



科技行业 2026 年展望：AI 算法迭代扩容算力底座，生态繁荣重塑增长边界

- 科技行业 2026 年展望：**经过近两年的发展，人工智能行业仍然处于发展的初期阶段。展望 2026 年，AI 行业将继续保持强劲增长，打开多产业链成长空间。首先，AI 的底层技术正处于飞轮迭代的阶段，包括 AI 算法端的模型优化以及 AI 算力端的性能提升。技术迭代一方面不断提升 AI 作为生产力工具的能力，另一方面也不断降低 AI 的使用成本。其次，AI 将持续推动多产业链的基本面增长，包括中美两国的云服务厂商、服务器、算力、功率、端侧 AI、新能源车、智驾等多环节多产业的商业化落地与成长。最后，AI 的多个下游应用正经历需求的爆发式增长，包括 C 端的 AI 助手、B 端的 AI 生产力提升工具以及 G 端的 AI 普及。更长远来看，AI 有望带来具身智能等新兴行业的增长。我们对于 AI 为科技产业带来上行趋势的判断保持乐观态度。
- AI 算法及应用：AI 应用加速落地，贡献占比持续提升。**2026 年主要投资机会仍来自于 AI 周期行情下的估值修复，外部地缘环境是市场情绪主要扰动因素。重点关注 AI 应用落地进度、细分赛道竞争格局变化以及新业务投入对利润端的影响。我们预计明年云计算维持上行周期，带动板块价值重估；电商在后“国补”时代回归常态化竞争，即时零售给利润端带来波动；游戏长线运营成为增长动力，期待新产品周期；在线音乐付费率持续提升，具备较强韧性；美股加密资产标的或将涌现更多细分赛道龙头。
- AI 算力及应用：AI 增长红利溢出，提供多产业链增量成长。**展望 2026 年，全球科技龙头将持续加大 AI 基建投入，AI 数据中心相关需求助推多产业链增长。消费电子、功率半导体、半导体晶圆代工将直接受益于 AI 服务器的增量的需求，产业规模和利润有望增长。新能源车以及智能驾驶将享受 AI 技术提升带来的渗透率增长，激光雷达、智驾芯片、智驾域控等环节将充分受益。另外，苹果的创新产品、手持影像设备、XR 以及机器人等应用将为消费电子与半导体行业带来多个增长亮点。
- 投资风险：**全球政策波动，影响供应链稳定以及需求释放；全球，尤其是中国和美国，经济增长面临压力，互联网、游戏、服务器、智能手机、新能源车等需求不及预期；全球科技龙头投资力度持续不足，资本开支周期下行；AI 大模型行业爆发弱于预期，算法算力迭代放缓；行业竞争加剧；投入或费用过高，拖累利润表现；AI 应用和商业落地闭环速度慢于预期；AI 初创企业面临生存危机，AI 投资热度下滑。

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

赵丹

首席科技分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2025 年 11 月 27 日

MSCI 中国 IT 指数表现



注：截至 2025 年 11 月 21 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

目录

科技行业投资概览.....	3
人工智能行业：底层技术飞轮迭代，产业规模空间巨大，下游应用快速爆发.....	11
人工智能底层技术飞轮迭代，成本快速下行.....	15
人工智能行业仍处于发展初期，高增速与红利溢出效应明显，长期产业规模有巨大提升空间.....	20
AI 大模型应用在 C 端和 B 端快速普及，长期有望催生新的应用场景，打开增量成长天花板.....	25
AI 算法及应用行业：AI 应用加速落地，贡献占比持续提升.....	29
2025 年回顾：AI 推动资产重估.....	29
2026 年细分板块配置策略.....	36
云计算：AI 加速落地，需求持续上升.....	39
电商：国补品类迎来高基数，打造一站式大消费平台.....	43
游戏：注重长线运营，期待新产品周期.....	47
在线音乐：付费率持续提升，具备较强韧性.....	50
海外虚拟资产：或涌现更多细分赛道龙头.....	53
AI 算力及应用行业：AI 增长红利溢出，提供多产业链增量成长.....	55
半导体：AI 大模型需求红利溢出，AI 算力高速增长，推动中国晶圆代工及功率半导体周期上行.....	63
消费电子：快速切入 AI 服务器产业链，收入增量有望在明年放量成长.....	77
新能源汽车：纯电和智驾将推动渗透率持续上行，出海加速贡献增量.....	86
智能驾驶：中国渗透率加速上扬，带动产业链爆发增长，AI 推动智驾技术快速迭代.....	101

科技行业 2026 年展望：AI 算法迭代扩容算力底座，生态繁荣重塑增长边界

科技行业投资概览

经过近两年的发展,人工智能行业仍然处于发展的初期阶段。展望 2026 年, AI 行业将保持强劲增长, 打开多产业链成长空间。我们认为 AI 是大科技行业最重要的增长引擎。

首先, AI 的底层技术正处于飞轮迭代的阶段, 包括 AI 基座模型的算法技术突破以及 AI 算力芯片的创新提升。技术迭代一方面不断提升 AI 作为生产力工具的能力, 另一方面也不断降低 AI 的使用成本。

其次, AI 将持续推动多产业链的基本面增长。全球科技巨头均提高资本支出, 加大 AI 的基础建设, 下游产业链需求旺盛, 包括服务器、算力、功率、端侧 AI、新能源车、智驾等多环节多产业的商业化落地与成长。

最后, AI 大模型正在走向开源。大模型后训练和推理需求正在以超越预训练的速度成长, 更加贴近 AI 应用端需求, 推动应用落地加速。AI 的多个下游应用正经历需求的爆发式增长, 包括 C 端的 AI 助手、B 端的 AI 生产力提升工具以及 G 端的 AI 普及。更长远来看, AI 有望为具身智能等新兴行业带来增长。

AI 行业不仅基本面增长确定性较高, 而且估值并不高, 有上行的空间。当前中美两国的人工智能指数和公司的估值均低于 2023 年以及 2024 年的高点, 甚至中国人工智能指数低于今年以来的高点。另外, 在 AI 行业中, 由于初创企业不断引入新的融资, 提升自身价值, 它们的估值几乎以季度为单位增长, 同时这也为二级市场的 AI 标的提供重要的估值支撑。因此, 在人工智能行业中, 台积电、英伟达、谷歌是我们的行业首推标的, 并建议投资关注 AMD 标的。

AI 算法及应用：AI 应用加速落地，贡献占比持续提升

整体来看, 2026 年互联网行业主要投资机会仍来自 AI 周期行情下的估值修复, 回购及分红构建安全边际, 外部地缘环境是市场情绪的主要扰动因素。重点关注 AI 应用落地进度、细分赛道竞争格局变化以及新业务投入对利润端影响。

1) **云计算**: AI 大模型推动需求增长, 云计算继续维持上行周期, 带动板块价值重估。AI 需求依旧强劲, 各大云厂商云业务收入迎来加速增长。行业整体仍处在 AI 基建周期, 大厂纷纷加大对算力、存储、处理等服务的投入。随着 AI 能力和 Token 成本指数级的优化, AI 加速在各行各业落地, 渗透率持续提升, 我们预计云计算仍将在未来几年保持强劲需求。云计算作为 AI 基础设施, 我们认为是 AI 爆发下确定性较高的领域。阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK) 和腾讯 (700.HK) 为行业首选, 同时建议关注百度 (BIDU.US/9888.HK) 等受益于行业需求提升的头部云及 AI 厂商; 海外标的, 建议关注谷歌 (GOOGL.US/GOOG.US) 和微软 (MSFT.US)。

2) **电商**: 竞争格局仍不明朗, 关注即时零售投入变化对利润端的边际影响。行业竞争仍然激烈, 价格竞争力仍是核心, 并通过不断完善服务体系提升用户购物体验。国补有效刺激了用户前置购买需求, 但随着国补退坡, 家电数码等品类将迎来高基数, 平台补贴压力或将提升。跨境电商全球化布局持续推进, 降低中美关税不确定性风险。直播电商份额稳步扩张, 并持续完善货架电商和短视频电商覆盖, 满足用户各类场景需求。海外电商增长持续快于国内市场, 渗透率仍有较大提升空间。即时零售成为电商平台的新战场, 一方面挖掘即时零售市场作为新增长点, 另一方面寻求与传统电商业务产生交叉销售机会。平台为了抢占市场份额纷纷投入大量资金, 显著影响了短期利润水平, 尽管行业竞争较峰值有一定边际改善迹象, 但不确定仍存, UE 改善节奏和幅度尚不明朗。我们相对看好阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK) 和快手 (1024.HK)。海外电商方面, Sea (SE.US) 为行业首选, 看好公司在东南亚及巴西等新兴市场的巨大增长潜力。

3) **游戏**: 热门游戏长线运营成为短期增长的核心动力, 行业储备值得期待。随着行业版号持续发放, 供给端不再是行业增长瓶颈, 进口版号数量的提升将持续贡献增量。由于玩家对内容质量和玩法创意要求持续提升, 游戏公司倾向集中资源于少量产品, 以提升产品成功率, 重质不重量。长青游戏仍然是行业重要支柱, 在公司有效运营下, 持续展现出强大生命力。在跨端玩法增加以及外链支付趋势下, 行业的利润率水平有提升空间。小游戏的快速发展也有助于触达更广泛的轻度玩家。行业多款重磅产品储备值得期待, 有望进入新产品周期。腾讯 (700.HK) 和网易 (NETS.US/9999.HK) 为行业首选, 同时也建议关注哔哩哔哩 (BILI.US/9626.HK)、心动 (2400.HK) 等厂商产品周期动态带来的业绩增长机会。

4) **在线音乐**: 量价齐升推动行业增长, 竞争格局保持相对稳定。付费墙提高和付费意愿提升推动着付费率的持续转化, 我们认为相较海外成熟市场, 中国在线音乐市场付费率渗透仍有足够大的提升空间。随着折扣收缩及 SVIP 权益的丰富, 行业 ARPPU 也在稳步增长。激励广告有助于吸引更多广泛的用户, 线下演出的活跃也带动更多元的商业化变现机会。由于价格相对可负担及音乐内容可重复消费, 我们认为在线音乐是具备性价比的娱乐方式, 核心用户粘性较高, 音乐订阅具备较强的持续性, 行业仍然具备较强韧性。我们仍然看好腾讯音乐 (TME.US/1698.HK) 和网易云音乐 (9899.HK)。

5) **海外虚拟资产**：海外虚拟资产配置走向主流，关注监管动态和与传统金融的生态融合。美股加密资产标的日益受到关注，成为资产配置中重要组成部分，主要得益于：(1) 监管框架日益清晰，例如美国通过《GENIUS 法案》为稳定币建立监管规则，以及前期批准比特币现货 ETF，推动行业走向合规化；(2) 新兴领域快速崛起，尤其是资产代币化 (RWA) 趋势显著，传统金融机构加速进场，推动多元化资产上链，行业生态不断完善。建议关注 Coinbase (COIN.US)、Robinhood (HOOD.US)。

AI 算力及应用：AI 增长红利溢出，提供多产业链增量成长空间

半导体：AI 带动半导体 AI 算力需求大幅成长，且成长红利向存储、功率等其他半导体细分需求溢出，从而带动存储、功率、晶圆代工等环节周期抬头向上。我们预计这些趋势将在 2026 年延续。

首先，中美头部 CSP 厂商持续加大 AI 算力的资本开支，带动 **AI 算力芯片**，包括 GPGPU 和 ASIC，强劲增长。同时，芯片技术的快速迭代也将推动单位算力的成本快速下降以及单位输出的能耗下降。台积电 (2330.TT/TSM.US)、英伟达 (NVDA.US) 是我们的首推标的，并建议关注 AMD (AMD.US)。

其次，AI 算力需求带动 AI 相关存储需求持续放量，导致存储行业供应偏紧，并向非 AI 直接相关的需求蔓延。我们预计 2026 年半导体存储仍然处于周期上行态势。建议投资人关注国内和海外存储龙头及初创企业。

最后，AI 数据中心带来较大的电源需求，从而带来功率半导体的增量需求。虽然近两年中国有较多的功率产能释放，但是中国功率厂商的产能利用率攀升回暖。明年 AI 数据中心作为需求增量或将带动 **中国功率半导体** 以及 **晶圆代工** 行业稳步复苏增长。在中国晶圆代工行业，我们首推华虹半导体 (1347.HK/688347.CH)，并建议投资人关注中芯国际 (981.HK/688981.CH)。在中国功率半导体行业，我们首推扬杰科技 (300373.CH)，建议重点关注新洁能 (605111.CH)。同时，我们建议投资人关注华润微 (688396.CH)。

新能源车及智驾：展望 2026 年，我们认为中国新能源车以及智驾的渗透率都将保持快速上扬的态势，这个基本趋势不会改变。

首先，**新能源车** 是 AI 大模型应用落地最显著的 C 端载体。中国新能源车的辅助驾驶、智能座舱等体验持续快速提升，这也是中国新能源车渗透率快速跨过 50%，并且保持上扬的重要基础。同时，在电池、补能等技术以及充换电基础设施建设快速发展之后，中国新能源车中的纯电车型将在 2026 年延续更为强劲的细分需求的增长。零跑汽车 (9863.HK)、小鹏汽车 (9868.HK/XPEV.US) 是我们目前在新能源车行业的首推标的。同时，我们建议投资人关注蔚来 (9866.HK/NIO.US)、小米集团 (1810.HK)。

其次，**智能驾驶**作为 AI 落地闭环最快渗透率攀升最快的 C 端应用，也将保持强劲的增长态势，打开智驾多环节的软硬件的成长空间。一方面，智驾能力在芯片迭代和算法提升下将为高端产品带来更优的用户体验。另一方面，**激光雷达、智驾芯片、智驾域控**等硬件产品成本下降将推动智驾在大众市场的车型快速普及。同时，智驾技术将成为具身智能等新兴行业的技术基础，或得到更广泛的应用。在智驾板块，我们首推禾赛科技（HSAI.US）、地平线机器人（9660.HK），并建议投资人关注速腾聚创（2498.HK）、佑驾创新（2431.HK）等企业。

消费电子：消费电子行业在 2026 年具备多个成长亮点。在消费电子板块，我们首推丘钛科技（1478.HK）、蓝思科技（300433.CH/6613.HK），强烈建议投资人关注小米集团（1810.HK）、舜宇光学（2382.HK）等。

首先，作为端侧 AI 落地最重要终端，手机将持续带来新的用户体验，获得成长动能，AI 手机渗透率持续攀升。市场预期明年苹果或将发布其自身第一款折叠机型，这将带领消费电子供应链进入新的产品创新周期，成长可期。我们建议投资人关注蓝思科技（300433.CH/6613.HK）、比亚迪电子（285.HK）、立讯精密（002475.CH）等受益标的。

其次，中国消费电子供应链正在快速切入爆发增长的 AI 服务器产业链，预计明年将取得明显的收入增量。我们建议投资人关注比亚迪电子（285.HK）、蓝思科技（300433.CH）、立讯精密（002475.CH）等受益标的。

最后，我们预计 2026 年无人机、运动相机、全景相机等手持移动摄像设备，以及 AI 眼镜、人形机器人等新兴应用将持续获得消费者青睐，也为消费电子产业链提供新的增长引擎。我们建议投资人关注丘钛科技（1478.HK）、舜宇光学（2382.HK）、豪威集团（603501.CH）等受益标的。

图表 1：美股科技 M7 万亿市值统计：AI 算力芯片企业英伟达率先达成 4 万亿美元和 5 万亿美元关卡

市值 (美元)	英伟达	苹果	微软	亚马逊	谷歌	Meta	特斯拉
1 万亿	2023 年 5 月	2018 年 8 月	2019 年 4 月	2018 年 9 月	2020 年 1 月	2021 年 6 月	2021 年 10 月
2 万亿	2024 年 2 月	2020 年 8 月	2021 年 6 月	2024 年 6 月	2021 年 11 月	-	-
3 万亿	2024 年 6 月	2022 年 1 月	2024 年 1 月	-	2025 年 9 月	-	-
4 万亿	2025 年 7 月	2025 年 10 月	2025 年 7 月	-	-	-	-
5 万亿	2025 年 10 月	-	-	-	-	-	-

注：红色阴影代表每个万亿关卡第一家达到的公司，黄色阴影代表代表每个万亿关卡第二家达到的公司，蓝色阴影代表每个万亿关卡第三家达到的公司；数据统计口径为盘中市值；资料来源：公开资料、浦银国际

图表 2：美股科技 M7 每个万亿市值节点排名统计：苹果引领移动互联网时代，英伟达引领 AI 时代

市值 (美元)	第一名	第二名	第三名
1 万亿	苹果	亚马逊	微软
2 万亿	苹果	微软	谷歌
3 万亿	苹果	微软	英伟达
4 万亿	英伟达	微软	苹果
5 万亿	英伟达	-	-

注：数据统计口径为盘中市值
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 3：浦银国际 2026 年 AI 算法及应用行业配置策略总结

板块	2026 年投资策略	主要风险	建议关注
云计算	AI 加速落地，带动云计算需求快速增长。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 行业价格竞争激烈，或影响收入增速； 2. 前期投入较大，影响短期利润。 	<p>*阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK)</p> <p>*腾讯 (700.HK)</p> <p>百度 (BIDU.US/9888.HK)</p> <p>谷歌 (GOOGL.US/GOOG.US)</p> <p>微软 (MSFT.US)</p>
电商	国补品类迎来高基数，即时零售竞争仍较激烈，大电商融合趋势，看好海外电商增长机会。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 消费需求放缓； 2. 行业竞争激烈。 	<p>*阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK)</p> <p>快手 (1024.HK)</p> <p>*Sea (SE.US)</p>
游戏	长青游戏成为行业中坚力量，行业储备值得期待。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 长青游戏表现下滑； 2. 新品表现不及预期； 3. 其余娱乐方式抢占用户游戏时长。 	<p>*腾讯 (700.HK)</p> <p>*网易 (NTES.US/9999.HK)</p> <p>哔哩哔哩 (BILI.US/9626.HK)</p> <p>心动 (2400.HK)</p>
在线音乐	竞争格局相对稳定，付费率稳步提升，多元化收入来源。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 用户增长缓慢； 2. 行业竞争加剧。 	<p>*腾讯音乐 (TME.US/1698.HK)</p> <p>网易云音乐 (9899.HK)</p>
海外虚拟资产	海外虚拟资产配置走向主流，关注监管动态和与传统金融的生态融合。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 监管环境变化； 2. 美国货币政策影响流动性； 3. 传统金融渗透不及预期。 	<p>Coinbase (COIN.US)</p> <p>Robinhood (HOOD.US)</p>

注：*为细分板块首选
资料来源：浦银国际

图表 4: 浦银国际 2026 年 AI 算力及应用行业配置策略总结 (1): AI 算力芯片、半导体晶圆代工、功率半导体、消费电子

板块	2026 年投资策略	主要风险	建议关注
AI 算力芯片	<ol style="list-style-type: none"> AI 大模型算法对于训练端的后训练和持续训练, 以及推理端的需求大幅上升, 推升 AI 算力芯片需求。 全球科技龙头, 尤其是云服务厂商, 加大 AI 的资本支出, AI 算力芯片需求强劲。 AI 算力芯片技术迭代创新, 包括芯片设计及晶圆制造, 单位性能成本快速下降, 推动 AI 算力芯片的需求增长。 	<p>全球政策波动, 影响供应链稳定以及需求释放。全球经济面临增长压力, 多个行业需求不及预期。AI 大模型需求爆发持续性弱于预期。行业竞争加剧, 投入或费用过大, 拖累利润。AI 应用和商业化落地闭环慢于预期, AI 热度下降。</p>	<p>*台积电 (2330.TT/TSM.US) *英伟达 (NVDA.US) 超威半导体 (AMD.US)</p>
半导体 - 晶圆代工	<ol style="list-style-type: none"> AI 算力需求需求溢出, 带动存储和功率需求增长强劲, 多个下游需求保持复苏上行, 带动中国晶圆代工周期上行。 中国晶圆代工产能利用率较满, 通过优化产品组合, 有望继续提升晶圆平均价格。 中国晶圆代工产能持续拓展, “China for China” 需求有望持续填充增长的产能。 	<p>全球政策波动, 影响供应链稳定以及需求释放。AI 服务器等需求走弱, 拖累智能手机、新能源汽车、工业等下游需求走弱。配套 AI 算力的中国存储和功率的需求周期上行动能不足。中国晶圆代工产能扩张速度较快, 周期上行持续性弱于预期。</p>	<p>*华虹半导体 (1347.HK/688347.CH) 中芯国际 (981.HK/688981.CH)</p>
半导体 - 功率半导体	<ol style="list-style-type: none"> 中国半导体晶圆代工行业有望保持复苏上行的态势。 AI 算力芯片需求红利溢出, 带动 AI 服务器、AI 数据中心配套功率半导体需求大幅增长。 汽车电动化、智能化需求持续增长, 其他领域需求也有望复苏, 为功率半导体基本盘提供支撑。 	<p>经济复苏较慢, 下游需求偏弱。AI 服务器等功率器件需求弱于预期, 中国供应链切入速度偏慢。中国功率半导体产能扩张速度, 供过于求。功率半导体价格上行动能不足。行业竞争激烈, 费用投入过大, 拖累利润。</p>	<p>*扬杰科技 (300373.CH) 新洁能 (605111.CH)</p>
消费电子	<ol style="list-style-type: none"> 中国消费电子供应链有望快速切入国内外 AI 服务器产业链, 分享行业成长红利。 端侧 AI 渗透率持续提升以及苹果 iPhone 的创新周期为明后两年提供重要增量。 手持影像、汽车电子、机器人等多品类消费电子助力成长。 	<p>全球政策波动, 经济承压, 影响供应链稳定和 demand 释放。存储等成本上行超出市场预期, 或影响终端需求, 或影响利润表现。端侧 AI 以及 iPhone 创新产品的用户体验弱于预期, 需求增量不明显。行业竞争加剧。</p>	<p>*丘钛科技 (1478.HK) *蓝思科技 (300433.CH) 小米集团 (1810.HK) 舜宇光学 (2382.HK)</p>

注: *为细分板块首选
资料来源: 浦银国际

图表 5：浦银国际 2026 年 AI 算力及应用行业配置策略总结（2）：新能源汽车、激光雷达、智驾芯片

板块	2026 年投资策略	主要风险	建议关注
新能源汽车	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国新能源汽车渗透率保持加速上扬态势。 2. AI 技术推动智驾能力和体验提升，以及纯电的基建和用户认知提升。用户对于新能源车的智驾和纯电能力的需求较强。 3. 中国新能源车企海外销量快速增长。 4. 造车新势力估值具备吸引力。 	<p>全球经济承压，国内和海外汽车行业需求增长乏力。国内购置税政策影响新能源车需求，新能源车渗透率增长慢于预期。行业竞争加剧，投入或费用过大，车企端利润承压。智能驾驶等落地较慢，无法有效转换为购车需求。</p>	<p>*零跑汽车 (9863.HK) *小鹏汽车 (9868.HK/XPEV.US) 蔚来汽车 (9866.HK/NIO.US) 小米集团 (1810.HK)</p>
智能驾驶 - 激光雷达	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国智驾行业渗透率加速上扬，行业处于增长红利期。 2. 激光雷达的性价比产品持续在大众市场渗透。补盲激光雷达需求有望提供单车价值增量。 3. L4 级的 Robotaxi、无人物流车、无人小巴需求有望加速成长。 4. 机器人需求持续放量。 	<p>宏观环境变化，整车市场需求不及预期。行业竞争加剧，影响毛利率表现。下游客户量产进度/实际销量不及预期。L3、L4 级自动驾驶落地不及预期。单车激光雷达价值量增长不明显。</p>	<p>*禾赛科技 (HSAI.US) 速腾聚创 (2498.HK)</p>
智能驾驶 - 智驾芯片	<ol style="list-style-type: none"> 1. 高阶智驾芯片持续迭代，或性能大幅提升，尤其是单位成本下的性能大幅提升。 2. 海外芯片方案，例如英伟达以及高通，持续成长。 3. 中低阶更具性价比的智驾芯片有望快速放量。国产的地平线机器人的中阶方案放量明显。 	<p>全球政策波动，影响供应链稳定。宏观经济走弱，整车市场需求不振。国内和海外智驾渗透率加速攀升弱于预期。行业竞争加剧，利润下行。广义机器人市场增长不及预期。</p>	<p>*地平线机器人 (9660.HK)</p>

注：*为细分板块首选

资料来源：浦银国际

人工智能行业：底层技术飞轮迭代，产业规模空间巨大，下游应用快速爆发

自 2022 年年底 ChatGPT 3.5 发布以来，AI 大模型行业取得了快速的发展。以 OpenAI 或者 DeepSeek 为代表的 AI 基座大模型厂商快速积累了用户，并获得膨胀的估值，同时以英伟达、博通为代表的 AI 算力芯片厂商实现收入的大幅成长。AI 的快速发展不仅给 AI 相关企业带来潜在的基本面增量，同时也给二级市场上市公司的市值带来较高的回报收益。

首先，从美股 AI 相关标的来看，自 2023 年年初以来，美股人工智能指数基本保持一路上扬的趋势（图表 6），累计回报达 266%（图表 8），涨幅惊人，且远高于纳指、沪深 300、甚至中国人工智能指数的回报。一个原因是英伟达等 AI 相关企业的收入和盈利在过去两年取得较大幅度增长，另一个原因是美股人工智能指数的市盈率从 2023 年年初的 27.6x，增长到近期的 36.6x，市场情绪较为高涨。

其次，今年以来中国的 AI 相关指数，尤其是今年下半年取得远高于行业大盘，也远高于美股 AI 相关标的的回报。今年年初以来，中国人工智能指数回报率达 84%（图表 7），高于沪深 300 的 22%，高于美股人工智能指数的 36%。在 2023 年、2024 年，美股的 AI 相关企业更早享受到 AI 行业的基本面红利。在 2025 年，中国厂商的 AI 相关收入及利润开始有更加明显的贡献或者贡献预期。中证人工智能指数的市盈率近期为 58.4x（图表 11），较今年年初的 51.3x 略微提升，较今年 9 月高点的 74.3x 回落显著，估值的性价比开始凸显。

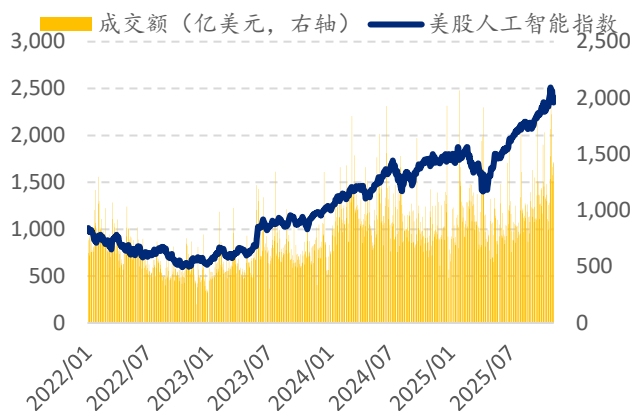
展望 2026 年，我们有两个基本判断：

一是人工智能是国家层面重要的战略要点。今年 1 月初，美国拜登政府出台《人工智能扩散出口管制框架》（图表 14），曾限制英伟达 H20 等芯片进入中国。而从 2017 年以来，中国政府的多个部门在多份文件中都提及并强调人工智能的战略地位（图表 15）。

二是人工智能行业目前估值并不高，仍有上行的空间。虽然目前中美人工智能指数市盈率处于均值以上一个标准差的位置，美股 M7 中大部分公司的市盈率高于各自的历史均值（图表 12）。但是，当前 AI 行业 and 公司的估值均低于 2023 年以及 2024 年的高点，而中证人工智能指数甚至低于今年高点。而且，在 AI 行业中，头部初创企业的估值几乎以季度为单位，它们不断引入新的融资，提升自身价值（图表 13）。这也为二级市场的 AI 标的提供了重要的估值支撑。

我们认为，AI 技术正在快速迭代，随着成本的下行，将会创造巨大行业增量，带动 AI 应用的快速普及。行业中的 AI 标的将会持续享受 AI 带来的基本面爆发式增长的红利，2026 年相关标的的 AI 收入和盈利都有较大增长空间。

图表 6: 美股人工智能指数: 年初至今涨幅 36%



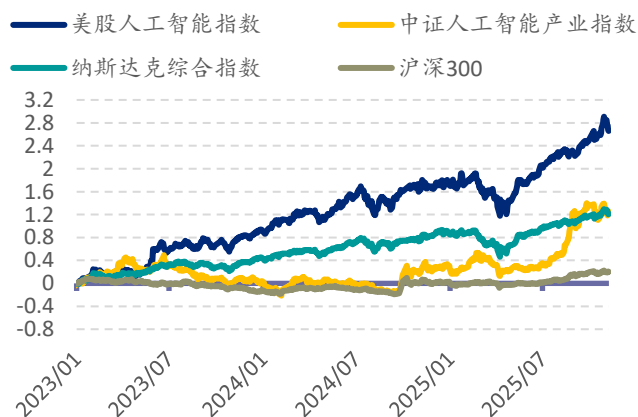
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 7: 中证人工智能指数: 年初至今涨幅 84%



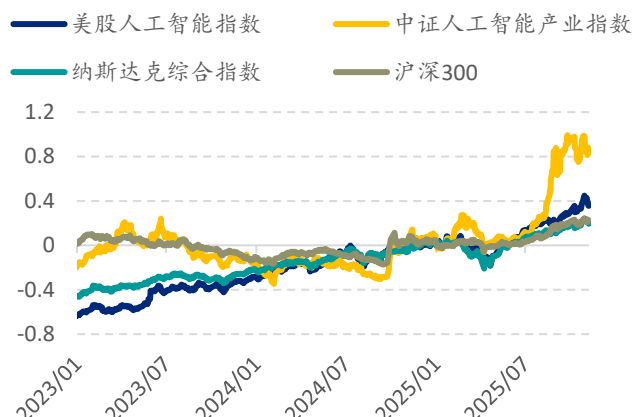
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 8: 美股人工智能指数: 自 2023 年起连续保持强劲增长势头



资料来源: iFinD、浦银国际

图表 9: 中证人工智能指数: 今年下半年以来获得超额成长



资料来源: iFinD、浦银国际

图表 10: 美股人工智能指数: 当前市盈率 36.6x



注: 市盈率为过去 12 个月市盈率。

资料来源: iFinD、浦银国际

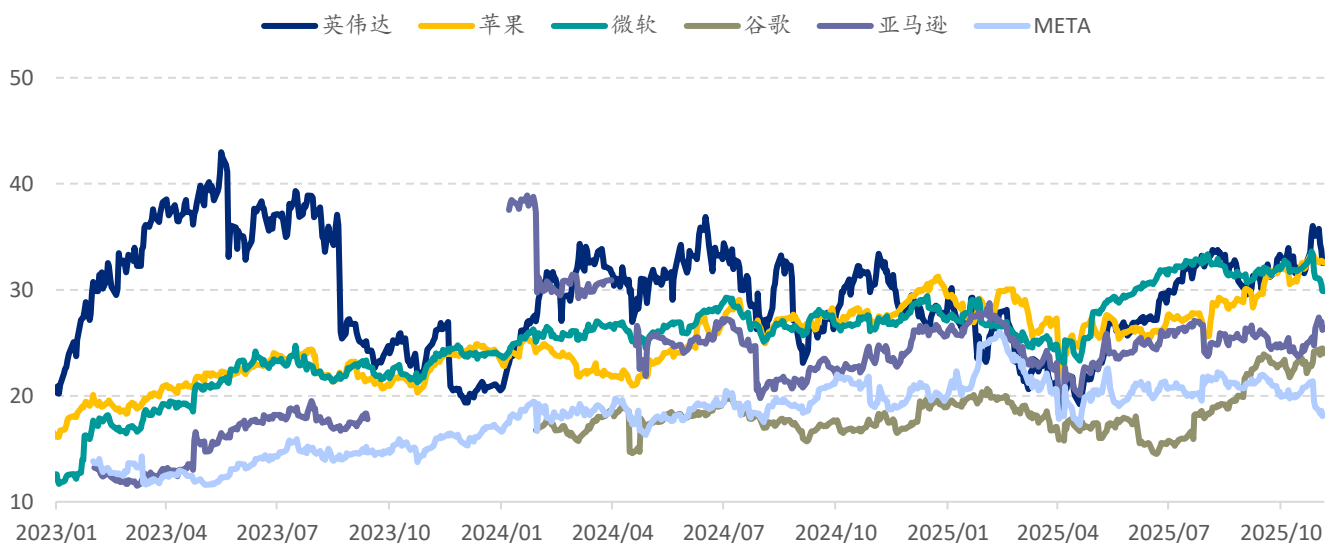
图表 11: 中证人工智能指数: 当前市盈率 58.4x



注: 市盈率为过去 12 个月市盈率

资料来源: iFinD、浦银国际

图表 12: 美股 M7 市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 海内外头部 AI 初创企业融资及估值

时间	公司	募资	估值
2025 年 9 月	Anthropic	完成 130 亿美元的 F 轮融资, ICONIQ 等机构领投	1,830 亿美元
2025 年 7 月	MiniMax	接近完成近 3 亿美元融资, 阿里巴巴领投	超 40 亿美元
2025 年 7 月	智谱 AI	获得 10 亿元战略投资, 浦东创投等领投	NA
2025 年 4 月	SSI	完成 20 亿美元融资, Greenoaks 领投, 谷歌母公司及英伟达均有参与	320 亿美元
2025 年 4 月	OpenAI	宣布从软银及其他投资者筹得 400 亿美元融资	3,000 亿美元
2025 年 3 月	Anthropic	完成 35 亿美元的 E 轮融资	615 亿美元
2024 年 9 月	SSI	由 Open AI 的前首席科学家创立, 红杉领投完成 10 亿美元的融资	50 亿美元
2024 年 9 月	OpenAI	计划向投资者筹集 65 亿美元	1,570 亿美元
2024 年 5 月	智谱 AI	智谱 AI 获 Prosperity7 Ventures 4 亿美元 C 轮投资	200 亿人民币
2024 年 5 月	Scale AI	AI 数据标注公司 Scale AI 完成 10 亿美元的募资	138 亿美元
2024 年 5 月	xAI	马斯克为 xAI 投入 60 亿美元的融资	180 亿美元
2024 年 5 月	Kimi 月之暗面	截至当年 5 月, 于阿里巴巴 2024 财年合计获得阿里巴巴投入 8 亿美元	25 亿美元
2024 年 4 月	Anthropic	亚马逊宣布完成了对 Anthropic (Claude) 总计 40 亿美元的融资。2023 年 9 月亚马逊提供了一笔 12.5 亿美元的投资, 之后又追加了 27.5 亿美元	184 亿美元
2023 年 11 月	零一万物	完成 10 亿美元的新一轮融资, 由阿里云领投	NA
2023 年 10 月	Anthropic	谷歌领投了 Anthropic 的 5 亿美元融资, 此后又追加了 20 亿美元的投资	NA
2023 年 4 月	OpenAI	微软领投了约 100 亿美元, 多家 PE 投资超 3 亿美元	800 亿美元

资料来源: 公开资料、浦银国际整理

图表 14: 拜登政府 2025 年 1 月《人工智能扩散出口管制框架》

类别	定位	国家及地区	具体条例
第一类	盟友，可以不受限制地获取美国先进计算芯片	法国、德国、意大利、西班牙、瑞典、爱尔兰、丹麦、芬兰、挪威、荷兰、比利时、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、韩国、中国台湾等 18 个国家和地区	1. 不限制先进计算芯片获得数量；2. 总部设在这些国家及地区的公司可以申请美国政府的 UVEU (Universal Validated End User) 许可，向全世界除第三类的国家数据中心供应芯片。同时需要满足 (1) 不可以向第一类以外的任何单一国家部署超过 7% 的先进计算芯片；(2) 该 UVEU 购买的 75% 的先进计算芯片需要部署在美国及其他第一类盟友处；(3) 如果该 UVEU 总部位于美国，需要将 50% 的先进计算芯片部署在美国本土
第二类	除第一类和第三类的国家和地区，面临以国为单位的总算力限制	除第一类和第三类的国家和地区	2025-2027 年期间：1. 每个第二类国家或地区最多可以获得 7.9 亿 TPP (Total Processing Performance) 总计算能力，约合 5 万块先进 GPU，如果政府和美国政府签订国际生态共建条例，上限可以增加至 10 万块先进 GPU；2. 如果申请到 NVEU (National Validated End User) 资质，可以最多购买 32 万块先进 GPU
第三类	武器禁运国家，全面禁止先进计算芯片出口	中国大陆、俄罗斯、朝鲜、伊朗等国家和地区	全面禁止获得美国先进计算芯片及闭源 AI 模型

资料来源：BIS、公开资料、浦银国际

图表 15: 中国人工智能与大模型发展相关核心政策梳理

发布时间	发布单位	政策文件	核心内容
2017 年 7 月	国务院	新一代人工智能发展规划	明确人工智能为国家战略，到 2030 年建成世界主要 AI 创新中心
2022 年 1 月	国务院	“十四五”数字经济发展规划	构建一体化算力网络体系，推进国家枢纽节点与智算中心建设
2022 年 3 月	国家网信办等四部门	互联网信息服务算法推荐管理规定	规范算法推荐服务行为，建立算法备案、透明与人工干预机制
2022 年 8 月	科技部等六部门	关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见	细化机器人应用方向，聚焦“AI+制造业”“AI+政务”“AI+教育”“AI+医疗”等场景创新
2023 年 7 月	国家网信办等七部门	生成式人工智能服务管理暂行办法	明确算法合规、安全责任与内容管理要求
2023 年 10 月	工信部等六部门	算力基础设施高质量发展行动计划	推动算力、网络、存储、应用协同发展，完善智算体系布局
2024 年 7 月	工信部等四部门	国家人工智能产业综合标准化体系建设指南	构建基础共性、关键技术、安全治理等七大标准体系
2025 年 8 月	国务院	关于深入实施“人工智能+”行动的意见	明确“人工智能+”为新质生产力核心引擎，推动融合创新

资料来源：36 氪研究院、公开资料、浦银国际

人工智能底层技术飞轮迭代，成本快速下行

AI 行业处于发展的初期阶段，尤其是 AI 大模型行业，行业发展的初期特征较为明显。AI 行业技术创新和发展速度较快，特别是具备大规模使用的低成本技术发展较为迅速。

生成式 AI 的技术发展速度快于此前判别式 AI。生成式 AI 大体符合 Scaling Law 所描述的趋势。AI 大模型的性能与数据量、参数量、计算量都有正向关系。因此，伴随着 AI 模型规模的提升，其模型的参数量也呈现大幅提升的趋势。而且，这种数据量的增长斜率比判别式 AI 的斜率更陡峭，这一点在图像处理模型和生成式 AI Transformer 模型比较中较为显著（图表 16）。

2025 年年初，中国的深度求索公司发布 DeepSeek-R1 模型，给全球 AI 大模型行业带来巨大扰动。DeepSeek-R1 模型具备 6,710 亿参数，在当时其数学、编程、自然语言推理等能力比肩 OpenAI o1 模型，优于较多开源和闭源模型（图表 19）。这主要得益于 GRPO 算法、MoE 架构、MLA 机制等技术上的创新。

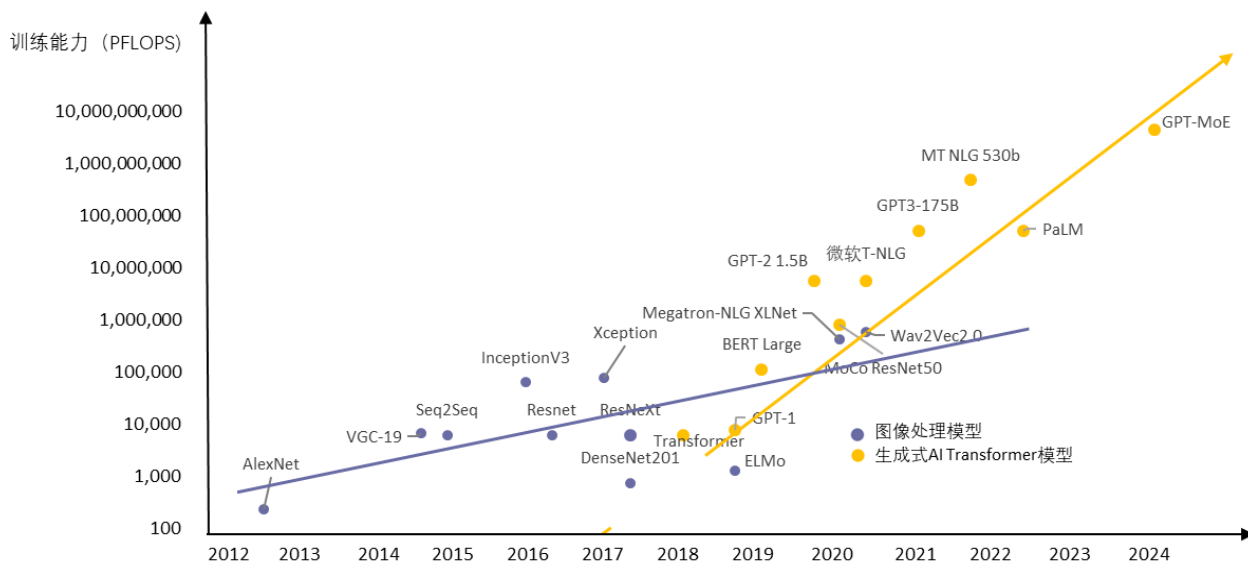
在今年 8 月，Open AI 发布 GPT-5。由于在参数量、训练数据量、上下文窗口、架构类型等技术指标上都有显著提升，GPT-5 在推理速度、编码、数学竞争等方面的功能能力大幅提升。在 11 月，OpenAI 继续迭代了 GPT-5.1 的更新，持续快速推动行业发展。从今年 6 月开始，谷歌陆续发布其 Gemini 2.5 系列模型，并于今年 11 月发布其 3.0 版本的模型。

中美的基座大模型厂商都在持续快速迭代自身 AI 大模型版本。我们认为行业正处于底层技术快速迭代，推动用户体验迅速改善和生产力的显著提升的阶段。从 AI 云端大模型到 AI 端侧小参数模型，性能都有显著提升。例如，今年 8 月 GPT-OSS 端侧模型，就在参数规模更小的情况下，实现比一年前的端侧模型更优的性能和能力（图表 17）。

进一步看，受到 DeepSeek 的影响，AI 大模型的开源趋势也越来越明显。今年年初 DeepSeek 的 C 端用户数量呈现现象级增长，“破圈”效应明显。中国原生 AI APP 用户数量从 1 月的约 1.3 亿爆发增长至 2 月的 2.5 亿。DeepSeek 通过开源的方式加速了其模型普及的速度。国内外多家大模型也在今年跟进其开源策略，进一步催化行业的开源生态。今年 8 月，Open AI 在发布其 GPT-OSS 模型时，也转向开源生态。

我们认为近两年 AI 行业技术快速发展的趋势将在 2026 年延续。AI 基座大模型性能持续优化，将为实现生产力的提升和用户体验的改善，提供强有力的推动作用。

图表 16: 生成式 AI 大模型的训练计算需求成长斜率显著高于图像处理模型计算需求斜率



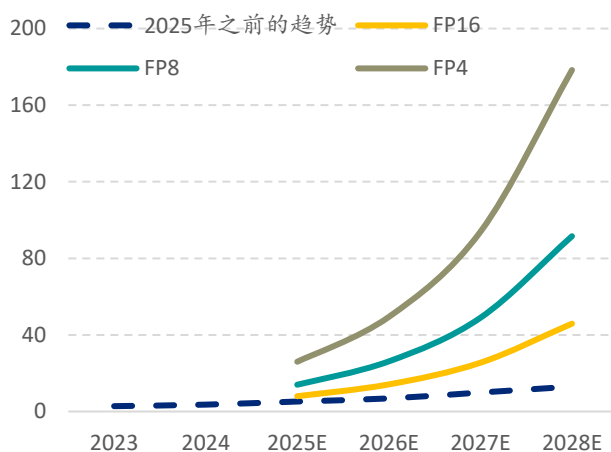
资料来源: 台积电 2024 年 IEDM、浦银国际

图表 17: 小参数 AI 模型性能显著提升

	2024 年 4 月 Llama 3	2025 年 8 月 GPT-OSS
模型规模 Model Size	700 亿	200 亿
上下文窗口 Context Window	~8K tokens	~128K tokens
大规模多任务语言 理解 MMLU	~84.0%	~85.3%

资料来源: AMD 2025 Financial Analyst Day、浦银国际

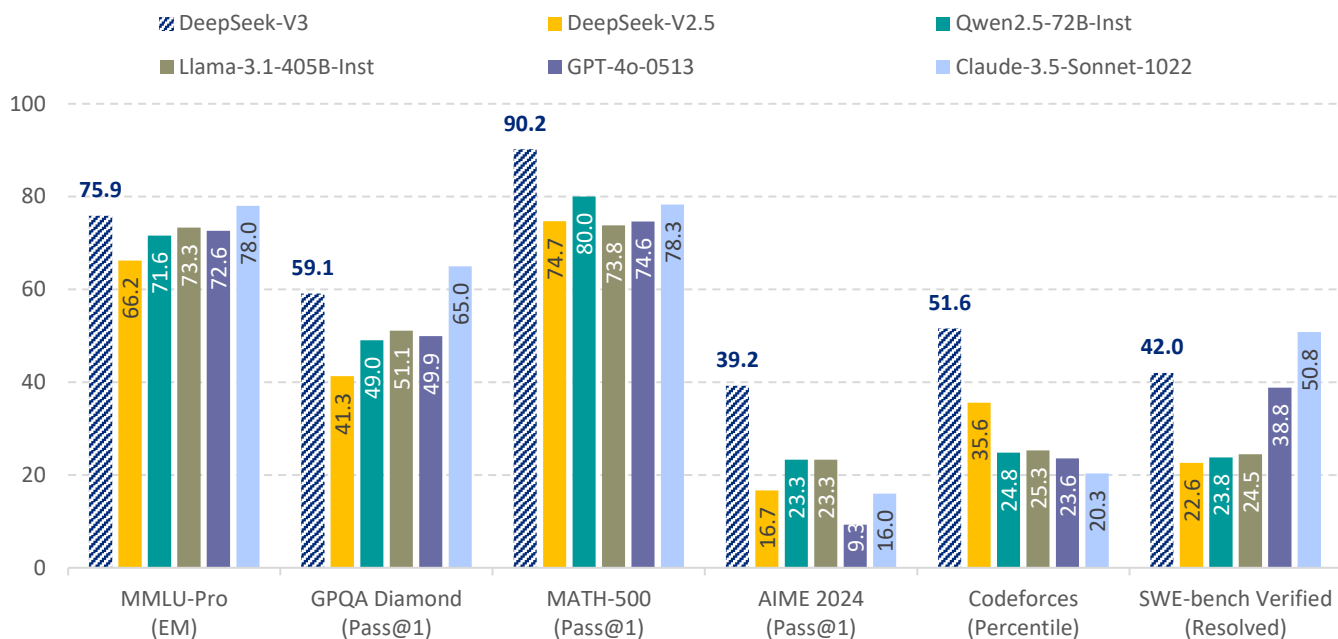
图表 18: GPU 性能加速提升: 从 2025 年开始, GPU 性能每年将提升 2 倍



注: E = AMD 内部数据测算。

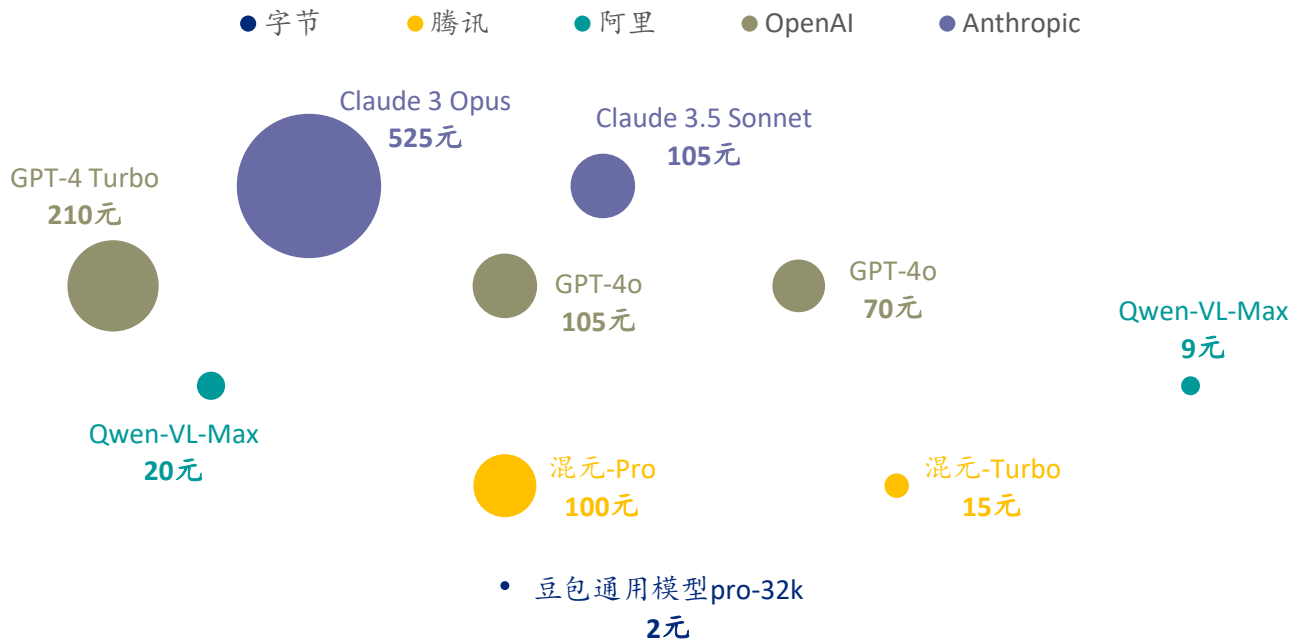
资料来源: AMD 2025 Financial Analyst Day、浦银国际整理

图表 19: DeepSeek-V3 与不同模型性能对比



资料来源:《DeepSeek-V3 Technical Report》、浦银国际

图表 20: AI 大模型降本趋势明确



注: 气泡大小代表成本; 资料来源: 中国工业互联网研究院、浦银国际

在 AI 大模型算法技术不断创新、飞轮迭代的同时，**提供基础算力的 AI 芯片的技术也在同频快速发展**，共同推动 AI 行业的技术前行。

根据 AMD 今年 11 月的投资者日的分享，GPU 的性能在 2025 年开始加速提升，其速度远快于 2025 年之前的速度。根据 AMD 的内部测算，用于 AI 算力的 GPU 性能在 2025 年开始呈现每年翻倍的性能膨胀趋势，而对比 2025 年之前的性能提升速度大约是每两年翻倍(图表 18)，而用于低精度计算(如 FP8 和 FP4)的 GPU 带来的性能提升速度则更快。

当前，AI 算力芯片龙头英伟达的 GPU 芯片也具备技术提升带来性能快速膨胀的特征。根据英伟达在今年 3 月 GTC 上的分享，其 Blackwell 平台的 GPU 性能是上一代 Hopper 平台性能的 68 倍，预计下一代 Rubin 平台的 GPU 性能将可能是 Hopper 平台的约 900 倍(图表 23)。

不仅 AI 芯片算力本身性能在大幅提升，**配套 AI 算力的多个环节的性能也在加速提升**。例如，英伟达的配套 Blackwell 平台的 NVLink 5 的带宽达到 1.8 TB/s，较上一代有翻倍的提升(图表 21)。而对于全球 AI 算力芯片最大的晶圆代工平台台积电，随着制程节点的持续推进，单位性能也带来快速增长(图表 22)。

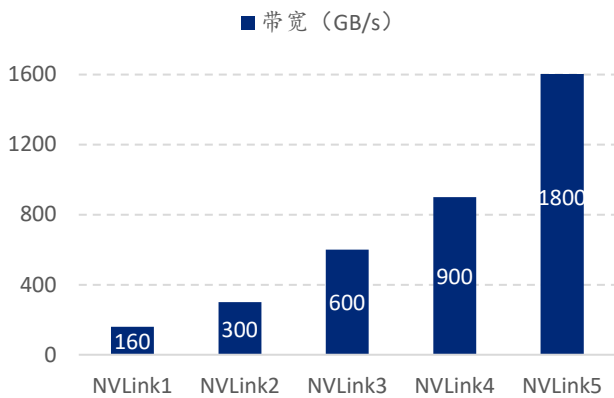
一方面，AI 大模型的算法和配套算力的技术都在快速演进，推动 AI 大模型性能高速提升。另一方面，**AI 算法和 AI 算力芯片的成本，尤其单位性能成本以及单位性能的使用功耗等关键指标，都在快速下降**。

今年年初发布的 DeepSeek-R1，在基础算力受到一定程度限制的情况下，通过算法技术的创新，实现成本的大幅下降。当时，DeepSeek-R1 的 API 定价为每百万输出 tokens 收费 2.19 美元，大幅低于当时 Open AI o1 的各个版本的价格。

同时，AI 算力芯片的单位性能成本也在快速下降。以英伟达的 GPU 为例，英伟达预计下一代的 Rubin 平台的 GPU 单位性能的成本将是上一代 Hopper 平台的 0.03 倍，单位性能成本降幅超过 90%以上(图表 24)。

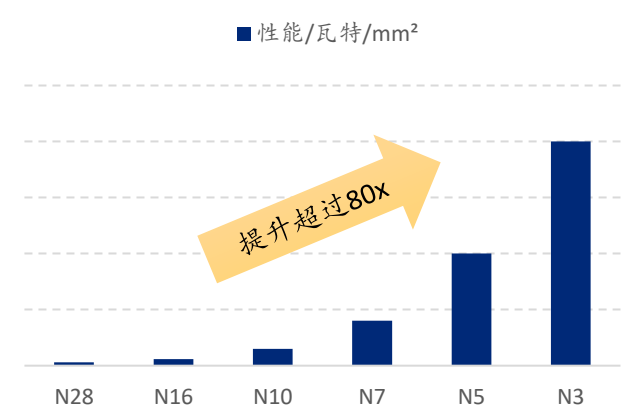
综上所述，我们保持对于 AI 行业比较乐观的基本判断，尤其对 2026 年的 AI 行业基本面上行保持较大信心。这主要考虑到 AI 技术进步带来的技术普惠的红利。AI 技术普惠将充分推动 AI 在千行百业的渗透率加速提升，从而反馈到 AI 各个产业链环节，体现为收入乃至利润的增长。

图表 21: NVLink 带宽快速提升



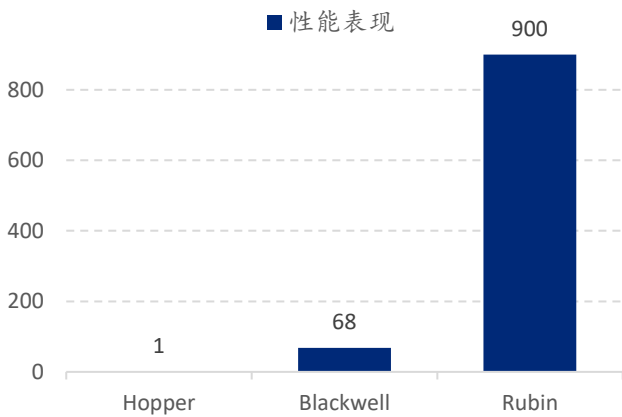
资料来源: 英伟达、浦银国际

图表 22: 技术进步提升计算能效比



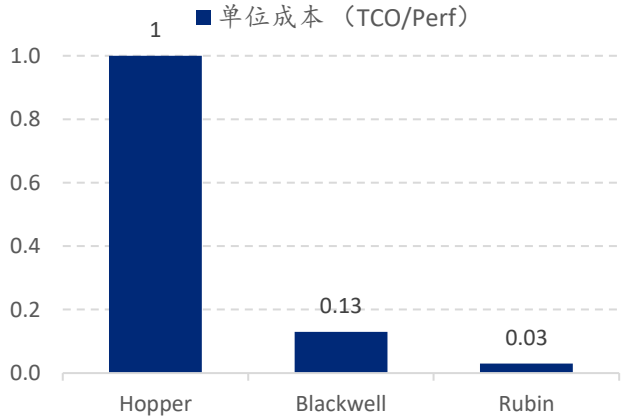
资料来源: 台积电 2024 年 IEDM、浦银国际

图表 23: 英伟达预计 Rubin 芯片性能表现为 Hopper 的 900 倍



资料来源: 英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

图表 24: 英伟达预计 Rubin 芯片单位性能成本表现为 Hopper 的 0.03 倍



注: TCO= Total Cost of Ownership, 总拥有成本。Perf=performance, 性能表现。
资料来源: 英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

人工智能行业仍处于发展初期，高增速与红利溢出效应明显，长期产业规模有巨大提升空间

目前，AI 行业正处于发展的初期阶段。这一阶段的一个明显特征是供应端技术的突破强有力地推动 AI 大模型企业的发展。2023 年和 2024 年中美两国的科技巨头都在大力推动其 AI 技术向多个应用领域发展正体现了这点。中美 AI 大模型厂商通过资本支出大力布局 AI 基建，形成初步商业闭环。对于 AI 这个新兴产业而言，当前供应端的能量显著大于需求端的能量。

微软、谷歌、亚马逊、Meta 这四家美股头部科技企业的资本支出仍然处于较高的位置。在今年的三季度，四家企业单季度的资本开支分别达到 194 亿、240 亿、351 亿和 188 亿美元，均创历史新高。这四家厂商三季度合计资本开支为 973 亿美元，同比增长 65%，同比增速高于去年三季度和今年一季度（图表 25）。

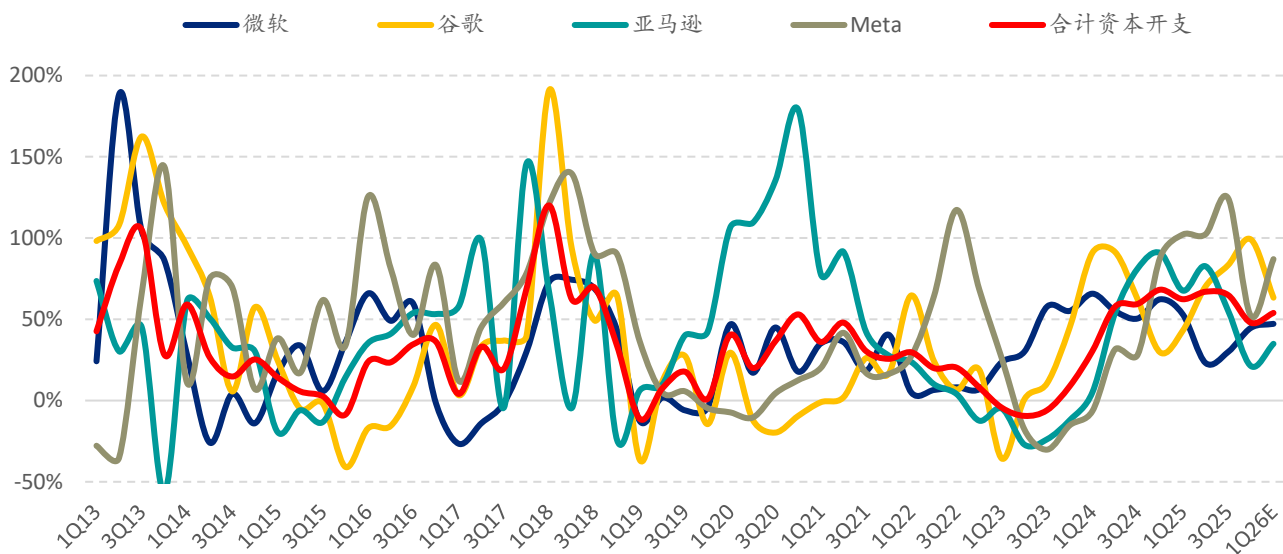
这四家美国云服务厂商在 2023 年和 2024 年快速增长的资本开支的高基数上，仍然保持加大投资的战略方向，甚至在今年三季度，部分企业的资本开支同比增速还在上扬。短期展望，根据彭博一致预期，今年四季度和明年一季度，这四家企业合计资本开支的同比增速将达到 48% 和 54%，继续维持高位。这显示出头部 AI 厂商对于短期内的 AI 发展前景充满信心。

进一步看，微软、谷歌、亚马逊、Meta 在过去两年中不断提升其资本开支的预算。根据彭博一致预期，这四家厂商当前财年的资本开支预测接近 2024 年年初时预测的两倍（图表 26）。四家厂商都保持资本开支上行态势。

因此，从资本开支的角度，我们对于英伟达、AMD 等美国头部科技企业的下游客户的 AI 芯片需求大幅增长也较有信心。英伟达曾分享美国四大云服务厂商对于其新一代的 Blackwell 平台 GPU 需求大幅提升（图表 29）。同时，英伟达预计到 2028 年，全球数据中心的资本开支将超万亿美元（图表 30）。这也与 AMD 近期在 Financial Analyst Day 中分享的趋势大体一致，AMD 测算来自于数据中心的潜在行业规模将从 2025 年的约 2,000 亿美元，以约 40% 的复合增长率，成长到 2030 年的万亿美元。从更长期的维度判断，AI 行业未来的增长空间巨大。

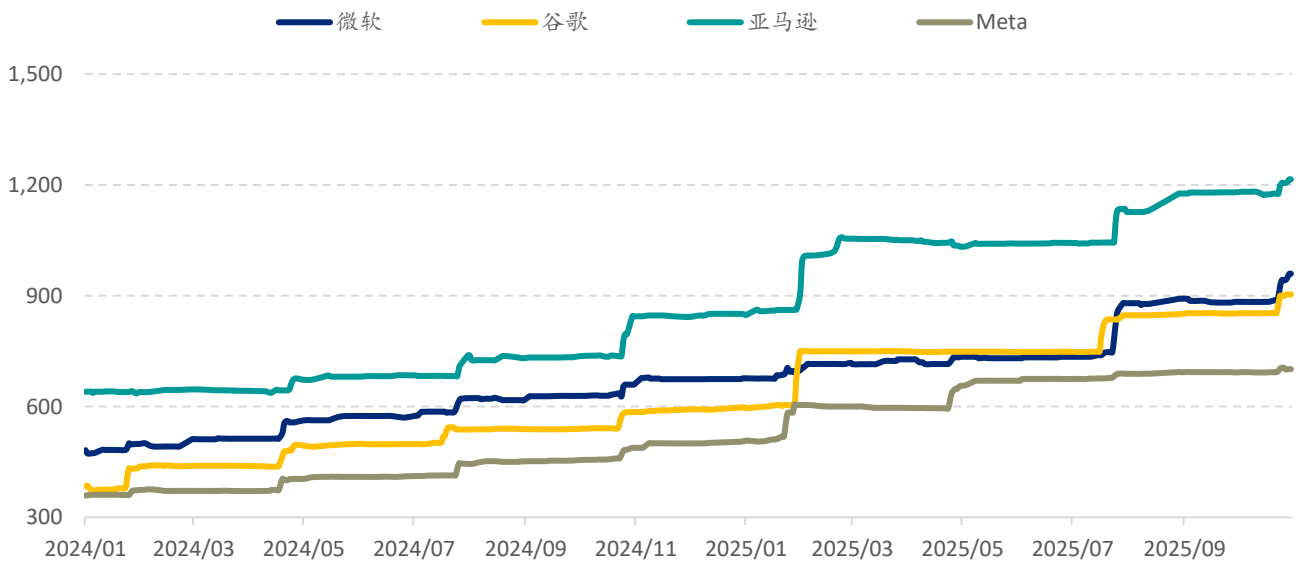
根据彭博一致预期，英伟达的数据中心收入有望在 2026 年财年达到 1,862 亿美元，同比增长 62%（图表 28）。其数据中心收入在总收入中的占比从 2021 财年和 2022 财年的 40% 左右，快速攀升至当前的接近 90%（图表 27）。这一占比预计将在未来两年持续提升。AI 行业的迅猛发展带动产业链多个环节的公司的基本面迅猛成长。

图表 25：美国四家头部云服务厂商资本开支：同比增速维持高位



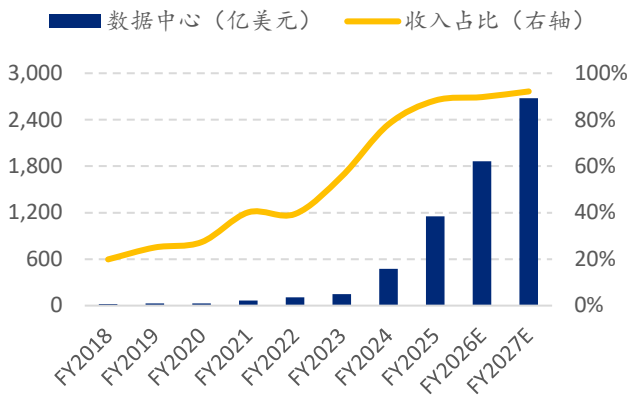
E=Bloomberg 一致预期
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 26：美国四家头部云服务厂商资本开支（亿美元）预测：过去两年预测持续调升



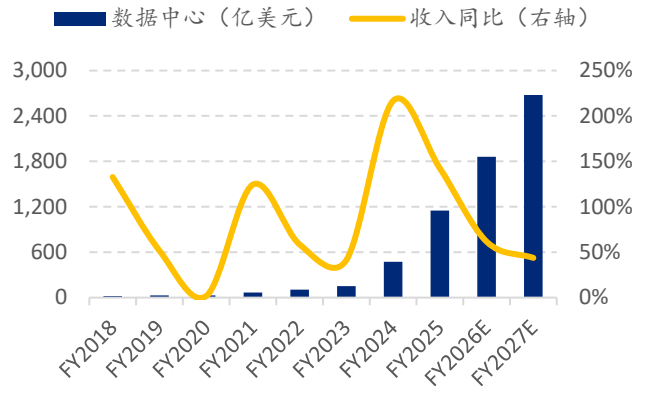
注：资本开支预测数字来自 Bloomberg 一致预期
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27: 英伟达数据中心收入占比持续提升



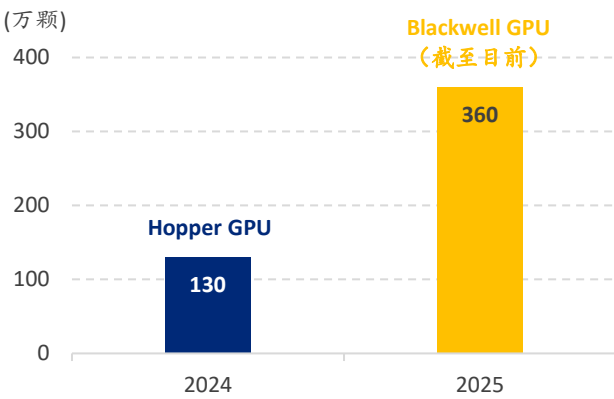
E=Bloomberg 一致预期
注: Bloomberg、英伟达、浦银国际

图表 28: 英伟达数据中心收入持续高速增长



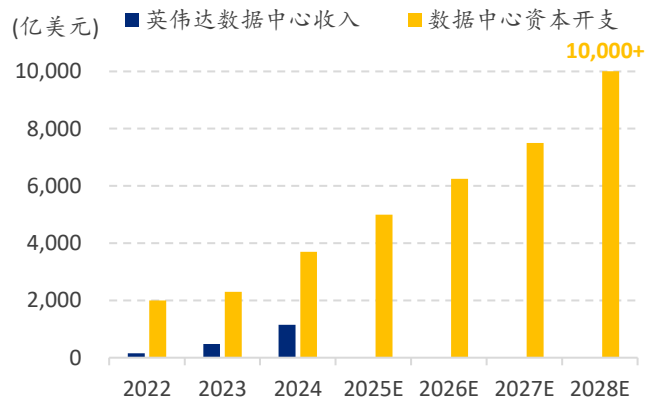
E=Bloomberg 一致预期
资料来源: Bloomberg、英伟达、浦银国际

图表 29: 美国前四大云服务提供商对英伟达新一代 Blackwell 平台的 GPU 芯片的需求大幅增长



注: Blackwell 平台一颗芯片有两颗 GPU;
资料来源: 英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

图表 30: 英伟达数据中心收入 vs 全球数据中心资本开支: 算力需求处于爆发点



注: E=Dell'Oro 预测;
资料来源: 英伟达 2025 年 GTC、Dell'Oro、浦银国际

从 AI 行业中科技龙头或者云服务厂商的资本开支角度分析，下游的多个产业链环节都将充分受益。根据 Marvell 的分享，他们预期 2028 年数据中心基建市场规模有望超过万亿美元，从而带动服务器等设备的资本开支超过 8,000 亿美元，其中半导体市场规模接近 5,000 亿美元，而 AI 芯片，即加速计算芯片市场规模将接近 3,500 亿美元（图表 31）。整个产业链条的潜在增长空间巨大。

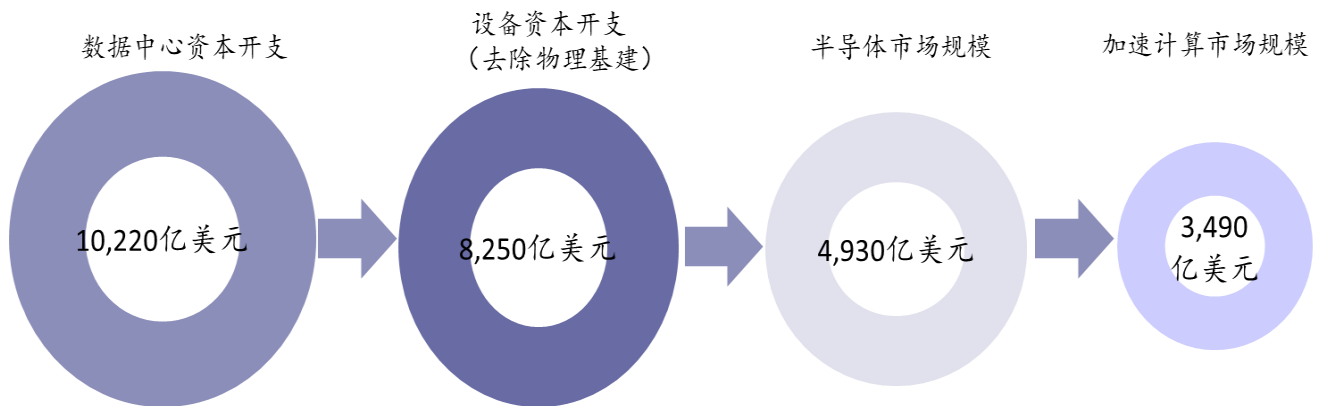
受 AI 服务器需求的爆发式增长推动，全球服务器市场规模从 2023 年至今都处于加速增长的态势中。服务器市场处于量价齐升的高红利增长阶段（图表 32）。根据 IDC，今年一、二季度，全球服务器收入规模分别同比增长 134%、97%，同比增速自 2023 年四季度开始呈现加速上扬态势，目前仍然保持接近三位数的增长。其中，全球服务器平均单价在今年一、二季度分别同比增长 92%、70%，高于同期出货量增速的 22%、16%，是全球服务器收入规模增长更加强劲的推动力。这一趋势有望延续至 2026 年。

除了供应端的强力推动，AI 行业需求端也开始展现强劲的动能。

一方面，需求端快速演变。过去两年 AI 大模型的 Scaling Law 主要来自于预训练(pre-training)，而今年以来向后训练(post-training)以及推理(inference)的 Scaling Law 转换。根据 MarketsandMarkets 的预测，2030 年来自 AI 推理市场的需求有望达 2,500 亿美元以上（图表 34）。

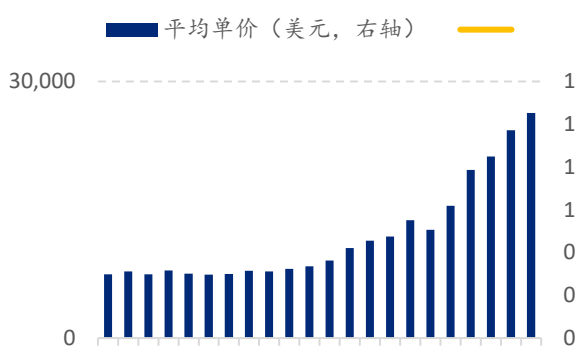
另一方面，AI 模型的后训练和推理需求更加贴近应用端的需求，有望加速应用落地。例如，从端侧来看，AI 手机、AI PC 的渗透率和限定成本内的性能都将提升，从而带来 AI 大模型 C 端的普及。而借助 AI 基座大模型，通过后训练和持续训练，AI 应用厂商已经将 AI 大模型应用到零售、制造、金融等领域中，帮助企业提高生产力。根据 Frost & Sullivan，中国企业级大模型人工智能应用解决方案市场规模有望在 2029 年达到人民币 527 亿元。

图表 31：2028 年数据中心基建市场规模预测



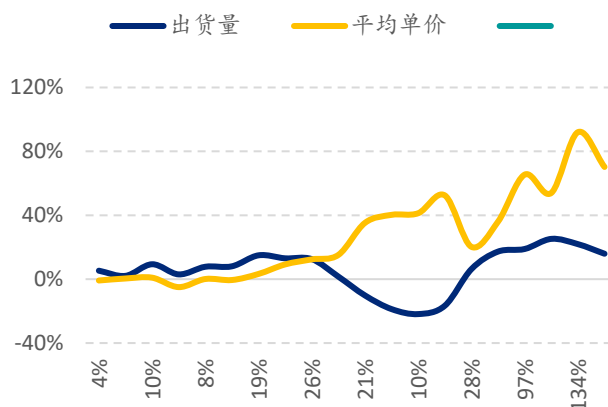
资料来源：650 Group、Signal AI、Dell'Oro、LightCounting、Marvell 2025 年 Custom AI Investor Event、浦银国际

图表 32: 全球服务器呈现量价齐升的趋势



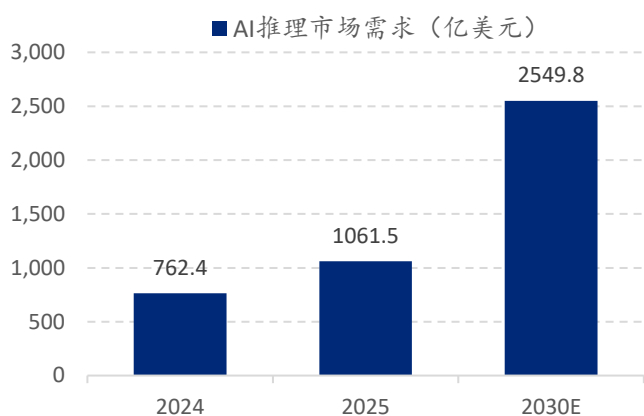
资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 33: 全球服务器收入同比大幅增长, 平均单价涨幅大于出货量涨幅



资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

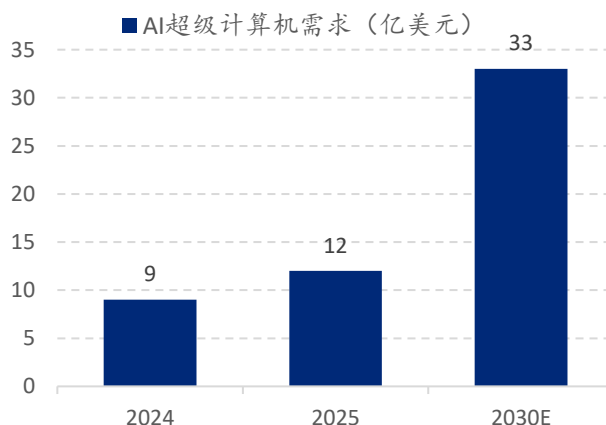
图表 34: AI 推理市场规模及预测



E= MarketsandMarkets 预测

资料来源: MarketsandMarkets、浦银国际

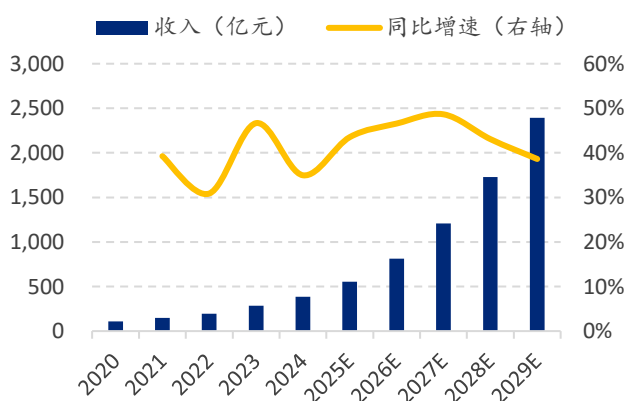
图表 35: AI 超级计算机需求及预测



E= MarketsandMarkets 预测

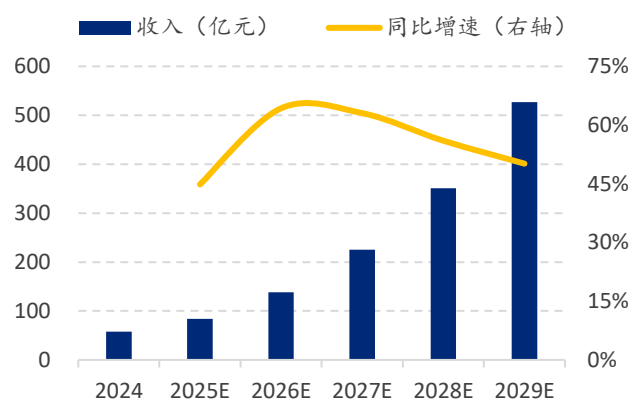
资料来源: MarketsandMarkets、浦银国际

图表 36: 中国企业级人工智能应用解决方案市场收入规模 (人民币亿元)



注: E= Frost & Sullivan 预测; 资料来源: Frost & Sullivan、公司招股书、浦银国际

图表 37: 中国企业级大模型人工智能应用解决方案市场收入规模 (人民币亿元)



注: E= Frost & Sullivan 预测; 资料来源: Frost & Sullivan、公司招股书、浦银国际

AI 大模型应用在 C 端和 B 端快速普及，长期有望催生新的应用场景，打开增量成长天花板

在上文的几个章节，我们对于 AI 大模型行业有以下四个趋势判断。其中，部分趋势已经在今年有所体现，并有望在 2026 年延续。

- (1) AI 技术，包括基座模型和算力芯片，都在快速迭代，可以实现性能的大幅提升。
- (2) AI 的大模型技术以及算力芯片技术带来 AI 大模型使用成本的显著下降。
- (3) 全球科技巨头均在提高资本支出，加大 AI 的基础建设，下游产业链需求旺盛。
- (4) AI 大模型正在走向开源，并且后训练和推理需求正在以超越预训练的速度成长，更加贴近 AI 应用端需求，加速应用落地。

对于 2026 年趋势的判断，基于几个短期的观察，我们对于 2026 年的乐观判断抱有信心。

- (1) 不仅云服务厂商类型的科技巨头在加大投入 AI 基建，几乎所有的科技巨头都在加大对 AI 的投入，希望保持 AI 的先发应用优势。例如，特斯拉加大 AI 服务器投入，以训练其自动驾驶能力。
- (2) 通过 AI 基座大模型在 B 端的应用，中美多家的上市公司或初创企业开始录得收入甚至利润端的大幅增长。AI 行业的商业闭环已经得到初步验证。例如，在今年三季度，美股 Palantir 不但实现营收同比强劲增长 62.8%，而且实现了净利率的同比扩张，达到 40.3%。
- (3) AI 大模型在 C 端以“破圈”式速度实现爆发式增长。中国的 AI 原生 APP 用户规模在今年 2 月份激增，环比接近翻倍（图表 38）。用户在经历两年的市场教育后，开始呈现自主需求。无论是 Kimi 的会员订阅，还是豆包通过提高用户基数实现广告收入，都开始实现新技术和新应用在营收端的增长。
- (4) 在新能源车以及自动驾驶的应用中，AI 应用落地场景清晰，AI 智驾技术也同样经历快速更迭。一方面中国高阶智驾渗透率在今年 9 月达到 32.6%，同比大幅提升；另一方面，智驾技术正在进行从两段式端到端，到一段式端到端，再到 VLM/VLA 的逐步升级。

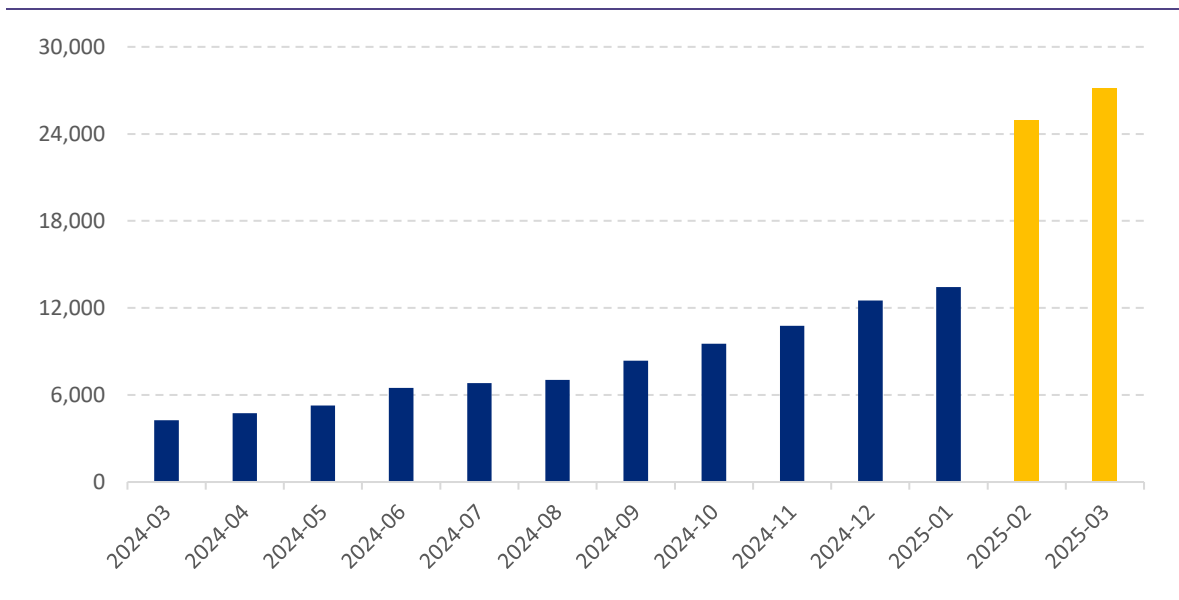
仅是生成式 AI，根据 IDC 预测，全球生成式 AI 市场规模就有望在 2028 年接近 3,000 亿美元（图表 39）。所以，从更长的时间维度来看，AI 既能拓展当前现有行业的空间天花板，也有望推升新兴行业，为全球经济发展注入活力。

首先，AI 行业的发展和成长路径清晰。当前 AI 技术的快速迭代，包括算法突破和硬件创新，有望推动 AI 大模型的进步以及应用的落地，从而迈向大规模的应用（图表 41）。这会再次反哺 AI 技术的创新，形成正向循环。

其次，AI 的技术成长路径开始展现出归一的趋势。从早几年的感知 AI，到 2023 年年初的生成式 AI，再到具备雏形的 AI Agent 以及 Physical AI，AI 潜在技术路径有望在大规模投入的情况下得到快速实现。当前，Scaling Law 在预训练中得到验证后，也在后训练以及深度推理（Test-time scaling, “long thinking”）得到体现。这为实现 AI 性能提升提供了比较明确的方向。

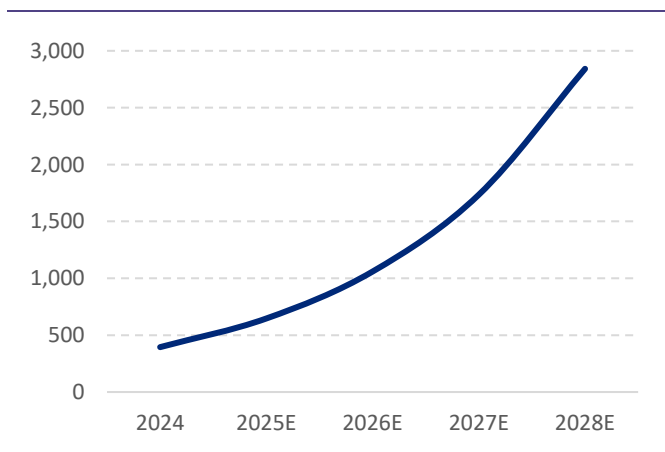
最后，随着 AI 大模型的开源，即 AI 基座大模型厂商将算法核心模块不断公开，包括初创企业在内的更多厂商有望以更低的成本加入到 AI 应用的实现和推广中。这个过程类似于在智能手机发展的初期，谷歌以安卓的开放系统快速换取用户规模。而 AI 的开源则为催生新兴的行业提供坚实的基础。例如，云端的 AI Agent 能力结合端侧的 AI 感知决策能力有望创建具身智能（图表 43），促成成人形机器人能力的实现以及低成本大规模的普及。

图表 38：中国 AI 原生 APP 用户规模（万）：在 DeepSeek 发布之后大幅提升



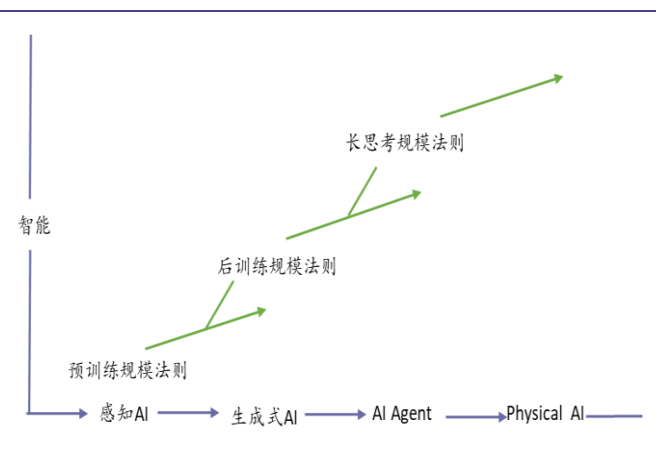
资料来源：QuestMobile、36 氪研究院、浦银国际整理

图表 39：全球生成式 AI 市场空间及预测（亿美元）



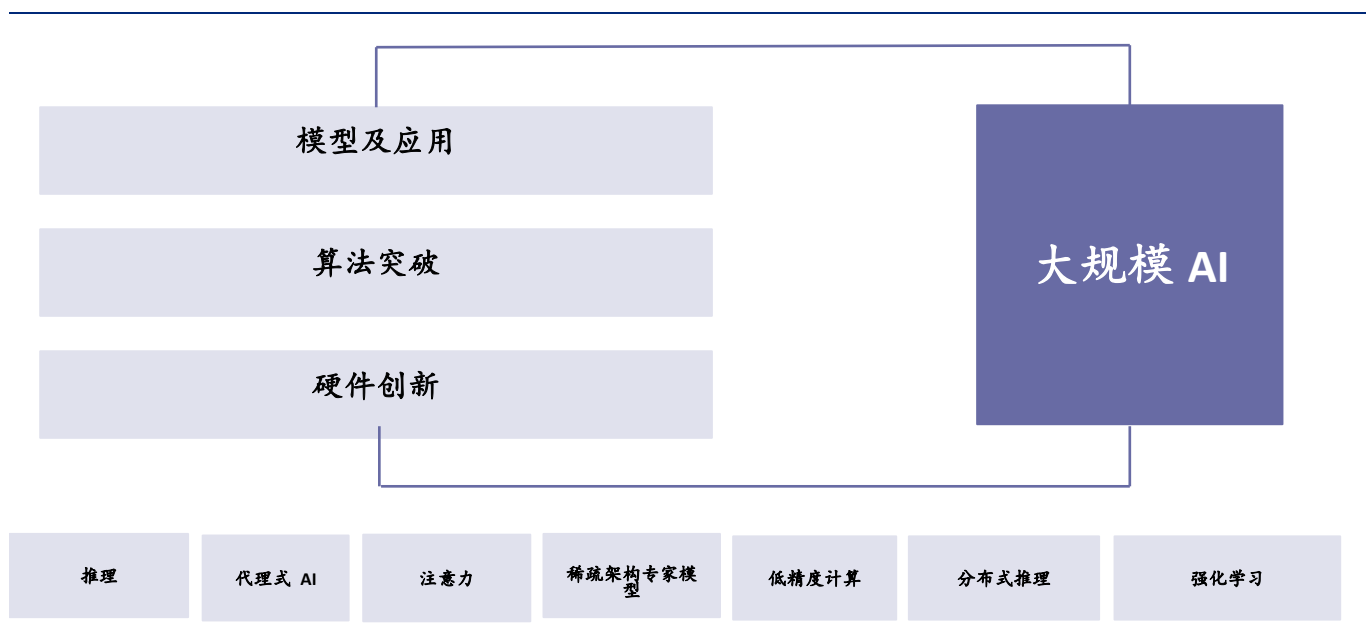
注：E=IDC 预测；资料来源：IDC、浦银国际

图表 40：AI 行业发展路径



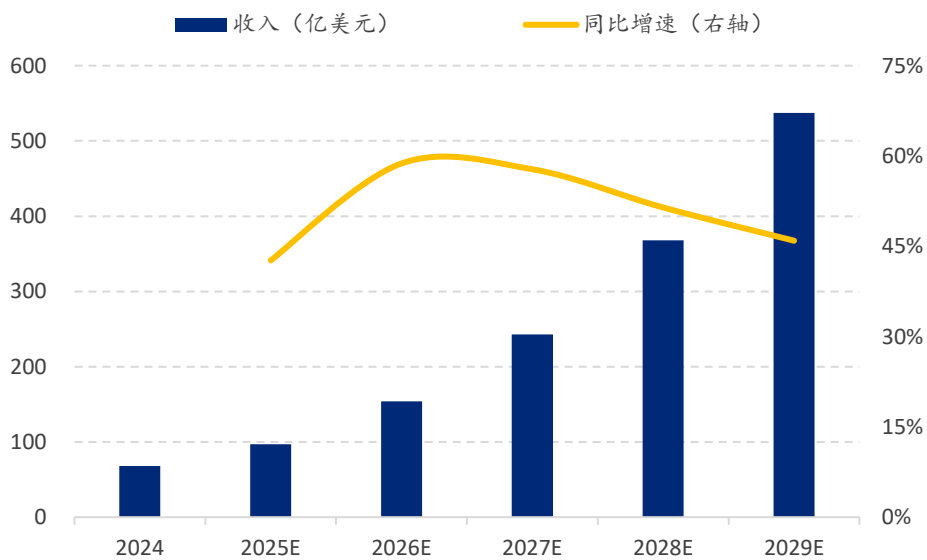
资料来源：英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

图表 41: AI 行业持续创新, 推动大规模应用



资料来源: 英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

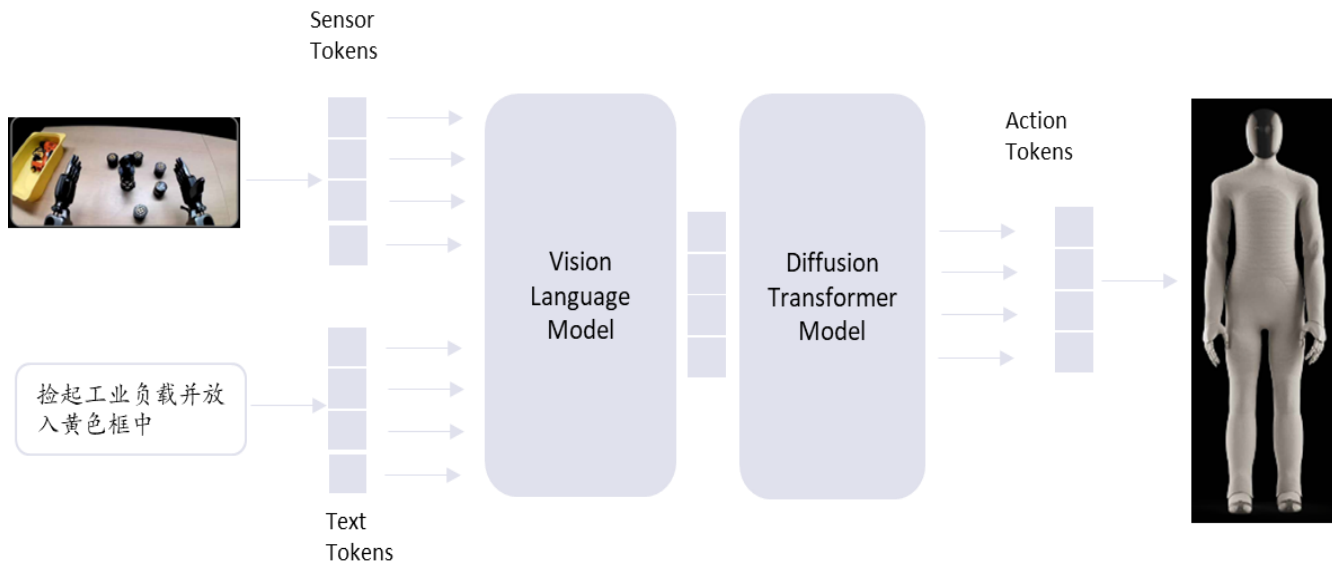
图表 42: 海外企业级大模型人工智能应用解决方案市场收入规模



注: E= Frost & Sullivan 预测;

