

海外

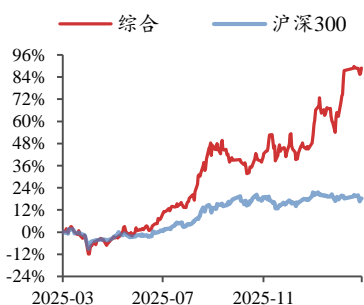
2026年05月31日

## Neocloud 受益长尾客户需求，Minimax-M3 将至性 幅提升

投资评级：看好（维持）

——行业周报

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《模型迭代节奏仍然快速，Hermes Agent 提供新的智能体思路—行业周报》-2026.4.12

《Agent 驱动模型调用进入加速拐点，中国 AI 军团定义智能时代新范式—港股行业深度报告》-2026.4.6

《ChatGPT 用户增长放缓，外卖竞争有望边际改善—行业周报》-2026.4.6

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

杨哲（分析师）

yangzhe@kysec.cn

证书编号：S0790524100001

荀月（分析师）

xunyu@kysec.cn

证书编号：S0790524110001

● **云：推理需求有望带动云进入再加速期，看好受益长尾客户需求的 Neocloud**  
2026Q1 推理需求快速增长带动云计算行业高景气延续，根据 Synergy Research Group 数据，2026Q1 全球云服务商收入规模达 1290 亿美元，同比增长 35%，亚马逊、谷歌、微软仍保持领先地位，2026Q1 全球市场份额为 28%、21%、14%；二线云服务商中，CoreWeave、OpenAI、Oracle、Cursoe、Nebius、Anthropic 及字节跳动增长迅速。AI 驱动云计算行业主线从渗透率提升切换为 AI 工作负载渗透+MaaS 商业化+CAPEX 转化效率。随 AI 需求从训练逐步转向推理，供给端电力、内存等要素成本及供应偏紧，盈利端仍需依赖自研芯片及规模杠杆实现改善，新增需求及估值溢价向具备 GPU/TPU/ASIC 异构算力、模型能力、积压订单可见性及资本开支投入能力的公司扩散，看好头部全栈平台及受益长尾客户需求的高弹性 Neocloud，受益标的谷歌、亚马逊、微软、Nebius、CoreWeave。

● **大模型：Anthropic ARR 保持快速增长，大模型即将开启密集发布期**  
Anthropic 完成 650 亿美元 H 轮融资，估值 9650 亿美元，ARR 达 470 亿美元，估值与营收双双反超 OpenAI。公司同步发布 Claude Opus 4.8，升级多 Agent 协同、算力调度与安全对齐能力，定价维持不变；MiniMax M3 凭借自研稀疏注意力机制，明显拉升预填充、解码速度，降低超长上下文算力成本与推理延迟，有望突破万亿参数规模。6 月 MiniMax 与 Kimi 将首先推出大版本模型更新，有望加深其 ARR 增长斜率，结合公司近期纳入恒生科技，股价或存在反弹潜质。

● **互联网：市场或重新转向重新定价具备全栈 AI 能力的巨头**  
具备超级 APP 入口与全链路生态协同能力的厂商有望持续扩大领先优势。首选 AI 落地领先、具备全场景生态壁垒的龙头公司，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、百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

● **投资建议：**  
**AI：**云服务需求与推理算力需求持续增长，北美云计算高景气延续，看好具备全栈能力的头部平台及服务长尾客户需求的 Neocloud；国产大模型迭代带动商业化变现能力提升；AI 智能体产业进入快速增长期，央国企 IT 支出回暖与 AI 国产化双轮驱动行业景气度上行，重点推荐浪潮数字企业，受益标的谷歌、亚马逊、智谱、minimax、讯策、德适-B、金山云、Nebius、Coreweave。

**互联网：**关注 AI 商业化及应用场景拓展，随多模型能力持续提升、Agent 技术与应用生态快速成熟，国产 AI 芯片增长迅速；全球化出海有望由粗放扩张转向精细化盈利，推荐阿里巴巴-W、百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

**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：阿里巴巴发布 Qwen3.7，市场或转向重新定价具备全栈 AI 能力的巨头 .....	3
2、 云：推理需求跃升，云计算进入再加速周期，看好受益长尾客户需求的 Neocloud.....	4
2.1、 推理需求跃升，北美五大云服务商 2026 年 AI 推理算力将跃升 1.2 倍.....	5
2.2、 Nebius 上调算力租赁价格，有望持续受益长尾客户推理需求从而驱动盈利改善.....	6
3、 大模型：Anthropic ARR 保持快速增长，大模型即将开启密集发布期.....	7
3.1、 Anthropic：估值接近万亿美元，ARR 保持陡峭增长，Mythos 即将开放.....	7
3.2、 M3 将至，注意力机制升级，性能大幅提升.....	8
4、 周度数据更新.....	9
5、 投资建议.....	12
6、 风险提示.....	12

