仅供内部参考，请勿外传！

海外

算力扩容持续推进，国产大模型迭代提速

增持（维持）

8 月 24 日至 8 月 28 日行情复盘：

1）**本周港股行情：**恒生指数从 25517 上升至 25885 点，恒生科技指数从 4594 点上升至 4605 点，周变化幅度为-1.6%/-3.4%。

2）**恒生主要指数：**恒生综合小型股指数上涨 1.0%，涨幅最高。恒生科技指数下跌 3.4%，跌幅最高。2026 年以来，恒生港股通高股息指数涨幅最高，达 10.8%；恒生科技与综合小型股指数跌幅最深，分别下跌 16.5%、14.3%。

3）**各板块表现：**恒生能源业指数涨幅达 2.2%，恒生非必需性消费（-4.9%）跌幅最深。

4）**恒科成分股：**周度涨幅前三为舜宇光学科技（+7.2%）、华虹宏力（+5.1%）、比亚迪电子（+5.0%），周跌幅前三为零跑汽车（-9.1%）、同程旅行（-9.1%）、MiniMax-W（-13.5%）。

5）**港股通：**南下资金净流入 98 亿港元。截至 8 月 28 日，近 30 个交易日南下资金净流出 75 亿港元。

行业及公司动态：

1）**国内多个算力节点迎来新一轮算力扩容。**位于郑州的国家超算互联网核心节点，采用首个全国产 10 万卡算力集群，为新材料、创新药等 26 个领域提供融合算力支持。截至 6 月底，全国智能算力规模同比增长 177%，达到每秒可执行 2185 百亿亿次浮点运算，为人工智能等新兴产业加快发展提供更坚实的算力支撑。

2）**腾讯发布 Hy4 preview，**总参数 770B，激活参数 49B，上下文长度 1M，在代码、办公、科学等真实生产力任务上展现出卓越能力。价格方面，每百万 token 的输入输出价格为 6/18 元。

3）**阿里巴巴正式发布多模态 MoE 模型 Qwen3.8-Flash。**主模型参数量为 125B，额外配备 51B 的 N-gram Embedding，每 token 激活 6B 参数。价格方面，每百万 Tokens 输入 0.8 元，输出 2.7 元。

4）**智谱上线并开源 GLM-5.3-Flash（320B-A18B）**，为 GLM-5 系列首个原生多模态模型，AA 综合智能指数得 57 分，与 Claude Opus 4.8 持平。价格方面，原价每百万 Tokens 输入 0.8 元，输出 2.8 元。

5）**MiniMax 发布 2026 年半年度业绩报告。**2026H1 录得收入 1.2 亿美元，同比增长 283.1%。按服务类别，AI 原生产品收入 0.4 亿美元，同比增长 100.9%；开放平台及其他基于 AI 的企业服务收入 0.7 亿美元，同比增长 703.1%。经调整净亏损为 2.9 亿美元，同比扩大 111.2%。

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；

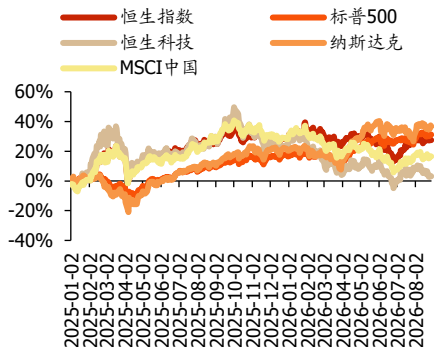
2）关注聚焦 AI 上游硬件的企业，如联想集团、舜宇光学科技、长光辰芯；

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，如岚图汽车等。

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。

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：云需求加速增长，资本开支高歌猛进》2026-08-24

2、《海外：AI 产业政策落地，大模型能力持续演进》2026-08-17

3、《海外：模型定价预期重塑，FDE 价值随 AI 商业化加速凸显》 2026-08-10

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 9
3.1 八月海外&行业金股推荐 9
3.2 重点公司观点 9
1）长光辰芯（03277.HK）：中报亮眼，关注半导体等高端工业检测进展 9
2）联想集团（0992.HK）：服务器利润高增，客户及产品结构升级 10
3）阿里巴巴-W（9988.HK）：阿里云增速亮眼，盈利性持续提升 11
4）腾讯控股（0700.HK）：传统业务基本盘稳固，AI 基建投入加速 12
5）智谱（2513.HK）：后训练 scaling，驱动 GLM-5.3 能力实现跃迁 13
6）MINIMAX-W（0100.HK）：H3 全模态能力升级，高性价比与开放生态并进 14
7）岚图汽车（7489.HK）：高端新能源央企标杆，估值修复空间可期 15
风险提示 17

