

海外

模型定价预期重塑，FDE 价值随 AI 商业化加速凸显

8 月 3 日至 8 月 7 日行情复盘：

- 1) **本周港股行情：**恒生指数从 25884 点下跌至 25668 点，恒生科技指数从 4829 点上涨至 4858 点，周变化幅度为-0.8%/+0.6%。
- 2) **恒生主要指数：**恒生综合小型股指数（+2.9%）涨幅最高，恒生港股通高股息指数（-3.0%）跌幅最深。
- 3) **各板块表现：**恒生原材料业指数（+10.2%）涨幅最高，恒生金融业指数（-4.0%）跌幅最深。
- 4) **恒科成分股：**周度涨幅前三为 MiniMax-W（+41.5%）、智谱（+26.2%）、联想集团（+19.4%），周跌幅前三为小鹏汽车-W（-7.8%）、理想汽车-W（-6.5%）、小米集团-W（-6.0%）。
- 5) **港股通：**本周南下资金净流入 99.6 亿港元。截至 8 月 7 日，近 30 个交易日南下资金净流入 659 亿港元。

行业及公司动态：

- 1) **美国 7 月非农就业岗位减少 2.3 万个，显著低于市场预期新增 8 万个。**上述数据发布后，芝加哥商品交易所的美联储利率观测工具显示，美联储 9 月加息的概率降至 41.9%，低于一周前的 67%。
- 2) **模型定价：**DeepSeek 宣布近期上调 API 服务的定价，预计涨幅较大。
- 3) **多模态模型更新：**MiniMax 正式开源全模态生成模型 H3；字节跳动推出原生音视频全双工大模型 SeedRealtime，用统一架构融合音频、视频与文本；**京东**开源自研实时流式视频编辑模型 JoyAI-Video-Edit，支持边观看边修改人物与场景；**阿里**发布新一代视频生成模型 Wan3.0 并开启公测，单次可生成 30 秒视频，支持连续运镜等复杂镜头语言。
- 4) **Anthropic 首次公开确认组建内部芯片团队，为 Claude 设计定制 AI 芯片，并协同设计模型与硬件。**同时，AWS、谷歌、英伟达与 AMD 硬件继续作为算力主力。头部大模型厂商竞争正延伸至底层硬件。
- 5) **Palantir 发布 2026Q2 业绩报告。**收入同比增长 93%至 19.35 亿美元，其中美国商业收入同比增长 149%至 7.64 亿美元，美国政府收入同比增长 90%至 8.09 亿美元。调整经营利润为 11.94 亿美元，调整经营利润率为 62%。业绩指引方面，Q3 预计收入为 21.60-21.64 亿美元，调整经营利润为 12.92-12.96 亿美元。全年收入为 81.50-81.58 亿美元，调整经营利润为 48.89-48.97 亿美元。我们认为，公司业绩进一步验证 FDE 的核心价值，企业 AI 竞争的核心正在从模型能力延伸至场景落地，FDE 通过深入客户业务流程，将模型、数据与行业 Know-how 结合，并最终转化为可量化的业绩表现。

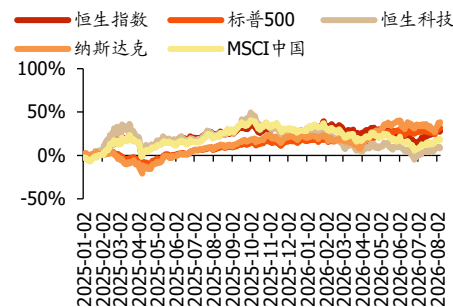
投资建议：

- 1) 关注基本面向好的能源企业，如中国秦发、力量发展等；
- 2) 关注聚焦 AI 上游硬件的企业，如联想集团、舜宇光学科技、长光辰芯；
- 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、智谱、MiniMax 等；
- 4) 关注趋势向上、估值较低的智能车企业，如零跑汽车、岚图汽车、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：科技巨头上修 Capex，AI 投入周期持续强化》 2026-08-03
- 2、《海外：谷歌加码 Capex，关注美股财报周信号》 2026-07-26
- 3、《海外：端侧智能加快落地，Kimi K3 推进开源模型能力前沿》 2026-07-20

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	7
三、投资建议	10
3.1 八月海外&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) 联想集团 (0992.HK)：AI 驱动服务器高增，效率推动盈利释放	11
3) 阿里巴巴-W (9988.HK)：稀缺的“芯-云-模-应”的全栈 AI 标的	12
4) 腾讯控股 (0700.HK)：腾讯混元 Hy3 发布，看好腾讯模型追赶与生态价值	13
5) 智谱 (2513.HK)：专注基模迭代，打造顶尖 Coding 与 Agent 能力	14
6) MINIMAX-W (0100.HK)：算力扩容与模型升级共振，成长动能持续强化	15
7) 零跑汽车 (9863.HK)：出海优秀，关注 A05s 新车、Q3 规模经济明显	16
8) 岚图汽车 (7489.HK)：高端新能源央企标杆，估值修复空间可期，关注 H 股全流通申请	17
9) 小鹏集团-W (9868.HK)：颜值带领新车破圈，关注 Q3 机器人和 Robotaxi 催化	18
风险提示	20