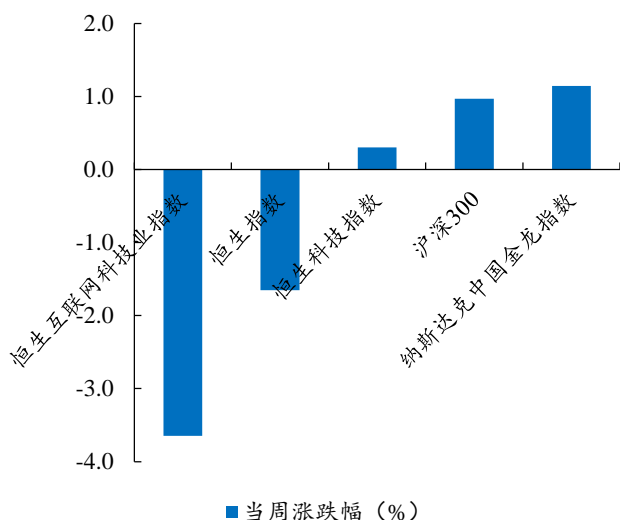
## 图表目录

图 1： 20260525-0529 恒生互联网科技指数跌 3.6%.....	3
图 2： 20260525-0529 百度集团-SW 涨 1.4%.....	3
图 3： 根据 Artificial Analysis，Qwen3.7 Max 位列全球第五.....	3
图 4： 根据 Arena，Qwen3.7-max 前端编程能力在全球模型中位列第四.....	4
图 5： 2026Q1 全球云服务商收入规模同比增速持续加快.....	5
图 6： TrendForce 预计北美五大 CSP 2026 年总 AI 推理算力同比增长 122%左右.....	5
图 7： Anthropic ARR 增速明显高于 OpenAI.....	8
图 8： Anthropic 的 ARR 几乎维持每年 10 倍的增长（图中数据为当年 ARR/上一年度 ARR 的倍数）.....	8
图 9： MiniMax M3 获将采用 MSA 架构，性能较 M2 大幅提升.....	9
图 10： 本周（20260525-0529）恒生指数跌 1.65%（%）.....	9
图 11： 本周（20260525-0529）恒生科技上涨 0.3%（%）.....	10
图 12： 本周（20260525-0529）恒生传媒、科技、消费、主题上涨（%）.....	10
图 13： 2026 年 3 月以来港股通当日买入成交净额有所波动.....	10
图 14： 恒生沪港通 AH 溢价指数或已触底.....	11
表 1： Nebius 2026Q1 收入同比高增、EBITDA 同比转正.....	6
表 2： 本周（20260525-20260529）港股通头部活跃个股资金流向快手-W、中芯国际等标的（仅计算前十大活跃个股明细）.....	11

## 1、互联网：阿里巴巴发布 Qwen3.7，市场或转向重新定价具备全栈 AI 能力的巨头

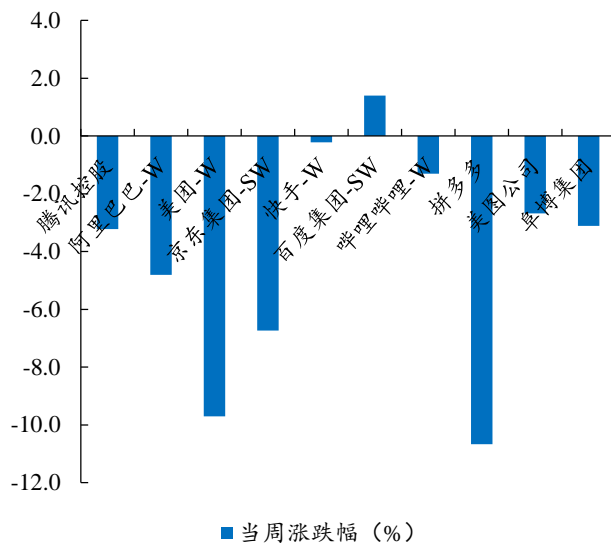
本周（2026年5月25日-2026年5月29日）恒生互联网科技业指数跌3.6%，跑输恒生指数（跌1.7%）、沪深300（涨1.0%）、恒生科技指数（涨0.3%）、纳斯达克中国金龙指数（涨1.1%）。本周百度集团-SW涨1.4%、拼多多跌10.7%。

图1：20260525-0529 恒生互联网科技指数跌 3.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

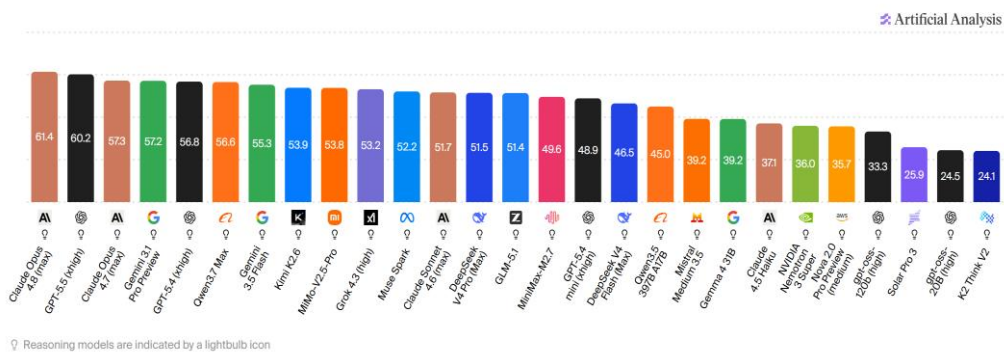
图2：20260525-0529 百度集团-SW 涨 1.4%



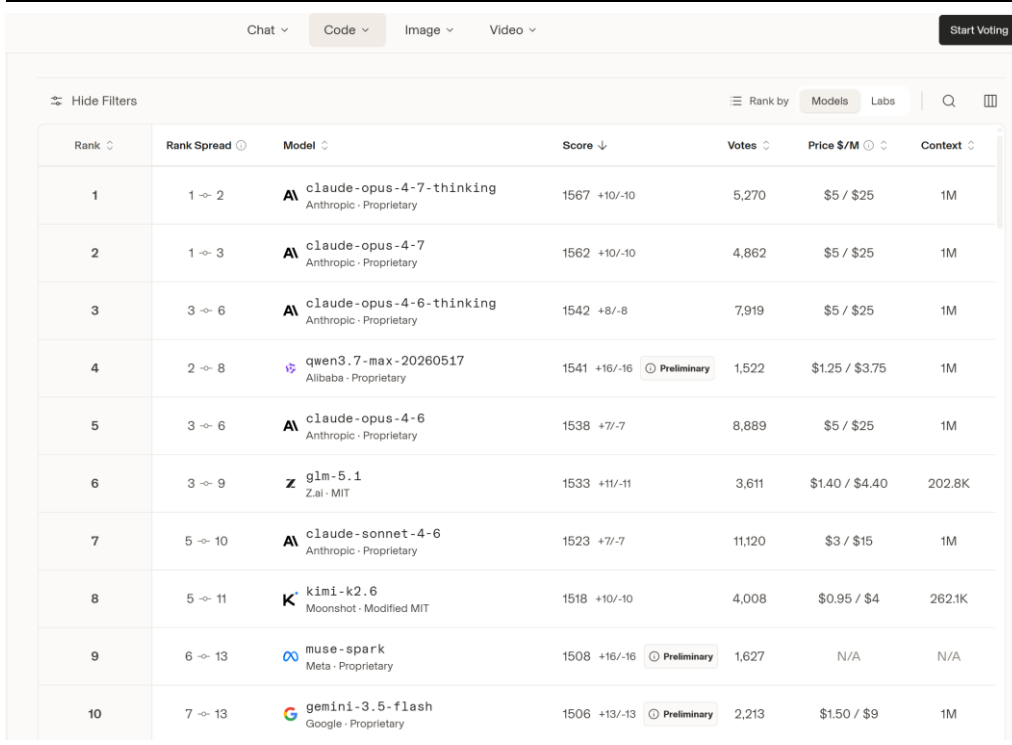
数据来源：Wind、开源证券研究所

5月20日，阿里推出全新旗舰模型 Qwen3.7-Max，在 Artificial Analysis 榜单中位列全球第五、中国第一。Qwen3.7-Max 专为 Agent 场景设计，在编程、推理等核心能力上实现大幅突破，可与 Claude Code、OpenClaw、Hermes Agent 等主流 Agent 框架协同，通过自主编程和工具调用独立完成 35 小时、超 1000 次工具调用的复杂长程任务，交付生产级成果。

图3 Artificial Analysis, Qwen3.7 Max 位列全球第五



资料来源：Artificial Analysis

**图4: 根据 Arena, Qwen3.7-max 前端编程能力在全球模型中位列第四**


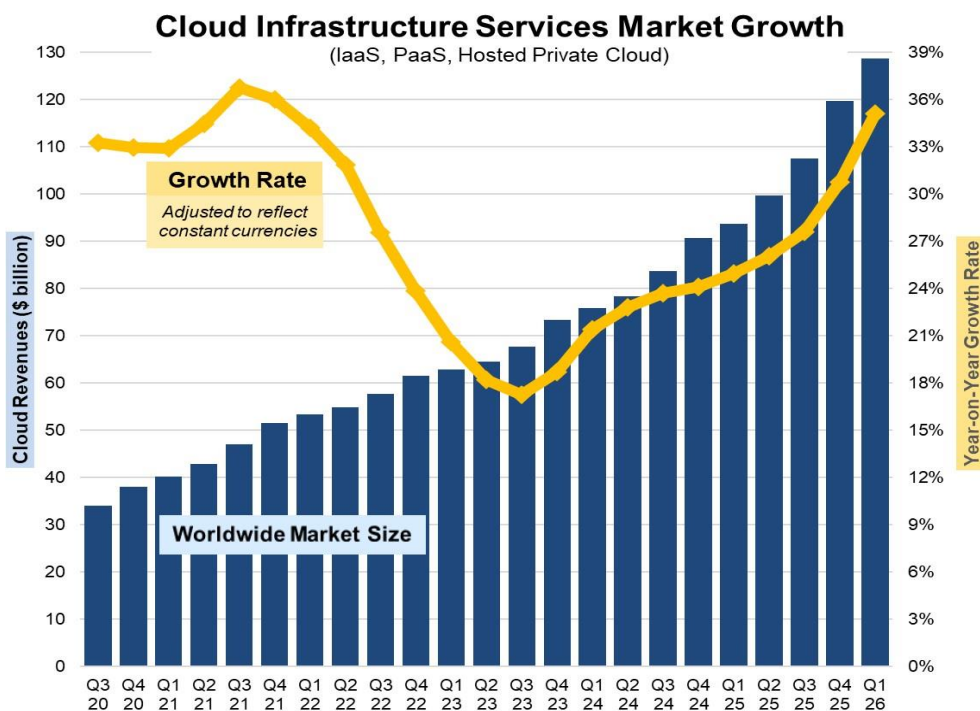
Rank	Rank Spread	Model	Score	Votes	Price \$/M	Context
1	1 -> 2	AI claude-opus-4-7-thinking Anthropic · Proprietary	1567 +10/-10	5,270	\$5 / \$25	1M
2	1 -> 3	AI claude-opus-4-7 Anthropic · Proprietary	1562 +10/-10	4,862	\$5 / \$25	1M
3	3 -> 6	AI claude-opus-4-6-thinking Anthropic · Proprietary	1542 +8/-8	7,919	\$5 / \$25	1M
4	2 -> 8	Q qwen3.7-max-20260517 Alibaba · Proprietary	1541 +16/-16 Preliminary	1,522	\$1.25 / \$3.75	1M
5	3 -> 6	AI claude-opus-4-6 Anthropic · Proprietary	1538 +7/-7	8,889	\$5 / \$25	1M
6	3 -> 9	Z glm-5.1 Z.ai · MIT	1533 +11/-11	3,611	\$1.40 / \$4.40	202.8K
7	5 -> 10	AI claude-sonnet-4-6 Anthropic · Proprietary	1523 +7/-7	11,120	\$3 / \$15	1M
8	5 -> 11	K kimi-k2.6 Moonshot · Modified MIT	1518 +10/-10	4,008	\$0.95 / \$4	262.1K
9	6 -> 13	∞ muse-spark Meta · Proprietary	1508 +16/-16 Preliminary	1,627	N/A	N/A
10	7 -> 13	G gemini-3.5-flash Google · Proprietary	1506 +13/-13 Preliminary	2,213	\$1.50 / \$9	1M

