

科技应用行业 2026 年中期展望： 从流量到 Token, 从 App 到 Agent

- **科技应用行业年初以来表现回顾：**年初至今(2026 年 7 月 20 日)，港股科技应用行业分化明显，呈现“冰火两重天”走势。一方面，中证海外中国互联网指数震荡回落(-20%)，传统老牌互联网龙头表现疲软，腾讯股价跌幅 20%，阿里巴巴跌 18%，快手跌 28%；另一方面，大模型公司如智谱自年初上市以来，股价涨幅 666%。影响行业股价表现的主要因素包括：1) 美联储主席换届，全球流动性趋紧；2) 美伊军事冲突爆发，地缘政治风险上升；3) 科技巨头加大资本支出，引发 AI 泡沫担忧；4) 即时零售竞争格局趋于缓和。
- **科技应用行业下半年趋势展望：**整体来看，我们认为下半年行业投资机会主要集中于 AI 商业化落地带来的业绩与估值双重修复，“AI 浓度”仍是关键指标，地缘政治、全球流动性变化是扰动市场情绪的核心因素。重点关注：1) 大模型迭代竞争力以及 AI Agent 产品渗透率表现，如阿里巴巴、腾讯等；2) AI 子板块分拆带来的估值提升，如百度昆仑芯、快手可灵等；3) 主业竞争格局优化对利润率的改善机会，如阿里巴巴、美团等。估值方面，中国主要互联网企业 2026E 市盈率约 13x，低估值兼具 AI 属性，上升空间大于下行风险。
- **科技应用行业下半年细分行业展望：**1) **大模型：**能力迭代驱动 Token 量价齐升，多场景加速渗透打开商业化变现空间。2) **具身智能：**出货量有望爆发式增长，但行业或迎来分化，从技术探索迈入资本化和商业化博弈阶段，资源进一步向头部集中。3) **AI+领域，云服务：**Token 推理需求激增，云计算行业上行周期延续，板块或维持高景气度；**电商：**国补基数影响逐渐减弱，竞争趋于理性，即时零售 UE 持续优化或为利润修复带来弹性；**游戏：**长青游戏稳固基本盘，新品周期开启，多端互通和外链支付推动行业利润率改善。
- **个股方面，阿里巴巴和百度为我们行业首选：**阿里巴巴，深度布局“AI+云”，云业务需求强劲，将推动估值修复；百度，加速 AI 转型，AI 云收入增长迅速，业务分拆带来价值重估。
- **投资风险：**宏观经济复苏进度，地缘政治风险，细分行业监管风险。

赵丹

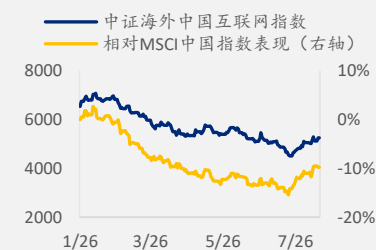
首席科技软件分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2026 年 7 月 22 日

MSCI 中国 IT 指数表现

注：截至 2026 年 7 月 20 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究



目录

2026 年年初至今表现回顾：“冰火两重天”	3
2026 年下半年细分板块配置策略	10
AI+：AI Agent 加速渗透，重塑传统互联网生态	14
具身智能：量产拐点，下半年迎来上市潮	22
大模型：量价齐升，价值兑现在即	28

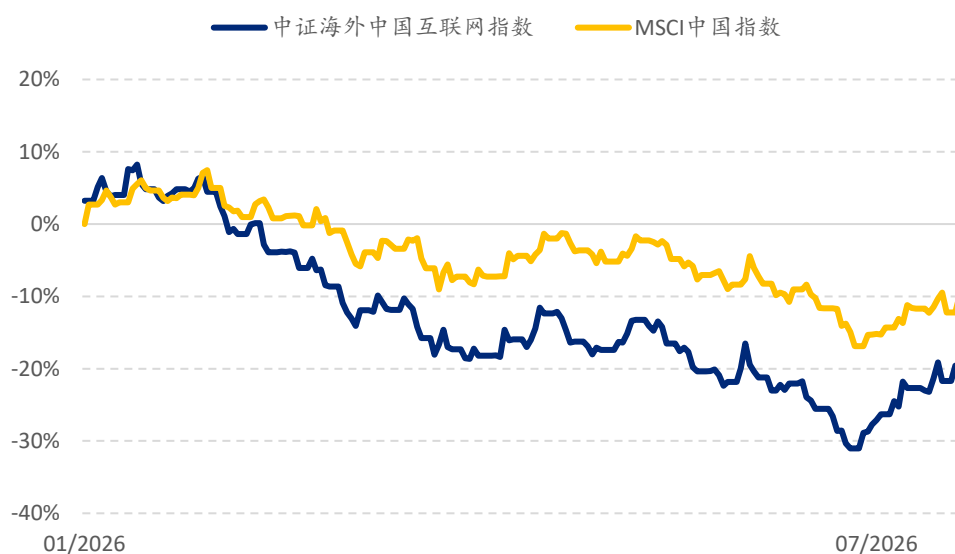
科技应用行业 2026 年中期展望： 从流量到 Token，从 App 到 Agent

2026 年年初至今表现回顾：“冰火两重天”

年初至今（截至 2026 年 7 月 20 日，下同），中证海外中国互联网指数累计下跌 20%，跑输 MSCI 中国指数（-10%）。我们认为影响行业股价表现的主要因素包括：

- 1) 美联储主席换届，引发全球流动性趋紧；
- 2) 美伊军事冲突爆发，地缘政治风险上升；
- 3) AI Agent 引爆 Token 需求，科技巨头加大资本支出；
- 4) 即时零售竞争格局趋于缓和。

图表 1：中国互联网板块年初至今累计下跌 20%

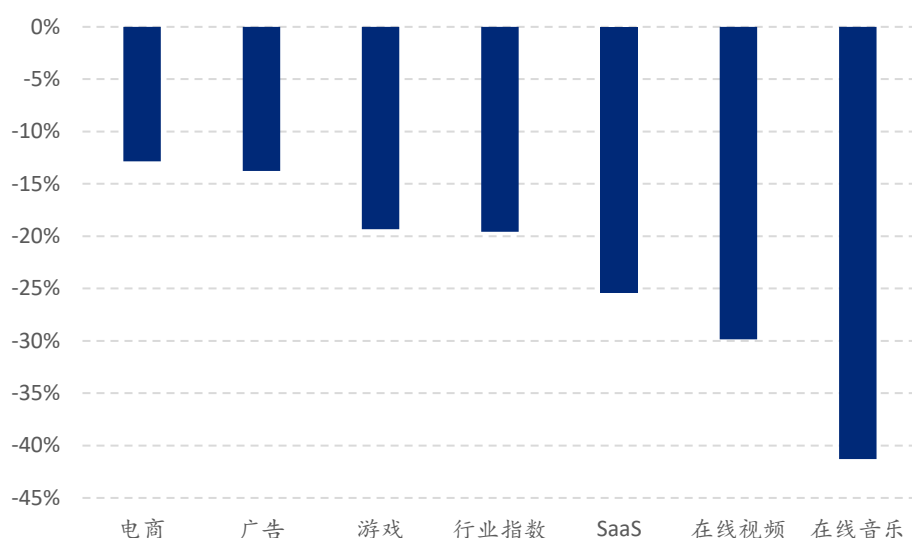


注：截至 2026 年 7 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

“冰火两重天”，大模型独领风骚。年初至今，港股科技软件行业分化明显，呈现“冰火两重天”的走势。一方面，中证海外中国互联网指数震荡回落（-20%），多数互联网龙头表现疲软，阿里巴巴股价降幅为 18%，腾讯降幅 20%，快手降幅 28%；另一方面，大模型公司如智谱、MiniMax 自年初上市以来，股价涨幅分别为 666%和 17%。此外，具身智能赛道也成为一级投融资市场的聚焦点。根据 IT 桔子数据，2026 上半年中国人形机器人融资总额超人民币 500 亿元，十亿级大额融资常态化，行业下半年或迎来上市潮。

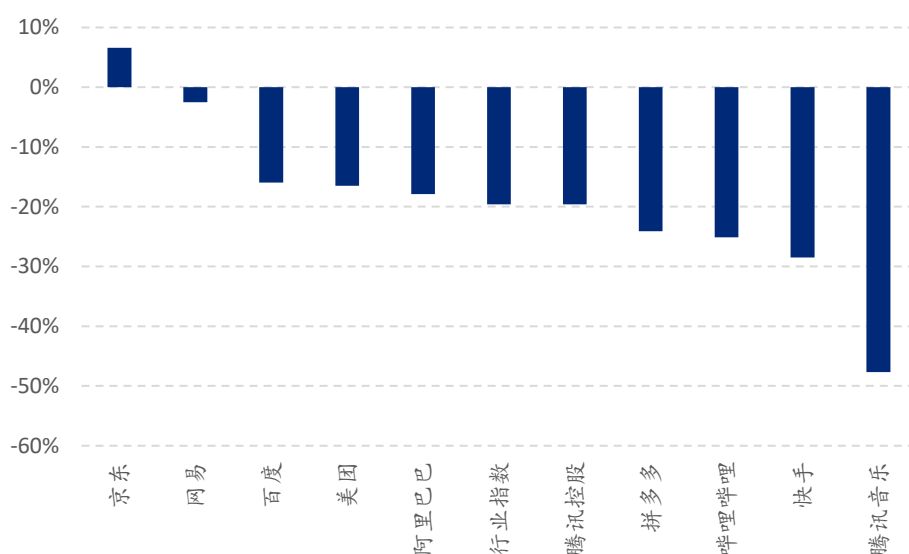
图表 2：2026 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注：行业指数为中证中国海外互联网指数，截至 2026 年 7 月 20 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

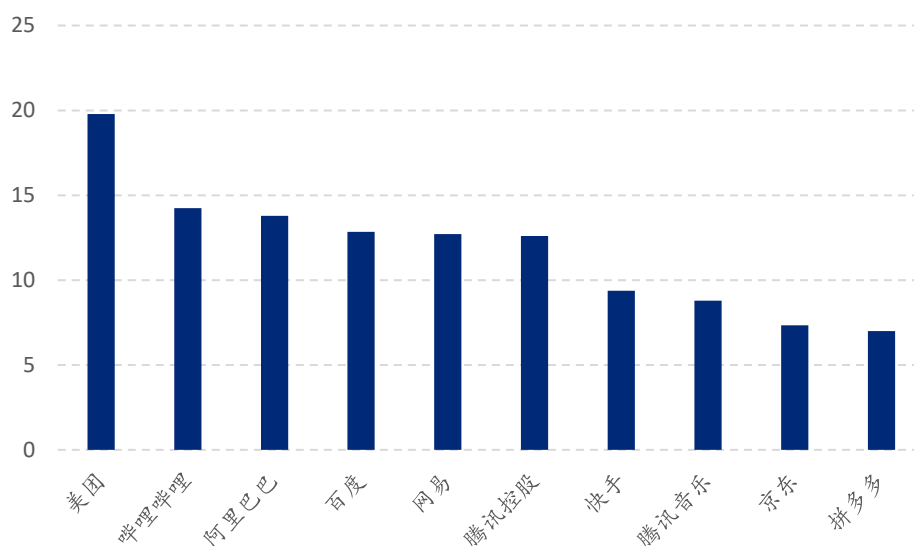
图表 3：主要互联网公司年初至今股价表现



注：股价截至 2026 年 7 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：主要互联网公司 2027E P/E

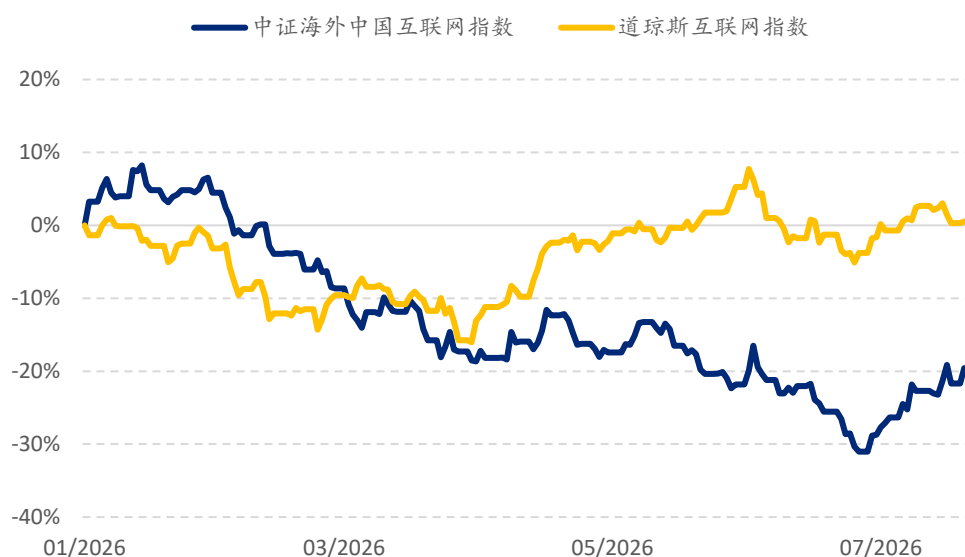


注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2026 年 7 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

海外互联网表现更佳：年初至今，中美互联网指数涨跌幅分别为-20%和+1%。若以 2022 年 12 月为本轮 AI 大周期的起点，美股互联网（+103%）仍然大幅跑赢中国互联网（+13%）。

