

综合

2025年11月23日

AI需求持续验证，提升算力需求可预见性

——行业周报

投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

张可（分析师）

杨哲（分析师）

chumin@kysec.cn

zhangkel@kysec.cn

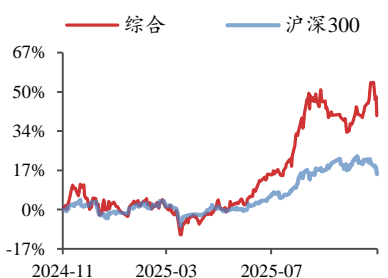
yangzhe@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790523070001

证书编号：S0790524100001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《AI需求可预见性愈发清晰，关注Robotaxi产业机会——行业周报》-2025.11.16

《2025扩品类、卡位全球，2026深度经营、品质&心智决胜——海外消费行业年度投资策略》-2025.11.7

《海内外科技叙事持续共振，不负时代把握AI主线机会——海外科技行业2026年度投资策略》-2025.11.5

● 互联网：双十一竞争回归极致低价及体验，AI云需求持续验证

(1) 电商：双十一国补退坡下节奏趋稳，电商补贴持续加码，多条业务线整合协同+切入本地生活+AI化赋能成为主要增长驱动因素，平台竞争回归低价及用户体验；(2) 云业务：英伟达于GTC大会上指引市场，当前订单至2026年底或有望实现5000亿美元销售额，开启当前的达链行情，而主要CSP厂商上调CapEx指引进一步强化AI行业景气度，即便是此前相对保守的微软亦展望2026财年CapEx加速，一定程度上缓解了过去一段时间对于“AI是否已经泡沫”的担忧。

● AI：Mid-training有望延续Scaling Law，提升本轮算力需求可预见性

Mid-training的重要性逐步提升，旨在通过“更结构化的监督信号”提升下游泛化能力，延续Scaling Law。Mid-training的兴起给我们三大启示：(1) 算力、资本的边际投入能得到较为明确的边际产出，或将成为CSP上调CapEx的一个重要底层支撑；(2) Mid-training阶段提供了更为精细规整的数据，也更利于后续RL阶段的训练，进一步强化了对于专业数据标注的需求，目前已孕育出三家百亿美元估值的数据标注企业；(3) Mid-training同样将刺激Data Infta产业的AI化需求。

● 电子：存储涨价引发消费电子供应链担忧，本周回调较深

本周(20251117-20251121)恒生科技指数跌幅7.2%，其中消费电子跌幅更深，舜宇光学科技、高伟电子、丘钛科技、瑞声科技、小米集团跌幅分别为9.1%/8.8%/17.9%/6.8%/10.1%，主要由于市场担心存储涨价对手机销量以及供应链报价的影响。中芯国际、华虹半导体跌幅分别为6.4%/5.2%。2025年11月25日，华为将举行新品发布会，届时将发布华为Mate 80系列、Mate X7及多款全场景新品，建议关注华为供应链。

● 投资建议：

互联网：双十一节奏趋稳，补贴加码+本地生活协同驱动增长；海外互联网大厂广告及云增速表现亮眼，AI云需求持续验证，关注港股互联网映射；中美APEC峰会谈判结果落地，跨境电商平台美国份额有望持续提升，推荐阿里巴巴-W、拼多多，百度集团-SW，受益标的腾讯控股；

计算机：AI需求可预见性提升，软件侧亦孕育机会，重点推荐受益于央国企IT支出的浪潮数字企业，受益标的有金蝶国际、北森控股、第四范式等；

汽车&自动驾驶：Robotaxi行业再迎进展，重点推荐Robotaxi相关产业链公司小马智行、地平线机器人-W、黑芝麻智能，受益标的文远知行。

风险提示：软件及产品推出不及预期，产能及供应链风险，监管政策变动，宏观经济增长放缓，地缘政治风险。

目 录

1、 互联网：双十一回归极致低价及体验，AI 云需求持续验证.....	3
1.1、 双十一表现稳定，竞争回归极致低价与用户体验.....	3
1.2、 海外大厂上调资本开支，当前时点算力需求的可预见性更强.....	5
2、 AI：Mid-training 有望延续 Scaling Law，或成为本轮算力可预见性提升的底层技术支撑.....	6
3、 汽车&自动驾驶：乘用车政策收紧，Robotaxi 双雄港股上市.....	7
3.1、 乘用车周销量受制政策收紧，年底新车密集上市.....	7
3.2、 “美股+港股”，小马智行、文远知行同天上市敲钟.....	9
4、 周度数据更新.....	12
5、 投资建议：.....	14
6、 风险提示.....	15

图表目录

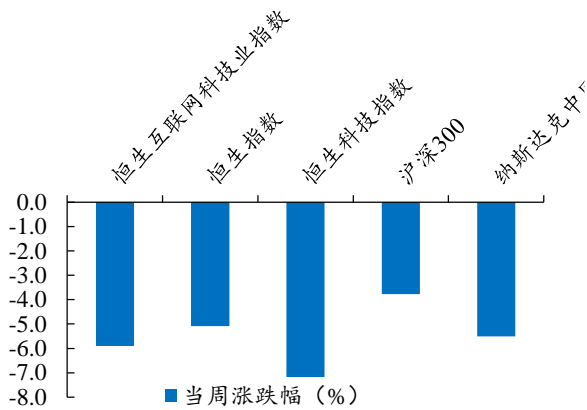
图 1： 11.17-11.21 恒生互联网科技业指数跌 5.9%.....	3
图 2： 11.17-11.21 腾讯控股累计涨跌幅 4.8%.....	3
图 3： 双十一大促累计销售额近 2.4 万亿.....	4
图 4： 头部平台 GMV 均实现同比正增长.....	4
图 5： 双十一第一阶段，淘天在多个核心品类主导线上消费.....	4
图 6： Mid-training 已成为重要训练环节.....	6
图 7： 本周恒生汽车表现弱于大盘.....	8
图 8： 小鹏累计跌幅领先（11.17-11.21）.....	8
图 9： 11 月 1 日-9 日国内乘用车零售同环比下滑.....	8
图 10： 小鹏有望于 2026 年推出三款 Robotaxi 车型.....	10
图 11： 小鹏 L4 智驾设计配有两套硬件保障安全.....	10
图 12： 小鹏相关 Robotaxi 车型算力达 3000TOPS.....	10
图 13： 小鹏 Robotaxi 车型率先接入高德.....	11
图 14： 奇瑞星途 ET5 开启预售.....	11
图 15： 本周恒生指数（11.17-11.21）在全球主要市场中跌幅靠前.....	12
图 16： 本周（11.17-11.21）高股息率跌幅最小.....	12
图 17： 本周（11.17-11.21）物业、公用事业、消费、金融等行业跌幅相对较小.....	12
图 18： 11 月以来港股通当日买入成交净额有所加大（人民币）.....	13
图 19： 恒生沪港通 AH 溢价指数保持低位.....	14
表 1： AI 云需求持续验证.....	5
表 2： Mid-training 间于 Pre-training 与 SFT.....	6
表 3： 数据标注已存在三家百亿美元估值的独角兽企业.....	7
表 4： 11 月国内车市迎来一波新车发布潮.....	9
表 5： Robotaxi 双雄港股同日上市.....	9
表 6： 本周（11.17-11.21）港股通头部活跃个股资金流向小米、中海油等标的（仅计算前十大活跃个股明细）.....	13
表 7： 盈利预测及估值表.....	14

