汽车行业跟踪周报

物理 AI 周报：Anthropic 上市，智驾企业加速出海

2026 年 11 月 23 日

增持（维持）

证券分析师 黄细里
执业证书：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn
研究助理 童明祺
执业证书：S0600125080005
tongmq@dwzq.com.cn
研究助理 任奕寒
执业证书：S0600126090010
renyh@dwzq.com.cn

投资要点

- **本周行情：**受科技股整体波动影响，物理 AI 板块本周出现系统性回调。数字 AI 指数-12.33%，智谱、MiniMax、SpaceX 加权 PS(TTM) 下行至 59.04x，处基期以来最低；万得人形机器人指数-16.38%，相对沪深 300 指数超额收益-14.84 个百分点，日均成交额占万得全 A 比重为 5.25%；智能汽车指数-10.77%，除特斯拉-6.48%，全池 PS(TTM) 11.70x，处 2023 年以来 69.4% 分位。
- **数字 AI：**英伟达三季度营收同比增长 103%，下一季度营收指引 1300 亿美元；Anthropic 以每股 83 美元完成上市定价并在纳斯达克交易；OpenAI、阿里、腾讯相继发布新模型，均强调单任务成本下降。我们认为数字 AI 的商业模式与需求已得到验证，下一阶段的关注点在于寻找新的爆发性应用。
- **物理 AI（机器人）：**AMD 完成收购世界模型公司 World Labs，华为云发布基于国产算力训练的具身世界模型。我们认为机器人走向规模化量产，需要较强的物理 AI 模型与完善的仿真训练环境，智能驾驶企业正加速切入机器人模型领域。
- **物理 AI（汽车）：**Momenta 与 Uber 在德国慕尼黑启动 Robotaxi 试运营；小马智行、小鹏集团、文远知行发布三季报，收入保持较快增长；特斯拉首席执行官表示 FSD V15 将于 12 月广泛推送。我们认为智能驾驶仍处于规模化量产前的关键准备期，海外市场或是相关公司业绩与利润增长的核心来源。
- **投资建议：**物理 AI 或是未来三年及以上持续的投资主线，看好机器人、AIDC、智能驾驶三条主线。1）机器人产业链：海外链建议关注拓普集团、三花智控、新泉股份；电机、减速器、丝杠等核心部件建议关注双环传动、恒帅股份、模塑科技、北特科技、恒立液压。2）AIDC 产业链：建议关注潍柴动力、银轮股份、飞龙股份。3）智能驾驶产业链：模型与芯片自研建议关注小鹏集团、地平线机器人、Momenta；基座模型与场景运营建议关注小马智行、文远知行；核心硬件建议关注伯特利、耐世特、德赛西威、禾赛科技、速腾聚创；检测建议关注中国汽研。
- **风险提示：**AI 技术迭代不及预期；机器人量产与部署进度不及预期；智能驾驶政策与法规进展不及预期；海外科技公司资本开支收缩。

行业走势



相关研究

《汽车零部件&机器人&缺电主线周报：GPT-6.2 刷新机器人控制评测表现，谷歌新增 50MW 地热购电协议》

2026-11-22

《10 月乘联会数据公布，本周乘用车表现承压》

2026-11-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 本周行情总结 4
1.1. 数字 AI 4
1.1.1. 本期指数与估值 4
1.1.2. 估值走势（2026 年以来） 5
1.1.3. 本期个股表现前五与跌幅前五 6
1.2. 物理 AI（机器人） 7
1.2.1. 指数走势 7
1.2.2. 成交额占比与换手率 7
1.2.3. 个股表现前五 8
1.3. 物理 AI（汽车） 9
1.3.1. 本期指数与估值 9
1.3.2. 指数与估值走势（2023 年以来） 9
1.3.3. 本期个股表现前五与跌幅前五 10
2. 行业边际变化 11
2.1. 数字 AI 11
2.2. 物理 AI（机器人） 13
2.3. 物理 AI（汽车） 13
3. 物理 AI 板块观点 15
3.1. 研究框架与核心判断 15
3.2. 投资建议 16
4. 风险提示 16

图表目录

图 1： 数字 AI 指数（截至 2026 年 11 月 20 日）.....5
图 2： 智谱、MiniMax、SpaceX 加权 PS（TTM，倍）.....5
图 3： 国内外云服务厂商加权 PE（TTM，倍）.....6
图 4： 本期个股表现前五（跌幅最小）.....6
图 5： 本期个股跌幅前五.....7
图 6： 人形机器人指数年初至今走势.....7
图 7： 人形机器人换手率及成交额占比.....8
图 8： 人形机器人个股表现前五.....8
图 9： 智能汽车指数走势.....10
图 10： PS(TTM) 估值走势.....10
图 11： 本期个股表现前五.....11
图 12： 本期个股跌幅前五.....11

表 1： 本期智能汽车指数与估值.....9
表 2： 数字 AI 本周大事汇总.....12
表 3： 物理 AI（机器人）本周大事汇总.....13
表 4： 物理 AI（汽车）本周大事汇总.....14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 本周行情总结

受科技股整体波动影响，物理 AI 板块本周出现系统性回调，数字 AI、机器人与智能汽车指数均有所下跌；但从中长期看，物理 AI 或是 AI 由上游硬件走向下游应用场景的重要主线。市场关注主要集中于五方面：一是大模型公司入局机器人后，机器人的核心价值落在 S2 层还是 S1 层；二是特斯拉下月初 Optimus V3 视频展示前后的量产节奏；三是 AMD 完成收购 World Labs 后，仿真数据与真机数据的关系；四是海外政策变化对产业链的影响；五是 Anthropic 上市后的股价表现。

1.1. 数字 AI

1.1.1. 本期指数与估值

数据区间 11/13—11/20 收盘（港美股各 5 个交易日），数字 AI 指数-12.33%，收于 1101.94 点。自 1 月 9 日基期以来累计+10.19%，5/29 达区间高点 2069.75 点，截至本期末较高点回撤 46.76%，处基期以来 7.7% 分位。

估值方面，截至 11 月 20 日，智谱、MiniMax、SpaceX 加权 PS(TTM) 为 59.04x，较期初（11 月 13 日收盘，下同）72.24x 下行 13.20x；国内外云服务厂商加权 PE(TTM) 为 16.89x，较期初 20.14x 下行 3.25x。加权 PS 为智谱、MiniMax、SpaceX 三家公司 PS(TTM) 的等权算术平均（SpaceX 于 6 月 12 日纳入前为智谱、MiniMax 两家等权）；国内外云服务厂商指阿里巴巴、腾讯控股、微软、谷歌、亚马逊、Meta、甲骨文 7 家公司，加权 PE 为其 PE(TTM) 的等权算术平均。

个股层面，11 只标的全部下跌。跌幅最小的三只为微软-7.33%、亚马逊-7.44%、阿里巴巴-7.95%，跌幅最大的三只为 MiniMax-32.81%、CoreWeave-25.64%、甲骨文-19.27%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图1：数字 AI 指数（截至 2026 年 11 月 20 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；区间 2026/01/09—2026/11/20；成分股：智谱、MiniMax、阿里巴巴、腾讯控股、微软、谷歌、亚马逊、Meta、甲骨文、CoreWeave、SpaceX

1.1.2. 估值走势（2026 年以来）

智谱、MiniMax、SpaceX 加权 PS(TTM) 由 1 月 9 日基期的 175.71x 降至 11 月 20 日的 59.04x，5/28 达区间高点 663.17x，本期末为基期以来最低值（0.0% 分位）。

国内外云服务厂商加权 PE(TTM) 由 1 月 9 日基期的 29.90x 降至 11 月 20 日的 16.89x，1/12 为区间高点 30.22x，本期末为基期以来最低值（0.0% 分位）。

6 月 12 日 SpaceX 纳入 PS 组，组内由 2 家增至 3 家，当日加权 PS 由前一交易日的 405.84x 降至 306.95x，主要为成分变化所致；CoreWeave 不计入加权 PS 与加权 PE。

图2：智谱、MiniMax、SpaceX 加权 PS（TTM，倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；区间 2026/01/09—2026/11/20

图3：国内外云服务厂商加权 PE（TTM，倍）

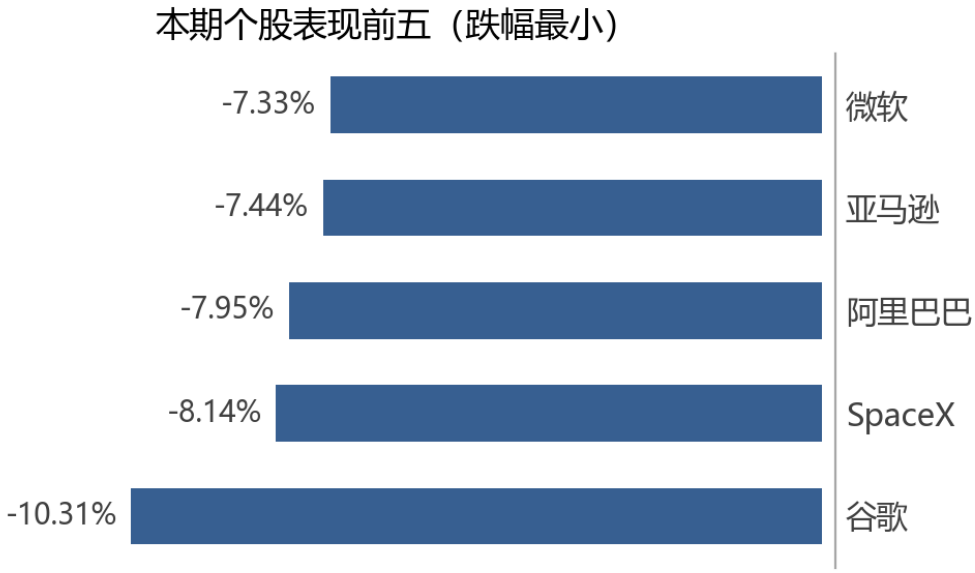


数据来源：Wind，东吴证券研究所；区间 2026/01/09—2026/11/20

1.1.3. 本期个股表现前五与跌幅前五

本期 11 只标的全部下跌，跌幅最小为微软-7.33%、跌幅最大为 MiniMax-32.81%，两端相差 25.47 个百分点。周涨跌幅采用 Wind 数据，交易周为 11/16—11/20，按本币收盘价计算，不含汇率及分红。

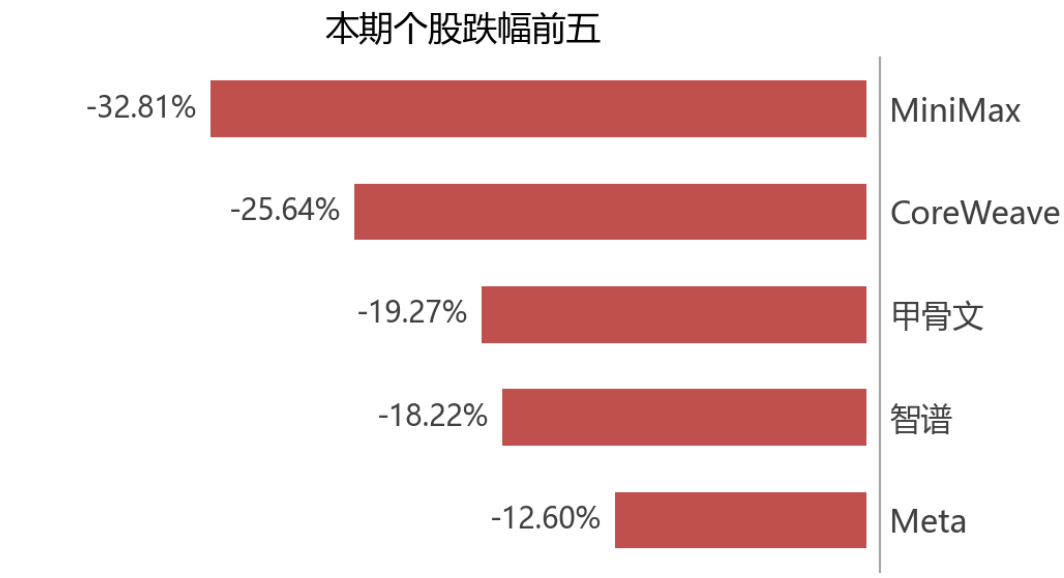
图4：本期个股表现前五（跌幅最小）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；截至 11/20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图5：本期个股跌幅前五



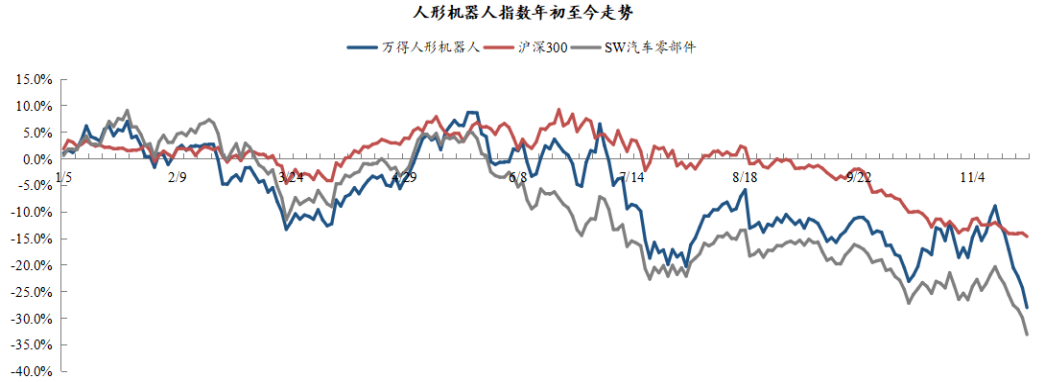
数据来源：Wind，东吴证券研究所；截至 11/20

1.2. 物理 AI（机器人）

1.2.1. 指数走势

数据区间 11/13—11/20 收盘，万得人形机器人指数下跌 16.38%；近一月（10/20—11/20 收盘）下跌 13.30%，2026 年初至今下跌 27.97%。11 月 16—20 日单日涨跌幅分别为-3.72%、-4.13%、-2.00%、-2.78%、-4.91%。同期较沪深 300 指数和申万汽车零部件指数的超额收益分别为-14.84、-3.93 个百分点。

图6：人形机器人指数年初至今走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所；截至 2026/11/20，以 2025 年 12 月 31 日收盘为基准

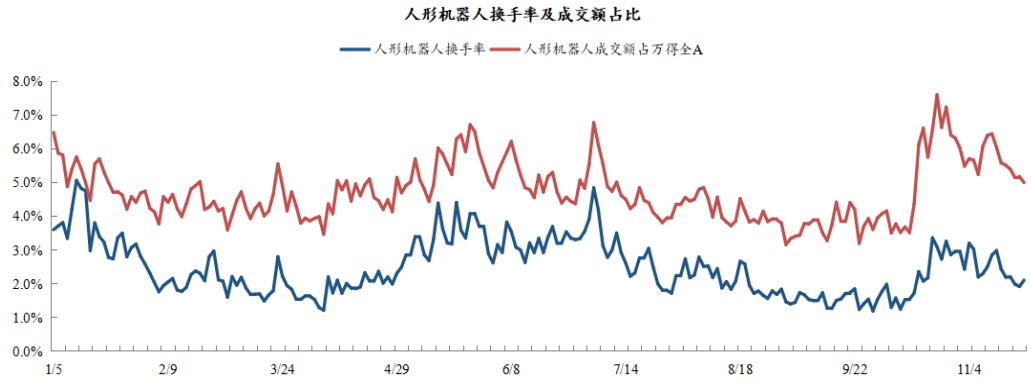
1.2.2. 成交额占比与换手率

人形机器人指数日均成交额占万得全 A 比重为 5.25%，日均换手率为 2.08%，上一周（11 月 9—13 日）分别为 6.10%、2.61%。11 月 16—20 日，指数成交额占万得

请务必阅读正文之后的免责声明部分

全 A 成交额的比例分别为 5.51%、5.39%、5.15%、5.18%、5.00%，同期换手率分别为 2.20%、2.21%、1.99%、1.92%、2.10%。两项周均指标均为 5 个交易日的算术平均。

图7：人形机器人换手率及成交额占比

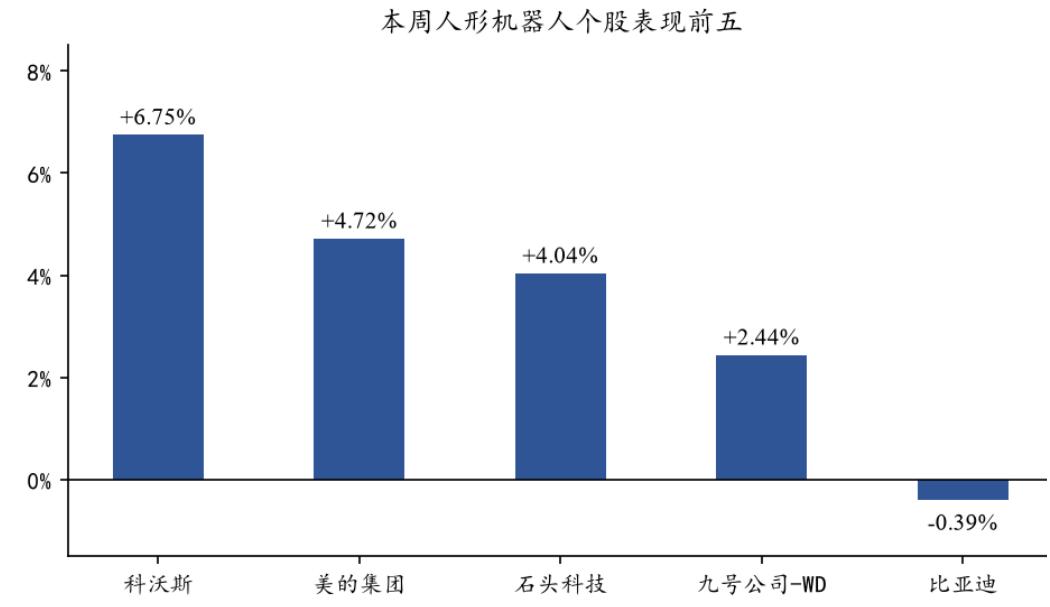


数据来源：Wind，东吴证券研究所；截至 2026/11/20

1.2.3. 个股表现前五

万得人形机器人指数 132 只成分股中，表现前五依次为科沃斯+6.75%、美的集团+4.72%、石头科技+4.04%、九号公司-WD+2.44%、比亚迪-0.39%。周涨跌幅按 11 月 20 日复权收盘价除以 11 月 13 日复权收盘价减 1 计算。年初至今涨幅前五依次为胜蓝股份+52.53%、德尔股份+46.17%、光洋股份+43.67%、美的集团+27.36%、泰晶科技+27.08%，以 2025 年 12 月 31 日复权收盘价为基准，年内新股以上市首个交易日复权收盘价为基准。

图8：人形机器人个股表现前五



数据来源：Wind，东吴证券研究所；数据区间 11/13—11/20 收盘

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.3. 物理 AI（汽车）

1.3.1. 本期指数与估值

数据区间 11/13—11/20 收盘，智能汽车指数-10.77%，除特斯拉-6.48%，除整车-10.24%。本期成分股未变，指数涨跌幅与同期标的池总市值变化一致。

估值方面，全池 PS(TTM) 为 11.70x，处 2023 年以来 69.4% 分位，较期初 13.27x 下行 1.57x；除特斯拉 2.17x（6.3% 分位）、除整车 2.72x（2.6% 分位）。

41 只成分股中 4 只上涨、37 只下跌。涨幅前三为 Momenta+14.99%、中国汽研+2.17%、福耀玻璃+1.83%；跌幅前三为佑驾创新-28.70%、中邮科技-27.43%、希迪智驾-26.73%。观察区间为 11/13 收盘至 11/20 收盘；个股采用 Wind“最近一周涨跌幅”；市值沿用 Wind 当日人民币口径，指数按成分股总市值链式加权计算。“除整车”覆盖 34 只标的，排除特斯拉、小鹏集团、理想汽车、小米集团、同力股份，以及 Momenta、易控智驾。

表1：本期智能汽车指数与估值

指数口径	本期涨跌幅	总市值变化	PS(TTM)	期初 PS	分位数
智能汽车指数	-10.77%	-10.77%	11.70x	13.27x	69.4%
除特斯拉	-6.48%	-6.48%	2.17x	2.37x	6.3%
除整车	-10.24%	-10.24%	2.72x	3.16x	2.6%

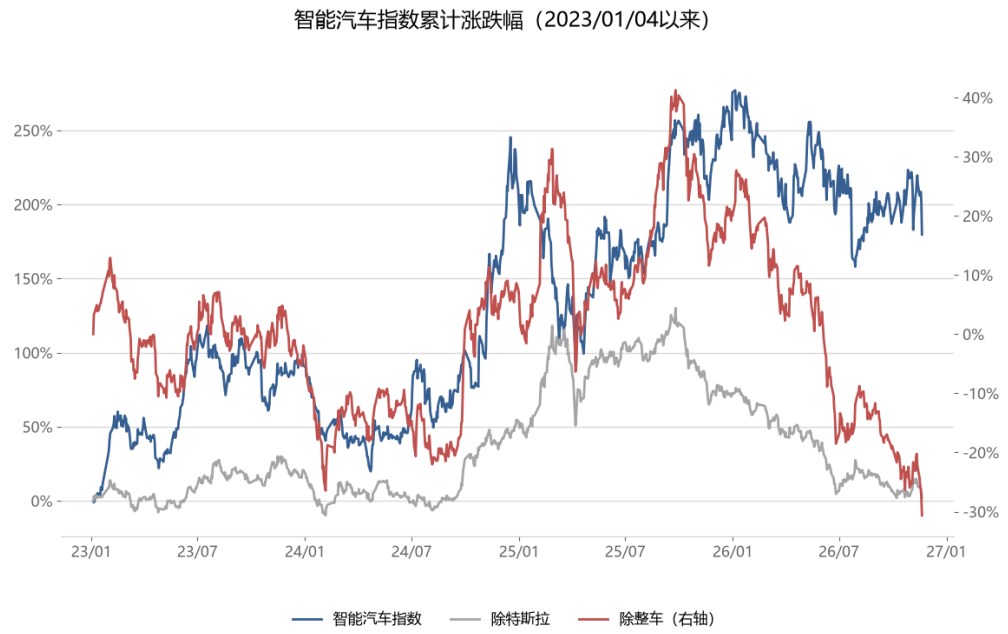
数据来源：Wind，东吴证券研究所；区间 11/13—11/20

1.3.2. 指数与估值走势（2023 年以来）

三大指数 2023/01/04 以来累计涨跌幅：智能汽车指数+179.68%、除特斯拉+2.34%、除整车-30.65%。同期 PS(TTM)：全池由 4.16x 升至 11.70x，除特斯拉由 2.84x 降至 2.17x，除整车由 3.32x 降至 2.72x。截至 11/20，全池 PS(TTM) 处 2023 年以来 69.4% 分位，除特斯拉 6.3% 分位，除整车 2.6% 分位。

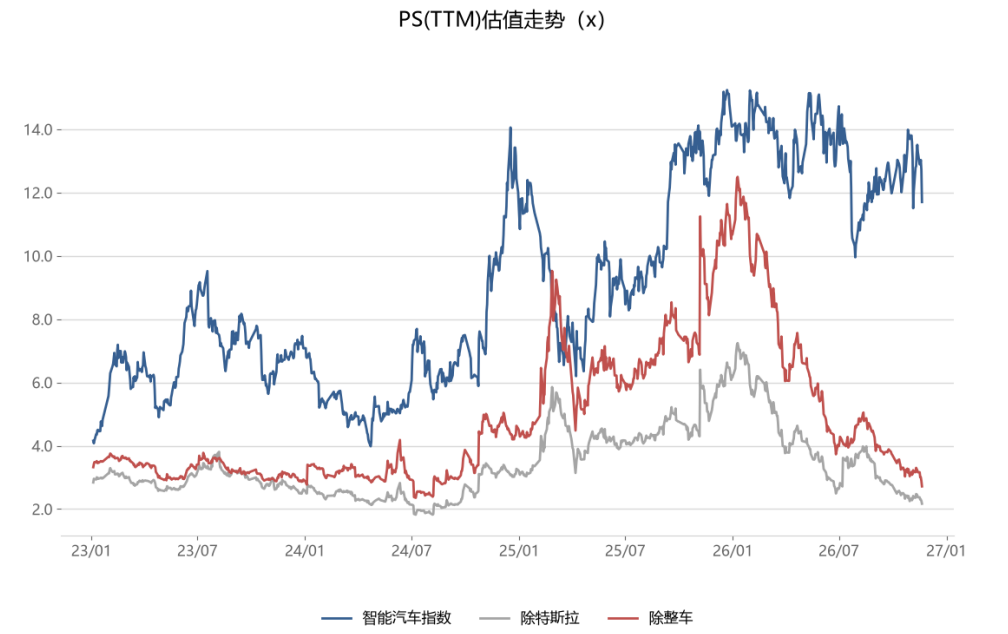
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：智能汽车指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所；区间 2023/01/04—2026/11/20

图10：PS(TTM) 估值走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所；区间 2023/01/04—2026/11/20

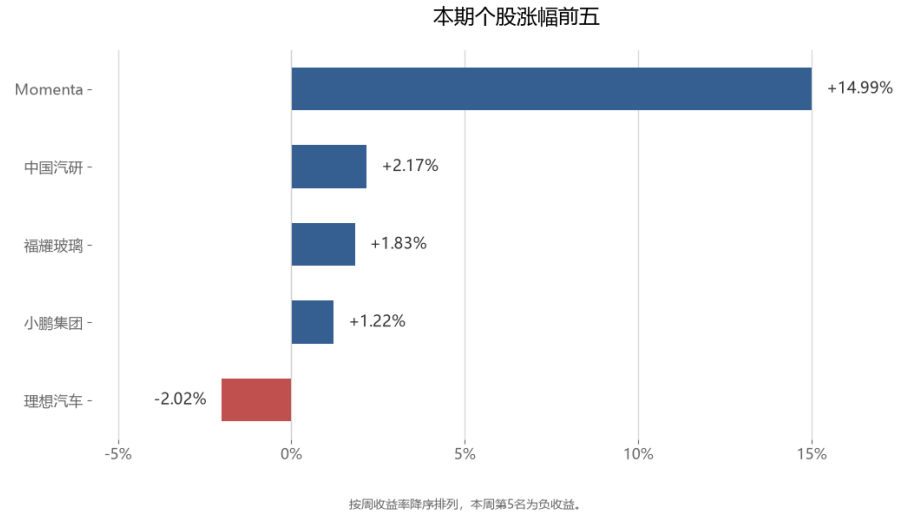
1.3.3. 本期个股表现前五与跌幅前五

本期个股最强 Momenta+14.99%、最弱佑驾创新-28.70%，两端相差 43.69 个百分点；41 只成分股中 4 只上涨、37 只下跌。表现前五依次为 Momenta+14.99%、中国汽研+2.17%、福耀玻璃+1.83%、小鹏集团+1.22%、理想汽车-2.02%；跌幅前五依次为佑驾

请务必阅读正文之后的免责声明部分

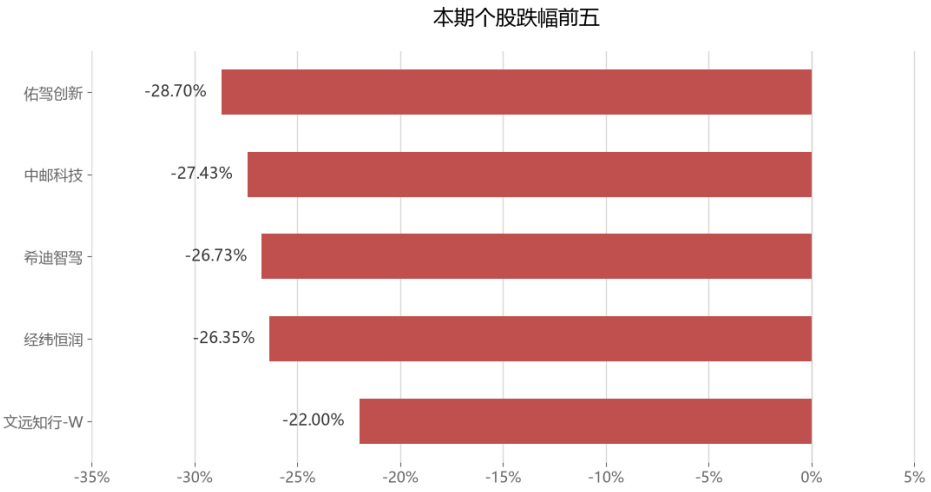
创新-28.70%、中邮科技-27.43%、希迪智驾-26.73%、经纬恒润-26.35%、文远知行-W-22.00%。个股周涨跌幅采用 Wind 数据，交易周为 11/16—11/20。

