证券研究报告

开源证券

AI计价锚从投入走向账单，品质/健康/时尚消费持续释放

海外市场2027年度投资策略

初敏（分析师）
证书编号：S0790522080008
邮箱：chumin@kysec.cn

李睿娴（分析师）
证书编号：S0790525020004
邮箱：liruixian@kysec.cn

程婧雅（分析师）
证书编号：S0790525070010
邮箱：chengjingya@kysec.cn

叶彬慧（分析师）
证书编号：S0790526070007
邮箱：yebinhui@kysec.cn

李秋莹（联系人）
证书编号：S0790126060038
邮箱：liqiuying@kysec.cn

2026年11月10日

投资摘要

1、大模型&云计算：能力/成本/商业化综合比拼，负债率/现金流纳入评估维度。Token需求快速增长，代表厂商收入高增，定价趋于分层，开闭源模型能力差距收窄，开源模型支出份额正在逐步提升。AI 需求拉动全球云市场增长提速，资本开支与融资规模同步扩大，根据Synergy，2026Q2 规模 1434 亿美元、同比 + 43%。我们测算九大云厂资本开支 2027 年望超 1.5 万亿美元，微软、AWS、谷歌在手订单均超 5000 亿美元，厂商在经营现金流之外增加债券、股权及项目层面融资，主要大型云厂商信用评级仍处于投资级，部分高杠杆厂商信用利差显著走阔，我们认为充足的在手订单为2027年业务收入增长提供支撑；新增算力产能的投产进度，将影响在手订单向收入的转化节奏。**推荐标的：阿里巴巴-W、百度集团-W、智谱；受益标的：谷歌、亚马逊、微软、Minimax。**

2、AI硬件：算力最后一公里再定价，光互联、CPU产业链、SOFC迎新周期。数据中心进城，模块化发电成刚需；AMD/Intel服务器CPU业务收入显著增长，Dell/HPE/联想服务器业务亦呈现加速趋势。随Agentic AI推动任务编排、代码执行及工具调用需求增加，CPU有望承担更多独立计算任务，推动CPU/GPU协同扩张。同时，Scale-Up光化有望加速，1.6T渗透率提升及NPO/CPO、OCS等新架构逐步导入，EML与高功率CW激光器有望形成双增长曲线，硅光PIC、光引擎及光电集成环节需求有望持续扩张。**推荐标的：联想集团、tower半导体；受益标的：Lumentum、Semtech、MACOM、AMD、台积电、Bloom energy、戴尔、HPE 。**

3、 AI应用：Coding破局，企业提速、内容延伸；个人崛起、医疗破冰。企业 / 个人 Agent 打通办公与个人数据流，走向自主任务编排；多模态生产工具实现素材规模化产出，内容行业产业链价值快速重塑。企业 AI 确定性最高，根据IDC，2026-2030年全球企业智能体Token消耗量的复合增长率达4,822.6%，我们提出DATA 四支柱分析框架，判断一家 SaaS 能否把 AI 从叙事变成可持续现金流；同时个人 AI、AI 医药应用陆续落地。**推荐标的：阜博集团；受益标的：微软、Salesforce、迈富时、金蝶国际。**

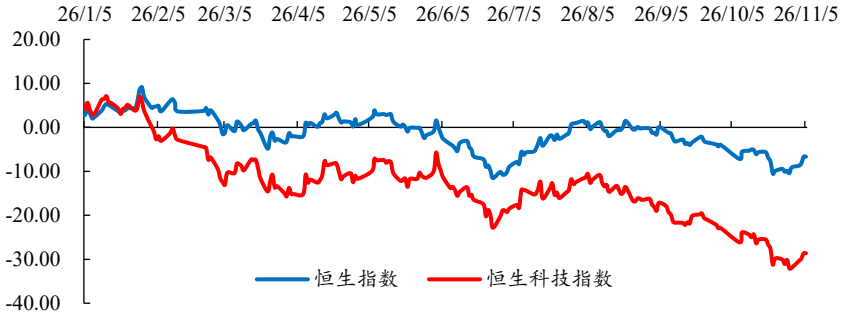
4、消费：理性与情绪、功能与审美、全球表达与本地化经营多维共振。渠道零售：通过自有品牌、精简 SKU、深度参与供应链三大抓手，从被看见向持续被选择迭代。**IP:**全球情绪大周期,产品中周期，欧美系IP热度回归，关注后续院线催化：国内潮玩进入换挡期、体验零售与出海可期。**化妆品：**国际高端修复，国货巩固大众，**保健品：**从“补成分”到“管场景”；牙科全球化持续兑现；**关注芭蕾鞋、智能戒指，贵金属&智能女表引领的潮流主线。受益标的：毛戈平、巨子生物、珀莱雅、林清轩、东方甄选、时代天使、现代牙科、H&H国际控股、泡泡玛特、布鲁可、CROCS。**

5、风险提示：AI需求及商业化进展不及预期、资本开支回报及新增产能利用率不及预期、融资成本上升、行业竞争加剧等风险。

0 行情复盘：港股红利占优、成长承压，美股AI半导体领涨后阶段性回调

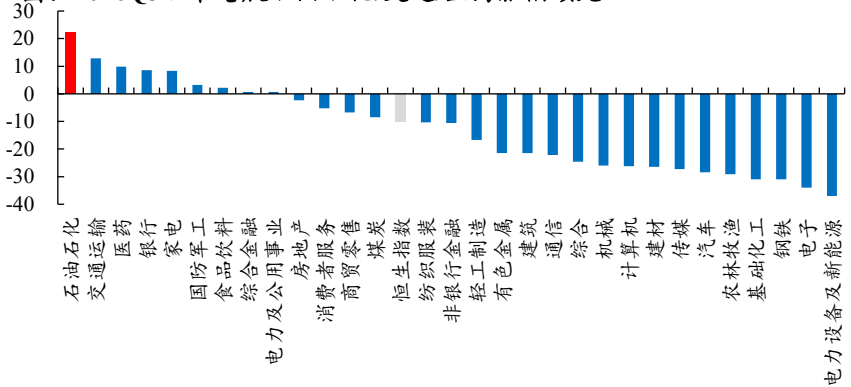
- **截至11月4日，2026年至今恒生指数/恒生科技指数跌幅为6.68%/28.64%，**大盘依靠高股息价值板块托底，跌幅有限；恒生科技长久期成长权重股，受制于利率环境、国内需求弱复苏、行业竞争加剧因素，全年回撤幅度显著。
- **分板块看：**银行、石油石化、交通运输、综合金融、煤炭等传统价值板块高股息、低波动、现金流稳定，叠加港股增量资金不足资金风格向稳定性偏移，红利板块表现整体居前；消费者服务、商贸零售板块因国内消费弱复苏各细分赛道经营有所承压；大模型、计算机、科技制造因AI政策、竞争、盈利等多重不确定性三季度以来机构资金减配明显。

图：2026年至今恒生指数/恒生科技指数跌幅为6.68%/28.64%



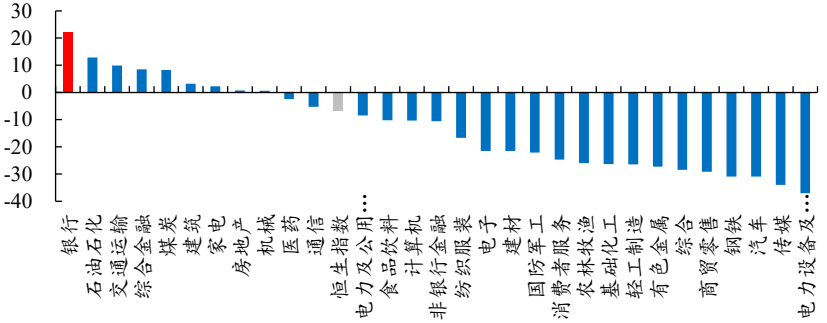
数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%，截至11月4日）

图：2026Q3以来港股石油石化/交通/医药涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%，截至11月4日）

图：2026年港股银行/石油石化/交运等红利板块表现较优

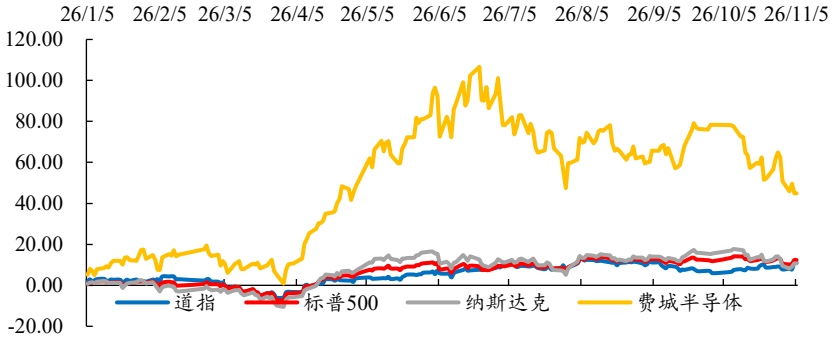


数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%，截至11月4日）

0 行情复盘：港股红利占优、成长承压，美股AI半导体领涨后阶段性回调

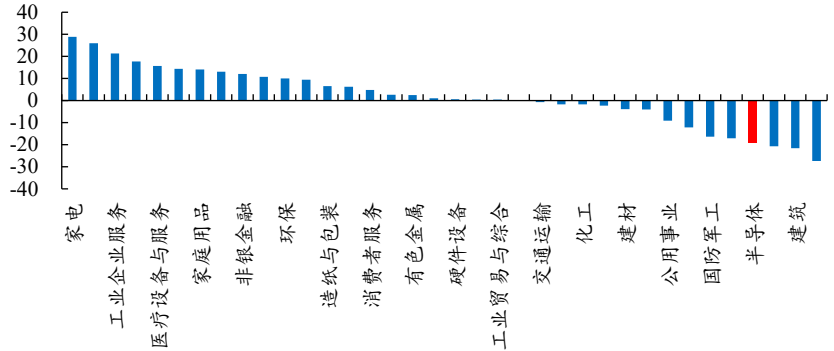
- **截至11月4日**，2026 年至今美股道指、标普 500、纳斯达克累计涨幅分别为 11.0%、12.3%、10.7%，费城半导体指数以 45% 的累计涨幅大幅领跑宽基，上半年受益于 AI 算力需求集中释放、芯片及服务器产业链业绩持续超预期，板块估值与盈利形成共振上行；但进入 Q3 后板块出现显著回调，主要源于前期估值累积涨幅过高、市场对AI商业化及资本开支节奏下修的预期修正。
- 板块层面呈现明显分化，工业企业服务、石油石化、硬件设备、半导体全年涨幅居前，石油石化依托油价高位震荡下的盈利韧性与高股息属性获得防御资金青睐；硬件与半导体则直接受益于基建扩张的业绩支撑

图：2026年至今道指/标普/纳斯达克/费半指数涨幅为11.0%/12.3%/10.7%/45%



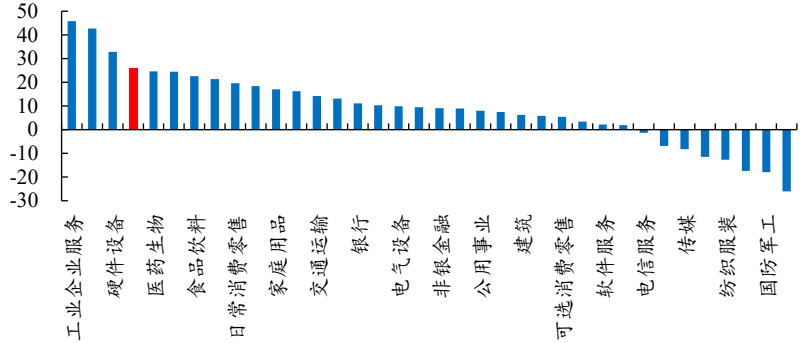
数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%，截至11月4日）

图：2026Q3至今美股半导体板块板块回调幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%，截至11月4日）

图：2026年美股工业企业服务/石油石化/硬件设备/半导体涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%，截至11月4日）

0 行情复盘：港股红利占优、成长承压，美股AI半导体领涨后阶段性回调

- **截至11月4日，港股与美股板块 PE（TTM）历史分位呈现显著的结构性分化。**港股市场估值分化尤为极致：建筑、银行、煤炭、机械等周期价值板块分位普遍高于 80%，医药、传媒、纺织服装板块分位仅分别为 2%、1%、3%，处于历史极低水平。美股市场中，硬件设备与半导体板块估值较二季度显著回落，是本轮调整最具代表性的赛道：硬件设备分位从 2026Q2 的 94% 高点降至 11 月的 52%，半导体板块从 Q2 的 59% 持续下行至 19%，成长板块估值压力得到一定释放。

表：当前港股医药/传媒/纺服板块5年PE（TTM）分位处于低位水平

板块	2026Q1末	2026Q2末	2026Q3末	2026年11月4日
建筑	93	90	97	100
银行	85	79	100	94
煤炭	99	89	89	85
汽车	92	91	87	85
机械	94	85	83	84
农林牧渔	87	72	85	83
石油石化	93	75	78	79
综合金融	94	93	80	78
消费者服务	64	81	72	74
通信	82	71	73	72
恒生指数	84	67	64	66
电力及公用事业	48	8	41	54
电子	54	84	59	53
交通运输	74	41	38	44
基础化工	74	72	55	43
商贸零售	50	1	48	42
轻工制造	96	80	58	41
家电	28	22	39	39
电力设备及新能源	70	63	41	29
计算机	18	10	38	19
食品饮料	37	13	9	18
国防军工	36	15	34	15
非银行金融	7	4	1	12
有色金属	78	33	25	10
纺织服装	9	4	1	3
医药	24	6	14	2
传媒	23	8	6	1

数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

表：当前美股硬件设备、半导体板块5年PE（TTM）分位明显回落

板块	2026Q1末	2026Q2末	2026Q3末	2026年11月4日
交通运输	52	87	64	98
建筑	84	99	86	96
耐用消费品	71	87	89	94
家电	96	92	93	91
造纸与包装	78	75	75	88
煤炭	83	86	98	88
钢铁	92	88	86	85
银行	66	94	85	78
化工	98	92	84	78
机械	81	97	79	76
食品饮料	54	57	52	74
医药生物	33	50	68	74
日常消费零售	66	50	33	72
国防军工	59	99	94	71
非银金融	39	48	21	65
电气设备	71	71	64	62
建材	63	60	19	57
硬件设备	55	94	86	52
软件服务	26	36	77	46
公用事业	87	79	41	43
电信服务	68	44	23	40
房地产投资信托	21	21	25	40
石油石化	87	71	46	36
工业企业服务	4	1	12	36
家庭用品	2	6	7	34
有色金属	66	42	39	34
医疗设备与服务	66	78	41	30
工业贸易与综合	33	73	19	29
环保	0	27	23	24
半导体	42	59	31	19
纺织服装	89	56	12	11
传媒	38	36	16	8
可选消费零售	15	8	0	6
房地产	34	10	2	5
消费者服务	21	45	2	3

数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

目 录

CONTENTS

1 大模型&云端算力/成本/商业化综合比拼，负债率/现金流纳入评估维度

2 AI硬件：算力最后一公里再定价，光互联、CPU产业链、SOFC迎新周期

3 AI应用：Coding破局，企业提速、内容延伸；个人崛起、医疗破冰

4 消费：内修“品质·健康·时尚”，外拓“全球化出海”

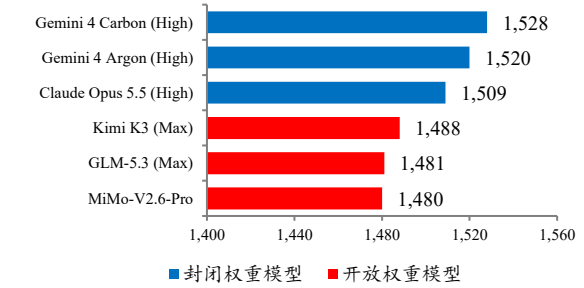
5 受益标的盈利预测与估值

6 风险提示

1.1 顶尖模型文本评分差距较小，成本与商业化成为重要竞争维度

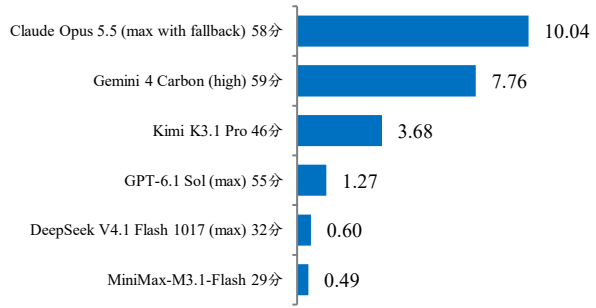
- **顶尖开放与封闭权重模型文本评分差距较小，国产模型居开放权重榜首。**据Arena榜单2026年10月下旬数据，开放权重模型榜首为月之暗面Kimi K3（Max），顶尖开放权重模型文本评分与顶尖封闭权重模型较为接近。
- **新一代模型API价格下降，不同模型的每任务成本分化明显。**与GPT-5.6的推广价相比，GPT-6 Sol和Luna的API价格降低了50%；据Artificial Analysis，Claude Opus 5.5与GPT-6.1 Sol智能指数得分相近，但前者每任务成本约为后者的8倍。模型能力提升与推理成本下降有助于拓宽应用范围，使用频次高、提效易衡量、能融入既有工作流程的场景，更有望形成持续付费需求。
- **商业化成为竞争重点，编程工具及海外头部模型厂商收入增长。**AI编程工具Cursor年化收入于2026年2月突破20亿美元，较3个月前翻倍；2026Q2，Anthropic实现营业收入115.55亿美元，OpenAI约67亿美元，环比分别增长144%、18%；Anthropic由上季度经营亏损16.67亿美元转为经营盈利9.74亿美元，OpenAI经营亏损由2026Q1的93亿美元扩大至Q2的123亿美元。2026Q3 Anthropic收入进一步增至168亿美元，环比增长45%，增速较Q2放缓，并实现调整后盈利。

图：顶尖开放与封闭权重模型评分较为接近（2026年10月）



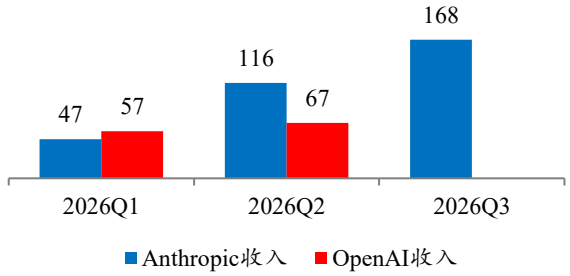
数据来源：Arena、开源证券研究所

图：主要模型每任务成本差异显著（美元/任务，2026年11月初）



数据来源：Artificial Analysis、开源证券研究所

图：Anthropic、OpenAI季度收入增长（亿美元）

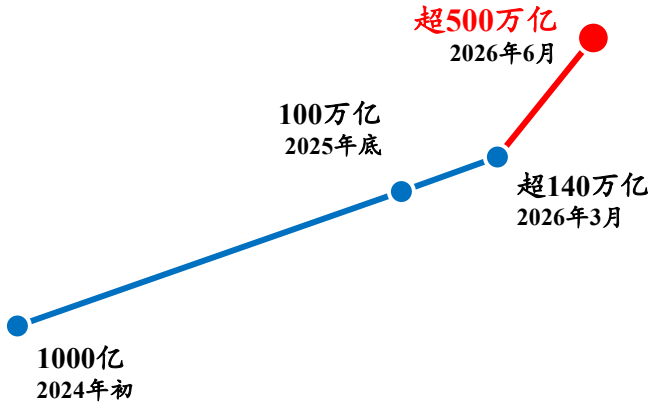


数据来源：Anthropic招股书、WSJ、FT、开源证券研究所

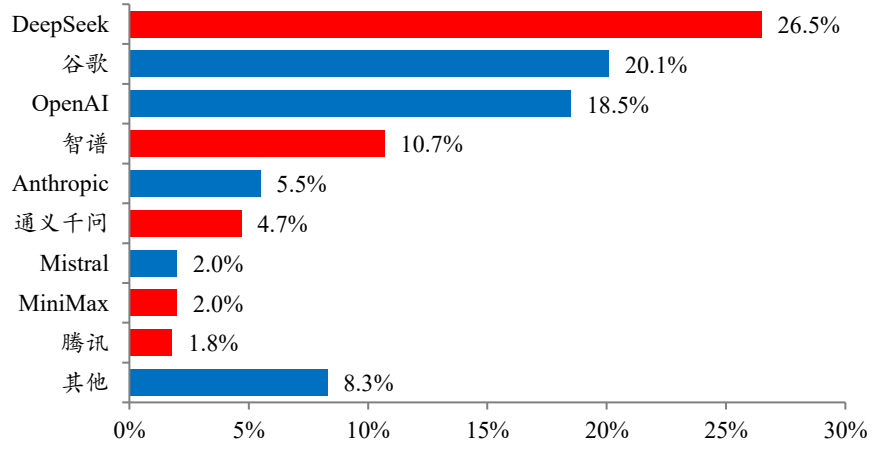
1.2 国内Token调用量快速增长，国产模型在第三方平台使用份额居前

- **国内Token调用量快速增长，为大模型商业化提供需求基础。**我国日均Token调用量由2024年初的1000亿增至2025年底的100万亿、2026年3月的超过140万亿，截至2026年6月已突破500万亿。随着AI Agent等应用持续落地，模型调用需求有望进一步扩大，付费调用增长有望推动模型服务收入提升。
- **国产模型在OpenRouter平台请求份额居前。**据OpenRouter平台数据，2026年10月19日周，按文本请求量统计，DeepSeek以26.5%的份额位居首位；DeepSeek、智谱、通义千问、MiniMax与腾讯五家国产模型厂商份额合计约46%。

图：截至2026年6月，我国日均Token调用量已突破500万亿



图：OpenRouter模型厂商文本请求量份额（2026年10月19日周）



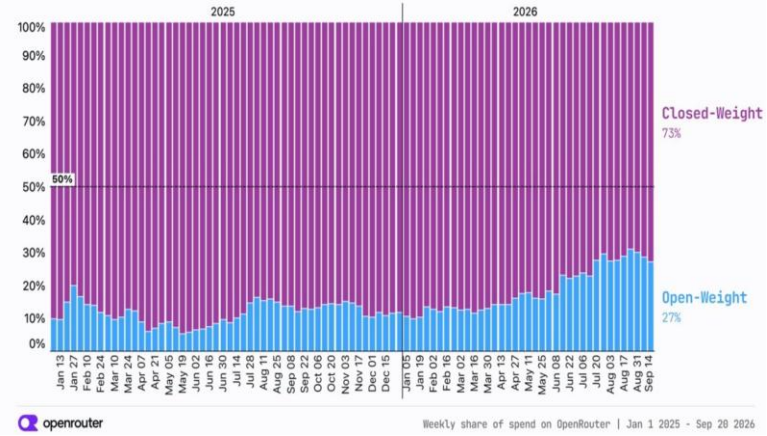
数据来源：国家数据局、工信部、开源证券研究所

数据来源：OpenRouter、开源证券研究所

1.3 开放权重模型调用量份额提升，封闭权重模型仍主导支出

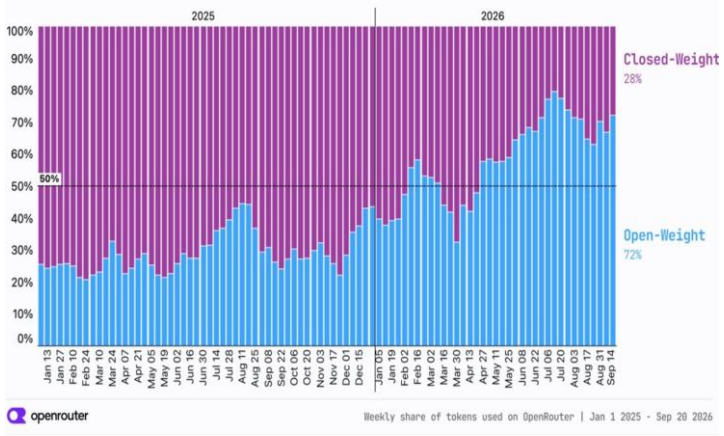
- **封闭权重模型目前仍占据大部分API调用支出份额，但开放权重模型支出份额正在逐步提升，且Token调用量份额的提升更为明显。**根据OpenRouter数据，2026年9月中旬封闭权重模型在API调用支出中的占比超过七成。据OpenRouter平台统计，2026年4月以来，开放权重模型周度Token调用量份额总体保持在50%以上，并于7月初达到约79%的阶段性高点。
- **开放权重模型商业化提速，封闭权重模型平均单位Token支出仍较高。**2026年1月至9月，OpenRouter平台上将DeepSeek用于生产环境的美国初创企业占比由约13%升至40%以上；月之暗面、DeepSeek 2026年8月的月度调用支出均增至1月的至少10倍，但在平台调用支出中的份额仍相对有限。开放权重模型凭借性价比优势加速渗透，调用规模有望继续扩大；封闭权重模型的支出份额明显高于其Token调用量份额。

图：封闭权重模型仍占据主要API调用支出份额



资料来源：OpenRouter

图：开放权重模型Token调用量份额总体提升



资料来源：OpenRouter

1.4 大模型定价趋于分层，国内代表厂商收入快速增长

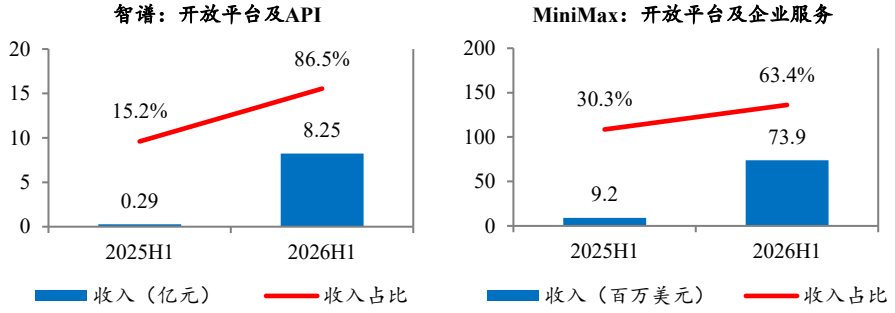
- **分层与差异化定价成为行业共同趋势。**海外主要模型厂商通过模型分层、批处理折扣及上下文长度分档等方式实施差异化定价；国内方面，DeepSeek采用高峰与空闲时段差异化定价，空闲时段价格较高峰时段降低50%；火山方舟提供常规、低延迟、低优先级及批量推理等差异化服务。根据时段、时延及上下文长度实施差异化定价，有助于匹配不同需求、引导调用时段，提升算力利用率与单位经济性。
- **智谱、MiniMax收入快速增长，开放平台相关业务成为收入增长的重要来源。**智谱2026H1收入9.54亿元，同比增长399.7%，其中开放平台及API收入8.25亿元，同比增长2735.7%，占比由2025年同期的15.2%升至86.5%，该业务毛利率由-0.4%提升至24.6%；受收入结构变化及本地化部署业务毛利率下降等因素影响，公司整体毛利率由50.0%降至26.4%，经调整净亏损19.64亿元；MiniMax 2026H1收入1.17亿美元，同比增长283.1%，开放平台及其他基于AI的企业服务收入7390万美元，同比增长703.1%，占比由2025年同期的30.3%升至63.4%，公司整体毛利率由12.1%升至17.9%，经调整净亏损2.93亿美元。调用需求增长正逐步转化为商业化收入，但两家公司仍处于亏损阶段。

