仅供内部参考，请勿外传

海外

端侧智能加快落地，Kimi K3 推进开源模型能力前沿

7 月 13 日至 7 月 17 日行情复盘：

1）**本周港股行情：**恒生指数从 24175.12 点上涨至 24562.24 点，恒生科技指数从 4721.66 点下跌至 4623.17 点，周变化幅度为+1.6%/-2.1%。

2）**恒生主要指数：**恒生港股通高股息指数涨幅最高（+3.7%），恒生综合中型股指数跌幅最深（-2.9%）。

3）**各板块表现：**恒生必需性消费业（+4.5%）涨幅最高，恒生工业制品业（-3.8%）跌幅最深。

4）**恒科成分股：**周度涨幅前三为比亚迪电子（+10.2%）、美团-W（+6.3%）、京东集团-SW（+5.5%），周跌幅前三为智谱（-32.5%）、华虹半导体（-25.2%）、MiniMax-W（-19.6%）。

5）**港股通：**南下资金净流入 369.82 亿港元。截至 7 月 17 日，近 30 个交易日南下资金净流入 801.50 亿港元。

行业及公司动态：

1）**初步核算上半年我国国内生产总值 695704 亿元，同比增长 4.7%。**以高端制造、数字经济、现代服务为代表的新动能对经济增长的贡献率超过四成。

2）**“Apple 智能”等 7 款提供手机端侧生成式人工智能服务备案信息公告。**包括：苹果手机、华为手机、欧珀手机、维沃手机、小米手机、三星手机、中兴手机。

3）**7 月 17 日至 20 日，2026 世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议在上海举行。**大会以“智能伙伴 共创未来”为主题，超过 100 个国家和国际组织的官方代表、产学研界嘉宾等出席会议。

4）**阶跃星辰正式发布智能体原生操作系统 Step AOS。**大模型原生智能体手机 STEPX Neo 同日发布。

5）**MiniMax Code 2.0 桌面端正式更新。**对底层架构进行了全面重构，重点改善长任务执行过程中的等待、中断与上下文衔接问题。

6）**Kimi 正式推出公司迄今能力最强的模型 Kimi K3，2.8 万亿参数，是目前全球参数最大的开源模型。**面向长程编程、知识工作和推理等前沿智能场景。

7）**OpenAI 和外设品牌 Work Louder 联手打造硬件 Codex Micro。**配有 13 枚机械按键，加上触摸、旋钮和摇杆共四种输入方式，售价 230 美元，预计 7 月 24 日发货。Codex 活跃用户数已达 900 万。

投资建议：

1）关注业绩向好的地产、能源企业，如贝壳、中国秦发、力量发展等；

2）关注聚焦 AI 上游半导体产业链和光互联企业长光辰芯、汇聚科技；

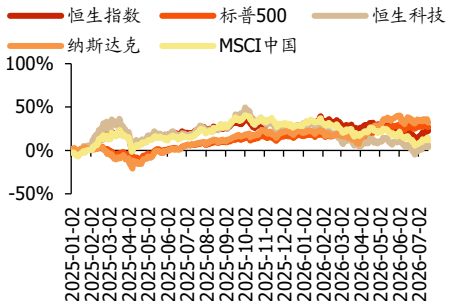
3）关注受益于 AI 模型迭代、AI 生态完善的互联网大厂，如阿里巴巴、腾讯等；

4）关注新产品竞争力强、业务进展顺利的智能出行企业，如地平线机器人、小鹏集团等。

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：大模型厂商加速迭代，关注优质低估资产》2026-07-12

2、《海外：理性看待 Meta 进军云计算》 2026-07-06

3、《海外：AI 推理需求加速提升，关注模型及硬件机会》 2026-06-29

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 10
3.1 七月海外&行业金股推荐 10
3.2 重点公司观点 10
1）长光辰芯（03277.HK）：高端 CIS 龙头，工业检测之光 10
2）阿里巴巴-W（9988.HK）：稀缺的“芯－云－模－应”的全栈 AI 标的 11
3）腾讯控股（0700.HK）：看好微信 Agent 推进，关注叙事转向及估值修复 12
4）地平线机器人-W（9660.HK）：关注后续新增定点、HSD 升级 V2.0 13
5）小鹏集团-W（9868.HK）：关注 7 月 Mona L03 全球上市、Q3 机器人和 Robotaxi 催化 14
风险提示 16

图表目录

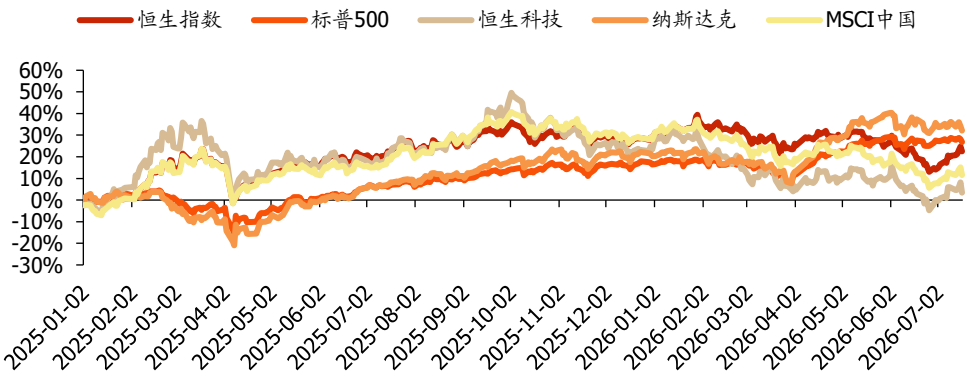
图表 1：2025 年以来港美股主要指数涨跌幅 3
图表 2：恒生主要指数涨跌幅 4
图表 3：恒生各行业指数周度涨跌幅 4
图表 4：恒科成分股公司涨跌幅 5
图表 5：近 30 个交易日南下资金 6

