

港股科技

2025 年 06 月 30 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《短期波动仍存，聚焦经济转型方向——海外市场 2025 年度中期投资策略》-2025.5.7

《基本面筑底回升，便是港股的春天——海外市场 2025 年度投资策略》-2024.11.14

《互联网、电动工具仍是稳健配置，辅以 AI、半导体、ADAS 题材进攻——港股行业点评报告》-2024.10.10

主权 AI 及 token 消耗强化中长期算力需求的持续性，传统 AI 标的亦有望受益

——行业点评报告

张可（分析师）

zhangke1@kysec.cn

证书编号：S0790523070001

杨哲（分析师）

yangzhe@kysec.cn

证书编号：S0790524100001

● **主权 AI+应用 token 消耗支撑算力需求的持续性，非 Gen-AI 标的亦有望受益**
此前市场对 AI 的资本开支投入存在担忧，我们认为随着主权 AI 市场逐步清晰，且头部大模型厂商 token 消耗量上未见动能减速，AI 算力资本投入仍有较强的持续性，在围绕生成式 AI 为主线的投资中，偏工程性、可重复性、追求信息准确性的传统 AI 标的有望受益，受益标的：第四范式（聚焦决策式 AI）、百融云-W（聚焦金融行业）。

● **算力需求的担忧逐步褪减，主权 AI 打开中长期需求空间**

6 月 11 日，英伟达在 GTC 巴黎主体演讲中宣称欧洲将规划并建设 20 座 AI 工厂，其中 5 家超过 10 万块芯片的超级工厂。目前英伟达与 Mistral 合作筹备建设 1.8 万片芯片的英伟达 GB 系统；英伟达德国 AI 工厂将配备 1 万块 GPU；Nebius 亦宣布将在 2025Q4 年于英国部署 4000 个英伟达 B300 芯片。尽管英伟达实际确收程度受到供应链、产品性价比选择等因素影响，但相比 CSP，政府主导下的主权 AI 确定性相对更高，一定程度上延伸了中长期对算力需求的展望。

● **从海内外互联网龙头应用的 token 消耗上，亦可对算力需求的稳健性提供佐证**
截至 2025 年 5 月，豆包大模型日均 token 调用量达到 16.4 万亿，占中国公有云大模型调用量的 46.4%，同比增长 137 倍，较 3 月增长 29%；海外 Google 在 5 月披露月 token 消耗量已达到 480 万亿（日 16 万亿），在 1 年内增长了 50 倍。而从后续 token 增长的动能上看，对于豆包而言，短期在内容审核、客服、搜索推荐、智能营销上仍然有充足的渗透空间，中长期还可展望多模态的 token 放量；对于 Google 而言，除了市场领先的 Gemini 2.5 Pro 外，在搜索引擎开始落地的 AI Overview、AI Mode 亦成为 token 消耗量的重要拉动（且并未造成整体搜索量的下滑），后续提升空间大，结合 Google 在 I/O 大会上发布的诸多项目，终端对于 token 的需求或并未感受到明确拐点。

● **在 CoT 和模型幻觉有待改进的背景下，非 Gen-AI 的行业机会亦有望受益**

模型幻觉问题或许不单是技术问题，亦是数学问题，在长思维链或 agent 方案中，若复杂问题需要 10 步拆解，每步准确度为 99%，则复合概率下最终准确度仅 90%，即 10 个问题中有 1 个问题无法准确解答，我们也可看到模型厂商在技术方向的探索（如 Google 的 Project Mariner）。因此，在偏人力工程、可重复、追求信息准确性的场景中，传统 AI 可对 Gen-AI 形成较好补充，具备较好的行业景气度，受益标的：第四范式（聚焦决策式 AI）、百融云-W（聚焦金融行业）。

● **风险提示：**大模型技术进展不顺利，AI 资本开支放缓，市场竞争加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn