

海外科技

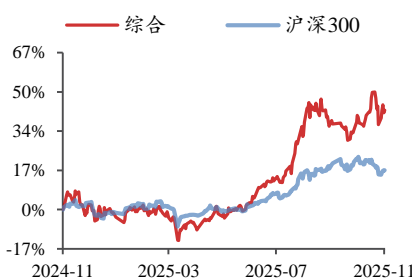
2025 年 12 月 07 日

谷歌 Gemini3 增益生态，存储有望持续高景气

——行业周报

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

《AI 需求持续验证，提升算力需求可预见性——行业周报》-2025.11.23

《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

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

张可（分析师）

zhangkel@kysec.cn

证书编号：S0790523070001

杨哲（分析师）

yangzhe@kysec.cn

证书编号：S0790524100001

● 互联网：千问用户数迅速增长，谷歌 Gemini 3 形成较优生态增益

(1) 国内：短期电商同期存在国补高基数影响，本地生活竞争仍激烈，多条业务线整合协同+AI 赋能或成为业绩及估值驱动因素，关注 AI 商业化及应用场景拓展；豆包发布 AI 手机助手，端侧 AI 有望驱动 token 消耗量持续提升。(2) 海外：谷歌 Gemini 3 系列发布，进一步延伸 scalinglaw 的生命力，同时形成较优生态增益，包括：数据是最核心的资产和壁垒、TPU+OCS+软硬高度耦合，造就 Gemini 3 极度稀疏的 MoE 架构、与生态适配的 AI infra。

● 电子：存储涨势有望延续，华为新机发布建议关注供应链机会

(1) 存储合约价涨势有望持续 2-3 个季度：从供给端看，DRAM 新增产能不足以撑起需求，增量极为有限，DDR4 与 DDR5 供给持续吃紧，NAND Flash 产能遭 DRAM 排挤，导致供给减少；从供需格局来看，2026H1 DRAM 与 NAND Flash 有望全面缺货，其中 NAND Flash 全面缺货比 DRAM 稍晚但缺口更深；从价格展望来看，存储合约价涨势有望持续至少 2-3 个季度以上。(2) 存储涨价引发市场对手机销量、供应链报价和毛利率的担忧，华为发布 Mate 80 系列、Mate X7 及多款全场景新品，2025Q2 和 2025Q3 华为在国内市场手机出货量份额分别为 18.1%和 15.2%，位列第一和第三，占据国内手机市场主要份额。建议关注华为供应链。

● 工具：降息预期大幅波动，中坚科技赴港上市在即

美国政府停摆结束后宏观数据陆续发布，9 月非农就业超预期，失业率增长处可接受范围，通胀预期下修，地产拐点仍需观望。美国宏观数据彰显韧性，然伴随各派官员先后公开发声，市场降息预期大幅波动先降后升。中坚科技赴港二次 IPO 在即，加速资本市场布局。

● 投资建议：

互联网：关注 AI 商业化及应用场景拓展，推荐阿里巴巴-W、拼多多、百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

存储：NAND 与 DRAM Flash 价格持续上涨，DRAM 新增产能不足以撑起需求，增量极为有限，NAND Flash 产能遭 DRAM 排挤导致供给减少，受益标的 Samsung、SK Hynix、Micron、Kioxia、Western Digital 等。

电子：存储涨价引发市场对手机销量、供应链报价和毛利率的担忧，华为举行新品发布会，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。

工具：中期降息趋势明确，短期美联储动作反复提供配置机会；对美出口政策环境趋稳，龙头企业全球产能布局成熟充沛，关税扰动反而利好其份额提升，待 β 修复或更具双击弹性。推荐创科实业、泉峰控股，受益标的巨星科技、格力博、大叶股份、中坚科技、石头科技、九号公司。

风险提示：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：千问用户快速增长，昆仑芯筹备香港上市.....	4
1.1、 11 月千问 APP 用户数迅速增长，关注后续产品迭代及用户留存.....	4
1.2、 从 Tokens 消耗量看，编程与娱乐是 AI 应用两大落地场景.....	5
1.3、 豆包发布 AI 手机助手，端侧 AI 有望带动 tokens 调用量持续增长.....	7
2、 计算机：Gemini3 延伸 scaling law，实现较优生态增益 SEO 霸权.....	7
3、 存储：价格持续上涨，涨势有望持续 2-3 个季度.....	9
4、 电子：受存储涨价影响表现平淡，关注华为产业链机会.....	10
5、 工具：降息预期大幅波动，中坚科技赴港上市在即.....	11
6、 周度数据更新.....	13
7、 投资建议.....	16
8、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 12.01-12.05 恒生互联网科技业指数涨 0.9%.....	4
图 2： 12.01-12.05 百度涨 6.9%.....	4
图 3： 2025 年 11 月阿里千问 APP 月活增速 149.03%.....	5
图 4： Qwen3 模型能力国内领先.....	5
图 5： 从 token 消耗量看，编程仍是主要应用场景.....	6
图 6： 高 token 消耗场景中用户需求较为集中，低 token 消耗场景中用户需求仍分散.....	6
图 7： 在 LLM 最长出现的引用域名中，谷歌占有前四席的三席.....	8
图 8： 谷歌域名排名与 AI 检索引高度相关.....	9
图 9： 谷歌 AIO 与自然搜索的重合度从 30%提升到了 50+%.....	9
图 10： 2025Q3 DRAM 营收市占率 CR3 份额超 90%.....	10
图 11： 2025Q3 NAND Flash 营收市占率 CR3 份额超 60%.....	10
图 12： 2025Q2 华为在国内市场份额第一.....	11
图 13： 2025Q3 华为在国内市场份额 15.2%.....	11
图 14： 2025Q2 华为占据中国折叠屏市场主要份额.....	11
图 15： Mate X7 整机性能较 Mate X6 提升 42%以上.....	11
图 16： 美国 9 月新增非农就业 11.9 万人.....	12
图 17： 美国失业率升高 0.1pct 至 4.40%.....	12
图 18： 美国劳动参与率升高 0.1pct 至 62.4%.....	12
图 19： 11 月密歇根大学 1 年/5 年通胀预期为 4.5%/3.4%.....	12
图 20： 美国成屋折年销量升至 410 万套.....	12
图 21： 中坚科技四足机器人灵睿 P1 型.....	13
图 22： 本周恒生科技指数表现居中（单位：%）.....	14
图 23： 本周恒生港股通高股息领涨（单位：%）.....	14
图 24： 本周航运、科技、传媒领涨（单位：%）.....	14
图 25： 11 月以来港股通当日买入成交净额有所加大（亿人民币）.....	15
图 26： 恒生沪港通 AH 溢价指数保持低位.....	16
表 1： 美联储 12 月降息概率超 80%.....	13