图表目录

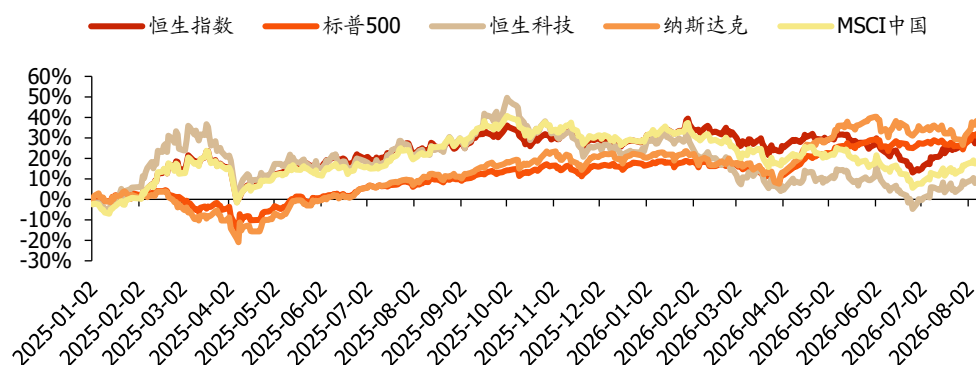
图表 1: 2025 年以来港美股主要指数涨跌幅	3
图表 2: 恒生主要指数涨跌幅	4
图表 3: 恒生各行业指数周度涨跌幅	4
图表 4: 恒科成分股公司涨跌幅	5
图表 5: 近 30 个交易日南下资金	6

一、本周港股复盘

1.1 本周港股行情

8 月 3 日至 8 月 7 日，恒生指数从 25884 点下跌至 25668 点，恒生科技指数从 4829 点上涨至 4858 点，周变化幅度为 -0.8%/+0.6%。自 2026 年以来，恒生指数、恒生科技指数分别变化 +0.1%、-11.9%。

图表1：2025 年以来港美股主要指数涨跌幅

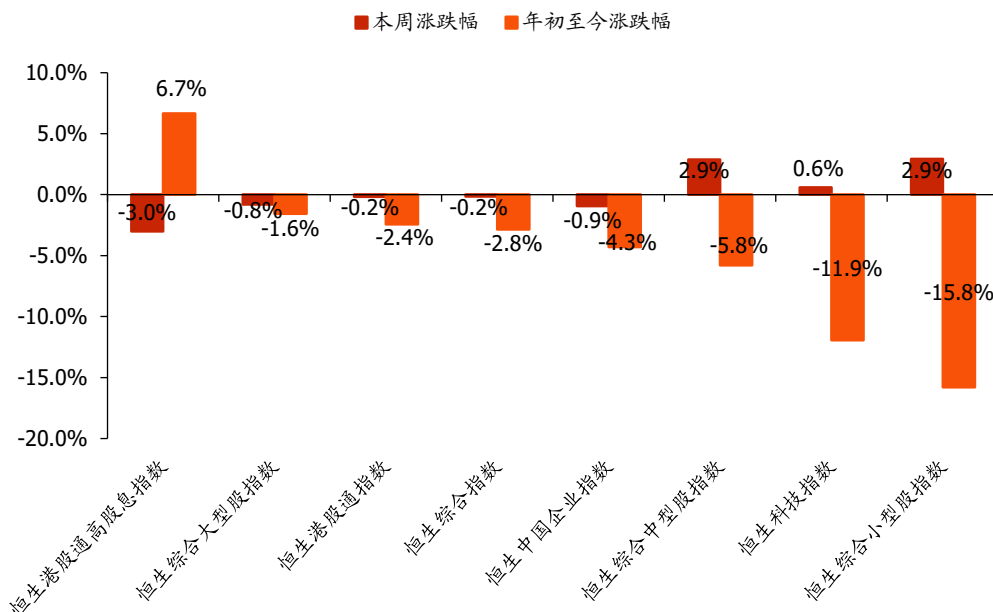


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 7 日）

1.2 恒生主要指数涨跌幅

8 月 3 日至 8 月 7 日，恒生综合小型股指数（+2.9%）涨幅最高，恒生港股通高股息指数（-3.0%）跌幅最深。2026 年以来，恒生港股通高股息指数涨幅最高，达 6.7%；恒生科技与综合小型股指数跌幅最深，分别下跌 11.9%、15.8%。

图表2: 恒生主要指数涨跌幅

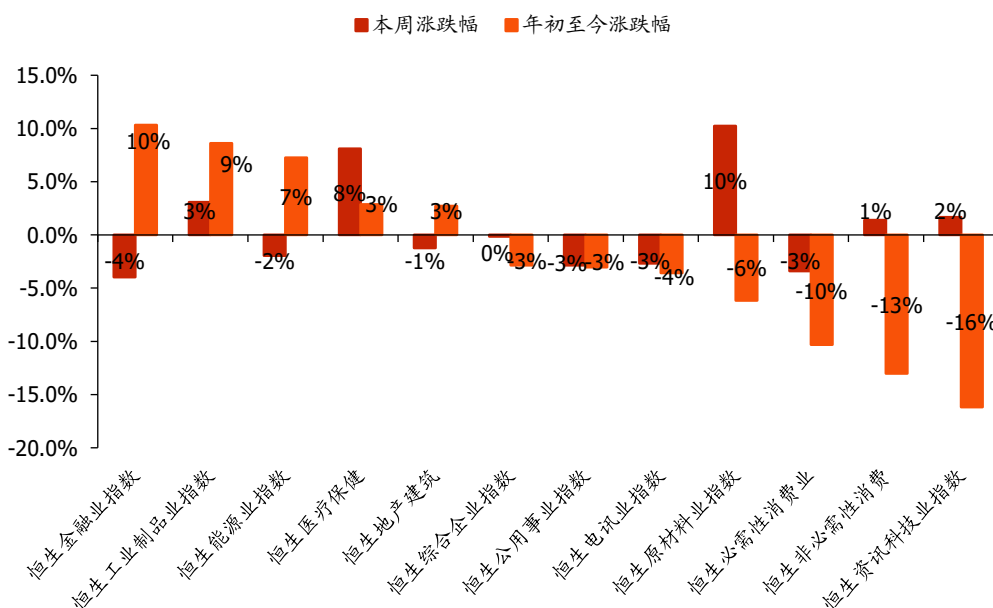


资料来源: Wind、国盛证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 8 月 7 日)

