

鼎珮市场洞察

4Q 2025

进入 2025 年第四季度，尽管宏观阻力犹存，全球市场情绪展现出惊人韧性，避险需求与通胀担忧推动贵金属价格飙升至历史新高。美联储虽完成连续降息周期以维系流动性，但鉴于劳动力市场信号错综复杂，未来宽松路径转趋审慎；中国经济则在出口强劲带动下达成年度增长目标，惟内需复苏仍需政策进一步呵护。与此同时，全球权益市场普遍录得稳健涨幅，香港 IPO 市场亦显露复苏迹象，反映资本形成活动回暖。

我们诚邀您阅读本报告，深入了解最新市场洞察。以下为我们重点关注的细分领域核心要点：

季度要点

医疗健康行业

AI 制药资金回暖，生成式生物学重塑范式

资金向头部资产集中，AI 制药融资强劲反弹。行业跨越至“生成式设计”新阶段，“干湿闭环”范式大幅压缩研发周期，构建难以复制的数据壁垒与竞争优势。

科技行业

AI 商业化迈入深水区，硬科技渐步入兑现期

AI 商业化迎分发与用量双拐点，Agent 走向平台入口。推理成本下降加速渗透，Robotaxi 与具身智能迈向规模化落地，硬科技从叙事步入业绩兑现新阶段。

消费行业

中国运营重塑全球资产，智能化引领升级

中国资本开启“全球品牌+中国运营”新模式，重塑增长曲线。AI 硬件进化为高频生活入口，汽车消费进入智能化平权下半场，体验闭环成为产业链升级核心驱动力。

宏观动态

风险偏好回升，政策预期仍偏谨慎

2025 年第四季度市场情绪保持韧性，尽管面临重重阻力，风险偏好仍有所回升。美联储连续三次降息，借贷成本降至 2022 年以来的最低水平，与此同时，国际股市表现大幅跑赢美股。受持续的通胀担忧和地缘政治不确定性影响，贵金属（特别是黄金和白银）飙升至历史高位。中国经济增速放缓至三年来低位，但仍实现了全年增长目标；这主要得益于强劲的出口表现，但也受制于国内消费和房地产市场的持续疲软。

美国宏观经济更新

美联储在 2025 年 12 月实施了连续第三次 25 个基点的降息，将联邦基金利率降至 3.5% 至 3.75% 区间，为 2022 年以来最低水平。此举结束了始于 9 月的降息周期，主要是为了应对劳动力市场的恶化。12 月非农就业人数仅增加 5 万人，远低于预期的 7.3 万人，失业率从 11 月修正后的 4.5% 微降至 4.4%¹。然而，前几个月数据的显著向下修正描绘了一幅严峻的图景：10 月就业数据从最初报告的减少 10.5 万人修正为减少 17.3 万人，表明为期 43 天的政府停摆造成的损害比最初显现的更为严重。

展望未来，美联储 12 月会议纪要及最新经济预测暗示宽松周期将暂停。联邦公开市场委员会（FOMC）的中位数“点阵图”目前预计 2026 年仅有一次降息，较此前预期出现明显转向。三位 FOMC 成员对 12 月的降息投了反对票，为 2019 年 9 月以来最高，反映出内部对政策立场的深度分歧。美联储主席鲍威尔强调美联储将采取“观望”态度，根据经济走势调整政策，实际上发出了除非经济实质性恶化，否则降息阶段结束的信号。

¹ <https://www.prnewswire.com/news-releases/the-conference-board-leading-economic-index-lei-for-the-us-declined-in-both-october-and-november-302669086.html>

利好方面，2025 年第三季度实际 GDP 增长强劲，达到 4.4%，亚特兰大联储的 GDPNow 实时预测显示第四季度年化增长率可能达到 5.4%²。消费支出保持稳定，受 7 月 4 日财政法案中的减税措施及股市飙升带来的财富效应支持，10 月和 11 月个人消费支出均增长 0.5%。然而，通胀率仍高于美联储 2% 的目标。作为美联储首选的通胀指标，11 个人消费支出价格指数（PCE）同比上涨 2.8%，与 10 月持平，核心通胀率同样维持在 2.8% 的高位。

中国宏观经济更新

中国经济 2025 年全年增长 5.0%，尽管第四季度明显放缓，但仍实现了政府既定目标³。第四季度 GDP 同比增长放缓至 4.5%，为近三年来最弱，低于第三季度的 4.8%，但环比增长 1.2%，优于市场预期的 1.0%。这种放缓反映了结构性失衡：虽然出口飙升至历史水平，但国内消费和投资均大幅收缩。

12 月经济数据揭示了内需压力的严峻性。社会消费品零售总额同比仅增长 0.9%，创三年最慢增速，且远低于预期的 1.2%⁴。尽管实施了持续的消费补贴计划，疲软依旧，突显出家庭消费深受通缩心态掣肘。相比之下，12 月规模以上工业增加值反弹至同比增长 5.2%，超出预期并优于 11 月的 4.8%，表明制造业保持了一定动能⁵。固定资产投资同比收缩 3.8%，差于预期的 -3.0%，其中房地产开发投资 2025 年全年暴跌 17.2%，较 2024 年 10.6% 的跌幅进一步恶化⁶。

尽管 12 月居民消费价格指数（CPI）升至 0.8%，创近三年新高，但通缩环境依然存在。工业生产者出厂价格指数（PPI）下跌 1.9%，表明工业部门通缩根深蒂固。面对内外部挑战，中国采取了“更加积极有为的宏观政策”以扩大内需⁷。中国人民银行将各类借贷工具利率下调 25 个基点，并提升了对农业、科技和民营企业的信贷额度，但 2025 年新增人民币贷款骤降至 16.27 万亿元的七年低点，凸显借贷需求疲软⁸。

² <https://www.atlantafed.org/cqer/research/gdpnow#:~:text=Latest%20estimate:%205.4%20percent%20%E2%80%94%20January,3.2%20percent%20and%206.4%20percent.>

³ https://english.www.gov.cn/archive/statistics/202601/19/content_WS696ddb7dc6dooca5f9a08a7f.html

⁴ <https://www.cnbc.com/2026/01/19/china-q4-gdp-growth-2025-target-retail-sales-industrial-output-investment-income-employment.html>

⁵ <https://tradingeconomics.com/china/corporate-profits>

⁶ <https://www.marketscreener.com/news/china-s-property-investment-falls-17-2-in-2025-ce7e58dfdc8af322>