表：国产大模型旗舰与低价型号定价（元/百万Token）

厂商	旗舰型号	输出价	低价型号	输出价
阿里	Qwen3.8-Max	36.0	Qwen3.8-Flash	2.7
腾讯	混元Hy4 preview	18.0	混元Hy3	4.0
字节跳动	Doubao-Seed-2.1-pro	30.0	Doubao-Seed-2.1-lite	2.7
智谱	GLM-5.3	28.0	GLM-5.3-Flash	2.8
月之暗面	Kimi K3.1 Pro	68.0	Kimi K2.6	27.0
DeepSeek	DeepSeek-V4-Pro-0813	27.0	DeepSeek-V4.1-Flash-1017	8.0

数据来源：各公司官网、开源证券研究所（DeepSeek为高峰时段价格）

图：智谱、MiniMax开放平台相关收入规模及占比大幅提升

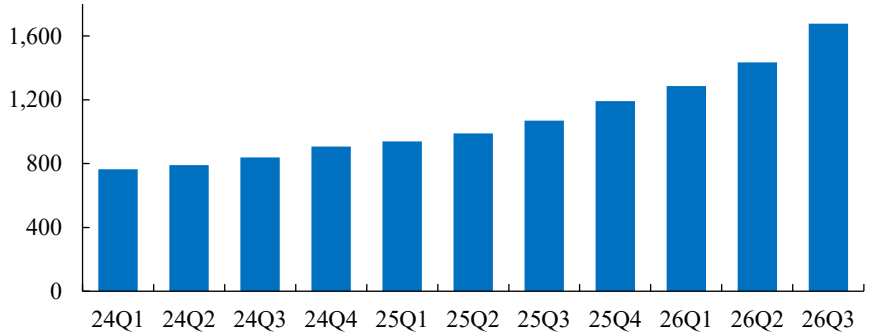


数据来源：智谱、MiniMax公告、开源证券研究所

1.5 AI需求推动全球云市场扩容，不同厂商增长呈现分化

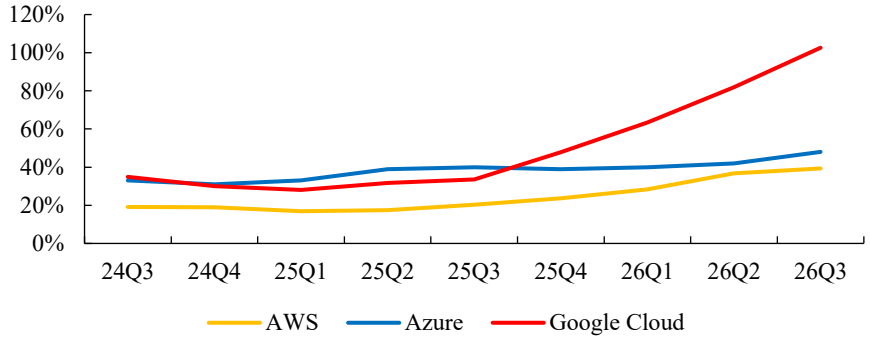
- **全球云市场增速继续上行，AI成为市场增长的重要驱动力。**据Synergy，2026Q3全球云基础设施服务市场规模达1677亿美元，同比增长55%，其中AI专用云服务约占总体市场规模的三分之一；根据Gartner，2026年全球IaaS支出预计同比增长29.3%至2873亿美元，其中AI优化型IaaS支出预计增长96.4%至423亿美元；推理支出占AI优化型IaaS支出的比例预计由2026年的55%升至2027年的59%。
- **三大云厂商增速加快、亚马逊份额居首，第二梯队厂商增速居前。**2026Q3 AWS、Azure、谷歌云收入同比分别增长39.3%、48%、102.6%，较2026Q2的36.8%、42%、81.8%进一步提速，其中谷歌云增速最快。根据Synergy，2026Q3亚马逊、微软、谷歌在全球云基础设施服务市场的份额分别为26%、19%、16%。第二梯队中，CoreWeave、甲骨文、Nebius等厂商增速居前。

图：全球云基础设施服务市场规模持续扩大（亿美元）



数据来源：Synergy Research Group、开源证券研究所

图：三大云厂商收入增速加快

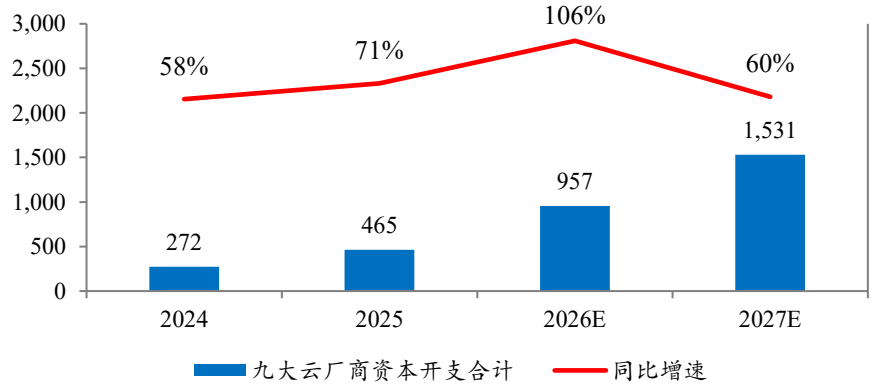


数据来源：各家公司公告、开源证券研究所（谷歌云2026Q2起含TPU系统销售；Azure 2025Q3前为Azure and other cloud services口径）

1.6 全球云厂商资本开支持续扩张，2027年预计维持高增长

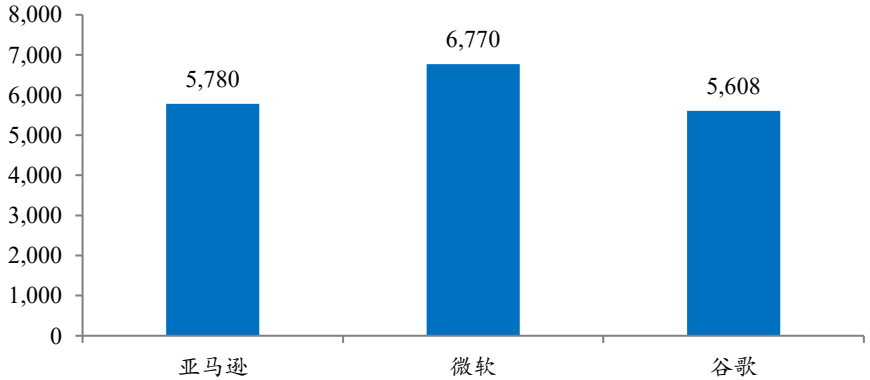
- **北美科技大厂资本开支增速进一步提升，全年指引维持高位。**亚马逊、微软、谷歌2026Q3资本开支合计约1724亿美元，同比增长85%，其中亚马逊、谷歌增速均超110%；全年指引上，亚马逊约2200亿美元，微软约1700亿美元，谷歌维持1950–2050亿美元并预计2027年显著增长。
- **在手订单维持高位，为云厂商持续扩张提供需求支撑。**截至2026Q3，微软商业RPO、AWS、谷歌云在手订单分别为6770亿、5780亿、5608亿美元，其中微软商业RPO同比增长73%。据TrendForce，全球九大云厂商资本开支预计由2025年的4650亿美元增至2026年的9570亿美元，同比增长106%；2027年预计超过1.5万亿美元，增速预测由50%上调至60%，主要受服务器及零部件涨价、部分供应商预付款要求等因素影响。

图：预计2027年全球九大云厂商资本开支合计增长60%（十亿美元）



数据来源：TrendForce、开源证券研究所（九大云厂商为谷歌、亚马逊、Meta、微软、甲骨文、字节跳动、腾讯、阿里巴巴、百度）

图：截至2026Q3三大云厂商在手订单维持高位（亿美元）

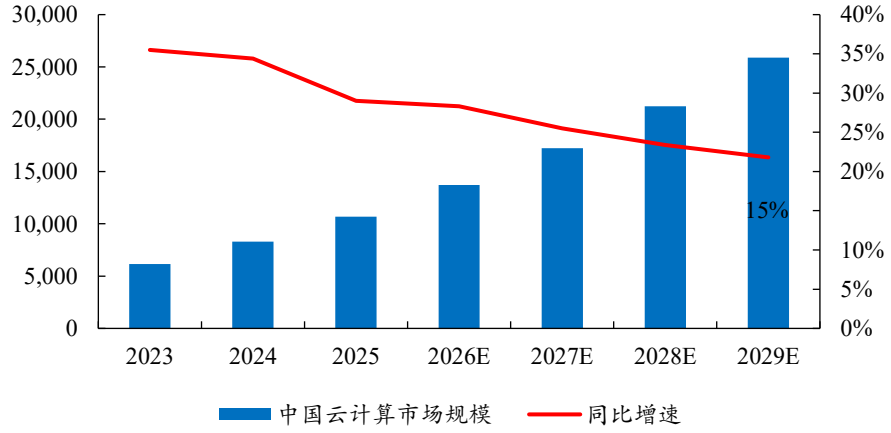


数据来源：各家公司公告、开源证券研究所（微软为商业RPO）

1.7 国内AI云收入快速增长，2026Q2三大厂商资本开支合计翻倍

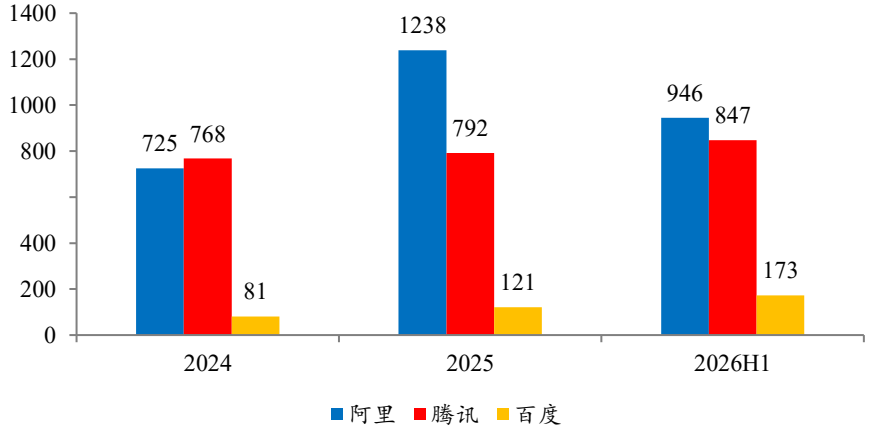
- **2025年国内云市场规模超万亿元。**根据信通院，2025年国内云计算市场达10692亿元，增速29%，预计2029年有望突破2.5万亿元；根据Omdia，2025Q4中国大陆云基础设施服务支出147亿美元，同比增长26%。
- **AI云收入快速增长。**阿里AI云与算力服务分部（含平头哥）2026Q2收入484.4亿元，同比增长45%，AI相关产品收入连续12个季度实现三位数同比增长；百度AI云基础设施2026Q2收入73亿元，同比增长50%。
- **国内三家头部厂商资本开支合计同比翻倍以上。**阿里、腾讯、百度2026Q2资本开支合计1319亿元，同比增长114%，2026H1合计约1966亿元，已接近2025年全年的约2151亿元；阿里、百度2026Q2自由现金流分别为-446.7亿元、-79.5亿元。

图：预计2029年国内云计算市场规模将突破2.5万亿元（亿元）



数据来源：中国信息通信研究院、开源证券研究所

图：国内三家大厂2026H1资本开支合计已接近2025全年（亿元）

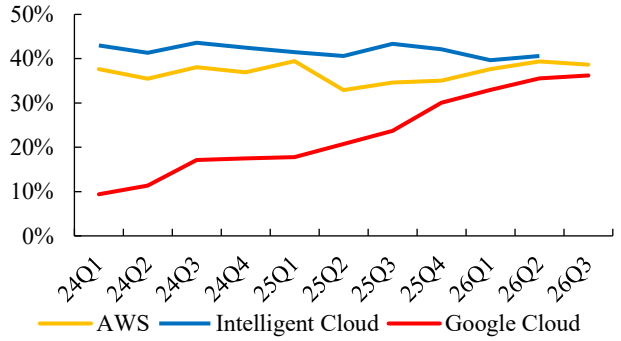


数据来源：各家公司公告、开源证券研究所

1.8 部分头部云厂商盈利能力改善，收入增长有望缓解新增折旧压力

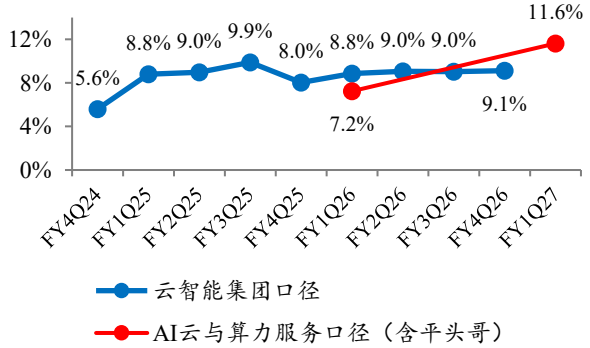
- **部分头部云厂商盈利能力改善。**2026Q3 AWS、谷歌云经营利润率分别为38.7%、36.2%，其中谷歌云较2025Q3的23.7%提升12.5pct；微软FY27Q1 Agents and Infra分部经营利润率52.8%，同比略降。阿里AI云与算力服务分部（含平头哥）FY1Q27经调整EBITA利润率11.6%。且云厂商ROIC截至2026Q3均处在20%以上，谷歌为42.4%。
- **收入增长有望缓解新增折旧压力，头部云厂商盈利表现或继续分化。**2026年以来，部分国内云厂商上调部分AI算力相关产品价格，阿里云、百度智能云将调价归因于AI需求增长及核心硬件成本上涨。随着新增产能利用率提升，云业务收入扩大有望逐步缓解新增折旧对利润率的压力。谷歌云收入与经营利润率同步提升，显示出经营杠杆改善的迹象；考虑到各厂商业务结构、扩产节奏及成本变化存在差异，盈利表现或继续分化。

图：谷歌云利润率逐季提升，AWS维持30%以上



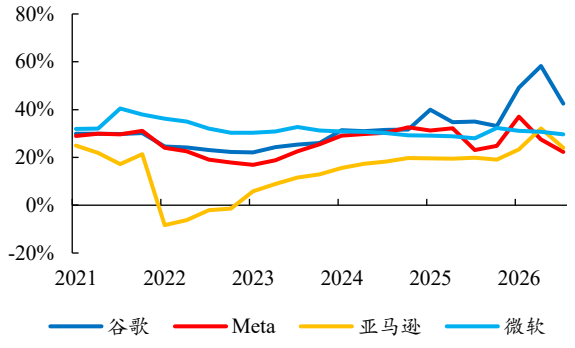
数据来源：各家公司公告、开源证券研究所（谷歌云2026Q2起含TPU系统销售）

图：阿里AI云与算力服务经调整EBITA利润率同比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图：2026Q3主要云厂商ROIC均超20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.9 云厂商融资规模扩大，信用风险呈现分化

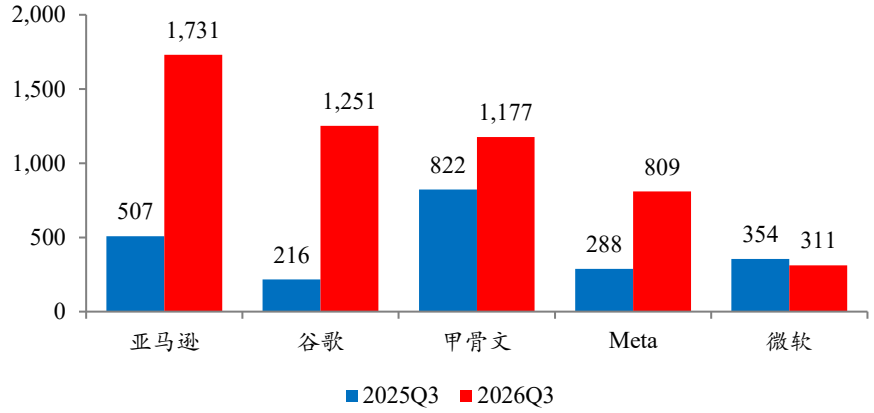
- **云厂商融资渠道拓宽，债券、股权及项目融资共同支持算力扩张。**截至2026年7月7日，亚马逊、谷歌、Meta及甲骨文年内合计发债约1940亿美元。甲骨文2026年2月发债250亿美元，2026年6–8月通过ATM增发股票净融资199亿美元。国内方面，阿里2026年8月配售新股募资约800亿港元，腾讯2026年10月完成18亿美元及260亿元离岸人民币债券发行。
- **主要大型云厂商仍保持投资级信用评级，但信用风险呈现分化。**2026年7月，标普将甲骨文长期发行人评级下调至BBB-。据路透社2026年10月15日报道，甲骨文与CoreWeave的5年期CDS利差分别升至288bp和超过1000bp。头部云厂商整体融资能力仍较强，但高杠杆厂商的融资成本及偿债压力需持续关注。

表：主要云厂商信用指标

公司	标普长期发行人评级	资产负债率	同比变化（pct）	近期主要融资动作
微软	AAA	39.6%	-3.3	2026年10月29日定价250亿美元债（10个品种，2028–2066年到期）
Alphabet（谷歌）	AA+	32.5%	+4.6	2026年2–5月发行多币种债；6月股权融资净募资约496亿美元；8月发行250亿美元债
亚马逊	AA	50.7%	+1.4	年3月、7月分别发行370亿、250亿美元债；陆续发行欧元、瑞郎、加元及英镑债
Meta	AA-	43.1%	+7.0	2026年5月完成发行250亿美元债；10月定价250亿美元普通股远期发售及125亿美元强制可转换优先股
甲骨文	BBB-	77.8%	-8.5	2026年2月发行250亿美元债；6–8月通过ATM增发股票净融资199亿美元
阿里巴巴	A+	43.2%	+2.4	2026年8月配售新股，募资约800亿港元
腾讯	A+	43.4%	+3.1	2026年6月、10月发行美元及人民币债
CoreWeave	B+	93.5%	+8.0	2026Q2发债超100亿美元；8月获26亿美元延迟提款贷款额度，9月完成发行42亿美元可转债
Nebius	—	63.0%	+37.1	2026年3月、8月分别发行可转债约43亿、57.5亿美元；10月获花旗35亿美元担保融资

数据来源：各家公司公告、标普全球评级、Bloomberg、路透社、S&P Global Market Intelligence、LSEG、开源证券研究所（资产负债率中甲骨文为2026年8月末，阿里、腾讯、CoreWeave、Nebius为6月末，其余为9月末；甲骨文、亚马逊总负债为计算值）

图：2026Q3末多数美国云厂商长期债务较上年同期增加（亿美元）



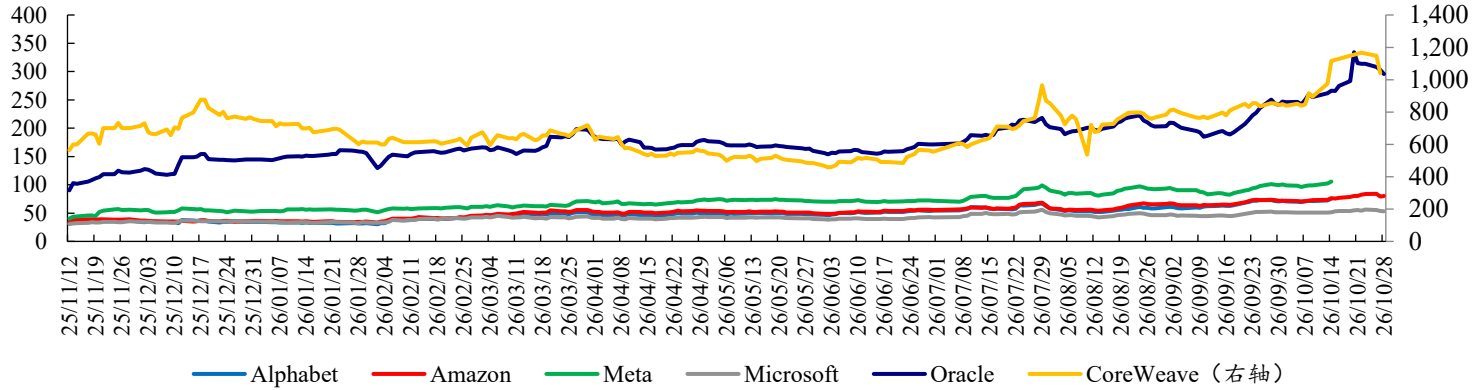
数据来源：各公司公告、开源证券研究所（甲骨文为8月末数据）

1.9 四大CSP偿债能力仍稳健，Oracle与CoreWeave更敏感

- **虽然融资规模快速膨胀，但截至2026Q3，四大头部CSP偿债能力整体仍处于投资级安全区间。**微软、谷歌、亚马逊、Meta的EBITDA/总负债分别约为0.19、0.83、0.33、0.36倍，资产负债率约为40%、32%、51%、43%；相比之下，Oracle的EBITDA/总负债为0.04、资产负债率约78%，杠杆明显更高。信用市场同样体现分化，2026年10月，微软、谷歌、亚马逊的5年期CDS均处于100bp附近或以下水平，Oracle于10月下旬在300bp左右，CoreWeave更超过1000bp。

- **综合来看，2025年1月至2026年8月阶段的云厂商融资环境可以概括为两点：**资本供给仍然充裕，融资并非AI资本开支立即见顶的原因。未来最重要的不是“有没有融资”，而是“谁能将融资转化为高质量的回报”。2026年下半年至2027年更可能出现“CapEx增速见顶、绝对额继续提升、ROI分化加剧”，而非行业突然收缩。

图：5年期CDS 普遍抬升，但CoreWeave、Oracle显著高于其他云厂商（bp）



数据来源：Investing.com、Reuters、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 大模型&云计算:能力/成本/商业化综合比拼，负债率/现金流纳入评估维度

2 **AI硬件：算力最后一公里再定价，光互联、CPU产业链、SOFC迎新周期**

3 AI应用：Coding破局，企业提速、内容延伸；个人崛起、医疗破冰

4 消费：内修“品质·健康·时尚”，外拓“全球化出海”

5 受益标的盈利预测与估值

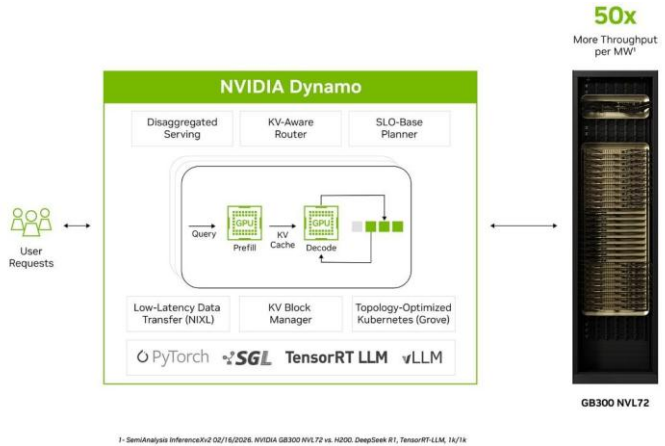
6 风险提示

2.1 互联环节：推理逐步复杂化，瓶颈走向光互联

2026年复杂推理凸显互联瓶颈，2027年Scale-Up带宽有望加速增长，推动光互联升级；交换芯片、光模块、硅光器件需求持续释放。

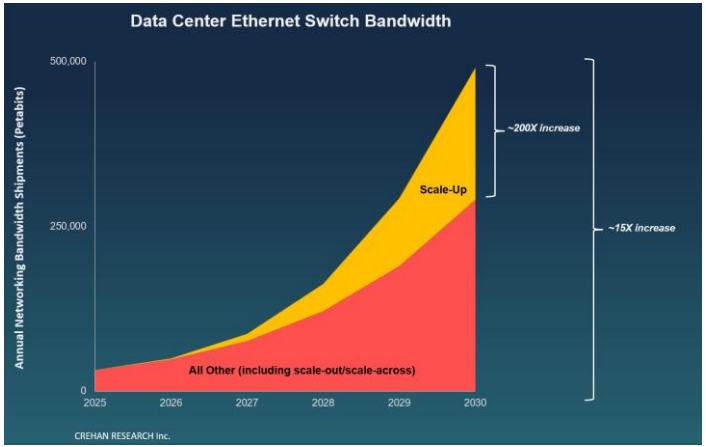
- 英伟达Dynamo通过Prefill/Decode解耦、KV Cache管理及拓扑优化等方式提升推理吞吐，反映推理效率越来越取决于GPU、CPU、内存及网络之间的协同。随着推理负载复杂度持续提升，GPU算力和HBM带宽的增长将进一步放大跨芯片通信压力，网络带宽、时延及拓扑效率有望成为下一阶段AI系统性能提升的关键。
- 根据Crehan Research于2026年发布的预测，2025至2030年数据中心以太网交换总带宽有望增长约15倍，其中Scale-Up以太网交换带宽有望增长约200倍。随着GPU计算域由机柜内向跨机柜扩展，铜互联在距离、功耗及信号完整性上的约束将更加突出，Scale-Up光化有望加速，并进一步拉动高速交换芯片、光模块、CW激光器及硅光PIC需求。

图：复杂推理推动跨芯片通信需求增长



资料来源：英伟达官网

图：AI Scale-Up带宽有望呈指数级增长



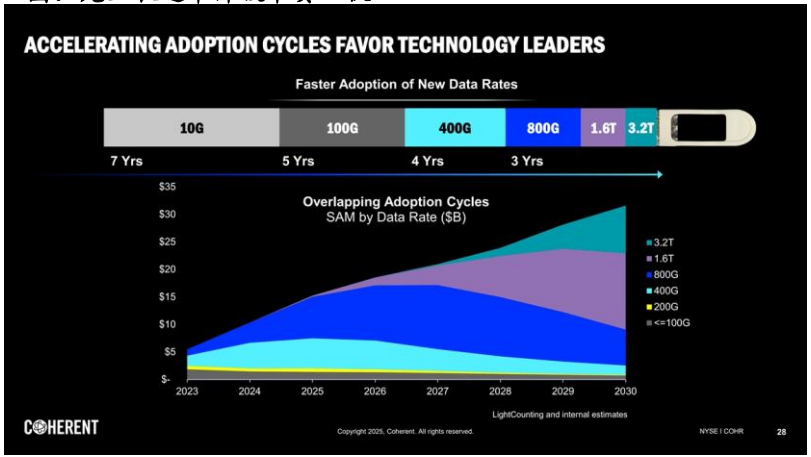
资料来源：Crehan Research《Data Center Ethernet Switch Bandwidth Growth》

2.1 AI光互联：1.6T放量与Scale-Up光化，打开双重增长空间

2030年1.6T市场占比有望超四成，CPO连接数量有望提升9—16倍，利好激光器、硅光及光电芯片产业链。

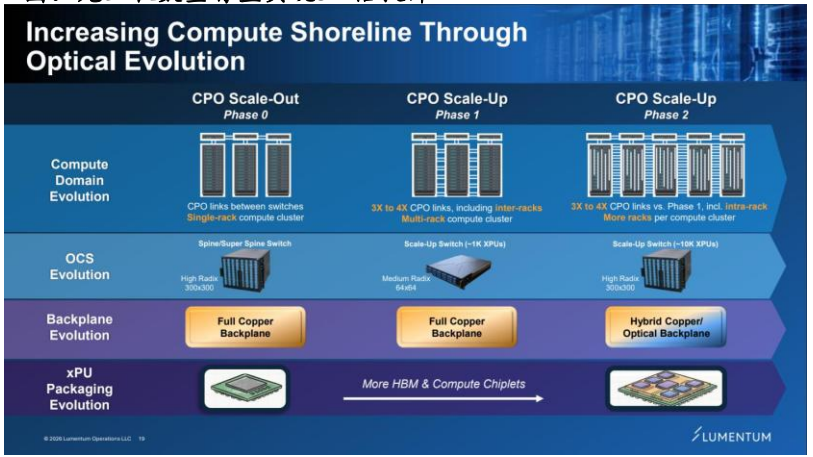
- 根据Coherent引述的测算，光模块新速率的采用周期由10G时代约7年缩短至800G时代约3年，与此同时，上一代产品尚未退出时，下一代速率已经开始爬坡。1.6T目前正进入规模导入阶段，随着AI集群带宽需求提升，其渗透率预计将进一步加快；到2030年，1.6T占各速率可服务市场规模的比例有望达到约4成。速率升级节奏缩短，有利于新一代光/电芯片更快进入放量周期。
- 根据Lumentum披露的技术路线，CPO预计将经历Scale-Out、柜间Scale-Up及柜内Scale-Up三个阶段。2026年CPO在Scale-Out领域持续推进，Scale-Up光化逐步成为下一阶段的重要发展方向；随着Scale-Up计算域向万级XPU扩展，单系统CPO连接数量较初始阶段可能提升至3–4倍；若进一步进入柜内铜光混合阶段，连接数量还有3–4倍提升空间，对应较初始阶段约9–16倍的潜在增长。架构每向前演进一级，都意味着更多光连接进入系统，为CW激光器、硅光PIC及光引擎打开持续扩容空间。

