海外 AI 算力竞争格局或迎调整，算力基础设施需求持续扩张

——通信行业跟踪报告

强于大市（维持）

2026 年 11 月 16 日

行业核心观点：

上周沪深 300 下跌 0.94%，创业板指下跌 1.59%，申万通信行业指数上涨 3.06%，分别跑赢沪深 300、创业板指 4.00 和 4.65 个百分点，在申万各一级行业中排名第 1 位。上周，当地时间 11 月 12 日，英伟达正式宣布，公司联合创始人黄仁勋已辞去总裁、首席执行官及董事会成员职务，即刻生效，CFO 克雷斯被任命为临时 CEO。我们认为，此次管理层变动或促使 AI 算力产业的竞争格局发生变动，谷歌 TPU、AMD GPU 及博通参与的定制 ASIC 方案有望获得更多验证和采购机会。同时，国内云厂商和模型厂商将更加重视供应链生态的自主与安全，有望为国产算力份额进一步提升创造条件。随着不同平台的集群建设推进，服务器、网络设备、光互连、供电和散热等环节均有概率迎来供应份额变动，具备多平台适配、客户验证和规模交付能力的厂商有望在份额竞争中保持优势。后续重点关注英伟达财报指引和交付节奏，以及头部客户的新增订单是否向多平台分散。Anthropic 正式启动 IPO 路演，完全稀释估值最高约 1.4 万亿美元。按第三季度收入简单年化，Anthropic 的收入规模约 678 亿美元。截至 9 月 30 日及之后签署的采购承诺和租赁合计约 8954 亿美元，绝大部分用于算力和基础设施，约 698 亿美元在未来 12 个月内到期。谷歌、英伟达、AMD、博通、美光、微软、台积电七家公司拟按 IPO 发行价合计认购 260 亿美元的私募股份。我们认为，此次 IPO 为公开市场评估大模型公司的商业模式提供了更完整的样本。Anthropic 对于算力及基础设施采购承诺的信息披露，提高了未来 AI 算力基础设施投入的可见度。算力芯片、存储、晶圆代工及云服务领域的合作伙伴通过股权投资深化与 Anthropic 的商业合作，进一步锁定供给，有助于增强 Anthropic 长期算力供应的稳定性。思科 FY2027 第一季度实现营收 185 亿美元，同比增长 24%，并上调全年营收及非 GAAP 每股收益指引。同时，思科将全年面向超大规模云厂商的 AI 基础设施收入预期由 75 亿美元上调至 90 亿美元。我们认为，AI 算力基础设施需求仍处于扩张阶段。随着训练和推理集群规模扩大，集群内高速互连和跨数据中心传输的带宽需求同步提升，有望带动高速交换机、光模块及相干光传输设备需求持续增长。**中长期视角下，**继续把握 AI 算力产业链和空天地一体化的双核心主线投资机遇。

投资要点：

产业动态：（1）人工智能：英伟达正式宣布，公司联合创始人黄仁勋已辞去总裁、首席执行官及董事会成员职务。**（2）人工智能：**Anthropic 正式启动 IPO 路演，完全稀释估值最高约 1.4 万亿美元。**（3）智算中心：**思科将全年面向超大规模云厂商的 AI 基础设施收入预期由 75 亿美元上调至 90 亿美元。

行业估值：从估值情况来看，申万通信行业 2026 年 11 月 13 日 PE-TTM

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

英伟达 CEO 换帅，关注 AI 算力产业竞争格局变动及国产算力机遇

Marvell 拟收购 Lumentum 强化光电布局，创新融资方案助力 AI 算力建设

AI 资本开支持续扩张，空天地一体化产业带动星间互联需求

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：(0755) 8322 3620
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn
研究助理： 张文博
电话：17782990700
邮箱：zhangwb@wlzq.com.cn