图表目录

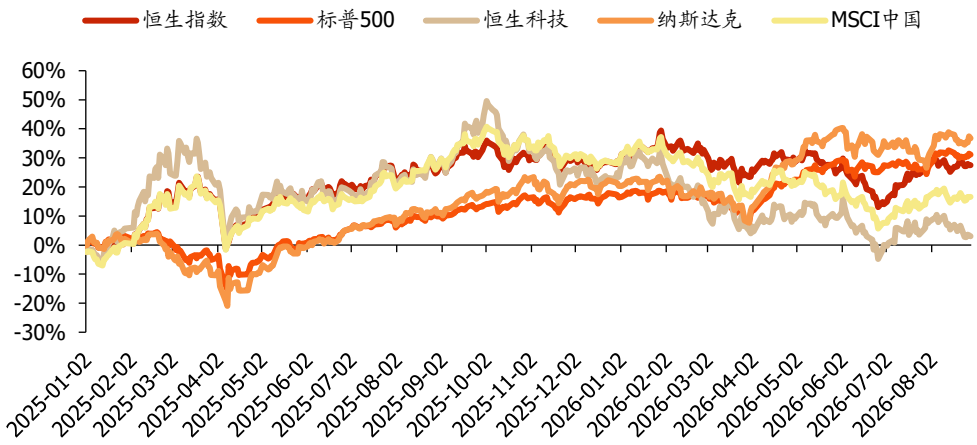
图表 1：2025 年以来港美股主要指数涨跌幅 3
图表 2：恒生主要指数涨跌幅 4
图表 3：恒生各行业指数周度及年度涨跌幅 4
图表 4：恒科成分股公司涨跌幅 5
图表 5：近 30 个交易日南下资金 6

一、本周港股复盘

1.1 本周港股行情

8 月 24 日至 8 月 28 日，恒生指数从 25517 上升至 25885 点，恒生科技指数从 4594 点上升至 4605 点，周变化幅度为-1.6%/-3.4%。自 2026 年以来，恒生指数、恒生科技指数分别变化-0.2%、-16.5%。

图表1：2025 年以来港美股主要指数涨跌幅

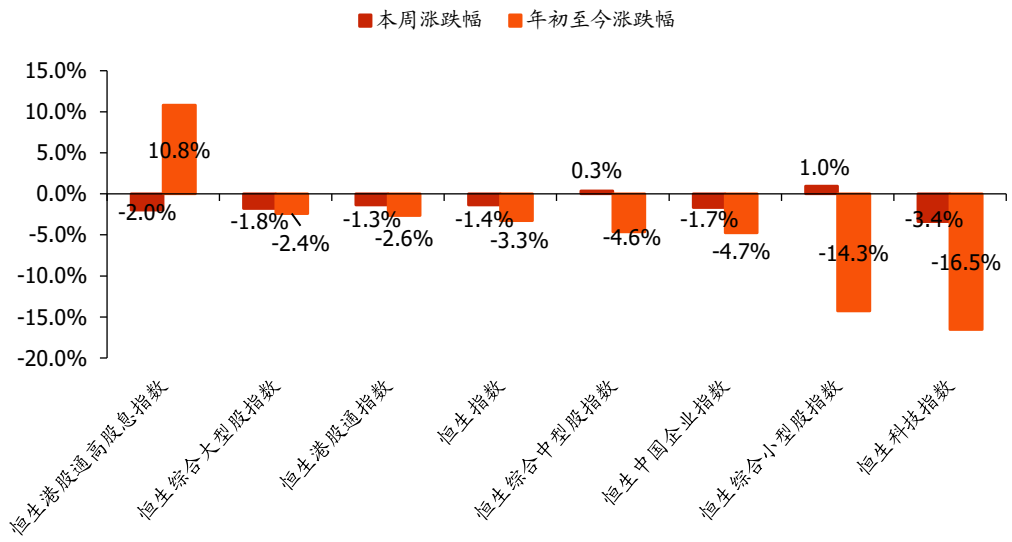


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 28 日）

1.2 恒生主要指数涨跌幅

8 月 24 日至 8 月 28 日，恒生综合小型股指数上涨 1.0%，涨幅最高。恒生科技指数下跌 3.4%，跌幅最高。2026 年以来，恒生港股通高股息指数涨幅最高，达 10.8%；恒生科技与综合小型股指数跌幅最深，分别下跌 16.5%、14.3%。

图表2：恒生主要指数涨跌幅

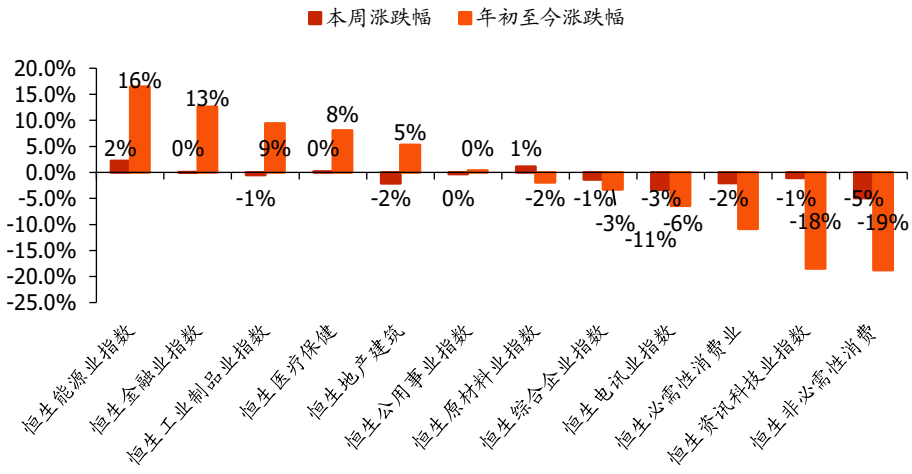


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 28 日）

1.3 各板块表现

8 月 24 日至 8 月 28 日，恒生能源业指数涨幅达 2.2%，恒生非必需性消费（-4.9%）跌幅最深。2026 年至今，恒生能源业指数（+16.5%）与金融业指数（+12.6%）涨幅最高，资讯科技业（-18.5%）及恒生非必需性消费指数（-18.8%）跌幅最深。