1、互联网：双十一回归极致低价及体验，AI云需求持续验证

双十一国补退坡下节奏趋稳，电商补贴持续加码，多条业务线整合协同+切入本地生活+AI化赋能成为主要增长驱动因素。海外互联网大厂广告及云增速表现亮眼，资本开支持续上调，关注港股互联网公司业绩表现及映射；中美 APEC 峰会谈判结果落地，跨境电商平台美国份额有望持续提升，推荐阿里巴巴-W、拼多多，百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

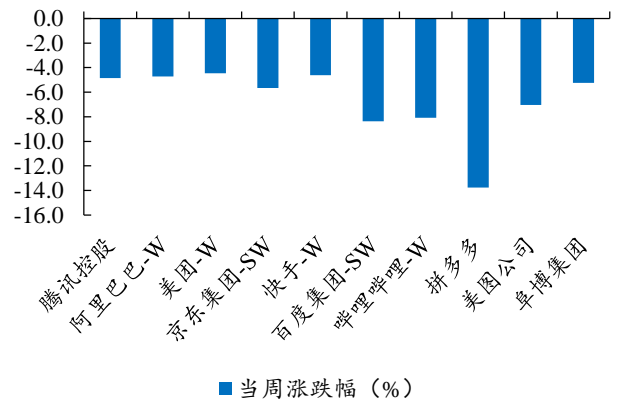
本周（2025年11月17日-11月21日）恒生互联网科技业指数跌 5.9%，跑赢恒生科技指数（跌 7.2%），跑输沪深 300 指数（跌 3.8%）、恒生指数（跌 5.1%）、纳斯达克中国金龙指数（跌 5.5%）。本周腾讯控股跌 4.8%。

图1：11.17-11.21 恒生互联网科技业指数跌 5.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：11.17-11.21 腾讯控股累计涨跌幅 4.8%



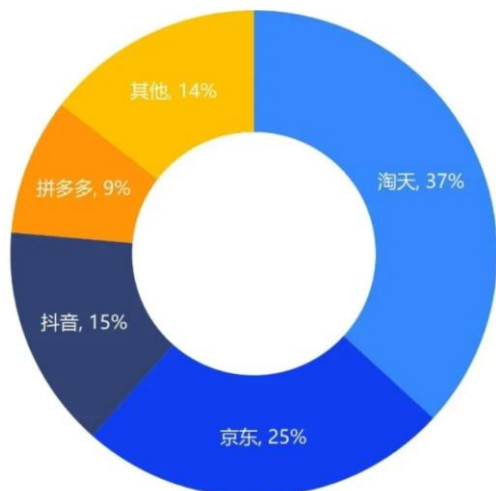
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、双十一表现稳定，竞争回归极致低价与用户体验

根据复旦消费大数据实验室测算，双 11 期间（2025 年 10 月 9 日-11 月 11 日）全网零售额近 2.4 万亿元，同比增长超 10%。从销售份额来看，天猫淘宝占比为 37%，京东为 25%，抖音为 15%，拼多多为 9%，其他平台合计占比为 14%。京东份额有所上升。从增速来看，头部平台网络零售额均实现同比正增长。抖音随着近几年基数增大，增速放缓至 15%以内。京东凭借深厚的品类心智和更好的服务体验，在 3C 数码、家电等带电品类依然保持较快增长。

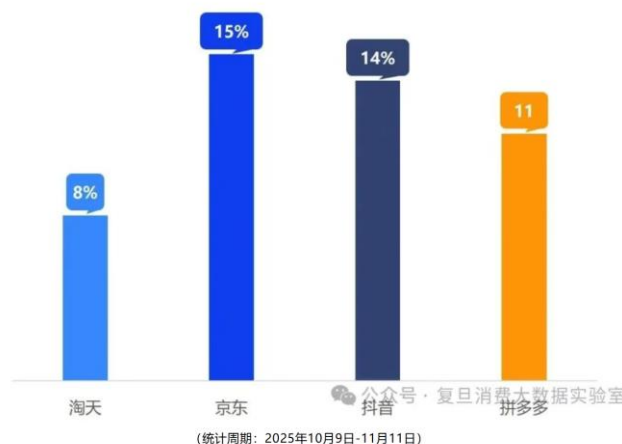
图3：双十一大促累计销售额近 2.4 万亿

2025年“双11”各平台销售额份额分析



资料来源：复旦消费大数据实验室

图4：头部平台 GMV 均实现同比正增长



资料来源：复旦消费大数据实验室

双十一节奏趋稳，平台竞争回归低价及用户体验，通过加大补贴、发放消费券及升级会员权益提升用户满意度；各平台优势进一步分化，京东在 3C 数码、家电等带电品类凭借服务体验巩固竞争力，淘天主导家居家装与服饰，抖音则聚焦服饰与快消品。（1）淘天闪购拉动电商用户增长，即时零售市场形成了销售增量，88VIP 打通了消费场景，形成了闪购和电商的跨场景销售并提供较大折扣力度，如 88VIP 双 11 消费券、无门槛直降等。（2）京东继续巩固其在高客单价、重决策品类上的护城河，在家电与数码 3C 领域中持续发力，稳固用户服务优势，市场份额占比较高。（3）抖音电商凭借内容生态在户外、美妆、服饰等强体验、重展示的品类中成功切入，充分体现兴趣电商模式在激发潜在消费需求上的强大动力。