1.3 各板块表现

8 月 3 日至 8 月 7 日, 恒生原材料业指数 (+10.2%) 涨幅最高, 恒生金融业指数 (-4.0%) 跌幅最深。2026 年至今, 恒生金融业指数 (+10.3%) 涨幅最高, 资讯科技业 (-16.2%) 及非必需性消费 (-13.0%) 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 8 月 7 日)

1.4 恒科成分股表现

8 月 3 日至 8 月 7 日，周度涨幅前三为 MiniMax-W (+41.5%)、智谱 (+26.2%)、联想集团 (+19.4%)，周跌幅前三为小鹏汽车-W (-7.8%)、理想汽车-W (-6.5%)、小米集团-W (-6.0%)。

图表4: 恒科成分股公司涨跌幅

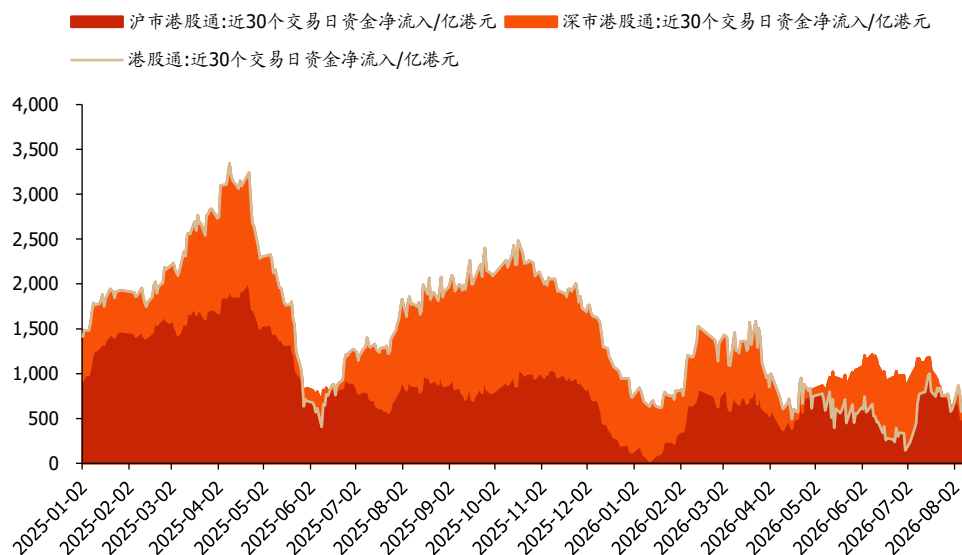
代码	名称	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
0100.HK	MiniMax-W	41.5%	-5.4%
2513.HK	智谱	26.2%	847.5%
0992.HK	联想集团	19.4%	207.6%
1347.HK	华虹半导体	10.1%	90.0%
9988.HK	阿里巴巴-W	5.8%	-12.5%
0981.HK	中芯国际	5.8%	-6.4%
2382.HK	舜宇光学科技	5.2%	-8.7%
0285.HK	比亚迪电子	2.0%	-28.3%
1024.HK	快手-W	1.1%	-29.7%
9888.HK	百度集团-SW	0.8%	-18.8%
0700.HK	腾讯控股	0.8%	-19.1%
0020.HK	商汤-W	0.7%	-33.6%
9618.HK	京东集团-SW	0.3%	18.4%
0241.HK	阿里健康	-0.3%	-29.1%
3690.HK	美团-W	-0.3%	-10.7%
6618.HK	京东健康	-1.2%	-29.8%
9999.HK	网易-S	-1.3%	-2.9%
9626.HK	哔哩哔哩-W	-2.2%	-25.1%
9863.HK	零跑汽车	-2.2%	-19.6%
9961.HK	携程集团-S	-2.5%	-35.5%
6690.HK	海尔智家	-2.8%	-9.5%
1698.HK	腾讯音乐-SW	-2.9%	-44.4%
9660.HK	地平线机器人-W	-3.3%	-42.3%
0780.HK	同程旅行	-3.6%	-37.5%
0300.HK	美的集团	-3.7%	18.5%
1211.HK	比亚迪股份	-4.2%	-5.0%
9866.HK	蔚来-SW	-5.0%	-10.0%
1810.HK	小米集团-W	-6.0%	-31.1%
2015.HK	理想汽车-W	-6.5%	-23.0%
9868.HK	小鹏汽车-W	-7.8%	-41.2%

资料来源: Wind、国盛证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 8 月 7 日)

1.5 港股通资金流动情况

本周南下资金呈净流入。8月3日至8月7日，南下资金净流入 99.6 亿港元。截至 8 月 7 日，近 30 个交易日南下资金净流入 659 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 8 月 7 日)

二、行业及公司动态

2.1 近期行业动态

美国 7 月非农就业数据显著低于市场预期，市场对美联储 9 月加息的预期降温。数据显示，美国 7 月非农就业岗位减少 2.3 万个，显著低于市场预期的新增 8 万个。美国劳工部同时大幅下修 5 月和 6 月非农数据，两月合计下修 10.3 万个。在上述数据发布后，芝加哥商品交易所的美联储利率观测工具（FedWatch Tool）显示，美联储 9 月加息的概率降至 41.9%，低于一周前的 67%。（资料来源：中国新闻网）

工业和信息化部组织制定并归口的《智能网联汽车 自动驾驶系统安全要求》强制性国家标准正式发布，拟于 2027 年 7 月 1 日起实施。该标准适用于搭载 L3 级（有条件自动驾驶）及 L4 级（高度自动驾驶）系统的 M 类和 N 类车辆，从企业全生命周期安全保障机制、动态驾驶任务执行能力、人机交互与用户告知、多维度检验检测体系四个维度构建了系统性的安全要求框架，对规范自动驾驶技术研发应用、提升道路交通安全水平、压实企业安全主体责任、护航产业健康可持续发展具有重要意义。（资料来源：中国汽车报）