图表3：恒生各行业指数周度及年度涨跌幅



资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 28 日）

1.4 恒科成分股表现

8 月 24 日至 8 月 28 日，周度涨幅前三为舜宇光学科技（+7.2%）、华虹宏力（+5.1%）、比亚迪电子（+5.0%），周跌幅前三为零跑汽车（-9.1%）、同程旅行（-9.1%）、MiniMax-W（-13.5%）。

图表4：恒科成分股公司涨跌幅

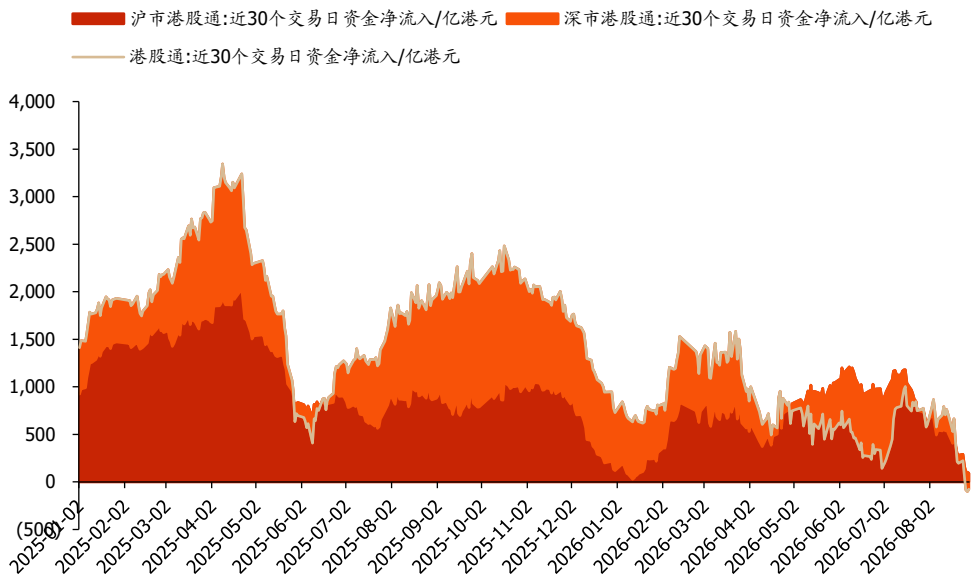
代码	名称	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
2382.HK	舜宇光学科技	7.2%	2.5%
1347.HK	华虹宏力	5.1%	62.3%
0285.HK	比亚迪电子	5.0%	-25.9%
9888.HK	百度集团-SW	2.7%	-27.2%
0300.HK	美的集团	1.9%	22.2%
0992.HK	联想集团	0.6%	227.9%
6690.HK	海尔智家	-0.3%	-8.2%
0700.HK	腾讯控股	-0.4%	-23.1%
1698.HK	腾讯音乐-SW	-1.2%	-49.3%
9626.HK	哔哩哔哩-W	-1.2%	-31.7%
1211.HK	比亚迪股份	-1.3%	-3.1%
0020.HK	商汤-W	-2.3%	-32.7%
1024.HK	快手-W	-2.8%	-46.8%
0981.HK	中芯国际	-3.2%	-1.8%
2513.HK	智谱	-3.5%	728.9%
0241.HK	阿里健康	-3.5%	-33.6%
9961.HK	携程集团-S	-3.9%	-37.0%
9618.HK	京东集团-SW	-4.1%	2.6%
1810.HK	小米集团-W	-4.1%	-29.2%
9660.HK	地平线机器人-W	-4.5%	-45.2%
9866.HK	蔚来-SW	-4.7%	-17.0%
9999.HK	网易-S	-4.9%	-9.0%
6618.HK	京东健康	-5.1%	-33.9%
2015.HK	理想汽车-W	-6.3%	-26.0%
9868.HK	小鹏集团-W	-6.8%	-43.5%
9988.HK	阿里巴巴-W	-7.4%	-19.5%
3690.HK	美团-W	-8.8%	-25.0%
9863.HK	零跑汽车	-9.1%	-20.1%
0780.HK	同程旅行	-9.1%	-44.9%
0100.HK	MiniMax-W	-13.5%	-12.9%

资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 28 日）

1.5 港股通资金流动情况

本周南下资金呈净流入。8 月 24 日至 8 月 28 日，南下资金净流入 98 亿港元。截至 8 月 28 日，近 30 个交易日南下资金净流出 75 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 28 日）

二、行业及公司动态

2.1 近期行业动态

事件：国内多个算力节点迎来新一轮算力扩容。位于郑州的国家超算互联网核心节点，采用首个全国产 10 万卡算力集群，为新材料、创新药等 26 个领域提供融合算力支持；“东数西算”粤港澳大湾区国家枢纽节点，则直接瞄准新一代大模型研发的智能算力需求。截至 6 月底，全国智能算力规模同比增长 177%，达到每秒可执行 2185 百亿亿次浮点运算，为人工智能等新兴产业加快发展提供更坚实的算力支撑。