⁷ https://english.www.gov.cn/archive/statistics/202601/19/content_WS696ddb7dc6dooca5f9a08a7f.html

⁸ <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/china-central-bank-cut-policy-tool-rates-by-25-bps-2026-01-15/>

<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/chinas-december-new-bank-loans-beat-forecast-stimulus-juices-credit-demand-2026-01-15/>

资本市场整体复苏

全球股市在 2025 年第四季度表现稳健。标普 500 指数在第四季度上涨 2.7%，全年回报率达到 17.9%，连续第三年实现双位数增长，并创下年内第 39 次历史新高⁹。涵盖面更广的罗素 3000 指数第四季度回报率为 2.4%，全年为 17.1%，而小盘股（罗素 2000）略微落后，季度回报率为 +2.2%，年度回报率为 +12.8%¹⁰。大盘股表现优于中盘和小盘股指数，价值股第四季度上涨 3.0%，显著跑赢成长股（+2.2%），这与 2025 年早些时候成长股主导的趋势形成鲜明逆转。医疗保健板块表现最强，第四季度上涨 11.7%。¹¹

贵金属在第四季度达到惊人水平。黄金 2025 年全年升值约 60%，价格突破每盎司 4,087 美元，触及数十年高点。¹² 白银表现更胜黄金，受工业需求、全球库存萎缩及货币政策转变的共同推动，全年涨幅高达 95%。¹³

香港资本市场显示出复苏迹象。据毕马威（KPMG）估算，截至 2025 年 9 月底，香港 IPO 排队申请近 300 宗，表明该地区资本形成活动持续。

尽管市场强劲上涨，但这轮反弹是在投资者所谓的“忧虑之墙”中进行的。史上最长的美国政府停摆、企业裁员激增、消费者信心徘徊在历史低位以及持续的地缘政治紧张局势，整个季度都在考验风险偏好。市场创下 39 次历史新高而公众焦虑依然高企，突显了股票估值（日益集中在推动 AI 相关收益的超大市值科技股）与潜在经济焦虑之间的脱节。展望未来，2026 年的估值将更多取决于盈利增长而非估值倍数扩张，因此盈利质量和分散投资对于应对集中度风险依然高企的市场至关重要。

⁹ <https://www.callan.com/blog/global-markets-in-4q25/#:~:text=U.S.%20Equities%3A%20The%20S%26P%20500,Day%20weighed%20heavily%20on%20sentiment.>

¹⁰ <https://corient.com/us/en/insights/articles/q4-2025-thoughts-on-the-investment-markets>

¹¹ <https://www.sageadvisory.com/article/sage-advice-4q25-market-review-and-outlook>

¹² <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-outlook-2026#:~:text=Gold%20has%20experienced%20a%20remarkable,high%20and%20returning%20over%2060%25.&text=This%20performance%20has%20been%20supported,dollar%2C%20and%20positive%20price%20momentum.>

¹³ https://finance.yahoo.com/news/silver-hits-record-95-market-115947340.html?guccounter=1&guce_referrer=aHRochM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS88&guce_referrer_sig=AQAAAKuk4j9bAplO79S7AojEgHhZlZg9DKedvraqy9AK_-6qqv6qkLhatqrGQoV4aBFojp8xpob2ozq9G4CJeBYQeadrbsrL1o6QnAqeYwZfw3qHij43bL-trFAFISDbic6PZeq4Hq8xwBKO5NEog8pKwOmrJrshw1Od5aqDorUBzary2

医疗健康行业

AI 药物研发：投资者热情回暖，市场竞争加剧

AI 辅助药物研发正迈入资本密集型的“择优”增长期。行业融资规模强势反弹（2024 年达 67 亿美元，并于 2025 年末加速上扬），资金呈现明显的头部整合趋势，向具备专有数据与临床验证的平台级企业集中，频现巨额融资。生成式设计（从头设计）+ 生物学垂域模型 + 干湿闭环（Lab-in-the-loop）”已成为赛道内的制胜范式，该模式能大幅压缩研发周期并构筑坚实的 IP 壁垒。市场格局正加速两极分化：一类是以 Recursion 为代表的“数据+自动化”规模化玩家，另一类是以 Generate、DeepMind 以及 Isomorphic 为代表的生成式生物学领军者；同时，奥泊生科（OPUSBio）等新兴势力亦在加速入局，推动蛋白药物研发提速。作为全球领先的生物药 CDMO，鼎康生物（Chime Biologics）正凭借 Chime AI 平台构建差异化竞争优势，赋能客户实现从分子设计到 IND/BLA 申报及商业化的全流程加速，重塑研发的速度、精度与效率。

- **AI 制药板块资金流向：触底反弹与头部效应**

2025 年，尽管宏观环境波动犹存，AI 驱动的生物技术领域 VC 投资已走出周期性低谷，迎来强劲复苏。继 2021 年 125 亿美元的峰值和 2023 年 48 亿美元的低点后，2024 年行业融资额回升至约 67 亿美元，且这一增长动能在 2025 年末持续加速。

当前市场呈现显著的“向优质资产集中（Flight to Quality）”特征。投资者不再广泛布局押注早期初创，而是重仓头部，出现更少但更大的多轮“超级融资”——例如 Xaira Therapeutics 的 10 亿美元融资及 Isomorphic Labs 的 6 亿美元融资。在传统生命科学基金、大型药企 CVC 及 Nvidia、AWS 等科技巨头的合力推动下，资金正加速涌入生成式药物发现与蛋白质设计平台。¹⁴

¹⁴ IntuitionLabs. (2026) *AI Biotech Funding: A 2025 Analysis of VC Investment Trends*. <https://intuitionlabs.ai/articles/ai-biotech-funding-trends>

图 3. 资金向优质资产集中，巨额融资成为主流



来源：VMS 内部研究

尽管市场对 AI 大幅降本增效的潜力维持高昂预期，但医疗专业投资人的决策愈发审慎理性。相比于单纯依靠“AI”概念的公司，资本优先锁定那些拥有专有数据资产且具备实质性临床进展的企业。

● 蛋白质药物 AI 领域的关键趋势

AI 制药正经历从“预测工具”向“生成式设计”的范式跃迁。这一转型由基于数十亿序列训练的生物大语言模型（Bio-LLMs）驱动，能够针对特定靶点定制全新的蛋白质和小分子（显著提升成功率与可专利性），并在无需冗长湿实验的情况下优化药物的稳定性与效力。通过抗体从头设计（De Novo）与快速表位映射，AI 正加速重磅生物药的研发并攻克“不可成药（Undruggable）”的靶点。同时，“干湿闭环（Lab-in-the-loop）”平台通过将 AI 与自动化合成/测试深度耦合，实现了专有数据的复利式积累与迭代加速，为企业构筑了持久的竞争护城河。¹⁵

1. 从“结构预测”到“生成式设计”¹⁶

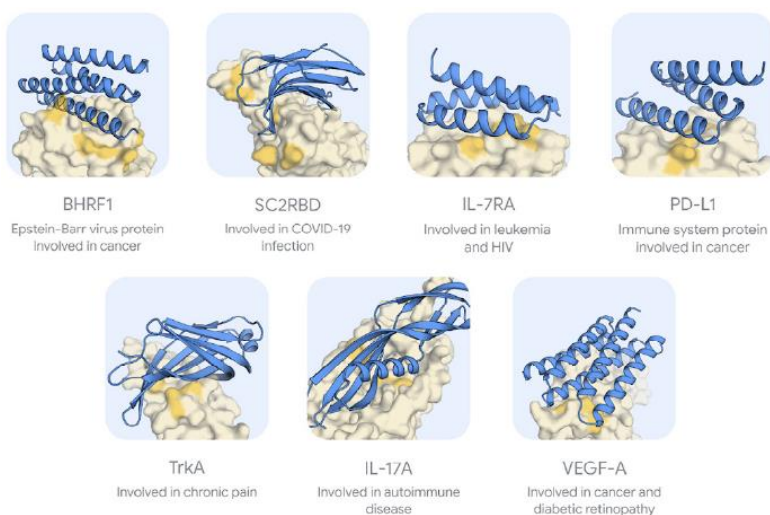
传统的 AI（如 AlphaFold 2）主要用于预测蛋白质结构，而当下的突破在于生成式设计。类比 ChatGPT 生成文本，新一代 AI 模型能够创造出自然界中不存在的全新蛋白质结构。

¹⁵ Artificial Intelligence Index Report 2025, Chapter 5. AI Index Steering Committee, Institute for Human-Centered AI, Stanford University, Stanford, CA

¹⁶ Abramson, J., Adler, J., Dunger, J. et al. Accurate structure prediction of biomolecular interactions with AlphaFold 3. *Nature* 630, 493–500 (2024). <https://doi.org/10.1038/s41586-024-07487-w>

- **抗体从头设计：**摒弃传统的免疫小鼠路线，直接从零构建生物药。这使得攻克免疫系统通常无法识别的“不可成药”疾病成为可能。

图表 2: AlphaProteo 生成成功结合药物靶点的结合体¹⁷



来源：斯坦福大学

- **价值主张：**从“海量筛选”转向“定制设计”。科学家不再需要在数百万现有分子中“大海捞针”，而是能针对靶点精准设计构象匹配分子。这不仅大幅提高了成功概率，更创造了更易确权的知识产权。

2. 生物大语言模型 (Bio-LLMs)

正如大语言模型 (LLMs) 通过学习语法来撰写文章，生物大语言模型——例如进化尺度建模 (ESM)¹⁸——习得的是蛋白质序列 (氨基酸) 的“生物语法”。

- **核心影响：**此类模型可预测病毒突变路径 (助力疫苗设计)，或在无需数月物理测试的情况下提出药物优化方案，提升其稳定性或效力。

3. 干湿闭环 (“自动驾驶”实验室)

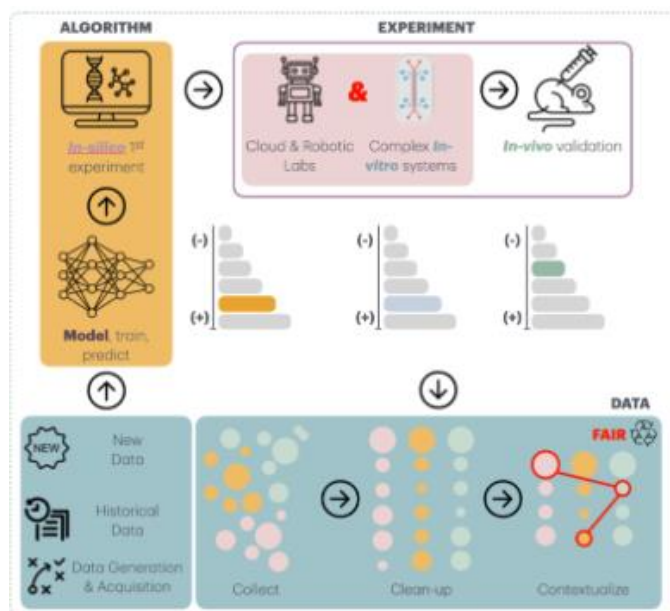
AI 发展的最大瓶颈在于缺乏高质量数据。“干湿闭环”范式通过将机器人自动化与 AI 深度融合，彻底重塑了药物研发流程。

¹⁷ Artificial Intelligence Index Report 2025, Chapter 5. AI Index Steering Committee, Institute for Human-Centered AI, Stanford University, Stanford, CA

¹⁸ Lin, Zeming et al. "Evolutionary-scale prediction of atomic-level protein structure with a language model." *Science (New York, N.Y.)* vol. 379,6637 (2023): 1123-1130. doi:10.1126/science.ade2574

- **运作机制：** 建立一个连续、自我进化的循环：AI 算法设计候选分子 -> 自动化机器人即时合成与测试 -> 产生真实世界数据 -> 反馈修正 AI 模型，从而不断提升预测精度。

图表 3：“干湿闭环”概念图¹⁹



来源：Thibault GEOUI

- **投资启示：** 拥有这种“干湿闭环”基础设施（Wet-lab + Dry-lab）的企业具备显著的竞争壁垒，其专有数据资产将呈指数级复利增长。

● AI 制药与蛋白质设计市场的竞争格局

AI 制药与蛋白质设计市场正加速两极分化，形成两大主流阵营：(1) 数据与自动化规模化玩家，旨在通过专有实验数据集实现研发的工业化；(2) 生成式生物学领军者，专注于蛋白质的从头创造。最具防御性（Defensible）的平台正日益趋向于将“计算生成”与“高通量实验验证”深度融合（即“干湿闭环”），利用闭环效应实现数据优势的复利增长并加速迭代周期。

○ 部分 AI 制药上市公司

Recursion Pharmaceuticals (NASDAQ: RXXR) 定位为规模化的研发基础设施公司，其差异化优势植根于庞大的自动化湿实验产能及用于模型训练的海量专有细胞成

¹⁹ Thibault GEOUI. *Closing the Data Loop: Genentech's Lab-in-the-Loop Model in Drug R&D*. <https://www.linkedin.com/pulse/closing-data-loop-genentechs-lab-in-the-loop-model-rd-geoui--ffcge/>

像数据集。收购 Exscientia 进一步整合了其在化学 AI 领域的的能力。其考量核心在于资本密集度。构建数据护城河的基础设施同时也推高了现金消耗，进而提升了融资压力与执行风险。

英矽智能 (Insilico Medicine, 03696.HK) 展现了极致的执行速度，拥有覆盖从靶点发现到临床推进的端到端平台。其核心战略资产在于周期压缩——即相对于传统时间表，能快速推进 AI 设计资产进入临床——这有力支撑了其关于研发生产力与通量的投资逻辑。其管线侧重于抗衰老与纤维化领域，提供了清晰的主题聚焦；而平台的可信度则取决于其持续的临床转化能力以及研发周期的可复现性。

○ 非上市头部玩家

Generate Biomedicines (Flagship Pioneering 孵化) 是生成式蛋白药物领域的纯正标的，其平台专为蛋白质从头生成而设计——即工程化创造自然界中不存在的功能性蛋白。从投资者角度看，该公司的吸引力在于平台驱动带来的想象空间 (Optionality) (单一引擎驱动多条管线) 及其在生成式生物学领域的品类领导地位。其高估值及潜在的 2026 年末 IPO 时间表暗示市场对其预期已经颇高，从而使其估值对后续执行力和管线里程碑的敏感度上升。

Google DeepMind / Isomorphic Labs 扮演着战略技术巨头的角色。AlphaFold 的迭代 (包括 AlphaFold 3 在更广泛生物分子建模上的突破) 强化了基于结构的药物发现这一底层赋能技术。其竞争优势在于顶尖人才密度与算力资源，这可能转化为对行业标准、合作模式及工具链的超额影响力。给投资者的启示在于，此类前沿技术能力往往难以直接通过投资获取，更多体现为战略合作；同时，巨头正在重塑行业基准，大幅抬高了中小型平台自证价值的门槛。

○ 新兴平台

奥泊生科 (OPUSBio) 锚定“AI 驱动的蛋白质设计与实验验证”的深度耦合战略，其核心壁垒在于依托冷冻电镜 (Cryo-EM) 等扎实的湿实验基建，构筑了难以复制的“干湿闭环”护城河。公司宣称其 OPUS-Fold/OPUS-Rota 模型在侧链建模精度上建立了差异化优势。鉴于结构保真度 (Structural Fidelity) 直接决定了药物的可开发性 (Developability)，若该技术优势能经第三方独立验证，将在抗体与酶工程领域构成极具分量的战略级价值。对于这个公司，投资逻辑的锚点在于：该闭

环系统能否在稳定性、功能性及可生产性维度上实现可复现的性能跃升，以及这些技术指标能否最终转化为具备商业护城河的产品管线（如工业酶与优化抗体）。

蛋白质药物 AI 领域的关键趋势鼎康生物（Chime Biologics）：AI 战略布局

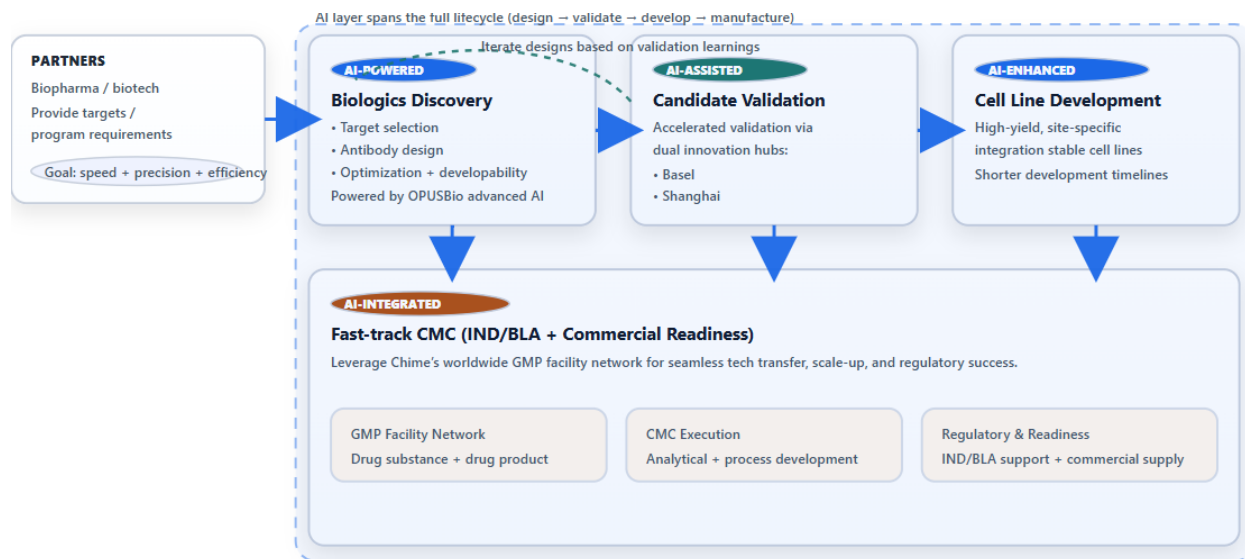
作为鼎珮生态圈的核心被投资企业，鼎康生物（Chime Biologics）正通过推出 Chime AI 平台，在药物开发与生产环节构建差异化壁垒。作为全球领先的生物制药 CDMO，鼎康生物专注于创新生物药、生物类似药及抗体偶联药物（ADC）等生物分子的开发与商业化。

Chime AI 平台依托鼎康生物久经验证的全球开发与生产专长，赋能合作伙伴以前所未有的速度、精度与效率，实现从分子设计到商业化的跨越。该平台包含四大核心模块²⁰：

- **AI 驱动生物药发现**：依托合作伙伴奥泊生科的先进 AI 技术，进行靶点筛选、抗体设计、抗体优化及可开发性分析。
- **AI 辅助候选分子验证**：依托鼎康生物在巴塞尔与上海的双创新中心，加速候选分子的验证进程。
- **AI 增强细胞株开发**：携手合作伙伴大湾生物（Great Bay Bio），打造高产量、位点特异性整合的稳定细胞株，显著缩短开发周期。
- **AI 集成极速 CMC（化学、生产与控制）**：借助鼎康生物全球 GMP 设施网络，实现无缝衔接的 IND/BLA 申报成功及商业化就绪。

²⁰ Chime Biologics Launches Chime AI Platform to Bring Biologics into the Era of AI. <https://chimebiologics.com/chime-biologics-launches-chime-ai-platform-to-bring-biologics-into-the-era-of-ai/>

图表 4: Chime AI 平台架构



来源: 鼎康生物

正如诺贝尔化学奖得主 Michael Levitt 教授所言: “AI 具备重塑生物药构思与开发流程的变革性潜力。Chime AI 平台展示了计算科学与生物技术的融合如何开启智能生物药创新的新纪元。”我们坚信, 这一“AI 赋能 CDMO”概念极具颠覆性, 将助力鼎康生物为客户提供超越传统 CDMO 的卓越价值。

科技行业

AI 商业化迈入深水区，硬科技渐步入兑现期

进入 2025 年第四季度，港股科技从第三季度的强势上行转为高位震荡与阶段性回撤：恒生科技指数自 9 月 30 日收盘的 6465.66 点回落至 12 月 24 日的 5499.30 点，四季度至今（截止 12 月 24 日）下跌约 14.9%；恒生指数同期从 26855.56 点回落至 25818.93 点（-3.9%），显示科技板块在前期估值修复与盈利预期上修后进入“消化期”。但从全年维度看，港股仍维持较强的结构性行情——截至 12 月 23 日收盘，恒生指数年内涨幅约 28.49%，恒生科技指数约 22.85%。

A 股在四季度呈现“宽基稳、科技分化”的格局：截至 12 月 25 日收盘，上证综指较 9 月 30 日上行约 2.0% 至 3959.62 点，深证成指基本持平（13526.51→13531.41），创业板指同样近乎横盘（3238.16→3239.34）；科创 50 在三季度大幅拉升后回调更为明显，从 9 月 30 日的 1495.29 点回落至 1349.06 点（-9.8%），科技内部由“高弹性主题”转向更偏“业绩兑现/估值约束”的再定价。同时，市场成交额亦从 9 月末单日约 2.20 万亿元回落至 12 月下旬约 1.88 万亿元量级，风险偏好较三季度有所降温。

在核心主题的跟踪上，我们有如下观察：

- **AI 商业化进入“分发层+用量”双拐点，Agent 从能力竞争走向平台入口竞争**

2025 年 Q4，衡量 AI 落地的“硬指标”进一步从叙事转向真实用量与分发能力。OpenAI 在 DevDay 2025 将重点放在 AgentKit 与 Apps in ChatGPT（配套 Apps SDK，并以 MCP 标准化企业/工具集成），意味着 Agent 不再只是“功能”，而是直接进入 ChatGPT 的平台分发层与工作流入口；同时披露规模锚点 800M+ 周活用户、6B tokens/分钟、4M 开发者。用量侧也给出更可引用的量化证据：OpenAI 披露 ChatGPT 全球日均消息量 >25 亿条（美国 >3.3 亿条/日）。²¹国内侧，阿里云亦披露 Model Studio/百炼生态快速放

²¹ Open AI. (2025) *OpenAI DevDay 2025*. <https://openai.com/devday/>

量：平台累计创建 80 万+ Agents，过去 12 个月模型调用量提升 15 倍，进一步印证“Agent 化 + 低门槛集成”正在规模化落地。

我们认为，当“分发入口”与“调用规模”同时成立，竞争核心将更快转向工具链标准、行业 workflow 渗透、数据/系统集成深度与持续的成本曲线；资本端亦呈现高度集中与退出改善信号（如 PitchBook-NVCA 口径：AI 相关领域仅 10 家公司拿走年内 VC 投资额约 41%；PitchBook 亦指出 2025 年内 AI 对退出笔数/金额贡献已提升至 26%/34%）²²，与 IDC 对 AI 支出高增预期（2025 年约 3070 亿美元、²³2025-2029 年约 +31.9% YoY）相互呼应。²⁴

- **成本曲线方面，最新一代模型的“更强推理+更低单位成本”继续兑现**

OpenAI 侧，GPT-5.2 定价为 \$1.75/1M 输入 tokens、\$14/1M 输出 tokens；作为更低价位的主力选项，GPT-5 为 \$1.25/1M 输入、\$10/1M 输出。²⁵

Google 侧，Gemini 3 Flash 在官方定价中为 \$0.50/1M 输入 tokens、\$3/1M 输出 tokens，显著强化高并发场景的性价比；而 Gemini 3 Pro (Preview) 在 Vertex AI 口径下为 \$2/1M 输入、\$12/1M 文本输出（≤200K 输入 tokens 的档位；更大上下文对应更高档位），形成“Pro 做高质量、Flash 做规模化”的分层。²⁶在商业化路径上，美国仍以大型私企与云平台主导、通过工具链与平台生态加速渗透；中国则延续“国家/地方产业资本+龙头投入”并举，更强调在性价比与工程化落地上的规模优势。

- **Q4 外部管控出现边际缓和信号**

英伟达 H200 有望恢复对华出口：12 月美国方面释放政策转向——将允许 NVIDIA H200（其高端 AI 芯片之一）在特定条件下出口至中国的“经批准客户”，并对相关销售收取 25% 费用/关税；市场随即出现“恢复供给”的预期锚点。²⁷根据 Reuters 披露，英伟达计划最早于 2026 年 2 月中旬启动对华发货，初期拟从现有库存满足约 5,000-10,000 套模组（约 4-8 万颗

²² PitchBook. (2025) Q3 2025 Global VC First Look. <https://pitchbook.com/news/reports/q3-2025-global-vc-first-look>

²³ IDC. (2025) AI & GenAI Predictions: Key Insights for 2025 and Beyond-eBook. <https://info.idc.com/futurescape-generative-ai-2025-predictions.html>

²⁴ IDC. (2025) Worldwide Spending on AI-Centric Systems Forecast to Reach \$115 Billion in 2025, According to IDC Spending Guide.

<https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS53765225>

²⁵ OpenAI. (2025) Pricing. <https://platform.openai.com/docs/pricing>

²⁶ Google Cloud. (2025) Cost of building and deploying AI models in Vertex AI. <https://cloud.google.com/vertex-ai/generative-ai/pricing>

²⁷ CNN Business. (2025) Trump greenlights exports of Nvidia H200 chips to China. <https://edition.cnn.com/2025/12/08/tech/nvidia-h200-chips-china-trump-export>

H200 芯片) 的需求, 但仍取决于中方审批, 且美方国会议员也在关注对华许可证审查与批准情况, 整体落地节奏与规模仍存在不确定性。²⁸

- **AI 推理芯片竞争升温, 英伟达以“授权+人才并购 (acqui-hire)”方式加速补齐低延迟推理能力**

12 月下旬市场一度传出英伟达拟以约 200 亿美元收购 Groq 的消息, 但随后 (Reuters + Groq 官方) 披露的落地方案为非排他性推理技术授权, 并由英伟达吸纳 Groq 创始人/CEO Jonathan Ross 等核心高管与工程团队加入, 以加速相关推理技术规模化落地; Groq 仍作为独立公司继续运营。²⁹ 我们认为, 这一“不完全收购、但快速拿到技术与团队”的动作, 反映巨头对推理侧低时延/高吞吐的战略焦虑正在上升, 竞争焦点正从“训练算力”进一步转向“推理效率与成本”, 并可能带动推理芯片与推理服务生态进入新一轮整合与再定价。

- **中国“AI+”进入系统性落地阶段**

从政策口号转向“工程化抓手+试点项目”: 2025 年 Q4, 国务院发布《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》(国发〔2025〕11 号) 作为总纲文件, 围绕算力与数据供给、重点行业场景落地、安全治理与标准体系等提出系统部署, 为“AI+”从试点走向规模化提供顶层框架。³⁰ 数据要素侧, 国家数据局于 7 月公布 2025 年可信数据空间创新发展试点名单, 共 63 个试点 (13 个城市、22 个行业、28 个企业), 将“数据要素流通”从交易所叙事进一步推进为“可信空间+试点工程”的可复制抓手, 更利于在实践中搭建“政策—试点—场景/订单”的传导链路。

²⁸ Reuters. (2025) Nvidia aims to begin H200 Chip shipments to China by mid-February, source say. <https://www.reuters.com/world/china/nvidia-aims-begin-h200-chip-shipments-china-by-mid-february-sources-say-2025-12-22/>

²⁹ CNBC. (2025) Nvidia buying AI chip startup Groq's assets for about \$20 billion in its largest deal on record. <https://www.cnbc.com/2025/12/24/nvidia-buying-ai-chip-startup-groq-for-about-20-billion-biggest-deal.html>

³⁰ State Council of the People's Republic of China. (2025) China issues guideline to accelerate 'AI Plus' integration across key sectors. https://english.www.gov.cn/policies/latestreleases/202508/27/content_WS68ae7976c6do868f4e8f51ao.html

- **Robotaxi 三家中国头部公司在 Q4 的分化进一步清晰：**

- 1) Momenta（“量产 ADAS + 海外平台合作”继续外扩）**

在既有与 Uber 确认 2026 年慕尼黑启动 L4 Robotaxi 测试的基础上，³¹ Q4 再推进海外商业化合作边界——12 月与 Grab 达成战略合作，面向东南亚推进自动驾驶技术落地；同时其与梅赛德斯-奔驰共研的智能辅助驾驶系统（基于 Momenta Flywheel 大模型）进入量产导入窗口，强化“ADAS 先兑现、L4 再放大”的双曲线。³²

- 2) 百度 Apollo Go（规模化运营 + 主流平台出海落地）**

百度在三季报披露 Apollo Go 3Q25 完全无人运营订单 310 万单（同比 +212%）；10 月周均完全无人订单超过 25 万单，截至 11 月累计公众出行服务超 1700 万单，并将覆盖城市扩展至 22 城。³³ Q4 的关键增量是“平台化出海”：12 月 Uber 与 Lyft 分别宣布与百度合作，计划于 2026 年在英国（伦敦）开展基于 Apollo Go RT6 车辆的 Robotaxi 试运行/测试，标志着 Apollo Go 从区域扩张走向欧洲核心市场+主流网约车平台的组合打法。³⁴

- 3) 小马智行 Pony.ai（持续城市级商业化）**

10 月获得深圳首张“全市范围”完全无人商业化 Robotaxi 许可（与深圳西湖集团联合获批），运营将先从南山、前海、宝安等区域启动，再逐步扩展至全市范围；这体现监管从“片区试点”向“城市级覆盖”的进一步放开，为车队规模化与单位经济性优化打开更大可运营空间。³⁵

³¹ Reuters. (2025) *Uber, Momenta to begin self-driving testing in Munich next year*. <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/uber-momenta-begin-self-driving-testing-munich-next-year-2025-09-08/>

³² Momenta. (2023) *Uber and Momenta Announce Testing to Begin in Munich in 2026*. <https://www.momenta.cn/en/article/316.html>

³³ Baidu, Inc. (2025) *Baidu Announces Second Quarter 2025 Results*. <https://ir.baidu.com/news-releases/news-release-details/baidu-announces-second-quarter-2025-results>

³⁴ BBC News. (2025) *Uber and Lyft announce plans to trial Chinese robotaxis in UK in 2026*. <https://www.bbc.com/news/articles/cy8jmx1dlgro>

³⁵ Pony.ai Inc. and Xihu Group. (2025) *Pony.ai Inc. and Xihu Group Jointly Secure Shenzhen's First City-Wide Autonomous Driving Operation Permit*. <https://ir.pony.ai/news-releases/news-release-details/pony-ai-inc-and-xihu-group-jointly-secure-shenzhens-first-city>

- 具身智能/机器人从“政策热”走向“资本市场兑现”，科创板硬科技退出预期升温

宇树科技在7月启动IPO辅导程序（中信证券辅导），并在9月对外表态预计将于10-12月向交易所提交上市申请文件；随后多家媒体跟进其辅导推进节奏与拟登陆科创板的市场预期。作为具身智能赛道最具代表性的头部公司之一，宇树的“启动—辅导—递表窗口”清晰化，强化了“前沿硬科技（含机器人）正在更快进入科创板融资/退出通道”的信号，也与Q4各地具身智能政策密集落地形成共振。

消费行业

中国运营重塑全球资产，智能化引领升级

宏观数据稳健，基础消费仍受需求不足掣肘，部分服务消费持续高增。2025年1-11月份，社会消费品零售总额456,067亿元，同比增长3.0%（2024年同期+2.5%）³⁶，其中耐用消费品受到国补季度性下发/结算等因素的影响，家用电器类同比增长14.8%（2024年同期+22.2%），汽车类同比减少1%（2024年同期+6.6%），需要国家进一步实施有力的财政政策进行托举。餐饮收入同比增长4.1%（2024年同期+5.7%），有所回落，但部分服务消费类别维持高增，文艺休闲服务2024年、2025年同期均保持两位数以上的增长速度，文化娱乐服务也维持高增长。消费者对体验式消费、精神性消费的关注一直持续。³⁷

A股方面，2025年第四季度，结构分化成为消费板块的核心关键词，CS消费50指数震荡中平稳，期间累计涨幅1.4%，而食品饮料指数累计下跌1.6%，跑输板块大盘，商贸零售指数则累计上涨2.9%，显著跑赢。商品消费板块整体复苏乏力，但服务消费赛道先后迎来复苏拐点。受到海南岛封关政策驱动，离岛免税政策落地，免税行业表现亮眼，部分餐饮连锁企业也实现业绩扭转。而商品服务板块中亦存在分化，预加工产品、零食量贩等业态保持高景气，可选消费中的白酒板块仍处于深度调整期，依赖传统渠道和商务/政务消费的品类仍需时间筑底。

³⁶ Sina Finance. (2025) *The Ministry of Commerce: Retail sales of consumer goods totaled 45.6 trillion yuan in the first 11 months, up 4.0%*. <https://finance.sina.com.cn/stock/bxjj/2025-12-19/doc-inhcice17386054.shtml>

³⁷ National Bureau of Statistic. (2025) *Total retail sales of consumer goods increased by 1.3% in November 2025*. https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202512/t20251215_1962071.html

在行业主题方面，我们在第四季度有以下观察：

- **中国资本正在成为全球消费品牌的经营型控股股东，并从买品牌/买渠道走向买经营权+重塑增长曲线的新时代**

随着跨国消费品牌在中国的增长进入存量竞争+效率战，总部越来越倾向把重资产运营与本地化速度交给中国资本/团队；与此同时，中国资本开始系统性收购海外中高端品牌，用“亚洲增长+中国运营能力”来重估全球消费资产。收购主要包括两种类型，一是星巴克、汉堡王等在华经营权由中国资本控股合资：全球品牌把增长速度与运营复杂度外包给本地控股伙伴，自己保留品牌与一定股权/收益权³⁸；二是出海买品牌，如红杉中国收购 Golden Goose 及 Marshal 马歇尔等，中国资本在全球消费资产波动期抄底/接盘优质品牌，用亚洲增长与 DTC 能力重估资产。中国 PE/产业资本开始更接轨全球成熟市场，把消费作为可以通过运营提升 ROIC 的资产类别，而不是只押赛道红利。³⁹

中国资本控股跨国企业资产的结构性质推力：

- 1) **外资品牌在华从“品牌战”进入“效率战”，总部组织天然慢半拍。**
汉堡王中国与星巴克中国的共同点是：品牌仍强，但在中国市场要赢，越来越依赖店型分层、供应链、数字化、加盟治理、即时履约等“重运营系统”。把控股权交给本地资本，本质是把激励、决策与资源配置“本地化”。RBI 在汉堡王中国的路径尤其典型：先回购拿回控制权，再引入本地控股伙伴并注入主投资本，目标是更快扩店、转向更加盟化的资产轻模式
- 2) **交易结构越来越混合型——股权+许可/特许+里程碑对赌。**星巴克中国与汉堡王中国都强调：品牌方保留品牌/IP 与一定权益，同时让本地控股方负责经营与扩张。这类结构的本质是：用合同与治理去平衡品牌一致性和本地速度。

³⁸ Starbucks. (2025) Starbucks and Boyu Announce Joint Venture for the Next Chapter of Growth in China.

<https://about.starbucks.com/press/2025/starbucks-and-boyu-announce-joint-venture-for-the-next-chapter-of-growth-in-china/>

³⁹ Jiemian News. (2025) Sequoia China buys majority stake in Golden Goose after shelved IPO. <https://m.jiemian.com/article/13792601.html>

- 3) 全球消费资产在估值与退出端出现窗口，中国资本有动力也有能力出手。Golden Goose 交易发生在其 IPO 受挫之后；Canada Goose 的私有化传闻则发生在 Bain 控股、市场估值波动的情境下。两者都符合一个典型窗口：资产质量尚佳，但公开市场/退出路径不顺或估值回落

投资启示： 优先寻找并配置那些在品牌力+运营系统（供应链/加盟治理/数字化履约等）两端同时具备稀缺能力、并能在存量竞争中持续提升 ROIC 的消费平台型资产。

- **AI 消费硬件正在从少数极客的概念玩具，进入可被销量验证、可被日常化使用的随身入口阶段**

宏观上，商务部在对 11 月消费市场的解读中专门点到“新型消费需求旺盛”，并披露重点监测平台上运动相机、具身智能机器人、一级能效电视销量增速均超 20%，这是政策与统计口径层面首次把“具身/机器人”等新物种纳入消费增量叙事。微观层面，形态裂变 + 价格带下探 + 生态接入 + 渠道放量都在同时发生，AI 消费硬件体验显著更像消费电子——更轻、更好戴、更稳定的连接与续航、更顺滑的语音/视觉交互等，形态开始从单一 AI 眼镜裂变为的一组更贴合日常摩擦点的入口：

- 1) **眼镜解决随身第一视角与免手操作，大厂纷纷入局。**阿里发布的夸克 AI 眼镜把价格打到 1899 元起并强调与自身服务生态协同（生活服务、支付、出行等）⁴⁰，百度的小度 AI 眼镜 Pro 以 2299 元切入并主打拍摄+翻译等工具型能力。⁴¹
- 2) **新形态的可穿戴硬件，耳机/耳挂强化持续听觉与即时翻译/沟通、挂件把摄像与记录从头部转移到胸前以换取佩戴舒适与续航。**Looki 选择胸前 30g 挂件这条更易满足续航与佩戴约束的形态，核心卖点是持续记录+内容回看/总结的记忆与检索⁴²；光帆科技则