2.2 重点公司动态

【MiniMax】MiniMax 正式开源新一代通用视频模型 MiniMax H3。MiniMax H3 是一个通用型全模态生成系统。它能够统一理解由文本、图像、视频和音频构成的多模态上下文，并可生成最高 2K 分辨率、最长 15 秒、带有原生立体声音频的视频。得益于以任务泛化为导向的系统设计，H3 在预训练阶段便已具备广泛的多模态上下文理解与生成能力，因此能够出色地遵循复杂的多模态指令。（资料来源：MiniMax 稀宇科技微信公众号）

【月之暗面】月之暗面计划最早于本月内提交香港 IPO 申请，或募资约 30 亿美元。（资料来源：中新经纬微信公众号）

【腾讯】腾讯混元联合清华、东南大学推出 E-Bench，以王者荣耀、QQ 音乐、腾讯会议为原型考核智能体多步工具调用。基准含 323 个改状态任务、覆盖 7.6 万余行数据，11 个前沿模型平均成功率仅 54.56%，能力较强的模型也只有 73.79%。研究发现可靠性才是瓶颈，海量干扰信息下“过早行动”是最常见失败模式，混元 Hy3 则以低成本取得优异性价比。（资料来源：腾讯混元微信公众号）

【阿里巴巴】阿里发布迄今最强的 Qwen3.8-Max，参数达 2.4 万亿、激活 95B、支持百万上下文，下周将开源权重。编程上可自主运行十余天迭代项目、复现并超越最新论文，办公上覆盖法律、工程等数百种专业场景。长程任务中它自主完成芯片设计优化（门数从 8298 降至 678），并在 365 天电商经营模拟中以 4.16 倍回报夺冠。（资料来源：千问大模型微信公众号）

【商汤科技】商汤开源统一多模态模型 SenseNova U1.5-Lite-Preview，基于 NEO-Unify 架构，仅 8B-MoT 规模。相比 U1，新版原生支持 4K 生成，纹理质感更精细，中英文字与复杂版式更准确，图像编辑更稳定可迭代。通过重新设计生成头、减弱网格伪影并重组编辑数据，多项基准显著超越 U1，效果可比肩商用闭源模型。（资料来源：商汤科技 SenseTime）

【腾讯】腾讯混元发布新一代语音识别模型 **Hy ASR 3.0 preview**，基于 **Hy3** 大模型融合高精度识别与语义理解，实现理解语境、一键直出。开源评测集多语种 WER 控制在 3% 左右，中文 3.34%、英语 2.62%、粤语 3.12%，整体表现领先。重点提升通用识别、意图理解、专业热词注入及高噪耳语等复杂环境稳定性，已上线腾讯云 API 并接入元宝免费开放。（资料来源：腾讯混元微信公众号）

【面壁智能】面壁智能联合 **OpenBMB** 开源 **ForgeStencil**，全球首个支持 **Stencil** 自动研究与部署的 **AI** 优化系统，一周自动优化 **100+** 工业与科学软件。系统由 **Kernel Agent** 与 **App Agent** 组成，实现从提出优化想法到应用部署的全自动闭环，零人工介入。同精度较最优基线平均加速 **2.35** 倍，已在 **hypre**、**minisweep** 等主流软件取得端到端提速，约 **42%** 对应真实工业场景。（资料来源：面壁智能微信公众号）

【腾讯】腾讯混元 **Hy3** 正式接入创意智能体 **Miora**，作为画布背后的思考模型，负责理解需求并统筹图像、视频、**3D** 与界面设计。**Hy3** 采用 **MoE** 架构，总参数 **295B**、单次激活 **21B**、最大支持 **256K** 上下文，官方评测称部分能力可达两至五倍参数旗舰模型水平。接入后 **Miora** 更擅长理解模糊的中文需求，能将一句话拆解为完整品牌视觉项目并规划多交付物，减少返工与成本。（资料来源：腾讯设计妙境 **Miora**）

【字节跳动】字节跳动推出原生音视频全双工大模型 **SeedRealtime**，用统一架构融合音频、视频与文本，实现边看、边听、边说的实时交互。模型实现三项核心突破：音视频联合理解、主动的交互能力以及流畅的交互节奏，能消解同音词歧义、主动提醒并抗背景干扰。人工评测显示其对话节奏问题较级联模型减少一半，目前已上线。（资料来源：字节跳动 **Seed** 微信公众号）

【京东】京东开源自研实时流式视频编辑模型 **JoyAI-Video-Edit**，支持边观看边修改人物与场景，各项指标全球领先。模型在 **720P** 下实现每秒 **30** 帧推理，支持任意时长稳定流式编辑，可实时替换物体、调整人物形象或改变画面风格。该模型还为具身智能数据合成提供新路径，进一步完善京东面向物理世界的 **JoyAI** 模型矩阵。（资料来源：京东技术微信公众号）

【阿里巴巴】阿里发布新一代视频生成模型 **Wan3.0** 并开启公测，单次可生成 **30** 秒视频，支持连续运镜、一镜到底等复杂镜头语言与智能时长。在文本、图片、音频、视频之外，首次支持 **doc**、**xls**、**ppt**、**pdf**、**md** 等文档输入，可生成教学课件、产品演示等内容。主打真实感与一致性，人像千人千面、微表情自然，稳定保持角色、道具、场景与风格，已在官方平台公测。（阿里巴巴微信公众号）

【MiniMax】**MiniMax-W** 正式被调入港股通标的范围。上市近 7 个月后，这家国产大模型公司由此获得内地投资者通过港股通交易的资格。（资料来源：界面新闻微信公众号）