图：光互联速率升级节奏加快



资料来源：Coherent Analyst & Investor Day，2025年5月

图：光互联数量有望实现3-4倍提升



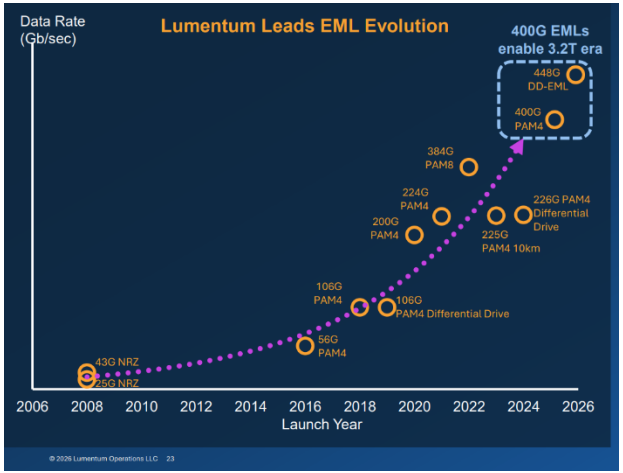
资料来源：Lumentum--OFC 2026投资者会议《Increasing Compute Shoreline Through Optical Evolution》

2.1 激光器：EML高速升级与CW激光器崛起，开启双增长曲线

EML单通道速率持续提升，高端产品价值量有望增长；硅光及CPO渗透加速带动CW扩张，预计未来5年CW成为重要增长引擎。

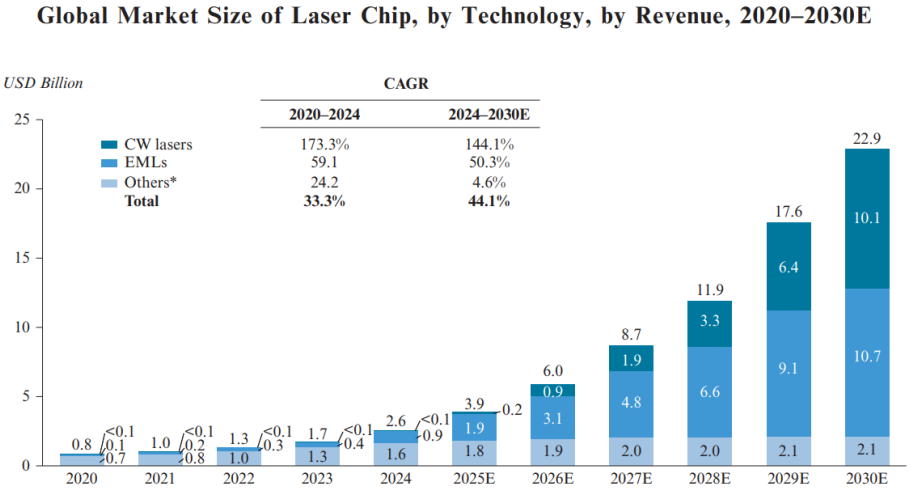
- 根据Lumentum在OFC 2026披露的技术路线，EML单通道速率由2008年的25G/28G逐步提升至100G、200G，并向400G/lane迈进。相较早期技术升级周期，近年来EML单通道速率翻倍所需时间明显缩短，我们认为，从2026年至2029年，随1.6T光模块渗透及3.2T技术逐步成熟，EML有望持续向更高调制带宽、更优线性度及更低功耗方向升级，推动激光器ASP提升。
- 根据源杰科技港股招股材料引述LightCounting的预测，全球激光芯片市场规模有望由2024年的26亿美元增长至2030年的229亿美元，2024—2030年CAGR达44.1%。其中，CW激光器市场规模预计由2024年的不足1亿美元提升至2030年的101亿美元，CAGR达144.1%，显著高于EML的50.3%；随着硅光由高速可插拔进一步向NPO/CPO延伸，激光器市场有望由传统EML主导逐步转向“EML+CW”双线增长，更高功率、更高效率的外置光源将成为新增价值量的重要来源。

图：EML单通道速率翻倍时间逐步缩短



资料来源：Lumentum，OFC 2026 Investor Briefing

图：CW激光器增速有望高于EML激光器增速



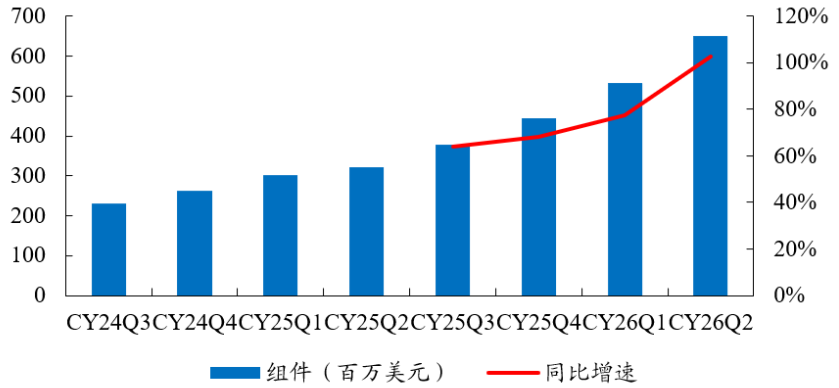
资料来源：源杰科技港股招股材料（LightCounting预测）

2.1 光器件龙头增长提速，EML与CW双线并行，速率升级驱动增长

激光器大厂相关分部斜率向上，印证800G/1.6T放量，支撑EML、CW激光器高景气增长。

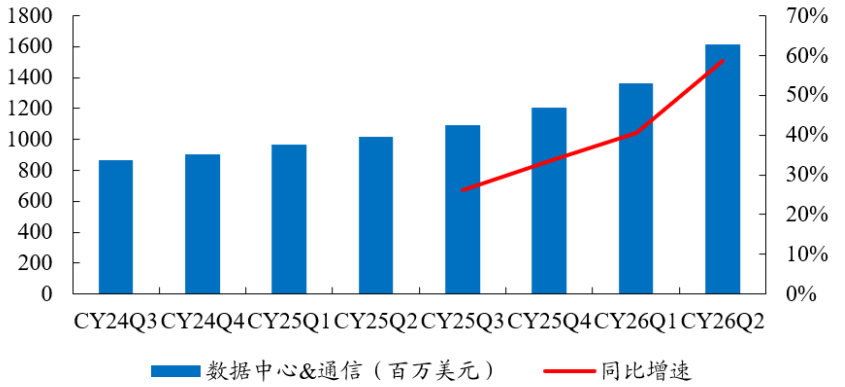
- Lumentum组件业务增长斜率持续抬升，CY26Q2同比增速接近100%，反映AI光互联需求正加速向上游核心光器件传导。我们认为，EML激光器仍将受益于800G/1.6T可插拔光模块放量，而随着硅光、NPO/CPO架构逐步成熟，高功率CW激光器有望成为新的增长引擎，推动公司从单一产品放量走向EML与CW双轮驱动。
- Coherent数据中心与通信业务连续多个季度实现环比增长，CY26Q2收入达到约16亿美元，同比增长接近60%，验证AI算力投资正持续转化为光通信产业链订单。展望2027年，随着AI集群规模扩张及光互联速率升级，行业有望同时迎来传统EML激光器需求扩张与CW激光器渗透率提升，激光器市场增长动力将由速率升级进一步延伸至架构创新。

图：Lumentum“组件”分部增长斜率提升



数据来源：Lumentum季报、开源证券研究所

图：Coherent“数据中心&通信”分部高增长



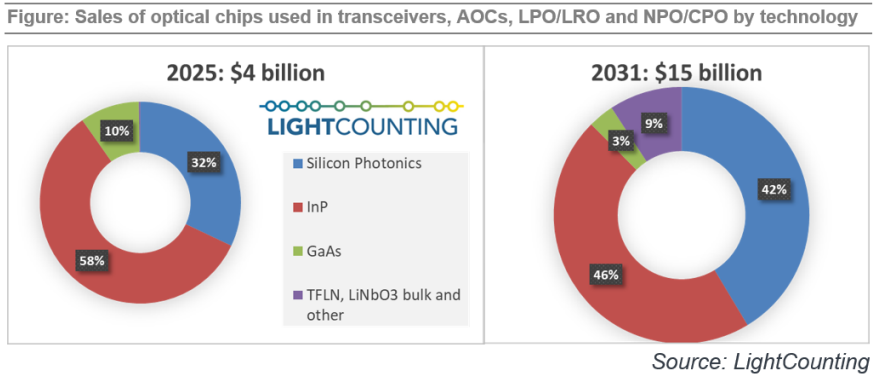
数据来源：Coherent季报、开源证券研究所

2.1 硅光晶圆厂：从可插拔到CPO，硅光晶圆有望量价齐升

硅光渗透率提升及NPO/CPO架构演进，有望驱动晶圆需求增长与先进集成工艺升级，推动硅光代工量价齐升。

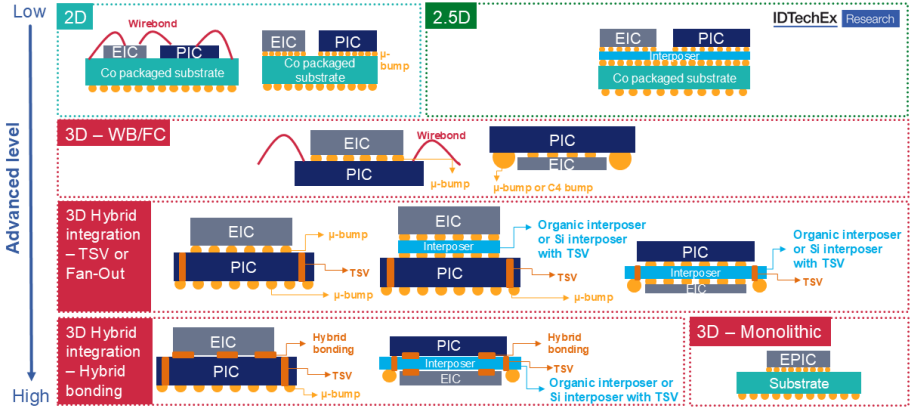
- 根据Lightcounting，全球光芯片市场规模将从2025年的40亿美元增长至2031年的150亿美元，其中硅光芯片占比由32%提升至42%，对应市场规模由约13亿美元增至63亿美元，增长近5倍。高速可插拔持续升级叠加NPO/CPO渗透，使硅光同时受益于行业扩容与技术路线份额提升，上游硅光晶圆制造需求由此获得双重驱动。
- 随着光互联架构由可插拔逐步向NPO/CPO演进，光引擎与ASIC间的集成密度持续提高，PIC/EIC三维异构集成、晶圆键合、TSV及特殊晶圆级加工工艺的重要性逐步提升。硅光代工厂的角色也将由传统PIC晶圆制造逐步延伸至先进光电集成：一方面硅光渗透带来晶圆需求增长，另一方面工艺复杂度提升增加单片晶圆承载的加工价值，形成“出货量增长+工艺价值量提升”的双重增长逻辑。

图：硅光销售额占比预计逐步提升



资料来源：Lightcounting

图：EIC/PIC集成将从2D/2.5D向3D推进



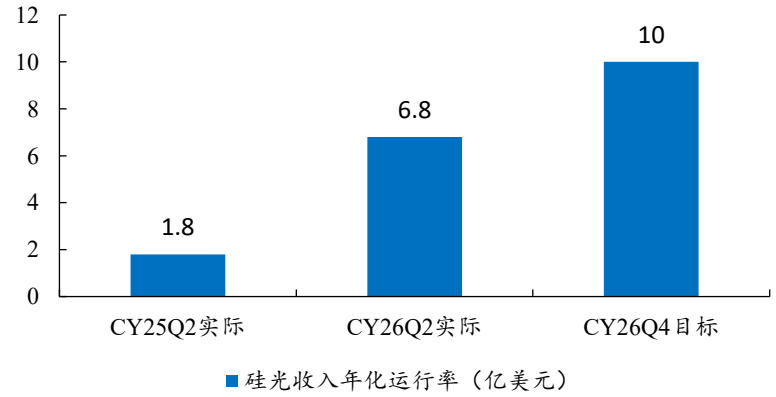
资料来源：《Co-Packaged Optics (CPO) 2026-2036: Technologies, Market, and Forecasts》Yu-Han Chang

2.1 Tower半导体和格罗方德硅光高速增长

Tower硅光收入加速增长，格罗方德2030年目标20亿美元，1.6T升级及NPO/CPO渗透有望推动硅光需求持续高增。

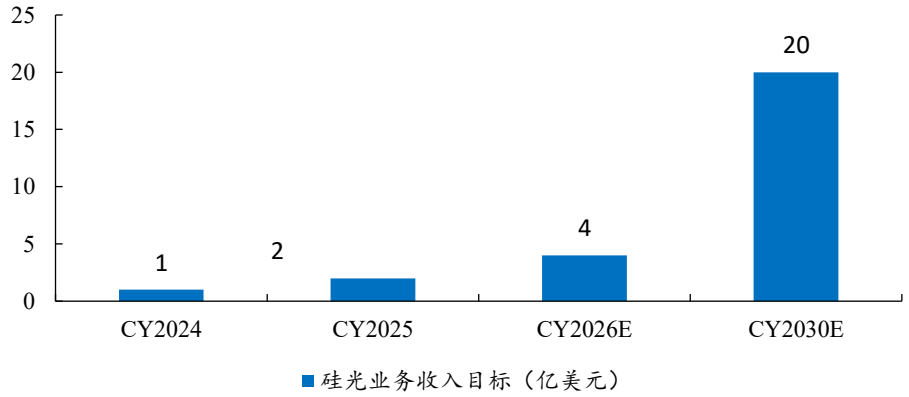
- Tower硅光收入年化运行率由CY25Q2的1.8亿美元提升至CY26Q2的6.8亿美元，并将CY26Q4目标进一步上调至10亿美元，反映客户需求、产能爬坡及订单能见度同步改善。随着1.6T及更高阶光互联方案逐步放量，硅光晶圆需求有望继续沿当前斜率扩张。
- 格罗方德预计硅光收入将从CY2024的约1亿美元增至CY2026的约4亿美元，并在2030年达到约20亿美元，体现公司对硅光长期景气度的强烈信心。其增长目标表明，硅光已不再只是高速可插拔中的单一增量工艺，而正在伴随NPO/CPO等新架构扩展为更具战略意义的代工业务。对于晶圆厂而言，未来增长来源也将从单纯的可插拔需求，逐步扩展至更广泛的光电集成场景。

图：Tower不断上调硅光年化运行率



数据来源：Tower半导体2025Q2/2026Q2季报、开源证券研究所

图：格罗方德目标在2030年实现20亿美元硅光收入



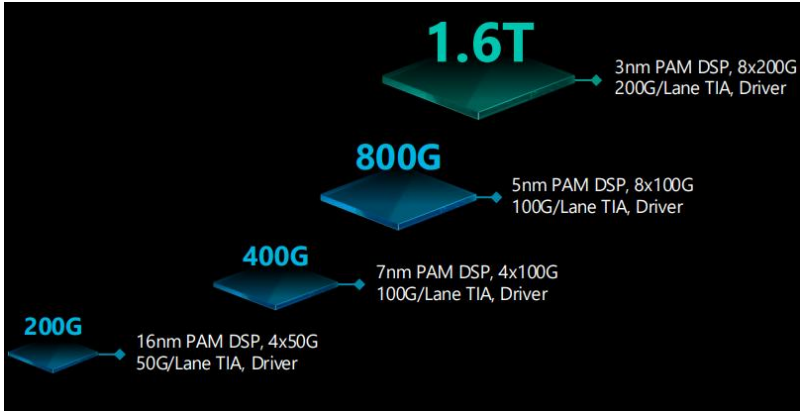
数据来源：格罗方德季报和投资者大会内容、开源证券研究所

2.1 光互联EIC：200G/400G lane推动电芯片技术升级与价值重构

DSP向先进制程演进，TIA/Driver速率及性能要求持续提升，有望推动电芯片ASP增长，并受益于光互联端点扩张带来的增量需求。

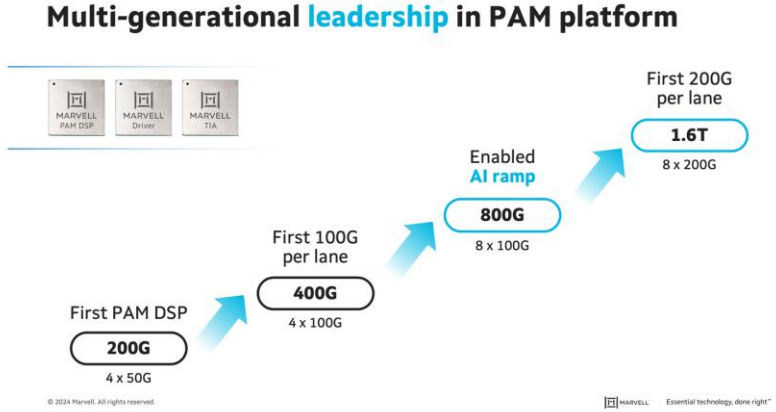
- 根据Marvell，PAM DSP由200G时代的16nm逐步升级至400G的7nm、800G的5nm及1.6T的3nm，反映出对芯片算力及能效要求持续提高。随着单颗DSP需要处理更高吞吐量，并承担更复杂的均衡、FEC及信号恢复功能，功耗约束也同步收紧，先进制程的重要性持续提升。1.6T放量后，DSP的设计复杂度与开发门槛将进一步上升，高性能产品的价值量有望随之提升。
- 根据Marvell，光互联从200G的4×50G升级至400G的4×100G、800G的8×100G及1.6T的8×200G，单通道速率逐步由50G提升至200G。与单纯增加通道数不同，单通道200G提高了对模拟带宽、噪声、线性度和功耗控制的要求，使TIA/Driver成为高速光模块中设计难度提升明显的环节之一。随着单通道200G渗透率提升，高速模拟电芯片有望同时获得规格升级带来的价值量提升，以及高速端口扩容带来的出货增长。

图：从400G到1.6T，DSP制程演进



资料来源： Marvell 2026 Investor Day PPT

图：DSP和TIA同步向200G/lane演进



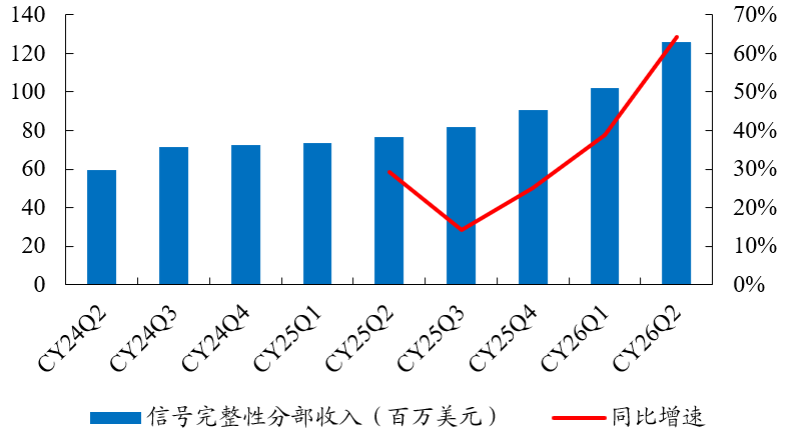
资料来源：Marvell 2026 Investor Day PPT

2.1 电芯片厂商收入开始加速

Semtech与MACOM高速互联业务加速增长，验证AI光互联需求向上游电芯片传导；速率升级有望推动TIA、Driver量价齐升。

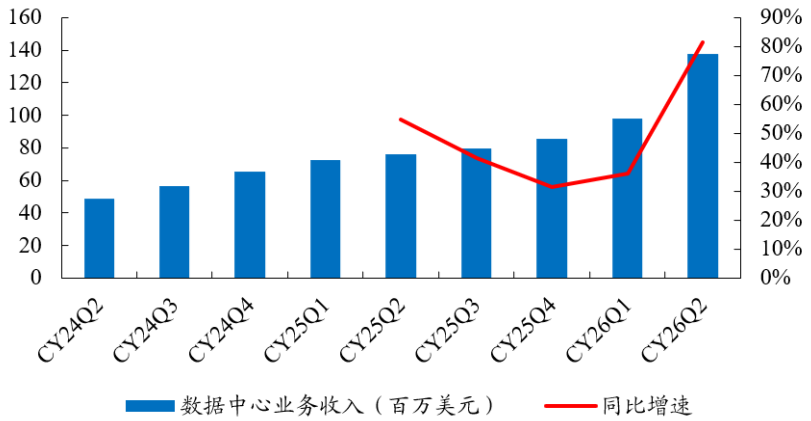
- Semtech信号完整性业务收入增长显著提速，CY26Q2同比增长约64%，反映高速光互联需求正加速向上游电芯片传导。展望2027年，随着800G/1.6T光模块放量及200G/lane渗透率提升，TIA、Driver等高速模拟电芯片有望受益于带宽、噪声及线性度要求提高，实现需求扩张与ASP提升。
- MACOM数据中心业务CY26Q2收入同比增长约82%，增速较前几个季度显著提升，验证AI高速光互联需求持续旺盛。公司积极布局200G/400G单通道高速Driver等产品，我们认为，随着光互联向更高速率演进，电芯片设计复杂度与性能要求持续提升，有望推动高端产品占比增加，带动电芯片价值量及市场规模同步增长。

图：Semtech EIC相关业务收入快速增长



数据来源：Semtech季报、开源证券研究所

图：MACOM数据中心业务高速增长



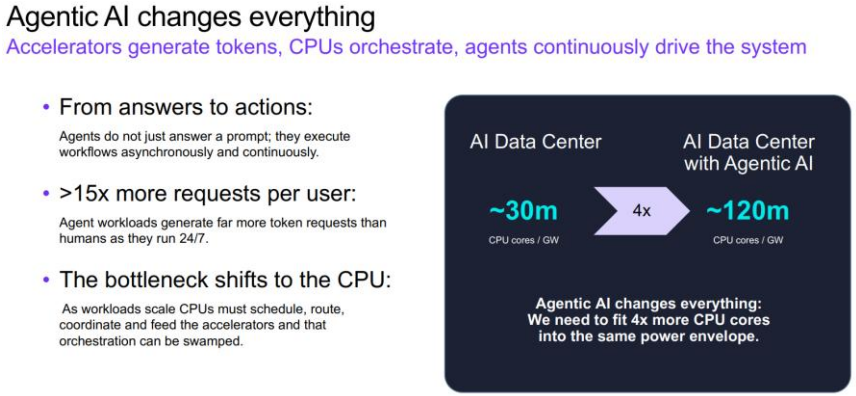
数据来源：MACOM季报、开源证券研究所

2.2 AI服务器持续扩张，CPU从配套角色走向系统级增长

Agent驱动单GW所需CPU核心数增长4倍，TrendForce预测CPU/GPU需求比例向1:1演进，推动服务器CPU需求加速扩张

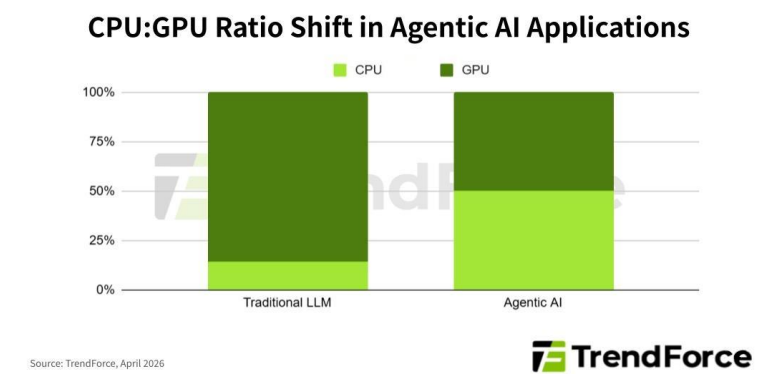
- 根据Arm在2026年投资者日披露的测算，Agentic AI有望推动相同功率预算下的数据中心CPU核心需求由每GW约3,000万个提升至1.2亿个，增长约4倍。我们认为，随着AI应用从单次问答向自主执行、多任务协同及全天候运行演进，2027年Agent应用进一步普及，CPU工作负载有望持续增长，打开服务器CPU需求的新增长空间。
- 根据TrendForce于2026年披露的预测，CPU在CPU/GPU合计工作负载需求中的占比有望由传统LLM阶段的约15%提升至Agentic AI阶段的50%。我们认为，Agentic AI需要CPU持续参与任务规划、工具执行、环境交互及结果验证，推动CPU计算负载显著增长，2027年Agent应用规模化落地有望推动AIDC算力投资从GPU主导向CPU/GPU协同扩张，带动独立CPU计算需求增长。

图：Agent时代，AIDC CPU核数有望提升4倍



资料来源：ARM 2026 Investor Day PPT

图：Agent时代，CPU:GPU比例有望往1:1演进



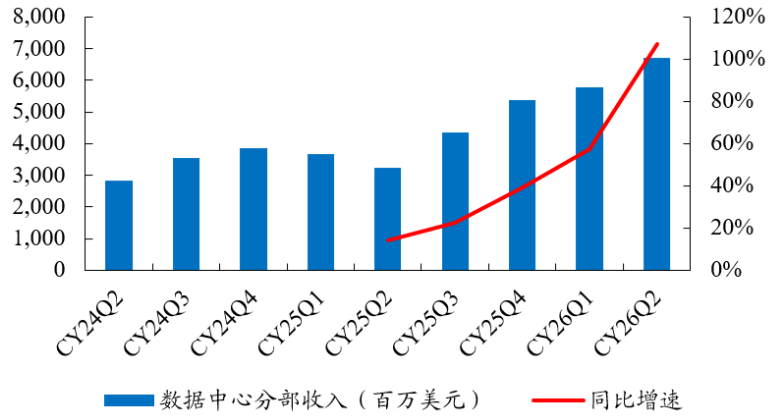
资料来源：TrendForce

2.2 CPU厂商相关业务出现加速

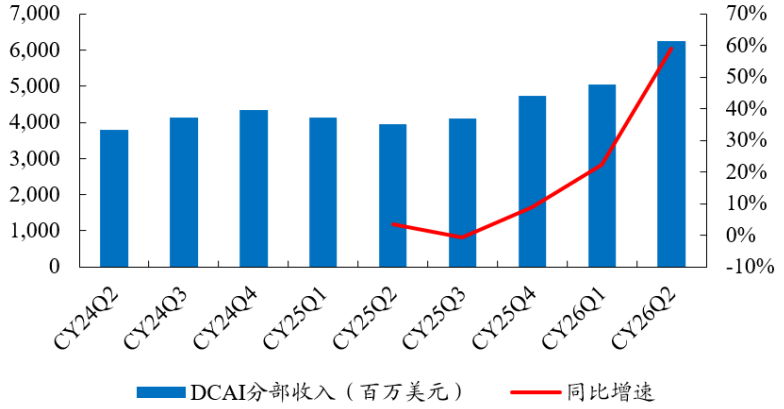
2026年AMD与Intel服务器CPU收入增长显著提速；展望2027年，Agentic AI有望推动独立计算及高核心数CPU需求持续扩张。

- AMD数据中心业务收入增长显著提速，CY26Q2同比增长107%，其中EPYC服务器CPU收入同比增长超过70%，反映AI算力投资正持续向CPU端传导。Agentic AI增加任务调度、工具执行及独立计算负载后，CPU的角色可能由GPU服务器中的配套资源进一步延伸至独立计算层，为服务器CPU打开新的需求边界。
- Intel DCAI业务CY26Q2收入同比增长59%，其中服务器业务收入同比增长约61%，产品出货量与ASP分别提升9%和48%，需求恢复与产品结构升级同步发生，说明本轮CPU改善不仅来自出货反弹，高核心数、高价值量产品的需求也在增强。随着AI数据中心继续扩容，服务器CPU增长逻辑正由周期复苏逐步转向AI负载驱动。

图：AMD-CPU相关业务收入快速增长



图：英特尔DCAI业务高速增长



数据来源：AMD季报、开源证券研究所

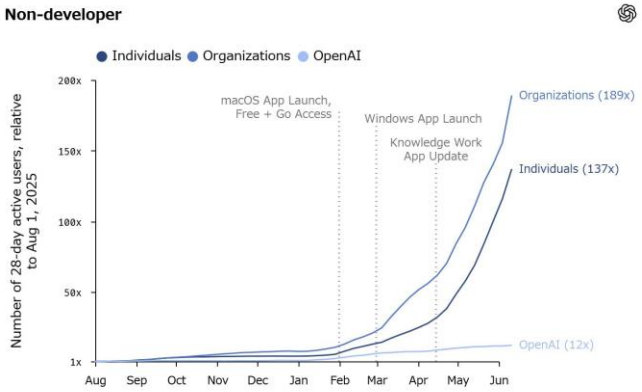
数据来源：英特尔季报、开源证券研究所

2.2 Agent时代：常驻AI智能体有望打开CPU独立计算需求

随着多任务协同、代码执行及工具调用需求增长，CPU承担更多计算任务，独立沙箱及CPU Rack有望打开服务器CPU新增量。

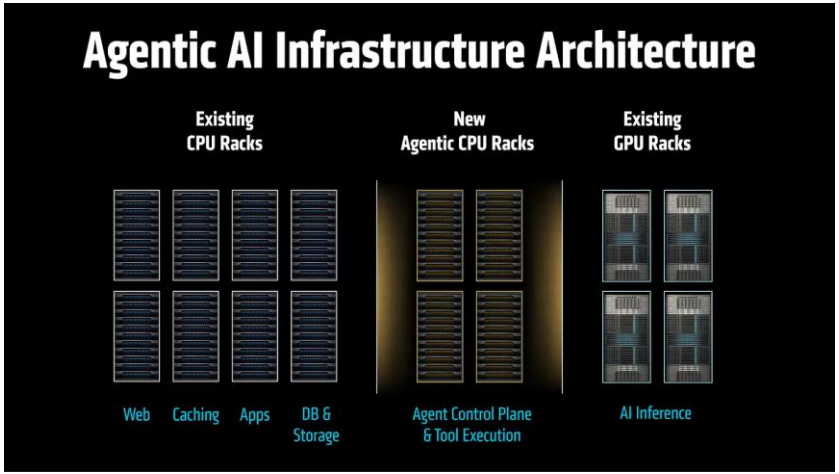
- OpenAI统计，截至2026年6月非开发者群体的Codex活跃用户数量相较2025年8月，在组织账户中增长约189倍、个人账户中增长约137倍。OpenAI还披露，2026年5月已有25.6%的受调查个人用户提交过至少一项估计需要人类工作8小时以上的任务。Agent正在从短时交互工具向长时任务执行者演进，有望推动Agent侧计算需求持续放大，并进一步传导至AIDC CPU需求。
- AMD发文指出，新的Agentic CPU计算层，将会于原有的CPU机架和GPU机架之间新增，推动独立的Agent控制和工具执行落地。AMD还提出CPU/GPU数量配比可能由传统1:4–8向1:1甚至CPU占比更高的方向变化。若Agentic CPU机架在2027年进入规模部署，服务器CPU有望迎来更快速的增长。

图：Agent用户数快速增长



资料来源：OpenAI 《The Shift to Agentic AI: Evidence from Codex》

图：Agent形成独立CPU计算需求



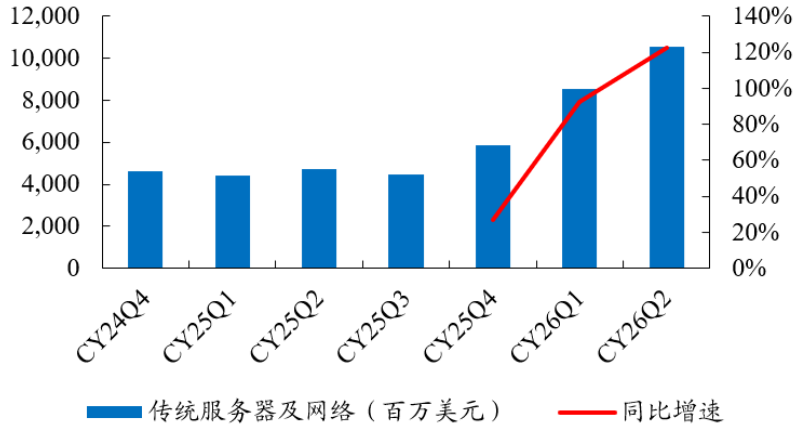
资料来源：AMD 《Agentic AI Changes the CPU/GPU Equation》

2.2 服务器相关公司收入出现高增长

2026年戴尔与HPE服务器业务增长显著提速，验证通用计算需求持续扩张；展望2027年，Agent有望推动独立CPU机架加速增长。

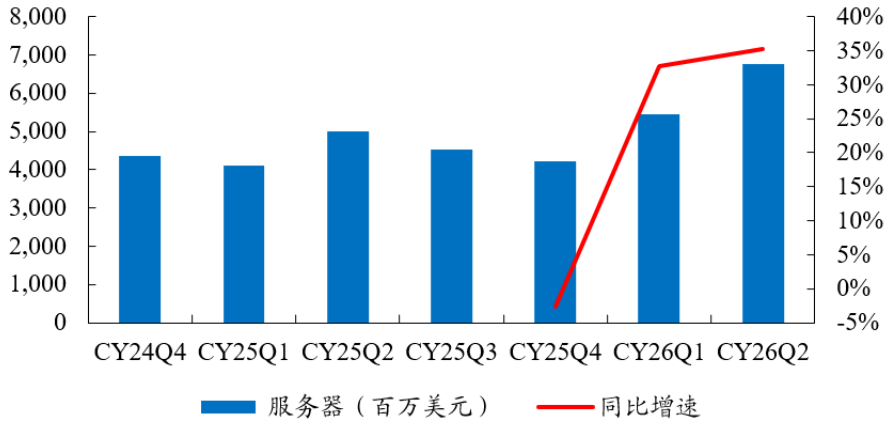
- 戴尔传统服务器及网络业务增长显著提速，CY26Q2收入同比增长122%，反映通用计算基础设施需求持续改善。与此前AI投资高度集中于GPU服务器不同，Agentic AI增加任务编排、代码执行、数据处理及工具调用后，越来越多工作负载需要由CPU独立承接。服务器需求的下一阶段增量，可能不再只是“更多GPU配更多CPU”，而是新增一层相对独立的CPU计算资源。
- 慧与服务器业务CY26Q2收入同比增长35%，较此前季度进一步提速，验证服务器市场需求持续改善。戴尔与慧与同时加速，说明通用服务器需求正在重新进入扩张阶段；若Agentic AI由试点走向规模部署，CPU侧负载还将叠加新的结构性需求。届时，高核心数服务器及CPU-only计算资源有望成为AI数据中心GPU集群之外的另一类扩容方向。

图：戴尔公司-传统服务器出现高增长



数据来源：戴尔公司季报、开源证券研究所

图：慧与服务器业务出现高增长



数据来源：慧与公司季报、开源证券研究所

2.3 服务器：AI服务器加速渗透，通用服务器进入更换周期

服务器行业增长驱动：AI基础设施Capex上行+企业更新换代周期延后释放，当前处于出货量提升+产品高端化+物料缺货涨价的结构性上行期。根据IDC，2026Q2全球服务器收入同比增长52.0%，规模创历史新高，出货量同比增长15.4%，隐含ASP同比增长31.7%；**IDC预计2026年全球服务器市场支出进一步上修至7016亿美元/同比增长54.7%**，全年出货量预计增长约12%，隐含ASP同比增长约38%，AI出货预计至2027年仍受高端GPU和内存配额限制；预计到2030年服务器市场将以28.4%的复合年增长率增长达到1.58万亿美元。

AI服务器：伴随CSP/企业AI部署资本开支预期进一步上修，我们预计2026年在服务器中渗透率提升至74%，至2030年提升至84%或以上，2025-2030年CAGR约为33%。

通用服务器：驱动因素包括：1）**老旧设备更换**：业务剥离、网络威胁、后量子加密挑战，推动企业大规模更换4—6年历史设备；2）垂直行业企业端本地部署智能体（DELL预计约85%数据仍在本地部署环境）带来海量CPU使用量，2026-2027年存量标准式机架设备更新需求进入集中快速释放期，2026Q2通用服务器出货额同比+56%。

表：预计2025-2030年全球服务器市场规模CAGR达到28.4%（单位：亿美元）

	2024	2025	2026E	2027E	2030E
全球服务器总规模	**2462**	**4535**	**7016**	**10208**	**15800**
YOY/CAGR	*91%*	*78%*	*55%*	*46%*	*28%*
AI服务器规模	1541	3190	5217	7918	13198
YOY/CAGR		*107%*	*64%*	*52%*	*33%*
AI渗透率	*61%*	*70%*	*74%*	*78%*	*84%*
通用服务器规模	921	1345	1799	2289	2602
YOY/CAGR		*34%*	*34%*	*27%*	*14%*

数据来源：IDC、开源证券研究所

表：2026Q2通用服务器出货增速超过AI服务器（单位：亿美元）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
全球服务器总规模	**952**	**1094**	**1124.4**	**1253**	**1226.2**	**1663**
YOY	*134%*	*102%*	*61%*	*62%*	*29%*	*52%*
AI服务器规模					866	1149
YOY					*37%*	*50%*
AI渗透率					*71%*	*69%*
通用服务器规模					360	514
YOY					*12%*	*56%*

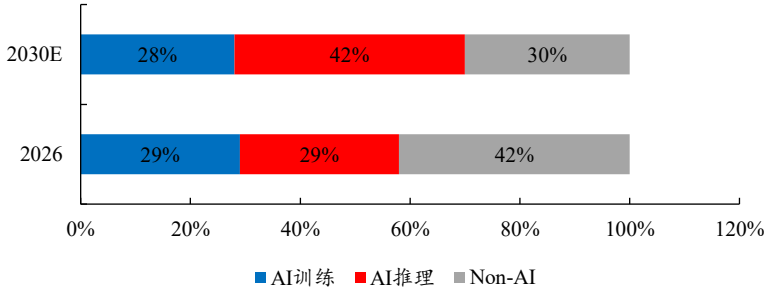
数据来源：IDC、开源证券研究所

2.3 服务器：训练逐步向推理切换，2027年X86份额企稳

架构格局：2024-2025年英伟达GB200/GB300/Rubin平台默认采用Grace-ARM CPU搭配各世代GPU，标准化整机也降低落地门槛；此外AI训练技术层面负载绝大部分计算由GPU承担，CPU退为调度角色，x86通用性能大量冗余，ARM能效优势得以释放，叠加Intel、AMD企业级CPU供给紧张、数据中心机柜功率触顶的产业催化，推动ARM架构份额快速抬升。

2025年非x86总份额提升至34%，2025Q4 AI服务器中非x86（ARM为主）首次超越X86；2026Q2非x86服务器营收744亿美元，同比增长146.0%，占总营收的44.8%，份额持续向x86逼近；X86出货量/ASP/销售额同比+8.9%/+6.6%/+16.1%，销售额同比增速环比转正（Q1-3%）。我们预计系X86受训练爆发期DRAM、CPU零部件优先供给AI的挤压在边际减弱，**后续在推理场景的中型云、政企私有、新云客户多极扩散推动X86 AI服务器出货增长（AMD Helios预计2026Q4实现出货）且通用服务器进入换机周期，预计2027年X86架构份额企稳回升。**

图：预计2030年推理需求占据AI负载的60%



数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

表：预计2027年后X86服务器份额企稳（单位：亿美元）

	2024	2025	2026E	2027E	2030E
全球服务器总规模	2462	4535	7016	10208	15800
YOY/CAGR	91%	78%	55%	46%	28%
X86	2043	2986	3897	5733	8690
YOY/CAGR	59%	46%	31%	47%	24%
占比	83%	66%	56%	56%	55%
非X86	419	1549	3119	4475	7110
YOY/CAGR	424%	270%	101%	43%	36%
占比	17%	34%	44%	44%	45%

数据来源：IDC、开源证券研究所

表：2025Q1-2026Q2非X86服务器份额保持上行趋势（单位：亿美元）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
全球服务器总规模	952	1094	1124.4	1253	1226.2	1663
YOY	134%	102%	61%	62%	29%	52%
X86	658.1	791.6	763	698	639	919
YOY		69%	33%	27%	-3%	16%
占比	69%	72%	55%	56%	52%	155%
非X86	282.8	302.4	362	555	587	744
YOY		320%	193%	147%	108%	146%
占比	30%	28%	45%	44%	48%	45%

数据来源：IDC、开源证券研究所

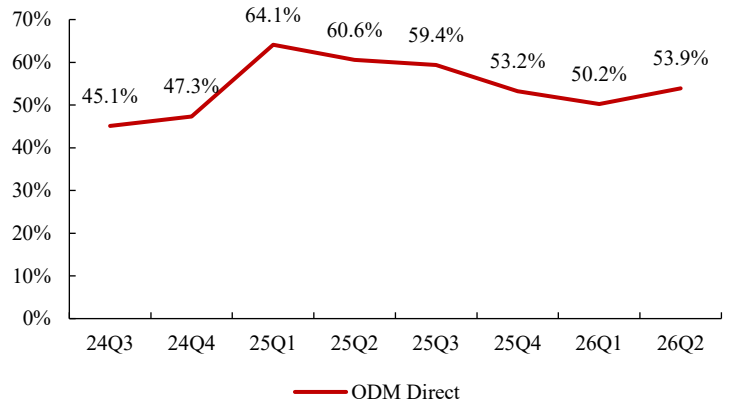
2.3 服务器：客户结构向外扩散，OEM厂商份额有望回升

AI需求结构：从超大规模云厂，扩散到企业、主权客户、NeoCloud，企业私有AI / 本地部署需求占比显著抬升，大型CSP厂商训练AI服务器主要来自台系/内地ODM厂商直采，2026Q2 ODM综合份额为53.9%/同比-6.7pct。

戴尔、联想、HPE等品牌厂商凭借全栈服务、企业级渠道有望抢占更多AI服务器份额，**驱动因素包括：**（1）**算力需求扩散至Neocloud、中型CSP、政企**，这类客户缺少底层硬件工程团队，需要整机交付和综合服务；

（2）GB200/NVL 整机柜交付模式，品牌 OEM 拿到英伟达官方认证整机资质，同时供应链波动下，品牌厂商的长协锁料能力成为壁垒，客户愿意为交付确定性买单。

图：2026Q2 服务器ODM厂商份额-6.7pct/环比



数据来源：IDC、开源证券研究所

表：2026Q2 戴尔/联想/慧与服务器综合份额明显提升

Vendor	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
Dell	9.7%	7.2%	6.3%	7.7%	8.3%	10.0%	16.5%	13.4%
SMCI	7.4%	6.5%	4.3%	4.7%	4.0%	9.3%	7.6%	6.1%
IEIT	6.6%	5.0%	4.6%	4.0%	3.7%	4.1%	3.3%	2.4%
Lenovo	4.6%	4.9%	4.4%	3.9%	3.6%	4.0%	4.6%	5.1%
HPE	5.0%	5.5%	3.4%	3.7%	3.0%	3.1%	3.0%	3.5%

数据来源：IDC、开源证券研究所

2.3 服务器：OEM厂商Backlog均处高位，关注客户结构和供应能力

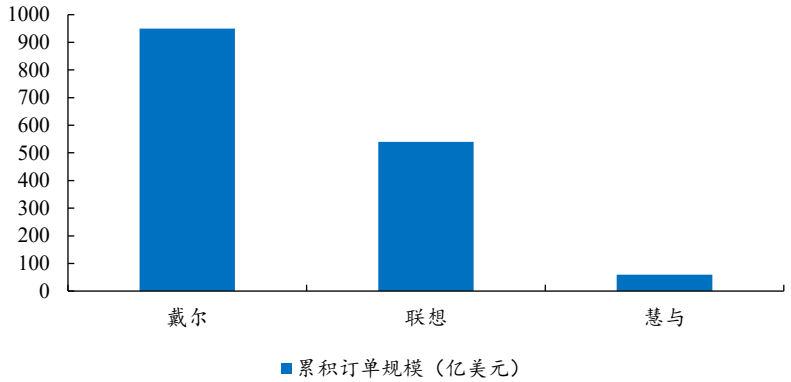
当前服务器行业处于基本面向上和融资端分化的错配阶段：以 CoreWeave 为代表的 NeoCLOUD（新型 AI 云厂商）债券利率飙升，本质是高杠杆算力租赁模式的信用风险定价修复，我们认为并不会逆转全球 AI 服务器的总量扩张趋势，但会加速行业需求结构、客户资质与竞争格局的分化。

订单能见度：各厂商在手AI服务器积压意向订单（Backlog/Pipeline）均处于历史高位，同步带动传统服务器、网络、存储全栈基础设施需求共振；

供应链飞轮：订单转化速度仍取决于供应链组织能力（紧缺DRAM > NAND > CPU > 磁盘驱动器 > ABF 基板 > 光学器件）

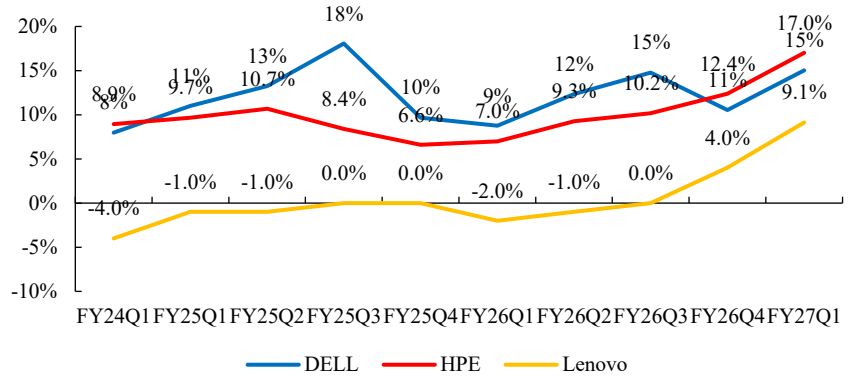
盈利质量：产品和客户结构升级+规模效应带来ISG利润率抬升，但**客户结构和成本转嫁能力将决定未来盈利质量和经营现金流差异。**

图：截至2026Q2 戴尔/联想/慧与在手AI服务器Backlong规模对比（亿美元）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图：戴尔/联想/慧与分季度ISG业务OPM对比



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3 服务器：OEM厂商Backlog均处高位，关注客户结构和供应能力

联想服务器份额提升驱动：（1）x86 服务器+海神液冷+AI 整机柜的产品组合是核心基本盘，Q2联想X86出货量/ASP/销售额同比+45.6%/+34.6%/+96%，量价上行表现均大幅优于行业，份额位列第二逼近DELL，公司调价幅度行业最大、缺料中客户主动转单、获客成本反降，零部件备货+企业侧布局深度形成的供应弹性显现；

（2）加快推进英伟达整机合作及GB300部署，我们测算2026Q2联想非X86服务器出货额约1.5亿美金实现突破，2026Q2 AI服务器backlog达540亿美金订单充沛，预计2026Q3持续环比提升。

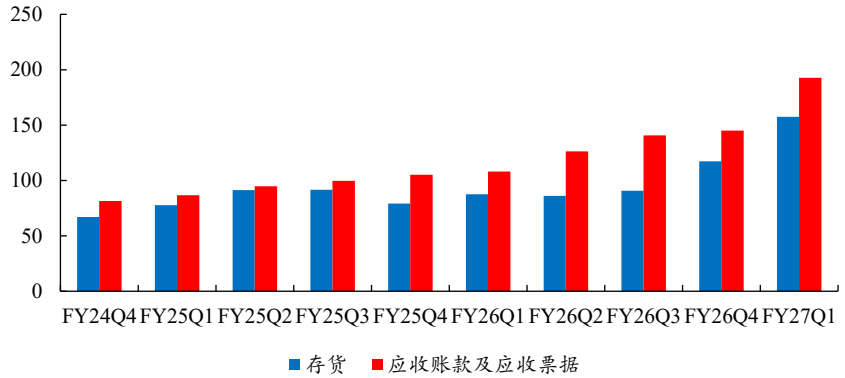
（3）联想 ISG 坚持 CSP＋ESMB 双轮驱动战略，客户结构高度分散且资质优质，不存在对单一高杠杆 NeoCLOUD 厂商的过度依赖；公司新云客户多为非上市公司，资金来自于股权融资，无刚性付息压力，现金流健康，且未来上市计划明确；对比友商，联想不提供客户融资服务，订单预付款要求严格，极端情况有回收实物资产协议兜底，坏账敞口可控。

图：2026Q2 戴尔/超微非X86份额环比下降、联想/慧与份额环比提升（单位：亿美元）

厂商	X86				非X86			
	Q1		Q2		Q1		Q2	
	出货额	份额	出货额	份额	出货额	份额	出货额	份额
戴尔	78	12.2%	88.3	9.6%	124.8	21.3%	134.6	18.1%
超微	47.3	7.4%	68.8	7.5%	46.0	7.8%	32.7	4.4%
联想	56	8.8%	83	9.0%	-	-	1.5	0.2%
浪潮	40.3	6.3%	40	4.4%	-0.2	0.0%	-0.1	0.0%
慧与	37.1	5.8%	56.9	6.2%	-	-	1.3	0.2%

数据来源：IDC、快科技、开源证券研究所

图：联想综合营运指标保持健康可控（单位：亿美元）



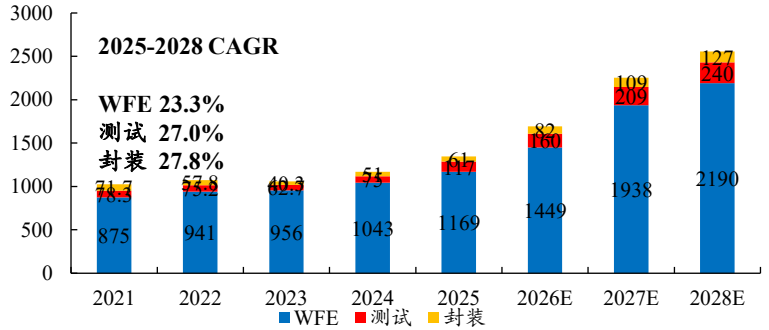
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 半导体设备：下游扩产景气传导上游，关注下游订单能见度

AI基建驱动全球新一轮半导体资本开支周期：先进存储和逻辑为行业资本开支上修的核心主线，根据彭博一致预期，（1）存储：预计三星/海力士/美光2025-2028年资本开支CAGR分别达32%/39%/47%。（2）逻辑：预计台积电/英特尔2025-2028年资本开支CAGR分别达28%/24%。

下游扩产景气传导上游，中后道设备弹性预计更显著。当前晶圆厂设备订单已被客户提前锁定，行业增长的确定性显著强于过往周期。根据台积电业绩会，HBM、CoWoS、SOIC先进封装扩产有望驱动键合、减薄、测试等关键中后道工艺设备需求弹性高于前道设备，根据彭博一致预期预计2025-2028年WFE/封装/测试设备销售额CAGR分别为23.3%/27.8%/27%。**受益标的：ASMPT、ASML等。**

图：预计2025-2028年全球WFE、封装、测试设备销售额CAGR为23.3%/27.0%/27.8%



数据来源：SEMI、Bloomberg、开源证券研究所

表：头部先进逻辑/存储厂商扩产为下游资本开支上修的核心驱动

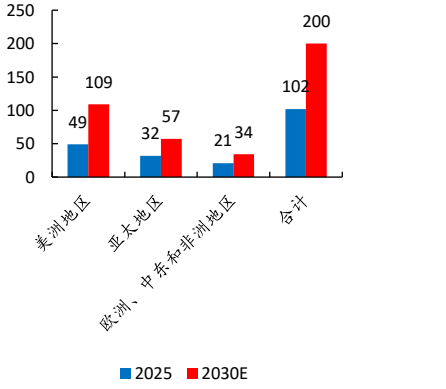
	厂商	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	CAGR
Foundry	台积电	29.8	40.9	62.8	74.0	85.0	28%
	其他	16.1	16.6	14.9	16.9	16.8	1%
	加总	45.8	57.5	77.8	91.0	101.9	21%
	yoy	*-4.1%*	*25.4%*	*35.3%*	*17.0%*	*12.0%*	
IDM	三星	37.5	33.4	55.3	70.1	77.8	32%
	SK海力士	11.7	19.4	34.0	45.3	52.1	39%
	美光	8.1	15.9	28.1	45.2	50.0	47%
	英特尔	24.7	14.6	19.5	26.5	27.9	24%
	其他	25.3	18.5	23.4	30.3	30.6	18%
	加总	107.3	101.9	160.4	217.4	238.4	33%
	yoy	*-1.4%*	*-5.1%*	*57.5%*	*35.5%*	*9.7%*	
OSAT	日月光	2.4	5.3	9.8	9.1	8.3	16%
	安靠	0.8	0.9	2.7	2.3	1.9	27%
	其他	2.3	4.9	5.8	4.8	4.7	-2%
	加总	5.5	11.1	18.2	16.2	14.9	10%
	yoy	*17.0%*	*101.8%*	*64.4%*	*-11.2%*	*-8.3%*	
资本开支总合		158.6	170.4	256.4	324.5	355.1	28%
	yoy	*-1.7%*	*7.4%*	*50.5%*	*26.6%*	*9.4%*	

数据来源： Bloomberg、开源证券研究所（单位：十亿美元，CAGR为2025-2028年）

2.5 SOFC：交付周期为最大优势，补轮机缺口下游放量正当时

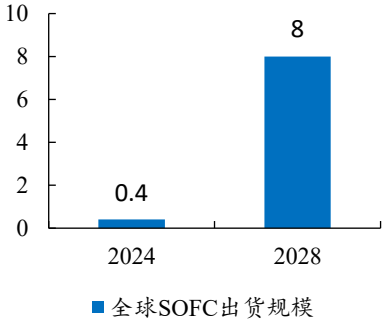
- **全球数据中心&SOFC装机量：**根据仲量联行，2026至2030年间，行业将新增97GW容量，实现五年内规模翻番，至2030年全球总容量可能突破200GW。根据华经产业研究院，全球SOFC装机量有望从2024年的0.4GW增长到2028年的8GW。
- **燃气轮机缺口：**对比燃气轮机，SOFC产品优势主要在交付周期短、有害气体排放近0，同时发电效率与每千瓦造价接近。根据GEV 2026Q3业绩会，其积压订单将从2025年底的83GW增加至130GW，且每千瓦价格上涨50%。龙头燃气轮机公司订单已排期至2030年。《2026燃气轮机产业发展白皮书》显示，2025年全球燃气轮机需求量约为90-100GW，但年产能仅为55至60GW，**供需缺口高达30-40GW**，缺口部分有望由SOFC方案补充。

图：全球数据中心装机量有望从2025年的102GW增长到2030年的200GW（单位：GW）



数据来源：JIL、开源证券研究所

图：全球SOFC装机量有望从2024年的0.4GW增长到2028年的8GW（单位：GW）



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图：SOFC产品对比燃气轮机，优势主要在交付周期短、有害气体排放近0

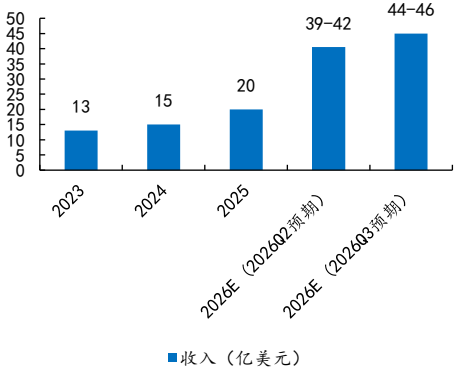
对比维度	SOFC（固体氧化物燃料电池）	燃气轮机（简单/联合循环）
发电电效率	**53-65%（Bloom口径）**	简单循环42.9-44.0%；联合循环63.7-64.3%（GEV口径）
热电联产（CHP）综合效率	**>90%**（Bloom口径）	无标准CHP口径；余热可用于汽轮机发电（已计入联合循环）
燃料适应性	**最广：天然气/沼气/掺氢/纯氢/氨**	天然气为主
系统造价（$/kW）	当前约**$3090/kW**（按Bloom财报披露的2025年数据测算）	设备价格2027E约**$600/kW**（较2019年+195%）；含EPC的项目造价**$2,500-3,000/kW**（GEV 2026年全年订单每千瓦价格较2025年高出约50%）
交付周期	**数月**，甲骨文项目55天投产	**3-4年**：GEV、西门子等全球龙头订单已排期至2029-2030年；GE Vernova 积压订单2026年底预计130GW，2025年底仅83GW
排放	近零：Nox排放0.001 kg/MWh（电化学反应非燃烧，无SOx/颗粒物）	有NOx排放，需DLN燃烧室控制
代表厂商	Bloom Energy、Ceres Power、三环集团、潍柴动力（Ceres合资）等	GE Vernova、西门子能源、三菱重工

数据来源：BloomEnergy、GEV产品手册等、开源证券研究所

2.5 BloomEnergy：连续上调指引，进入“确定性兑现阶段”

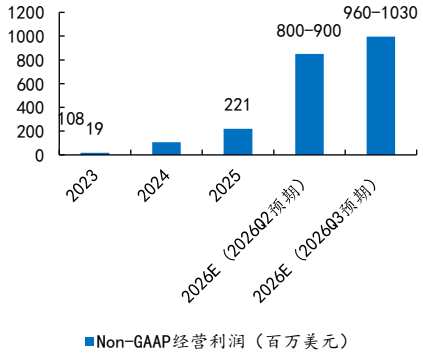
- **BloomEnergy业绩高增、指引连续上调：**2026Q3 BE实现收入12.36亿美元，同比增长138%，经调整经营利润2.86亿美元，同比增长超6倍。公司连续上调全年指引，预计2026年全年收入将达到44-46亿美元，经调整经营利润960-1030百万美元，按中值计算分别同比增长125%和350%。
- **产能有望翻倍增长：**9月29日，Bloom宣布，已购入位于加利福尼亚州弗里蒙特市处158,000平方英尺的设施，现有基地正从1GW/年爬坡至2026年底超2GW，现有占地内具备5GW/年总潜在额定产能，新基地规模与现有占地相当，年额定制造能力有望翻倍至10GW。
- **新技术进一步压降成本、提升RCOE：**传统LCOE忽略数据中心为接入电网所需的变电站、变压器、开关设备等非IT资本开支。根据BE测算，其800V直流原生燃料电池解决方案能够将1GWAI数据中心的非计算资本支出减少36亿美元（约27%），五年总拥有成本减少55亿美元（约9%）。

图：BE 2026年收入指引上调至44-46亿美元



数据来源：BE公司公告、开源证券研究所

图：BE 2026年Non-GAAP经营利润指引上调至960-1030百万美元



数据来源：BE公司公告、开源证券研究所

表：BE在手订单持续增加

时间	客户/伙伴	订单内容
截至2025年底	Brookfield、AEP等	**在手订单200亿美元，其中产品积压订单60亿美元，约2GW**
1月8日	AEP（美国电力）	行使2024年框架协议（100MW初始+900MW期权）中的900MW期权，用于怀俄明州夏延附近燃料电池电厂
4月13日	Oracle	3GW，**首期1.2GW已签约**、2026－2027年部署
5月20日	Nebius（NBIS）	长期合作：首期328MW年内投运（替代往复式发动机）
6月30日	Brookfield	融资框架扩容：AI基础设施电力项目融资额度由50亿美元提高至**250亿美元**
8月6日	MiTAC（神达，TWSE:3706）	弗里蒙特AI服务器制造园区孤岛微电网扩建
10月14日	AEP/谷歌（夏延项目落地）	AEP宣布投资约40亿美元建702MW燃料电池电厂（即1月订单的落地载体）

数据来源：BloomEnergy公司官网、今日头条等、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 大模型&云计算:能力/成本/商业化综合比拼，负债率/现金流纳入评估维度

2 AI硬件：算力最后一公里再定价，光互联、CPU产业链、SOFC迎新周期

3 **AI应用：Coding破局，企业提速、内容延伸；个人崛起、医疗破冰**

4 消费：内修“品质·健康·时尚”，外拓“全球化出海”

5 受益标的盈利预测与估值

6 风险提示

3.1 企业AI：全球及中国企业智能体市场未来五年增速超100%，渗透仍在初期

- **全球智能体部署进入快速增长阶段。**IDC预测，全球活跃企业智能体数量将从2026年的7,940万个增长至2030年的22.16亿个，复合增长率达129.8%；同期全球企业智能体Token消耗量的复合增长率达4,822.6%，约为活跃智能体数量增速的37倍。中国增长同样显著，活跃企业智能体数量将从2026年的495万个增长至2030年的1.97亿个，复合增长率达151.2%；同期中国Token消耗量的复合增长率达3,499.3%。
- **从企业渗透率的角度看，组织化AI部署仍处于初期。**Salesforce的15万家企业客户中约3万家使用公司的Agentforce功能，戴尔2026Q2业绩会表示其仅客户约10-15%实现现代化AI部署。根据艾瑞咨询，截至2026Q1中国大中型企业中仅9.1%体系化应用AI。

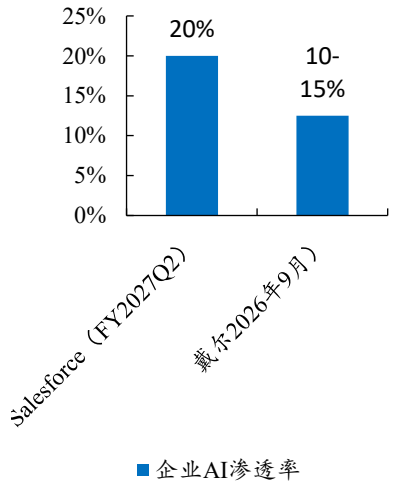
图：预计2030年全球企业AI智能体数量将达到22亿个，Token消耗年均增速4822.6%

全球智能体规模指标	2026	2027	2028	2029	2030	复合年均增长率(26-30)
活跃企业智能体（单位：百万）	79.4	214.9	523.9	1,153.3	2,216	129.80%
年度 Token 消耗（单位：Peta）	0.026	1.2	48.6	10,877	152,667	4822.60%

中国智能体规模指标	2026	2027	2028	2029	2030	复合年均增长率(26-30)
活跃企业智能体（单位：百万）	4.95	14.9	39.1	95.13	197.18	151.20%
年度 Token 消耗（单位：万亿）	1.5	82.2	3,465.20	112,104	2,517,438	3499.30%

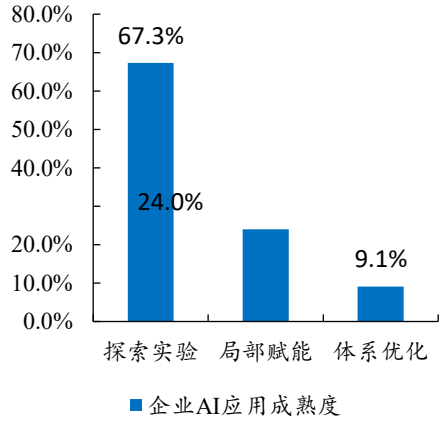
数据来源：IDC《2026年中国人工智能计算力 发展评估报告》、开源证券研究所

图：全球企业AI渗透率仍处于初期阶段



数据来源：Salesorce公司公告、戴尔科技公开演讲、开源证券研究所

图：中国大中型企业AI应用成熟度（2026Q1）



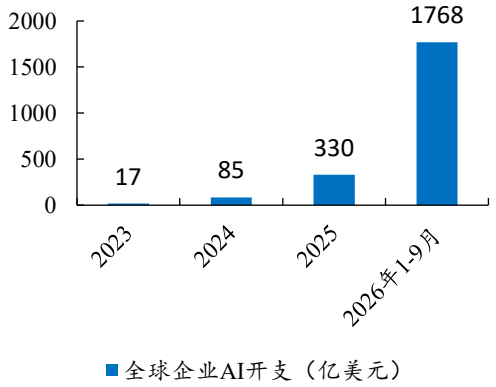
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

3.1 企业AI：2026YTD企业AI开支超1768亿美元，超AI训练开支

每1美元训练投入已产生1.7美元部署收入，企业AI由「训练军备」进入「部署变现」阶段。

- **总盘五年百倍：**2026YTD（截至9月）全球企业AI部署开支达1,768亿美元，为2025年全年（330亿）的5.4倍、2023年（17亿）的约100倍；另有AI训练开支1,025亿美元（训练算力872亿+训练数据服务153亿）。
- **Coding与Chatbots合计占应用层76%：**应用开支773亿美元中，Coding 340亿（同比增长7.7倍，占44%）、Chatbots 250亿（同比增长3倍，占32%）；垂直AI合计约183亿美元，Healthcare（37亿）居首、其次为Customer success、Legal。
- **AI在做大市场而非蚕食SaaS：**55%的支出来自净新增预算、仅22%来自软件预算转移；企业实际支出为年初计划的4.7倍（超预算2.5倍）。
- **开源模型：**美国企业在开源模型上的支出中，89%流向中国模型。其中，月之暗面旗下Kimi占比61%，DeepSeek占15%，智谱旗下GLM占11%.

图：2026YTD全球企业AI市场规模达到1768亿美元



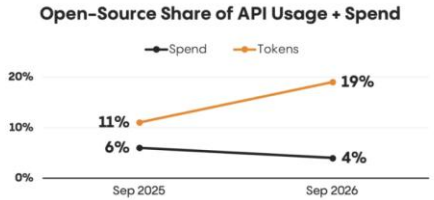
数据来源：Menlo、开源证券研究所

图：AI应用开支773亿美元，核心场景为编程、聊天机器人、医疗健康



资料来源：Menlo

图：开源模型的token占比从11%升至19%，但开支占比下降至4%



资料来源：Menlo

3.1 企业AI：全球市场规模或在千亿至万亿美金级别

我们采用“全球知识工作者人数×企业付费覆盖率×加权年均支出”的方法，测算2030年全球企业AI市场规模，中性情景下约为5,754亿美元。具体而言，参考IDC和国际劳工署数据，以2026年全球9亿知识工作者为基数，中性假设人数年增长2%，则2030年达到约9.74亿人；假设其中65%由企业付费使用AI（RampAI2026年9月的企业AI采用率为55.9%），对应约6.33亿付费用户。考虑到不同岗位使用强度存在差异，将付费用户分为普通用户和重度用户，占比分别为95%和5%，折算前月均支出分别假设为70美元和1,000美元（参考Anthropic招股说明书重度用户占比月5%，普通用户月均支出75美元，重度用户开销约为普通用户的20倍）；再考虑全球不同地区的支付能力、企业采购折扣及产品组合差异，统一按65%的支出实现系数折算，对应年均支出分别为546美元和7,800美元，加权年均支出约909美元，由此得到约5,754亿美元的年度市场空间。在悲观和乐观情景下，调整人数增长、付费覆盖率、重度用户占比及支出水平，对应市场规模分别约为2,106亿美元和11,207亿美元。

表：中性假设下，预计2030年全球企业AI市场规模约5754亿美元

测算项目	Bear 悲观	Base 中性	Bull 乐观
全球知识工作者人数（百万人）			
2026年知识工作者基数	900.0	900.0	900.0
2026—2030年人数年增长率	0%	2%	4%
预测年数	4	4	4
2030年知识工作者人数	**900.0**	**974.2**	**1,052.9**
付费渗透率			
企业付费员工覆盖率	50%	65%	70%
付费知识工作者人数（百万人）	450.0	633.2	737.0
付费用户结构			
普通用户占比	98%	95%	93%
重度用户占比	2%	5%	7%
单用户支出与全球折算			
普通用户月支出，折算前（美元）	$50.00	$70.00	$80.00
重度用户月支出，折算前（美元）	$800.00	$1,000.00	$1,200.00
全球可实现支出系数	60%	65%	80%
普通用户年ARPU，折算后（美元）	$360.00	$546.00	$768.00
重度用户年ARPU，折算后（美元）	$5,760.00	$7,800.00	$11,520.00
加权年ARPU（美元/付费知识工作者/年）	**$468.00**	**$908.70**	**$1,520.64**
预期2030年企业AI市场规模（亿美元/年）			
普通用户市场规模	1,588	3,285	5,264
重度用户市场规模	518	2,470	5,943
合计	**2,106**	**5,754**	**11,207**

数据来源：IDC、国际劳工署、RampAI、Anthropic招股书等、开源证券研究所

3.1 企业AI：价值链模型段价值通缩，上下文与执行段通胀

通用模型差距收敛后，AI Agent 的定价权正在沿“模型→编排→应用”向下迁移。模型层，智能指数显示头部模型性能已趋同，Agent 编排框架与路由接口使模型切换成本趋近于零，单一模型领先难以构成持久壁垒。Gartner 2026年7月对2,002名CIO的调查显示，**仅13%的CIO认为已通过AI实现显著效率提升，**投入与兑现之间约87%的缺口，恰恰卡在模型无法自行解决环节，私有数据接入、业务流程改造与权限治理。我们认为，这一缺口正是上下文与执行段的价值锚点，模型调用价值随Token价格通缩，而将模型能力转化为业务结果的价值持续通胀

图：AI Agent价值漏斗：通用模型差距收敛后，价值向编排体系与用户上下文聚焦



资料来源：开源证券研究所

- **我们提出DATA 四支柱分析框架，判断一家 SaaS 能否把 AI 从叙事变成可持续现金流：**
- **D — 数据壁垒与安全（Data moat & Defense）｜决定“能不能收费”：**模型商品化后真正稀缺的，是通用模型拿不到的专有数据、权限治理与安全合规。核查：①专有数据的独占性与沉淀深度、是否形成工作流闭环；②安全 / 权限 / 审计 / 行业合规认证；③数据能否被客户或第三方模型轻易导出、绕过；④是否存在随使用增强的数据网络效应。
- **T — 收费模式迁移（Tolls over seats · Headless）｜决定“怎么收”：**从按席位（人头）转向按 API/MCP 调用、按消耗、按结果计费；席位被侵蚀≠TAM 被侵蚀，调用量扩张可对冲席位下滑。核查：①非席位新计费是否真正落地；②consumption 收入占比与增速；③调用量与单客户 AI 收入（是否量价齐升）；④新模式的单位经济与毛利（推理降本能否转化为利润）。
- **A — AI 收入兑现（AI ARR validation）｜验证“收到没有”：**壁垒最终要由收入证伪，AI ARR 是最硬的领先指[illegible]、[illegible]、占比、拉动"。核查：①AI ARR 绝对值；②同比 / 环比增速及可持续性；③占总收入比（变现渗透率）；④是否带动主业加速（捆绑渗透、NRR、cRPO、提价能力）。
- **A — 客户结构（Account mix · Enterprise skew）｜判断 "能收多久"：**中小企业流程简单、数据薄，最易被通用模型 / 一体化套件直接替代；大企业数据深、集成重、合规与迁移成本高，是过路费可持续、可提价的基础。核查：①大企业收入与客户数占比及变化；②标杆 / 财富 500 强覆盖与续约；③SMB 与大企业的 AI 渗透、流失对比；④客户集中度风险。

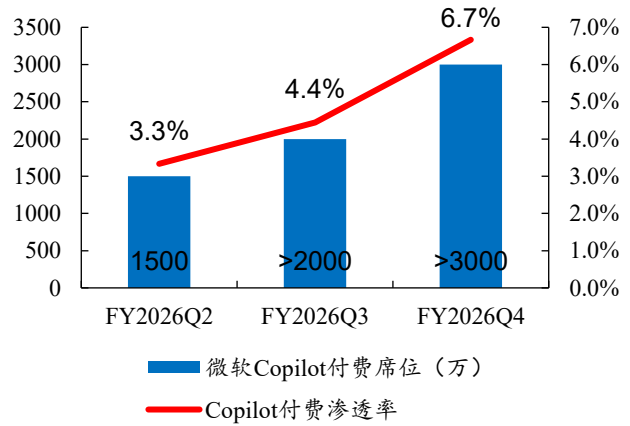
3.1 企业AI：传统SaaS公司转型，AI收入占比接近10%

头部SaaS公司的AI业务已从功能升级进入商业化兑现阶段。Salesforce Agentforce与Data 360年化收入约39亿美元、同比增长240%，对应FY2027收入预期的渗透率约8.4%；ServiceNow、Workday和Appian的AI收入渗透率也已达到约5.6%—11.8%。这表明AI正逐步成为可单独计量的增量收入来源，并有望推动SaaS厂商从传统席位订阅向用量计费、功能增购和平台打包延伸。**受益标的：微软、Salesforce。**

表：头部企业SaaS公司AI年化收入占全年收入比重已接近10%

	最新AI年化收入（亿美元）	同比	全年收入预期（亿美元）	AI渗透率
Salesforce	39（截至2026/7/31）	240%	462.5	8.4%
ServiceNow	年底预期17（截至2026/12/31，2026Q3业绩会预期）	AI 净增ACV同比增长65%（2026Q3）	157.85	10.8%
Workday	6（截至2026/7/31）	200%	106.55	5.6%
Appian	1（截至2026/3/31）	170%	8.49	11.8%

图：截至2026/6/30，微软Copilot付费席位超3000万，占整体4.5亿席位的6.7%



KYSEC

数据来源：各公司公告、开源证券研究所（全年收入预期来自各公司业绩会官方指引）

3.1 企业AI：大模型厂商与CSP厂，争夺增量预算

头部厂商正在同时补齐企业AI的产品入口和交付能力。从近期产品布局看，微软依托办公套件将Agent延伸至CRM业务，OpenAI通过dots探索持续运行的数字同事，谷歌将企业工具、长期记忆和任务执行整合为统一工作Agent，Meta则依托商家及社交平台入口切入客户服务和中小企业经营。我们认为，竞争重点正在从单次问答能力延伸至“能否理解企业、完成任务并持续使用”。未来价值分配将取决于谁掌握客户入口、业务上下文和实际执行能力，而不能仅依据模型性能判断。

表：主要大模型及CSP厂商加快企业AI产品与工程交付布局

厂商	企业AI产品布局	交付能力布局
Anthropic	Cowork企业插件及连接器升级（2026/2/24）：支持企业为不同部门定制Agent、建立内部插件市场、连接业务工具和数据，覆盖财务、人力资源及运营等工作。	Claude Frontier Academy（2026/10/2）：获1亿美元投入承诺，目标到2027年底培养10,000名部署工程师。主要培养客户及咨询伙伴的工程师，通过集中培训和12周真实项目实践提升交付能力。
OpenAI	OpenAI Frontier（2026/2/5）：帮助企业构建、部署和管理Agent，提供业务上下文、任务执行及权限管理能力。	OpenAI Deployment Company（2026/5/11）：新公司初始投资超过40亿美元，由OpenAI与投资、咨询及集成伙伴共同参与；公告拟收购Tomoro，预计引入约150名FDE及部署专家。
	dots及specialist dots（2026/9/29）：拥有独立云端计算机，可持续执行任务并积累工作记忆；企业专用dots面向采购、发票处理、营销和客服等职责。Enterprise可由管理员启用Beta，specialist dots从企业试点起步。	
微软	新版Copilot（2026/9/25）：整合Home、Code和Autopilot，分别承担办公与任务委托、自然语言开发应用、持续自主执行任务。	Microsoft Frontier Company（2026/7/2）：宣布投入25亿美元，配置6,000名行业及工程专家，进入客户组织，共同设计、部署和持续优化AI系统；同时与埃森哲、凯捷、安永、毕马威及普华永道等伙伴合作。

厂商	企业AI产品布局	交付能力布局
微软	Dynamics 365新增30项CRM技能（2026/10/8）：将销售、客服和营销能力接入Copilot，支持商机分析、客户历史整理及回复准备。CRM技能在Cowork正式开放；Code通过Frontier计划开放，Autopilot为私有预览。	
谷歌云	Gemini Enterprise Agent Platform（2026/4/22）：提供Agent开发、运行、编排和治理平台。	凯捷Google Cloud AI Enterprise Hub（2026/4/23）：凯捷宣布建立专项交付中心，由其行业工程团队与谷歌FDE共同进入客户环境，围绕真实业务流程开发和部署Agent。该模式结合谷歌平台能力与凯捷的行业、数据及系统集成经验。
	Gemini agent（2026/10/8）：统一处理问答、文档、内容生成及代码任务，连接Workspace和第三方企业系统，并保留用户及企业上下文。公告中的金融、法律行业专项能力为预览状态。	
AWS	Amazon Bedrock AgentCore（2025/7/16预览发布，2025/10/13正式开放）：为企业Agent提供部署和运行基础设施，支持不同模型及开发框架，帮助企业安全地规模化运行Agent。	Forward Deployed Engineering组织及伙伴机制（2026/6/30）：宣布投入10亿美元，计划让数千名工程师直接参与客户项目，共同开发和部署企业Agent；同时支持咨询及集成伙伴建立专门交付团队，沉淀可复用的业务知识、评估和运行管理工具。投资及人员安排不能等同于全部支出或部署已完成。
Meta	Meta Business Agent（2026/6/3）：侧重客户沟通和服务。	建立专门企业平台业务组织，任命CJ Desai（前MongoDB CEO）为首席企业平台官，直接向扎克伯格汇报，推动模型、Agent及基础设施转化为企业产品和服务。相关公告未披露专项投资额或FDE团队人数，现阶段应表述为加强企业业务组织建设。
	Meta Enterprise Platform（2026/9/28）：将Muse、Business Agent、Muse API及Muse Code等纳入企业业务布局。	
	Muse for Small Business（2026/9/29）：连接商家社交账号、广告账户及Shopify、QuickBooks、Slack等工具，辅助营销、经营分析和日常运营；当时Muse覆盖美国和加拿大。	

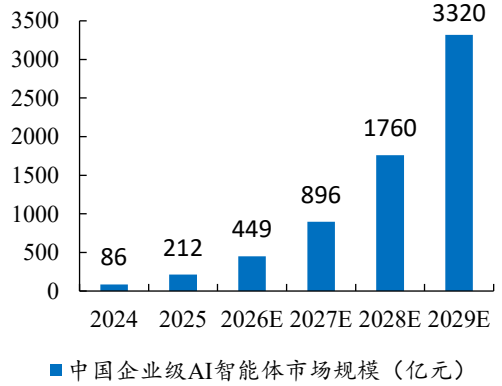
资料来源：Anthropic官网、OpenAI官网、微软官网、GoogleCloud官网等、开源证券研究所

3.1 中国企业AI：2026年智能体部署反超全球，预计2029年市场规模3320亿元

根据CIDC联合科智咨询发布的《AI智能体赋能行业决策：趋势与实践白皮书（2026）》，2025年中国企业级AI智能体市场规模已达到212亿元，预计到2026年将增至449亿元，2029年有望突破3320亿元，2024-2029年的年复合增长率（CAGR）高达107%。

2026年中国智能体部署渗透率反超全球。根据IDC 2025年的调查报告，中国企业AI智能体应用处于追赶全球的阶段（34%受访企业开展测试验证，30%进入“较大投入+采购培训”阶段）。2026年实现反超，IDC最新报告显示2026年中国智能体部署渗透率达81.0%，高于全球领先水平 的78.1%。主要是开源生态降低应用门槛、成熟工程化降低部署成本。**受益标的：迈富时、金蝶国际。**

图：预计2029年中国企业级AI智能体市场规模将达到3320亿元，2024-2030年CAGR为107%



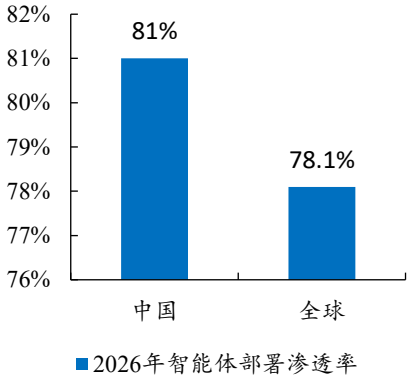
数据来源：科智咨询、开源证券研究所

图：2025年中国企业AI智能体（Agent）应用仍处于追赶全球的阶段



资料来源：IDC（2025）

图：2026年中国企业AI部署反超全球



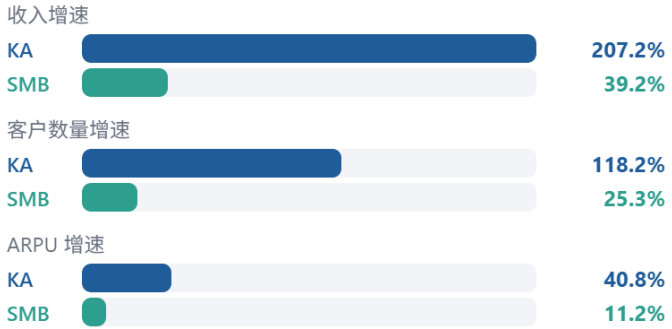
数据来源：IDC（2026）、开源证券研究所

3.1 迈富时：AI 应用稀缺龙头，首家规模化盈利，KA 量价齐升＋Token 新模式

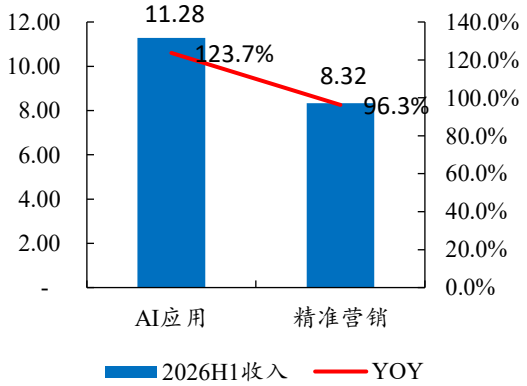
公司由传统营销 SaaS（对标 Salesforce）升级为 AI 原生应用平台，并引入 FDE 前置交付模式（对标 Palantir）；依托自研 Tforce 营销大模型，商业模式从 "按席位订阅" 转向 "订阅＋场景 Token 用量计费"，打开成长与定价空间。

- **数据壁垒：**截至2025年末，迈富时累计服务企业客户已超过21万家，覆盖30个大行业和721个细分赛道，叠加固化于产品中的自研 Tforce 大模型，形成 "数据 — 场景" 飞轮，后来者难以短期复制
- **业绩加速：**2026H1 AI 应用收入同比 +123.7%，其中 KA 客户收入同比 +207.2%、贡献 AI 应用收入约70%，为核心增长引擎。2026年前三季度AI应用收入同比增长114%，保持高增速。
- **Token收入占比：**2026H1场景 Token收入占 AI 应用收入已达到14%
- **先发优势：**连续 6 年位居中国智能营销云榜首，GEO（生成式搜索优化）市占率约 51% 居行业第一（2026年5月数据），卡位 AI 落地 "最后一公里"

