长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



行业研究丨深度报告丨通信设备Ⅲ

海外算力财报综述：云业务 ROI 兑现，算力基建淬火验真金

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

海外算力链 CY26Q2 财报：云厂商 AI 投入回报进一步显现，云收入及在手订单持续增长，资本开支指引再度上修。算力侧 Blackwell 持续放量，Vera Rubin、MI450 及 Helios 等新平台进入量产及爬坡阶段。高速互联侧 1.6T、CPO 持续推进，InP、硅光等上游环节加速扩产并通过长协锁定产能。AIDC 配套侧，交换机、液冷及 800VDC 供电架构持续升级，基础设施加快向机架级、系统级演进。

分析师及联系人



杨洋

SAC：S0490517070012

SFC：BUW100



黄天佑

SAC：S0490522050005



祖圣腾

SAC：S0490523030001



温筱婷

SAC：S0490524100002



操俊茹

| 证券研究报告 |

2026-10-09

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

通信设备 III

海外算力财报综述：云业务 ROI 兑现，算力基建淬火验真金

云厂商：AI 应用驱动增长，资本开支回报增强

谷歌 26Q2 云收入同比增长 82%，营业利润率升至 35.6%，在手订单增至 5195 亿美元，2026 年 Capex 指引上调至 1950-2050 亿美元。**亚马逊** AWS 收入同比增长 37%，在手订单达 4960 亿美元，2026 年现金 Capex 预期上调至约 2200 亿美元。**微软** Azure 收入同比增长 43%，算力供给仍偏紧，CY2026 Capex 预计约 1750 亿美元。**Meta** 广告收入同比增长 27%，AI 持续提升广告效率，2026 年 Capex 指引上调至 1300-1450 亿美元。

GPU：CPU/GPU 协同升级，机架级平台放量

英伟达 FY27Q2 数据中心收入 890 亿美元，环比增长 18%，Blackwell 持续放量，Vera Rubin 已启动量产出货，预计 FY27Q3 占数据中心收入约 20%；Vera CPU 全面量产，CPU 业务进入加速增长期。**AMD** 26Q2 数据中心收入同比增长 107%至 67 亿美元，服务器 CPU 收入连续第五个季度创新高；MI450 与 Helios 机架级平台进入量产阶段，预计 26Q4 及 2027 年持续爬坡。

高速互联：1.6T 持续放量，上游扩产与长协锁单同步推进

1）光通信：**Lumentum** FY26Q4 组件/系统业务收入同比增长 103%/123%，800G 出货创新高、1.6T 开始放量，OCS 与 CPO 持续贡献新增量；**Coherent** FY26Q4 数据中心业务收入同比增长 66%，1.6T 收发器加速增长，6 英寸 InP 产能持续扩张。**AXT** 26Q2 InP 衬底收入环比增长 126%，积压订单超 1 亿美元，产能约束进一步凸显；**Tower** 硅光收入同比增长 270%，2027 年客户合同约 13 亿美元，扩产加速应对长约需求。**2）光纤光缆**：**康宁** 26Q2 光通信收入同比增长 32%，GenAI 产品销售额近乎翻番，继 Meta 后再获英伟达、亚马逊多年合作及数十亿美元级订单，超大规模客户需求持续高增。**3）线缆**：**安费诺** 26Q2 通信解决方案收入同比增长 85%，IT 数通业务延续高景气，AI 相关产品及高压电源连接需求贡献主要增量。

