2026 年 11 月 28 日

计算机行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

计算机组
分析师：刘高畅（执业 S1130525120005）
liugaochang@gjzq.com.cn

国产算力仍在加速期

十一月的经营数据进一步强化了我们对国产算力的乐观判断，需求增长正在转化为持续调用和云服务收入。阿里巴巴 AI 云与算力服务收入同比增长 53%，百度 AI 云基础设施收入同比增长 94%、GPU 云收入同比增长 191%，腾讯云服务收入同比增长 35%。腾讯 WorkBuddy 日均消耗超过 100 万亿 Token，百度千帆外部客户 Token 使用量同比增长 1159%。模型降本扩大了应用范围，调用规模随之快速增长。Token 消耗、客户合同与云收入相互印证，为推理基础设施持续扩张提供了有力支撑。

算力需求正沿着云资源、服务器和芯片制造向上游传导，产业链的收入与利润开始集中体现增长。腾讯为 Hy 模型、WorkBuddy 推理和外部云需求支付了大额算力采购预付款，季度资本开支付款达到 651 亿元。联想基础设施方案业务收入同比增长 178%至 113.45 亿美元，AI 服务器收入同比增长超过 300%，项目管线达到 800 亿美元；寒武纪前三季度收入同比增长 106.76%。制造环节同样表现积极，中芯国际第三季度收入同比增长 33.9%、毛利率升至 29.9%。制造景气和产能利用率的改善，为制造扩容和工艺升级提供了更好的经营基础。

模型效率提升与软件适配提速，正在拓展国产算力的应用范围。Qwen4-Max 以更少的激活参数和更低的任务成本完成复杂工作，腾讯 Hy4 Flash 也着重提高推理性价比。华为昇腾适配工具将部分模型的迁移周期从数天缩短至约 1 小时，国内 GPU 厂商则在十一月接连完成多款新模型的适配。模型、芯片、互联、存储和软件栈的协同优化，有助于提高集群运行效率，并降低客户迁移成本。随着算子优化、通信调优、异构调度和运维能力逐步完善，国产方案有望承接更多生产任务，推动客户采购、复购和资源利用率提升。

政策支持与算力网络建设，为国产算力打开了更广阔的中期成长空间。11 月 26 日发布的《新一代通信网建设实施方案》要求提升算内、算间和入算网络性能，并推进算力网络技术验证。美国 BIS 于 11 月 16 日将先进算力管制延伸至第三国数据中心的远程访问，进一步凸显境内可控算力的供给价值。“十五五”规划提出，2030 年智能算力规模达到 9800 EFLOPS，芯片、服务器、网络、电力和散热等环节有望共同受益于建设需求。供电并网、集群交付与客户调用的推进，将推动规划容量逐步转化为可运营资产和服务收入。我们维持“国产算力主题仍在加速期”的判断，看好需求扩张、国产替代与系统效率提升带来的产业机会。

相关标的

国产算力：寒武纪、海光信息、长鑫科技、东阳光、中芯国际、华虹宏力、中科曙光、燧原科技、摩尔线程、华勤技术、利通电子、行云科技、智微智能、亿田智能、天数智芯、沐曦股份、壁仞科技、协创数据、禾盛新材、华丰科技、京基智农、浪潮信息、胜蓝股份、盛视科技、神州数码、润泽科技、大位科技、科华数据、潍柴重机、欧陆通、杰创智能、奥尼电子等。

大模型与云：智谱、MiniMax、阿里巴巴、腾讯控股、百度集团、金山云等。

风险提示

供应链风险、下游资本开支与需求不及预期风险、国产模型与芯片技术落地不及预期风险、行业竞争加剧风险。

内容目录

一、十一月数据持续印证国产算力加速增长 3
1.1 调用增长与交付放量共同支撑行业景气 3
1.2 境内可控算力的供给价值进一步提升 3
1.3 算网协同拓展基础设施建设空间 3
二、模型调用与云收入高增 服务器业绩持续兑现 3
2.1 模型降本打开推理和 Agent 应用空间 3
2.2 云收入与算力采购增长印证需求强度 4
2.3 服务器收入和利润同步增长 5
三、国产芯片放量与软件适配提速支撑供给扩张 6
3.1 寒武纪收入与利润高增 国产芯片进入规模交付 6
3.2 晶圆制造景气回升增强上游供给能力 7
3.3 软件适配提速拓展国产芯片应用范围 8
四、算力网扩张打开产业链中期成长空间 8
4.1 规划目标明确中期扩张方向 8
4.2 全球需求高增拓宽系统交付与能源配套市场 9
4.3 把握规模交付与运营效率提升的投资机会 10
五、相关标的 10
风险提示 10

图表目录

图表 1: Qwen4-Max 模型效率指标 4
图表 2: 阿里 AI 云收入与利润率同步改善 5
图表 3: 腾讯 WorkBuddy 日均消耗超过 100 万亿 Token 5
图表 4: 联想基础设施方案业务收入同比增长 178% 6
图表 5: 寒武纪 2026 年第三季度主要财务数据 7
图表 6: 中芯国际 2026 年第三季度主要财务数据 7
图表 7: 十一月国产算力软件生态更新 8
图表 8: “十五五”信息通信行业主要指标 9
图表 9: NVIDIA 数据中心收入结构 9

一、十一月数据持续印证国产算力加速增长

1.1 调用增长与交付放量共同支撑行业景气

十一月，模型、云服务、服务器和晶圆制造企业陆续披露新进展，监管与网络建设政策也有重要更新。11 月 16 日，百度披露 GPU 云收入同比增长 191%，阿里发布 Qwen4-Max，美国 BIS 发布远程算力规则。17 日至 19 日，英伟达、腾讯、联想和阿里相继公布季度进展；26 日，工信部等三部门发布新一代通信网建设方案。这些信息分别反映了算力使用、采购和交付的变化，也为判断网络承载能力及外部供给的稳定性提供了依据。

需求增长已更多体现在实际使用中。百度千帆外部客户 Token 使用量同比增长 1159%，腾讯 WorkBuddy 日活超过 1000 万、日均 Token 消耗超过 100 万亿，阿里 AI 相关产品收入连续第十三个季度保持同比三位数增长。相较于模型榜单，这些指标更直接地反映了用户的持续调用和云资源付费情况。模型能力吸引用户使用，持续增长的 Token 消费和云收入，则为推理基础设施的商业回报提供了更扎实的支撑。

整机交付和晶圆制造的表现也为行业景气提供了支撑。联想基础设施方案业务收入和利润同步创新高，AI 服务器收入增幅超过 300%，并已交付首批 Vera Rubin NVL72 机架。中芯国际收入、毛利率和经营利润均有改善，反映出制造端需求和产能利用率处于较好状态。从模型调用、云资源采购到服务器交付和芯片制造，各环节的进展相互印证，国产算力的增长正在更多产业环节得到体现。

1.2 境内可控算力的供给价值进一步提升

BIS 于 11 月 16 日发布临时最终规则，并于 11 月 19 日生效。按照新规，无论数据中心位于全球何处，只要其使用先进算力芯片，并直接或间接向总部或最终母公司位于 D:5 国家组或澳门的企业提供超过 1200 万 aggregate TPP 的算力访问，相关芯片的出口、再出口或境内转移就需要许可证。印度尼西亚、马来西亚、新加坡、泰国和巴西被列为较高转运风险目的地。数据中心、晶圆厂和出口商需要穿透识别客户的所有权与控制关系。

新规将监管范围从芯片的物理流向扩大到远程调用。境内模型公司过去可以通过海外数据中心获取先进算力，如今云服务商需要承担更多客户识别、用途记录和许可义务，存量服务在过渡期结束后也需满足新要求。商业推荐系统有适用条件有限的例外，前沿模型训练和大规模生成式推理仍是监管重点。跨境算力的合同稳定性和可获得性下降，进一步凸显了境内可控算力的战略价值。

算力任务回流境内，将同时增加国产 GPU 及配套系统的需求。服务器、交换网络、存储、液冷和供配电需要配套建设，编译器、模型优化及跨集群调度也要完成适配。具备多芯片适配、合规计量和全栈运维能力的平台，更容易承接迁移过来的工作负载。境内软硬件系统的整体承接能力，也因此成为国产算力企业把握新增需求的重要优势。

1.3 算网协同拓展基础设施建设空间

11 月 26 日公布的《新一代通信网建设实施方案》提出，到 2030 年建成覆盖完善、性能领先的新一代通信网。其中，与算力直接相关的任务包括提升算内、算间和入算网络性能，构建高质量算力传输通道，探索智能体互联网络和算力网络技术验证，以及强化算力设施智能运维。这意味着通信网络在传输之外，还将承担更多计算资源连接和智能协同功能。

算力中心的网络和调度能力正在体现出更大的价值。园区部署的卡数反映名义规模，低时延互联、稳定的跨域传输和可调度资源池，则为训练和推理的实际运行提供支撑。随着东部需求、枢纽节点和边缘推理形成分层，运营商可以按照地区、芯片和时延要求组合资源，提供不同产品。改善网络质量、做好任务拆分和调度，有助于将西部绿电转化为东部可用算力，扩大跨区域服务的空间。

