2026 年 10 月 31 日

通信行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

通信组
分析师：张真桢（执业 S1130524060002）
zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

全球 AI 基建资本开支持续高企，光互联与国产算力景气共振

通信周观点：

1）台积电 CoWoS 报价酝酿涨 2 成，设备交期拉长至 8 个月，公司预估 2026 年月产能朝逾 13 万片推进、2027 年以 20 万片为目标。目前五倍光罩尺寸封装已投入量产，并持续开发九倍、十四倍方案。先进封装产能极度紧缺与涨价预期，直接印证了 AI 算力芯片超高景气度，封装产业链的话语权及盈利能力正持续提升。2）海外云巨头财报与资本开支共振：微软 Azure 收入增 48%且商业 RPO 达 6770 亿美元；亚马逊 AWS 营收增 39.3%创近五年最快增速，积压订单达 5780 亿美元；谷歌云收入增 103%。同时 Meta 上调全年资本开支至 1350-1450 亿美元并启动 350 亿美元股权发行。云厂商资本开支与 AI 业务收入正形成强劲正循环，算力硬件需求确定性极强。3）英伟达正与云服务商 Nscale 谈判，计划为其 460 兆瓦数据中心提供数十亿美元债务信用担保，该中心已被 Anthropic 以 450 亿美元合同租赁，若违约英伟达将介入代付并接管设施。芯片巨头通过信贷兜底深度绑定新兴云厂商与大模型客户，不仅锁定 GPU 长期消耗，也化解了融资顾虑，进一步巩固算力生态护城河。4）AI 算力基建正向资产金融化演进：美银、黑石等与博通合作建立 630 亿美元融资结构以支持定制化 AI 芯片部署，博通提供残值支持；同时 SpaceX 跨界与 Apollo 签署约 400 亿美元 GPU 融资租赁协议。华尔街资本与芯片巨头深度介入算力基建，有望缓解科技巨头的资本开支压力，为 ASIC 及算力租赁厂商提供充足弹药。5）Anthropic 公开招股书，上半年营收达 162.9 亿美元，二季度首现 GAAP 经营利润转正（利润率 8%，调整后 19%），受降价驱动年底 ARR 超 1000 亿美元成为可能，净亏损主要来自可转债等非现金费用。并与 Google、Broadcom 等签订数千亿美元算力长协。极高增速与前置长协验证大模型商业化闭环，为上游硬件提供强力支撑。6）OpenAI 发布 GPT-6.1 Terra，标准 API 价格较上代降低 50%，每 Token 价格仅为 GPT-6 Astra 的十分之一，且在智能体测试中表现大幅优于上代，速度快 3 倍以上。模型性能跃升叠加成本减半，将大幅降低应用端门槛，加速 AI Agent 在各行各业的商业化落地，并带动推理侧算力需求进一步爆发。7）海外光通信掀起军备竞赛，Marvell 拟收购光器件制造商 Lumentum 以增强 AI 光互联垂直整合能力；康宁 Q3 光通信业务营收 24 亿美元且利润率高达 22.4%。纵向并购与亮眼业绩反映 AI 集群对光互联需求急剧上升。8）国内光模块龙头业绩强劲：中际旭创 Q3 营收同比增 171.8%且 2027 年主要订单已覆盖；新易盛 Q3 受泰国洪水及物料限制导致交付扰动，但 Q4 修复明确；天孚通信毛利率达 65.05%且 CPO/NPO 量产在即。短期扰动不改高景气逻辑，1.6T 放量与新技术接续，光模块板块业绩确定性极强，重点关注四季度产能修复兑现。9）寒武纪 Q3 营收 35.31 亿元（同比+104.47%），单季归母净利润 14.04 亿元（同比+147.74%），毛利率攀升至 58.7%。期末存货环比大增 41%达 116.65 亿元，预付款 30.44 亿元，表明公司正积极锁定上游产能备货。10）甲骨文最新指引预计 FY27 总收入超 900 亿美元，FY30 超 2250 亿美元，并于 FY28 由现金流转正及 FY29 达 300 亿美元以上，彻底实现自我造血。算力龙头清晰的财务模型规划有效缓解了市场对算力投入回报周期的担忧，叠加跨界巨头的巨额资本运作，表明全球 AI 基础设施高投入将长期延续。

投资建议与估值

DeepSeek 开源推理框架加速国产芯片适配，国产算力自主可控与国内 CSP 推理侧采购共同支撑服务器、IDC 需求；光模块龙头回购稳定市场信心，高速光互联需求景气延续。

风险提示

AI 资本开支节奏不及预期；地缘政治与出口管制不确定性；存储价格大幅波动。

内容目录

一、细分行业观点 3
二、核心数据更新 5
三、本期行情 7
四、本期重要新闻 8
4.1 行业新闻 8
4.2 公司新闻 8
4.3 海内外大厂重点跟踪 9
风险提示 11