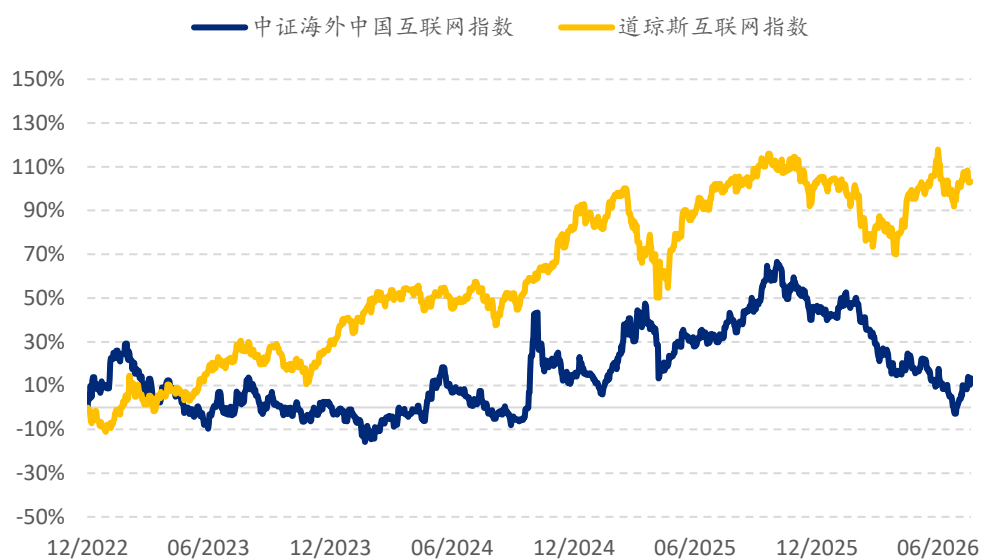
图表 5：中美互联网年初至今股价走势



注：截至 2026 年 7 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

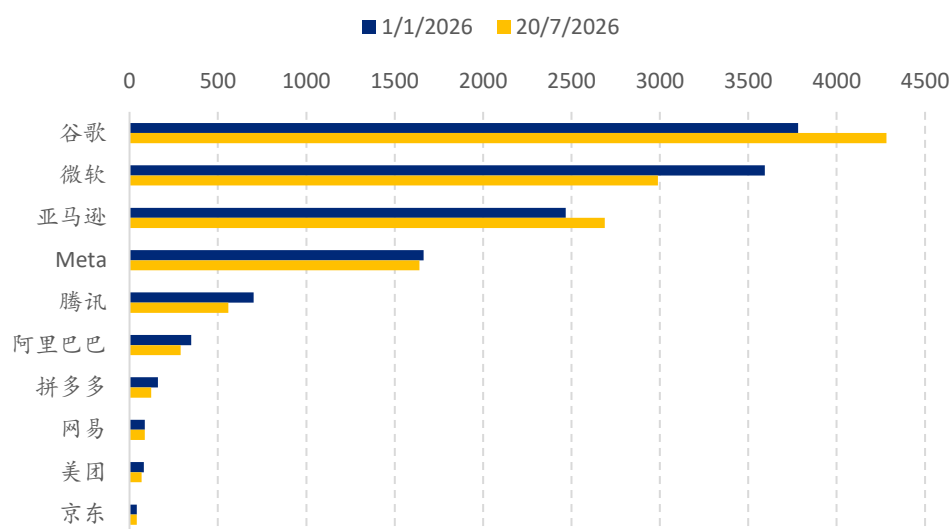
图表 6: AI 周期以来中美互联网股价走势



注：截至 2026 年 7 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: 中美互联网龙头市值变化 (十亿美元)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：互联网公司分板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值	股价	YTD 股价	P/E (x)			P/S (x)		
			(百万美元)	(交易货币)	变动 (%)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	558,483	477.8	(19.6)	13.8	12.6	11.4	4.6	4.2	3.8
NTES US Equity	网易	游戏	85,637	134.2	(2.5)	14.0	12.7	11.7	4.8	4.4	4.1
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	14,653	13.3	(21.2)	11.0	9.1	8.1	2.1	1.9	1.8
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	6,327	19.0	(18.0)	13.5	12.3	11.4	2.5	2.3	2.1
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,080	10.6	(34.5)	12.2	10.0	9.3	2.3	2.2	2.0
603444 CH Equity	吉比特	游戏	3,788	351.9	(16.1)	13.2	12.3	11.5	3.9	3.6	3.4
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	8,571	30.0	(29.5)	13.0	11.4	10.4	6.2	5.5	4.9
2400 HK Equity	心动公司	游戏	2,838	44.2	(29.9)	10.0	8.6	7.6	2.8	2.5	2.3
799 HK Equity	IGG	游戏	499	3.4	3.9	6.3	4.3	4.1	0.7	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	518	7.7	(26.1)	8.8	6.7	5.7	0.8	0.8	0.7
平均					(19.3)	11.6	10.0	9.1	3.1	2.8	2.6
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	288,463	120.3	(17.9)	23.4	13.8	11.3	1.8	1.6	1.4
JD US Equity	京东	电商	41,794	30.6	6.6	9.5	7.3	6.2	0.2	0.2	0.2
PDD US Equity	拼多多	电商	122,483	86.1	(24.1)	8.4	7.0	6.1	1.7	1.5	1.4
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,012	14.6	(17.5)	5.8	5.5	5.3	0.4	0.4	0.4
3690 HK Equity	美团	电商	67,923	86.3	(16.5)	N/A	19.8	12.1	1.1	1.0	0.9
9878 HK Equity	汇通达	电商	558	7.8	(20.8)	11.4	9.3	8.4	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	151	7.3	0.1	5.5	3.6	3.0	0.1	0.1	0.1
平均					(12.9)	10.7	9.5	7.5	0.8	0.7	0.6
BIDU US Equity	百度	广告	37,363	109.8	(16.0)	14.6	12.8	10.4	1.9	1.8	1.7
WB US Equity	微博	广告	1,965	8.0	(21.7)	5.7	5.6	5.4	1.1	1.1	1.0
ZH US Equity	知乎	广告	280	3.2	(3.7)	128.8	32.1	18.0	0.7	0.7	0.7
平均					(13.8)	49.7	16.9	11.2	1.3	1.2	1.1
1024 HK Equity	快手	在线视频	25,348	45.3	(28.5)	10.6	9.4	8.1	1.2	1.1	1.0
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	7,825	18.4	(25.1)	18.0	14.2	11.0	1.6	1.5	1.3
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	1,187	1.2	(35.9)	N/A	14.3	7.9	0.3	0.3	0.3
平均					(29.8)	14.3	12.6	9.0	1.0	0.9	0.9
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	15,236	9.2	(47.7)	9.6	8.8	8.1	2.9	2.7	2.5
9899 HK Equity	网易云音乐	在线音乐	3,249	119.3	(34.9)	10.6	9.3	8.5	2.6	2.4	2.2
平均					(41.3)	10.1	9.1	8.3	2.7	2.5	2.3
2513 HK Equity	智谱	大模型	58,286	890.5	666.4	N/A	N/A	N/A	111.4	37.8	17.7
100 HK Equity	MiniMax	大模型	8,997	193.1	17.0	N/A	N/A	N/A	26.0	9.5	4.3
平均					341.7	N/A	N/A	N/A	68.7	23.6	11.0

(……接下页)

(……接上页)

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价 变动 (%)	P/E (x)			P/S (x)		
						2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	16,861	244.3	(19.9)	38.7	41.0	34.1	16.1	13.5	11.5
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	4,672	9.1	(30.2)	N/A	128.5	51.7	3.2	2.9	2.6
002410 CH Equity	广联达	SaaS	2,254	9.0	(26.6)	26.8	21.6	19.2	2.4	2.3	2.2
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	3,314	7.1	(44.9)	53.5	30.7	21.9	2.8	2.5	2.2
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	17,362	81.3	20.3	32.9	23.9	16.8	0.6	0.4	0.3
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,406	24.5	(12.1)	18.0	20.2	15.4	2.9	2.5	2.3
909 HK Equity	明源云	SaaS	351	1.4	(53.5)	50.0	29.8	22.7	1.9	1.8	1.9
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,335	3.6	(22.1)	13.4	11.8	9.1	0.5	0.5	0.4
KC US Equity	金山云	SaaS	3,006	10.0	(2.9)	N/A	N/A	257.3	1.6	1.3	1.0
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	617	1.2	(36.4)	84.1	31.5	20.2	2.3	2.1	2.0
9959 HK Equity	联易融科技	SaaS	504	1.8	(14.8)	1,596.3	32.6	20.7	2.7	2.2	2.0
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	2,277	10.4	(30.7)	17.6	10.6	7.5	0.9	0.7	0.5
6608 HK Equity	百融云	SaaS	291	5.1	(56.2)	14.1	9.5	7.4	0.7	0.6	0.5
平均					(25.4)	176.9	32.6	38.8	3.0	2.6	2.3
MSFT US Equity	Microsoft	美股软件	2,988,385	402.3	(16.8)	22.4	19.2	15.9	8.4	7.1	5.9
AMZN US Equity	Amazon	美股软件	2,689,170	250.0	8.3	24.4	21.5	17.2	3.3	2.9	2.6
GOOG US Equity	Alphabet	美股软件	4,281,662	351.4	12.0	24.4	22.8	19.0	10.1	8.4	7.0
META US Equity	Meta	美股软件	1,639,441	645.9	(2.2)	16.7	14.7	12.6	6.5	5.4	4.6
CRM US Equity	Salesforce	美股软件	142,334	173.8	(34.4)	12.2	11.1	9.7	3.1	2.8	2.6
NOW US Equity	ServiceNow	美股软件	107,946	104.7	(31.7)	25.2	20.8	17.3	6.7	5.6	4.7
SNOW US Equity	Snowflake	美股软件	95,086	274.3	25.1	147.6	101.4	74.3	15.9	12.6	10.2
PLTR US Equity	Palantir	美股软件	323,278	134.9	(24.1)	91.7	64.9	44.4	41.8	28.7	19.9
PATH US Equity	UiPath	美股软件	6,300	12.2	(25.8)	15.4	13.6	11.8	3.6	3.3	3.0
U US Equity	Unity	美股软件	13,013	29.8	(32.5)	28.7	23.0	18.4	6.1	5.3	4.7
CRWD US Equity	CrowdStrike	美股软件	202,114	198.5	69.4	160.3	120.8	104.2	34.6	28.4	23.8
DUOL US Equity	Duolingo	美股软件	6,238	133.9	(23.7)	46.3	37.2	31.7	5.2	4.5	4.0
MDB US Equity	MongoDB	美股软件	26,008	323.4	(23.0)	52.6	45.1	37.4	8.9	7.6	6.4
ADBE US Equity	Adobe	美股软件	93,309	234.7	(32.9)	9.5	8.5	7.5	3.5	3.2	2.9
SE US Equity	Sea	美股软件	64,733	105.7	(17.2)	28.4	21.0	16.5	2.1	1.8	1.5
APP US Equity	AppLovin	美股软件	142,640	424.6	(37.0)	26.6	19.8	15.6	17.4	13.3	10.6
SPOT US Equity	Spotify	美股软件	101,335	492.3	(15.2)	33.7	27.3	22.3	4.6	4.0	3.5
INOD US Equity	Innodata	美股软件	2,027	62.1	21.8	57.5	37.4	N/A	5.7	4.4	N/A
平均					(10.0)	45.8	35.0	28.0	10.4	8.3	6.9

(……接下页)

(……接上页)

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价 变动 (%)	P/E (x)			P/S (x)		
						2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
9880 HK Equity	优必选	具身智能	5,322	82.1	(35.1)	N/A	293.6	50.6	9.4	6.2	4.0
2432 HK Equity	越疆科技	具身智能	1,205	24.0	(36.6)	N/A	N/A	295.8	10.8	7.6	5.3
2590 HK Equity	极智嘉	具身智能	1,622	9.7	(56.0)	72.2	24.2	15.1	2.6	2.0	1.5
1021 HK Equity	华沿机器人	具身智能	799	11.3	N/A	231.1	70.3	36.5	9.1	5.9	4.0
6600 HK Equity	卧安机器人	具身智能	1,647	57.3	(29.0)	3,296.2	247.2	74.0	7.4	4.8	3.4
平均					(39.2)	1,199.8	158.8	94.4	7.9	5.3	3.6
COIN US Equity	Coinbase	加密货币	42,267	160.4	(29.1)	181.9	33.5	28.7	7.0	5.6	5.2
CRCL US Equity	Circle	加密货币	16,269	65.5	(17.5)	59.2	39.3	23.2	5.3	4.0	3.1
FIGR US Equity	Figure	加密货币	6,708	30.4	(25.5)	32.9	23.9	19.5	8.1	6.3	5.1
GLXY US Equity	Galaxy	加密货币	9,225	23.7	5.8	N/A	119.5	179.2	0.2	0.2	0.2
MSTR US Equity	Strategy	加密货币	34,281	97.8	(35.6)	31.1	11.4	4.6	68.6	67.5	66.2
XYZ US Equity	Block	加密货币	47,192	79.3	21.8	20.4	15.7	12.7	1.8	1.6	1.4
CLSK US Equity	Cleantpark	加密货币	3,700	14.4	42.5	N/A	N/A	N/A	6.0	4.8	4.3
HOOD US Equity	Robinhood	加密货币	89,444	99.3	(12.2)	51.5	37.1	30.4	17.4	13.8	11.4
MARA US Equity	Marathon	加密货币	4,449	11.7	30.0	N/A	N/A	N/A	5.2	4.4	5.7
RIOT US Equity	Riot	加密货币	7,525	19.9	57.1	N/A	N/A	N/A	11.5	9.9	8.3
GEMI US Equity	Gemini	加密货币	537	4.5	(54.6)	N/A	N/A	N/A	2.7	2.0	1.7
BLSH US Equity	Bullish	加密货币	3,410	22.7	(40.1)	42.2	25.6	18.7	9.1	5.5	7.0
平均					(4.8)	59.9	38.3	39.6	11.9	10.5	10.0

注：E=Bloomberg 一致预测，股价截至 2026 年 7 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2026 年下半年细分板块配置策略