为 24.11 倍，高于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 22.01 倍。

风险提示：1）中美科技摩擦；2）地缘政治风险；3）资本支出不及预期；4）技术研发不及预期；5）AI 应用落地不及预期；6）卫星组网发射进程不及预期；7）卫星服务落地进程不及预期。

正文目录

1 行业周观点.....4
2 市场行情回顾.....4
3 产业动态.....6
3.1 人工智能：黄仁勋辞任英伟达 CEO，CFO 克雷斯被任命为临时 CEO.....6
3.2 人工智能：Anthropic 正式启动 IPO 路演.....6
3.3 智算中心：思科上调 FY2027 面向超大规模云厂商的 AI 基建收入预期.....7
4 风险提示.....7

图表 1： 沪深 300、创业板指、申万一级行业指数涨跌幅（%）（上周）.....5
图表 2： 沪深 300、创业板指、申万一级行业指数涨跌幅（%）（2026 年初至 2026 年 11 月 13 日）.....5
图表 3： 申万通信行业估值情况（PE-TTM，单位：倍）.....6

1 行业周观点

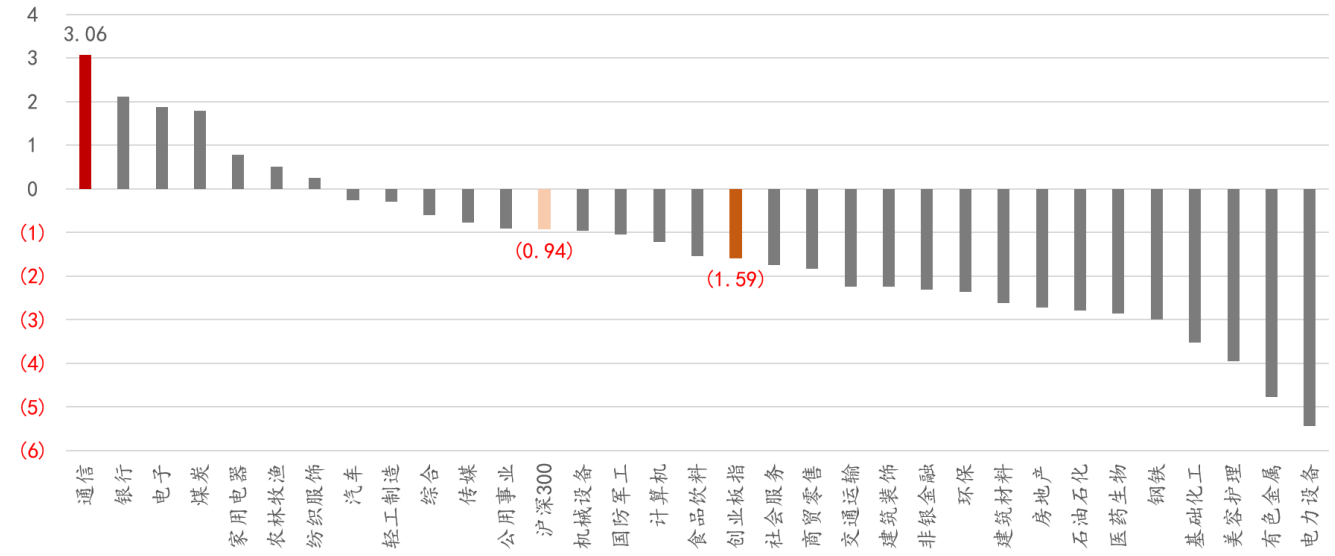
上周，当地时间11月12日，英伟达正式宣布，公司联合创始人黄仁勋已辞去总裁、首席执行官及董事会成员职务，即刻生效，CFO克雷斯被任命为临时CEO。我们认为，此次管理层变动或促使AI算力产业的竞争格局发生变动，谷歌TPU、AMD GPU及博通参与的定制ASIC方案有望获得更多验证和采购机会。同时，国内云厂商和模型厂商将更加重视供应链生态的自主与安全，有望为国产算力份额进一步提升创造条件。随着不同平台的集群建设推进，服务器、网络设备、光互连、供电和散热等环节均有概率迎来供应份额变动，具备多平台适配、客户验证和规模交付能力的厂商有望在份额竞争中保持优势。后续重点关注英伟达财报指引和交付节奏，以及头部客户的新增订单是否向多平台分散。Anthropic正式启动IPO路演，完全稀释估值最高约1.4万亿美元。按第三季度收入简单年化，Anthropic的收入规模约678亿美元。截至9月30日及之后签署的采购承诺和租赁合计约8954亿美元，绝大部分用于算力和基础设施，约698亿美元在未来12个月内到期。谷歌、英伟达、AMD、博通、美光、微软、台积电七家公司拟按IPO发行价合计认购260亿美元的私募股份。我们认为，此次IPO为公开市场评估大模型公司的商业模式提供了更完整的样本。Anthropic对于算力及基础设施采购承诺的信息披露，提高了未来AI算力基础设施投入的可见度。算力芯片、存储、晶圆代工及云服务领域的合作伙伴通过股权投资深化与Anthropic的商业合作，进一步锁定供给，有助于增强Anthropic长期算力供应的稳定性。思科FY2027第一季度实现营收185亿美元，同比增长24%，并上调全年营收及非GAAP每股收益指引。同时，思科将全年面向超大规模云厂商的AI基础设施收入预期由75亿美元上调至90亿美元。我们认为，AI算力基础设施需求仍处于扩张阶段。随着训练和推理集群规模扩大，集群内高速互连和跨数据中心传输的带宽需求同步提升，有望带动高速交换机、光模块及相干光传输设备需求持续增长。

中长期视角下，继续把握AI算力产业链和空天地一体化的双核心主线投资机遇。AI算力产业建议关注：1）运营商布局token运营探索新商业模式带来的业绩增长，AI工厂建设带来的投资机遇；2）超节点的加速布局，Scale-Up、Scale-Out和Scale-Across发展带来的产业机遇，以及算力租赁市场的需求增长对算力产业链上游的提振；3）LPO、CPO、NPO等光互联技术方案演进过程中带来的价值量增长及需求提振；4）高速光芯片、光纤光缆等上游核心零部件、材料价格上涨带来的投资机遇；5）液冷产品在光模块、光互联等领域的渗透率提升以及英伟达Rubin世代及谷歌第八代TPU对液冷需求的提振。空天地一体化产业建议关注：1）卫星互联网产业基础设施的优化建设；2）可回收火箭的验证突破进程，以及卫星互联网产业链上游的成本变化、技术突破和创新研发；3）“千帆星座”和“国网星座”等我国低轨卫星“星网”的加速部署；4）手机直连等卫星服务的应用落地进程；5）全球太空算力产业的布局进展，以及布局太空算力的领先企业。

2 市场行情回顾

申万通信行业跑赢沪深300和创业板指，周涨跌幅位于申万31个一级行业第1位。上周沪深300下跌0.94%，创业板指下跌1.59%，申万通信行业指数上涨3.06%，分别跑赢沪深300、创业板指4.00和4.65个百分点，在申万各一级行业中排名第1位。