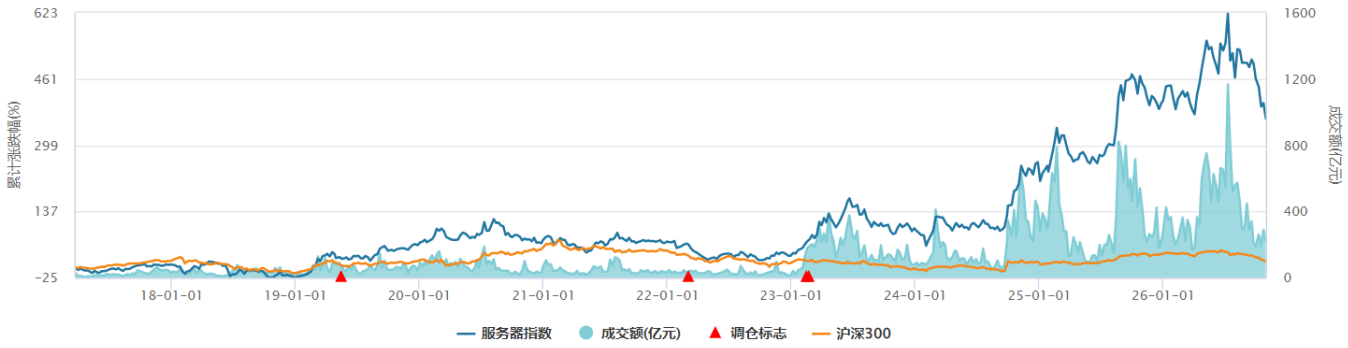
图表目录

图表 1： 服务器指数（8841058.WI）走势 3
图表 2： 光模块(CPO)指数（8841258.WI）走势 3
图表 3： IDC 指数（866052.WI）走势 4
图表 4： 光纤指数（884944.WI）走势 4
图表 5： 本周通信板块景气度 4
图表 6： 千兆用户占比持续提升 5
图表 7： 截至 9 月末 5G 用户占比超七成 5
图表 8： 前三季度移动互联网累计流量同比增长 17% 5
图表 9： 9 月当月 DOU 达 23.89GB/户·月 5
图表 10： 电话通话量持续下滑 6
图表 11： 移动短信业务量大幅下降 6
图表 12： 千兆光纤宽带网络建设稳步推进 6
图表 13： 5G 网络建设持续深化 6
图表 14： 9 月光模块出口金额累计同比增加 56.62% 6
图表 15： 9 月光模块出口金额当月同比增加 131.35% 6
图表 16： 截至 7 月末蜂窝物联网终端用户数同比增长 5.57% 7
图表 17： 26Q2 全球蜂窝物联网模组出货量同比增长 11% 7
图表 18： 板块周涨跌幅排序（%） 7
图表 19： 通信板块个股周涨跌幅（剔除*ST 公司） 8

一、细分行业观点

服务器：本周服务器指数-7.60%，本月以来，服务器指数-17.55%。海外资本开支持续上调，服务器需求端支撑延续。Anthropic 盈利能力大幅改善，并持续上调算力储备，AI 基础设施景气度持续验证。公司最新招股书显示，二季度首次实现 GAAP 经营利润转正（经营利润率 8%，调整后达 19%）；同时与 Google、Broadcom 等签订数千亿美元算力长协，并将算力储备大幅前置以支撑大模型训练需求。头部模型厂商与云厂商资本开支同步扩张，AI 服务器产业链景气度延续。

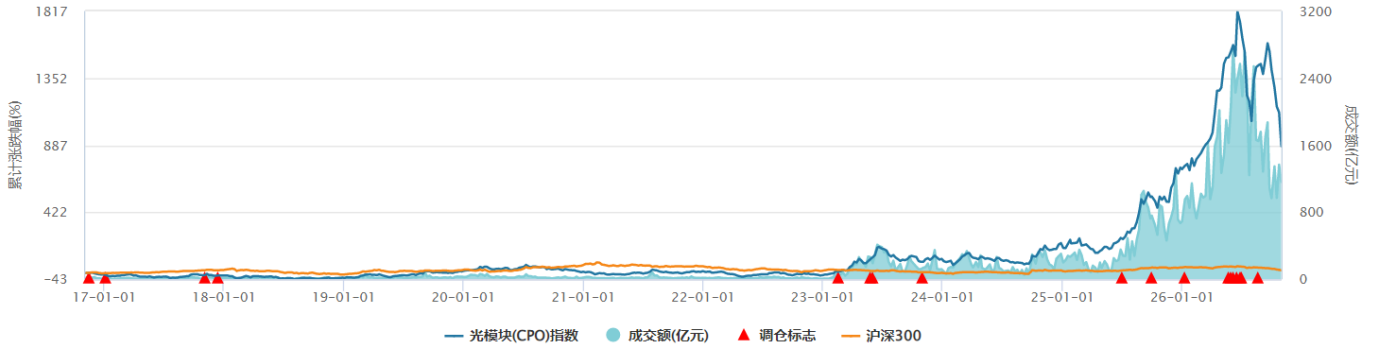
图表1：服务器指数（8841058.WI）走势



来源：wind，国金证券研究所

光模块：本周光模块（CPO）指数-19.33%，本月以来，光模块（CPO）指数-35.12%。中际旭创三季报业绩大幅增长，高速光模块需求高景气持续兑现。公司 Q3 实现营收 277.69 亿元（同比+171.8%），毛利率改善至 46.6%；管理层明确 2027 年主要客户订单已基本覆盖全年，且明年 1.6T 产品出货增速预计将高于 800G，强劲订单能见度支撑后续业绩高增。

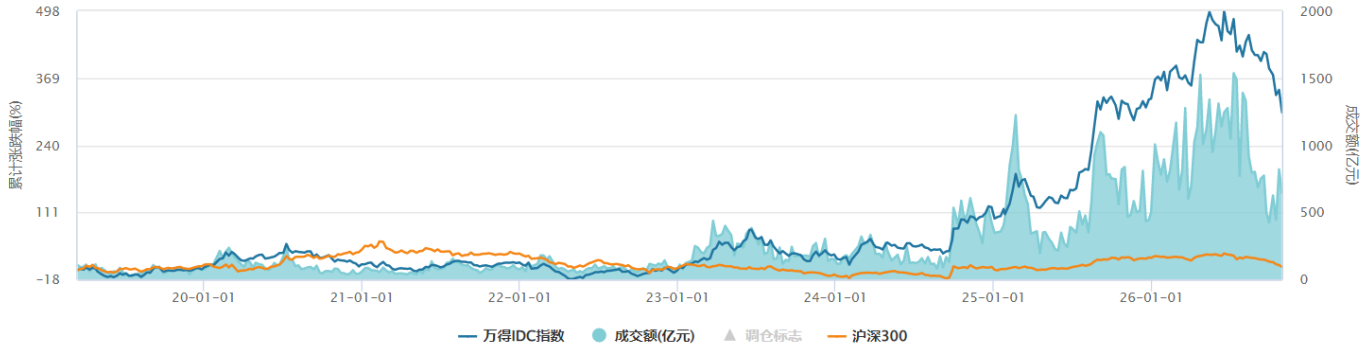
图表2：光模块(CPO)指数（8841258.WI）走势



来源：wind，国金证券研究所

IDC：本周 IDC 指数-9.72%，本月以来，IDC 指数-17.34%。国产模型迭代与 CSP 采购共振，IDC 需求端加速向上。10 月 19 日，MiniMax 发布 M3.1 Flash 并于 10 月 23 日开源，上线 72 小时处理超 100 万亿 Token、使用成本降低 70%；同期字节跳动、阿里巴巴、腾讯合计下单超 300 万张英伟达 RTX PRO 5500 推理卡。推理调用量增长叠加合规算力集中采购，数据中心上架率与新建需求有望同步提升。