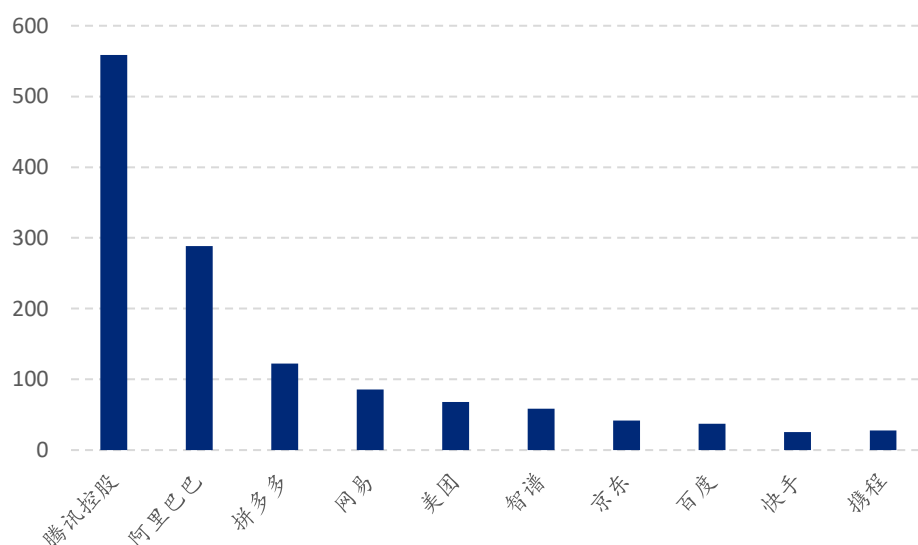
科技应用行业 2026 年下半年展望：我们认为 2026 年下半年行业投资机会主要集中于 AI 商业化落地带来的业绩与估值双重修复，“AI 浓度”仍是关键指标，地缘政治、全球流动性变化是扰动市场情绪的核心因素，重点关注业务转型、AI 子板块分拆带来的估值提升以及主业竞争格局优化对利润率的改善机会。

细分板块来看：

- 1) 大模型：模型能力迭代驱动 Token 量价齐升，多场景加速渗透打开商业化变现空间；
- 2) 具身智能：出货量有望爆发式增长，但行业或迎来分化，从技术探索迈入资本化和商业化博弈阶段，资源进一步向头部集中；
- 3) AI+：
 - 云服务：Token 推理需求激增，云计算行业上行周期延续，板块或维持高景气度；
 - 电商：国补基数影响逐渐减弱，竞争趋于理性，即时零售 UE 持续优化或为利润修复带来弹性；
 - 游戏：长青游戏稳固基本盘，新品周期开启，多端互通和外链支付推动行业利润率改善。

个股方面，阿里巴巴（BABA.US/9988.HK）和百度（BIDU.US/9888.HK）为我们行业首选：阿里巴巴，深度布局“AI+云”，云业务需求强劲，将推动估值修复；百度，加速 AI 转型，AI 云收入增长迅速，业务分拆推动价值重估。

图表 9：互联网行业市值前十大公司（十亿美元）



注：数据截至 2026 年 7 月 20 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：浦银国际 2026 年下半年科技应用行业配置策略总结

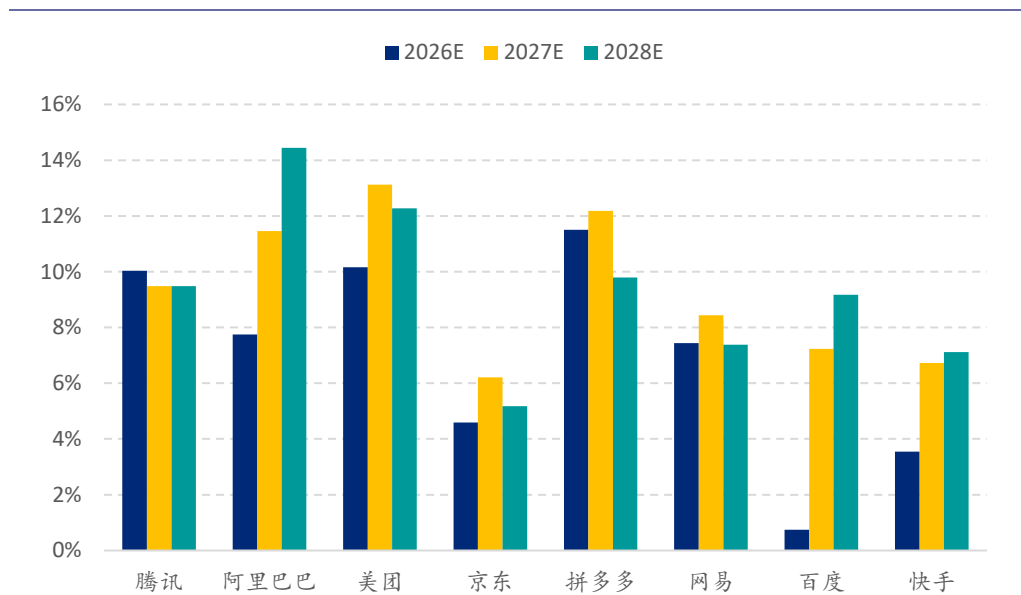
板块	2026 年下半年投资策略	主要风险	建议关注
云计算	AI Agent 带动 Token 推理需求激增，云计算或保持快速增长。	1. 行业价格竞争激烈，或影响收入增速； 2. 前期投入较大，影响短期利润。	*阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK) *百度 (BIDU.US/9888.HK) *腾讯 (700.HK) 谷歌 (GOOGL.US/GOOG.US) 微软 (MSFT.US)
电商	国补品类高基数影响逐步消退，即时零售竞争仍较激烈，大电商融合趋势。	1. 消费需求放缓； 2. 行业竞争激烈。	*阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK) 快手 (1024.HK)
游戏	长青游戏成为行业中坚力量，行业储备值得期待，多端互通和外链支付推动行业利润率改善。	1. 长青游戏表现下滑； 2. 新品表现不及预期； 3. 其余娱乐方式抢占用户游戏时长。	网易 (NTES.US/9999.HK) 腾讯 (700.HK)
大模型	模型能力迭代驱动 Token 量价齐升，多场景加速渗透打开商业化变现空间	1. 行业竞争激烈； 2. 高研发费用，融资需求强； 3. 商业化变现不及预期。	智谱 (2513.HK) MiniMax (100.HK)
具身智能	行业迈入初步量产拐点，从长期市场空间来看，人形机器人产业或将实现十年百倍。	1. 场景落地表现不及预期； 2. 数据匮乏或影响智能化效果； 3. 行业竞争激烈。	优必选 (9880.HK)

注：*为细分板块首选

资料来源：浦银国际

中国传统互联网公司整体未来预期收入增速近 10%。随着流量红利减弱，中国互联网行业增速逐步放缓：多数互联网公司预期收入增速普遍在 10% 上下水平。行业竞争格局变化以及围绕 AI 相关资本支出的调整，将是扰动公司利润率的主要因素。大模型公司受益于量价齐升，收入呈爆发式增长。

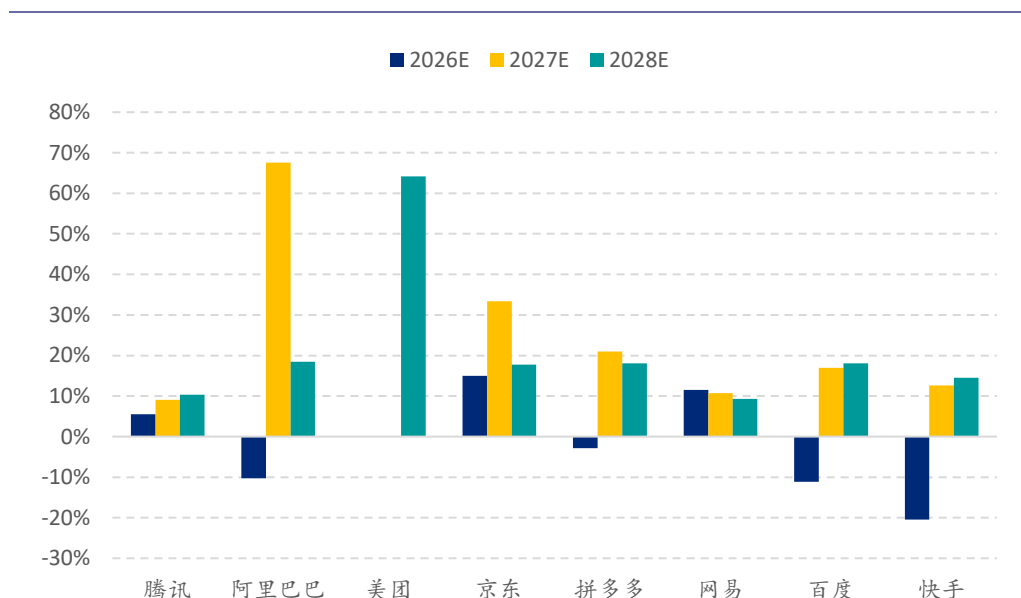
图表 11：互联网公司收入增速市场预期



注：E=Bloomberg 一致预测值

资料来源：Bloomberg、浦银国际

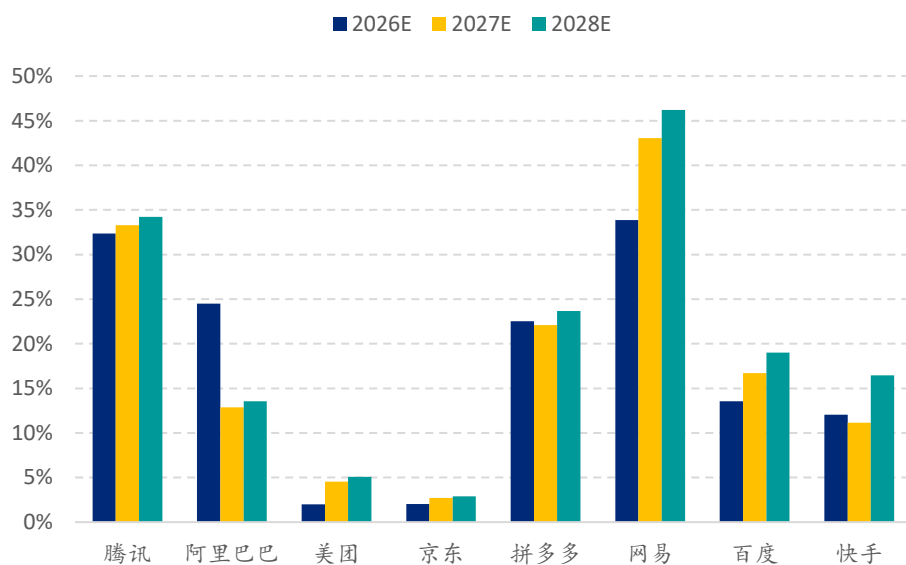
图表 12：互联网公司利润增速市场预期



注：E=Bloomberg 一致预测值

资料来源：Bloomberg、浦银国际

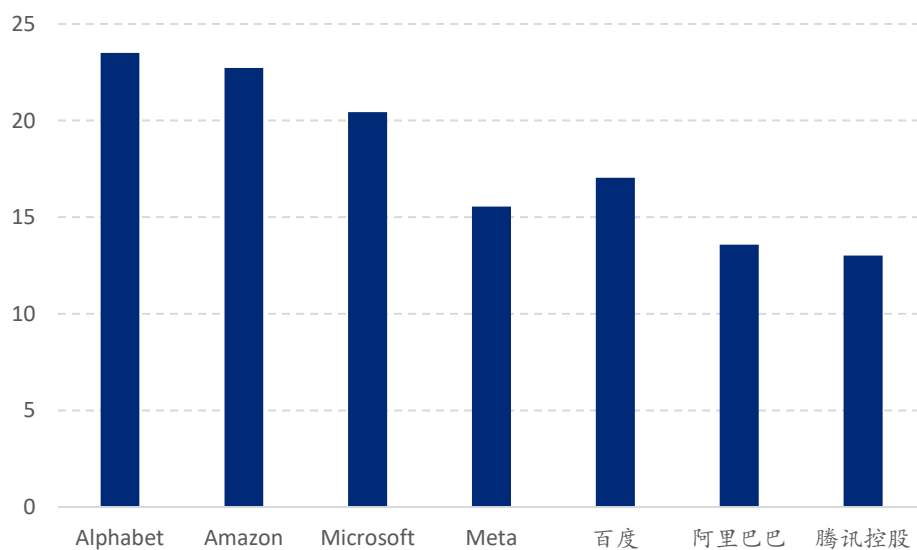
图表 13：互联网公司调整后利润率市场预期



注：E=Bloomberg 一致预测值

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：中美互联网远期市盈率比较



注：远期市盈率数据基于 Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

AI+：AI Agent 加速渗透，重塑传统互联网生态

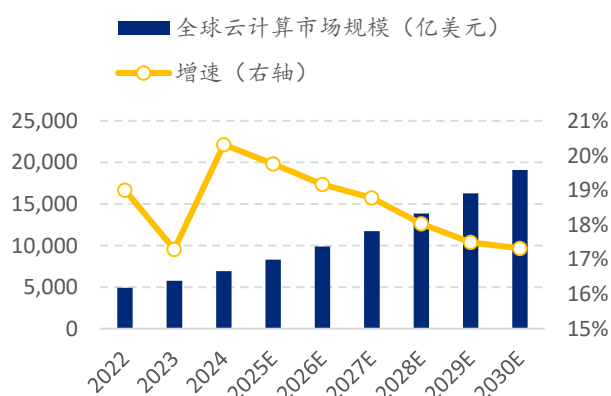
AI Agent 加速渗透，标志着 AI 产业正式从“对话式交互”向“行动式交互”转型，打破了传统 AI“只说不做”的局限，AI 的工作内容从“提供建议”跨越到“交付结果”。AI Agent 自主执行和跨平台协同趋势，正在不断颠覆传统互联网流量入口与变现逻辑；行业竞争从抢夺用户时长转向争夺用户意图调度权与提升全链路履约能力；互联网商业模式由注意力经济转向任务交付与服务调用分成。细分赛道来看，1) 云服务：Token 推理需求激增，云计算行业上行周期延续，板块或维持高景气度；2) 电商：国补基数影响逐渐减弱，竞争趋于理性，即时零售 UE 持续优化或为利润修复带来弹性；3) 游戏：长青游戏稳固基本盘，新品周期开启，多端互通和外链支付推动行业利润率改善。