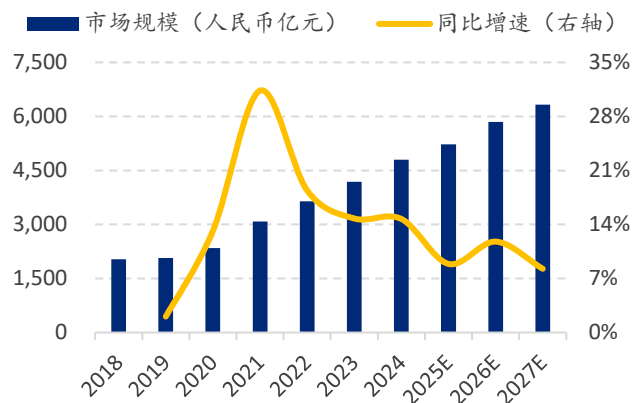
资料来源: Frost & Sullivan、公司招股书、浦银国际

图表 43: 英伟达发布 Issac GROOT N1 人形机器人基础模型



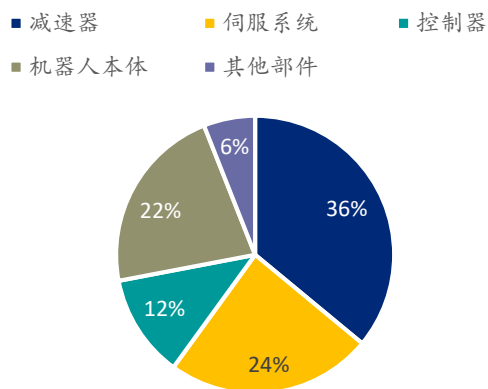
资料来源: 英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

图表 44: 中国具身智能市场规模及预测



注: E=中商产业研究院预测;
资料来源: 中商产业研究院、浦银国际

图表 45: 人形机器人零部件成本占比拆分



资料来源: 中商产业研究院、浦银国际

AI 算法及应用行业：AI 应用加速落地， 贡献占比持续提升

2025 年回顾：AI 推动资产重估

年初至今（截至 2025 年 11 月 21 日，下同），中证海外中国互联网指数全年累计涨幅 24%，走势基本与 MSCI 中国指数同步（+27%）。影响互联网行业股价表现的主要因素包括：

- 1) 中国大模型产品不断迭代并取得亮眼表现，AI 资产得到价格重估；
- 2) 互联网板块估值仍然具备较高性价比；
- 3) 宏观刺激政策推动经济复苏，市场情绪回暖。

图表 46：中国互联网板块年初至今录得正增长

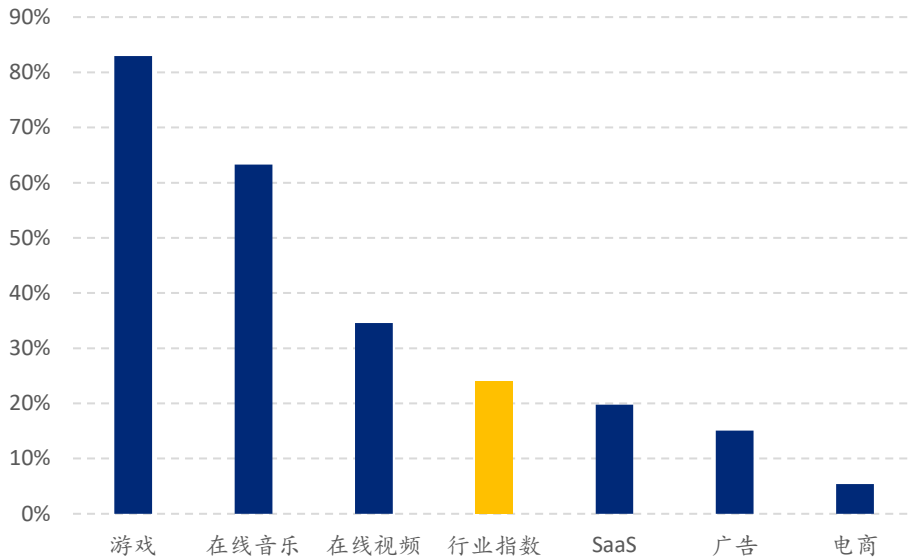


注：截至 2025 年 11 月 21 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

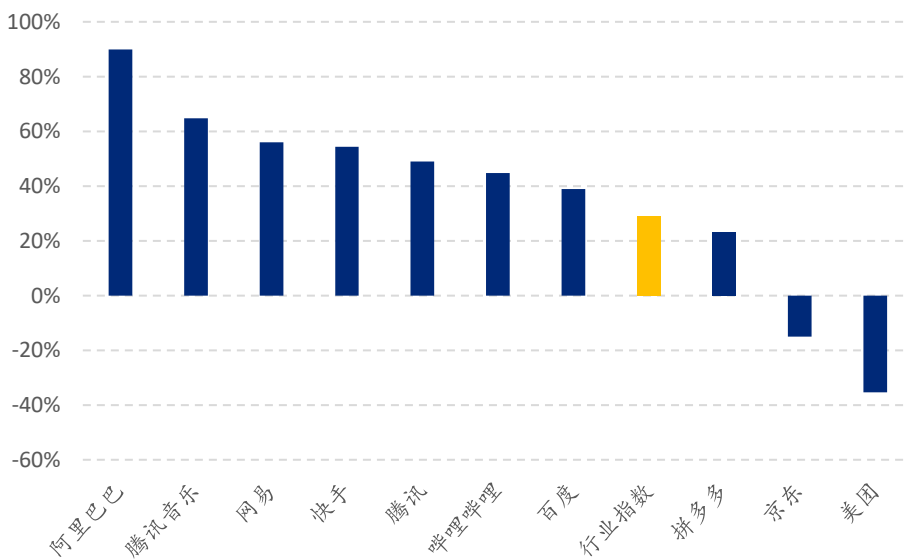
大文娱板块领跑大盘。大文娱板块中，游戏、在线音乐、在线视频赛道跑赢行业大盘，分别增长 83%/63%/35%，其中腾讯音乐涨幅 65%，网易涨幅 56%。个股方面，头部互联网公司中，受 AI 行情驱动，叠加低估值下，阿里巴巴延续强劲表现，涨幅为 90%，快手涨幅 54%，腾讯涨幅 49%，百度涨幅 39%。

图表 47：2025 年互联网各细分板块年初至今股价变动



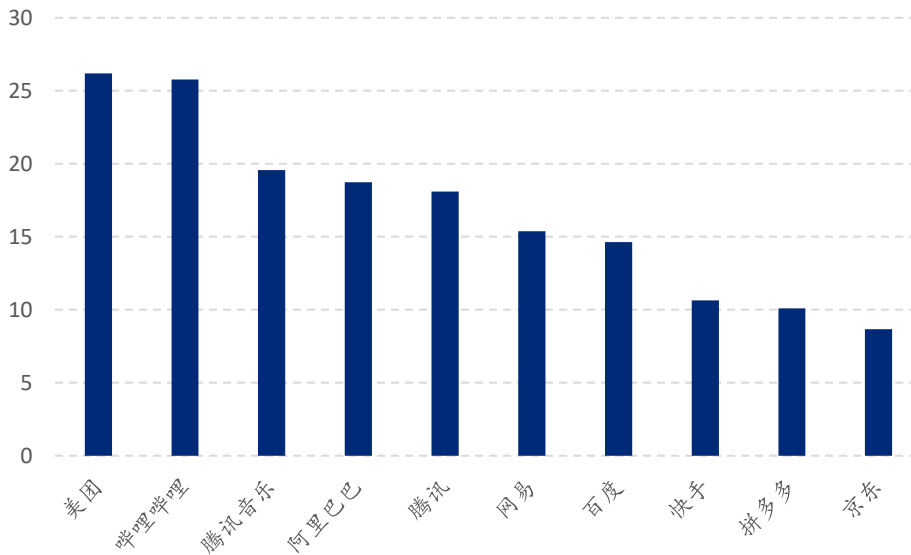
注：行业指数为中证中国海外互联网指数，截至 2025 年 11 月 21 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 48：主要互联网公司年初至今股价表现



注：股价截至 2025 年 11 月 21 日；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

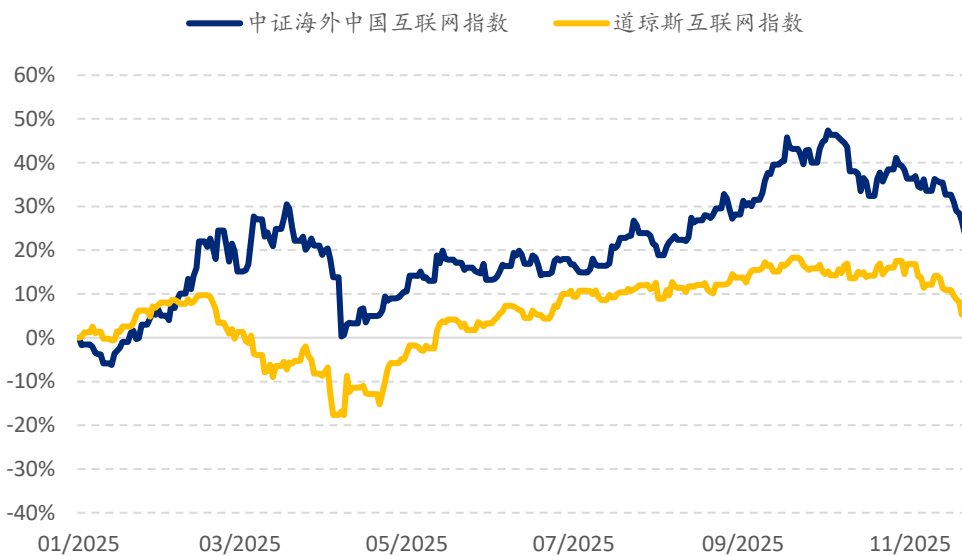
图表 49：主要互联网公司一年远期 P/E



资料来源：Bloomberg、浦银国际

中国互联网相对跑赢美国互联网：年初至今（截至 11 月 21 日），中美互联网指数涨幅分别为 24%和 6%，中国互联网行业相对跑赢 20%，主要得益于 DeepSeek 引领下的中国 AI 资产价值重估。而若以 2022 年 12 月起的 AI 大周期至今来看，美股互联网（+92%）仍然大幅跑赢中国互联网（+40%）。

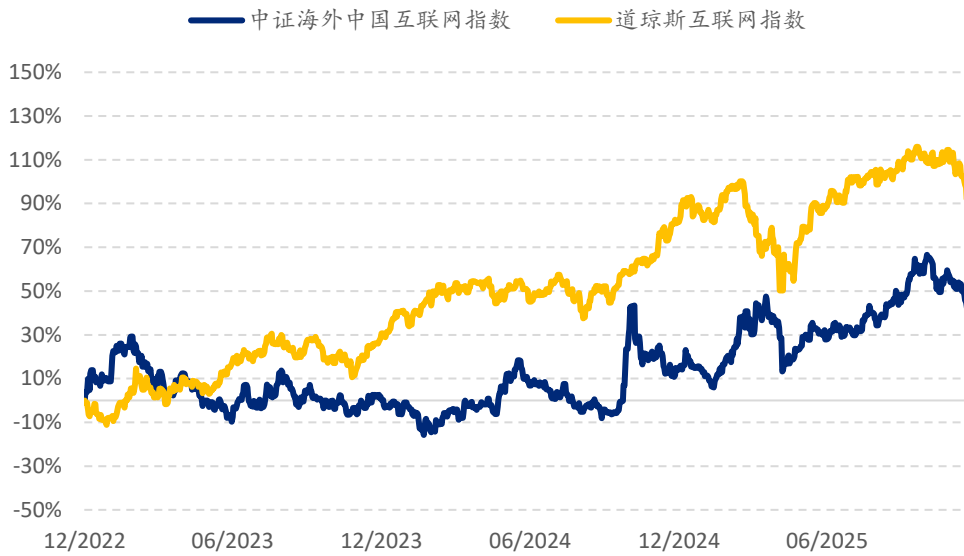
图表 50：中美互联网年初至今股价走势



注：截至 2025 年 11 月 21 日

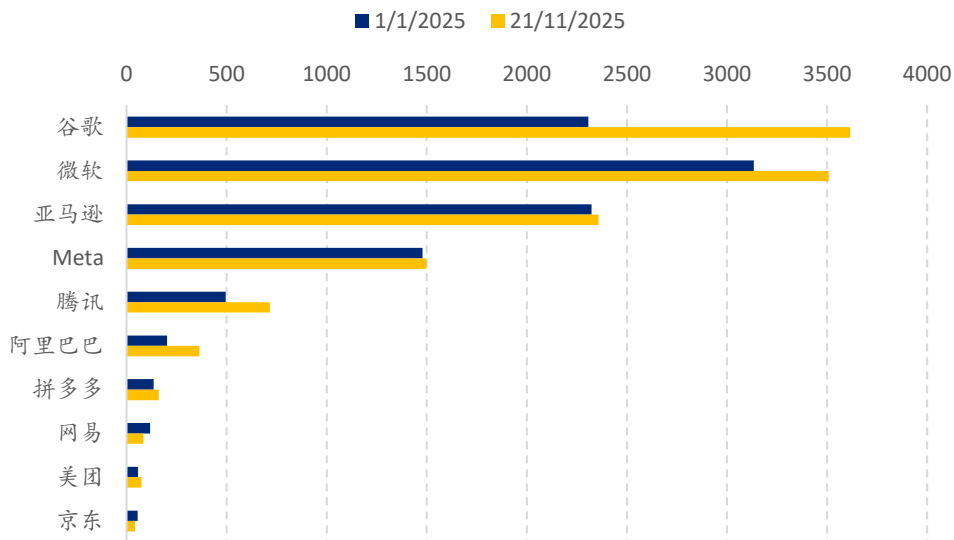
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 51: AI 周期以来中美互联网股价走势



注: 截至 2025 年 11 月 21 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 中美互联网龙头市值变化 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 53：互联网公司分板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元) (交易货币)	股价	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	725,006	610.0	48.0	20.1	17.7	15.9	6.9	6.2	5.7
NTES US Equity	网易	游戏	84,583	133.6	49.7	15.5	14.8	11.8	5.3	4.9	4.5
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	17,140	16.5	219.1	21.6	15.0	12.2	3.2	2.6	2.4
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	6,194	19.9	27.2	14.6	13.7	12.4	2.5	2.4	2.2
002624 CH Equity	完美世界	游戏	4,059	14.7	43.9	36.2	17.4	15.2	4.1	3.0	2.8
603444 CH Equity	吉比特	游戏	4,382	422.6	97.6	19.1	16.6	15.0	5.2	4.6	4.2
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	9,806	36.0	183.8	30.9	18.0	15.8	13.5	9.0	8.0
2400 HK Equity	心动公司	游戏	4,168	66.0	160.6	18.0	15.4	13.8	4.6	4.0	3.7
799 HK Equity	IGG	游戏	535	3.6	(9.2)	7.4	5.8	4.6	0.7	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	751	11.0	8.6	11.1	8.0	7.2	1.1	1.0	0.9
平均					82.9	19.4	14.2	12.4	4.7	3.8	3.5
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	364,903	152.9	81.8	21.6	15.7	12.8	2.5	2.3	2.1
JD US Equity	京东	电商	42,044	28.9	(16.6)	10.9	8.3	6.1	0.2	0.2	0.2
PDD US Equity	拼多多	电商	160,761	113.2	16.8	10.9	9.2	7.9	2.7	2.3	2.0
VIPS US Equity	唯品会	电商	9,597	18.6	38.4	8.0	5.6	7.2	0.6	0.6	0.6
3690 HK Equity	美团	电商	76,605	95.6	(35.7)	N/A	21.9	12.2	1.5	1.3	1.1
9878 HK Equity	汇通达	电商	734	10.0	(46.6)	14.5	11.3	9.3	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	164	7.5	(0.3)	14.6	6.5	4.5	0.1	0.1	0.1
平均					5.4	13.4	11.2	8.6	1.1	1.0	0.9
BIDU US Equity	百度	广告	38,899	111.0	31.6	14.9	13.7	11.9	2.1	2.0	1.9
WB US Equity	微博	广告	2,360	9.6	0.9	5.5	5.5	5.4	1.4	1.3	1.3
ZH US Equity	知乎	广告	359	4.0	12.7	97.8	17.7	13.4	0.9	1.0	1.1
平均					15.1	39.4	12.3	10.2	1.5	1.5	1.4
1024 HK Equity	快手	在线视频	36,937	64.0	61.4	12.8	11.1	9.5	1.8	1.7	1.6
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	10,404	24.7	36.4	31.7	23.3	17.5	2.4	2.2	2.1
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	2,051	2.1	6.0	157.7	18.5	9.5	0.5	0.5	0.5
平均					34.6	67.4	17.6	12.2	1.6	1.5	1.4
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	28,113	18.2	59.9	20.1	18.8	16.4	6.1	5.4	4.9
9899 HK Equity	网易云音乐	在线音乐	5,319	189.4	66.6	13.1	16.6	14.0	4.8	4.3	4.0
平均					63.3	16.6	17.7	15.2	5.4	4.9	4.4

(……接下页)

(……接上页)

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	20,157	305.7	8.0	76.1	62.8	51.5	23.9	20.2	16.8
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	6,683	14.0	29.5	N/A	479.3	73.9	4.8	4.4	3.9
002410 CH Equity	广联达	SaaS	2,868	12.4	4.9	43.3	31.6	25.6	3.3	3.1	2.9
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	6,271	13.8	61.2	339.4	112.1	64.7	6.4	5.6	4.8
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	11,885	57.6	10.6	31.4	23.4	19.0	0.5	0.4	0.4
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,154	28.6	(14.9)	21.8	19.8	15.8	3.6	3.1	2.8
909 HK Equity	明源云	SaaS	756	3.1	20.4	279.4	84.7	54.8	4.1	4.0	3.9
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,825	5.2	1.2	17.3	14.1	12.2	0.7	0.6	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	3,647	12.1	15.1	N/A	N/A	N/A	2.7	2.3	2.0
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	987	2.0	(40.7)	N/A	88.6	32.2	4.4	3.9	3.6
9959 HK Equity	联易融科技	SaaS	662	2.4	43.3	N/A	N/A	38.6	4.8	4.0	3.5
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	711	0.2	36.0	N/A	N/A	N/A	3.2	3.2	N/A
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	547	9.1	3.4	14.1	11.0	8.0	1.2	1.0	0.9
6608 HK Equity	百融云	SaaS	3,356	18.0	98.9	30.5	21.3	16.4	1.5	1.2	1.0
平均					19.8	94.8	86.2	34.4	4.6	4.1	3.6
MSFT US Equity	Microsoft	美股软件	3,508,974	472.1	12.0	31.2	27.2	23.5	11.5	10.0	8.7
AMZN US Equity	Amazon	美股软件	2,359,224	220.7	0.6	25.8	23.3	19.1	3.3	3.0	2.7
GOOG US Equity	Alphabet	美股软件	3,615,939	299.7	57.3	27.5	25.4	21.6	10.6	9.3	8.2
META US Equity	Meta	美股软件	1,498,145	594.3	1.5	20.7	17.8	15.5	7.5	6.4	5.5
CRM US Equity	Salesforce	美股软件	216,209	227.1	(32.1)	20.1	18.1	16.0	5.3	4.8	4.4
NOW US Equity	ServiceNow	美股软件	168,772	813.4	(23.3)	46.8	39.8	33.5	12.7	10.8	9.1
SNOW US Equity	Snowflake	美股软件	79,289	234.0	51.6	194.7	148.0	101.9	17.5	14.2	11.5
PLTR US Equity	Palantir	美股软件	368,917	154.9	104.7	214.2	155.9	113.0	84.0	58.8	42.3
PATH US Equity	UiPath	美股软件	6,909	13.0	2.4	19.5	17.6	15.8	4.4	4.1	3.7
U US Equity	Unity	美股软件	16,590	38.8	72.5	47.0	42.7	37.0	9.0	8.1	7.0
CRWD US Equity	CrowdStrike	美股软件	123,136	490.7	43.4	133.9	105.3	82.5	26.2	21.5	17.8
DUOL US Equity	Duolingo	美股软件	7,972	172.8	(46.7)	20.4	36.8	31.1	7.7	6.3	5.3
MDB US Equity	MongoDB	美股软件	26,130	321.2	38.0	83.2	75.2	60.3	11.2	9.6	8.2
ADBE US Equity	Adobe	美股软件	135,706	324.2	(27.1)	15.4	13.7	12.3	5.7	5.2	4.8
SE US Equity	Sea	美股软件	77,756	131.3	23.8	36.5	25.9	19.5	3.5	2.8	2.4
APP US Equity	AppLovin	美股软件	175,824	520.3	60.7	56.1	35.9	27.7	30.8	22.4	17.9
SPOT US Equity	Spotify	美股软件	121,674	583.6	30.5	69.8	41.8	32.7	6.1	5.4	4.7
INOD US Equity	Innodata	美股软件	1,640	51.5	30.2	58.8	49.5	N/A	6.6	5.3	N/A
平均					22.2	62.3	50.0	39.0	14.7	11.5	9.7

(……接下页)

(……接上页)

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
COIN US Equity	Coinbase	加密货币	64,825	240.4	(3.2)	44.9	35.7	33.1	8.8	7.5	6.7
CRCL US Equity	Circle	加密货币	16,796	71.3	N/A	N/A	64.7	37.2	6.2	5.2	4.0
FIGR US Equity	Figure	加密货币	7,447	34.8	N/A	48.2	37.9	31.0	15.6	11.7	9.6
GLXY US Equity	Galaxy	加密货币	9,276	23.4	35.1	55.8	N/A	N/A	15.2	0.2	0.1
MSTR US Equity	Strategy	加密货币	48,994	170.5	(41.1)	4.4	5.4	2.5	104.5	102.0	101.4
XYZ US Equity	Block	加密货币	37,645	62.0	(27.1)	25.6	18.2	13.9	1.5	1.4	1.3
CLSK US Equity	Cleanspark	加密货币	2,735	9.7	5.6	10.7	9.8	10.3	3.2	2.4	2.2
HOOD US Equity	Robinhood	加密货币	96,643	107.3	188.0	52.6	42.6	37.6	21.3	17.1	15.3
MARA US Equity	Marathon	加密货币	3,808	10.1	(40.0)	64.1	N/A	N/A	3.9	3.2	2.9
RIOT US Equity	Riot	加密货币	4,726	12.7	24.5	135.2	N/A	N/A	7.1	6.1	5.4
GEMI US Equity	Gemini	加密货币	1,253	10.6	N/A	N/A	N/A	N/A	7.2	3.8	2.5
BLSH US Equity	Bullish	加密货币	5,643	38.6	N/A	N/A	52.0	37.8	19.7	14.2	12.4
平均					17.7	49.1	33.3	25.4	17.9	14.6	13.7

注：E=Bloomberg 一致预测，股价截至 2025 年 11 月 21 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2026 年细分板块配置策略

互联网行业 2026 年展望：整体来看，中国互联网行业 2026 年投资机会主要来自 AI 行情下的估值修复、回购及分红提升安全边际；外部地缘环境仍是市场情绪的主要扰动因素。重点关注 AI 应用落地进度、细分赛道竞争格局变化以及新业务投入对利润端影响。

细分板块来看：

- 1) 云计算：AI 加速落地，需求持续上升；
- 2) 电商：国补品类迎来高基数，打造一站式大消费平台；
- 3) 游戏：注重长线运营，期待新产品周期；
- 4) 在线音乐：付费率持续提升，具备较强韧性；
- 5) 海外虚拟资产：或涌现更多细分赛道龙头。

图表 54：浦银国际 2026 年 AI 算法及应用行业配置策略总结

板块	2026 年投资策略	主要风险	建议关注
云计算	AI 加速落地，带动云计算需求快速增长。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 行业价格竞争激烈，或影响收入增速； 2. 前期投入较大，影响短期利润。 	<p>*阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK)</p> <p>*腾讯 (700.HK)</p> <p>百度 (BIDU.US/9888.HK)</p> <p>谷歌 (GOOGL.US/GOOG.US)</p> <p>微软 (MSFT.US)</p>
电商	国补品类迎来高基数，即时零售竞争仍较激烈，大电商融合趋势，看好海外电商增长机会。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 消费需求放缓； 2. 行业竞争激烈。 	<p>*阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK)</p> <p>快手 (1024.HK)</p> <p>*Sea (SE.US)</p>
游戏	长青游戏成为行业中坚力量，行业储备值得期待。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 长青游戏表现下滑； 2. 新品表现不及预期； 3. 其余娱乐方式抢占用户游戏时长。 	<p>*腾讯 (700.HK)</p> <p>*网易 (NTES.US/9999.HK)</p> <p>哔哩哔哩 (BILI.US/9626.HK)</p> <p>心动 (2400.HK)</p>
在线音乐	竞争格局相对稳定，付费率稳步提升，多元化收入来源。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 用户增长缓慢； 2. 行业竞争加剧。 	<p>*腾讯音乐 (TME.US/1698.HK)</p> <p>网易云音乐 (9899.HK)</p>
海外虚拟资产	海外虚拟资产配置走向主流，关注监管动态和与传统金融的生态融合。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 监管环境变化； 2. 美国货币政策影响流动性； 3. 传统金融渗透不及预期。 	<p>Coinbase (COIN.US)</p> <p>Robinhood (HOOD.US)</p>

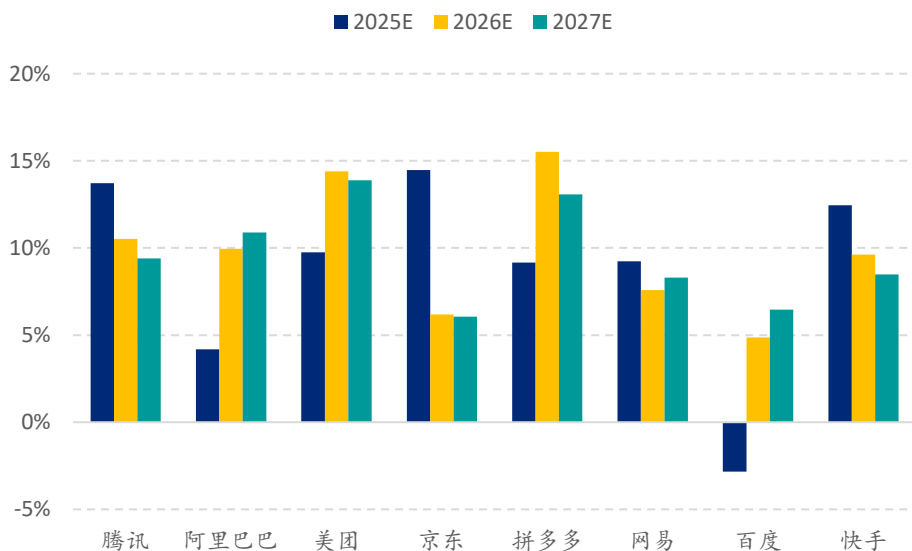
注：*为细分板块首选

资料来源：浦银国际

个股方面，**腾讯 (700.HK)、阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK) 和 Sea (SE.US) 为我们行业首选：**腾讯，AI 持续赋能，微信生态或加速变现；阿里巴巴，take rate 带动电商业务复苏，“AI+云”战略推动估值修复；Sea，各业务线均处于良好增长态势，利润率持续提升。

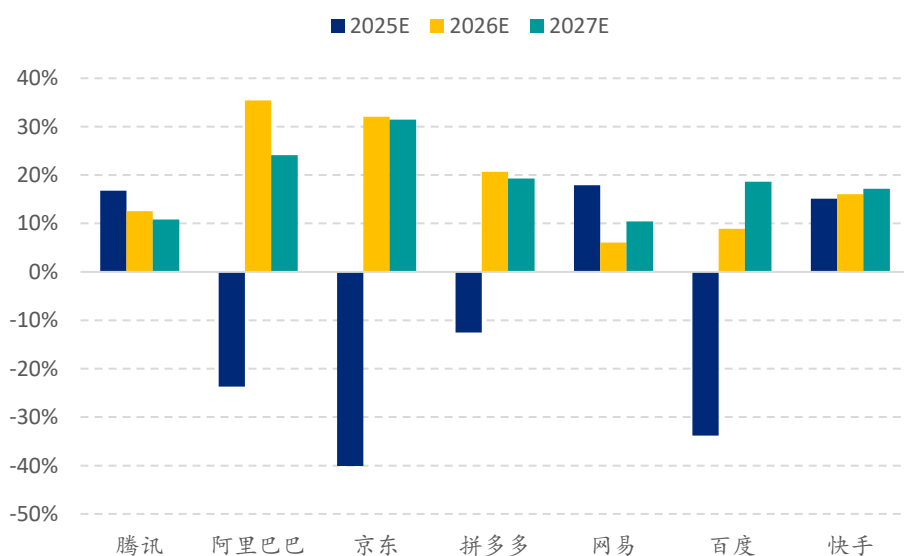
中国主要互联网公司未来预期收入增速近 10%。随着流量红利减弱，中国互联网行业增速逐步放缓：美团和拼多多未来三年平均增速预期在 13%左右，相对领先；其他互联网公司预期收入增速普遍在 10%上下水平。由于部分行业竞争加剧，个别公司 2025 年利润率预期将显著下滑。

图表 55：互联网公司收入增速市场预期



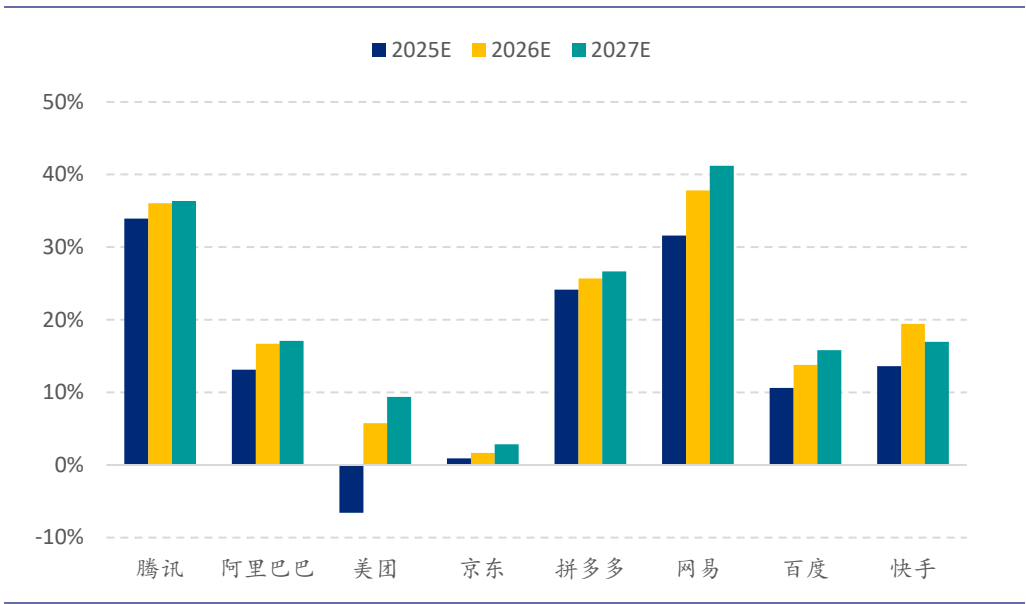
注：E=Bloomberg 一致预测值
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 56：互联网公司利润增速市场预期



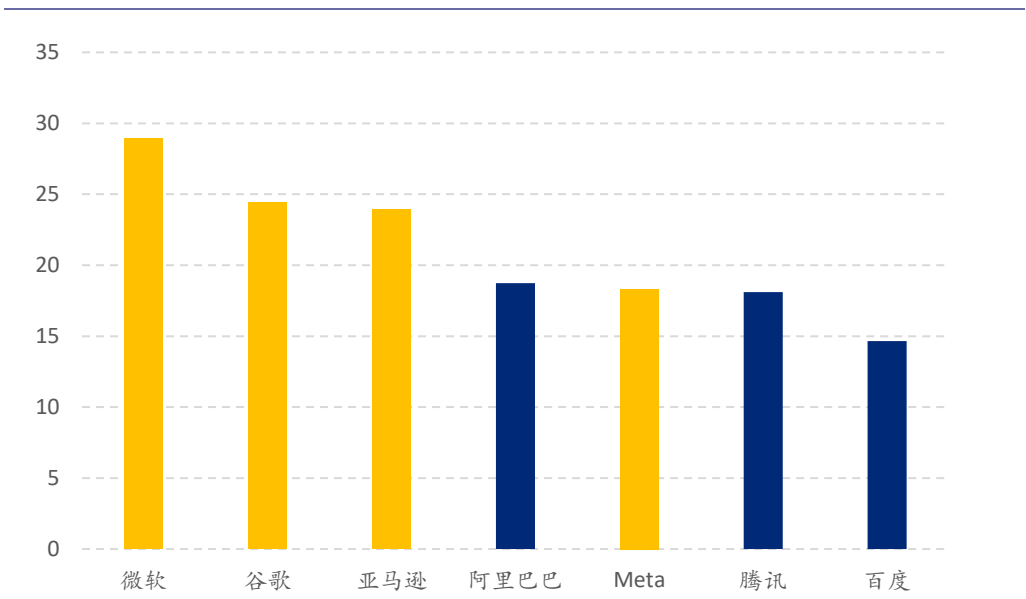
注：E=Bloomberg 一致预测值
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 57：互联网公司调整后利润率市场预期



注：E=Bloomberg 一致预测值
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 58：中美互联网远期市盈率比较



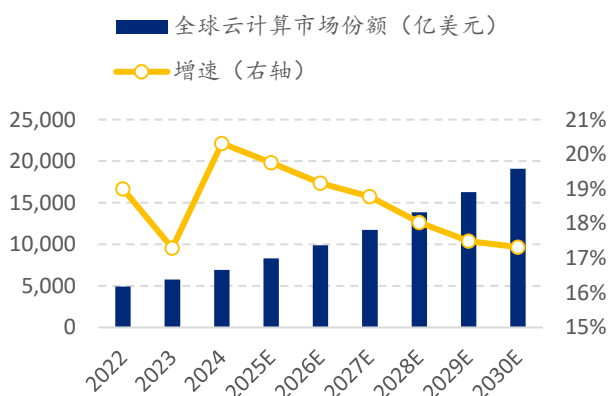
E=Bloomberg 一致预期
资料来源：Bloomberg、浦银国际

云计算：AI 加速落地，需求持续上升

AI 需求依旧强劲，各大云厂商云业务收入迎来加速增长。行业整体仍处在 AI 基建周期，大厂纷纷加大对算力、存储、处理等服务的投入。随着 AI 能力和 Token 成本指数级的优化，AI 加速在各行各业落地，渗透率持续提升，我们预计云计算仍将在未来几年保持强劲需求。云计算作为 AI 基础设施，我们认为是 AI 爆发下确定性较高的领域，我们看好阿里巴巴、腾讯、百度等头部云厂商受益于行业需求提升；海外标的，我们建议关注谷歌、微软等。

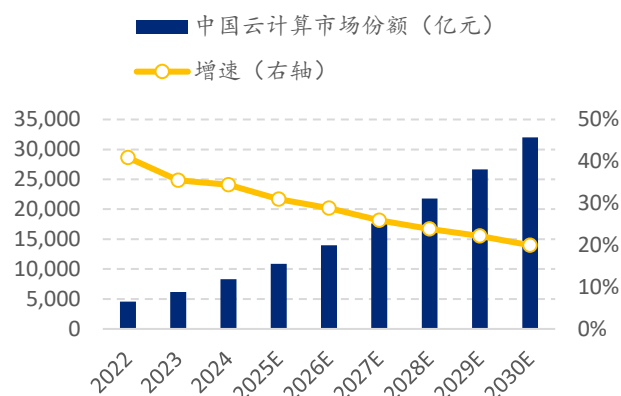
云计算市场保持高速增长态势，支撑 AI 云应用场景落地。根据 Gartner 和中国信通院数据，2025 年全球云计算市场规模预计达到约 8,300 亿美元，同比增长 20%；而中国云市场规模预计达到约人民币 10,857 亿元，同比增长 31%，快于全球大盘，预计 2024-2030E 保持 25.2% 的年均复合增速（vs 全球复合增速 18.4%），随着 AI 应用场景持续落地，预计于 2030 年突破 3 万亿元。

图表 59：全球云计算市场规模



资料来源：Gartner、浦银国际

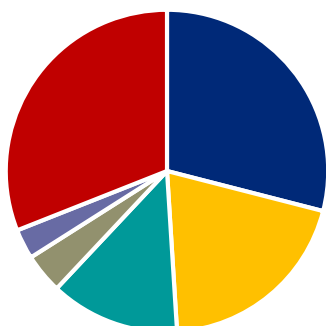
图表 60：中国云计算市场份额



资料来源：信通院、浦银国际

图表 61：全球云计算市场份额 (3Q25)

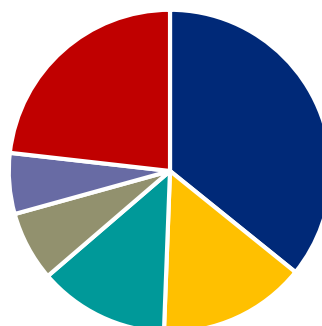
■ 亚马逊 ■ 微软 ■ 谷歌 ■ 阿里巴巴 ■ 甲骨文 ■ 其他



资料来源：Synergy、浦银国际

图表 62：中国 AI 云市场份额 (1H25)

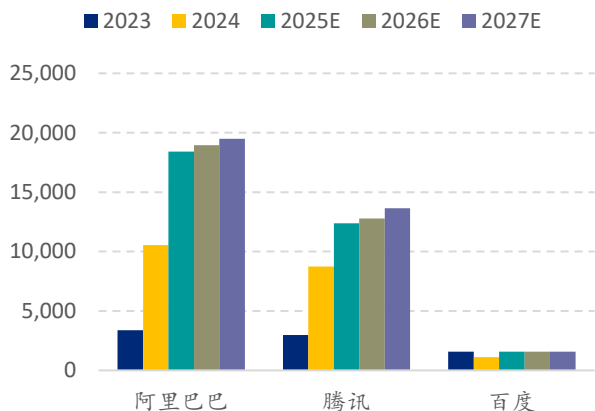
■ 阿里巴巴 ■ 字节跳动 ■ 华为 ■ 腾讯 ■ 百度 ■ 其他



资料来源：Omdia、浦银国际

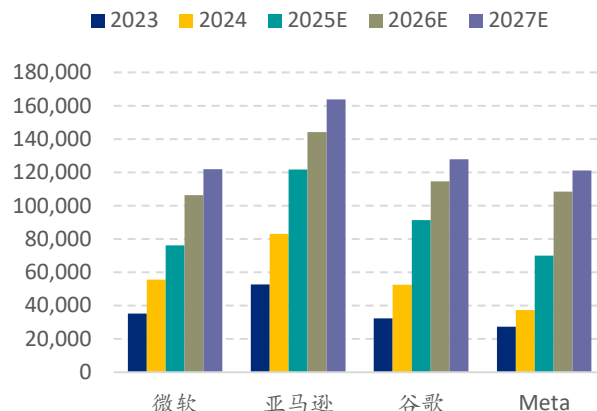
中美头部互联网公司资本支出持续提升，维持在较高水平。自进入 AI 大周期以来，行业资本支出得到快速增长。美国头部四家互联网公司合计资本支出已从 2022 年的约 1,500 亿美元，提升至 2025 年预期的约 3,600 亿美元，达到成倍增长。中国互联网公司同样加大投入，阿里、腾讯、百度合计资本支出从 2022 年的约 120 亿美元，提升至 2025 年预期的约 320 亿美元。

图表 63：中国互联网 Capex（百万美元）



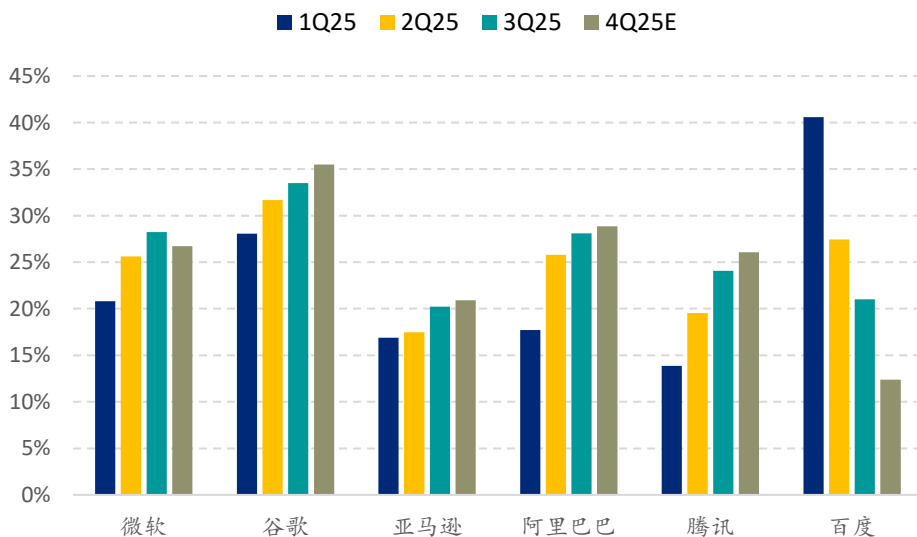
E=Bloomberg 一致预期
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 64：美国互联网 Capex（百万）



E=Bloomberg 一致预期
资料来源：Bloomberg、浦银国际

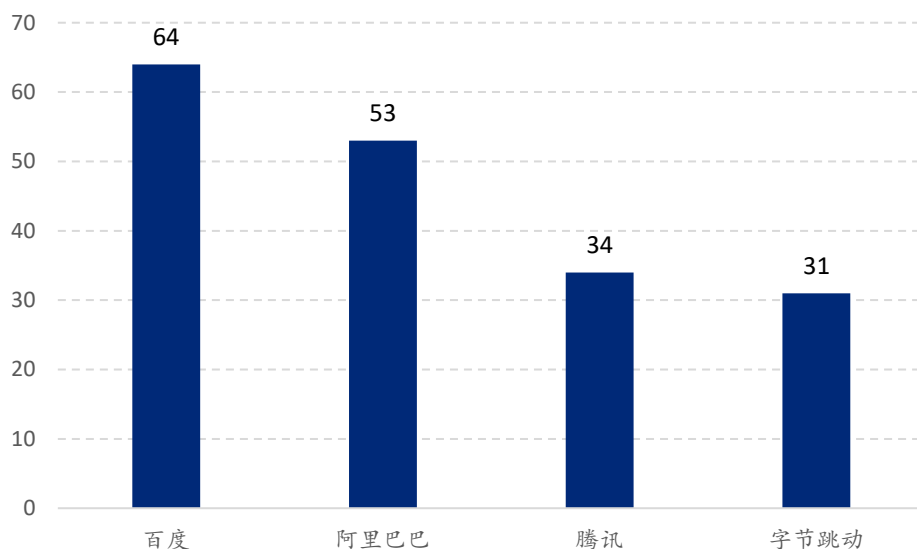
图表 65：中美云计算厂商云收入增速



E=Visible Alpha 一致预期
资料来源：Visible Alpha、浦银国际

大模型领域保持高速迭代，性能持续提升。根据 QuestMobile 统计，2025 年 1-9 月，中国头部互联网厂商平均约 6 天迎来一次模型升级，大模型的参数规模、上下文长度、推理能力和模型架构等方面均在快速迭代优化。

图表 66：2025 年 1-9 月中国头部互联网大模型迭代次数



资料来源：QuestMobile、浦银国际

比较全球头部大模型产品，我们对中国大模型产品有以下几个观察：1) 整体性能出众，处于行业领先地位，评分前十的公司中有 5 家为中国企业。2) 具有显著的成本优势，Token 综合成本平均相较海外模型节省超过 70%。3) 以开源模型为主，而海外领先模型多为闭源。我们认为中国大模型凭借高性能、低成本和开源生态，在全球市场拥有强竞争力。

图表 67：全球大模型综合性能排名

公司	模型	人工智能分析指数	上下文窗口	综合成本 (美元/百万 Tokens)
Google	Gemini 3 Pro Preview	73	1m	4.50
OpenAI	GPT-5.1 (high)	70	400k	3.44
Moonshot AI	Kimi K2 Thinking	67	256k	1.07
xAI	Grok 4	65	256k	6.00
Anthropic	Claude 4.5 Sonnet	63	1m	6.00
MiniMax	MiniMax-M2	61	205k	0.53
DeepSeek	DeepSeek V3.1 Terminus	58	128k	0.80
Alibaba	Qwen3 235B A22B 2507	57	256k	2.63
Z AI	GLM-4.6	56	200k	0.99
Mistral	Magistral Medium 1.2	52	128k	2.75

注：仅比较公司最高评分产品（截至 2025 年 11 月 21 日），资料来源：Artificial Analysis、浦银国际整理

图表 68：文生图模型

公司	模型
ByteDance Seed	Seedream 4.0
Google	Gemini 2.5 Flash (Nano-Banana)
OpenAI	GPT-5
HiDream	Vivago 2.1
Kuaishou KlingAI	Kolors 2.1

资料来源：Artificial Analysis、浦银国际整理

图表 69：文生视频模型

公司	模型
Kuaishou KlingAI	Kling 2.5 Turbo 1080p
Google	Veo 3 (No Audio)
Luma Labs	Ray 3
OpenAI	Sora 2 Pro (No Audio)
MiniMax	Hailuo 02 Standard

资料来源：Artificial Analysis、浦银国际整理

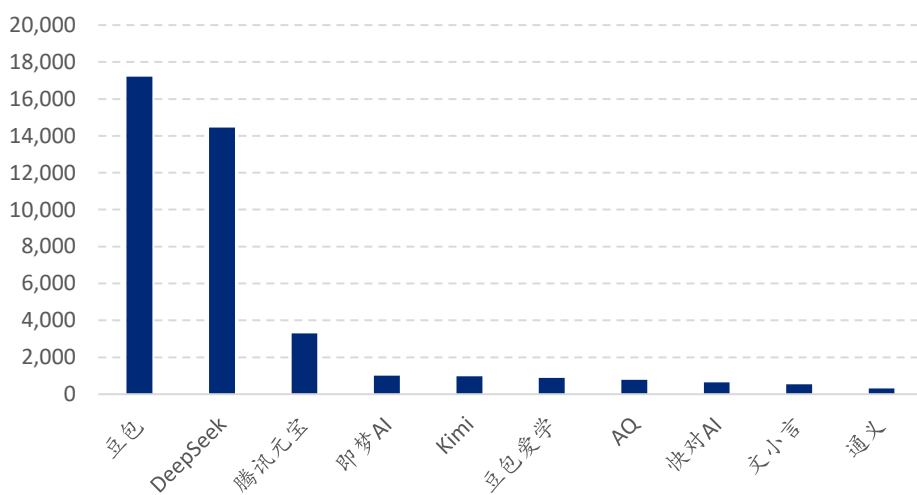
图表 70：图生视频模型

公司	模型
Kuaishou KlingAI	Kling 2.5 Turbo 1080p
Google	Veo 3.1 Fast Preview (No Audio)
PixVerse	PixVerse V5
Baidu	GenFlare
MiniMax	Hailuo 02 Pro

资料来源：Artificial Analysis、浦银国际整理

中国 C 端原生 AI 应用市场中，豆包和 DeepSeek 用户规模领先行业，月活达到亿级水平。垂类应用中，即梦 AI（创意设计）、豆包爱学（学科教育）及 AQ（专业顾问）展现出良好增长势头。