算力资源在算力网上加快流动。围绕“东数西算”八大国家枢纽节点，全国东西部主要地区已形成毫秒级算力服务圈。目前，全新的全国一体化算力网监测调度试验验证平台进入试运行，全国超六成算力已纳入统一监测，算力接入和精准匹配能力不断提升，服务人工智能、工业制造、科学研究等上百个应用场景。国家发展改革委国家信息中心算力经济处处长郭明军认为，“十五五”时期，算力网建设将新增直接投资 4 万亿元，面向算电协同、超大规模智算集群等重点领域，将为各类经营主体创造广阔投资空间，持续赋能千行百业数字化智能化转型。

2.2 重点公司动态

【小米】发布新一代玄戒家族三款芯片，重启大芯片研发已五年、累计投入研发经费超 210 亿元，覆盖人车家全生态端侧 AI 算力需求。玄戒 O3 为首款 AI 旗舰 SoC，采用 3nm 工艺、240 亿晶体管，NPU 为大语言模型深度优化，安兔兔跑分达 522 万，将首发小米 18 Fold。玄戒 O100 为全球首款 6nm 3D 晶圆级堆叠 AI 加速芯片、带宽达 1.22TB／s，玄戒 D100 为国内首款 3nm 智驾高算力芯片，两者明年商用。（资料来源：雷军微信公众号）

【小鹏汽车】发布第二代 VLA 大模型。第二代 VLA 通过模型扩容和架构升级，开始连接过去、现在与未来：记住更长的道路信息，实时理解环境变化，并推演接下来可能发生什么。第二代 VLA 的升级并非一次孤立突破，背后是一套覆盖数据、训练、仿真、评估、部署和优化的 AI Infra。真实车队不断提供新问题，数据引擎发现高价值与长尾样本，训练系统推动模型迭代，仿真平台则大规模验证模型行为。单次训练数据吞吐量较半年前增长 10 倍，让更多真实世界问题更快进入训练与验证闭环。（资料来源：小鹏汽车微信公众号）

【腾讯】发布 Hy4 preview，总参数 770 B，激活参数 49 B，上下文长度 1M，在代码、办公、科学等真实生产力任务上展现出卓越能力。Hy4 preview 持续与 CodeBuddy/WorkBuddy 等产品深度协同，优化生产力场景的真实用户体验。内部组织了 163 名内部专家进行了 203 个工程任务的盲测，结果显示 Hy4preview(均分 2.99/4.00)略优于 GLM-5.3（均分 2.92/4.00；胜 46.8%/平 12.8%/负 40.4%)和 Kimi K3（均分 2.94/4.00；胜 51.2%/平 7.9%/负 40.9%)。价格方面，每百万 token 的输入输出价格为 6/18 元。Hy4 preview 是 Hy4 迭代的一个早期版本，预训练和后训练均仍有较大的提升空间，也有一些已知问题，如复杂任务的长思考和过度自我验证倾向，未来将持续敏捷迭代。（资料来源：腾讯混元微信公众号）

【阿里巴巴】阿里云百炼正式开放 Wan3.0 视频生成模型，所有开发者可直接调用，单次可原生生成 30 秒、1080P 电影级画面并原生音画同出。模型支持图、文、音频、视频、文档与网页等全能参考，最高可组合 10 张图、5 个视频、5 个音频，多种风格自由创作。在真实感与一致性上全面升级，人物、道具、声音与文字信息精准还原，标准版限时 7 折、按秒计费、失败不计费。（资料来源：阿里云百炼微信公众号）

【阿里巴巴】正式发布 Qwen3.8-Flash。这是一个多模态 MoE 模型，主模型参数量为 125B，额外配备 51B 的 N-gram Embedding，每 token 激活 6B 参数。它原生支持 262,144

token 上下文，并可通过 YaRN 扩展至 1Mtoken。相比于 Qwen3.7-Plus，Qwen3.8-Flash 显著降低了训练与推理成本，训练开销仅约为前者的 1/9，但在编码和办公任务上却具有更强的能力。Qwen3.8-Flash 现已上线千问 AI 平台，对外提供 API 服务，每百万 Tokens 输入 0.8 元，输出 2.7 元，缓存命中 0.1 元。（资料来源：千问大模型微信公众号）

【阿里巴巴】正式发布全新 Qoder，一个以 Coding 能力为核心底座，面向所有人打造的智能体工作台。全新的 Qoder 将会持续探索 Coding 能力在数字世界更高的天花板，不止于编程。Qoder 累计全球用户超过 600 万，超 10 万家企业客户正在使用 Qoder。（资料来源：Qoder 微信公众号）

【字节跳动】字节推出一款面向生产力场景的全新 Agent 产品：豆包工作。具备领先的 AI 办公能力，能围绕用户目标拆解任务、调用工具、持续推进复杂工作流程。豆包工作还与飞书深度打通，让 Agent 基于企业上下文更准确的完成工作。（资料来源：豆包微信公众号）

