7-Max。

【腾讯】腾讯云大数据智能体工作台 DataBuddy 正式发布。用户通过自然语言对话，即可完成数据接入、开发、治理、分析全链路任务，不再需要在多个页面之间切换操作，一句话说明目标，Agent 自己跑完全流程。DataBuddy 基于腾讯 WorkBuddy 同源 Agent 底层能力打造，是 Buddy 家族的第三位成员，继承了 WorkBuddy 的 Harness，再通过 Skill 引入腾讯云大数据服务内外部十几年大规模经验，这个 Buddy 可以既好又快地辅助数据从业者完成数据任务。CodeBuddy 面向开发者，WorkBuddy 面向职场人士，DataBuddy 则覆盖企业数据基础设施建设领域——数据分析师、数据治理人员、数仓工程师，三类角色今后都可以用对话完成工作。

【智谱】面向部分企业客户提供 GLM-5.1 高速版 API “GLM-5.1-highspeed”。模型输出速度达到 400 tokens/s，刷新当前全球大模型厂商 API 的速度上限。该模型打破了高速模型几乎总是轻量级模型的行业惯例，首次在国产大模型中，将旗舰级能力与极致低延迟同时带入生产环境，无需再为响应速度牺牲模型质量。GLM-5.1 高速版由智谱 GLM 团队与 TileRT 团队联合打造，在推理引擎、调度系统与底层基础设施三个层面进行了系统级优化。

【谷歌】推出 Gemini 3.5 系列模型，以及一款用于模拟物理世界的新型 AI 模型，旨在模型开发方面保持领先，同时为其庞大的用户群提供更多 AI 智能体服务。Gemini 3.5 Flash 是该系列的一款轻量级产品，在提供尖端能力的同时，其成本仅为同类顶尖模型的一半到三分之一，该型号将成为全球 Gemini 应用和搜索 AI 模式的默认模型。Gemini 3.5 Pro，目前仅在内部使用，预计下月才会向更广泛的用户开放。Gemini Omni 是一款用于模拟物理环境的世界模型，可以根据用户的操作预测接下来会发生的情况。世界模型通常用于机器人和游戏领域，多年来一直是 DeepMind 重点研究方向。而 Omni 在物理模拟方面更准确，例如重力、流体动力学和动能等。在 AI 智能体方面，谷歌推出了 Gemini Spark，这是 Gemini 应用中一款新型通用 AI 智能体，能够对关联应用中的信息进行跨平台推理。

【特斯拉】官方对外公布了 FSD 监督版（Full Self-Driving Supervised）的最新进展，称包括中国在内的 10 个国家和地区已开放使用。

三、投资建议

3.1 五月海外&行业金股推荐

绿城中国 (3900.HK)：历史包袱逐渐减轻，融资销售优势凸显。

中国秦发 (0866.HK)：SDE 加速爬坡，TSE 蓄势待建——宏图正展。

力量发展 (1277.HK)：宁夏、南非业绩放量在即，直接受益海外煤价上涨，高分红彰显投资价值。

灵宝黄金 (3330.HK)：老牌黄金矿企，扬帆出海再度起航。

智谱 (2513.HK)：专注基模迭代，打造顶尖 Coding 与 Agent 能力。

蔚来-SW (9866.HK)：新车周期强势，关注 ES9、L80 等新车。

地平线机器人-W (9660.HK)：受益于智驾 Beta 向上、看好舱驾融合。

MINIMAX-W (0100.HK)：全模态迭代，工程化打破算力成本边界。

阿里巴巴-W (9988.HK)：持续战略投入，重构 AI 矩阵。

腾讯控股 (0700.HK)：游戏与广告领跑行业，AI 投入继续加大。

3.2 重点公司观点

1) 智谱 (2513.HK)：专注基模迭代，打造顶尖 Coding 与 Agent 能力

推荐逻辑：

智谱为清华系出身，具备丰富的技术积淀。基于自研的 GLM 架构，智谱已形成多模态模型、AI Agent 和代码模型等丰富的模型矩阵，并采用本地化部署与云端部署两大类商业化方式，向科技、互联网、公共服务等领域提供灵活的 MaaS 服务。2026 年 4 月开源 GLM-5.1，该模型的 Coding 与 Agent 能力取得开源 SOTA 表现，并在国际权威榜单 Artificial Analysis 的智能指数榜单中位居全球第五、开源第一。

模型范式持续迭代，MaaS 市场处于快速发展期。回顾近年 AI 大模型的发展，AI 的形态以及模型的技术路线仍在持续迭代：形态从 Chatbot 转变为 Agent、研发重点从追求 Scaling laws 到推理、长记忆以及计算效率。未来 AI 在 B 端与 C 端的渗透率、多模态模型使用量增加以及 Agent 深度嵌入企业工作流将共同驱动 MaaS 模式下 API 调用的增长，token 也将成为 AI 时代的“水电煤”。

模型性能是根本，Coding 与 Agent 能力打开智谱长期空间。对于 AI 大模型公司而言，模型即产品，模型的性能直接决定了其市场需求。智谱拥有顶尖的研发团队并基于自研架构推出的 GLM 系列模型在智能水平以及幻觉率上具备优势。得益于模型优异的性能表现，智谱已率先涉足国际主权 AI 领域，为马来西亚国家 MaaS 平台提供模型服务。1) 在 Coding 场景，智谱最新推出的 GLM-5.1 模型已展现出全球顶尖的性能，基于 GLM-5 系列模型推出的 Coding Plan 自上线以来需求持续火热，目前已开启限售计划。2) 在 Agent 场景，智谱为全球最早推出 Agent 产品的公司之一。目前，智谱在 B 端已与荣耀、华硕、小鹏汽车等厂商在 Agent 领域形成深度合作。在 C 端，智谱推出的 AutoClaw 是国内首个一键安装的本地版 OpenClaw，上线 20 天，Claw Plan 及付费用户数量已达 40 万。

投资建议：我们预计智谱 2026-2028 年的营业收入为 27.3、64.1、116.8 亿元，同比增长 276.5%、135.0%、82.3%；Non-GAAP 归母净亏损为 38.8、25.9、11.0 亿元。由于公司尚未盈利，我们采用 P/S 的方法对公司进行估值。考虑到智谱属于全球编程能力第一梯队的大模型公司，且当前市场火热的 OpenClaw 等 Agent 均建立在强大的编程能力之上，未来成长空间广阔。我们给予公司 2027 年 75 倍 P/S，目标价 1239 港元。根据我们测算，公司远期收入能达 103.4 亿元，稳态净利润为 258.4 亿元，则目标市值对应远期 P/E 约 19 倍，给予“买入”评级。

风险提示：模型迭代不及预期、行业竞争激烈、盈利改善不及预期等。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2026 年 4 月 30 日发布的《智谱(2513.HK)：专注基模迭代，打造顶尖 Coding 与 Agent 能力》。

2) 蔚来-SW (9866.HK)：新车周期强势，关注 ES9、L80 等新车

推荐逻辑：

25Q4 盈利性强，2026 年销量指引高增长。公司 25Q4 交付了 12.5 万辆车，同比增长 71.7%、环比增长 43.3%，其中蔚来/乐道/萤火虫品牌分别交付 67433/38290/19084 辆车。销量的高增长和平均售价的提升带动 25Q4 的收入同比/环比增长 75.9%/59%至 346.5 亿元，其中车辆销售同比/环比增长 81%/65%至 316 亿元。公司 25Q4 毛利率 17.5%，同比/环比大幅提升 5.8pct/3.7pct。其中，汽车毛利率同比/环比提升 5.0pct/3.4pct 至 18.1%，主要得益于销量增长带来的规模经济和产品结构改善；服务及其他毛利率同比/环比提升 10.8pct/4.1pct 至 11.9%，反映了公司以用户驱动的服务和社区相关业务盈利能力的持续提升。公司持续深化 CBU 机制，在销量增长的同时各项费用的绝对值却得到进一步的节省，Q4 研发费用、SG&A 费用分别降低到 20 亿元、35 亿元。公司 25Q4 录得 1.2 亿元归母净利润，non-GAAP 归母净利润为 7.3 亿元，首次实现了季度盈利。

展望 26Q1，公司指引交付量 8.0-8.3 万辆，同比增长 90%-97%，收入 244.8-251.8 亿元，同比增长 103%-109%，车辆毛利率预计环比 25Q4 基本持平。展望 2026 年全年，公司预计销量达到 40%-50%的同比增长，对应 46-49 万销量，2026 年研发投入维持 2025 年的水平，每季度研发费用大约 20-25 亿元，全年 SG&A 费用率控制在 10%以内，全年实现 non-GAAP 经营利润的盈利。

新车 ES8 销售强劲、毛利高，2026 年新车仍然强势。1) 车型上看，蔚来新 ES8 在 25Q3 末交付以来需求旺盛，刷新 40 万元以上车型单月交付量纪录，且其毛利率接近 25%。展望 2026 年，公司即将在 4 月 9 日对旗舰 SUV ES9 进行产品技术发布，Q2 上市 ES9 和乐道 L80，并对蔚来 ET5/ET5T/ES6/EC6、乐道 L90/L60 进行产品升级；Q3 计划上市基于全新 ES8 平台的大五座 SUV。我们认为，依托今年强势的产品周期，公司销量有望实现 40%+的同比增长。2) 盈利性的角度看，25Q4 的车辆毛利率大幅提升至 18.1%，让我们看到了蔚来的品牌力和日益进步的成本管控能力，公司蔚来/乐道/萤火虫品牌在长期有望实现 20%-25%/15%+/10%+的毛利率。3) 销售和服务网络方面看，公司现有 171 家蔚来中心、395 家蔚来空间、406 家服务中心及 75 家交付中心。2026 年，蔚来、乐道、萤火虫在深耕重点市场的同时，将联合布局下沉市场，通过三品牌联合的 SKY 门店，对更多地级市进行高效的销售服务网络的覆盖。

蔚来芯片子公司安徽神玑估值近百亿，第二颗芯片已成功流片。2月26日，蔚来宣布芯片子公司安徽神玑完成首轮股权融资协议签署，融资金额超22亿元人民币，投后估值近百亿。除了神玑NX9031外，公司第二颗芯片也流片成功、制程5nm，相当于3颗Orin X的性能，成本较NX9031下降，可用于智能驾驶及具身智能。未来，公司也将继续探索一些相对中端的推理芯片并拓展更多应用场景。

投资建议：我们预计2026-2028年销量约48/63/67万辆，总收入达1242/1588/1720亿元。得益于强势的产品升级、规模经济以及CBU机制，公司未来几年的盈利性有望逐步改善，预计non-GAAP归母净利润为4.6/44.3/73.1亿元，non-GAAP归母净利润率约0%/3%/4%。我们给予其目标市值约181亿美元（1415亿港元），对应约1X 2026e P/S，目标价港股（9866.HK）58.0港元、美股（NIO.N）7.4美元，维持“买入”评级。

风险提示：车型研发及销售不及预期风险、新品牌推进不及预期风险、盈利性改善不及预期的风险、现金消耗较快风险、上游零部件供应波动风险、产能爬坡不及预期风险。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见2026年3月12日发布的《蔚来-SW（9866.HK）：Q4季度扭亏为盈、新车周期仍强势》。

3）MINIMAX-W（0100.HK）：全模态迭代，工程化打破算力成本边界

推荐逻辑：

领先的多模态能力，造就 MiniMax 丰富的产品矩阵。Minimax 自成立以来便专注全模态模型的研发，其大语言、语音与视频模型在多项全球权威评测榜单中位居前列。基于完备的模型布局，MiniMax 已构建起面向 B/C 端的产品与服务体系。一方面，公司推出星野/Talkie、海螺 AI 等 AI 原生应用，直接面向 C 端用户提供多模态与智能体相关服务；另一方面，通过开放平台向企业客户及开发者提供模型能力，覆盖多种行业与应用场景。2025 年公司收入达 0.79 亿美元，其中 AI 原生产品/开放平台分别实现收入 0.53/0.26 亿美元，同比增长 143%/198%。分地区来看，中国内地/海外的占比分别为 27%/73%。