图表 71：AI 原生 App 月活（万，2025 年 9 月）



资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 72：中美互联网主要 AI 产品布局

公司	AI 领域产品
微软	Azure AI、Microsoft 365 Copilot、GitHub Copilot、Bing
谷歌	Gemini 大模型、DeepMind、TensorFlow、Google Cloud、TPU
亚马逊	Nova 大模型，AWS、Trainium、Alexa
Meta	Llama 大模型、XR
阿里巴巴	通义大模型、千问、阿里云、达摩院、平头哥
腾讯	混元大模型、腾讯元宝
百度	文心大模型、飞桨、昆仑芯、自动驾驶
字节跳动	豆包大模型、即梦、Seedance

资料来源：公司资料、浦银国际整理

电商：国补品类迎来高基数，打造一站式大消费平台

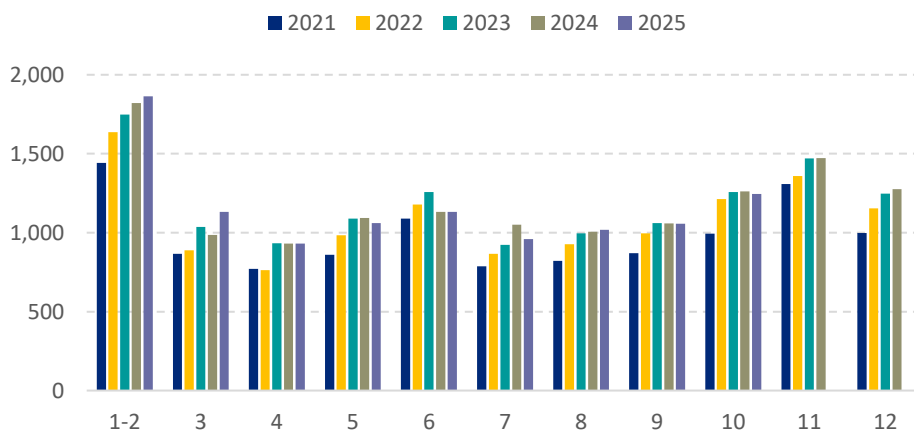
行业竞争仍然激烈，价格竞争力仍是核心，并通过不断完善服务体系提升用户购物体验。国补有效刺激了用户前置购买需求，但随着国补退坡，家电数码等品类将迎来高基数，平台补贴压力或将提升。跨境电商全球化布局持续推进，降低中美关税不确定性风险。直播电商份额稳步扩张，并持续完善货架电商和短视频电商覆盖，满足用户各类场景需求。海外电商增长持续快于国内市场，渗透率仍有较大提升空间。即时零售成为电商平台的新战场，一方面挖掘即时零售市场作为新增长点，另一方面寻求与传统电商业务产生交叉销售机会。平台为了抢占市场份额纷纷投入大量资金，显著影响了短期利润水平，尽管行业竞争较峰值有一定边际改善迹象，但不确定仍存，UE 改善节奏和幅度尚不明朗。

AI 在电商领域的渗透日益提升。商家通过 AI 工具，可实现自动化生成商品描述、协助生成图片视频和虚拟展厅，提升产品展示的吸引力。更智能的搜索、更精准的推荐和更个性化的内容也帮助买家更容易找到感兴趣的产品。推荐算法的优化，持续提高广告转化效率。智能客服和直播数字人也有效节省了大量人力成本，实现全天候的服务。

随着淘宝整合大会员体系，打造大消费平台，业务之间存在协同效应机会，加上公司 AI 技术的领先优势有望赋能电商业务增长，我们看好阿里巴巴；同时，考虑到市场份额仍在扩张，且受即时零售竞争、国补基数、关税影响较小，我们也看好快手。海外电商方面，我们看好 Sea 在东南亚及巴西等新兴市场的巨大增长潜力。

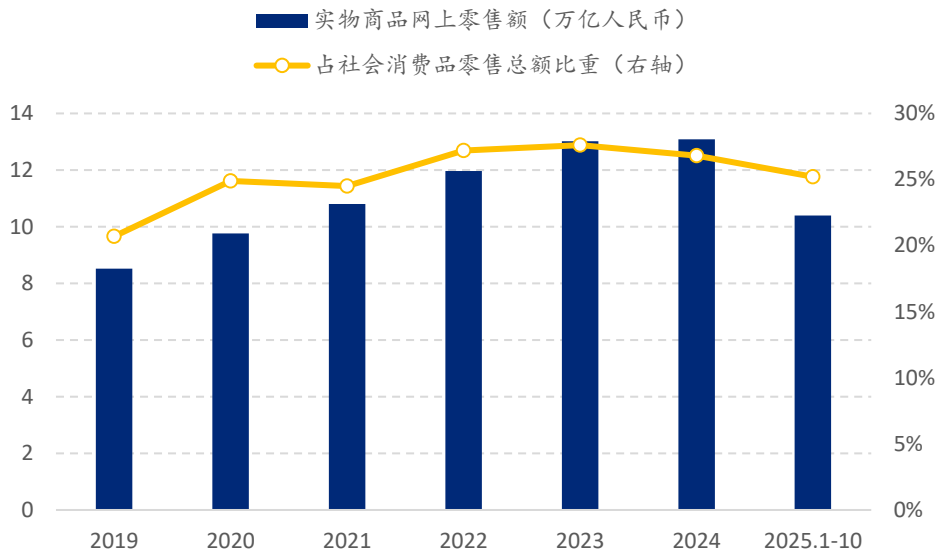
2025 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 4.3%。其中，实物商品网上零售额同比增长 6.3%，占社会消费品零售总额的比重为 25.2%；在实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品分别增长 15.1%/3.6%/5.1%。

图表 73：实物商品网上零售额（百万元）



资料来源：国家统计局、Bloomberg、浦银国际

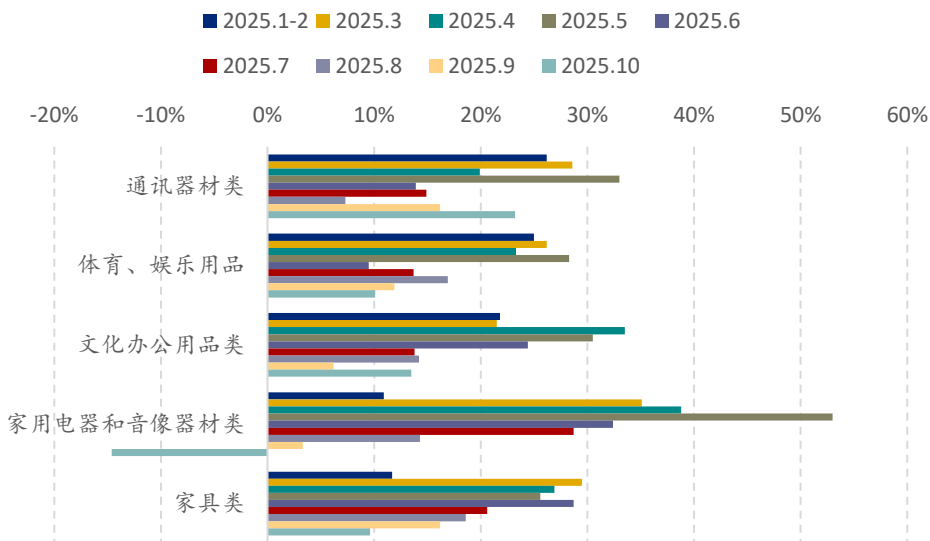
图表 74：实物商品网上零售额



资料来源：国家统计局、Bloomberg、浦银国际

国补品类迎来高基数。2024 年 9 月以来，全国各地家电以旧换新补贴陆续推出，刺激家电消费增长。而 2025 年 1 月，消费以旧换新政策范围进一步扩大至家装消费品、手机等数码产品。2025 年 3 月，政府工作报告明确了将安排 3,000 亿元支持消费品以旧换新。国补有效刺激了消费者换新需求的前置，推动今年 1-10 月国补品类近 20% 的同比增速，补贴政策取得了显著成效。然而，随着消费者逐渐完成换新以及国补发放收紧，国补品类已迎来高基数，特别是家电品类，9 月销售额同比增速降至 3.3%，10 月录得 14.6% 的下滑。手机、平板等数码品类也将于明年迎来高基数影响。

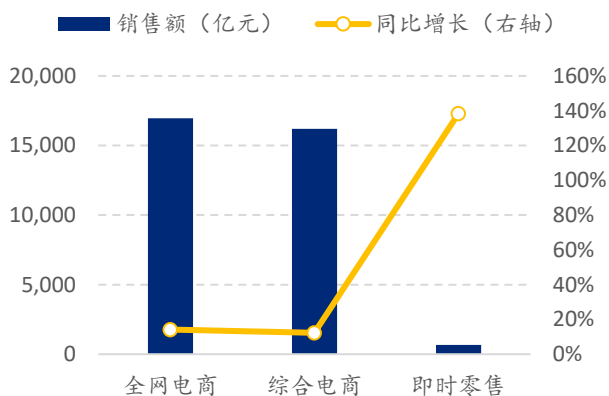
图表 75：今年以来主要国补品类增速



资料来源：Bloomberg、国家统计局、浦银国际

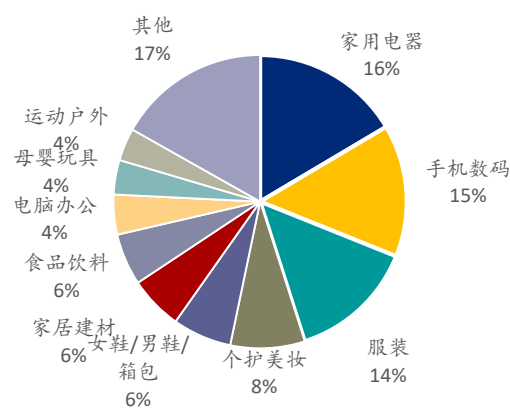
“双十一”时间进一步拉长，销售增长有所回暖。今年“双十一”各平台促销时长普遍增加至超过 30 天，整体促销规则有所简化。在大电商融合生态下，即时零售取得了高速增长。根据星图数据，“双十一”即时零售销售额同比增长 138%，助力全网电商销售额同比增长 14.2%。天猫“双十一”取得四年来最好的增长，近 600 个品牌成交额破亿；京东下单用户数增长 40%，订单量增长近 60%。

图表 76：2025 年“双十一”电商销售表现



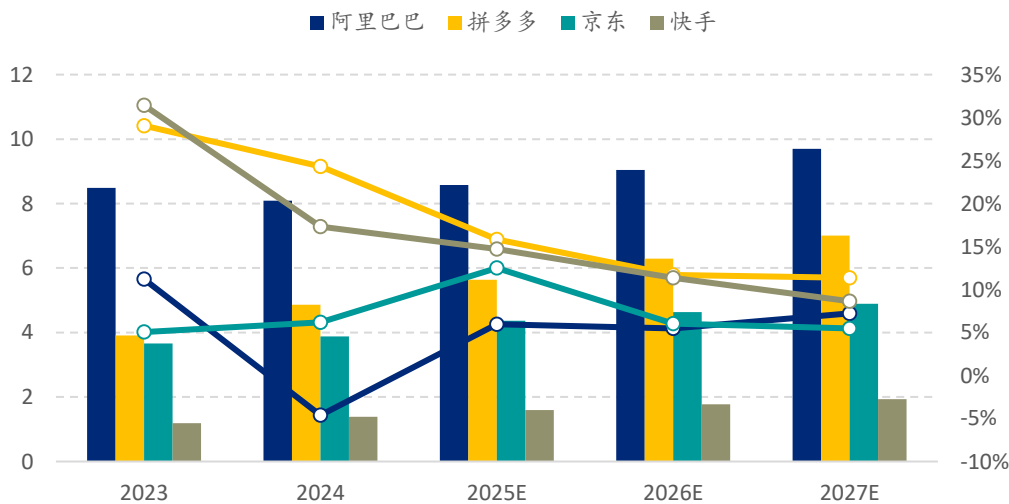
资料来源：星图数据、浦银国际

图表 77：2025 年“双十一”主要品类占比



资料来源：星图数据、浦银国际

图表 78：电商 GMV 预测



E=Bloomberg 一致预期

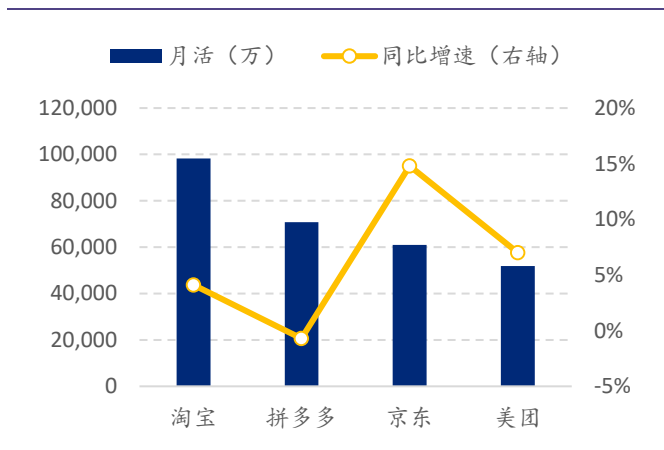
资料来源：Bloomberg、浦银国际

从电商到大电商，打造一站式平台。随着电商大盘渗透红利减弱，平台竞争逐渐从电商领域拓展至即时零售、线下零售、酒旅出行等全场景生态。京东今年已正式进军外卖、酒旅领域，希望通过自身供应链优势，寻求新的增长机会。京东近期推出了京东外卖 App，不仅提供外卖服务，还覆盖即时零售、点评、酒旅、购物等服务，打造一站式本地生活服务平台。淘宝也同样加强

各业务之间协同，升级 88VIP 权益，新增盒马、饿了么、飞猪、高德等会员权益，覆盖各类生活场景。

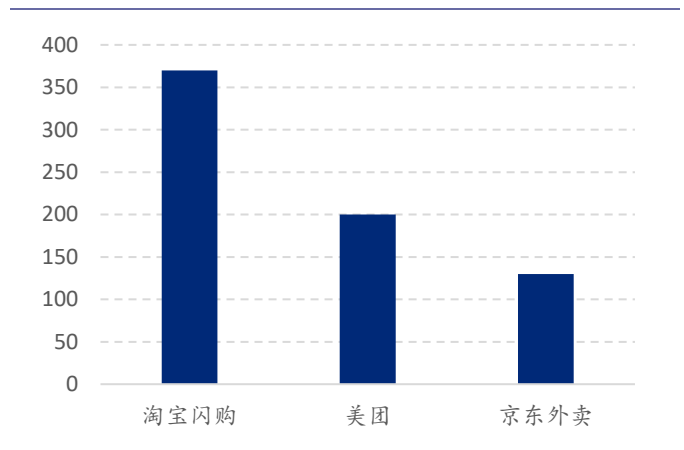
外卖对电商业务带来一定协同作用，成为平台争夺的重要流量入口。京东今年 6 月曾披露外卖所带来的新用户中有 40% 转化为了新电商用户，获客成本优于媒体买量，京东外卖业务 3Q25 末交叉销售率已提升至近 50%。根据 QuestMobile 2025 年 9 月数据，京东 APP 的秒送模块月活用户规模达到 1.1 亿，人均使用次数 13.5 次。淘宝 APP 月人均使用次数 73.9 次，同比增长 18.8%，人均使用时长增加 9.2%。但与此同时，在外卖行业激烈竞争下，行业利润率受到显著影响，我们预计今年三季度行业即时零售亏损规模达到 700 亿元。我们观察到短期竞争态势相较峰值已有所缓和，补贴强度有所收缩，预计未来 UE 将逐步改善，但行业竞争格局仍未稳定，利润率改善节奏和幅度存在不确定性。

图表 79: 电商 APP 月活 (万, 2025 年 9 月)



资料来源: QuestMobile、浦银国际

图表 80: 即时零售 3Q 亏损预估 (亿元)



资料来源: 浦银国际

游戏：注重长线运营，期待新产品周期

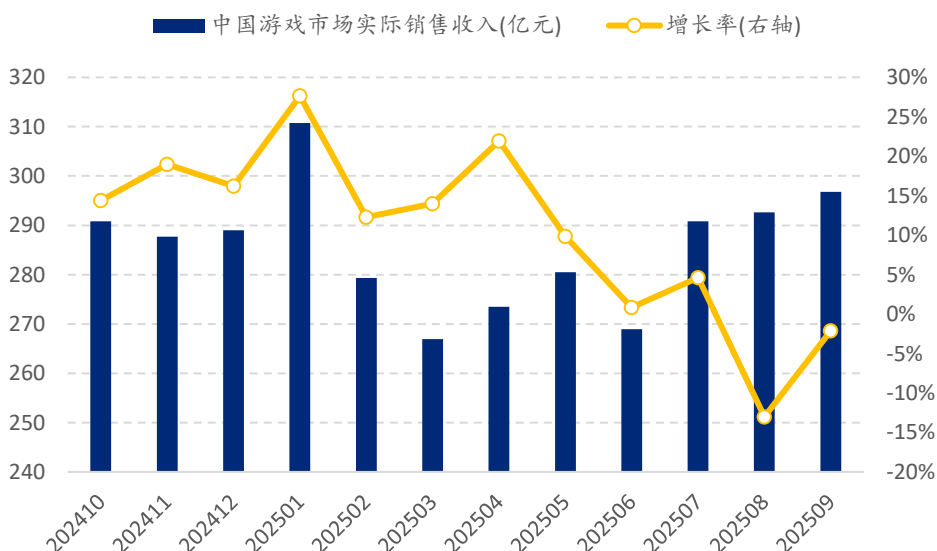
随着行业版号持续发放，供给端不再是行业增长瓶颈，进口版号数量的提升将持续贡献增量。由于玩家对内容质量和玩法创意要求持续提升，游戏公司倾向集中资源于少量产品，以提升产品成功率，重质不重量。长青游戏仍然是行业重要支柱，在公司有效运营下，持续展现出强大生命力。在跨端玩法增加以及外链支付趋势下，行业的利润率水平有提升空间。小游戏的快速发展也有助于触达更广泛的轻度玩家。行业多款重磅产品储备值得期待，有望进入新产品周期。

作为创意内容行业，我们认为游戏是最受益于 AIGC 技术发展的领域之一。相比于直接在收入端的贡献，AI 对游戏行业的赋能更多在降本增效，包括代码编写、素材制作、AI NPC 和翻译等方面。AI 技术的进步，特别是在图片和视频领域的突破，将有助于游戏公司减少开发成本和缩短开发周期，打造出优质游戏产品，推动行业增长。

考虑到丰富的现有产品矩阵和强大的研发能力，能够提供更好的业绩支撑和提高新品成功率，我们仍看好腾讯、网易等行业头部企业，同时也关注各厂商产品周期动态带来的业绩增长机会。

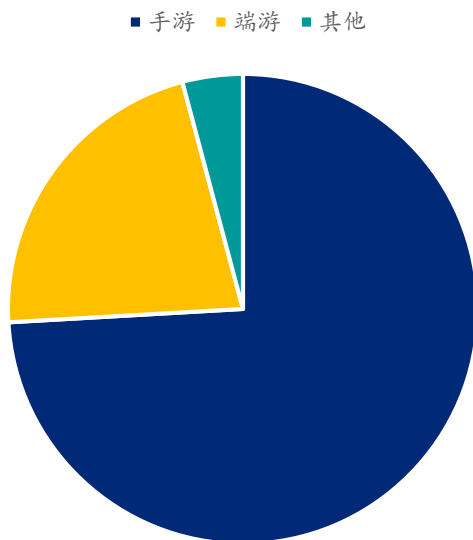
行业保持健康增长。2025 年 1-9 月中国游戏行业销售收入为 2,560 亿元，同比增长 7%，实现良好增长。同期移动游戏市场收入同比增长 10%，主要得益于 MOBA、射击、策略等头部游戏长线运营贡献。端游方面，同期市场规模同比增长 10%，主要受到双端互通及长青端游表现所贡献。

图表 81：中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

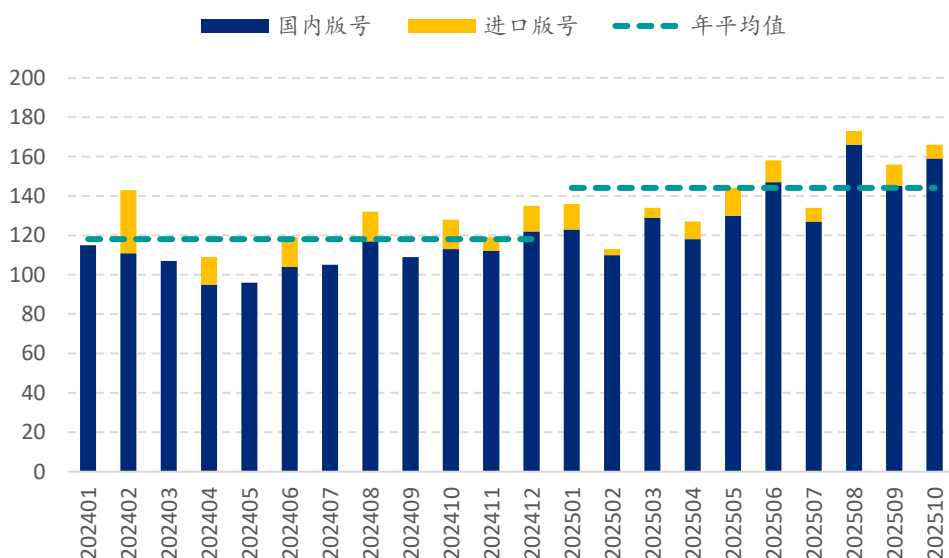
图表 82：中国游戏市场收入规模占比（2025 年前三季度）



资料来源：伽马数据、浦银国际

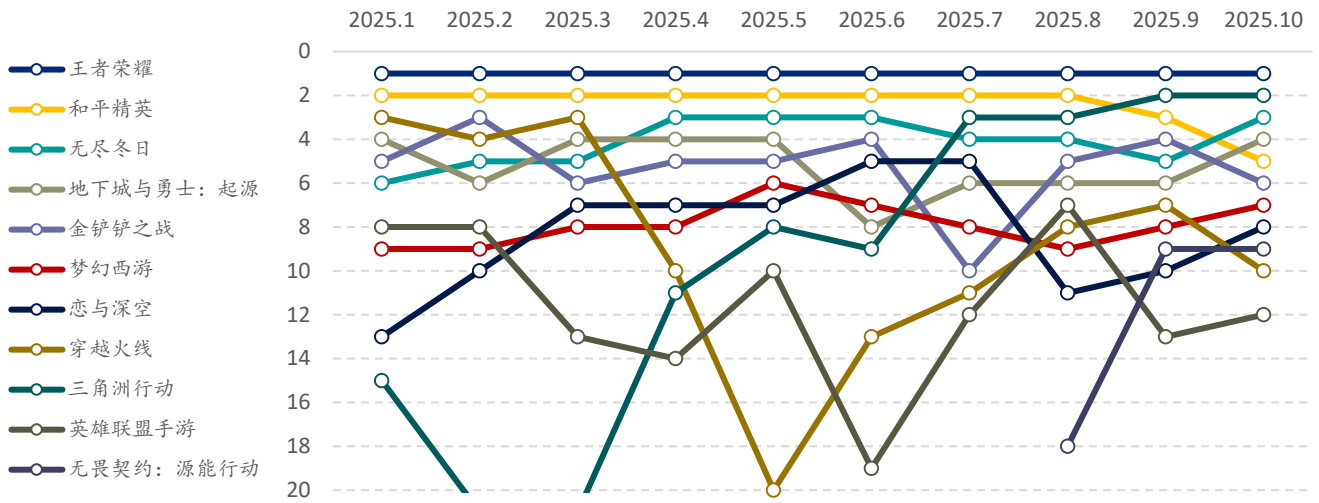
游戏版号发放数量稳中有升。2025 年前十个月，国家新闻出版署累计发放 1,441 款游戏版号，累计版号发放数量同比增长 24%，其中包括 1,354 款国内游戏版号和 87 款进口游戏版号，平均每月获批 144 款。进口版号发放延续常态化，已连续 13 个月发放，持续丰富国内供给。近几个月的版号发放数量有进一步提升趋势，供给端的丰富有望持续推动行业增长。

图表 83：中国游戏版号发放数量



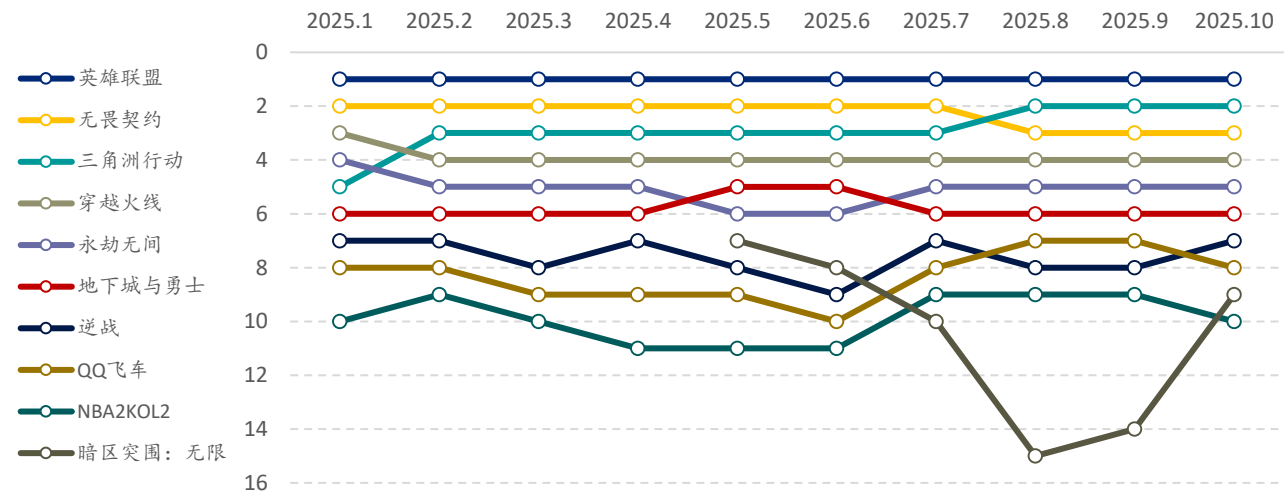
资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

图表 84：中国 App Store 手游收入排名



资料来源：SensorTower、浦银国际

图表 85：网吧游戏热力榜



资料来源：顺网科技、浦银国际

图表 86：腾讯、网易主要新游及储备

公司	主要新游	类型	主要储备	类型
腾讯	三角洲行动	射击	王者荣耀世界	开放世界
	暗区突围: 无限	战术射击	逆战: 未来	射击
	无畏契约: 源能行动	英雄射击	彩虹六号	团队竞技
网易	漫威争锋	英雄射击	遗忘之海	航海 RPG
	燕云十六声	武侠开放世界	无限大	开放世界
	七日世界	开放世界生存	归唐	3A 单机
	命运群星	科幻射击		

资料来源：公司资料、浦银国际整理

在线音乐：付费率持续提升，具备较强韧性

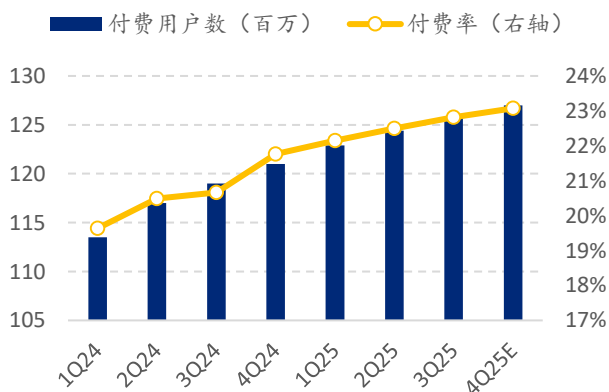
竞争格局较为稳定，付费率及 ARPU 稳步增长。付费墙提高和付费意愿提升推动着付费率的持续转化，我们认为相较海外成熟市场，中国在线音乐市场付费率渗透仍有足够大的提升空间。随着折扣收缩及 SVIP 权益的丰富，行业 ARPPU 也在稳步增长。激励广告有助于吸引更广泛的用户，线下演出的活跃也带动更多元的商业化变现机会。由于价格相对可负担及音乐内容可重复消费，我们认为在线音乐是具备性价比的娱乐方式，核心用户粘性较高，音乐订阅具备较强的持续性，行业仍然具备较强韧性。

行业通过 AI 创新提升用户体验，或将推动付费转化。个性化推荐场景中，在 AI 的赋能下平台能够更好地根据用户听歌历史喜好，精准推荐可能感兴趣的歌单。各平台近期升级的 Automix 智能混音，通过 AI 算法对歌曲结构、节奏、旋律等方面进行分析，在合适的节点进行切换，实现歌曲的无缝连接，带来持续流畅的沉浸式聆听体验。我们预计未来会员权益中将有更多高阶 AI 功能的加入，也将有助于持续推动付费转化。

我们认为内容版权丰富度仍是核心用户群的重要考量因素。用户积累的资产和社交关系也有助于用户留存。头部参与者通过不断丰富自制音乐内容形成壁垒，努力扩大音乐领域的影响力。我们仍然看好腾讯音乐、网易云音乐等行业头部企业。

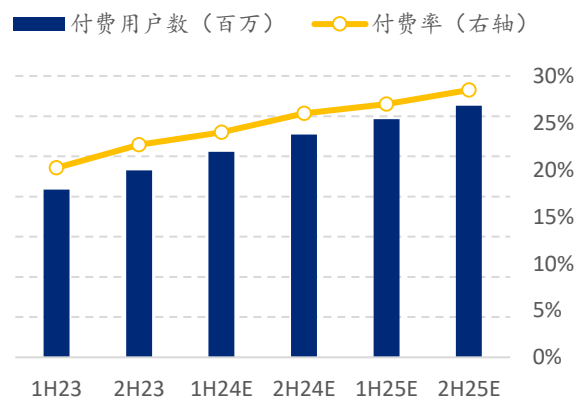
付费率持续提升。随着内容权益的不断丰富和用户付费意愿提升，行业付费率呈现持续增长态势。我们预计当前行业付费渗透率已达到约 25%，相较于欧美成熟市场 50%-60% 的付费率，仍有很大的提升潜力。未来付费率的提升驱动力主要包括 1) 内容付费墙的提升，2) 会员层级体系的丰富，和 3) 具备吸引力的会员权益。

图表 87：腾讯音乐月均付费用户数及付费率



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

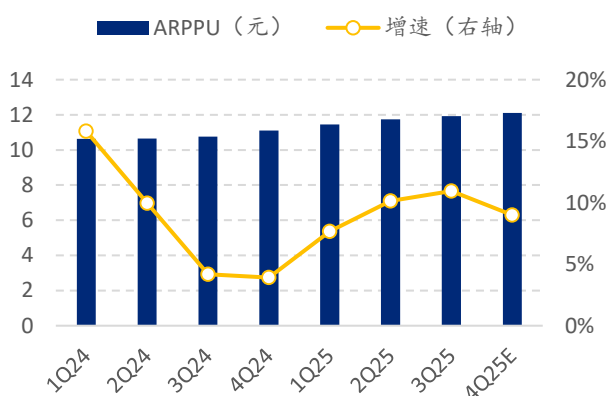
图表 88：网易云音乐月均付费用户数及付费率



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

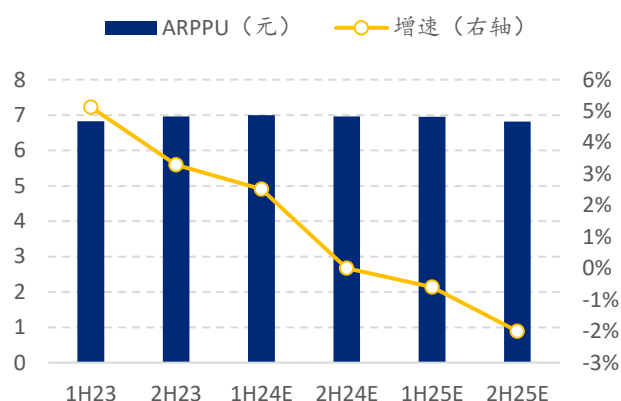
ARPPU 有较大的提升空间。腾讯音乐 ARPPU 稳步提升，成为短期增长的重要驱动力之一，我们预计今年年末腾讯音乐 ARPPU 将提升至 12.1 元，同比增长 9%。行业 ARPPU 提升的主要驱动因素包括 1) 折扣缩减：目前基础会员连续包月定价在 15 元，我们预计目前行业整体 ARPPU 在 10 元左右，仍有较大的提升空间。2) SVIP 规模增长：通过持续丰富超级会员的权益，平台能够更好地服务高付费能力的用户人群，推动整体 ARPPU 的提升。

图表 89：腾讯音乐订阅 ARPPU



资料来源：公司资料、浦银国际

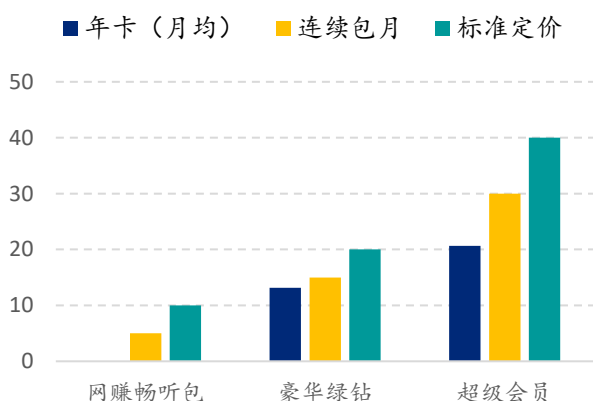
图表 90：网易云音乐订阅 ARPPU



资料来源：公司资料、浦银国际预测

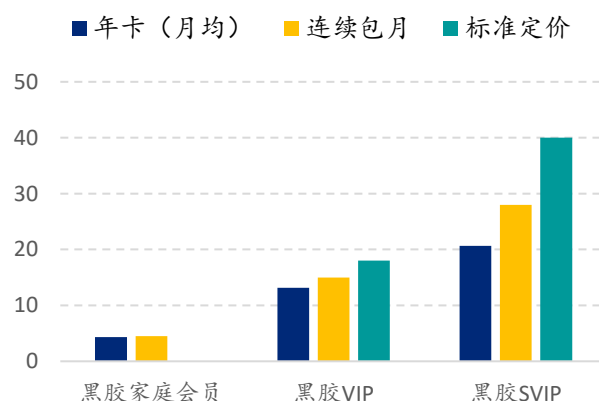
持续丰富的多层次会员体系，满足各类用户需求。QQ 音乐新推出了“网赚畅听包”会员服务，每天观看 4 则广告换取全天听歌权益，标准定价降低至每月 10 元（连续包月 5 元），进一步拉低了付费门槛。网易云音乐新上线了黑胶家庭会员测试，连续包月 18 元/年卡 208 元，可供四人共享，人均费用低至月均 4.5 元/4.3 元。我们认为多层次会员体系的持续丰富，能够更好地满足各类用户的不同需求，付费门槛的降低也有助于长期付费率提升。

图表 91：QQ 音乐会员体系



资料来源：公司资料、浦银国际

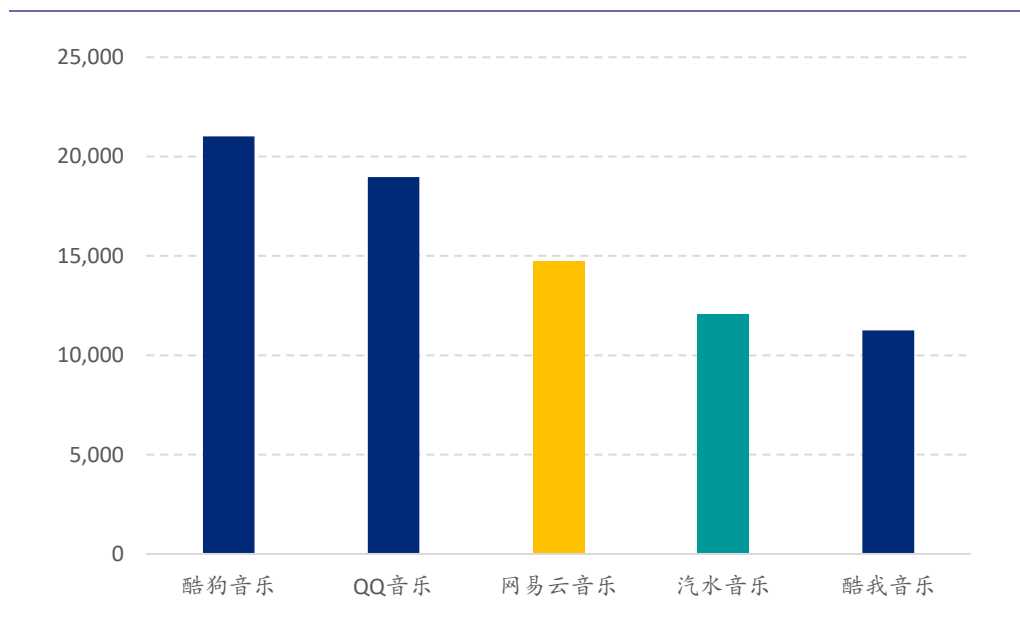
图表 92：网易云音乐会员体系



资料来源：公司资料、浦银国际

行业竞争方面，汽水音乐凭借抖音强大的流量导流，月活用户规模在近几年实现了快速增长，引发市场对于行业竞争加剧的担忧。我们目前对此并不太担忧，我们依然认为内容版权是音乐 APP 的重要竞争壁垒。汽水音乐官方定位为抖音音乐版，作为短视频产品的延伸，核心版权内容较为缺失，我们认为其核心用户群与腾讯音乐和网易云音乐有本质差别。相反，我们认为汽水音乐能够吸引更多非音乐用户转化为音乐用户，培育用户听音乐习惯，有助于推动行业发展。

图表 93：移动音乐 APP 月活（万，2025 年 9 月）



资料来源：QuestMobile、浦银国际

海外虚拟资产：或涌现更多细分赛道龙头

美股加密资产标的日益受到关注，成为资产配置中重要组成部分，主要得益于：(1) 监管框架日益清晰，例如美国通过《GENIUS 法案》为稳定币建立监管规则，以及前期批准比特币现货 ETF，推动行业走向合规化；(2) 新兴领域快速崛起，尤其是资产代币化（RWA）趋势显著，传统金融机构加速进场，推动多元化资产上链，行业生态不断完善。

美股市场中与虚拟资产相关的上市公司已初具规模。截至 2025 年 11 月中旬，虚拟资产相关股票数已达几十只，且广泛分布于整个产业链：上游主要包括挖矿企业，包括 IREN Limited、Riot Platforms、Cleanspark 等；中游涵盖服务中介，如交易平台 Coinbase、Gemini，以及稳定币发行商如 Circle；下游涉及各类应用服务提供商，以及将加密货币（如比特币、以太坊等）作为核心资产储备的“数字资产金库（DAT）”上市公司，例如 Strategy Inc。

虚拟资产概念股的股价波动受到多重因素影响：首先，主流加密货币的自身表现是最直接影响因素，板块股价表现与比特币、以太坊等价格之间存在极强的联动性。其次，监管政策的动向也是影响行业走势的关键，监管机构态度以及相应政策出台将极大程度地影响市场信心和未来发展空间。最后，宏观经济环境的影响也不容忽视。全球主要央行，尤其是美联储的货币政策会影响市场流动性，进而传导至虚拟资产股市。

图表 94：加密货币各环节代表公司

类别	核心业务/特点	代表公司
交易与服务	提供加密货币交易、托管、经纪等金融服务。	Coinbase Robinhood
稳定币与支付	发行与美元锚定的稳定币，或集成加密技术的支付服务。	Circle Block
矿业与硬件	通过挖矿获取加密货币，或制造矿机硬件设备。	IREN Cleanspark
加密资产储备	公司将加密货币作为核心资产储备，股价与币价高度绑定。	Strategy

资料来源：公司资料、浦银国际

目前，美股虚拟资产核心投资标的包括：Coinbase、Circle、Figure、Galaxy、Strategy、Block、Cleanspark 和 Robinhood 等。

- **Block:** 前身为 Square，核心定位为“赋能中小企业与个人的综合金融服务平台”。公司包括面向商户的 Square 平台（提供 POS 支付、库存管理、商户贷款等服务）与面向个人用户的 CashApp（涵盖 P2P 转账、股票、加密货币交易、联名银行卡等功能），同时布局比特币挖矿与自托管钱包业务。
- **Circle:** 稳定币第一股。公司以“数字美元”为核心，构建连接传统金融与区块链的基础设施，业务涵盖稳定币发行、跨链支付、企业级金融服务等。USDC 作为全球第二大稳定币，2024 年流通量达 320 亿美元，储备资产以美国国债（85%）和现金为主。
- **Cleanspark:** Cleanspark 是一家专注于比特币挖矿的上市企业，其核心业务围绕区块链与能源管理技术融合展开。公司凭借专有数据中心基础设施和能源管理系统，实现高正常运行时间与运营效率，同时通过整合可再生能源、部署先进 ASIC 矿机，构建了“高效挖矿+能源优化”的核心业务模式。
- **Coinbase:** Coinbase 是美国最大的合规加密货币交易所，被视为加密行业的“监管合规标杆”。公司业务涵盖加密货币交易、托管、衍生品及区块链基础设施服务，旗下 Layer2 网络 Base 已成为重要生态平台。
- **Figure:** Figure 是全球首家以真实世界资产（RWA）代币化为核心业务的上市公司。公司通过自研的 Provenance 区块链构建金融基础设施，将传统金融流程上链，核心业务包括房屋净值贷款（HELOC）、加密资产抵押贷款、链上资产证券化及合规稳定币发行。公司已经成为美国最大的非银 HELOC 供应商之一。
- **Galaxy Digital:** Galaxy Digital 是全球领先的数字资产与数据中心基础设施公司，业务覆盖数字资产金融服务与 AI 算力基建两大核心领域。2025 年，Galaxy 在纳斯达克上市，成为合规化数字资产领域的标杆企业。
- **Robinhood:** Robinhood 是全球领先的零佣金互联网券商，公司通过颠覆性的零佣金模式和简洁的界面设计，打破传统券商壁垒。2024 年，公司战略重心进一步向加密货币和全球化倾斜，推出加密货币质押和股票代币化交易服务，同时在欧盟市场扩张，并通过收购 Bitstamp 强化机构业务能力。
- **Strategy:** Strategy 是全球领先的企业级商业智能软件提供商，同时也是全球最大的比特币持有上市公司。公司通过发行股票、可转债等方式筹集资金持续增持比特币，形成“比特币证券化”的独特资本运作模式。尽管目前软件业务仍贡献 100% 的营业收入，但其利润来源已高度依赖比特币价格波动。

AI 算力及应用行业：AI 增长红利溢出， 提供多产业链增量成长

回顾 2025 年，从大科技板块来看，我们覆盖的公司中大多数企业年初至今取得较好的正回报（图表 95）。例如，消费电子的小米、蓝思、丘钛，新能源车的小鹏、零跑，智驾的禾赛、地平线等，晶圆代工的华虹、中芯，功率半导体的扬杰，AI 算力芯片的台积电和英伟达，都实现了 20% 以上，甚至 50% 以上的涨幅。

从时间序列拆解来看（图表 96），这些公司股价的涨幅主要集中在两个时间段。其一是年初 2 月份左右的时间，其二是在半年报时期的 8 月和 9 月。2 月份，市场行情主要受到 AI 带动下的两个主题——DeepSeek 的快速破圈以及智驾行业的“高举高打”所驱动。而对于 8 月和 9 月的科技行业涨幅，我们认为更多来自于 4 月份中美关税形势快速变化后，市场对于政策稳定、上半年业绩兑现以及科技行业长期发展乐观判断。同时，AI 算力需求溢出带动半导体存储周期上行，半导体晶圆代工以及功率半导体都有较好表现。

从估值和基本面的拆解来看，今年消费电子、新能源车、晶圆代工、功率半导体、AI 算力芯片等板块的基本面市场预测全球内大都处于上调的趋势中。这得益于国补带动消费电子和新能源车的需求、智驾渗透率大幅提升、AI 服务区的需求溢出、机器人等新兴需求的潜在增量。

而从估值角度来看，之前被低估的标的年初至今的估值提升显著（图表 95）。例如，消费电子的立讯、蓝思，新能源车的小鹏、蔚来，智驾板块的禾赛、地平线，晶圆代工的中芯、华虹，功率板块的斯达、扬杰，以及 AI 算力芯片的 AMD 和英特尔。

展望 2026 年，从基本面来看，AI 主线逻辑将带动多个子板块的增量成长。首先，AI 算力需求大幅成长，英伟达、台积电等是直接受益标的。其次，配套 AI 服务器的功率器件需求同步大幅成长，这为中国的功率半导体以及中国晶圆代工都带来增量。第三，中国的消费电子供应链有望在明年收获 AI 服务器零部件以及组装的业务增量，并且成长显著。最后，作为 AI 技术落地应用最突出的新能源车上的智驾同样将在技术面和基本面取得较大成长，智驾域控、激光雷达、智驾芯片等领域的需求将放量成长。在明年消费电子、新能源车等下游终端需求增长预期较今年下行的情况下，这些来自于 AI 的增量需求将为大科技产业提供上行动能。

从估值展望来看，有不少的优质标的年初至今的估值涨幅有限，甚至下滑，为明年提供更加安全的下行风险保障以及更高的估值提升空间。尤其是在经历今年 10-11 月的下跌后，这些标的的估值性价比更优，例如，消费电子的丘钛科技（12.6x PE），新能源车的零跑汽车（0.7x PS），AI 算力芯片的台积电（19.4x PE）和英伟达（30.3x PE），功率半导体的扬杰科技（23.3x PE）和新洁能（25.5x PE）等。另外，对于新兴行业中有望快速盈利的标的，在估值体系从市销率向市盈率切换的过程中，市销率有望取得估值溢价，例如零跑汽车和禾赛科技。