一、本周港股复盘

1.1 本周港股行情

7 月 13 日至 7 月 17 日，恒生指数从 24175.12 点上涨至 24562.24 点，恒生科技指数从 4721.66 点下跌至 4623.17 点，周变化幅度为+1.6%/-2.1%。自 2026 年以来，恒生指数、恒生科技指数分别下跌 4.2%、16.2%。

图表1：2025 年以来港美股主要指数涨跌幅

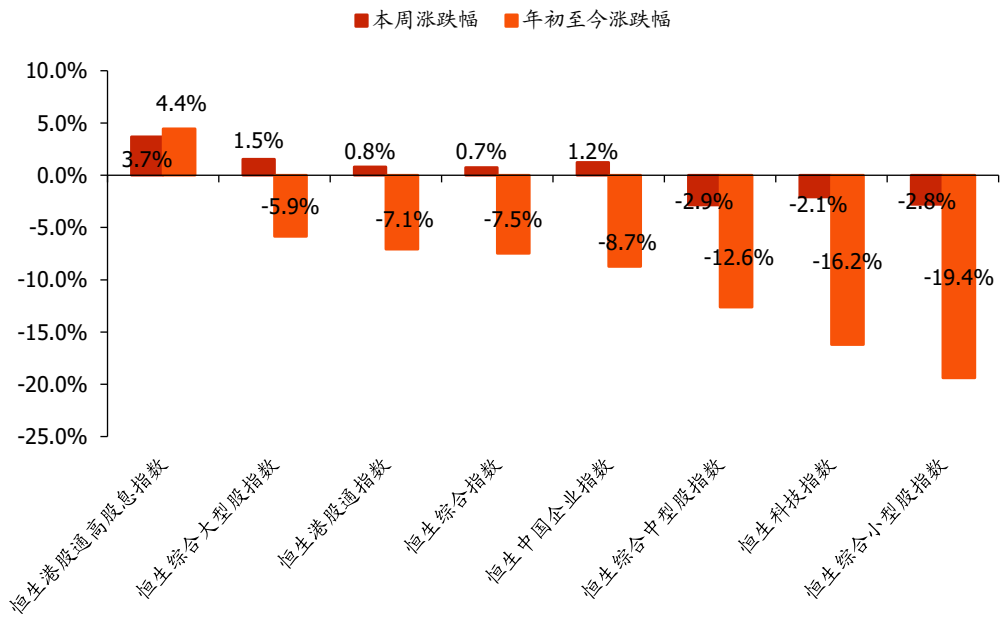


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 7 月 17 日）

1.2 恒生主要指数涨跌幅

7 月 13 日至 7 月 17 日，恒生港股通高股息指数涨幅最高（+3.7%），恒生综合中型股指数跌幅最深（-2.9%）。2026 年以来，恒生港股通高股息指数（+4.4%）涨幅最高，恒生综合小型股指数（-19.4%）跌幅最深。

图表2：恒生主要指数涨跌幅

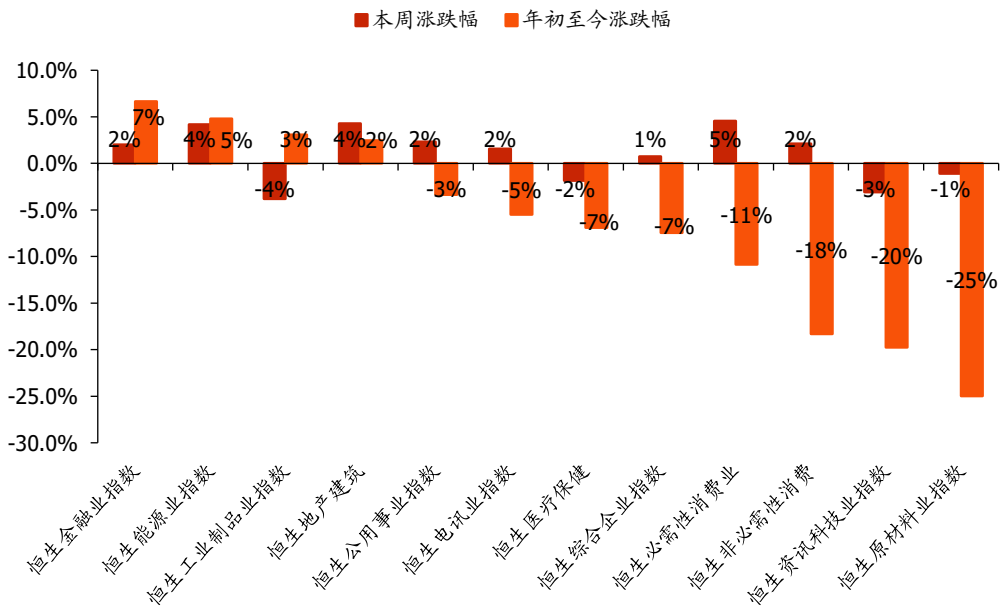


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 7 月 17 日）

1.3 各板块表现

7 月 13 日至 7 月 17 日，恒生必需性消费业（+4.5%）涨幅最高，恒生工业制品业（-3.8%）跌幅最深。2026 年至今，恒生金融业（+6.6%）涨幅最高，原材料业（-25.0%）及资讯科技业（-19.7%）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 7 月 17 日）