图5：双十一第一阶段，淘天在多个核心品类主导线上消费



¹ 淘天数据包含天猫和淘宝；² 潮玩包含潮玩动漫以及儿童玩具类产品

资料来源：久谦中台

1.2、海外大厂上调资本开支，当前时点算力需求的可预见性更强

主要 CSP 上调 CapEx 指引，当前时点算力需求的可预见性更强。英伟达于 GTC 大会上指引市场，当前订单至 2026 年底或有望实现 5000 亿美元销售额，开启当前的达链行情，而主要 CSP 厂商上调 CapEx 指引进一步强化 AI 行业景气度，即便是此前相对保守的微软亦展望 2026 财年 CapEx 加速，一定程度上缓解了过去一段时间对于“AI 是否已经泡沫”的担忧。我们认为，站在当前时点，算力及 AI 相关的需求可预见性较之前更强。

表1: AI 云需求持续验证

全球市场							
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
全球云服务市场规模 (亿美元)	751	782	820	860	909	953	
YOY	13%	19%	21%	20%	21%	22%	
市场份额	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
亚马逊 (AWS)	33%	33%	33%	33%	32%	32%	
微软 (Azure)	21%	20%	20%	20%	23%	22%	
谷歌 (Google Cloud)	10%	10%	10%	11%	10%	11%	
云业务收入增速	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
亚马逊 (AWS)	17.2%	18.7%	19.1%	18.9%	16.9%	17.5%	20.0%
微软 (Azure)	35%	34%	33%	31%	33%	39%	40%
谷歌 (Google Cloud)	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%	28.1%	31.7%	34.0%
云业务经营利润率(OPM)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
亚马逊 (AWS)	37.6%	35.5%	38.1%	36.9%	39.5%	32.9%	34.5%
微软 (Azure 及其他企业服务)	44.4%	41.4%	43.6%	42.5%	41.5%	40.6%	43.3%
谷歌 (Google Cloud)	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%	17.8%	20.7%	23.7%
资本开支 (亿美元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
亚马逊	149	176	226	278	250	322	351
YOY	5%	54%	81%	91%	68%	83%	55%
微软	110	139	149	158	167	171	194
YOY	66%	55%	50%	62%	53%	23%	30%
谷歌	120	132	131	143	172	224	240
YOY	91%	91%	62%	30%	43%	70%	83%
资本开支计划	前次指引				本次指引		
亚马逊	Q2 的资本开支可以合理代表 25 年下半年季度的资本开支水平， 则预计全年在 1100-1200 亿美元				2025 年计划资本开支 1250 亿美元		
微软	预计 2026 财年的资本支出增速将低于 2025 财年				FY2026 资本开支增速快于 FY2025		
谷歌	全年资本支出指引从 Q1 预估的 750 亿美元上调至 850 亿美元				2025 年计划资本开支		

全球市场

910-930 亿美元

META

预计 25 年资本支出（包含融资租赁）将达到 660~720 亿美元

2025 年计划资本开支

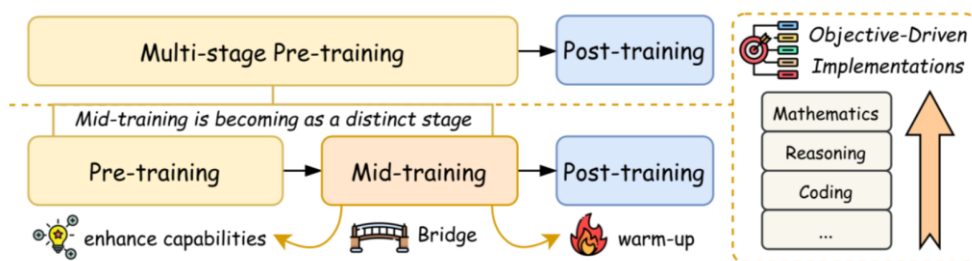
700-720 亿美元

资料来源：Canalys、各公司公告、开源证券研究所

2、AI: Mid-training 有望延续 Scaling Law，或成为本轮算力可预见性提升的底层技术支持

Mid-training 的重要性逐步提升，或成为本轮算力需求延续的底层逻辑。Mid-Training 鉴于 Pre-training 与 SFT 微调之间，该概念最早出现在 2020 年 Google 的 BLEURT 论文中，2024 年下半年 OpenAI 正式成立 Mid-training 团队，现已在大模型厂商中广泛运用，实际工作中也多与 RL 团队混合工作，目前在一些头部 Lab 中，Mid-training 在训练阶段已经占据可观的比例。

图6: Mid-training 已成为重要训练环节



资料来源：the moonlight.io

Mid-training 旨在通过“更结构化的监督信号”提升下游稳定性的目标、泛化能力，延续 Scaling Law。Mid-training 的概念起源于 BLEURT——一个用于评估文本生成质量的编码器模型，而在随后的大模型训练过程中，Mid-training 专注于通过逐步改变数据分布（或者说提供更加精细化的数据）来增强模型核心能力（如逻辑推理、长文本理解、领域知识深度），某种程度上说，Mid-training 类似带有弱奖励模型的数据训练，因此其与 RL 阶段的界限较为模糊，二者相辅相成。

