仅供内部参考，请勿外传

海外

C 端智能体应用涌现，海外大模型持续迭代

9 月 28 日至 10 月 2 日行情复盘：

1）**本周港股行情：**恒生指数从 24510 点下跌至 23972 点，恒生科技指数从 4312 点下跌至 4158 点，周变化幅度为-2.2%/-3.6%。

2）**恒生主要指数：**恒生港股通高股息指数下跌 0.4%，跌幅最浅；恒生科技指数下跌 3.6%，跌幅最深。

3）**各板块表现：**恒生医疗保健指数（+0.8%）涨幅最高，资讯科技业（-3.8%）跌幅最深。

4）**恒科成分股：**周度涨幅前三为网易-S（+2.9%）、海尔智家（+1.6%）、地平线机器人-W（+0.5%），周跌幅前三为天数智芯（-19.6%）、MiniMax-W（-11.8%）、小鹏汽车-W（-7.9%）。

5）**港股通：**本周南下资金净流入约 3 亿港元。截至 9 月 30 日，近 30 个交易日南下资金净流入约 440 亿港元。

行业及公司动态：

1）**中国央行出台一揽子货币政策工具调整方案。**通过 PSL 降息扩容、科创与支农支小再贷款增量提效等措施，落实适度宽松的政策取向。

2）**PMI 指数发布：**2026 年 9 月中国制造业 PMI、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%、50.2%和 50.7%。

3）**可灵 Kling 4.0 将于 10 月正式上线，**将大幅提升画面真实感、创意可控性与叙事完整度，Kling 4.0 Flash 已开启小范围抢先体验。

4）**Manus 推出 Manus2.0 海外版。**新增云电脑、事件触发自动化、远程电脑操作等能力，推出专为个人智能 Agent 打造的独立应用 Cue，能接电话、处理支付、扫码点餐，可组建 Agent 团队分工协作。

5）**Anthropic 发布 Claude Sonnet 5.5。**相比 Sonnet 5 速度提升 30%以上，同等任务成本最高降低 30%。Claude Haiku 5.5 将在后续几周推出，面向大批量、成本敏感场景。

6）**Anthropic 披露 IPO 招股书。**2025 年 Anthropic 营收增长 12 倍至近 46 亿美元，运营亏损 80.6 亿美元，在算力与基础设施上的支出达 73.3 亿美元，占总运营支出过半数。

7）**OpenAI DevDay 大会：**推出 GPT-6.1 Sol、Ultrafast 超高速服务与每月 500 美元 Pro 500 订阅、全天候原生智能体 Dots 等 20 余项更新。其中，GPT-6.1 Sol 接近旗舰能力，token 成本仅为 GPT-6 Astra 的 1/5；Dots 拥有独立云端电脑与浏览器，可后台自主推进任务。

8）**Google 正式发布 Gemini 4 系列首款旗舰模型 Gemini 4 Argon。**面向真实软件工程、企业知识工作和网络安全防御等领域。

9）**AMD 宣布以 82 亿美元收购空间智能 AI 公司 World Labs。**交易预计 2026 年年底完成，尚待监管审批。

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；

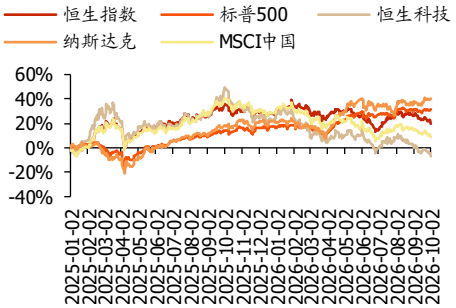
2）关注 AI 上游硬件企业，如海光芯正、联想集团；

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。

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：Muse 点燃 C 端 Agent，阿里加码 AI 基础设施》 2026-09-27

2、《海外：美联储加息落地，AI 算力供需缺口持续》 2026-09-20

3、《海外：加息预期升温，模型降本提效持续》 2026-09-14

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 海外&行业金股推荐 9
3.2 重点公司观点 9
1）海光芯正（01191.HK）：硅光自研筑基，卡位 AI 光互连 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
风险提示 14