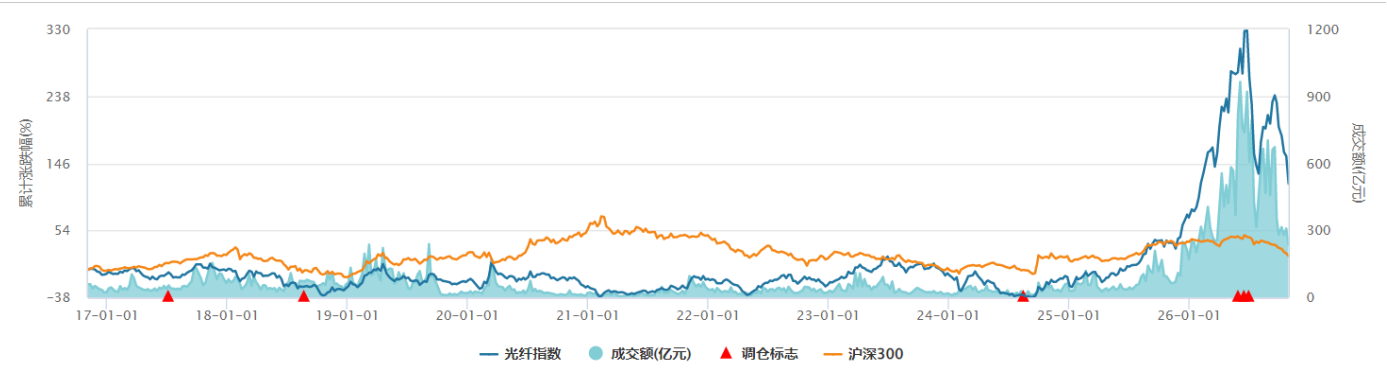
图表3：IDC 指数（866052.WI）走势



来源：wind，国金证券研究所

光纤：本周光纤指数-14.77%，本月以来，光纤指数-26.30%。光纤涨价周期有望持续，同时多芯光纤、空芯光纤等新技术变革将进一步打开成长空间。中际旭创联合康宁等推进 SDM4 多芯光纤标准，高密度光连接需求持续提升。公司在 OCP 峰会展示 SDM4 多芯光纤方案，并联合康宁、住友及 AFL 推进标准化，以缓解大规模 AI 网络布纤拥堵及线缆数量过多的问题。AI 集群持续扩容推动光纤向高密度、多芯数升级，光纤产业链有望受益于新技术应用。

图表4：光纤指数（884944.WI）走势



来源：wind，国金证券研究所

图表5：本周通信板块景气度

板块	景气度指标	本期景气度说明
运营商	稳健向上	5G 投资周期结束，电信行业端承压，但云与 IDC 业务放量接力成长，整体景气度稳健向上。
光模块	稳健向上	中际旭创 Q3 营收同比增 171.8%且 2027 年主要订单已覆盖，光模块龙头业绩表现持续强劲，行业景气度向上。
服务器	稳健向上	Anthropic 表示 3Q26 营收达到 168 亿美元，AI 算力需求持续增长。
交换机	稳健向上	26H2 及 2027 年超节点成为国产芯片主力出货方向，交换网络的层级和带宽要求持续提升，交换机板块需求旺盛。
连接器	稳健向上	康宁计划将在美国的光连接制造能力扩大 10 倍、光纤生产能力扩大 50%以上，看好光无源器件释放业绩。
IDC	加速向上	腾讯考虑发行至多 50 亿美元离岸债券，所得资金主要用于债务再融资以及包括开发 AI 产品和服务在内的用途。CSP 投资投入持续上行，国内 AI 算力建设需求有望进一步释放，IDC 板块加速向上。
物联网	加速向上	苹果加码推进端侧 A，依托自研芯片在 iPhone、Mac 等终端设备本地运行 AI 模型，同时正考虑收购端侧 AI 初创公司 LiquidA。
液冷	高景气维持	英伟达 Rubin 平台量产，标志全球首次实现整机柜无风扇、100% 全液冷架构；国内《促进人工智能与能源双向赋能行动方案》明确新建万架级智算中心 100%液冷、28 年前完成全部风冷存量机房改造；20kW 以上机柜强制液冷，液冷板块高最气维持。

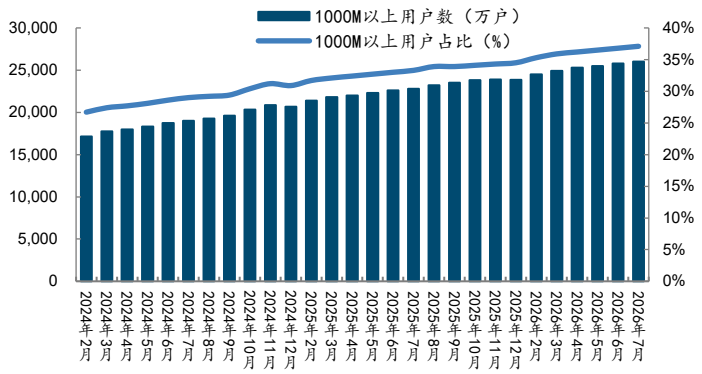
来源：讯石光通信，澎湃新闻，华尔街见闻，今日头条，光纤在线，财联社，中国证券网，新浪科技，钛媒体，东方财富，国金证券研究所

二、核心数据更新

运营商：运营商数据维持稳健增长

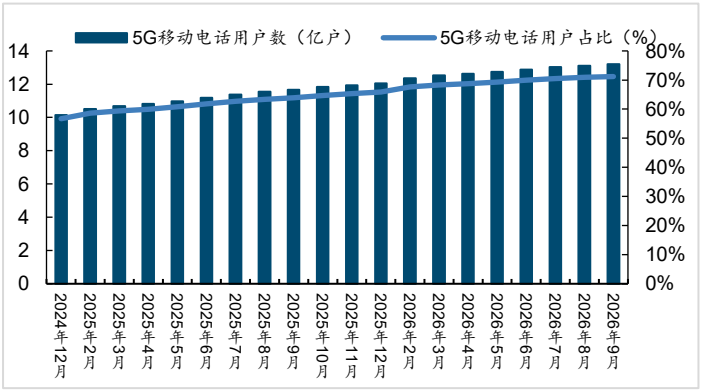
截至 9 月末，三家基础电信企业及中国广电的移动电话用户总数达 18.54 亿户，比上年末净增 2667 万户。其中，5G 移动电话用户达 13.2 亿户，比上年末净增 1.16 亿户，占移动电话用户的 71.2%。同时，1000Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 2.65 亿户，占总用户数的 37.4%。

图表6：千兆用户占比持续提升



来源：工信部，国金证券研究所

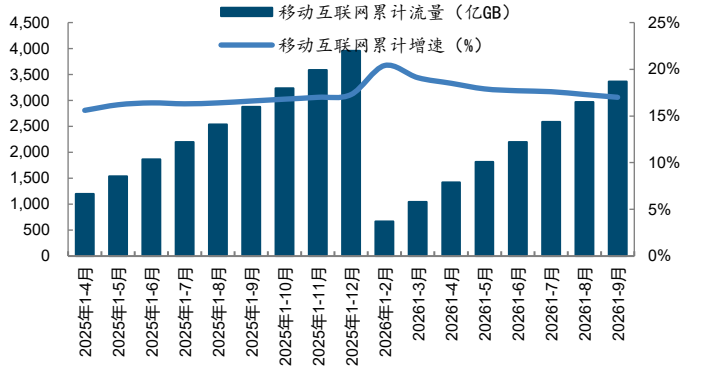
图表7：截至 9 月末 5G 用户占比超七成



来源：工信部，国金证券研究所

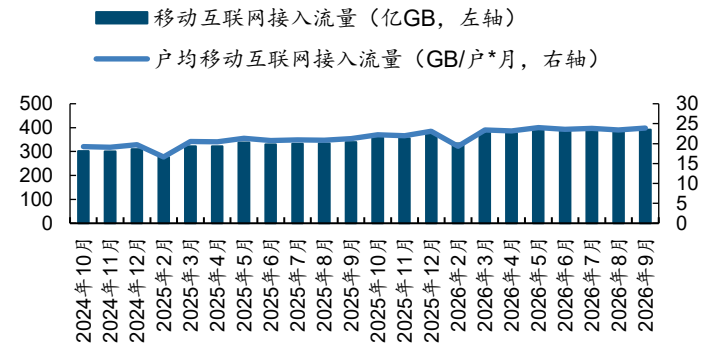
前三季度，移动互联网累计接入流量 3360 亿 GB，同比增长 17%。截至 9 月末，移动互联网用户数达 16.38 亿户，比上年末净增 2799 万户。9 月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到 23.89GB/户·月，同比增长 12.5%，比上年底高 0.85GB/户·月。

图表8：前三季度移动互联网累计流量同比增长 17%



来源：工信部，国金证券研究所

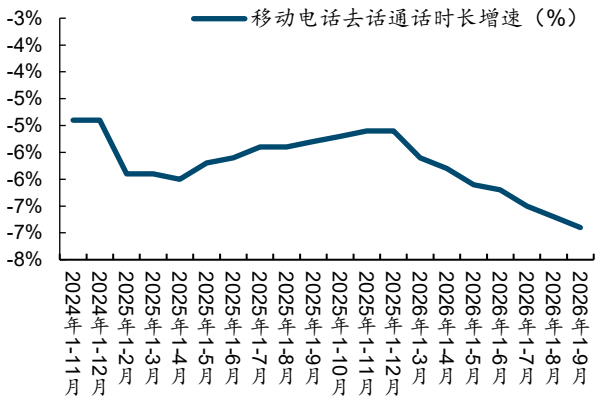
图表9：9 月当月 DOU 达 23.89GB/户·月



来源：工信部，国金证券研究所

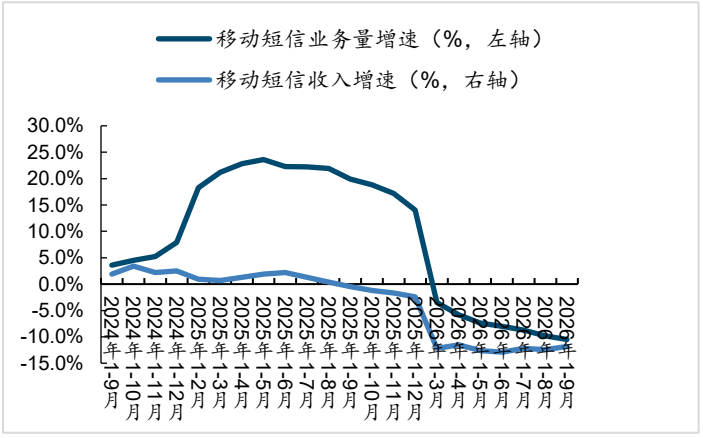
前三季度，移动电话去话通话时长完成 1.4 万亿分钟，同比下降 6.9%；固定电话主叫通话时长完成 420.2 亿分钟，同比下降 17.3%。前三季度，全国移动短信业务量同比下降 10.5%；移动短信业务收入同比下降 11.8%。