随着相关政策持续推进，投资将覆盖服务器及其配套设施，骨干光网络、交换设备、数据中心供配电、液冷和能源管理也都纳入建设和交付范围。随着地方项目从规划走向建设和通电，设备订单有望逐步兑现；资源上线并形成稳定调用后，将进一步贡献运营收入。通电容量、上架率和跨域调度效率，可以更直接地反映这些投资向实际运营转化的进展。

二、模型调用与云收入高增 服务器业绩持续兑现

2.1 模型降本打开推理和 Agent 应用空间

阿里巴巴 11 月 16 日发布 Qwen4-Max。官方资料显示，该模型采用总参数 2.4 万亿的 MoE 架构，每个 Token 激活 710 亿参数，较 Qwen3.8-Max 减少 25%。在 Work360 内部基准的高

推理档位下，Token 使用量减少 35%，平均单任务成本下降约 60%。腾讯同期发布 Hy4 及 Hy4 Flash，同样强调模型与产品的协同和推理性价比。两家公司都将优化重点从单纯扩大参数规模，转向提高每次任务的有效计算效率。

成本下降使更多任务具备了部署条件。Agent 处理代码、研究、客服或流程操作时，往往需要多轮推理、工具调用、状态管理和失败重试，单次任务消耗的算力远高于简单问答。腾讯披露，WorkBuddy 日活超过 1000 万，日均消耗超过 100 万亿；百度外部客户在千帆 MaaS 上的 Token 使用量同比增长 1159%。调用量的增幅远高于单次任务的效率提升幅度，说明降本释放了更大的需求空间，持续推理和 Agent 调用正为算力需求增长提供支撑。

单位 Token 价格下降后，企业可以使用更长的上下文，增加采样次数和工具调用，以提高任务完成率；一些此前因成本过高而难以部署的长周期流程，也可能进入生产环境。随着应用范围扩大，模型效率提升有望伴随算力总需求增长。总 Token、任务时长、峰值并发和付费客户留存，可以共同反映任务扩张带来的持续需求。

图表1：Qwen4-Max 模型效率指标

指标	Qwen4-Max	对比基准	变化
总参数	2.4 万亿	—	—
每 Token 激活参数	710 亿	Qwen3.8-Max 同规模	-25%
高推理档位 Token 使用	—	Qwen3.8-Max	-35%
平均单任务成本	—	Qwen3.8-Max	约-60%