1.4 恒科成分股表现

7 月 13 日至 7 月 17 日，周度涨幅前三为比亚迪电子（+10.2%）、美团-W（+6.3%）、京东集团-SW（+5.5%），周跌幅前三为智谱（-32.5%）、华虹半导体（-25.2%）、MiniMax-W（-19.6%）。

图表4：恒科成分股公司涨跌幅

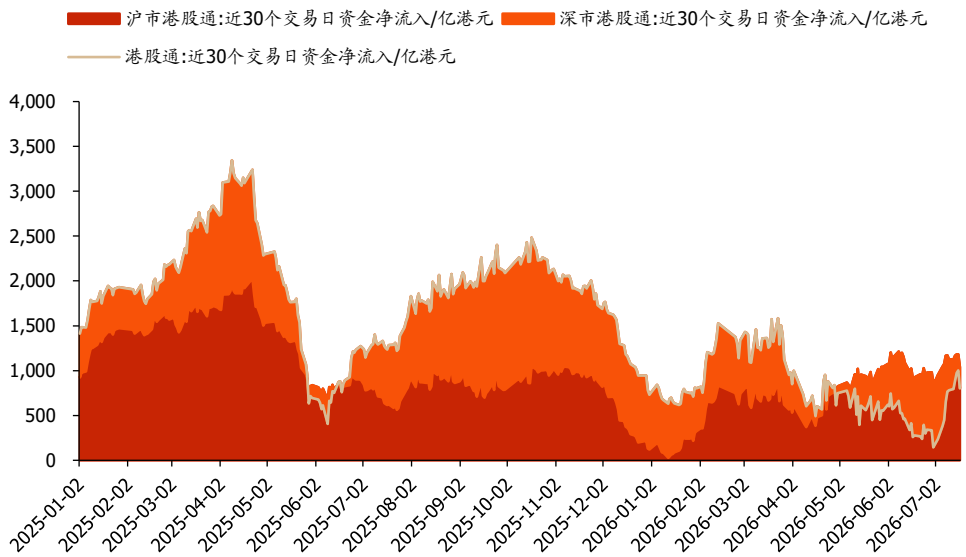
代码	名称	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
0285.HK	比亚迪电子	10.2%	-28.2%
3690.HK	美团-W	6.3%	-19.0%
9618.HK	京东集团-SW	5.5%	8.0%
1211.HK	比亚迪股份	4.5%	-6.5%
6690.HK	海尔智家	4.5%	-13.3%
1698.HK	腾讯音乐-SW	4.4%	-45.6%
1810.HK	小米集团-W	4.0%	-31.6%
0300.HK	美的集团	3.9%	14.2%
2015.HK	理想汽车-W	3.2%	-24.5%
9961.HK	携程集团-S	2.7%	-38.9%
9988.HK	阿里巴巴-W	2.2%	-20.4%
0780.HK	同程旅行	1.3%	-42.4%
9868.HK	小鹏汽车-W	0.8%	-34.9%
1024.HK	快手-W	0.6%	-31.2%
0700.HK	腾讯控股	0.3%	-22.0%
9626.HK	哔哩哔哩-W	0.1%	-27.7%
6618.HK	京东健康	-0.2%	-32.9%
9999.HK	网易-S	-1.9%	-4.0%
9660.HK	地平线机器人-W	-2.0%	-50.0%
9866.HK	蔚来-SW	-2.3%	-7.8%
0241.HK	阿里健康	-3.2%	-33.5%
2382.HK	舜宇光学科技	-3.5%	-16.5%
9863.HK	零跑汽车	-6.9%	-27.7%
9888.HK	百度集团-SW	-7.7%	-19.0%
0020.HK	商汤-W	-8.5%	-41.4%
0992.HK	联想集团	-12.5%	131.3%
0981.HK	中芯国际	-15.0%	-5.2%
0100.HK	MiniMax-W	-19.6%	-37.4%
1347.HK	华虹半导体	-25.2%	86.7%
2513.HK	智谱	-32.5%	741.8%

资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 7 月 17 日）

1.5 港股通资金流动情况

本周南下资金呈净流入。7 月 13 日至 7 月 17 日，南下资金净流入 369.82 亿港元。截至 7 月 17 日，近 30 个交易日南下资金净流入 801.50 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 7 月 17 日）



二、行业及公司动态

2.1 近期行业动态

“Apple 智能”等 7 款提供手机端侧生成式人工智能服务备案信息公告。网信部门会同有关部门按照《生成式人工智能服务管理暂行办法》要求，有序开展生成式人工智能服务备案工作，已将新增 7 款提供手机端侧生成式人工智能服务备案信息予以公告。分别为：苹果手机（APPLE 智能）、华为手机（华为小艺 AI 大模型）、欧珀手机（AndesGPT 大模型）、维沃手机（vivo 蓝心端侧大模型）、小米手机（小米澎湃 AI）、三星手机（盖乐世 AI）、中兴手机（努比亚豆包手机大模型）。（资料来源：网信中国微信公众号）

7 月 17 日至 20 日，2026 世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议在上海举行。大会以“智能伙伴 共创未来”为主题，超过 100 个国家和国际组织的官方代表、产学研界嘉宾等出席会议。同时，国家发改委发布《人工智能合作发展行动计划》，从优质数据供给行动、智能算力普惠行动、开源生态共享行动等八个方面提出各类举措。几大展会趋势值得关注：

- 基础设施：本次展会越来越多企业开始把目光放到底层，如芯片、计算架构、算力系统。与去年的算力产品更多集中于单算力芯片不同，今年多家大厂及算力产业链企业发布了超节点相关成果。
- 智能体：AI 不再只是展示聊天能力，而是开始进入办公、制造、医疗、金融等真实产业流程。
- 具身智能展区：武术表演和舞蹈编排大幅减少，取而代之的是拆垛、上料、装配、巡检等真实作业场景，同时数据采集、仿真评测等上游基础设施企业的展位密度显著提升。