图表 95：浦银国际 AI 算力及应用行业覆盖公司：年初至今股价与估值变化

股票代码	公司	年初至今 股价表现	年初至今 估值变化	当前估值	过去 5 年 估值百分位
1810 HK	小米集团-W	23%	(34%)	19.3	30%
688036 CH	传音控股	(32%)	(12%)	14.8	27%
AAPL US	苹果	9%	(1%)	32.7	97%
285 HK	比亚迪电子	(18%)	(20%)	12.0	25%
600745 CH	闻泰科技	16%	(3%)	20.2	64%
002475 CH	立讯精密	39%	14%	19.5	62%
300433 CH	蓝思科技	27%	14%	22.8	83%
6613 HK	蓝思科技	39%	11%	18.7	24%
2018 HK	瑞声科技	6%	(24%)	14.8	28%
2382 HK	舜宇光学科技	0%	(28%)	16.6	2%
1478 HK	丘钛科技	70%	(23%)	12.6	61%
603501 CH	豪威集团	17%	(6%)	26.1	17%
NIO US	蔚来	41%	30%	0.9	23%
9866 HK	蔚来-SW	42%	31%	0.9	33%
XPEV US	小鹏汽车	112%	35%	1.5	47%
9868 HK	小鹏汽车-W	112%	35%	1.5	52%
LI US	理想汽车	(18%)	16%	16.1	20%
2015 HK	理想汽车-W	(18%)	15%	16.3	22%
9863 HK	零跑汽车	71%	(4%)	0.7	18%
TSLA US	特斯拉	0%	49%	185.8	95%
1211 HK	比亚迪股份	13%	12%	17.3	29%
002594 CH	比亚迪	4%	7%	17.9	51%
HSAI US	禾赛科技	42%	71%	5.0	90%
2498 HK	速腾聚创	6%	(6%)	4.2	27%
9660 HK	地平线机器人	129%	42%	19.3	40%
2533 HK	黑芝麻智能	(24%)	(34%)	9.7	33%
MBLY US	Mobileye	(38%)	(39%)	5.0	2%
981 HK	中芯国际	131%	116%	76.3	95%
688981 CH	中芯国际	25%	11%	138.0	89%
1347 HK	华虹半导体	257%	286%	91.9	97%
688347 CH	华虹公司	140%	NA	NA	NA
2330 TT	台积电	33%	6%	19.4	66%
TSM US	台积电	44%	9%	24.1	71%
688396 CH	华润微	3%	13%	52.0	88%
600460 CH	士兰微	11%	(17%)	49.0	51%
300373 CH	扬杰科技	48%	14%	23.3	60%
688187 CH	时代电气 A	11%	(4%)	15.3	19%
3898 HK	时代电气 H	23%	7%	11.2	45%
603290 CH	斯达半导	9%	50%	32.1	46%
605111 CH	新洁能	10%	6%	25.5	41%
688711 CH	宏微科技	34%	(8%)	39.2	50%
NVDA US	英伟达	42%	(4%)	30.3	21%
AMD US	超威半导体	104%	67%	40.0	83%
INTC US	英特尔	77%	172%	59.9	97%
QCOM US	高通	13%	7%	14.3	56%
2454 TT	联发科	(13%)	(14%)	17.0	60%

注：收盘价截至 2025 年 11 月 14 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 96：浦银国际 AI 算力及应用行业覆盖公司月度股价表现

股票代码	公司	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
1810 HK	小米集团-W	(2%)	(20%)	2%	(1%)	(11%)
688036 CH	传音控股	(15%)	(19%)	5%	18%	(4%)
AAPL US	苹果	1%	6%	10%	12%	1%
285 HK	比亚迪电子	(5%)	(12%)	0%	25%	3%
600745 CH	闻泰科技	0%	(3%)	7%	18%	10%
002475 CH	立讯精密	(10%)	(3%)	41%	26%	6%
300433 CH	蓝思科技	(5%)	(12%)	8%	36%	2%
6613 HK	蓝思科技	(5%)	(13%)	13%	36%	10%
2018 HK	瑞声科技	(1%)	(13%)	6%	8%	(2%)
2382 HK	舜宇光学科技	(8%)	(17%)	9%	14%	5%
1478 HK	丘钛科技	(21%)	(17%)	4%	35%	43%
603501 CH	豪威集团	(7%)	(14%)	6%	18%	(5%)
NIO US	蔚来	(15%)	(5%)	19%	31%	42%
9866 HK	蔚来-SW	(10%)	(5%)	13%	45%	27%
XPEV US	小鹏汽车	6%	0%	11%	15%	2%
9868 HK	小鹏汽车-W	13%	(6%)	11%	17%	1%
LI US	理想汽车	(5%)	(18%)	9%	(11%)	(4%)
2015 HK	理想汽车-W	(3%)	(21%)	11%	(12%)	(3%)
9863 HK	零跑汽车	(5%)	(12%)	3%	7%	11%
TSLA US	特斯拉	(11%)	3%	33%	8%	(3%)
1211 HK	比亚迪股份	0%	(9%)	(4%)	(1%)	(6%)
002594 CH	比亚迪	(2%)	(8%)	(4%)	8%	(5%)
HSAI US	禾赛科技	(17%)	(16%)	9%	36%	(13%)
2498 HK	速腾聚创	(7%)	(18%)	5%	31%	(5%)
9660 HK	地平线机器人	(6%)	(8%)	(0%)	39%	7%
2533 HK	黑芝麻智能	(13%)	21%	9%	9%	(5%)
MBLY US	Mobileye	(6%)	(7%)	1%	(2%)	(21%)
981 HK	中芯国际	(2%)	(6%)	31%	19%	14%
688981 CH	中芯国际	(5%)	(11%)	22%	28%	2%
1347 HK	华虹半导体	(3%)	(0%)	49%	33%	17%
688347 CH	华虹公司	(11%)	9%	46%	31%	9%
2330 TT	台积电	(5%)	15%	13%	0%	9%
TSM US	台积电	(5%)	8%	21%	(4%)	7%
688396 CH	华润微	(4%)	(9%)	6%	12%	(1%)
600460 CH	士兰微	(10%)	1%	(3%)	27%	3%
300373 CH	扬杰科技	(7%)	0%	2%	27%	3%
688187 CH	时代电气 A	2%	(1%)	9%	11%	3%
3898 HK	时代电气 H	2%	(7%)	8%	25%	1%
603290 CH	斯达半导	(6%)	(5%)	1%	27%	6%
605111 CH	新洁能	(0%)	4%	3%	9%	4%
688711 CH	宏微科技	(8%)	(6%)	(4%)	3%	51%
NVDA US	英伟达	(6%)	9%	7%	(2%)	13%
AMD US	超威半导体	(4%)	58%	(1%)	(8%)	24%
INTC US	英特尔	(11%)	19%	38%	23%	(12%)
QCOM US	高通	(4%)	9%	4%	10%	(8%)
2454 TT	联发科	(6%)	(0%)	(4%)	0%	10%

注：收盘价截至 2025 年 11 月 14 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

展望 2026 年，人工智能行业将保持强劲增长，打开多产业链成长空间。这是大科技行业最重要的增长引擎。

首先，AI 的底层技术正处于飞轮迭代的阶段，包括 AI 基座模型的算法技术突破以及 AI 算力芯片的创新提升。技术的迭代一方面将不断提升 AI 作为生产力工具的能力，另一方面也不断降低 AI 的使用成本。

其次，AI 将持续推动多产业链的基本面增长。全球科技巨头均提高资本支出，加大 AI 的基础建设，下游产业链需求旺盛，包括服务器、算力、功率、端侧 AI、新能源车、智驾等多环节多产业实现商业化落地与成长。

最后，AI 大模型正在走向开源。大模型的后训练和推理需求正在以超越预训练的速度成长，更加贴近 AI 应用端需求，推动应用落地加速。AI 的多个下游应用正经历需求爆发，包括 C 端的 AI 助手、B 端的 AI 生产力提升工具以及 G 端的 AI 普及。更长远来看，AI 有望推动具身智能等新兴行业的增长。

大科技的细分行业板块的 2026 年总结如下：

半导体： AI 带动半导体 AI 算力需求的大幅成长，并且成长红利向存储、功率等其他半导体细分需求溢出，从而带动存储、功率、晶圆代工等环节周期抬头向上。这些趋势将在 2026 年延续。

首先，中美头部 CSP 厂商持续加大 AI 算力的资本开支，带动 **AI 算力芯片**，包括 GPGPU 和 ASIC，强劲增长。同时，芯片技术的快速迭代也将带来单位算力的成本快速下降以及单位输出的能耗下降。台积电、英伟达是我们的首推标的，并建议关注 AMD。

其次，AI 算力需求带动 AI 相关存储需求持续放量，导致存储行业供应偏紧，并向非 AI 直接相关需求传递。我们预计 2026 年半导体存储仍然处于强势的周期上行阶段。建议投资人关注海内外存储龙头及初创企业。另外，存储成本上行会对消费电子行业带来毛利率压力。

最后，AI 数据中心带来较多的电源需求，从而带来功率半导体的增量需求。虽然近两年中国有较多的功率产能释放，但是中国功率厂商产能利用率攀升回暖。明年 AI 数据中心作为需求增量或将带动中国功率半导体以及晶圆代工行业稳步复苏增长。在**中国晶圆代工**行业，我们首推华虹半导体，并建议投资人关注中芯国际。在**中国功率半导体**行业，我们首推扬杰科技，建议重点关注新洁能，同时也建议投资人关注华润微。

新能源车及智驾： 展望 2026 年，中国新能源车以及智驾的渗透率都将保持快速上扬的态势，这个基本趋势不会改变。

首先，从新能源车来看，作为 AI 大模型应用落地最显著的 C 端载体，中国新能源车的辅助驾驶、智能座舱等体验持续快速增强，这也是中国新能源车渗透率快速跨过 50%，并且保持上扬的重要基础。同时，在电池、补能等技术、充换电基础设施等快速发展之后，中国新能源车中的纯电车型将在 2026 年延续更为强劲的细分需求的增长。零跑汽车、小鹏汽车是目前新能源车的首推标的。同时，我们建议投资人关注蔚来汽车和小米集团。

其次，智能驾驶，作为 AI 落地闭环最快、渗透率攀升最快的 C 端应用，也将保持强劲的增长态势，智驾多环节的软硬件的成长空间被打开。一方面，在芯片迭代和算法提升下，智驾能力将为高端产品带来更优的用户体验。另一方面，激光雷达、智驾芯片、智驾域控等硬件产品成本的下降将推动智驾在大众市场的车型快速普及。同时，智驾技术将是具身智能等新兴行业或者更广泛的用的技术基础。在智驾板块，我们首推禾赛科技、地平线机器人，并建议投资人关注速腾聚创和佑驾创新等企业。

消费电子：消费电子行业在 2026 年有望迎来多个成长亮点。在消费电子板块，我们首推丘钛科技、蓝思科技，强烈建议投资人关注小米集团和舜宇光学等。

首先，作为端侧 AI 落地最重要终端，手机将持续释放新的用户体验，获得成长动能，AI 手机渗透率持续攀升。而且，市场预期明年苹果或将发布其自身第一款折叠机型，这将带领消费电子供应链进入新的产品创新周期，成长可期。我们建议投资人关注蓝思科技、比亚迪电子和立讯精密等受益标的。

其次，中国消费电子供应链正在快速切入爆发式增长的 AI 服务器产业链，预计明年将取得明显的收入增量。我们建议投资人关注比亚迪电子、蓝思科技和立讯精密等受益标的。

最后，无人机、运动相机、全景相机等手持移动摄像设备，以及 AI 眼镜、人形机器人等新兴应用，持续获得消费者青睐，也为消费电子产业链提供新的增长引擎。我们建议投资人关注丘钛科技、舜宇光学和豪威集团等受益标的。

图表 97: 浦银国际 2026 年 AI 算力及应用行业配置策略总结 (1): AI 算力芯片、半导体晶圆代工、功率半导体、消费电子

板块	2026 年投资策略	主要风险	建议关注
AI 算力芯片	<ol style="list-style-type: none"> AI 大模型算法对于训练端的后训练和持续训练, 以及推理端的需求大幅上升, 推升 AI 算力芯片需求。 全球科技龙头, 尤其是云服务厂商, 加大 AI 的资本支出, AI 算力芯片需求强劲。 AI 算力芯片技术迭代创新, 包括芯片设计及晶圆制造, 单位性能成本快速下降, 推动 AI 算力芯片的需求增长。 	<p>全球政策波动, 影响供应链稳定以及需求释放。全球经济面临增长压力, 多个行业需求不及预期。AI 大模型需求爆发持续性弱于预期。行业竞争加剧, 投入或费用过大, 拖累利润。AI 应用和商业化落地闭环慢于预期, AI 热度下降。</p>	<p>*台积电 (2330.TT/TSM.US) *英伟达 (NVDA.US) 超威半导体 (AMD.US)</p>
半导体 - 晶圆代工	<ol style="list-style-type: none"> AI 算力需求需求溢出, 带动存储和功率需求增长强劲, 多个下游需求保持复苏上行, 带动中国晶圆代工周期上行。 中国晶圆代工产能利用率较满, 通过优化产品组合, 有望继续提升晶圆平均价格。 中国晶圆代工产能持续拓展, “China for China” 需求有望持续填充增长的产能。 	<p>全球政策波动, 影响供应链稳定以及需求释放。AI 服务器等需求走弱, 拖累智能手机、新能源汽车、工业等下游需求走弱。配套 AI 算力的中国存储和功率的需求周期上行动能不足。中国晶圆代工产能扩张速度较快, 周期上行持续性弱于预期。</p>	<p>*华虹半导体 (1347.HK/688347.CH) 中芯国际 (981.HK/688981.CH)</p>
半导体 - 功率半导体	<ol style="list-style-type: none"> 中国半导体晶圆代工行业有望保持复苏上行的态势。 AI 算力芯片需求红利溢出, 带动 AI 服务器、AI 数据中心配套功率半导体需求大幅增长。 汽车电动化、智能化需求持续增长, 其他领域需求也有望复苏, 为功率半导体基本盘提供支撑。 	<p>经济复苏较慢, 下游需求偏弱。AI 服务器等功率器件需求弱于预期, 中国供应链切入速度偏慢。中国功率半导体产能扩张速度, 供过于求。功率半导体价格上行动能不足。行业竞争激烈, 费用投入过大, 拖累利润。</p>	<p>*扬杰科技 (300373.CH) 新洁能 (605111.CH)</p>
消费电子	<ol style="list-style-type: none"> 中国消费电子供应链有望快速切入国内外 AI 服务器产业链, 分享行业成长红利。 端侧 AI 渗透率持续提升, 以及苹果 iPhone 的创新周期为明后两年提供重要增量。 手持影像、汽车电子、机器人等多品类消费电子助力成长。 	<p>全球政策波动, 经济承压, 影响供应链稳定和需求释放。存储等成本上行超出市场预期, 或影响终端需求, 或影响利润表现。端侧 AI 以及 iPhone 创新产品的用户体验弱于预期, 需求增量不明显。行业竞争加剧。</p>	<p>*丘钛科技 (1478.HK) *蓝思科技 (300433.CH) 小米集团 (1810.HK) 舜宇光学 (2382.HK)</p>

注: *为细分板块首选

资料来源: 浦银国际

图表 98：浦银国际 2026 年 AI 算力及应用行业配置策略总结（2）：新能源汽车、激光雷达、智驾芯片

板块	2026 年投资策略	主要风险	建议关注
新能源汽车	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国新能源汽车渗透率保持加速上扬态势。 2. AI 技术推动智驾能力和体验提升，以及纯电的基建和用户认知提升。用户对于新能源车的智驾和纯电能力的需求较强。 3. 中国新能源车企海外销量快速增长。 4. 造车新势力估值具备吸引力。 	<p>全球经济承压，国内和海外汽车行业需求增长乏力。国内购置税政策影响新能源车需求，新能源车渗透率增长慢于预期。行业竞争加剧，投入或费用过大，车企端利润承压。智能驾驶等落地较慢，无法有效转换为购车需求。</p>	<p>*零跑汽车 (9863.HK) *小鹏汽车 (9868.HK/XPEV.US) 蔚来汽车 (9866.HK/NIO.US) 小米集团 (1810.HK)</p>
智能驾驶 - 激光雷达	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国智驾行业渗透率加速上扬，行业处于增长红利期。 2. 激光雷达的性价比产品持续在大众市场渗透。补盲激光雷达需求有望提供单车价值增量。 3. L4 级的 Robotaxi、无人物流车、无人小巴需求有望加速成长。 4. 机器人需求持续放量。 	<p>宏观环境变化，整车市场需求不及预期。行业竞争加剧，影响毛利率表现。下游客户量产进度/实际销量不及预期。L3、L4 级自动驾驶落地不及预期。单车激光雷达价值量增长不明显。</p>	<p>*禾赛科技 (HSAI.US) 速腾聚创 (2498.HK)</p>
智能驾驶 - 智驾芯片	<ol style="list-style-type: none"> 1. 高阶智驾芯片持续迭代，或性能大幅提升，尤其是单位成本下的性能大幅提升。 2. 海外芯片方案，例如英伟达以及高通，持续成长。 3. 中低阶更具性价比的智驾芯片有望快速放量。国产的地平线机器人的中阶方案放量明显。 	<p>全球政策波动，影响供应链稳定。宏观经济走弱，整车市场需求不振。国内和海外智驾渗透率加速攀升弱于预期。行业竞争加剧，利润下行。广义机器人市场增长不及预期。</p>	<p>*地平线机器人 (9660.HK)</p>

注：*为细分板块首选
资料来源：浦银国际

图表 99：中美贸易摩擦及关税政策时间表

美国关税政策		中国关税反制	
时间	具体内容	时间	具体内容
2025 年 4 月 17 日	美国贸易代表办公室首次对停靠美国港口的中国船舶和外国建造的汽车运输船征收费用。这些费用于 2025 年 10 月 14 日生效。	2025 年 10 月 10 日	中国交通运输部于发布《交通运输部公告 2025 年第 54 号》，宣布自 2025 年 10 月 14 日起对美国相关船只征收特别港务费。
2025 年 5 月 12 日	中美发布日内瓦经贸会谈联合声明。美方承诺取消对中国商品加征的共计 91%的关税，修改对中国商品加征的 34%的对等关税，其中 24%的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10%的关税。双方承诺将于 2025 年 5 月 14 日前采取举措。	2025 年 5 月 12 日	中方取消对美国商品加征的共计 91%的反制关税；针对美对等关税的 34%反制关税，相应暂停其中 24%的关税 90 天，剩余 10%的关税予以保留。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。双方承诺将于 2025 年 5 月 14 日前采取举措。
2025 年 5 月 14 日	美国财政部 OFAC 宣布，以涉伊为由制裁伊朗生产弹道导弹关键材料碳纤维的供应商，涉中国实体 12 个。	2025 年 5 月 14 日	中国商务部宣布，为落实中美经贸高层会谈共识，自 2025 年 5 月 14 日起，暂停 4 月 4 日公告（不可靠实体清单工作机制将斯凯迪奥公司等 11 家美国企业列入不可靠实体清单）相关措施 90 天，暂停 4 月 9 日公告（不可靠实体清单工作机制将护盾人工智能公司等 6 家美国企业列入不可靠实体清单）相关措施。
2025 年 6 月	延长对中国在技术转让、知识产权和创新方面的行为之 301 调查中的豁免期限至 8 月 31 日	2025 年 4 月	发布国务院关税税则委员会公告（2025 年第 5 号），调整 4 月对美加征关税，从 34%上调至最高 84%的执行安排
2025 年 9 月 29 日	美国商务部工业与安全局（“BIS”）出台出口管制穿透性规则。根据该规则，适用于实体清单和军事最终用户清单以及 EAR 项下特定 SDN 名单的许可证要求和其他限制的实体，将自动适用于由一个或多个前述清单所列主体直接或间接、单独或累计持有 50%或以上股权的任何非美国实体所受到的出口管制限制。	2025 年 10 月	中国商务部针对 BIS 发布的出口管制穿透性规则连续发布公告，加强出口管制措施，包括：特定超硬材料；特定稀土生产设备及其原料；特定中重稀土相关物项；特定锂电池、锂电池制造设备及正负极材料；稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、磁材制造及稀土二次资源回收利用技术及相关生产线装配、调试、维护、维修、升级等技术。此外，中国商务部通过 2025 年第 61 号公告对稀土相关物项实施域外管辖，对中国原产的受控稀土、含有中国原产受控稀土的外国产品及使用中国原产的稀土开采、冶炼、制造技术生产的外国产品实施出口管制。
2025 年 10 月 3 日	公布对华船舶港口费细则，2025 年 10 月 14 日生效。	2025 年 10 月 9 日	中方反制“稀土全产业链技术出口管制”，明确境外军事用户出口不获批。
2025 年 10 月 30 日	美国商务部工业与安全局发布正式规则，自美东时间 2025 年 11 月 10 日起，暂停实施出口管制穿透性规则，为期一年。	2025 年 11 月 7 日	中国商务部发布公告，暂停实施前述措施，直至 2026 年 11 月 10 日。
2025 年 11 月 4 日	特朗普政府发布行政令，自美东时间 11 月 10 日 12:01 起，将对原产于中国（包括港澳地区）芬太尼产品征收的关税由 20%降至 10%。	2025 年 11 月 5 日	中国国务院关税税则委员会发布公告，自中国时间 2025 年 11 月 10 日 13 时起，停止对原产于美国的鸡肉、小麦、玉米、棉花加征的 15%关税，以及对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜和乳制品加征的 10%关税。需要注意的是，中国仍保留对美国原产煤炭、液化天然气加征的 15%关税，以及对原油、农业机械、大排量汽车和皮卡加征的 10%关税。

资料来源：公开资料、浦银国际整理

半导体：AI 大模型需求红利溢出，AI 算力高速增长，推动中国晶圆代工及功率半导体周期上行

国内外 AI 算力芯片需求均强劲增长

在 AI 大模型算法技术不断创新、飞轮迭代的同时，提供基础算力的 AI 芯片的技术也在同频快速发展，共同推动 AI 行业的技术前行。

第一，AI 算力芯片所依赖的晶圆制造技术快速提升。台积电预计明年下半年 A16 制程节点将量产。与 N2 节点的延伸版本的 N2P 制程相比，A16 在相同工作电压下，速度提升 8%-10%；在相同速度下，功耗降低 15%-20%，芯片密度提升 1.1 倍，特别适用于高效能运算的产品，为下一代 AI 算力芯片打下基础。同时，从大方向来看，AI 计算芯片正在从单片集成到多片集成的路径中提升性能（图表 104），加大算力密度，为长期的算力增长提供保障。

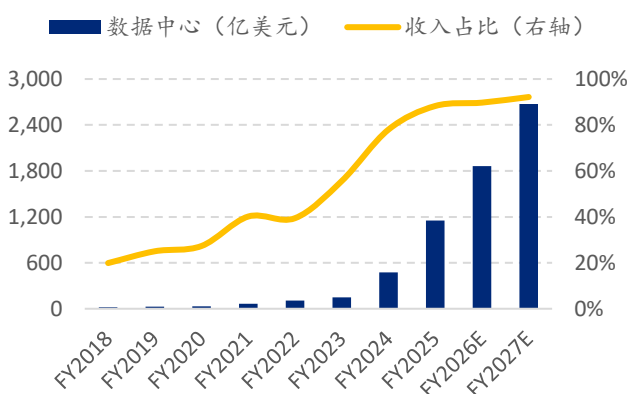
第二，AI 算力芯片本身能力大幅跃升。当前位于全球行业头部的两家企业的 GPGPU 的性能每年都会巨幅提升。英伟达的 Blackwell Ultra 预计比 GB200 算力提升 1.5x，而预计在 2027 年下半年发布的 Rubin Ultra 性能将会较 GB300 提升 14x（图表 110）。AMD 的 GPU 不仅性能持续提升，且在适配 AI 大模型推理需求的时候有较突出的表现。其 MI355X (FP4) 的推理性能较 MI300X (FP8)，在 DeepSeek-R1 中最高可提升 3 倍（图表 108）。

第三，AI 算力行业需求正在快速成长，训练端的后训练和持续训练需求加大，同时推理端的需求加大。Scaling Law 在 AI 大模型的多个处理环节都能体现效果。这些增量需求主要来自于 AI 技术演进以及应用推进落地过程中更加贴近终端的需求。所以，中美的云服务厂商均加大资本开支，尤其是 AI 基建方面的开支。受到这些新增需求的推动，AMD 预期到 2028 年的 AI 数据中心加速卡市场规模的复合增长率将有望达到 60%（图表 105），增长强劲。

综合 AI 算力需求的强劲动能，数据中心需求正在成为 GPU 厂商最重要的基本面推动力。英伟达数据中心收入在 2024 财年和 2025 财年增速达 217% 和 142%，且占据总收入的 78% 和 88%（图表 100）。根据彭博的一致预测，英伟达的数据中心收入在 2026 财年和 2027 财年仍将保持 62% 和 44% 的强劲增长，且进一步推升收入占比。而 AMD 的数据中心收入占比也有望从 2024 财年的 49% 上升到 2026 财年的 57%（图表 102），且收入增速有望在 2026 财年再次加速上扬。

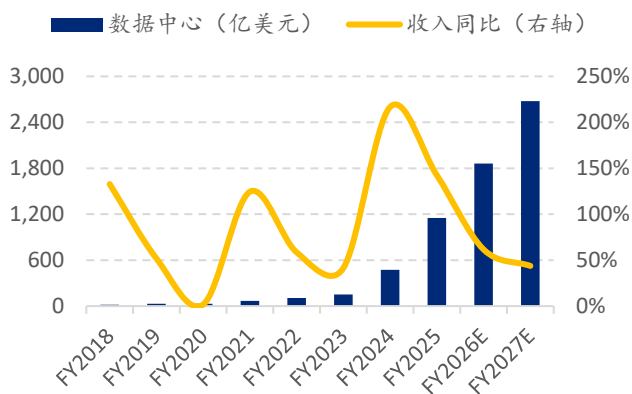
在 AI 算力芯片板块，我们首推台积电 (2330.TT/TSM.US) 和英伟达 (NVDA.US)。一方面这两家处于领先市场地位，占据较大市场份额，充分享受 AI 需求爆发红利。另一方面，这两家公司今年以来估值变化幅度较小，预计明年的估值下行风险也较小。同时，我们建议投资人关注 AMD 和英特尔，也有望取得增长。

图表 100: 英伟达数据中心收入占比持续提升



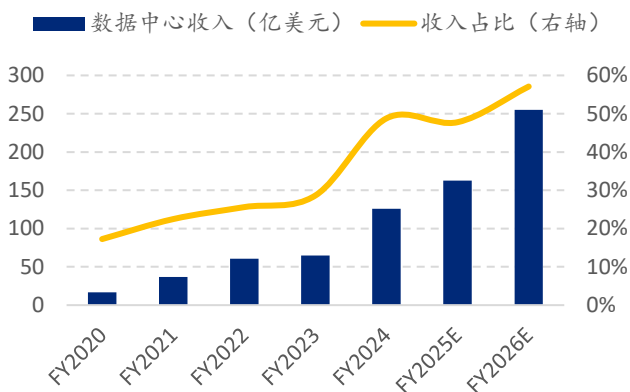
E=Bloomberg 一致预测
注: Bloomberg、英伟达、浦银国际

图表 101: 英伟达数据中心收入持续高速增长



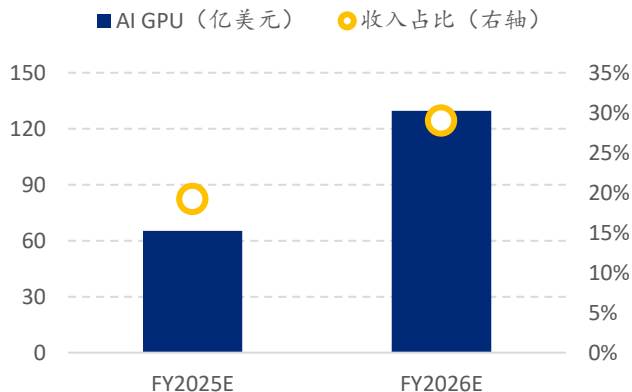
E=Bloomberg 一致预测
资料来源: Bloomberg、英伟达、浦银国际

图表 102: AMD 数据中心收入占比持续提升



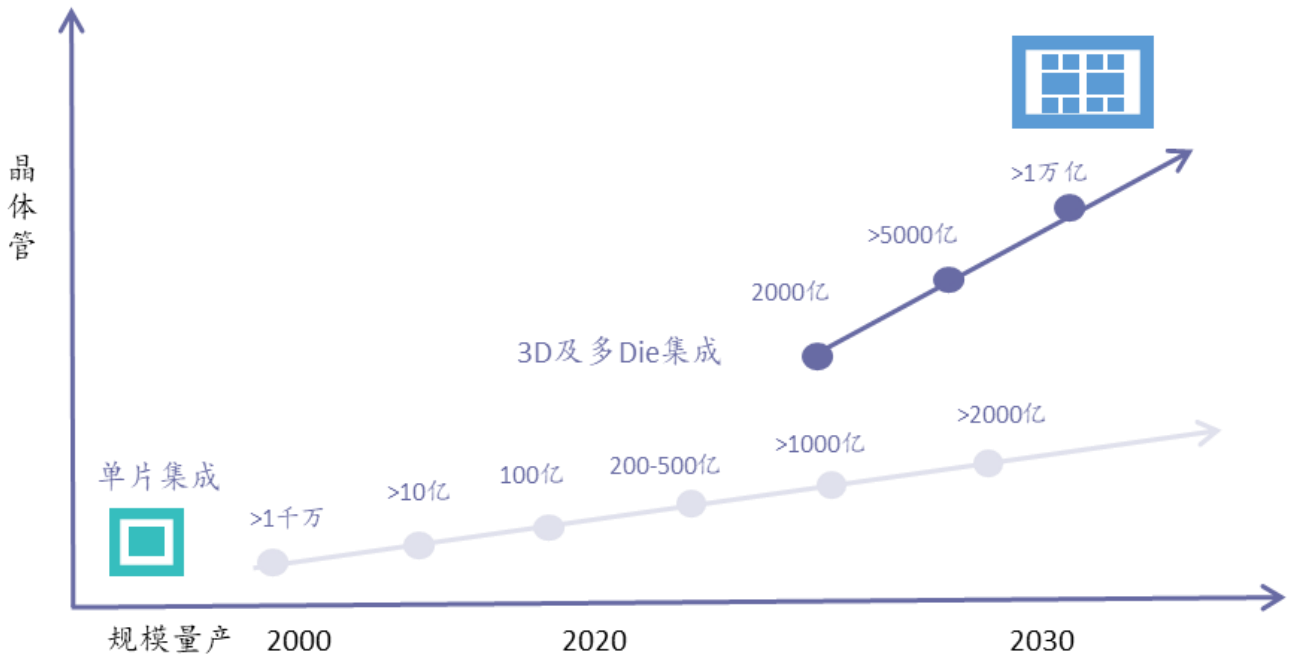
E=Bloomberg 一致预测
注: Bloomberg、AMD、浦银国际

图表 103: AMD 数据中心 GPU 收入明年有望翻倍增长, 收入占比进一步提升



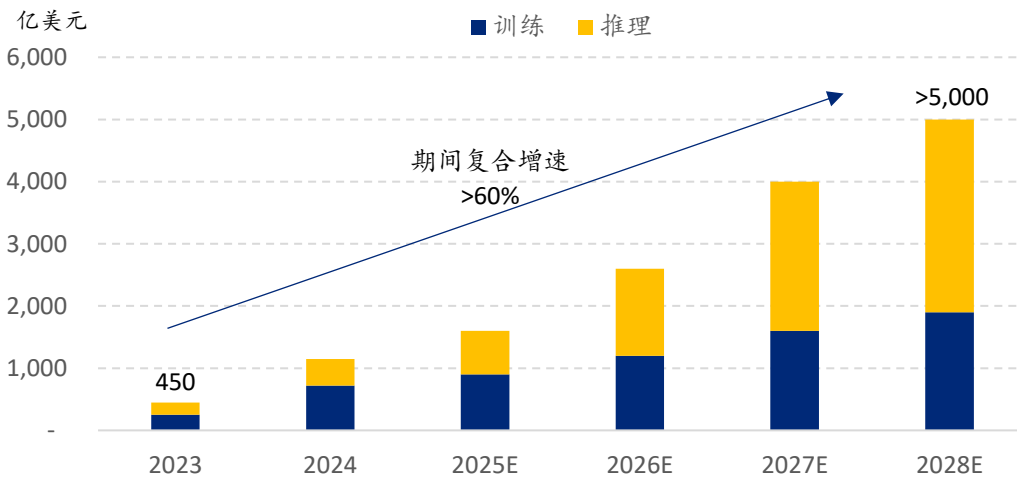
E=Bloomberg 一致预测
资料来源: Bloomberg、AMD、浦银国际

图表 104: AI 计算芯片从单片集成向多 Die 集成加速迁移



资料来源: 台积电 2024 年 IEDM、Marvell 2025 年 Custom AI Investor Event、浦银国际

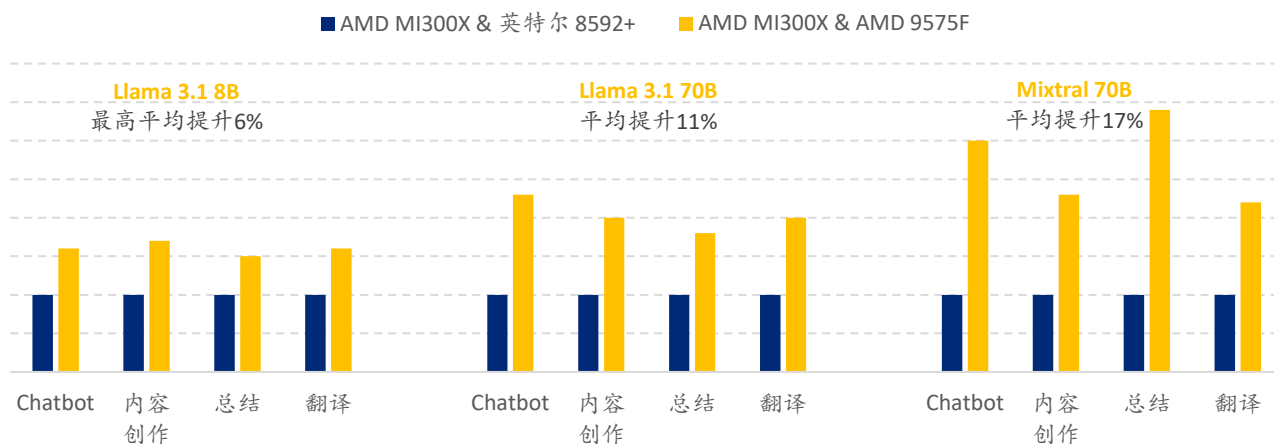
图表 105: 数据中心 AI 加速卡市场空间



E=AMD 预测

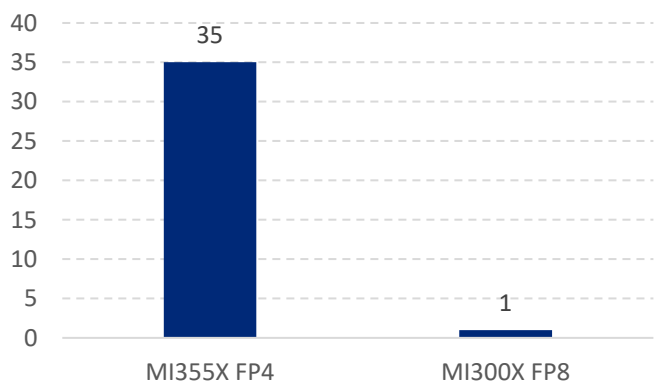
资料来源: AMD 2025 年 AI Day、浦银国际

图表 106: AMD EPYC Driving 端到端性能表现



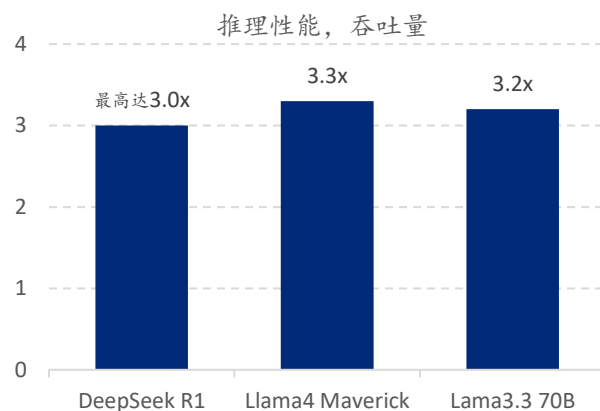
资料来源: AMD Advancing AI 2025、浦银国际

图表 107: MI355X 及 MI300X 在 Llama 3.1 405B 模型中的推理表现



资料来源: AMD Advancing AI 2025、浦银国际

图表 108: MI355X (FP4) 较 MI300X (FP8) 推理性能提升 3 倍



资料来源: AMD Advancing AI 2025、浦银国际

图表 109: AMD 高级 AI 基建解决方案

	2024	2025	2026	2027
CPU	AMD EPYC	AMD EPYC	AMD EPYC	AMD EPYC
名称	GENOA	TURIN	VENICE	VERANO
GPU	AMD Instinct	AMD Instinct	AMD Instinct	AMD Instinct
名称	MI300 系列	MI350 系列	MI400 系列	MI500 系列
网络解决方案	-	AMD Pensando	AMD Pensando	AMD Pensando
名称	-	POLLARA 400	VULCANO	VULCANO

资料来源: AMD Advancing AI 2025、浦银国际

图表 110: 英伟达机柜参数性能对比

参数	Blackwell Ultra NVL72	参数	Vera Rubin NVL144	Rubin Ultra NVL576
时间	2H25	时间	2H26	2H27
推理算力	1.1 EF Dense FP4	推理算力	3.6 EF Dense FP4	15 EF FP4
训练算力	0.36 EF FP8	训练算力	1.2 EF FP8	5 EF FP8
对比 GB200 NVL72	1.5X	对比 GB300 NVL72	3.3X	14X
内存	20 TB HBM	内存	13 TB/s HBM4	4.6 PB/s HBM4e
快速内存	40 TB	快速内存	75 TB	365 TB
对比 GB200 NVL72	1.5X	对比 GB300 NVL72	1.6X	8X
NVLink	-	NVLink	260 TB/s NVLink6	1.5 PB/s NVLink7
对比 GB200 NVL72	-	对比 GB300 NVL72	2X	12X
NIC	14.4 TB/s CX8	NIC	28.8 TB/s CX9	115.2 TB/s CX9
对比 GB200 NVL72	2X	对比 GB300 NVL72	2X	8X
CPU	Grace	CPU	Vera	Vera
Arm 核心数量	72 颗	Arm 核心数量	88 颗	88 颗
线程	-	线程	176 个	176 个
NVLink 4	900 GB/s	NVLink-C2C	1.8 TB/s	1.8 TB/s
GPU	Blackwell Ultra	GPU	Rubin	Rubin Ultra
GPU Die 数量	2 颗共封装	GPU Die 数量	2 颗共封装	4 颗共封装
算力	15 PF Dense FP4	算力	50 PF FP4	1000 PF FP4
内存	288 GB/s HBM3e	内存	288 GB/s HBM4	1 TB/s HBM4e

资料来源: 英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

图表 111: 苹果 M 系列芯片配置比较

参数项	M1	M2	M3	M4	M5
发布日期	2020 年 11 月 11 日	2022 年 6 月 7 日	2023 年 10 月 31 日	2024 年 5 月 7 日	2025 年 10 月 15 日
晶体管数量	160 亿	200 亿	250 亿	280 亿	-
制程工艺	台积电 N5	台积电 N5P	台积电 N3B	台积电 N3B	台积电 N3P
CPU 性能	3.2GHz	3.5GHz	4.1GHz	4.4 GHz	4.61 GHz
CPU 核心数	8 核	8 核	8 核	10 核	10 核 (4P + 6E)
GPU 性能	7/8 核 2.6 TFLOPS	8/10 核 3.6 TFLOPS	8/10 核	10 核	10 核
NPU 性能	16 核 11 TOPS	16 核 15.8 TOPS	16 核 18 TOPS	16 核 38 TOPS	16 核
内存带宽	68.25GB/s	100GB/s	100GB/s	120GB/s	153GB/s

资料来源: 公司官网、公开信息、浦银国际

AI 算力芯片需求红利溢出，带动存储周期强劲上行，中国晶圆代工持续周期上行

在 2025 年，全球半导体基本面周期在高位维持之后再次上扬，突破前高，大大超出我们此前的判断([科技 2H25 展望](#))。本轮半导体周期上行的起点为 2023 年 4 月（月度销售额同比增速-21%），持续上行至目前为止的次高点为 2024 年 9 月（月度销售额同比增速+23%），持续时间约 18 个月（图表 120）。

我们此前预期全球半导体周期有可能开启下行。但是，全球半导体月度销售额同比增速在 20%左右的高位徘徊一年多后，在今年 9 月突破本轮周期次高点，同比增速达 26%。我们认为超出预期的原因有两个。其一，AI 算力芯片的需求在高基数的情况下再次放量，强劲增长。其二，配套 AI 算力需求端存储需求较大，需求旺盛，产业中供不应求的情况从今年三季度以来加剧。

相应的，半导体行业估值也呈现类似的趋势。虽然费城半导体指数的市盈率在今年 4 月出现明显的下降，从今年 1 月次高点的 51.5x，下降至当时的 33.8x（图表 120），但是，随后持续上行，并且在今年 10 月突破前高，达到 55.4x。

展望 2026 年，从年度大周期的维度，我们预计全球半导体行业销售额将大体维持在 2025 年的高位。全球半导体贸易统计组织预计 2026 年全球半导体销售额将同比增长 9%，接近 2025 年预测值的 11%。从更小的时间维度来看，到今年 9 月，本轮半导体上行周期，已经上行 30 个月，并将在短期内维持高位或高点，而开启下行周期的可能性或在 2026 年下半年提高。

AI 算力需要配套同步的存储设备才能较好地释放 AI 算力的整体性能（图表 112），从而提升 AI 大模型的性能。因此，AI 需求溢出带动存储需求强劲增长。同时，由于存储产能限制，半导体存储行业在今年呈现异常强劲的上行态势，尤其是今年四季度以来，更有明显的加速上行的态势。

作为半导体存储行业的景气度风向标，DXI 指数呈现周期成长的特性。与全球半导体基本面周期趋势大体类似，存储周期同样在 2023 年 8 月底 9 月初触达上轮下行周期的最低点，DXI 指数为 18151，随后在 2023 年四季度和 2024 年全年开始上行，2024 年年末达到 44822（图表 119）。2024 年的上行态势与此前大多上行周期类似。

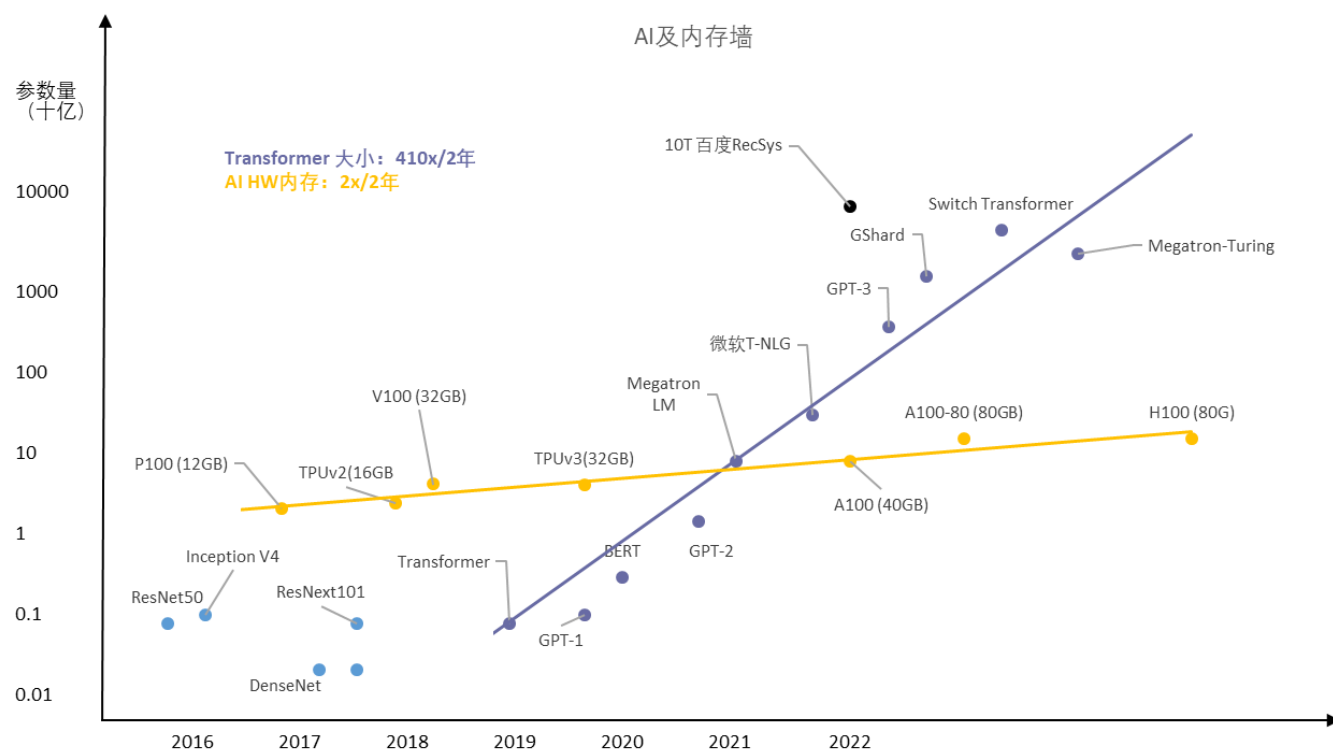
进入 2025 年，DXI 指数保持强劲上行，在今年一、二、三季度末分别达到 54990、82350、114294 的点位，季度涨幅分别为 23%、50%、39%。到今年三季度末，DXI 指数较 2024 年年末的高点已经上涨 155%。而且，今年 10 月份以来到 11 月 18 日，DXI 指数较 9 月底的高点加速上升，涨幅达到 195%。年初以来，DXI 累计涨幅达 652%。

配套 AI 算力的存储需求呈现爆发式增长，全球同步存储厂商产能无法开出的情况下，存储紧缺的情况向智能手机、笔记本电脑、平板等原本的存储需求比较大的下游应用蔓延。受此影响，小米、传音等手机品牌厂商今年三季度手机业务的毛利率承压。根据 DRAMexchange，部分 DDR5 和 DDR4 的价格从 2024 年年底的 4.69 美元和 3.25 美元（图表 116），已经“疯狂”上涨至近期的 23.8 美元和 35.2 美元，涨幅达 408%和 983%。

基本目前的行业情况，我们认为半导体存储短期仍将维持上行态势。根据彭博一致预期，三星电子含有半导体存储的业务板块的收入同比增速，预计将在今年三季度 11%的基础上扬，到今年四季度将达到 17%，明年一季度加速上扬至 45%（图表 114）。由于存储新增产能预计 2027 年才能有效开出，半导体存储供不应求的情况会在 2026 年延续。三星电子含有半导体存储的业务板块收入同比增速预计也将在今年全年 3%的增速基础上，上扬至 2026 年的 34%（图表 115）。