资料来源：阿里巴巴，国金证券研究所

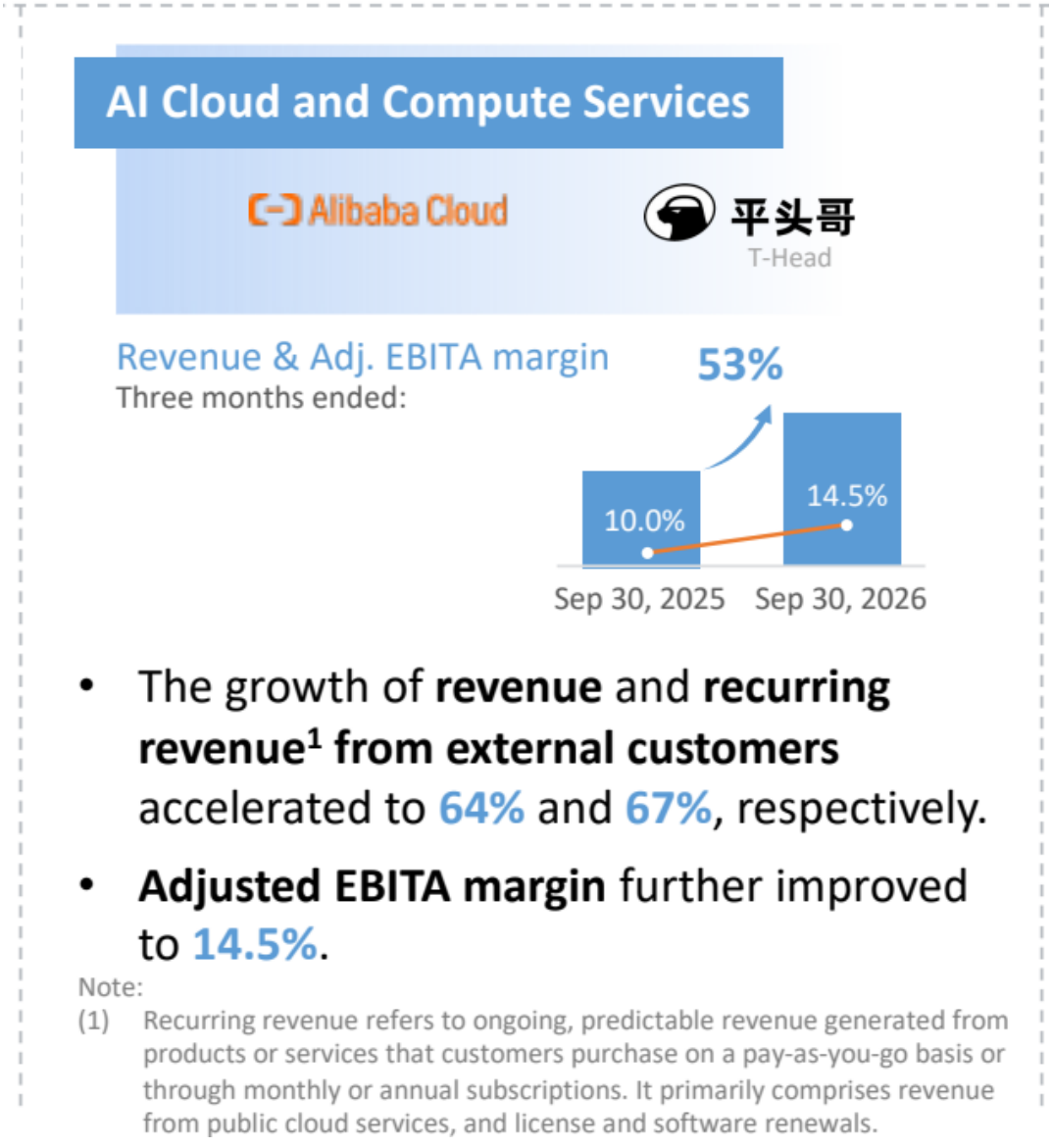
2.2 云收入与算力采购增长印证需求强度

截至 2026 年 9 月末的季度，阿里巴巴 AI 云与算力服务收入 609.73 亿元，同比增长 53%；外部客户收入增长 64%，剔除算力设备解决方案后的外部经常性收入增长 67%。调整后 EBITA 为 88.38 亿元，同比增长 121%，利润率由 10.0%升至 14.5%。经常性收入与利润率随收入一同提升，显示云业务在规模扩张过程中实现了更好的盈利表现，经常性服务收入为增长提供了扎实支撑。

百度第三季度 AI 云基础设施收入 82 亿元，同比增长 94%；GPU 云收入同比增长 191%、环比增长 43%，客户预付款和长期合同也有所增加。外部 Token 使用量和 GPU 云收入同步快速增长，说明更多模型调用正在带来云资源采购。百度还披露，昆仑芯 M100 预计在 2026 年底具备量产条件。自研芯片与云平台、模型服务的协同，为后续优化单位成本、增强供给弹性提供了空间。

腾讯的算力投入更直接地反映了推理需求。第三季度云服务收入同比增长 35%，公司将更多算力用于 MaaS 和 GPU 租赁；资本开支付款 651 亿元，同比增长 225%。当季经营现金流为 26 亿元，其中计入了为 Hy 模型、WorkBuddy 推理和外部云需求支付的大额算力采购预付款；剔除这部分预付款后，自由现金流为正 169 亿元。算力采购已落实到实际资金投入，云服务增长与推理需求正推动腾讯扩大资源配置。

图表2：阿里 AI 云收入与利润率同步改善



资料来源：阿里巴巴，国金证券研究所

图表3：腾讯 WorkBuddy 日均消耗超过 100 万亿 Token

In November, we released the **Hy4** model, with significant advances in foundational capabilities and deep model-product co-design, unlocking a broad range of real-world productivity use cases. Hy4 ranked first[4] among Chinese models at launch by Agent Arena, demonstrating superior real-world capabilities across signals such as task success, user satisfaction, and steerability.

WorkBuddy became the most used AI product in China, measured by large language model token consumption, with over 10 million DAU collectively consuming over 100 trillion tokens per day, and rapidly increasing enterprise adoption.