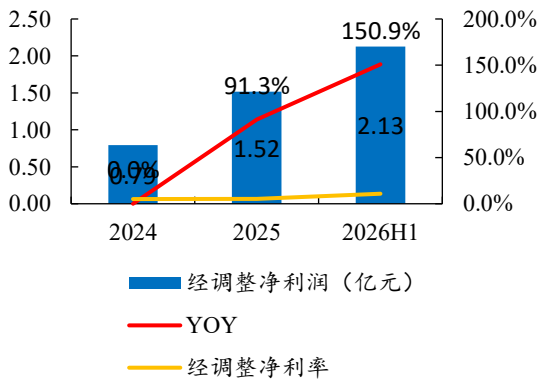
图：KA客户收入增速明显大于SMB客户，2026H1占比约70%



图：2026H1公司AI应用收入同比增长123.7%



图：2026H1公司经调整净利润2.13亿元，同比增长150.9%

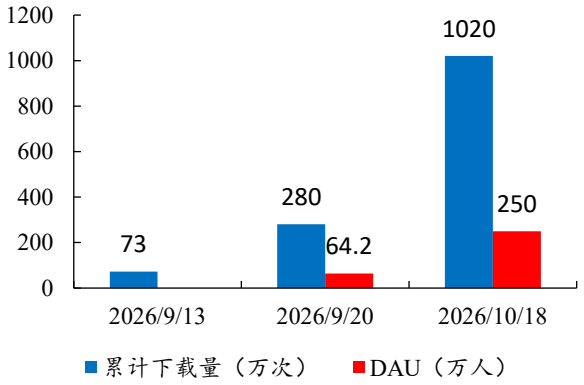


数据来源：迈富时公司公告、开源证券研究所

3.2 Personal AI：多家大厂加速布局，接棒Coding Agent

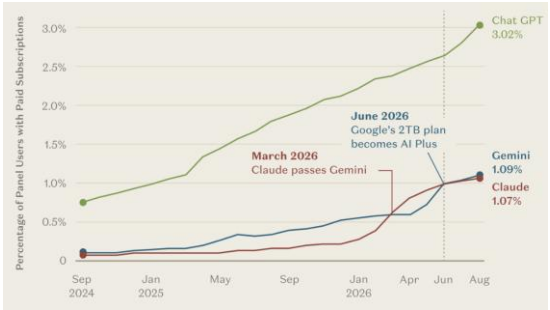
- **Grokbot：**xAI 联合 Cursor 推出的常驻型个人 Agent，8/11 开启公测、9/3 上线企业版；每个 Bot 运行于持久化云端电脑（含浏览器 / 文件 / 终端），可直接登录 Gmail、Salesforce、LinkedIn 等应用（对无 API 的应用也能操作），无人值守完成发邮件、填表、社媒回复等多步任务，仅在需审批时回找用户。**据公司披露，xAI 以其重建客服，工单量增长 175% 而未新增招聘**
- **MetaMuse：**Meta 首款个人 AI 智能体（9/8 发布），由 Muse Spark 模型驱动、运行于专用安全虚拟机，可在 App 或 WhatsApp 内以对话方式跨应用执行邮件、日历、订票、比价、付款、表单等闭环任务。截至2026/10/18 Meta Muse的累计下载量达到1020万次，DAU达到250万人，业绩会上公司表示超25%周活用户用Muse购物、客单价超$200。
- **OpenAI 发布 Dots：**永不下班的数字员工（9/29 DevDay），由 GPT-6 Astra 驱动，每个 dot 拥有独立云端电脑与浏览器、可连接 4000+ 应用并调用 Codex；区别于被动问答，它可在用户离线时主动巡查授权应用、自主推进任务，关键动作经用户审批，已在 ChatGPT 内向 Pro 用户逐步开放。官方示例：测试者的 dot 发现其遗漏对某刊物的发票，自动备妥并在事后发送。
- **ChatGPT仍是消费级AI领导者。**在8月的网络访问中，它大约领先Gemini的2倍，对Claude的领先幅度更大（6倍）。这一差距在移动端尤为明显，ChatGPT在月活跃用户数上领先Gemini的2.5倍，Claude的14倍。根据YipitData的小组调查，ChatGPT在美国的付费消费者用户数量是Claude和Gemini的3倍。

图：截至2026/10/18Meta Muse日活达到250万人次



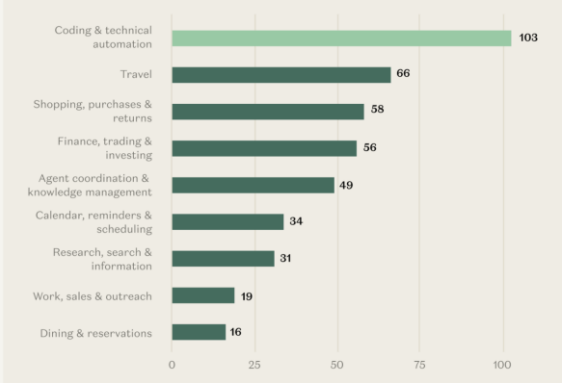
数据来源：Sensor Tower、开源证券研究所

图：消费级AI市场目前仍由ChatGPT主导，ChatGPT的用户付费率达到3.02%（截至2026年8月）



资料来源：a16z

图：除coding外，agent还被广泛用于旅游、购物等生活场景



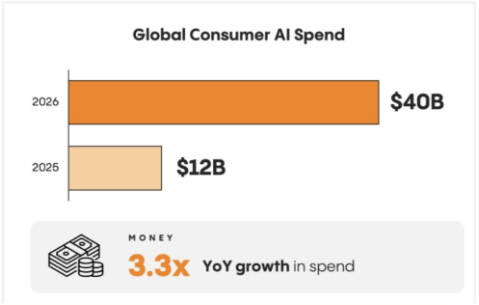
资料来源：a16z

3.2 Personal AI：市场规模测算--订阅市场

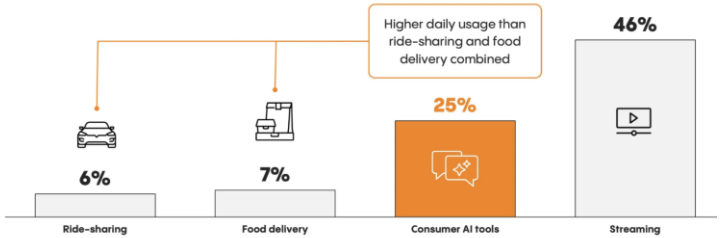
一、订阅市场规模：预计2030年全球消费级AI的订阅市场规模在**496-1750亿美元。**

参数	2026 基线	2030 保守	2030 中性	2030 乐观	假设依据
AI 渗透率（美国成年人）	64%	68%	75%	80%	2026年美国成年人中的消费级AI渗透率为64%
AI 用户量（亿）	1.73	1.84	2.03	2.16	2.7 亿美国成年人 × 渗透率
付费率	55%	60%	68%	75%	2026年美国约有55%的AI使用者为AI付费
ARPPU（月）	$28	$30	$45	$60	当前典型的美国消费级用户月均花费20-49美元，14%的用户愿意花超100美元/月
美国市场规模（亿美元）	$319	$397	$744	$1,166	
全球/美国系数	1.3	1.25	1.35	1.5	发展中市场本地化定价爬坡、支付渗透
全球市场规模（亿美元）	$415	$496	$1,004	$1,750	
全球 CAGR（26-30）		4.54%	24.70%	43.28%	

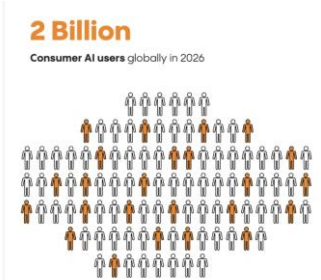
图：预计2026年全球消费级AI市场规模400亿美金



图：约25%的美国成年人每天使用AI工具，远高于租车和外卖



图：2026年消费者AI用户达到20亿，约占全球人口的24%



KYSEC

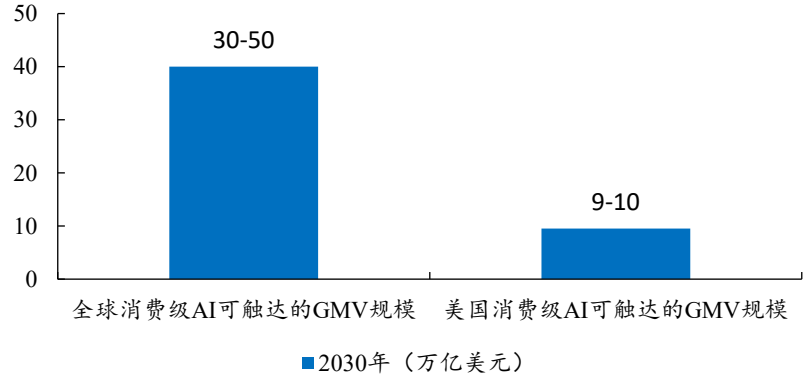
数据来源：Menlo、开源证券研究所

Personal AI：市场规模测算—交易佣金

二、交易佣金市场规模：预计2030年全球消费级AI的交易佣金市场规模在**1400-4200亿美元**

		美国	全球
AI渗透规模（万亿美元）	消费级AI可触达市场规模（2030年，万亿美金）	8.5	40
	保守（AI渗透率10%）	0.85	4
	中性（Ai渗透率20%）	1.7	8
	乐观（AI渗透率30%）	2.55	12
	佣金率	5.0%	3.5%
佣金规模（亿美元）	保守	425	1400
	中性	850	2800
	乐观	1275	4200

图：麦肯锡预计2030年全球消费级AI可触达的GMV规模约为30-50万亿美元



数据来源：麦肯锡《The Agentic Commerce Opportunity》 、开源证券研究所

表：平台经济综合的佣金率为5-15%，因agent平台仅负责交易促成而非商户实际运营，预计Persoanl Agnet的抽成率约2-5%

平台	商业模式	佣金率/抽成率
Booking Holdings	OTA 旅游（blended）	14.5%
Expedia Group	OTA 旅游（blended）	12.3%
Airbnb	民宿平台（blended）	13.4%
Booking.com 酒店佣金	OTA 酒店	15%-18%
Expedia 酒店佣金	OTA 酒店	15%-30%
亚马逊	电商平台（referral fee）	15.0%
亚马逊联盟	电商带货（affiliate）	1%-10%
DoorDash / Uber Eats	外卖配送	15%-30%
Uber 网约车	出行派单	25%-30%
支付宝	支付通道	0.38%-0.6%
平台经济综合	平台 take rate 典型区间	5%-15%
Personal Agent（本报告预测）	**AI 代理分销**	**2-5%**

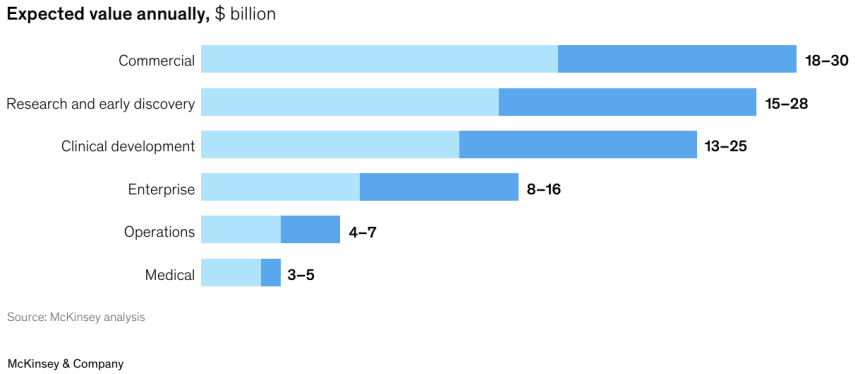
数据来源：Bookings、Expedia官网等、开源证券研究所

3.3 AI医药：从效率工具走向价值兑现，临床节点、BD 订单与大模型入局三线共振

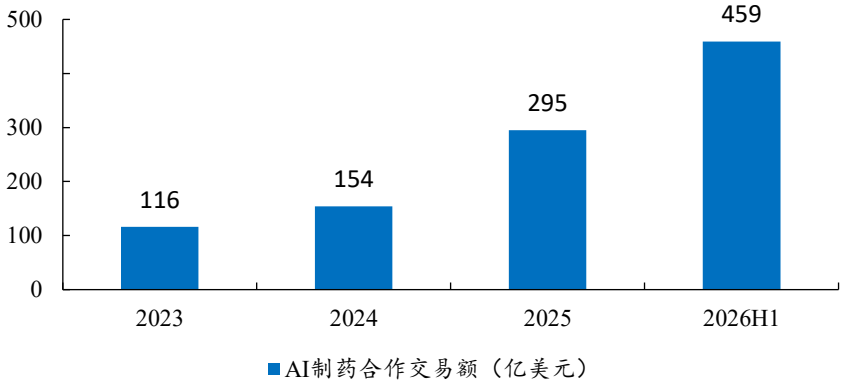
麦肯锡数据显示，AI 驱动的研发管线抵达首次人体实验或临床前节点的速度，较传统药企中位水平快 15%–80%，英矽智能（Insilico Medicine）、薛定谔（Schrödinger）、Recursion 等头部玩家管线已陆续进入临床阶段，分子设计、虚拟筛选、结合亲和力预测等环节成熟度最高。2026 年以来行业出现标志性拐点：全球首个生成式 AI 原创药进入 III 期、国内首款 AI 辅助原创药获批、头部 AI 药企 BD 订单密集落地，AI 制药正从“降本工具”迈入“价值兑现”阶段。据麦肯锡测算，生成式 AI 在药物早期发现每年可创造 280 亿–530 亿美元价值，若渗透至研发 — 临床 — 商业全链条，年价值空间达 600 亿–1100 亿美元。

时间	事件	主线
2026.01	英矽智能 × 施维雅，总额 8.88 亿美元，全年首单高价值 BD	BD
2026.04	OpenAI 发布生命科学模型 GPT-Rosalind	模型
2026.05	华为 × 广药集团 × 望石智慧，共建 AI 药物研发生态	模型
2026.06	晶泰控股 × 国际药企，超 4 亿美元（GPCR 口服小分子）	BD
2026.07	英矽智能 × 武田（6 亿）、× 保瑞（ 25 亿美元）签订协作协约	BD
2026.08–09	Moderna / 默沙东 mRNA 肿瘤疫苗 V940 III 期阳性（全球首个）	临床
2026.09	英矽智能宣布Rentosertib 完成 III 期首例给药（全球首个生成式 AI 原创药 III 期）	临床
2026.09	盐酸伊司特韦片（艾普司韦）获批，国内首款 AI 辅助原创药	临床
2026.09	诺和诺德 × Anthropic（Claude Science）；字节跳动分拆AI制药公司Anew Labs 融资 2.9 亿美元、估值 15 亿美元	模型 / 资本

图：麦肯锡预计AI对制药全链条年化价值在 $600－1,100 亿（广义口径），AIDD年化市场规模约280–530亿美元（狭义口径）



图：2026H1全球AI制药合作交易额达到459亿美元，大幅超越2025年

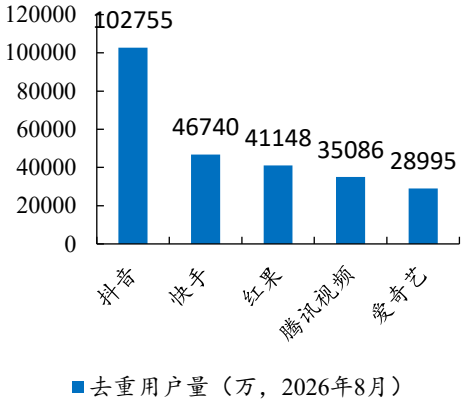


数据来源：麦肯锡、DealForma、开源证券研究所

3.4 AI短剧：中国市场规模超千亿，重视“视频生成+版权确权+出海变现”闭环

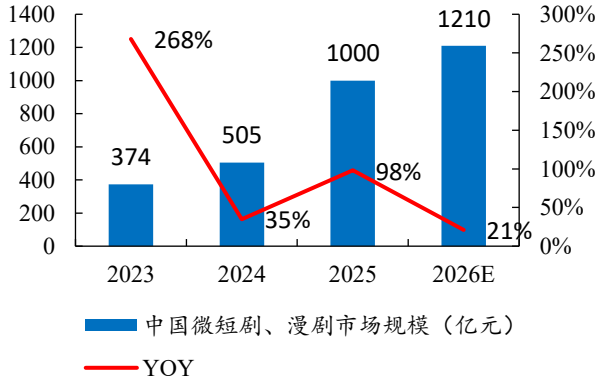
- **红果短剧用户数量超过腾讯视频、爱奇艺等长视频平台。**根据QuestMobile，2026年8月红果短剧用户规模达到4.11亿，用户体量仅次于抖音、快手。
- **AI短剧赛道国内市场体量迈入千亿级别**，根据DataEye数据，2026年中国微短剧、漫短剧市场规模预计达到1210亿元，同比增长21%。DataEye数据显示，2026年1月，在漫剧百强榜中，AI仿真人短剧的占比已从去年同期的7%飙升至38%。
- **约90%短剧项目亏损，出海变现成为重要选项。**行业内约90%的公司仍处于亏损状态，出海成为重要盈利变现渠道。2026年海外微短剧市场规模有望突破60亿美元，出海红利持续兑现。**受益标的：阅博集团。**

图：红果短剧用户数量超过腾讯视频、爱奇艺等长视频平台



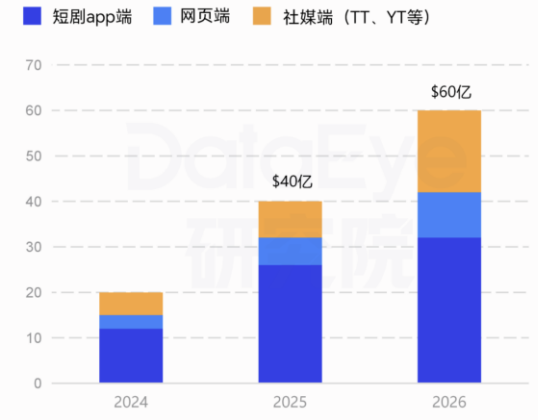
数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图：预计2026年中国微短剧、漫剧全年产值超1210亿元，同比增长21%



数据来源：DataEye、开源证券研究所

图：2026年海外微短剧市场规模将超过60亿美金

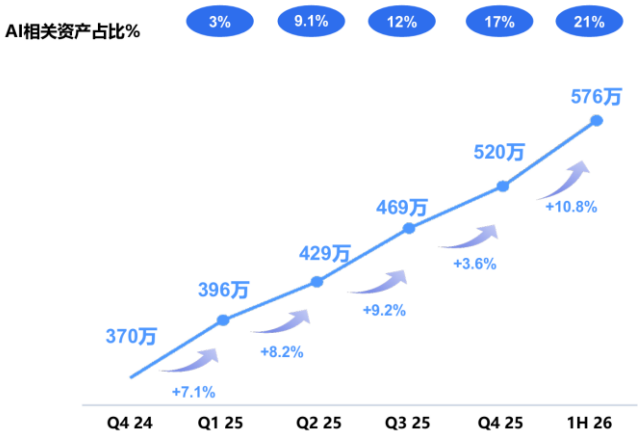


资料来源：DataEye

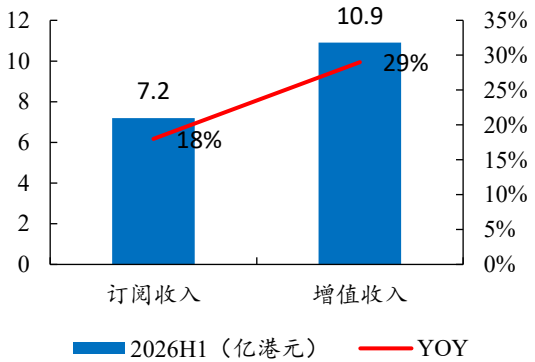
3.4 阜博集团：全球数字内容版权“计量器”，AI 内容确权+自建海外算力打开新空间

- **公信力与数据壁垒：旗下**第三方认可版权库是 YouTube、好莱坞公认的事实确权标准（判定结果无需二次审计），商用场景以更少算力实现更高准确率，实验室易模仿、商用难复制。
- **客户生态与高粘性：**覆盖 267 家内容客户、148 家平台客户（迪士尼、华纳、Netflix 及字节、腾讯、快手、小红书、B 站等），覆盖国内短剧独立 App 约 90% 流量池、所服务平台月活超 28 亿人次；客2026H1户留存率 98%、净收入留存率（NDR）119%
- **业绩加速、利润翻倍：**2026H1 收入 18.1 亿港元+2倍以上，毛利率升至 44.9%，净利润 2.0 亿港元（+93%）；2026Q3收入同比增长32%，呈现提速。
- **AI 第二曲线·双平台闭环：**DreamMaker（AI 内容入口，Token用量计费）＋ Vobile MAX（确权变现，按结果计费）形成闭环；2026H1 平台算力收入 0.8 亿港元，2026年前三季度达到1.4亿港元。公司规划2028年底在文莱建设50MW自有算力。

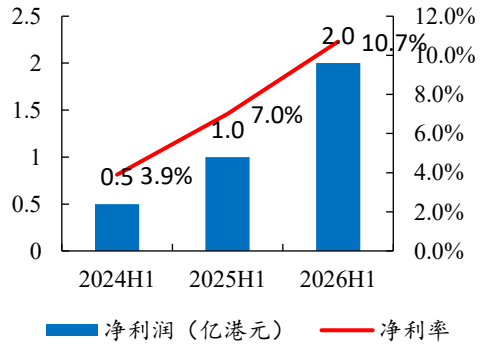
图：2026H1 AI相关资产占比已提升至21%



图：2026H1增值收入同比增长29%，国内AI资产加速向海外变现



图：2026H1实现净利润1.95亿港元，同比增长93%，净利率10.7%



数据来源：阜博集团公司公告、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 大模型&云计算:能力/成本/商业化综合比拼，负债率/现金流纳入评估维度

2 AI硬件：算力最后一公里再定价，光互联、CPU产业链、SOFC迎新周期

3 AI应用：Coding破局，企业提速、内容延伸；个人崛起、医疗破冰

4 消费：内修“品质·健康·时尚”，外拓“全球化出海”

5 受益标的盈利预测与估值

6 风险提示

4.1.1 零售：供需关系重塑，推动渠道从流通节点走向消费者信任品牌

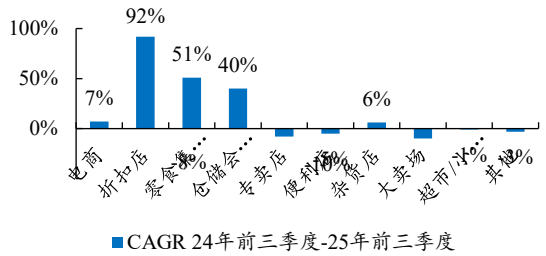
- **供需关系重塑，零售竞争转向商品价值与消费体验。需求端**，商品与渠道选择日益丰富，比价和信息获取更加便捷，消费者更加重视品质、价格与体验的匹配。**供给端**，传统多层流通与渠道收费模式增加终端成本，同质化商品难以形成竞争优势，推动零售商通过选品、供应链协同和服务升级创造消费者价值。
- **渠道价值持续演进，从提供交易场所走向参与商品经营。**渠道1.0阶段，线下商超依靠门店网络与货架资源连接品牌和消费者，经营重心偏向招商与供应商管理；渠道2.0阶段，货架电商突破地域限制，以丰富供给、便捷比价和配送削弱实体卖场的区位优势；渠道3.0阶段，零售商围绕消费需求形成差异化定位，竞争进一步深入商品开发、供应链效率与用户经营。
- **行业增长向更能创造消费者价值的渠道集中。**据贝恩咨询报告,在线下渠道整体收窄的背景下，2025年前三季度仓储会员店、零食集合店和折扣店等新兴线下业态逆势快速扩张，增速分别达40%、51%和92%。传统大卖场、专卖店等渠道增速持续下滑。**企业表现进一步印证，持续创造消费者价值成为渠道竞争的关键。**山姆、奥乐齐、盒马及胖东来则通过差异化选品、自有品牌、供应链提效与服务升级，更好地满足消费者对”多、快、好、省”的需求，实现销售规模增长。步步高、永辉、高鑫等传统商超GMV增长承压,但主动推进调改，部分门店销售与坪效改善。

图：零售渠道逐渐向品质化、重视消费者需求



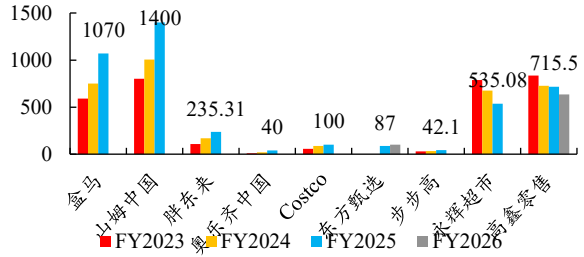
资料来源：开源证券研究所

图：行业看仓储会员店、折扣店、零食集合店等新兴渠道增长强劲



数据来源：贝恩、开源证券研究所

图：盒马、山姆、胖东来等企业GMV收入稳健增长（单位：亿元）



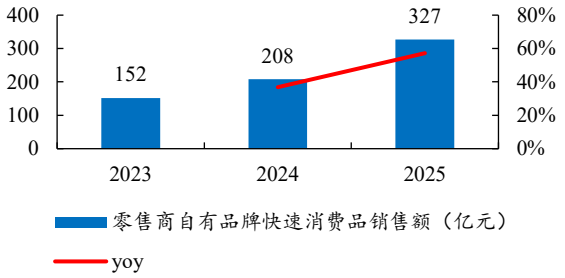
数据来源：Wind、开源证券研究所

注:除东方甄选外,其他公司财年均为日历年,2025年山姆销售额突破1400亿元,Costco突破100亿元,奥乐齐中国突破40亿元

4.1.2 趋势：发展自有品牌、精简SKU、深度参与供应链

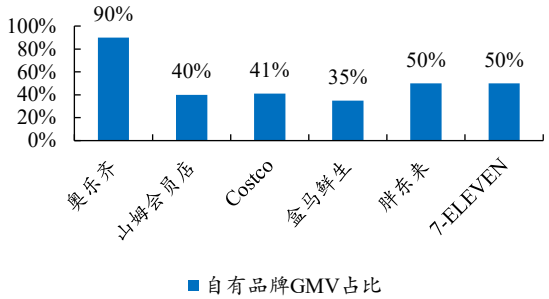
- **① 发展自有品牌：参与产品定义，减少溢价，强化差异化供给。** 零售商通过自有品牌，将消费者需求直接转化为原料、配方、规格和质量标准，减少部分品牌营销与流通加价，在合理价格下提供更有竞争力的产品。据贝恩咨询,2023-2025年中国零售商自有品牌销售额由152亿元增长至327亿元,CAGR达46.7%,自有品牌渗透率从1%提升至2%，但相比全球17%和西欧41%仍存在显著差距。
- **仓储会员店和大卖场利用自有品牌强化差异化供给。**山姆针对市场中缺少清晰品质标准，或现有供给加价空间较大的品类，自行定义产品并组织开发，以更好的品质、功能或价格体现会员价值。自有品牌30%的SKU贡献约40%的销售额，体现较高的单品产出。2025年山姆会员店、开市客和盒马自有品牌占比分别为40%、41%和35%左右。其他主流大卖场虽然起点较低，但也在大力发展自有品牌。永辉自有品牌占比从2025年2.1%提升至2026H1的10.1%。
- **折扣连锁品牌加码自有品牌建设减少议价,主打性价比。**奥乐齐从食品、生鲜及日用品等家庭常购品类切入，自有品牌更强调以标准化产品和高效采购持续满足日常消费的质价比需求。2024和2025年自有品牌销售额占比90%左右，自有品牌已然成为硬折扣门店定位的核心载体。
- **东方甄选以内容电商为基，以自有品牌构造渠道信任。**公司从农产品、食品等高频消费品类起步，围绕原料真实、配料清晰和食用体验开发商品，并通过直播、APP等渠道讲解产品价值、收集反馈，推动口味、规格及功能迭代。FY2026自有品牌GMV占比为53%，反映内容电商在自有品牌孵化上的独特效率。