图表10：电话通话量持续下滑



来源：工信部，国金证券研究所

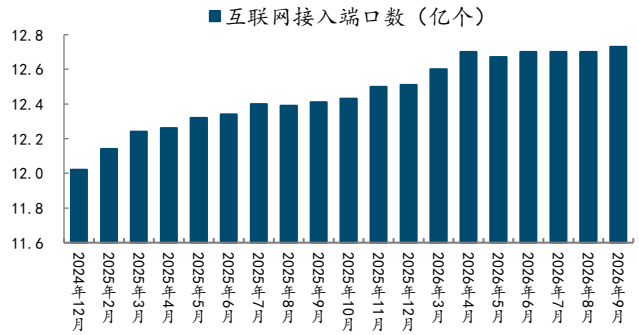
图表11：移动短信业务量大幅下降



来源：工信部，国金证券研究所

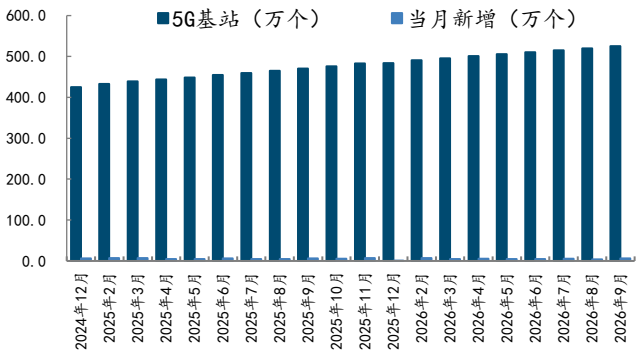
截至 9 月末，全国互联网宽带接入端口数达 12.73 亿个，比上年末净增 2243 万个。其中，光纤接入（FTTH/O）端口达到 12.32 亿个，占互联网宽带接入端口的 96.7%。具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 3340 万个，比上年末净增 177.9 万个。5G 基站总数达 525.4 万个，占移动基站总数的 40%。

图表12：千兆光纤宽带网络建设稳步推进



来源：工信部，国金证券研究所

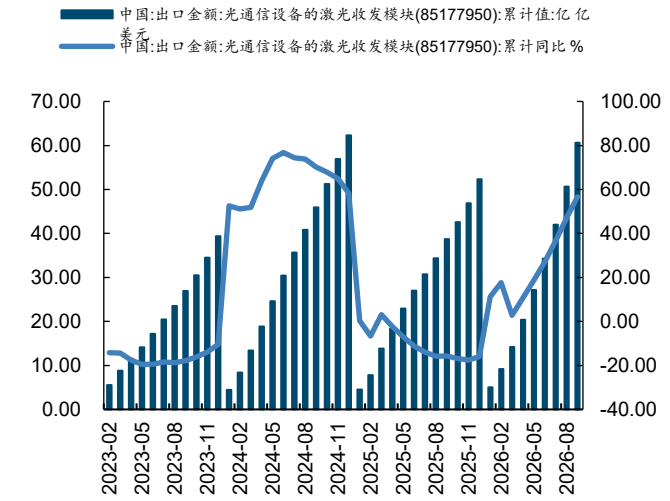
图表13：5G 网络建设持续深化



来源：工信部，国金证券研究所

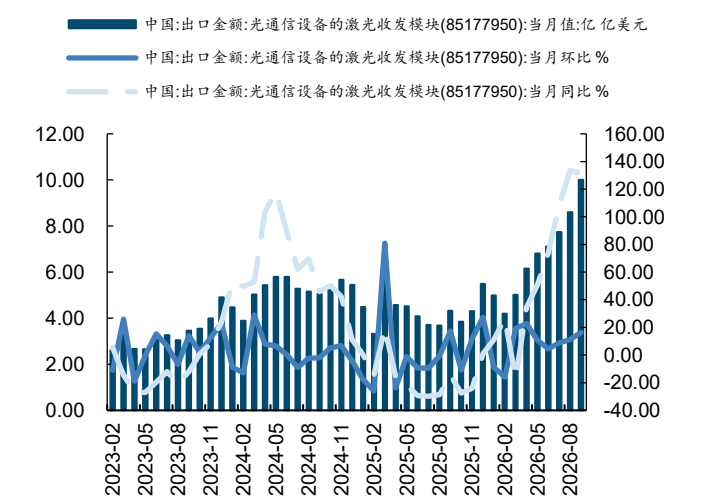
光模块数据：2026 年 9 月我国光模块出口数据同比+131.35%；1-8 月累计同比+56.62%。

图表14：9 月光模块出口金额累计同比增加 56.62%



来源：wind，国金证券研究所

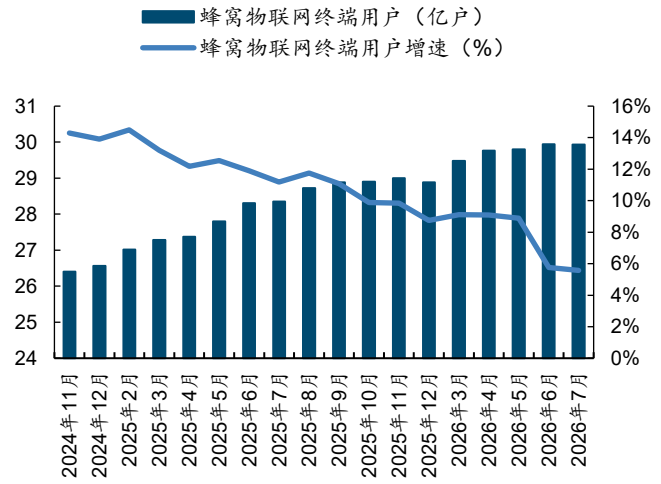
图表15：9 月光模块出口金额当月同比增加 131.35%



来源：wind，国金证券研究所

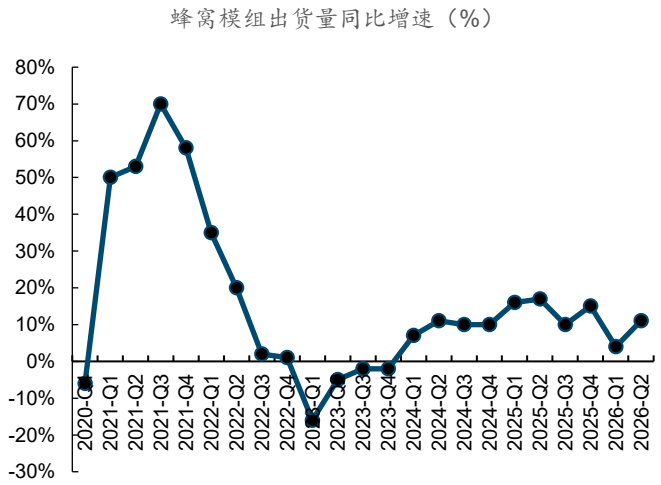
物联网数据：截至 7 月末，三家基础电信企业发展移动物联网终端用户 29.93 亿户，比上年末净增 1.05 亿户。全球蜂窝物联网模组出货量同比增长 11%。