（资料来源：财联社、上海证券报、世界人工智能大会微信公众号）

7 月 15 日国家统计局发布 2026 年上半年中国经济运行成绩单。初步核算上半年国内生产总值为 695704 亿元，同比增长 4.7%，增量 3.6 万亿元，为近五年同期最大增量。分产业看，第一产业、第二产业和第三产业增加值同比分别增长 3.7%、3.9%和 5.2%。结构性变化亦值得关注：今年上半年，以高端制造、数字经济、现代服务为代表的新动能对经济增长的贡献率超过四成。具体来看，上半年规模以上高技术制造业增加值同比增长 13.3%，其中航空航天器及设备制造、电子及通信设备制造行业增加值分别增长 16.3%、17%，与人工智能相关的集成电路制造、智能车载设备制造等行业都保持 30%以上的高增长。上半年新能源汽车零售渗透率连续三个月超过 60%，带动锂离子电池的产量增长 39.3%。（资料来源：中国报道微信公众号）

美国劳工部公布 6 月 CPI 同比上涨 3.5%，低于预期的 3.8%；当地时间 7 月 14 日美联储主席凯文·沃什出席国会半年度货币政策听证会，并未如市场所愿给出任何利率路径暗示。沃什表示，不认为通胀任务已完成，美联储对持续高通胀“零容忍”，并围绕通胀、就业、人工智能冲击、货币政策独立性和美联储内部改革进行了系统性阐述。（资料来源：国际金融报微信公众号）

2.2 重点公司动态

【阶跃】正式发布了智能体原生操作系统 Step AOS（Step Agentic-native OS）、基于 Step AOS 打造的智能体阶跃 Amoo、以及大模型原生 AI 终端品牌 STEPX。此外，大模型原生智能体手机 STEPX Neo 也与同日发布。（资料来源：阶跃 StepFun）

【阿里巴巴】阿里语音交互模型升级为 Qwen-Audio-3.0-Realtime。核心亮点包括：1）根据语境动态调整语气与情感表达，支持音色克隆，告别机械朗读感；2）内置多模态双工控制模型，支持声纹级背景过滤，嘈杂环境下对话依然流畅，不易被打断；3）Artificial Analysis 子项中综合排名第一，超越 OpenAI GPT-Realtime-2；4）支持动态工具调用，可完成路线规划、信息查询等任务，不止是聊天。（资料来源：阿里语音 AI 微信公众号）

【腾讯】Robotics X 联合混元发布并开源具身世界认知基座模型 RxBrain，在单一模型内统一文本、图像、视频的理解与生成。采用模态路由的 Mixture-of-Transformers 架构，基于 5 万小时以上具身数据训练。真机验证中，模型在 Set the Table、Fold and Store Glasses 和 Pick Trash 三项操作任务平均成功率 87%。（资料来源：腾讯 RoboticsX 实验室微信公众号）

【腾讯】【京东】元宝和京东购物正式打通。在元宝咨询商品信息遇到心仪好物时，可以直接跳转到京东购物小程序购买，覆盖全品类商品，搜索体验更便捷。（资料来源：元宝微信公众号）

【MiniMax】MiniMax Code 2.0 桌面端正式更新。基于开源框架 Pi Agent，对 MiniMax Code 的底层架构进行了全面重构，重点改善长任务执行过程中的等待、中断与上下文衔接问题。此外，MiniMax 已与恒生金融数据库、企查查 MCP 等应用深度打通，将全球金融市场数据能力，以及国内全量市场主体动态数据，原生内置于金融模块。（资料来源：MiniMax 稀宇科技微信公众号）

【腾讯】SkillHub 正式上线 Agent 付费技能商业化平台 SkillPay，将技能分发、Agent 调用与技能支付三方进行打通，打造一套安全又完善的 Agent 技能支付体系。企业在 SkillHub 里，只需三步就能封装上架自己的 Pay Skill，Agent 即可通过 AI 专属卡自主按需调用和支付。对于用户而言，金融数据分析、影视级视频生成等专业的生产级 Skill 调用以及日常消费购物，现在都可以在对话框直接使用，整个过程不中断对话流、不用跳转到端外。（资料来源：腾讯云微信公众号）

【Kimi】正式推出公司迄今能力最强的模型 Kimi K3，2.8 万亿参数，是目前全球参数最大的开源模型。该模型基于 KDA 混合线性注意力机制（Kimi Delta Attention）和注意力残差（Attention Residuals）技术构建，原生支持视觉理解，并拥有 100 万 token 上下文窗口，面向长程编程、知识工作和推理等前沿智能场景而设计。虽然 Kimi K3 的整体表现仍落后于最强的闭源模型 Claude Fable 5 和 GPT-5.6 Sol，但在整套评测中展现出前沿水平的能力。（资料来源：月之暗面 Kimi 微信公众号）

【阿里巴巴】阿里云正式发布灵骏真武 M890 超节点实例，以超节点形态，提供高速互联、开箱即用的 64 卡算力单元。这是阿里云首次通过公共云对外提供超节点形态的 AI 算力服务。灵骏真武 M890 超节点实例支持 FP8/FP4 低精度计算，通过 ICN Switch 1.0

芯片 Scale-up 互联规模由 16 卡拉升至 64 卡，卡间互联提升至 800GB/s。一台超节点实例可承载十万亿参数级 MoE 大模型的推理。日前，灵骏超节点实例现已于乌兰察布地域开放邀测。（资料来源：财联社微信公众号）