表2: Mid-training 介于 Pre-training 与 SFT

属性	Pre-training	Mid-training	SFT	RL
原始数据	互联网、书籍、百科、代码等	Pre-training 中高质量原生数据+合成数据	人工标注指令	基于人类偏好的数据（依赖人工标注）
所需 tokens	trillion 级	10-300B	百万级样本（高质量）	根据模型任务不等，高的亦可达数百 billions 量级
学习范式	自监督学习	自监督学习	监督学习	强化学习

资料来源：CSDN、Vintage Data、Emergent Mind、开源证券研究所

Mid-training 的兴起有如下启示：

- 1、其最大的意义在于进一步延续了自 RL 以来的 Scaling Law，算力、资本的边际投入能得到较为明确的边际产出，或成为 CSP 上调 CapEx 的一个重要底层支撑，亦是算力需求可预见性提升的技术保障；
- 2、Mid-training 阶段提供了更为精细规整的数据，也更利于后续 RL 阶段的训练，进一步强化了对于专业数据标注的需求，当前美国已经诞生如 Scale AI、Surge、Mercor 等百亿美元估值的独角兽企业，成为继 AI 编程、AI Infra 之后的重要 AI 受益场景。但目前阶段因受限算力，国内仍然有较多蒸馏等场景运用，因此国内的数据标注产业机会仍有待跟踪；
- 3、Mid-training 同样将刺激 Data Infra 产业的 AI 化需求，有望利好 Datadog，Databricks，Snowflake 等 Infra 平台公司，国内产业机会会有待跟踪。

表3：数据标注已存在三家百亿美元估值的独角兽企业

标的	领域	最新估值
OpenAI	大模型	5000 亿美元
Anthropic	大模型	1830 亿美元
xAI	大模型	2000 亿美元
Databricks	数据湖仓平台	1000 亿美元
Figure AI	具身智能	390 亿美元
Safe Superintelligence	/	320 亿美元
Anysphere(Cursor)	AI 编程	270-300 亿美元
Surge	数据标注	300 亿美元
Scale AI	数据标注	290 亿美元
Perplexity	AI 搜索引擎	200 亿美元
Mistral AI	大模型	140 亿美元
Mercor	数据标注	100 亿美元

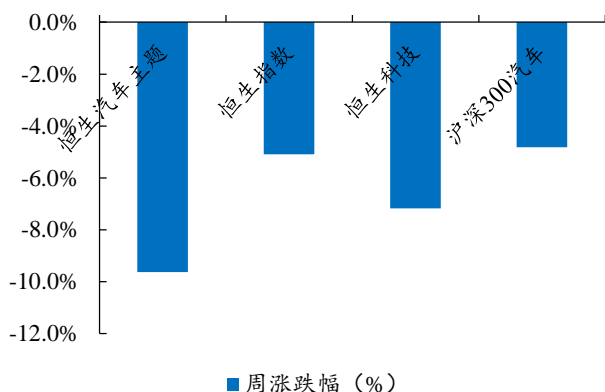
资料来源：今日头条、星智元等、开源证券研究所

3、汽车 & 自动驾驶：乘用车政策收紧，Robotaxi 双雄港股上市

3.1、乘用车周销量受制政策收紧，年底新车密集上市

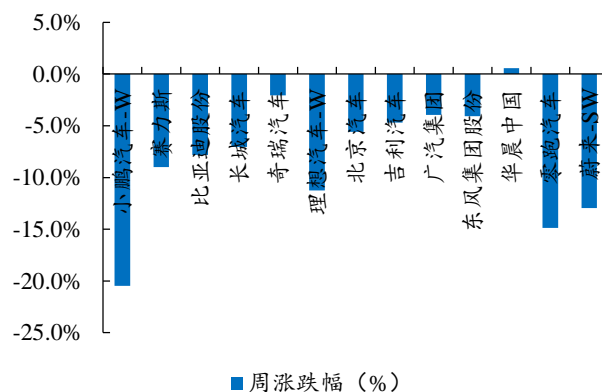
本周（2025 年 11 月 17 日-11 月 21 日）恒生汽车主题指数-9.6%，跑输恒生指数（-5.1%）、恒生科技指数（-7.2%）、沪深 300 汽车指数（-4.8%）。本周小鹏汽车-W -20.5%，赛力斯-9.0%，比亚迪股份-7.8%。

图7：本周恒生汽车表现弱于大盘



资料来源：Wind、开源证券研究所

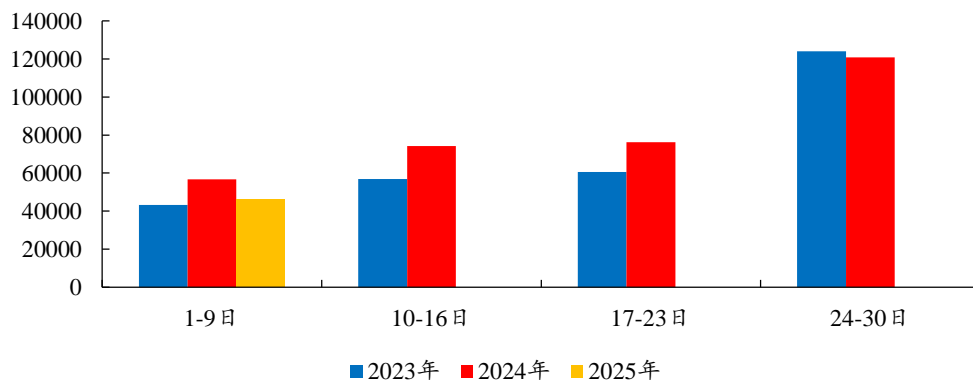
图8：小鹏累计跌幅领先（11.17-11.21）



资料来源：Wind、开源证券研究所

11月1日-9日国内乘用车零售同环比下滑，主要因以旧换新和报废更新补贴政策大幅收紧导致需求提前透支，批发环比增长系厂商为年底冲量加快生产节奏。2025年11月1-9日，全国乘用车零售41.5万辆，同比降19%、环比降4%；批发46.8万辆，同比降22%、环比增48%。新能源汽车零售26.5万辆，同比下降5%、环比增16%，年内累计零售1041.5万辆，同比增长21%；新能源批发30.6万辆，同比降3%、环比增59%，累计批发1236.2万辆，同比增29%。同期乘用车零售新能源渗透率64%，批发渗透率65.4%。

图9：11月1日-9日国内乘用车零售同环比下滑



资料来源：乘联会、开源证券研究所

11月国内车市迎来一波新车发布潮，近20款车型计划上市或开启预售。其中，智己LS9、岚图泰山、AION i60、深蓝L06、零跑Lafa5等多款新能源车型集中于中下旬发布。此外，新款享界S9也计划在11月20日上市。本轮密集发布凸显了车企在年末加速产品投放的步伐。

表4：11月国内车市迎来一波新车发布潮

日期	星期	品牌	类型	车型
10	星期一	奇瑞	垂直换代	全新奇瑞瑞虎 8 上市
10	星期一	东风奕派	增补款型	东风奕派 er007+ 上市
10	星期一	五菱	小改款	新款五菱宏光家族 上市
12	星期三	智己	全新车型	智己 LS9 上市
12	星期三	五菱	全新车型	五菱星光 730 上市
12	星期三	欧拉	全新车型	欧拉 5 预售
13	星期四	东风日产	全新车型	东风日产 N6 预售
13	星期四	星途	全新车型	星途 ET5 预售
13	星期四	北京越野	增补款型	北京越野 BJ40 增程元境 智行版 上市
15	星期六	红旗	全新车型	红旗 HS6 PHEV 预售
15	星期六	奇瑞风云	增补款型	奇瑞风云 A9L 猎鹰 700 版 / 四座版 上市
16	星期日	埃安	全新车型	AION i60 上市
17	星期一	上汽大众	垂直换代	上汽大众朗逸 Pro 上市
17	星期一	捷途	小改款	2026 款捷途旅行者家族 上市
18	星期二	深蓝	全新车型	深蓝 L06 上市
18	星期二	岚图	全新车型	岚图泰山 上市
18	星期二	吉利	垂直换代	第五代吉利帝豪 上市
20	星期四	享界	小改款	新款享界 S9 上市
28	星期五	零跑	全新车型	零跑 Lafa5 上市

资料来源：杰兰路、开源证券研究所

3.2、“美股+港股”，小马智行、文远知行同天上市敲钟

11月6日，小马智行正式在香港联合交易所主板挂牌上市，股票代码 2026.HK，在本次港股 IPO 中，小马智行已悉数行使发售量调整权，共计发行约 4825 万股，若承销商的超额配售权悉数行使后（即绿鞋后），集资额可达 77 亿港元；同日，文远知行正式在香港交易所挂牌上市，股票代码 0800.HK，在本次港股 IPO 中，文远知行全球发售股份总数（绿鞋前）为 8825 万股，触发回拨机制后公开发售股份为 1765 万股，国际配售股份 7060 万股，每股定价 27.1 港元，募资总额（绿鞋前）达 23.9 亿港元。

表5：Robotaxi 双雄港股同日上市

	小马智行	文远知行
股份代号	2026.HK	0800.HK
开始买卖日期	2025.11.6	2025.11.6
发售价（港元）	139.0	27.1
发售股份数目（万股）	4824.90	8825.00
香港公开发售下发售股份最终数目（万股）	419.56	1765.00
国际发售项下发售股份最终数目（万股）	4405.34	7060.00

	小马智行	文远知行
上市后已发行股份数目（于超额配股权行使前，万股）	43354.16	102661.63
本次发售占已发行股份数目（%）	11.13%	8.60%

资料来源：小马智行公司公告、文远知行公司公告、开源证券研究所

小鹏有望于 2026 年发布 Robotaxi 车型，算力有望高达 3000TOPS。11 月 5 日，在 2025 小鹏科技日活动中，小鹏官宣入局 Robotaxi 无人驾驶出租车，有望于 2026 年推出三款 Robotaxi 车型。小鹏汽车董事长、CEO 何小鹏在发布会现场介绍道，相关 Robotaxi 车型将搭载 4 颗图灵 AI 芯片，车端算力达 3000TOPS，包括 2250TOPS 运算算力和 750TOPS 冗余算力，并在算力、转向、感知等多方面采用两套硬件互为备份。

图10：小鹏有望于 2026 年推出三款 Robotaxi 车型



资料来源：IT 之家

图11：小鹏 L4 智驾设计配有两套硬件保障安全



资料来源：IT 之家

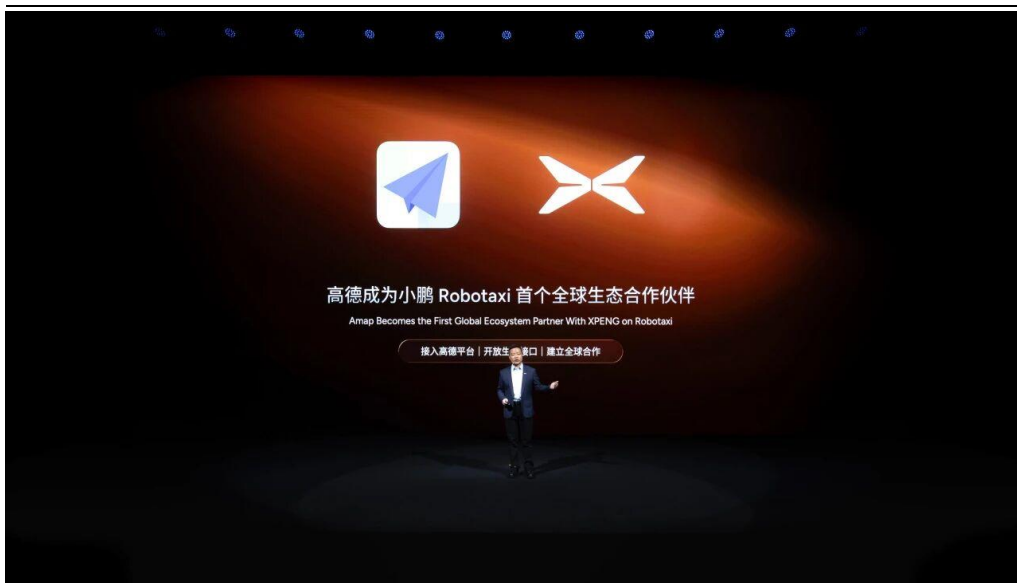
图12：小鹏相关 Robotaxi 车型算力达 3000TOPS



资料来源：IT 之家

小鹏 Robotaxi 车型率先接入高德，有望于 2026 年开启试运营。小鹏汽车与阿里巴巴旗下高德达成全球生态合作，开启“平台出行+前装量产 Robotaxi”合作模式，同时，何小鹏于发布会现场表示，2026 年，小鹏 Robotaxi 车型有望于广州等地开启试运营。