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

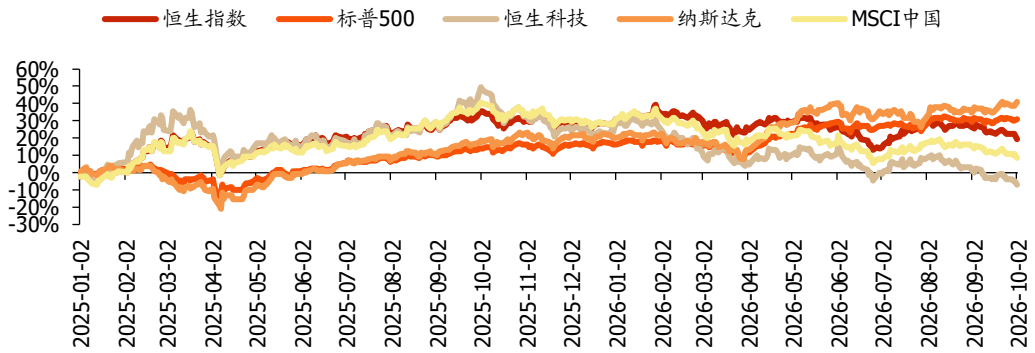


一、本周港股复盘

1.1 本周港股行情

9 月 28 日至 10 月 2 日，恒生指数从 24510 点下跌至 23972 点，恒生科技指数从 4312 点下跌至 4158 点，周变化幅度为-2.2%/-3.6%。自 2026 年以来，恒生指数、恒生科技指数分别变化-6.5%/-24.6%。

图表1：2025 年以来港美股主要指数涨跌幅

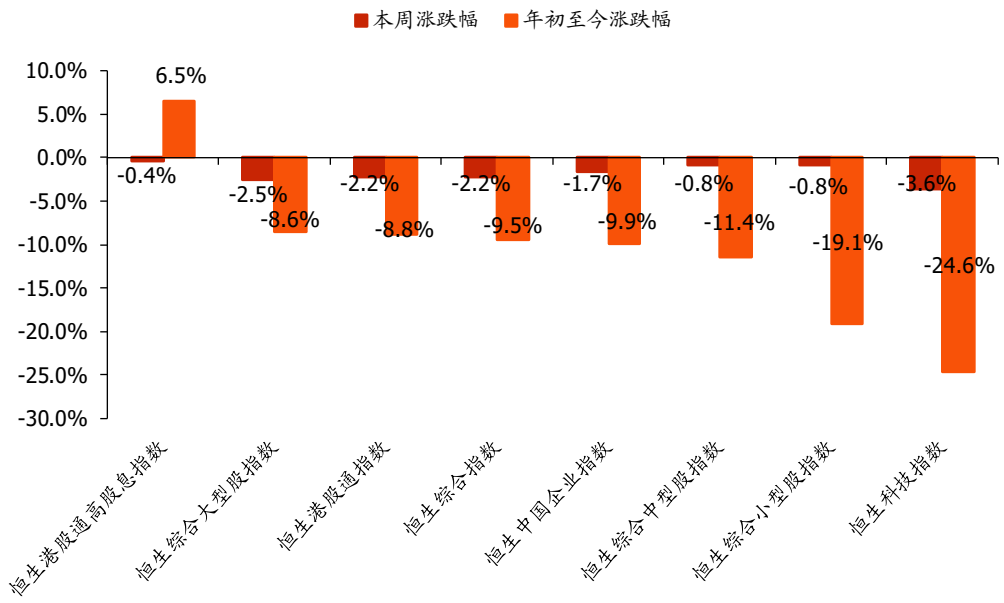


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 2 日）

1.2 恒生主要指数涨跌幅

9 月 28 日至 10 月 2 日，恒生港股通高股息指数下跌 0.4%，跌幅最浅；恒生科技指数下跌 3.6%，跌幅最深。2026 年以来，恒生港股通高股息指数涨幅最高，达 6.5%；恒生科技与综合小型股指数跌幅最深，分别下跌 24.6%、19.1%。

图表2：恒生主要指数涨跌幅

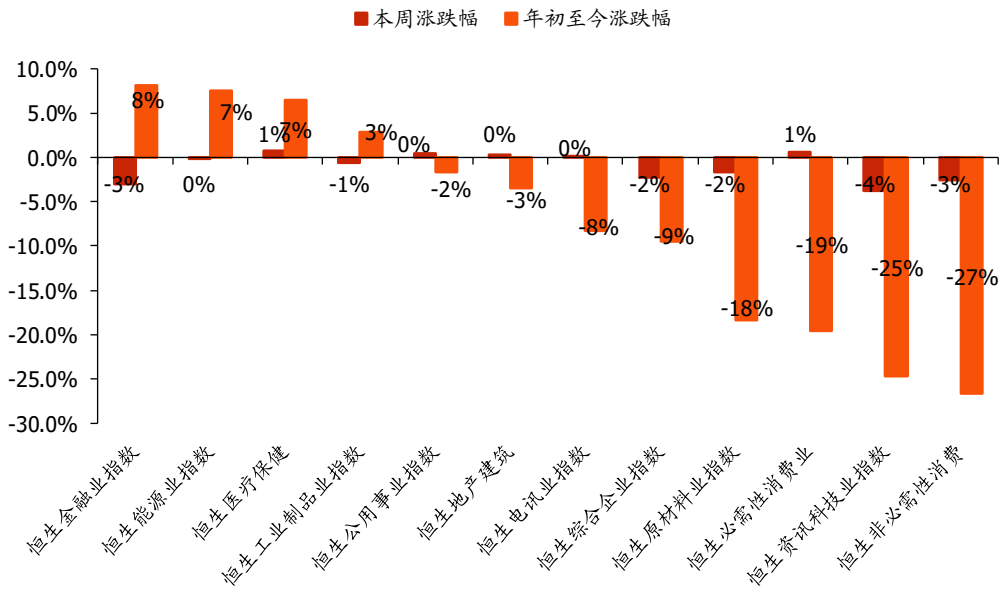


资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 2 日）

1.3 各板块表现

9 月 28 日至 10 月 2 日，恒生医疗保健指数（+0.8%）涨幅最高，资讯科技业（-3.8%）跌幅最深。2026 年至今，金融业（+8.2%）及能源业（+7.5%）涨幅最高，非必需性消费（-26.6%）及资讯科技业（-24.6%）跌幅最多。

图表3：恒生各行业指数涨跌幅



资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 2 日）

1.4 恒科成分股表现

9 月 28 日至 10 月 2 日，周度涨幅前三为网易-S（+2.9%）、海尔智家（+1.6%）、地平线机器人-W（+0.5%），周跌幅前三为天数智芯（-19.6%）、MiniMax-W（-11.8%）、小鹏汽车-W（-7.9%）。

图表4：恒科成分股公司涨跌幅

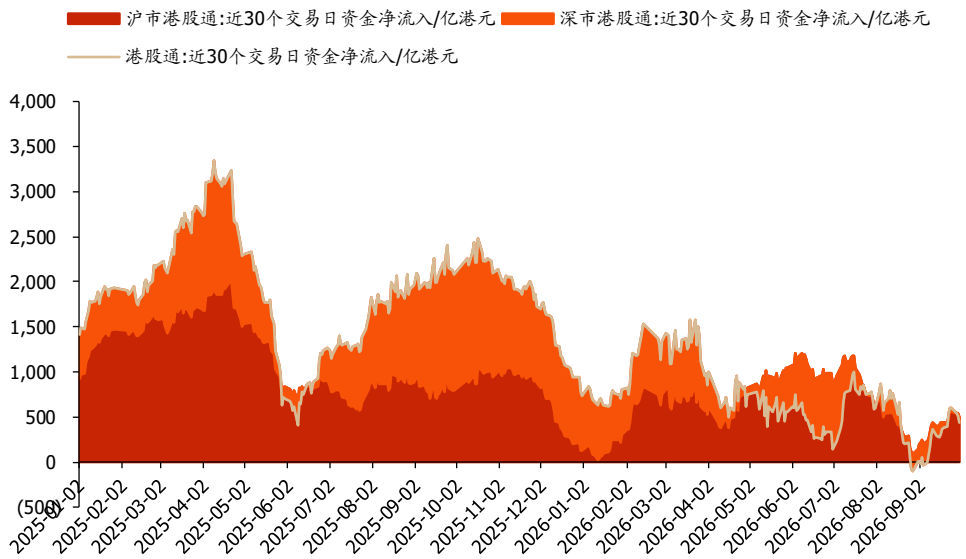
代码	名称	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
9999.HK	网易-S	2.9%	-11.5%
6690.HK	海尔智家	1.6%	-13.4%
9660.HK	地平线机器人-W	0.5%	-53.2%
0241.HK	阿里健康	-0.4%	-40.6%
0285.HK	比亚迪电子	-0.5%	-32.5%
9618.HK	京东集团-SW	-0.8%	-4.5%
2513.HK	智谱	-1.1%	376.4%
6618.HK	京东健康	-1.3%	-37.6%
1024.HK	快手-W	-1.5%	-53.0%
3690.HK	美团-W	-2.0%	-32.0%
9626.HK	哔哩哔哩-W	-2.1%	-40.9%
9961.HK	携程集团-S	-2.2%	-45.4%
9888.HK	百度集团-SW	-2.5%	-36.7%
9863.HK	零跑汽车	-2.5%	-29.0%
0700.HK	腾讯控股	-3.5%	-28.9%
9988.HK	阿里巴巴-W	-3.7%	-26.2%
9866.HK	蔚来-SW	-3.9%	-34.2%
2382.HK	舜宇光学科技	-4.4%	-3.9%
0300.HK	美的集团	-4.4%	12.8%
1347.HK	华虹宏力	-4.4%	42.0%
1698.HK	腾讯音乐-SW	-4.4%	-54.0%
0981.HK	中芯国际	-4.9%	-15.7%
0020.HK	商汤-W	-5.2%	-45.7%
1211.HK	比亚迪股份	-5.4%	-22.1%
2015.HK	理想汽车-W	-5.8%	-34.3%
1810.HK	小米集团-W	-6.4%	-38.3%
0992.HK	联想集团	-7.6%	275.7%
9868.HK	小鹏汽车-W	-7.9%	-54.2%
0100.HK	MiniMax-W	-11.8%	-29.6%
9903.HK	天数智芯	-19.6%	89.4%

资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 2 日）

1.5 港股通资金流动情况

本周南下资金呈净流入。9 月 28 日至 10 月 2 日，南下资金净流入约 3 亿港元。截至 9 月 30 日，近 30 个交易日南下资金净流入约 440 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 9 月 30 日）

二、行业及公司动态

2.1 近期行业动态

9 月 29 日央行出台一揽子货币政策工具调整方案，通过 PSL 降息扩容、科创与支农支小再贷款增量提效等措施，落实适度宽松的政策取向。此次央行调整完善若干货币政策工具，主要包含四项重点举措：1）下调抵押补充贷款（PSL）利率 0.25 个百分点，一年期抵押补充贷款利率从 1.75%降至 1.5%；2）扩大 PSL 支持领域，将水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等“六张网”建设纳入 PSL 支持领域，引导政策性银行加大对“六张网”建设的金融支持；3）增加科技创新和技术改造再贷款额度 2000 亿元，并将该项再贷款支持比例统一从 60%提高至 100%；4）增加支农支小再贷款额度 5000 亿元，其中民营企业再贷款额度增加 3000 亿元。（资料来源：第一财经）

9 月 30 日国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布中国采购经理指数。数据显示 9 月份，我国制造业采购经理指数（制造业 PMI）、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%、50.2%和 50.7%，比上月分别上升 0.3 个、1.2 个和 1.2 个百分点，经济景气水平有所回升。（资料来源：证券时报）

2.2 重点公司动态

【蔚来、吉利控股】达成充换电战略合作。9 月 28 日，蔚来、吉利控股达成充换电全面战略合作，推动换电生态互通。吉利以易易互联全部股权外加 6.4 亿元现金入股蔚来能源，取得 30%股权，易易互联营运车辆换电业务并入蔚来能源；双方共建 C 端换电技术标准，吉利开发 C 端换电车型，由蔚来能源提供配套换电服务；与此同时，蔚来中国现金认购吉利充电业务主体浩瀚能源新股，持股 10%；这笔认购资金将用于浩瀚能源向蔚来购买部分充电资产，双方实现换电、充电业务双向股权绑定。（资料来源：每日经济新闻公众号）

【可灵】4.0 即将上线，Kling 4.0 Flash 抢先体验。可灵 Kling 4.0 将于 10 月正式上线，Kling 4.0 Flash 已于 9 月 28 日开启小范围抢先体验。Kling 4.0 大幅提升画面真实感、创意可控性与叙事完整度，支持 4K、1080p 的 10-bit HDR 输出（即将上线）、双通道立体声，角色口型匹配更自然。模型支持最多 15 项多模态参考、10 张关键帧控制、输入长度提升至 8000 tokens，原生直出最长 30 秒视频，还可多次续拍将总时长延展至 2 分钟，支持创意复刻参考视频镜头叙事；创作页面改版，新增画布 Agent，支持时间线一体化编辑。（资料来源：可灵 AI 公众号）

【腾讯】据《金融时报》报道，腾讯已与甲骨文签署其最大海外租赁协议，在东南亚多个甲骨文数据中心获取约 10 万块先进 AI 芯片。（资料来源：IT 之家官网）

【Manus】2.0 发布，对标 Meta Muse。9 月 29 日，蝴蝶效应（Manus）推出 Manus2.0 海外版，同步上线多 Agent 群聊应用 Cue，这是其恢复独立运营后的首个重大更新，国内版尚在开发；Manus 2.0 采用自研 Cascade Agent 框架，Token 消耗、耗时、运行成本均显著下降，新增云电脑、事件触发自动化、远程电脑操作能力，网页/桌面/移动端可用。新版本 Manus Studio 还集成了低门槛视频编辑器与游戏开发专业环境。此外，独立应用 Cue 专为个人智能 Agent 打造，适配手机和桌面端，Agent 拥有独立账号与电脑环

境，能接电话、处理支付、扫码点餐，可组建 Agent 团队分工协作，目前处于邀请码抢先体验阶段。（资料来源：智东西公众号）

【Anthropic】发布 Claude Sonnet 5.5，为 5.5 系列第二款模型。该模型相比 Sonnet 5 速度提升 30%以上，同等任务成本最高降低 30%；该模型主打日常任务、漏洞修复、文档幻灯片制作，在代理编码评测 Terminal-Bench 4.0 得分 70.6%，远高于前代的 10.3%，长时序任务与图像理解能力突出；定价和 Sonnet 5 保持一致，但完成任务所需 token 更少；安全对齐指标优于或持平前代；在知识工作、计算机操作、图表识别等多项基准测试中，Sonnet 5.5 大幅超越 Sonnet 5，部分成绩接近 Opus 5.5。Claude Haiku 5.5 将在后续几周推出，面向大批量、成本敏感场景。（资料来源：Anthropic 官网）

【Anthropic】Anthropic 披露 IPO 招股书。2025 年 Anthropic 营收增长 12 倍至近 46 亿美元，同期运营亏损从 2024 年的 29.8 亿美元扩大至 80.6 亿美元。公司 2025 年在算力与基础设施上的支出达 73.3 亿美元，较 2024 年增加两倍，占总运营支出 126.5 亿美元的逾半数。招股书显示，Anthropic 计划未来数年在云计算、算力及基础设施方面投入 5180 亿美元。上市后普通股股东的实际话语权将受到大幅限制，七位联合创始人将通过一个名为“Founder LLC”的新实体，持有关键事项上 50.1%的表决权。此次 IPO 目标估值超 2 万亿美元。（资料来源：华尔街见闻公众号）

【OpenAI】9 月 29 日 OpenAI DevDay 大会，奥特曼推出全天候原生智能体 Dots，以及 GPT-6.1 Sol、Ultrafast 超高速服务与每月 500 美元 Pro 500 订阅，发布 20 余项更新。GPT-6.1 Sol 接近旗舰能力，token 成本仅为 GPT-6 Astra 的 1/5；Decisions API 提供毫秒级决策，Ultrafast 可大幅提升生成速度，Pro 500 是唯一搭载该极速服务的订阅套餐（每月 500 美元，算力额度达到 Plus 基础版的 25 倍）。Dots 拥有独立云端电脑与浏览器，跨端保持连续上下文记忆，可后台自主推进任务、主动巡检待办，配套自定义权限规则、审计日志与隔离沙盒，面向 Pro 和企业用户开放；Codex 升级云端开发环境与安全云，同时推出 ChatGPT Space、Pages，打通 Slack、Teams 等办公软件，完善人机团队协作生态。（资料来源：腾讯科技公众号）

【谷歌】Google 正式发布 Gemini 4 系列首款旗舰模型 Gemini 4 Argon。谷歌官方表示，这是一款面向真实软件工程、企业知识工作和网络安全防御的前沿模型，也是目前 Gemini 家族能力最强的一款模型。Argon 的核心升级在于输出窗口升级成为 100 万 Token，是目前已公开商业模型里最大的输出窗口（GPT-6 Astra 最大输出仅 12.8 万 Token、Gemini 上一代仅为 6.4 万 Token），能够有效提升模型的复杂任务能力。此外，Argon 在 Coding 和深度研究方面也有显著进步。定价上，Argon 首发推广价为每百万 Token 输入 2 美元、输出 10 美元。其输入价格与 Gemini 3.1 Pro 持平，输出反而从 12 美元降至 10 美元。（资料来源：虎嗅 APP 公众号）

【AMD】82 亿美元收购 World Labs，李飞飞出任首席科学家。9 月 29 日 AMD 宣布以 82 亿美元收购空间智能 AI 公司 World Labs，交易预计年底完成，尚待监管审批。李飞飞将出任 AMD 执行副总裁兼首席科学家，直接与 CEO 苏姿丰协作，World Labs 将继续作为前沿研究机构，保持生态开放。此次收购意在打通硬件、软件、模型及模型所需的数据平台所组成的端到端能力。（资料来源：有新 Newin 公众号）

【英伟达】推出万亿级股票回购。受益于 AI 算力行业高景气带来充沛现金流，英伟达董事会批准新增 1500 亿美元股票回购授权，剩余回购总授权升至 2350 亿美元，计划 2028 财年末前执行完毕，该新增额度打破苹果 2024 年 1100 亿美元的美国企业回购纪录。（资料来源：央视财经公众号）

三、 投资建议

3.1 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 硬件公司海光芯正、联想集团等；
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、腾讯等。

3.2 重点公司观点

1）海光芯正（01191.HK）：硅光自研筑基，卡位 AI 光互连

推荐逻辑:

海光芯正是一家光电互连产品提供商，硅光技术国内领先。海光芯正成立于 2011 年，是全球少数同时具备硅光子芯片设计能力和硅光子光模块研发及量产能力的公司之一。公司产品线覆盖 400G-1.6T 全系列硅光模块、AOC/AEC 等，并布局 6.4T NPO，可覆盖 AI 数据中心机柜内、机柜间到集群间的各层级互联需求。

受益于 AI 算力基础设施持续投入和传输速率升级，公司收入高速增长。2023-2025 年公司营收分别为 1.75/8.62/12.21 亿元，年均复合增速达 164%。公司产品结构同步升级，2026H1，400G/800G 合计收入占比升至 82.9%，硅光产品收入占比升至 39.0%。毛利率呈现先升后降态势：2023 年毛损率 17.9%，2024 年随产能利用率提升转正至 11.8%，2025 年受海外高毛利业务占比下降及国内价格竞争影响降至 9.0%，2026H1 为 5.6%，主因产能未能完全满足高毛利客户订单。随着 IPO 募资投入产能爬坡、高速硅光模块放量及海外业务推进，毛利率有望回升。

行业层面，AI 光模块市场正高速扩容，硅光子方案具备成本、功耗等优势。根据弗若斯特沙利文，全球及中国 AI 光模块市场预计 2030 年分别达到 3,475/990 亿元，2026-2030 年复合增速分别为 30.6%/36.0%。下一代 NPO/CPO 市场则预计由 2025 年的 6 亿元增长至 2030 年的 2,042 亿元。硅光子是高密度、高速度、高能效光互连的关键基础技术，不仅构成光模块的基础，也为更先进的 NPO 与 CPO 技术提供底层支撑。光模块行业在技术、客户认证、供应链、产品全面性和全球化方面均具备较高壁垒，集中度突出，2025 年全球光模块 CR5 约 63.5%。公司凭借硅光子差异化路线切入市场，2025 年全球光模块收入排名第 17 位（份额 0.8%）。

围绕高速硅光主线，公司在产品、技术、产能与客户端的布局持续深入。

1） **产品端：**已推出基于 8×212.5G/224G PAM4 的 1.6T 系列光模块，将于 2026 年下半年向海外头部 AI 算力客户出货；已推出 6.4T NPO 光引擎，并与行业伙伴达成 NPO/CPO 解决方案开发和商业化的战略协议。

2） **技术端：**掌握自研硅光芯片设计、晶圆测试到模块制造的端到端能力，自研 WIMO 封装测试平台，依托 12 英寸晶圆平台，模块整体成本较竞品降低 20-30%。

3） **供应链与产能端：**已提前锁定 2027 年度约 1000 万颗 DSP 芯片订单以保障高速产品交付，与佰维存储、格罗方德达成先进封装合作；IPO 募资约 53.4%投向扩产，其中南通基地 800G、1.6T 光模块产能将分别达到每月 10 万件和 30 万件。

4） **客户端：**国内通过 JDM 模式加强与头部客户合作，紧跟市场需求；海外加速推进产品准入、客户验证和渠道建设等工作，已与美国客户签订 JDM/ODM 协议。

投资建议：给予“买入”评级。随着公司高速光模块逐步放量、战略卡位 NPO/CPO 赛道，叠加产能爬坡释放规模效应与硅光产品占比提升，海光芯正的收入增长与毛利率改善有望形成共振。我们预计公司 2026-2028 年收入约 21.0/101.7/149.1 亿元，归母净利润约-0.3/8.6/16.0 亿元。基于 20x 2027e P/E，我们给予海光芯正（1191.HK）220 港元目标价，给予“买入”评级。

风险提示：技术迭代与产品商业化不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、供应链稳定性及原材料成本上升的风险、海外市场拓展及贸易政策不确定性的风险。

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 9 月 28 日发布的《海光芯正（01191.HK）：硅光自研筑基，卡位 AI 光互连》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 AIPC 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 16x27/28 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 月活跃消费者增长。

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 10x2028eP/E、AI 云 30x2028eP/E、AI 实验室及应用 1x2028eP/S、其他业务 1x2028eP/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》报告。

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。1）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 WorkAgent 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 20x2027eP/E，重申“买入”评级。

风险提示：新游戏表现不及预期，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。

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