图11：本期个股表现前五



数据来源：Wind，东吴证券研究所；截至 11/20

图12：本期个股跌幅前五



数据来源：Wind，东吴证券研究所；截至 11/20

2. 行业边际变化

2.1. 数字 AI

（1）英伟达三季度营收同比增长 103%。美国时间 11 月 17 日，英伟达公布截至 10 月末的季度业绩：营收 1158 亿美元，同比增长 103%；其中数据中心收入 1076 亿美元，同比增长 110%。公司给出下一季度营收指引 1300 亿美元，并说明该指引不含来自中国的数据中心算力收入；新一代 Vera Rubin 平台于本季度开始出货。（来源：英

请务必阅读正文之后的免责声明部分

伟达财报公告）

（2）Anthropic 完成上市定价并在纳斯达克交易。11 月 18 日，Anthropic 公告首次公开发行定价为每股 83 美元，高于此前 70—78 美元的区间，共发行 9.8 亿股 A 类普通股（其中公司发售约 9.56 亿股、现有股东发售约 0.24 亿股），按发行价计算募资总额约 813 亿美元；股票于 11 月 19 日起在纳斯达克交易，代码 ANT。（来源：Anthropic 公告）

（3）OpenAI、阿里、腾讯相继发布新模型，均强调单任务成本下降。11 月 17 日，OpenAI 发布 GPT-6.2 Astra 与价格更低的 GPT-6.2 Sol，公司称 Astra 接口价格较上一代下调 20%，完成同样任务所需的输出 token 减少约 22%。11 月 16 日，阿里发布通义千问 Qwen4-Max 正式版，总参数 2.4 万亿，支持百万 token 上下文，接口同步降价；同日，腾讯混元发布 Hy4 flash，总参数 2240 亿、激活参数 120 亿，公司称单任务成本为 Hy4 的二十分之一，并于 11 月 18 日开源。（来源：OpenAI 发布页、阿里云新闻稿、腾讯混元官方公众号）

（4）美国更新先进芯片相关出口管制规则。11 月 16 日，美国商务部工业与安全局发布先进芯片相关出口管制规则，11 月 19 日起生效，涉及远程算力服务、部分国家的先进芯片出口以及先进制程代工等方面。（来源：BIS 新闻稿、联邦公报）

表2：数字 AI 本周大事汇总

日期	主体	事件	来源
11-15	OpenAI	推出 ChatGPT Wallet，与 American Express、Mastercard、Visa 合作，智能体付款时不接触用户实际卡信息	OpenAI 发布页
11-16	阿里通义千问	发布 Qwen4-Max，总参数 2.4 万亿，接口全面降价	公司官方公众号
11-16	腾讯混元	发布 Hy4 flash，总参数 2240 亿、激活参数 120 亿	公司官方公众号
11-16	美国商务部工业与安全局	发布先进芯片相关出口管制规则，11-19 起生效	BIS 新闻稿
11-17	英伟达	三季度营收 1158 亿美元，同比增长 103%；下一季度营收指引 1300 亿美元	英伟达财报公告
11-17	OpenAI	发布 GPT-6.2 Astra 与 GPT-6.2 Sol	OpenAI 发布页
11-18	Anthropic	首次公开发行定价每股 83 美元，11-19 起在纳斯达克交易	Anthropic 公告
11-18	腾讯混元	开源 Hy4 flash，包含 Hy4 flash、Hy4 flash-FP8、Hy4 flash Base 三个版本	公司官方公众号
11-21	OpenAI	披露检测和阻断对抗性蒸馏的做法，加强 GPT-6.2 系列对受保护推理提取的防御	OpenAI 页面

数据来源：Anthropic 公告、BIS 新闻稿、OpenAI 发布页、OpenAI 页面、公司官方公众号、英伟达财报公告，东吴证券研究所

我们的看法：从英伟达三季报与 Anthropic 上市看，数字 AI 的商业模式与需求已得到验证，当前的核心关注点在于能否找到下一个具备爆发潜力的应用。本周相继发布的新模型多属阶段性迭代，数字 AI 领域模型迭代速度较快，阶段性的新版本发布较为常见；从本周发布内容看，各家仍在持续降低成本、提高性价比，主打以更低的成本向

请务必阅读正文之后的免责声明部分

用户提供性能更好的模型。

2.2. 物理 AI（机器人）

（1）AMD 完成收购世界模型公司 World Labs。11 月 16 日，AMD 宣布完成收购 World Labs，World Labs 团队将继续开展基础模型研究，并与 AMD 工程团队协作开发 AI 基础设施；World Labs 创始人李飞飞出任 AMD 执行副总裁兼首席科学家，直接向首席执行官苏姿丰汇报。（来源：AMD 公告）

（2）华为云发布具身世界模型。11 月 16 日，华为云发布具身世界模型 CloudRobo-WM1.2，采用国产昇腾算力训练，公司称其在两项机器人操作评测中排名第一，并计划明年一季度继续发布新模型；同日，华为云与合作方联合研制的清扫机器人开启预售。（来源：华为云发布会页）

表3：物理 AI（机器人）本周大事汇总

日期	主体	事件	来源
11-16	AMD	完成收购 World Labs，李飞飞出任执行副总裁兼首席科学家	AMD 公告
11-16	华为云	发布具身世界模型 CloudRobo-WM1.2，清扫机器人开启预售	华为云发布会页
11-17	优必选科技	在泰国与泰国国王科技大学共建中心，在韩国向汽车零部件企业产线导入工业人形机器人开展验证	公司官方公众号
11-18	伯特利	首个电机项目投产，同时推进面向人形机器人关节模组的无框力矩电机、直驱电机开发	公司官方公众号
11-19	Google DeepMind	向符合条件的订阅用户推出 Genie 4 世界模型，支持以文字提示实时修改场景	DeepMind 博客
11-19	黑芝麻智能	在深圳成立具身智能总部，聚焦具身智能计算平台研发	公司官方公众号
11-21	优必选科技	获纳入恒生科技指数成份股，12 月 7 日生效	公司官方公众号