图13: 小鹏 Robotaxi 车型率先接入高德



资料来源: IT之家

奇瑞星途 ET5 开启预售, 第三方城区 NOA 辅助驾驶迈入 15-20 万区间, 辅助驾驶有望加速渗透。11 月 13 日, 奇瑞星途 ET5 车型开启预售, 全球首搭地平线 J6P 芯片及 HSD 城区辅助驾驶系统, 预售价 15.99 万元起。新车定位于中型 SUV, 其中 210 尊享版为 15.99 万元, 210 激光雷达智尊版为 17.49 万元。奇瑞星途 ET5 210 激光雷达智尊版搭载猎鹰 700 辅助驾驶系统, 首搭地平线 J6P 芯片, 算力达 560TOPS, 拥有包含 1 颗激光雷达在内的 27 个高精传感器 (1 个激光雷达+12 个超声波雷达+3 个毫米波雷达等), 拥有基于一段式端到端架构和强化学习能力, 可实现 NEP 高速辅助驾驶和 NEP 城市辅助驾驶等功能。

图14: 奇瑞星途 ET5 开启预售

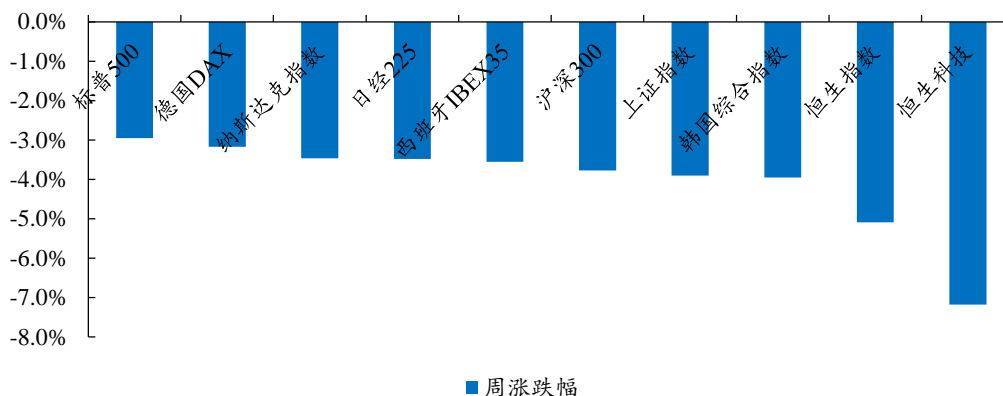


资料来源: IT之家

4、 周度数据更新

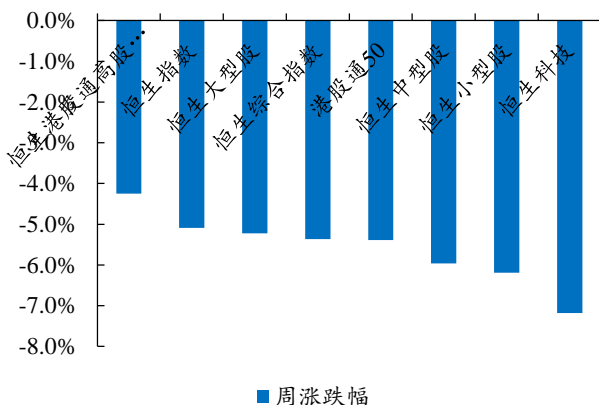
本周恒生指数跌 5.1%，在全球主要市场中跌幅靠前，从成份上看，高股息概念以及物业、公用事业、消费、金融等行业板块跌幅较小，恒生科技指数仍处在回调区间，本周下跌 7.2%，或反映财报季资金风险偏好降低。

图15：本周恒生指数（11.17-11.21）在全球主要市场中跌幅靠前



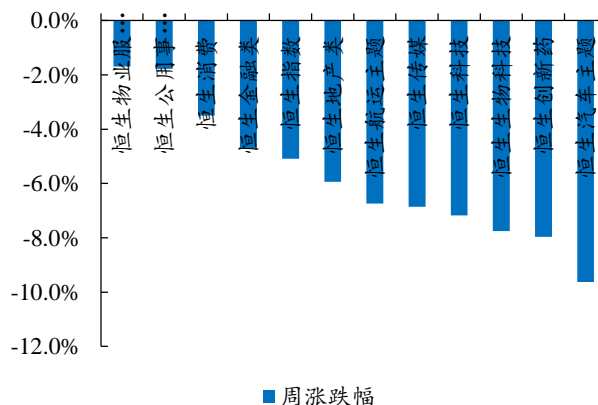
资料来源：Wind、开源证券研究所

图16：本周（11.17-11.21）高股息率跌幅最小



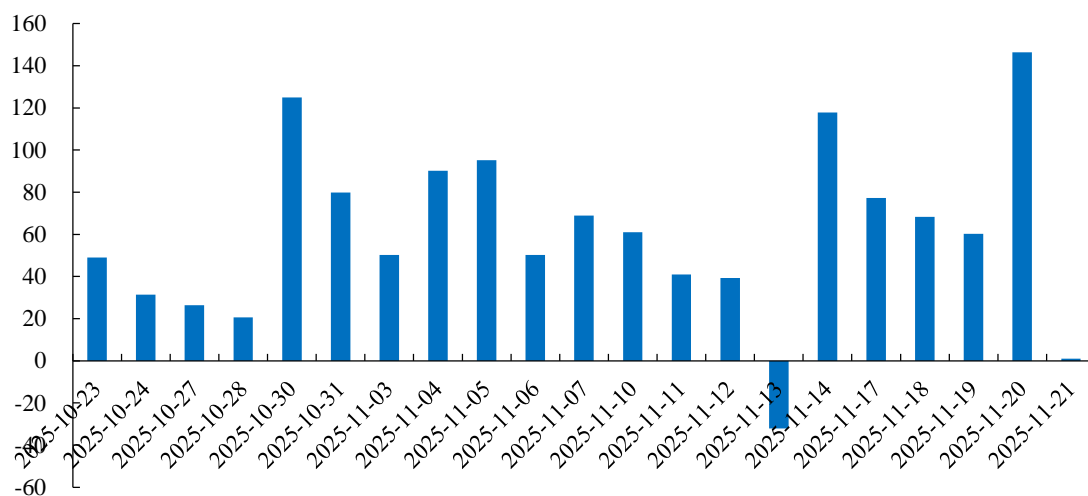
资料来源：Wind、开源证券研究所

图17：本周（11.17-11.21）物业、公用事业、消费、金融等行业跌幅相对较小



资料来源：Wind、开源证券研究所

本周港股通买入成交净额为 353.06 亿元，环比增长 55.6%，从头部活跃个股交易层面来看，阿里巴巴-W (+96.9 亿港元)、小米集团 (+41.9 亿港元)、小鹏汽车-W (+18.2 亿港元)、腾讯控股 (+16.0 亿港元) 资金净流入居前。

图18: 11月以来港股通当日买入成交净额有所加大(人民币)


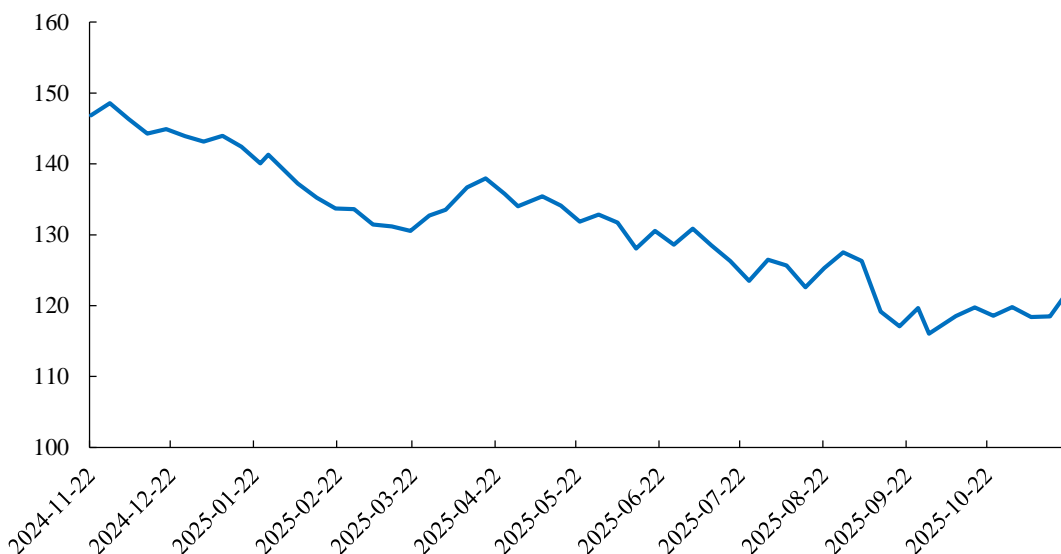
资料来源: Wind、开源证券研究所

表6: 本周(11.17-11.21)港股通头部活跃个股资金流向小米、中海油等标的(仅计算前十大活跃个股明细)

股票代码	股票名称	成交净买入(亿港元)	港股通持股数占总股本比例
9988.HK	阿里巴巴-W	96.9	10.8%
1810.HK	小米集团-W	41.9	15.7%
9868.HK	小鹏汽车-W	18.2	18.2%
0700.HK	腾讯控股	16.0	11.0%
1347.HK	华虹半导体	7.0	23.2%
3690.HK	美团-W	3.9	19.2%
1024.HK	快手-W	2.4	15.7%
1772.HK	赣锋锂业	1.9	39.2%
0981.HK	中芯国际	1.9	30.2%
2228.HK	晶泰控股	0.6	42.6%
0883.HK	中国海洋石油	-0.5	21.6%
0941.HK	中国移动	-1.5	14.4%
9992.HK	泡泡玛特	-2.3	16.2%

资料来源: Wind、开源证券研究所

本周(11.17-11.21)恒生沪港通AH溢价指数为122.15,环比提升3%。南向资金持续流入、中美利差及美元指数影响边际减弱等因素持续支撑溢价下行。考虑到该指数成分中金融行业权重超50%,能源行业权重超15%,背后或更多反映对红利概念有需求的资金特征,随着后续更多A股科技类标的赴港上市,或带动港股板块的“成长性溢价”持续向A股靠拢。

图19：恒生沪港通 AH 溢价指数保持低位


资料来源：Wind、开源证券研究所

5、投资建议：

互联网：双十一节奏趋稳，补贴加码+本地生活协同驱动增长；海外互联网大厂广告及云增速表现亮眼，AI 云需求持续验证，关注港股互联网映射；中美 APEC 峰会谈判结果落地，跨境电商平台美国份额有望持续提升，推荐阿里巴巴-W、拼多多，百度集团-SW，受益标的腾讯控股；