资料来源：腾讯，国金证券研究所

2.3 服务器收入和利润同步增长

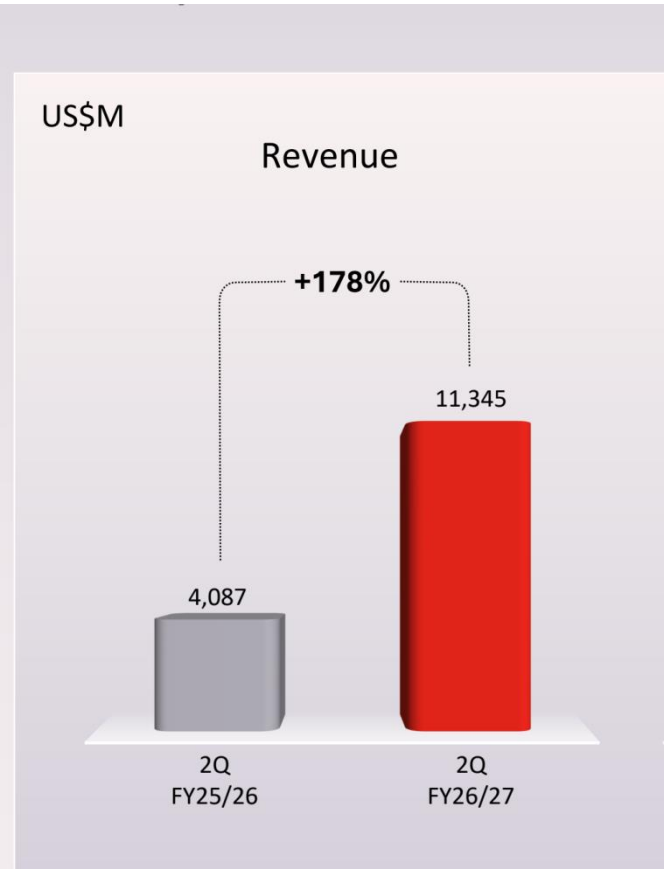
联想 11 月 19 日披露，2026/27 财年第二季度基础设施方案业务收入 113.45 亿美元，同比增长 178%；经营利润 10.91 亿美元，经营利润率 9.6%，三项指标均创季度纪录。AI 服务器收入同比增长超过 300%，项目管线达到 800 亿美元、环比增长 48%，公司已交付首批 Vera Rubin NVL72 机架。随着 GPU 采购逐步转化为整柜服务器和系统交付，服务器厂商开始从 AI 基础设施扩张中获得利润。

企业和中小客户也在增加基础设施投入。联想云服务提供商业务收入同比增长约 170%，

企业与中小客户基础设施收入同比增长 200%。训练集群和企业推理需求同步扩张，项目将从大规模集中采购进一步延伸到行业私有化部署、边缘部署和托管服务。不同场景带来多样化的网络、存储、散热和运维需求，也使厂商系统集成能力在毛利率和交付效率上的价值更加突出。

整柜交付提升了供应链协同的价值。加速芯片、高速互联、HBM、网卡、机架电源和液冷需要同时到位，数据中心也要完成配电和网络接入。服务器收入增长可能先于云收入确认，备货和采购也可能增加库存及预付款投入。项目管线、实际发货、验收收入和经营现金流，可以用来观察整柜交付带来的业绩增长，关键部件库存则反映配套供应的衔接情况。

图表4：联想基础设施方案业务收入同比增长 178%



资料来源：联想，国金证券研究所

三、国产芯片放量与软件适配提速支撑供给扩张

3.1 寒武纪收入与利润高增 国产芯片进入规模交付

寒武纪的三季报显示，国产 AI 芯片已从项目验证走向规模交付。2026 年第三季度，公司营业收入 35.31 亿元，同比增长 104.47%；归母净利润 14.04 亿元，同比增长 147.74%。前三季度收入 95.26 亿元，同比增长 106.76%；归母净利润 37.15 亿元，同比增长 131.49%。收入和利润同步增长，国产芯片的订单正逐步转化为业绩。

收入增长的同时，寒武纪继续加大研发投入。前三季度研发投入 12.25 亿元，同比增长 45.35%，其中第三季度为 5.23 亿元，同比增长 73.66%。芯片架构、编译器、算子库和系统软件的持续研发，为产品迭代提供支持。随着产品进入客户的实际业务，使用反馈将进一步推动软硬件改进，提升产品可用性，并为客户复购创造条件。

规模交付也带动了备货、制造和服务投入。寒武纪前三季度经营活动现金流净额为 2.28 亿元，第三季度单季为-0.84 亿元，利润确认与现金回收存在时间差。随着交付规模扩大，优化存货、预付款和应收账款管理，提高回款效率，将有助于公司增强资金周转能力，为持续扩张提供支持。

图表5：寒武纪 2026 年第三季度主要财务数据

（一） 主要会计数据和财务指标

单位：元 币种：人民币

项目	本报告期	本报告期比上年同期增减变动幅度(%)	年初至报告期末	年初至报告期末比上年同期增减变动幅度(%)
营业收入	3,530,828,294.64	104.47	9,526,401,914.25	106.76
利润总额	1,404,429,363.61	148.08	3,705,641,538.93	131.04
归属于上市公司股东的净利润	1,403,610,679.47	147.74	3,714,522,759.80	131.49
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	1,357,585,325.91	168.13	3,523,141,104.43	148.30
经营活动产生的现金流量净额	-83,677,874.96	不适用	227,636,767.50	不适用