【智谱】智谱上线并开源 GLM-5.3-Flash（320B-A18B），为 GLM-5 系列首个原生多模态模型，AA 综合智能指数得 57 分，与 Claude Opus 4.8 持平。定价仅为 GLM-5.3 的 1/10、限时低至 Opus 4.8 的 1/40，得益于总参数与 GLM-4.5 相当但激活参数与层数近乎减半，是首个采用稀疏与线性注意力混合架构的开源前沿模型。原生多模态带来视觉编码能力，可自主观察渲染并迭代；服务首次跑在大规模国产芯片集群上，端到端性能较基线提升 3 倍，单 token 成本与英伟达 GPU 相当。（资料来源：智谱微信公众号）

【MiniMax】发布 2026 年半年度业绩报告。2026H1 公司录得收入 1.2 亿美元，同比增长 283.1%。按服务类别，AI 原生产品收入 0.4 亿美元，同比增长 100.9%；开放平台及其他基于 AI 的企业服务收入 0.7 亿美元，同比增长 703.1%。按地区，国内外收入占比分别为 39.2%/60.8%。公司毛利率为 17.9%，同比提升 5.8 个百分点；经调整净亏损为 2.9 亿美元，同比扩大 111.2%。（资料来源：MiniMax 官网）

【英伟达】首次公布下一代机柜 Vera Rubin NVL72 片上实测，用 DeepSeek-V4-Pro 跑智能体编码，每兆瓦吞吐较主力 GB300 最高提升 30 倍，每百万 Token 成本最高降 35 倍。同期 Groq 3 LPX 全面量产，长上下文输出达每秒 3400Token；首款 Agent 专用 Vera CPU 发布，已被 SpaceXAI 规模化部署并计划送上太空。（资料来源：新智元微信公众号）

【英伟达】以 129 亿美元收购 Hugging Face，价格约合其 1.5 亿美元年化收入的 80 多倍。抱抱脸成立已有 10 年，平台托管超过 100 万个社区贡献的 AI 模型，月活访客超 1800 万，注册用户约 500 万，超 2000 家企业付费使用其 Enterprise Hub。今年上半年，其付费订阅用户数量翻倍，公司 CEO 德朗格公开表示公司“接近盈利”。（资料来源：央视财经）

【OpenAI】在 Hot Chips 大会公布与博通联合打造的推理芯片 Jalapeño 首份跑分，三款公开模型上，每千瓦吞吐量达英伟达系统 1.5 至 1.9 倍。该芯片从设计到流片仅用 9 个月，远快于行业 18 至 24 个月，借助 Codex 等 AI 生成 kernel 加速芯片设计全流程，计划 2026 年底以极小规模部署。设计哲学为“少搬数据”，核心与 HBM4 内存切片直连、prefill 与 decode 同芯完成，指向对外出租推理算力、争夺 AI 定价权的野心。（资料来源：极客公园微信公众号）

【OpenAI】宣布，计划停止向代码工具 Cursor 提供 AI 模型服务，而 Cursor 目前正隶属于埃隆·马斯克旗下 SpaceX。OpenAI 给出的服务关停时间为 2026 年 11 月 12 日。其表示，根据和 Cursor 签订的协议，发生控制权变更之后，OpenAI 拥有在限定时间窗口内终止合作的权利。（资料来源：财联社）

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，如岚图汽车等。

3.2 重点公司观点

1）长光辰芯（03277.HK）：中报亮眼，关注半导体等高端工业检测进展

推荐逻辑：

长光辰芯披露 2026H1 业绩情况。长光辰芯 2026H1 实现收入 6.41 亿人民币，同比增长 78.4%。公司上半年实现毛利率 68.7%，较去年同期的 62.2%提升明显。净利润端，公司上半年的归母净利约 2.5 亿元，同比增长 197%。公司经调整净利润达 2.85 亿元，同比增长 127%。

上半年工业成像场景是核心增长动力。从收入构成上看：上半年工业成像/科学成像/专业影像/其他收入各约 5.3/1.0/0.07/0.01 亿元，其中工业成像收入占总收入的 82.8%，同比增速高达 101.7%。这一高增长主要由高端工业检测、锂电及 PCB 检测需求增长驱动。同时，上半年国内市场/海外市场收入各约 5.1/1.3 亿元，各占总收入的 79.7%/20.3%。

竞争壁垒：积极打造创新技术、垂直整合平台、战略合作关系、有序人才梯队。1）技术方面：公司建立 11 项核心专有技术，包括 TDI 图像传感器、BSI 图像传感器、3D 晶圆堆叠等，这些帮助公司在像素设计、电路设计和工艺开发方面建立强大的技术壁垒。2）制造方面：公司通过附属子公司长光圆芯来拓展传感器封装业务，目前公司的高可靠性陶瓷封装产品的产量可超过 3 万件/月。同时，公司与晶圆代工、传感器封装、陶瓷外壳、盖板玻璃等全球领先供应商维持稳定合作关系。3）客户网络：公司所在领域对可靠性和稳定性要求严格、壁垒高企，因此客户验证周期较长。公司与客户建立了长期有粘性的伙伴关系，目前公司海外收入占比达 20.3%，显示了全球竞争力。4）人才梯队：公司研发团队目前约 242 名成员，占雇员总数的 49.4%。公司亦注重广泛的股份激励措施。

后续驱动：半导体检测、专业影像、国际市场等均为重要增长驱动场景。1）半导体制造、高端 PCB 等领域的高精度检测需求增加。公司通过提升 TDI 像素技术、高性能全局快门等方案，将探测能力扩展至紫外、可见光及红外光谱。2）专业影像领域，公司与 Leica 建立战略合作关系，为其开发下一代相机的高性能 CMOS 传感器，旨在突破数码摄影技术极限。3）公司计划基于在日本、比利时等附属公司来整合国际客户开拓渠道，提升公司在 CIS 行业的市场份额。

投资建议：长光辰芯依托技术创新及国产替代，有望在工业成像等多个领域持续突破，巩固竞争优势。我们预计长光辰芯 2026-2028 年收入为 13.9/19.9/26.0 亿元，经调整归母净利约 6.1/9.7/13.95 亿元。我们基于 50x 2027e P/E，给予长光辰芯目标价 127 港币，重申“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。

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 8 月 23 日发布的《长光辰芯（03277.HK）：中报亮眼，关注半导体等高端工业检测进展》报告。

2）联想集团（0992.HK）：服务器利润高增，客户及产品结构升级

推荐逻辑：

联想集团 26/27Q1 收入和利润大超预期。联想披露截至 2026 年 6 月财季的业绩情况：收入同比增长 43%至 269 亿美元，创单季度历史新高。毛利率由去年同期 14.7%提升至 16.5%，提升 1.8 个百分点。剔除认股权证公允值变动及其他非现金项目后，经调整净利达 10.75 亿美元，同比增长 176%，首次突破季度 10 亿美元大关、经调整净溢利率达 4.0%。

本财季 AI 相关收入同比增长 60%，占总收入的 35%。AI 服务器项目储备增至 540 亿美元，环比增长 157%。SSG 中 AI 服务收入录得三位数同比增长。

IDG：PC 市占率扩大优势，持续推动高端化。本财季公司 IDG 业务收入同比增长 27%至 171 亿美元，经营利润率达 7.1%。1）PC 业务方面，本财季联想的 PC 出货量市占率达 24.2%，同比提升 0.5 个百分点。公司在全球 AI PC 的份额达 25.1%。2）手机业务方面，本财季智能手机收入实现双位数同比增长。高端产品（Razr、Signature、Edge）贡献智能手机收入的 37%，创历史新高。

ISG：AI 驱动服务器需求高增，客户及产品结构改善。本财季 ISG 业务收入同比增长 98%至 85 亿美元，经营利润实现 7.77 亿美元的季度新高，经营利润率强势提升至 9.1%。

1）服务器方面，AI 服务器订单储备达 540 亿美元，环比增长 157%。剔除去年同期中国区销售国际 GPU 收入影响后，AI 服务器收入在国际市场录得三位数同比增长。

我们认为，本季 ISG 业务经营利润率的提升有如下贡献因素：a）企业基础设施同比近翻倍增长，利润率亦提升。b）云基础设施客群快速扩大，我们判断新型云服务商需求强劲。c）GB300 等机架部署利润水平更高。d）公司作为生态系统领导者，产品设计能力更为突出。随着以上因素驱动，我们预计公司 ISG 的利润水平提升可持续。

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 1025/1157/1274 亿美元，同比+23.4%/+12.9%/+10.1%；非香港财务报告准则归母净利润为 40.21/51.01/59.94 亿美元，同比+96.3%/+26.9%/+17.5%。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 6405 亿港元（目标价 52 港元/股），对应 16x 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 8 月 14 日发布的《联想集团（0992.HK）：服务器利润高增，客户及产品结构升级》报告。

3）阿里巴巴-W（9988.HK）：阿里云增速亮眼，盈利性持续提升

推荐逻辑：

阿里巴巴发布 2026 年 6 月季度业绩。阿里巴巴 FY2027Q1 财季（截至 2026 年 6 月季度）录得总收入 2690 亿元，同比增长 9%。本季 non-GAAP 净利润约 207 亿元，同比下降 38%。自本季度，公司业务条线调整为阿里巴巴电商集团（中国电商、即时零售、国际电商和全球批发）、AI 云与算力服务、AI 实验室与应用和所有其他四大类：

1）阿里巴巴电商集团录得 2059 亿元收入，同比增长 4%；经调整 EBITA 约 397 亿元，同比下降 1%。其中，中国电商收入 1109 亿元，同比下降 8%。即时零售收入 533 亿元，同比增长 45%。国际电商收入 278 亿元，同比下降 1%。全球批发收入 139 亿元，同比增长 7%。2）AI 云与算力服务录得 484 亿元收入，同比增长 45%；经调整 EBITA 约 56 亿元，同比增长 133%。3）AI 实验室与应用录得 33 亿元收入，经调整 EBITA-139 亿元。4）所有其他业务录得收入 288 亿元，经调整 EBITA -33 亿元。

电商基本盘保持稳健，即时零售 UE 持续改善。剔除新营销发展计划带来的收入冲减影响，本季度客户管理收入同比增长 1%。即时零售方面，随着客单价提升及履约效率改善，淘宝闪购在保持市场份额稳定的同时，UE 环比继续优化。此外，即时零售也带动淘宝 App 消费者增长。