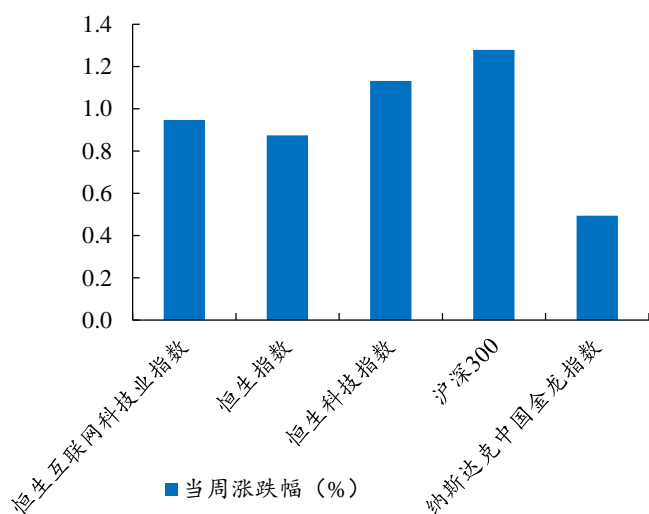
表 2： 本周港股通头部活跃个股资金流向小米等标的（仅计算前十大活跃个股明细）	15
---	----

1、互联网：千问用户快速增长，昆仑芯筹备香港上市

短期电商同期存在国补高基数影响，本地生活竞争仍激烈，多条业务线整合协同+AI 赋能或成为业绩及估值驱动因素，关注 AI 商业化及应用场景拓展；开源模型能力持续提升下，AI 云需求有望持续验证，国产 AI 芯片增长迅速，据腾讯新闻，昆仑芯筹备中国香港上市，推荐阿里巴巴-W、拼多多，百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

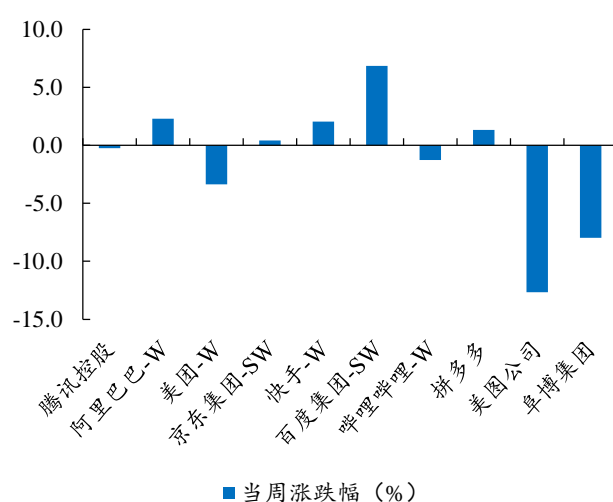
本周（2025 年 12 月 1 日-12 月 5 日）恒生互联网科技业指数涨 0.9%，跑输恒生科技指数（涨 1.1%），跑输沪深 300 指数（涨 1.3%）、跑赢纳斯达克中国金龙指数（涨 0.5%）。本周百度集团-SW 涨 6.9%，阿里巴巴-W 涨 2.3%，快手-W 涨 2.1%。

图1：12.01-12.05 恒生互联网科技业指数涨 0.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：12.01-12.05 百度涨 6.9%

































数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、11 月千问 APP 用户数迅速增长，关注后续产品迭代及用户留存

2025 年 11 月 AI 应用 APP 端千问用户迅速增长，Qwen 模型能力及阿里生态优势有望驱动 C 端市场持续增长，关注后续产品迭代及用户留存情况。2025 年 11 月 17 日阿里巴巴启动千问 APP 公测，根据 AI 产品榜，2025 年 11 月千问 APP 端月活跃用户数达 1834 万，月活增速 149.03%。

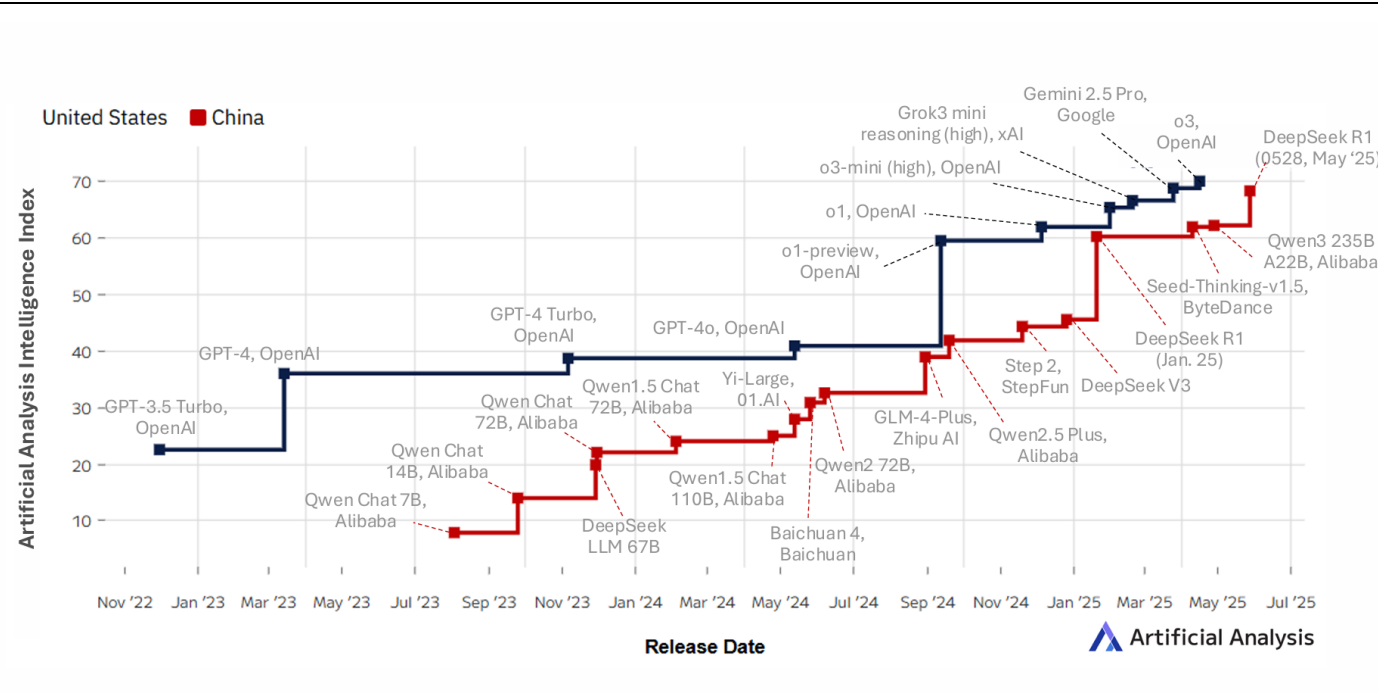
目前千问定位“会聊天能办事的个人 AI 助手”，我们认为千问核心优势在于技术、用户画像及生态闭环能力。模型端 Qwen 模型阿里巴巴具备电商、本地生活、地图等应用，覆盖用户年龄、地域、消费行为等多维度数据，未来产品持续迭代及用户基数稳定后有望打通电商、O2O、支付等全链路服务。