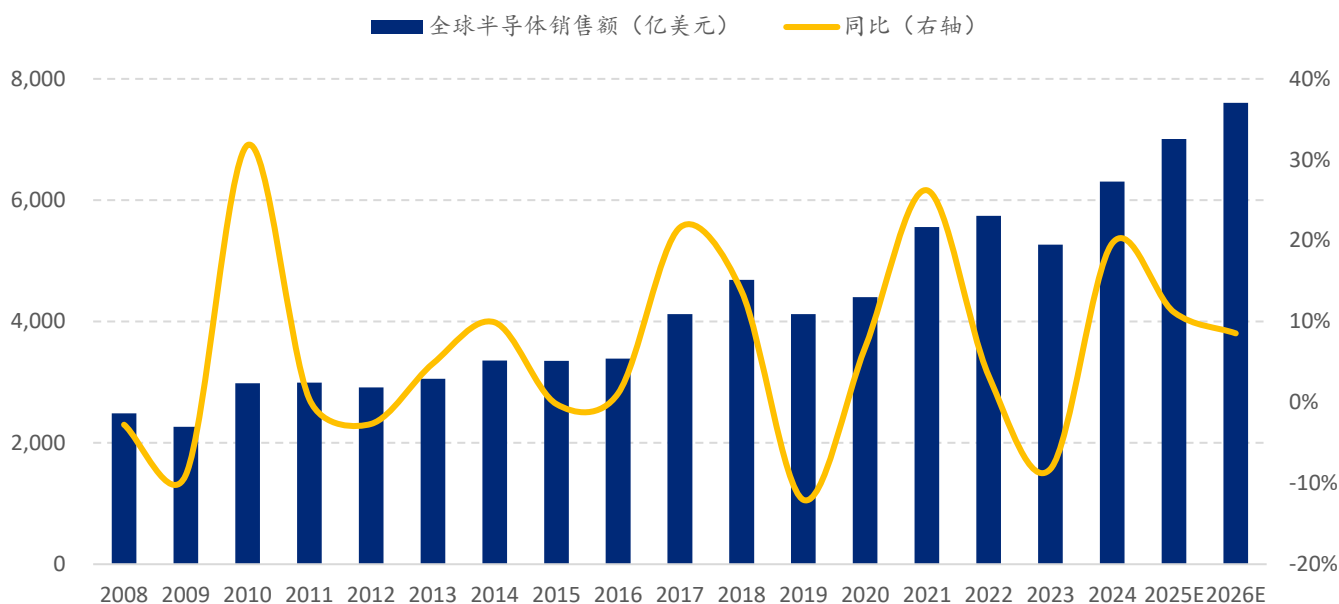
综上所述，AI 算力芯片本身的强劲高增长，配套 AI 算力的存储需求爆发，以及向多个消费电子领域蔓延的存储紧缺，将成为 2026 年半导体周期维持高位的重要推动力。

图表 112: AI 内存容量 vs 模型大小



资料来源：台积电 2024 年 IEDM、浦银国际

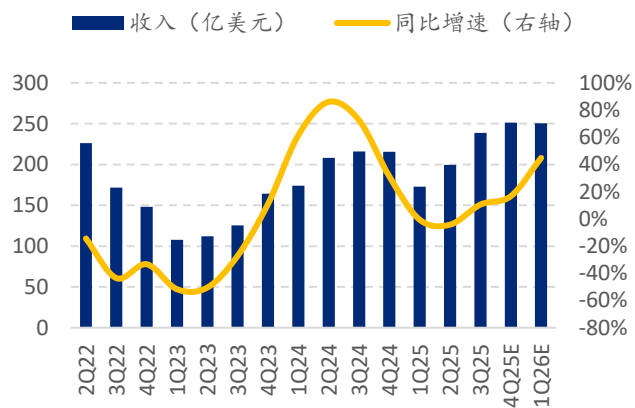
图表 113：全球半导体行业规模：预计 2026 年增长 9%



E=全球半导体贸易统计组织预测

资料来源：Wind、全球半导体贸易统计组织、浦银国际

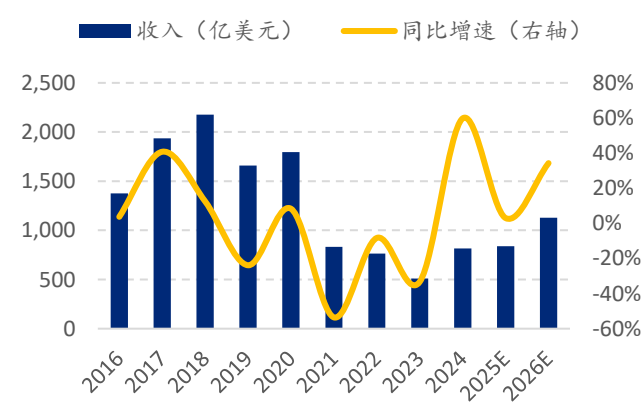
图表 114：三星电子：存储半导体再次开启上行



E=Bloomberg 一致预测；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

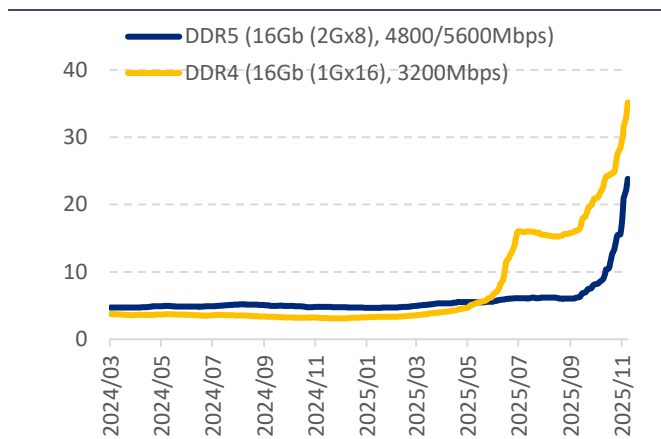
图表 115：三星电子：存储半导体收入增速预计在 2026 年再次上扬



E=Bloomberg 一致预测；

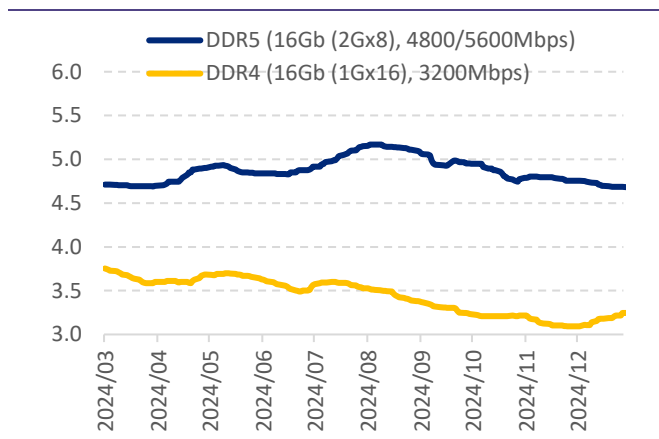
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 116: DDR 现货平均价 (美元): 2025 年快速上扬



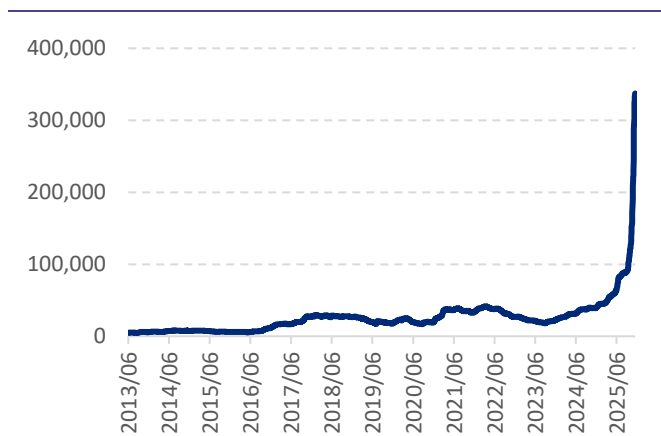
资料来源: Wind、DRAMExchange、浦银国际

图表 117: DDR 现货平均价 (美元): 2024 年大体稳定



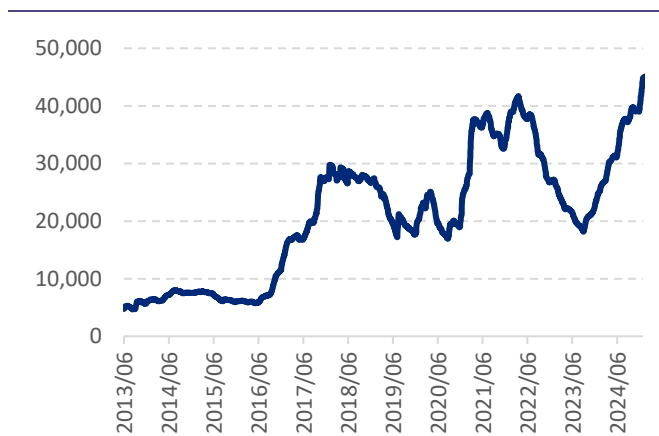
资料来源: Wind、DRAMExchange、浦银国际

图表 118: DXI 指数: 2025 年周期显著上行



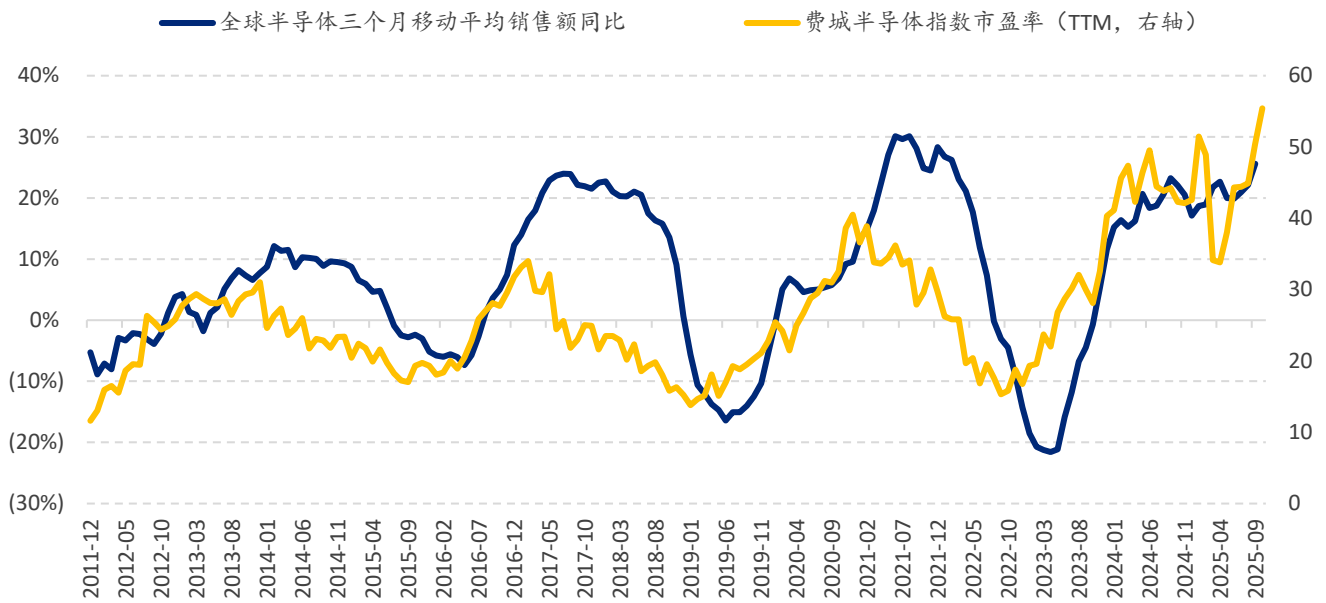
资料来源: Wind、DRAMExchange、浦银国际

图表 119: DXI 指数: 2013 年-2024 年



资料来源: Wind、DRAMExchange、浦银国际

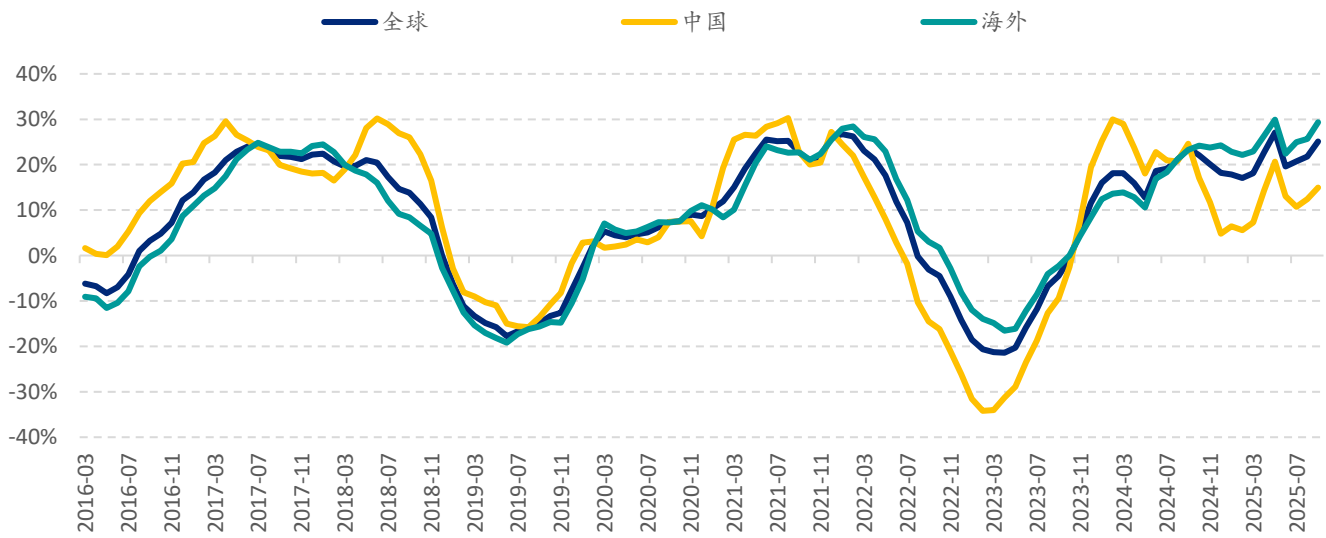
图表 120: 全球半导体三个月移动平均值销售额同比增速与费城半导体指数市盈率



注: TTM = Trailing Twelve Months, 过去 12 个月

资料来源: Wind、Bloomberg、美国半导体行业协会、费城证券交易所、浦银国际

图表 121: 全球半导体月度销售额同比增速: 全球 vs 中国 vs 海外



资料来源: Wind、美国半导体行业协会、浦银国际

AI 算力芯片需求溢出，在带动功率半导体和存储需求增长并走出上行趋势的同时，也同样助力晶圆代工行业发展。一方面，China for China，即国产化需求提升，为中国晶圆代工需求端提供支撑。另一方面，中芯、华虹等头部的晶圆代工厂商的新增产能持续释放。所以，中国晶圆代工行业在今年也呈现上行态势。

以华虹半导体为例，其季度收入同比增速在 2023 年四季度录得-28%的低点之后，开启了上行周期。华虹半导体今年三季度营收同比录得 21% 的新高，根据彭博一致预测，其营收同比增幅有望在 2026 年一季度继续攀升至 27%（图表 124）。与此同时，华虹的毛利率也从 2023 年四季度的 4.0% 一路上扬至今年三季度的 13.5%（图表 125），公司指引其四季度毛利率将大体维持在当前位置。中芯国际的营收和毛利率趋势与华虹半导体类似，只是复苏上行节奏略有差异。

当前，中芯和华虹的 EV/EBITDA 估值处于相对较高的位置，均明显高于历史均值以上一个标准差的水平。其中，中国晶圆代工半导体周期上行是重要的原因，估值通常会领先基本面 6-12 个月的时间，这也在一定程度预示明年两家企业基本面上行趋势有望延续。

另外，中芯和华虹分别在 8 月和 9 月发布公告，拟收购晶圆厂股权。华虹计划收购华力微股权，而中芯计划收购中芯北方股权。这将在明年为这两所晶圆代工厂商带来产能的增量以及基本面的增长。当前的估值已经隐含部分晶圆厂并购带来的增量。

在晶圆代工板块，我们首推华虹半导体 (1347.HK) / 华虹公司 (688347.CH)，因为其当前产能处于满载状态，有希望通过产品组合调整提升平均售价。同时，存储相关业务也将受益于行业周期上行。与华虹半导体逻辑类似，我们强烈建议投资人关注中芯国际 (981.HK/688981.CH)。

图表 122: 中芯国际 EV/EBITDA: 当前 20.2x vs 历史均值以上 1 个标准差 15.6x



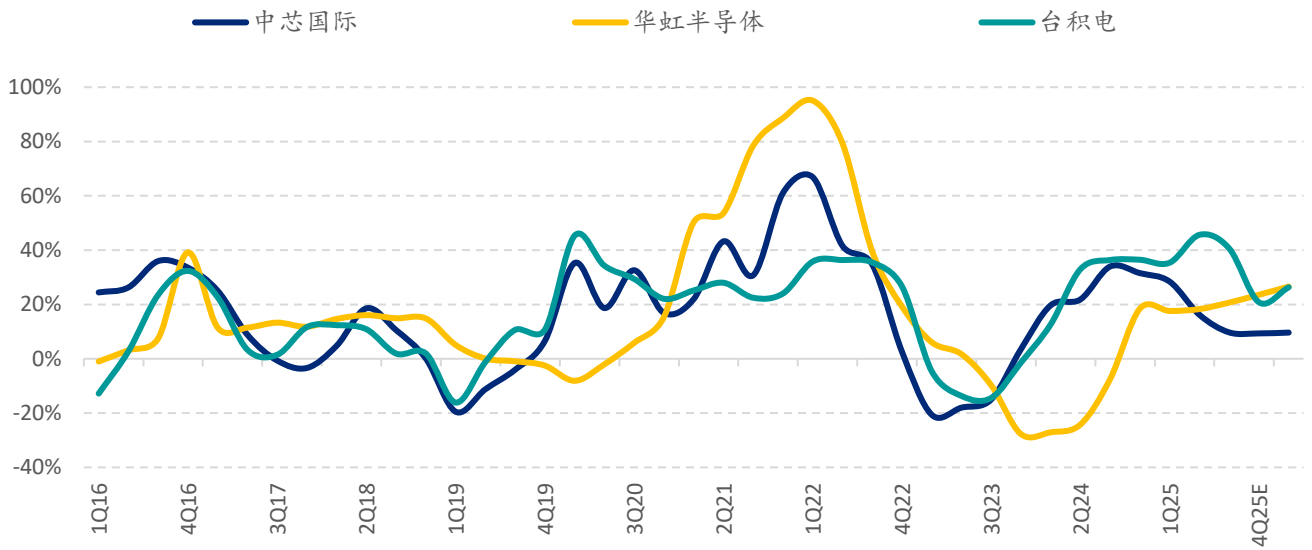
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 123: 华虹半导体 EV/EBITDA: 当前 23.1x vs 历史均值以上 1 个标准差 14.8x



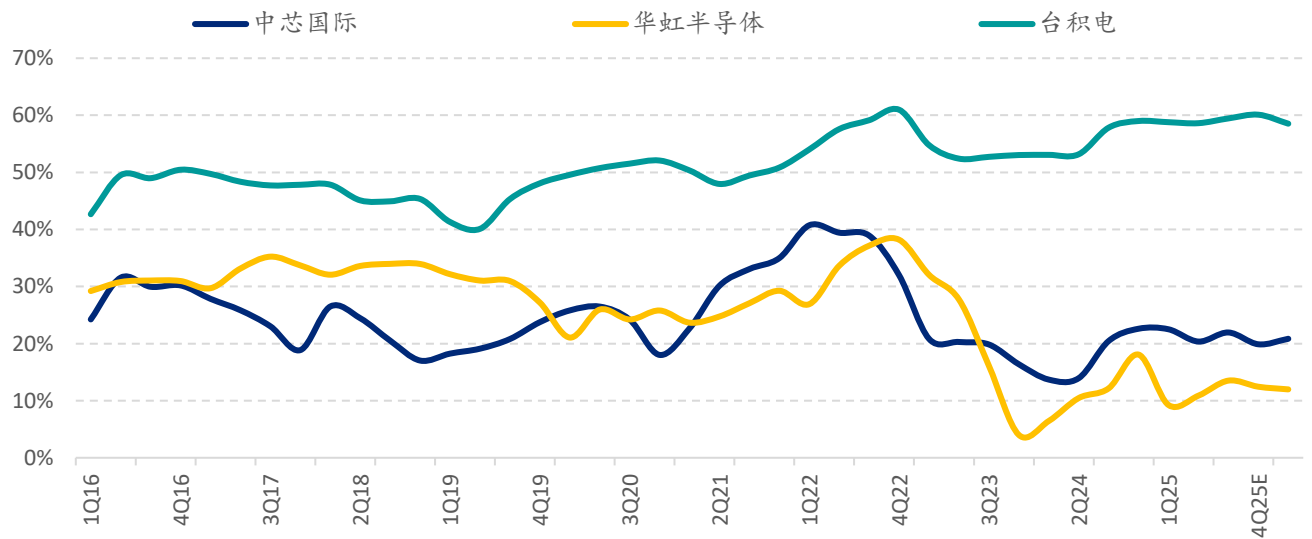
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 124: 营收同比增速: 2023 年以来中芯国际、华虹半导体、台积电均保持上行



注: E=Bloomberg 一致预测;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 125: 毛利率: 今年以来中芯国际、华虹半导体复苏上行, 台积电结构上行



注: E=Bloomberg 一致预测;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

AI 算力芯片需求红利溢出，带来功率半导体行业增量，功率半导体周期复苏上行

在 2025 年，中国功率半导体维持了较高的增长态势。与半导体行业趋势类似，根据我们的统计，中国功率半导体行业收入增速在 2022 年四季度录得低点的-14%（图表 126），此后便开启复苏上行周期。从 2024 年三季度到 2025 年三季度，中国功率半导体收入维持在 20%上下的同比增速。

进一步细分来看，中国功率半导体行业产能持续开出，为功率器件出货量的增长提供基础，也导致中国功率器件大都处于相对低的价格段上。因此当前中国功率行业收入增长更多来自于出货量的增长。

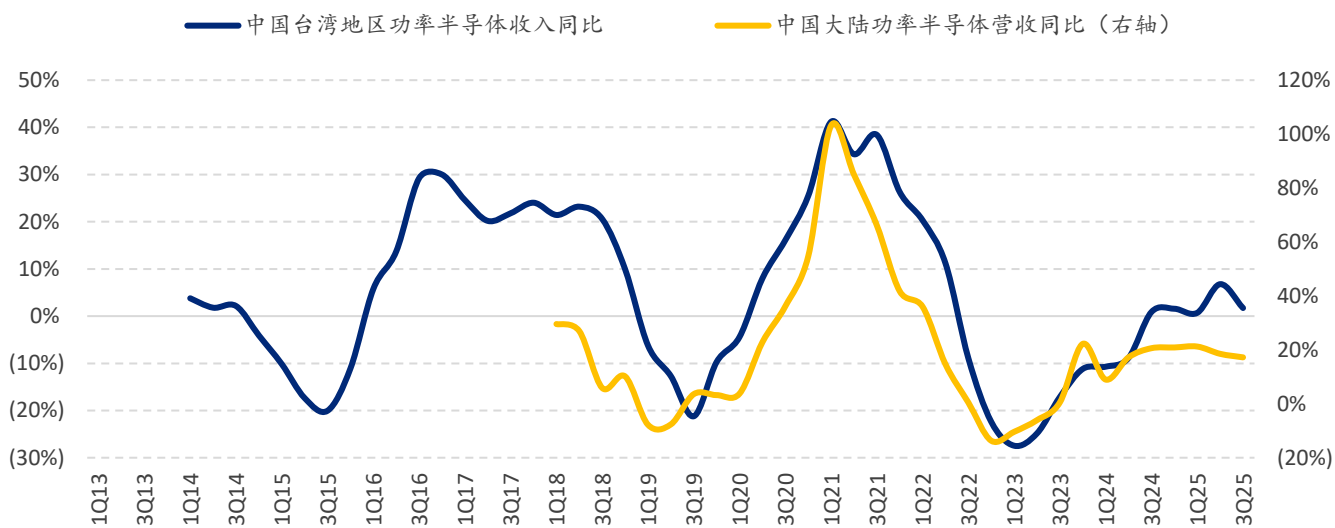
中国功率厂商的毛利率端的表现存在差异。华润微、扬杰科技、宏微科技三家公司在今年三季度毛利率明显上扬。其他一些厂商毛利率则在今年前三季度呈现下行趋势，其中一个主要原因来自于新能源车企对于全年销量的指引下调。我们预计明年随着新能源车企的销量企稳回暖，这些厂商的毛利率将企稳回升。

除了行业基本面外，今年事件性的扰动也有望加速中国功率半导体上行。今年 10 月安世半导体事件发生之后，中国和海外市场的相关芯片价格上涨，中国功率厂商也在短期内看到增量订单。我们预期在安世情况稳定之前，中国功率半导体的上行动能会相对强烈。

展望 2026 年，中国功率半导体行业有望保持复苏上行的态势。需求端来看，首先，AI 服务器将带来较大的行业增量。英飞凌在最近一次财报中分享，预计其 2026 财年 AI 数据中心的电源解决方案将持续快速成长，预计该领域的营收将达到 15 亿欧元，在 2030 年公司在该领域可服务的市场规模达到 80 亿至 100 亿欧元。其次，新能源汽车电动化和智能化的渗透率持续攀升，带动汽车电子需求持续增长，中国的在地化产能则将充分受益。第三，其他领域的需求也有望复苏，给予功率半导体基本盘的支撑。

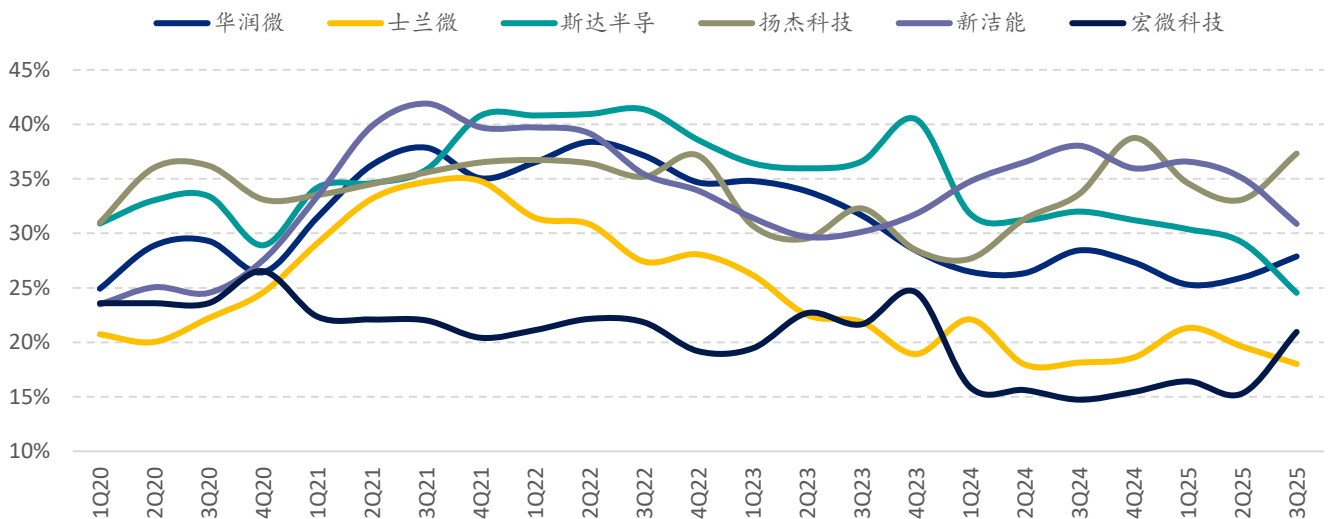
在中国功率半导体中，我们首推扬杰科技，建议重点关注新洁能。这两家功率半导体企业都受惠于短期的安世扰动，也受惠于中长期的 AI 服务器和汽车电子的需求成长。另外，扬杰科技海外拓展布局领先。新洁能则在今年三季度展现触底迹象，有望在今年四季度和明年看到复苏上行的势头。最后，扬杰科技和新洁能当前市盈率分别为 23.3x 和 25.5x，均具备较强吸引力。同时，我们建议投资人关注华润微。

图表 126: 中国大陆功率半导体营收同比 vs 中国台湾地区功率半导体收入同比



注：中国大陆功率半导体营收取自士兰微、扬杰科技、捷捷微电、台基股份总营收；中国台湾地区功率半导体营收取自顺德、德微、杰力、富鼎、大中、尼克森、丽正、汉磊、嘉晶总营收。营收均以美元计。数据截至 3Q25；资料来源：Bloomberg、Wind、浦银国际

图表 127: 中国大陆功率半导体毛利率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

消费电子：快速切入 AI 服务器产业链，收入增量有望在明年放量成长

国内外 AI 服务器具备较大成长空间，消费电子供应链有望快速切入，分享行业增长红利

当前，全球服务器市场规模受到 AI 服务器需求爆发的影响，从 2023 年以来处于加速增长的态势中。服务器市场处于量价齐升的高红利增长阶段（图表 129）。根据 IDC，今年一、二季度，全球服务器收入规模分别同比增长 134%、97%，同比增速自 2023 年四季度开始呈现加速上扬态势，目前仍然有接近三位数的增长。其中，全球服务器平均单价在今年一、二季度分别同比增长 92%、70%，高于出货量增速的 22%、16%（图表 129），是全球服务器收入规模增长更加强劲的推动力。服务器平均单价的大幅上涨主要由 AI 服务器更高的单价推动。该趋势有望延续至 2026 年。

在 AI 服务器算力芯片厂商中，目前英伟达仍然是最主力的 GPU 厂商。同时，受到美国对中国的人工智能领域的限制（图表 14），AI 服务器的零部件及组装供应链较多在中国台湾。但是，由于英伟达 GPU 服务器市场规模的大幅成长，我们看到越来越多的曾是果链供应商的中国消费电子厂商正在切入英伟达服务器的供应链。

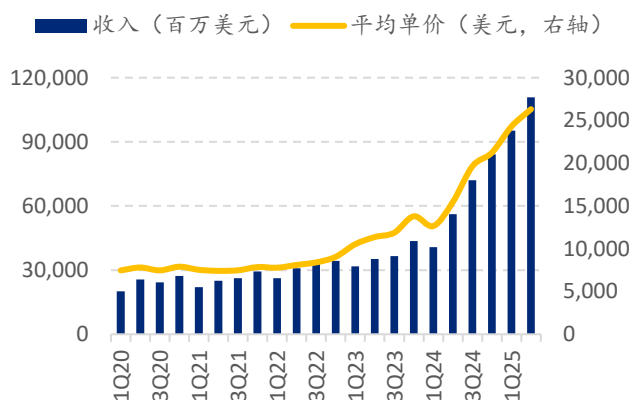
中国的头部消费电子厂商在 AI 服务器的布局有望在 2026 年进入快速放量的阶段。

- 比亚迪电子：公司的 AI 服务器液冷和电源产品已完成认证，订单落地在推进的过程中。这些产品有望在明年放量。同时，在高压产品上，公司也有布局。我们预计明年来自于 AI 服务器的收入有望大幅成长。
- 蓝思科技：公司在机箱结构件、散热模组、液冷、固态硬盘等产品有布局。公司延续从零部件到组装的战略方向。我们预计公司明年 AI 服务器相关收入将达到几十亿元。
- 立讯精密：公司的电连接、光连接、热管理等产品，有些已经打入美国的云服务厂商，贡献显著增量，有些仍在布局中，有望打开新的客户机会。

我们对于中国消费电子供应链切入英伟达及其他国内外 AI 服务器供应链保持比较乐观的态度。一是，行业的增量比较大。IDC 数据显示，2025 上半年中国加速服务器市场规模达到 160 亿美元，比 2024 上半年增长超过一倍。IDC 预计到 2029 年中国加速服务器市场规模将超过 1,400 亿美元（图表 130）。

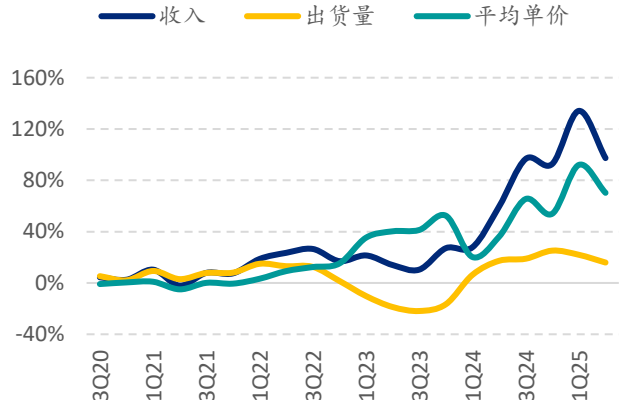
二是，中国消费电子在其手机零部件和组装的技术能力和规模优势可以赋能 AI 服务器产业链，从而帮助行业降本，进一步推动 AI 服务器行业的成长。

图表 128: 全球服务器呈现量价齐升的趋势



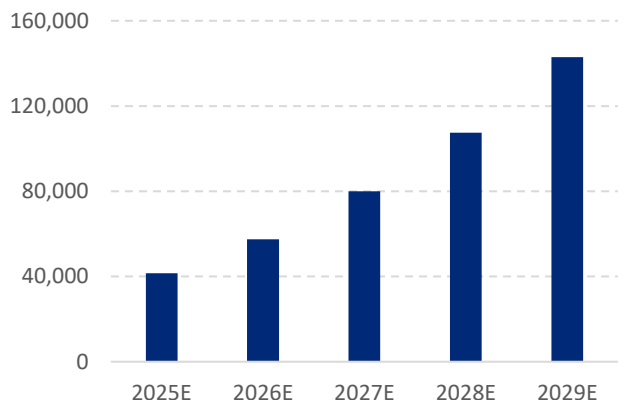
资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 129: 全球服务器收入同比大幅增长, 平均单价涨幅大于出货量涨幅



资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

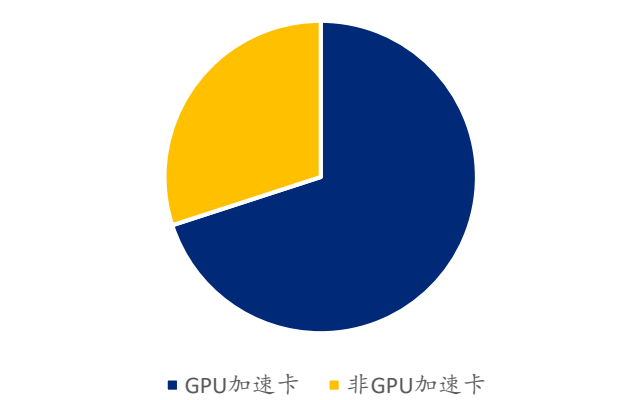
图表 130: 中国加速计算服务器市场规模预测 (百万美元)



E=IDC 预测

资料来源: IDC、浦银国际

图表 131: 中国 AI 芯片市场份额 (1H25)



资料来源: IDC、浦银国际

端侧 AI 手机的持续渗透以及苹果 iPhone 的创新周期，将为明后两年提供重要增量

从智能手机的大盘来看，正如上文章节提到的，存储行业上行带来物料成本上行，可能会对 2026 年智能手机的大盘需求造成影响。从行业沟通反馈来看，市场对于明年智能手机出货量大盘的预期与今年大致持平。但是，智能手机作为触及用户最广泛的终端设备，行业仍然具备多个亮点，有望为产业链提供支撑。

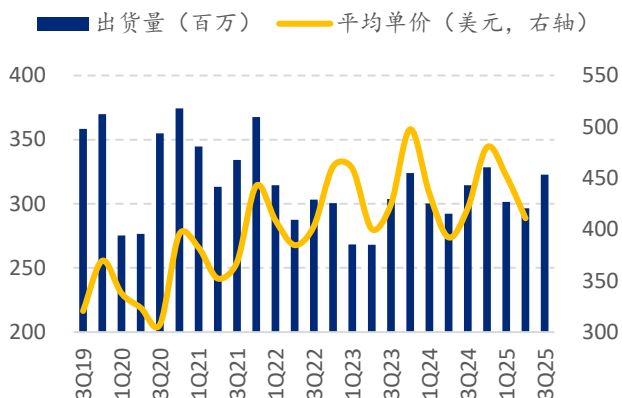
首先，AI 持续渗透端侧，端侧 AI 手机的渗透率持续提升。根据 Canalys，2026 年 AI 手机的渗透率将达到 45%，较 2024 年的 18% 和 2025 年的 34% 提升。端侧 AI 手机渗透率提升一方面得益于高通、联发科等手机 SoC 厂商不断提升的 NPU 算力。例如，高通今年 9 月发布的骁龙 8 Elite Gen 5 的 NPU 性能较前代提升 37%。另一方面，手机厂商也在投入端侧的推理模型研发，以加快 AI 在手机端侧的落地，提升用户体验。今年 5 月小米发布的推理模型 MiMo 的部分能力超过一些头部厂商的小参数模型。我们预期这也将加速 AI 在手机端侧的应用。

当前，AI 手机都是中高价位段旗舰机型，受到存储成本的上行影响更小，这是因为高端机型有更充裕的毛利率空间，而且手机厂商传递成本的能力也更强。根据 IDC，全球智能手机的平均单价从 2020 年低于 400 美元，上涨到 2025 年的显著高于 400 美元（图表 132）。平均单价的增长是 2025 年全球智能手机收入增长的主要推动力（图表 133）。

其次，苹果的 iPhone 进入一轮较大的产品创新周期。今年 9 月，苹果的新机型 iPhone Air 首次亮相。iPhone Air 是苹果推出的全新机型，主打“轻薄旗舰”，其机身厚度为 5.6 毫米（图表 137），是苹果历史上机身最薄的 iPhone。我们认为在 iPhone Air 的基础上，苹果将继续完善未来的 iPhone 布局。一方面，其“轻薄”的差异化特性吸引需求；另一方面，其“轻薄”的技术有望为后续的折叠屏机型打基础。明后年苹果将在 2025 年机型基础进一步增厚机型密度（图表 138）。从市场预期来看，苹果 iPhone 的收入、出货量、平均单价在明后两年都将继续上扬。

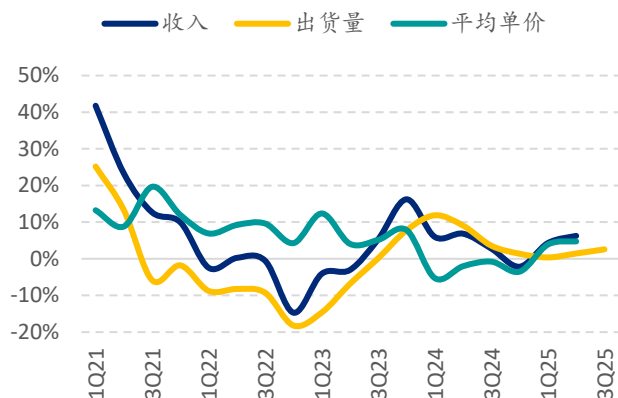
综上，我们预计 AI 在手机端侧的渗透以及 iPhone 的创新周期将为供应链带来高端项目的增长。同时，从产业沟通来看，存储成本上行对终端品牌厂商的影响更大，并不直接影响手机供应链厂商，更多是间接的。我们建议投资人关注受益于端侧 AI 和 iPhone 创新周期的标的，如蓝思科技、比亚迪电子和立讯精密等。

图表 132: 全球智能手机出货量及平均单价



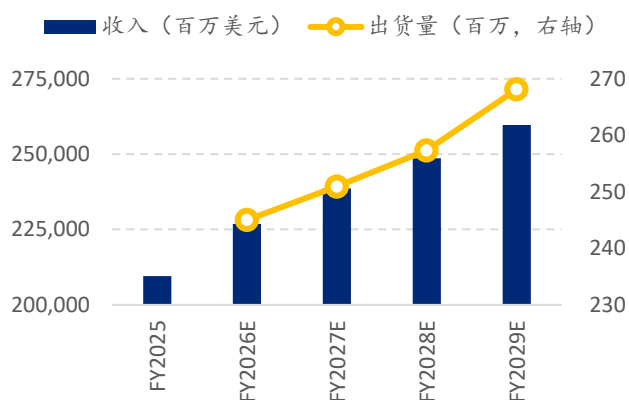
资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 133: 全球智能手机同比增速



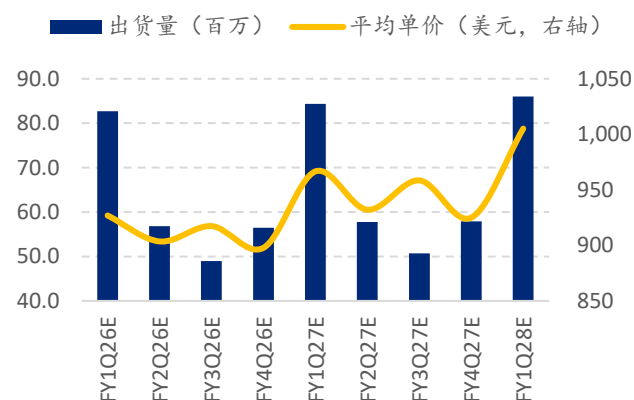
资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 134: 苹果 iPhone 的收入及出货量预测



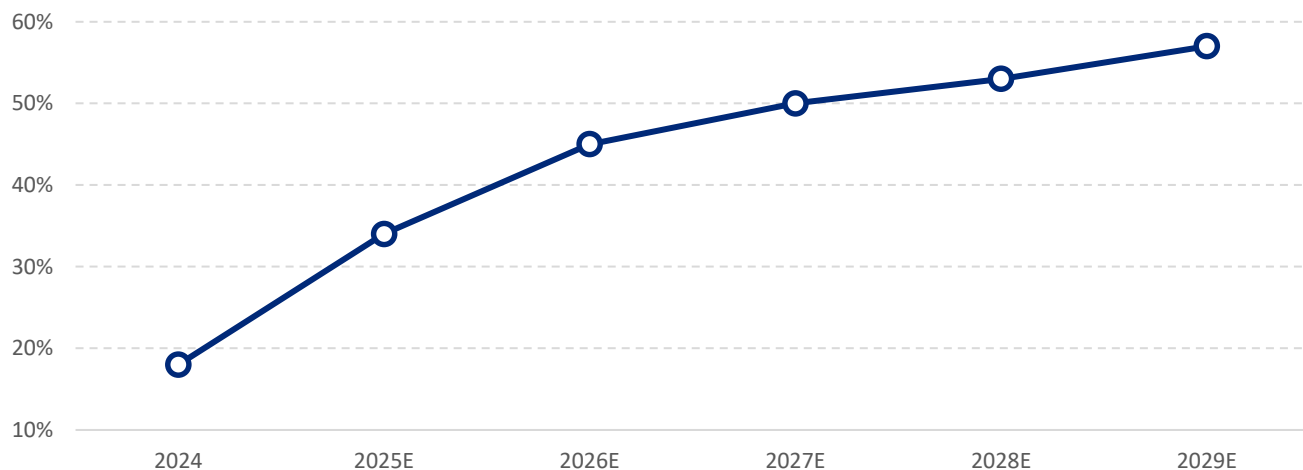
注: E=Bloomberg 一致预测; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 135: 苹果 iPhone 的出货量及单价预测



注: E=Bloomberg 一致预测; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 136: AI 智能手机: 预计渗透率持续提升



注: E= Canalys 预测; 资料来源: Canalys、浦银国际

图表 137: iPhone 17 系列配置详情

	iPhone 17	iPhone Air	iPhone 17 Pro	iPhone 17 Pro Max
发布日期	9/10/2025	9/10/2025	9/10/2025	9/10/2025
开售日期	9/19/2025	9/19/2025	9/19/2025	9/19/2025
售价 (美元)	799/999	999/1,199/1,399	1,099/1,299/1,499	1,199/1,399/1,599/1,999
售价 (人民币)	5,999/7,999	7,999/9,999/11,999	8,999/10,999/12,999	9,999/11,999/13,999/17,999
存储	256GB/512GB	256GB/512GB/1TB	256GB/512GB/1TB	256GB/512GB/1TB/2TB
运行内存			12GB	12GB
处理器	A19	A19 Pro	A19 Pro	A19 Pro
制程	3nm	3nm	3nm	3nm
CPU主频	-	-	4.2GHz	4.2GHz
GPU核数量	5	5	6	6
NPU算力	-	-	45 TOPS	45 TOPS
屏幕	OLED	OLED	OLED	OLED
尺寸 (英寸)	6.3"	6.5"	6.3"	6.9"
分辨率	2622 x 1206	2736 x 1260	2622 x 1206	2868 x 1320
刷新率	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz
摄像头				
前置	18MP	18MP	18MP	18MP
后置	双摄	单摄	三摄	三摄
像素	48MP, 48MP	48MP	48MP, 48MP, 48MP	48MP, 48MP, 48MP
光学变焦	0.5x, 1x, 2x	1x, 2x	0.5x, 1x, 2x, 4x, 8x	0.5x, 1x, 2x, 4x, 8x
防抖	传感器位移式 光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖	主摄: 第二代传感器位移式 长焦: 3D传感器位移式	主摄: 第二代传感器位移式 长焦: 3D传感器位移式
电池容量				
视频播放 (小时)	30	27	33	39
有线充电功率	40w	20w	40w	40w
尺寸 (mm)	149.6 x 71.5 x 7.95	156.2 x 74.7 x 5.64	150.0 x 71.9 x 8.75	163.4 x 78.0 x 8.75
重量	177g	165g	204g	233g
边框	铝金属	钛金属	铝金属一体成型	铝金属一体成型
面板	超瓷晶面板2	超瓷晶面板2	超瓷晶面板2	超瓷晶面板2
颜色	薰衣草紫色、鼠尾草绿色、 青雾蓝色、白色、黑色	天蓝色、浅金色、云白色、 深空黑色	星宇橙色、深蓝色、银色	星宇橙色、深蓝色、银色
通信技术	5G	5G	5G	5G

机型图



注：“-”表示相关信息尚未公布；资料来源：苹果官网、公开资料、浦银国际

图表 138: 苹果 iPhone 产品线和价格段比较: 2025 年 vs 2024 年

2025				2024				价格差异 (2025 vs 2024)	
机型	存储	售价 (人民币)	售价 (美元)	机型	存储	售价 (人民币)	售价 (美元)	中国	美国
iPhone 17 Pro Max	2TB	17,999	1,999	iPhone 16 Pro Max	1TB	13,999	1,599	0%	0%
	1TB	13,999	1,599		512GB	11,999	1,399	0%	0%
	512GB	11,999	1,399		256GB	9,999	1,199	0%	0%
iPhone 17 Pro	1TB	12,999	1,499	iPhone 16 Pro	1TB	12,999	1,499	0%	0%
	512GB	10,999	1,299		512GB	10,999	1,299	0%	0%
	256GB	8,999	1,099		256GB	8,999	1,099	0%	0%
iPhone Air	1TB	11,999	1,399	iPhone 16 Plus	512GB	9,999	1,199	0%	0%
	512GB	9,999	1,199		256GB	7,999	999	0%	0%
	256GB	7,999	999		128GB	6,999	899		
iPhone 17	512GB	7,999	999	iPhone 16	512GB	8,999	1,099	-11%	-9%
	256GB	5,999	799		256GB	6,999	899	-14%	-11%
iPhone 16 Plus				iPhone 15 Plus	128GB	5,999	799		
	512GB	7,999	999		512GB	8,999	1,099		
	256GB	6,999	899		256GB	6,999	899	0%	0%
iPhone 16	128GB	5,999	799	iPhone 15	128GB	5,999	799	0%	0%
					512GB	8,999	1,099		
iPhone 16	128GB	5,399	699	iPhone 14 Plus	512GB	8,399	999		
					256GB	6,399	799		
iPhone 16e	512GB	7,499	899	iPhone 14	128GB	5,399	699		
	256GB	5,499	699		512GB	7,699	899		
	128GB	4,499	599		256GB	5,699	699		
iPhone 16e				iPhone SE	128GB	3,899	479	15%	25%
					64GB	3,499	429		