【阿里巴巴】Qwen3.8 很快将发布并开源，Qwen3.8-Max 预览版已上线。新模型参数 2.4T，正在以“天”为单位持续进化，可能是除了 Fable 5 外最强大的模型。Qwen3.8-Max 预览版模型已首发上线阿里 Token Plan、Qoder 及 QoderWork。（资料来源：千问大模型微信公众号）

【百度】发布公告称公司董事会已授权管理层推进在香港联交所主板自愿转换为主要上市，预计于今年内生效。相关程序完成后，百度将在香港、纳斯达克实现双重主要上市。公告称，双重主要上市一旦生效，将提升公司证券流动性、扩大投资者基础，并为进入两个资本市场提供更大灵活性。（资料来源：第一财经微信公众号）

【Anthropic】宣布将 Claude Fable 5 的订阅期限延长再次 7 天至 7 月 19 日。后续，OpenAI 也表示暂时移除 Codex 的 5 小时使用限制，具体期间未表示。（资料来源：量子位微信公众号）

【Anthropic】将 Claude 价值倾向压缩为顺应与审慎、温暖与严谨、深度与简洁、坦诚与执行四条坐标轴。不同模型画像与主观印象吻合，Sonnet 4.6 更温暖尊重，Opus 4.7 更严谨审慎。语言差异显著，阿拉伯语、印地语中 Claude 更倾向于表达与温暖相关的价值，英语、俄语中则更严谨。（资料来源：Anthropic 官网）

【OpenAI】和外设品牌 Work Louder 发布首款硬件 Codex Micro。配有 13 枚机械按键，加上触摸、旋钮和摇杆，共四种输入方式。Codex Micro 售价 230 美元（约合人民币 1556 元），现已开启预购，预计 7 月 24 日发货。（资料来源：APPSO 微信公众号）

【OpenAI】Codex 活跃用户数已达 900 万。相较 7 月 12 日的 600 万增加 300 万。Codex 在四月达到三百万周活时，OpenAI 宣布重置用户额度，并承诺此后每增加一百万用户即重置一次，持续到一千万。（资料来源：APPSO 微信公众号、36 氪官网）

【小鹏汽车】7 月 16 日正式推出 MONA 系列首款全球车型小鹏 MONA L03，上市一小时大定突破 46859 台。小鹏 MONA L03 围绕全球年轻用户需求，在设计美学、智能座舱、AI 智驾、一车双能和安全配置等方面皆以全球设计、全球研发、全球安全标准打造，于今年面向全球 65 个国家开启销售。小鹏 MONA L03 面向国内市场推出纯电及超级增程两种动力版本，覆盖 Plus、Max 及 Ultra SE 多个配置车型，售价 12.38 万元起。（资料来源：小鹏社区、小鹏官网）

三、 投资建议

3.1 七月海外&行业金股推荐

1) 关注业绩向好的地产、能源企业，如贝壳、中国秦发、力量发展等；
2) 关注聚焦 AI 上游半导体产业链和光互联企业长光辰芯、汇聚科技；
3) 关注受益于 AI 模型迭代、AI 生态完善的互联网大厂，如阿里巴巴、腾讯等；
4) 关注新产品竞争力强、业务进展顺利的智能出行企业，如地平线机器人、小鹏集团等。

3.2 重点公司观点

1）长光辰芯（03277.HK）：高端 CIS 龙头，工业检测之光

推荐逻辑:

长光辰芯成立于 2012 年，专注于高性能 CMOS 图像传感器（CIS）的设计、开发、测试及销售。公司现已推出九大产品系列、50 余款标准型号，按像素排列分为面阵传感器和线阵传感器，广泛适用于工业成像、科学成像、专业影像和医疗成像等应用场景。2025 年公司实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 27.3%。其中工业成像收入贡献显著，2025 年占比约 74.6%。2025 年公司毛利率为 66.9%，经调整净利润达到 3.69 亿元，同比增长约 48.2%。公司利润增速高于营收增速，体现出较好的产品结构变化。

工业及科学领域 CIS 受技术发展及下游驱动，市场规模增速快于整体市场。与消费级 CIS 不同，工业及科学 CIS 针对有更高光学格式、高可靠性封装及性能卓越的专业、高精度用例，因此验证周期更长、定制化程度更高、平均售价更高、计划采购周期更稳定。2024 年全球工业成像市场规模为 29 亿元，预计 2029 年增至 78 亿元，CAGR 为 21.5%。2024 年全球科学成像市场规模为 12 亿元，预计 2029 年增至 22 亿元，CAGR 为 12.8%。

长光辰芯在工业成像与科学成像 CIS 两大市场均位列全球第三、中国第一。长光辰芯在 2024 年中国工业/科学级 CIS 领域份额约 25.0%/35.7%，市占率国内第一。我们认为长光辰芯 1）技术壁垒高、创新能力强；2）客户验证周期长，认证后黏性极强；3）定制化能力强、反哺技术迭代及客户战略协同。同时公司作为国内高端 CIS 龙头，也受益于国产替代趋势。

展望后续，依托技术创新、国产替代、客户需求拓展，公司有望在工业成像/专业影像 CIS 等领域持续突破。1）半导体量检测领域，长光辰芯一方面凭借 CMOS TDI 和 SWIR 等技术的突破而实现产品性能提升，另一方面有望显著受益于量检测设备的国产替代过程中的配套导入。2）其他工业检测领域，公司产品覆盖光伏、新能源、显示器、汽车等多元行业，有望受益于下游场景需求提升。3）专业影像领域，2026 年 4 月公司与国际高端相机品牌徕卡开启战略合作，有望凭借技术优势与品牌背书逐步渗透全球高端相机市场，打破国外厂商垄断。