云业务继续加速，盈利能力改善明显。本季度 AI 云与算力服务收入同比增长 45%，预计未来几个季度收入增速仍有望继续提升。AI 相关产品的年化收入 495 亿元，连续第 12 个季度实现三位数同比增长，其收入已占外部云收入的 35%。截至 8 月，包括 MaaS 在内的模型及应用服务收入 ARR 已经突破 160 亿元人民币。盈利能力方面，在规模效应及定价能力提升的背景下，云业务经调整 EBITA 利润率进一步提升至 12%。

资本开支方面，本季度 Capex 达 677 亿元，较高投入主要受到设备集中交付节奏影响，后续仍将保持积极的 AI 基础设施投入。管理层表示，按照当前 AI 产品平均毛利率测算，相关资本开支预计约 3 年可以实现回本。

投资建议：我们看好阿里云业务的增长及盈利结构的持续优化、阿里的全栈式 AI 布局。我们预计公司 2027-2029 财年收入为 11039/12265/13926 亿元；non-GAAP 归母净利 989/1462/1848 亿元。基于电商 10x 2028e P/E、AI 云 30x 2028e P/E、AI 实验室及应用 1x 2028e P/S、其他业务 1x 2028e P/S，我们给予公司（9988.HK）212 港元/（BABA.N）216 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 8 月 24 日发布的《阿里巴巴-W（9988.HK）：阿里云增速亮眼，盈利性持续提升》。

4）腾讯控股（0700.HK）：传统业务基本盘稳固，AI 基建投入加速

推荐逻辑：

腾讯发布 2026Q2 业绩。腾讯 2026Q2 录得收入 2048 亿元，同比增长 11%。毛利达 1184 亿元，同比提升 13%，毛利率达 58%。non-GAAP 归母净利润约 684 亿元，同比增长 9%。

分业务来看：1）增值服务本季度收入 984 亿元，同比增长 8%。其中，本土游戏收入同比增长 17%至 473 亿元，主要得益于《三角洲行动》《洛克王国：世界》等游戏的收入贡献。国际游戏收入 186 亿元，同比下降 0.8%。社交网络收入 325 亿元，同比增长 0.8%。2）广告收入同比增长 22%至 436 亿元，AI 赋能效果持续显现。3）金融科技与企业服务收入同比增长 9%至 603 亿元，其中腾讯云收入增速已超 20%。

本土游戏恢复高增速，海外游戏受汇率因素拖累。本土游戏中，长青游戏《三角洲行动》《无畏契约》平均 DAU 创新高，新游《洛克王国：世界》平均 DAU 和流水在国内同期新发布手游中均位居第一。2）海外游戏若按固定汇率计算，同比增长 4%，《鸣潮》《VALORANT》的收入增长被 Supercell 旗下部分游戏收入下降所抵消。

AI 持续驱动精准营销，视频号商业化持续加速。本季度互联网、电商、本地服务等主要行业广告投放均有所增长。流量库存方面，视频号用户使用时长同比增长超 20%，广告加载率仍有进一步提升空间。

Hy 系列模型持续迭代，WorkBuddy 商业化表现亮眼。模型方面，Hy3 正式版性价比较高，更大参数规模的 Hy4 仍在研发推进，预计将在 2026 年内发布。应用方面，WorkBuddy 保持健康的用户留存，且用户付费意愿较强，初步验证 Work Agent 的商业化潜力。

资本开支持续加速，AI 基础设施进入集中投入阶段。本季度资本开支达到 528 亿元，较上季度 319 亿元进一步提升。算力采购显著增加，一方面用于内部模型训练与升级、AI 应用等商业化，另一方面也能满足腾讯云外部客户的 AI 算力需求。若自有模型及应用商业化进度低于预期，部分算力可用于承接外部需求，提升 AI 基础设施的利用率以降低投资回报风险。

投资建议：维持“买入”评级。持续关注 Hy 模型迭代以及 WorkBuddy、小微等产品的商业化进展，预计腾讯 2026-2028 年收入为 8278/9040/9895 亿元，non-GAAP 归母净利为 2694/2847/3075 亿元。我们给予腾讯目标价 717 港币，对应 20x 2027e P/E，重申“买入”评级。

风险提示：新游表现不及预期，宏观环境不及预期，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 8 月 14 日发布的《腾讯控股（0700.HK）：传统业务基本盘稳固，AI 基建投入加速》报告。

5）智谱（2513.HK）：后训练 scaling，驱动 GLM-5.3 能力实现跃迁

推荐逻辑：

事件：智谱发布 GLM-5.3 模型。智谱发布新一代旗舰模型 GLM-5.3，基座与 GLM-5.2 保持一致，但通过扩大后训练规模实现能力跃迁。长程任务训练环境规模提升至此前的数十倍，并进一步增加训练环境的复杂度与多样性。编程体感较前代提升 50%，并在 Terminal Bench 3.0 等公开基准中位列开源模型第一；同时涌现出强大的网络安全能力，在白盒代码审查、漏洞发现等任务中的表现接近 Mythos 5。在 AA 综合智能指数中，GLM-5.3 与 Kimi K3 并列开源第一，但完成单任务的效率更优。价格方面，每百万 Token 的输入输出价格分别为 8/28 元，与 GLM-5.2 保持一致。