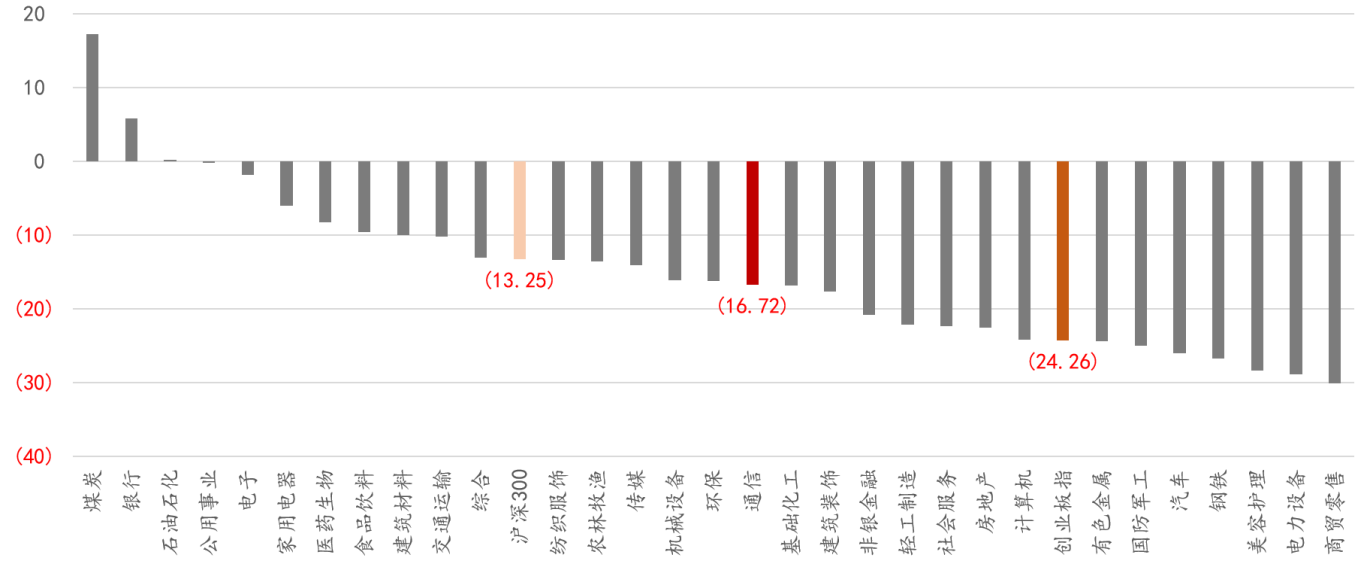
图表1：沪深300、创业板指、申万一级行业指数涨跌幅（%）（上周）



资料来源：iFinD，万联证券研究所

申万通信行业2026年初至11月13日累计下降16.72%，位于申万31个一级行业第17位。2026年初至11月13日，沪深300下跌13.25%，创业板指下跌24.26%，申万通信行业指数下跌16.72%，分别跑输沪深300和跑赢创业板指3.47和7.54个百分点，在申万各一级行业中排名第17位。

图表2：沪深300、创业板指、申万一级行业指数涨跌幅（%）（2026年初至2026年11月13日）



资料来源：iFinD，万联证券研究所

行业估值高于历史中枢水平。从估值情况来看，申万通信行业2026年11月13日PE-TTM为24.11倍，高于2023-2025年历史PE-TTM的均值22.01倍。

图表3：申万通信行业估值情况（PE-TTM，单位：倍）



资料来源：iFinD，万联证券研究所

3 产业动态

3.1 人工智能：黄仁勋辞任英伟达 CEO，CFO 克雷斯被任命为临时 CEO

当地时间11月12日，英伟达正式宣布，公司联合创始人黄仁勋已辞去总裁、首席执行官及董事会成员职务，即刻生效。

从1993年创立英伟达，到亲手将其打造为全球人工智能算力巨头，执掌公司33年的黄仁勋，正式告别权力中心。

英伟达同时宣布，现任执行副总裁兼首席财务官科莱特·克雷斯（Colette Kress）出任临时CEO，并继续兼任首席财务官。董事会将启动全球继任者遴选程序，同时考虑内部及外部候选人。另一项重大调整是，英伟达任命董事哈维·琼斯（Harvey C. Jones）为公司首任董事长。（资料来源：腾讯网）

3.2 人工智能：Anthropic 正式启动 IPO 路演

美东时间11月10日，Anthropic正式启动IPO路演。按计划，这家 Claude 的母公司将以「ANT」为代码登陆纳斯达克全球精选市场，目标在感恩节前挂牌。