1 / 12

资料来源：寒武纪，国金证券研究所

3.2 晶圆制造景气回升增强上游供给能力

中芯国际 11 月 12 日披露，第三季度收入 31.90 亿美元，同比增长 33.9%、环比增长 6.1%；毛利率为 29.9%，较第二季度提高 4.6 个百分点，较上年同期提高 7.9 个百分点。公司表示，改善主要来自产能利用率和产品组合，并预计第四季度收入环比增长 4%至 6%，毛利率为 26%至 28%。制造端一边扩充产能，一边承接新增需求，收入与盈利能力的改善为后续扩张提供了支持。

中芯国际覆盖消费电子、通信、工业和汽车等多个领域，成熟及特色工艺需求共同支撑收入和产能利用率，其整体业绩反映了上游制造景气的回升。对于国产算力，先进逻辑、配套控制和网络芯片的持续投片，将为制造环节带来业务机会；较高的产能利用率也有利于支持资本开支和工艺迭代。制造能力持续积累，为国产芯片扩大交付提供了基础。

国产芯片放量为晶圆、封装、存储和基板等配套环节带来了扩容需求，制造能力提升将支持更大规模的集群交付。稳定供货、提高良率、优化预付款和交期安排，有助于提升交付效率与成本控制能力。随着国产算力从样片验证走向大规模应用，供应稳定、配套能力强的厂商更有机会承接新增需求。

图表6：中芯国际 2026 年第三季度主要财务数据

Amounts in US$ thousands, except for earnings per share

	3Q26	2Q26	QoQ	3Q25	YoY
Revenue	3,190,038	3,005,588	6.1%	2,381,822	33.9%
Cost of sales	(2,236,848)	(2,244,948)	-0.4%	(1,859,011)	20.3%
Gross profit	953,190	760,640	25.3%	522,811	82.3%
Operating expenses	(243,127)	(226,461)	7.4%	(171,742)	41.6%
Profit from operations	710,063	534,179	32.9%	351,069	102.3%
Other income, net	(32,142)	275,907	N/A	(13,993)	N/A
Profit before tax	677,921	810,086	-16.3%	337,076	101.1%
Income tax expense	(26,996)	(76,867)	-64.9%	(21,610)	24.9%
Profit for the period	**650,925**	**733,219**	-11.2%	**315,466**	106.3%
Profit for the period attributable to:					
Owners of the Company	428,405	479,197	-10.6%	191,758	123.4%
Non-controlling interests	222,520	254,022	-12.4%	123,708	79.9%
Profit for the period	**650,925**	**733,219**	-11.2%	**315,466**	106.3%
Gross margin	29.9%	25.3%		22.0%	
Earnings per share(1)					
Basic	$0.05	$0.06		$0.02	
Diluted	$0.05	$0.06		$0.02	

Note:
(1) Based on weighted average ordinary shares of 8,561 million (basic) and 8,574 million (diluted) in 3Q26, 8,054 million (basic) and 8,068 million (diluted) in 2Q26, and 7,988 million (basic) and 8,009 million (diluted) in 3Q25.

资料来源：中芯国际，国金证券研究所

3.3 软件适配提速拓展国产芯片应用范围

十一月，国产芯片的软件适配进展较为密集。华为披露，昇腾桥接六类智能体可将部分模型的适配周期从数天缩短至约 1 小时，已适配超过 1000 个开源模型；鹏城云脑算力规模从 120P 提升至 16000P。11 月 11 日至 23 日，沐曦连续完成 MiniMax H3-Image、Intern-S2.1 Flash、SenseNova Loop-9B、腾讯 Hy4/Hy4 Flash 和中国电信星辰 4.1 Preview 等模型的适配。软件栈响应加快，有助于新模型及时在国产硬件上运行，扩大国产算力能够承接的应用范围。

中国信通院于 11 月 16 日预发布 AISHPerf.AI，尝试根据自然语言描述的需求生成配置，并完成真机验证，以解决测试口径分散、异构环境搭建复杂和国产芯片适配困难等问题。统一基准与真实业务验收相配合，可以帮助用户比较任务吞吐、时延和稳定性。行业评价逐步转向模型、框架与硬件配合后的端到端效率，也为国产方案展示实际应用能力提供了更清晰的依据。

多种芯片架构并存，为软件平台带来了更广泛的需求。模型框架、算子、通信库和运维平台做好兼容，并将应用迁移成本控制在合理水平，有助于把硬件价格优势转化为客户的使用价值。能够提供统一开发环境、自动模型转换、性能诊断和异构调度的平台，更容易留住客户。国产算力从硬件替代延伸至软件工程和运营服务，也打开了更多产业链环节的商业空间。

图表7：十一月国产算力软件生态更新

环节	十一月更新	能力指向
模型迁移	昇腾桥接工具将部分模型适配由数天压缩至约 1 小时，累计适配超过 1000 个开源模型	降低迁移成本
新模型跟进	沐曦连续适配 MiniMax、Intern、SenseNova、腾讯 Hy4 及星辰 4.1 Preview	缩短上线周期
性能评价	AISHPerf.AI 预发布，支持需求生成配置并进行真机验证	统一测试口径

资料来源：华为、沐曦、中国信通院，国金证券研究所

四、算力网扩张打开产业链中期成长空间

4.1 规划目标明确中期扩张方向

截至 2026 年 7 月底，全国智能算力规模达到 2450 EFLOPS，八大国家算力枢纽和三个算电协同发展区的已建智算规模占全国比重超过 85%。国家超算互联网核心节点已采用全国产 10 万卡集群，为新材料、创新药等领域提供融合算力。算力规模扩大、资源向枢纽集中，国内建设正逐步由分散项目转向大规模集群，为国产软硬件提供了更广阔的应用场景。

按照“十五五”信息通信行业主要指标，智能算力规模将由 2025 年的 1590 EFLOPS 提升至 2030 年的 9800 EFLOPS，五年增加 8210 EFLOPS，对应约 44%的年复合增速。规划同时要求，新建大型、超大型算力设施的运行 PUE 由 1.25 降至 1.2 以下，先进存力由 540EB 提高至 1700EB。算力、存储与能效提升同步推进，将带动芯片、存储设备和能源管理等环节的中期需求。

规划目标为芯片和基础设施的中期需求提供了支撑。从设备采购到通电上线，算力设施需要落实土地、能评、电网、机房、网络及客户签约，各地电价、绿电比例和网络时延也会影响投运后的利用率。拥有枢纽节点、电力资源、稳定客户和异构调度能力的运营商，能够更好地协调建设与运营，更有条件将规划容量转化为收入。

图表8：“十五五”信息通信行业主要指标

专栏 1 “十五五”信息通信行业发展主要指标

序号	指标名称	2025 年	2030 年	年均/累计
1	信息通信行业收入（万亿元）	3.8	4.1	1.5%
2	信息基础设施累计投资（万亿元）	3.7*	3.8*	〔0.1〕
3	电信业务总量增速（%）	9	—	7
4	研发投入强度（%）	4.7	4.8	〔0.1〕
5	单位电信业务总量二氧化碳排放量下降幅度（%）	6	17*	—
6	新建大型超大型算力设施运行电能利用效率（PUE）	1.25	<1.2	〔>0.05〕
7	每万人拥有 5G（含 5G-A）基站数（个）	34	50	〔16〕
8	50G-PON 端口数（万个）	2	100	〔98〕
9	智能算力规模（每秒百亿亿次浮点运算）	1590	9800	〔8210〕
10	先进存力规模（EB）	540	1700	〔1160〕
11	5G（含 5G-A）用户普及率（%）	85.7	95	〔9.3〕
12	千兆以上宽带用户数（亿户）	2.4	3.2	〔0.8〕
13	通信网络终端连接数（亿个）	54	65	〔11〕