图3： 2025 年 11 月阿里千问 APP 月活增速 149.03%

全球排名	AI产品榜	产品名	应用(APP)简短描述	11月上榜应用 APP MAU	11月上榜应用 MAU变化	全球排名	AI产品榜	产品名	应用(APP)简短描述	11月上榜应用 APP MAU	11月上榜应用 MAU变化
1		ChatGPT	The official app by OpenAI	775.57M	0.84%	16		Kimi 智能助手	Kimi 智能助手 月之暗面	24.82M	5.75%
2		豆包	AI 智能助手 抖音	167.91M	5.33%	17		PixVerse	AI Video Generator	22.76M	-3.65%
3		夸克	AI 全能助手 阿里	151.93M	0.18%	18		Chatbot AI	Chatbot AI & Smart Assistant	22.24M	-6.75%
4		百度网盘	AI 个人云 百度	142.61M	-3.73%	19		Ask AI	Chat with Ask AI	21.95M	-4.67%
5		Gemini	Google Gemini	88.92M	16.17%	20		Talkie AI	Chat With Character MiniMax	21.92M	-1.05%
6		腾讯元宝	发现AI新体验 腾讯	81.56M	11.29%	21		Remini	AI Photo Enhancer	20.21M	-11.36%
7		DeepSeek	AI 智能助手 深度求索	69.37M	-3.72%	22		Polish	Your All-in-one & Powerful AI Photo I	19.5M	-6.73%
8		Nova	AI Chatbot	63.55M	-0.94%	23		FaceApp	Perfect Face Editor	19.07M	-5.25%
9		Grok	Understand the universe	58.83M	7.42%	24		千问	你的超级AI助手 阿里	18.34M	149.03%
10		Cici	Your AI assistant 字节	51.21M	18.22%	25		Microsoft Copilot	Microsoft Copilot	18M	0.09%
11		即梦AI	AI绘画·图片视频短片生成社区 字节	47.53M	5.37%	26		ChatOn	Powered by ChatGPT & GPT-4o	17.89M	-9.51%
12		AI Mirror	AI Art Photo Editor	33.11M	13.06%	27		Umax	Become Hot	17.8M	2.25%
13		Perplexity	Ask Anything	32.47M	-9.15%	28		seekee	AI Search & Assistant	17.45M	19.06%
14		Character AI	Chat Ask Create	29.69M	-6.23%	29		Luzia	Your AI Assistant	17.04M	-4.92%
15		Meta view	Your Personal AI	26.49M	44.42%	30		Genius	AI Art Photo Editor	14.86M	-4.05%