模型范式持续演进，Agent 级应用开启生产力变革。在模型技术方面，原生多模态、推理、记忆、计算与推理效率等底层技术仍处于研发探索期。随着技术范式的迭代，模型有望解锁更复杂的业务场景，驱动行业天花板持续上行。Agent 能力加速生产力释放，编程与办公场景率先受益。2026 年初，以本地优先为特征的 AI Agent OpenClaw 火爆出圈，实现了模型能力与用户本地工具链的深度融合。

坚持第一性原理，极致优化工程与算力效率。MiniMax 始终秉持“效率与效果对等”的第一性原理，通过全栈自研技术（如闪电注意力机制、MoE 架构、Agent RL、自研基础设施实现软硬协同等）在大模型算力、稳定性与性能的三角约束中找到优化平衡。MiniMax 推理模型算力使用效率 MFU 超过 75%，显著优于行业平均的 40%-50% 水平。

编程、办公、多模态创作是未来重点发展的方向。根据 2025 年 MiniMax 业绩会披露，1）编程将出现 L4-L5 级别智能，从工具走向同事级协作。2）办公领域，AI Agent 的交付能力与渗透率持续提升。3）多模态创作走向“直出可交付”的内容，出现更接近流式、实时输出的形态。

投资建议：我们预计 MiniMax 2026-2028 年收入为 2.7、7.0、13.2 亿美元，同比增长 240.8%、161.0%、88.0%；Non-GAAP 归母净亏损为 6.3、8.1、6.4 亿美元。由于公司尚未盈利，我们采用 PS 的方法对公司进行估值。模型性能/价格/速度全球领先、全模态模型布局完善以及细分市场成长空间广阔的因素，我们给 2027 年 75 倍 P/S，目标价 1317 港元。预计公司远期收入达 56.1 亿美元，稳态净利润为 19.6 亿美元，目标市值对应远期 PE 约 27 倍，给予“买入”评级。

风险提示：模型迭代不及预期的风险、行业竞争激烈的风险、盈利改善不及预期的风险等。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2026 年 4 月 16 日发布的《MINIMAX-W (0100.HK)：全模态迭代，工程化打破算力成本边界》。

4) 阿里巴巴-W (9988.HK)：云和 AI 加速，MaaS 重构盈利

推荐逻辑：

阿里巴巴发布 2026 年 3 月季度业绩。阿里巴巴 FY2026Q4 财季（截至 2026 年 3 月季度）录得总收入 2434 亿元，同比增长 3%。本季 non-GAAP 归母净利润约 15 亿元，同比下降 95%。按业务条线看：

1) 中国电商录得 1222 亿元收入，同比增长 6%；经调整 EBITA 约 240 亿元，同比下降 40%。其中，即时零售收入 200 亿元，同比增长 57%。电商收入 963 亿元，同比下降 1%。2) 国际商业录得 354 亿元收入，同比增长 6%；经调整 EBITA -1 亿元，亏损同比收窄 96%。3) 阿里云录得 416 亿元收入，同比增速进一步提升至 38%；经调整 EBITA 约 38 亿元，同比增长 57%。4) 所有其他业务录得收入 655 亿元，同比下降 21%；经调整 EBITA -212 亿元，亏损同比扩大 520%。

电商业务重回增长轨道，即时零售 UE 与笔单价持续优化。本季度客户管理收入同比增长 1%，若不考虑新营销发展计划对收入的冲减，则客户管理收入同比增长 8%。即时零售方面，公司在保持订单规模的同时，通过物流效率的提升、订单结构的方式优化 UE。随着 AOV 的上涨，公司有信心在 2027 财年前实现 UE 转正。

坚定投入云业务，MaaS 业务 ARR 预计 2027 财年底达 300 亿。本季度阿里云收入同比增速达 38%，主要得益于公有云业务收入的增长。其中，AI 相关产品收入达 90 亿元，实现连续 11 个季度三位数同比增长，在外部云收入比重中已达 30%。管理层在业绩会上提到：1) 预计模型和应用服务（主要为百炼 MaaS 平台，其次是 AI 原生软件）的 ARR 将在 6 月季度超 100 亿元，并在年底前达 300 亿元。MaaS 毛利率高于 IaaS 服务，有望驱动整体毛利率结构的优化。2) 阿里云业务规模增长的优先级高于利润率的增长，未来在数据中心的投入会远超过去提到的 3 年 3800 亿元的目标。