注：①〔〕内为 5 年累计变化数。②带*的为连续 5 年累计值。③信息通信行业收入、信息基础设施累计投资、研发投入强度包括基础电信企业及规模以上互联网企业数据。

二、重点任务

（一）适度超前建设信息基础设施

资料来源：工信部，国金证券研究所

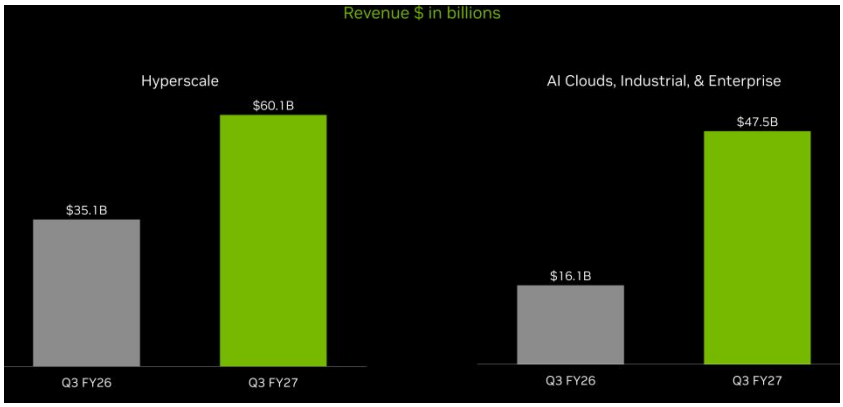
4.2 全球需求高增拓宽系统交付与能源配套市场

全球算力需求仍保持较快增长。英伟达在截至 2026 年 10 月 25 日的季度实现数据中心收入 1076 亿美元，同比增长 110%。其中，Hyperscale 收入由 351 亿美元增至 601 亿美元，AI 云、工业和企业收入由 161 亿美元增至 475 亿美元。Vera Rubin NVL72 已开始出货，联想也披露了首批机架交付进展。基础设施市场持续扩大、产品和系统加快升级，为国产方案提供了更大的发展空间。

整柜交付将需求带到了更多配套环节。除 GPU 外，高速互联、交换网络、HBM、机架电源和液冷都需要同步到位，数据中心也须完成高压配电和网络接入。英伟达与联想的进展反映出全球需求增长和系统交付方式的变化。国产方案通过软硬件配合提高端到端效率，有望增强整套系统的竞争力，也让具备集成交付能力的企业获得更多机会。

全球算力供给扩张，正在提高制造产能和能源资源的价值。先进制程、封装、存储和高速互联的产能有限，数据中心用电保障和并网所需时间也在延长。供应稳定、有能力支付预付款且具备交付经验的企业，在需求上行阶段更容易获得订单。架构优化、异构调度和算电协同则有助于提高现有资源的使用效率，减少对单一环节的依赖，为国产算力扩张创造更好的条件。

图表9：NVIDIA 数据中心收入结构



资料来源：NVIDIA，国金证券研究所

4.3 把握规模交付与运营效率提升的投资机会

国产算力主题仍在加速期，距离交付和收入确认更近的环节，有望率先体现需求增长。模型与云服务可从 Token 调用、AI 收入、经常性收入和利润率观察商业化进展；芯片厂商的收入、研发投入、存货及经营现金流反映规模交付的质量。服务器与超节点的机会来自订单转收入、关键部件到货和集群验收，网络、存储、电源和液冷可结合单机柜价值量与客户扩产，把握配套需求。数据中心可通过扩大通电容量、提高上架率和利用率、优化电力成本，释放运营价值。

算力需求扩张正带动企业提前安排资金与供应。十一月披露的数据中，腾讯为算力支付的预付款压低了当期经营现金流，联想项目管线快速扩大，需要同步安排部件采购和验收，芯片厂商的利润确认与现金回收也存在时间差。资本开支和预付款支持未来交付；配合需求安排投入，并在资源上线后获得持续调用，有助于将采购和建设逐步转化为稳定收入。

能够把上下游配套做好的企业，更有机会获得持续收益。芯片厂商配备软件栈和参考系统，可以降低客户迁移成本；服务器与网络供应商进入主流超节点方案后，有望提高单项目价值量，并增强客户对其交付能力的依赖。运营商若能调度跨区域的异构资源，则可以通过提高利用率和服务水平，发挥不同硬件的组合优势。随着芯片、系统和运营环节配合更加成熟，国产算力的商业机会也将进一步拓宽。

五、相关标的

国产算力：寒武纪、海光信息、长鑫科技、东阳光、中芯国际、华虹宏力、中科曙光、燧原科技、摩尔线程、华勤技术、利通电子、行云科技、智微智能、亿田智能、天数智芯、沐曦股份、壁仞科技、协创数据、禾盛新材、华丰科技、京基智农、浪潮信息、胜蓝股份、盛视科技、神州数码、润泽科技、大位科技、科华数据、潍柴重机、欧陆通、杰创智能、奥尼电子等。

大模型与云：智谱、MiniMax、阿里巴巴、腾讯控股、百度集团、金山云等。

风险提示

供应链风险：海外管制持续加码，若核心零部件、先进制造供给进一步受限，国产芯片交付、智算集群建设进度或不及预期。

下游资本开支与需求不及预期风险：若下游云厂商或大模型客户算力预算收缩可能影响算力链产业需求。

国产模型与芯片技术落地不及预期风险：国产芯片、软件栈、算子适配仍在迭代，大规模集群稳定性、复杂场景性能存在短板，模型迁移与落地效果不及预期风险。

行业竞争加剧风险：产业链持续扩产，行业竞争格局存在恶化风险，可能引发毛利率水平承压等问题。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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

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

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

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究