资料来源：AI 产品榜公众号

图4： Qwen3 模型能力国内领先



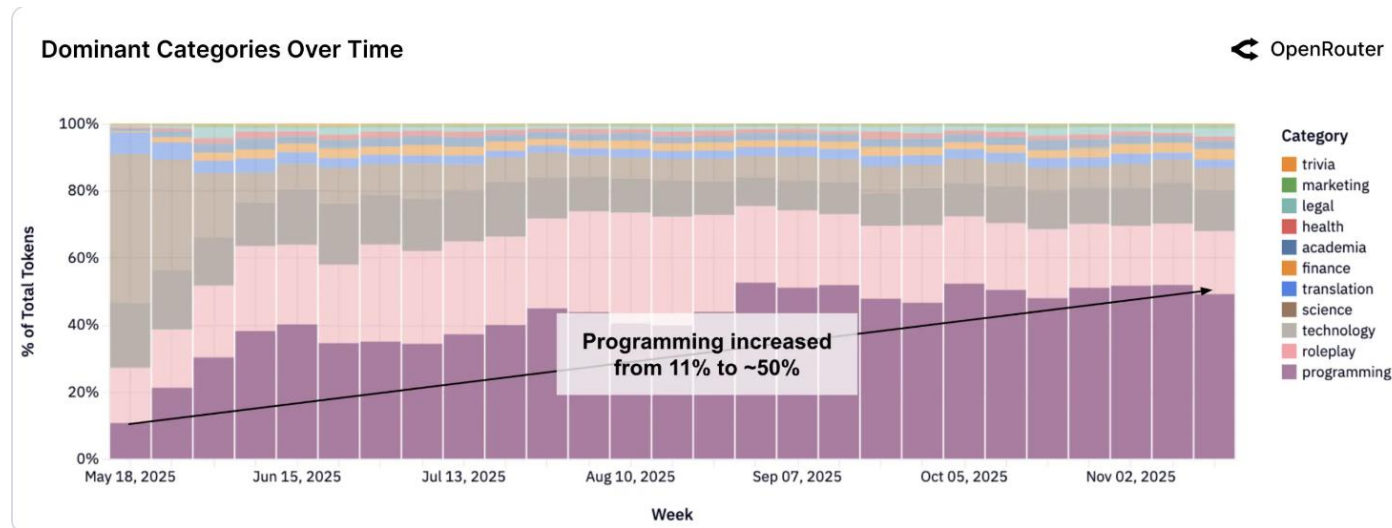
资料来源：Artificial Analysis

1.2、从 Tokens 消耗量看，编程与娱乐是 AI 应用两大落地场景

从 tokens 消耗量看,编程与娱乐是 AI 应用两大主要落地场景。根据 OpenRouter,

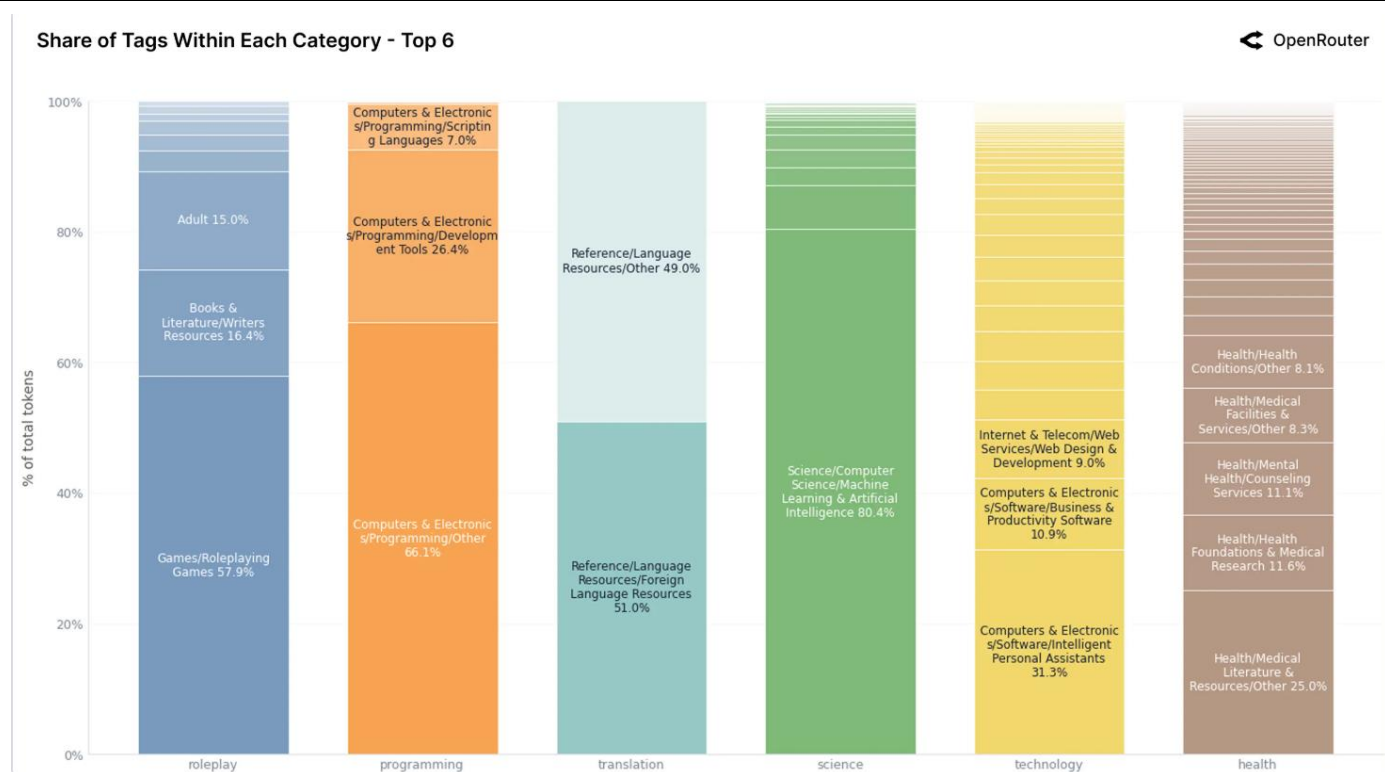
编程类请求是增长最快、最稳定的类别，截至 2025 年 11 月，编程相关 token 消耗占比 50%，Anthropic（Claude）占据主导地位，但 OpenAI 及国内模型正在抢占份额。

图5：从 token 消耗量看，编程仍是主要应用场景



资料来源：OpenRouter

图6：高 token 消耗场景中用户需求较为集中，低 token 消耗场景中用户需求仍分散



资料来源：OpenRouter

1.3、豆包发布 AI 手机助手，端侧 AI 有望带动 tokens 调用量持续增长

12 月 1 日，豆包手机助手技术预览版正式发布，与中兴通讯合作、以 NubiaM153 机型为载体，基于豆包大模型能力和手机厂商授权提供更方便的交互和更丰富的体验；12 月 5 日，豆包发布公告计划规范化调整部分 AI 操作手机的能力，包括但不限于刷分、刷激励，金融类应用和游戏三大场景，缓和利用 AI 作弊、进行敏感性操作带来的公平和安全性争议。考虑到豆包助手深度集成于操作系统底层，拥有高权限，可跨应用执行复杂任务序列（如自动比价、规划行程）等，跨应用和模拟点击有望带来 token 用量持续上升。我们认为用户娱乐类需求（短视频、社区、游戏等）仍难以由 AI 替代完成，交易类需求关注厂商权限及功能演进。

2、计算机：Gemini3 延伸 scaling law，实现较优生态增益 SEO 霸权

谷歌 Gemini 3 系列发布，进一步延伸 scaling law 的生命力，同时形成较优生态增益，包括：

数据是最核心的资产和壁垒：有推测认为 Gemini 3 的训练数据量相比 Gemini 2.5 增加了一倍，而这其中或有客观的私域数据，即爬虫无法抓取、竞争对手无法简单复制的数据资产，这正是 Google 的优势所在。

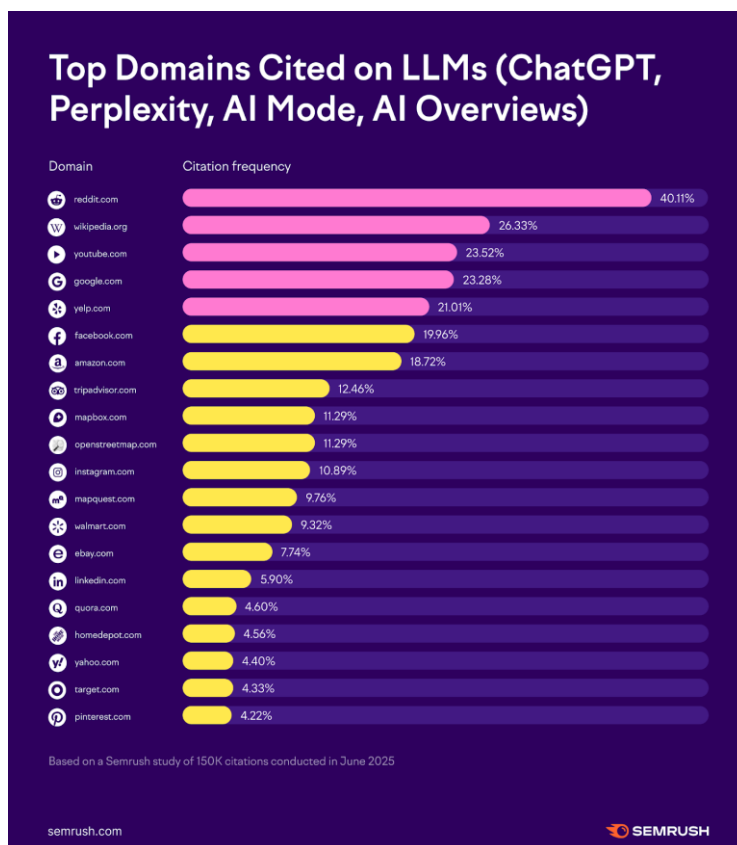
TPU+OCS+软硬高度耦合，造就 Gemini 3 极度稀疏的 MoE 架构：Gemini 3 极度稀疏的架构设计对推理硬件提出了非常高的要求，因为在推理过程中，模型需要频繁地从海量参数中加载特定的“专家”模块，这对 HBM（高带宽内存）的容量和带宽构成挑战。Google 依靠自研的 TPU 和 OCS（光路交换）互联技术，构建了一套软硬高度耦合的系统。这种架构使得 Google 能够在大规模稀疏模型的推理上，实现比传统 GPU 集群更具成本效益的解决方案。