数据来源：AMD 公告、DeepMind 博客、公司官方公众号、华为云发布会页，东吴证券研究所

我们的看法：与前几周人形机器人相关会议期间模型密集发布相比，本周机器人领域的事件相对较少，但产业仍在探讨同一个问题：机器人最终需要与真实物理世界交互，因此与智能驾驶类似，需要先构建用于训练的仿真环境，各家在云端、仿真与模拟器环节最终都将构建自己的世界模型。本周国内有华为云发布具身世界模型；从行业跟踪看，地平线机器人也发布了最新技术报告，智能驾驶企业正加速切入机器人模型领域。我们认为，这批企业的切入可能更强调 S2 与 S1 两层，其中 S1 或更为重要，且难度可能高于市场预期。此外，小鹏集团在本周业绩会上提出，物理 AI 的核心在于物理而非 AI，其竞争壁垒在于本体硬件、规模化的生产与销售、触觉等特殊数据，以及端云两侧的算力能力。整体看，机器人要走向规模化量产，各家需要具备较强的物理 AI 模型以及完善的训练环境。

2.3. 物理 AI（汽车）

（1）Momenta 在德国启动 Robotaxi 试运营。11 月 18 日，Momenta 与 Uber 在

请务必阅读正文之后的免责声明部分

德国慕尼黑启动 Robotaxi 试运营，乘客可在德国 Uber App 上叫车，初期覆盖慕尼黑北部大部分区域，试运营免费并配备安全员；Momenta 此前已获德国联邦机动车交通管理局颁发的德国全境 L4 级测试许可。11 月 19 日，Momenta 在慕尼黑公开道路开启 L4 级自动驾驶公开试乘。（来源：Momenta 官方公众号、Momenta 官方公众号）

（2）小马智行三季度 Robotaxi 收入同比增长 165%。11 月 18 日，小马智行公布三季度业绩：总收入 4460 万美元，同比增长 75.2%；其中 Robotaxi 服务收入 1780 万美元，同比增长 165.4%。截至 9 月末，Robotaxi 车队 2768 辆，公司维持年底 3500 辆、覆盖全球 20 座城市的目标，并称广州、深圳车队已实现单车盈亏为正。11 月 16 日，公司与丰田合作量产的第七代铂智 4X Robotaxi 在广州投入示范运营。（来源：小马智行 6-K、小马智行官方公众号）

（3）小鹏集团、文远知行发布三季报。11 月 16 日，小鹏集团公布三季度收入 242.8 亿元，同比增长 19.1%；净亏损 8.7 亿元，较二季度的 13.4 亿元收窄；四季度交付指引为 16.9 万—17.4 万辆。公司在业绩会上表示，人形机器人 IRON 将于 2027 年 1 月 1 日开始量产。11 月 20 日，文远知行公布三季度收入 3.21 亿元，同比增长 88%；其中 Robotaxi 收入首次突破 1 亿元，同比增长 204%。（来源：小鹏集团 6-K、文远知行投资者关系）

（4）特斯拉 FSD V15 将于 12 月广泛推送。11 月 21 日，特斯拉首席执行官马斯克在社交媒体 X 上表示，FSD V15 将于 12 月随 2026 年假日更新向用户广泛推送。（来源：马斯克 X 帖文）

表4：物理 AI（汽车）本周大事汇总

日期	主体	事件	来源
11-16	Momenta	东风日产 NX7 开启预售，交付即搭载 Momenta R7 世界模型	公司官方公众号
11-16	小马智行	与丰田合作量产的第七代铂智 4X Robotaxi 在广州投入示范运营	公司官方公众号
11-16	小鹏集团	三季度收入 242.8 亿元，同比增长 19.1%；四季度交付指引 16.9 万—17.4 万辆	小鹏集团 6-K
11-16	赢彻科技	称已在中国近万台商用卡车部署自动驾驶技术，累计运营里程突破 12 亿公里	公司官方公众号
11-17	九识智能	与易咖智车签署万台智驾套件战略合作协议，生态车型累计装机量超过 1 万台	公司官方公众号
11-17	小鹏集团	在英国上市小鹏 G9L 和 MONA L03，计划未来一年内在英国推出 5 款右舵车型	公司官方公众号
11-18	Momenta	与 Uber 在德国慕尼黑启动 Robotaxi 试运营	公司官方公众号
11-18	小马智行	三季度总收入 4460 万美元，Robotaxi 服务收入同比增长 165.4%，车队 2768 辆	小马智行 6-K
11-18	易控智驾	参与申报的露天矿挖掘设备无人协同作业项目入选国家能源局“人工智能+”能源试点项目清单	公司官方公众号
11-18	经纬恒润	智能网联汽车仿真中试平台入选工业和信息化部第三批重点培育中试平台	公司官方公众号

请务必阅读正文之后的免责声明部分

		初步名单	
11-19	白犀牛	与顺丰联合参展 APEC 领导人非正式会议，称无人车日活车辆超过 5000 台	公司官方公众号
11-20	文远知行	三季度收入 3.21 亿元，同比增长 88%；Robotaxi 收入首次突破 1 亿元	文远知行投资者关系
11-21	特斯拉	首席执行官马斯克表示 FSD V15 将于 12 月随假日更新广泛推送	马斯克 X 帖文