计算机： AI 需求可预见性提升，软件侧亦孕育机会，重点推荐受益于央国企 IT 支出的浪潮数字企业，受益标的有金蝶国际、北森控股、第四范式等；

汽车&自动驾驶： Robotaxi 行业再迎进展，重点推荐 Robotaxi 相关产业链公司小马智行、地平线机器人-W、黑芝麻智能，受益标的文远知行。

表7：盈利预测及估值表

代码	公司	市值	财报货币	营收 (亿元)			3年 CAGR	归母净利润 (亿元)			3年 CAGR	估值			评级	
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		
港股		亿港元														
0992.HK	联想集团	1,201	USD	768.5	828.0	891.1	9%	16.6	18.9	22.0	17%	PE	11	10	8	买入
3888.HK	金山软件	401	CNY	105.8	120.4	133.9	9%	16.7	19.2	24.2	16%	PE	22	19	15	买入
0596.HK	浪潮数字企业	78	CNY	83.9	91.5	100.7	7%	5.1	6.4	8.2	29%	PE	14	11	9	买入
9669.HK	北森控股	47	CNY	11.2	12.9	14.9	16%	-0.6	0.5	1.6	/	PS	3.9	3.3	2.9	未评级
6608.HK	百融云	43	CNY	32.6	37.9	43.9	14%	2.8	3.5	4.8	22%	PE	14	11	8	未评级
0268.HK	金蝶国际	490	CNY	70.3	80.4	92.4	14%	1.3	3.9	6.7	/	PS	6.4	5.6	4.8	未评级

代码	公司	市值	财报 货币	营收 (亿元)			3年 CAGR	归母净利润 (亿元)			3年 CAGR	估值			评级	
6682.HK	第四范式	242	CNY	69.1	89.2	116.1	30%	0.5	3.1	6.3	/	PS	3.2	2.5	1.9	未评级
9863.HK	零跑汽车	672	CNY	66,226	96,580	111,231	51%	997	1,959	4303	-	PS	1.0	0.7	0.6	买入
9868.HK	小鹏汽车-W	1,499	CNY	80,438	129,108	143,129	52%	-1,067	1,050	3679	-	PS	1.9	1.2	1.0	买入
9866.HK	蔚来-SW	1,049	CNY	88,776	118,020	153,630	33%	-15,670	-8,867	-5383	-	PS	1.2	0.9	0.7	增持
2015.HK	理想汽车-W	1,470	CNY	120,898	154,448	182,770	8%	5,897	9,433	13,485	8%	PE	24.9	15.6	10.9	买入
0175.HK	吉利汽车	1,691	CNY	330,103	373,585	396,233	18%	15,659	17,971	21571	9%	PE	10.8	9.4	7.8	买入
1211.HK	比亚迪集团	8,950	CNY	876,866	1,028,649	1,165,226	14%	39,536	51,093	62,683	16%	PE	22.6	17.5	14.3	未评级
9927.HK	赛力斯	2,333	CNY	175,223	225,562	264,124	22%	9,205	12,611	15,430	37%	PE	25.3	18.5	15.1	未评级
2238.HK	广汽集团	705	CNY	103,270	123,302	136,205	8%	-2,769	65	1,458	21%	PB	0.3	0.3	0.3	未评级
0285.HK	比亚迪电子	712	CNY	180,343	192,669	206,488	5%	4,283	5,265	6,720	16%	PE	16.6	13.5	10.6	买入
0710.HK	京东方精电	37	HKD	15,372	18,441	21,945	18%	364	483	710	22%	PE	10.2	7.7	5.2	买入
2533.HK	黑芝麻智能	121	CNY	765	1293	2027	62%	-1,421	-1,155	-830	-	PS	15.8	9.4	6.0	增持
9660.HK	地平线机器人-W	1,061	CNY	3549	5672	8290	52%	-3123	-2106	-875	-	PS	29.9	18.7	12.8	增持
9988.HK	阿里巴巴-W	28,175	CNY	1,081,043	1,206,945	1,355,618	12.0%	140,536	162,938	189,787	16.2%	PE	22.0	18.9	16.3	买入
3690.HK	美团-W	5,840	CNY	371,566	437,688	506,029	16.7%	(2,577)	35,807	58,778	NA.	PE	(248.2)	17.9	10.9	买入
9618.HK	京东集团-SW	3,516	CNY	1,313,487	1,401,555	1,478,313	6.1%	27,730	45,965	52,615	37.7%	PE	13.9	8.4	7.3	买入
9888.HK	百度集团-SW	2,951	CNY	124,875	132,534	139,638	5.7%	18,072	20,266	22,925	12.6%	PE	17.9	15.9	14.1	买入
美股																
PDD.O	拼多多	1,603	CNY	445,332	599,504	688,354	24.3%	98,986	138,294	169,979	31.0%	PE	0.9	0.6	0.5	买入
GOOG	谷歌	34,986	USD	336,811	388,343	435,737	13.7%	132,832	136,455	158,418	9.2%	PE	26.3	25.6	22.1	未评级
META	meta	14,850	USD	196,931	229,838	264,769	16.0%	92,137	90,716	102,071	5.3%	PE	16.1	16.4	14.5	未评级
AMZN	亚马逊	23,213	USD	709,040	783,337	868,723	10.7%	89,125	103,261	127,703	19.7%	PE	26.0	22.5	18.2	未评级
MSFT	微软	35,559	USD	323,434	370,531	427,284	14.9%	116,580	136,100	159,332	16.9%	PE	30.5	26.1	22.3	未评级
TSLA.O	特斯拉	13,145	USD	683,216	790,266	955,128	114%	37,804	55,980	78,694	111%	PE	34.8	23.5	16.7	未评级

资料来源: Bloomberg、开源证券研究所, 预测数据来源于 Bloomberg, 时间截止 2025 年 11 月 21 日

6、风险提示

软件及产品推出不及预期: 科技行业软件更新较快, 市场竞争激烈, 若产品推出不及时或不及预期, 或影响企业未来竞争力和创收情况。

产能及供应链风险: 若产能爬坡速度较慢, 供给端受限, 创收弹性无法充分释放, 则相关行业产业链业绩或受到影响。

监管政策变动: 科技政策及垂类行业相关政策的变动, 或将影响公司增长景气度及战略决策, 进一步影响公司的增长节奏。

宏观经济增长放缓: 若宏观经济增长放缓影响终端消费需求、企业 IT 支出等, 将影响产业链相关企业的创收能力。

地缘政治风险: 地缘政治变动或伴随国际政策调整, 或对科技行业供应链等相关企业带来限制。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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