图：零售商自有品牌销售额快速增长



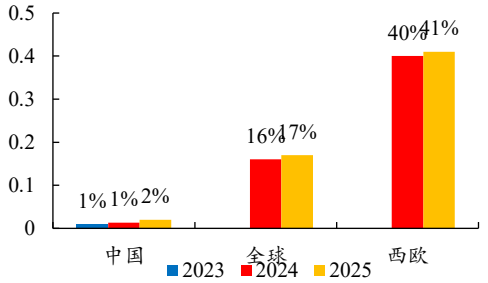
资料来源：贝恩咨询、开源证券研究所

图：中国市场部分商超主体自有品牌占比已达到一定规模



资料来源：联商网公众号、定焦One公众号、开源证券研究所

图：2025年中国自有品牌渗透率和全球&西欧存在较大差距



资料来源：贝恩咨询、开源证券研究所

4.1.2 趋势：发展自有品牌、精简SKU、深度参与供应链

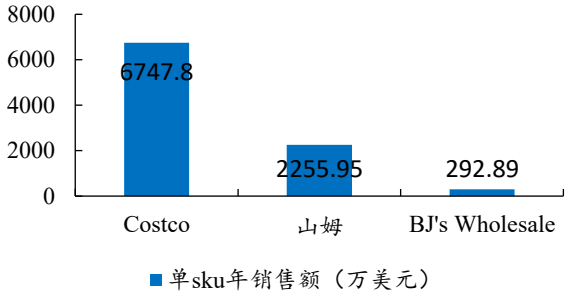
- **② 精简SKU：以“宽类窄品”把稀缺资源从长尾集中到头部，实现规模效应。**零售商保持品类覆盖的宽度，但在每个细分小品类只保留1—3款最优单品，把排面、库存与采购谈判力集中到真正动销的商品上。山姆与Costco单店SKU约4,000个，奥乐齐（中国）约2,000个，盒马“超盒算NB”约1,500个；而国内传统商超普遍8,000—10,000个，大型卖场可达8万个。
- **货架与库存：**减少长尾商品占用的排面与库存资金，提高单品动销和补货效率，降低滞销、折价及报损风险。货架资源向畅销单品集中，有助于提高单位面积销售产出，并以更快周转减少资金占用。Costco、奥乐齐、山姆会员店存货周转率均处于15次左右的水平优于普通商超，盒马“超盒算NB”生鲜日终损耗率在3.5%左右，远低于行业10%左右的平均水平。
- **规模效应：**采购量集中于少数单品，供应商规模化生产可降低换线、包材与物流成本。Costco单SKU年销售额约6748万美元（2025年），约为山姆的3倍、BJ’s的23倍，Costco毛利率维持在11%左右仍然能持续保持盈利；盒马NB改造后SKU数量减少约75%，降低单品生产和采购成本，形成终端价格优势。
- **运营成本：**收货、上架、理货、盘点工时随SKU数量下降，2025年Costco的SG&A费用率9.25%，低于山姆的约11.2%与BJ’s的15.1%；奥乐齐门店人力成本占比4%—6%，行业平均为10%—16%。

图：领先业态将单店SKU压缩至4,000支以内，毛利率较低，规模效应下实现盈利

公司	财年	SKU	存货周转率（次）	周转天数	毛利率
山姆会员店（中国）	2025	4000个左右	17.38	21.0	11.3%
奥乐齐（中国）	2025	2000个以内	15.9	23	引流品约5%–10%，中间层15%–25%，3R及部分美妆25%–35%
Costco	FY2025	4000个以内	13.05	28.0	11.1%
BJ's Wholesale	FY2025	7000个左右	11.4	32.0	16.7%
盒马NB	2025	1500个			15%
盒马	2025	超过5000个	28.0	13.0	22%
沃尔玛	FY2025	超过10000个	8.69	42.0	24.1%
永辉超市	2025	8000-10000个	8.24	44.3	17%
高鑫零售（大润发）	FY2025	超过20000个	7.3	50.0	24.1%

资料来源：极致零售研究院、各公司公告等、开源证券研究所

Costco单SKU年销售额较高规模效应显著



注：此处假设Costco、山姆sku数量4000个，BJ’s Wholesale sku数量7000个

4.1.2 趋势：发展自有品牌、精简SKU、深度参与供应链

- **③ 深度参与供应链：掌控品质、缩短链路，降低生产与流通成本。**零售商通过源头直采、联合开发与生产过程管理，从采购成品延伸至产品定义、工艺优化和品质控制，减少中间环节，并以集中订单帮助供应商摊薄生产与物流成本。传统流通需要经过品牌商、经销商、二批和终端等环节，加价倍率约2倍；硬折扣通过直接对接工厂或品牌商、集中采购及统一配送，将加价倍率降至约1.5倍。
- **山姆通过定制开发与供应链深度协同构筑竞争壁垒。内部流程上，**产品团队围绕商品品质与成本开展多轮招标和筛选，产品经过总部盲测、反复改进与验证后，采购部门再结合调研数据拆解成本结构，推动供应商优化工艺与产线，达到既定标准。“宽品类、窄SKU”的选品模式放大单品采购规模，增强议价能力，并帮助供应商摊薄研发、生产与物流成本，在保障供应商合理利润的同时，持续向消费者让利。对于配合开发、持续改进且能够长期稳定供货的供应商，山姆在合作达到一定规模后将其纳入战略供应商体系，通过更多订单与开发机会深化长期合作。目前，山姆已储备上百家战略级供应商。

图：供应链效率革命下，零食硬折扣加倍率相比传统渠道下降



资料来源：新经销公众号

图：山姆自有品牌商品开发设计流程严格



资料来源：联商网公众号

图：山姆与供应商共创商品



资料来源：联商网公众号

4.1.3 东方甄选：高质价比打造“渠道品牌”，品类+渠道同步拓展

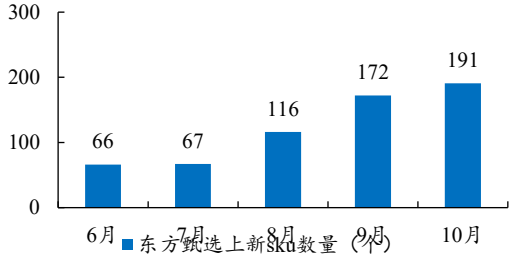
- **自有品牌拓展提速，品类拓展稳步推进。**截至2026财年末，公司自营spu达到1009个，同比增长277个，据东方甄选官方号，2026年6-10月上新自营品类sku分别为66/67/116/172/191款，上新提速。**从品类占比看，从**生鲜、食品饮料等高频刚需必选消费向滋补保健、服饰内衣、个护家清、智能家居等重体验、高情绪价值的品类延拓。滋补保健品类接连孵化出辅酶Q10、胶原蛋白肽、燕窝、九制黄精等爆品，双十一期间鹅绒服表现也较为亮眼。据飞瓜数据，抖音东方甄选品牌滋补保健GMV占比由2026Q2的12.8%提升至2026Q3的19.4%，2026Q2/Q3/10月东方甄选自营在抖音该品类排名分别为18/5/2名，持续上升。

- **加大质检、产品开发投入打造高质价比。**据公司官微，近三个月东方甄选品控投入超过2700万元，全年投入预计超过一个亿，品控人员数量较半年前翻倍。同时计划新增一万平方米仓储空间，支撑持续扩张的业务规模。近期推出陈皮产品，三年合计投入1亿多元保障品质。

图：东方甄选最近几个月上新sku数量明显增加

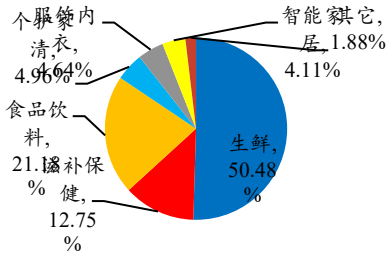
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2025H1	FY2025H2	FY2026H1	FY2026H2
营业收入（百万）	3,881	6,526	4,392	5,701	2,187	2,205	2,312	3,389
YOY		68.1%	-32.7%	29.8%	-9.3%	-46.4%	5.7%	53.7%
整体GMV（亿元）	100	143	87	102	48	39	41	61
YOY		43.0%	-39.2%	17.6%	-15.8%	-54.7%	-14.6%	56.4%
其中：自营产品收入（百万元）	2,634	5,147	3,523	4,839	1,652	1,870	1,952	2,888
YOY		95.4%	-31.6%	37.4%	-11.4%	-43.0%	18.1%	54.4%
占比	68%	79%	80%	85%	76%	85%	84%	85%
其中：直播电商带货收入（百万	1,247	1,378	869	862	534	335	360	502
YOY		10.6%	-36.9%	-0.9%	-2.1%	-59.8%	-32.6%	49.7%
占比	32%	21%	20%	15%	24%	15%	16%	15%
1P自营GMV（亿元）	29	57	38	54	18	20	22	32
YOY		97%	-34%	42%	-6%	-47%	21%	60%
3P带货GMV（亿元）	71	86	49	48	30.2	18.8	19.4	28.6
YOY		21%	-43%	-2%	-20.5%	-60.7%	-35.8%	52.6%
抖音上已付订单数量（万件）	136.3	181.1	91.6	97.4	50.1	41.5	42.0	55.4
YOY		32.9%	-49.4%	6.3%	-15.9%	-65.8%	-16.2%	33.5%
自营产品spu（个）	120	488	732	1,009	600	732	801	1,009
YOY		306.7%	50.0%	37.8%	127.3%	50.0%	33.5%	37.8%

数据来源：东方甄选公司公告、开源证券研究所

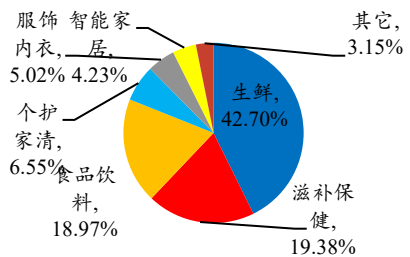


数据来源：东方甄选公司公告、开源证券研究所

图：抖音东方甄选自有品牌2026Q2生鲜占比超过50%，2026Q3滋补保健占比接近20%



数据来源：飞瓜、开源证券研究所

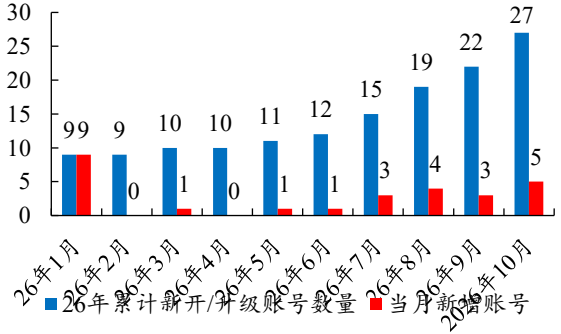


数据来源：飞瓜、开源证券研究所

4.1.3 东方甄选：高质价比打造“渠道品牌”，品类+渠道同步拓展

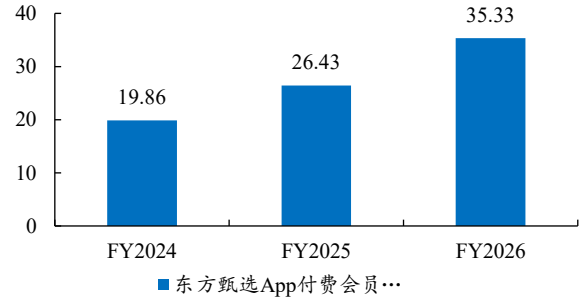
- **抖音持续拓矩阵号扩容，巩固和加大贴身/入口（高壁垒）品类优势和辐射范围。（1）抖音：**10月至今已新开5个抖音账号，分别为“贴身衣橱“、”乳饮冲调“、“母婴生活”、“自营烘焙蛋奶”、“自营海产肉禽”；6、7、8、9月分别新开抖音号1/3/4/3个，26年至今已新开/升级27个账号，多个新开/升级账号双十一GMV创新高。用自营+严苛安全标准打造复购型产品矩阵赢得信任，在家庭场景有望跨品类传导。
- **会员体系强化用户黏性，线下渠道加速拓展。**截至2026财年末，东方甄选APP累计注册用户超过1000万，付费会员达到35.3万人，付费会员规模同比增长约34%。据七麦数据，26年7月/8月/9月东方甄选APP下载量分别同比增长2%/95%/149%，近两月日均下载量突破1万，暑期加速APP会员拉新，新东方家庭客群有望形成更多会员转化和长期复购。

图：东方甄选抖音持续新增账号



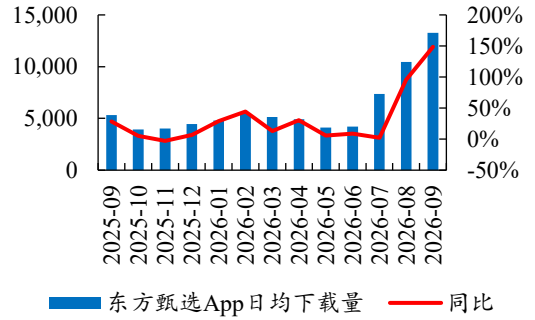
数据来源：飞瓜、开源证券研究所

图：东方甄选App付费会员持续增长



数据来源：东方甄选公司公告、开源证券研究所

图：近期东方甄选App日均下载量同比提速（人次）



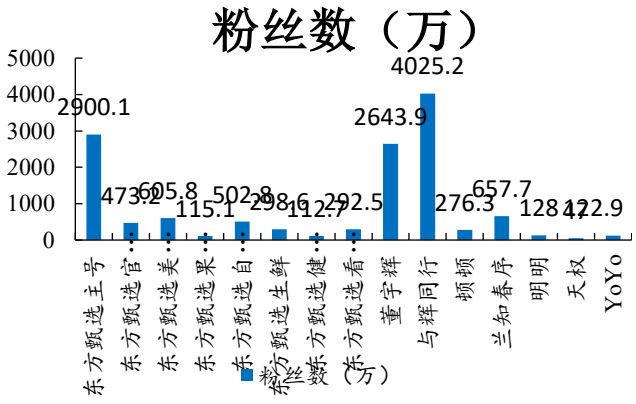
数据来源：七麦数据、开源证券研究所

东方甄选：高质价比打造“渠道品牌”，品类+渠道同步拓展

- **字节系流量与商业化规模持续增长，东方甄选凭借内容优势与优质品牌IP有望受益。**据艾瑞咨询，字节系日活用户规模由2022年6月的5.9亿增至2026年8月的8.3亿，2025年国内商业化收入约6500—7000亿元，2023—2025年CAGR约26%。东方甄选将知识讲解、产地溯源与商品介绍相结合，是品牌属性的优质带货IP，契合抖音以内容驱动消费的特点，有望持续分享平台发展红利。

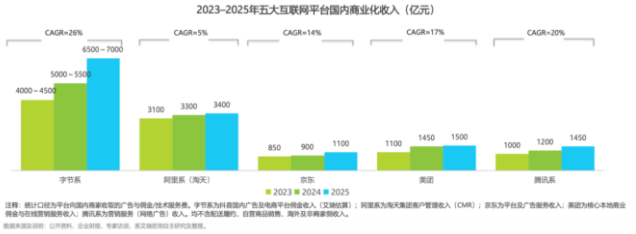
- **东方甄选粉丝基础和品牌效应支撑账号裂变，推动销售和复购。**截至2026年11月6日，东方甄选主号粉丝约2900万，美丽生活、自营产品、官方号粉丝分别约605.8万、502.8万、473.2万，形成主号与垂类账号协同的用户基础，与辉同行+兰知春序+董宇辉合计粉丝数7000多万。2026Q3，与辉同行、东方甄选分别位列抖音达人带货榜第1名。依托平台流量与现有粉丝基础，随着垂类账号持续拓展、自营产品供给丰富，东方甄选有望提升常态销售水平和复购能力。

图：东方甄选和其他主播账号粉丝数对比（截至2026年10月26日）

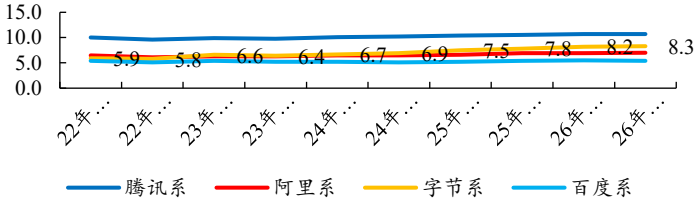


数据来源：抖音、开源证券研究所

图：字节系平台国内商业化收入保持领先



图：字节系平台日活用户仍然稳步增长,仅次于腾讯系(单位:亿人次)



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图：与辉同行位列抖音达人带货榜第一名，东方甄选为第9名（2026Q3数据）

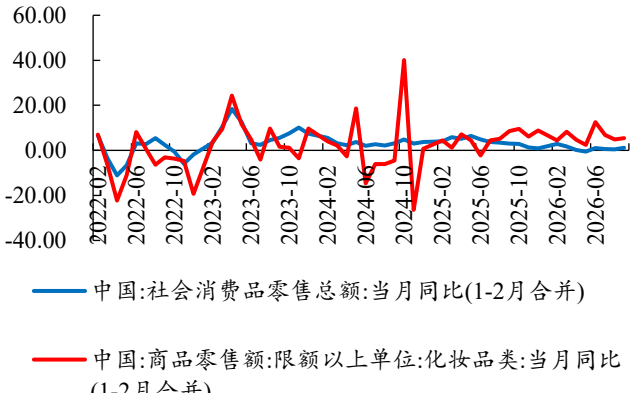


资料来源：飞瓜

4.2 美妆：化妆品赛道增长韧性凸显，高端修复，国货巩固大众

- **2026年以来化妆品社零增速优于整体社零增速。**2026年整体消费疲软，4月以来整体社零增长缓慢，而化妆品社零增速凸显韧性，部分月份呈现高个位数增长，3月、6月受大促拉动，增速较高。我们认为与大促各平台优化玩法机制，开展“化妆品国补”等相关提振举措有关。
- **从格局看，呈现外资稳高端，国货强大众的趋势。**从李佳琦直播间双十一预售首日表现看，TOP10品牌中国际品牌占据7席，国货品牌占据3席。高端国际品牌强势回归，SK-II神仙水、修丽可AGE面霜等超级大单品均破亿元，且呈现出从“单品爆款”向“家族矩阵”演进的趋势。国货美妆集团正在逐步通过子品牌打造第二增长曲线，头部国货品牌在天猫的长期增长势能正在不断累积。

图：2026年以来化妆品社零增速好于整体社零增速(%)



资料来源：Wind、青眼情报、开源证券研究所

图：2026年双11李佳琦直播间TOP10品牌中外资表现强势



资料来源：青眼情报

图：2026年双11抖音外资品牌表现强势



资料来源：青眼情报

4.2 美妆：2026年板块收入有所修复，费用率走高

- **美妆板块盈利承压，高端品牌经营韧性凸显。**2026Q1-Q3美容护理板块整体收入493.6亿元/yoy+8.3%，归母净利润57.3亿元/yoy-9.6%，扣非归母净利43.8亿元/yoy-9%。**美妆板块：**收入稳健增长，扣非表现弱于归母净利，主要系珀莱雅、上海家化投资收益等非经损益增厚利润。销售费用率44.4%/yoy+2.2%，珀莱雅、丸美生物、水羊股份、福瑞达销售费用率均出现明显上行，扣非净利率有所承压。我们认为平台渠道红利弱化，以及国际大牌加大促销和渠道资源投入，对本土品牌形成竞争压力，国货费用投放基准提升，持续侵蚀品牌利润。**此外港股毛戈平发布Q3经营公告，公司2026Q3营业收入、净利润同比均+22%-24%，在行业整体承压背景下，高端品牌全渠道布局经营韧性凸显。受益标的：毛戈平。**
- **医美板块：**上游受供给增加，竞争加剧影响，盈利能力有所承压，朗姿股份作为下游医美机构端受益于上游产品降价带来的利润空间改善
- **个护板块：**受益于产品升级和创新，积极拓展产品矩阵带动收入增长，毛利率提升明显。如若羽臣、拉芳家化利润增长超过收入，登康口腔收入利润均稳步增长。

图：美护板块整体利润表现承压

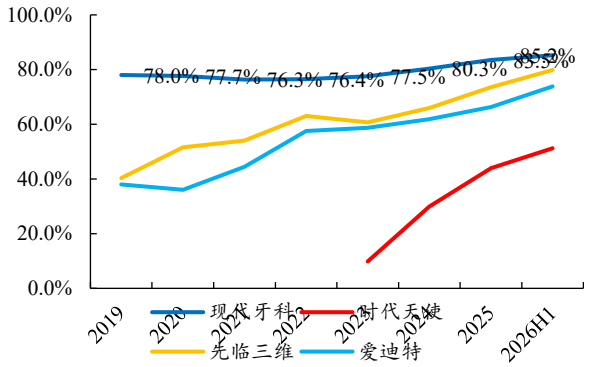
	2026Q1-Q3						销售费用率			毛利率			净利率			扣非净利率		
	收入（亿元）	收入yoy	归母净利润（亿元）	归母净利yoy	扣非归母净利（亿元）	扣非归母净利yoy	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY
美妆合计	348.4	5%	38.6	15%	26.1	-7%	42.2%	44.4%	2.2%	64.0%	64.2%	0.2%	10.3%	11.3%	1.0%	8.5%	7.5%	-1.0%
珀莱雅	76.3	7%	12.6	22%	7.4	-26%	50.1%	53.2%	3.1%	73.5%	73.0%	-0.5%	15.0%	17.2%	2.2%	14.2%	9.7%	-4.4%
上海家化	53.6	8%	8.1	99%	3.8	63%	45.7%	48.3%	2.7%	62.8%	65.3%	2.5%	8.2%	15.0%	6.9%	4.7%	7.0%	2.4%
水羊股份	36.7	8%	1.0	-26%	1.0	-25%	50.5%	54.3%	3.9%	66.0%	68.3%	2.2%	4.0%	2.8%	-1.2%	3.8%	2.7%	-1.1%
贝泰妮	36.4	5%	3.1	14%	2.2	21%	53.1%	53.6%	0.5%	74.3%	74.6%	0.3%	8.0%	8.3%	0.3%	5.3%	6.1%	0.8%
福瑞达	27.7	7%	1.1	-22%	1.1	-19%	36.4%	42.2%	5.8%	51.5%	56.0%	4.5%	6.9%	5.1%	-1.7%	5.0%	3.8%	-1.2%
华熙生物	26.0	-18%	1.9	-26%	1.6	-13%	35.3%	33.4%	-2.0%	70.7%	66.5%	-4.2%	8.0%	7.2%	-0.8%	5.9%	6.2%	0.3%
敷尔佳	17.7	36%	3.6	11%	2.6	1%	47.9%	50.2%	2.3%	81.1%	76.9%	-4.2%	25.1%	20.5%	-4.6%	19.6%	14.5%	-5.1%
丸美生物	22.3	-9%	1.4	-44%	0.7	-66%	57.7%	61.6%	3.8%	74.8%	73.3%	-1.5%	10.1%	6.5%	-3.6%	8.7%	3.2%	-5.5%
润本股份	14.1	14%	3.0	13%	2.9	16%	29.9%	32.1%	2.1%	58.3%	60.6%	2.4%	21.5%	21.3%	-0.2%	20.3%	20.7%	0.4%
科思股份	13.5	21%	0.9	18%	0.8	30%	2.0%	1.8%	-0.2%	29.6%	28.4%	-1.2%	6.6%	6.3%	-0.3%	5.7%	6.1%	0.4%
诺斯贝尔	18.2	17%	1.1	-3%	1.1	44%	2.1%	2.7%	0.6%	19.2%	19.7%	0.5%	6.9%	5.7%	-1.2%	4.9%	6.0%	1.1%
壹网壹创	6.0	-22%	0.9	-6%	0.9	-6%	10.4%	8.6%	-1.7%	30.0%	33.5%	3.5%	12.9%	15.4%	2.5%	12.6%	15.1%	2.5%
医美合计	75.2	1%	13.5	-49%	12.9	-25%	30.7%	33.3%	2.6%	73.1%	72.0%	-1.1%	36.1%	18.8%	-17.4%	23.0%	17.1%	-5.9%
锦波生物	10.7	-18%	3.5	-38%	3.2	-42%	22.7%	26.1%	3.4%	90.6%	83.7%	-6.9%	44.3%	33.1%	-11.2%	43.9%	30.3%	-13.7%
爱美客	17.4	-6%	7.9	-28%	7.0	-26%	12.6%	19.6%	7.0%	93.3%	92.2%	-1.1%	60.1%	45.9%	-14.2%	53.0%	40.2%	-12.8%
朗姿股份	47.1	9%	2.0	-79%	2.6	52%	40.8%	40.1%	-0.7%	59.3%	61.9%	2.5%	23.5%	5.4%	-18.1%	4.0%	5.5%	1.6%
个护合计	70.0	37%	5.2	57%	4.9	69%	34.7%	37.3%	2.6%	48.2%	53.5%	5.3%	6.6%	7.5%	1.0%	5.7%	7.0%	1.3%
若羽臣	35.2	65%	2.3	121%	2.2	121%	49.0%	51.5%	2.5%	58.4%	65.7%	7.3%	4.9%	6.6%	1.7%	4.8%	6.4%	1.6%
拉芳家化	6.9	11%	0.5	290%	0.4	869%	36.0%	31.9%	-4.1%	48.5%	50.4%	1.9%	2.0%	7.1%	5.1%	0.7%	6.0%	5.3%
倍加洁	13.6	22%	0.8	-2%	0.7	3%	8.7%	7.5%	-1.2%	26.3%	24.6%	0.1%	7.4%	6.3%	-2.2%	6.4%	5.4%	-1.0%
登康口腔	14.3	16%	1.6	18%	1.5	32%	33.0%	33.5%	0.4%	50.5%	52.6%	0.0%	11.1%	11.3%	0.0%	9.0%	10.3%	1.3%
美容护理合计	493.6	8.3%	57.3	-9.6%	43.8	-9%	39.5%	41.7%	2.2%	63.7%	63.9%	0.1%	14.1%	11.9%	1.5%	10.5%	8.9%	-1.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

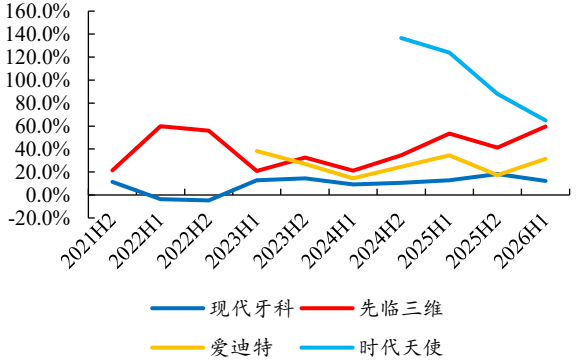
4.3 牙科：中国牙科出海提速，优质企业全球化成果持续兑现

- **中国牙科产业链全球化能力持续兑现，海外市场已成为收入重要来源。**中国牙科企业普遍较早开启海外业务，随着渠道体系、本地化团队和产品注册逐步完善，海外收入占比持续提升，并在达到较高水平后仍保持相对稳健增长。2026H1现代牙科/先临三维/爱迪特/时代天使海外收入增速分别为12.4%/59.5%/31.4%/64.9%，海外收入占比分别为85.2%/79.9%/73.9%/51.2%，时代天使2022年开启出海业务以来，海外业务高增，海外收入占比从2023年的10%提升至2026H1的51.2%。
- **时代天使2026H1海外首次实现盈利,全球化业务步入收获期。**时代天使2022年启动全球化战略，确立以中国为核心，北美、南美、欧洲、非洲及中东、亚太四大区域协同的全球业务布局。2022年收购巴西Aditek 51%股权切入拉美市场。2026H1，海外市场实现收入1.18亿美元，yoy+64.9%，占总收入比重达51.2%，首次超过国内市场。海外业务首次实现半年度盈利，经调整分部经营利润达877万美元（2025年同期为亏损357万美元），经调整经营利润率提升至7.4%。海外业务的强劲表现，得益于公司在专业教育、直销网络和本地服务团队的长期投入，以及巴西、东南亚医学设计中心和生产基地的顺利运营。