与生态适配的 AI infra：在头部 Lab 中，只有 Google 的研究人员几乎从不需为 infra 操心，使得研究员可以专注于算法本身，而在其他公司研究员需要花大量时间去修 Bug、调 Infra。

此外，我们认为当前谷歌在 AI 搜索上存在两大优势：流量入口+SEO 霸权。

谷歌拥有头部域名的深厚资源：YouTube 与 Google.com 本身为谷歌体系内的搜索域名，同时谷歌与 Reddit 达成了一项价值 6000 万美元的协议，允许谷歌利用 Reddit 数据训练 AI（OpenAI 与 Reddit 也有合作，但是谷歌更早更深，因为谷歌也是 reddit 最大的流量来源之一）；此外谷歌还拥有 Google Maps、Google Flights、Google Shopping Graph 等实时、结构化的私域数据。

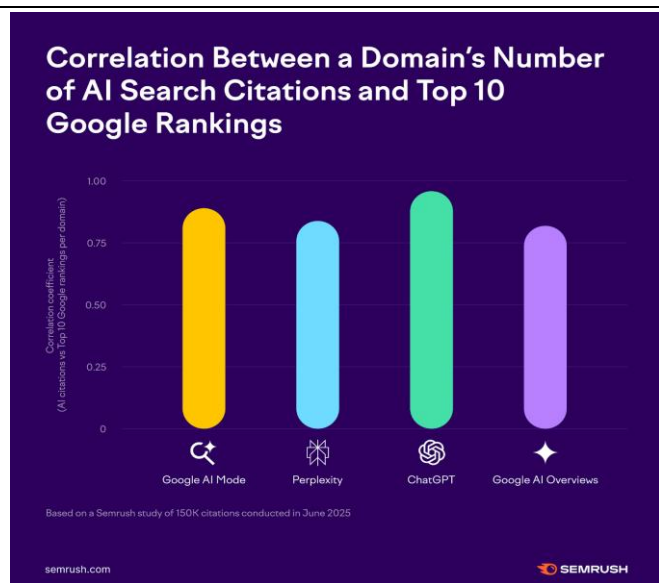
图7：在 LLM 最长出现的引用域名中，谷歌占有前三席



资料来源：semrush

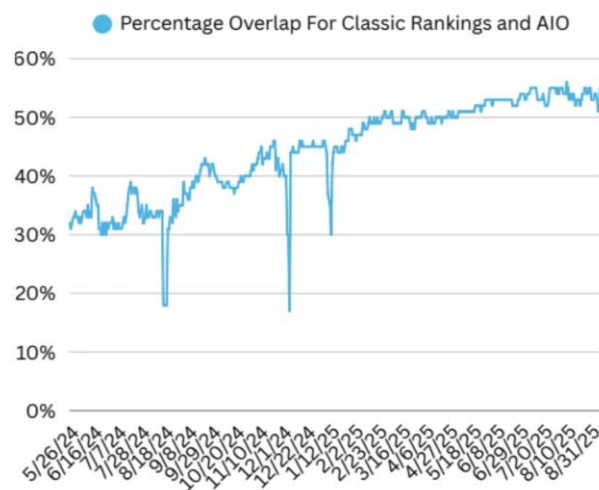
谷歌的 SEO 霸权：当用户问 Perplexity 或 ChatGPT Search 一个实时问题时，AI 不得不去检索这些高权重网站，而由于谷歌掌握了搜索排名的算法，导致自家服务（如 YouTube、Google Maps）往往在搜索结果中排名靠前，其他 AI 不得不高频引用它们，从而继续“喂养”谷歌的生态。而在 semrush 的研究中最明显的信号之一，谷歌自然搜索结果中排名靠前的域名更有可能在 AI 生成的答案中被引用。

图8：谷歌域名排名与 AI 检索引用高度相关



资料来源：semrush

图9：谷歌 AIO 与自然搜索的重合度从 30%提升到了 50%+



资料来源：brightedge

本周行业重要公告及解读：

百融云《有意于市场上进行股份回购》：计划在未来 12 个月内不时在公开市场购回总价值不超过 4.5 亿港元的公司 B 类股份。此举体现公司对自身业务前景的信心，提升股东价值。

粉笔《根据 2023 年受限制股份单位计划购买股份》：自 2025 年 11 月 1 日起至 2025 年 11 月 30 日，受托人根据 2023 年受限制股份单位计划条款及条件从市场购买合共 850 万股股份，交易平均对价约 3 港元，并为合资格参与者的利益以信托方式持有该等股份，已购入股份约占 2025 年 11 月 30 日现有发行股份总数的 0.38%。此举有望强化员工激励、传递市场信心。

3、存储：价格持续上涨，涨势有望持续 2-3 个季度

供给：2025 年 11 月 24 日，中国台湾存储器模组龙头厂商威刚董事长陈立白认为，三星、SK 海力士、美光均持续推动制程演进，但新增产能不足以撑起需求，增量极为有限，DDR4 与 DDR5 供给持续吃紧，部分旧世代产品如 DDR3 的价格更已从低点翻倍，目前 DDR4、DDR5 都供不应求；针对 NAND Flash 市场，陈立白认为，NAND Flash 产能遭 DRAM 排挤，导致供给减少。同时，对于中国 NAND Flash、DRAM 两家供应商扩产传言，陈立白认为，两家厂商市占仅约 10%，即使积极扩产，对全球供需仍难以扭转缺货结构。

图10：2025Q3DRAM 营收市占率 CR3 份额超 90%

3Q25 DRAM Revenue Ranking				
Ranking	Company	3Q25 Sales of DRAM(\$M)	3Q25 Market share	QoQ
No.1	Samsung	13,942	34.8%	29.6%
No.2	SK hynix	13,790	34.4%	12.4%
No.3	Micron	8,984	22.4%	27.1%
No.4	Nanya	630	1.6%	83.7%
No.5	Winbond	222	0.6%	21.5%
	Others	2,470	6.2%	67.4%
	Total	40,037	100.0%	24.7%

资料来源：CFM

图11：2025Q3 NAND Flash 营收市占率 CR3 份额超 60%

3Q25 NAND Flash Revenue Ranking				
Ranking	Company	3Q25 Sales of NAND Flash(\$M)	3Q25 Market share	QoQ
No.1	Samsung	5,366	29.1%	20.7%
No.2	SK hynix	3,536	19.2%	5.8%
No.3	Kioxia	3,046	16.5%	28.1%
No.4	Sandisk	2,308	12.5%	21.4%
No.5	Micron	2,252	12.2%	4.5%
	Others	1,914	10.4%	23.9%
	Total	18,422	100%	16.8%

资料来源：CFM

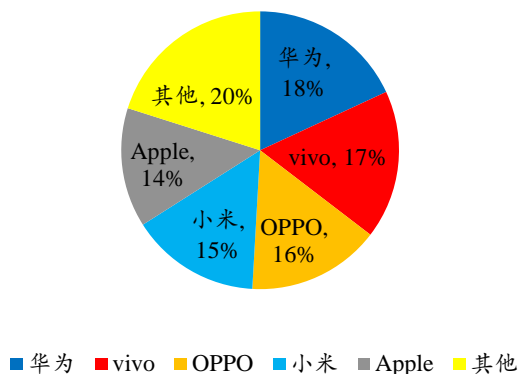
供需格局：2025 年 11 月 24 日，中国台湾存储器模组龙头厂商威刚董事长陈立白认为，2026H1 DRAM 与 NAND Flash 仍将全面缺货，其中 NAND Flash 全面缺货比 DRAM 稍晚但缺口更深。

价格：2025 年 11 月 24 日，中国台湾存储器模组龙头厂商威刚董事长陈立白认为，预期存储合约价涨势有望持续至少 2-3 个季度以上，并且预计从 2025Q4 起，DDR5 报价涨幅有望超过 DDR4；针对 NAND Flash 市场，价格涨幅比先前评估更大。

4、电子：受存储涨价影响表现平淡，关注华为产业链机会

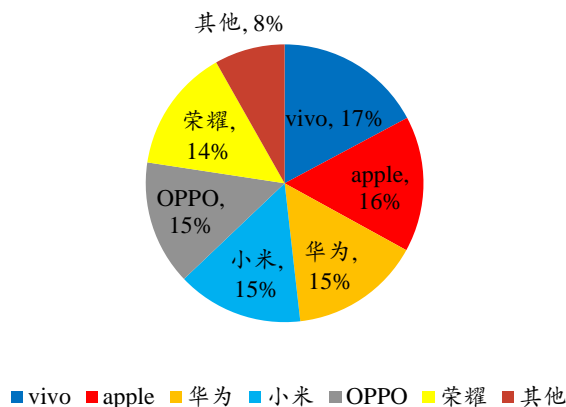
2025Q2 和 2025Q3 华为在国内市场手机出货量份额分别为 18.1%和 15.2%，位列第一和第三，占据国内手机市场主要份额。11 月 25 日，华为发布了 Mate 80 系列和新一代折叠屏手机 Mate X7。

图12: 2025Q2 华为在国内市场份额第一



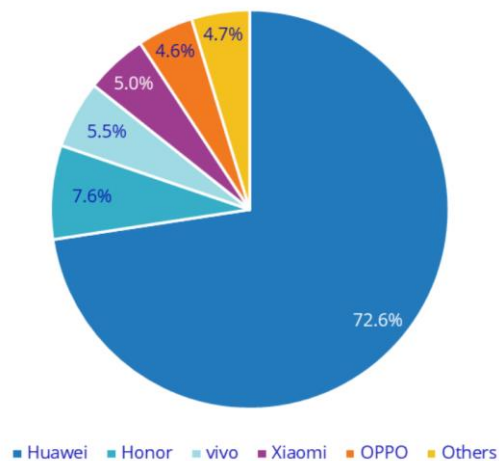
数据来源: IDC、开源证券研究所

图13: 2025Q3 华为在国内市场份额 15.2%



数据来源: IDC、开源证券研究所

图14: 2025Q2 华为占据中国折叠屏市场主要份额



资料来源: IDC

图15: Mate X7 整机性能较 Mate X6 提升 42%以上



资料来源: 华为公众号

5、工具：降息预期大幅波动，中坚科技赴港上市在即

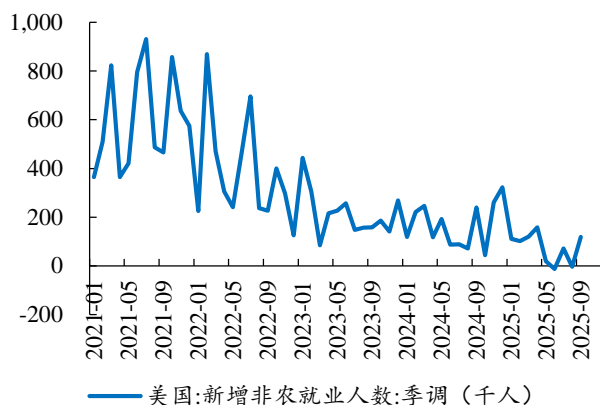
美国政府停摆结束后宏观数据陆续发布，9月非农就业超预期，失业率增长处可接受范围，通胀预期下修，地产拐点仍需观望。

就业: 美国9月新增非农就业11.9万人，失业率升高0.1pct至4.40%，劳动参与率升高0.1pct至62.4%。

通胀: 9月美国非农私营部门平均时薪为36.67美元/小时，同比上涨3.8%。11月密歇根大学1年/5年通胀预期4.5%/3.4%。

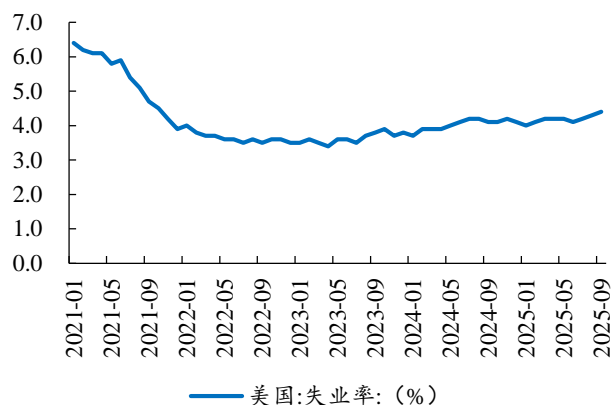
地产: 10月美国成屋折年销量升至410万套，最新30年抵押贷款固定利率6.23% (10月末值为6.17%)。

图16: 美国9月新增非农就业 11.9 万人



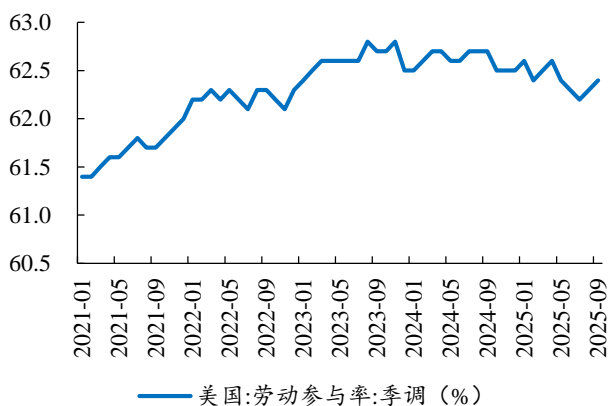
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美国失业率升高 0.1pct 至 4.40%



