文件帖 2026-11-03 07:11

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 当前时点如何看待科技股20261101.pdf ---
总结
1、电子（端侧AI）观点：龙头业绩韧性强上周我们重点强调了物理AI包括端侧AI，整个关注度有明显提升。展望未来，一方面是OpenAI这边会有一些新硬件发布，再加上OpenAI在机器人这块的表述上也越发积极，所以我们觉得可以重点关注物理AI，包括端侧AI的投资机会。这周我们也看到很多大的端侧公司陆续发布了业绩，从三季报的情况来看，龙头公司本身的三季度业绩并没有像大家预期得那么差。这里面核心还是因为龙头公司主要客户在苹果这边，苹果三季度整体销量还是不错的，包括Q4发布的新机，目前整个销售同比都还有一定增长，所以果链这边企业普遍没有出现大幅下滑。另外一个大家比较担心的安卓链条，像豪威作为安卓链代表性的企业，三季度业绩环比也有明显改善，包括对Q4的指引也比较超预期。所以我们觉得在这个时点，消费电子相关链条上的一些公司，尤其是龙头公司，业绩韧性是比较强的。
2、存储价格与消费电子展望叠加明年存储价格往下，包括现在一些相关企业那边已经看到存储、尤其是消费类存储这块整个展望比之前相对来说是价格涨得没那么快。这里面最典型的就是铠侠，因为铠侠下游主要是消费级，在展望四季度基本上营收是没有太大增长的，所以这可能也影响了海外存储公司的一些价格走势。我们觉得作为存储对立面的消费电子，对明年这块可以相对来说更加积极、更加乐观。所以我们整体觉得端侧原来压制最大的存储这块出现了一些拐点，再加上明年会有一些新产品的发布，明年对于端侧整个板块可以相对来说更加积极乐观。投资上核心还是选择龙头公司，因为龙头公司本身有比较强的阿尔法，所以我们觉得明年应该有比较好的业绩增长表现、业绩增长的确定性。
3、端侧AI三条关注链条从链条上来看，第一条可以关注的是苹果供应链，因为苹果本身受存储影响比较小，作为高端机，消费者对价格的敏感性没有特别高，所以销售不受影响；另外明年也是iPhone的20周年，是苹果创新的大年，所以这条链上首推的可能包括立讯、蓝思、领益（李毅），包括可能像鹏鼎这一类。第二条是端侧AI的一些硬件创新，即OpenAI产业链条，可以重点关注的：一是它的人形机器人这块，样机预计在27年初，可能到27、28年，明年估计不太会有太大的销量，但可以作为很重要的一个关注方向，尤其是里面一些核心部件供应商可以重点关注，包括像长盈精密、达瑞电子，还有安达智能，都是OpenAI人形机器人的供应链；二是它的端侧硬件供应链条，像信维通信、珠海冠宇、瑞声科技，还有弗利旺，整机代工这块则像立讯。第三条是物理AI这块做一些设备（数据）的，我们一直推荐包括像整

机代工歌尔跟龙旗，上游像豪威集团，还有达瑞电子，都属于这条链上的；以及端侧SoC里面，像恒玄跟瑞芯微，包括乐鑫这些。
4、通信观点：北美云商资本开支展望这一期的重点主题是关于北美云商后续资本开支的展望。近期北美这边陆续把财报都发布了，四家头部厂商整体反馈从股价上大家能看出来，除了微软以外的另外三家，美国资本市场对它们的表现

都不是特别满意。仔细去拆，会发现一个点：因为美股纳斯达克这几个核心大票前面涨得比较多，所以现在市场对于各项数据层面要求会很高，有一点点瑕疵，可能就会带来股价比较大幅的波动。
5、四家云商财报梳理第一家出的是Meta。Meta资本开支进一步上调了下限，从下限1310上调到1351，上限1451，是小幅上调，27年数字没给，说Q4业绩会再详细阐述，但也表达了会进一步加大投资。Meta总体来说收入指标还算符合预期，但现金流持续承压，所以有一定股价上的压力。从反馈上来说，因为Meta在这几家云商里面是不做云销售的，所以它家的现金流大家现在会更加担忧一些。我们自己跟美国一些产业沟通下来，也觉得Meta的资本开支压力相对比另外几家可能更早出现见顶的情况，但也取决于它明年、比如27年整个AIAgent商业变现的情况。第二家是谷歌，关注度也比较高。谷歌整个云计算业务表现不错，有100%多的增长，但因为前面市场预期更高、可能达到110%，所以大家觉得不够好；搜索这边同比增速在12%，未来从过去两个季度看同比增速的绝对值是往下走的，环比也呈现微增、增速相对比较弱的状态，所以大家对谷歌传统业务的变现会有一些担忧，也对它未来资本开支的持续性提出更多担忧。但总体来说云计算这部分表现还是比较不错的，Backlog环比增长了9%，其中有超过55%会在两年内确认，这是这次财报的一个新亮点，就是各家云商都开始强调他们的AI云业务在多少时间内会确认合同。谷歌讲到自家合同超过55%在两年内都会确认；2026年的资本开支指引没有变，27年的资本开支预计将显著增加，也在四季度会给进一步数字。再往下是亚马逊，财报出来之

后也跌了，但它的数据我自己觉得还是相对比较能接受的，跌的话确实因为涉及现金流、还是持续承压。Backlog这边亚马逊是环比增长最快的，差不多要到20%的环比增长；AI整个收入同比三位数增长，Bedrock这边Token同比增长差不多17倍。Bedrock是AWS比较有特色的TokenasaService、我们叫Token工厂这种业务，这一部分相较于普通云计算能赚更多的附加值。2026年的资本开支指引没有变，27年会显著更多，但没有给到更多数字；AWS整体云业务的增速预计在27到28年可以维持在40%以上。最后是微软，微软也是几家里面唯一财报出来算是正反馈的。它家Azure增速当季度48%同比增长，指引前面在40%到44%、到45%，指引下个季度增速是49%到50%，也强调了他们的RPO有30%在12个月内会确认，这也在强调云这边回本的速度。自然年的资本开支调整到了1700亿，这做了一个小幅调整，之前是1750亿，因为第三方

算力交付的延迟，所以有一点点下调；27年预计资本开支还是需求持续超过供给，意思是资本开支维持增长，但自由现金流也维持正的数字。
6、资本开支见顶判断：震荡上行总结一下，我们觉得现在资本开支，市场开始形成一个预期，就是说后面这个数字可能会有一个见顶的数字。但我们判断，即便是资本开支达到peak之后，它未来也是一个震荡上行。你参照云计算的时代，云计算时代的技术进步其实前几年就完成了，但即便是到最后几年、到现在为止，CPUcloud其实也还有一些增长、还有一些量，CPU的服务器也是如此，所以你可以参照云计算算力的变化，它其实是一个持续增长的过程，这个我觉得是明确的。即便现在AI投入力度大家觉得很大，你往后大概率

也是震荡上行，但它会阶段性有一个peak，这个peak来源主要是现金流的压力，再加上现在融资上面，在这两年是有举债和发股的支持，但你到28年、29年之后，可能很难每年都维持这么高的举债跟发股规模，所以自然会对钱的供给带来一个拐点。当然我们还是相信在peak之后会有增长，这个非常明确。我们自己觉得整体peak的年份应该接近28到29年，可能29年头部几家云商才有可能会看到peak；而像Oracle，他们说29财年接近就是28年下半年，可能会出现一些资本开支peak的情况。所以这是整个云商后续资本开支的展望，就是当下的一个判断，但这个判断变化还是比较快的，因为本质上还是跟AI整个变现有比较高的关联度。因为现在整个AI的资本开支是一个非常明确的结果指标，资本开支等于AI变现加上融资，也就是AI变现跟融资条件的变化本身影响资本开支这个结果，所以这个行业并不是先有一个资本开支、然后再有剩下的事情。
7、投资判断：光通信阿尔法所以我们现在对整个投资上的一个判断，就是资本开支的数字维持在高位的情况下，可以去抓资本开支占比提升的环节，这样光通信表现会尤其突出。因为考虑到后续整个架构的优化，像超节点、Scale光通信、未来Scale-in光通信，再向内存池化，包括上CPU机架等趋势，都利好光通信。光通信看到的资本开支占比当下是5个点，我们预计到28年左右可能会提升到接近10个点，28到29年会提升到10个点，然后30年之后整个资本开支占比提升到15个点，这就是光的整个阿尔法。所以我们继续看好光通信的整个产业链机会。当下这个大幅杀跌，我们觉得对于光的阿尔法、光的资本开支占比提升逻辑目前是完全没有打破，

所以我们觉得到28年超节点、内存池化，再到30年Scale-in光通信这些逻辑，必然会带来新的上涨。这是我们整体的一个观点。
8、计算机观点：现金流与资本开支持续性担忧这次财报季反映出来最重要的一个点就在于，大家对于现金流再加上对于资本开支的持续性会更担心一些，而且这种担心可能从上一个财报的仅仅是观点上的博弈，到了现在相当于是用持仓去直接投票。我们会发现除了微软，因为整体还是比较稳健的状态，Azure交出了一个非常好的答卷，基本上稳住了盘后

的表现；但像谷歌和亚马逊这些公司，虽然AI相关云的变现可能还行，但主业发生了一些压力，就会导致现金流恶化速度比较快。而一旦恶化，大家就会担心你可能接下去要通过更多的融资方式去补齐这块短板，而融资又是现在压力最大的一个环节，所以只能先以一种比较避险的心态去进行抛售。不过相对来讲，就像通讯组的观点，其实亚马逊整体的财报还是更扎实一些、更好一些，包括Backlog增长在两家里面也算不错，所以它业绩会刚开完盘后美股表现比较差，但其实一开盘也基本收复了较多失地。所以整个大厂我们觉得还是有一些韧性可以看到，但大家的恐慌也可以从这个财报里比较深刻地体现出来。我们觉得现在所有东西归总，其实还是大家对于下游需求的不确定，或者说在今年上半年coding这么高的增长之下，下一个场景在哪里。这个事情市场上面做了诸多尝试，但确实现在还没有一个场景可以说跑通了一个可能起码是几万亿美金的市场，再加上宏观环境的持续压力，所以现在对于高资本开支的惩罚，可能并不会短期立刻消失。所以我觉得这是这次财报里我们收获的更大信

息，可能从之前大家只是多方空方想法不太一样，到这一次大家很明显发现是比较紧张的一个状态。

9、计算机标的推荐但从我们跟产业的整体交流来看，就像刚刚讲的，只是说现在下游可能还没有出现一个让大家感觉到像今年年初coding一样这么可怕斜率的场景，但并不代表下游场景一点变化都没有。我们从海外看，像我们一直推荐的AIforScience赛道，包括像B端的EnterpriseAI等增长，以及企业交出的成绩，其实都能看到AI的渗透肯定是润物细无声地发生在诸多行业里面，只是这种变现的拐点肯定不是线性的，它可能在某一个行业里面积攒到一定时间点之后，才会发生巨大的斜率变化。所以现在可能确实是一个相对比较紧张的状态。从推荐标的的角度来看，我们首先还是强烈推荐我们一直推的AIforScience、医药这一块的赛道，核心标的金瑞这块我们已经做了太多论坛、路演，也欢迎大家去听之前专门针对这个赛道的对话会议。另外我们会建议大家可以关注像阿里这样的标的，其实跟海外的逻辑有点相似，就是到最后，大厂的韧性还是非常强的。这种大厂和模型厂商、还有新云厂商其实截然不同，它们强大的造血能力可以让它的容错率比其他厂商高很多。如果关注阿里，就会知道它其实跟谷歌、亚马逊有点像，整个云这块的业务应该说连续八到九个季度没有miss过，持续地在兑现自己上个季度画的preview，包括每个财报的利润率，大家会发现最近几个季度都比较不错。所以在相对来讲有一些多空方观点不太一样的情况下，像阿里这种回调得特别多的标的，反而在这个时候可以稍微关注一下。计算机这边主要汇报这些观点。

10、传媒观点：游戏板块传媒这边，过去一周大家主要关心的是行业业绩发布。我们板块特别是今年市场上比较重的游戏板块，从年初以来有比较明显的调整，上周游戏板块业绩发布，也看到整个板块Q3的表现相对来说比较平淡。但我们

认为前期的股价下跌中，还是比较充分地反映出Q3业绩的情况。整个板块的头部游戏公司Q3基本还是维持着比较平稳或者增长的情况，只是增长幅度相较于上半年有明显下行，一方面是由于今年的Pipeline相对来说确实比较弱势，另一方面是去年相比有较高的基数。整个行业目前来看，确实也没有看到景气度发生比较明确的拐点。现在我们认为整个市场对于游戏公司今年包括明年的业绩，相较于之前有一定下修，但我们也确实看到，整个板块的估值仍然对应到2027年业绩是在10倍以下或者10倍上下，这个估值虽然可能跟之前大家看到的7倍、8倍相比稍微贵了一点，但仍然有比较强的安全边际。所以我们认为后续游戏板块仍然可以去持续关注它们估值修复的情况。确实也可以看到游戏行业最近还是能看到一些积极变化，包括上周微信营销生态合作伙伴大会上也披露了今年微信小游戏的一些数据，上半年可能有25%以上的同比增长，DAU也是一个量价提升的状态，也包括从用户结构上看到一些中年人群或者女性人群在持续增加，所以整个行业细分方向的景气度我们认为还是持续的。另外出海这边，虽然世纪华通作为头部厂商Q3业绩跟大家预期相比可能没有说那么强，但从它的一些产品，今年不管是它的新游戏Load、Rush、Hotel、Legacy等等，仍然是延续着快速起量的趋势；包括Q3业绩整体表现相对比较平淡的世纪（三七），也提到了他们Q3整个出海游戏，包括他们的ZRoute、还有他们LastAsylum这些游戏延续高增，公司的出海这边大概贡献

50%以上的收入，所以整个出海目前来看仍然还在一个比较高景气、前期投入后期利润可能会持续兑现的阶段。另外一个比较高级别的细分赛道是单机这边，像《影之刃零》上周发布之后，确实看到整体表现还是非常不错的，不到一个小时之内同时在线人数就突破了30万，在上线首日峰值有40多万，然后在30号同时在线峰值到了70多万人，也是位列Steam历史峰值榜的前15名；并且上线之前他们实现了销量榜登顶，上线当日还是继续稳住榜首位置。所以国产单机游戏依然延续比较好的景气度。所以不管是从小游戏还是出海还是单机方向来看，我们认为游戏行业仍然是一个优势内容供给驱动需求的赛道，短期内不管是用户粘性还是用户偏好，在其他娱乐形式冲击下仍然保持比较强的韧性。所以我们对游戏行业未来的发展仍然保持乐观，在当前相对来说估值比较便宜的时候，我们认为像港股这边明年有比较大产品周期变化的网易、心动，或者头部的腾讯，以及A股这边今年调整比较充分、但核心产品流水仍然具备比较强韧性的华通、恺英、巨人等等，以及像产品短期内处于投入期、可能后期有机会兑现的个股，我们仍然认为可以继续去关注和推荐。

11、传媒观点：题材与互动影视游戏除了游戏板块，过去几周传媒这边还是延续题材轮动的节奏。像物理AI和AI影视的扩散方向，我们认为今年不管是产业上的技术变化趋势，还是产业上的一些产品落地，都不仅仅是题材交易，而是比较明确的经济变化的方向。所以我们觉得后续物理AI还有AI影视这边仍然会反复活跃。像物理AI这边Q4还有字节世界模型的相应催化，所以我们对这些标的像物理AI相关的凡拓、风

语筑、宝通，以及AI影视这边的上影、上海电影、芒果超媒等等，仍然是后续的交易主线。另外像互动影视游戏这些AI影视和游戏的交叉方向，从过去几周来看，不仅有《凡尘》，还有其他一些产品确实在陆续增加，所以我们觉得像互动影游这些新的AI内容形式也会成为后续大家比较关注的方向。从结论上来看，整个板块现在估值最低、具备最强安全边际的是游戏赛道，题材方面则主要以物理AI和AI影视为主。

会议实录：

（一）电子：端侧AI观点

先汇报电子这边的投资观点。前面我们其实在上周也重点强调了当时物理AI包括端侧AI，整个关注度是有明显提升。展望未来，一方面是OpenAI这边会有一些新硬件的发布，再加上OpenAI在机器人这块的表述上也越发积极，所以我们觉得可以重点关注物理AI，包括我们讲的端侧AI的投资机会。

这周我们也看到很多大的端侧公司已经陆续发布了业绩，从三季报的情况来看，龙头公司本身三季度的业绩并没有像大家预期得那么差。这里面我们觉得核心还是因为龙头公司主要客户是在苹果这边，苹果三季度整体销量还是不错的，包括在Q4来看，发布的这种新机，目前整个销售同比都还是有一定增长，所以其实果链这边的企业普遍都没有出现大幅下滑。另外一个像大家比较担心的安卓链条里面，其实像豪威，我们可以看到作为安卓链的一个代表性企业，三季度业绩来看环比也是有明显改善，包括对Q4的指引也是比较超预期的。所以我们觉得在这个时点，消费电子相关链条上的一些公司，尤其是龙头公司，它的业绩韧性是比较强的。

叠加我们讲在明年又是存储价格往下，包括现在我们已经在这个一些相关企业那边已经看到一些对于存储、尤其是消费类存储这块，整个展望来看，价格涨得没那么快。这里面最典型的其实就是像铠侠，因为铠侠它的下游主要是消费级，在展望四季度基本上营收是没有太大增长的，所以这个可能也是影响了海外存储公司的一些价格走势。那我们觉得作为存储的对立面的消费电子，对明年这块来看，我们可以相对来说更加积极、更加乐观。所以我们整体觉得端侧原来最大压制的存储这块是出现了一些拐点，然后再加上明年会有一些新的产品发布，所以我觉得明年其实对于端侧整个板块上来看，是可以相对来说更加积极乐观。那在投资上来看，这里面核心还是选择我们讲龙头公司，因为龙头公司本身它有自身的阿尔法是比较强的，所以我们觉得明年应该可以有比较好的业绩增长表现、业绩增长的确定性。

那这里面从链条上来看，首先第一条链条可以关注的是苹果的供应链条，因为苹果本身受存储的影响是比较小的，作为高端机，消费者对价格的敏感性没有特别高，所以销售是不受影响。然后另外一个就是明年也是iPhone的20周年，是苹果创新的大年，所以这条链上的话，我们觉得首推的可能还是包括像立讯、像蓝思、像领益，包括可能像鹏鼎这一类的。然后第二个就是我们讲的端侧这边AI的一些硬件创新，

就是OpenAI产业链条。这里面我们觉得可以重点关注的，一个是像它的人形机器人这块，人形机器人整个样机预计是在27年初，所以样机可能到27、28年，那明年的话我们估计应该不太会有太大的销量，但是是可以作为很重要的一个关注方向，尤其是在里面一些核心的部件供应商，是可以重点关注的。这里面包括像我们电子这边像长盈精密，像我们讲的达瑞电子，这些都是可以关注的，然后还有像安达智能，都是OpenAI人形机器人的供应链。然后第二个就是它的端侧硬件供应链条，这里面像信维通信，包括像珠海冠宇、像瑞声科技，还有像弗利旺，然后像整机这块代工的这样立讯。对，这是OpenAI链条。然后第三就是我们讲的可能在物理AI这块有一些做数据设备的，这里面我们一直推荐的是包括像整机代工像歌尔跟龙旗，然后上游的话像豪威集团，然后像还有像达瑞电子，反正都属于这条链上的。以及端侧SoC里面，像恒玄跟瑞芯微，包括乐鑫这些。以上就是我这边关于端侧AI整体的观点汇报，接下来的话是有请其他组同事来接着汇报。

（二）通信：北美云商资本开支展望

各位领导好，我是长江通信黄天勇。接下来我们汇报一下通信这边的观点。这一期的重点主题是关于北美云商后续的资本开支展望。因为近期北美这边陆续把财报都发布了，所以我们也看到现在四家头部厂商整体反馈的话，从股价上面大家能看得出来，就是除了微软以外的另外三家公司，美国这边资本市场对整个表现也不是特别的满意。但我们如果仔细去拆的话，你会发现一个点，就是现在因为美股那边纳斯达克这几个核心大票前面涨得比较多，所以现在市场肯定对于各项数据层面要求会很高，所以它有一点点瑕疵的地方，可能就会带来股价比较大幅的波动。

挨个来说的话，第一家出的其实是之前已经出过的Meta。Meta这一家它资本开支这边是进一步上调了下线，是从下限1310、上限1451，然后把下限上调到了1351，是一个小幅的上调，那么27年的话数字没给，也是说到Q4业绩会再去详细阐述，但也表达了会进一步加大投资。Meta总体来说，收入的那些指标相对还算符合预期，但是现金流持续还是承压，所以有一定的股价上的压力。从反馈上来说，因为Meta在这几家云商里面是不做云销售的，所以其实他们家的现金流，大家现在会更加担忧一些。我们自己跟美国那边的一些产业沟通下来，也是觉得Meta的资本开支压力相对来说比另外几家可能会更早出现、比如说阶段性peak、就是见顶的一个情况，但是也取决于他们明年、比如27年整个AIAgent商务变现的情况。

第二个是后面出的谷歌，谷歌这边关注度也比较高。谷歌整个云计算业务应该来说是表现不错的，100%多的增长，但是因为前面市场的预期更高，可能会达到110%、一些买方预期能达到110%的展望，所以大家觉得不够好。然后搜索这边是有一个增速的下滑，同比增速在12%，这一块未来从过去两个季度来看，同比增速的绝对值是往下走的；同时环比呈现的

是环比微增、环比增速相对比较弱的一个状态。所以这一点其实带来对谷歌传统业务的变现会有一些担忧，也就是对它未来资本开支的持续性，各方面大家也会提出更多的担忧。但总体来说，云计算这个部分表现还是比较不错的，Backlog

环比增了9%，其中有超过55%会在两年内确认，这个其实是这一次财报的一个新的亮点，就是各家云商都开始强调他们的AI云这些业务在多少时间内会确认合同。谷歌他讲到了他们自己家的合同，超过55%在两年内都会确认。然后2026年的资本开支指引没有变，27年的资本开支预计将显著增加，也是在四季度会给进一步的数字。
再往下是亚马逊，亚马逊的财报出来之后也跌了，但其实他们的数据我自己觉得还是相对比较能接受的。当然跌的话，确实因为涉及到现金流，还是持续承压。Backlog这边亚马逊是环比增长最快的，差不多要到20%的环比增长。AI的整个收入同比三位数增长，然后Bedrock这边Token是同比增长了差不多17倍。Bedrock是AWS比较有特色的这种Tokenasa Service，我们叫Token工厂，这种业务相较于普通的云计算来说能赚更多的附加值。2026年的资本开支指引没有变，27年的话会显著更多，但是没有给到更多的数字。AWS整体的云业务的增速，预计在27到28年可以维持在40%以上。这个是亚马逊这边的情况。
最后是微软，微软也是几家里面唯一财报出来算是正反馈的。他们家的Azure增速在当季度是48%同比增长，指引的话前面在40%到44%、到45%，然后指引下个季度增速是49%到50%，然后也强调了他们的RPO有30%在12个月内会确认，这也是强调了云这边回本的速度。自然年的资本开支是调整到了1700亿，这应该是做了一个小幅的调整，之前是1750亿，但因为第三方的算力交付的延迟，所以他们有一点点下调。然后27年的话，就是预计还是资本开支，需求持续超过供给，

意思是资本开支维持增长，但是它的自由现金流也维持正的数字。
这个是几家云商的整体财报情况。所以我们总结一下，我们觉得现在资本开支，大家市场开始形成一个预期，就是说后面这个数字可能会有一个peak、就会有一个见顶的数字。但是我们现在判断，即便是资本开支达到peak之后，它未来也是一个震荡上行。你参照云计算的时代，其实云计算时代的技术进步前几年就完成了，但是云计算时代即便是到最后几年、到现在为止，其实CPUcloud也还有一些增长、还有一些量，CPU的服务器其实也是如此，所以你可以参照云计算算力的变化，它其实是一个持续增长的过程，这个我觉得是明确的。就即便现在AI投入力度大家觉得很大，但是你往后的话大概率也是震荡上行，但是它会阶段性有一个peak，这个peak来源其实主要是现金流的压力。然后再加上因为现在融资上面，在这两年是有举债和发股的支持，但是你到28年、29年之后，可能很难每年都维持这么高的举债跟发股规模，所以自然就会对钱的供给上面带来一个拐点。当然了，我们还是相信在peak之后会有增长，这个我觉得是非常明确的。

我们自己觉得整体peak的年份应该接近28到29年，可能29年头部几家云商才有可能会看到peak，然后像Oracle这边，他们说29财年、那接近于就是28年下半年，他们可能会出现一些资本开支peak的情况。所以这个是整个云商后续资本开支的展望，就是当下的一个判断，但这个判断的变化还是比较快的，因为本质上还是跟AI整个变现有比较高的关联度。因为现在整个AI的资本开支是一个非常明确的结果指标，资本开支等于就是AI变现加上融资，也就是说AI变现跟融资的条件变化本身影响资本开支这个结果。所以这个行业并不是说我上来先有一个资本开支、然后再有剩下的事情，这不是这样子。

所以我们现在对整个投资上的判断，就是资本开支的整个数字维持在高位的情况下，你可以去抓资本开支占比提升的环节，这样的话光通信就是表现会尤其突出。因为考虑到后续整个架构的一些优化，像超节点、Scale光通信、未来Scale-in光通信，然后你再向内存池化，包括上CPU机架等这些趋势都利好光通信。光通信看到的资本开支占比当下是5个点，我们预计到28年左右可能会提升到接近10个点，28到29年会提升到10个点，然后30年之后整个资本开支占比提升到15个点。这就是光的整个阿尔法。所以我们继续看好光通信的整个产业链机会。当下这个大幅杀跌，我们觉得对于光的阿尔法、光的资本开支占比提升逻辑，目前是完全没有打破的。所以我们觉得到28年超节点、内存池化，然后再到30年Scale-in光通信这些逻辑，它必然会带来新的上涨。所以这是我们现在的整体观点。

（三）计算机：现金流与资本开支持续性

各位领导大家中午好，我是长江计算机陆志涵，给大家汇报一下我们计算机这边的一个观点。其实我们黄老师这边通讯组已经把整个云商这块的大概情况跟大家汇报过了，那我们这边关注点也大差不差。核心的话，我们会发现最重要的、这次财报季反映出来最重要的一个点就在于，大家其实对于现金流、再加上对于资本开支的这种持续性会更担心一些，而且这种担心可能从上一个财报的仅仅是观点上的博弈，到了现在相当于是用持仓去直接投票。那我们会发现除了微软，因为整体还是一个比较稳健的状态，Azure交出了一个非常好的答卷，基本上还是稳住了盘后的表现。但是像谷歌和亚马逊这些公司，虽然可能AI相关云的变现这块可能还行，但是你的主业发生了一些压力，那么就会导致你的现金流的恶化速度会比较快。那如果说一旦恶化，大家就会担心你可能接下去要通过更多的融资方式去补齐这块短板。而融资又是现在压力最大的一个环节，所以就只能够说先以一种比较避险的心态去进行抛售。不过相对来讲，就像我们通讯组的观点一样，其实亚马逊整体的财报还是会更扎实一些、更好一些，包括Backlog的增长在这两家里面也还是算不错的。所以它其实虽然业绩会刚开完盘后美股是一个比较差的表现，但其实一开盘也基本上是收复了比较多的失地。所以怎么说呢，整个大厂我们觉得还是有一些韧性可以看到，但是大家

的这种恐慌，也可以从这个财报里面比较深刻地体现出来。所以我们觉得现在所有东西归总了，其实都还是大家对于下游需求的不确定，或者说在今年上半年coding这么高的增长之下，我们下一个场景在哪里。这个事情市场上面做了诸多的尝试，但是确实现在还没有一个场景可以说跑通了一个可能起码是几万亿美金的市场，所以就会导致，再加上宏观环境的这种持续压力，大家就会导致现在对于这种高资本开支的惩罚，可能并不会是短期就立刻消失的状态。所以我觉得这是这次财报里面我们所收获的更大的信息，可能从之前大家只是说多方空方想法不太一样，到这一次大家其实很明显的发现是比较紧张的一个状态。

但是从我们跟产业的整体交流里面的话，其实就像我们刚刚讲的，只是说现在下游可能还没有出现一个让大家感觉到像今年年初coding一样这么可怕斜率的场景，但并不代表下游的场景一点变化都没有。其实我们从海外看，像我们一直推荐的AIforScience赛道，包括像B端的EnterpriseAI等等的增长，以及企业交出的成绩，其实都是能够看到，AI的渗透肯定是润物细无声地发生在诸多的行业里面去。只是说这种变现的拐点，它肯定不是线性的，它可能在某一个行业里面积攒到了一定的时间点之后，它才会发生巨大的斜率的这种蜕变。所以现在可能确实是一个相对来讲比较紧张的状态。那从推荐标的的角度来看，我们现在首先还是强烈推荐我们一直推的AIforScience，就是医药这一块的赛道，核心标的金瑞这块，我们已经做了太多的论坛，包括路演也好，也欢迎大家去听一下我们之前专门针对这个赛道的对话会议。然后另外我们会建议大家可以关注像阿里这样的标的，其实跟海外的逻辑有点相似，就是到了最后，大厂的韧性还是非常强的。这种大厂和模型厂商还有新云厂商其实截然不同，他们强大的造血能力可以让它的容错率比其他的一些厂商会高很多。那大家如果关注阿里的话，就会知道，其实阿里也跟谷歌、包括跟亚马逊有点像，它的整个云这块的业务，应该说是连续自我们跟踪以来连续8个季度到9个季度是没有miss过的，是持续地在兑现自己的preview，包括其实每一个财报的利润率，大家会发现最近几个季度都是比较不错的。所以在这个相对来讲有一些多空方观点不太一样的情况下，像阿里这种回调得特别多的标的，反而在这个时候可能可以去稍微关注一下。计算机这边主要汇报这些观点。

（四）传媒：游戏板块

各位投资者大家下午好，我是长江传媒分析师杨云琪，给各位投资者汇报一下我们传媒这边的一些情况。因为传媒刚过去一周里面，大家主要的关心还是一些行业业绩的发布。因为我们这个板块，特别是今年大家市场上比较重的游戏板块，从年初以来有比较明显的调整，那上周这个游戏板块的业绩发布，确实也看到整个板块Q3的表现是相对来说比较平淡的。但是我们认为前期的股价下跌中，还是比较充分地反映出了这个Q3业绩的情况。整个板块的头部游戏公司Q3基本上还是维持着比较平稳、或者是一个增长的情况，只是增长

的幅度相较于上半年是有明显下行的，一方面是由于今年的Pipeline相对来说确实比较弱势，另一方面是去年相比较高的一个基数。整个行业目前来看，确实也没有看到景气度发生比较明确的拐点。那现在我们认为整个市场可能对于游戏公司今年包括明年的业绩，相较于之前有一定的下修，但是我们也确实看到，整个板块的估值仍然对应到2027年业绩的估值是在10倍以下或者10倍上下，那这个估值我们认为虽然说可能跟之前大家看到的7倍、8倍相比是要稍微贵了一点，但仍然是有比较强的安全边际。所以我们认为后续游戏板块仍然是可以去持续关注他们估值修复的情况。并且确实也可以看到，整个游戏行业最近还是能看到一些积极的变化，包括上周微信的营销生态合作伙伴大会上面也披露了今年微信小游戏的一些数据，像上半年这边可能还是有25%以上的一个同比增长，然后DAU也是一个量价提升的状态，也包括从用户结构上面看到一些中年人群或者女性人群在持续的增加。所以整个行业的一些细分方向的景气度，我们认为还是持续

的。另外包括出海这边，虽然说可能世纪华通作为头部厂商，Q3业绩跟大家预期相比可能没有说那么强，但确实从它的一些产品，今年不管是它的新游戏Load、Rush、Hotel、Legacy等等，仍然是延续着快速起量的一些趋势；包括可能Q3业绩整体表现相对比较平淡的世纪（三七），也提到了他们Q3这边的整个出海游戏，包括他们的ZRoute、还有他们LastAsylum这些游戏延续高增，公司的出海这边大概贡献50%以上的收入。所以整个出海这边目前来看仍然还在一个比较高景气的、前期投入后期利润可能会持续兑现的一个阶段。然后另外一个比较高级别的细分赛道，就是单机这边，像《影之刃零》上周刚刚发布之后，也确实看到它的整体表现还是非常不错的，不到一个小时之内同时在线人数就突破了30万，然后在上线的首日《影之刃零》的峰值应该有40多万，然后在30号，他们的同时在线峰值应该到了70多万人，也是位列Steam历史峰值榜的前15名。并且上线之前，他们也是实现了销量榜的登顶，上线当日还是继续稳住榜首这样一个位置。所以国产的单机游戏依然是延续比较好的景气度。所以不管是从小游戏还是从出海还是单机方向来看，我们认为游戏行业仍然是一个优势内容供给去驱动需求的赛道，短期内不管是用户的粘性，还是用户的偏好在其他娱乐形式冲击下，仍然保持比较强的一个韧性。所以我们对游戏行业未来的发展仍然是保持乐观的。所以在当前这个相对来说估值比较便宜的时候，我们认为像港股这边明年有比较大产品周期变化的网易、心动，或者头部的腾讯，以及A股这边今年调整比较充分、但我们看到核心产品的流水仍然具备比较强韧性的华通、恺英、巨人等等，以及像产品短期内处于投入

期、可能后期有机会兑现的个股，我们仍然是认为是可以继续去关注和推荐的。

（五）传媒：题材轮动与互动影视游戏

那除了游戏板块以外，过去几周传媒这边还是延续着题材轮动的一个节奏。像物理AI和AI影视的这个扩散方向，我们认

为今年其实不管是从产业上的技术变化趋势，还是产业上的一些产品落地来看，都不仅仅是题材交易，而是比较明确的经济变化的方向。所以我们觉得后续物理AI还有AI影视这边，仍然会反复的活跃。像物理AI这边Q4还有字节世界模型的一个相应的催化，所以我们大概觉得这些标的像物理AI相关的凡拓、风语筑、宝通，以及像AI影视这边的上影、上海电影、芒果超媒等等，仍然是后续的其他方面的交易主线。另外就是像互动影视游戏这些AI影视和游戏的交叉方向，从过去几周来看，不仅有《凡尘》，还有其他一些比较出现的产品确实在陆续的增加，所以我们觉得像互动影游这些新的AI内容形式也会成为后续大家比较关注的方向。所以以上就是我们传媒这边的汇报的一些内容。

从结论上面来看，就是整个板块现在的估值最低、然后具备最强安全边际的是游戏赛道，那题材的话，就是主要以物理AI和AI影视为主。那如果对于这几个板块有更多想要关注的问题，欢迎和我们长江传媒团队联系。那以上就是我们传媒小组汇报全部内容，感谢各位投资者的收听。

--- TMT周周谈：AI生态系列汇报20261101.pdf ---

总结

1、市场环境与本次会议框架上周市场环境和情绪落实到科技板块，整体让大家相对比较悲观，虽然中间有几次单日或单时的不同程度反弹，但整体向下的盘面，让投资者情绪偏负面。站在当前时间节点，一方面要密切关注资金面和情绪面的变化，另一方面还是基于基本面，做一些积极向上的、趋势确定性判断。基本面做好准备，同时随时关注市场可能的反弹方向，是现在要做的事。本次会议选择四个行业细分方向，都是基本面足够确定的方向：电子由姜梦老师汇报半导体板块即国产算力链观点，计算机由刘雄老师汇报AI应用板块观点，传媒互联网由焦娟老师汇报AI框架研究，尤其是Anthropic等基础大模型的推进，通信由林亮亮老师总结超节点Q3财报及前瞻指标。整体基于基本面和深度研究框架，阐述AI生态各个环节，作为储备来应对随时可能的市场反弹和未来AI生态发展方向。

2、国产算力芯片：供需两旺，逻辑未松动在相对悲观的阶段，我们坚定看好国产AI相关算力芯片赛道。行业层面，根据最新预测，九大CSP今年资本开支仍能保持在万亿美元，明年达1.5万亿美元的高位状态，整个AI叙事的逻辑并没有被证伪，没有明显大幅缩减。从行业层面，坚定认为处于一个供需两旺的大逻辑中，并会持续伴随订单、新场景、需求层面的驱动，实现业绩的不断兑现和落地。可以看到今年针对国产算力，英伟达高端芯片被禁，是国内AI算力供给的一个短缺，今年包括明年可能整体出现一个缺卡的阶段，叠加

DeepSeek主动去适配国产生态的加速崛起，国产算力去不断推进适配，包括硬件方案全天跑通；华为的超节点/超级集群通过两百或低于三百的评级，这些超节点的落地，均会带动国产算力渗透率的提升。从今年一季度开始，上市的主流算力厂商营收同比增速开始破十个点，并且逐步进行业绩兑

现；从订单和业绩维度，国产头部以及一些新势力的进展还是非常值得关注的。
3、国产算力标的：头部与新势力具体标的上，首先比较推荐关注头部厂商，像寒武纪、海光这些；后面新势力包括二线厂商，摩尔线程、沐曦、壁仞科技、天数智芯等，它们有新品持续放量，以及供应链的确定性，像壁仞、天数有大客户订单，大客户在整个产业链对它们的背书程度也值得关注。海光方面，三季度业绩落地后毛利率提升非常显著，三季度毛利率还修复提升将近4个点，达到了58%；虽然Q3营收增速有所下滑，但像HBM供应包括大工产能等约束因素下，整个服务器此前CPU需求还是持续保持相对旺盛，海光作为国内x86架构服务器的核心CPU供应商，充分受益于本轮服务器CPU国产替代浪潮，优势还是非常显著，可后续同步关注DPU等带来的额外业绩增长。新势力方面，摩尔线程、沐曦包括天数都值得关注，沐曦和摩尔都在今年Q3实现了营收非常大幅度的超预期，同时扣非利润实现了非常明显的单季扭亏为盈。摩尔线程从订单包括客户维度看，今年9月和京东云达成合作，要建一个10万卡的国产GPU计算集群，明年建成有望带来收入。沐曦C600在今年5月开始量产，成为下一代主力产品，今年年内流片测试，明年开始小批量增长，可以看到不断有新的主力产品、产品迭代对业绩形成支撑。壁仞今年7月发布了下一代产品，还有自研2.0的超节点方案，是8月完成的流片，各方面数据反馈良好，这一代性能对标甚至超越H200，定价有望大幅提升，后续有望实现放量的同时实现价格上调；2.0超节点方案有望提升客户粘性，非常有利于后续进一步锁定大客户订单。天数方面，天垓150在交付，整体交付结构较好，天垓300端到端性能也非常好，可以看到2026年包括2027年的出货预期不断上调，后续非常看好包括公司超节点方案的研发，自身背书加上持续性的采购，有望带来持续的订单，保证业绩的兑现和释放。上述头部包括新势力厂商今年在业绩、客户、产品迭代、出货量的边际变化非常显著，除了头部厂商之外，二线厂商也能非常真实地看到拿单和业绩落地，所以对于整个国产算力芯片，还是有一个行业层面的全面利好，至少证明需求在国内已经从头部开始外溢到一些二线厂商。
4、计算机：奥普特三季报超预期计算机这边主要围绕奥普特，公司本周发了三季报，整体业绩非常超预期。收入端看，前三季度接近14个亿的收入，增长大概接近40个点（约37%的增速）；扣非归母利润大概2.3亿，增长接近27个点；单三季度实现扣非大概2.1亿，增长约29%，整个三季度从收入端看超大家预期，从利润端看也超越了原来公司在股权激励上定的大概25%左右的增长目标。单三季度看，收入大概46%的增长，规模利润大概67%，扣非大概75.5%，有一个加速态势，而且在过去两到三个季度里，整个业绩趋势一直比较强劲。目前整个软件板块相关公司整体经营比较平稳，奥普特不低的双位数增长体现出公司比较强的阿尔法。分行业看，3C行业今年尤其北美大客户保持平稳创新，今年是一个

小年，所以公司在3C行业收入比较平稳，前三季度大概5.9个亿的收入；锂电行业虽然大行业今年景气度不能算特别旺盛，但公司阿尔法挺强，3.8个亿的收入，40%的增长，在整个行业里还是比较强的阿尔法。在3C和锂电两个大行业之外，其他行业体现出非常强劲的动能：半导体行业两个亿，增长256%；汽车行业0.66亿，同比增长89%，包括像PCB、光模块、半导体以及汽车、锂电，我们看到都是一个紧势（景气）的状态。所以中报时就讲过，公司财报层面体现的东西非常明显：一是业务大幅增长，尤其除3C之外全面开花；二是人员大幅扩张，大概增加五六百人左右，这是一个非常强力的佐证，说明公司无论对今年还是明年的判断都是一个非常好的态势。

5、奥普特：物理AI替代质检的逻辑与空间从AI这边看，最近公司股价比较强，比较重要的一个点就是物理AI。公司去年在AI这一块收入大概一点多个亿，今年三季度差不多是3个亿，全年维度线性外推，大概可能在3.5亿到4个亿左右，趋势非常旺盛。这里面接近一半来自锂电行业，包括国内锂电大客户以及北美大客户，增长比较旺盛，尤其北美大客户那边：从24年开始有苗头，25年看到一些标杆案例落地，26年整个方案的渗透加速推进，在其产线上替代质检工人，这也是物理AI比较核心的要义。对奥普特来说这是一个非常好的业务机遇：首先公司整个在北美大客户这边的份额大概5到10个点，比例还是低的；这一轮公司AI产品方案成熟度比较高，方案积累和标杆打磨也非常到位，所以预计以AI为抓手，在物理AI替代质检功能的大趋势浪潮下，会有一个非常强劲的份额增长和提升，未来在A客户这边可能会有一个三分天下的结果，如果以此为依据，公司在A客户这边的收入体量可能还会有一个很大的倍数级增长，这也是中长线逻辑非常核心的要义。从节奏看，A客户指引大概5到8年时间完成替代，我们测算每年中心来看可能有一个50亿甚至更高的年化总盘子。此外，公司3D打印、光模块等卡位比较好，表现都比较不错。这一轮公司涨得比较急、比较快，也体现出市场对它的认可，建议各位领导继续重视，因为在物理AI或AI应用尤其在行业端落地，原来编程、营销这些行业落地比较快，而在工业这一段，以视觉为方案的AI替代质检方向上，技术成熟度非常高、准确率可以做到99%点几、方案也比较成熟、节奏比较迅速，所以建议多多重视这边的新情况。

6、大模型：Anthropic与OpenAI的框架定位Anthropic大概月中配售预期要上市，OpenAI预期大概在27年。这两家在AI应用分析研究框架中属于第一层的基础大模型。第一层基础大模型本质只有一个，就是输出、生产、制作智能的能力，即AIGC的能力。它的命门只有一个，就是必须要争取被调取、被调用，所有运营不管参数还是进入任务、得到反馈，以及具体的运营方式和组织方式、价格变动、重置等等，都属于基于自身能力和选择的差异化，争取被更多用户所调用。具体的"被调用"包括找到目标用户、希望使用量多一些，使用量多又有很多维度，其中一个维度就是任务深度，要让它任务深度深一些，就要做很多Skills或Agent等工具或

系统，以供给决定需求的方式，帮大家跑通一些可以称作标准化的共通的工作任务或流程。大模型的复杂之处不在业务本身，而在于大模型是怎么跑出来的，这里面分两种：第一种像谷歌和阿里，本身就是大厂，又有云、又有生态、又有

各种工程师资源，基于长年累月的研发积累，在前沿研究方向（包括谷歌实验室、阿里达摩院）本身内功很深厚；但有个毛病，它们的大模型在诞生之初就有一半使命是盘活过往业务，或者带着自己走出新的AI式探索，所以谷歌和阿里的股价一定是波动的，并且在曲折当中会有一些争议。第二种基于自身业务逻辑进行创收，以及在上下游12到18个月错配的过程中怎么做。

7、技术突破与产业传导节奏这个技术突破之后，会有非常大的产业推进，因为多模态只有四个模态，全模态大概有二十几个模态，这个推进就可以让AI真实地在各行各业、现实物理世界当中的决策层面，包括现实和互联网之间交接或连接的地方，有很大的应用性突破。如果这样，给产业内技术传导期是半年到大半年，即半年到一年：前半年基于技术突破形成一些工具跟系统，后半年这些工具系统传导到产业内；第二年各种产品就陆续冒出来比较明显。基于这样的考量，未来两年问题不大，其中对于Anthropic来讲，第一年确定性会最足，因为它自己的客户结构跟OpenAI有明显不同，更多是工程师coding的方向。第二个问题，大家非常关心除了coding方向之外，AI有没有可能找到新的方向，比如机器人、制药，但机器人跟制药尤其是机器人行业现在几乎还是零，因为没有真实的价格/量产阶段，比如特斯拉量产预期要到2026年底，正常推进。所以在真实的大方向跑出来之前，大家都不确定，它跑出来就跑出来了，因为跑出来相当于撞掉了几面原来堵得结结实实的墙；这个问题从产业类型角度来讲，本身也不是一个我们能提前回答出来的问题。第三个问题，从个人角度讲Anthropic是个好股票，因为它跟OpenAI

相比有个特征：它在运营这块相对来讲比较激进或者说比较快速，所以它如果能拿到10块钱的业务，基本上就能吃下来10块钱；OpenAI这边看起来相当于只能吃出来5块钱，肯定比10块钱要少，两者风格还是有差异的。基于这样的考量，首先大模型我们核心要看两样；其次分析它未来的成长性、业绩确定性要看行业自身的发展；第三就是它跟竞争对手之间的差异。

8、大模型标的可跟踪范围大模型本身所处的系统，它自身成长性、发展节奏等，有需求可以随时联系。在体系搭建方面，每一层怎么跟以及跟出来的这些上市公司，基本上都比较成熟了；大模型这块，基础大模型的标的本来就不多，谷歌和阿里很难把千问和通义单独拆出来，所以其实能跟的也就三四家，就是xAI、Anthropic、OpenAI等，其中Anthropic和OpenAI又是全球最大的，尤其Anthropic市占率更高一些，所以可以理解全球的大模型基本上就编这两家了。

9、超节点行业Q3财报复盘整个超节点行业Q3财报整体表现不算太好，主要原因还是Q2有一些非一次性因素导致的整个

Q2盈利基数比较高，所以从环节角度看，整条产业链在Q3表现相对比较疲弱。此前重点提到过，Q2整个产业链利润情况非常好，主要原因还是存储涨价，导致尤其是服务器行业在Q2利润表现非常乐观；Q3存储价格相对比较平缓，所以Q3利润表现相对Q2出现比较大幅度下滑。这个Q3财报的定价，其实在Q3财报出来之前市场上已经有普遍认知，所以Q3财报正式出来以后，整个超节点行业的股价表现相对比较强。主要原因还是从三季报数据看，服务器、交换机这些行业的前瞻

指标已经比Q2好了非常多，所以可以看到Q3往Q4去看，整个超节点服务器出货量可能就会来到比较高的水平，甚至2027年整个出货量预期会超过市场预期。

10、三家第一梯队公司的前瞻指标从具体数据看，超节点服务器和超节点交换机出货比较快的三家，就是浪潮信息、华勤技术和锐捷，这三家目前走在第一梯队。浪潮信息Q3存货已经达到接近1200亿，Q2是500亿出头，环比100%以上增速；相较去年Q3也是接近500亿的数字，所以浪潮Q3末存货量非常大，这个数字会在今年Q4和明年Q1财报中体现。华勤Q3末存货量达到400亿左右，Q2是280亿，环比50%的增速，横向对比去年Q3是一个150亿左右的数字，华勤Q3末存货量也是非常夸张的涨幅。锐捷Q3末存货量达到90个亿，Q2末是56个亿，去年同期是32亿，是锐捷历史上存货量最高的一个季度。这三家公司其实可以相互印证一个信息，就是他们Q3末存货大幅度提升，同时他们也是整个超节点行业出货最为领先的三家公司。华勤在Q3财报里有明确数字，有62亿的超节点服务器出货量，这个数据超乎市场预期：因为Q2末财报交流中，公司重点提到预计2026年整个超节点服务器出货量超过100个亿，目前Q3出货量已达62亿，环比看，由于这么大的存货量增长，Q4超节点服务器出货量环比增速也非常乐观，所以今年华勤超节点服务器出货量超过100个亿已经非常具有确定性。

11、超节点渗透率与服务器利润率展望2027年，整个超节点服务器渗透率提升趋势的确定性非常强，预计整个超节点服务器可能从今年的个位数渗透率，提升到明年接近20%左右的

渗透率；从整个服务器行业看，20%的渗透率已经相对是比较高的水平。再往2028年看，整个超节点服务器可能就会逐渐取代传统八卡AI服务器在整个数据中心里的地位，因为横向对比海外数据中心，今年海外数据中心无论NV卡还是AI（ASIC）卡，基本都是以超节点模式出货，海外数据中心尤其AI数据中心的超节点渗透率已经非常高。在这个大趋势下，维持原来的判断：整个服务器行业收入体量可能相对比较乐观，但利润角度，目前利润率提升的逻辑需要逐步验证。因为哪怕明年展望到20%的出货量渗透率，对服务器行业来说都是千亿级的收入规模，像浪潮明年可能到两千亿级收入规模，那超节点服务器的收入占比还不是特别高；并且从早期出货对象看，大多数是CSP客户，CSP客户的利润率相较政企类数据中心或国家计算中心，后者的利润弹性空间可能更大。所以早期大家还是以量作为核心参照指标，随着超节

点出货量逐步起来，可以看到服务器行业在盈利质量、利润率上也会有相对明显的表现。

12、交换机行业与锐捷的利润弹性如果超节点服务器在Q4或者明年还是逐季向好的态势，在利润率表现上比较敏感的可能是交换机行业，尤其是锐捷这家公司，利润率表现会相对比较敏感。主要原因还是因为交换机行业目前的营收体量相对于服务器行业来说还是比较少，锐捷也是一个百亿营收的公司，规模效应可能会比较强；在代工模式下，公司营收逐渐往上走时，规模效应也会逐渐起来。在锐捷这家公司上可能更加明显，因为复盘过往几个财报，公司营收波动比较大，季度间波动比较大，同样利润率的季度波动也会比较大：低的时候可能就一个点的净利率，高的时候营收质量比较好时可能会有8个点左右的净利率，这里的利润弹性会表现得非常明显。同样，超节点相较于普通八卡服务器，它的核心增量还是在交换机上，尤其在现在比较常见的64卡超节点里面，要加8到10个Switch芯片也就是交换机，对传统数据中心来说是纯增量的模式。所以如果明年看到比如两万台左右的超节点服务器货量，整个交换机这边的增量可能就是15到20万台的增量，对交换机整个行业来说是非常大的数字，所以对锐捷来说后面利润弹性是比较值得期待的。从收入角度看，虽然Q3比Q2利润少了一些，但收入角度Q3和Q2基本环比持平，我们觉得在这么大存货的支撑下，Q4相比Q3收入角度可能出现比较大的环比增长，也期待利润端的释放。

13、盛科：交换芯片验证进展最后是大家比较关心的盛科。相比锐捷、华勤、浪潮这些公司，盛科Q3的前瞻性指标可能没有那么好，主要原因还是对针对于超节点出货的交换芯片，其实还是在测试过程中，还没有正式拿到客户认可，或者说在测试中还没达到比较好的进展，还需要进一步观察。可以看到现在出货的超节点服务器，基本上配置的都是51.2T的交换芯片；对于51.2T交换芯片，从产业链调研看，整个国产51.2T交换芯片目前还是在集群测试过程当中，测试可能还只经历了一个季度左右，测试的集群规模也不是特别大，往后还要去测试比如更大集群。所以对盛科来说，后续重点关注的还是它的51.2T芯片到底能不能获得CSP客户的认可，以及认可之后在数据中心里的渗透率表现会是如何。因为盛科这家公司的估值方式可能还是比较依赖于终局估值方式，所以它能否获得CSP客户的认可，对它的估值支撑来说是非常重要的一件事。

14、超节点总结与风险提示总体来看，整个超节点在Q3的前瞻性指标还是非常乐观的，尤其是锐捷、华勤和浪潮这三家超节点服务器和超节点交换机走得最快的公司；相较来说，二线厂商可能会在明年年中，可能在超节点服务器上有一些突破。所以重点让大家关注交换机行业里比较具有龙头代表性地位的锐捷，以及服务器行业里Q4预期可能比较好的浪潮和华勤；对于盛科这家公司，还是重点关注它的51.2T芯片能否在互联网客户那边获得比较不错的验证进展。风险提示有两方面：一是超节点服务器供应链环节比较多，目前服务器

供应链环节紧缺程度还是比较高的，尤其是高端交换芯片以及一些高端PCB物料，都会出现阶段性紧缺，所以超节点服务器明年的出货量提升速度可能会有不及预期的风险，主要还是与上游物料紧张有关系；二是虽然超节点服务器利润率提升的逻辑比较具有确定性，但由于整个服务器行业竞争相对比较激烈，像中兴等公司也加大力度在服务器行业投入，如果整个竞争加剧，利润率也会有一些压力。

会议实录：

1、AI系列生态电话会，我是方正电子首席马天翼。上周市场的环境和情绪，尤其是落实到科技板块，还是让大家相对来说比较悲观，虽然中间有几次单日或者说单时的不同程度反弹，但整体向下的盘面，应该说周末让广大的投资者朋友情绪上面还是有一些偏负面。当然站在现在这个时间节点，一方面还是要密切关注资金面层面的一些变化和情绪面的变

化，另外一方面还是基于基本面，做一些积极向上的趋势确定性的一些判断。所以从这两个角度结合来看，一方面基本面做好准备，另外一方面随时关注市场可能的反弹方向，是我们现在要做的。所以我们今天选择的四个行业的细分方向，还是选择出一些我们认为基本面足够确定的，跟各位进行一个后续趋势展望的汇报。

那么首先第一个部分，电子这边是由新加入方正电子团队的姜梦老师，来为各位汇报半导体板块，也就是国产算力链的一个观点。这也是电子板块基本面趋势非常明确，而且明后年向上持续加速的趋势非常明确的方向。第二，方正计算机团队由刘雄老师来为各位汇报AI应用板块的观点，这也是计算机板块AI生态构成的一个非常重要的方向。第三，是由方正传媒互联网团队的首席焦娟老师来继续汇报方正传媒互联网团队非常具备特色的AI框架的研究，尤其是最近关注度比较高的Anthropic这种基础大模型的一些推进，在这个基础上为各位阐述一下在方正传媒互联网AI三层研究框架中的大模型基础、大模型的位置和意义。最后，是由方正通信团队的林亮亮老师来为各位总结一下超节点的Q3财报，有一些尤其是后续前瞻的指标还是非常超预期的，从这个角度来解读一下后续超节点这个新闻方向的投资观点。以上是我们今天的内容，所以整体来说，我们还是基于基本面和深度研究框架，来做出的AI生态各个环节的阐述，作为一些储备，来应对随时可能的市场的反弹和未来AI生态的发展方向去结合。

2、首先我们把时间交给方正电子团队的姜梦老师，来阐述一下国产算力产业链的观点，有请。

3、方正电子组的姜梦，跟大家汇报一下。相对比较悲观的这阶段，业绩的一些改善，包括一些海外的一些开发。比较明显的，没有清晰主见的一个方向，去向一些比较小心理方向进行快速的联动。当下这个其实我们还是坚定地去寻找一些基本面、逻辑没有松动的板块，我们会坚定地看好国产AI相关算力芯片的赛道。首先，我们从行业层面看，根据最新的预测，九大CSP今年包括明年的资本开支还是像今年能保持在万亿美元，包括明年1.5万亿美元的一个高位状态。整个AI叙

事，它逻辑并没有被证伪，没有明显的一个大幅缩减。所以从行业层面，我们还是坚定认为它处于一个供需两旺的大逻辑，并且会持续地伴随着订单，包括一些新的场景、需求层面的驱动，实现一个业绩的不断兑现和落地。可以看到就是今年针对国产算力，可能像英伟达它高端芯片被禁，是国内AI算力供给的一个短缺，我们今年包括明年可能还整体出现一个缺卡的阶段，然后叠加像DeepSeek他主动去适配国产生态的一个加速的崛起，然后国产算力去不断地推进适配，包括硬件方案全天跑通。然后像华为的一个超节点，他的超级集群，他去做两百或低于三百的一个评级，包括这些超节点的落地，均会带动像国产算力一个渗透率的一些提升。看到就是从今年的一季度开始，整个上市的主流的新算力厂商，它的营收还是同比增速开始破十个点，并且逐步地进行了一个业绩兑现。可以看到就是从订单，包括业绩维度，国产像头部，包括一些新势力的进展还是非常值得大家去关注的。下面我们落实到一个具体的标的话，首先还是比较推荐大家关注头部的一个厂商，像寒武纪、海光这些。后面新势力，包括二线的厂商，摩尔线程、沐曦、壁仞、天数等。就是有

一个新品，包括就是持续的放量，还有供应链的一个确定性，像壁仞、天数这些有一些大客户的订单，包括就是大客户在整个产业链对他的一个背书程度都比较值得关注。首先是海光，后续他一个竞争力和盈利能力的提升，因为我们看他三季度业绩落地之后，他的毛利率提升得还非常显著。然后也希望关注新产品进入，有机会提升他毛利率的一个说明。海光三季度毛利率还是有所修复的，还给科（环比）是提升了将近4个点，然后达到了58%。然后我们同时可以看到他Q3的营收方面增速有所下滑，但是像这种行业，现在像HBM供应，包括一些大工产能的一个约束因素，我们可以看到他整个服务器之前CPU的需求还是持续保持一个相对的旺盛。而且海光作为国内x86架构的服务器的一个核心CPU的核心供应商，还是充分会受益到本轮服务器CPU国产替代的一个浪潮，海光的优势还是非常显著的。我们可以后续同步关注像DPU及一些额外的单元，这些带来的一些额外的一个业绩增长。新势力的话就是摩尔线程、沐曦、天数都非常值得大家关注。沐曦和摩尔都是在今年的Q3实现了一个像营收非常大幅度的超预期，同时它的利润、扣非实现了一个非常明显的一个单季的扭亏为盈。看到像摩尔的话，从订单包括客户维度看，今年9月和京东云就是达成合作，要建一个10万卡的一个国产GPU计算集群，然后明年建成是有望带来收入的。沐曦的话，我们可以看到就是现在C600是今年的5月开始量产，成为下一代的一个主力产品，然后今年年内是流片测试，明年开始一个小批量的增长。可以看到就是不断地有新的主力产品，包括产品的一个迭代，一个业绩形成一个支撑。壁仞的话，我们可以看到今年主要是7月发布了下一代的一个产品，还有就是2.0的一个超节点方案，然后（新产品）是8月完成的流

片，然后包括各方面的数据反馈非常良好。然后这一代它的性能对标的也是要对标或者超越H200，定价还是有望就是大

幅地去提升的。可以看到后续它是有望实现放量的同时，实现一个价格的上调。2.0的话它是超节点方案，这个超节点方案是有望提升一个客户的粘性，是非常有利于像壁仞后续进一步锁定大客户订单的。天数的话就是，天垓150在交付，然后整体的交付结构还是比较好。同时它天垓300端到端的一个实测性能还是非常（好）。我们可以看到他2026年，包括2027年的一个出货预期是不断地上调。后续我们还是非常看好，包括公司一个超节点方案的一个研发。（大客户的）背书，包括持续性的采购，是有望给他带来一些持续的订单，去保证他业绩的兑现和释放。
上述就是给大家更新一下，就是头部包括一些新势力的厂商，我们可以看到他们今年的一些进展，包括客户，还是产品的迭代，包括出货量，一个边际变化还是非常显著的。我们可以看到今年除了头部的厂商之外，二线的还是能够非常真实地看到，就是他拿单，包括落地业绩的落地。所以你可以看到，可能对于整个国产的算力芯片的话，还是有一个行业层面的一个全面的利好，可以证明，至少它的需求在国内是从头部的已经开始外溢到一些二线厂商。所以我们还是（看好）国产算力芯片的一个赛道。今天给大家更新就到这里，然后后续有任何需求，欢迎各位领导随时（联系）。
4、各位领导大家晚上好，我是计算机组的分析师刘雄，跟各位汇报一下我们这边主要的一些观点。今天其实我还是围绕着一个个股，就是我们前期一直在给各位领导提示的奥 普特。公司其实在本周也发了三季报，大家也看到整个业绩还是非常超预期的。从整个收入端来看的话，前三季度差不多有接近14个亿的收入，那么增长大概也在接近40个点，大概是37%左右的这么一个增速。那扣非的利润，那个归母的利润大概在2.3亿，然后增长了大概接近27个点。整个三季度实现的扣非大概是2.1亿，然后增长大概是29%。应该说三季报整个三季度，从收入端来看的话，应该是超大家的预期的；从利润端来看的话，大家其实也看到也是超越了原来公司在股权（激励）上定的大概25%左右这个增长目标，所以这个还是非常喜人的。那么从单三季度来看的话，大家其实也看到，整个收入都有大概46%的增长，然后规模利润大概67%，扣非的话大概是在75.5%。所以这个应该是有一个加速的态势，而且也是在过去的两个到三个季度里面，整个这个业绩趋势一直是比较强劲的。大面上我们来看，目前整个软件板块所有的这些相关的公司，整体上大家的经营还是比较平稳的。那么奥普特这个应该说不低的一个双位数的增长，应该说还是体现出了公司比较强的一个阿尔法。
第二个呢，我们再去看分行业来看，其实这个跟我们前面强调的事情是比较一致的。从整个3C的行业来看，今年因为尤其是北美大客户这边，现在保持一个平稳的创新，今年应该是一个小年，所以致使整个公司在3C这个行业的收入比较平稳，差不多前三季度大概是5.9个亿的收入。然后锂电行业的话，虽然说锂电大行业今年景气度不能说特别旺盛，但是公司这边的阿尔法还是挺强的，3.8个亿的收入，40%的增长，应该说还是在这个整个行业里面还是比较强的阿尔法。同

时，在这3C和锂电这两个大行业之外，我们去看其他的一些

行业，应该说体现出了一个非常强劲的动能。半导体行业两个亿，增长了256%，然后汽车行业0.66亿，同比增长89%。包括像PCB、光模块、半导体以及像汽车、锂电，我们看到都是一个紧势（景气）的状态。所以我们其实在中报的时候，就给各位领导讲了，公司其实财报层面体现的东西是非常明显的，第一个就是这个业务大幅的增长，尤其是我们看到除了3C之外全面开花。然后如果说我们再去看，就是整个的这个人员的话，应该是大幅地扩张，应该我觉得增加五六百人左右。所以这个其实我们看到，是一个非常强力的佐证，就是说公司整个无论是对于今年还是对于明年的判断，应该是一个非常好的态势。

那么这是从行业层面来看，那最后就从AI这边。其实我们看到最近公司股价走得比较强，其实比较重要的一个点，也就是因为物理AI。那么这个里面我们怎么去看这里面的事情呢？就是公司去年整个在AI这一块的收入大概是一点多个亿，那么今年三季度呢，差不多是3个亿。往全年维度去展望的话，我们预计可能按照目前这个情况去线性外推，大概可能在3.5亿到4个亿左右。所以这个趋势是非常旺盛的。那么这里面其实我们看到有接近一半来自于锂电行业，像国内的这个锂电大客户，包括像北美那边的大客户，应该说整个增长比较旺盛的，尤其是北美大客户那边。其实从24年开始有这个苗头，25年我们看到一些标杆案例的落地，那26年应该说整个加速推进这个方案的渗透，应该在整个他的产线上去替代质检工人，替代质检工人这个也是物理AI比较核心的一个要义。那么现在从这一段来看的话，我们觉得对奥普特来说，这是一个非常好的业务机遇。首先，我们看到公司整个

在北美大客户这边的份额大概就是5到10个点，其实比例还是低的。那么这一轮我们看到公司整个在AI这边的产品方案成熟度比较高，而且公司整个在方案的积累、一些标杆上面的一些打磨也是非常到位的。所以这一轮我们预计，以AI为抓手，公司整个在后面物理AI替代质检功能这个大的趋势浪潮下，应该会有一个非常强劲的份额的增长和提升。我们觉得未来整个在A客户这边的话，可能会有一个三分天下的一个结果。那如果以此为依据来算的话，公司其实在A客户这边的收入体量，可能还会有一个非常大的倍数级的一个增长。所以这个也是我们看好公司这边中长线逻辑的一个非常核心的要义。那么第二个点，我们再去看看整个的节奏。现在我们可能看到以A客户那边的指引来看，差不多5年到8年的时间里面要完成这个替代，我们也做了一个测算，可能每一年大概也会有一个，中心来看的话，可能有一个50亿甚至更高的这么一个年化的总的盘子。所以这是一个我们看到的节奏和年化的规模。所以这是我们看到整个公司AI这边的一个进展。

当然，就是我们前面还提到一些3D打印，包括像这些应该说公司整个的卡位比较好，然后包括像光模块之类的，我们觉得这个表现都比较不错。那么现在其实这一轮公司涨得其实也比较急也比较快，也是体现出大家市场对于他的一个认

可。我们也是建议各位领导多多继续重视，就是因为我们看到整个在物理AI这边，或者是AI应用这边，尤其是在行业端的落地，原来我们看到编程、营销这些行业可能落地比较快，那么在工业这一段里面，我们看到在视觉、以视觉为方案的AI替代质检的这个方向上，我们可能看到也是一个相对而言技术成熟度非常高、准确率可以做到99%点几、方案也比较成熟、整体的节奏也比较迅速的这么一个方向。所以我们还是建议领导多多去重视这边的一些新的情况。那么以上是我关于这个奥普特的一个个股的一个汇报，各位领导如果有进一步交流的需求，也欢迎联系我们这边预约路演，感谢各位的收听。

5、大家好，我是焦娟。我说一下Anthropic、OpenAI这些基础大模型。因为这个月大概月中Anthropic的配售预期是要上市，然后OpenAI是预期大概在27年。这两家他在咱们AI应用分析研究框架当中，它属于第一层的基础大模型。第一层的基础大模型呢，它本质只有一个，就是我输出、我生产制作，我的这个智能的能力，就是AIGC的能力。所以他的命门只有一个，就是必须要争取被调取、被调用。也就是说，所有的运营，不管是参数还是进入一些任务、得到一些反馈，然后一些具体的运营方式和组织方式，包括我们经常看到的价格的变动、重置等等之类的，它都属于说基于自身的一些能力和选择的一些差异化，然后去争取被更多的用户所调用。当然"被调用"这个词本身的话，他也比较具体，就是真实运行起来也比较具体。那具体的就会包括说，我找到我的目标用户，然后这个目标用户我希望他的使用量多一些，同时基于使用量多呢，又有很多的维度，其中有一个维度就是这个任务深度。那怎么样让他任务深度深一些呢？我要做很多的一些Skills，或者是Agent，或者是什么什么的这样一些工具或者是一些系统，然后以供给决定需求的方式，帮大家去跑通一些可以称作标准化的、这样的一些共通的一些工作任务或者是说一些流程。所以，你说大模型复杂，它的复杂之处不在这里，不在业务本身，而在于这个大模型是怎么跑出来的。那这里面又分两种：第一种的话，像谷歌和阿里，本身就是大厂，又有云，又有生态，又有各种工程师的这样的一些资源，所以呢，他们就是基于长年累月的研发的积累，在这个方向的前沿研究，包括谷歌的实验室、阿里的达摩院之类的。所以他们其实本身内功很深厚，但是有一点他们有个毛病，他们的大模型其实在诞生之初，他就有一半的使命是盘活我过往的业务，或者是说带着我走出新的这样的一片AI式的探索。所以其实谷歌和阿里他们的股价一定是波动，并且在曲折当中会有一些争议的，这是第一点。第二种的话就是基于他自己的这种业务逻辑，他怎么样进行一些创收，第二个的话就是这家公司在上下游的这个时间、12到18个月的错配的过程当中，他是怎么样去做的。这是第一点。

那这个技术突破了之后的话，会有非常大的这样一个产业的推进，因为多模态只有四个模态，全模态的话大概有二十几个模态。那这个推进的话，就可以让AI真实地在各行各业、

现实物理世界当中的一些决策层面，包括现实和互联网之间的这个交接的地方，或者是连接的这个地方，就会有很大的一个应用性的这种突破。那如果这个样子的话，给产业内这个技术的传导期是半年到大半年，也就是半年到一年：前半年的话是基于这个技术突破形成一些工具跟系统，后半年的话是这些技术和这些技术形成的工具系统传导到产业内。然后再有，这是第一年啊，第二年的话，就是各种产品就开始陆陆续续冒出来的比较明显。所以基于这样的考量，未来两年问题不大。其中对于Anthropic来讲的话，第一年他可能确定性会最足，因为他自己的这个客户结构跟OpenAI是有明显的不同，他更多的是工程师coding这个方向。

这是第一个问题。第二个问题的话，大家非常关心，除了coding这个方向之外的话，那AI有没有可能找到新的（方向），像比如说机器人、制药，但是机器人跟制药，尤其是机器人这个行业现在几乎还是零，因为没有真实的这个量产阶段，比如说特斯拉量产也是要到2026年底，就是预期当中，正常这样的一个推进。所以这样的话，就是这里面有个问题：就是真实的这个大方向跑出来之前，其实大家都不确定，他跑出来就跑出来了，因为跑出来相当于说是撞墙，撞掉了几面原来堵得结结实实的墙，他不撞掉，其实大家还是有这样的一些悬念，或者是有这样的一些先天的这种固化的认知路径。所以我觉得这个问题回答不出来，但是其实从产业类型的角度来讲，本身他也不是一个我们能提前回答出来的问题。
第三个的话，就是这个公司的话，从我个人的角度来讲，它是个好股票，因为它跟OpenAI相比的话，它有个特征，它在运营这块相对来讲比较激进，或者说比较快速一些。所以如果他拿到10块钱的业务，他基本上就能吃下来10块钱；OpenAI这边的话，看起来就相当于说只能吃出来5块钱，或者是说肯定比10块钱要少，他俩之间这个风格还是有差异的。基于这样的一个考量，刚才就说了，首先大模型我们核心要看两样，其次的话就是分析他未来的成长性，它的这个业绩的确定性要看行业自身的发展，第三个的话就是他跟竞争对手之间的这种差异。我这次汇报回答了这三个问题。在Anthropic这个身上，那个汇报完毕，谢谢。

然后补充一句，大家对于Anthropic有一些录影需求、资料需求、数据拆分需求，大模型本身所处的这个系统它自身的一个成长性、发展节奏等等之类的，大家有任何需求可以随时联系我。我这边在这个方向就是把体系搭出来，搭出来之后的话，对于每一层咱们怎么跟，以及跟出来的这些上市公司，基本上都比较成熟了。然后大模型这块，大模型的标的基础、大模型的标的本来就不多，谷歌和阿里其实很难把它的这个千问和通义单独拆出来，所以其实能跟的也就三四家，就是xAI、Anthropic、OpenAI等，其中Anthropic和OpenAI又是全球最大的，尤其是Anthropic它市占率更高一些。所以你可以理解，全球的大模型基本上就编这两家了。
6、各位投资人大家下午好，我是方正证券通信行业的研究员

林亮亮。那我们今天还是给大家做一个超节点行业三季报的一个复盘。前两周呢，我们已经提示过整个三季度超节点行业的这个财报，在Q3来说可能整体的表现不算太好。主要原因还是因为Q2有一些非一次性因素导致的整个Q2的盈利相对来说基数比较高，所以从环节的角度上来看呢，整个超节点行业在Q3的这个表现还是相对来说比较疲弱的。那我们之前也重点提到了，就是从Q2的角度上来说，整个超节点行业的这个利润情况非常好，主要原因还是因为存储它的涨价，导致了整个尤其是服务器行业在Q2的时候这个利润表现会非常乐观。那Q3来说，整个存储的价格相对来说比较平缓，所以Q3的这个利润表现相对Q2来说，会出现比较大幅度的一个下滑。那这个Q3财报的定价，其实在Q3财报出之前，其实市场上已经有普遍的认知了，所以你可以发现Q3财报正式出来以后呢，整个超节点行业的这个股价表现相对来说是比较强

的。那这里的主要原因呢，还是因为其实从整个三季报的这个数据上来看，服务器、交换机这些行业，他们的这个前瞻的一些指标已经比这个Q2来说好了非常多。所以我们可以看到Q3可能整个往往Q4去看，整个超节点服务器出货量可能就会来到一个比较高的水平，甚至2027年的整个出货量预期会超过市场预期。

那我们从这个具体的数据上来看一下，尤其是三家可能这个超节点服务器和超节点交换机出货比较快的三家，就是浪潮信息、华勤技术和锐捷，他们三家目前来说是走在第一梯队的公司。那从浪潮信息来看，你可以看到Q3它公司的存货已经达到了接近1200亿，那Q2的这个数据是500亿出头，那环比是100%以上的增速。相较于去年的Q3，也是一个接近500亿的数字。所以你可以看到浪潮在Q3末的这个存货的量，其实是非常非常大幅度的环比增加，达到了接近1200亿的数字。所以这个数字的话，会在今年的Q4和明年的Q1的财报中进行一个体现。那相似的，你可以看到华勤的它的这个存货量，在Q3的结尾，我们可以看到这个数字达到了400亿左右，那Q2的这个数字呢是280亿，所以这个是环比50%的增速。那我们去横向对比去年的Q3的话，它是一个150亿左右的数字。所以你可以看到今年华勤Q3末的这个存货量也是非常非常夸张的一个涨幅。还有一家公司就是锐捷，那锐捷的话，它在Q3末的这个存货量是达到了90个亿的数字，那Q2末的这个存货量呢是56个亿，那去年同期的这个存货量是32亿。所以你可以看到，今年Q3也是历史上来说，这个锐捷这家公司历史上存货量最高的一个季度。所以这三家公司其实你可以相互印证的

一个信息，就是他们在Q3末的这个存货大幅度地提升，那同时他们也是整个超节点行业出货最为领先的三家公司。

那华勤他在这个Q3的财报里是有明确数字的，是有一个62亿的超节点服务器的出货量，那这个数据其实也是超乎市场预期的。因为在Q2末的财报交流中，公司也重点提到了，他们预计2026年整个超节点服务器的出货量是超过100个亿。那目前来说，Q3的这个出货量已经达到了62个亿。那环比上来看的话，由于这么大的存货量的增长，我们可以看到环比来

看，Q4的这个超节点服务器的出货量的环比增速也是非常非常乐观的。所以今年整个华勤超节点服务器出货量超过100个亿，已经是非常具有确定性的一个情况了。
那展望2027年，其实整个超节点这个服务器的这个渗透率提升，其实这个趋势的确定性是非常强的。我们预计整个超节点服务器可能会从今年的个位数的这个渗透率，提升到明年可能接近20%左右的渗透率的角度。那从整个服务器行业上来看的话，20%的渗透率其实已经相对来说是一个比较高的水平了。那我们希望展望再往2028年去看的话，整个超节点服务器可能就会逐渐取代了整个传统的八卡的AI服务器在整个数据中心里的地位，因为我们可以横向对比海外的这个数据中心。你可以看到今年海外数据中心，不管你是NV卡还是这个ASIC卡，基本上它家出货的模式都是以这种超节点的模式去做出货，所以海外整个数据中心尤其AI数据中心里面，它的这个超节点渗透率已经是非常非常高了。

那在这个大趋势下面，我们还是维持原来的判断，那就是整个服务器行业，它可能整个收入体量可能相对来说比较乐观，但是利润的角度上来看，我们现在利润率的这个提升的这个逻辑，我们可能需要一些逐迹的验证。因为哪怕是明年我们展望到20%的这个出货量的渗透率，但是对于服务器行业来说，他们都是可能是千亿级的这个收入规模，可能是像浪潮他们明年可能讲到了两千亿级的这个收入规模。那这个相对来说，整个超节点服务器的这个收入占比还不是特别的高。并且从早期的出货的对象来看，早期的出货对象呢，大多数是这种CSP的客户，那CSP客户的这个利润率，相较于这种政企类的数据中心或者是国家的计算中心来说，后者的这个利润弹性空间可能会更加大一些。所以早期大家还是以量可能作为一个核心的参照指标，那随着整个超节点出货量逐步起来了以后，我们也可以看到整个服务器行业，它在盈利的质量上、在这个利润率上也会有相对明显的这个表现。所以这个是第一个服务器行业的一个体现。
那第二个就是我们觉得说，如果超节点服务器在这个Q4或者说明年还是逐季向好的一个态势的话，在利润率表现上会比较敏感的可能会是交换机行业。那尤其是锐捷这家公司，可能它的利润率的表现会相对来说比较敏感。主要原因还是因为，交换机行业目前的这个营收体量相对于服务器行业来说，还是相对来说比较少的。因为锐捷也是个百亿营收的这样一家公司，所以它的这个规模效应可能会比较强，因为在代工模式的角度下，整个公司的这个营收逐渐往上走的时候，它的这个规模效应也会逐渐起来。那在锐捷这家公司上来说，可能会更加明显，因为你去复盘过往的几个财报的

话，你可以看到公司的这个营收波动相对来说比较大，季度间的波动相对来说比较大。那同样的，他们这个利润率的这个季度的波动也会比较大，低的时候可能就一个点的净利率，高的时候这个营收质量比较好的时候可能会有8个点左右的净利率，那这里面的这个利润弹性相对来说就会表现得非常明显。

那同样的，这个是超节点相较于普通的八卡服务器，它的核心增量还是在这个交换机上。尤其是在一个比如说我们现在比较常见的64卡的这个超节点里面，他要加8到10个这个Switch芯片，也就是这个交换机。那这个对于传统的数据中心来说，这个是纯增量的模式。所以如果明年可能看到比如说两万台左右的这个超节点服务器货量，那整个交换机这边的增量可能就是15到20万台的增量。那这个对于交换机整个行业来说，是非常非常大的一个数字，所以对于锐捷这家公司来说的话，它后面的这个利润弹性其实是比较值得去期待的一个事情。那从这个收入的角度上来说呢，虽然Q3比Q2来说利润少了一些，但是你可以看到收入的角度，Q3和Q2的这个收入基本上是环比持平的。那我们觉得如果在这个这么大存货的这个支撑下的话，那Q4相比于Q3，它的这个收入的角度可能会出现一个比较大的环比增长，那我们也期待着他在利润端可以看到这个利润端的释放。
那最后一个可能是大家比较关心的盛科。那这个盛科，相比于锐捷和华勤、浪潮这样一些公司来说，他的Q3的前瞻性指标可能没有那么好。那主要的原因还是因为，其实对于盛科公司来说，它的这个针对于超节点出货的这个交换芯片，其

实还是在测试的过程当中，还没有正式拿到客户的这个认可，或者说在测试中还没有达到一个比较好的进展，那还需要进一步的观察。其实你可以看到，现在出货的这个超节点服务器，基本上配置的都是这个51.2T的交换芯片。那对于这个51.2T的交换芯片的话，从我们的产业链调研上来看，整个国产的51.2T的交换芯片，目前还是在这个集群测试的过程当中，那这个测试可能还只经历了一个季度左右。那整个测试的集群规模也不是特别大，那么往后我们还要去测试，比如说这个集群（更大规模）。所以对于盛科现在公司来说，我们可能后续重点关注的，还是在于他们51.2T的芯片到底能不能获得这个CSP客户的认可，然后他们这个认可以后，在这个数据中心里的渗透率表现会是如何。因为盛科这家公司可能大家还是比较（关注）它的估值方式吧，可能还是比较依赖于终局的估值方式，所以它能否获得这个CSP客户的认可，其实对于它的这个估值支撑来说是非常重要的一件事情。
所以总体来看的话，整个超节点在Q3的这个前瞻性指标还是非常非常乐观的，尤其是锐捷、华勤和浪潮这三家，是超节点服务器和超节点交换机走得最快的三家公司。那相较于来说，二线的厂商呢，可能会在明年的年中，就是中间的这个时候，可能会有在超节点服务器上的一些突破。所以我们也重点让大家关注一下，就是在交换机行业里面，这个比较具有龙头代表性地位的这个锐捷，然后在服务器行业里面，Q4的这个预期可能会比较好的这个浪潮和华勤。然后对于盛科这家公司来说，我们还是重点关注它的51.2T的芯片能否在这个互联网客户那边获得一个比较不错的验证进展。以上就是关于超节点这个三季报的一个总结。

那最后我们还是做一下风险提示。因为主要是超节点服务器这个东西呢，它的这个供应链的环节会比较多，那我们可以

看到整个目前来说，服务器的这个供应链环节的紧缺程度还是比较高的。尤其是这个高端的交换芯片，然后一些这个高端PCB的物料，其实都会有这个阶段性的紧缺。所以超节点服务器的这个出货量，明年的这个提升的速度可能会有一些不及预期的风险，那主要还是与上游物料紧张的这样一些关系。那第二个呢，就是虽然超节点这个服务器，它的这个利润率提升的逻辑还是比较具有确定性的，但是由于整个服务器行业的这个竞争还是相对来说比较激烈的，那你可以看到像中兴这样一些公司的话，他们也是加大力度在这个服务器行业进行一些投入，所以我们可以看到，如果说整个竞争加剧的话，可能利润率也会有一些这个压力。那以上就是关于这个超节点服务器的，或者说超节点行业整体的一个更新和推荐，那欢迎各位老师、各位投资者联系我们团队进行一个更加深入的沟通。

--- AI科技 · 周度洞察(第40期)：AI进入短期“阵痛”期：钱从哪来？20261101.pdf ---
AI科技·周度洞察（第40期）：AI进入短期"阵痛"期——钱从哪来？
全文分点总结
本周美股AI板块走势前强后弱：周一到周三市场表现较强，核心驱动是Anthropic招股书披露的长期算力承诺，以及周一Anthropic 630亿美元的融资；周四因谷歌财报低于预期，叠加ServiceNow和Fortinet财报带动软件板块大跌；周五受亚马逊和英特尔财报拖累，同时黑石警告Anthropic上市后可能难以获得投资级评级、媒体报道OpenAI最新一轮融资目标从300亿美元下调至200亿美元、估值从1.4万亿美元下调到1.25万亿美元，双重因素叠加造成硬件和软件大跌。
本周影响以财报为主，叠加少量产业趋势扰动：非财报季主要受产业趋势和宏观影响，本周则主要是财报影响（本财报季"爆雷"概率确实偏大），叠加一点点产业趋势影响。贯穿最近两三周的核心影响因素，是AI的融资信用风险。
OpenAI下调融资目标的三重原因：一是整个二级市场表现不佳，AI的风险偏好在下降；二是与Anthropic的IPO融资争夺同一批资金；三是OpenAI自身算力需求庞大，到2030年累计算力与需求支出目标达6000亿美元，市场担心庞大算力资本开支与收入回报速度之间能否匹配。此外，当前资本市场承接能力较弱，投资者对超大规模AI模型公司的估值趋于谨慎。

黑石对Anthropic信用评级的表态：10月26日路透社报道，美国银行、黑石、花旗和摩根士丹利参与了Anthropic一笔630亿美元融资，分为两部分——优先级债务435亿美元（由美银、花旗和摩根士丹利承担分销，博通为信用增级方）和次级债180亿美元（黑石承诺提供90亿美元次级债资金，票息收益率10%及以上）。资金用于成立SPV购买博通芯片，采购谷歌G瓦级GPU算力，预计2027年开始交付。黑石向LP说明时表示，Anthropic上市后可能只能获得高等级垃圾债评级，大概在2B区间，与Coinbase、VIVO的评级基本相当；而前几个月黑石还表示其有可能在年底前获得投资级评级，这相当于对

Anthropic评级预期的下修。
评级问题的影响本质在于融资成本：Anthropic的算力承诺满打满算远期可能接近8000亿美元，如此庞大的算力支出除股权融资外必须依赖债权融资。如果母公司无法获得投资级评级，其发债收益率就会明显偏高，融资成本将显著高于投资级评级。
核心矛盾是资本开支刚性与回报兑现之间存在时间差：资本市场过去奖励的是"收入高速增长"，因此愿意提前投入巨额资金；但现在要求短期回报率，而资金成本又在持续提升。于是"低成本的钱从哪来"成为短期的核心矛盾。
产业并未进入资本开支收缩周期，但已进入新阶段：AI产业并没有真正从资本开支扩张周期进入收缩周期，但正在从资本供给驱动的基础设施建设阶段，转向以商业回报验证、融资能力和现金流质量为约束的新阶段。10月以来是一个非常明显的转折点。资本开支的刚性仍然存在，但资本获取成本、融资结构和利润分配正在发生变化。
云厂商自由现金流已转负：三季度四大CSP自由现金流合计转负，唯一仍为正的是微软，也是本财报季唯一上涨的云厂商。加上新云厂商后，从去年一季度开始新云厂商自由现金流基本已经为负。七大厂商合计在上个财报季已正式转负，资金缺口必须靠发债填补。
资本开支规模今年翻倍，明年预期继续大增：去年全年七大厂商资本开支合计约4266亿美元，今年约8800亿美元，基本翻倍。明年目前市场预期约1.3万亿至1.5万亿美元。亚马逊明显高于2026年指引，谷歌显著增加，Meta明年预期从1300亿至1350亿、上修到2250亿。资本开支仍是刚性规划，实际可能受电力等物理条件约束而低于规划，但规划层面很难显著下调。
融资方式整体向更高成本演进：一是靠自有现金流，此前主要是CSP巨头，但现在已撑不住，转向股权融资和投资级债券融资；二是新云厂商，从项目融资和私募信贷为主，逐渐向高收益债市场演进。以CoreWeave为例，优质项目因有GPU抵押贷款和优质客户合同，有些可以做到投资级、成本较低，但母公司是投机级，只能进入私募信贷市场，其无担保票据收益率一度飙到15%至16%。三是模型公司，此前以股权融资为主，现在Anthropic也开始走项目融资和私募信贷（如黑石提供的180亿美元信贷）。
AI债券发行流动性趋紧，Meta转投股权融资：去年全年AI债券发行约2160亿美元，今年到9月已发4660亿美元，是去年同期的4.6倍；6月发债金额最大达1130亿美元，但到9月只有230亿美元，AI债券发行流动性已近乎断裂，这也是Meta最近公布975亿美元股权融资方案的重要原因。
AI融资出现明显的信用分层：芯片厂商和CSP厂商大多是投资级，有多元化收入和相对好的现金流体系，仍能获得低成本资金；新云厂商和基础模型公司收入较单一，需要证明未来收入足以覆盖巨额算力承诺，大概率落在投机级，资金成本天然更高。从CDS利差看，Coinbase到了一千多，Oracle 300

多，而英伟达和Meta可能只有100多BP；从信用评级看，3C级尾部风险持续走阔，投资级仍然相对稳定、利差较窄，分层非常剧烈。

未来跟踪产业需重视AI算力资产的金融属性：GPU不仅是生产资料，还成为融资抵押品。未来要重点观察GPU租赁合同期限能否覆盖融资期限、残值如何评估、新卡上市后旧卡价格如何变化、GPU利用率是否足以覆盖折旧利息和维护成本等。对模型厂商的估值体系，明年可能不再只按20倍ARR看ARR增速，还要看毛利率、长期算力采购承诺、租赁负债，核心是自由现金流转正时间，以及算力乘数、单位token收入和成本等。

大型CSP的经济优势可能凸显，芯片厂商成为信用增级方：CSP拥有多元化业务和多元化收入现金流来源，融资成本更低，相对竞争优势可能进一步凸显。博通、英伟达等芯片厂商原来只关注产品与订单，现在更多作为整个产业链的信用增级方，可获得更多产业链金融价值，但也承担额外信用风险。后续需重点跟踪Anthropic正式信用评级、OpenAI最终融资规模、Anthropic的IPO定价、算力租赁价格、新云债务融资成本、CSP收入等指标。

融资成本上升将改变产业格局：对新云厂商来说，融资成本可能成为核心竞争变量；大型CSP竞争优势可能扩大；模型公司中拥有高ARR、高毛利和较强粘性的，可能获得更好融资条件、规模扩张更快，商业化效率成为另一关注点，尾部行业集中度可能提升。资本成本可能决定算力供给的出清顺序，高融资成本、低GPU利用率、短期客户合同和较弱残值保障的项目可能率先面临融资困难。

未来两年核心矛盾是资本开支大而商业化不足以支撑：AI商业化确实在局部有所突破，但还有待物理AI、AI Science以及企业级市场更多新需求场景加速落地，才能逐步支撑。从现在往后看，到2027年可能处于这样的状态：一方面资本开支很大，另一方面AI商业化还不足以支撑现有资本开支，需要通过外部融资来支撑，而外部融资成本决定了是扩大规模还是受限收缩，明年这种矛盾可能更加激烈。

融资端：2026年是资本开支大于经营性现金流的第一年：CSP厂商债券累计发行规模已近2000亿美元，预计2026年全年达2790亿美元，2027年差不多3000亿美元左右。大型云厂商公司层面评级基本达到A级，而新云厂商以CoreWeave的DDTL融资工具为例，只有今年上半年其中一笔获得投资级评级，最底层原因是客户评级水平较高、有履约信用担保。

债券认购转弱、利率走高：认购倍数从2月接近5倍降到7月不足2倍，新债发行溢价中位数不断扩大。四大云厂商中谷歌发行了500多亿美元债券，Meta约840亿美元，亚马逊900多亿美元，微软相对较好，因为有部分资本开支由融资租赁带来。

股权融资方面，激进的是谷歌和Meta：谷歌6月有总规模847亿美元的股权融资计划，包括300亿美元公开发行、伯克希尔·哈撒韦100亿美元定向增发以及未来400亿美元增发计划；Meta为950亿美元，最新又宣布新增600亿美元ATM计划；

Oracle今年2月有450亿至500亿美元股权融资计划，后续还有200亿美元ATM发行计划。

表外负债与SPV融资、供应商增信成为新趋势：四大云厂商合计有2.4万亿美元表外负债，大部分由未来采购承诺和租约构成。Meta两个SPV项目合计约400亿美元融资，利率分别为约6.5%和7.5%，相对其他SPV融资较低，验证了CSP因更好评级带来的融资韧性会越来越体现。算力卡厂商进行融资担保本质上做增信，英伟达和博通自身公司级评级都在A以上，会提供残值担保、剩余容量回租等兜底安排，英伟达的担保将是新云厂商后续额外融资、额外增信的最主要推动。SPV正从隔离资产的融资载体，发展为整合多方信用的融资结构。新增信贷获取难度上升，表现为认购更慢、更贵、更需要兜底，今年3月CoreWeave DDTL 4.0投资级安排当时利率约为SOFR加200多个基点，后续5.0、5.5基本都到了加500多个基点；CoreWeave新发债券实际利率成本又回到约9%；CoreWeave目前的加权平均利率成本约10%，而CSP厂商拿到的SPV和直接信贷基本都在6个点左右，新云厂商与CSP的差距再次展现。

新云厂商未来融资缺口测算：以CoreWeave为例，在手活跃电力约1.5G瓦，按指引2030年落地约3G瓦、年均约2.7G瓦，其未来两年资本开支约700亿美元，债务到期本金约100亿美元，预计正向现金流贡献约200亿美元，扣减目前现金和提款额度后，到2028年底新增融资需求仍有约600亿至700亿美元缺口，到明年年底约300亿美元以上。新客户预付款成为最核心假设——上季度提到新签项目约有40%预付款覆盖约40%资本开支。以Nebius看，到2028年底前新增融资缺口约200亿至300亿美元。CoreWeave二级市场交易价格已到约15至16个点，属于垃圾债中评级更低的水平，市场普遍担忧其RPO无法实现。

Anthropic债务安排的压力并没有情绪上那么大：如果以投资级最低评级3B看，平均收益率约6个点；如果是高收益债BB评级，约6.9个点。所以实质上对Anthropic的压力并没有情绪上展现的那么大，6.9个点相比其他建设方仍有优势。整体看，未来融资端会出现一定压力，CSP与新云厂商进一步分化。跟踪反转的几个点：新客户预付款（尤其小的新云厂商）、英伟达新增融资担保额度、新云厂商脆弱的盈利模型（无杠杆IRR约15个点），一旦利率上行、新增融资成本上行以及后续GPU租赁价格下跌，都会对其模型产生较大影响。

AI商业化：CSP资本开支暂无减速迹象，远期指引普遍上修：三家CSP对明年的指引都给出较积极预期，甚至用"显著增加"表述。核心原因一是云业务投资回报周期可观，叠加在手订单有交付要求，算力投入相对刚性且确定性较高；二是三季度隐含的变化是Agent入口争夺会更激烈，后续底层推理算力投入会进一步加强；三是企业级推理需求进入放量区间。三季度资本开支节奏普遍低于预期，多因第三方数据中心交付节奏；今年累计同比增速约60%至70%，不会再有大幅上调。但远期指引普遍上修：谷歌和Meta表述为"显著增加"，微软指引第二财季下半年（明年一二季度）资本开支进一步

加速，Meta对muse类应用底层推理算力的投入积极性较高。
现金流压力全面凸显，AI商业化节奏出现阶段性压力：三季度除微软维持正值外，其他三家均为负且敞口越来越大，且这是在资本开支低于此前预期、回购分红也低于预期幅度的情况下，现金流压力仍然较大。这隐含AI商业化节奏出现阶段性压力，较弱的商业化与较快的资本开支之间的差值或敞口在本季度进一步放大担忧。
云业务收入如期加速，三大共性驱动：三家CSP云业务收入都已进入千亿美元级别，从2008年前后起步布局云业务至今接近20年完成千亿突破，未来5至10年亚马逊目标是向万亿级规模拓展。收入加速的共性原因：一是企业端推理需求增厚，反映为微软Foundry和亚马逊Bedrock的收入放量，可持续性较强，因为企业AI渗透率提升带动综合消费，除闭源模型外还有多模型采用、开源模型在云上消耗及配套基础设施（数据库、分析、安全等）；二是大厂自有已建好GPU效率的持续改善，微软本季度着重强调，这是云盈利能力提升非常重要的跟踪指标；三是自研芯片或相对成熟自研芯片布局的亚马逊和谷歌自研算力进一步外售，TPU销售已进入GCP营销数据，亚马逊指引2027年进一步采用外销方式。
云OPmargin出现阶段性瓶颈，是风险信号：三季度基本持平，甚至有公司小幅微降，与原来的持续改善不同。支撑因素是云收入增长拉动的规模化效应；压力因素包括：AI收入占比越来越高（亚马逊口径下AI云业务利润率比传统云服务更低），需要靠产品组合（如谷歌配套销售更多纯软件增值服务）和GPU集群效率优化来改进；前期资本开支的折旧费用增长；自研硬件销售占比增加，而其毛利率低于服务。所以云盈利能力是目前比较危险的一点，若后续能进一步加速，将对提升CSP的AI盈利确定性信心有重要帮助。
积压订单与广告业务分化：三季度谷歌和亚马逊积压订单环比仍有增长，亚马逊表现更好，同比增长约17%；新签客户包括Meta、英伟达等大型科技企业，以及Salesforce、Stripe、Zoom等软件公司。自研芯片的采用程度也有进一步翻倍式增长。传统广告业务表现非常分化，核心因素是AI带来广告入口端变化，其影响可能比过去讨论的"AI提升广告转化率"更大。谷歌AI搜索模式、Agent类搜索模式虽然增长很快，但现阶段商业化变现水平非常低，本季度广告收入低预期虽被解释为汇率影响，但搜索广告确实偏弱，Agent带来的搜索范式变化是否会长期影响传统搜索广告增量需要打问号。亚马逊广告营收也低于预期，公司解释为Prime Day促销从三季度提前到二季度，但市场核心担心外部通用型Agent导致的购物行为是否会拖累站内购物广告。Meta相对表现较好：社交应用品类受Agent影响幅度较低，AI辅助内容推荐和创作者合作广告（类似国内抖音挂小黄车）等新模式进一步丰富广告品类与体量，Meta的AI产品进展相对更好。
微软传统业务表现相对更好，Copilot付费基数扩大：除广告外，零售和搜索在三季度都有相对负向反馈，微软表现更好，主要是Copilot付费基数进一步扩大，消费模式进一步向

consumption based切换，市场对其潜在市场规模放大有一定预期，其他Copilot助手升级也在持续加快。

大厂竞争将从云算力军备竞赛向Agent入口切换升级：基于以上几点，资本开支扩张节奏并没有放缓迹象，大厂基于各条业务线的需求，资本开支扩张节奏有较明确的加快，只是Q3出现阶段性敞口放大。后续如果云收入增长、利润率改善，能缓解市场对传统主业受侵蚀的预期，并在AI方面看到新变化，市场对CSP整体预期仍有很大回升的可能性。

软件公司处于严格业绩考核周期，风险信号进一步释放：非本次财报季发布的三家（Figma、ServiceNow、SAP）基本处于非常严格的业绩考核周期，此前4月至10月陆续经历估值修复。Figma两个问题：一是过去两个季度营收同比增速持续改善，本季度出现下滑，反映服务收入增速弱于整体，原本预期硬件导入后服务同步跟进，但节奏落后；二是利润率担忧，上半年受益低成本库存与产品提价叠加，下半年库存成本优势可能下降，部分零部件交期拉长，客户预算限制进一步提价空间，利润率指引相对负面，整体业绩表现较差。

ServiceNow与SAP同样面临AI是否创造新增预算的问题：ServiceNow AI指引进一步上调到17亿美元体量，但营收端并没有同步加速，总体营收增速反而降速，反映"AI是在创造新的预算，还是在替代原来传统软件的预算"这一老问题，收入端有风险信号；利润端，美股SaaS公司2026年整体利润率表现都不会特别好，毛利率下滑一直发生，配套人力增长进一步抬高费用率，收购后新增债务成本、现金收购带来的利息收入减少等负面因素都在体现。SAP相对好一点，但总体营收虽在加速，公司对明年加速增长的限制条件比原指引更严格，主要提到宏观不确定性可能影响大单确认节奏、服务收入可能下滑，与今年高基数相比增加了明年收入持续加速的难度，但暂未反转此前的加速趋势；利润端同样是AI业务带来机会的同时放大了相应成本，利润率改进情况是2027年需要关注的核心指标。

商业化整体判断：从已发布软件公司看，2026年整体趋势比较确定——如能实现营收端由AI带动总体营收加速，是积极信号；利润端如能在三四季度稳定住水平、不进一步下滑，市场满意度会更高。目前发布的三家公司有潜在风险信号进一步释放。从AI商业化整个产业链看，CSP相对比软件公司稍好一点，只是现金流敞口在进一步放大，叠加宏观环境问题，隐含担忧主要在债务成本和融资成本上；软件公司虽暂无这些风险，但整体经营质量伴随AI转型出现阶段性利润率下降。

会议实录：

各位投资者，大家晚上好。今晚周日晚9点，例行给大家带来本周的周度洞察。本周主题是AI进入短期的阵痛期，钱从哪儿来？这可能是现在AI产业链上最核心的一个矛盾点。

我们先看一下美股的情况。当然A股的情况跟美股还是有比较大的差异，它的影响因素更多还是跟流动性、资金层面关系更大一点，我们主要分析美股。这一页是硬件，这一页是软

件相关。硬件层面，周一到周三前半周整个市场走势还是比较强的，最核心的因素是Anthropic的招股书发布以后，它比较长周期的算力承诺，以及周一Anthropic的630亿美元融资，带动了前三天的市场走势。周四周五，尤其周五有一个大跌。周四主要是谷歌的财报低于预期；另外周四的时候软件跌得比较多，主要是ServiceNow和Fortinet这两家公司的财报，带动软件有一个大跌。周五的话，主要是亚马逊和英特尔的财报带动下跌。刚才说的都属于基本面的影响，周五还有一个叙事上的影响：黑石警告说Anthropic上市以后，公司的评级可能比较难获得投资级评级；同时媒体报道，OpenAI最新一轮的融资目标从300亿美元下调到200亿美元，估值从1.4万亿美元下调到1.25万亿美元。这相当于产业趋势上的一个负面情况。两者叠加，造成了周五整个硬件和软件的大跌。

本质上这周主要是财报影响。财报本身，这个财报季相比以往财报季，确实爆雷的概率比较大。上周包括前两周我们都已经陆续汇报过，整个硬件的影响因素就是宏观、基本面，

以及产业叙事。非财报季肯定主要是产业叙事和宏观影响，这一周主要是财报影响，然后叠加了一点点的产业趋势影响。贯穿最近这两三周的核心影响，其实是AI的信用风险、融资的风险。

先说OpenAI这个事情。OpenAI下调融资目标从300亿美元到200亿美元，核心有几点：第一，这周整个二级市场不好，AI整体风险偏好是在下降的。第二，最近Anthropic要配合IPO融资，他们的目标资金比较相同，大家在争夺同一批资金，我觉得这个因素的影响会更大一些。第三，OpenAI自己的算力需求非常庞大，到2030年累计算力与需求支出目标是6000亿美元，所以大家现在很担心，以庞大的算力资本开支和整个收入回报率的速度之间，到底能不能够回报，这是大家现在最核心担心的问题。当然还有现在整个资本市场承接能力比较弱一些，投资者对这种超大规模AI模型公司的估值相对来说确实比较谨慎。这是OpenAI的事情。

第二个就是刚才说的黑石关于Anthropic投资评级这个事。来龙去脉是：10月26日周二的时候，路透社报道说美国银行、黑石、花旗和摩根士丹利参与了Anthropic一笔630亿美元的融资。这个融资基本上分成两部分：第一部分是优先级债务，435亿美元，主要由美国银行、花旗和摩根士丹利来承担分销商，博通是信用增级方；第二部分是次级债，180亿美元，其中黑石大概承诺提供90亿美元的次级债资金，票息收益率至少是10%及以上。成立一个SPV公司买博通的芯片，主要就是为了采购谷歌的G瓦级GPU算力，预计2027年开始交付，项目本身是这么一个项目。

黑石要去投90亿美元次级债资金，所以他也要向LP做说明。

这次他就说，黑石认为Anthropic上市以后可以获得的信用评级，有可能只是比较高等级的垃圾债评级，也就是highjunk的评级，大概在2B区间，基本上跟Coinbase、VIVO的评级是同一个区间。但前几个月的时候，黑石还在说它有可能在年

底前获得投资级评级，这相当于对Anthropic评级的一个预期。这个事现在并没有板上钉钉。比如这630亿美元里面的180亿美元次级债，目前给到的就是2B+，还有2B，不同机构评级不一样，但基本上就是投机级。而标普、穆迪这些三大主流评级机构，现在还其实还没有给这个SPV的正式公司层面信用评级。

这个事为啥影响比较大？本质上还是在于，按现在的算力承诺，之前算下来满打满算远期可能接近8000亿美元，这么庞大的算力支出，你肯定需要除股权融资以外的债权融资，包括最近的630亿美元就是比较典型的。这种情况下，如果母公司无法获得投资级评级，那它发债的收益率就会比较高，融资成本会显著高于投资级评级。所以这个事对Anthropic来说还是一个非常重要的事情。

这两件事，周五其实对整个产业从叙事上肯定有一个压制。

这就引出今天我们想讨论的问题。从这周发生的这些事来看，不管是谷歌的财报，还是一些英特尔的财报，其实大家关心的问题、或者现在整个AI产业最核心的矛盾点，就是资本开支刚性和回报或商业化之间存在一个时间差。在这个时间差的过程中，正因为存在时间差，相关的基础设施投资商必须通过融资方式获得资金。之前资本市场奖励的是"你只要

收入高速增长，我就对未来充满希望，愿意先投巨额资金"，但现在要求你短期的回报率，而资金成本又在持续提升，所以低成本的钱从哪儿来、你还能不能获得低成本的资金，就变成了一个短期的核心矛盾点。

我们的判断是什么？第一，现在AI整个产业并没有真的从资本开支的扩张周期进入到收缩周期，肯定是没有收缩的。但AI产业正在从资本供给驱动的这种基础设施建设阶段，转向以商业回报验证、融资能力以及现金流质量为约束的新阶段。这是10月份以来一个非常明显的转折点。第三，资本开支的刚性仍然存在，但资本获取的成本、融资的结构以及利润的分配可能正在发生变化。

我先大致把整个逻辑跟各位汇报一下，接下来我们两位同事再分别从融资层面和资本开支、商业化层面详细给大家展开。

先说一下我们现在看到的情况。比如这个表，超大规模云厂商在Q3的时候，我们算一个总额，基本上在Q3财报季的时候，四大CSP的自由现金流合计为负。现在唯一只有微软还是正的，这也是这次财报季唯一上涨的云厂商，因为它基本上是最有韧性的唯一独苗了。如果再加上新云厂商的话，从新云厂商就能看出来，基本上从去年Q1开始就基本上是负的了。整体比如七家合计来说，在上个财报季就正式转负了。

所以整个从总量来说，现在所有云厂商，无论是超大规模云厂商还是新云厂商，他们合计的自由现金流肯定是转负了，也就是说资金缺口肯定要靠发债来填补。

第二个，从资本开支的情况来看，去年全年大概在4266亿美元左右，七家加起来，今年大概在8800亿，基本翻了一倍。明年现在很多都还没有具体的指引，但比如亚马逊明显高于

2026年，谷歌显著增加，Meta去年二季度预期是1300亿至1350亿，明年预期标普预测是2250亿，所以所有加起来，目前预计市场预期大概在1.3万亿至1.5万亿左右。所以从资本开支的规模来说，大家的预期至少在预算的时候很难去降低。但最终实际可能会受什么因素降低呢？比如缺电、受一些现实的物理条件约束，可能最终投的钱没有那么多，但规划上很难有一个显著的降低。所以资本开支现在还是一个刚性的东西。

第二个问题就是钱到底从哪儿来的问题，也就是融资方式的一些变化。我们数一下AI基础设施的融资方式，无外乎这几种：第一，靠自己的自由现金流。之前主要是CSP巨头厂商，他们肯定是先靠自己的现金流，但现在也都撑不住了，所以CSP厂商开始从自由现金流支持转向股权融资和投资级债券的融资。第二类是新云厂商。他们原来主要是项目融资和私募信贷为主，当然还有一些股权。比较典型的就是我们以前汇报过的CoreWeave，它一些优质项目就是以项目融资、以GPU的抵押贷款，相对来说融资成本会低一些。但CoreWeave的母公司是投机级，所以项目如果有GPU、有优质客户合同、又有GPU抵押贷款，有些是可以做到投资级的，成本就会低一些；但母公司是投机级，只能去介入私募信贷市场，也就是高收益债市场。前几周CoreWeave15%的收益率，其实就是它私募信贷这一部分、无担保票据的收益率飙到了15%、16%左右。所以对于新云厂商来说，他们逐渐从项目融资、股权融资，开始向这种私募信贷、更高收益债市场演进。

对于模型公司来说，之前Anthropic主要还是以股权融资为主，现在也开始走一些项目融资和私募信贷，比如刚才黑石给他提供的这180亿美元的信贷，基本就是私募信贷的融资方式。所以非常明显地看出来，不管不同环节的厂商，都开始往利率更高、成本更高的融资方式逐渐演变，这是我们看到的正在演变的方向。

这里面比如新云股权融资，这周Meta刚刚公布了975亿美元的股权融资方案。Meta之所以这么做，我觉得核心还是因为最近债券的收益率比较高，发债难度也比较大。这能看出来什么呢？今年以来，去年整个AI债券发行大概在2160亿美元，今年到9月份已经发了4660亿美元，是去年同期的4.6倍。这里面可以看到，6月份发债金额最大到1130亿美元，但到9月份只有230亿美元，AI债券的发行极度地直接流动性就有点断裂的意思了，这也是Meta最近发股权融资的一个重要的原因。

之前也汇报过，现在整个AI融资会出现非常明显的信用分层。我觉得本轮AI产业迎来一个非常重要的转折点，转折的信号是什么呢？以前我们的融资逻辑是：模型能力提升，用户增长，Token调用量增长，ARR增长，需求增长，扩容，CSP厂商扩大资本开支，然后再继续融资。本质上就是我相信未来AI需求足够大，所以我愿意提前投入巨额资本，资本市场也愿意提供相对低成本的资金去支持巨额的资本开支，这是过去的逻辑。现在变成了我要更担心你未来的收入、Token收

入到底能不能覆盖现在形成的长期算力承诺，相当于新增了一个约束。

现在资本市场给不同的基础设施参与方的信用定价，正在出现比较明显的差异。比如芯片厂商和CSP厂商，因为他们大部分都是投资级，有多元化的收入和相对好的现金流体系，所以仍然可以获得低成本的资金。即使后面发债，他们获得低成本资金的融资手段还是比较多的。但像新云厂商和模型厂商，他们面临的是收入比较单一，需要证明自己未来的收入能够足以覆盖现在的巨额算力基础设施承诺。所以前面两个芯片和CSP厂商都是投资评级，而新云厂商和基础模型公司大概率落在投机级评级，资金成本天然就会更高一些。这就是现在AI融资的信用分层。

之前也给各位领导展示过，比如Oracle和CoreWeave的CDS利差，CoreWeave到了一千多，Oracle也是300多，但英伟达和Meta可能只有100多BP的CDS利差，整个分层还是非常剧烈的。从整体的信用评级也能看出来，3C级的尾部风险持续走阔，但投资评级仍然相对稳定，利差仍然比较窄。所以这个信用分层现在还是非常明显的。

在这种情况下，未来我们怎么去看、跟踪这个产业，到底要跟踪哪些方向？

一个是要重视整个AI算力资产的金融属性。以前我们老说观察AI供需关系，看GPU的租赁价格、GPU的利用率，拿这个东西来观察供需关系。但现在GPU不仅仅是生产资料，它还成为融资的抵押品。所以未来要去重点观察：GPU租赁的合同期限是不是能够覆盖融资的期限，残值如何评估，新的GPU、新的卡上市以后，旧的卡价格怎么变化，以及GPU的利用率是不是足以覆盖折旧、利息、维护成本。包括新云厂商的资产负债表，这些都需要去观察GPU这件事，不单纯是观察它的租赁价格了，而更应该把它作为一个金融资产去观察更多的指标。

第二个是模型厂商的估值体系。现在虽然还没有发生，但我觉得明年这件事可能会发生，会跟之前的估值体系不太一样。我们现在基本上是按照20倍的ARR来看，只主要关注ARR的增速。明年随着单位Token价格持续下降、算力承诺越来越大，大家会不仅仅只关心ARR的增长，还要关心毛利的情况、长期的算力采购承诺、租赁负债，核心还是要看自由现金流最终转正的时间。为了观察自由现金流转正的时间，就要看算力采购承诺、租赁负债，经营现金流和资本开支的差额，以及算力乘数、单位Token的收入和成本、毛利率，这些指标大家会看得更多，估值的时候就不单纯以ARR作为唯一的衡量值了。

第三个是大型CSP厂商的相对经济优势可能会凸显。最核心的还是因为它拥有多元化的业务、收入和现金流来源更加多元化，融资成本相对来说更低，所以它的相对竞争优势有可能会进一步凸显。

第四个是像博通、英伟达这种芯片厂商，原来我们只关注它的产品、订单，但现在他们开始更多地作为整个产业链的信

用增级方。从这种角度来说，他们应该可以获得更多产业链上的金融价值，但这也意味着，在获取收益的同时，肯定也要承担额外的信用风险。这是未来可能需要去跟踪的一些方向。

从具体的指标看，结合最近发生的一些事情，比如后续要去观察Anthropic的正式信用评级到底是投资级还是投机级，OpenAI融资的最终规模，包括Anthropic的IPO定价、算力租赁价格，以及新云厂商的债务融资成本，还有CSP的收入，这些都是我们后面重点需要去跟踪的一些指标。

最后说一下，融资成本上升如何改变产业格局。刚才也说到了一些。对于新云厂商来说，融资成本可能成为它的一个核心竞争变量；大型CSP的竞争优势可能会扩大；对于技术模型厂商，如果你拥有高ARR、高毛利和比较强的粘性，这些模型公司可能会获得更多更好的融资条件，规模扩大的速度也会更快一些。所以明年模型能力仍然非常重要，但商业化效率也会成为另一个大家关注的点。尾部行业集中度有可能提升。第三个，资本成本可能决定算力供给出清的顺序。刚才说到，到2030年有可能80%的新云厂商会破产。那些高融资成本、低GPU利用率、短期客户合同和较弱残值保障的项目，可能会率先面临融资困难。所以未来整个基础设施不会断崖式下滑，但确实会出现因为融资能力不同，在供给侧有所分化，这是未来可能潜在出现的一些变化。

整体来说，我想表达的意思是：第一，资本开支相对是刚性的；第二，现在的AI商业化确实在局部有所突破，还有待物理AI、AIScience以及企业级市场更多新的需求场景加速落地，才能逐步支撑。从现在往后看，以及到2027年，我觉得可能处在这样一种状态：一方面资本开支很大，另一方面AI商业化还不足以支撑现有的资本开支，那我就要通过外部融资来支撑整个投资，而外部融资的成本就决定了我到底能够扩大规模，还是受限收缩规模。明年这种矛盾会更加激烈，这是从现在往后可能会出现的情况。

我大致先把整个思路和逻辑给大家过一下，接下来同事先汇报融资端的情况，然后最后我们博士来汇报目前CSP的资本开支和AI商业化的最新情况。

各位领导大家晚上好，我先汇报关于融资端的情况，先把目前市场上融资的供需情况给大家看一下。刚才郭老师也跟大家汇报了一些关于自由现金流等融资端的情况，重复的部分就不多说。可以看到2026年是第一年资本开支大于经营性现金流的一年。这一页展示了目前市场卖方的一致预期，各家CSP厂商以及Oracle自由现金流转正的时间。上周Oracle的投资者日给到大家一个比较清晰的自由现金流转正时间，在2028财年，投资者日之后，也因为这个自由现金流的表述得到了投资者的认可。

从自由现金流的角度来看，第一点，未来几年的建设资本需求有这样一个差额。第二点，从公开债券市场来看，CSP厂商累计发行的债券规模已经来到近2000亿美元的总规模，预计

2026年全年来到2790亿美元，2027年也会差不多在3000亿左

右。从融资结构和风险来看，大型CSP厂商和新兴新云厂商的金融资质有明显差异：大型云厂商公司层面的评级基本都会来到A级；而新云厂商从过去以往的融资来看，以CoreWeave的DDTL融资工具来看，只有今年上半年的其中一笔获得了投资级评级，获得投资级评级最底层的原因是因为客户的评级水平比较高，这部分的合同来自大云厂的合同，有客户履约信用的担保，从而获得了投资级的评级。

再看到今年以来的发债变化，认购倍数可以很好地表现投资者对债券的接受程度：认购倍数从2月的接近5倍降到7月不足2倍，新债发行溢价的中位数也在不断拉大。再就是目前CSP在手的融资统计。债券这边，谷歌总共发行了500多亿美元的债券，Meta这边的统计有840亿美元，亚马逊总计目前也有900多亿，微软相对还好，因为它有部分的资本开支是由融资租赁带来的。这是四大云厂商的融资统计。

股权融资部分，真正债务融资快达到上限的时候，可以看到Meta最近又宣布了未来的ATM股票计划，新增600亿美元。从目前CSP的股权融资来看，比较激进的是谷歌和Meta。谷歌上半年2026年6月有总规模847亿美元的股权融资计划，包括300亿美元的公开发行、伯克希尔·哈撒韦100亿美元的定向增发，以及未来400亿美元的股票增发计划。Meta这边950亿美元，最新宣布了600亿美元的计划。Oracle今年2月有450亿到500亿美元的股权融资计划，后续还有200亿美元的ATM发行计划。其他像SpaceX、CoreWeave、Nebius、Anthropic，以及

还没上市的Lambda和Scale，他们的股权和混合融资就不多做介绍。

接下来最重要的一点是关于表外融资，也就是通过SPV进行融资的部分。比较典型的是Meta的SPV融资，包括路易斯安那州的Hyperion项目，以及德州的数据中心项目，都是通过SPV去做的。从SPV工具的角度来看，大部分SPV安排的追索权都在SPV自己名下，母公司没有追索权，但也有少部分由母公司承担追索权。从总数统计来看，四大云厂商合计有2.4万亿美元的表外负债，其中大部分由未来采购承诺和租约占有。

再看典型的SPV安排，刚才说到Meta这边的SPV融资情况，两个项目加起来差不多有400亿美元的总融资，Meta的利率第一笔差不多6.5，第二笔大概7.5的票息，相对其他SPV融资来看还是比较低的，这也回头验证了刚才讲的第一个结论：越往AI基建建设后期看，CSP因更好的评级带来的融资韧性会越来越体现出来。再就是Nebius的项目，当时一共有150亿美元的总SPV安排，比较典型的像CoreWeave，它的DDTL融资基本上都是以SPV方式进行的，包括其他一些新云厂商。

再就是最典型的刚才说的博通跟Anthropic的相关安排。还有一个比较常见的现象是算力卡厂商进行融资担保，本质上做增信。对英伟达和博通来说，他们本身的公司级评级都在A以上，会有残值担保、剩余容量回租等一些兜底安排。可以看到英伟达的担保，对于后续来看，如果新云当下已经面临比较大的融资约束，英伟达这边将会是他们后续额外融资、额外增信的最主要推动。

从刚才讲到的几个SPV情况来看，我们看到了几个表外融资的趋势。第一，SPV正从隔离资产的融资载体，发展成整合多方信用的融资结构。硬件厂商开始承担设备残值的风险，包括博通跟英伟达相关的残值担保；以GPU底层资产加抵押，加上客户后续合同作为担保的部分，对于大云厂来说是可以获得投资评级的；像DDTL这种融资安排，债权人更要求明确的现金流约束，含义是一个集群建设规模达到某条线之后才可以执行下一步的提款。

第二，新增信贷的获取难度确实上升，主要体现在几个点：认购更慢、更贵、更需要兜底。CoreWeave今年的DDTL 4.0投资级安排获得了超额认购，但底层是投资级客户；Lambda 8月份完成的融资，跟它的客户履约信用强相关；Oracle 380亿美元的园区贷款，当时的分销经历了挺长的时间。可以看到目前私募信贷角度对相关SPV有一定程度的热情下降。从后续披露的新融资来看，包括这周刚发生的融资，都是需要供应商有残值保证的。

第三，最近期的利率跟踪角度，确实呈现一定的走高趋势。今年3月CoreWeave DDTL 4.0这一笔投资级，当时的平均利率是SOFR加上差不多200多个基点，后续发的5.0包括5.5，基本都来到了加500多个基点的程度。如果对比CoreWeave新发债券的实际利率成本，基本又回到了之前比较高的水平，差不多9%左右。CoreWeave目前的加权平均利率成本差不多在10%左右；如果对比CSP厂商，基本拿到的包括SPV、直接的信贷，基本上都在6个点左右。所以再次展现了新云厂商和CSP的差距。

后面看一下大家关注比较多的、新云厂商未来的融资缺口有多大。以CoreWeave和Nebius作为代表。CoreWeave目前在手的活跃电力差不多是1.5G瓦，如果按照它之前的指引规划，2030年落地差不多3G瓦，年落地规模平均来看差不多是2.7G瓦的规模。Nebius目标是2030年落地5G瓦的集群，从2027年开始至少每年部署1G瓦。从公司经营的角度测算未来两年的缺口有多大：以CoreWeave为例，目前可用的DDTL额度还有100亿，账面现金差不多还有55亿。CoreWeave是colo的模式，不需要承担IDC相关的建设，如果以每G瓦往后看Rubin的IT设备投资差不多不到400亿美元的级别去算，那CoreWeave未来两年的资本开支差不多在700亿美元水平，未来两年债务到期本金差不多100亿，预计未来两年正向现金流贡献差不多200亿，再减去目前的现金和提款额度，为了到2028年底，新增的融资需求仍然在600亿到700亿美元的缺口；如果看明年年底，差不多是300亿美元以上的新增融资缺口。

同理看Nebius这边，比较大的一个假设变化是关于新客户预付款的部分。上季度他就讲到，现在新签的项目都会有差不多40%的预付款，去覆盖掉差不多40%的资本开支。这个假设将会变成两家新云厂商未来融资缺口最核心的假设。这样去看Nebius，到2028年底前新增融资缺口差不多在200亿到300亿美元的总缺口额度上。可以看到，如果以目前当前信贷市场上获取融资的难度来看，CoreWeave二级市场交易的价格已经来到差不多15个点到16个点，那其实就是垃圾债中评级更

低的债券水平。所以市场普遍担忧未来CoreWeave的RPO不能够实现。

最后再补充一个关于Anthropic债务安排的点。之前可能预计Anthropic这边能拿到的投资级，如果我们以投资级最低评级3B来看，平均收益率差不多是6个点；如果是高收益债BB评级，差不多是6.9个点。所以实质上对Anthropic的压力，并没有情绪上展现的那么大，其实6.9个点相比其他的建设方来说仍然是比较有优势的。
总结来看，我们把几大融资手段进行梳理，确实在整体融资上会出现一定的压力，CSP和新云厂商会产生进一步的分化。
如果我们去跟踪反转的几个点：一是关于新客户预付款这一块，尤其小的新云厂商，这个预付款将会是一个很大的假设；二是关于英伟达新增的融资安排，新增的担保额度，也将可能对新云来说是很重要的额外保障；三是如果看整体模型来看，新云的盈利模型确实是比较脆弱的，如果看无杠杆的IRR，差不多是在15个点左右。所以一旦出现利率上行、未来新增融资成本上行，以及后续可能会看到的GPU租赁价格跌价——当然短期还看不到——对整个模型还是会产生较大的影响。这是大家对新云最担心的几个点。融资部分我先汇报这么多，下面请同事再来汇报AI商业化的相关内容。
好的，各位领导，我们再汇报一下AI商业化的部分。先汇报结论。第一，CSP大厂这边的资本开支，我们暂时并没有看到减速迹象，而且从最新的三季度表述来看，三家CSP对明年整体的指引基本上都给出了比较积极的预期，甚至用了"显著增加"这种定性描述的词汇。核心原因，第一是云业务的投资回报周期还是比较可观的，叠加大家在手订单有交付要求，在这个背景之下，算力投入是一个相对刚性且确定性比较高的投入。第二，三季报隐含的一个变化是Agent入口的争夺会显得比较激烈，所以对于后续Agent底层推理相关的算力投入，我们认为也会进一步加强。第三，企业级的推理需求现在基本上进入到了一个放量的区间。所以从这几家云厂商基于业务竞争地位或市场竞争格局的角度去看，投入应该也会有一个比较明确的加快。
这就是第一点，资本开支并没有减速。与之相对应，大家比较担心的是商业化的匹配节奏问题。从三季度的维度去看，确实AI盈利的确定性变得非常关键。除微软之外，其他几家大厂，包括公布业绩的一些软件公司的盘后股价表现，相对来说都是比较负面的。最核心的原因是：一部分公司的净利润水平出现了比较明确的下滑，尤其是CSP这边，我们看到一个警示性指标——云的OPmargin并没有进一步环比有特别明显的提升，相对进入到了一个改善的瓶颈期。所以云业务虽然在高增，但盈利能力并没有像大家过去预期的一样如期改善，后面自由现金流的改善幅度可能不会有大家想象那么快，这是一个风险信号。
另外一个风险信号是软件公司这边，之前也提示过，北美软件三季度的股价会比较脆弱，因为经历了前一段时间的估值修复之后，对Q3的业绩考核会变得非常严格，一旦有业绩瑕

疵，股价表现压力会比较大。之前提示的风险就是北美软件的利润率下滑，传统SaaS的AI转型里，定制化或者本地部署的部分在进一步增多，综合毛利率现在基本上是一个下滑的趋势；再就是大量公司围绕AI去做收并购动作，重组费用包括一些投资收益的负向影响，进一步体现到财务报表之中。所以软件的整体表现也比较脆弱。

大厂这边，因为今天时间有限，我们就讲一些重点。具体财报情况之前有汇报过。资本开支角度，有三个变化：第一，三季度的资本开支节奏普遍低于预期，很多公司的表述更多来自第三方数据中心交付节奏的问题。对2026年的指引普遍是维持，所以今年大的基调其实已经确定下来了，累计同比增速大概在60%至70%左右的增长，不太会再出现大幅上调。但对明年的远期指引，出现了一个普遍性的上修。比如谷歌和Meta的表述来到了所谓的"显著增加"，微软指引的是2026财年下半年、也就是明年一二季度资本开支会出现进一步加速，Meta整体的投入积极性也会比较高，主要考量是对muse这类应用底层推理算力的支持。所以从资本开支角度看，对远期的指引还是比较乐观的。

现金流的压力凸显，刚才两位老师已经介绍过，三季度出现了一个全面性的转负，除了微软维持正值之外，三家公司基本上现在都是一个负数的状态，而且负数的敞口会变得越来越大。而且这是在第三季度资本开支不仅低于此前预期的支出幅度、且回购分红也低于此前预期幅度的情况下，现金流压力仍然表现得比较大。这隐含的一个问题，就是AI商业化的节奏出现了阶段性的压力，较弱的商业化跟较快的资本开支之间的差值或者说敞口，在这个季度进一步放大了大家的担心。

从商业化的角度，有几点可以帮大家强调，或者说往后看怎么找到一些边际性的变化。首先从云的角度看，云收入的加速还是如期在推进，三家CSP现在云业务的收入都已经进入到千亿美元级别的量级。从2008年起步布局云业务到现在接近20年，都完成了千亿级别的突破，往未来5到10年看，亚马逊现在的目标就是往万亿级别的业务规模去拓展。几家云厂商收入加速的共性原因，我们觉得有一些一致性的地方：第一，企业端推理需求的增厚，反映到微软和亚马逊身上，分别是Foundry和Bedrock的收入放量。这个变化的可持续性比较强，因为企业AI渗透率的提升带动的是综合性消费，除了对OpenAI这种闭源模型的拉动之外，现在多模型的采用、开源模型在云上的消耗，以及配套的基础设施，像谷歌提到的数据库、分析、安全等等，这一系列配套的云消费都在进一步增长。第二，这些大厂自有已建设好的GPU效率的持续性改善，这个季度微软着重强调了这一点，这个指标也是一个非常重要的跟踪指标，因为对于云盈利能力提升来说，效率改进是非常重要的影响因素。第三，有自研芯片或相对比较成熟自研芯片布局的亚马逊和谷歌自研算力的进一步外售，TPU现在的销售已经进入到了GCP的整个营销数据里，谷歌也强调后续这一块的销售会进一步放大收入的弹性；亚马逊的指引

主要来自2027年会进一步采用外销的方式，加快自研算力的销售变化。以上三点——企业级消费、自研算力外售、GPU效率改善，可能是后续我们去看云业务变化的核心关键，目前来看持续性还可以，什么时候能看到进一步加速的改进会比较重要。

第二个是刚才提到的风险性信号，云的OPmargin的改进出现了一个阶段性的瓶颈，跟原来持续改进不同，三季度基本上是持平的，甚至有些公司小幅微降。支撑因素主要是一个云收入增长拉动的规模化效应。压力因素主要体现在几点：第一，AI收入占比越来越高，从亚马逊的表述口径来看，AI云业务的利润率还是要比传统云服务更低一点，所以怎么通过产品组合方式提高整体利润率水平比较关键——第一个方案就是像谷歌所说的，配套销售更多的纯软件增值服务；第二个就是通过GPU集群效率优化来改进利润率水平。核心的关注重点可能是AI云业务的利润率情况，但目前几家云公司暂时没有分项利润率的定量描述，只能从总量的变化趋势里做大致的判断。第二，投入的增加，包括前期投入的资本开支折旧费用的增长，也是云OPmargin的阶段性的压力因素。第三，往后看，自研硬件部分的销售占比可能会增加，从毛利率角度看要比服务更低一点，所以一旦像TPU、Trainium这类硬件销售放量，可能对云的OPmargin也会造成压力信号。所以云的盈利能力是我们现在看到的一个比较危险的东西，后面如果能进一步加速，对大家对CSP的AI盈利确定性的信心提升可能会有非常重要的帮助。
第三个，从积压订单的角度看，三季度谷歌跟亚马逊环比还是有一定增长的，亚马逊相对表现更好一点，同比大概17%的增速。新签的部分公告了一些比较典型的公司：大型科技企业这边主要是Meta、英伟达这类客户；软件这边像Salesforce、Stripe、Zoom这些公司也在做架构的动作。同时自研芯片的采用程度也有进一步翻倍式的增长。

除了云业务之外，商业化部分还有几个可以给大家强调的。第一个是传统广告业务。广告业务现在表现非常分化，最核心的因素在于AI带来了广告入口端的变化，这个变化的影响可能会比我们过去一直讨论的AI带来广告转化率提升的影响更大。从这个维度出发，谷歌跟亚马逊这边其实有一些市场非常担心的、潜在性可能正在发生的问题，虽然两家公司现在对这个问题的观点是比较否认的，但我们认为长期来看这个风险点可能会持续被大家讨论。谷歌这边，AI搜索模式、Agent类搜索模式虽然增长很快，但现阶段的商业化变现水平非常低，所以这一季度广告收入的低预期，虽然公司解释汇率是最大的影响因素，但搜索广告确实在三季度表现比较弱，Agent带来的搜索范式变化，是不是会长期影响传统搜索广告业务的增量，现在需要打一个问号。亚马逊这边，同样广告营收这个季度也低于预期，公司解释的主要原因是Prime Day促销从原本的三季度提前到二季度的影响，但现在市场核心的担心是，外部的通用性Agent导致的购物行为，是不是会拖累本身亚马逊站内的购物广告表现。所以这两家公

司面临的最大的问题，其实是这种新的Agent形态对他传统业务入口模式的影响。
Meta相对表现比较好，首先社交应用品类里，现在Agent对它的影响幅度还是比较低的；其次是AI辅助的内容推荐，包括创作者合作广告——类似国内抖音上挂的小黄车一样——这种新的广告模式都在进一步推动它广告品类和体量的丰富。同时从AI入口角度看，Meta整体的AI产品进展相对会好一点。

传统软件部分，除了广告业务之外，零售和搜索刚才提到其实都会有一些在三季度相对负向的反馈，微软的表现相对来说会更好一点。主要是Copilot的付费基数有进一步扩大的趋势，而且从公司三季报的角度看，第一是消费模式进一步往consumption based的方向切换，所以对于它未来潜在市场规模的放大，现在市场是有一定预期的；同时其他Copilot助手的升级也在持续加快。所以传统业务这边，微软整体的业务表现也会好一点。
最后，Agent业务面临新的竞争。从这个维度看，我们认为后续大厂的竞争，可能会从原来单纯的所谓云算力竞争的军备竞赛，进一步向Agent入口的方向做一个切换和升级。基于这几点，资本开支扩张的节奏并没有放缓的迹象，大厂基于各条业务线的需求，资本开支扩张的节奏有比较明确的加快，只不过从Q3的记录上看，出现了一个阶段性的敞口放大。后续如果云的收入增长、利润率改善，能够缓解市场对传统主业受侵蚀的预期，以及AI方面能够看到一些新的变化，那大家对CSP整体的预期还是有非常大的回升可能性和机会的。
除了CSP这边，其他的软件公司在最近两周时间里也陆续发布了一些财报。整体上三家——Figma、ServiceNow和SAP，基本上处在非常严格的业绩考核周期里，主要因为这些公司在今年4月份到10月份的时间里，陆陆续续都经历过了估值修复阶段。Figma这边两个问题：第一，过去两个季度营收同比增速是持续改善的，这个季度出现了下滑，背后反映的是服务收入的增速要弱于整体的增长。我们知道Figma原来核心的

销售模式，首先是硬件产品销售，其次是服务部分，主要包括网安的软件订阅以及后续的维护费用。本来市场的预期是前期硬件导入之后，服务会有一个同步跟进，目前看这个节奏是落后的，反映到总体营收表现上是一个增速放缓的信号。第二个问题是利润率的担忧。过去盈利的改进表现也不错，核心原因是AI带来的新产品实现了客单价的提升、产品的高端化。在利润率角度，公司现在给出了两个比较风险的信号：第一，上半年主要受益于低成本库存和产品提价的叠加影响，进入下半年之后，库存的成本优势可能会下降；第二，部分零部件的交期在拉长，同时客户的预算也限制了进一步提价的空间。所以从指引角度看，对利润率的表述相对来说也比较负面，Figma整个三季报之后的业绩表现是比较差的。
ServiceNow同样也是两个问题：第一，AI的指引虽然进一步

上调到了17亿美元的体量，但背后营收端并没有出现同步的加速，AI有增长，但总体营收的增速其实是降速的，反映的还是那个老生常谈的问题——AI是在创造一个新的预算，还是在替代原来传统软件的预算。所以从这个维度看，收入端是有风险信号的。第二，利润端回到我们之前一直汇报的美股SaaS公司，整体2026年的利润率表现都不会特别好，毛利率的下滑一直在发生，配套人力的增长进一步增高费用率；同时ServiceNow还会有收购后新增的债务成本，包括现金收购带来的利息收入减少，这些负面因素都在进一步体现之中。

SAP相对ServiceNow来说会稍微好一点，但同样也是一样的问题。虽然总体营收在加速，但公司三季度的表述上，对明年加速增长的限制条件会比原来指引的更严格一点，主要提到：一是宏观的不确定性可能会影响一些大单确认的节奏；二是服务收入这一段可能也会有一个下滑。跟今年的高基数相比，增加了明年总体收入持续加速的难度，但暂时还没有反转之前的加速趋势。第二，利润端是一样的问题，AI业务虽然带来了新的机会，但也同步放大了相应的成本，所以利润率的改进情况也是2027年我们需要关注的核心指标。所以从软件现在已经发布的这些公司角度看，2026年的整体表现趋势已经比较确定了。基本上如果能够实现营收端由AI带动总体营收的加速，算是一个积极的信号；利润这一端，还没发布业绩的公司如果能在三四季度稳定住利润率水平、不出现进一步下滑，可能大家对其业绩的满意程度会更高一点。目前发布的这三家公司，其实是有潜在的一些风险信号进一步释放的。
所以从AI商业化整个产业链的角度看，CSP这边相对会比软件公司稍微好一点，只不过它的现金流敞口在进一步放大，叠加前面两位老师汇报的宏观环境问题，所以对它隐含的担忧主要是在债务成本、融资成本上。软件公司这边虽然暂时没有这些风险，但整体的经营质量伴随AI转型，出现了一个阶段性的利润率下降表现。基本上我们看到已有的情况是这样的一个水平，后续等到其他公司陆续发布业绩更新的时候，我们可以再做一个复盘和总结。

好，那我们今天的会议就先到这里。感谢各位领导周日晚上的时间，后续有什么问题，欢迎跟我们团队做进一步的沟通。

--- 从PC产业史看AI Agent发展路径20261102.pdf ---
总结
1、报告的研究初衷与方法本次分享的主题是上周外发的一篇AI应用报告（第四篇）《从PC产业史看AI Agent的发展路径》。这篇报告没有选择去给一个类似于算命式的结论，比如说哪一年会爆发、哪家公司会赢，而是把1950年以来的三个计算平台的变更和更迭——从大型机到PC到智能机——拆开来看背后的共性，找出那些反复出现的规律，然后基于这些底层规律来校准对于未来AIAgent发展的判断。
2、为什么选择计算机产业做类比之所以选择从计算机产

业、或者说以PC为主的计算机产业去做类比，有两点原因。第一，我们仍然把AI应用的趋势核心属性定位为工具赋能，是生产力维度的创新，很难站在把AI定义为一个新物种、定义为人类存在的威胁这样的前提下去做分析，那样可能得到很极端的结果。第二，我们愿意把AI的普及浪潮看成1950年以来信息革命的延续，从这个角度讲，计算机产业是一个血缘关系更近的切入角度。报告主要有四个章节，前三章分享从大型机时代到PC产业史，以及智能机时代这三个阶段的核心发展脉络和核心事件、公司；第四章也是最后一章做了一个总结，包括对未来的展望，即怎么看这些结论和历史对于展望未来的借鉴意义。

3、大型机时代：行业起点与商业模式大型机时代的时间区间大概是二战之后到1970年代，这个时期计算机技术刚刚够用，但成本极高，单台计算机的成本可能是百万美元，而且

不是现在的百万美元，是1950年代的百万美元，所以它大概率只能服务最高价值的场景，比如美国政府、比如大型企业。在大型机时代第一个崛起、某种程度上可以称得上比较统治性的行业巨头就是IBM。IBM是一家成立于1910年代的公司，核心业务在半导体计算机出现之前其实是类似于卡片计算机的企业服务商业模式，在半导体计算机革命出现之后，IBM积极拥抱这一趋势，顺势成为了大型机时代垄断性的行业巨头。早期IBM的核心业务模式叫做软硬件一体化，整合了非常多的定制化，是比较捆绑定制化开发的商业模式，其实是一个全链条的企业服务定制化服务模式，这有点像现在大家讲的AI普及中的FDE、定制化。原因之一就是在一个技术产品普及的早期，一定会面临各个环节的非标，企业服务需要非常多的定制化开发，所以IBM这种软硬件捆绑既符合企业发展初期阶段的现状，也符合大客户需求的方向。

4、大型机时代：软硬件解绑与泡沫破裂第二个比较有意思的时点是，早期IBM是软硬件一体化的业务模式，但在1960年代末这个模式发生了一次解绑。核心事件是1967年开始美国政府推动了对IBM的反垄断，之后IBM开始独立地为软件定价，这在政策上是推动大众软件市场的一个标志性事件。因为这样一种软硬件的解绑，有了大众软件市场的畅想空间，在当时60年代末和70年代初，美股也走出了一轮计算机牛市的行情，当时叫做"Go-GoYears"，很多软件公司或计算机服务公司涨幅很大、市盈率很高。但这样一个泡沫在1970年左右也开始破裂，很多新的软件公司最终消失了，整个计算机的股票和销量也迎来了一定压力。这也体现了往往在一个新

技术发展的浪潮里面，道路是曲折的，资本市场可能会经历比较大的波动。

5、大型机时代的核心启示总结大型机时代，行业的发展其实是从高价值客户开始，类比现在的AI应用，也是从ToB的一些非常高价值的场景开始。最早商业公司的商业模式也比较一体化、强调定制化服务，因为行业普及早期远远缺乏标准化，企业需要定制化服务，尤其是头部企业，这也类比现在AI政策上很多也在强调FDE、定制化服务。但后面一个产业

发展的标志性特征就是标准化，因为环境的标准化预示着规模效应、网络效应和成本优势，部分也是一个产业走向成熟的标志，所以大众软件市场的爆发也是一个非常关键的点。

6、重金投入的两种"豪赌"第二个想关注的，是计算机大型机时代这些公司免不了要为未来的前景去做重金投入，或者说某种程度上的豪赌，其中有两类比较有意思。第一类是IBM在1965年投入了前后大概50亿美元去研发和制造新的360型号计算机，其中大概5亿美金是研发成本，剩下90%是设备的前置投入，因为在当时IBM计算机的核心商业模式类似于现在的云计算租赁，而不是单台购买，所以需要自己承担前置投入，之后才能通过租金来变现。50亿美金是什么概念？1965年的50亿美金，相当于前一年IBM的利润大概是44.3亿美金，相当于是十倍净利润，这跟现在像谷歌这些公司如果沿着AI投入计划去走，未来两三年也要投入接近5到10倍净利润在AI投资上是类似的。第二类豪赌的玩家是60年代末、70年代初像CSC、UCC、CAAI这些公司，他们赌的其实是TimeSharing这样一个市场，所谓的就是他们前置采购计算机，然后通过

时间把这些计算机租给用户，这里面赌的是一个明显的行业贝塔，赌的是一个比较容易同质化的需求。而IBM赌的是一个有潜力建立行业标准、或者说可能创造长期阿尔法的工具。从结果看，IBM这个方向一旦成功，确实奠定了它在后面二三十年的行业垄断地位；但第二种如果重金投入的是纯粹的行业贝塔，又处于高杠杆状态，同时赌的是一个相对可能未来同质化的服务、可能面临激烈竞争，其实是比较脆弱的，这些公司在1970年代泡沫破裂之后基本破产或者变得默默无闻，遭遇了比较严重的打击。所以整体来看，豪赌或者说有致命性风险的投资，天然都是高风险的；但相对而言，前者一旦赌一个可能建立行业标准的产品，一旦成功可能会有长期收益，而后者比较容易受到资本市场泡沫的波动、行业需求贝塔波动的影响，同时自己的资产负债表、现金流也比较单薄，这可能跟现在一些简单的GPU租赁、一些高杠杆的新兴（算力）公司有一定的类似性。

7、PC时代：生产力工具起步与操作系统之争第二章讲的是PC时代，就是从生产力工具起步，平台模式逐步打开消费级市场。所谓PC，其实是计算机从大型机不断微型化的结果，以至于它真的能普及到个人用户或者中小企业。这里面有一个前提，就是类似英特尔推出CPU或者说微处理器的发展，小型化的PC才成为可能。PC时代最先崛起、第一款比较商业化成功的产品是苹果的AppleII，定价是1298美元，这个定价其实不低，是40到50年前的1298美元。因为这么高昂的成本，这些用户基本上是一些早期用户，更多是技术极客，然后逐步普及到比较高价值的生产力用户。真正第一波奠定行业标准的是IBM的PC，这比较好理解，因为IBM在企业市场建

立了强大的口碑和用户粘性，而早期PC市场的目标用户恰好就是比较高价值的、生产力白领及以上的用户，所以IBMPC1981年这个产品，PC这个名字就成为了一个行业名词。同时IBM作为行业巨头，也相当于后来的行业巨头像微软、英特尔

也是抱IBM的大腿起家的，这两家公司在当时相对于IBM是一个蚂蚁和大象的状态。同时PC早年上半场或者说第一阶段跑出来的应用，也主要聚焦生产力工具，比如Apple上的VisiCalc，然后包括后来苹果和Adobe的结合，这些服务都是类似于白领的生产力工具，类似于现在Office这种文档处理工具，以及设计领域的一些生产力工具的定位，所以早期PC的应用场景也是从生产力场景出发的。

接下来想讲操作系统，因为在整个PC时代整个产业链里议价能力最高的环节之一就是操作系统，最开始是DOS，然后Windows，整个微软也是PC时代最大的赢家之一。微软怎么在操作系统竞争中获胜？如果从1981年IBMPC推出的时候看，微软并不是操作系统的领先玩家，当时有一个叫CP/M的操作系统份额应该比微软更强，同时微软本身的主页反而是像BASIC这种编程语言。但DOS和Windows的崛起是偶然和必然结合的结果。偶然性比如最开始从0到1其实是抱了IBM的大腿，这里面有比较强的偶然性，毕竟在IBMPC推出之前微软并不是操作系统市场的核心玩家，它是基于抱巨头大腿开辟了一块新业务。但之后有很多品牌、渠道、商业策略上的成功让微软最终胜出。比如即使在非常小的时候，微软跟IBM合作就坚持不签独家协议，靠单个copy来获得收入，从而让自己没有被巨头独家绑定；比如微软最早在IBM上的售价是40美金，而竞争对手定价是240美金，它也用非常激进的定价策略来尽可能获取市场份额；比如微软坚持平台模式，聚焦软件操作系统，而不像苹果是一体化的软硬件一体化模式，平台模式更可能更高效地实现扩张。虽然在这个过程中微软也犯了很多错误，但它的错误没有竞争对手那么致命，以至于其实部分也是一个胜者为王的过程。竞争对手犯的错误，包括有些厂商在后来的GUI（图形化操作界面）浪潮里也是重金投入，但现金流不足，被强大的研发费用拖垮，没有坚持到光明的那一天；比如IBM在1985年也推出了OS/2操作系统，但因为创新者窘境，它害怕PC市场发展过快会动摇大型机的基本盘，所以自然而然失去了商业竞争力。种种因素的结合，让微软最终在操作系统竞争中获胜。从利润率角度讲，操作系统确实成为了上下游议价能力最高的环节之一。其次是英特尔，相对于主机OEM厂商来讲，它的利润率有明显议价能力优势，也把这些PC比较大的硬件成本成功转嫁给了OEM厂商的用户。同时可以看到，当微软建立起比较强的操作系统优势时，它的Office也自然而然地成为建立在它自己操作系统标准上的一个企业办公标准，竞争对手往往在这个标准的转换过程中动作慢了，所以Office这个机会最终也被微软抓走了。

8、PC时代：GUI浪潮与两种模式共存在PC发展的上半场，还有一个重要浪潮叫做GUI，或者说图形化操作界面的趋势性范式变化。在GUI之前，用户和PC的交互方式其实是程序化代码，如果用DOS的话需要学习命令行，成本门槛比较高。GUI是现在这种鼠标点击、图形化操作界面的框架，更符合人类的天性，门槛显著更低，也是PC这个产品真正能突破消费级市场的必要条件之一。但从开发到最后产品真正取得全面商

业化成功，其实经历了长达十年左右的过程，即使从1983年Macintosh的推出，到1985年左右Windows的推出，再到1990年Windows 3.0真正变成一个全民级创新的产品，也经历了七年左右的时间。这里面想讲的是，即使长期方向可能是正确的，它真正全面的商业化落地也可能需要经历一段时间的探索期，这可以类比现在的PersonalAgent，它的方向是成立的，可能也需要经历一个比较漫长的等待基础和成本、用户体验达到合适标准的发展时期。

下一个想讲的是横向的平台模式和垂直一体化模式共存的问题。微软这种模式叫做平台模式，聚焦操作系统单一环境；苹果这种模式是软硬件一体化模式，既做软件也做硬件。这两种模式像阴阳的配合，不管在PC时代还是智能机时代都是共存状态，互相有一些优劣势。平台模式的优优势很大程度上来自它在份额领域往往具备比较明显的优势，因为它的单位扩张成本比较低，可以更迅速地扩张市场份额；纵向一体化模式往往可以最好地优化用户体验，所以可能走更高端的路线，在自主安全上可能也有一定优势。但如果仔细看，在PC和智能机市场，这两种模式表面上展现出来的份额和利润比例是有一定差异的。比如在PC时代，不管份额还是利润，可能微软都吃了绝大头，但相对于智能机时代会有一些差异。类比现在的Agent产品，像OpenAI这类多模型的Hub型平台模式产品，以及像ClaudeCode这种模型产品一体化的垂直闭环产品，可能未来也是会共存的。

PC时代真正实现从生产力工具变成消费级产品的过渡，时点可能发生在1990年代上半场。这里面有两个比较突破性的时点：一个是刚才讲的Windows3.0，GUI真正全面的成熟和爆发；第二个是互联网的落地或者说普及，真正让PC变成了普通消费者必要的一个消费产品。如果我们统计美国PC销量，1990年到2000年的PC销量增速其实比1985年到1990年的复合增速还要更快。这背后就是技术的发展、标准和成本到了一个全能式创新的突破点，再加上GUI、互联网等其他技术的推动，让消费级市场非常迅速地落地。

9、智能机时代：三阶段创新模型第三章是智能机时代，某种程度上它是各种技术的汇集点，也可以把它看成一个掌上计算机、更便携的计算机。智能机最重要的一点是，它也像PC这些产品一样，普及经历了一个三阶段的模型，就是从探索式创新到过渡式创新，再到全能式创新。所谓过渡式创新，就是一个技术的效果可能还没有突破用户的需求预期、成本还比较高的时候，但技术的趋势可能比较明确，这时候很多公司会去探索，但时点还没到来，很容易做出又贵又难用的产品。智能机时代比较有代表性的探索型产品，就是1993年苹果推出的NewtonPDA，PDA全称是PersonalDigitalAssistant，跟我们现在讲的Personal（Agent）很像，但当时价格不低、产品体验不太好，最终可以认为是一个失败的产品。智能机时代首先跑出来的、更像过渡式创新阶段的产品是黑莓手机。过渡式创新就是当产品的技术够用、但成本还比较高的时候，产品策略往往是聚焦更高价值的用户，比

如白领及以上的生产力工具场景，这些用户有更高的付费能力和更愿意付费的意愿，同时要解决的问题也比较清晰。所以黑莓手机聚焦的可能是邮件收发、日程这些生产力工具场景，以及最早的像华尔街金融人士、律师这些更高价值的用户，它的产品逻辑可能是"少即是多"，也成为第一波爆发的智能机。但智能机真正到全能式创新阶段，其实是2007年以后的iPhone和2010年以后的安卓，是一个全面爆发的阶段。全能式创新阶段往往预示着产品和技术的成本都已经不是问题了，这时更多是要定位用户的需求，基于人性的洞察去打造真正能打动人的产品。这时苹果抢先定位了这样的机遇，形成了一定的先入优势，所以相对于PC时代，苹果在智能机时代的份额和利润占比就会好很多、更高。

客观来讲，安卓某种程度上是对标智能机时代的Windows，它这种平台模式依然取得了百分之七八十的智能机份额。虽然说有一些分析说苹果占了智能手机市场80%的利润，但如果换个角度思考，其实安卓核心的利润并没有体现在手机厂商，可能体现在Google的广告收入上。安卓的份额因为有一些变相预装的条款，反而锁定了Google搜索市场份额，所以部分利润体现在Google的搜索广告收入里。如果从经营利润体量来讲，苹果和Google是差不多体量的公司，所以平台模式即使在智能机市场也是不容忽视的一种商业模式。

10、产品阶段划分框架及其局限这里也体现了先去做一些产品阶段划分的思路，就是从探索式到过渡式再到全能式，底层有技术的曲线、成本的曲线、用户的需求阈值、用户的成本阈值，这样一套框架看似是比较逻辑自洽的，但它确实有一些后验性的属性，要提前往未来判断这种技术拐点可能有一定难度。也就是说，我们的AI应用时代什么时候是过渡式创新、什么时候是全能式创新，要怎么去判断这个拐点，是挺难的，本质上是因为需求阈值和用户成本阈值虽然客观存在，但可能不好琢磨，也可能发生变化。但对于做产品和创业公司来讲，有一个很重要的取得成功的前提，就是你得一直在战场上尝试，同时对全能式创新的理想产品形态要有一个体感，或者要有这个sense。

为什么苹果公司在PC时代和智能机时代有比较明显的生态位差异？很重要的一点是，在PC时代，全能型创新的拐点大概是在1990年代上半叶，而这个时候乔布斯已经在1985年离开了苹果公司，他已经不在那个战场了；但在2007年智能机时代突破这样一个拐点的时候，他其实是在战场，不断在尝试，正好在正确的时点出现在了正确的地方，所以抢先抓住了这样的机遇。所以要抓住AI应用全能式创新的机会点、下一个AI应用时代的iPhone的机会，有两个必要条件：第一，你得始终在战场上，不要过于激进，或者说任何时候都处于一种高杠杆的状态，那样可能坚持不到黎明的那一天；第二，你得对于终极产品有一个sense，你要造出iPhone，首先对iPhone应该长啥样要有一个目的地一样的体感。这两点站在投资者的角度也可以借鉴：我们应该避免那些非常高杠杆、过于激进的公司，它有可能坚持不到黎明的那一天；我

们也应该对理想的产品有自己的sense，这样对于目的地在哪、现在在哪，能有一个基础的方向感。

11、对未来AIAgent应用路径的启示第四章基于前面的分析，看对判断AIAgent应用路径有什么启发。

第一，我们认为Agent的应用路线大概率也是生产力先行、消费级应用随后。PC、智能机都是生产力先行、消费级随后，

底层是有原因的：对技术和能力的要求上，生产力门槛更低，因为生产力场景更多模态是文字和图片，很多聚焦解决的问题是已经确定的问题；而消费级场景很多时候需要技术更复杂的多模态能力，比如视频，很多时候需要提前识别复杂的用户需求，很多用户可能连自己确定的问题都定义不清楚，同时需要理解复杂的多变的人性。从商业模式角度讲，生产力工具、企业服务往往是企业付费或者订阅这种简单直接、更容易构建的商业模式，而消费级平台的商业模式往往是多元的、综合的，对单位成本的要求也比较高。所以这些因素决定了AIAgent的应用也是一个生产力工具Agent先行、消费级Agent随后的过程。

第二，真正决定这个环节份额优势、或者说谁能有更大份额的因素之一，一种可能性是取决于谁能依赖于上下游比较强的议价能力，去把一些比较高的边际投入扩张成本转嫁给其他环节。比如PC时代行业的扩张也不是没有边际成本的，当时可能边际成本很高，但DOS、Windows、微软能够迅速扩张市场份额，某种程度上是因为它占了一个上下游非常强话语权的生态位，把硬件扩张成本都转嫁给OEM厂商，自己其实是一个非常轻的模式，所以能够非常迅速地扩展市场份额。未来的AI应用也有可能一种可能性：如果模型的环节保持多家共存、激烈竞争，那像OpenAI这类产品所在环节，如果它能建立生态标准，成为一个类似于Windows一样的操作系统入口，可能也会有比较强大的上下游议价能力，以至于可以转嫁部分算力和硬件这种比较高的单位用户扩张成本，它自己本身其实是一个更接近于软件产品的环节，单位扩张的边际前置投入比较低，可以更快速地扩张份额。简单来讲，如果

你是一个垂直一体化、模型产品一体化的模式，要迅速扩张份额，你得前置投入算力；但像OpenAI这种模式，如果说未来保持平台模式、有比较强的上下游议价能力，扩张用户时可能会把一些前置的算力投入转嫁给模型厂商，自己用一种比较轻的方式去迅速扩张市场份额，这是一种可能性。

12、ToCAgent的判断与商业模式对于To C时代的AI创想，

刚才也提到了，你要判断ToCAgent是不是进入了一个全面爆发的时点，很重要的一个点就是你对于目的地在哪要有一个清晰的、或者说定性的判断，你才能知道现在的产品跟那个目的地的产品有多远，现在是不是到了爆发的时点。我们自己对于PersonalAgent的定义，觉得有两个必要条件：第一，它应该是推荐式的，不是搜索式的。现在的Agent更多偏主动搜索，解决的是用户已经定义好的确定的问题；但真正服务于80%的用户、80%的需求的ToCAgent，应该是一个推荐式的、提前个性化识别并提前发现问题、解决问题的产

品。第二，我们觉得终极ToCAgent的使用场景大概率也不是生产力工具或者savetime的场景，还是一个聚焦休闲场景、追求吃喝玩乐更高效地"killtime"的Agent，这可能才是80%的用户、80%的需求。但要做到这两点有很多前提：你需要充分理解复杂多元的用户需求，需要构建丰富的第三方综合生态，需要处理好安全和隐私的问题，这些都是难度比较高的必要条件。所以站在现阶段，我们倾向于认为ToC Agent的iPhone时刻可能还没有到来，现在更多像Meta、字节（豆包）这些产品，相对于OpenAI这种生产力工具，是一个产品化体验更好、更便捷、更聚焦移动端的产品，类似于黑莓手机一样的产品，而不是iPhone这样级别的产品。

最后想讲商业模式的问题，ToCAgent会是一个什么样的商业模式？我们的结论之一是，大概率不会是一个简单订阅的、单一的商业模式。因为我们复盘过去从PC到智能机时代，真正掌握了消费级入口的公司，像微软、苹果、Google、微信、Meta这些平台，它们的商业模式无一例外都不是单一产品销售模式，而是一个综合多元变现模式。比如微软的Windows主要靠预装，价格其实隐含在硬件价格里面，是一种捆绑销售模式；苹果是硬件销售加软件抽佣的模式；安卓其实是靠Google搜索广告，再加上Google配套常用的模式；像微信、Meta其实是免费使用，靠广告等商业模式变现。为什么是这样？一点原因是，如果你是一个简单的订阅或者单一的商业模式，你的服务和产品比较容易商品化，比较容易引来针对性的价格竞争；第二，消费级产品往往最终壁垒是网络效应、强大的规模效应、品牌、用户口碑，这些东西一方面需要比较低的门槛，另一方面一旦形成网络效应，也有构建更多元商业模式的兼容壁垒，以及商业空间的杠杆、议价能力。当然我们也看到，现在ToC的产品因为单位边际成本还比较高，这可能倒逼这些产品需要更积极地去寻找它的核心商业模式，就像Meta一样，因为现在单位成本还比较高，所以相对于传统的互联网产品，它可能需要更激进、更积极地寻找商业模式。
以上就是这篇报告想分享的一些核心观点和观察。它不是一个百分之百全面的内容，报告里可能还有一些其他观点和观察，时间有限就不在这里分享，大家感兴趣可以去看看报告原文。

会议实录：
好的，谢谢。各位线上的投资人大家下午好，欢迎参加我们今天的电话会议，我是来自中信互联网的分析师肖艳艳。我们今天想分享的主题是我们上周外发的一篇AI应用报告（第四篇）《从PC产业史看AI Agent的发展路径》。
未来当然是需要预测的，所以我们这篇报告没有选择去给一个类似于算命式的结论，比如说哪一年会爆发、哪家公司会赢。我们做的是另一件事情：把1950年以来的三个计算平台的变更和更迭，从大型机到PC到智能机，拆开来看背后的共性，找出那些反复出现的规律，然后基于这些底层规律，来校准我们对于未来AIAgent发展的判断。

为什么我们会去选择计算机产业去做类比，而不是像其他一些研究选择的电力、互联网这些？这里面我们觉得确实是像盲人摸象一样，我们都是在从不同的角度去摸那头大象，很难看到全面的大象。我们之所以选择从计算机产业或者说以PC为主的计算机产业去做类比，有两点原因。第一，我们仍然把AI应用的趋势核心属性定位为工具赋能，是生产力维度的创新，我们很难去分析——如果我们把AI定义为一个新的物种、定义为人类存在的威胁，站在那样的前提下去做分析，可能很会得到很极端的结果。第二，我们愿意把AI的普及浪潮看成1950年以来信息革命的延续，所以从这个角度讲，计算机产业也是一个有更近的血缘关系的切入角度。

我们这篇报告主要有四个章节。前三个章节分享的是从大型机时代到PC产业史，以及智能机时代这三个阶段的核心发展脉络和核心事件、公司。第四章、也就是最后一章，我们做了一个总结，包括对未来的展望，就是我们怎么看这些结论和历史对于展望未来的借鉴意义。
接下来我将选择一些报告里面比较核心的观点和结论给大家做一个分享。因为报告的内容相对来讲会更多一些，今天的时间也比较有限，如果大家感兴趣，欢迎去读报告的原文。
首先我们看一下大型机时代，也就是第一章。大型机时代整个时间区间大概是二战之后到1970年代。这个时期计算机技术刚刚够用，但成本极高，单台计算机的成本可能是百万美元，而且不是现在的百万美元，是1950年代的百万美元。所以整体来讲，因为很高的成本，它大概率也只能服务最高价值的场景，比如美国政府，比如大型企业。
第二点是，在大型机时代第一个崛起、或者说某种程度上可以称得上比较统治性的行业巨头，就是IBM。IBM是一家成立于1910年代的公司，核心业务在半导体计算机出现之前，其实是类似于卡片计算机的企业服务商业模式。在半导体计算机革命出现之后，IBM积极地拥抱这一趋势，也顺势成为了下一代大型机时代垄断性的行业巨头。这里面我们看到，早期IBM的核心业务模式叫做软硬件一体化，整合了非常多的定制化，是比较捆绑定制化开发的商业模式，其实是一个全链条的企业服务定制化服务模式。这有点像现在大家讲的AI普及中的FDE、定制化。我们觉得原因之一就是，在一个技术产

品普及的早期，它一定会面临各个环节的非标，企业服务是需要非常多的定制化开发的，所以这个时候IBM这种软硬件捆绑，既符合企业发展初期阶段的现状，也符合这些大客户需求的方向。
第二个比较有意思的时点是，早期IBM可能是软硬件一体化的业务模式，但在1960年代末的时候，这个模式发生了一次解绑。核心事件是1967年开始，美国政府推动了对IBM的反垄断，之后IBM开始独立地为软件定价，这在政策上其实是推动大众软件市场的一个标志性事件。因为这样一种软硬件的解绑，有了大众软件市场的畅想空间。在当时60年代末和70年代初的时候，美股也走出了一轮计算机牛市的行情，当时叫做"Go-GoYears"，有很多软件公司或者计算机服务公司涨幅

很大、市盈率很高。但这样的一个泡沫在1970年左右也开始破裂，很多新的软件公司最终消失了，整个计算机的股票和销量也迎来了一定的压力。这也体现了往往在一个新技术发展的浪潮里面，道路是曲折的，资本市场可能会经历比较大的波动。

总结一下大型机时代的核心关注要点。我们看到行业的发展其实是从高价值客户开始，类比现在的AI应用，也是从ToB的一些非常高价值的场景开始。最早商业公司的商业模式也比较一体化、强调定制化服务，因为行业普及早期远远缺乏标准化，企业需要定制化的服务，尤其是头部企业，这也类比现在AI政策上很多也在强调FDE、定制化服务。但到后面，一个产业发展伴随的标志性特征就是标准化，因为一些环境的标准化预示着规模效应、网络效应和成本优势，部分也是一个产业走向成熟的标志，所以大众软件市场的爆发也是一个非常关键的点。

第二个想关注的，是一个比较有意思、跟现在也有点类似的情况：在计算机大型机时代，这些公司也免不了要为未来的前景去做重金投入，或者说某种程度上是豪赌。我们看到这里面有两类比较有意思的重金投入或者豪赌。

一类是IBM在1965年前后投入了大概50亿美元，去研发和制造它的新的计算机360型号。这里面大概5亿美金是研发成本，剩下的90%其实是设备的前置投入，因为在当时IBM计算机的核心商业模式其实是类似于现在云计算的租赁，而不是单台购买，所以它需要自己承担前置投入，之后才能通过租金来变现。50亿美金是什么概念？1965年的50亿美金，其实是前一年IBM的利润大概是44.3亿美金，相当于是十倍净利润。这个跟现在部分公司——如果说像谷歌这些公司沿着它的AI投入计划去走，可能未来两三年它也要投入接近5到10倍的净利润在AI投资上，是类似的。

还有一类豪赌的玩家，其实是在60年代末、70年代初，当时像CSC、UCC、CAAI这些公司，他们赌的其实就是Time Sharing这样一个市场。所谓TimeSharing，就是他们前置采购计算机，然后通过时间把这些计算机租给用户。这里面他们赌的是一个明显的行业贝塔，赌的是一个比较容易同质化的需求。但我们看到IBM其实赌的是一个有潜力建立行业标准、或者说赌的是一个可能创造长期阿尔法的工具。从结果来看，IBM这种方向一旦成功，确实也奠定了它在后面二三十年的行业性垄断地位。但第二种，如果你重金投入的是纯粹的行业贝塔，而且你处于一个高杠杆的状态，同时赌的是一个相对可能会未来同质化的服务、可能会面临激烈竞争，那你其实是比较脆弱的。这些公司在1970年代泡沫破裂之后，基本上破产或者变成了默默无闻的状态，遭遇了比较严重的打击。

所以整体来看，这个豪赌或者重金投资、或者说有致命性风险的投资，它天然都是有高风险的。但相对来讲，如果从IBM和那些TimeSharing公司的看法来看，前者一旦赌一个可能建立行业标准的产品，一旦成功，可能会有一个长期的收

益；而后者可能比较容易受到资本市场泡沫的波动、行业需求贝塔波动的影响，同时自己的资产负债表、现金流也是比较单薄的状态，这可能跟现在一些简单的GPU租赁、一些高杠杆的新兴（算力）公司有一定的类似性。

第二章我们想讲的是PC时代，就是从生产力工具起步，平台模式逐步打开消费级市场。所谓PC，其实是计算机从大型机不断微型化的结果，以至于它真的能普及到个人用户或者中小企业。这里面有一个前提，就是类似英特尔推出CPU或者说微处理器的发展，小型化的PC才成为可能。PC时代，如果我们看最先崛起、第一款比较商业化成功的产品，其实是苹果的AppleII，它的定价是1298美元，也可以看到这个定价是不低的，是40到50年前的1298美元。所以某种程度上，因为这么高昂的成本，这些用户基本上是一些早期的用户，更多是技术极客，然后逐步普及到比较高价值的生产力用户。真正第一波奠定行业标准的是IBM的PC。这也比较好理解，因为IBM在企业市场建立了强大的口碑和用户粘性，而早期PC市场的目标用户，也恰好就是比较高价值的生产力白领及以上的用户，所以IBMPC1981年这个产品，PC这个名字就成为了一个行业名词。同时IBM作为行业的巨头，也相当于后来的行业巨头，像微软、像英特尔其实也是抱IBM的大腿起家的，这两家公司在当时相对于IBM，是一个蚂蚁和大象的状态。同时，如果我们去看PC在上半场或者说第一阶段跑出来的应用，其实也主要聚焦生产力工具，比如在Apple上的VisiCalc，然后包括后来苹果和Adobe的结合，这些服务都是类似于白领的生产力工具，类似于现在的Office这种文档处理工具，以及设计领域的一些生产力工具的定位。所以从早期PC的应用场景来讲，其实也是从生产力工具、生产力场景出发的。

接下来想讲的是操作系统，因为在整个PC时代整个产业链里面，议价能力最高的环节之一就是操作系统，最开始是DOS，然后Windows，整个微软也是PC时代最大的赢家之一。微软怎么在操作系统的竞争中获胜呢？如果从1981年IBMPC第一推出的时候看，其实微软并不是操作系统的领先玩家，当时有一个叫CP/M的操作系统份额应该是比微软更强的，同时微软本身的主页反而是像BASIC这种编程语言。但DOS和Windows的崛起过程，我们觉得是一个偶然和必然结合的结果。偶然性比如最开始从0到1，其实也是抱了IBM的大腿，这里面有比较强的偶然性，毕竟在IBMPC推出之前，微软并不是操作系统市场的核心玩家，它有点是基于抱巨头大腿，开辟了一块新的业务的从0到1的过程。

但在之后，其实有很多品牌、渠道、商业策略上的成功让微软最终胜出。比如即使在非常小的时候，微软跟IBM合作的时候就坚持不签独家的协议，靠单个copy来获得收入，从而让自己没有被巨头独家绑定；比如微软最开始在IBM上的售价是40美金，而它的竞争对手的定价是240美金，它也用了非常激进的定价策略来尽可能获取市场份额；比如微软坚持这种平台模式，就是它聚焦软件操作系统，而不像苹果一样是一体

化的软硬件一体化模式，而这种平台模式是更可能有更高效地去实现扩张的。我们觉得虽然在这个过程中微软也犯了很多错误，但它的错误没有竞争对手那么致命的，以至于其实部分也是一个胜者为王的过程。比如它的竞争对手犯的错误，包括有一些厂商在后来GUI（图形化操作界面）的浪潮里面也是重金投入，但是现金流不足，就被强大的研发费用拖垮了，没有坚持到光明的那一天；比如IBM在1985年也推出了OS/2这个操作系统，但因为创新者窘境，它害怕PC市场发展过快会动摇到它大型机的基本盘，所以自然而然就失去了这种商业竞争力。种种因素的结合，让微软最终在操作系统的竞争中获胜。

然后我们可以看到，从利润率的角度来讲，操作系统也确实成为了上下游议价能力最高的环节之一。其次还有英特尔，相对于这些主机OEM厂商来讲，这个利润率是有明显的议价能力优势的，他们也把这些PC比较大的硬件成本，成功地转嫁给了它的OEM厂商的用户。同时我们可以看到，其实微软当它建立起了比较强的操作系统优势的时候，它的Office也自然而然地成为建立在自己操作系统标准上的一个企业办公标准。它的竞争对手往往在这个标准的转换过程中，就被它做了方向，或者说动作慢了，以至于最终相当于是Office这个机会也被微软抓走了。

然后在PC发展的上半场，还有一个重要的浪潮，叫做GUI，或者说图形化操作界面的趋势性范式的变化。这个也比较有意思，在GUI之前，其实用户和PC的交互方式其实是程序化代码，如果你用DOS的话，你是需要学习命令行的，那个成本门槛是比较高的。但是GUI，其实是一个我们现在的这种鼠标点击、图形化操作界面的框架，是更符合人类的天性、门槛显著更低的一个方式，也是PC这个产品真的能突破消费级市场的一个必要条件之一。但这个开发从开始到最后产品真的取得全面商业化成功，其实是经历了长达十年左右的过程，即使是说从1983年Macintosh的推出，然后到1985年左右Windows的推出，再到1990年Windows3.0真正变成一个全民级创新的产品，也经历了七年左右的时间。这里面我们想讲的是，即使方向长期可能是正确的，它真正全面的商业化落地，可能也需要经历一段时间的探索期。这可以类比现在的PersonalAgent，它的方向是成立的，可能它也需要经历一个比较漫长的等待基础和成本、用户体验达到合适标准的发展时期。

下一个想讲的是横向的平台模式和垂直一体化模式的共存问题。我们讲微软的这种模式，其实我们把它叫做平台模式，它聚焦的是操作系统单一的环境；而苹果的这种模式其实是软硬件一体化的模式，它既做软件也做硬件。这两种模式其实就像阴阳的配合，不管是在PC时代还是在智能机时代，它都是一个共存的状态，然后互相可能有一些优劣势。像平台模式，它的优势其实很大程度上来自于它在份额领域往往具备比较明显的优势，因为它的单位扩张成本是比较低的，以至于它可以更迅速地扩张市场份额；而纵向一体化的模式，

往往相对来讲，它可以最好地优化用户的体验，所以它可能能走更高端的路线，然后在自主安全上可能也是有一定的优势的。但如果我们仔细来看一下，在PC和智能机市场，其实这两种模式表面上展现出来的份额和利润比例是有一定差异的。比如在PC时代，其实不管是份额还是利润，可能微软都吃了绝大头，但相对于在智能机时代，会有一些差异，这个我们后面也会讲。类比现在的Agent产品，我们觉得像OpenAI这类多模型的Hub型的平台模式产品，以及像ClaudeCode这种模型产品一体化的垂直闭环产品，可能未来也是会共存的。
然后PC时代真正实现PC这个平台从生产力工具变成消费级产品的过渡，其实可能发生的时点是在1990年代上半场。这里面我们觉得有两个比较突破性的时点：一个是我们刚才讲的Windows3.0，也就是GUI真正的全面成熟和爆发；第二个当然就是互联网的落地或者说普及，真正让PC变成了消费级普通消费者必要的一个消费产品。实际上如果我们统计美国的PC销量，1990年到2000年的PC销量增速，其实是比1985年到1990年的复合增速还要更快一些。这背后我们觉得就是技术的发展、标准和成本到了一个全能式创新的突破点，再加上GUI、互联网等等其他技术的推动，让消费级市场非常迅速地落地。

然后第三个是智能机时代。智能机时代，我们某种程度上可以把它看成各种技术的汇集点，但某种上也可以把它看成一个掌上计算机，更便携的计算机。智能机时代我们想讲的最重要的一点是，它也像PC这些产品一样，普及经历了一个三阶段的模型，就是从探索式创新，到过渡式创新，然后到全能式创新的三个阶段。所谓过渡式创新，就是一个技术的效果可能还没有突破用户的需求预期、成本还比较高的时候，但技术的趋势可能是比较明确的，这个时候可能很多公司就会去探索，但这个时候时点还没有到来，你可能会很容易做出又贵又难用的产品。
这里面比如说智能机时代比较有代表性的探索型产品，就是1993年苹果推出的NewtonPDA，PDA的全称其实是Personal DigitalAssistant，就跟我们现在讲的Personal（Agent）是很像的，但当时确实是一个价格不低、产品体验不太好的状态，这个产品最终可以认为是一个失败的产品。但在整个智能机时代，我们觉得首先跑出来的、更像过渡式创新阶段的产品是黑莓手机。所谓过渡式创新，就是当它的技术够用、但成本还比较高的时候，这个时候往往你的产品策略是聚焦更高价值的用户，比如白领及以上的生产力工具场景，这些用户有更高的付费能力和更愿意付费，同时这些用户要解决的问题也是比较清晰的。所以黑莓手机可能聚焦的就是类似邮件收发、日程这些生产力工具的场景，以及最早的可能是华尔街的金融人士、律师这些更高价值的用户，它的产品逻辑可能是"少即是多"，它也成为了第一波爆发的智能机。

但智能机时代真正到全能式创新的阶段，其实是2007年以后

的iPhone和2010年以后的安卓，是一个全面爆发的阶段。全能式创新阶段，它往往预示着产品和技术的成本都已经不是问题了，这个时候你更多的是要定位用户的需求，以及基于人性的洞察去打造真正能打动人的产品。这个时候，可能我觉得苹果就是抢先定位了这样的一个机遇，然后相当于形成了一定的先入优势，所以相对于PC时代，其实苹果在智能机时代的份额就会好很多，同时它的利润占比就会更高。但客观来讲，安卓其实某种程度上是对标智能机时代的Windows，它这种平台模式依然取得了百分之七八十的智能机份额。虽然有一些分析说苹果占了智能手机市场80%的利润，但实际上如果我们换个角度来思考，其实安卓核心的利润并没有体现在手机厂商，可能它体现在Google的广告收入。也就是说，其实安卓的份额，因为这里面有一些变相预装的条款，反而锁定了安卓的份额，也就是锁定了Google搜索市场份额，所以部分它的利润是体现在Google的搜索广告收入里的。如果你从经营利润的体量来讲，苹果和Google是差不多体量的公司。所以这种平台模式，即使在智能机市场，我们觉得也是不容忽视的一种商业模式。

这里面也体现了，就是如果我们先要去做一些产品阶段的划分的话，就是从探索式到过渡式再到全能式，底层有技术的曲线、成本的曲线、用户的需求阈值、用户的成本阈值，这样一套框架看似是我们觉得比较逻辑自洽的。但这样这个框架呢，确实它有一些后验性的属性，就是我们要提前往未来去判断这种技术拐点，可能是有一定难度的。也就是说我们的AI应用时代，什么时候是过渡式的创新，什么时候是全能式的创新，你要怎么去判断这个拐点，我们觉得是挺难的，本质上是说这个需求阈值和用户的成本阈值，虽然它客观存在，但可能是琢磨不好的，同时它也可能是会变化的。

但是这里面有一个对于做产品和创业公司来讲很重要的取得成功的前提，就是你得一直在战场上去尝试，同时你得对于这种全能式创新的理想产品形态要有一个体感，或者就是这个sense。那为什么在PC时代和智能机时代，苹果公司有一个比较明显的生态位差异呢？我们觉得很重要的一点是，在PC时代，全能型创新的拐点大概是在1990年代上半叶，而这个时候，乔布斯其实在1985年已经离开了苹果公司，他已经不在那个战场了。但在2007年智能机时代突破这样一个拐点的时候，他其实是在战场，然后不断地在尝试，正好在正确的时点出现在了正确的地方，所以他抢先抓住了这样的一个机遇。

所以某种程度上，你要抓住这样一个比如AI应用全能性创新的机会点、下一个AI应用时代的iPhone的机会，你有两个必要条件。第一，就是你得始终在战场上，不要过于激进，或者说任何时候都是处于一种高杠杆的状态，那样你可能就坚持不到黎明的那一天。第二，你得对于这个终极产品有一个sense，你对你要造出iPhone，你首先对于iPhone应该长啥样，你得有一个目的地一样的这种体感。那这两点其实都是可能——比如说如果我们站在投资者的角度，其实部分也可以站在这个角度去思考，我们应该避免那些非常高杠杆、过

于激进的公司，它有可能坚持不到黎明的那一天；我们也应该对于这个理想的产品有一个自己的sense，这样的话，我们对于目的地在哪、现在在哪，有一个基础的方向感。
然后第四章我们想讲的是，基于我们刚才的这些分析，对于判断AIAgent应用路径有什么启发。
第一点，我们认为Agent的应用路线大概率可能也是生产力先行，然后消费级应用随后。这里面为什么像PC、智能机，它都是一个生产力先行、然后消费级随后的发展路径？底层我们觉得是有一些原因的。比如对于技术和能力的要求，生产力门槛我们觉得是更低的，比如生产力场景更多的模态是文字和图片，比如生产力场景很多产品聚焦解决的问题是已确定的问题；但消费级场景很多时候是需要技术更复杂的多模态的能力，比如视频这些，而消费级的场景很多时候需要提前识别复杂的用户需求，很多用户可能连自己确定的问题都定义不清楚，同时需要去理解复杂的多变的人性。从商业模式的角度来讲，其实生产力工具、企业服务往往也是企业付费或者订阅这种简单直接的、更容易构建的商业模式，而消费级的平台商业模式其实是多元的、综合的，对单位成本的要求也比较高。所以这些因素决定了，可能AIAgent的应用也是一个生产力工具Agent先行、然后消费级Agent随后的一个过程。
第二点，我们看到真正决定这个环节份额优势、或者说谁能有更大份额的因素之一，一种可能性是取决于谁能依赖于上下游比较强的议价能力，去把一些比较高的边际投入扩张成本转嫁给其他环节。比如说其实在PC时代，这个行业的扩张也不是说没有边际成本的，而且在当时可能边际成本是很高的。但为什么微软、为什么DOS和Windows能够迅速地扩张市场份额？某种程度上是因为它占了一个上下游非常强话语权的生态位，然后它把这些硬件扩张成本都转嫁给了OEM厂商，而它自己其实是一个非常轻的模式，所以它能够非常迅速地扩展市场份额。那未来的AI应用，也有可能一种可能性就是，如果模型这个环节保持多家共存、激烈竞争，那像OpenAI这种产品所在环节，如果它能建立生态标准，成为一个类似于Windows一样的操作系统的入口，它可能也会有比较强大的上下游议价能力，以至于它可以转嫁部分的算力和硬件这种比较高的单位用户的扩张成本，以至于它自己本身其实是一个更接近于软件产品的环节，它的单位扩张的边际前置投入其实是比较低的，它可以更快速地扩张份额。简单来讲，如果你是一个垂直一体化的模式、模型产品一体化的模式，你要迅速扩张份额，你得前置投入算力。但像OpenAI这种模式，如果说它现在当然可能也得考虑前置投入一些算力或者预付这些，但如果未来它保持一个平台模式、有比较强的上下游议价能力，它去扩张用户的时候，可能会把一些前置的算力投入转嫁给模型厂商，然后它自己用一种比较轻的方式去迅速地扩张市场份额。这是一种可能性。
然后对于ToC时代的AI的创想。这个我们刚才也提到了，就是你要去判断ToC时代是不是ToCAgent进入了一个全面爆

发的时点，我们觉得很重要的一个点，就是你对于目的地要有一个清晰的判断、或者说要有一个定性的判断，你才能知道现在的产品跟那个目的地的产品有多远，然后现在是不是到了一个爆发的时点。那我们自己对于PersonalAgent的定义，我们觉得有两个必要条件。第一，它应该是推荐式的，不是搜索式的。现在的Agent更多的是偏主动搜索，它解决的是用户已经定义好的确定的问题；但我们觉得真正服务于80%的用户、80%的需求的ToCAgent，应该是一个推荐式的、提前个性化识别并提前发现问题、解决问题的产品。第二，我们觉得ToCAgent的终极使用场景，可能大概率也不是生产力工具或者savetime的场景，还是一个聚焦休闲场景、追求吃喝玩乐更高效地"killtime"的Agent，这个可能才是80%的用户、80%的需求。但要做到这两点，其实你有很多前提：你需要充分理解复杂多元的用户需求，你需要构建丰富的第三方综合生态，你需要处理好安全和隐私的问题，这些我们觉得其实是难度上在现阶段是比较高的必要条件。所以站在现阶段，我们倾向于认为ToCAgent的iPhone时刻可能还没有到来。现在更多像Meta、字节（豆包）这些产品，相对于OpenAI这种生产力工具，它是一个产品化体验更好、更便捷、更聚焦移动端的产品，类似于黑莓手机一样的产品，而不是一个iPhone这样级别的产品。

最后我们想讲的是一个商业模式的问题，就是ToCAgent会是一个什么样的商业模式。我们这里的一个结论之一是，我们觉得大概率不会是一个简单订阅的、单一的商业模式。因为我们这里相当于复盘了过去从PC到智能机时代，真正掌握了消费级入口的公司，像微软、苹果、Google、微信、Meta这些平台，那它们的商业模式无一例外都不是单一产品销售模式，而是一个综合多元变现模式。像微软，Windows主要其实是靠预装，它的价格其实是隐含在硬件价格里面，是一种捆绑销售的模式；苹果，是一个硬件销售加软件抽佣的模式；安卓，其实是一个Google搜索广告，再加上Google配套常用的模式；像微信、Meta这种，其实是免费使用，然后靠广告等商业模式变现的模式。

为什么会是这样呢？我们觉得一点原因是，如果你是一个简单的订阅或者单一的商业模式，你的服务和产品是比较容易商品化的，比较容易引来针对性的价格竞争。第二种理由是，像消费级的产品，它往往最终它的壁垒是网络效应、强大的规模效应、品牌、用户口碑这些东西，这些东西一方面它需要一个比较低的门槛，另一方面一旦你形成了这样的网络效应，它也有构建更多元商业模式的兼容壁垒，以及商业空间的杠杆或者说议价能力。当然我们也看到，现在ToC的产品因为单位边际成本还比较高，这个可能会倒逼这些产品更积极地寻找它的核心商业模式，就像Meta一样，因为它现在单位成本还比较高，所以它可能相对于传统的互联网产品，需要更激进、更积极地寻找商业模式。

以上就是我们想分享的这篇报告的一些核心观点和观察。它不是一个百分之百全面的内容，因为我们报告里面可能还有

一些其他的观点和观察，但时间有限就不在这里分享了。大家感兴趣可以去看看我们的报告。

--- 光模块三周年复盘：三轮调整的归因与启示20261101.pdf ---
光模块三周年复盘：三轮调整的归因与启示
会议要点总结
本轮调整的两个核心原因：一是宏观利率环境，在资本开支基数越来越大时，高利率与原材料通胀（美伊矛盾未解决、霍尔木兹海峡未完全开放推升原油价格）使AI的财务负担不断加剧，这一担忧从今年二季度末开始出现，7月第一波下跌即由此引发；二是交易微观结构，无论A股还是美股，涨了这么多之后市场都要问"钱从哪里来"，筹码结构需要进行一轮调整。
基本面担忧多为老生常谈：token量显然会继续增加，算力需求也仍在增加，不应把需求端月度的短期波动放大为砍单或重复下单。行业景气时情绪过度乐观，出现波动时这种情绪又会被加剧；在股价高位时，边际担忧可能成为下跌因素，但在当前时点过度恐慌只会让自己比市场更恐慌。
AI作为全球市场主线的地位毋庸置疑：在临近中期大选、存在政治与宏观不确定性的背景下，这种担忧会被无限放大。但资本开支大幅翻倍、宏观利率上升、原材料成本上升同时发生，意味着投入更多资金、财务成本与硬件成本双双上行，以存储为代表的硬件成本上涨尤为突出，这确实带来很大压力。
创新放量与单位成本下降是硬件发展的必要考量：过去几年的调整，本质是市场总用短期宏观和单点技术波动去负向外

推行业趋势；随着宏观环境和海外环境修复，情绪会得到快速修复。本轮杀跌中很多票已跌约七成，但算力集群规模扩大、更多带宽用于互联、光进铜退等物理层面的逻辑与第一性原理都没有变化，中间需要调整的是财务与持股结构。
公司层面分化：旭创自身能力强，客户与供应链整合较好，有可能在下一轮反弹中成为确定性龙头，也更快得到市场认可；新易盛在经历波动后可能需要一段时间来证明自己，类似去年三季度的情况，大概率今年下半年与上半年节奏相近——一季度miss，二季度好转，三季度miss，四季度快速好转。
当前市场对硬件侧预期非常悲观：市场担心CSP资本开支是否在明后年见顶，甲骨文曾提到在2028、2029财年资本开支可能下修，微软也下修了当期资本开支预期；从杀筹码、杀情绪到季报后部分头部公司（如新易盛）业绩未达预期，出现了杀业绩、杀资本开支预期的闭环状态，类似2025年那一轮通缩状况，当时A股与美股一起下跌。
AI发展阶段与2023至2025年不同，供给端通胀显著：这两年AI大规模投资扩张带来供给端通胀，以存储、先进制程、光芯片等供给相对紧张的环节价格上涨明显。今年token单价通缩幅度缓于前两年，花同样的钱所能买到的token倍数增长不够明显，因此行情好时市场更倾向选择通胀环节。
大厂自由现金流耗尽，融资端依赖上升：在高利率环境下，

大厂基本耗尽自由现金流、连续一两个季度自由现金流为

负，后续将越来越多依赖融资端，逐步上杠杆、背负债以进行下一轮扩张；同时上游供给价格仍处相对偏高位置，导致短期出现"该不该投"的担忧。这一分歧本质上是产业端与资本端之间的鸿沟。
A股反应幅度处于超跌：光模块、PCB等与A股相关性最大的方向，其与资本开支的相关性在减弱，与token的相关性在变强；光在资本开支中的占比一直在提升，因此增速持续高于资本开支增速。光互联产值的空间近似于token的增长（可能略低十几到二三十个百分点），但大幅高于资本开支增长，单纯用资本开支去套光或PCB产业链增长会过度悲观。
行情走出负循环依赖三个因素：一是产业端出现可作为新叙事的产品（如Coding与cloud、Sora、国产大模型等），带来题材与订单的双重共振；二是季报，业绩持续兑现与订单超预期是前几年股价增长的重要来源；三是0~1的技术方向（如CPO、液冷、SST），通过差异化方式降低单位token成本。
当前估值隐含预期已较悲观，后续需跟踪两个问题：一是2028年之后的增长能否持续，还是如市场预期的大幅下滑，当前观点偏乐观；二是持续增长下供给或竞争格局是否明显恶化导致增收不增利，目前看情况可控，产业端在经历几轮股价波动后对供给扩张相对谨慎，定增或海外IPO等动作也有所放缓。
AI基建的边际变化核心是交付速度与系统集成：产业已从追求"谁的GPU多"转向"谁先把GPU插上电、把基建跑通"。

Vertiv三季度收入同比增幅超60%，指引未来订单同比增长超100%，说明需求不是下滑而是在积极落地兑现。未来1~2年交付比采购更重要，模块化数据中心（MDC）通过缩短建设周期提高资本使用效率，产业链条延伸空间长，机柜层面率先落地，电力侧模块化趋势明确。

会议实录：
关于本轮调整的原因。当时光模块相关事件出来以后，市场在怀疑需求锐减，认为整个行业被优化了，但实际上证明这并没有出现。所以当时我们提出了"杰文斯悖论"，即单位成本越下降，总体的需求量越高，这跟我们原来对流量消费的理解是一样的，所以也经历了这么一波调整，当时其实也叠加了很多因素。
第三轮调整到现在，我们认为真正放大的有两个原因。第一个是宏观上的利率环境，这使得投资在基数越来越大的时候会变得突出。在整个加息环境，尤其是在石油问题没有解决、美伊矛盾没有解决、霍尔木兹海峡没有完全开放，整个原油价格带来额外通胀压力的情况下，对AI的负担会不断加剧。这个事情其实从今年二季度末就开始有这样的担忧，整个7月份的下跌，第一波下跌也是因为有这个原因。这一点跟一年前相比是变得更差了。

第二个原因在于整个交易的微观结构。不管是A股也好、美股也好，在涨了这么多以后，大家都要问一句：钱从哪里

来？所以整个筹码结构进行了一轮调整，继续链的调整。当然，去年年初有没有筹码结构的问题？也有。那个时候机构对光的这些持仓其实也是在一个相对高位，然后用了5个月左右的时间消化了这样的预期。今年这种情况表现得更加明显，就是上半年所有的筹码都累到这个行业来，到了一个史无前例的高度，那么这种环境也需要一个比较长时间的调整。所以这两个逻辑是跟原来一样的。

基本面上的担忧，我觉得基本上都是老生常谈的事。你现在问token还会不会继续增加，那显然是会继续增加的；那么对于算力的需求有没有什么问题？算力现在还是在增加。所以你不能把这种短期需求当中的月度波动放大成砍单，或者说是重复下单。这种情况在行业好的时候，大家把情绪放得特别乐观，当行业出现一定波动的时候，这种情况就加剧。当然，如果股价在高位的时候，这种边际上的担忧有可能会成为股价下跌的一个因素。在现在这个时候，你只会让自己变得比市场更加恐慌。

所以在跌了这么多以后，其实大家应该更理性地看待这样的问题，因为我相信该降过仓位的基本上也都降过仓位了。那么整个市场的主线还会不会绕开AI？这点我觉得是毋庸置疑的，放在全球基本上都是毋庸置疑的。所以在这一轮的共振当中，尤其在临近中期大选、有一定的政治不确定性和宏观不确定性的时候，这种情况就会被无限地放大。

当然，我们反过来想，这种担忧有没有一定的现实基础？在过去的一年中，我的资本开支翻了这么多，但是我的宏观利率环境又在增加，我的原材料成本又在增加，等于说我投了更多的钱，我的财务成本跟我的硬件成本都在上升。尤其是硬件成本，以存储为代表，这种产品涨了N倍，这肯定会带来一个压力很大的局面。所以我们一直跟大家讲，创新放量跟单位成本下降是未来硬件发展的一个必要考量，甚至是一种审美的标准。

所以我们大概回顾了一下，过去的几年，基本上这种调整在于市场总是用短期的宏观，包括一些单点的技术波动去外推整个行业的发展趋势，当然这是一个负向的外推。那么随着整个宏观环境的修复，随着海外的一些修复，整个情绪将会得到一个快速的修复。当然这一轮从杀跌的角度来看，很多票应该跌了有七成了。但我们认为，物理上存在的这些逻辑，包括算力集群变得更大规模、更多带宽用来做互联、包括光进铜退，这些作为物理上的逻辑，包括它的第一性原理，都没有变化。所以它中间需要调整它的整个财务跟持股的结构，这是我们对过去一段时间整个的反思。

那么当然，有些公司本身能力比较强，比如说旭创，它本身的能力很强，它的客户、它的供应链都整合得比较好，那么有可能在下一轮反弹当中，它就是确定性的龙头，确定性的龙头也会更快地得到市场的认可。那么新易盛在经过了这一波波动以后，它有可能需要一个时间段来证明自己，就跟去年的三季度很像。那么大概率我们认为今年下半年的新易盛跟上半年差不多，就是一季度miss，二季度好转，现在三季

度miss，四季度会快速好转，大概是这么个情况。我大概先说这么多。

各位朋友晚上好，我接着再补充一些。首先，当前整个市场对于整个算力、整个硬件侧的预期是非常悲观的。包括从海外大家看到像CSP的资本开支，包括一些new cloud的表述，会比较担心是不是明年后年资本开支就见顶了。因为像甲骨文已经提到，想在这个2028、2029财年，觉得可能资本开支要往下修一些，包括这几个大厂，当然大厂目前看起来对于整个资本开支的口径上还是比较乐观的，只是当期可能会因为一些产能等各种因素，像微软其实有下修一些当期的资本开支预期。所以从之前杀筹码、杀情绪，包括到上周的季报，像有一些头部的公司，像新易盛这些有可能没有达到大家的业绩预期，出现了杀业绩、杀资本开支预期的这样一个像是闭环的状态。这个感觉在之前出现过但不多，比较像的可能是2025年的那一轮，就是当时通缩的状况，也是A股跟美股一起跌。

那波出来之后，大家觉得可能一个好的模型也不太需要那么多的算力，所以当时这个事情不光是国内，在海外其实都出现了一些影响，不过无论是对股价还是对实际产业端的一个担心。这里边其实也有类似的这样一个情况。那本质上还是因为AI发展的阶段可能跟2023、2024、2025年有不一样。因为首先这两年AI大规模的投资和扩张带来了很多供给端的通胀，就以存储这些为代表的，所以整个的价格，特别是供给相对紧缺的，像存储、先进制程，包括上面像光芯片等等这些供给相对紧张的环节，基本上都出现了一些价格段的增

长。所以在这个阶段来看的话，从今年年初到现在，整个token价格的单价的通缩是要缓于前两年的。你花同样的钱，理论上每年应该要买到几倍的token，但是今年因为整个供给端、整个产能端的束缚，导致整个token的通缩幅度在今年是不够明显的。所以其实这个也反映到了今年A股跟美股在行情好的时候，大家会去更多地选择通胀点。因为你价格没降，甚至还在涨，所以你单位token的成本，包括投入，其实都是在很大幅度地放大的。

那现在到了这么一个量级之后，叠加当前特别是美国的这种高利率环境，大厂基本上到现在这个节点上，基本上应该都是耗尽了自由现金流，就是已经连续可能一两个季度现金流都是负的。所以后面可能对于整个融资端的依赖会越来越多，也就等于大厂开始逐步要去上杠杆了，要去背上负债去融资，去进行下一轮的扩张。所以在这个阶段下，在高利率环境下，要去融资再做进一步的建设，再叠加整个上游现在的供给端的价格可能还处于一个相对偏高的位置，就会导致现在很多没有办法拿到相对低利率融资的情况会出现一种短期的担心：这到底该不该投？

那这个事情也不光是对AI长期叙事的担心，更多的还是短期的问题。比如有一些是做技术、做工程师出身的，他可能会觉得整个模型还有很大的空间，需要更多的算力，但他会担心金主不买单，就是你这边说得天花乱坠，但人家可能会觉得你这个投入回报比可能已经不足够了，不如我直接去买一

些可能固收的产品来得实在。所以这个事情本质上就是从产业端看跟从资本端看，会出现一个鸿沟的问题。所以当前这

个市场出现了这种比较明显的恐慌或者悲观的情绪，事后来看也可以理解，但是A股的这种反应幅度，我们觉得仍然是处于一个超跌的情况。
首先特别是跟A股相关性最大的，像光包括像PCB等等这些方向，它跟整个资本开支的相关性其实是在减弱，但是跟整个token的相关性是在变强。这个里面最核心的原因还是光在这几年，在整个资本开支的占比其实一直在提升的，所以它是一直要高于整个资本开支的增速的。它在整个单位token里面的成本，其实相对是恒定的，可能是每年有个10%到20%、二三十，差不多就是这样的一个比例的年降。因为每一年包括像800G、像1.6T的相关产品，降幅基本上就是在十几二十，然后在迭代的周期里边，这个价格反而还能跳一档。你就像现在可能1.6T的价格，基本上可能还是要高于两个800G的。所以在迭代的周期，价格的通缩还会稍微放缓一些。
所以其实拿光互联来举例的话，光互联的整个产值空间其实是近似于整个token的增长，可能比token的增长要小个十几二三十这样的一个水平，是要大幅高于整个资本开支的增长的。所以如果单纯地去拿资本开支去套这个光，或者是这个PCB这些相关产业链的增长的话，会有一些过度的悲观。所以大家如果跟这些上市公司也熟的话，其实是能看到，包括对于明年、甚至对于后年的预期，目前看都还是比较乐观的，是远远比现在CSP的资本开支的预期要高的。因为现在即使是之前乐观的资本开支预期，也无非可能就是明年有个50%甚至更高的增长，后年可能百分之二三十。当然现在可能逐步降下来了，可能觉得明年可能也50%不到，后年可能都是百分之

个位数的这种甚至不增长的情况。所以这个是我们觉得其实光在整个AI的投入的方向里面，是具有比较明显的超额的。那这个事情其实从明后年的业绩跟订单上面，我觉得还是会在后面的季报上面能够体现出来的。
然后第二点，就是刚刚也复盘到了，前几年整个光包括硬件是怎么走出这种筹码情绪跟产业的负循环的。基本上来讲的话，无非就是几个点。第一个是整个AI的产业端出现了一些能够被拿出来作为新叙事的这样一些产品，比较典型的像ChatGPT的Coding、cloud，包括像当时的Sora，再包括像国产算力层面的像DeepSeek，基本上这些新的业态或者是产品的出现，会对于整个资本市场来说，带来一轮新的题材跟订单的双重共振，这是第一个。第二个就是季报，因为前几年基本上业绩可持续的股价增长，很重要的一个来源还是业绩的持续兑现和订单的超预期。所以前两年无论硬件的哪一条分支，大部分的上涨其实都是要么有加单的传闻，要么是业绩超预期，基本上可能是这些情况为主。第三个就是0~1的技术方向，包括像这个CPO，像这个液冷，像这个SST，那这些其实也都是建立在未来要如何去把token的单价进一步降低所做的一些技术创新。因为现在单位token的价格还是相对偏高的，也就是说，我现在希望一块钱能够投出来的token，现在

可能有些资本开支的金主是觉得偏贵的。比如说我原来一块钱的资本开支能投出来一个T的plans，但我现在希望一块钱能投出来10个T，那就相当于你所有的硬件都要为此减少90%的资本开支。但是在产能当前扩不出来的情况下，这种成本的减少是比较困难的，所以可能需要一些新的技术路径来去作为能够降本的方式。比如说你看像CPO能够减少DSP的成

本，像液冷能够减少空调、风冷这些相关的OPEX成本。所以它会通过一些新技术的方向，从差异化的方式来降低整个token的单价。所以基本上之前这个行情走出来主要是依赖这三点。
那当前这个时间点，我觉得悲观的预期都已经打进来了。所以现在大家已经在考虑研究的问题，就是AI会不会戛然而止。它不光是缓慢的下滑，现在的预期是2027、2028年之后，整个AI的需求可能会腰斩，甚至可能更夸张，但是供给也在大幅的扩张。那现在其实能够反映到A股的核心公司的估值上的水平，基本上就是这样。可能就是比如说旭创、新易盛，明年是这个500或者大几百亿的利润预期，到2028、2029年可能就开始大幅度的下滑。所以现在反映在A股的股价上的估值，隐含的预期已经是相对比较悲观的。
那么后面我们需要去跟踪、去证明的问题就是：第一个，2028年之后的增长还能不能够持续，还是就像现在所预期的大幅度下滑。那这个我们当前的观点还是偏乐观的。第二个，在继续增长的情况下，整个供给或者竞争格局会不会出现非常明显的恶化，导致虽然行业在增长，但是你这个公司增收不增利。那这个目前看下来情况也属于可控，因为产业端在经历这几轮股价的波动之后，在整个供给的扩张方面，其实也都是相对比较谨慎的，包括现在有些公司想要去定增，或者是去海外去IPO，都会因为这个股价的波动有一些动作上的放缓，所以这个情况目前看也还好。所以整体我们觉得在现在这种情况下，仍然建议继续看好整个AI的算力产业链。 我们今天就主要汇报这些。下面再请于洁讲一下。

各位领导好，我是通信组的于洁。前面两位领导已经汇报比较多了，我主要就AI基建这周的几个边际变化汇报一下。刚好这周Vertiv出财报了，也有一些云厂商出财报了，这个其实是跟上周汇报的一脉相承。现在整个AI基建，或者我们说AI工厂，已经从追求谁的GPU多，转换到了要比谁先能把GPU插上电，同时能够把基建跑通这一步。 因为对于这一群AI工厂来说，GPU买回来只是第一步，通电通水联网产生token，这才是一个完整的一条线。那刚刚也讲了，可能液冷也好、风冷的替换也好，每一个环节都涉及到了成本，涉及到了运行。这周至少几个云厂商还有Vertiv的财报，就刚刚好能够把这条线串在一起。
看下来有三个结论。第一个结论是，很多领导会担心，包括有一些新闻也会讲，开back下修或者订单delay，但是在产业层面，需求不是在下滑或者在消失，基础设施的订单相反正在非常积极地落地和兑现。 这个可以从Vertiv的财报里边得到验证：三季度的收入同比增幅有60%以上，然后他还指引了

未来的订单同比增长也超过了百分之百。所以AI基础设施或者液冷、电源、一些低价侧的更进，它不是一个远期的规划，已经在真实地变成订单、落地和大规模放量了。那对于液冷产业链而言，下一步更加要去追踪的是订单怎么样分配给国内的供应商或者代工链，以及收入还有利润，国内这条链节奏是怎么样的，肯定我们跟海外是有个时间差的。这是第一个论点。
第二个论点是，现阶段甚至未来1~2年内，交付会比采购更重要。这里也可以从微软的财报里边看到，它这个季度的资本

开支是450多亿元，然后有一部分信息、新闻也显示它的第三方算力容量交付delay了。这个其实就跟刚刚我们说到的，你有卡只是一部分，但你首先得通水通电，由工人帮你去安装。然后跟微软这个第三方算力容量交付呼应的是鸿海，它展示了一个新的产品，就是一个大的pod的产品，这东西里边也集成了相当多的设备，包括了机建侧的、包括了散热侧的，是模块化数据中心的一种。也是因为每一家对于模块化数据中心的产品形态和集合的东西是不一样的。那根据鸿海的那个产品说的，它可以把整个部署的周期压缩到最快，最快14天就可以完成了。所以这个是我们从几周前就一直开始强调产业链里面一个很重要的变化，就是MDC模块化数据中心。核心竞争力其一是节约一些施工成本，那最重要的是缩短建设的时间，把算力上线的周期缩短，所以就可以提高资本的使用效率。这也当然是大家追求ROI的过程当中可以注意到的一个环节，效率越高，其实回收的周期越短。
第三个是关于一个细分方向的延伸，关于交付速度，或者我们说的模块化数据中心，可以想象或者可以演绎的产业链条是非常长的。第一步肯定是率先从机柜层面做起，因为在大规模落地的过程中，机柜涉及到多个安装界面同时进行，光纤光缆的、液冷的还有一些电工的，所以它肯定是最先落地的。但是未来电那一侧会不会也形成模块化的趋势呢？我觉得这个肯定是毋庸置疑的。像Vertiv这一次也完成了对这个UIG的一个收购，那这样的话，它就可以把能力从供电液冷进一步往上去拓展，已经拓展到了电网接入、现场发电，还有一些微电网的管理。所以这个也跟我们之前写过，比如说SST相关的报告是可以呼应上的。就我们后面如果要研究HVDC，

或者800V或者SST方向，就不是盯着某个零部件或者某个功率部件，需要去理解在MDC、在模块化数据中心的趋势下，整套电力系统会不会比单品发生一个更快速的更新迭代还有变化。以上就是三点结论。
所以这周的话，根据这些财报也好，根据这些新闻也好，AI基础设施最重要的边际变化，倒也不是说出了哪个新技术、新概念，而是产业一步一步更加围绕着交付速度、系统集成还有实际收入兑现去展开了。然后反馈到我们A股上来的话，还是一样的，就是各企业的龙头要盯住，因为他们的模块化也是最有优势的，他们能够集合的单品，或者集合的那种单品或者单项功能是最多的。像英维克、高澜这种MDC，当然像工业富联这种，供电侧的四方、科大、新风光都是可以

持续关注的。以上就是在AI基建侧的一个汇报。今天我汇报就到此结束了，同时也预祝各位领导们下周投资愉快，大家晚安。

本次会议仅面向国盛证券的专业投资机构客户或受邀客户，会议中嘉宾的发言内容仅代表其个人观点，国盛证券研究人员的发言内容仅代表当日的判断，具体请参见完整版的研究报告。未经国盛证券事先书面许可，任何机构或个人严禁录音、转发及相关解读，涉嫌违反上述情形的，我们将保留追究相关方法律责任的权利。

--- 电子新旗手周观点更新20261101.pdf ---

总结

一、核心观点

AI资本开支已从原来的增长趋势，转为市场在意的核心约束因子，包括自由现金流、资本开支的继续增减，以及主业是否承压。此前市场只要有订单、有增长趋势就可以给溢价，现在资本开支转化为了核心的硬约束。国内AI算力及相关半导体情况更为复杂，更多是因为资金结构、以及对AI担忧点的侧重点与海外略有不同，这也导致光模块、PCB、国产半导体、国产GPU、半导体设备等细分赛道近期迎来大幅杀跌。

二、美股科技巨头财报复盘

整体上，资本开支从增长趋势慢慢转向了现金流和资本开支的约束。四家CSP厂商中，微软是唯一一家既有高速的云增长，又有边际资本开支收敛，且自由现金流录得正数的公司，因此市场给了正反馈；而谷歌、亚马逊自由现金流恶化或转负，叠加市场对投入持续侵蚀自由现金流的担忧，市场反馈相对负面；英特尔则因主业PC端拖累、以色列工厂事故以及代工业务良率和爬坡的不确定性，财报出来后大跌。

谷歌：总营收1276亿美元，同比增长25%，低于预期的1282亿美元；谷歌云营收持续高速增长，但搜索广告业务低于预期。业绩指引称2027年是TPU变现、AI商业化变现的年份，云订单储备充足，但变现节奏受算力投入供给侧限制影响。资本开支由此前的900亿美元上修到1951至2050亿美元，2027年预计继续抬升，自由现金流录得转负，连续两个季度为负，市场担忧巨额算力投入持续侵蚀自由现金流，也有分析师质疑TPU和云的资本回报周期太长。财报发布后盘后跌了近10个点。

微软：总营收922亿美元，其中Azure收入332亿美元，同比增长48%，显著高于预期的45%；当季资本开支394亿美元，同比翻倍但低于市场预期；2026自然年资本开支指引下调到1700亿美元（此前1750亿美元），自由现金流录得为正。财报发布后市场给出相应奖励，有一定涨幅。

亚马逊：自由现金流由正转负。

英特尔：指引超预期，三季度业绩165亿美元、超过自身指引，但下一季度指引只有150到160亿美元，大幅低于之前预期的170亿美元。财报出来之后大跌，主要因为PC端需求低迷、以色列工厂事故，以及代工业务良率和爬坡的不确定性。

从两家公司的具体表现看，云的需求端依旧非常强劲（微软Azure同比增长48%，谷歌Cloud同比增长103%），但自由现金流确实开始分化——微软依然录得186亿美元，谷歌单季现金流继续转负，亚马逊也是由正转负。目前美股投资人确实相对担心AI资本开支的回报周期太长，导致现金流转负带来企业经营端恶化的风险。大家更愿意去防范风险，更多去看资本开支的边际变化、自由现金流的边际变化，以及像Neocloud（星云）这类债务风险是否得到有效遏制。

三、美股后续展望：需要产业与政治双确认

展望后续，我们认为美股CSP以及整个上游AI硬件的中短期基本面没有任何问题，云增速比较强、景气度比较高，上游企业本身处在非常供不应求的窗口期。但往后看，美国还需要产业和政治的双确认：一是美国中期选举，11月3号开票，中选之后民主共和的势力分布如何；二是特朗普对中东战事是什么样的举动，这些都会极大影响美股的风险偏好。产业层面，11月16号美国最强的模型公司（Anthropic）要上市，其ARR有可能因为新发布模型而加速。如果政治和产业完成双确认，在比较强劲的基本面预期之下，美股确实有可能走上行通道。但后面要防范的风险主要在于地缘政治、美国自身债务问题继续恶化，以及模型厂ARR持续不及预期，这时美股硬件表现可能阶段性承压。

四、国内市场：资金结构与产业验证

三季度公募持仓有所披露，此前是60%多的电子和通信占比，现在是40%到50%的占比，集中度有比较明显的下降，但电子通信占比仍处在历史相对较高的区间。目前公募、保险等资金主要想法是担忧明年资本开支的二阶导可能转向负值，而国内作为AI上游的制造业，对资本开支的边际变化相对敏感。但从历史复盘看，很多轮制造业周期中，二阶导转负大概率不是股价的顶点；且这些公司整体景气度还非常好。三季度因为Rubin量产、光模块上游DSP和MS缺货、泰国自然气候问题等，导致龙头在市场看来有点不及预期，这周光模块、PCB龙头股价表现压力较大。但往后看，尤其四季度，从订单跟踪上，无论是对上游拿货，还是以下游Rubin、谷歌TPUV8为代表的需求，确实应该有比较明显的改善；进入明年一季度，有可能超出大家预期，因为高端新产品处在持续放量阶段。

目前科技相关股票的表现，更多不是来源于基本面压力，而是来源于资金结构的压力、微观交易结构恶化的压力。很多资金YTD已经转负，或只有少数产品录得正数但接近转负，确实有卖出的压力。往后需要强势资金介入，以及新的产业叙事逻辑出现，才能打破负向循环，进入正向上升螺旋。这个预期至少也要在11月中旬之后，即美股完成产业和政治双确认、国内有单边强势资金买入，加上大家对产业链景气度变化的感知（后续景气度确实在加速），才有可能打破负向螺旋。

目前是恐慌性的卖出、不正常的市场定价：光模块龙头按市场预期不到8倍，ODM龙头不到9倍，PCB龙头有些不到10倍的

明年PE估值，而一些传统周期公司明年PE可能也不止这么低，一些传统消费公司动辄明年一二十倍、二三十倍PE。这些高成长龙头至少还有一两倍、两三倍的业绩增长，但只有5到10倍PE估值，从客观估值体系看确实是被低估的状态。后续随着负向螺旋打破、进入正向循环，市场客观讨论这些公司的估值体系和业务增量，这些公司应该会有比较好的布局时机，收益应该也不低。

复盘过去两三年，AI算力本身也是涨半年、歇半年，只是节奏不同，有的上半年好、下半年差，有的三四季度好、二三季度差。如果有比较强的新趋势，加上宏观流动性、地缘政治等相关条件支持，整体AI算力和国内半导体确实会迎来一个相对有赚钱效应的投资阶段。

五、产业变化：国产算力

国产算力产业链正从之前的芯片单点设计突破，走向算力芯片加HBM存储协同配合验证的新阶段。寒武纪和长鑫分别代表算力GPU和HBM两条主线的产业变化：一端是算力芯片需求的兑现及主动前置备货，另一端是通用DRAM周期红利的兑现，HBM也从高带宽内存走向送样验证的攻坚期，二者共同指向国产算力芯片存储自主闭环的中长期逻辑。

1、寒武纪

三季报最大的亮点是存货继续环比大幅提升。单季度营收35.3亿元，同比增长104%，环比增长13.5%，环比增速有所放缓，但更多约束来自代工排期、HBM、基板、PCB等供应链的交付，完全不是需求走弱。毛利率维持50%以上高位，此前市场过度担忧的毛利率影响其实没有出现。三季报期末存货116.6亿元，环比二季度增加34亿元，基本对应晶圆、HBM及一些半成品。国内智算集群的大额订单交付跨季，为锁定代工产能、规避物料涨价和延误，通过提前投片、备货，本质是订单牵引的资金前置投入。资产负债表上也有验证：预付款30亿元，应付票据将近50亿元，持续大幅抬升，反映代工、封测、HBM等结算配套，以保证整体供给。这也反映出供应链约束、HBM供给仍是国产比较大的瓶颈，备货加速行为反映了对供给稀缺的判断。国产算力过去已经证明完全可以跑通，现在核心矛盾已从"可以跑"转变到供应链产能瓶颈，后续可以跟踪供应链的边际变化。2、长鑫

长鑫作为HBM物料国产替代的核心龙头厂商，三季报整体是兑现DRAM周期的红利，当前HBM处于数量测试阶段，中长期作为国产算力核心短板补位。基本面上，公司在业绩会上提到G5新一代DRAM工艺平台顺利量产，通用DRAM、服务器DRAM产品受益于AI拉动下的存储涨价，营收利润都在改善，服务器DRAM产品占比持续提升，长期订单也在锁定中长期需求周期的贝塔红利。HBM进度上，按照既定路线持续迭代，核心产品已给国内头部AI芯片厂商送样，进入多轮联合验证，近期也会启动小批量生产。当前良率还比较低、成本偏高，是作为配套国产算力芯片的验证性供给，不会冲击当前全球HBM供给，优先服务于国产算力芯片的自主配套需求。节奏上，短期一个季度左右进入小批量验证和批量测试，重点磨合国产

GPU的协同配合与良率爬坡；未来半年到一年逐步放量，形成国产算力集群的HBM备选国产链，缓解国内芯片HBM拿料受限涨价的压力；长期慢慢迭代，完成最终DRAM加HBM的全国产自主，补齐国产算力最核心的存储短板。

除HBM外，公司在业绩会上重点强调了对未来DRAM价格趋势的判断：整体景气仍在，但涨价的斜率有所放缓；通用的DRAM和HBM价格会出现分化，HBM持续高紧张，通用DRAM涨幅相对收敛，但仍保持相对景气。短期看，四季度到明年供给紧缺持续延续，海外持续倾斜下HBM会挤压一些通用DRAM供给，合约价持续上涨，但环比涨幅可能不会像之前那么大；中期一

到两年维度，随着通用DRAM涨幅持续收敛，将维持在高位水平，伴随长鑫海外扩产、产能逐步释放，会进一步缓解整个DRAM供给压力，但HBM供给需求持续存在、价格韧性更强，是未来两到三年存储板块高毛利的细分；更远期，随着HBM新增产能落地，可能会存在整体供需大幅缓解的情况。

综合来看，长鑫及寒武纪的三季报映射到国产算力两条主线的变化：需求端方面，国产算力需求非常真实地落地，与海外盯着商业闭环不同，国内更多是被供给所限，当前需求非常确定，订单、收入、毛利率都能看到不同程度的兑现，当前约束已从质疑国产算力的好运程度转移到供给侧的交付上，比如代工、整体环节能不能跟得上；配套端方面，长鑫已跑通通用DRAM，HBM还在技术验证0到1的导入期。未来行情演绎，对于国产算力，会从GPU设计公司的订单催化，转向GPU和国产HBM配套验证进度的联合进展。后续长期HBM顺利通过头部国产芯片厂商的验证和双向跑通，将会显著降低国产算力集群的产业链风险，进一步打开国产算力的产能天花板。近期行业头部报道显示长鑫的产品正快速推进，未来有望在明年对国产算力供给侧实现强有力的补足。国产算力的产业趋势依然持续向好，此前受8月以来HBM等因素影响，主厂商三季度兑现较为一般；往后看，季报结束进入四季度，伴随国产HBM和头部厂商的推进，如果测试反馈较好，会进一步上修长鑫明年的扩产预期，同时修复之前下修的国产算力出货预期，有望在未来迎来一波供给层面的催化。估值上，国产算力板块仍处于较为合理的状态，经过几个月调整，头部厂商即使按较中性的预期，也已回落到明年30到40倍区

间，一旦情绪随国产算力供给侧验证突破有所回转，会迎来进一步修复行情。

六、产业变化：液冷

从国内和海外业绩落地看，已经出现一些比较积极的信号。海外维谛（Vertiv）既是综合指标，三季度营收实现61%的增长，有机订单实现翻倍，并上调全年指引，反映北美链条的需求增长比较快速，其中美洲地区收入增长75%，亚太增长50%。国内龙头方面，英维克、申菱环境整体表现都非常不错，三季报的囤货体现了非常高的同环比增长：英维克三季报有25亿元的存货，环比增长61%，合同负债达到6.65亿元，环比增长130%以上；申菱环境三季报存货达到26.35亿元，环比增长42%，合同负债达到9亿元，环比增长在百分之百以

上。总体来看，液冷板块龙头已经体现出逐步兑现到发货、逐步兑现到利润的信号，从产业链实际调研看也符合这个趋势。另外，领益智造旗下立敏达前三季度保持80%的增长，调研下来Rubin相关的整个产品，液冷也在逐步接到一些订单，并正在充分享受产品切换的红利。从GB到Rubin，对国内来说能接收到的订单窗口放大，因为原来是风冷，现在是全部液冷，台系产能又不够，无论自供链还是代工链，产能一旦有新扩充，订单基本马上就能落地。

具体订单能做多少、盈利能力如何，取决于几方面：产品是做冷板（以铜为主还是不锈钢为主），以及分水器、CDU等；CDU的净利润做海外这块还是非常稳健的，冷板则多少受到铜价上涨的影响（从10万元每吨涨到11万元），特别是代工链

订单往往年初甚至去年就进行了报价，铜的上涨确实对盈利能力有一定压制，但收入、订单反馈非常不错，MAN方面有一定良率问题，但整体毛利率还是能做到30%以上。海外订单对液冷反映到上市公司的业绩还是非常可观的。

近期我们也去深圳对一些公司进行了调研，陆续反馈了海外CDU以及一些交换机需求的出货。整个进入四季度以及未来一季度，液冷板块环比是加速的：龙头会在四季度以及明年一季度逐步确收今年的发货；代工环节，二季度进行了很多扩产，三季度产能基本一到三个月左右达产，明年四季度以及明年一季度就能逐步提升稼动率，并在财务报表上兑现利润。总体来看，液冷板块随着三季报落地，四季报以及明年一季度应该进入业绩兑现的窗口期，而且相较其他板块（比如PCB等），液冷从来没放过利润，随着逐步进入产业兑现，整个液冷板块目前向上的空间和弹性还是比较大的，向下空间也非常有限：龙头对比明年估值大概15到17倍，代工环节有些已经到个位数估值。所以建议重视液冷板块。

新产品更新方面，目前是NVL72的Rubin，下一代的576方案的八位互联液冷，测算交换机这块的液冷需求应该是翻倍。10月中ODB上也展出了用于下一代系列产品的ZQD方案，头部公司如英维克、领益旗下立敏达、比亚迪电子、立讯、富士康等都展出了对应的ZQD以及配套的inner等相关产品，也奠定了这些公司在下一代产品切换中的收入持续性。所以我们仍然看好整个板块在四季度以及明年一季度环比持续加速的拐点，预计后续会陆续有一些订单报出来。龙头（Tier 1）方

面是英维克、领益智造、申菱环境，Tier 2首推江南新材，其他如强瑞、捷邦等也可以持续关注。

七、产业变化：端侧AI

端侧可以从板块的避险属性和成长属性两个层次去看。整体推荐的标的中，大票仍选歌尔股份，另外有两个中小标的业绩非常不错，可供参考：思特威和豪鹏科技。

从成长属性看，当前模型迭代更偏向应用场景的扩张，包括各方面AI应用，端侧是其重要的应用场景之一，所以最近大家交易的是漫剧、端侧、机器人等场景。建议持续跟踪OpenAI的硬件，这是最重要的催化事件，以及明年1月的CES大展。OpenAI硬件方面，三季报发完之后，很多产业公司四

季度已经开始拉货，可以了解到比较多关于这个硬件的细节。如果这款硬件明年无论以怎样的形态迈上千万级销量，市场就会对它报以一级的销量预估或期望。如果单台能拉动200美金左右的营收，包括订阅费和硬件收费，对OpenAI当前的ARR就具有比较有意义的增量，整个端侧的逻辑就会走得非常顺，所以OpenAI这款产品明年的销售情况值得持续关注。
端侧会成为模型后面一个非常重要的出口。
从避险属性看，近期算力硬件调整比较多的情况下，消费电子的一些票、端侧的一些票整体跌幅还是小一些，因为没有太多商业预期在里面。一些非常低位的大票，比如歌尔、立讯、富联，以及很多筹码位置不是特别高、明年可能也就10倍左右的有消费电子属性的票，都具有比较强的抗跌属性。

推荐逻辑还是选整体业绩持续性、韧性比较好的公司。歌尔明年如果主业里把一些亏损业务做了调整，有可能带来比较好的利润修复，叠加端侧产品（无论是Meta的VR，还是索尼的游戏机）明年都会有更新变化，明年有比较明确的利润增量，而且还有玻璃基板的期权没有pricein。思特威和豪鹏都属于业绩成长性非常强的公司，在大盘压力之下，仍能在今年和明年展现出比较强的持续增长，这样的公司有业绩撑着，在更加回归基本面的交易上也不容易在题材撤退当中出现回撤。整体建议关注消费电子非常低位的大票（如歌尔、立讯等），以及端侧这边业绩比较强硬的中小市值票。
八、总结
虽然最近市场比较难做，科技有非常大的回调压力，但往后看，一旦美股完成政治产业双确认，A股有比较强的强势资金能打破负向螺旋向下的趋势，整个科技从基本面和估值来看，还是具有非常强的吸引力。

会议实录：
（一）开场与议题
整个科技股非常有压力，在这样的情况下，大家还愿意上线跟我们做相关讨论，我们也特别感谢。我们从这么几个方面给大家做一个汇报。

首先，这周美股科技的巨头财报陆续又出来了，我们能看到美股市场对这些巨头的财报褒贬不一。总体来说，如果用一句话来总结，就是AI资本开支确实从原来的增长趋势，转到市场在意的核心约束因子，比如自由现金流、资本开支的继续增减，以及本身主业是否承压等。确实由原来的"只要有订单、有增长趋势"就可以，现在转化为了市场核心的硬约束，这是一个方面，我待会儿会给大家做详细复盘。
另外，结合国内AI算力和整体相关半导体的情况，可能表现得更为复杂，其中更多的还是因为资金结构，以及整体大家对AI担忧点的侧重点，其实跟海外略有不同，侧重点确实不太一样。这也导致一些相关AI算力的细分赛道，比如光模块、PCB、国产半导体、国产GPU、半导体设备，最近也迎来了大幅杀跌。往后以什么样的态度、什么样的节奏去看这些相关公司，这是第二个给大家报告的点。
第三，我们在产业端欣喜地发现了一些细分领域的机会，包

括前段时间主推的端侧AI，这段时间的超额收益也表现得相对比较好。但最近大家也看到了，周末英特尔的PC销量预期下滑，包括整个消费电子目前还是处于景气度相对没有特别强恢复的状态，这些公司后面怎么看，我们后面再给大家分享。另外，我们产业链调研下来，看到液冷相关以及整体国产算力也有一定的突破。前两天我们也能看到长鑫第一次举行公开的业绩说明会，里面不论是CF方架构的创新，还是本身对后续整体产能扩张、国产替代份额的展望，我们认为也还是比较乐观的。总体就是这些细分领域最近出现的一些积极的产业变化，再给大家做一个相应的分享。

（二）美股科技股财报复盘

先给大家复盘一下本周美股科技股财报的汇总。总结下来，因为刚刚已经说过了，整体的资本开支从增长的趋势慢慢转向了现金流和资本开支的约束。总结下来，微软是唯一一家既有高速的云增长，又有边际资本开支收敛，包括自由现金流还是录得正数的标的，所以其实市场给了它正反馈。像谷歌、亚马逊，其实是自由现金流的恶化，或者说自由现金流录得转负，市场相对比较担忧，也受到所谓脚步的压制，所以市场给的反馈相对比较负面。包括最近的英特尔，主业有PC端的拖累，再加上工厂事故，美股也是大跌了20到30个百分点；以及像Oracle等，也指引了相关的资本开支，预计在2028年左右见顶。

目前来看，如果我们去看这个一正一反的CSP，或者说从股价的表现上来看，大家愿意为此付出溢价的，或者说大家不太接受这样一份财报的，主要还是两个对立面，一个是谷歌，一个是微软。

从谷歌的情况来看，当期业绩总营收是1276亿美金，同比增长25%，但是低于预期的1282亿美金。本身谷歌云营收还是持续高速增长，但搜索广告的业务是低于预期的。另外，业绩指引是说2027年是TPU变现、AI商业化变现的年份，目前云订单的储备也非常充足，但变现的节奏由于算力投入的供给侧限制的影响，也会影响一些整体的变现节奏。从资本开支来看，它也是上调了全年的资本开支，由原来预期的900亿，上修到1951到2050亿美金的资本开支，2027年预计资本开支将继续抬升。但确实自由现金流录得转负，连续两个季度是负的自由现金流，市场也是担忧它在巨额的算力投入之后，持续侵蚀自由现金流。包括其实也有一部分分析师质疑它本身TPU和云的资本回报周期太长，另外它核心的广告业务增长在这一季度来说，确实有点偏弱。这是谷歌的情况。谷歌在发布财报之后，盘后其实也跌了将近10个点。

与此相对应的是微软。微软当前业绩比较超预期，总营收922亿美金，其中云这块的Azure收入是332亿美金，同比是48%的增速，显著高于预期的45%的增速。另外，本季当季的资本开支是394亿美金，同比翻倍，但是低于市场的预期。从整个全年的资本开支来讲，2026自然年的资本开支指引下调到了1700亿美金，之前是1750亿美金。另外它自由现金流录得为正。所以在Azure高基数的情况下，当季又能同比增长将近

５０％，包括略微下调资本开支预期，再加上本身自由现金流还是相对比较充裕的状态，所以财报发布之后，市场也给了相应的奖励，其实也是有一些涨幅。它也是这四家大的ＣＳＰ厂商里面唯一一家云高增长，再加上自由现金流为正的公司。所以大家也能看到，在这两家公司的具体表现上面来看，确实云的需求端还是依旧非常强劲的。比如说刚刚说的微软Azure同比增加了48%，像谷歌Cloud其实也是同比增加了103%。但是自由现金流确实是开始分化了：微软自由现金流依然录得１８６亿美金，但是谷歌单季现金流继续转负，亚马逊其实也是由正转负的状态。所以目前美股的一些投资人确实相对比较担心整个ＡＩ资本开支的回报周期太长，就导致现金流转负带来企业经营端恶化的风险。

另外，我们也能看到像其他一些公司，包括英特尔，它本身自身的指引是超预期的。三季度当季业绩是１６５亿美金，超过自身的指引，但是下一季度的指引只有１５０到１６０亿美金，大幅低于之前预期的１７０亿美金。所以财报出来之后大跌，主要还是因为本身主业的ＰＣ端需求比较低迷，然后再加上以色列工厂的事故，以及相关代工业务的良率和爬坡的不确定性。所以大家也能看到，在这周美股科技巨头财报出来之后，整个市场的负反馈还是相对比较大的。之前大家更主要的还是看整体的增长端，尤其是云这边的增长能不能持续超越市场预期。但目前的这样一个情况来看，大家更愿意去防范风险，更多的还是去看整个资本开支的边际变化，以及自由现金流的边际变化，然后以及像Ｎｅｏｃｌｏｕｄ（星云）这样一些债务风险是否得到有效的遏制等等，这些点是美股相对来说比较关注的。

（三）美股后续展望

展望后续，我们认为整体美股这些ＣＳＰ，包括整个上游的ＡＩ硬件的基本面，从中短期开始，其实没有任何问题。反倒我们能看到比较强的云增速，包括比较强的景气度状态，以及上游这些企业本身是一个非常供不应求的阶段，还是处在这样一个窗口期。但是往后看，我们认为美国还是需要产业和政治的双确认：一方面是中期选举，１１月３号开票，中选之后民主共和到底是什么样的势力分布；二是在后面看，特朗普对于中东战事是一个什么样的举动，这些其实都极大地影响了美股的风险偏好。另外就是需要进行产业验证，尤其是１１月１６号，美国最强的模型公司要上市，预期它的ＡＲＲ有可能会因为新发布的模型而加速。如果是这样的政治产业双确认之后，我们认为美股确实在比较强劲的基本面的预期之下，有可能走上行通道。但是后面要防范的风险，主要在于地缘政治、美国本身的债务问题继续恶化，以及本身模型厂的ＡＲＲ如果持续不及预期，我们认为整体美股硬件的表现可能还是在阶段性有所承压。所以大概是我们认为美股的这样一个财报汇总。

（四）国内市场：资金结构

另外，我们再跟大家汇报一下目前国内一些大的公募、保险，以及一些主要的大资金投资人目前是什么样的看法，以

及我们调研产业究竟是一个什么样的产业景气度，这是两个方面。

其中一个方面，我们认为目前来看，包括大家也能看到三季度的公募持仓也有所披露，之前是60%多的电子和通信占比，现在是一个40%到50%的占比，确实整体公募持仓的集中度有比较明显的下降。但说实话，电子通信的占比现在还是处在历史相对比较高的区间。现在一些像公募、保险这些资金，目前主要的想法是这样：一个是担忧明年的资本开支的二阶导可能会转向负值。国内作为AI上游的制造业，其实对资本开支的边际变化是相对比较敏感的。所以大家其实也是担忧，会不会资本开支二阶导涨幅之后，这些股票会大幅地杀估值。我们认为，对于二阶导转负来讲，我们复盘过历史上很多轮制造业周期，大概率不是股价的顶点。另外，我们能看到这些公司整体的景气度还是非常好。

三季度是因为Rubin量产，再加上比如光模块上游的DSP、MS的缺货，包括泰国那边的一些自然气候问题，所以就导致可能龙头在市场看来是有点不及预期的。所以大家能看到这周相关的光模块、PCB龙头的股价表现其实非常有压力。但是我们认为往后看，尤其是四季度，我们从整个订单的跟踪上来看，其实不论是对上游的拿货，还是本身下游的以Rubin，包括谷歌的TPUV8为主要代表的下游需求，确实在季度应该会有比较明显的改善。另外，进入到明年一季度之后，我们认为其实有可能会超过大家的预期，因为整体确实是一个持续的高端新产品持续放量的阶段。所以我们觉得往后看，景气度的提升，包括整体国内相关AI算力龙头的业绩释放，应该不会像今年三季度一样看起来那么有压力。往后看整体景气度可能会更强。这是产业验证的情况。

另外，我们能看到目前整体科技相关的这些股票的表现，更多的还不是来源于基本面的压力，更多的还是来源于资金结构的压力，或者说微观交易结构恶化的压力。我们能看到一些资金，其实大家也能够切身感受到，很多资金YTD其实已经转负了，或者说只有少数的产品目前还录得正数，但是也快要转负了。这些确实有目前卖出的压力。往后看，更多的还是需要强势资金的介入，包括有新的产业叙事逻辑的出现，我们觉得这个时候才会打破负向的循环，进入到一个正向的上升螺旋。所以这个预期，我们觉得至少也是在11月中旬之后，也就是我们刚刚说的美股完成产业和政治的双确认，包括国内会有单边的强势资金买入，再加上大家对于整个产业链景气度变化的感知，确实看到后续景气度正在加速的状态之下，我们认为可能才会打破这样一个负向螺旋，进入到正向的、大家对于整个产业链相对来说比较客观的定价。因为现在大家能够看到，现在是一个相对来说非常恐慌性的卖出，是一个非常不正常的市场定价。

目前像光模块的龙头，按照市场的预期来看，其实也都不到8倍，像ODM的龙头不到9倍，像PCB的龙头有些都不到10倍，这是对于明年的PE估值。那其实像一些传统周期相关的公司，可能它的PE倍数在明年可能也不止这么低。另外像一些传统

消费的公司，其实也有些公司动辄明年要一二十倍、二三十倍的PE估值。那这些高成长的龙头，我们认为在一个正常的估值范围内讨论，至少不应该是这样——明年的相关龙头可能还有一两倍、两三倍的业绩增长，但是只有5到10倍的PE估值，我们认为现在从整个客观来看的估值体系之下，确实是被低估的状态。所以我们觉得后续随着有可能的负向螺旋打破，如果进入到一个正向的循环，或者说大家在一个自然出清、正常的市场之下，去客观地讨论这些公司的估值体系，包括整体业务的客观增量的话，我们认为这些公司确实在后续应该会有一个比较好的布局时机，相信那个时候给大家的收益应该也还是不低的。
这是我们对于整个美股财报的总结和目前AI相关怎么看待的问题。所以我们还是觉得，整体AI，尤其是复盘过去的两三年，整体AI算力本身也是涨半年歇半年，但是有的节奏不一样，有的可能是上半年好、下半年差，有的是一四季度好、

二三季度差。但是如果是有比较强的新趋势，包括整体宏观上面的流动性，包括整个地缘政治相关，如果能有一些条件的支持，我们觉得整体的AI算力，包括一些国内的半导体，确实是会迎来一个相对比较让大家有赚钱效应的投资阶段，我们也是比较期待那个阶段的到来。
（五）国产算力
接下来主要给大家汇报一下相关的一些产业变化，包括国内的算力。以寒武纪、长鑫科技为例，目前也都发了三季报。往后看，更多的还是去看这些公司本身在上游物料供给侧的解决，以及后续整个下游订单的展望，我们去看这些公司以及这条产业链的投资机会。另外就是端侧，最近确实是超额收益相对比较明显，但最近有一些包括英特尔的PC指引，包括消费电子，大家觉得整体在现阶段的景气度确实有一些压力，所以这条线后面怎么看，我们后面也会有一些相关分析师来给大家做解答。另外就是液冷相关，大家能看到像申菱环境等，其实业绩出来还是不错的，往后看TPU V8和英伟达的Rubin，能不能带来整个液冷从0到1的快速拓展，相关国内公司能不能迎来一波比较强的盈利能力的双修。我们今天细分领域就集中在国产算力、再加上端侧以及液冷相关的这三个标的，有请我们组内分析师给大家做一个相应的汇报。首先请李萌给大家重点过一下国产算力相关的这些标的。
各位投资者，大家下午好，我是国联民生电子分析师李萌。
近期，正如徐波也提到了，国产算力板块的龙头像寒武纪、

长鑫都公布了三季度业绩。我们也是结合三季报跟各位领导汇报一下寒武纪、长鑫这样一个龙头最近的产业变化。
总体而言，我们认为国产算力的产业链正在从之前的芯片单点设计的突破，走向算力芯片加HBM存储协同配合验证的新阶段。寒武纪和长鑫也分别代表了算力的GPU和HBM这两条主线的产业变化。一端是算力芯片需求的兑现，包括主动前置的备货；另一端是通用DRAM周期红利的兑现，HBM也从作为高带宽内存走向送样验证的攻坚期。二者其实是共同指向了国产算力芯片存储自主闭环的这样一个中长期逻辑。分开来看：

先看一下寒武纪，寒武纪的三季报，我觉得核心、或者说一个比较大的亮点，就是存货的继续环比大幅提升。先看一下单季度业绩：营收是35.3亿元，同比是104%的增长，环比是13.5%。增速其实环比上来讲是有放缓，但我们认为更多的约束来自于代工的排期，包括像HBM、基板、PCB等供应链的交付，完全不是需求的走弱。同时毛利率也是维持了50%以上的高位，也看到了算力芯片之前大家认为过度担忧的毛利率影响，其实没有，或者说维持住了高毛利率水平。其次就是存货，三季报期末存货是116.6亿元，环比二季度增加了34个亿。存货基本上对应晶圆、HBM包括一些半成品。能看到国内的一些智算集群的大额订单，因为交付是跨周跨季度的，所以为了锁定代工产能、包括规避物料的进一步涨价、包括一些延期的延误，通过提前投片、包括一些存货，所以本质上来讲是订单牵引的资金的前置投入。然后我们在资产负债表上也能看到一个验证，包括看到预付款的30个亿，包括应付票据将近50个亿，同比持续大幅抬升，都能看到是代工、包

括封测、包括HBM等等结算配套，来保证整体的供给。所以我认为它也反映出了大家之前担心的、隐含了供应链约束，HBM供给仍然是国产的一个比较大的瓶颈，然后备货的加速行为也反映了对于未来供给稀缺的判断。
所以我认为国产算力其实在过去已经证明了，完全可以跑通。当然现在的核心矛盾已经从"可以跑"转变到供应链产能瓶颈，所以我们可以后续来跟踪供应链的边际变化，来看国产算力未来放量的持续性，包括业绩的保障。
这里其实也要提到长鑫，它作为HBM物料的国产替代这一块的核心龙头厂商。长鑫的三季报整体上来讲，我们认为是一个兑现DRAM周期的红利，当前HBM处于数量测试阶段，中长期作为国产算力的核心短板补位。
先看一下基本面，包括业绩会上，大家也都看到公司提到了G5的新一代DRAM工艺平台顺利量产，包括通用DRAM、服务器DRAM的产品也在受益于AI拉动下的存储涨价，营收利润都在改善。包括也看到服务器的DRAM产品占比也在持续提升，长期订单也在锁定中长期需求周期的贝塔红利，其实还是依然非常明确的。
对于市场最关注的HBM进度来讲，我们了解到的情况，包括管理者的口径，就是按照既定路线持续迭代。目前我们聊的产业侧的情况就是核心的一些产品，比如已经给国内头部的AI芯片厂商送样，然后进入到多轮联合验证，近期也会启动小批量的生产。当然当前不得不承认一点，就是良率还是比较

低的，成本也偏高。那么也是作为配套国产算力芯片的一个验证性供给，不会冲击当前全球的HBM供给，优先也是服务于国产算力芯片的自主配套的需求。
具体节奏上来看，我们认为短期，比如在一个季度左右，会进入到小批量验证，包括批量测试，然后重点磨合国产GPU的协同配合、良率爬坡。在未来半年到一年这个维度逐步放量，形成国产算力集群的HBM的备选国产链，来缓解国内芯片HBM的拿料受限、涨价的一个压力。长期来讲，形成慢慢迭

代，然后完成最终DRAM加HBM的自主，来补齐国产算力最核心的当前存储短板。
除了这以外，其实公司也在业绩会上重点强调了对于未来DRAM价格趋势的判断，核心结论就是整体景气仍然在，但确实涨价的斜率有所放缓。也会看到通用的DRAM和HBM价格会出现一个分化，HBM是持续的高紧张，通用DRAM这一块涨幅可能会有所相对收敛，但仍然保持一个相对景气的状态。
大体上来讲也是分为短期、中期这样一个维度来看：短期来看，比如看到四季度、再看到明年，供给的紧缺其实是持续延续的，包括海外也在持续倾斜下，HBM会挤压一些通用DRAM的供给，然后合约价也会持续上涨，但是环比的涨幅可能不会像之前那么大。中期维度上来看，随着DRAM通用涨幅的持续收敛，中期可能是到一到两年的维度之上，也是维持在一个高位的水平。但是伴随着长鑫海外扩产，包括产能的逐步释放，也会进一步缓解到整个DRAM的供给压力。但是HBM的供给需求会持续存在，价格韧性也会更强，也是未来支持两到

三年维度吧，存储板块的一个高毛利的细分。再往后远期，比如2028年再往后，能看到一些HBM的新增产能落地，那个时候可能会存在着整体供需大幅缓解的情况。所以当前来看，我们认为对于DRAM的价格趋势的判断仍然是景气依然存在的。
综合来看的话，这两点可以结合在一起，就是长鑫以及寒武纪的三季报，能映射到整个国产算力两条主线上的变化：一个需求端就是寒武纪，我们也再次非常确定地看到国产算力需求是非常真实地落地的，然后也是我们认为和海外、跟大家现在非常盯着商业闭环不同的点在于，其实国内更多的还是被供给所限，然后当前的需求是非常确定的，订单、收入、毛利率其实也都能看到不同程度的兑现。所以当前的约束已经从过去大家质疑国产算力的跑通程度，慢慢地转移到供给侧的交付上，比如像代工，然后也包括像整体的交付环节能不能跟得上。第二就是配套端，像长鑫目前已经跑通了通用DRAM，HBM还在属于技术验证0到1的导入期。所以未来行情演绎，我们对于国产算力来讲，会从单看GPU设计公司的订单，就是之前在2025年包括今年早些阶段，市场对于国产算力比较敏感的订单催化，转向到了GPU和国产HBM配套验证进度的联合进展。所以后续长期HBM顺利通过头部国产芯片厂商的验证和双向跑通，将会显著降低国产算力集群的产业链风险，会进一步打开国产算力的产能天花板。
包括其实大家也注意到了，近期不同程度地会有一些行业头部的报道，看到长鑫的产品正在快速地推进，那也是未来有望在明年对国产算力在供给侧实现强有力的补足。所以综合

来看，我们认为国产算力的产业趋势再次强调依然持续向好，只不过是之前受到了8月以来HBM主厂商在三季度兑现较为一般的影响。往后来看，一是季报结束之后进入四季度，伴随着国产HBM和头部厂商的推进，如果测试反馈较好，会进一步上修长鑫明年的扩产预期，同时会进一步修复之前下修的国产算力出货的预期。所以有望国产算力会在未来迎来一

波供给层面的催化。
当然，当前位置上其实从估值来看，国产算力板块仍然也是处于一个较为合理的状态，因为经过了这几个月的调整之后，像头部厂商即使按照现在比较中性的预期来看，基本上已经回落到了明年30到40倍这个区间的估值情况。所以一旦情绪随着国产算力供给侧的验证突破之后有所回转，会迎来进一步的修复行情。
以上就是我们对于国产算力、寒武纪和长鑫这样一个最新的产业变化，包括对后续国产算力板块走势的看法。下面有请我的同事汇报后续板块的观点。
（六）液冷
谢谢李工老师，我是电子组的研究员雷新宇。接下来由我来汇报一下关于液冷这一块的观点。
首先整体来看，我们看到这一波国内的业绩，包括海外的业绩落地之后，我们回头来看，其实也是已经出现了一些比较积极的信号。首先我们先看海外的维谛（Vertiv），当然海外的维谛因为它既有业务，还有电力，还有一些工程的项

目，所以也算是一个综合指标。总体来看，我们看到它的营收在三季度实现了61%的增长，有机订单也实现了一个翻倍，并且它也上调了全年的指引。所以总体来看，至少在北美链条的这些CSP的龙头反映出来，液冷这边的需求确实是一个增长比较快速的，可以看到它在美洲地区的收入是增长了75%，其次亚太增长了50%。
那再转回国内，国内其实像龙头侧，看到像英维克、申菱环境整体的表现都是非常不错的。像英维克、申菱两者在三季报的囤货也是体现了非常高的同环比增长。比如说像英维克三季报是有25亿元的存货，环比是增长了61%，然后合同负债是达到6.65亿，环比是增长了130%以上。同样像申菱环境，三季报的存货甚至超过了26.35亿元，环比是增长了42%，然后合同负债也是达到了9个亿，环比也是增长在百分之百以上。所以总体来看，我们认为液冷这一块的龙头，已经有体现出逐步兑现到发货、然后逐步兑现到利润的信号，从我们产业链的实际调研，其实也是符合这个趋势的。
另外像领益智造旗下立敏达，前三季度也是保持了80%的增长。然后聊下来也是Rubin整个产品，目前整个液冷其实也在逐步地去接到一些Rubin的订单，并且正在充分享受这个产品切换的红利。因为这个对于国内来说，从GB到Rubin，对于国外来说，能接收到这个订单窗口肯定是放大，因为原来是风冷，现在是百分之百全液冷，然后台系的话产能又不够，所以无论是自供链还是代工链，我们调研下来基本上产能一旦有新的一些扩充，基本上马上这个订单就能有落地。

但是具体你的订单能做多少、盈利能力，我们觉得取决于几方面：一个是你的产品做的是冷板（以铜为主的冷板，还是以不锈钢为主的，像Manifold以及分水器），还是说以CDU为主。总体来看，我们看到CDU的净利润做海外这块还是非常稳健的；冷板的话，多少受到一些铜价，就是三季度上涨的一些影响，从10万元每吨涨到11万元，然后再加上冷板的这些

订单，特别是代工链，可能是在年初签的，或者甚至去年就进行了一个报价，所以铜的上涨确实对盈利能力有一定的压制。但是我们可以看到在收入包括订单的反馈确实是非常不错的，然后Manifold有一定的良率问题，但是这个整体的毛利率还是能做到30%以上。所以整体来说，海外这一侧的订单对于液冷这块反映到上市公司的业绩，我们认为是非常可观的。

然后在最近，上周我们也去了深圳一些公司进行了调研，也是陆续有反馈海外的CDU以及海外的一些交换机的需求、一些出货。总体就是整个进入到四季度，我们认为包括未来的Q1，整个液冷板块环比是加速的：龙头侧会在Q4以及明年的Q1逐步去确收今年的这些发货；然后代工侧的话，像Q2进行了非常多扩产的公司，那逐步的Q3产能基本上一到三个月左右就会达产，然后在Q4以及明年的Q1就能逐步去提升稼动率，并且在财务报表上面兑现利润。

所以总体来看，我们认为液冷这个板块随着三季报的落地，四季报以及明年的Q1应该是进入到一个业绩兑现的窗口期。并且整个业务其实因为或多或少各种原因吧，一直也没有放出一些利润，相较其他板块，像PCB等等，其实液冷是从来没放过利润。所以我们认为随着逐步进入到产业兑现，其实整个液冷板块目前向上的空间还是弹性比较大的，并且现在向下的空间我们认为也非常有限。像龙头的估值，对比明年，我们测算了一下头部的几家，大概也就是15到17倍，然后代工侧其实有些已经到个位数估值了。所以其实我们认为向下的空间是非常有限的，向上无论是从赔率包括胜率来看，接下来我们觉得也是建议各位领导去重视液冷板块。

然后其他的话，像下一阶段新产品的一些更新，比如目前是NVL72的Rubin，那来到下一代的576方案的八位互联的液冷，其实我们现在测算了一下，像交换机这块液冷的液冷需求应该是翻倍。并且像10月中，ODB上面也是展出了用于下一代系列产品的ZQD方案，我们看到像头部的比如英维克、领益旗下立敏达、比亚迪电子、立讯、富士康，都有展出对应的ZQD以及配套的inner和相关的产品，其实也是奠定了从下一代产品切换这些公司的一个收入的持续性。所以总体来看，我们还是仍然看好整个板块在四季度以及明年Q1环比持续加速的这么一个拐点，我们预计后续陆续就会有一些订单会报出来，去进行一个关注，建议领导也是关注液冷侧的一个标的。然后龙头的话，还是这个Tier1，还是英维克、领益智造、申菱环境，然后像Tier2的话，我们也是首推江南新材，其他的包括像强瑞、捷邦等等也可以去持续的关注。

以上就是我这边液冷的观点。有请下一位同事。

（七）端侧AI

各位领导好，这边是国联民生电子仇方军，给领导们再次汇报一下端侧这边的观点。

我觉得端侧其实可以从整体板块的避险属性以及成长的属性两个层次去说这个板块。我们整体推荐的标的话，大票上仍然是选择歌尔股份，然后还有一中一小两个标的，觉得整体

业绩非常不错，可以供领导们参考的就是思特威还有豪鹏科技。
先从成长属性上来说的话，我们觉得在当前其实模型整体的一个迭代，它可能更加偏向于应用场景的扩张，就包括像各方面的AI应用，然后还有就是像端侧也是它的应用场景重要的一个扩张之一。所以在这种情况之下的话，自然就是整体看大家最近交易的都是像比如说漫剧然后端侧、然后机器人这样子的一些场景。所以我们还是持续地建议领导去跟踪，像OpenAI的一个硬件这边是最重要的一个催化的事件，然后以及就是明年1月份的一个CES大展。
对于OpenAI的一个硬件的话，我们觉得在三季报发完之后，其实很多产业的公司，由于四季度已经开始拉货了，其实是可以了解到比较多关于这个硬件的一些更多的细节。其实如果说这款硬件它能够在明年、无论是以怎样的形态去迈上千万级的一个销量的话，其实市场就会对它报以像一级的这样的一个销量的预估，或者说是一个期望。那整体其实如果单台能够拉动200美金左右的一个营收，就包括订阅费和本身的一个硬件的收费之后的话，其实对于像OpenAI当前的一个ARR就具有了一个比较有意义的增量了。那其实整体端侧的一个

逻辑就会走得非常顺。所以其实我觉得像OpenAI的这款产品，明年的一个销售情况确实是值得大家去持续关注的。像端侧，我觉得也是会成为模型后面一个非常重要的出口。
从端侧板块的一个成长逻辑上去说，另外一个就是也可以看到像近期算力硬件这边调整比较多的情况之下，其实像消费电子的一些票、包括端侧的一些票，整体的一个相对的跌幅还是小一些，因为本身其实也没有太多的一些商业的预期在里面。所以就是像一些非常低位的大票，比如说像歌尔，然后立讯，然后富联，然后包括很多的这种偏大票的一些，然后筹码不是、整体位置不是特别高，明年可能也就10倍左右的这样的一些有消费电子属性的票，其实都是具有一些比较强的抗跌属性的。
所以我们整体推荐的逻辑的话，就是选的还是像歌尔、然后思特威、然后豪鹏这样，就是觉得还是得选一些整体业绩的持续性，包括韧性比较好的这样的一些公司。像歌尔，明天应该是如果说它的主业里面有一些业务，可能把一些亏损的业务给做了一些调整之后的话，有可能明年会带来比较好的一个利润的修复，然后叠加正好端侧的产品，就是无论是Meta的VR，还是说是索尼的游戏机，其实明年都是会有更新变化，明年其实是有比较明确的一个利润增量的，而且它还有玻璃基板的这个期权没有被pricein。然后像思特威和豪鹏的话，都是属于业绩的成长性非常强的公司，那在这种大盘的压力之下的话，仍然能够在今年还有明年展现出比较强的一个持续的增长，那我觉得这样的公司它其实有业绩撑着，在现在就更加回归基本面的一个交易上的话，也不容易

在这种题材的撤退当中会有一些回撤。所以我觉得整体的话，还是推荐大家去关注消费电子的一些非常低位的大票，比如说像歌尔，然后还有立讯等等，然后还有就是像端侧这

边的一些业绩比较强硬的中小市值的一些票。对，所以大概是这样子的一个观点。
好，感谢各位分析师，然后也感谢线上各位投资人的时间。
虽然最近这个市场还是比较难做的，甚至说非常大的对于科技的回调压力，但是我们依旧觉得，往后看，一旦美股完成政治产业的双确认，然后A股有比较强的强势资金，能打破负向的、持续的螺旋向下的趋势的话，我们认为整个科技其实从基本面和估值来看，还是具有非常强的吸引力。后面我们也会给大家持续再去跟进一些关于产业和市场观点的会议，
也希望大家多多关注。感谢大家今天的时间，谢谢，再见。

--- 海外算力链观点更新20261102.pdf ---
海外算力链观点更新
全文分点总结
美股科技股继续调整，AI定价矛盾日益尖锐：周五美股科技股继续调整，与此前判断逐渐印证。在季报密集披露期之前，围绕AI定价的很多矛盾变得越来越尖锐，美股相关标的持续调整。
算力厂商三季报整体呈现"强者恒强、参差不齐"的状态：截至目前，所有算力厂商都已完成三季度发布。长期坚定推荐的标的，如龙头中的中际旭创、光模块平台逻辑较好的天孚通信，以及整个无源器件板块，从产业发展角度看，业绩体现出较好的能力与产业趋势兑现度，说明"优中选优、相对审慎"的推荐原则是有效的。
中际旭创业绩创新高，预期管理需依托完整框架：中际旭创无论收入、净利率还是净利润总额都创了新高。唯一的问题在于对预期的预判，预期管理需要在以供应链、GPU出货量等为依据的相对完整框架内进行。
关于英伟达与3DCPU等路线选择的看法：周末市场关于英伟达的CPU以及"以后不用Inter"（英特尔）的说法，实际上哪怕在两年前都能看得到，说的就是3D的CPU，这些新路线一直都在推进，各种问题也并没有消失。从产业角度看，448G铜连接有其确定路线，NPO有非常确定的竞争力，有很大机会在未来成为事实上的产业标准。CPU作为英伟达主要推荐的方

向，一定会让产业感到紧张。Marvell也希望像博通一样，成为一个开放版CPU的有力生态构建者，这些都没有问题。
市场悲观盈利预测脱离实际情况，非理性回撤带来投资机会：随着回撤，市场上开始出现更悲观的盈利预测，这种盈利预测的下修和四五六月份时一样，都跳出了整个需求的实际情况。这种非理性回撤或流动性带来的回撤，依然会在跨行业比较中为业绩端比较优秀的算力标的带来比较好的投资机会；即使交易到2028年、看清晰2029年之前，都可能因为过分调整而带来不错的调整机会。
光模块板块环比表现明显，四季度有望延续：重点关注的标的方面，整个光模块板块Q3比Q2的环比整体表现非常明显。特别是前期一直推荐的公司，基本上从Q1到Q2、Q3，每个季度都实现了将近一个亿的利润环比增长，增长曲线非常陡峭。四季度依然有望随着产能提升保持这种态势。

中际旭创需求看到2028年，已有客户开出明确订单：中际旭创在业绩电话会上也讲了，整个需求展望到2028年，已有客户开出明确订单，依然是一个不错的增长斜率。此时若市场悲观到再去讨论2029年怎么样，只能把答案交给时间。但因为投资公司已经开始谈论一些2028年的预期，相信整个行业对2028、2029年需求看得越来越近。这也是以北美的AI训练、北美AI模型的真实质量、模型公司的收入增长，以及近期一直强调的融资端融资成本变化（以同等条件下的变化作为比较）来看，目前北美资本和AI资产之间的博弈到底进到了什么状态，从中去寻找答案。

立讯精密电话会梳理各业务条线，算力业务进入兑现点：立讯精密在周六开了电话会，董事长王来春女士再次站台，对各个业务线条进行梳理。消费电子侧给出了一些比较不错的指引，包括一些AI终端硬件正在逐渐走进消费者视野；汽车业务也有不错的稳健增长趋势。重点强调算力，公司讲了四个维度，以一体化框架都已经进入到一个兑现的点上。
铜连接业务：需求场景确定，448G铜连接技术有望覆盖2030年前柜内增量需求：铜连接一直以"封闭同退"为框架、是杀估值的板块。实际上2027年一直强调，市场在讨论"光进铜退"和讨论NPO替代光模块时，体现的是两种完全不一样的态度，持仓筹码带来的观点漂移非常明显。无论是铜连接还是NPO，还是400G单通道以上的可插拔光模块和未来的2D、3D CPU，实际上都有自己的约束和非常确定的需求场景。特别是在scale-up的第一个阶段，包括未来的scale-up层级，再过半年时间，448G的铜连接技术，包括CPC、DNC以及它的socket接口，包括CPC或NPC的灯光工艺进步，让整个chip-to-chip的连接距离有望达到1.5米，基本上可以覆盖2030年前所有scale-up层面的增量需求，即柜内的增量需求。随着scale-up层级扩大，也会看到光的需求。公司确定的优势非常确定，无论是在国内还是国外客户，订单需求公司也给了非常明确的指引。
光模块业务：800G已出货、1.6T顺利，明年物料问题可解决：光模块方面，不仅公司再次讲了800G已经开始出货，1.6T也非常顺利。而且明年公司会把石料产线在6月份之前全

部建设完，同时以目前看到的情况和明年的交付任务，物料问题是可以解决的。
NPO进展：国内客户已开始测试，socket物料可成为重要供应商：公司也讲了NPO在国内一些客户那里已经开始做测试，也有很好的进展。NPO相比模块，实际上有很好的继承性，可插拔光模块处理的方案可以得到很好的继承，核心变化反而在电接口这边，要从金手指变成一个可拆卸的socket。立讯在这方面有自己天然的优势，甚至作为socket的物料，立讯有可能成为国内NPO产业里面非常重要的、甚至是最大的NPO socket企业供应商，这是一个天然的优势。而它在硅光芯片后道工艺上的一些布局，对于MPO也一样可以共享，所以在光的领域里也形成了一个不错的优势。
电源、液冷等全面逻辑从战略规划走向小批量落地：公司这

次也比较系统地展示了电源里的VCD，以及自己CDU的技术优势，还有液冷。可以说这种全面的逻辑已经开始从公司的战略规划，到客户侧的稳步推进，再到逐渐开始有小批量的落地。二期业务展望确实已经到了一个全面开花、业绩实现高增长的拐点上。

热管理矛盾突出，具备热电同光综合能力的厂商优势将越来越明显：随着整个机柜从Blackwell到Rubin的演进，算力出现了一个很多新的、重要的突出矛盾点，就是围绕着越来越紧密的芯片能量，热管理的矛盾越来越突出。在这个点上，能够兼顾热电同光这几个要素——连接是怕热的，芯片是产生热量的，电源和散热是来控制热量的、是来降本的——在

这样一个三角形里面有全面能力解决问题的厂商，优势会越来越明显。特别是展望2028年，在与市场分析的路演中，大家对利群经济这方面突破的分歧会小很多。在整个算力板块里面，未来比较大的板块性机会的核心还是随着AI发展愿意去进行阿尔法，从这个角度看，它依然有很好的比较优势。

坚持"大光加立讯"的推荐序列，中际旭创已成标准制定领导者：会坚持"大光加立讯"的推荐序列。特别是中际旭创，在自己的上游完成了这些布局，从2025年的光博会到2026年美国的光博会，再到现在的OCP，它已经不再是一个简单的中游制造加工业，在上游很多方案上都已经是一个标准制定的领导者，或者早期的参与者。这种科技公司的姿态，是它业绩有竞争力和订单获取的核心保障。当前中美市场上对AI的发展和AI算力需求都进入了一个相对悲观的阶段，但产业交付还在继续，龙头公司的研发能力也持续在提升，这依然是最看好、最有价值持续跟踪的标的。立讯的另一维度就是它在全战区的努力。

本周将在广深做专策调研，重点推荐医院通信与博世捷：本周会在广深做专策调研，今天早上也call了一直在推荐的两个专策公司——一个是博世捷，一个是医院通信，也是交替把这两个股票放在金股里面。周五医院通信在全天交易过程中最后出现比较大的回撤、跌停；博世捷下午一度翻红，但最后随着整个流动性变化也没能守住，有一定回撤。这部分回撤，是专测前一段时间涨了一段时间后的调整，也包括流动性的一些问题。中老盘还有点吃亏，但整体上认为多特的逻辑刚刚开始，在这个过程中会不断有新的逻辑出来，也有

去伪存真的过程。回顾算力侧的推荐，一直都是很审慎地选那些认为有长期逻辑、同时也有短期业绩保障的股票，这两个公司依然有这样的特性。

医院通信：Q4、Q1业绩有望持续向上，淡季不淡：医院通信关于业绩里有多少内存贡献这件事，反复赘述意义不大。

Q4、Q1目前看公司业绩会持续向上，Q4有望实现环比增长，Q1也依然有希望看到所有端侧需求不断增长，实现淡季不淡的良好局面。它的优势来源无法完全回避内存带来的增长，这本身也很正常；同样，也有很多公司说是因为内存涨价影响了公司利润，两方面来讲都体现的是公司经营预判的工作能力。更关键的是要看这波AI的政策需求，这种"大风起兮云

飞扬"、海纳百川的产业逻辑创新，是从各个行业的竞争中逐渐汇聚起来的。作为龙头公司，天然优势就是公司有上万员工、大几千人的研发队伍，覆盖全球七八千家客户，又在车端和各种应用端同步发力，有这样的一种成长能力，也有这样一种客户渠道，所以优先受益的逻辑是成立的，这才是最核心的。未来AI政策的创新动力既来自于千行百业智能化的竞争，对模型的智能化要求相对比较低，同时又是可以真实落地的，上下游也可以看到景气度。抛开内存的景气度，依然可以看到现有的不管是模组的图片出货等各方面是能验证的。在长期景气度紧缺面前，短期的利益扰动不是投资最应该关注的事情。所以这个龙头公司从研发、广泛的客户，包括稳定的业绩，都是可以形成市场共识的，特别在整个专测推进的过程中。

博世捷：只做高净利解决方案，与海思合作是受益鸿蒙生态的催化剂：博世捷做事的逻辑跟医院是一样的，但因为一个是龙头公司、有这样的基础，而博世捷明显还是凭借自己的解决方案坚定的拥抱，只做高净利的解决方案，然后积极发展客户关系，通过不断增加场景来成长。虽然背后的产业逻辑一样，但因为公司体量不一样、打法不一样，公司三季报的一些增速跟前期预期出现了一些偏差，也做过多次解释。大家可以去看一下公司的应收账款，包括S6床垫的更迭情况。想强调的是，公司已经开始披露跟海思芯片的一些合作，一直讲公司基本上是一个"像摊大饼"的逻辑，一层一层去摊新的饼出来，不断增长是靠场景增长来实现的。跟华为的合作，在国内生态的终端链已经开始有足够多的机会去加速拓展场景——它不是去给华为作为供应商，而是在鸿蒙这种万物之源的生态链里面，以这个芯片为基础迎来又一波的客户需求，把博世捷作为整体的解决方案商，让它有机会帮助客户把传感器、专测芯片以及适合客户需要的通信模组做统一的集成、做解决方案，这其实跟医院的新这部分高净利的业务完全一样。跟海思的合作一定是它在受益鸿蒙生态的一个开始，而且是一个加速的催化剂。

博世捷首次披露机器人合作，体现赋能孵化者角色：另一个就是公司也披露了跟机器人的合作，这是公司首次披露。在机器场景下，公司体现的也是一个赋能孵化者的角色。其实整个分业医院也有，主要是以机器人的上半身的一些智能化需求为基础，以大脑、手臂端以及机器人的耳眼鼻等相应的传感器为基础，做智能模组的统一开发解决方案。认为当前各种机械行业创新，特别是这些创新公司有这种需求的时

候，需要这种综合能力的解决方案商，一旦这种平台性的能力展示出来，依然是一个非常好的业绩成长面。因为对公司了解，他们每一个业务板块的披露，从过去几年看都非常确定，看到了订单指引，并最后形成相当一部分利润贡献，而不是预期的事情先说出来、最后不一定有什么。这跟博世捷的公司企业文化是一致的，它披露的东西在过去几年里看下来基本上都形成了不错的利润贡献。相信跟鸿蒙的合作、跟机器的合作，也为博世捷提供了更好的估值。从上周盘面上

看，市场是看到了的，但因为流动性的原因没有形成特别好的定价，正是基于这个原因，我们在11月份把它放在了金股里，也是希望大家重点去关注。
整体观点：AI内的再平衡，优中选优，专测研究进入右侧：
在AI科技里面也要强调AI内的再平衡。一方面要持续优中选优，看那些AI里边算力侧有竞争力、有平台逻辑、符合产业趋势的公司，重点强调中际旭创、天孚通信、立讯精密以及整个光模块板块。专测方面，认为整个研究已经进入到右侧，也希望各位投资人越来越关注这方面，包括本周在广深进行的一些调研。已经选好了两个标的，会持续推荐，就是医院通信和博世捷，也希望得到大家的关注。

会议实录：
大家好，欢迎参加国联民生通信周观点更新——海外算力链观点更新。目前所有参会者均处于静音状态，下面开始播报

声明：根据证券期货投资者适当性管理办法，本次电话会议仅服务于国联民生证券研究所白名单客户。本次会议在任何情形下都不构成对会议参加者的投资建议，相关人员应自主做出投资决策并自行承担投资风险，国联民生证券不对任何人因使用会议内容而引致的任何损失承担任何责任。未经国联民生证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式复制、刊载、转载、转发、引用本次会议内容，否则由此造成的一切后果及法律责任由该机构或个人承担。本公司保留追究其法律责任的权利。
尊敬的各位投资人，大家好，我是国联民生证券的通信分析师张宁，感谢大家在经历了这样一周以后，在周一早上7点半还能来收听我们的电话会。
周五，美股科技股继续出现了一些调整，这和我们之前的一些想法也在逐渐印证的过程中。在季报密集披露期之前，围绕AI定价的很多矛盾变得越来越尖锐，美股相关标的也在持续调整。我们也刚刚结束了这一周，所有算力厂商也完成了他们三季度的发布。确实从整体上来看，是一个强者恒强、参差不齐的状态。我们一直以来比较坚定推荐的一些股票，如龙头里的中际旭创，像我们自己相对来讲认为光模块平台逻辑比较好的天孚通信，以及整个无源器件板块的编辑效果，整个股价确实还在深入调整。这里面有很多AI科技方面的原因，还有中美博弈等等各方面的原因，包括流动性。但从产业发展的角度，确实我们认为我们聚焦的这些公司，业绩上体现出了比较好的能力和产业趋势兑现度。所以我们认

为我们框架里面这种优中选优、相对审慎的推荐原则，应该说还是有效的。
中际旭创实际上无论是收入、净利率，还是整个净利润总额，都是创了新高的。唯一的问题可能还是说我们对预期的预判，还是要在一个以供应链、以GPU的出货量等各个方面为依据的、相对完整的框架内去做预期管理，这是一个比较重要的事情。
现在我觉得同样的，在市场回撤的过程中，像周末关于英伟达的CPU，说这个以后不用英特尔了，实际上这个哪怕在两年

前大家都看得到，说的不就是3D的CPU吗？其实这些新的路线
一直都在做，各种问题也并没有消失。实际上从产业的角度
看，448G铜连接有它确定的路线，NPO有非常确定的竞争力，
而且有很大的机会在未来的这个应用里面形成一个事实上的
产业标准。然后CPU作为英伟达主要推荐的一个方向，一定
会让这个产业感到紧张。大家看到Marvell也很大一个方面是
在这方面的考虑里，所以它希望和博通一样，成为一个开放
版CPU的有力的生态构建者，这些都没有问题。
所以随着整个回撤，市场上开始有了更加悲观的业务盈利预
测。我们觉得这种盈利预测的下修，其实和四五六月份时是
一样的，这都是跳出了整个需求的实际情况以及一些测算
的。我觉得这样的话，这样一些非理性回撤或者流动性带来
的回撤，依然会给这种在跨行业比较中、业绩端比较优秀的
算力标的带来一些比较好的投资机会。至少在即使在我们交

易2028年、或者看清楚2029年之前，都有可能因为这种过分
的调整带来非常不错的调整机会。
那么这里边我们还是要重点更新一下我们重点关注的几个标
的。整个光模块板块，大家看起来，即使整个Q3比Q2，环比
的整体表现还是非常明显的。然后特别像前期我们一直在推
荐的公司，基本上从Q1开始到Q2、Q3，每个季度都实现了将
近一个亿的利润的环比增长，这个增长曲线也非常陡峭。四
季度依然有望随着产能的提升保持这样一种态势。中际旭创
在业绩电话会上也讲了，整个需求展望到2028年，已经有了
客户开出明确的订单了，依然是一个非常不错的增长斜率。
这个时候如果市场在被观的时候再去讨论说我要看到2029年
怎么样，那我们只能把这个答案交给时间。但是因为投资公
司已经开始谈论一些2028年的预期了，那么我相信整个行业
对2028、2029年的需求看得越来越近。这件事情也是以北美
的AI训练，北美的这种AI模型的真实质量、模型公司的收入
增长，还有我们近期一直在强调的、我们要看融资端这种融
资成本的变化（当然这个是要以同等条件下的变化作为比较
来看），目前北美资本和AI资产之间的这样一种博弈到底进
到了什么状态，从这里面去寻找答案。
即使是一些模糊的正确或者模糊的错误，我们保持一个相对
坚定、相对乐观态度的同时，今天早上我们也重点强调讲一
下关于立讯。立讯在周六的时候开了电话会，可以说董事长
王来春女士再次站台，对各个业务线条进行了梳理。消费电
子侧也给了一些比较不错的指引，包括一些AI相关的终端硬
件正在逐渐开始走进消费者的视野。汽车业务也有一个不错

的稳健增长的趋势。同时我们还是想重点强调一下我们的算
力，可以说公司讲了四个维度，就是以他们的这种通过一体
化的框架，都已经进入到了一个兑现的点上。
首先关于他们的铜连接业务，这个一直以来在市场上我们
以"封闭同退"为一个框架，是杀估值的一个板块。实际上
2027年我们一直在强调，不管市场在讨论"光进铜退"的时
候，和讨论NPO替代光模块的时候，体现的都是两种完全不一
样的态度，持仓的筹码带来的这种观点的漂移是非常明显

的。一方面，我们一直在讲，无论是铜连接还是NPO，还是400G单通道以上的可插拔光模块和未来的2D、3D的CPU，实际上它都有自己的约束和非常确定的需求场景。特别是在scale-up的第一个阶段，包括未来的scale-up的层级，目前看起来再过半年的时间，448G的铜连接技术，包括CPC、DNC，包括它的一些socket接口，包括CPC或者NPC的灯光工艺的进步，让整个chip-to-chip的连接距离是有望达到1.5米的，这基本上可以覆盖2030年前所有scale-up层面的一些增量需求，就是柜内的增量需求。同样的，随着scale-up的层级在扩大，也会看到光的需求。所以在铜连接的层面，公司所确定的优势是非常确定的，而且不管是在国内和国外的客户，订单的需求，公司也给的其实也非常明确，这是第一个。

第二个就是光模块层面上，不仅是公司再次讲了800G已经开始出货了，1.6T也非常顺利，而且明年公司因为上次周报的时候王董事长已经讲过，他们6月份之前会把石料产线全部建设完。同时这里又讲了，以他们目前看到的情况和明年的交付任务，物料的问题是可以解决的。同时公司也讲了NPO在国内的一些客户那里已经开始去做测试了，也有很好的进展。其实我们也一直在强调，NPO考察包括模块去比，实际上它有很好的继承。数据对比的话，可插拔光模块处理的这些方案可以得到很好的继承。核心的地方有一个变化，反而是从电接口这边的变化，它要从金手指变成一个可拆卸的socket。这个呢，立讯实际上是有它自己天然的优势的，甚至说作为socket的这个物料，立讯有可能成为国内NPO产业里面非常重要的、或者是最大的一个NPOsocket企业的供应商，这是一个我们认为这是一个天然的优势。而它在这种硅光芯片后道工艺上的一些布局，对于MPO也一样可以去共享。所以在光的这个领域里面，我们认为它也形成了一个不错的优势。

然后公司这次也比较系统地强调了自己电源里的VCD，还有就是他们自己CDU的技术优势，还有液冷。可以说确实是逐渐的，这种全面的逻辑已经开始从公司的战略规划到客户侧的稳步推进，到逐渐的开始有小批量的落地。那么二期业务展望确实已经到了一个全面开花、业绩实现高增长的一个拐点上。大家有不同的一个渠道，因为公司的业务线铺的也比较开，但我想无论如何，当前这个点上，其实前面的一段时间也许也体现出了比较好的相对收益，就是回撤的幅度已经开始明显地收窄了。在这个角度，我们还是希望大家去根据真实的产业趋势，要关注到随着整个机柜从Blackwell到Rubin这样一个演进的过程中，算力出现了一个很多新、很重要的新的突出的矛盾点，就是围绕着越来越紧密的芯片能量，这个热管理的矛盾越来越突出了。围绕这一个点，能够兼顾热电同光这几个要素——连接是怕热的，芯片是产生热量的，电源和散热是来控制热量的、是来降本的——在这样一个三角形里面，有全面能力解决问题的厂商，优势会越来越明显。特别是展望2028年，在我们跟市场分析的路演的时候，

大家对利群经济这方面的突破的分歧就会小了很多。那我们终究在整个的算力板块里面，未来一个比较大的板块性的机会的核心还是随着AI的发展，我们少愿意去进行阿尔法，所以从这个角度上看，它依然有很好的比较优势。
所以我们还是会坚持我们讲的"大光加立讯"这样一个推荐的序列。特别是中际旭创，它在自己的上游完成了这些布局，我们一直认为从2025年的光博会到2026年的美国的光博会，再到现在的OCP，我们看到它已经不再是一个简单的中游制造加工业，在上游的很多的方案上都已经是一个标准制定的领导者，或者说早期的参与者。这种科技公司的姿态，其实是对它业绩有竞争力和订单获取的核心保障。我们认为当前中美市场上对AI的发展和对AI算力的需求，都进入了一个相对悲观的阶段。但是产业交付还在继续，龙头公司的研发的能力也持续在提升，这依然是我们最看好、最有价值持续跟踪的标的。然后立讯的另一维度就是它在全战区的努力，这是我们一直在强调的。
然后我们本周会在广深做专策的调研。我们今天早上也是call一下我们一直在推荐的两个专策的公司，一个是博世捷，一个是医院通信，我们也是交替地把这两个股票放在我们的金股里面。周五的时候，医院通信在全天的交易的过程中，最后出现了比较大的回撤，跌停了。然后博世捷在下午

一度是翻红，但最后随着市场的整个流动性的变化，也是最后没有能够守住，也是有一定的回撤。我们是觉得这部分回撤，在专策是前一段时间涨了一段时间的时候的一个调整，也包括流动性的一些问题。中老盘还有点吃亏，但是整体上我们认为多特的逻辑刚刚开始，在这个过程中，它也会不断地有新的逻辑出来，也有包括去伪存真的一些过程。但是我们回顾我们算力侧的推荐，我们一直都是很审慎地选这些我们认为有长期逻辑、同时我们也看到了有短期业绩保障的股票，这两个公司依然有这样的特性。
医院通信，我们重点给大家讲过，关于它的业绩里面有多少内存的贡献的这件事情，在反复的赘述意义也不大。那我们就大家一起去看，Q4、Q1我们目前看公司的业绩会持续地向上，Q4有望实现环比的增长。Q1也依然有希望看到所有的端侧需求在不断地增长，实现这种淡季不淡的一个良好局面。
然后我们也想强调一下它的优势的来源，我们无法完全回避说内存带来的这个增长，这个本身也是一个很正常的。但是同样这个内存，有很多公司说是因为内存涨价影响了公司的利润，这个两方面来讲，都体现的是公司的经营预判的工作的能力。那更关键的还是我们要看一下这波AI的政策需求，它的这种"大风起兮云飞扬"、海纳百川的这样一种产业逻辑创新，就是从各个行业的竞争中逐渐汇聚起来的。而作为医院作为龙头公司，天然的优势就是公司有上万的员工、近千大几千人的研发队伍，覆盖了全球七八千家的客户，然后又在车端和各种应用端同步地去发力，它有这样一种成长能力，也有这样一种客户渠道。所以优先受益的逻辑是成立的，这才是最核心的。

但我们看到，未来AI政策的创新动力既来自于这种千行百业智能化的竞争，而且对模型的智能化要求需求相对来讲是比较低的，同时这个是可以真实落地的，上下游也可以看到景气度。我们抛开内存的景气度，依然可以看到现有的这种不管是模组的图片出货、各方面是能验证的。在长期景气度紧缺的面前，我觉得短期的这种利益扰动不是我们投资最应该关注的事情。所以这个龙头公司从它的研发、广泛的客户，包括稳定的业绩，我们认为都是可以形成市场共识的，特别在整个专策推进的过程中。

第二个就是博世捷。博世捷其实做事的逻辑跟医院是一样的，但是因为一个是龙头公司，它是有这样的基础，而博世捷明显还是一个凭借自己的解决方案，对这种解决方案坚定地拥抱——就是我只做高净利的解决方案，然后积极地去发展客户关系，通过不断增加场景来成长。虽然背后的产业逻辑是一样，但是因为公司的体量不一样，打法不一样，那这个公司的三季报的一些增速跟前期我们的预期出现了一些偏差，我们也做过多次的解释了，这个不再赘述了。大家可以去看一下公司的应收账款，包括S6床垫的更迭情况。但是我们想强调的是，公司已经开始披露他们跟海思芯片的一些合作。我们一直讲公司基本上是一个像摊大饼的逻辑，它一层一层地去摊新的饼出来，不断地增长，是靠场景增长来实现的。那么这种跟华为的合作，在国内的生态的终端链，已经开始有足够多的机会去加速拓展场景。它不是说去给华为作为供应商，而是在这个鸿蒙这种万物之源的生态链里面，以这个芯片为基础，迎来又一的客户的需求，把博世捷作为整体的解决方案商，让他有机会帮助客户把传感器、把专策的芯片，还有适合客户需要的通信模组做统一的集成，来做解决方案。这其实跟医院的新这部分高净利的业务完全一样。所以跟海思的合作，一定是他在这个受益鸿蒙生态的一个开始，而且是一个加速的催化剂。

另一个就是公司也披露了他跟机器人的合作，这个是公司首次披露。那么在机器场景下，公司体现的也是一个赋能孵化者的角色。其实整个分业医院也有，那么主要是以机器人的上半身的一些智能化需求为基础，就是以大脑、以手臂端，还有一些机器人的耳眼鼻头等相应的传感器为基础，也是做这种智能模组的统一的开发解决方案。我们认为当前也是各种机械行业创新，特别是这些创新公司，他们在有这种需求的时候，需要这种综合能力的解决方案商。一旦这种平台性的能力展示出来，也依然是一个非常非常好的业绩成长面。因为我们对公司的了解，他们每一个业务板块的披露，从过去的几年看，都是非常确定的，看到了订单指引，并最后形成相当一部分的利润贡献的。而不是说我预期的一个事情，我先说出来，最后也不一定有什么。这个是和博世捷公司的企业文化是相符的，它披露的在过去的几年里看下来，基本上都形成了不错的利润贡献。那么我们相信跟鸿蒙的合作、跟机器的合作，也为博世捷提供了更好的估值。那么从整个上周盘面上来看，我们认为市场是看到了的，但是因为这个流动性的原因，没有形成特别好的定价。那正是基于这个原

因，我们在这个11月份，把它放在了金股里，也是我们希望大家都重点去关注的。

那么以上呢，就是延续我们的观点。就是在AI的科技里面，我们也想强调AI内的再平衡。一方面我们要持续地去优中选优，看那些AI里边算力侧有竞争力、有平台逻辑、然后符合产业趋势的公司，我们重点强调一下，就是中际旭创、天孚通信，还有立讯精密以及整个光模块板块。然后专策的话，我们认为整个的研究至少我们的研究已经进入到右侧，我们也希望各位投资人越来越关注这方面，包括我们本周在广深进行的一些调研。然后在这里面，我们已经选好了两个标的，会持续推荐，就是医院通信和博世捷，也希望得到大家的关注。

好，以上就是今天早上给大家分享的所有内容，谢谢大家。

感谢大家参加本次会议，会议到此结束，祝大家生活愉快，再见。