图表16：截至 7 月末蜂窝物联网终端用户数同比增长 5.57%



来源：工信部，国金证券研究所

图表17：26Q2 全球蜂窝物联网模组出货量同比增长 11%

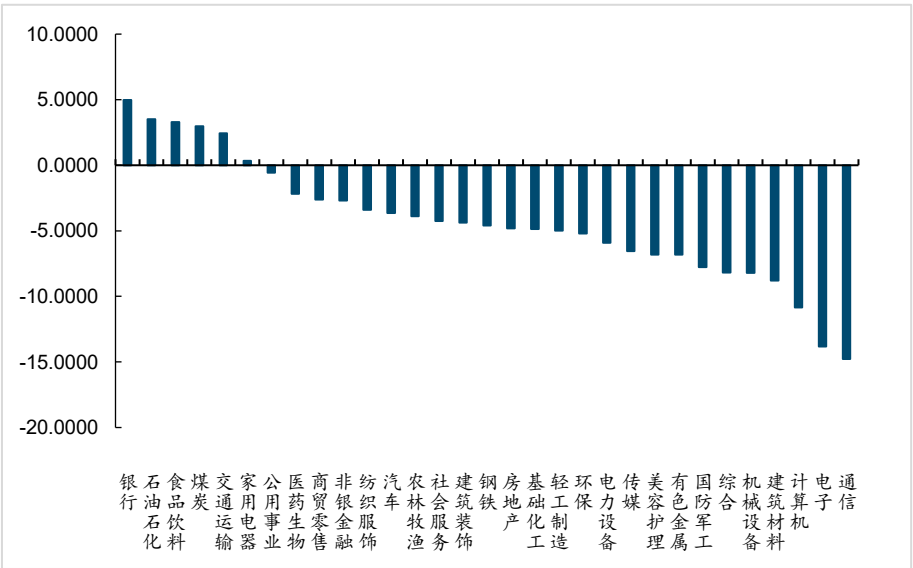


来源：国金证券数字未来实验室，RFID 世界网，C114 通信网，国金证券研究所

三、本期行情

回顾本周行情（10 月 26 日-10 月 30 日），参考申万一级行业划分，通信板块涨跌幅为-14.77%，排名全行业第 31。

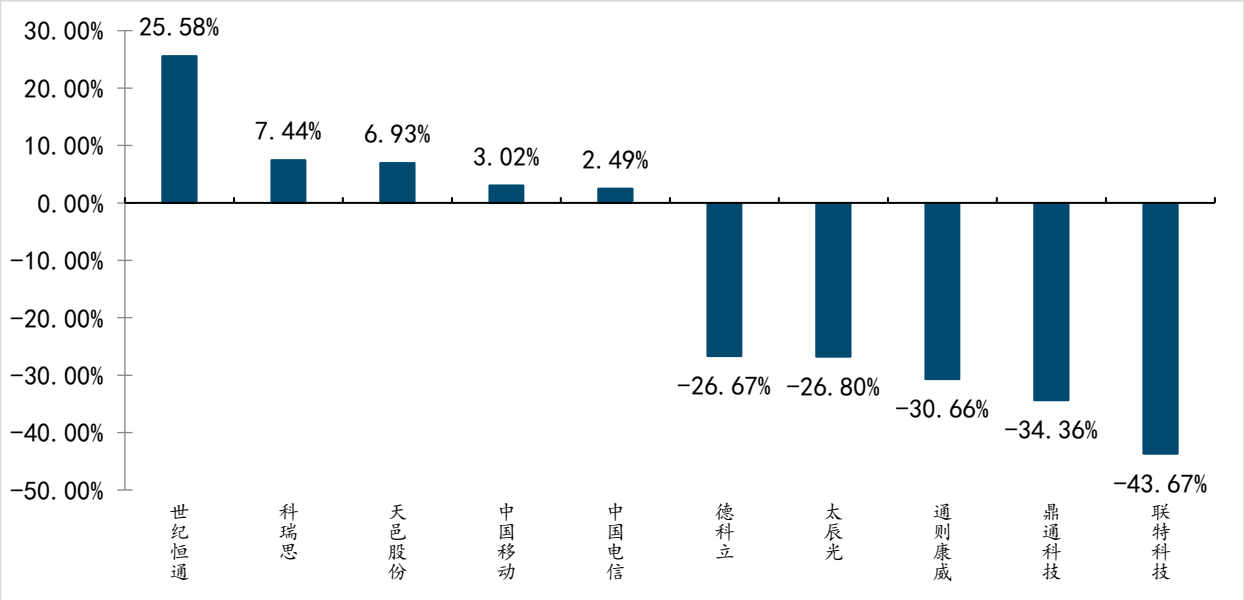
图表18：板块周涨跌幅排序（%）



来源：wind，国金证券研究所

从个股情况来看，本期世纪恒通、科瑞思、天邑股份、中国移动、中国电信为通信（申万）涨幅前五大公司，涨跌幅分别为+25.58%、+7.44%、+6.93%、+3.02%、+2.49%。通信（申万）跌幅前五为联特科技、鼎通科技、通则康威、太辰光、德科立，涨跌幅分别为-43.67%、-34.36%、-30.66%、-26.80%、-26.67%。

*图表19：通信板块个股周涨跌幅（剔除*ST公司）*



来源：wind，国金证券研究所

四、本期重要新闻

4.1 行业新闻

台积电 CoWoS 传涨价 2 成，设备交期拉长至 8 个月

据工商时报 10 月 27 日报道，AI 芯片抢产能，先进封装酝酿涨价。供应链透露，台积电 CoWoS 报价酝酿新一轮调涨，涨幅上看 2 成，部分封装交期已拉长，产能吃紧压力持续升高。抢产能效应同步延烧设备端，客户已无暇砍价，只要能承诺交期便下单，设备交期最长拉至八个月。法人预估，2026 年 CoWoS 月产能朝逾 13 万片推进，2027 年以 20 万片为目标。台积电董事长魏哲家表示，目前五倍光罩尺寸封装已投入量产，并持续开发九倍、十四倍光罩尺寸方案。CoWoS 产能紧缺与涨价预期，直接印证了 AI 算力芯片需求的超高景气度，先进封装环节的话语权和盈利能力正持续提升。

美银、黑石、花旗、大摩与博通合作，建立 630 亿美元 AI 算力融资结构

据 PR Newswire 10 月 26 日新闻稿，美国银行、黑石集团、花旗集团和摩根士丹利宣布与博通合作，通过新设 SPV 建立 630 亿美元融资结构，用于购买博通 XPU AI 加速器及网络解决方案，并租赁给 Anthropic。融资分为第一留置权与第二留置权两部分：美银、花旗、摩根士丹利安排第一留置权银团，黑石作为第二留置权承诺融资的唯一提供方；博通为 SPV 提供等同于第一留置权规模的残值支持。该交易是博通此前宣布的 Anthropic 战略算力容量协议的一部分，预计 2027 年开始交付。此举标志着 AI 算力融资正从科技巨头自筹，转向由华尔街顶级金融机构通过 SPV 结构化安排、并引入芯片厂商残值支持来深度介入的新模式。

4.2 公司新闻

Anthropic：

Anthropic 近期已公开递交 S-1 招股书，商业化闭环正加速形成。 招股书（拟上市代码 Nasdaq「ANT」）暂未填写 IPO 价格区间及算力承诺总额等核心数据，但披露了强劲的基本面：2026 年上半年收入达 142.9 亿美元，其中二季度收入达 116 亿美元（环比约 2.4 倍），首次实现 GAAP 经营利润转正（经营利润率 8%，调整后达 19%）。利润端，上半年 GAAP 净亏损为 808 亿美元，其中 724 亿美元来自可转换票据公允价值变动等非现金会计费用。此外，受 10 月降低 Token 价格（新模型成本降至 Opus 5 的 40%）驱动，模型 Token 使用量垂直飙升，图 2 数据显示，年底 ARR 超过 1000 亿美元看起来再次成为可能，且扣除股票薪酬（SBC）后自由现金流为正。算力承诺方面极为庞大：Google 承诺 2026 至 2033 年最低支出 1145 亿美元，Broadcom 5 年设备租赁合计 1612 亿美元，Amazon 最低支出 1100 亿美元，Microsoft 最低支出 449 亿美元（后续新签合同最低付款约 2450 亿美元）。极高的算力长协与飙升的收入验证了大模型商业化正在加速，但云厂商渠道抽成（占收入 48%）、“GPU 租赁价格上涨而 Token 价格下降”的行业剪刀差，以及新算力上线带来的折旧与费用压力也将长期伴随。

寒武纪：

据公司三季报及上海证券报报道，寒武纪Q3营收35.31亿元（同比+104.47%），归母净利润14.04亿元（同比+147.74%）。Q3毛利率攀升至58.7%（Q2为56.1%），产品结构升级逻辑得到验证。期末存货116.65亿元（环比+41%），预付款项30.44亿元，表明公司正积极锁定上游产能备货。高盛认为营收不及预期主要受晶圆供应紧张影响，但存货大增是为AI芯片大规模出货准备的“充足弹药”，维持“买入”评级（目标价1680元）。国产算力需求支撑业绩释放的逻辑在当期得到验证。

Marvell：

据彭博社10月29日报道，半导体制造商Marvell正就收购数据中心光学器件制造商Lumentum进行深入谈判，交易最早可能于下周宣布。Lumentum市值约830亿美元，Marvell市值约2210亿美元；消息公布后Marvell股价盘后跌约8%，Lumentum涨约17%。Marvell从Lumentum采购激光器，该交易将极大简化其供应链并增强AI光互联垂直整合能力。光通信领域的纵向并购反映出AI集群对光互联传输速率的需求急剧上升，龙头厂商正通过并购夯实技术壁垒。

康宁：

据Bernstein点评，康宁Q3营收51亿美元，EPS 0.91美元。光通信业务是绝对主力，营收24亿美元大幅超预期，利润率高达22.4%。Q4指引偏软（营收52-53亿美元）。Bernstein认为康宁光通信的AI增量利好基本已被市场充分定价，维持“大市同步”评级，但有传统业务打底，下行空间相对较小。光通信业务成为公司核心引擎，但在当前市场预期下，需警惕AI情绪波动带来的估值回调压力。

新易盛：

新易盛Q3实现收入109.40亿元（环比-12.98%），归母净利润38.43亿元（环比-19.07%），主要受原材料供应限制及泰国洪水影响物流清关，部分收入延后。Q3末存货174.13亿元，较Q2增加57.57亿元，新增存货约一半为产成品。管理层预计Q4产量与交付明显环比提升，1.6T出货增速加快；NPO预计2027年小批量出货、2028年大规模投产。短期交付扰动不改高速光模块高景气逻辑，Q4产能与交付修复将是接下来的核心看点。

中际旭创：

中际旭创Q3实现收入277.69亿元（同比+171.8%），归母净利润85.87亿元（受股票公允价值变动及汇兑损失扰动）。经营层面800G及1.6T出货持续增长，毛利率改善至46.6%。管理层明确2027年主要客户订单已基本覆盖全年且为确定性订单，明年更多客户将导入1.6T，增速预计高于800G。强劲的订单能见度和1.6T产品放量，为公司未来两年的业绩高增奠定了坚实基础。

天孚通信：

天孚通信Q3实现收入19.23亿元（环比+28.41%），归母净利润8.79亿元（环比+23.47%），毛利率提升至65.05%。Q3 200G EML光芯片到货明显改善，预计Q4在财务上更明确体现。CPO scale up侧产品有望2027年下半年出货、2028年放量；NPO多通道FAU大份额供应商地位稳固。光器件需求旺盛叠加新产品技术卡位，公司在CPO/NPO等下一代技术路线上具备显著先发优势。