⁴⁰ Sina Finance. (2025) Alibaba enters AI hardware market with Quark AI glasses Starting at 1,899 yuan, Powered by QianWen Large Model. <https://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/ggscyd/2025-11-27/doc-infyvtthao088946.shtml>

⁴¹ Tencent News. (2025) 2,299 yuan! Baidu's Xiaodu AI Glasses Pro is officially on sale, with AI translation and 4K photography as highlights. <https://news.qq.com/rain/a/20251110A04PVM00>

⁴² 36Kr. (2025) Two Top Tech Executives from Meituan jointly started a business and launched the world's first multi-modal AI wearable device. <https://www.36kr.com/p/3429884454751617>

发布带摄像头的耳挂 AI 耳机 + 智能手表协同的全感穿戴，强调具备视觉感知、主动式 AI，可实现日程/出行/预订等高频任务的自动化执行。⁴³

- 3) **AI 玩具/陪伴设备把大模型能力应用在情绪价值与亲子互动。** 淘天数据中 AI 玩具类目日均搜索量在 Q4 相对 Q1 提升超过 10 倍、同比增速数千%，儿童陪伴机器人公司灵宇宙披露其小方机在双 11 登上京东与天猫榜单。⁴⁴
- 4) **消费级机器人（机械狗/陪伴机器人）则用可玩性+陪伴感+可交互把具身从展台推向客厅。** 维他动力 Vbot 的万元内机器狗在年底预售阶段被多家科技媒体记录为 52 分钟订出 1000 台、定价约 9988 元量级，并迅速破圈成为社媒热点。⁴⁵

同时，AI 消费硬件出现“大厂平台化”与“创业公司品类化”两条路线：大厂的优势在于生态与分发，如系统级入口、账号与支付、内容与服务、应用协同等，同时具有更强大的资金与供应链渠道优势，因此有强大动力把 AI 硬件做成生态延伸的服务终端，用跨端协同和订阅/服务闭环去摊薄硬件利润压力；创业公司的优势则在于形态创新与迭代速度（更敢做非共识的佩戴方式与交互范式）、对单一场景的极致产品化（会议记录、随身记忆、运动/出行、陪伴等）、以及更灵活的供应链组合拳，因此更可能在细分场景里跑出品类定义者，再寻求与大平台的接口合作或被平台纳入生态。

投资启示：与其押注某一个终端形态，不如优先押注能在多终端时代持续兑现体验升级与生态协同的能力方——要么掌握平台与服务闭环，要么在垂直场景定义产品并具备被生态放大的潜力，同时密切关注端侧 AI 硬件产业链上游的受益方。

⁴³ Sina Finance. (2025) *Guangfan Technology released the world's first active AI headset with visual perception capabilities.* <https://finance.sina.com.cn/roll/2025-12-25/doc-inhcznyf3403499.shtml>

⁴⁴ Sina Finance. (2025) *AI Children's Companion robot company Lingyu completed a 200 million yuan PreA round of financing, and sales increased by more than 230% on Double 11.* <https://finance.sina.com.cn/tech/roll/2025-11-17/doc-infxtehe3623413.shtml>

⁴⁵ Sina Finance. (2025) *The robot industry ushered in the "New Year" carnival in advance? Vbot super robot dog pre-sale orders exceeded 1,000 in 52 minutes.* <https://finance.sina.com.cn/tech/roll/2025-12-25/doc-inhcywam9022274.shtml>

- 汽车消费仍是产业转型过程中国家政策发力主线之一，从电动化普及进入智能化平权与体验升级的下半场

2025年11月汽车零售约226.3万辆，新能源零售渗透率进一步到59.8%；进入12月（1-21日）新能源零售渗透率已到60.6%⁴⁶，消费者在新车购买与补贴、置换、购置税之间权衡，但国家定调2026年以旧换新消费补贴、新能源车购置补贴等政策延续将给下一年度的汽车消费注入有力强心剂。⁴⁷

新车竞争已经逐步进入下半场，类似3C电子手机，不是只看参数，而看体验闭环，不再只靠“更大电池”，而靠快充可用性+低晕车/舒适性+能耗可控的组合拳。Q4新车发布会与车展上，智驾/NOA成为决定试驾与下单的关键变量，且不再局限于新能源。广州车展报道明确指出，激光雷达、高阶NOA等配置加速下沉到主流家庭区间⁴⁸，丰田甚至把激光雷达+高阶智驾下探至15万元以内，标志着智驾从高端尝鲜进入主流必选。是否有高速NOA/城市NOA/车位到车位/更强主动安全“越来越像过去的“是否有ESP/气囊数量”，成为基础决策项；同时也意味着车企竞争从堆屏幕转向算法、算力与场景能力的系统战。

自主品牌提出智驾平权、合资智能化补课、燃油车提出油电同智等叠加推动智驾从选配变成覆盖全动力形式的全民标配，后加入的主机厂需要借助头部第三方供应商的能力快速赶上。

投资启示：结合汽车终端消费者趋势的变迁与升维，密切关注汽车消费产业链下半场中受益的相关环节与企业。

⁴⁶ Tencent News. (2025) CPCA: 1.3 Million passenger cars retailed from Dec 1 to 21, new energy vehicle penetration reaches 60.6%. <https://news.qq.com/rain/a/20251224A063ZCoo>

⁴⁷ ThinkChina. (2026) China's economy is heading for a rough 2026. <https://www.thinkchina.sg/economy/chinas-economy-heading-rough-2026>

⁴⁸ 36Kr. (2025) Ultimate Preview of Guangzhou Auto Show: Large SUVs and personalization draw attention, and there may be new breakthroughs in solid-state batteries. <https://eu.36kr.com/en/p/3532816636680579>

作者



邹舰明
合伙人,
私募股权
部门主管



伍兆威
合伙人,
医疗健康
投资主管



宫彪
董事总经理,
科技及消费
投资主管



陈雅均 博士
董事总经理,
创新药
投资主管



祝振驹
董事总经理,
股票投资部
主管

VMS Group

+852 2996 2100 [✉ ir@vmsig.com](mailto:ir@vmsig.com) [🌐 www.vmsam.com](http://www.vmsam.com)

Follow us

[in](#) @VMS Group [👤](#) @鼎珮集团 VMS Group