资料来源: Arena

## 2、云：推理需求跃升，云计算进入再加速周期，看好受益长尾客户需求的 Neocloud

2026Q1 推理需求快速增长带动云计算行业高景气延续。根据 Synergy Research Group 数据，2026Q1 全球云服务商收入规模达 1290 亿美元，同比增长 35%，亚马逊、谷歌、微软仍保持领先地位，2026Q1 全球市场份额为 28%、21%、14%；二线云服务商中，CoreWeave、OpenAI、Oracle、Cursoe、Nebius、Anthropic 及字节跳动增长迅速。

图5：2026Q1 全球云服务商收入规模同比增速持续加快



资料来源：Synergy Research Group

## 2.1、推理需求跃升，北美五大云服务商 2026 年 AI 推理算力将跃升 1.2 倍

根据 TrendForce 集邦咨询，北美五大云端服务供应商(CSP，谷歌、亚马逊、微软、Meta 及 Oracle)为扩大 AI 训练和推理应用部署，2026 年对整柜式 AI Server 的采购意愿明显提高。TrendForce 预估 2026 年 AI 训练机种将占 AI Server 出货比例约 55%，中长期则将由 AI 推理机种转成市场主力；以北美五大 CSP 建置的 GB/VR 整柜式方案估算，2026 年五大厂商的总 AI 训练算力将年增 56%以上、总 AI 推理算力年增约 122%。

图6：TrendForce 预计北美五大 CSP 2026 年总 AI 推理算力同比增长 122%左右

### 2025-2026年北美五大CSP购置GB/VR机柜获得算力预估



资料来源：TrendForce 公众号

## 2.2、Nebius 上调算力租赁价格，有望持续受益长尾客户推理需求从而驱动盈利改善

根据雅虎财经,2026年5月21日,Nebius自6月1日计划上调按需付费(PAYG)算力价格约29%;抢占式实例(PVM)算力价格上调51%。我们认为短期,Agent及多模态带动2026年Blackwell/Hopper供需紧张,Nebius对于中长尾客户具备下游定价转嫁能力;中长期公司核心竞争优势在于完善的软件体系及平台易用性,未来正逐步超越底层芯片选型。

- (1) 从客户及订单结构看,除超大规模云厂商订单外,公司B端需求保持高增,2026Q1公司Token Factory新增客户包括Revolut与Monday.com,全栈服务模式下中长尾客户订单利润率有望超过头部客户。
- (2) 电力资源方面,公司指引2026年底签约电力超过4GW,并网电力目标为800MW-1GW。此外,与BE签订合作协议,有望简化审批流程并推动基础设施更快速落地,抢占时间差锁定电力成本。

**表1: Nebius 2026Q1 收入同比高增、EBITDA 同比转正**

\$	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026Q1
收入 (mn)	11	25	43	38	55	105	146	228	399
YOY (%)	-99.5%	-98.9%	-98.0%	-98.6%	381.3%	322.1%	237.4%	500.8%	621.5%
营业成本 (mn)	9	18	19	28	30	30	43	69	104
YOY (%)	-99.2%	-98.1%	-98.0%	-97.8%	231.3%	66.3%	127.0%	149.1%	251.9%
毛利润 (mn)	22	27	56	27	47	71	71	70	295
YOY (%)	-57.2%	-51.8%	-1.0%	-49.0%	107.5%	161.4%	25.4%	154.8%	532.7%
毛利率 (%)	195.7%	109.7%	130.1%	72.4%	84.4%	67.9%	48.3%	30.7%	74.0%
研发费用 (mn)	25	35	34	35	40	43	45	53	67
研发费用率	218.3%	139.4%	79.4%	93.4%	72.3%	40.7%	30.7%	23.3%	16.9%
销售及行政费用 (mn)	51	83	54	90	66	68	90	160	144
销售及行政费用率 (%)	442.2%	333.5%	123.6%	237.5%	119.5%	64.9%	61.3%	70.2%	36.0%
EBITDA (mn)	343	(68)	(52)	(76)	(63)	(21)	(5)	15	130
YOY (%)	96.3%	-122.4%	-118.4%	-121.3%	-118.3%	69.2%	90.0%	119.9%	-306.9%
EBITDA margin (%)	2984.0%	-273.6%	-119.9%	-199.2%	-113.2%	-20.0%	-3.6%	6.6%	32.5%
EBIT (mn)	(82)	(122)	(87)	(112)	(130)	(111)	(130)		
EBIT margin (%)	-715.6%	-491.8%	-200.9%	-294.7%	-234.2%	-105.8%	-89.1%	-103.0%	-32.1%
净利润, non-GAAP (mn)	160	(73)	(47)	(57)	(93)	(92)	(100)	(173)	(100)
净利率 (%)	1393.0%	-292.1%	-109.2%	-151.1%	-167.3%	-87.1%	-68.7%	-76.0%	-25.1%
EPS, non-GAAP	0.49	(0.20)	(0.26)	(0.18)	(0.39)	(0.38)	(0.40)	(0.68)	(0.32)
YOY (%)	421.7%	-162.0%	-374.5%	-151.6%	-179.1%	-94.3%	-51.1%	-285.8%	-17.5%
现金及现金等价物 (mn)	153	2,326	2,288	2,450	1,447	1,679	4,795	3,678	9,298
YOY (%)	-90.1%	188.8%	158.8%	127.2%	847.5%	-27.8%	109.5%	50.2%	542.6%