从 GLM-5.2 到 GLM-5.3，后训练 Scaling 成为模型能力提升的重要路径。GLM-5.3 的核心变化集中于后训练阶段，公司将训练任务由相对独立的编程问题进一步扩展至真实专家的完整专业工作单元。环境覆盖了更广泛的生产级工作流，任务设计也更加贴近工程与研究工作的实际开展方式。我们认为，GLM-5.3 验证了模型后训练的 Scaling 仍具较大空间，真实环境数量、任务复杂度等有望成为未来提升 Agent 能力的重要抓手。

在网络安全领域，模型能力出现明显涌现。随着真实任务环境持续扩展，GLM-5.3 涌现出较强的网络安全能力。在白盒漏洞发现评测 CyberGym 中得分 84.5%，高于 Mythos 5 的 83.8%和 GPT-5.6 Sol 的 83.6%；在考验深度推理能力的 ExploitBench 中，GLM-5.3 得分为 54.4%，是 GLM-5.2 的两倍多。在限定时间内完成漏洞利用任务的 ExploitGym 上，GLM-5.3 在两小时内完成 105 项任务，六小时内完成 130 项，相对于 GLM-5.2 分别完成 29 项和 39 项提升显著。

模型与 Agent Harness 同步迭代，ZCode 进一步承接 GLM-5.3 长程执行能力。GLM-5.3 已全量上线 GLM Coding Plan 及 ZCode，ZCode 围绕 GLM-5.3 进行深度适配，可在同一任务中持续保留目标、文件、终端结果、浏览器上下文、Git 状态等，搭建完整工作流。我们认为，随着模型长程执行能力提升，Agent 产品的竞争重点将由单轮 Coding 能力转向“模型+Harness+工具+上下文管理”的系统能力，ZCode 有望成为智谱承接模型能力并推动用户使用量增长的重要产品入口。

投资建议：我们持续看好智谱 GLM 系列模型的迭代，搭配 ZCode 有望进一步加速 ARR 的增长，预计公司 2026-2028 年收入为 37、89、183 亿元，同比增长 415%、138%、107%；non-GAAP 归母净亏损为 38、28、4 亿元。维持“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 8 月 21 日发布的《智谱（2513.HK）：后训练 scaling，驱动 GLM-5.3 能力实现跃迁》。

6）MINIMAX-W（0100.HK）：H3 全模态能力升级，高性价比与开放生态并进

推荐逻辑：

事件：7 月 31 日，MiniMax 正式发布全模态生成模型 MiniMax H3。模型可统一理解由文本、图像、视频及声音构成的多模态上下文，并生成原生双声道音视频，最高支持 15 秒、2K 分辨率。定价方面，2K 视频生成价格约为 0.53-0.82 元/秒，低于主流模型的三分之一。公司同时计划在符合相关法律法规的前提下开放模型权重。

模型具备三大核心能力：1）原生多模态理解与生成：H3 支持文字、图片、音频及视频等多种输入，可理解不同素材间的关联，并将人物、动作、声音、镜头等参考信息自然融合，实现从素材理解到完整视听内容生成的一体化创作；2）多模态精准编辑与控制：模型支持对人物、物体、场景、声音及节奏进行多维度编辑，具备较强的复杂指令遵循能力；3）商用级多场景内容生成：H3 面向影视、广告、品牌、电商及游戏等商业场景，可帮助创作者及内容团队提升创意验证、视觉提案和内容制作效率。

架构服务于模型定义，H3 围绕理解、生成与效率完成系统性升级。1）Contextual Omni Representation：通过强化多模态 Caption 能力，描述目标内容、参考素材及其相互关系，支撑复杂指令理解；2）H3-VAE，通过提升视觉信息压缩效率，降低训练与推理成本，为 2K 视频生成提供支撑；3）H3-Omni Transformer：采用理解与生成异构架构并优化负载均衡，使端到端训练吞吐提升近 30%；4）In-context Regeneration：生成低分辨率的结果，再结合上下文对其进行高清重生成，提升文字、主体及细节还原能力。

多模态理解能力及模型的 Scaling 仍有提升的空间。展望后续，公司将继续提升多模态上下文理解能力，并推动 H 系列下一代模型与 M 系列文本模型融合。此外，公司还将通过 Scaling，解锁模型完成任务的泛化能力。

投资建议：重申“买入”评级。我们认为，H3 推出的直接影响是推动 Hailuo 产品收入及用户增长重新加速，更重要的意义在于强化 MiniMax 的全模态模型公司定位。MiniMax 是少数同时在文本（M3 系列）、视频（H3）、语音及音乐（Speech2.8/Music3.0）等领域持续投入的大模型厂商，H3 有望进一步验证公司在多模态理解与生成领域的技术与数据积累，完善其全模态能力矩阵，并为未来多模态融合实现 AGI 的演进奠定基础。我们预计 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 8 月 2 日发布的《MINIMAX-W（0100.HK）：H3 全模态能力升级，高性价比与开放生态并进》。

7）岚图汽车（7489.HK）：高端新能源央企标杆，估值修复空间可期

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≈9:1。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 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。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。

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