资料来源: 苹果官网、浦银国际

图表 139：智能手机：小折叠机型比较

品牌	三星	华为	华为	小米
型号	Galaxy Z Flip7	HUAWEI Pocket 2 优享版	nova Flip S	小米 MIX FLIP 2
发布时间	2025 年 7 月	2025 年 6 月	2025 年 10 月	2025 年 6 月
售价 (元)	7,999/8,999	5,499	3,488/3,788	5,499/5,999/6,799
处理器	猎户座 2500	-	-	高通 骁龙 8 Gen3
内存	12GB	12GB	12GB	12GB/16GB
存储	256GB/512GB	256GB	256GB/512GB	256GB/512GB/1T
摄像头				
后置	双摄	四摄	双摄	双摄
像素	50MP, 12MP	50MP, 12MP, 8MP, 2MP	50MP, 8MP	50MP, 50MP
前摄	单摄	单摄	单摄	单摄
像素	10MP	10.7MP	32MP	32MP
内屏				
尺寸	6.9" (直角) 6.8" (圆角)	6.94"	6.94"	6.86"
类型	AMOLED	OLED	OLED	OLED
分辨率	FHD 2520 x 1080	FHD 2690 x 1136	FHD 2690 x 1136	2912x1224
外屏				
尺寸	4.1" (直角) 4.0" (圆角)	1.15"	2.14"	4.01"
类型	AMOLED	OLED	OLED	OLED
分辨率	1048 x 948	340 x 340	480 x 480	1392 x 1208
电池容量	4300mAh	4520mAh	4400mAh	4780mAh

资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际

手持影像、汽车电子、机器人等多品类消费电子助力成长

以智能手机为代表的消费电子供应链具备前沿的技术布局、快速量产能力以及规模化成本等优势。因此，消费电子供应链可以更好切入到新兴的电子品类供应链，并且共享新兴行业的成长，涉及 AI 眼镜、全景相机、汽车电子等新兴应用，也涉及智能驾驶、机器人等未来领域，甚至是大小家电等传统领域。

首先，今年运动相机、全景相机等需求大幅成长是光学行业供应链成长的重要亮点。根据 Frost & Sullivan 数据，2023 年全球全景相机市场规模达到 50.3 亿元，同比增长 21.79%，2027 年预计将达到 78.5 亿元。影石创新、大疆创新等都在今年推出新一代产品。例如，Insta360 X5 可以提供 AI 拼接、智能剪辑等功能，降低创作门槛，而 DJI Osmo 360 则配备 1 英寸的大传感器。

今年 1-10 月丘钛科技的其他摄像头模组累计出货量同比增长 102%，且月度同比增速逐月上扬。这主要受益于其运动相机、全景相机客户的强劲需求。因此，我们建议投资人关注该趋势下的受益标的，推荐丘钛科技(1478.HK)、豪威集团(603501.CH)、舜宇光学(2382.HK)。

其次，消费电子供应链的汽车电子相关收入在过去两年大幅成长，预计明年仍旧维持强劲增长势头。近几年的新能源车技术发展较多来自于电子技术发展驱动下的电动化和智能化，因此消费电子供应链有较强的技术积累和规模优势。新能源车所需的摄像头、激光雷达、线束、智驾域控、座舱域控、智能悬架、显示屏、无线充电、车窗玻璃等都是消费电子供应链的优势领域。

我们推荐投资人关注该趋势下的相关标的。1) 比亚迪电子(285.HK): 娱乐影音、智驾域控、智能悬架等产品营收增长受益于母公司比亚迪新能源车的大幅成长。2) 蓝思科技(300433.CH/6613.HK): 智能座舱营收增长受益于国内客户以及大客户的成长，并且其汽车玻璃等新产品预计将在明年放量成长。3) 立讯精密(002475.CH):，一方面内生增长的产品，例如低压高压线束、智能座舱域控、智驾域控等产品保持较高的收入成长动能，另一方面公司收购的莱尼初期协同效率较高，也将贡献成长增量。此外，舜宇光学(2382.HK)、豪威集团(603501.CH)、丘钛科技(1478.HK)都将受益于车载摄像头的高速增长。

最后，具身智能等机器人新兴领域同样将为消费电子供应链贡献增量。建议投资人关注蓝思科技(300433.CH/6613.HK)。蓝思科技预计今年有望出货 1,000 台人形机器人以及 3 万台机器狗；同时，其机器人的零部件，包括头部模组和关节等，都有望形成出货。

图表 140: 全景相机配置比较

	Insta360 X5	Insta360 X4 Air	DJI Osmo 360	GoPro MAX2
发布年份	2025-04	2025-10	2025-07	2025-09
售价 (元)	3,298/3,418/ 3,498	2,352	2,999/3,164	3,598
芯片	5nm	5nm	-	-
传感器与镜头				
主摄像头像素	50MP	29MP	120MP	29MP
最高视频分辨率	8K	8K	8K	8K
对应最高视频流畅度	30fps	30fps	50fps	30fps
影像传感器	1/1.28" CMOS	1/1.8" CMOS	1/1.1" CMOS	1/2.3" CMOS
镜头防抖	电子防抖	电子防抖	电子防抖	-
拍摄规格				
照片最大分辨率	11,904 x 5,952	7,680 x 3,840	15,520 x 7,760	7,680 x 3,840
慢放	5 倍	-	30 倍	3 倍
电池容量 (mAh)	2,400	2,010	1,950	1,960
防水能力	15 米	15 米	10 米	5 米

资料来源: 公司官网、公开资料、浦银国际

新能源汽车：纯电和智驾将推动渗透率持续上行，出海加速贡献增量

预计中国新能源车 2026 年销量将达 1,769 万辆，中期有望成为 AI 落地规模最大载体，长期或将成为具身智能技术基础

回顾 2025 年，中国新能源汽车行业呈现高开低走的趋势，这与 2024 年市场逐渐走高的趋势大体相反。今年 2 月，中国新能源乘用车销量录得同比增长 87% 的高点，并在接下来的 3 个月保持 40% 上下的较高同比增速，但在今年 6 月至 9 月回落到 25% 左右（图表 144）。我们预计今年四季度销量同比增速将进一步下降至 20% 左右，即使 12 月可能因为购置税原因出现前置销量需求。2024 年逐渐走高的基数是增速下滑的一个原因。同时，政府在今年提出的“反内卷”也对车企的促销起到了抑制作用，也一定程度压制了需求释放。

根据中汽协，中国新能源乘用车渗透率在今年 4 月份达到 51.6%（图表 145），首次单月渗透率过半，成为重要分水岭。我们预计今年中国新能源乘用车的渗透率有望从年初的 42.2%，攀升至年末的 56% 以上。尽管受到部分新能源车销量增长的压力，中国新能源车渗透率的发展并未超出我们预期，但是渗透率加速上扬的形态并未改变。

在 2025 年，中国新能源乘用车综合促销幅度大于 2024 年。在今年政府提出“反内卷”之后，促销幅度仍然大于 2024 年（图表 143）。我们认为这主要得益于新能源车行业降本导致的车企让利于消费的策略有关。这也是 2022 年至 2025 年促销幅度逐年扩大的重要影响因素。但是，中国新能源车企的毛利率并没有因为更大的促销幅度而下行，反而因为降本和规模效应，部分车企毛利率上行。例如，零跑汽车的毛利率从去年四季度的 13.3%，稳步提升至今年第三季度的 14.5%。小鹏汽车的毛利率从去年四季度的 14.4% 提升到今年第三季度的 20.1%。中国新能源车行业保持健康发展的态势。

展望 2026 年中国新能源车行业，我们认为新能源车企的两个关键词是“守城”和“掠地”。

当前，新能源车产品具有强烈的电子特性，尤其是在技术前沿的方面。科技电子在行业初期有几个特征：技术提升速度快，功能迭代速度快，用户体验提升也快。中国新能源车目前就处于这样的阶段，与智能手机发展初期类似。

在这个阶段，行业玩家既有助力，也有压力。助力来自用户体验的快速提升在一定程度上给予老产品的用户更强的换新动力，为行业需求提供支撑。这与十年前的智能手机行业换机周期较短的情况类似。而压力在于行业玩家需要更快地跟进行业最新的技术，并且需要比拼效率，即要用更低的成本使用最新的技术，从而才能形成正向循环。中国新能源车行业正处于充分竞争、高饱和竞争的阶段。

我们预计 2026 年中国新能源乘用车销量有望达到 1,769 万辆,同比增长 12% (图表 141), 对应全年渗透率 60.2%。2026 年新能源乘用车的发展有三点值得注意。其一, 中国新能源车渗透率仍然处于快速增长的趋势中, 预计 2026 年将同比增长 8.6 个百分点(图表 142)。其二, 相较于 2025 年的 28%, 我们预计 2026 年中国新能源车行业销量增速将下滑至 12%。主要因为预计 2026 年中国乘用车市场大盘承压以及 2025 中国新能源车基数增长。其三, 同样因为乘用车大盘承压, 我们预计 2026 年中国新能源乘用车年度销量的增量会下降, 增量将从 2024 年和 2025 年 300 多万台下降到 200 万台左右。

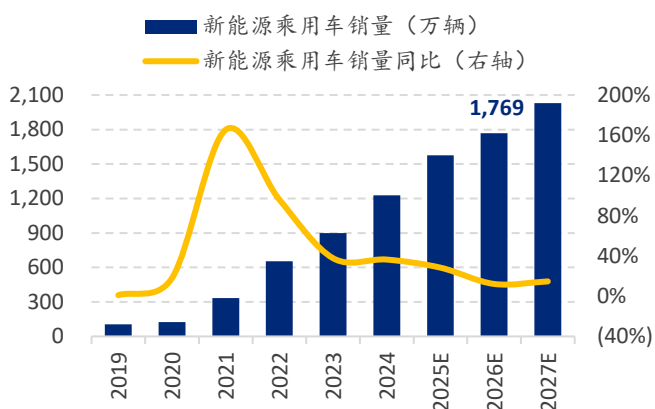
行业销量增速下滑、增量下降的情况下, 新能源车企既要“守城”, 通过快速的技术迭代保住原有的畅销车型从而守住市场份额, 也要“掠地”, 通过综合的降本措施来获取增量市场的增量。这样企业才能在明年的行业背景下取得自身 Alpha 的成长。

在新能源车行业, 我们首推零跑汽车和小鹏汽车。零跑汽车通过快速的年款迭代有望守住其今年 C 系列和 B 系列的畅销车型市场份额, 并通过 D 系列和 A 系列进一步拓展市场。小鹏汽车有望维持其 MONA 和 P7+ 的需求热度, 并借助多款增程新车型来“掠地”。此外, 我们建议投资人关注蔚来。蔚来通过释放今年的乐道 L90、蔚来 ES8、萤火虫等热销车型需求, 并且在技术追赶中复制近期成功车型经验, 有望持续争夺份额。

从中长期的维度来看, 新能源汽车产业非常好地承接了本轮 AI 商业化落地最优场景之一的智能驾驶。今年中国辅助驾驶, 尤其是包含中高阶能力的辅助驾驶, 渗透率快速上升。这为 AI 商业化落地闭环提供有利土壤。一段式端到端以及 VLA 等技术迭代正在将新能源车打造为优良的 AI 端侧载体, 这又反过来助推新能源车需求增长。并且, 乘用车端的 L3 级辅助驾驶以及 L4 级 Robotaxi 技术正在快速成熟, 或将进一步打开行业天花板。

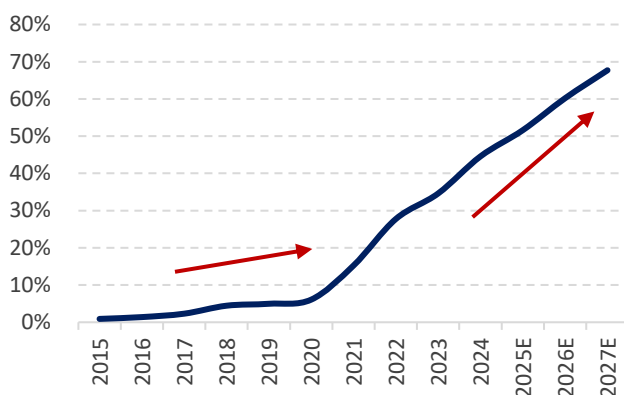
进一步看, 新能源车的制造能力以及智驾的算法能力有望迁移至具身智能和人形机器人的新兴产业中。尤其是 AI 大模型技术发展之后, 在 Scaling Law 以及新能源车行业的规模成本摊薄的推动下, 人形机器人的产业有望进入行业爆发时期。因此, 我们对新能源车产业长期展望保持乐观。

图表 141：中国新能源乘用车销量及同比预测



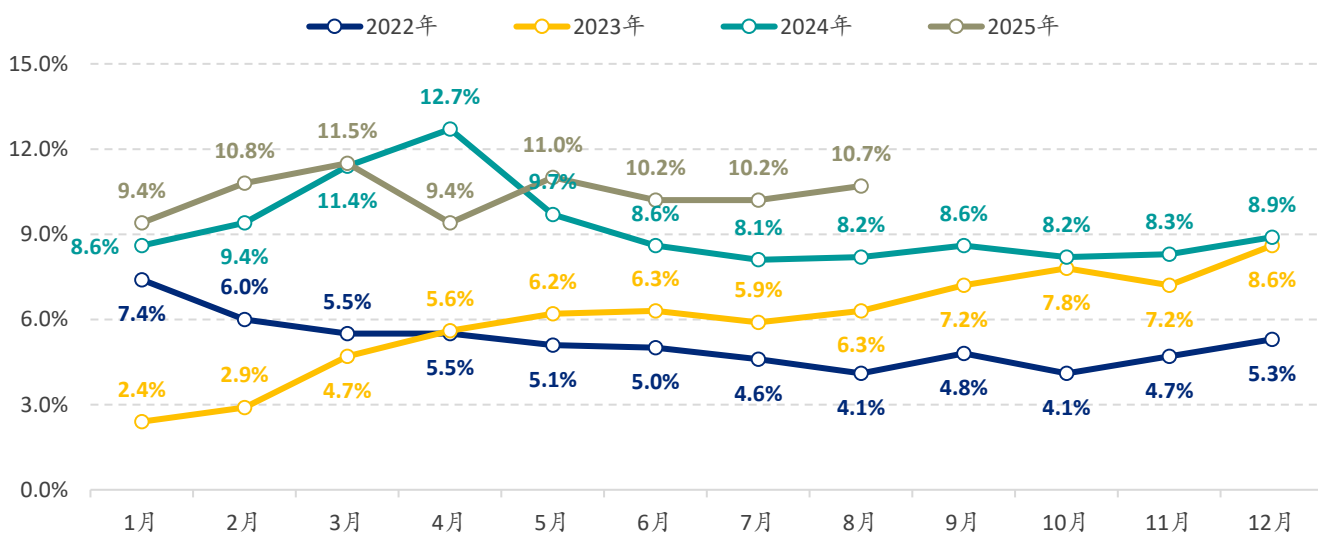
E=浦银国际预测；
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 142：中国新能源乘用车渗透率及预测



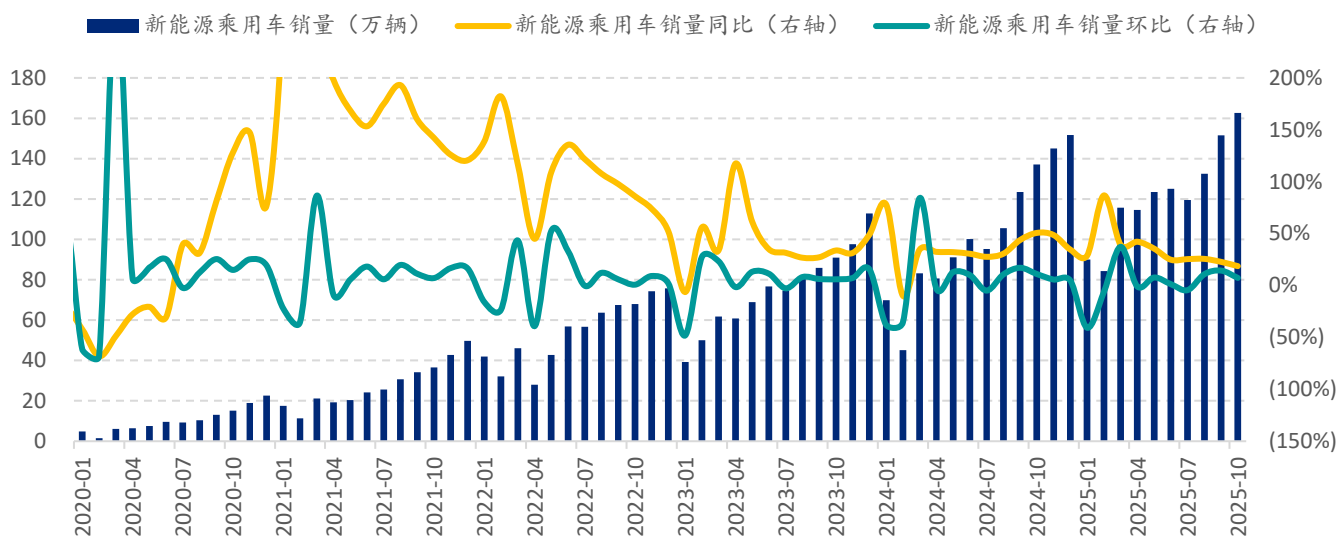
E=浦银国际预测；
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 143：中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势



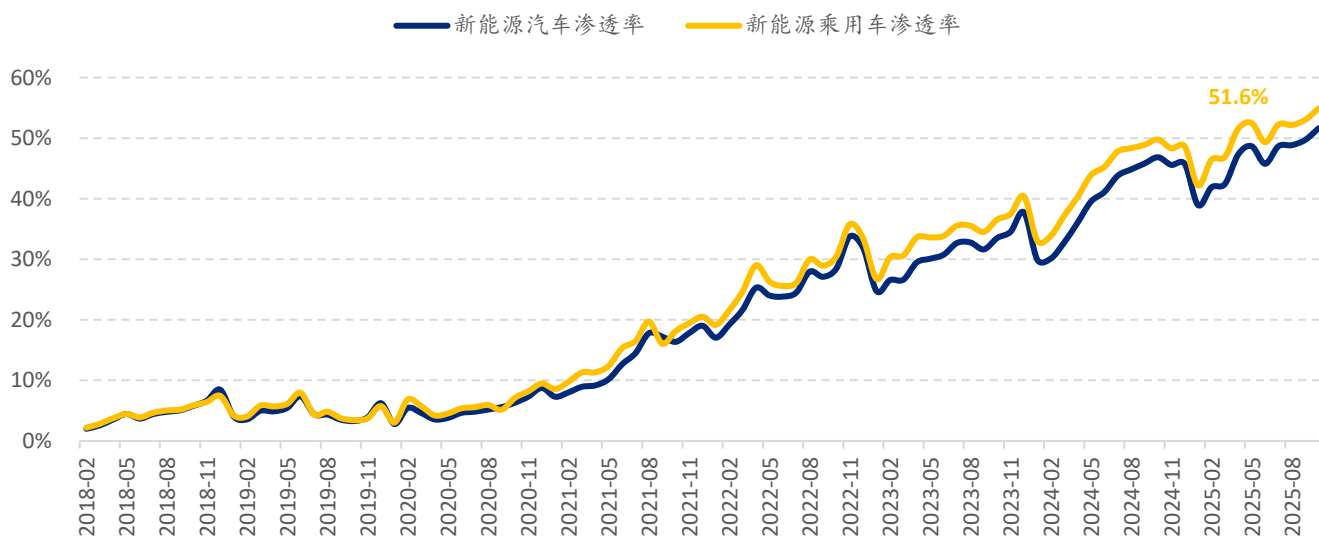
资料来源：崔东树公众号、乘联会、浦银国际

图表 144: 中国新能源乘用车月度销量: 10月销量 162.7 万辆, 同比增长 7%, 环比增长 19%



资料来源: 中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 145: 中国新能源汽车/乘用车渗透率: 今年 4 月新能源乘用车渗透率 51.6%, 月度渗透率首次超过 50%



资料来源: 中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 146：中国政府支持智能网联汽车及自动驾驶技术规范发展的政策梳理

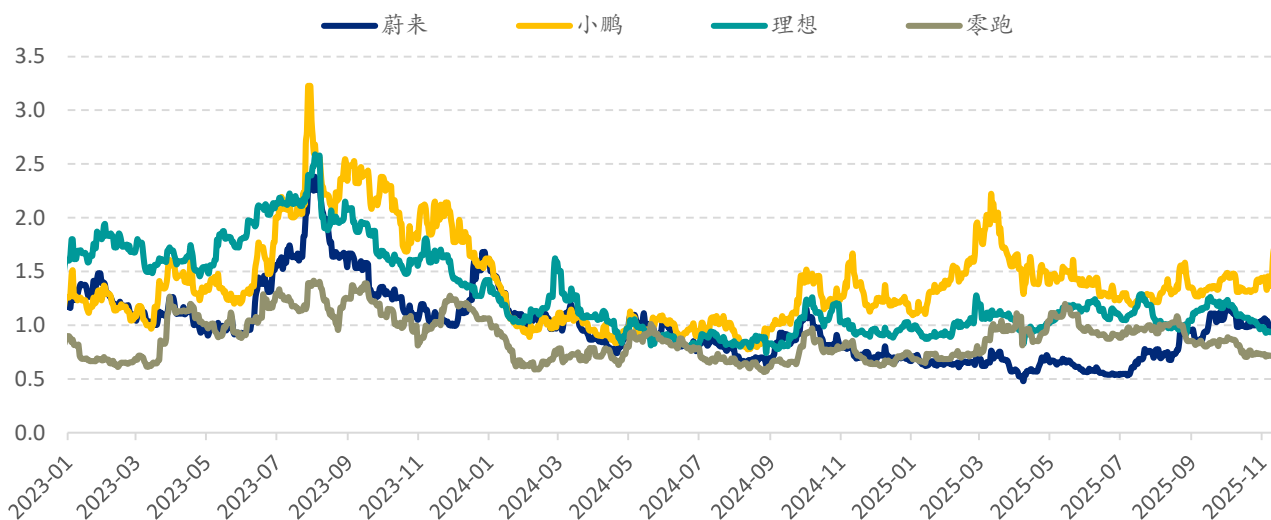
颁布时间	发布机构/归口部门	法规/政策/标准名称	内容要点
2015-05	国务院	《中国制造 2025》	到 2020 年，掌握智能辅助驾驶总体技术及各项关键技术，初步建立智能网联汽车自主研发体系及生产配套体系。到 2025 年，掌握自动驾驶总体技术及各项关键技术，基本完成汽车产业转型升级。
2018-04	工信部、公安部、交通部	《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》	首次规范智能网联汽车道路测试与示范应用，允许企业在指定区域进行自动驾驶功能测试活动。
2019-09	工信部	《交通强国建设纲要》	加强智能网联汽车研发，全面提升城市交通基础设施智能化水平，形成自主可控完整的产业链。
2020-02	发改委等 11 部委	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年，实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。
2020-10	工信部	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》	到 2035 年，高度自动驾驶汽车实现规模化应用。
2020-11	国家智能网联汽车创新中心	《智能网联汽车技术路线 2.0》	到 2025 年，L2-L3 级智能网联汽车销量占当年汽车总销量比例超过 50%；高度自动驾驶车辆在特定场景和限定区域实现商业化应用。
2020-12	交通部	《关于促进道路交通自动驾驶技术发展和应用的指导意见》	目标到 2025 年，自动驾驶基础理论研究取得积极进展；建成一批国家级自动驾驶测试基地和先导应用示范工程，在部分场景实现规模化应用，推动自动驾驶技术产业化落地。
2021-02	国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	推进智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）应用。到 2035 年，中国自动驾驶技术要达到世界先进水平。
2021-08	工信部	《关于加强智能网联汽车生产企业及产品准入管理的意见》	明确企业应落实主体责任，加强汽车数据安全、网络安全、软件升级、功能安全和预期功能安全管理，保证产品质量和生产一致性。要求企业 OTA 前应向工信部备案。
2021-08	工信部、市场监管总局、国标委	《汽车驾驶自动化分级（GB/T 40429-2021）》	规定了汽车驾驶自动化分级遵循的原则、分级要求、各级别定义和技术要求框架，旨在解决中国汽车驾驶自动化分级的规范性问题。
2022-01	交通部、科技部	《交通领域科技创新中长期发展规划纲要（2021-2035）》	促进道路自动驾驶技术研发与应用，推动自动驾驶、辅助驾驶的推广应用。围绕自动驾驶等前沿领域，推动加快立法进程。
2022-04	工信部	《关于开展汽车软件在线升级备案的通知》	进一步规范汽车软件在线升级（OTA 升级），明确了汽车生产企业实施软件升级的管理能力要求和升级活动备案要求，并要求 OTA 升级活动应保障产品生产一致性。
2023-07	工信部、国标委	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023 版）》	目标到 2025 年，系统形成能够支撑组合驾驶辅助和自动驾驶通用功能的智能网联汽车标准体系。到 2030 年，全面形成能够支撑实现单车智能和网联赋能协同发展的智能网联汽车标准体系。
2023-11	工信部、公安部、住建部、交通部	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	遴选具备量产条件的搭载自动驾驶功能（L3/L4 级）的智能网联汽车产品开展准入试点。对取得准入的智能网联汽车产品，在限定区域内开展上路通行试点。
2024-01	工信部等 5 部委	《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》	鼓励新型商业模式探索，鼓励在限定区域内开展智慧公交、智慧乘用车、自动泊车、城市物流、自动配送等多场景应用试点。
2024-09	工信部、市场监管总局、国标委	《智能网联汽车自动驾驶系统通用技术要求（GB/T 44721-2024）》	首个针对自动驾驶系统的国家标准，对自动驾驶系统进行了全面规范，包括总体要求、动态驾驶任务执行/后援要求、人机交互要求。
2025-02	工信部、市场监管总局	《关于进一步加强智能网联汽车产品准入、召回及软件在线升级管理的通知》	强调统筹发展和安全，明确汽车生产企业需落实生产一致性和质量安全主体责任，加强智能网联汽车产品准入和召回管理，进一步规范汽车生产企业 OTA 升级活动，提升智能网联汽车产品安全水平。
2025-04	工信部	《2025 年汽车标准化工作要点》	加快自动驾驶系统安全要求强制性国家标准研制；加快组合驾驶辅助系统和自动紧急制动系统等强制性国家标准修订。

资料来源：中国政府网、国家标准馆、盖世汽车研究院、公开资料、浦银国际整理

从估值来看,今年造车新势力大都在今年年初,即市场对于智驾热情较高时,取得了今年估值的高点。而与年初相比,今年到目前为止各家车企的估值变化存在差异。当前,蔚来、小鹏、理想、零跑的市销率估值分别为 0.9x、1.4x、0.9x、0.7x (图表 147),较年初变化+29%、+23%、-9%、-5%。

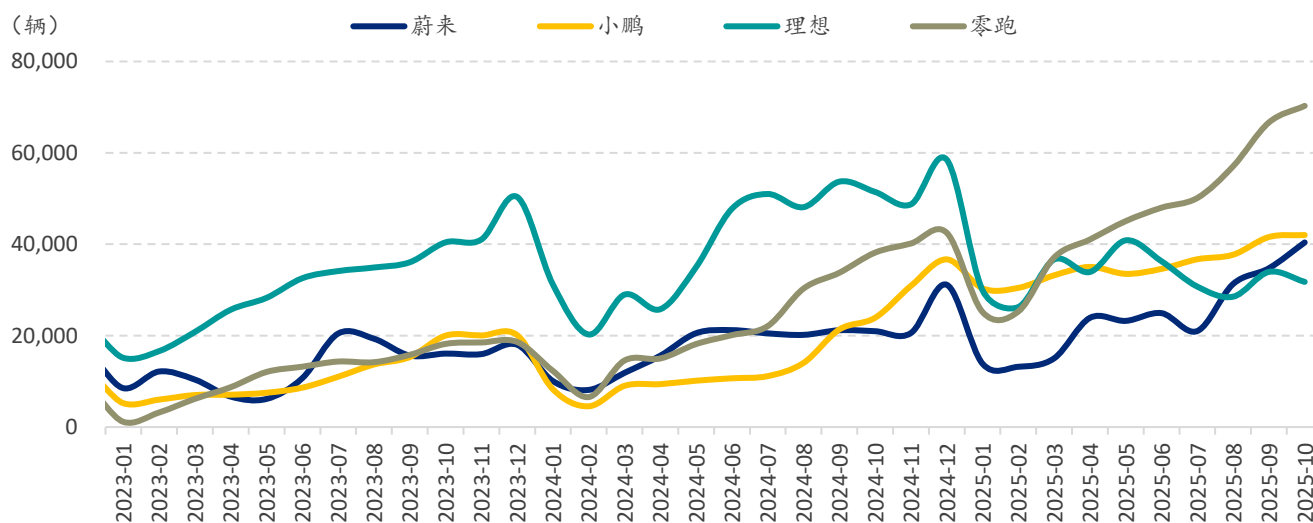
我们的首推是零跑汽车。截至 2025 年 10 月,零跑已经连续 8 个月交付量位居造车新势力第一(图表 148)。我们认为市场过分担心明年中国新能源车行业 Beta 动能对零跑的影响。零跑自研自制能力可以转变为其改款车型迭代的“守城”能力,而在这基础上的 A、D 系列分别具备向高价和低价的“掠地”能力。而且,与 Stellantis 的合作让其具备优于同行的海外拓展基础。同时,我们建议投资人关注蔚来(大型纯电 SUV 需求饱满)和小鹏汽车(多款增程车型潜在需求)。

图表 147: 蔚来、小鹏、理想、零跑: 市销率 (x) 估值比较



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 148: 造车新势力月度交付量: 截至 2025 年 10 月, 零跑连续 8 个月位居第一



资料来源: 公司公告、浦银国际

中国新能源车行业细分需求波动，纯电车型和智驾渗透率上扬

今年中国新能源乘用车市场有两个比较显著的特征。其一，中国的具备组合驾驶辅助系统乘用车市场渗透率大幅提升，尤其是大众市场车型的组合辅助驾驶渗透率提升。其二，中国新能源车纯电车型的同比增速以及市场占比超过插混车型。这两个特征也是今年中国新能源乘用车市场发展的重要推动力。

中国组合驾驶辅助系统渗透率 2025 年持续加速上扬。这一趋势，将在 2026 年延续。

今年年初在比亚迪的推动下，中国新能源车的组合驾驶辅助系统渗透率呈现快速上扬的态势。具备 NOA 功能（高速 NOA+城市 NOA）车型的渗透率从 2024 年年底的 14.8%快速攀升至 2025 年 9 月的 32.6%（图表 165），加速上扬态势明显。

进一步拆分来看，今年一季度，中国乘用车 L2++及以上智能辅助驾驶渗透率在 10 万元以下车型价格段实现零的突破。在 10 万元至 20 万元的价格段渗透率加速斜率显著超过其他价格段，渗透率从 2024 年四季度的 2.3%加速上扬至 2025 年第三季度的 28.0%。这主要得益于技术成本下降带来的技术普惠，从而推动大众市场车型的渗透率提升。而 20 万元以上价格段车型的渗透率则正快速向 50%上下的需求临界点快速逼近。

综合来看，中国车企都在快速跟进组合驾驶辅助的方案，既是为了应对供应端的竞争倒逼，也是为了满足 C 端用户侧的膨胀需求。中国乘用车标配 NOA 的渗透率仍将在 2026 年加速上扬（图表 153）。进一步看，AI 等技术的快速进步将持续惠及智驾技术提升，同时 VLA 等技术将继续提升用户体验，从而再次提升中国新能源车的需求。

中国纯电车型的强劲需求有望从 2025 年向 2026 年延续。

今年 3 月到 10 月，中国新能源乘用车纯电车型的月度销量同比增速已经连续 8 个月超过插混车型。尤其是今年 6 月以来，插混车型的月度销量同比增速都维持在个位数，而纯电车型的增速都在 30%以上（图表 152）。中国新能源乘用车纯电车型的占比从 2024 年 12 月的 59.4%，一路攀升至今年 10 月的 63.2%（图表 151）。

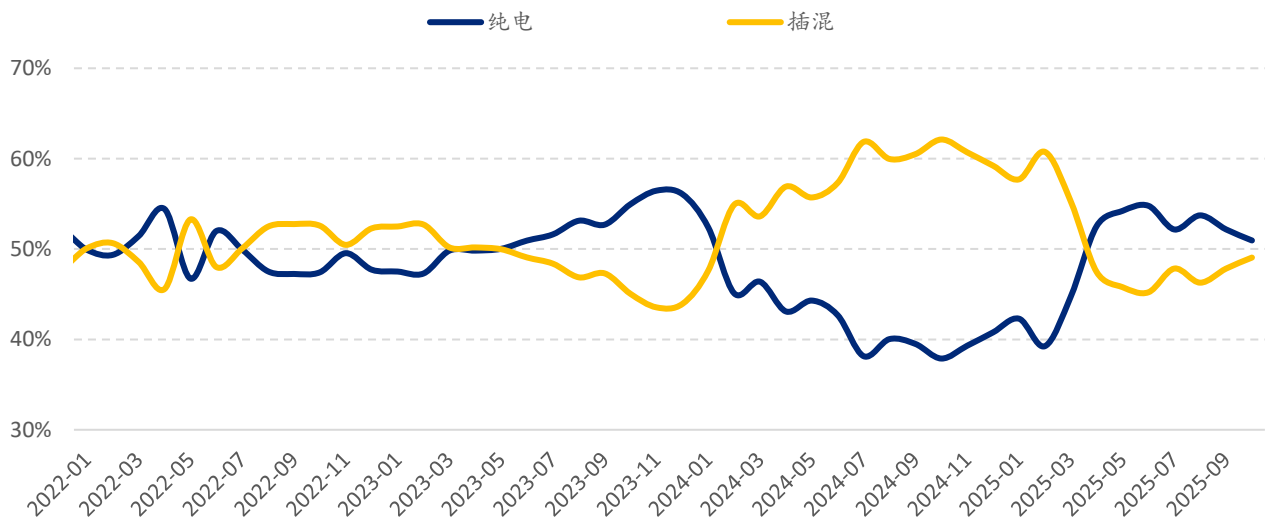
我们认为纯电和插混车型需求的变化，一方面来自于过去几年市场对广大消费者的新能源车的教育和普及。这让用户了解、理解并且真正需要新能源车的优势，消费者对于纯电车型的需求进入“甜蜜期”。另一方面，过去几年中国也在快速铺设充电桩等基础设施，这也较好地解决新能源车初期消费者的一个购车痛点——对于补能的焦虑。

今年的乐道 L90、蔚来 ES8、零跑的 C10 和 B01 以及小米 YU7 等纯电车型都有较好的销量表现。同时，理想、比亚迪的增程或插混的车型则在今年承受压力。这也在一定程度影响了部分车企在今年的销量表现。

展望 2026 年，首先，纯电车型的需求增长趋势或将延续。我们预期更多车企会推出具备竞争力的纯电车型以捕捉该细分市场的需求。其次，增程的细分需求也有望在明年抬头。这主要来自于更多车型车企将推出的新增程车型以及存量车型的改款。综合来看，无论是纯电车型还是增程车型，其电池续航以及快充的体验都会在明年提升，换取需求端的增量。

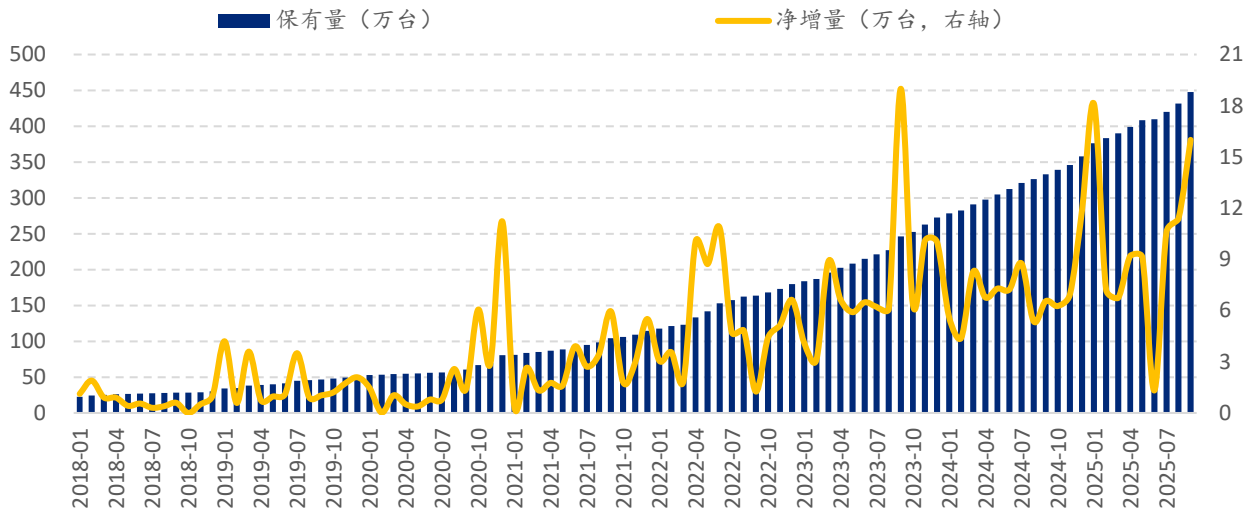
综合来看，今年新能源车两个用户侧的需求点——智驾和纯电——将在明年延续。已经布局这两个需求点的车企有望在明年取得更好的“守城”和“掠地”的表现。

图表 149：比亚迪新能源乘用车车型占比：今年以来纯电车型占比上行



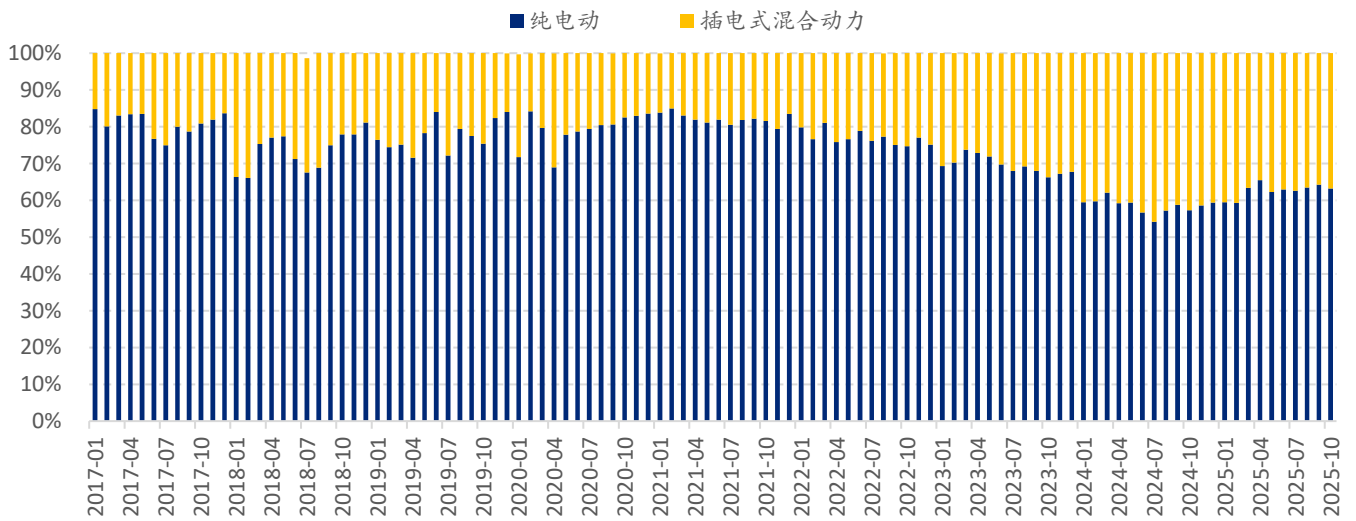
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 150: 中国电动汽车充电桩（公共）保有量及净增量



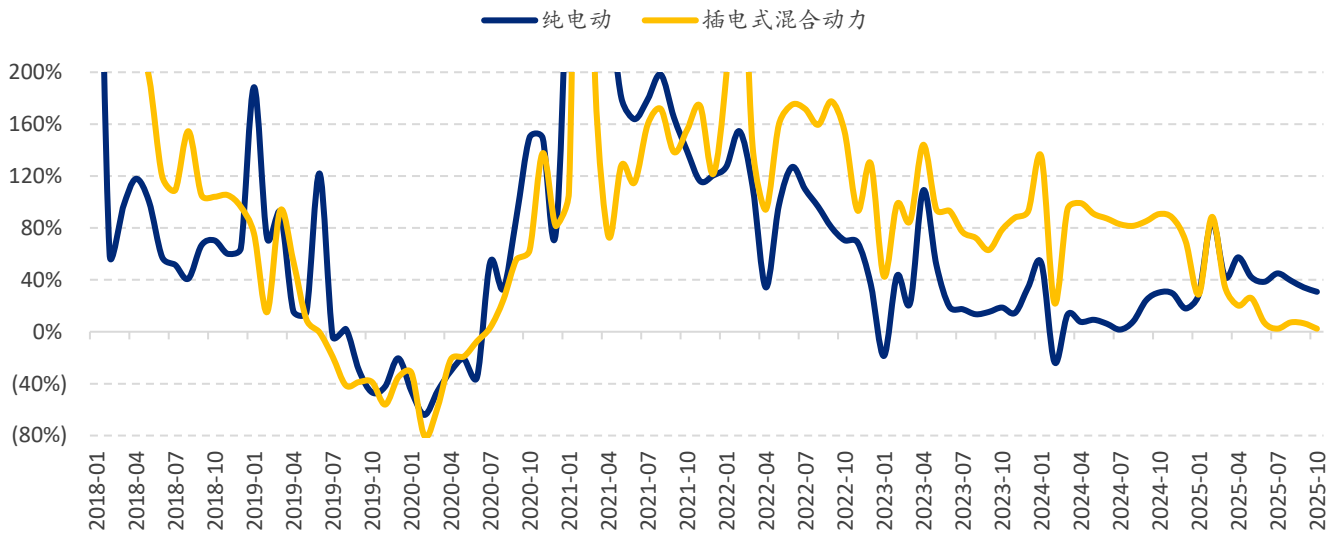
资料来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟、Wind、iFinD、浦银国际

图表 151: 中国新能源乘用车品种拆分: 10月纯电动车占比 63.2%, 插电式混合动力汽车占比 36.8%



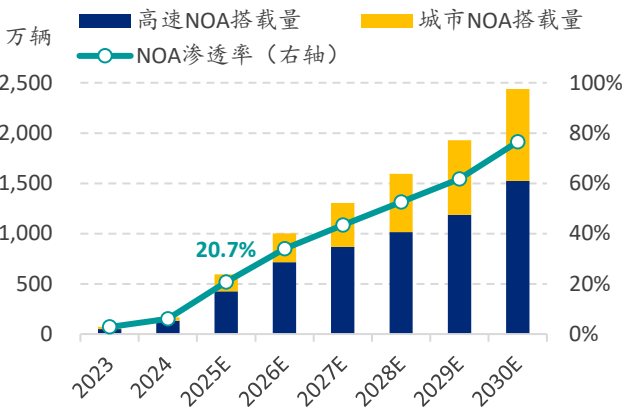
资料来源: 中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 152: 中国新能源乘用车月销量同比增速 (按动力类型拆分): 2025 年 1 月, 纯电车型同比增速在 39 个月后重新反超插电混车型



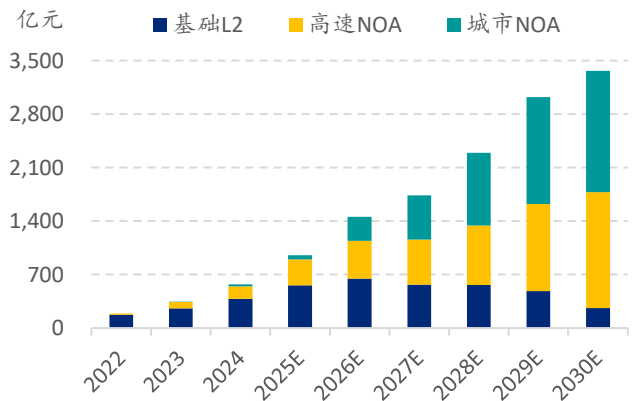
资料来源: 中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 153: 中国乘用车标配 NOA 渗透率预测



注: E=盖世汽车研究院、浦银国际预测;
资料来源: 盖世汽车研究院、浦银国际

图表 154: 中国组合驾驶辅助市场规模预测



注: E=亿欧智库预测;
资料来源: 亿欧智库、浦银国际

图表 155：纯电车型配置比较

	小米 YU7	零跑 C10	乐道 L90	小鹏 G7	理想 i6	特斯拉 Model Y
上市时间	2025-06	2025-05	2025-07	2025-07	2025-09	2025-07
官方指导价 (万元)	25.35-32.99	12.28-14.28	26.58-29.98	19.58-22.58	24.98-26.98	28.85-31.35
车身参数						
长 (mm)	4,999	4,739	5,145	4,892	4,950	4,797
宽 (mm)	1,996	1,900	1,998	1,925	1,935	1,920
高 (mm)	1,608	1,680	1,766	1,655	1,670	1,624
轴距 (mm)	3,000	2,825	3,110	2,890	3,000	2,890
风阻系数 (Cd)	0.245	/	0.25	0.298	/	0.22
性能参数						
最高车速 (km/h)	240-253	170-190	200	202	180	201
百公里加速时间	3.23-5.88	5.9-7.68	4.7-5.9	6.5-6.6	4.5-6.5	4.3-5.6
最大扭矩 (N·m)	528-866	320-360	400-535	450	425-660	440-559
最大功率 (kW)	235-508	170-220	340-440	218	250-400	225-331
电能当量燃料 消耗量 (L/100km)	1.54-1.72	1.64-2.1	1.68-1.79	1.5-1.53	1.58-1.72	1.42
电池/充电						
电池类型	磷酸铁锂	磷酸铁锂	三元锂	磷酸铁锂	碳酸铁锂	三元锂
电池容量 (kWh)	96.3 kWh	28.4 kWh	85 kWh	68.5 kWh	87.3 kWh	78.4 kWh
高压快充平台	800V	800V	900V	800	800V	400V
电池充电倍率	3.5C	/	/	5C	5C	/
百公里耗电量	13.3 kWh	14.1kWh	14.5kWh	12.9kWh	13.6kWh	1.42kWh
纯电续航里程	CLTC: 760-835	CLTC: 210-605	CLTC: 570-605	CLTC: 602-702	CLTC: 660-720	CLTC: 750-821
智能化配置						
智能座舱芯片	高通骁龙 8 Gen3	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295	AMD Ryzen
辅助驾驶芯片	英伟达 Thor-U	高通骁龙 8650	英伟达 Orin-X	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Thor-U	AI 4
智驾芯片算力	700 TOPS	200 TOPS	254 TOPS	254 TOPS	700 TOPS	720 TOPS
车载智能系统	Xiaomi HyperOS	Leapmotor OS	SkyOS·天枢	XOS 天玑	理想同学	Tesla 车载系统
辅助驾驶操作系统	Xiaomi HAD	Leapmotor Pilot	ONVO Smart Driving	XNGP	理想 AD Max	Autopilot
传感器硬件						
车外摄像头个数	11	5-11	11	12	11	8
超声波雷达个数	12	4-12	12	12	12	0
毫米波雷达个数	1	0-3	1	3	1	0
激光雷达个数	1	0-1	0	0	1	0