2026 年前三季度，Anthropic 收入 332.4 亿美元，同比增长约 12 倍；第三季度单季 169.6 亿美元。2025 年全年，这个数字只有 45.9 亿美元。截至 9 月底，过去 12 个月收入约 350 亿美元。增速曲线同样摊在桌面上：第三季度环比增长 47%，第二季度是 144%，第一季度是 132%。收入基数从十亿级跨进百亿级，环比增速一路收窄，这是任何指数曲线都绕不开的规律，也是投资者追问最多的地方。

按第三季度收入简单年化，Anthropic的收入规模约678亿美元。招股书披露，截至9月30日，Anthropic的净收入留存率约为900%，即一年前已在付费的客户，如今整体花费是当时的9倍左右。

客户金字塔同样陡峭，过去12个月贡献收入超过10万美元的客户超过11900家，超过100万美元的超过1900家，超过1000万美元的约250家。前九个月，没有任何单一客户贡献超过10%的收入。

第三季度算力和基础设施开支约98.6亿美元，吃掉了当季58%的收入。原因写在招股书里：新算力往往先到位，与之匹配的收入要晚一些才能兑现，这段时间利润率会被压缩。

CFO Krishna Rao在视频中表示，Anthropic相信长期可以实现超过35%的调整后经营利润率，并看到一条路径，让算力和基础设施开支逐步降到收入的45%至50%左右。路径有三条：算力效率继续提升，自购和直接租赁的算力占比提高，推理负载占比扩大。

招股书显示，截至9月30日及之后签署的采购承诺和租赁合计约8954亿美元，绝大部分用于算力和基础设施；其中约4475亿美元在2030年底前到期，约698亿美元在未来12个月内到期。

本次IPO拟发行8.25亿股A类普通股，价格区间70至78美元。其中约8.01亿股由公司发行，约2365万股由现有股东出售，后者所得不归公司。公开发行之外，Anthropic同步安排了一笔260亿美元的私募，以上市完成为前提：谷歌和英伟达各100亿美元，AMD25亿美元，博通、美光、微软各10亿美元，台积电5亿美元。

这份名单几乎就是 Anthropic的算力供应链：芯片、存储、代工、云。供应商用股权入局，客户关系、采购关系和股东关系缠绕在一起。对Anthropic，这是锁定供给；对公开市场投资者，这是需要单独审视的关联风险。

估值方面，按发行后约 130.9 亿股计算，对应估值约9160亿至1.02万亿美元；若计入期权和限制性股票，完全稀释估值最高约1.4万亿美元。（资料来源：TechFlow深潮）

3.3 智算中心：思科上调 FY2027 面向超大规模云厂商的 AI 基建收入预期

思科公布截至2026年10月24日的2027财年第一季度业绩：季度营收约185亿美元，同比增长24%，并上调全年营收及非GAAP每股收益指引。更受关注的是，公司提高了面向超大规模云厂商的全年AI基础设施收入预期。CEO查克·罗宾斯将当前行业描述为“多年网络超级周期”的早期阶段。

本季度GAAP营业利润约56亿美元，同比增长66%，营业利润率为30.2%；非GAAP营业利润率达到37.8%。营收扩张的同时，GAAP营业费用同比下降3%，非GAAP营业费用增长2%，均慢于收入增速，支撑了营业利润的增长。

思科将2027财年面向超大规模云厂商的AI基础设施收入预期，从此前的75亿美元提高至90亿美元。上一财年，这一口径下的收入约40亿美元。新目标若能实现，规模将超过上一财年的两倍。这里的90亿美元是全年预测，尚未全部实现，覆盖的也只是特定客户群的AI基础设施业务。

基于当前表现，思科将全年营收指引提高至748亿至758亿美元，非GAAP每股收益指引提高至5.47至5.53美元。（资料来源：腾讯网）

4 风险提示

1）中美科技摩擦；2）地缘政治风险；3）资本支出不及预期；4）技术研发不及预期；5）AI应用落地不及预期；6）卫星组网发射进程不及预期；7）卫星服务落地进程不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场