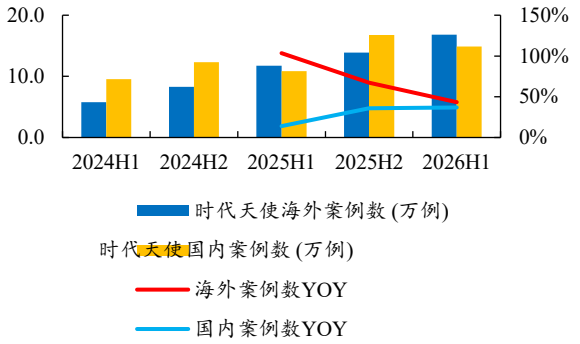
图：中国牙科企业海外收入占比已达到较高水平



图：中国牙科企业海外市场收入仍维持较高增速



图：时代天使海外案例数增速超过国内

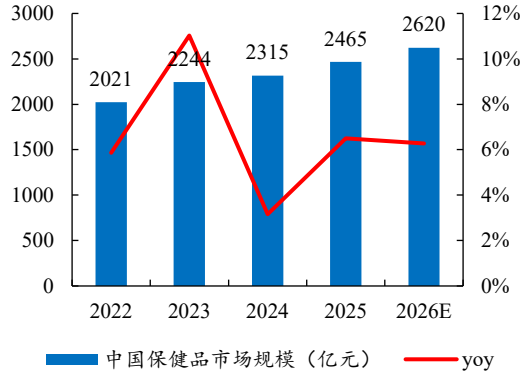


资料来源：Wind、时代天使公司公告、开源证券研究所

4.4 健康:营养保健市场稳健扩容，合规化推动行业份额向龙头集中

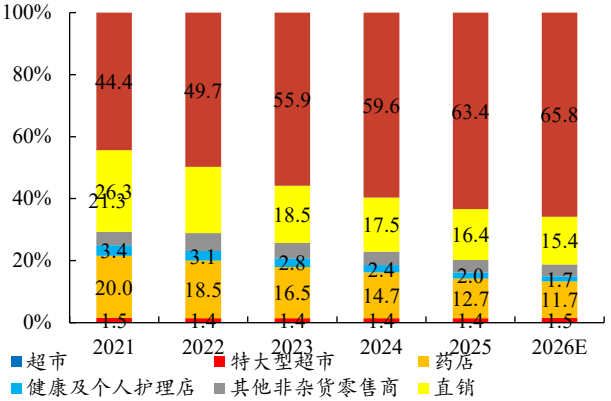
- **中国营养保健品市场稳健扩容，电商尤其是抖音渠道持续贡献增量。**据欧睿数据,2025年中国保健品市场规模达2465亿元，同比增长6.5%，骨骼健康、心脏健康及免疫支持等细分需求增长。电商渠道占比由2021年的44.4%提升至2025年63.4%；据FFI食品配方创新公众号数据,抖音渠道营养健康品2025年规模达591.5亿元，yoy+44%。内容电商兼具知识科普与交易转化功能，有助于解释产品价值、触达细分人群。
- **监管趋严推动非合规品牌出清，行业份额有望向合规龙头集中。**2026年4月，三部门就“优思益”违规营销问题约谈抖音、淘天及小红书；6月，进口食品境外生产企业注册新规实施,完善分类注册和持续监管机制。同时，平台对违规营销的治理强化。此前，部分中小品牌依靠较低的合规投入、夸大宣传及抖音高强度投流快速抢占市场，挤压规范经营品牌的获客空间，龙头竞争优势不明显。随着准入门槛提高，依赖流量驱动的粗放增长模式承压，竞争有望逐步回归产品质量与品牌信任，推动市场份额向研发扎实、品控完善、营销合规的头部品牌集中。

图：中国保健品销售额稳健增长



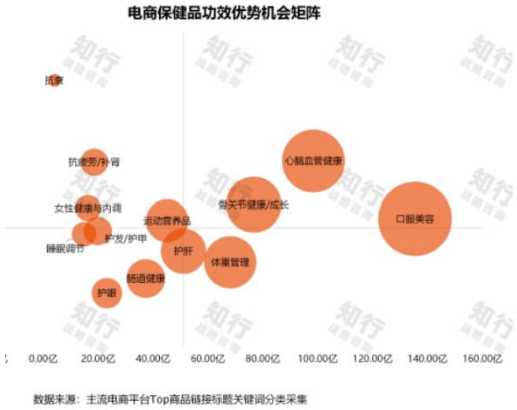
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图：中国营养保健品电商渠道占比持续提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图：中国营养保健品电商渠道占比持续提升

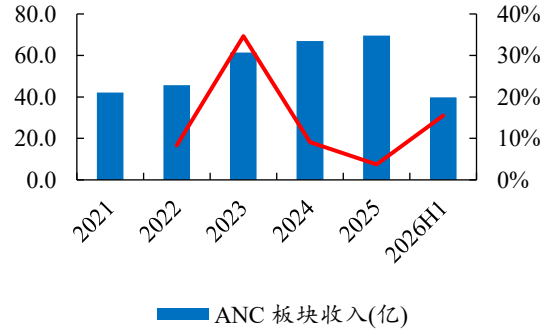


资料来源：FFI食品配方创新公众号

4.4 健康:Swisse产品与渠道协同，市场份额有望持续提升

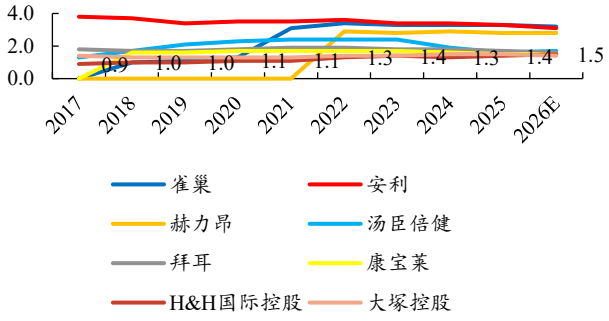
- **Swisse完善全生命周期矩阵，多渠道布局拓展增长空间。**1969年Swisse创立于澳洲墨尔本。2015年合生元集团通过分阶段全资收购开启系统化运作。Swisse前瞻性、差异化定位中高端“自然+科学营养”，主打澳洲血统背书与年轻化生活方式叙事，通过奶蓟草护肝片等大单品卡位熬夜护肝等新兴细分场景。**产品端，**Swisse推进Mega Brand战略，以主品牌、Swisse PLUS、Little Swisse及Swisse Me覆盖不同年龄与功能需求，通过小红书、抖音内容种草和明星合作加强品牌教育。**渠道端，**加码抖音、山姆等渠道，并拓展东南亚市场。
- **H&H国际成人营养业务规模扩大,Swisse全球份额稳步提升。**2017—2025年，H&H国际控股中国市场份额由2.7%提升至5.3%，全球份额由0.9%提升至1.4%。ANC板块收入由2021年的42.1亿元增至2025年的69.5亿元，CAGR约13.3%；2026H1收入约39.7亿元/yoy+15.5%.随着非合规商家出清，Swisse有望凭借品牌信任、产品矩阵及合规运营能力承接渠道份额，推动增长。

图：2026H1 H&H国际控股ANV板块收入增长提



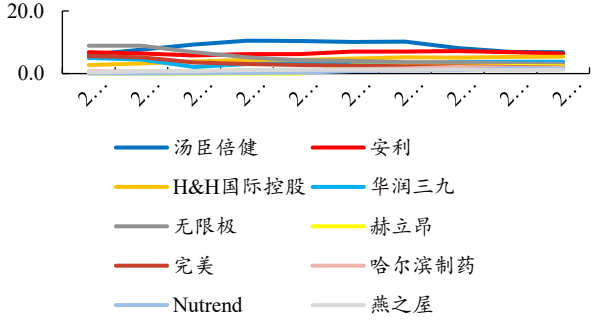
数据来源:H&H国际控股公司公告、开源证券研究所

图：H&H国际控股全球份额稳步提升(%)



数据来源:Euromonitor、开源证券研究所

图：H&H国际控股中国市场份额稳步提升(%)



数据来源:Euromonitor、开源证券研究所

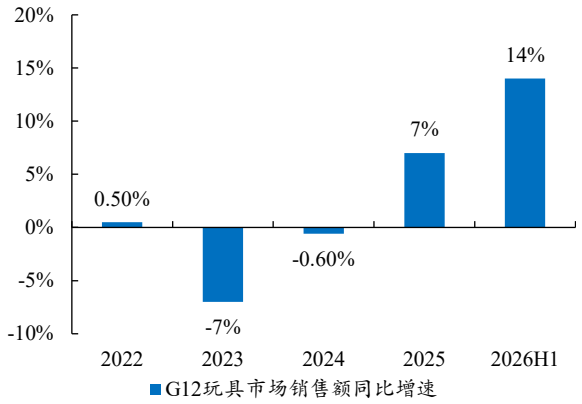
4.5 IP经济：品类/IP生命周期分化，关注内容系IP上新催化

根据Circana，2026H1欧美玩具市场销售额同比+14%，海外玩具行业进入需求修复+渠道补库的加速阶段，**整体处于复苏周期的中段**。
复苏特征：（1）情绪大周期：2026H1美国12-17岁/18岁以上同比+33%+25%（大盘同比+17%），主力人群年龄段继续向上平移。

（2）产品中周期：「经典IP回归+高景气品类」的组合表现最优，「单一爆品IP+成熟品类」的组合面临换挡：大类上，**Kidult硬核收藏、沉浸体验和解压辅助复购意愿强**，品类增速梯队分化显著，第一梯队探索类及其他玩具（NeeDoh/球星卡等，+58%）、游戏与拼图（TGC/桌游中宝可梦、万智牌持续强势，+45%），第二梯队积木（乐高成功借势世界杯，+22%）、艺术手工（+20%）、可动人偶（漫威、星战凭借院线强势回归）、车辆模型（风火轮等稳步增长，预计增速HSD）；第三梯队毛绒玩具（形象IP审美疲劳积累高基数）、婴幼学龄前玩具、户外与运动玩具相对承压。

（3）欧美系IP热度回归，关注后续院线催化：2026-2027年孩之宝即将推出的内容也比往年更加丰富，未来18个月内将推出2部重要的星球大战作品和3部重要的漫威作品，其中漫威宇宙第六阶段雷霆特工队、神奇四侠、蜘蛛侠四院线取得口碑和票房成功，路人口碑和讨论热度快速上升，复联5、6人气角色回归或推动关注度提升，**2026Q3孩之宝消费品业务漫威IP收入同比+30%**，高景气品类（拼搭、载具、游戏）+成熟IP全球化重启阶段的业绩确定性最强。

图：2026H1欧美市场玩具市场整体同比+14%



数据来源：Circana、开源证券研究所（2026H1Circana监控市场数量提至G14）

表：2026H1美国头部畅销系列IP

排名	IP名称
1	宝可梦
2	美国国家橄榄球联盟（NFL）
3	漫威宇宙
4	国际足联（FIFA）
5	美国职业棒球大联盟（MLB）
6	星球大战
7	风火轮
8	乐高花植系列
9	万智牌
10	芭比

数据来源：Circana、开源证券研究所

表：近年头部IP院线票房一览

中文片名	上映时间	制片厂	票房（亿美元）
死侍与金刚狼	2024年7月	迪士尼	约13.38
变形金刚：起源	2024年9月	派拉蒙	约1.29
美国队长4：美丽新世界	2025年2月	迪士尼	约4.15
雷霆特工队	2025年5月	迪士尼	约3.82
KPOP恶魔猎人	2025年6月	索尼/网飞	流媒体独家发行，无公开院线票房
神奇四侠：第一步	2025年7月	迪士尼	约5.22
曼达洛人与古古	2026年5月	迪士/卢卡斯	约3.45
蜘蛛侠：崭新之日	2026年7月	迪士尼/索尼	约20.22
复仇者联盟5：毁灭日	2026年12月	迪士尼/漫威	暂未上映
塞尔达传说	2027年4月	索尼/任天堂	暂未上映
星球大战：星际战斗机	2027年5月	迪士尼/卢卡斯	暂未上映
忍者神龟2	2027年9月	派拉蒙	暂未上映
复仇者联盟6：秘密战争	2027年12月	迪士尼	暂未上映
刀锋战士	未定档	迪士尼/漫威	暂未上映

数据来源：Box Office、开源证券研究所

4.5 国内潮玩：IP矩阵动能换挡，零售逻辑有望增强

2026年国内龙头进入IP换挡期，潮玩商业飞轮如何持续：（1）品牌稀缺性是核心资产，坚守核心品牌价值（如泡泡玛特的艺术性和商业化平衡、布鲁可拼装生态系统），平台规模未必带来边际变强，适当做减法。（2）IP运营是参与性系统，单IP走红起步往往相似，不可避免呈现周期性兴衰，跨媒介输出工具箱丰富度和互动能力决定差异化的曲线走势。（3）粉丝沉淀和深耕阶段的推新目标应由泛化SKU转向更高的单SKU生命周期收益，并在有限约束中平衡头部资源供给（类似艺人经济）。（4）产品运营保持持续微创新，与长青品类高度绑定也有助于熨平周期。（5）脱离社媒裂变的爆发式增长框架后，体验性零售逻辑有望逐步强化。

图：潮玩赛道重点玩家跟踪要点

P品牌超级IP底部周期有多久？

- ✓ **超级IP生命周期：**盲盒本身非短暂风潮，但超级IP+快时尚品类形成爆发性热度周期明显，热度回归取决于带去你跨媒介内容输出深度和关键营销事件，长期静待基数笑话和用户代际风潮更替。
- ✓ **中腰部IP梯队扩容：**星星人跻身头部，不同IP结合调性和玩法进行新品类和产品风格尝试。
- ✓ **流量平衡和渠道协同：**生意模式像更重、更慢，将流量往更稳定的线下零售网络和线上私域聚拢，大店+乐园调改推进，体验性零售韧性更足。



「泡泡玛特全球搜索热度情况」

B品牌海外渗透空间几何？

- ✓ **老IP和产品矩阵换挡：**老IP和传统盲盒贡献趋向瓶颈期，腰尾部IP和新品类潜力因受众基数和IP匹配度不足未充足释放，但也有跑出自然集等亮眼品类。
- ✓ **产品力未动摇，国内竞争持续：**设计体系持续打磨，BFC深度运营已成熟，赛道龙头地位仍稳固，但竞对未见明显放松。
- ✓ **海外IP顺风，渠道有空间：**欧美系IP产品力和营销节奏明显优化，海外品牌和产品知名度未见天花板，欧美会员制KA渠道渗透空间尚存。



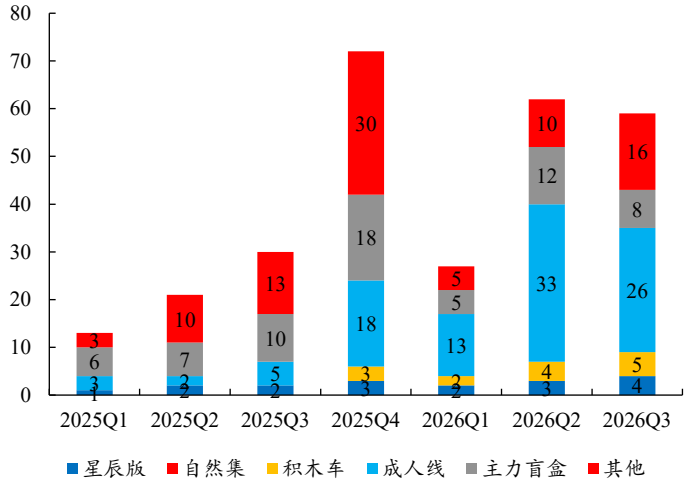
「布鲁可全球搜索热度情况」

数据来源：Google、开源证券研究所

国内潮玩：IP矩阵动能换挡，零售逻辑有望增强

- **布鲁可：欧美系内容IP势能顺风，成人线推新同比加速**
- **成熟IP**：奥特曼/变形金刚/假面骑士传统20-39元盲盒线国内边际表现较弱，且新素体版本单款天花板整体不如前一代（**奥特曼恢复前代素体推新**），角色重复度和目标客群库存上升制约实际销售天花板。
- **自有IP**：英雄无限红利期已过（传统名著角色不具备独占性，形象设计、内容开发和产品商业化链路完整起量快，内容侧更新稳定但缺乏深度），公司将重心转向繁星集结（机甲原创IP消费者更注重设计美观度和产品质量，对内容依赖度较低，同类型竞品相对较多）。
- **长尾IP**：营销节奏抓住IP内容上新节点（如H2口碑回升的漫威系列，26H1节奏相对26H2明显改善），漫威/DC/星球大战等欧美系IP超越版+产品频繁上新与欧美市场内容和玩具消费趋势共振。

图：2026Q3成人线推新数量同比大幅度增加



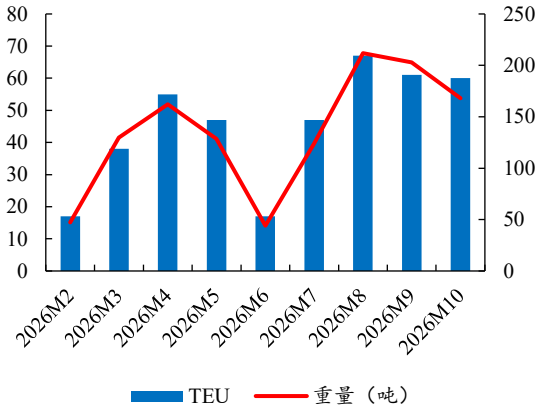
数据来源：布鲁可积木公众号、开源证券研究所

图：《复联5》反派角色产品宣发



资料来源：Instgram

图：2026H2美国海关布鲁可进口货物增长

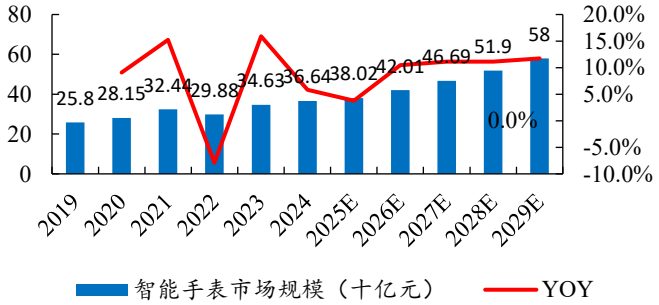


数据来源： ImportYeti、开源证券研究所

4.6 新生活方式：腕间智能、足尖混搭，精致与休闲共生

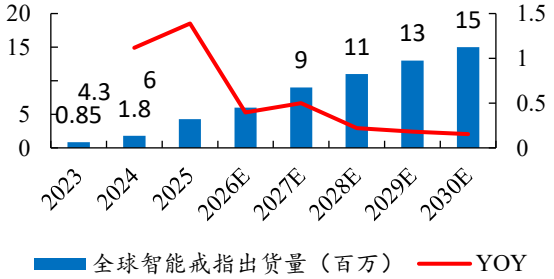
- **智能表+女表+贵金属化驱动手表行业未来增长。**根据 Business Research Insights，智能手表约占全球可穿戴设备出货量的 35%。根据灼识咨询，预计到2029年，中国智能手表市场规模将达580亿元，预测期复合年增长率（2024-2029E）为9.6%。智能贵金属手表2029年渗透率有望达到2.8%。麦肯锡数据显示，2025 年女性在高价腕表消费中的占比已从 2015 年的 28%升至 39%。德勤预计 2030 年前女表在机械表中的消费占比有望达到 40-45%。
- **智能戒指仍处于低基数放量阶段，但行业已经完成从概念产品向独立可穿戴品类的初步验证。**Omdia统计，2023年、2024年全球智能戒指出货量分别约85万只和180万只；IDC统计2025年全球智能戒指出货量为430万只，FDM CCS Insight预计2026年智能戒指出货量为600万只，预计2030年将达到1500万只。MAT2026智能可穿戴与健康设备中，智能指环的销售额同比增长217%。
- **芭蕾风洞洞鞋系列的商业表现相当亮眼。**什么值得买数据显示，Classic Clog – Ballet系列销量猛增418%，带动品牌全球营收突破40亿美元。Crocs官方旗舰店显示，销量最高的两个芭蕾风系列分别已售2万+和1万+。豹纹款、白色款等部分配色出现断货，消费者等待周期长达半个月。

图：2024年中国智能手表市场规模为366.4亿元，预计2024-2029年CAGR为9.62%



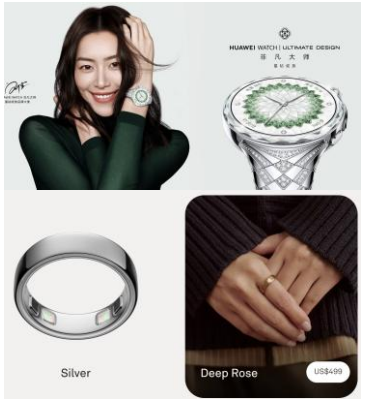
数据来源：灼识咨询、西普尼招股说明书、开源证券研究所

图：FDM CCS Insight预计2026年全球智能戒指出货量为600万只，预计2030年将达到1500万



数据来源：Omdia、IDC、FDM CCS Insight、开源证券研究所

图：华为非凡大师智能手表、Oura5智能戒指



资料来源：华为官网、Oura官网

图：Crocs推出芭蕾风洞洞鞋销量大增



资料来源：Crocs淘宝官方旗舰店

目 录

CONTENTS

1 云计算：AI需求驱动云计算扩张，大模型商业化持续推进

2 AI硬件：推理复杂化重塑算力格局，光互联、CPU与服务器迎来新周期

3 AI应用：企业、个人、短剧、医药等多场景开花，关注AI投资下半场

4 消费：渠道价值重塑，品质零售与IP经济先行

5 **受益标的盈利预测与估值**

6 风险提示

受益标的盈利预测与估值

表1：盈利预测与估值

代码	公司名称	2026/11/5 收盘价	EPS 2026E	EPS 2027E	EPS 2028E	PE 2026E	PE 2027E	PE 2028E	评级
2513.HK	智谱	476.00	-9.26	-9.26	-9.26	-44.0	-44.0	-44.0	买入
0100.HK	minimax	170.20	-2.19	-2.19	-2.19	-66.6	-66.6	-66.6	未评级
9988.HK	阿里巴巴-W	109.10	6.10	8.20	11.10	15.3	11.4	8.4	买入
9888.HK	百度集团-W	80.65	6.30	7.10	7.90	11.0	9.7	8.8	买入
GOOGL.O	谷歌	282.57	19.84	14.90	18.31	14.2	19.0	15.4	未评级
AMZN.O	亚马逊	260.21	12.80	10.75	14.32	20.3	24.2	18.2	未评级
LITE.O	Lumentum	509.70	15.69	38.76	55.39	70.32	28.47	19.92	未评级
TSEM	Tower半导体	130.99	3.20	6.32	12.33	71.47	36.19	18.55	买入
AMD	AMD	404.40	8.44	18.85	31.03	72.05	32.26	19.6	未评级
2330.TW	台积电	2,240.00	107.78	142.92	181.13	23.66	17.84	14.08	未评级
SMTC	Semtech	91.54	3.48	5.95	8.50	53.82	31.48	22.04	未评级
MTSI	MACOM190.35	5.45	8.29	10.05	60.56	39.81	32.84	未评级	
AMAT.O	应用材料	319.25	12.81	18.64	23.70	24.9	17.1	13.5	未评级
0522.HK	ASMPT	101.00	4.10	7.09	8.44	24.7	14.2	12.0	买入
DELL.N	DELL	316.91	25.89	30.50	35.57	12.2	10.4	8.9	未评级
HPE.N	HPE	44.16	3.82	4.71	5.44	11.6	9.4	8.1	未评级
0992.HK	联想集团	19.41	0.13	0.27	0.38	19.3	9.2	6.6	买入
CRM	Salesforce	222.41	9.94	10.01	12.14	22.4	22.2	18.3	未评级
2556.HK	迈富时	44.00	1.67	2.63	3.83	22.6	14.4	9.9	买入
0268.HK	金蝶国际	9.53	0.11	0.20	0.31	74.3	40.8	26.3	未评级
3738.HK	阜博集团	2.66	0.15	0.22	0.31	18.1	12.0	8.7	买入
RERE.N	万物新生	28.88	2.07	3.92	5.42	11.96	6.32	4.56	买入
1797.HK	东方甄选	31.10	——	0.57	0.83	——	46.6	32.2	未评级
2657.HK	林清轩	58.00	3.87	5.27	6.88	12.8	9.4	7.2	未评级
1318.HK	毛戈平	52.60	3.24	4.04	5.01	13.9	11.2	9.0	买入
2367.HK	巨子生物	21.18	1.84	2.06	2.30	9.9	8.8	7.9	买入
2145.HK	上美股份	23.58	1.83	4.08	4.80	11.1	5.0	4.2	买入
603605.SH	珀莱雅	50.68	4.85	4.56	5.09	9.0	9.5	8.5	买入
1112.HK	H&H国际控股	24.32	1.56	1.93	2.23	13.4	10.8	9.3	未评级
6699.HK	时代天使	80.05	1.26	2.04	2.86	54.5	33.7	24.0	未评级
RERE.N	万物新生	28.88	2.07	3.92	5.42	12.0	6.3	4.6	买入
9992.HK	泡泡玛特	144.50	7.88	9.27	10.63	15.7	13.4	11.6	买入
0325.HK	布鲁可	50.15	3.35	4.29	5.45	12.8	10.0	7.9	未评级

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所给入“买入”评级的为开源证券研究所预测，其余美股为Bloomberg一致预期，港股使用Wind一致预期。以上港股上市公司计价货币为港元，EPS为人民币（阜博集团EPS为港币），2026年10月30日港币兑人民币收盘价0.91319；美股上市公司收盘价和EPS计价货币为美元，2026年10月30日美元兑人民币收盘价7.0949

（一）国内及全球宏观经济波动

世界不确定性处于高位，外部环境的进一步复杂化冲击国内国际双循环，加大国内经济下行压力，引发政策变动、市场需求减弱、产业结构调整、出口贸易受阻、原材料成本上升等不利因素，影响上市公司后续经营表现。

（二）项目落地不及预期，影响后续新产品的推出从而影响公司竞争力

新建设或研发项目进展不及预期，导致新产品推迟上市或新产能面临不足，使公司在关键市场的竞争地位下降，降低公司信誉和客户信任，财务状况恶化影响其他业务进展，进而对未来营收、业绩产生较大影响。

（三）零售不及预期，或导致存货周转、减值等相关问题

下游需求不足导致产品销售不及预期，使公司面临存货积压，产生流动资金占用、仓储成本增加、存货资产减值等风险。

（四）新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等

新进入者或现有竞争者可能通过价格战、营销推广等手段争夺市场份额，若公司不能持续在技术创新、市场开拓等方面有所突破并保持一定的竞争优势,将会面临市场份额不断被挤压的风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券