投资建议：我们看好长光辰芯的技术实力和下游需求，给予“买入”评级。公司作为国产高端 CIS 龙头，依托技术创新及客户需求拓展，有望在工业成像/科学成像/专业影像 CIS 等领域持续突破，巩固竞争优势，加速国产替代。我们预计公司 2026-2028 年收入约 12/17/23 亿元，归母净利约 5.0/8.2/11.7 亿元，经调整归母净利约 6.1/9.4/13.3 亿元。基于 70x2027e P/E，我们给予长光辰芯（3277.HK）172 港元目标价，给予“买入”评级。

风险提示：商业化进展不及预期的风险，技术发展不及预期的风险，竞争激烈的风险，海外供应链依赖的风险，市场空间测算风险。

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 6 月 13 日发布的《长光辰芯（03277.HK）：高端 CIS 龙头，工业检测之光》报告。

2）阿里巴巴-W（9988.HK）：稀缺的“芯-云-模-应”的全栈 AI 标的

推荐逻辑：

电商业务重回增长轨道，即时零售 UE 改善可期。2026 年一季度若不考虑新营销发展计划对收入的冲减影响，实际收入已恢复增长。即时零售方面，公司在保持订单规模的同时，通过物流效率提升及订单结构优化持续收窄亏损。随着客单价（AOV）上行，公司有信心于 2027 财年前实现 UE 转正。

平头哥真武芯片商业化加速，迭代节奏提速至一年一代。5 月 20 日 2026 阿里云峰会上，平头哥半导体首次披露真武系列商业化进展：真武系列 AI 芯片累计出货 56 万片，覆盖金融、智能驾驶等 20 余行业，服务客户超 400 家。产品路线图方面，迭代节奏明确提速，2027 年 Q3 推出 V900 芯片，性能提升 3 倍，配备 216GB 显存及 1200GB 带宽；2028 年 Q3 上市 J900 芯片，持续夯实自研芯片竞争力。

模型方面，Qwen3.7-Max 跻身国产第一梯队。据 Artificial Analysis Intelligence 智能指数排名，Qwen3.7-Max 位列中国第二，仅次于 GLM-5.2，在代码编写与调试、办公流程自动化及长周期多步骤任务自主执行等场景均具备较强能力。产品策略延续“顶级闭源、次级开源”，Qwen3.7 系列未发布小参数开源版本，最新开源模型为 Qwen3.6，兼顾技术开放性与商业化变现。

坚定投入云业务，MaaS 业务 ARR 预计 2027 财年底达 300 亿。2026 年一季度阿里云收入同比增速达 38%，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。

3）腾讯控股（0700.HK）：看好微信 Agent 推进，关注叙事转向及估值修复

推荐逻辑：

新游储备丰富，春节递延收入逐步释放。新游方面，5 月 SPARK 2026 发布会公布 40 余款新品，覆盖端游至手游等全品类。6 月《天堂 2：盟约》已上线，关注《失控进化》、《王者万象棋》、《异人之下》、《粒粒的小人国》等储备产品的后续推出节奏。此外，2026 年春节较晚导致本土游戏的收入递延，预计至 Q2 起逐步得到释放。

小微已灰度上线，微信 Agent 生态加速推进。6 月 20 日，微信原生 Agent“小微”启动小范围灰度测试，用户可通过微信主界面、聊天对话框及转发内容快捷入口等多场景调用。我们认为，当前内测阶段已初步展现其生态协同优势：入口层面，多触点布局降低用户调用门槛；能力层面，丰富的小程序生态为 Agent 提供广阔应用场景，开发者可自主选择接入方式；变现层面，AI 专属卡承接 Agent 支付需求，商业化闭环雏形渐显。

生产力 Agent 产品表现优异，生态协同构筑差异化壁垒。据《中国办公智能体平台市场研究报告 2026》，腾讯 WorkBuddy 于 3 月登顶国内 PC 端 AI 原生办公智能体市场月访问量及环比增速双第一，领先优势显著。6 月 5 日，WorkBuddy 企业版正式发布，定价 198 元/人/月起。产品功能层面，WorkBuddy 与同业类似，均支持内置 Skill、企业微信等第三方嵌入；核心差异在于生态协同优势，可直接调用腾讯网盘、腾讯会议、腾讯文档等自有产品矩阵，办公场景适配度与用户体验优势突出。

AI 投入是场马拉松，关注混元模型迭代及新产品形态。2026 年混元团队完成架构重建后，推出 Hy3 Preview，重点优化基础设施、数据体系及真实场景适配性，模型研发能力获验证。腾讯 AI 应用云大会上，管理层明确 AI 尚处下半场，多年多赛道产品积累可为各场景提供上下文信息以释放模型价值。我们认为，模型持续迭代叠加用户需求演进，新产品形态有望涌现，长期 AI 布局值得期待。

投资建议：我们看好后续腾讯 AI 生态的迭代优化，进而带动腾讯叙事与估值的修复，维持“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 707 港币，对应 19x 2027e P/E，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动；Agent 进展及效果不及预期；行业竞争加剧。

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 6 月 11 日发布的《腾讯控股（0700.HK）：看好微信 Agent 小程序生态壁垒，关注叙事转向及估值修复》报告和 2026 年 6 月 30 日发布的《腾讯控股（0700.HK）：微信 Agent“小微”灰测开启，看好微信在 AI 时代的入口价值》报告。

4）地平线机器人-W（9660.HK）：关注后续新增定点、HSD 升级 V2.0

推荐逻辑：

2025 年收入高增；坚定投入研发，因此亏损短期扩大。2025 年公司收入 37.6 亿元，同比大幅增长 57.7%。其中汽车产品解决方案/授权及服务/非车解决方案收入分别为 16.2/19.3/2.0 亿元，占比 43%/51%/5%，分别同比增长 144%/17%/180%。其中，汽车产品解决方案的高速增长，主要得益于 J6 系列产品解决方案的旺盛需求，尤其是高速 NOA 和城区 NOA 的中高阶产品解决方案增长 4.8 倍。从出货结构来看，2025 年，公司征程系列产品共出货 401 万套，同比增长 39%，其中中高阶产品（高速和城区 NOA）出货约 180 万套，全场景城区辅助驾驶解决方案（HSD）在量产后短短一个月内便交付 2.2 万套，产品结构明显改善的同时，公司汽车产品解决方案 ASP 同比提升了超过 75%到接近 60 美金。展望后续，公司有信心继续维持汽车解决方案量价提升。机器人方面，考虑到地平线机器人对地瓜机器人持股被稀释至约 40%，未来地瓜机器人相关业务不再并表。

2025 年公司毛利润为 24.3 亿元，毛利率为 64.5%，汽车产品解决方案/授权及服务/非车解决方案的毛利率分别为 34.5%/94.5%/18.1%。毛利率波动主要由于产品结构变化，尤其是毛利率相对较低的汽车产品解决方案收入占比提升，且公司在 HSD 量产的第一年还为客户提供域控产品。2025 年公司研发费用同比增长了 20 亿元至 52 亿元，主要是由于 1）云服务费及其他技术服务采购；2）研发相关人工开支增加；3）处理硬件流片费用及耗材成本增加，未来预计继续坚定加大研发投入，以保持市场竞争力和领先性。此外，公司 2025 年优先股及其他金融负债的公允价值变动亏损达到 67 亿元，这主要是由于向酷睿程发行的可转债及 D-Robotics 发行的优先股因股价波动而产生公允价值变动。这些原因使得 2025 年公司亏损扩大，GAAP 归母净亏损录得 105 亿元，经调整归母净亏损录得 28 亿元，经调整归母净亏损率为 75%，同比扩大 4.3pct。

产品持续升级，HSD 将有望订阅收费、舱驾融合新品星空于 4 月发布、6 月末 HSD V2.0 发布、J7 将于 2027 年发布。1）从 HSD 产品的用户接受度来看，在首搭车型上，HSD 作为客户的顶配车型，销量占比高达 83%，深受消费者喜爱。2026 年中国春节期间 HSD 智驾里程占总里程的 41%，公司认为超过 50%后用户对智驾高度依赖，为订阅收费创造了条件。2）舱驾融合产品：性价比高、竞争力强。4 月发布的舱驾融合全车智能体芯片（Agentic Car Soc）和全车智能体 OS（Agentic Car OS），是业界唯一的可以同时高效运行 OpenClaw 这样的 Agent 软件和 HSD 城区自驾 NOA 的解决方案，在域控壳体、线束、冷却、PCB 板等各方面均有降本，仅内存方面可以给客户节约上千元成本。我们看好舱驾融合的大趋势，并且也认为从智驾向座舱切入相对从座舱向智驾切入会更容易，看好地平线通过舱驾融合产品实现创新升维，从而获得更强的竞争力。3）6 月 29 日，地平线正式发布全场景辅助驾驶系统 HSD V2.0 版本。作为 HSD 发布以来最大规模的 OTA 升级，V2.0 版本包含 6 大维度进化、18 项新增功能及 25 项体验优化，以“任意点到点，全维防碰撞”的核心能力，展现了一段式端到端系统持续进化的全新范式。4）公司智驾芯片产品持续迭代，预计将于 2027 年发布 J7 产品，继续推动智驾芯片算力向高而行。

持续提高 MPI，预计下半年开始试点 Robotaxi。地平线目标在今年把 MPI 提升 10 倍，大概从 2025 年的几十公里到 2026 年的几百公里，到 2027 年目标实现几千公里水平的 MPI。Robotaxi 作为智驾能力重要的变现模式，地平线也将高度重视，预计依托地平线 HSD 解决方案背后的基座模型，在 26H2 协助生态伙伴在国内特定城市开展 robotaxi 的试点运营。

海外市场继续攻城拔寨。1）国际车企的海外车型：2025 年，公司获得 3 家国际车厂面向海外的车型定点（26H2 增加 1 家），生命周期定点出货量从 2025 年中的 750 万套增加到 2025 年末的 1000 万套。2）合资车厂：公司在 9 家合资品牌的定点车型数从 2025 年中的 30 款增加到 2025 年末的超过 35 款，并且这 35 款车型中，来自大众以外的车型占比超过 60%，体现出公司深受广泛合资品牌的信赖。3）出口方面：公司在 2025 年获得 11 家汽车 OEM 的超过 40 款出口车型定点，生命周期累计出口定点超过 200 万套。我们继续看好地平线在海外蓝海市场的广阔空间。

投资建议：我们预测公司 2026-28 收入 58/92/149 亿元，同比增长 53%/60%/61%，GAAP 归母净利润-41/-26/-12 亿元；non-GAAP 归母净利润为-30/-16/0 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：地缘政治风险、竞争加剧的风险、下游客户推进不及预期的风险、新品需求不及预期的风险。

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 21 日发布的《地平线机器人-W（9660.HK）：收入指引提升，期待舱驾融合新品》报告。