\$	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026Q1
CAPEX (mn)	-	162	167	418	544	511	956	2056	2473
YOY (%)	-	-	-	-	-	216.0%	472.2%	392.3%	354.6%
ARR (mn)	-	80	120	90	249	431	551	1250	1900
YOY(%)	-	-	-	-	-	437.5%	359.2%	1288.9%	1288.9%
短期与长期债务 (mn)	12	10	28	50	188	213	4512	4973	8450
净债务	(146)	(3884)	(2260)	(2400)	(1259)	(1467)	(283)	1295	(848)
FCF (mn)	-	-	-	-	-	-	(1036)	(1222)	(215)

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

### 3、大模型: Anthropic ARR 保持快速增长, 大模型即将开启密集发布期

#### 3.1、Anthropic: 估值接近万亿美元, ARR 保持陡峭增长, Mythos 即将开放

Anthropic 以 9650 亿美元估值完成 650 亿美元 H 轮融资, ARR 突破 470 亿美元, 正式超越 OpenAI 成为全球估值最高的私有 AI 公司。本轮由 Altimeter Capital、Dragoneer、Greenoaks 和红杉联合领投, 战略投资者包括美光科技、三星和 SK 海力士, Anthropic 的 ARR 从 2 月的 140 亿美元跃升至 4 月的 300 亿美元, 5 月再攀至 470 亿美元, 这意味着仅一个季度内 ARR 增长超过 200%。对比来看, OpenAI 当前 ARR 约 240-300 亿美元(对应 8520 亿美元估值), Anthropic 不仅在估值上完成反超, 营收规模也已实质性领先。CNBC 确认, Anthropic Q1 实现 48 亿美元收入, Q2 预计达 109 亿美元(环比+130%), 并将首次实现运营盈利, 标志着从"烧钱换增长"到"增长产生利润"的关键拐点。本轮融资的半导体战略投资者(美光/三星/SK 海力士)入局, 也暗示 Anthropic 正在从单纯的模型层向更底层的算力-芯片生态延伸布局。

Claude Opus 4.8 的发布与此轮融资同步, 但其技术增量更多体现在 Agent/Harness 层而非基础模型能力的激进跃迁。本次更新的核心价值不在于评测分数的边际提升, 而在于三项系统级能力:

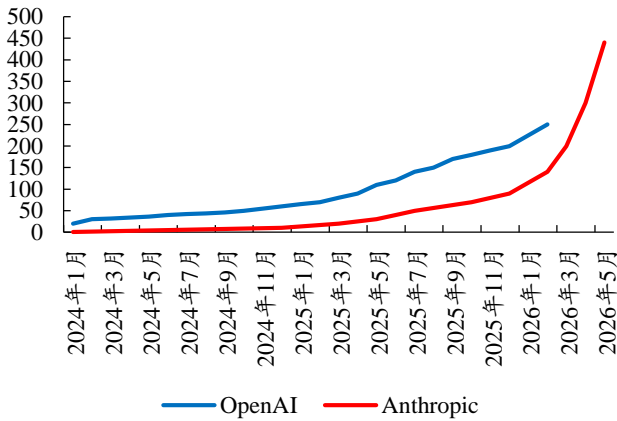
其一, 动态工作流(Dynamic Workflows)使 Claude Code 可自主规划任务、并行运行数百个子代理、验证输出后汇报, 这标志着 Anthropic 从"单次推理"向"多 Agent 协同"的架构升级;

其二, Effort Control(精力控制)机制让用户可在高精力档位触发更深推理、低档位加速响应并节省配额, 实质上是将推理算力的调度权交给用户, 为差异化定价铺路;

其三, 模型对齐度显著提升, 代码缺陷漏判降至 Opus 4.7 的四分之一, "未对齐行为"概率已与 Anthropic 当前对齐性最佳的 Mythos 预览版持平。定价维持不变(输入 \$5/MTok、输出 \$25/MTok), 在能力提升的同时不涨价, 巩固其在企业级市场的性价比优势。Mythos 级模型预计未来数周向所有客户开放, 这将是 Anthropic 首次将顶级安全对齐模型推向大规模商用。

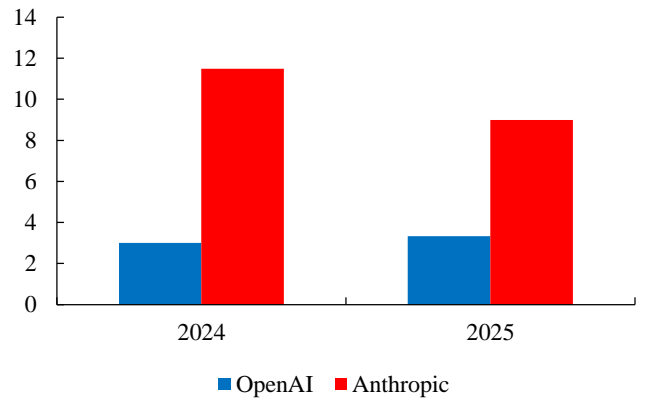
市场关注焦点正在从“谁做模型更强”转向“模型市场是否正在收敛”，竞争格局呈现加速极化态势。Anthropic ARR 斜率在 5 月底仍维持高位，企业客户因 Claude Code 的爆发式采用而快速向 Anthropic 集中。更值得关注的是 Anthropic 正在将战略从“单一模型军备竞赛”转向“Agent 系统+半导体生态”双轮驱动——H 轮引入美光/三星/SK 海力士、Mythos 的安全对齐框架提前布局、Dynamic Workflows 的多 Agent 架构——这一整套组合拳的终局不是做一个更好的 Chatbot，而是成为企业 AI 工作流的操作系统级平台。如果 Q2 盈利兑现且 Mythos 如期开放，Anthropic 将率先完成从“AI 军备竞赛参与者”到“可持续商业实体”的身份转变，这对其 IPO 叙事和市场定价权的意义远超单季度 ARR 数字本身。

图7: Anthropic ARR 增速明显高于 OpenAI



数据来源: The Information、开源证券研究所

图8: Anthropic 的 ARR 几乎维持每年 10 倍的增长 (图中数据为当年 ARR/上一年度 ARR 的倍数)



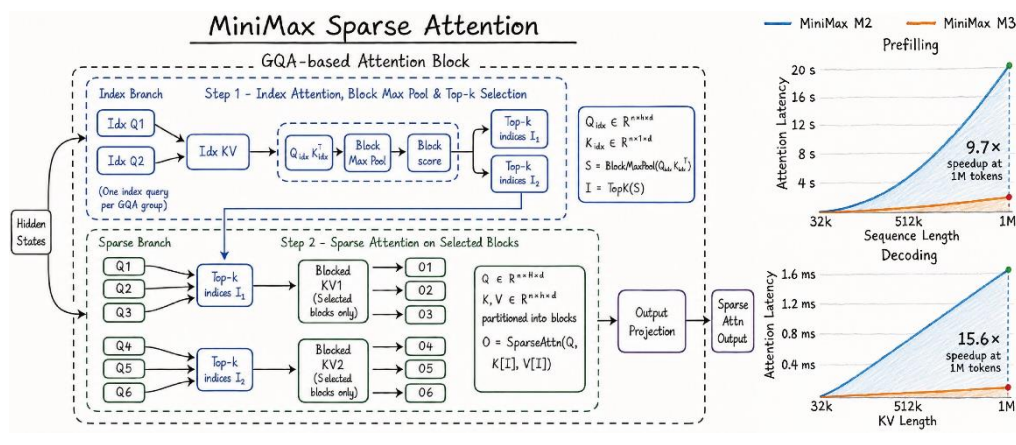
数据来源: The Information、开源证券研究所

### 3.2、M3 将至，注意力机制升级，性能大幅提升

MiniMax M3 以自研稀疏注意力机制重构大模型推理效率，预填充速度提升 9.7 倍、解码速度提升 15.6 倍。M3 采用索引分支快速扫描上下文筛选关键 Token，再由稀疏计算分支进行精准注意力计算，在 100 万 Token 上下文中，企业算力成本可降低 80% 以上，推理延迟较 M2 系列降低 10-15 倍。M2 系列总参数 229.9B、每次仅激活 9.8B 参数的“低激活、高智能”设计已获验证，M3 有望进一步突破万亿参数规模，同时 M2.7 论文中展示的“自我进化”能力也有望为 M3 的 Agent 应用埋下伏笔。

M3 面临的核心挑战不在技术参数而在用户体验收敛——前代 M2 系列暴露的指令遵循不稳、幻觉明显、多步骤推理易出错等问题能否系统性解决，才是决定 M3 真实竞争力的关键。稀疏注意力虽大幅提升效率，但学界已有研究指出其在“序列维度”压缩时可能丢失关键信息，且不同模型架构上的泛化能力仍未充分验证。从当前 MiniMax 释放的信息来看，其一定程度上或参考了 DeepSeek 的 DSA(闪电索引器)、CSA(块级选择)的思路，后续还可重点关注其多模态融合、自我持续学习能力是否有突破。6 月主要大模型厂商将密集推出新一代大模型，MiniMax 与 Kimi 将首先推出大版本模型更新，有望加深其 ARR 增长斜率，结合公司近期纳入恒生科技，股价存在反弹潜质。

图9: MiniMax M3 获将采用 MSA 架构, 性能较 M2 大幅提升

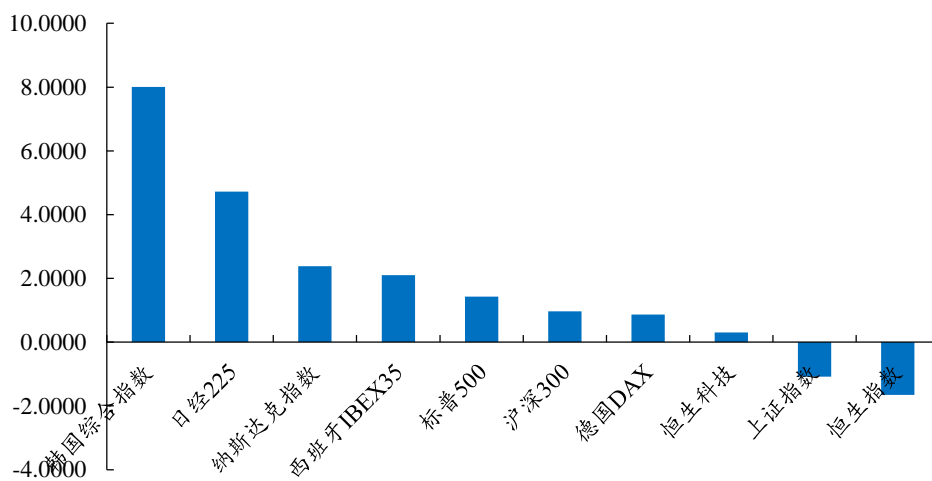


资料来源: AI 数字经济公众号

#### 4、 周度数据更新

本周恒生指数下跌 1.65%，从成份上看，传媒、科技、消费有所上涨，航运、地产、物业服务及管理跌幅较大。

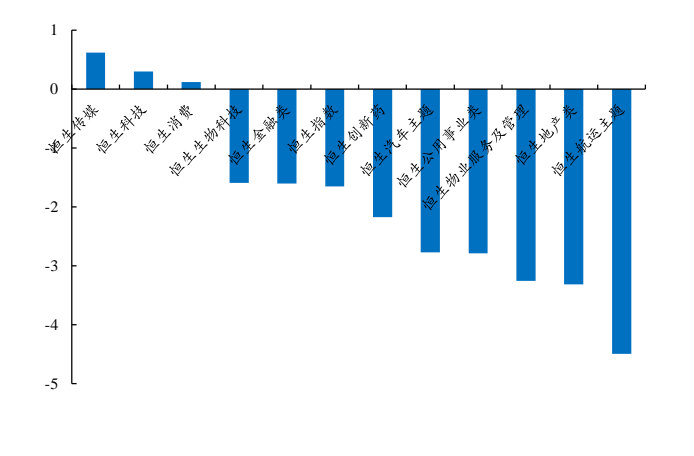
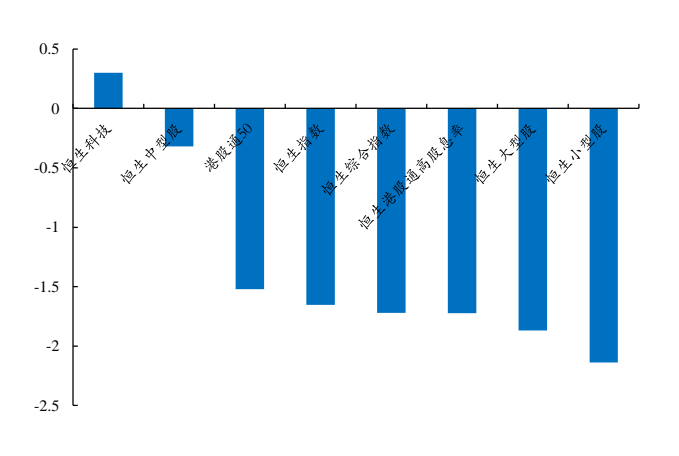
图10: 本周 (20260525-0529) 恒生指数跌 1.65% (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 本周(20260525-0529)恒生科技上涨0.3% (%)

图12: 本周(20260525-0529)恒生传媒、科技、消费、主题上涨 (%)

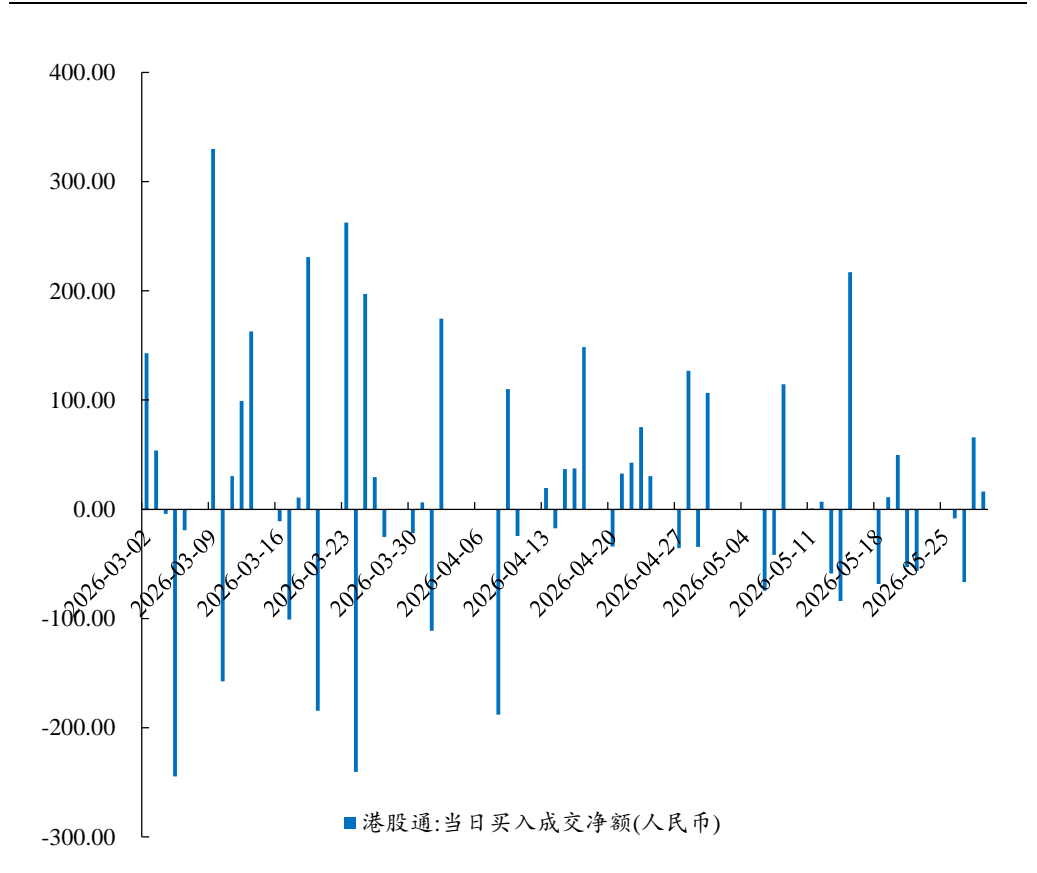


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

本周港股通成交净额为流入 7.04 亿元，环比由流出转为流入，从头部活跃个股交易层面来看，中芯国际(+73.5 亿港元)、泡泡玛特(23.2 亿港元)、联想集团(13.1 亿港元)资金净流入居前，资金流出阿里巴巴-W(-49.5 亿港元)、腾讯控股(-20.2 亿港元)、长飞光纤光缆(-7.7 亿港元)。

图13: 2026年3月以来港股通当日买入成交净额有所波动



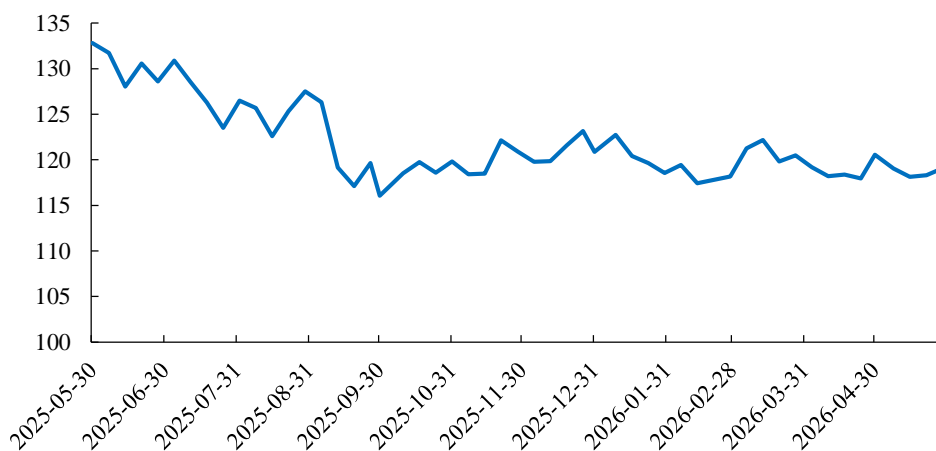
数据来源: Wind、开源证券研究所

**表2: 本周(20260525-20260529)港股通头部活跃个股资金流向快手-W、中芯国际等标的(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(%)
0981.HK	中芯国际	73.52194761	30.1
9992.HK	泡泡玛特	23.22591021	24.5
0992.HK	联想集团	13.10616611	9.8
1347.HK	华虹半导体	10.59283516	21.2
6809.HK	澜起科技	7.42800421	12.5
0189.HK	东岳集团	7.30023888	32.6
3690.HK	美团-W	6.72887446	21.2
9868.HK	小鹏集团-W	3.93473945	21.5
6651.HK	五一视界	1.8558765	4.1
2382.HK	舜宇光学科技	1.82888506	16.3
9993.HK	金辉控股	0.7734173	7.8
3986.HK	兆易创新	0.704822	19.3
0883.HK	中国海洋石油	0.50703509	22.4
1810.HK	小米集团-W	-0.70849961	20.6
6869.HK	长飞光纤光缆	-7.73227184	49.7
0700.HK	腾讯控股	-20.22897796	11.6
9988.HK	阿里巴巴-W	-49.51443896	11.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

本周(20260525-0529)恒生沪港通AH溢价指数为119.08,环比略微上升,AH股溢价或已触底,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14: 恒生沪港通AH溢价指数或已触底**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、投资建议

**AI:** 云服务需求与推理算力需求持续增长，云计算高景气延续，国产大模型流量爆发带动商业化变现能力提升；AI 智能体产业进入快速增长期，央企 IT 支出回暖与 AI 国产化双轮驱动行业景气度上行，重点推荐浪潮数字企业，受益标的谷歌、亚马逊、智谱、minimax、Nebius、Coreweave、讯策、德适-B、金山云。

**互联网:** 关注 AI 商业化及应用场景拓展，随多模型能力持续提升、Agent 技术与应用生态快速成熟，token 消耗量有望延续高速增长，推理需求有望带动云计算行业摆脱低价内卷，供给端 DRAM 价格与产能紧约束，CPU、服务器等成本同步上行，共同推动云计算进入以 AI 算力溢价为核心的新阶段；国产 AI 芯片增长迅速；全球化出海有望由粗放扩张转向精细化盈利，推荐阿里巴巴-W、拼多多，百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

## 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

### 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

### 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

### 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