【DeepSeek】DeepSeek 宣布近期将上调 DeepSeek API 服务的定价，预计涨幅较大。（资料来源：Deepseek 官网公告）

【Genspark】Genspark 在 **AGI Playground 2026** 发布 **GenOffice**，一款面向 **Win/Mac**、免费开源无广告的本地 **Office** 客户端。**Alpha** 版由一名工程师一周、约 **1** 万美元 **Token** 完成，采用 **AI** 生成 **Markdown/HTML** 再转 **Word/PPT** 的双层架构。免费开源意在抢占白领高频办公入口、积累用户工作上下文，商业化则留给更高阶的 **Agent** 能力与企业服务。（资料来源：极客公园微信公众号）

【SK 海力士】SK 海力士联合闪迪发布下一代高带宽闪存 **HBF** 首个标准规范，由开放组织 **OCP** 作为行业通用标准发布，谷歌、**Tenstorrent** 已加入联盟。规范定义 **8** 层与 **16** 层 **NAND** 堆叠两种配置，最高支持 **512GB** 容量，带宽覆盖 **0.4** 至 **3.0TB/s**，采用 **UCIe**

与 GPU、CPU 灵活互联。FMS 2026 首次公开第十代 375 层 4D NAND，性能功耗比提升 2.5 倍，并提出面向代理式 AI 的分层内存架构方案。（资料来源：SK 海力士微信公众号）

【Anthropic】Anthropic 首次公开确认组建内部芯片团队，为 Claude 设计定制 AI 芯片，并协同设计模型与硬件，以提升大规模运行的速度与效率。官方招聘覆盖芯片架构、前端设计、验证、物理设计、晶圆制造与封装全流程，年薪 32 万至 48.5 万美元。公司仍坚持“多芯片”策略，AWS、谷歌、英伟达与 AMD 硬件继续作为算力主力，头部大模型厂商竞争正延伸至底层硬件。（资料来源：智东西微信公众号）

【Meta】Meta 发布 Muse Code 测试版，由 Muse Spark 1.2 模型驱动，可在大型代码库完成分析、规划、编码、运行工具与验证等复杂软件工程任务。产品采用智能体循环加异步后台智能体，本地事件日志支持精确重放与崩溃恢复，内置/plan、/grill、/goal 等技能。Muse Spark 1.2 在 Terminal-Bench 2.1 与 Meta 内部编码基准上仅弱于 Opus 5（max），得益于协同训练、长时程任务与自我改进能力。（资料来源：机器之心微信公众号）

【OpenAI】OpenAI 宣布对 ChatGPT 进行更新，在提升日常对话体验的同时，为免费用户开放更多功能权限。对于 Plus 和 Pro 用户，OpenAI 更新了聊天界面中的 GPT-5.6 Sol 模型，使其回答的事实准确性更高、重点更突出；新增的滑动条可以自由调节 ChatGPT 在生成每条回复时的思考深度。由于该版本的 GPT-5.6 Sol 专门针对日常对话进行了优化，它将仅限在 ChatGPT 的常规对话界面中使用。本次发布不会改变驱动 Work 和 Codex 功能的 GPT-5.6 Sol 版本。（资料来源：IT 之家）

【Palantir】Palantir 发布 2026Q2 业绩报告。收入同比增长 93%至 19.35 亿美元，其中美国商业收入同比增长 149%至 7.64 亿美元，美国政府收入同比增长 90%至 8.09 亿美元。调整经营利润为 11.94 亿美元，调整经营利润率为 62%。净利润为 10.62 亿美元，净利率达 55%。业绩指引方面，Q3 预计收入为 21.60-21.64 亿美元，调整经营利润为 12.92-12.96 亿美元。全年收入为 81.50-81.58 亿美元，其中美国商业收入超 34.24 亿美元，同比增长超 134%。全年调整经营利润为 48.89-48.97 亿美元。我们认为，公司业绩进一步验证 FDE 的核心价值，企业 AI 竞争的核心正在从模型能力延伸至场景落地，FDE 通过深入客户业务流程，将模型、数据与行业 Know-how 结合，并最终转化为可量化的业绩表现。（资料来源：Palantir 官网）

三、投资建议

3.1 八月海外&行业金股推荐

- 1) 关注基本面向好的能源企业，如中国秦发、力量发展等；
- 2) 关注AI聚源硬件的企业，如联想集团、舜宇光学科技、长光辰芯等；
- 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、智谱、MiniMax 等；
- 4) 关注趋势向上、估值较低的智能车企业，如零跑汽车、岚图汽车、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）联想集团（0992.HK）：AI 驱动服务器高增，效率推动盈利释放

推荐逻辑：

IDG: PC 市占率继续创新高，持续推动高端化。本财年公司 IDG 业务收入同比增长 17% 至 589 亿美元，经营利润率达 7.2%。1) PC 业务方面，第四财季，联想的 PC 出货量市占率同比提升 1.3pct 至 24.4%；而高端 PC 出货量占总体的 50%。平板和显示器产品等周边业务亦录得高双位数提升。2) 手机业务方面，本财年公司智能手机的收入实现自收购以来的新高，高端手机出货量占总出货量比重创下 19% 的记录，本财年摩托罗拉在折叠屏手机品牌中排名第一。第四财季，手机业务在市场出货量下滑 3% 的环境下，实现出货量增长达 6%；本季手机业务收入亦实现双位数增长、经营利润率实现扩张。

ISG: AI 驱动服务器需求高增，效率推动盈利释放。本年度 ISG 业务收入同比增长 32% 至 192 亿美元，实现经营利润 7300 万美元，达成了公司由亏转盈、稳步迈向可持续盈利的目标。

