

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	5211.26
52周最高	5841.52
52周最低	3963.29

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:陈涵泊
SAC 登记编号:S1340525080001
Email:chenhanbo@cnpsec.com
分析师:李佩京
SAC 登记编号:S1340525080003
Email:lipeiijing@cnpsec.com
分析师:王思
SAC 登记编号:S1340525080002
Email:wangsi1@cnpsec.com

近期研究报告

《Meta 并购 Manus，中国 Agent 工程能力走向全球》 - 2025.12.31

技术与资本共振，国产大模型护航 AI 应用浪潮

● DS 新年开源 mHC 新架构，破解了大模型训练稳定性难题

2026 年 1 月 1 日,DeepSeek 发布题为《mHC:Manifold-Constrained Hyper-Connections》的学术论文,该论文由 DeepSeek 创始人兼 CEO 梁文锋参与署名。论文提出的 mHC (流形约束超连接) 新网络架构,直指当前大模型训练中以超连接 (HC) 为代表的技术方案带来的三大痛点:大模型训练中存在的稳定性差、可扩展性受限及内存开销大,制约大模型工业化落地进程。针对上述痛点,mHC 架构构建了兼顾性能与效率的改进框架:一方面将 HC 的残差连接空间投影至特定流形,精准恢复身份映射特性,解决训练不稳定问题;另一方面通过严谨的基础设施优化,降低内存开销并提升运行效率。实证表明,mHC 在大规模训练中(如 27B 模型)表现出卓越的可扩展性。在 $n=4$ 的扩展倍率下,仅增加了 6.7% 的训练时间开销,却换来了显著的性能提升。

我们认为,mHC 通过优化神经网络连接架构,在提升性能的同时显著降低了大规模 AI 模型的训练门槛与成本,推动行业竞争从参数规模转向效率与稳定性,提供大模型创新新范式。

● 国产大模型资本化进程加速，产业基础持续巩固

智谱与 MiniMax 冲刺港股 IPO, Kimi 完成新一轮融资。2025 年 12 月中旬,智谱和 MiniMax 先后在港交所披露招股书;30 日,智谱开启招股,预计 2026 年 1 月 5 日结束,并计划于 2026 年 1 月 8 日正式以“2513”为股票代码在港交所主板挂牌上市,冲刺“全球大模型第一股”。2025 年 12 月 31 日,《晚点 LatePost》独家获悉,月之暗面 (Kimi) 近期完成 5 亿美元 C 轮融资,IDG 领投 1.5 亿美元,阿里、腾讯、王慧文等老股东超额认购,投后估值 43 亿美元。我们认为,智谱、Minimax 等头部公司的上市进展,不仅为行业注入了充裕资金,也标志着资本市场对 AI 大模型商业化前景的认可度显著提升。例如,Kimi C 端 9-11 月,海外和国内付费用户数平均 MoM 增长超过 170%。同时,K2 Thinking 的发布也显著带动了 API 收入的增加,9-11 月海外 API 收入增长 4 倍。

● 应用生态蓬勃发展，Manus 打通优质 AI 创业公司退出路径

在应用端,千问、灵光、阿福等面向垂直场景的大模型产品正加速落地,有望在金融、教育、办公等多领域加速渗透。QuestMobile 显示,在 2025 年 12 月 8 日至 14 日期间,蚂蚁阿福与灵光表现亮眼,周活跃用户规模分别突破千万和三百万量级,成功跻身同期新应用榜单前两位。同时,以 Manus 被高价收购为代表的事件,反映出市场对优质 AI 应用标的的强烈需求,这不仅为创业团队提供了明确的退出路径,也显著降低了 AI 应用的创新试错成本,将进一步激发应用层创新活力。

● 投资建议

我们认为，我国大模型产业已从技术追赶迈入系统化布局与生态构建的新阶段，在算法突破、算力协同、数据积累、资本助力及政策支持的共同推动下，国产大模型有望在 2026 年前后实现从“并跑”到部分领域“领跑”的跨越，在全球 AI 竞争中占据关键地位。建议关注：

1) 港股互联网：阿里巴巴、腾讯控股、网易、快手、小米集团、京东集团、腾讯音乐、金蝶国际、迈富时、百度集团、商汤、金山云、金山软件、哔哩哔哩、美图公司、中国软件国际、浪潮数字企业；

2) Agent：金山办公、鼎捷数智、视源股份、蓝色光标、泛微网络、致远互联、普元信息、用友网络、汉得信息、赛意信息、合合信息、福昕软件、税友股份、润达医疗、同花顺、恒生电子、万兴科技、科大讯飞、金桥信息；

3) 国内算力：寒武纪、海光信息、摩尔线程、沐曦股份、云天励飞、浪潮信息、曙光数创、亿都（国际控股）、超讯通信、瑞晟智能、华丰科技、神州数码、软通动力、烽火通信、拓维信息、四川长虹、润建股份、数据港、润泽科技、光环新网、科华数据、奥飞数据、优刻得、卡莱特、安博通；

4) 海外算力：新易盛、中际旭创、天孚通信、东山精密、长光华芯、腾景科技、福晶科技、长芯博创、源杰科技、华工科技、光迅科技、太辰光、仕佳光子、胜宏科技、景旺电子、沪电股份、生益电子、深南电路、兴森科技、工业富联、英维克、高澜股份、申菱环境、巨化股份、川环科技、同飞股份、飞荣达、鸿腾精密、麦格米特、欧陆通、禾望电器、盛弘股份、杰华特、紫光股份、锐捷网络、中兴通讯、菲菱科思等。

● 风险提示：

技术迭代不及预期、国内 AI Agent 商业化进展不及预期、算力供应不及预期、行业竞争加剧风险等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048