5）小鹏集团-W（9868.HK）：关注 7 月 Mona L03 全球上市、Q3 机器人和 Robotaxi 催化

推荐逻辑：

26Q1 业绩基本符合预期，毛利率稳健。公司 26Q1 交付 6.3 万辆车，同比下降 33%；受交付量下降影响，Q1 收入同比减少 18%至 130 亿元，符合公司指引。其中汽车销售收入/服务及其他收入分别为 110 亿/20 亿元，同比分别-23%/+41%，服务及其他收入增长主要是由于技术研发服务以及零件及配件销售收入增加。盈利性方面，公司 Q1 整体实现了 20.6%的毛利率，在行业整体成本压力较大的情况下取得稳健的毛利率，主要得益于产品组合改善、海外销售毛利率高等因素。其中汽车销售/服务及其他毛利率分别为 12.1%/66.5%。公司 Q1 研发/SG&A 费用分别为 29.1/18.8 亿元，研发费用保持高水平主要是由于公司扩充产品组合以支持未来增长、与新车型及 AI 相关技术开发有关的开支增加。26Q1 公司归母净亏损 17.8 亿元，Non-GAAP 归母净亏损为 16.9 亿元，Non-GAAP 归母净亏损率为 12.9%。

展望 26Q2，公司指引销量 10.0-10.6 万辆，同比变化-3.1%至+2.7%，环比增长 60%-69%；总收入介于 196-208 亿元，同比增长 7.3%-13.8%，环比增长 50%-60%；指引公司综合毛利率环比持平。我们预计公司今年毛利率稳健，但公司今年在净利润层面仍然有压力，主要是由于公司在 2026 年会继续大力投入研发费用，除了整车研发外，在物理 AI 相关的研发投入预计达到 70 亿元，以把握物理 AI 产业大机会。

GX 带动小鹏产品矩阵向上，期待后续 G9L 和 Mona 产品表现。1）车型方面，于 5 月 20 日上市的 GX 新车型定价，定价 27.98-35.98 万元，且有 1 万元限时优惠，根据公司官方战报，上市 12 小时大定突破 24863 台，订单优秀。GX 的首批大定中，价格超过 35 万元的旗舰版本占比超过 80%，这反映了高阶智驾在销售上拥有了溢价能力，智驾能力初步完成了在销售上的转化。当前公司已经开始提高产能准备，加快交付节奏。我们预计 GX 大约能达到 15%-20%的毛利率水平，有助于公司汽车销售分部的盈利性稳健。展望后续新车，从 GX 开始，公司在今年有 4 款全新的 SUV 车型在最近 6 个月上市并交付，包括 Mona L03、G9L、Mona L05 等。其中 Mona 品牌的用户群更多偏向新手司机，智驾需求高，历史上已在 Mona M03 上验证过智驾对销量的转化成功。G9L 则类似 GX，有望通过区分图灵芯片搭载颗数，提供差异化的智驾方案，高配版有望带来更好的利润空间。2）渠道方面，截至 26Q1 末公司拥有实体销售网络 733 间门店，覆盖 256 个城市。3）智驾迭代方面，3 月发布的 VLA 2.0 能力优秀，公司计划在 26Q3 推出新版本，会非常大幅度提高模型能力上限，并且目标今年年底实现将车端模型参数量从数十亿级别提升至 200 亿以上，领先行业。

海外销售强势，4 月销量超过 6000 台，后续海外新车继续贡献增量；建成 3 大本地化生产基地。1）车型和销量方面，2026 年 4 月，小鹏汽车 P7+启动海外交付，小鹏汽车海外月销量首次突破 6000 台，预计 Q2 海外收入占比超过 20%，随着今年下半年 Mona 的两款 SUV 之类走量车型面向海外推出，预计今年 Q4 公司的海外月销持续过万，全年海外销量目标翻倍以上（2025 年海外销量大约 4.5 万台）。公司非常重视海外发展，目标未来 5 年内海外销量占总销量的 50%。2）本地化生产方面：从去年开始，小鹏在海外已经建立了三个本地化生产基地：印度尼西亚和马来西亚两处东南亚工厂，主要服务当地市场需求；奥地利麦格纳工厂，主要面向欧洲市场供货。三处基地今年均将扩大产能，并引入新车型的本地化生产。

机器人进展顺利，预计 Q3 展示新一代 Iron 机器人；目标在 Q3 在广州启动 Robotaxi 示范运营。1）机器人方面，公司近期完成了灵巧手的开发，预计在 Q3 展示新一代 Iron 机器人的相关演示，它不仅能够多语言沟通、具有拟人的全运动姿态，还可以逐步开始执行专业的工作。公司目标年底 Iron 量产，首先在小鹏门店试用，2027 年对中国和海外的商业客户进行交付。2）Robotaxi 方面，公司目标是在 26Q3 在广州启动载客的 Robotaxi 示范运营服务，符合此前的预期。

投资建议：我们看好公司即将迎来的强势产品周期、海外扩张、智驾再向上、机器人/Robotaxi 等新兴业务机会。我们预计公司 2026-28 年销量约 52/82/83 万辆，总收入达 974/1472/1500 亿元、non-GAAP 净利润率为-1.6%/2.1%/4.1%。我们给予公司 1575 亿港元/201 亿美元估值，对应 1.4x 2026e P/S，目标价（9868.HK）82.3 港元、（XPEV.N）21.0 美元。

风险提示：新车型销量不及预期风险、产品推出节奏不及预期风险、智驾能力提升和功能落地不及预期风险、竞争激烈风险、上游原材料压力、毛利率提升不及预期风险。

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 5 月 31 日发布的《小鹏集团-W（9868.HK）：产品矩阵向上，海外增长势头强》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。例如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：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
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

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

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