1) 服务器方面，受 AI 需求驱动，集团的 AI 服务器全年收入实现高双位数增长，年末的 AI 服务器订单储备扩大至 210 亿美元。第四财季 ISG 业务的收入同比增长 37% 至 56 亿美元，经营利润达 2 亿美元，经营利润率约 3.6%。这体现出，联想为客户的供应效率和部署就绪度所进行的产品组合优化正在取得成效。展望后续，联想的英伟达 GB300 NVL72 平台已经在本财季全面出货，基于 Rubin 架构的平台预计将在 2026H2 出货。

2) 企业级存储方面，集团在 2026 年 4 月收购 Infinidat 的 100% 股权。Infinidat 是全球高性能企业级存储方案供应商。对 Infinidat 的收购有望助力联想扩展高端企业级的存储方案，在金融、医疗、电信等行业提供更多价值。

投资建议：我们预计公司 26/27FY、27/28FY、28/29FY 营业收入为 949/1064/1152 亿美元，同比 +14.2%/+12.2%/+8.2%；非香港财务报告准则归母净利润为 25.46/31.76/36.93 亿美元，同比 +24.3%/+24.7%/+16.3%。考虑公司行业地位、未来的成长性等因素，我们认为公司合理市值为 3733 亿港元（目标价 30.1 港元/股），对应 15x 27/28 财年 P/E，维持“买入”评级。

风险提示：全球宏观经济增长不及预期；全球 PC 市场销量不及预期；AIPC 渗透率或盈利性不及预期；服务器行业增长不及预期；公司服务器市场份额提升幅度不及预期；上游原材料供应、涨价风险；新业务发展不及预期；汇率波动风险；测算假设不确定性风险；关税风险。

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 30 日发布的《联想集团（0992.HK）：AI 驱动服务器高增，效率推动盈利释放》报告。

3) 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”打法，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。

4) 腾讯控股 (0700.HK)：腾讯混元 Hy3 发布，看好腾讯模型追赶与生态价值

推荐逻辑：

事件：腾讯混元第三代大语言模型“Hy3”6 月 7 日正式发布。该模型采用 MoE 架构，总参数 295B、激活参数 21B，最大支持 256K 长度。该版本基于 4 月 23 日发布的 preview 版迭代优化，通过提升后训练数据质量与多样性、扩大 RL 算力规模实现能力进阶，以更小参数尺寸达到比肩参数规模为其 2-5 倍的国内外旗舰模型的效果。目前 Hy3 已批量接入腾讯内部业务线，同时以 Apache2.0 协议开源并上线腾讯云 API，面向全球开发者开放商用。

腾讯基座模型能力持续补齐，半年内完成从基建重建到新模型落地。据混元公众号腾讯 1 月启动大模型算力与基建重构，为 Hy3 发布提供了核心基础，4 月 23 日发布的 Hy3preview 为混元重建后第一个版本，在复杂推理、代码生成与智能体能力上相较于 Hy2 实现质变，Hy3 正式版已于 2026 年 7 月 6 日发布，Hy3 延续了清晰陡峭的能力增长曲线，通过进一步训练的算力规模以及数据质量和多样性，在各类任务上较 preview 再次跃升，以较小尺寸首次比肩国内外大尺寸旗舰模型的效果。

模型能力方面，重点升级了智能体能力，尤其在推理、智能体和长上下文任务等任务上显著进步。1) 从基准测评指标看，Hy3 相比 preview 版本在各类 benchmark 上全线提升，尤其是围绕智能体场景所需的任务规划、工具调用、代码执行、搜索整合、长上下文理解和复杂推理能力进行系统强化。具体指标如：Agentic Coding 任务中 Terminal-Bench2.1 从 58.0 提升至 71.7、DeepSWE 从 0.9 提升至 28.0；Agentic Search 任务中 BrowseComp 从 67.1 提升至 84.2；Working Agent 任务中 SkillsBench 从 29.1 提升至 55.3、Hy-FinModelBench 从 26.6 提升至 69.0。2) 从内部盲测数据看，在 270 位专家真实工作任务盲测中，Hy3 得分 2.67/4，高于 GLM-5.1 的 2.51/4，优势集中在前端开发、数据与存储、CI/CD；3) 从应用场景看，Hy3 在软件开发、办公生产、金融建模、前端设计、游戏制作等生产力任务上的进步尤其显著，可以成为高性价比的可靠选择。

模型体验从“能回答”进一步升级为“能稳定完成任务、回答更可信，在长对话中持续理解用户意图。”用户体验方面亮点包括 1) 工具调用稳定性好：修复了多项基线可靠性问题，工具调用成功率与错误恢复能力提升，并能不同 Agent 架构间稳定泛化；2) 幻觉率低与知识准确性高：幻觉率从 12.5%降至 5.4%，常识错误率从 25.4%降至 12.7%，显著减少事实混淆与捏造；3) 复杂上下文与多轮意图：多轮测试问题率从 17.4%降至 7.9%，长对话基准 MRCR 得分从 42.9%提升至 75.1%。

定价普惠，模型从“可用”走向“低成本好用”，约为当前主流模型定价的 **1/8**。定价层面旗舰模型价格进一步下探至主流低价区间，Hy3 API 输入价为 1 元/百万 Tokens、输出为 4 元/百万 Tokens，明显低于 GLM-5.2 的 8/28 元、Qwen3.7-Max 的 12/36 元以及 KimiK2.7Code 的 6.5/27 元。在应用层面，基于腾讯 WorkBuddy 的内部实测：Hy3 正式版对比 preview 版本，办公 Agent 任务平均耗时缩短 34%，任务成功率从 72% 提升至 90%。在高频办公场景中，Hy3 处理文档任务 Token 消耗降低 47.4%，制作 PPT 任务 Token 消耗降低 49.0%，同任务下实际算力成本显著下降。