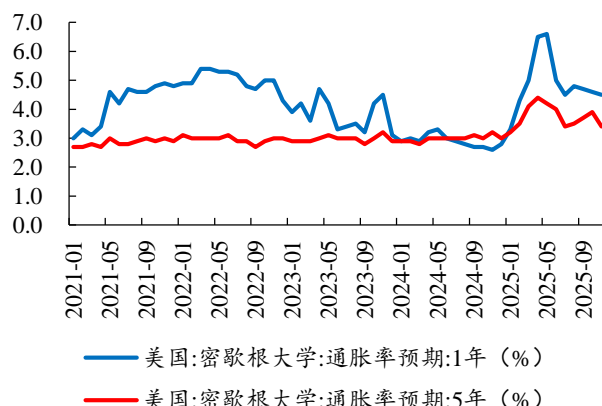
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 美国劳动参与率升高 0.1pct 至 62.4%



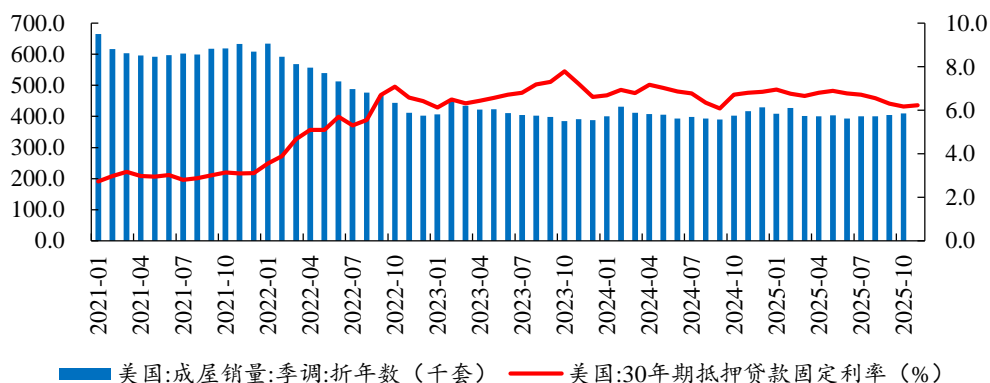
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 11月密歇根大学1年/5年通胀预期为 4.5%/3.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 美国成屋折年销量升至 410 万套



数据来源: Wind、开源证券研究所

美国宏观数据彰显韧性，然伴随各派官员先后公开发声，市场降息预期大幅波动先降后升。美联储政策会议显示，决策层就降息问题产生严重分歧，同时部分鹰

派官员发声使得 12 月降息概率一度跌至 30%。随后市场悲观定价预期扭转，CME 美联储观察显示当前 12 月降息概率为 81%。

表1：美联储 12 月降息概率超 80%

预测利率	2025.12.11	2026.01.29	2026.03.19
2.75%-3.00%			0.0%
3.00%-3.25%		0.0%	9.1%
3.25%-3.50%	0.0%	20.6%	39.9%
3.50%-3.75%	81.0%	65.2%	43.7%
3.75%-4.00%（当前利率）	19.0%	14.1%	7.4%

数据来源：金十数据、开源证券研究所

中坚科技赴港二次 IPO 在即，加速资本市场布局。中坚科技已向港交所主板正式递交上市申请。公司是国内园林机械行业的重要生产销售企业之一，是国内园林机械产品的主要出口企业。公司的主要产品包括汽油类和锂电类园林机械，包括链锯、割灌机、绿篱修剪机、坐骑式草坪割草机、清扫机、手推式割草机等，主要用于园林绿化的修理及养护。公司正着力构建第二业务板块，2024 年 8 月成功推出首款智能割草机器人 UNICUT H1，2025 年 3 月推出四足机器人灵睿 P1 型。

图21：中坚科技四足机器人灵睿 P1 型

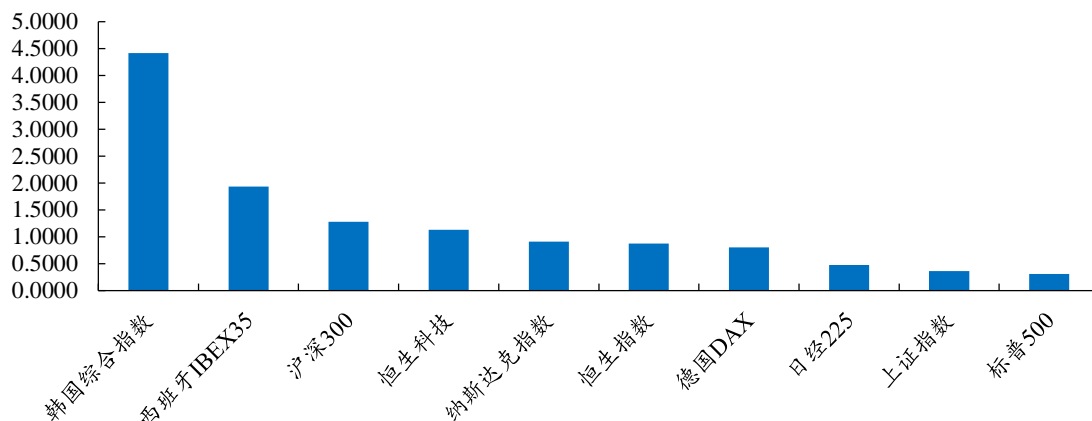


资料来源：新浪财经

6、周度数据更新

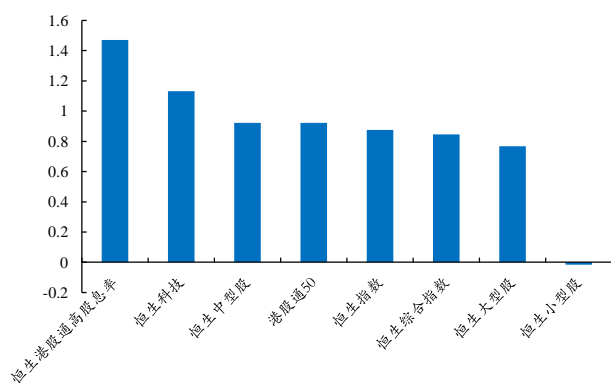
本周恒生指数涨 0.9%，在全球主要市场中涨幅居中，恒生科技指数本周上涨 1.1%，相对恒指表现更为出色，或受益国产芯片带动市场风险偏好修复。从成份上看，航运、科技、传媒等行业板块涨幅靠前。

图22：本周恒生科技指数表现居中（单位：%）



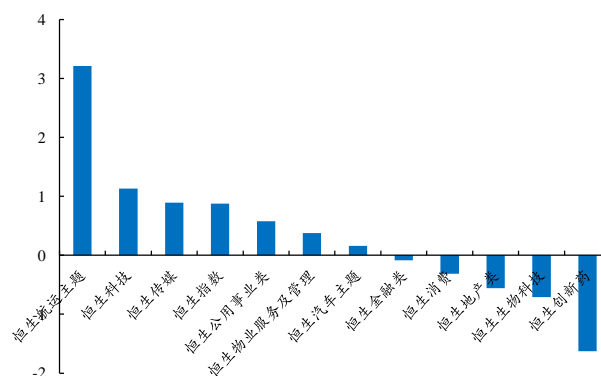
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：本周恒生港股通高股息领涨（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

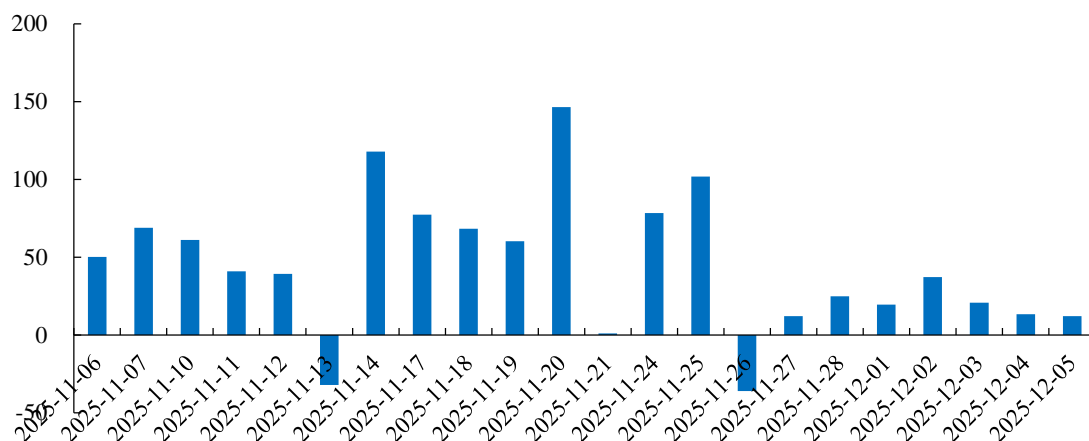
图24：本周航运、科技、传媒领涨（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

本周港股通买入成交净额为 103.03 亿元，环比减少 34.5%，从头部活跃个股交易层面来看，小米集团-W (+46.0 亿港元)、美团 (+21.0 亿港元)、阿里巴巴-W (+3.3 亿港元) 资金净流入居前。

图25：11月以来港股通当日买入成交净额有所加大（亿人民币）



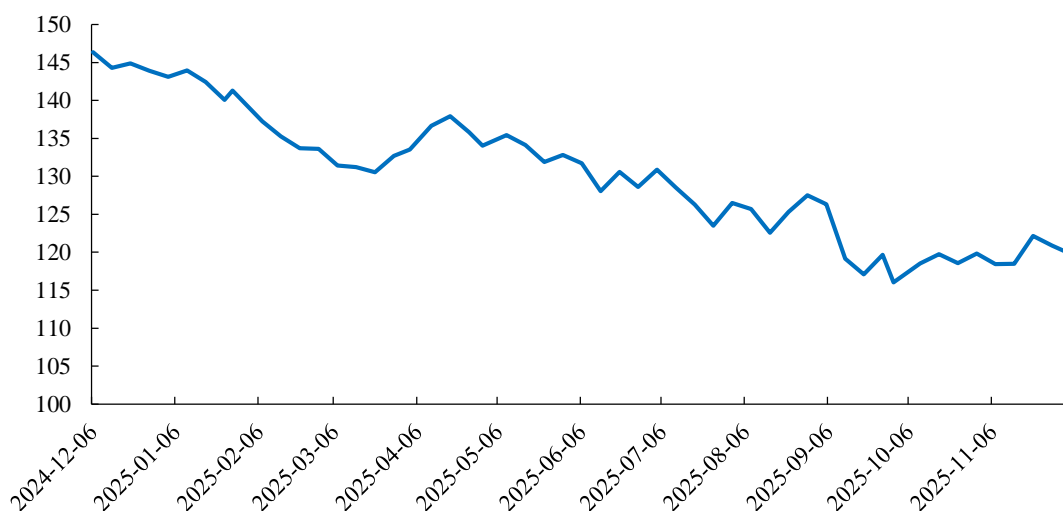
数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本周港股通头部活跃个股资金流向小米等标的（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
1810.HK	小米集团-W	46.0	17%
3690.HK	美团-W	21.0	20%
9988.HK	阿里巴巴-W	3.3	12%
0883.HK	中国海洋石油	1.7	22%
9868.HK	小鹏汽车-W	1.7	20%
9992.HK	泡泡玛特	1.0	17%
1347.HK	华虹半导体	(0.7)	22%
2228.HK	晶泰控股	(1.1)	41%
1024.HK	快手-W	(2.9)	16%
0981.HK	中芯国际	(13.8)	30%
0700.HK	腾讯控股	(38.1)	11%

资料来源：Wind、开源证券研究所

本周恒生沪港通 AH 溢价指数为 119.70，环比回落 0.9%。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26：恒生沪港通 AH 溢价指数保持低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

7、投资建议

互联网：短期电商同期存在国补高基数影响，本地生活竞争仍激烈，多条业务线整合协同+ AI 赋能或成为业绩及估值驱动因素，关注 AI 商业化及应用场景拓展；开源模型能力持续提升下，AI 云需求有望持续验证，国产 AI 芯片增长迅速，推荐阿里巴巴-W、拼多多、百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

存储：当前 NAND 与 DRAM Flash 价格持续上涨，DRAM 新增产能不足以撑起需求，增量有限，参考中国台湾存储器模组龙头厂商威刚董事长分析，NAND Flash 产能遭 DRAM 排挤导致供给减少，2026H1 DRAM 与 NAND Flash 有望全面缺货，存储合约价涨价有望持续至少 2-3 个季度以上，受益标的 Samsung、SK Hynix、Micron、Kioxia、Western Digital 等。

电子：存储涨价引发市场对手机销量、供应链报价和毛利率的担忧，华为举行新品发布会，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。

工具：中期降息趋势明确，短期美联储动作反复提供配置机会；对美出口政策环境趋稳，龙头企业全球产能布局成熟充沛，关税扰动反而利好其份额提升，待 β 修复或更具双击弹性。关注割草机器人、泳池机器人产业进展。推荐创科实业、泉峰控股，受益标的巨星科技、格力博、大叶股份、中坚科技、石头科技、九号公司。

8、风险提示

产品推出不及预期：科技行业更新较快，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