投资建议：我们看好 1) 阿里云业务的高速增长及盈利结构的持续优化、2) 即时零售 UE 的改善。考虑到公司未来将加大对数据中心的投入力度，我们预计公司 2027-2029 财年收入为 11285/12401/13695 亿元；non-GAAP 归母净利 926/1368/1895 亿元。基于国内电商 10x 2027e P/E、云计算 40x 2027e P/E、国际商业 1x 2027e P/S、其他业务 2x

2027e P/S，我们给予公司（9988.HK）200 港元/（BABA.N）204 美元目标价，重申“买入”评级。

风险提示：电商需求不及预期、阿里云变现不及预期、闪购减亏不及预期。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2026 年 5 月 17 日发布的《阿里巴巴-W（9988.HK）：云和 AI 加速，MaaS 重构盈利》报告。

5) 腾讯（0700.HK）：AI 投入加码，赋能广告及业务生态

推荐逻辑：

腾讯发布 2026Q1 业绩。腾讯 2026Q1 录得收入 1965 亿元，同比增长 9%。毛利达 1113 亿元，同比提升 11%，毛利率达 57%。本季度腾讯 non-GAAP 归母净利润约 679 亿元，同比增长 5%。

分业务来看：1) 增值服务本季度收入 961 亿元，同比增长 4%。其中，本土游戏收入 454 亿元，同比增长 6%。国际游戏收入 188 亿元，同比增长 13%。社交网络收入 319 亿元，同比下降 2%。2) 广告收入 382 亿元，同比增长 20%。3) 金融科技与企业服务收入 599 亿元，同比增长 9%。

春节假期递延部分收入确认，新游表现亮眼。本土游戏方面，收入增速（6%）滞后于流水增速（超 10%），主要因为 2026 年春节假期较晚，导致部分收入递延至 Q1 后确认。长青游戏《王者荣耀》、《和平精英》、《三角洲行动》一季度流水均创下历史新高。《和平精英》日活峰值达 9000 万，流水同比增长超 30%。新游《洛克王国：世界》表现亮眼，上线首日日活突破 1300 万且留存率高，移动端流水稳居国内手游前十。海外游戏方面，同比增长 13%，主要受益于《鸣潮》、《无畏契约》、《部落冲突：皇室战争》PC 端收入的增长。

技术与流量双轮驱动广告业务增长。本季度广告收入增速达 20%，其中互联网服务、电商、游戏行业广告投放增长亮眼。技术维度上，智能投放平台 AIM+ 承载广告主整体投放预算比例已达 30%，且未来会基于 Transformer 架构升级广告实时推荐模型，提升广告效率。流量库存维度上，视频号用户使用时长同比增长 20%，微信搜一搜整体搜索量同比增长超 25%。

HY3 preview 实际效果预期，微信生态 AI 持续推进。模型方面，HY3 preview 在落地腾讯内部产品线后，实际效果远超预期。微信 AI 方面，腾讯生态具备差异化优势，可将丰富的小程序转化为 Agent 可调用的 Skill，正稳步推进中。算力方面，随着下半年国产 GPU 产能的释放，腾讯云算力供给有望加速，但会优先保障内部使用，其次是提供对外的商业化服务。

投资建议：关注微信生态内智能体的推进、资本开支的投入力度，重申“买入”评级。我们预计腾讯 2026-2028 年收入为 8229/9000/9890 亿元，non-GAAP 归母净利为

2733/3057/3437 亿元。我们给予腾讯目标价 704 港币，对应 19x 2027e P/E，重申“买入”评级。

风险提示：游戏变现节奏不及预期，宏观消费环境不及预期，AI 迭代进展不及预期。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2026 年 5 月 18 日发布的《腾讯（0700.HK）：AI 投入加码，赋能广告及业务生态》报告。

风险提示

海内外政策和监管环境超预期变化的风险。如果海内外相关政策或监管环境超预期变化，则可能影响各公司基本面。

赛道竞争超预期的风险。若各赛道竞争加剧，则可能影响各公司业绩。

地缘冲突加剧风险。中东地缘冲突隐忧仍在，若全球地缘冲突进一步加剧，或将拖累全球经济复苏进程。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com