开源推动外部生态繁荣，自身业务深度结合推进数据飞轮 开源侧采用 Apache2.0

开源，全球开发者可免费商用；其次模型首日即上线 GitHub、HuggingFace、ModelScope 等主流开源社区，大幅降低二次开发与场景适配门槛，拉动外部产业生态扩容繁荣；Hy3 在业务侧的可用性已得到腾讯内部多场景业务的充分验证，模型已在 WorkBuddy、元宝、ima、微信公众号等十余项腾讯业务中深度应用，另有近 50 个业务排队接入。

盈利预测：我们看好腾讯混元模型向一线模型追赶，以及腾讯系 AI 产品的生态价值，有望带动腾讯叙事 & 估值修复。我们维持此前预测腾讯 2026-2028 年收入为 8229/9000/9890 亿元，Non-GAAP 归母净利为 2733/3057/3437 亿元。给予腾讯目标价 708 港币，对应 19x2027eP/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；Agent 商业化进展或不及预期等。

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 7 月 14 日发布的《腾讯控股（0700.HK）：腾讯混元 Hy3 发布，看好腾讯模型追赶与生态价值》报告。

5）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 workflow 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，公司远期收入能够达到 1033.4 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》。

6) MINIMAX-W (0100.HK)：算力扩容与模型升级共振，成长动能持续强化

推荐逻辑：

基础设施建设持续扩容，构筑模型迭代与商业化扩张的底层支撑。随着模型参数规模提升、企业客户增长及全球用户推理需求上升，MiniMax 显著加快 AI 基础设施部署，过去六个月已使用分配于 AI 基础设施及模型研发款项的 77%。公司近期通过配售和发债募得总额约 160 亿港元，其中 80%将继续用于升级 AI 基础设施（最新 AI 加速器、高带宽网络等）及模型研发。我们认为，硬件资源扩张叠加软件基础设施持续优化（成立时便搭建 Infra 团队），有望为模型能力升级及商业化扩张提供长期支撑。

历经多代注意力架构迭代，形成跨技术路线的技术积累。MiniMax 的 M1 系列模型采用 Lightning Attention 与 Softmax 的混合注意力架构，M2 阶段转向全注意力，以换取更强的工程稳定性与推理一致性。M3 使用了全新注意力架构 MSA，该架构简洁且易于扩展，在 100 万上下文下，M3 每 token 计算量仅为上代模型的 1/20。在多个对照实验中，MSA 大部分能力与全注意力打平。

模型 Coding 能力持续拓展，兼具长上下文、多模态与高性价比。MiniMax M3 支持百万级上下文，并具备前沿 Coding 及原生多模态能力，形成较为完整的通用模型能力组

合，且是国内首个齐备这些要素的模型。定价方面，M3 的每百万 token 的输入价格为 2.1-4.2 元，输出价格为 8.4-16.8 元，在保持模型能力的同时具备显著性价比优势。

文本模型与多模态模型同步推进，持续拓展模型能力边界。MiniMax 正在训练新一代模型 M3 Pro，参数规模达 2.5 至 3 万亿，重点提升复杂推理及多步骤任务执行能力，持续探索模型智能上限；多模态模型方面，视频模型 Hailuo 3 即将推出，预计在画面质量、动态一致性及生成时长等维度实现代际升级，进一步强化公司在视频生成领域的竞争力。除视频模型外，公司还拥有 Speech 系列语音模型与 Music 模型，共同搭建 MiniMax 的全模态能力矩阵。

投资建议：我们看好 M3 模型对 ARR 的加速贡献，以及后续 hailuo3/M3 Pro 的模型迭代、纳入港股通等一系列事件的催化。预计 MiniMax 2026-2028 年收入为 5.7、11.4、17.1 亿美元，同比增长 625.9%、99.3%、49.6%；Non-GAAP 归母净亏损为 13.0、12.4、6.8 亿美元。重申“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 7 月 27 日发布的《MINIMAX-W (0100.HK)：算力扩容与模型升级共振，成长动能持续强化》。

7) 零跑汽车 (9863.HK)：出海优秀，关注 A05s 新车、Q3 规模经济明显

推荐逻辑：

海外销量有望超出此前 10-15 万的指引上限。公司 26Q1 出口总量达到 4.1 万台，同比增长 442%，4 月出口总量达到 14225 台，领跑新势力出海。1) 车型方面，公司计划于 6 月在欧洲 26 国推出 Lafa5，于 26Q3 在欧洲市场推出 A10。考虑到今年由于油价上涨引起海外新能源汽车需求旺盛，叠加公司新车产品竞争力优秀，我们认为 2026 年零跑汽车出口量有望超出此前指引的 10-15 万辆。2) 渠道方面，截至 26Q1，零跑国际在欧洲、中东、非洲和亚太等 40 个国际市场建立了约 1000 家兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲/亚太/南美市场各自超过 850 家/50 家/30 家。3) 在本地化生产方面，公司在西班牙萨拉戈萨工厂推进的 B10 本地化生产项目进展顺利，预计 26Q3 实现欧洲本地化生产。4) 此外，零跑持续深化与 Stellantis 的战略合作，Stellantis 旗下欧宝品牌的新车型（预计于 2027 年底至 2028 年上市）将与零跑 B10 在萨拉戈萨工厂共线生产，零跑作为供应商，为欧宝品牌车型提供电驱系统、座舱控制器等自研自制零部件；Stellantis 旗下马德里工厂具有较大可能出售给零跑国际。

公司即将推出 A05s 走量新车，第二品牌最快于 2026 年底或 2027 年初亮相。1) 从新车表现和后续节奏上看，3 月 26 日上市的 A10 持续热销、28 天大定突破 4 万台，4 月中上市的 D19 表现超出预期、15 天大定达到 1.5 万台，目标稳态月销过万。6 月 25 日，公司发布了零跑 D99，未来预计在 8 月发布 A05s。2) 渠道方面，截至 26Q1 末，零跑汽车服务网络覆盖 297 个城市，累计布局 993 家销售门店（433 家零跑中心/560 家体验中心）及 542 家服务门店。公司新增县级市场二级网络渠道拓展及建设，累计备案二级