数据来源：公司官方公众号、小马智行 6-K、小鹏集团 6-K、文远知行投资者关系、马斯克 X 帖文，东吴证券研究所

我们的看法：本周智能驾驶有两点值得关注。一是三季报整体趋势向好，但从小马智行、文远知行与小鹏集团的财报看，行业尚未出现市场期待的、具有质变意义的拐点性指标，我们认为行业仍处于规模化量产前的关键准备期。二是 Momenta 在欧洲获得测试许可并在运营区域开展试运营，较为关键，说明在中美之外，欧洲智能驾驶牌照的发放节奏也在加快；本次为 Robotaxi 领域，乘用车领域我们预计欧洲未来一年也将紧随中国和美国加速，特斯拉、小鹏集团、Momenta、地平线机器人等智能驾驶领先企业均在积极争取欧洲更多牌照。此外，从相关公司业绩会的交流看，海外市场或是其短期增长与未来业绩、利润的核心来源，海外业务的盈利能力或高于国内：L4 运营企业正加速拓展海外，整车销售与零部件配套更是如此。上述企业此前的重心主要在于为 2028 年 L4 规模化量产做准备，近期机器人模型领域的变化或促使其加快在该领域的布局与发声。

3. 物理 AI 板块观点

3.1. 研究框架与核心判断

我们认为，物理 AI 最终是一个场景，该场景下将诞生全新的终端，并在终端上衍生优秀的应用，与智能手机出现后衍生出微信这类超级应用相似。我们按三个层次判断物理 AI：首先看 AI 本身的能力是否足够；其次看 AI 能力足够之后，政策是否允许 AI 上岗；最后看哪些场景可以由 AI 承担。从产业节奏看，未来三至五年，汽车这一终端大规模放量的概率或高于机器人；从终极形态看，机器人或优于汽车。物理 AI 在汽车产业的趋势，或是智能驾驶、机器人与全球化的三重共振，我们认为这是未来三年持续的投资主线：今年四季度的行情是一次初步预演，2027 年产业进展或将持续，2027 年下半年至 2028 年或迎来真正意义上的拐点。

围绕本周市场关注的问题，我们的判断如下。第一，数字 AI 大模型公司未来或是机器人模型、尤其是 S2 层的核心参与者，组织层面的调整不改变这一方向；本周 Anthropic 在数学推理上的进展、评测榜上来自小型团队的匿名模型跑分领先，均说明通用大模型的能力仍在快速提升。但 S1 层，尤其是越接近关节与手部、越依赖实时稳定控制与真实数据回流的环节，仍是机器人企业擅长且难以被替代的部分；小鹏集团在业绩会上提出物理 AI 的核心在于物理而非 AI，智能驾驶企业也在布局机器人，我们认为大模型公司与机器人企业或以互补为主。第二，从产业链跟踪看，特斯拉机器人量产

请务必阅读正文之后的免责声明部分

节奏仍在加快，硬件供应商正在准备自动化产线、排产前移，技术方案逐步定型，其中灵巧手方案仍可能有较大变化，头部公司的技术路线正逐步收敛。第三，仿真数据越多，对真机数据的需求或随之提升：仿真主要解决数据量的问题，真机数据决定物理世界中任务执行的准确率，两者是共生关系。第四，世界模型方面，特斯拉本周在 CoRL 大会分享 Optimus 世界模型，强调的不仅是能否预测未来，更在于预测是否准确、端侧算力能否支撑模型运行；我们认为，视频生成得再逼真，若端侧算力消耗过大、真机执行不到位，最终效果仍将受限，因此对世界模型应关注实际执行效果。

海外政策变化对智能驾驶产业链的影响值得观察，具体执行口径仍有待进一步明确，我们将持续跟踪。此外，特斯拉面向个人用户的 Cybercab 亦受到关注，我们认为该车型在 B 端形成闭环之后，C 端或是真正放量的核心车型。

行情层面，短期仍取决于市场整体走势。机器人方向成长风格的投资或仍围绕主题展开，年底前行情可能有所反复；硬件环节中灵巧手最值得关注，未来一至两周的核心关注点仍在特斯拉的进展。数字 AI 的产业进展仍较快，但股价相对此前预期可能阶段性降温。智能驾驶受市场审美疲劳与整车逻辑拖累，关注度仍较低。前几周机器人表现显著好于智能驾驶与 AIDC，未来一周三者差异可能缩小，市场整体因素的影响或更为重要。

3.2. 投资建议

我们按“行情先到机器人，产业先到汽车”布局物理 AI，围绕机器人产业链、AIDC 产业链与智能驾驶产业链三条主线，标的较上周变化不大。

机器人产业链：优先海外链，短期边际变化与本轮海外链定点情况相关度较高的公司或更受益。1）总成环节，建议关注拓普集团、三花智控、新泉股份；2）电机、减速器、丝杠等核心部件环节，建议关注双环传动、恒帅股份、模塑科技、北特科技、恒立液压；3）硬件环节中灵巧手方案仍在收敛，值得重点跟踪。

AIDC 产业链：受 AI 主线整体影响较大，季度末与年底市场或在高股息方向进行均衡配置，建议关注潍柴动力、银轮股份、飞龙股份。

智能驾驶产业链：短期或仍受市场影响，相关标的多在港股和美股，受流动性影响较大；从战略布局角度看：1）模型与芯片全栈自研能力较强的厂商，建议关注小鹏集团、地平线机器人、Momenta；2）具备基座模型与场景运营能力的厂商，建议关注小马智行、文远知行；3）核心硬件环节，建议关注伯特利、耐世特、德赛西威，激光雷达建议关注禾赛科技、速腾聚创；检测环节建议关注中国汽研。

4. 风险提示

AI 技术迭代不及预期：若大模型与具身模型的能力提升放缓，物理 AI 相关产品的落地节奏可能慢于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

机器人量产与部署进度不及预期：若人形机器人产线爬坡、成本下降或场景验证慢于预期，产业链订单与业绩兑现可能延后。

智能驾驶政策与法规进展不及预期：若 L3/L4 准入、事故责任认定等政策推进放缓，高阶智能驾驶与 Robotaxi 的商业化进度可能受到影响。

海外科技公司资本开支收缩：若海外大型科技公司下调 AI 资本开支，算力、AIDC 及相关零部件环节的需求可能低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn