AI 算力建设仍具支撑，海外管制趋严凸显国产替代机遇

——通信行业跟踪报告

强于大市（维持）

2026 年 11 月 23 日

行业核心观点：

上周沪深 300 下跌 1.54%，创业板指下跌 8.82%，申万通信行业指数下跌 11.75%，分别跑输沪深 300、创业板指 10.22 和 2.93 个百分点，在申万各一级行业中排名第 29 位。上周，2026 年第三季度，腾讯资本开支约 814 亿元，环比增长 54.2%；阿里巴巴资本开支 504.77 亿元，环比下降 25.4%；百度资本开支 73.49 亿元，环比下降 35.5%，三家整体资本开支仍增长，但投入节奏有所分化，环比增量集中在腾讯。英伟达披露 2027 财年第三季度业绩，营收同比翻倍，其中数据中心收入达 1076 亿美元，同样实现同比翻倍。公司预计，下一季度营收约 1300 亿美元，同比增长约 90%，并将 2028 财年营收增速预期由 70%上调至 75%。我们认为，国内三家云厂商单季度投入节奏虽有分化，但资本开支整体维持较高水平，有望支撑后续 AI 算力集群建设。同时，大额投入带来一定的现金流压力，资本开支的持续性仍需后续商业化回报验证。海外方面，英伟达业绩增长反映相关采购及交付持续兑现，增长预期上调进一步增强后续需求的能见度。随着 AI 训练与推理需求持续释放，算力基础设施建设有望稳步推进，高速光模块、交换机、光器件及超节点等光互连需求有望持续增长，后续需关注云厂商采购节奏及产业链订单兑现情况。美国 BIS 将“算力远程访问”纳入出口管制限制，对向中国等 D:5 组国家及中国澳门地区相关企业提供超过 1200 万总 TPP 算力的海外数据中心所涉先进计算物项交易设置许可要求，并加强对马来西亚、新加坡、印度尼西亚、泰国和巴西的相关出口管制，进一步收紧通过第三国远程获取先进算力的渠道。我们认为，海外算力获取的不确定性及合规成本上升，有望推动部分训练和推理需求向国内迁移，加快国产 AI 芯片适配与集群部署，带动交换机、高速互联、超节点等配套需求，建议关注后续相关法规的落地情况以及算力供应链份额变动。**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）智算中心：腾讯、阿里和百度 2026Q3 整体资本开支仍增长，但投入节奏有所分化，环比增量集中在腾讯。**（2）智算中心：**美国 BIS 将“算力远程访问”纳入出口管制限制，进一步收紧通过第三国远程获取先进算力的渠道。**（3）智算中心：**英伟达 2027 财年第三季度数据中心收入同比翻倍，并将 FY2028 营收增速预期由 70%上调至 75%。

行业估值：从估值情况来看，申万通信行业 2026 年 11 月 20 日 PE-TTM 为 23.31 倍，高于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 22.02 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。

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

通信行业业绩同比延续增长，通信设备延续高景气

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

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

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

正文目录

1 行业周观点.....3
2 市场行情回顾.....3
3 产业动态.....5
3.1 智算中心：腾讯、阿里和百度资本开支投入节奏分化.....5
3.2 智算中心：美国 BIS 新规拟限制先进算力芯片远程访问.....6
3.3 智算中心：英伟达财报超预期，并上调 FY2028 营收增长预期.....6
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）.....4
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 20 日）.....4
图表 3： 申万通信行业估值情况（PE-TTM，单位：倍）.....5

1 行业周观点

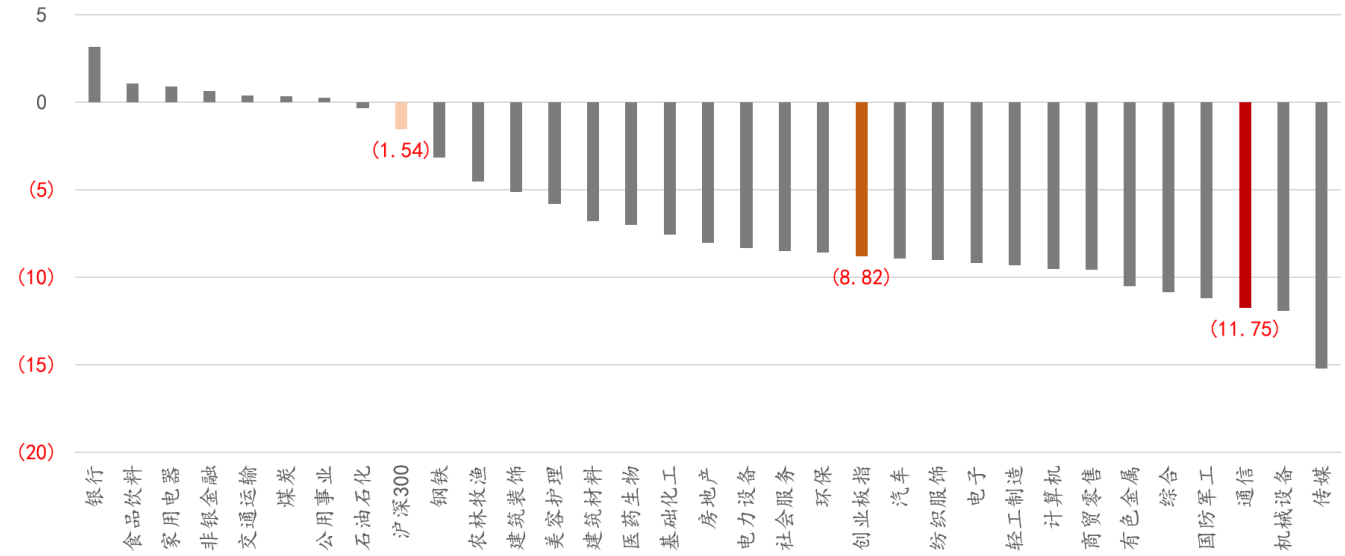
上周，2026年第三季度，腾讯资本开支约814亿元，环比增长54.2%；阿里巴巴资本开支504.77亿元，环比下降25.4%；百度资本开支73.49亿元，环比下降35.5%，三家整体资本开支仍增长，但投入节奏有所分化，环比增量集中在腾讯。英伟达披露2027财年第三季度业绩，营收同比翻倍，其中数据中心收入达1076亿美元，同样实现同比翻倍。公司预计，下一季度营收约1300亿美元，同比增长约90%，并将2028财年营收增速预期由70%上调至75%。我们认为，国内三家云厂商单季度投入节奏虽有分化，但资本开支整体维持较高水平，有望支撑后续AI算力集群建设。同时，大额投入带来一定的现金流压力，资本开支的持续性仍需后续商业化回报验证。海外方面，英伟达业绩增长反映相关采购及交付持续兑现，增长预期上调进一步增强后续需求的能见度。随着AI训练与推理需求持续释放，算力基础设施建设有望稳步推进，高速光模块、交换机、光器件及超节点等光互连需求有望持续增长，后续需关注云厂商采购节奏及产业链订单兑现情况。美国BIS将“算力远程访问”纳入出口管制限制，对向中国等D:5组国家及中国澳门地区相关企业提供超过1200万总TPP算力的海外数据中心所涉先进计算物项交易设置许可要求，并加强对马来西亚、新加坡、印度尼西亚、泰国和巴西的相关出口管制，进一步收紧通过第三国远程获取先进算力的渠道。我们认为，海外算力获取的不确定性及合规成本上升，有望推动部分训练和推理需求向国内迁移，加快国产AI芯片适配与集群部署，带动交换机、高速互联、超节点等配套需求，建议关注后续相关法规的落地情况以及算力供应链份额变动。

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

申万通信行业跑输沪深300和创业板指，周涨跌幅位于申万31个一级行业第29位。上周沪深300下跌1.54%，创业板指下跌8.82%，申万通信行业指数下跌11.75%，分别跑输沪深300、创业板指10.22和2.93个百分点，在申万各一级行业中排名第29位。

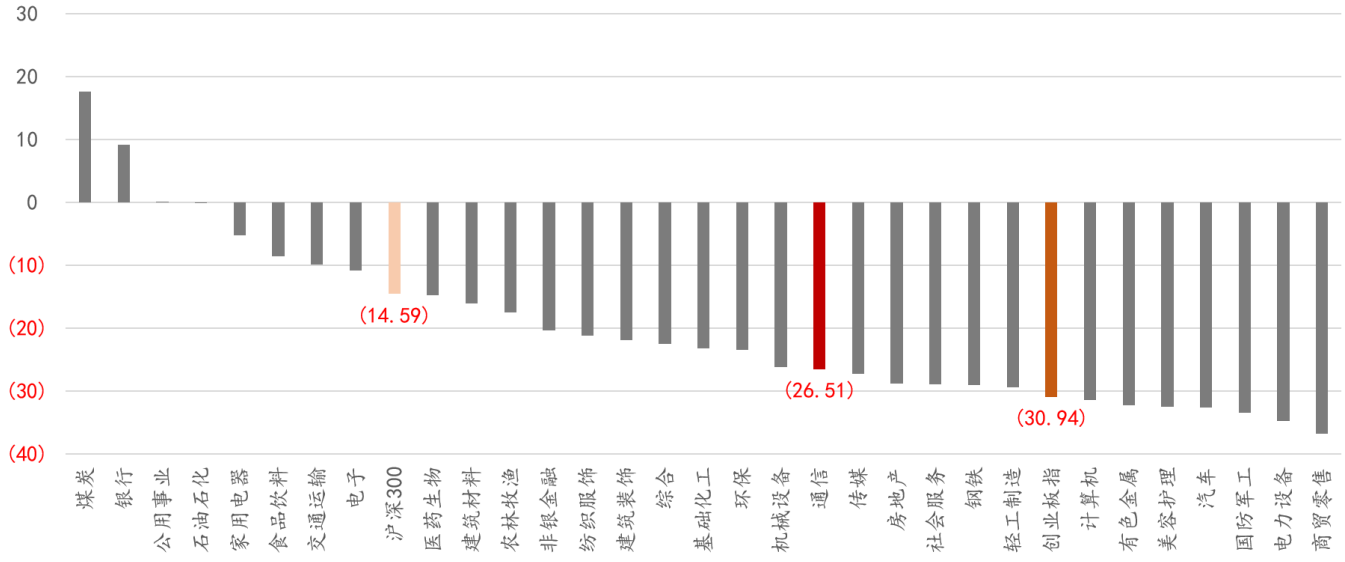
图表1：沪深300、创业板指、申万一级行业指数涨跌幅（%）（上周）



资料来源：iFinD，万联证券研究所

申万通信行业2026年初至11月20日累计下跌26.51%，位于申万31个一级行业第19位。2026年初至11月20日，沪深300下跌14.59%，创业板指下跌30.94%，申万通信行业指数下跌26.51%，分别跑输沪深300和跑赢创业板指11.92和4.43个百分点，在申万各一级行业中排名第19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20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20日PE-TTM为23.31倍，高于2023-2025年历史PE-TTM的均值22.02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 智算中心：腾讯、阿里和百度资本开支投入节奏分化

11月19日，腾讯绩后第二个交易日，股价跌近6%，盘中触及350.4港元，创2024年8月以来新低。触发抛售的不是收入——2073亿元的季度营收仍增长了8%——而是一行在利润表下方更靠下的数字：经营活动现金净额，26亿元。去年同期，这个数字是853亿元。

一天前，腾讯CFO罗硕瀚在电话会上解释，这26亿元里嵌着一笔大额算力采购预付款，用于锁定GPU，支撑混元模型升级和WorkBuddy的推理需求。剔除这笔预付，自由现金流会从-691亿元转正为169亿元。总裁刘炽平试图用一个更朴素的类比安抚分析师：这就像建工厂，建好之后可以训练下一代模型，也可以不断生产。

但市场听进去的是另一句话。首席战略官詹姆斯·米歇尔说，按第三季度约650亿元的实际资本开支付款计算，腾讯的投入水平“已大致达到峰值”，2027年各季度将维持在这一水平附近。这意味着，负自由现金流不是一次性的脉冲，而是一个将持续数年的新常态。

同一天晚上，阿里交出截至9月30日止季度业绩。经营现金流156.9亿元，同比增长55%，看起来比腾讯从容得多。但资本开支504.77亿元同步吞掉了这笔造血，自由现金流净流出344.72亿元，较去年同期的218.4亿元进一步扩大。更早前，百度Q3经营现金流28亿元，资本开支73.5亿元，自由现金流-45.7亿元。三家公司的规模、节奏、投入结构各不相同，但现金流报表指向同一个事实：AI 正在系统性地把中国科技巨头的经营现金流，从“利润的放大器”改写成“资本开支的融资来源”。

腾讯今年一季度资本开支319亿，二季度528亿，三季度814亿，半年内单季投入翻了近2.5倍。它不是在按自己的节奏建算力，而是在追赶一张已经被阿里和字节抢先坐上牌桌的入场券。代价是资产负债表的结构翻转：上季度末腾讯现金580亿元，三季度末已转为净债务137亿元。10月，腾讯发行约57亿美元票据；此前四个月，它已经通过美元和人民币票据融了近47亿美元。

阿里的节奏不同，但重力相同。它的资本开支不是“脉冲式预付”，而是持续数年的基建沉淀。2025年2月宣布的三年3800亿元AI与云基建计划，截至2026年6月末已投入约1900亿元，进度过半。Q2资本开支676.78亿元，自由现金流-446.7亿元；Q3资本开支504.77亿元，自由现金流-344.72亿元。管理层已经明确，三年3800亿“会远远超过”。8月，阿里完成800亿港元配股，净得资金六成用于扩大全球计算基础设施，四成用于AI 数据中心及配套。CFO徐宏的表态克制而清醒：注重提升资本回报率，“致力于尽早实现自由现金流转正”。“尽早”这个词本身，就承认了转正不是眼下的事。

百度是三家中的轻量样本。73.5亿元的季度资本开支，同比翻倍但环比回落了35.5%，自由现金流缺口-45.7亿元。管理层解释，此前已建立较充足的算力储备，相当一部分增量需求可以由已有产能满足。百度是三家里面唯一在资本开支节奏上表现出“克制感”的公司，但这并非战略上的从容，更多是体量约束和自研芯片（昆仑芯M100预计年底量产）带来的供给替代预期。在AI算力的军备竞赛里，不跟是出局，跟则是现金流报表上的持续失血。（资料来源：36氪）

3.2 智算中心：美国 BIS 新规拟限制先进算力芯片远程访问

2026年11月16日，美国商务部工业与安全局（BIS）预发布临时最终规则《应对先进半导体远程访问》（Addressing Remote Access to Advanced Semiconductors，以下简称“新规”）。新规拟定于2026年11月19日正式在《联邦公报》发布，自刊登之日起生效，并在刊登后60日内接受公众评论。

此前中国公司虽无法获得最先进的英伟达等芯片，但仍可以通过马来西亚、新加坡、印尼等第三国的数据中心远程租用算力，用于训练和运行AI模型。

新规规定，如果交易方知悉其出口、再出口或境内转移至海外数据中心的超级智能（Super Intelligence，“SI”）物项，将用于向总部位于D:5国家或中国澳门地区的公司提供算力，且单一数据中心或多个互联数据中心（linked data centers，包括通过数字基础设施连接的数据中心）提供的算力超过1200万“总TPP”（aggregate TPP），则须申请许可证。这覆盖了大规模训练集群的典型规模，对中资大厂和大模型企业等需要大量算力训练前沿模型的公司影响最大。

印度尼西亚、马来西亚、新加坡、泰国、巴西被明确列为“转移风险较高”的目的地，向上述五国出口、再出口或在境内转移SI物项，需申请许可证。这些国家是中国公司远程获取算力的主要枢纽，新规整体会提高中国获取算力的成本和难度。

新规生效前已经向上述相关企业提供超过规定规模算力服务的数据中心，如继续提供服务，必须在新规生效后90天内获得许可证，否则可能面临后续出口限制。这意味着，现有算力租赁及相关服务安排不会自动获得豁免，仍需重新评估并满足新规要求。

（资料来源：君合）

3.3 智算中心：英伟达财报超预期，并上调 FY2028 营收增长预期

英伟达披露2027财年第三季度财报，公司营收、盈利双双超出市场预期，同时给出强劲业绩指引。这也是英伟达联合创始人黄仁勋卸任CEO之后，这家芯片巨头发布的首份财报。在英伟达财报会一开场，英伟达董事会主席哈维·琼斯已经明确表示，董事会无意让黄仁勋回归CEO岗位。

英伟达业绩对比LSEG统计的分析师预期表现如下：调整后每股收益：2.68美元，市场预期2.48美元；营收：1158.4亿美元，市场预期1091.0亿美元。

外界最为关注的英伟达数据中心收入（包括其向超大规模云服务商及其他数据中心

提供商交付的GPU系统）为1076亿美元，高于华尔街一致预期1018.7亿美元，较上年同期增长逾一倍。

英伟达称，第三季度营收较去年同期570亿美元实现翻倍，核心数据中心业务依旧保持强劲增长势头。公司预计，下一季度营收将同比增长约90%，达到1300亿美元左右。

投资者一直密切关注英伟达的毛利率，近期由于公司不断增加芯片生产供应承诺，毛利率有所收窄。但周二，英伟达在这一关键指标上超出了华尔街预期：其非公认会计准则毛利率达到74.9%，高于华尔街机构预测的74%。

未来业绩指引同样强劲。英伟达预计，第四财季营收将达到1300亿美元，上下浮动3%，高于分析师平均预期的1253亿美元。公司还将下一财年的营收增长预期从此前的70%上调至75%。（资料来源：腾讯网、新浪财经）

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