4.3 海内外大厂重点跟踪

英伟达：

据The Information 10月29日报道，英伟达正与AI云服务商Nscale谈判，计划提供数十亿美元的债务信用担保，用于开发一座460兆瓦的数据中心，该中心已被Anthropic租赁用于算力部署。Nscale此前披露与Anthropic签订了价值450亿美元的合同。若Nscale违约，英伟达将介入代付并接管设施。英伟达正通过信贷支持和财务兜底深度绑定新兴云厂商和头部大模型客户，以此进一步锁定其GPU芯片的长期消耗。

OpenAI：

据OpenAI官方10月27日发布，公司推出GPT-6.1 Terra，定位“以更低价格提供快速且强大的计算机使用能力”。相比GPT-5.6 Terra，标准API价格降低50%；在“智能体终极考试”中表现大幅优于GPT-5.6 Terra，每Token价格仅为GPT-6 Astra的十分之一，完成任务平均速度比Astra快3倍以上。大模型在性能跃升的同时实现API价格减半，将大幅降低应用端成本，加速AI Agent在各行各业的商业化落地。

亚马逊：

据亚马逊2026年Q3财报电话会议，AWS营收达460亿美元，同比增长39.3%，创下近五年最快增速，且为连续第六个季度加速增长。积压订单达5780亿美元，同比增长三位数。管理层预计2026年现金资本开支约为2200亿美元（主要投向AWS与AI）。展望未来，管理层预计AWS在2027年和2028年增长均超40%，并有望在未来5-10年内冲击1万亿美元年收入规模。此外，自研芯片业务表现亮眼，Graviton和Trainium营收承诺均同比增长超20倍，其

中 Trainium 计划于 2027 年底正式对外销售。AI 推理需求已成为 AWS AI 收入的核心驱动力（占比过半），叠加自研芯片的性价比优势和庞大的基建投入，共同构筑了深厚的算力护城河。

谷歌：

据谷歌 Q3 财报电话会议，Alphabet Q3 合并营收 1276 亿美元，谷歌云收入 307 亿美元，同比增长 103%，营业利润率提升至 36.2%，云业务积压订单达 5610 亿美元。全年资本开支指引维持 1950-2050 亿美元，预计 2027 年大幅增长。CFO 承认 AI Mode 变现率较低对搜索增长产生了一定影响。云业务的爆发式增长抵消了搜索短期变现压力，千亿级资本开支彰显了公司对 AI 长期基建的决心。

Meta：

Meta 宣布启动总计约 350 亿美元的股权发行，专项用于人工智能基础设施建设等一般公司用途。本次发行包括约 225 亿美元 A 类普通股及约 125 亿美元 强制可转换优先股。英伟达、AMD、博通均表示有意以同等条件认购合计最多 50 亿美元的普通股（非约束性意向），彰显产业链巨头对 Meta AI 布局的强力背书。财务基本面上，Meta 预计 2026 年资本支出高达 1350 亿至 1450 亿美元；公司现金流充裕，前三季度运营现金流达 970 亿美元，Q3 末现金储备约 820 亿美元。此外，Meta Q3 营收达 646 亿美元（同比+26%），净利润 99 亿美元。公司还计划于 2027 年 Q1 启动规模约 600 亿美元 的 Class C 普通股按市价发行（ATM）计划，持续加码 AI 算力军备竞赛。

微软：

据微软 FY27 Q1 财报，微软云收入 639 亿美元，Azure 收入增长 48%，商业 RPO 增长 73%至 6770 亿美元。Q1 资本支出 452 亿美元。Copilot 日活跃用户同比增长超 5 倍。OpenAI 本季度收入占比达 11%。Azure 与 AI 生态景气度持续超预期，庞大的 RPO 储备和资本投入将持续巩固其云服务龙头地位。

甲骨文：

甲骨文最新业绩指引显示，预计 FY27 总收入达 900 亿美元以上（同比+34%），FY30 总收入超 2250 亿美元（复合增速超 35%）。FY28 自由现金流转正，FY29 自由现金流达 300 亿美元以上，净负债/调整后 EBITDA 将降至 3.5 倍以下，实现“自我造血”。强劲的 AI 基建需求推动甲骨文进入高速成长期，且其清晰的财务模型规划有效缓解了市场对算力投入回报周期的担忧。

SpaceX：

SpaceX（$SPCX）已签署具有约束力的承诺，与 Apollo 管理的实体进行 GPU 融资租赁，总本金支付额约 400 亿美元。该笔巨额融资租赁将用于支持 SpaceX 在 AI 算力基础设施方面的宏大部署。跨界玩家通过巨额资本运作扫货算力，表明全球 AI 基础设施的争夺战正蔓延至更广阔的科技领域。

风险提示

1、AI 商业价值不及预期的风险：目前 AI 市场应用仍处于初级阶段，盈利模式仍需探索，市场尚未成熟。若商业模式无法持续发展新客户，需求大幅减弱，或市场接受度偏低，可能对营业收入造成较大负面影响，损害相关公司的盈利能力及产品或服务的商业价值。

2、技术发展速度不及预期的风险：目前 AI 模型的使用仍受限于诸多因素，在特定领域无法达到预期的提高生产力效果。该领域目前仍面临较大的技术挑战，包括模型训练效果不稳定、算法不成熟等问题。若技术落地不及预期，可能影响 AI 的应用领域和运行效率，造成较大的投资损失。

3、供应链集中度过高的风险：AI 行业基础设施建设目前高度依赖某几家核心供应商，极易受到相关供应商供应短缺的影响。此外在训练方面，AI 技术依赖于大量优质数据的输入。不可靠、低质量的数据来源会一定程度上影响 AI 模型训练的性能，同时提高训练过程中的不可控成本。

4、行业监管加剧的风险：目前生成式 AI 工具仍存在法律、伦理、安全风险。AI 生成内容的产权问题仍存在较大争议。各国可能针对 AI 的使用及 AI 生成内容进行更严格的监管及抵制，影响投资预期，并阻碍 AI 技术在产业上进一步落地。公司面临法律诉讼和声誉受损等负面影响风险。

5、市场竞争加剧的风险：在如今巨头科技公司加大 AI 投入，大量创业公司涌入竞争的大环境下，技术的迅速迭代及新算法的涌现可能使得公司技术迅速落后竞争对手，影响相关公司的市场份额和投资回报的稳定性。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究