云计算：Token 推理需求激增，延续上行周期

AI Agent 落地带动全行业 Token 调用量指数级暴涨，推动云计算需求强劲：海量推理需求推动云厂商持续加码算力资本开支，AI 云服务进入量价齐升周期，MaaS 与 Token 收入成为云厂商主要增长驱动。展望下半年，Token 消耗随多模态、AI Agent 规模化落地维持高增长，全球云厂商资本开支继续上修，大模型持续更新迭代带动高附加值云订单释放，云厂商 AI 业务收入持续提速。我们认为云计算作为 AI 基础设施，是 AI 行情下确定性较高的领域，看好阿里巴巴、百度等头部云厂商受益于行业需求提升。

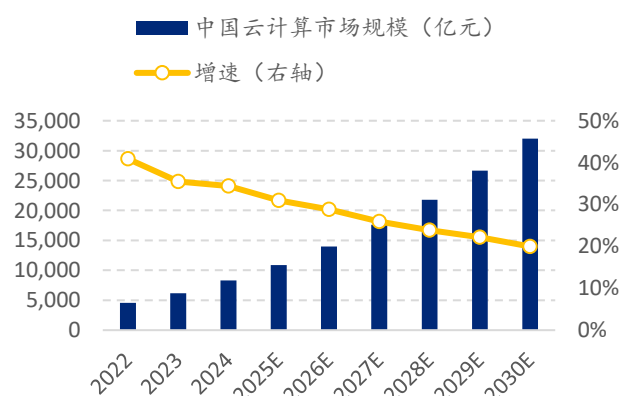
云计算市场保持高速增长态势，支撑 AI 云应用场景落地。根据 Gartner 和中国信通院数据，2025 年全球云计算市场规模预计达到约 8,300 亿美元，同比增长 20%；而中国云市场规模预计达到约人民币 10,857 亿元，同比增长 31%，快于全球大盘，预计 2024-2030E 保持 25.2% 的年均复合增速（vs 全球复合增速 18.4%）。随着 AI 应用场景持续落地，预计中国云市场规模 2030 年突破 3 万亿元。

图表 15：全球云计算市场规模



资料来源：Gartner、浦银国际

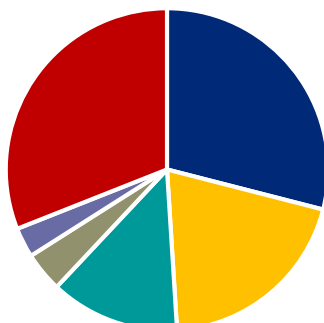
图表 16：中国云计算市场份额



资料来源：中国信通院、浦银国际

图表 17：全球云计算市场份额（3Q25）

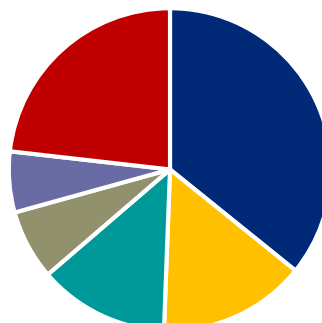
■ 亚马逊 ■ 微软 ■ 谷歌 ■ 阿里巴巴 ■ 甲骨文 ■ 其他



资料来源：Synergy、浦银国际

图表 18：中国 AI 云市场份额（1H25）

■ 阿里巴巴 ■ 字节跳动 ■ 华为 ■ 腾讯 ■ 百度 ■ 其他

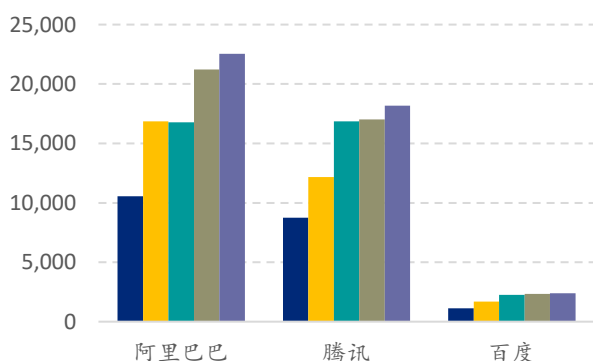


资料来源：Omdia、浦银国际

中美头部互联网公司资本支出持续提升，维持在较高水平。自进入 AI 大周期以来，行业资本支出快速增长。美国四家头部互联网公司合计资本支出已从 2024 年的约 2,300 亿美元，提升至 2026 年预期的约 6,800 亿美元，呈几何式增长，预计 2028 年超过 8,800 亿美元。中国互联网公司同样也在加大投入，阿里巴巴、腾讯、百度合计资本支出从 2024 年的约 200 亿美元，提升至 2026 年预期的约 360 亿美元，预计 2028 年超过 430 亿美元。

图表 19：中国互联网 Capex（百万美元）

■ 2024 ■ 2025 ■ 2026E ■ 2027E ■ 2028E

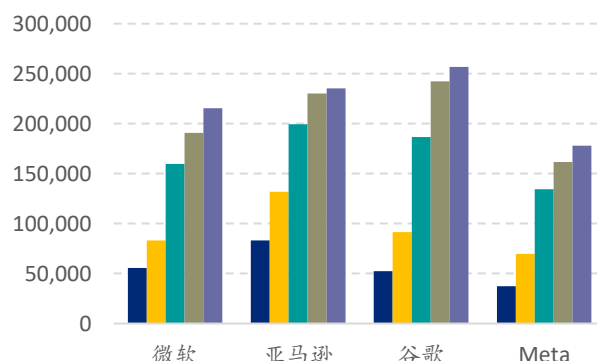


E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 20：美国互联网 Capex（百万美元）

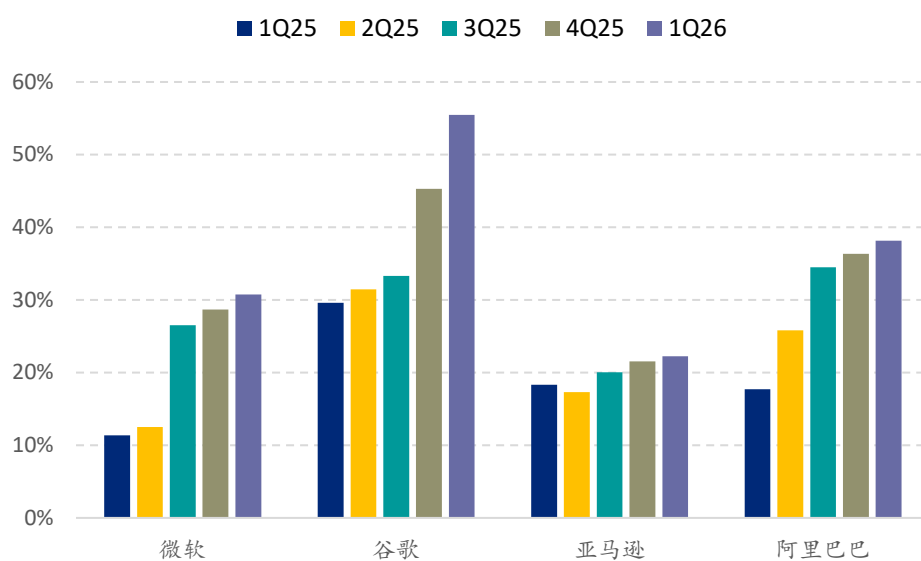
■ 2024 ■ 2025 ■ 2026E ■ 2027E ■ 2028E



E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 21：中美云计算厂商云收入增速



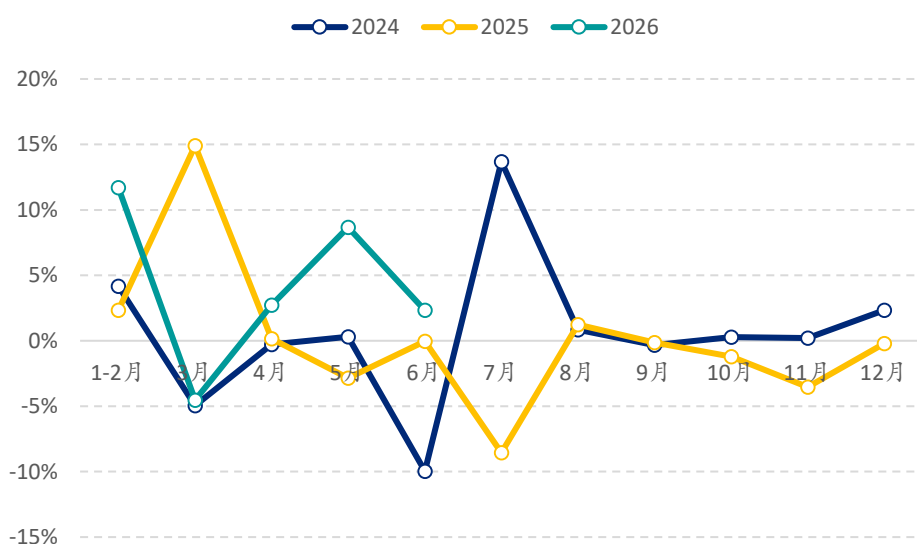
资料来源：Bloomberg、浦银国际

电商：国补高基数影响逐渐消退，即时零售竞争趋于缓和

2026 年下半年，电商行业将迎来国补高基数效应消退和即时零售竞争理性化的双重利好，这或带动电商平台整体利润率改善。1) 国补影响出清：2025 年阶段性补贴带来了高基数压力，不过随着多个品类，尤其是 3C 带电品类将在今年 Q3 基本消化基数压力，平台收入与利润率有望同步修复；2) 即时零售竞争缓和：补贴退坡后行业从“烧钱抢份额”转向“UE 模型优化”，头部平台聚焦履约效率与用户体验，盈利能力提升成核心看点。目前板块估值处于历史低位，平均市盈率为 9x。随着国补影响消退与即时零售盈利改善，估值有望得到修复。

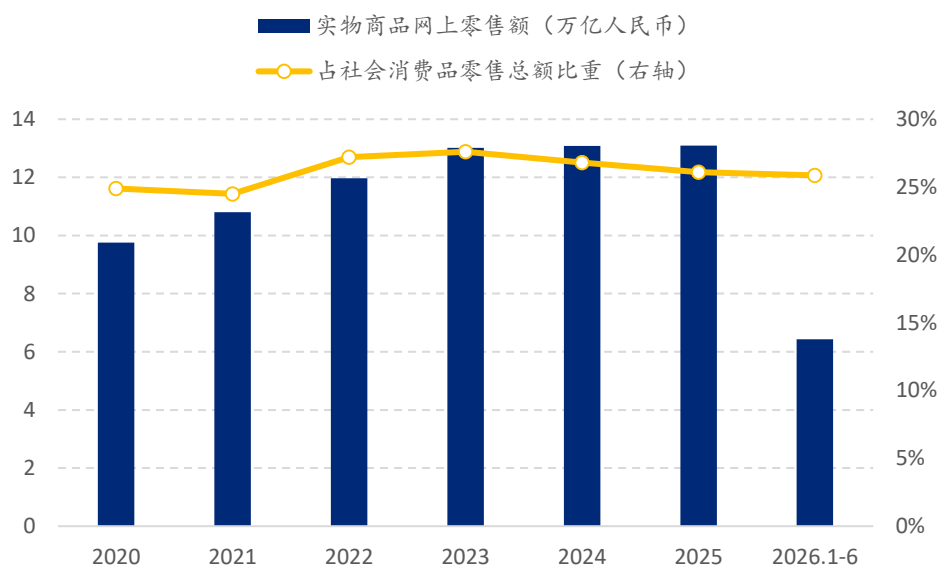
2026 年 1-6 月社会消费品零售总额同比增长 1.3%。其中，网上商品零售额同比增长 4.8%，占社会消费品零售总额的比重为 25.9%；在实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品分别增长 16.8%/6.2%/1.3%。

图表 22：实物商品网上零售额增速



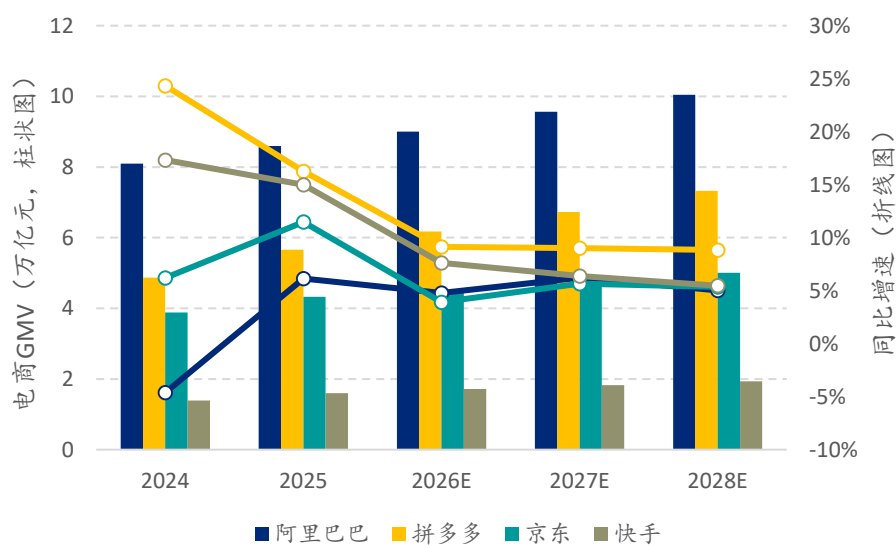
资料来源：国家统计局、Bloomberg、浦银国际

图表 23：实物商品网上零售额



资料来源：国家统计局、Bloomberg、浦银国际

图表 24：电商 GMV 和同比增速预测



注：E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

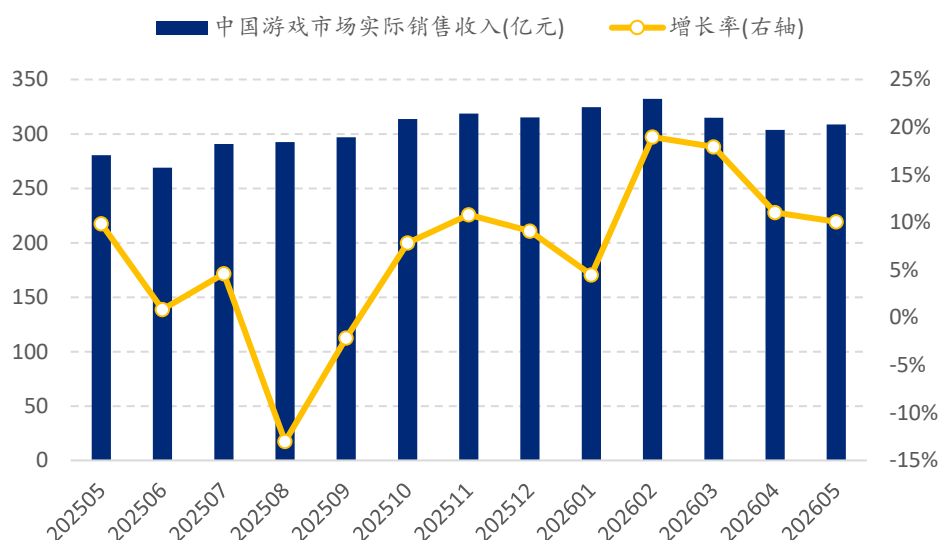
即时零售竞争趋于缓和。美团、淘宝闪购、京东三大平台全面从“烧钱抢份额”转向 UE 改善优先，2026Q1 三家外卖相关业务环比亏损大幅收窄、营销费用较 2025 年补贴高峰明显回落；行业格局逐渐稳固，呈现约 5:4:1 结构（订单数量口径）。后续行业核心变量落脚于竞争烈度变化，UE 持续优化将成为板块业绩与估值修复主线。

游戏：长青游戏稳固基本盘，新品周期开启

展望下半年，我们认为游戏行业将维持良好增长势头，多款重磅新游有望上线，开启新一轮产品周期。长青游戏矩阵继续强劲，贡献稳定的收入基本盘。小游戏市场连续多年高增长后，仍有望保持较快增速。AI 技术在游戏研发和运营中的渗透率持续提升，降本增效作用逐步显现。多端互通和外链支付趋势下，行业利润率有望进一步改善。

行业整体保持良好增长。2026 年 1-5 月中国游戏行业销售收入为 1,584 亿元，同比增长 12.2%，实现快速增长。其中移动游戏占据主导地位（占 71%），同期收入 1,127 亿元，同比增长 7.1%；客户端游戏增长强劲，收入 389 亿元，同比大幅增长 31.8%，主要由多款端游新品及双端产品贡献。

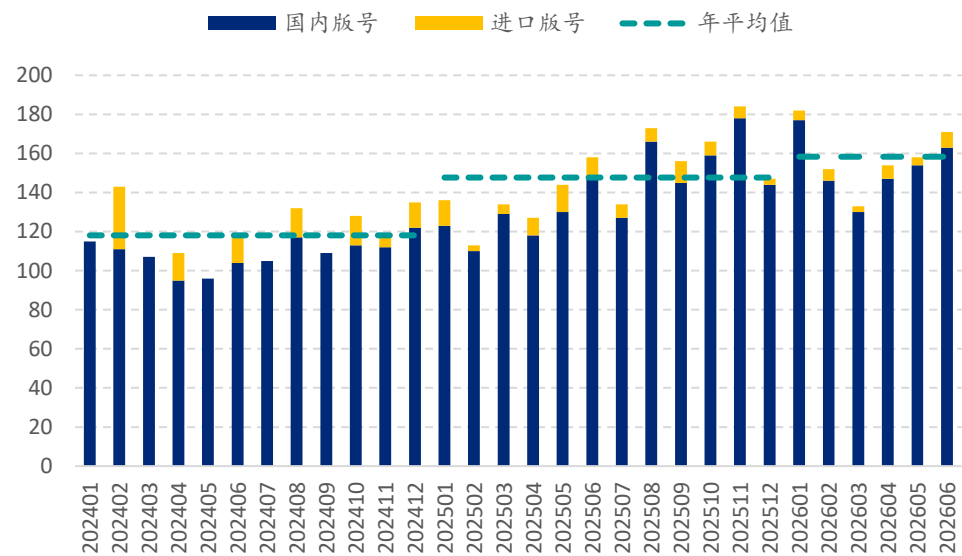
图表 25：中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

供给端版号发放数量稳定。游戏版号发放保持常态化节奏，2026 年 1-6 月发放 950 款版号（包括 817 款国产游戏和 33 款进口游戏），同比增长 17%，发放数量进一步提升。供给端的稳定为行业增长提供了良好的环境。

图表 26：中国游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

重磅新游管线丰富，新产品周期开启。腾讯、网易等头部厂商均有多款产品进入测试、版号获批或公测准备阶段。腾讯方面，公司拥有多款值得关注的产品储备：《异人之下》为腾讯魔方工作室群研发的漫改 3D 格斗竞技新游，全网预约量超过 3000 万，或在年内上线；《彩虹六号：攻势》国服已于 6 月完成首次删档技术测试；《怪物猎人：旅人》于 7 月 2 日启动第三轮封闭测试招募。网易方面，《遗忘之海》已于 7 月 9 日开启 PC 端公测，移动端公测将于 7 月 23 日开启。

图表 27：腾讯、网易主要新游及储备

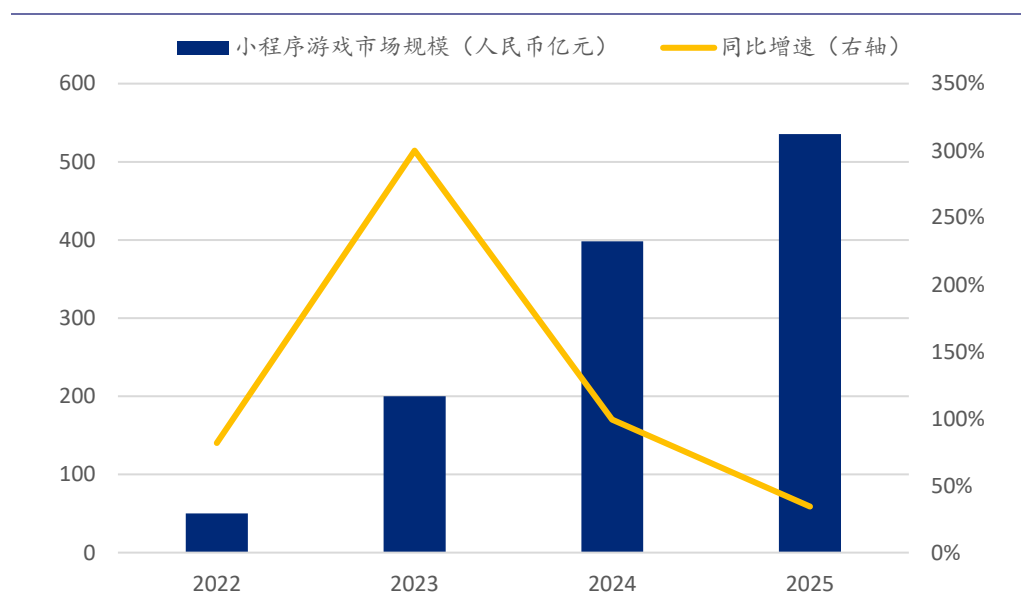
公司	主要新游储备	类型
腾讯	《异人之下》	格斗竞技
	《彩虹六号：攻势》	英雄射击
	《怪物猎人：旅人》	开放世界生存动作
网易	《遗忘之海》	航海 RPG
	《无限大》	二次元开放世界
	《归唐》	3A 单机

资料来源：公司资料、浦银国际整理

长青游戏矩阵稳固基本盘，运营能力持续验证。长青游戏仍是行业增长的重要基石。腾讯方面，《王者荣耀》2026 年 Q1 流水创下上线以来的新高；《和平精英》Q1 收入同比增长超 30%，春节期间 DAU 突破 9,000 万，创历史新高；《三角洲行动》DAU 突破 5,000 万，已正式进入长青游戏序列。网易方面，《梦幻西游》《蛋仔派对》《第五人格》《逆水寒手游》等产品继续贡献稳定表现。我们预计头部长青游戏仍将持续通过版本更新、IP 联动、电竞赛事等多元化运营手段维持玩家活跃度和付费意愿，有望持续为头部厂商提供稳定的业绩支撑。

小游戏继续高增长，生态进入长效经营红利期。小程序游戏是近年增长快速的细分赛道。伽马数据显示，2025 年国内小程序游戏收入达 535 亿元，同比增长 34.4%。小游戏通过极低的准入门槛有效触达了传统应用商店难以覆盖的大量潜在玩家，已成为主流用户的孵化器，并从“碎片化消遣”向中重度精品赛道进化。我们预计小游戏生态将继续受益于以下几个趋势：1) AI 技术贯穿立项、研发、发行、运营全链路，降低开发门槛；2) PC 端流量的开拓，越来越多用户开始在电脑端玩小游戏；3) 搜索、视频号等新流量场景的持续扩展。

图表 28：中国小游戏市场规模



资料来源：伽马数据、浦银国际

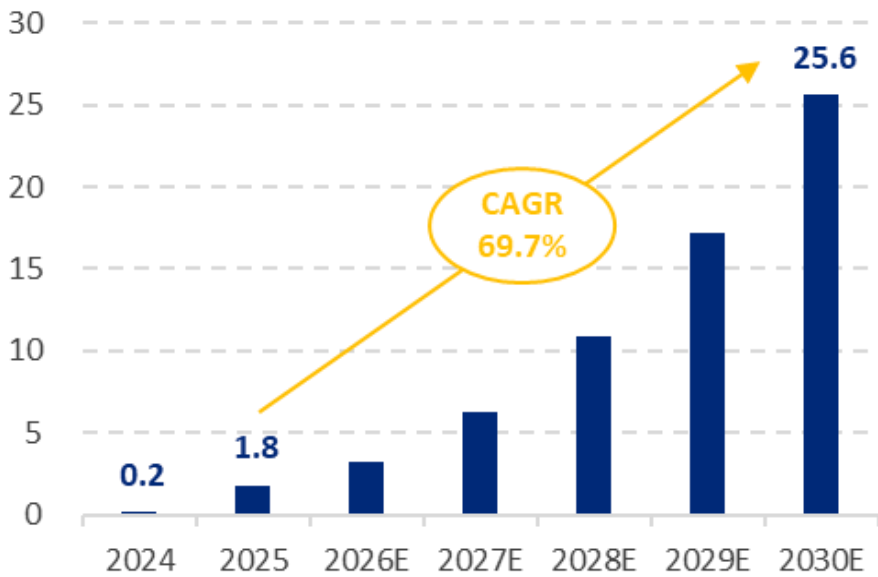
多端互通与外链支付，行业利润率有望改善。多端互通已成为行业标配，《王者荣耀世界》支持 PC 与移动端数据互通及跨平台联机，《蛋仔派对》也在原有移动版本基础上增加了客户端版本。近期客户端游戏收入的强势增长，一个重要驱动因素是移动游戏新品在 PC 端的同步发行。多端布局打破了设备限制，让玩家根据场景自由切换设备，在扩张用户规模的同时也提升了高价值用户的生命周期价值。

在外链支付方面，随着全球反垄断监管趋势的加强和平台政策的松动，游戏公司在应用内购之外拥有了更多支付选择，这有助于降低渠道分成比例。我们预计外链支付趋势将在下半年继续演进，平台分成比例的下降将直接改善游戏公司的利润率水平。

具身智能：量产拐点，下半年迎来上市潮

具身智能是 AI 从虚拟数字世界走向物理现实世界的终极形态，2026 年或成为行业量产拐点。根据 Counterpoint 预测，2026 年全球人形机器人出货量预计超过 5 万台，或较 2025 年的 1.8 万台增长近两倍，行业投资逻辑也逐渐从过去的主题炒作向业绩兑现过渡。从长期市场空间来看，可类比新能源汽车，人形机器人产业或将实现十年百倍。从本质上看，人形机器人与新能源汽车在底层技术架构上具有高度同源性，均遵循“感知-决策-执行”的闭环逻辑，以及“概念发布-原型验证-小批量试产-大规模量产”的产业化路径。结合供应链建设、政策引导及资本市场等方面的对比，我们认为当前人形机器人大致相当于新能源汽车在 2018-2020 年之间的发展阶段，在 2026 年有望迎来出货量的爆发。根据 Counterpoint 预测，全球人形机器人 2030 年出货量或增长至 25.6 万台，复合增长率达 69.7%。根据 Omdia 预测，全球人形机器人 2035 年出货量有望突破 260 万台，约为 2025 年出货量的 150 倍。资本市场方面，下半年将迎来宇树科技等头部企业 IPO 密集落地期。

图表 29：全球人形机器人销量情况及预测（万台）



注：E=Counterpoint 预测
资料来源：Counterpoint、前瞻产业研究院、浦银国际

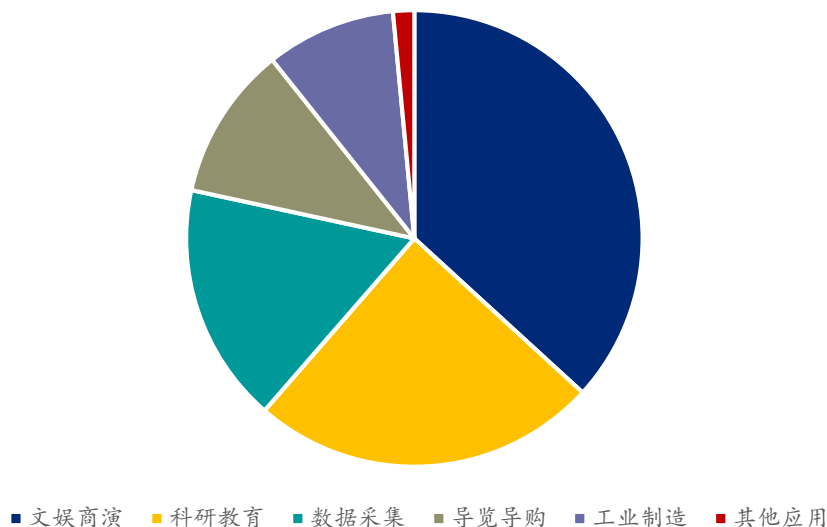
图表 30：2026 年初至今中国人形机器人行业主要融资事件盘点

融资时间	被投企业	融资轮次	融资金额（人民币）
2026 年 1 月	自变量机器人	A++轮	10 亿元
2026 年 2 月	逐际动力	B 轮	2 亿美元
2026 年 2 月	穹彻智能	A 轮	数亿元
2026 年 2 月	星海图	B 轮	10 亿元
2026 年 2 月	灵心巧手	B 轮	15 亿元
2026 年 2 月	无界动力	天使+轮	超 2 亿元
2026 年 2 月	智平方	B 轮系列	10 亿元
2026 年 2 月	千寻智能	连续两轮融资	20 亿元
2026 年 2 月	因时机器人	C1/C2 轮	数亿元
2026 年 2 月	自变量机器人	新一轮融资	数亿元
2026 年 3 月	银河通用机器人	A+轮	25 亿元
2026 年 3 月	松延动力	B 轮	10 亿元
2026 年 4 月	地瓜机器人	B2 轮	1.5 亿美元
2026 年 4 月	它石智航	Pre-A 轮	4.55 亿美元
2026 年 4 月	极佳视界	B1 轮	15 亿元
2026 年 4 月	加速进化	新一轮融资	近 10 亿元
2026 年 4 月	普渡机器人	新一轮融资	近 10 亿元
2026 年 4 月	自变量机器人	B 轮	近 20 亿元
2026 年 4 月	无界动力	天使+++轮	累计超 2 亿美元
2026 年 5 月	天机机器人	B 轮&B+轮	10 亿元
2026 年 5 月	乐聚智能	创业板 IPO 受理	——
2026 年 7 月	逐际动力	Pre-IPO 轮	近 2 亿美元
2026 年 7 月	自变量机器人	战略融资	估值超 200 亿元
2026 年 7 月	宇树科技	科创板 IPO 注册获批	拟募资 42.01 亿元

资料来源：公开资料、浦银国际整理

商业落地：To B 工业先行，To C 家庭消费才是终极场景。当前在售人形机器人的主要应用场景并非常态化刚性需求，多数集中在文娱商演和教育科研等。IDC 2025 年全球人形机器人出货量结构显示，文娱商演占 36.8%、教育科研占 24.6%。未来场景落地顺序或依次为：工业、商业以及家庭。短期，工厂由于环境结构化、任务标准化，仍是应用的主战场；远期家庭服务是终极应用场景，预计将占到总量一半以上，但成本大幅降低才能实现大规模普及。

图表 31：人形机器人应用场景分布（2025 年）



资料来源：IDC、浦银国际

未来场景落地顺序或依次为：工业—商业—家庭。场景落地的深度与广度直接决定市场规模的增长速度，人形机器人的应用场景将逐步实现梯度拓展。

第一阶段核心场景：工业制造（2026-2028 年）

工业场所环境结构化、任务标准化，短期内仍是人形机器人应用的主战场。随着技术的成熟，人形机器人的应用将从简单的搬运、分拣深入至精密装配等多工序、多任务环节，主要用于汽车、3C 等行业的生产线。

第二阶段核心场景：商业服务（2028-2030 年）

随着机器人智能化水平提升，人形机器人将逐步向商业服务场景渗透，主要用于商超导览、酒店服务等，移动需求大，人机交互增多。主要客户包括物流企业、酒店、商场、政府机构等。

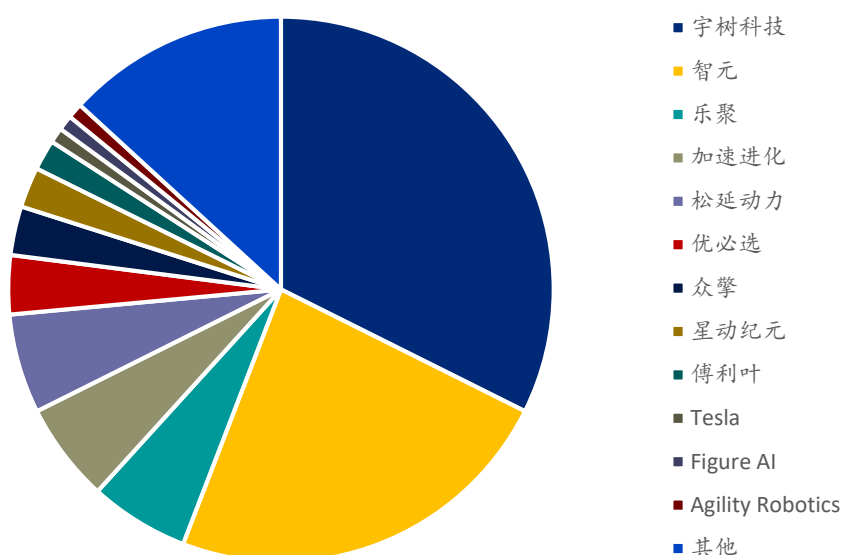
第三阶段核心场景：家庭服务（2030 年以后）

家庭服务场景主要包括家政、陪护、养老、教育陪伴等，环境非结构化、长尾场景多，对安全性与智能化要求极高。远期家庭场景将成为市场规模的重要增长极，但需大幅降低整机成本才能实现大规模普及。

从全球竞争格局来看，中国企业主导量产交付，美国企业引领技术标杆。根据赛迪统计，截至今年一季度，全球人形机器人本体企业数量已超过 300 家，其中中国企业数量超过 140 家，占全球数量的近一半。出货量方面，2025 年国内人形机器人出货量约 1.44 万台，占全球总出货量的 84.7%，占据绝对主导地位。

在机器人行业，中国和美国形成了各具特色的发展路径：**中国企业侧重“量产落地+场景适配”**，在具体场景中快速迭代，通过供应链优势，不断优化整机制造成本，从而实现产能快速部署；**美国头部企业聚集“软件迭代+高端市场”**，以特斯拉和 Figure AI 为代表，主打端到端模型或分层决策模型，强调技术的通用性，目前尚未实现规模化量产。美国头部企业生产的人形机器人更多用于内部测试与验证，与中国企业在商业化量产方面形成鲜明对比。

图表 32：全球人形机器人出货量（2025 年）



资料来源：赛迪、浦银国际

技术与能力层面，行业形成四大核心能力方向：一是运动控制与高动态性能，自研关节与算法，实现高速行走、空翻、全向旋转等复杂动作；二是具身大模型与端到端控制，将 VLA 视觉-语言-动作深度耦合，实现低样本学习与复杂环境适配；三是核心部件全栈自研与降本，通过国产化替代，将成本降至海外产品 1/10，降低普及门槛；四是安全与场景适配，柔性驱动、医疗级力控、IP66/IP67 防护等，针对性解决家庭、医疗以及工业恶劣环境的使用痛点。

行业参与者沿着不同路径推动具身智能从实验室走向真实场景，工业制造、商业服务、医疗康养、家庭服务、特种作业成为重要落地领域，行业正快速向低成本、通用化、高可靠、全场景方向演进。工业制造是最先规模化的领域，以特斯拉、Figure AI、智元、银河通用为代表，其产品深度切入汽车、3C、新能源产线，承担装配、搬运、质检、重载作业等当前商业化较为成熟的场景；商业服务以导览导购、文娱商演为主，优必选、乐聚、松延动力落地案例丰富；医疗康养由傅利叶智能领跑，依托医疗资质与高精度力控，切入康复、陪护赛道，避开工业红海；教育科研成为技术验证与人才培养载体，宇树、加速进化、松延动力以低成本机型快速渗透高校与科研机构；在家庭服务与特种环境等领域，1X Technologies 主打家用服务与轻量化，云深处专注电力巡检、应急救援等高危场景，形成差异化壁垒。

图表 33：人形机器人主要国内外玩家比较

企业	入局时间	核心定位	技术路线特点	商业落地场景
特斯拉	2021 年	全场景通用	FSD 架构迁移、灵巧手、Dojo 超算	特斯拉工厂、商业服务
Figure AI	2022 年	工业+家庭	Helix VLA 大模型、3 克级触觉感知、工业数据闭环	宝马汽车产线、物流仓储
1X Technologies	2014 年	家庭护理	30kg 轻量化、柔性驱动、VR 远程代操作	家庭家务、养老陪护
Agility	2015 年	物流仓储	类鸟型反向膝关节、WMS 系统适配	物流搬运、汽车产线
波士顿动力	1992 年	高动态通用	全向高动态力控关节、高重载能力、电驱转型	现代汽车产线、重工场景
宇树科技	2016 年	高动态通用	全技术链自研、量产先锋	科研教育、商业展演
优必选	2012 年	全场景通用	伺服系统全栈自研、专利数领先	商业服务、教育、车企产线
智元机器人	2023 年	工业级通用	工程化高效落地、RaaS 模式	华为供应链、汽车、政企
乐聚机器人	2016 年	商用服务+教育科研	5G-A 云边端协同、远程辅助操作	科研教育、车企物流
众擎机器人	2023 年	工业级人形	高爆发关节、高动态运动能力	3C 电子制造、物流
傅利叶智能	2015 年	医疗康复	医疗级力控、康复场景适配	医疗机构、康养陪护
云深处科技	2017 年	复杂场景巡检	IP66/IP67 防护、越障平衡、全天候作业	电力巡检、应急救援、安防
星动纪元	2023 年	工业级通用	ERA-4 具身模型、灵巧手自研	物流、工业、商业服务
银河通用	2023 年	轮足复合式	双臂 50kg 负载、百亿级数据集	新能源、汽车、零售
加速进化	2023 年	科研教育+赛事	全向运动关节、高鲁棒性、自主起身	科研教育、赛事、展演
松延动力	2023 年	消费级通用	万元级低价、仿生交互算法	科研、商业展示、家庭陪伴

资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际整理

产业链：硬件决定下限，软件决定上限，数据匮乏仍是瓶颈。目前一台高性能人形机器人的硬件成本约人民币 30 万至 60 万元，成本高昂主要源于核心零部件技术壁垒高、定制化需求强以及产业规模尚未起量等。行业标杆特斯拉 Optimus 预计量产后目标成本 2 万美元。具身大脑直接决定人形机器人能否拥有类人感知、自主环境适应与自然交互能力，是区分其单纯机械执行与真正通用智能的核心关键。而数据匮乏是目前限制具身大脑发展的瓶颈之一。人形机器人依赖海量真实物理交互数据训练具身大模型，但多场景、多模态真机数据采集成本高、效率低；叠加行业数据标准不统一、数据共享存在壁垒，难以形成规模化数据集。

随着国产化替代加速、规模化量产推进及技术整合优化，机器人整机成本正快速下行，市场普遍预计 2027 年高性能人形机器人有望将成本压至人民币 15-20 万元，2030 年逼近 10 万元商业化临界点。

图表 34：人形机器人成本下降趋势判断

阶段	时间范围	成本目标	主要发展趋势	应用场景
短期	2025 年-2027 年	15-20 万元	核心零部件国产化加速，执行器、感知系统成本大幅下降，行业进入小批量量产阶段	工业制造应用场景逐步规模化落地
中期	2027 年-2030 年	10-15 万元	规模化量产效应显现，一体化集成技术普及，单台成本逼近人类劳动力成本	商业服务场景逐步渗透
长期	2030 年（以后）	10 万元以内	核心零部件完全国产化，规模化量产达百万台级别，成本结构进一步优化	家庭服务等场景全面普及

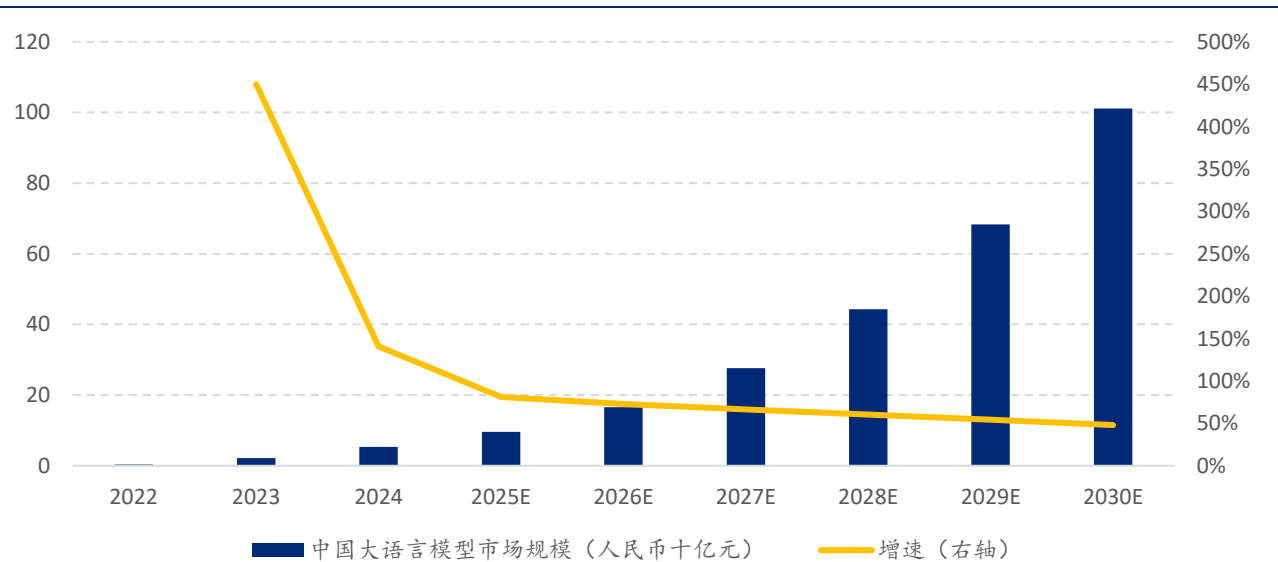
资料来源：MIR 睿工业、浦银国际预测

大模型：量价齐升，价值兑现在即

中国大模型行业正在经历价值切换，从过去两年“百模大战”的以价换量，转向头部厂商开始实现量价齐升的新阶段。供需两端的结构性变化同步发生：供给端，有效玩家已收敛至十余家，头部旗舰迭代周期压缩至约 3 个月，第三方评测显示，目前中美头部模型综合能力差距已收窄至 5%~10%，国产模型正在获得与能力匹配的定价权；需求端，Coding、多模态与 Agent 场景的接力放量显著提升 Token 消耗的量级，企业级渗透仍有很大空间。更重要的是，2026 年上半年的提价验证了需求增长并未因价格回升而放缓，反而模型能力增强使得用户付费意愿提升，大模型作为企业生产力工具的刚性需求属性已初步得到确认。我们认为下半年行业将延续量价齐升态势，推动头部厂商单位经济模型进入良性循环。

中国大模型仍处渗透早期，未来五年复合增速超 40%，企业级为主要增量。据弗若斯特沙利文与中国信通院测算，中国大语言模型（LLM）市场规模预计由 2026 年的人民币 166 亿元增至 2030 年的人民币 1,011 亿元（CAGR 约 43.5%），是 AI 各细分中增长最快的方向之一。结构上将以企业级主导，2030 年企业级市场规模预计增至人民币 904 亿元，占比近九成；消费级预计达到 107 亿元，占比约一成。

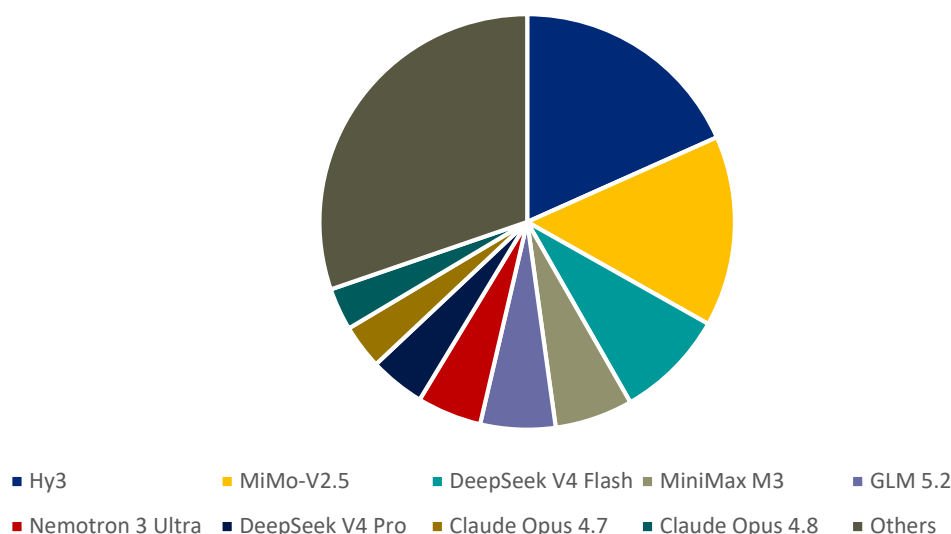
图表 35：中国 LLM 市场规模及结构



E=弗若斯特沙利文预测
资料来源：弗若斯特沙利文、中国信通院、浦银国际

调用量端亦可作为有力验证。据国家数据局公开数据，中国大模型日均 Token 调用量已从 2024 年初的 1,000 亿增至 2026 年 3 月的 140 万亿，两年增长超千倍。全球开发者平台 OpenRouter 的统计亦显示，中国模型已占全球 Token 调用量 50% 以上，这标志着中国大模型应用活跃度跻身全球前列。我们认为，当前大模型渗透率仍处快速扩张阶段，行业预计将保持高成长属性。

图表 36: OpenRouter 模型调用量



资料来源: OpenRouter (7 月 13 日至 7 月 19 日)、浦银国际

竞争格局收敛，走向差异化竞争。当前中国具备持续迭代能力的大模型厂商已收敛至十余家。**独立模型厂商**凭借技术专注与组织效率在差异化赛道建立壁垒：**智谱**聚焦通用模型 GLM+智能体/企业工作流，在 Coding 与受监管行业的本地化部署上形成壁垒；**MiniMax** 以多模态能力与 C 端产品体验为核心，通过端到端的用户交互设计和全球化市场拓展建立竞争优势；**DeepSeek** 以推理效率与模型优化见长，通过开源战略扩大技术影响力并降低行业应用成本；**月之暗面**则聚焦超大规模开源与深度推理，以长文本+自主 Agent 为核心，在复杂工程设计与高阶知识工作流场景中构建差异化价值。**平台型巨头**依托自有生态推进“模型+云+应用”协同布局：**阿里巴巴**通过千问接入淘宝、支付宝、飞猪、高德等产品，形成交易闭环，同时以云与算力基础设施为竞争壁垒，借助开源生态扩大全球影响力；**字节跳动**则凭借豆包大模型与 Seedance 视频生成模型的双轮驱动，以及通过抖音等超级 App 的存量入口，在 Token 经济中占据体量优势；**腾讯**依托微信 14 亿月活用户，将元宝打造为生态 AI 入口，凭借微信生态的流量分发能力形成核心竞争力；**百度**则依托搜索与云的原有协同关系，将文心大模型深度嵌入搜索改造与企业级云服务，较早布局智能体平台。我们认为，行业参与者的差异化发展将共同做大行业蛋糕，行业整体迈向更健康的商业化兑现。

图表 37：中国大模型主要玩家格局概览（综合科技巨头 vs 独立厂商）

厂商	类型	技术与产品特点	侧重场景	主要变现模式
阿里巴巴	平台型	全尺寸开源模型矩阵，与自有云深度耦合，多模态布局完整	云生态、电商等交易闭环、开发者生态	MaaS+云服务、应用内 Agent
字节跳动	平台型	C 端分发能力突出，布局手机 / IoT 等 OS 级助手入口	C 端通用助手、终端入口	流量与广告生态、订阅
腾讯	平台型	依托微信生态推进应用内 Agent	社交 / 内容生态内嵌	广告、商户工具等应用内变现
百度	平台型	搜索与云协同，智能体平台布局较早	搜索改造、企业云	云+MaaS
智谱	独立厂商	通用模型 GLM 为轴，MoE+稀疏注意力，编程 / Agent 能力居第三方榜单前列	Coding / Agent、政企本地化部署	API、订阅、企业本地化部署
MiniMax	独立厂商	MoE+线性注意力，高吞吐推理；多模态（文本 / 音视频）矩阵丰富	多模态、C 端全球化（2025 海外收入占比约七成）	C 端订阅 / 内购、MaaS 开放平台
DeepSeek	独立厂商	效率标杆；新一代旗舰 V4 支持超长上下文、推理缓存开销大幅优化	数理推理、长文本、开发者	开放权重+低价 API
月之暗面	独立厂商	超大规模开源，聚焦长程 Coding 与深度 Agent	Coding、Agent	API +C 端产品

资料来源：公司官网、浦银国际整理

模型持续创新，旗舰迭代周期缩短。今年上半年国产旗舰密集上新：4 月 DeepSeek 新一代旗舰 V4 发布，支持百万 token 级上下文，推理缓存开销降至上一代的约 10%；5 月阿里千问 Qwen3.7-Max 发布，采用万亿参数 MoE 架构，以及文本-图像-代码全域思考模式；6 月 MiniMax M3 上线，基于自研稀疏注意力（MSA）架构，百万 Token 上下文规模下，每 token 计算量仅为上一代 M2 的约 1/20；同月智谱 GLM-5.2 全量开放并开源，延续 744B MoE 架构，上下文窗口扩展至百万 token 级，采用 MIT 协议；月之暗面 Kimi K2.7 Code 亦于 6 月发布，万亿参数 MoE 架构，聚焦长程编程场景，思考链 token 消耗较上一代减少约 30%；7 月 Kimi K3 发布，基于 2.8 T 参数 MoE 架构并宣布开源，主打长上下文深度推理与自主 Agent 工程能力，跻身全球模型头部队列。头部旗舰迭代周期已缩短至 3 个月以内。能力升级与推理降本同步推进，意味着同样的算力投入可支撑更大规模的应用落地，为下半年 Agent 与多模态放量打下坚实的供给侧基础。

图表 38：2026 年至今国内主要旗舰模型发布时间线

厂商	模型型号	发布日期
阿里巴巴	Qwen 3.8-Max-Preview	2026.07
	Qwen 3.7-Max	2026.05
	Qwen 3.6	2026.04
	Qwen 3.5	2026.02
百度	ERNIE 5.1	2026.05
	ERNIE 5.0	2026.01
字节跳动	Doubao Seed 2.0	2026.02
腾讯	Hy3 Preview	2026.04
智谱	GLM 5.2	2026.06
	GLM 5.1	2026.04
	GLM 5	2026.02
月之暗面	Kimi K3	2026.07
	Kimi K2.7 Code	2026.06
	Kimi K2.6	2026.04
	Kimi K2.5	2026.01
MiniMax	MiniMax M3	2026.06
	MiniMax M2.7	2026.03
	MiniMax M2.5	2026.02
DeepSeek	DeepSeek V4	2026.04

资料来源：公司官网、浦银国际整理

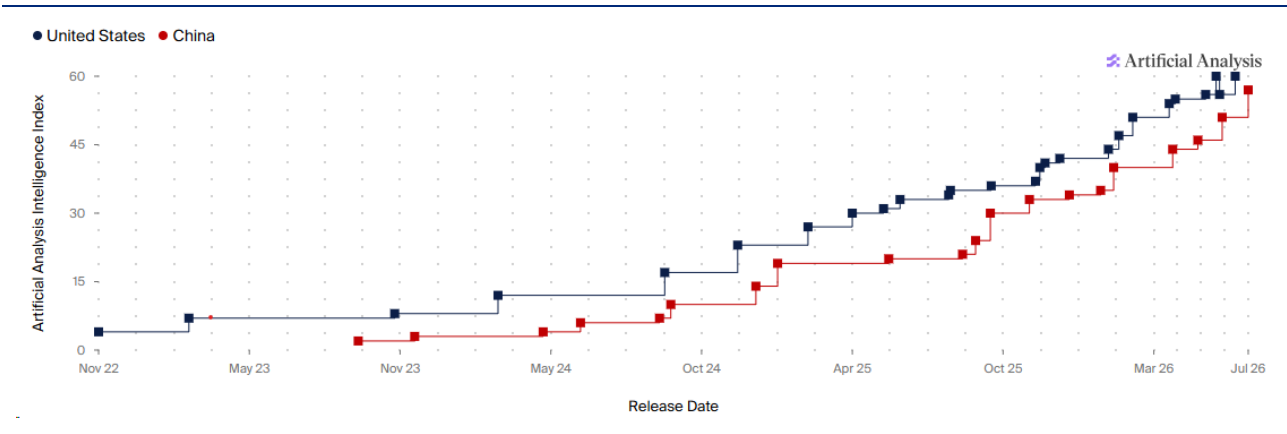
中美能力差距持续收窄，路径分化：海外重前沿、国内重效率。海外头部实验室以追求绝对前沿性能为主线，配合大规模资本开支构建覆盖全球的推理基础设施、自研芯片与企业级合规体系；国内由于受出口管制约束，更多转向算法、架构与推理工程优化，追求单位资本投入的能力增量。第三方评测 Artificial Analysis 显示，目前中国头部模型与美国旗舰的综合能力差距已收窄至 5%~10%、平均时滞收窄至约 3 个月，全球能力榜前 10 名模型厂商中，中国厂商占 5 席。值得注意的是，中美大模型能力差距在不同任务维度上呈现出结构性差异。在通用文本生成、代码补全、中文理解等应用广泛且评测相对成熟的任务中，国内头部模型已接近海外同代模型水平；但在复杂推理、长链路问题求解和多步 Agent 可靠性等前沿能力上，仍可能存在一定差距。这也是海外厂商持续高强度投入的核心价值所在，前沿能力是高价值场景的准入门槛与定价权基础。中国厂商以 MoE、稀疏 / 线性注意力为代表的架构创新与推理工程优化，建立了显著的效率优势，以较低的资本强度实现了覆盖大多数商业场景的模型能力。随着算力供给侧的改善，中国厂商的效率优势有望进一步转化为部署成本与性价比优势，在价格敏感型市场与全球开发者生态中赢得份额。

图表 39：全球大模型厂商能力排名

厂商	前沿模型	Intelligence Index (智能指数)	上下文窗口	综合价格 (USD/1M Tokens)
Anthropic	Claude Fable 5 (with fallback)	60	1M	\$2.75
OpenAI	GPT-5.6 Sol (max)	59	1M	\$1.04
Kimi	Kimi K3	57	1.05M	\$0.95
SpaceXAI	Grok 4.5 (high)	54	500k	\$0.31
Z AI	GLM-5.2 (max)	51	1M	\$0.47
Meta	Muse Spark 1.1 (xhigh)	51	1.05M	\$0.26
Google	Gemini 3.5 Flash	50	1M	\$0.59
Alibaba	Qwen3.7 Max	46	1M	\$1.03
MiniMax	MiniMax-M3	44	1M	\$0.12
DeepSeek	DeepSeek V4 Pro (max)	44	1M	\$0.04

注：数据截至 2026 年 7 月 20 日
资料来源：Artificial Analysis、浦银国际整理

图表 40：中美主要模型综合能力对比

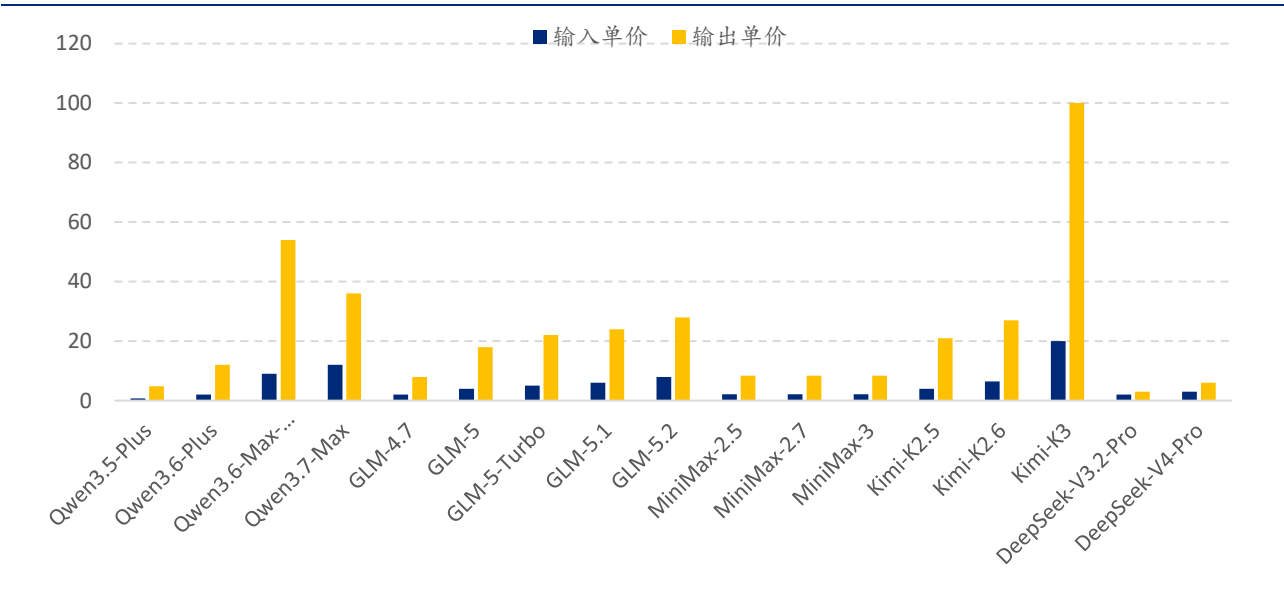


资料来源：Artificial Analysis、浦银国际

API 定价企稳回升，单位经济进入改善通道。过去两年行业主流模型推理均价累计下降约两个数量级，大幅让利将大模型加速推入企业核心工作流，培育了繁荣的应用生态与用量基数。2026 年 3 月以来，受需求强劲带来的算力紧张推动，国内主要厂商对旗舰模型与缓存服务实现约 5%–30%的提价；与此同时，头部厂商新一代旗舰模型与缓存服务的 API 定价亦同步上调，反映下游真实付费意愿提升与供需关系健康发展。我们认为，行业正从“以价换量”过渡到“量价齐升”，提价并未抑制需求增长，反而验证了大模型作为生产力工具的刚性需求属性。

展望下半年，我们预计行业 API 定价将维持稳中有升态势：需求侧，Agent 与多模态驱动的单任务 Token 消耗密度持续攀升，拉动力仍在加强；供给侧，头部厂商新一代旗舰密集发布，高能力模型天然锚定更高价格带。与此同时，架构创新与推理工程优化正在持续压低厂商端的单位推理成本，这意味着即便 API 售价保持平稳，头部厂商的毛利率仍有阶段性修复空间，单位经济模型趋于良性循环。

图表 41：国内主要大模型 API 价格情况（人民币元/百万 tokens）



注：阶梯式定价以起步价格为例；数据截至 2026 年 7 月 20 日
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 42：国内主要云服务厂商 2026 年上半年提价情况

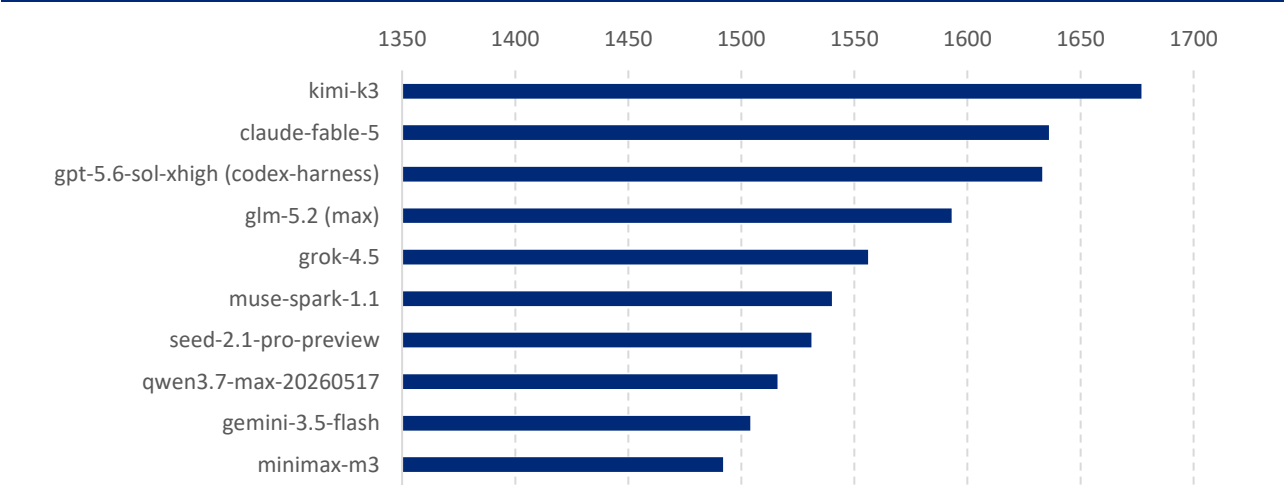
厂商	提价情况
阿里云	2026 年 3 月 18 日宣布对部分产品进行价格上调，新价格于 4 月 18 日生效。此次调价主要涉及 AI 算力与文件存储服务，其中平头哥真武 810E 等算力卡相关服务的价格上调 5%至 34%，而 CPFS（智算版）文件存储的价格则上调 30%。
百度智能云	3 月 18 日同日宣布，自 2026 年 4 月 18 日起，AI 算力相关产品服务价格上调约 5%-30%；并行文件存储等价格上调约 30%。
腾讯云	2026 年 5 月 9 日起，对 AI 算力、容器服务 TKE-原生节点及弹性 MapReduce（EMR）相关产品刊例价进行调整，均上调 5%。

资料来源：公司资料、浦银国际

我们认为，行业增长驱动力将主要来自于 Coding、多模态及 Agent 三大方向：1) Coding 场景具备清晰的付费链路、可量化的企业 ROI，2) 多模态天然具备更高的 Token 密度与全球消费市场，3) Agent 则驱动企业工作流的根本性变革。

Coding：货币化具备确定性的高价值场景。Coding 是当前 ROI 易量化、付费意愿强的场景，开发者对效果可即时验证、企业采用门槛低，且高频交互天然沉淀高质量数据，形成“越用越强”的数据飞轮。国产模型在该场景的全球竞争力已得到第三方用量验证——在 OpenRouter 开发者路由平台上，中国厂商合计 Token 份额 50% 以上。以月之暗面、智谱 GLM 为代表的国产模型已在主流第三方编程基准上跻身前列。我们认为任务完成率领先、能将能力沉淀为开发者工作流的厂商将获得更优的定价权，其用户群有望从数千万开发者向更广阔的知识工作者群体扩展。

图表 43：Code Arena WebDev 厂商排名（评测分数）



注：数据截至 2026 年 7 月 20 日
资料来源：Arena、浦银国际

多模态：Token 密度高，付费链路短，国产模型具备全球级竞争力。文生视频、语音等多模态赛道是国内厂商具备领先优势的方向，与国际厂商相比，以字节 Seedance、快手可灵等为代表的产品在视频生成质量与可控性上已跻身全球第一梯队，部分指标处于全球领先。我们从两个维度看好该赛道商业价值：1) 多模态天然具备更高的 Token 密度，单位时长的视频生成所耗算力远超文本对话，是撬动 Token 经济增长的重要杠杆；2) 内容创作场景效果直观可验证、付费链路短，订阅与按量付费模式较为成熟，且海外用户更强的付费能力还能够提供可观的全球化增量。多模态能力的突破亦直接外溢至下游内容产业，AIGC 在广告营销、影视与游戏美术、本地化翻译等环节带来显著降本增效。随着采用深度扩大，企业客户对多模态能力的用量有望持续提升，为 Token 经济提供可观的增量空间。

图表 44：全球大模型厂商能力盲测排名

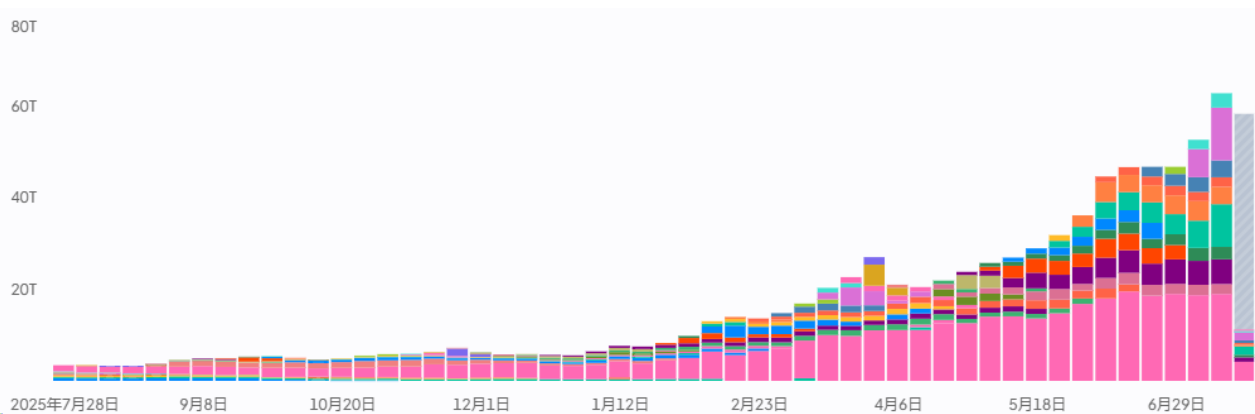
厂商	前沿模型	Elo 等级分	发布时间	API 价格 (USD/每分钟)
文生视频（带音频）				
Google	Gemini Omni Flash	1,239	2026 年 5 月	\$6.00
ByteDance Seed	Dreamina Seedance 2.0 720p	1,225	2026 年 3 月	\$9.07
Alibaba	Wan2.7-260612	1,160	2026 年 6 月	\$9.00
KlingAI	Kling 3.0 1080p (Pro)	1,111	2026 年 2 月	\$20.16
Skywork AI	SkyReels V4	1,108	2026 年 3 月	\$21.00
图生视频（带音频）				
Google	Gemini Omni Flash	1,202	2026 年 5 月	\$6.00
ByteDance Seed	Dreamina Seedance 2.0 720p	1,197	2026 年 3 月	\$9.07
SpaceXAI	grok-imagine-video-1.5-preview	1,117	2026 年 5 月	\$8.40
Alibaba	HappyHorse-1.1	1,110	2026 年 6 月	\$9.90
Skywork AI	SkyReels V4	1,085	2026 年 3 月	\$21.00

注：数据截至 2026 年 7 月 20 日
资料来源：Artificial Analysis、浦银国际

Agent：价值从回答问题迁移至完成任务，Token 需求量级跃升。Agent 将单次任务拆解为多轮推理、工具调用与思维链，由此产生的上下文累积效应使 Token 消耗量级显著高于传统对话。据 Gartner（2026 年 3 月）测算，Agentic 模型单任务 Token 消耗约为标准 Chatbot 的 5–30 倍。这个宽泛的区间宽度本身反映了 Agent 任务复杂度的高度异质性，从单步工具调用到多 Agent 协作的长链路任务，Token 消耗呈现非线性放大。由于 Agent 需反复读取代码仓库、执行测试并迭代修复，相较于代码推理与代码对话，Agentic 编码任务的 Token 消耗可高出数个数量级，Token 需求具备高弹性空间。

这种 Token 需求的扩张不仅体现在 B 端的自动化应用，也延伸到 C 端的广泛场景。OS 级 Agent 依托手机系统助手在操作系统层直接调度服务，为模型厂打开全新分发通道；应用级 Agent 嵌入社交、电商等高频场景，激活存量流量的二次变现。我们认为，Agent 正将模型的商业价值从“信息获取”提升至“任务自动化”，这既体现为单位 Token 消耗的大幅提升，也体现为应用场景的全面扩展。在此背景下，模型能力与产品能力兼备的厂商将获得优势。

图表 45: OpenRouter Token 使用量



注：数据截至 2026 年 7 月 20 日
资料来源：OpenRouter、浦银国际

指数纳入与港股通扩容改善流动性，解禁加大短期波动，关注基本面兑现。
2026 年 6 月，智谱与 MiniMax 已被纳入恒生综合指数等主要指数，智谱已同步调入港股通标的范围，MiniMax 有望于 8 月进入，被动跟踪资金与南向资金的持续流入将优化两家公司的投资者结构并提升交投活跃度。此外，两家公司均已迎来上市满六个月后的首次股份解禁，短期股价波动有所加大，但解禁本身不改变基本面，且将扩大自由流通市值，利于流动性改善，建议关注即将披露的中期业绩基本面兑现情况。

图表 46: 港股大模型上市公司短期资金面影响因素

厂商	纳入指数	港股通	流通股	7 月解禁比例
智谱	✓	✓	~4%	~6%
MiniMax	✓	有望 8 月进入	~5%	~49%

资料来源：公司公告、Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(快手科技 1024.HK、智谱 2513.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