注：上表中所有基本参数均采用各个车型最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；上市时间为最新改款（如有）发布时间；售价单位为“人民币万元”；

资料来源：各车企官网、工信部、懂车帝、汽车之家、新出行、浦银国际整理

海外新能源车渗透率复苏抬头，中国新能源车海外销量快速增长

今年的海外新能源车市场，尤其是欧洲市场的表现，较 2024 年有所抬头。2024 年欧洲新能源汽车销量同比下滑 3%，表现非常疲软。但是，进入 2025 年，欧洲的新能源汽车销量不仅重回增长，更是基本保持了 20% 以上的增速（图表 157），重回强劲增长的轨道。欧洲新能源车的渗透率今年也稳步提升，从年初 1 月的 22.4%，稳步攀升到 9 月的 29.1%。海外的新能源汽车销量的回暖增长给到中国车企更多的出口增长空间。

今年以来，中国新能源乘用车出口销量表现也较 2024 年有大幅提升。根据乘联会，中国新能源乘用车出口销量在 2024 年达到 121 万辆，同比增长 16%。进入 2025 年，中国新能源乘用车出口销量同比增速开始加速上扬（图表 158），从今年一季度的 36%，快速攀升至二季度、第三季度的 104%、110%。

中国的新能源车在过去几年得到快速发展，配套产业链也得到了大规模的上车验证，并且具备了技术优势和规模成本领先优势。在全球新能源车的大趋势中，中国的新能源车及产业链具备了竞争优势，并逐步打开海外市场。这些积累在 2025 年开始收获成果。

综合海外新能源市场需求以及中国整体的出口表现，中国的新能源车企在今年的出口销量也表现强劲。比亚迪今年前三季度新能源车海外销量累计接近 70 万辆，同比增速超 100%，预计今年海外总销量达 90 万-100 万辆。零跑汽车今年的海外销量也增长迅猛，前三季度累计出口 37,772 台，处于新势力出口销量第一的位置，预计今年海外总销量达 5 万-10 万辆。小鹏汽车在今年前三个季度完成海外新能源车累计销量 29,706 辆，同比增长 125%，市场扩张速度显著。

展望 2026 年，中国新能源车企业的海外新能源车销量将进一步增长。

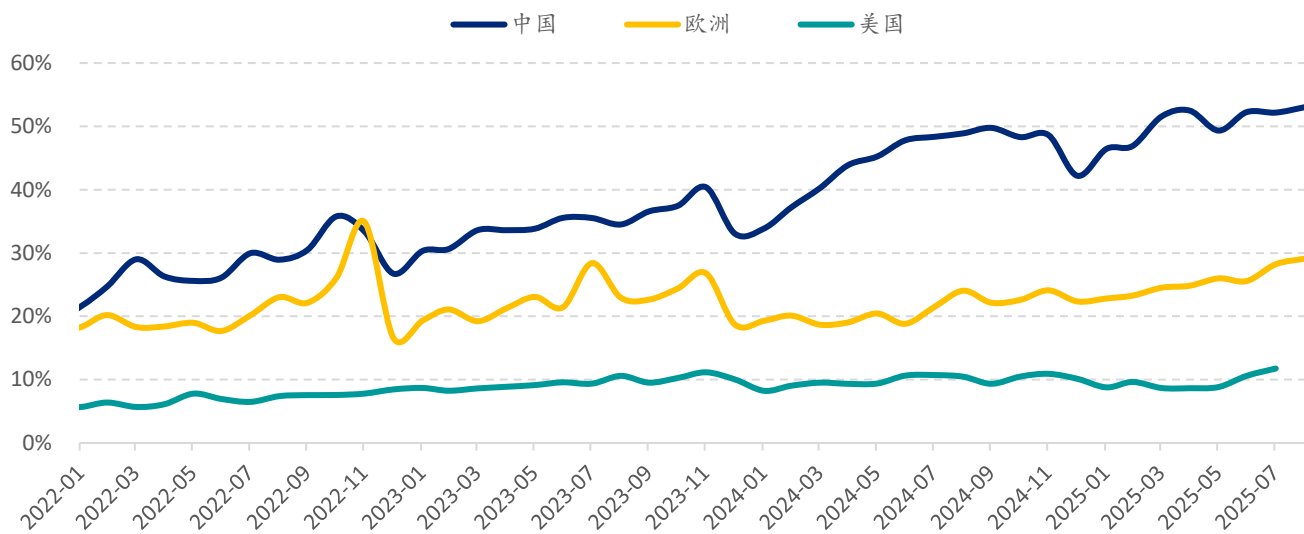
首先，欧洲地区的新能源车相关政策逐步演化，趋于稳定，具体实施的规则往清晰化方向发展。

其次，中国新能源车及配套供应链在海外逐步完成相关认证，为未来销量增长打下良好基础。

最后，从车企角度看，我们预计比亚迪明年海外销量有望在今年的基础上增长 50%-60%。明年零跑汽车则在 Stellantis 的驱动中进一步扩张，海外销量达到 10 万-15 万台区间。小鹏汽车明年的海外销量或将继续跑赢公司总销量增速。蔚来则会继续将其萤火虫等车型向海外推广。

因此，我们对新能源车企业明年在海外的销量表现保持乐观。

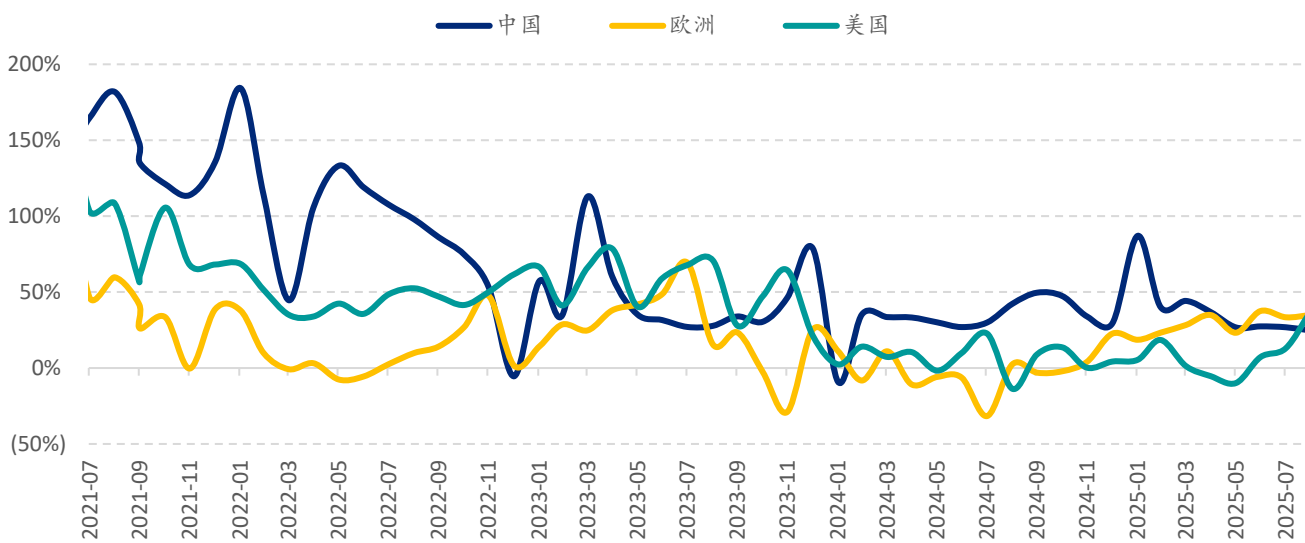
图表 156：全球主要区域市场新能源车渗透率月度表现



注：中国、欧洲统计口径为乘用车，美国统计口径为轻型汽车（乘用车+轻型卡车）；

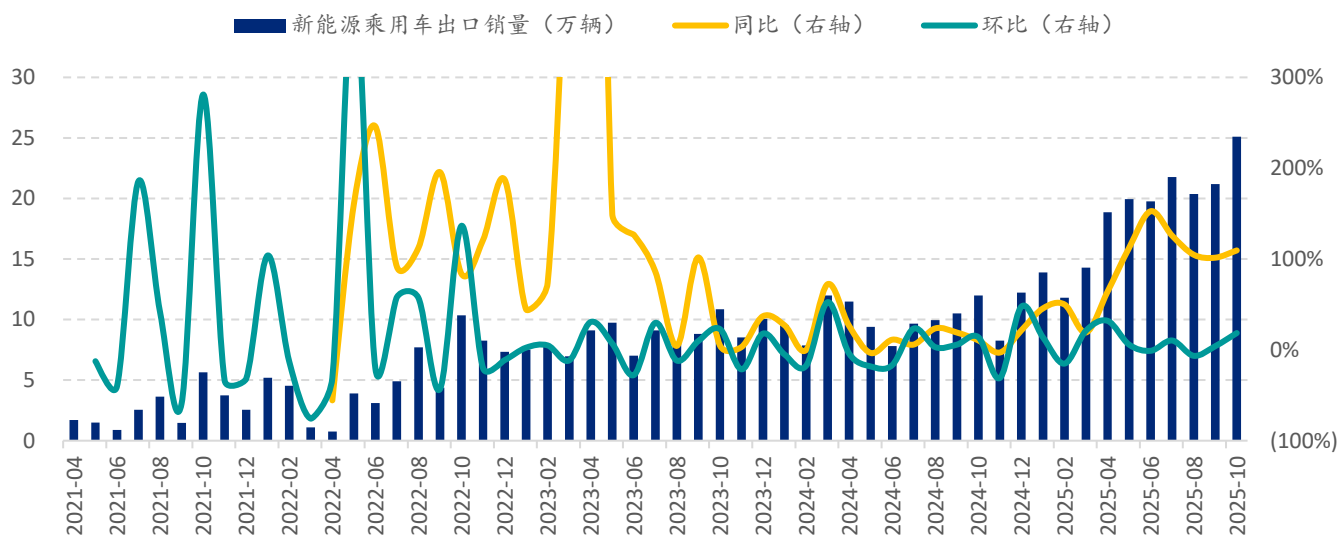
资料来源：中汽协、MacroMicro、浦银国际

图表 157：全球主要区域市场新能源汽车销量同比增速对比



资料来源：中汽协、Argonne National Laboratory、CleanTechnica、Wind、iFinD、MacroMicro、浦银国际

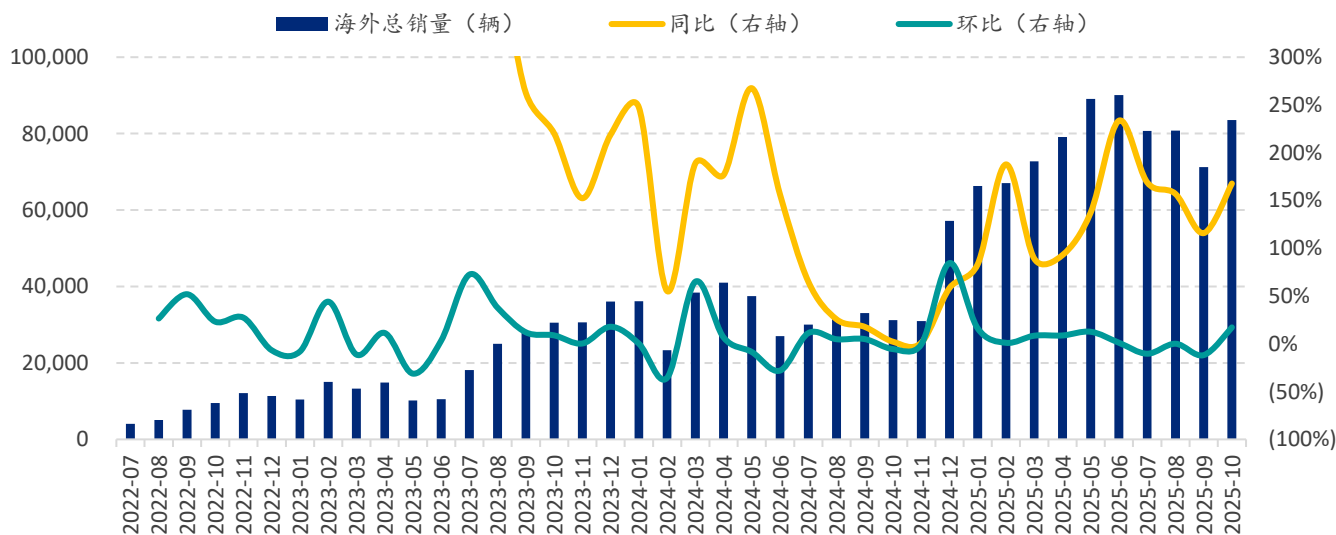
图表 158: 中国新能源乘用车出口量: 10月出口 25.1 万辆, 同比增长 109%, 环比增长 19%



注: 出口量含整车与CKD (Completely Knocked Down, 完全拆散);

资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 159: 比亚迪新能源车海外销量: 10月份销量 83,524 辆, 同比增长 168%, 环比增长 17%



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 160: 欧盟对华新能源车关税政策时间线梳理

日期	时间节点	具体进展
2023-09	欧盟委员会宣布将启动反补贴调查	欧盟委员会主席冯德莱恩发表第四次“盟情咨文”时宣布, 将启动一项针对从中国向欧盟出口的电动汽车的反补贴调查。 欧盟认为, 中国生产的电动汽车从中国政府提供的补贴中获益, 使得产品价格在市场上更具竞争力; 随着中国电动汽车大举出口欧洲, 市场份额不断提升, 欧盟汽车工业企业受到损害。
2023-10	正式立案启动反补贴调查	欧盟公报发布声明称, 正式对中国生产的电动汽车启动反补贴调查程序, 调查期预计不超过13个月, 可能在未来9个月采取征收反补贴税等临时措施。
2023-10	抽样3家中国车企	欧盟委员会宣布, 通过抽样方式确定对比亚迪、上汽集团和吉利汽车三家中国车企正式启动反补贴调查。调查对象是产自中国的 九座及以下纯电动乘用车 , 调查期限覆盖范围横跨2022年10月1日至2023年9月30日。 反补贴调查将集中在两方面: 1) 在中国生产电动汽车并向欧盟出口电动汽车的企业是否获得中国政府的补贴; 2) 将原产于中国的补贴电动汽车进口到欧盟, 是否可能对在欧盟生产电动汽车的生产商的经济健康造成损害。
2024-06	反补贴调查初裁信息预披露	欧盟委员会公布调查初裁结果, 认为中国纯电动汽车价值链受益于不公平补贴, 对欧洲纯电动汽车制造商造成了经济损害的威胁。 欧盟表示, 如无法与中方达成解决方案, 将在 进口乘用车10%的常规关税 基础上, 对比亚迪(17.4%)、吉利汽车(20%)和上汽集团(38.1%)分别加征关税。对参与调查但未被抽样的电动汽车制造商平均加征21%的反补贴税; 未配合调查的电动汽车制造商将被加征38.1%的反补贴税。 加征关税将于2024年7月4日起实施。
2024-07	反补贴初裁	欧盟委员会发布公告, 对原产于中国的纯电动载人汽车作出反补贴肯定性初裁, 初步裁定对比亚迪(17.4%)、吉利汽车(19.9%)和上汽集团(37.6%)分别加征临时反补贴税。其他合作公司的临时反补贴税率为20.8%, 中国其他公司的临时反补贴税率为37.6%。
2024-10	反补贴终裁	欧盟委员会发布公告, 对从中国进口的纯电动汽车作出反补贴终裁, 决定对比亚迪(17.0%)、吉利汽车(18.8%)和上汽集团(35.3%)征收 为期五年 的反补贴税。其他合作公司的税率为20.7%; 其他公司税率为35.3%。 反补贴税于2024年10月31日起正式实施。 在提出个别审查请求后, 特斯拉获得豁免, 将被征收7.8%的关税。
2025-03	欧盟发布《汽车行业行动计划》	给予车企2025-2027年三年缓冲期。汽车制造商的碳排放目标从2025年达到二氧化碳93.6g/km放宽至2025-2027年三年的平均值达到93.6g/km。考虑到欧洲车企仍有大量燃油车和插混车型, 即使在三年平均考核机制下, 它们仍短期难以达标。中国车企在欧洲投放的车型以纯电动车为主, 这为中国车企提供了更大的市场空间, 尤其是在低价和智能化车型领域。
2025-04	欧盟取消对中国电动汽车加征关税, 改为设定最低价格机制	欧盟委员会发言人表示, 欧盟和中国达成重要共识, 启动以“最低进口价格”机制替代以取代2024年10月起欧盟开始征收的电动汽车关税。2025年4月15日中欧签署《电动汽车贸易框架协议》, 中国EV最低进口价2.8万欧元/辆, 放弃最高45.3%的综合进口关税。
2025-10	要求在欧投资的中国企业满足特定条件才能进入当地关键市场	彭博社2025年10月14日报道披露, 欧盟正考虑2025年11月出台新规, 要求在欧投资的中国企业满足特定条件才能进入当地关键市场, 包括强制转让技术、使用一定比例的欧盟商品或劳动力、在欧盟境内实现产品增值, 甚至可能强制组建合资企业, 以增强自身产业竞争力。
2025-11	欧盟拟于12月官宣新规, 推动小型电动车平价化	11月4日, 欧盟工业事务专员Stephane Sejourne表示, 欧盟委员会计划在今年12月份宣布设立全新类别的平价小型电动汽车, 此举旨在应对中国车企竞争并提振欧洲电动汽车市场。

资料来源: EEAS (欧盟对外行动署)、财新网、中国国际贸易促进委员会、PWC、公开资料、浦银国际整理

智能驾驶：中国渗透率加速上扬，带动产业链爆发增长，

AI 推动智驾技术快速迭代

中国智驾行业进入渗透率加速上扬红利期，激光雷达、智驾芯片、域控等放量成长

智能驾驶技术和体验的快速提升是今年中国新能源车销量持续增长的重要推动力之一。中国组合驾驶辅助渗透率持续加速上扬，这是 2025 年的趋势，也将在 2026 年延续。

今年年初，在比亚迪的推动下，中国新能源车的组合辅助驾驶渗透率呈现快速上扬的态势。具备 NOA 功能（高速 NOA+城市 NOA）车型渗透率从 2024 年年底的 14.8%快速攀升至 2025 年 9 月的 32.6%（图表 165），加速上扬态势明显。

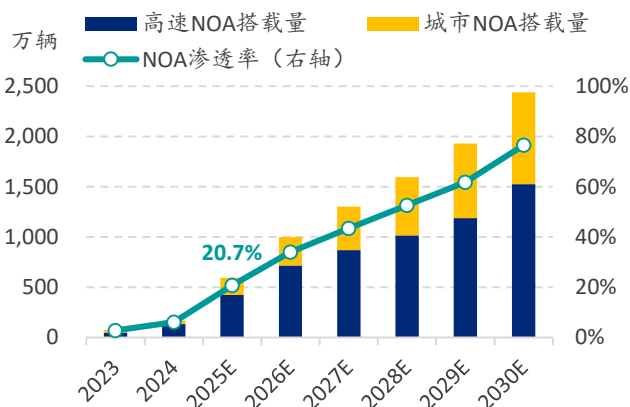
与中国新能源车渗透率攀升速度相比，智驾渗透率攀升速度显著更快。中国新能源乘用车渗透率从 2021 年 6 月的 15.3%攀升至 2022 年 11 月的 35.8%用了 18 个月的时间（图表 145），而中国 NOA 渗透率类似区间的爬升时间仅为 9 个月。一方面，新能源车依然面临比智驾系统更加复杂的多部件多模块多系统的整合，也面临更长供应链产能的爬坡。另一方面，智驾在新能源车这个相对成熟的体系中也具备了更好的发展条件。

进一步拆分来看，中国乘用车 L2++及以上智能辅助驾驶渗透率，在 10 万元以下车型价格段实现零的突破，并且在 10 万元至 20 万元的价格段，渗透率加速斜率显著超过其他价格段，渗透率从 2024 年四季度的 2.3%加速上扬至 2025 年第三季度的 28.0%。这主要得益于技术成本下降带来的技术普惠，从而推动大众市场车型的渗透率提升。而 20 万元以上车型的渗透率则在快速向 50%上下的需求临界点快速逼近。

综合来看，中国车企都在快速跟进组合辅助驾驶的方案，既是为了应对供应端的竞争倒逼，也是为了满足 C 端用户侧的膨胀需求。中国乘用车标配 NOA 的渗透率仍将在 2026 年加速上扬（图表 153）。进一步看，AI 等技术的快速进步将持续惠及智驾技术提升，VLA 等技术将继续提升用户体验，从而再次提升中国新能源车以及智驾本身的需求。

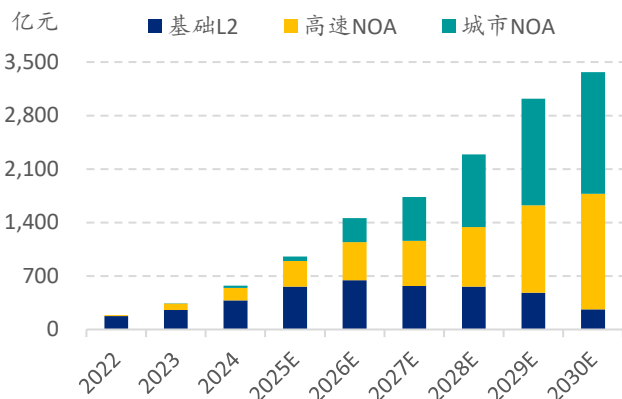
在新能源车的智驾产业链中，激光雷达、智驾芯片和智驾域控这三个产品/环节均会享受智驾渗透率加速上扬的行业红利。一方面，在 AI 的加持下，智驾的发展是算法、算力在快速迭代演进，从而提升前沿技术能力和用户体验的结果。另一方面，性价比技术方案推动基础的智驾向大众市场车型快速普及。

图表 161: 中国乘用车标配 NOA 搭载量预测



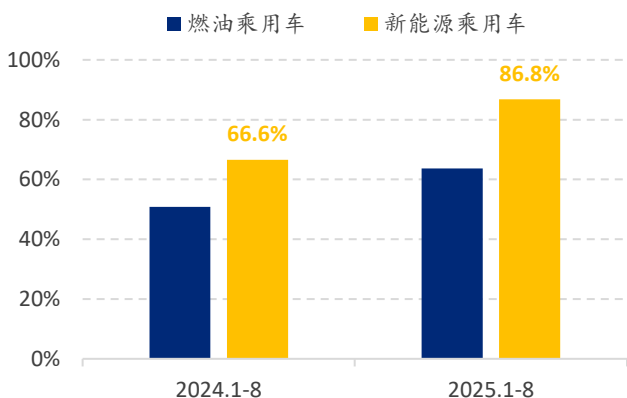
注: E=盖世汽车研究院、浦银国际预测; 资料来源: 盖世汽车研究院、浦银国际

图表 162: 中国组合驾驶辅助市场规模预测



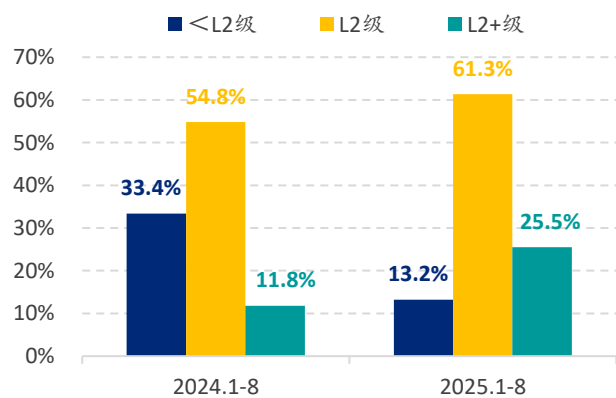
注: E=亿欧智库预测; 资料来源: 亿欧智库、浦银国际

图表 163: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按动力类型划分)



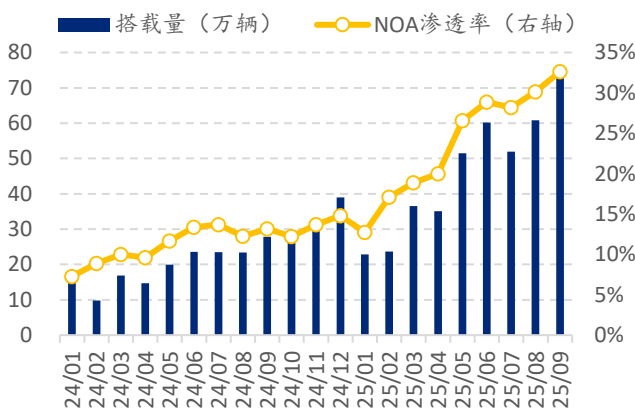
资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 164: 中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况



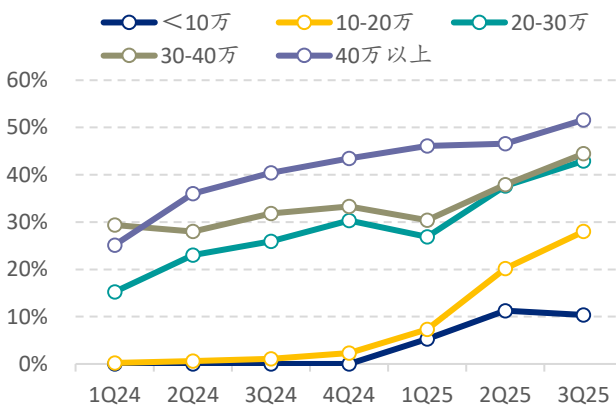
资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 165: 中国乘用车市场 NOA 功能 (高速 NOA + 城市 NOA) 搭载量及搭载率月度表现



资料来源: NE 时代、乘联会、Wind、iFinD、浦银国际

图表 166: 中国乘用车 L2++及以上级别智能辅助驾驶渗透率, 10 万元以下价格段 1Q25 实现 0 突破



注: 图中所列计价货币均为人民币; L2++级及以上包含高速 NOA 及以上功能; 资料来源: NE 时代、浦银国际

中国组合辅助驾驶的规模仍然迅速扩大。根据亿欧智库的预测，今明两年中国组合辅助驾驶的市场规模有望达到 955 亿和 1,455 亿元（图表 162）。在国内，一方面高速 NOA 的性价比方案将继续普及，另一方面更多车企也将完善并对城区 NOA 的能力。从产业链链条来看，作为计算核心的智驾芯片和作为感知核心的激光雷达都将见证较大成长动力。而且，中国智驾厂商都在凭借其综合优势向海外车企或者 Tier 1 渗透。

激光雷达：我们预计进入 2026 年，激光雷达将会保持较高的成长动能，延续今年的势头（图表 168）。主要驱动来自于：1) ATX、EMX 等性价比方案持续向大众市场的车型渗透，增长强劲；2) 单车搭载多颗补盲激光雷达的需求开始在乘用车上有所体现，这将是潜在的重要增量；3) L4 级的 Robotaxi、无人物流车、无人小巴的需求有望加速成长；4) 割草机、扫地机等机器人需求持续放量。我们首推禾赛科技，建议投资人关注速腾聚创。

智驾芯片：智驾芯片是智驾系统的算力核心。我们认为高中低阶的智驾芯片都会在 2026 年看到成长。芯片技术迭代，例如英伟达的 Thor-U、Orin-Y，以及地平线的 J6P、J6M，高通的 8797 等芯片，或是实现了算力绝对性能的巨大提升，或是在同等成本下实现了算力性能大幅优化。从海外芯片方案来看，英伟达仍然占据市场主流（图表 169），中国自主品牌的相应需求将推动其成长，而高通的方案则有望随着零跑的车型需求增长开始放量。从国内芯片方案来看，地平线机器人的 J6 系列则占据较为有利的卡位，预期其 J6P 系列将在高阶智驾能力上突破和量产，其 J6E、J6M 则在中阶放量扩张。我们首推地平线机器人。

智驾域控：智驾域控的需求与智驾芯片的需求大体呈线性成长关系，因此智驾域控的高中低阶也会随着对应智驾芯片的成长而成长。尤其是中阶具备高速 NOA 功能的智驾域控有望看到较大幅度的成长。智驾域控行业的竞争比较激烈。智驾域控的能力同样也是 L3、L4 的无人车的核心能力，并且在人形机器人领域呈现较强的技术共通性，可进一步迁移和拓展。因此，我们认为智驾域控行业在 2026 年高速成长的同时仍可拓展边界。我们建议投资人关注佑驾创新等企业。

智驾板块在过去两年快速发展，是大科技产业首推行业之一，尤其是激光雷达、智驾芯片等行业。我们首推禾赛科技、地平线机器人，并建议投资人关注速腾聚创、佑驾创新等企业。

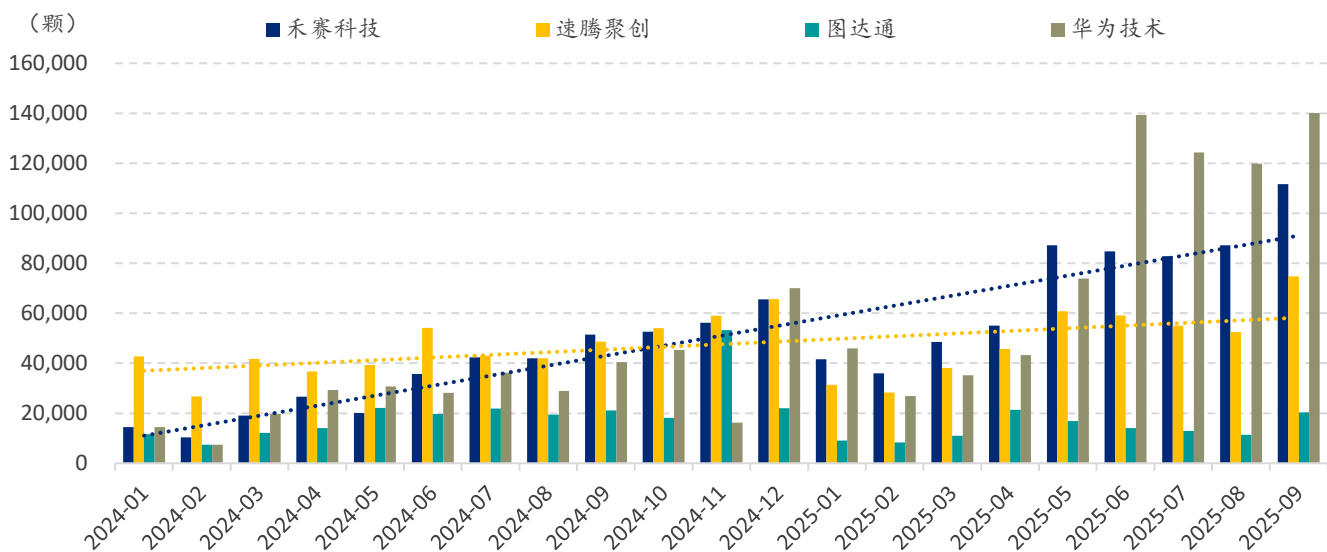
图表 167：2025 年中国新能源车企新车型（含改款）智能化配置对比

	零跑	蔚来	小鹏	理想	小米
代表车型	Lafa5	ES8	P7	i8	YU7
上市时间	2025-11	2025-09	2025-08	2025-08	2025-06
指导价 万元	10.58-13.18	40.68-44.68	21.98-30.18	33.98	25.35-32.99
座舱/车机					
智能座舱芯片	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8 Gen3
车载智能 系统	Leapmotor OS	SkyOS·天枢	XOS 天玑		Xiaomi HyperOS
车内摄像头	0	4	2		1
车机系统 内存	16GB	32 GB	152GB+64GB	24GB+32GB	16GB
车机系统存储	128GB	512GB	512GB+128GB	128GB	256GB
辅助驾驶					
芯片选型	高通骁龙 8650	神玑 NX9031	图灵 x 2	英伟达 Thor-U	英伟达 Thor-U
芯片算力	200 TOPS	1000+ TOPS	1500 TOPS	700 TOPS	700 TOPS
智能辅助 驾驶系统	Leapmotor Pilot	NIO Aquila	XNGP	理想 AD Max	Xiaomi HAD
传感器硬件					
车外摄像头	5	11	12	11	11
车外摄像头 配置情况	1 颗 2MP 4 颗 1.3MP	7 颗 8MP 4 颗 3MP	/	6 颗 8MP 4 颗 3MP 1 颗 2MP	2 颗 8MP 9 颗 3MP
激光雷达	0	3		1	1
激光雷达 配置		图达通 Falcon		禾赛科技 ATL	禾赛科技 AT128
超声波雷达	12	12	12	12	12
毫米波雷达	3	1	3	1	1
传感器总量	21	27		25	25

注：若无特别说明版本，上表中列示配置均为最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；车型价格单位为“人民币万元”；

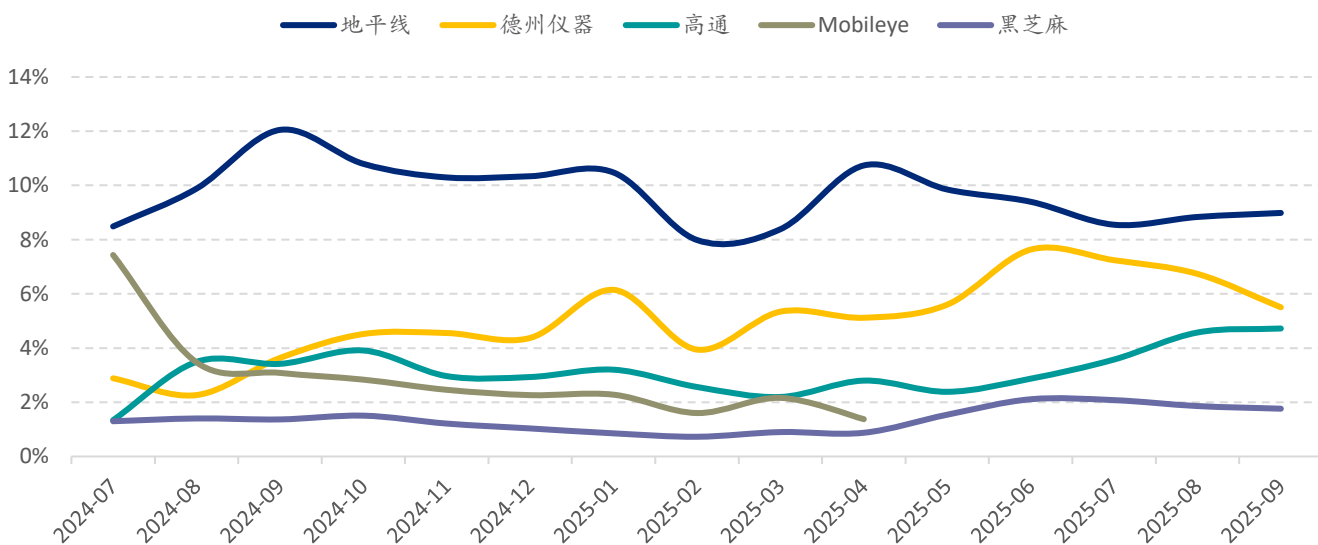
资料来源：懂车帝、各公司官网、浦银国际整理

图表 168：中国乘用车 ADAS 激光雷达市场主要玩家月度出货量对比



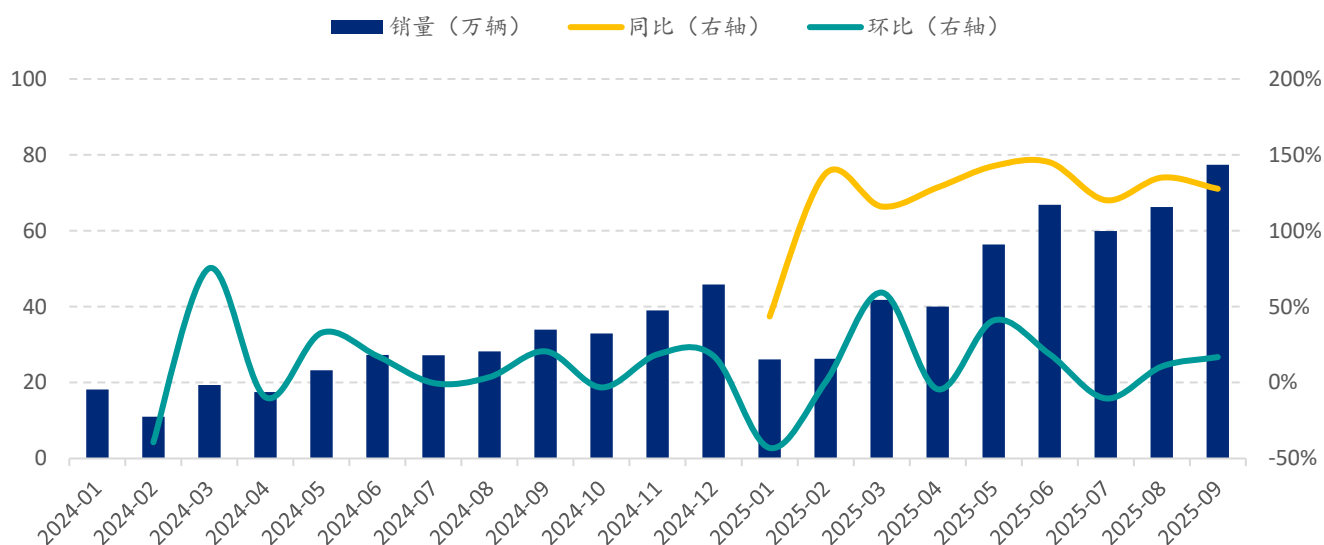
注：根据国内整车终端销售数据为统计口径整理，不含进出口数据，统计结果可能会与相关零部件企业的实际出货数据存在差异；
资料来源：NE 时代、浦银国际

图表 169：中国域控芯片装机量份额



注：根据国内整车终端销售数据为统计口径整理，不含进出口数据，统计结果可能会与相关零部件企业的实际出货数据存在差异；
资料来源：NE 时代、浦银国际

图表 170：中国乘用车 L2 及以上域控制器车型销量



注：根据国内整车终端销售数据为统计口径整理，不含进出口数据，统计结果可能会与相关零部件企业的实际出货数据存在差异；
资料来源：NE 时代、浦银国际

图表 171：中国自动驾驶分阶段发展目标与里程碑规划

年份	总体目标：逐步实现全路况条件下的自动驾驶
2025	<p>乘用车：在高速公路场景实现 L3 规模化应用；在高速公路、代客泊车等场景，L4 达到实用水平，开始进入市场。</p> <p>货运车：高速公路实现 L2、L3 规模化应用；L3 级自动驾驶货运车辆开始进入市场；限定场景实现 L4 商业化应用。</p> <p>客运车：限定场景公交车（如 BRT）实现 L3 商业化应用；限定场景接驳车实现 L4 商业化应用。</p> <p>L2、L3 级自动驾驶新车销量占比达到 50%。</p>
2030	<p>乘用车：L4 实现规模化应用，典型应用场景包括城郊道路、高速公路以及覆盖全国主要城市的城市道路。</p> <p>货运车：城市道路 L4 开始应用；高速公路 L4 实现商业化应用。限定场景 L4、高速公路队列行驶实现商业化应用，典型应用场景覆盖全国主要城市的城市道路。</p> <p>客运车：限定场景公交车（如 BRT）L4 商业化应用；L4 接驳车规模化应用；L4 级城市道路公交车开始进入市场。</p> <p>L2、L3 级自动驾驶新车销量占比超过 70%；L4 级自动驾驶车辆占比达 20%。</p>
2035	<p>L5 级自动驾驶乘用车、L5 级智能网联货运车辆开始应用。</p> <p>客运车：城市道路公交车实现 L5 规模化应用；高速公路客运车实现 L4 商业化应用。</p>

资料来源：《智能网联汽车技术路线图 2.0》、中国政府网、佐思汽研、公开资料、浦银国际整理

AI 推动智驾技术飞轮迭代，或将向机器人领域演变

从当前的阶段来看，AI 驱动下的智驾技术具备成为人形机器人或者具身智能行业的技术基础。智能驾驶所需要的感知能力和计算能力也正是人形机器人具备生产力工具的能力基础。无论是算力端的智驾芯片，还是算法端的智驾算法，都具备较强的可以迁移性。

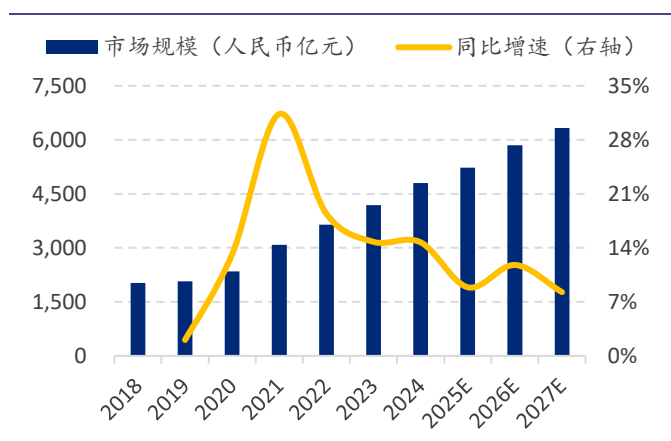
同时，在智驾行业快速普及，实现大规模量产的情况下，人形机器人初期所面临的较高成本的问题也会得到较大程度的缓解。这为人形机器人行业的爆发或者拐点做了铺垫。

特斯拉的人形机器人 Optimus 已经迭代多个版本。公司预期其人形机器人将在 2026 年产能规划则达到 5-10 万台，2027 年产能达 1000 万台。

在今年 11 月，小鹏在其科技日上发布高度拟人化的全新一代机器人 IRON，搭载了公司自研的第二代 VLA 技术。公司预计 IRON 将在 2026 年量产，并在其工厂里开始使用。小鹏还宣布将向开发者开放 IRON 的 SDK，以共建应用生态。

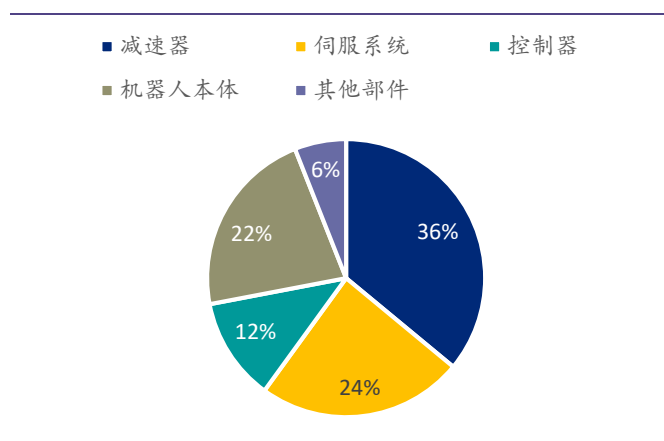
智驾的产业链，包括激光雷达、智驾芯片、智驾域控等，都在快速向机器人行业切入，或者做研发布局。根据中商产业研究院的预测，中国具身智能市场规模在 2025 年和 2026 年将达到人民币 5,229 亿和 5,845 亿元。我们对智驾产业链能够共享人形机器人行业的潜在成长机会保持乐观。

图表 172：中国具身智能市场规模及预测



注：E=中商产业研究院预测；
资料来源：中商产业研究院、浦银国际

图表 173：人形机器人零部件成本占比拆分



资料来源：中商产业研究院、浦银国际

图表 174：国内外主机厂在具身智能赛道的布局情况梳理（部分）

布局方式	主机厂	具体情况	计划进展
自研	特斯拉	2021年8月宣布开发，2022年9月推出人形机器人 Optimus。2025年 Optimus 进入试生产阶段。	计划在 2025 年底推出 Optimus 3 原型机，预计明年开始量产，5 年内产能有望达到 100 万台。
	小鹏汽车	2023年10月推出第一代人形机器人 PX5；2024年11月发布 AI 人形机器人 IRON，以真人 1:1 比例打造，目前已进入工厂生产实训。	IRON 目标 2026 年实现规模化生产，公司目标在 2026 年内推出面向工业和商业场景的人形机器人，达到行业领先的智能水平。
	小米集团	2022年8月发布全尺寸人形机器人 CyberOne；2025年2月进入自有制造系统中的分阶段落地阶段。	长期希望拓展机器人在 3C 和汽车制造场景之外更多场景中的应用和价值实现。
	广汽集团	2024年12月发布第三代具身智能人形机器人 GoMate，这是一款全尺寸轮足人形机器人。	计划 2025 年实现自研零部件批量生产，率先在广汽传祺、埃安产线和园区应用；2026 年实现整机小批量生产，并逐步扩展至大规模量产。
	长安汽车	2024年12月，表示未来十年投入超 1,000 亿元探索陆海空及人形机器人立体出行解决方案。	五年内投入超 500 亿元，2027 年前发布人形机器人产品，加速向智能低碳出行科技公司转型。
	理想汽车	2025年6月发布内部公告宣布决定成立“空间机器人”和“穿戴机器人”两个新的二级部门。	目标实现人工智能汽车化，将推动人工智能普惠到每一个家庭，自身定位为空间机器人企业。
	比亚迪	2024年底开始招聘团队，同月有消息称第十五事业部已启动具身智能项目，内部代号“尧舜禹”。	目前处于技术研发和人才储备阶段，采取“两手抓”策略，同时推进投资与自研。
联合研发	赛力斯	与重庆市财政局控股公司合资成立重庆赛力斯凤凰智创科技有限公司，专注于人形机器人的研发。	目前凤凰智创相关研发人员在 200 人左右，若进展顺利，人形机器人 2026 年底有望量产。
	丰田	2024年10月宣布与波士顿动力合作，利用 TRI 的大型行为模型（LBM）和 Atlas 机器人加快开发。	侧重基础研究，着眼最终商业应用，最终目标将机器人引入工厂装配线和家庭养老护理中。
	奇瑞汽车	2024年4月，联合 AI 公司 Aimoga 共同研发人形机器人 Mornine；2025年1月，成立机器人科技公司墨甲智创，并全资持股。	规划分三阶段：1) 到零售店担任导购角色；2) 增强动作灵活性和移动能力；3) 成为家庭助手。
战略投资	上汽集团	2024年参与智元机器人的 A3 轮战略、逐际动力 LimX Dynamics 的 A 轮战略融资。	通过投资布局人形机器人领域，还成立了全资子公司重庆赛创机器人科技有限公司。
	北汽集团	通过北汽产投进行投资，2024 年投资帕西尼感知科技、银河通用机器人、逐际动力等机器人初创公司。2025 年 8 月参投松延动力 A++ 轮融资。	通过投资布局人形机器人领域，尚未明确相关自研计划。
	梅赛德斯-奔驰	2025年3月向人形机器人公司 Appttronik 投资数千万欧元，计划在柏林数字工厂园区使用人形机器人。	计划在未来五年内，让人形机器人成为装配线上的正式员工。

资料来源：各车企公开信息、盖世汽车、佐思汽研、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(佑驾创新 2431.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