网络 613 个，提升渠道覆盖度和影响力。3) 展望明年规划，公司预计将推出第二品牌，通过产品引领第二品牌向上发展，产品最快于 2026 年底或 2027 年初亮相、最晚于 2027H1 上市。

投资建议：公司后续产品周期仍非常强势。考虑到公司后续将发布第二品牌，我们适当上调 2027-28 年业绩预测，预计公司 2026-2028 年销量 103/146/166 万辆，总收入 1114/1734/2129 亿元。我们给予零跑汽车 1044 亿港元目标估值，对应 0.8x 2026e P/S，目标价 73 港元，维持“买入”评级。

风险提示：新车型销量不及预期风险、海外销售不及预期、价格竞争激烈风险、上游原材料涨价风险、自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、毛利率提升不及预期风险、政策风险。

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 17 日发布的《零跑汽车（9863.HK）：海外领跑新势力，新车表现优秀》报告。

8) 岚图汽车（7489.HK）：高端新能源央企标杆，估值修复空间可期，关注 H 股全流通申请

推荐逻辑：

岚图汽车是一家高端新能源央企，东风集团市场化“试验田”。公司最早是东风集团内部的“H 事业部”，2021 年 6 月正式成立，产品专注于 20 万元以上的新能源汽车。其大股东东风集团拥有 72.35% 的投票权。公司 2025 年销量 15 万辆，其中大单品岚图梦想家大约占据一半，收入 349 亿元，同比增长 80.1%，乘用车/汽车零部件/其他业务收入占比分别为 94%/4%/2%，中国:海外乘用车收入占比由于本身定位高端化，公司盈利性较强，2025 年毛利率 19.5%，经调整归母净利润已实现年度扭亏为盈，录得 11 亿元人民币，经调整归母净利润率达到了 3.2%，处于行业较为领先的盈利水平。

行业分析：新能源汽车市场空间大，高端品牌韧性强。1) 市场规模：全球来看，2025 年全球乘用车销量大约 8130 万辆，其中新能源乘用车销量大约为 2271 万辆，新能源渗透率 27.9%，上升空间大。据灼识咨询预测，至 2029 年当年的全球新能源乘用车销量较 2025 年的水平有望翻倍，达到 4720 万辆，CAGR 为 20%，新能源渗透率提升到 54%。中国新能源汽车渗透率领先全球，2025 年已达到 54.8%，我们预计到 2029 年渗透率有望升至 82%，对应的新能源汽车销量为 2810 万辆，CAGR 约为 15.5%。2) 市场格局：当前新能源汽车面临来自存储、电池原材料、铜/铝等大宗商品价格上涨的多重压力，单车成本上升大几千元，甚至有的车型成本增长上万元。我们认为面对非常大的成本压力，高端市场相对韧性更强。

竞争优势：国企资源禀赋加成，拥抱新兴市场需求。1) 品牌力：公司兼具“传统车企的成熟”与“新势力的创新”，这种“转基因”碰撞使得岚图品牌在消费者心智中，兼顾了传统造车多年积淀的安全性，以及新兴力量带来的优秀的智能化和产品力，依靠梦想家车型站住了高端品牌形象。2) 股东协同：公司和大股东东风集团存在协同效应，包括

采购、海外渠道和产能的复用、技术等。3) 平台化: ESSA 原生电动架构, 通用化率 85% 以上, 研发效率高且降本。

成长驱动: 国内推新车、拓渠道, 海外依托东风-Stellantis 合资公司。1) 后续新车、渠道扩张带来高成长性。公司去年末推出的泰山、5 月推出的泰山 X8 正处于旺盛的生命周期, 加上后续的追光 S、梦想家 9 以及一系列改款车型, 公司的产品矩阵将日趋完善, 驱动销量和收入持续增长。渠道方面, 截至 2025 年末, 公司在中国共有 506 家门店, 2026 年国内零售网络触点将拓展至 1000 家, 为销量的增长奠定渠道基础。2) 拓展海外市场: 东风与 Stellantis 将成立欧洲合资公司, 岚图负责高端车型导入, 借助 Stellantis 的渠道/产能, 实现“技术换市场”。3) 盈利性: 随着公司新车型的持续推出、泰山车型的全年贡献, 云峰工厂的产能利用率有望大幅提升, 从而摊薄固定成本, 与此同时随着销量增长体现规模经济。

投资建议: 根据公司产品推进节奏, 我们预计公司 2026-2028 年销量分别为 20.4/28.0/30.5 万辆, 收入为 536/799/884 亿元, 归母净利润为 12.3/27.2/33.0 亿元, 调整后归母净利润分别为 13.7/29.1/35.1 亿元, 调整后归母净利润率分别为 2.5%/3.6%/4.0%。公司当前股价对应 0.2x/0.1x 2026/2027 年 PS、6.4x/3.0x 2026/2027 年 PE, 估值较低。考虑到公司的流动性折价、企业规模相对较小等估值因素, 我们保守给予公司 0.3x 2026 年 PS, 目标市值 186 亿港元、目标价 5.1 港元, 对应 11.8x/5.5x 2026/2027 年 PE。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 上游材料涨价超出预期的风险, 新车型节奏或表现不及预期的风险, 竞争激烈的风险, 低流动性风险, H 股全流通不及预期的风险, 假设与测算风险。

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 7 月 27 日发布的《岚图汽车 (7489.HK): 高端新能源央企标杆, 估值修复空间可期》报告。

9) 小鹏集团-W (9868.HK): 颜值带领新车破圈, 关注 Q3 机器人和 Robotaxi 催化

推荐逻辑:

GX 带动小鹏产品矩阵向上, Mona L03 颜值破圈, 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。公司在 7 月上市了 Mona L03, 下半年预计还将有 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

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