AIDC 配套：交换机持续升级，液冷与供电架构加速演进

1）交换机：Arista AI Fabric 收入目标上调至 35 亿美元，Scale-across 预计贡献全年 AI 收入三分之一以上，1.6T 产品预计 2027 年规模量产；**Celestica** 26Q2 CCS 收入同比增长 84%，800G 交换机及 AI/ML 计算项目持续放量，OpenAI、AMD Scale-up 项目加速推进，10 个 1.6T 项目预计 2026 年下半年陆续启动。 **2）散热及供电**：**Vertiv** 26Q2 收入同比增长 24%、净利润同比增长 54%，美洲及亚太需求保持增长，全球销售管线持续扩张；公司通过并购补强服务器侧液冷及冷板能力，热管理产品由基础设施侧向芯片侧延伸，800VDC 架构进入客户验证，并参与 NVIDIA Vera Rubin 800VDC AI 数据中心项目，机架级方案计划 2027 年部署。

投资建议

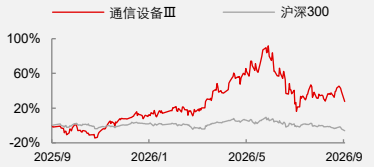
海外算力链 CY26Q2 财报，云厂商 AI 投入回报进一步显现，云收入及在手订单持续增长，资本开支指引再度上修。算力侧 Blackwell 持续放量，Vera Rubin、MI450 及 Helios 等新平台进入量产及爬坡阶段。高速互联侧 1.6T、CPO 持续推进，InP、硅光等上游环节加速扩产并通过长协锁定产能。AIDC 配套侧，交换机、液冷及 800VDC 供电架构持续升级，基础设施加快向机架级、系统级演进。**（1）光模块：**推荐中际旭创、新易盛、天孚通信、源杰科技、汇聚科技、仕佳光子、华懋科技、腾景科技，关注太辰光、安孚科技、嘉元科技；**（2）液冷：**推荐英维克，关注申菱环境；**（3）光纤光缆：**推荐烽火通信、亨通光电、中天科技，关注长飞光纤；**（4）国产算力：**推荐光迅科技、华丰科技、盛科通信、锐捷网络、紫光股份、润泽科技、光环新网、奥飞数据；**（5）AI 应用：**推荐美格智能、移远通信、广和通、博实结、和而泰。

风险提示

1、国际环境变化；2、AI 商业化及云商投入不及预期；

3、供应链紧缺及扩产不及预期；4、技术迭代及产业化进度不确定。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《通信周观点：昇腾 960 超节点配置 7.2T NPO，英伟达预计 27 年芯片销量翻倍》2026-09-24
- 《通信周观点：Meta 发布个人智能体 Muse，Oracle 云基建收入高增》2026-09-21
- 《通信周观点： AI 产业三重奏，光互联/XPU/GPT-6 Astra 登场》2026-09-13

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

云厂商：AI 应用驱动增长，资本开支回报增强 8
谷歌：云业务量利齐升，模型与算力投入持续加码 8
亚马逊：AWS 增长再加速，云基础设施投入回报可期 10
微软：Azure 延续上行，算力供不应求 13
Meta：AI 助力广告高增，资本开支持续攀升 16
GPU：GPU/CPU 协同升级，机架级平台放量 18
英伟达：Vera Rubin 量产，数据中心增量向 ACIE 延伸 18
AMD：数据中心高增延续，服务器 CPU/ GPU 放量 19
交换机：AI 架构升级，1.6T 普及在即 21
Arista：Scale-out/Across 强劲驱动，AI 收入预期上修 21
Celestica：CCS 需求持续高增，OpenAI、AMD 合作驱动新一轮成长 23
光通信：全链供不应求，Scale-across 成新增量 25
Lumentum：激光器出货再新高，多业务扩产急迫 25
Coherent：光通信需求强劲，6 英寸 InP 铺开 27
AXT：InP 晶圆订单积压新高，中国需求多季倍增 29
Tower：硅光收入三倍高增，产能爬坡应对长约需求 31
光纤光缆：GenAI 光互连驱动高增，20-30-40 跳板计划加速推进 32
康宁：26Q2 业绩超预期，亚马逊、英伟达、Meta 多家超大规模客户长协落地 32
线缆：数通场景持续放量，景气驱动高增 34
安费诺：AI 数通延续高景气，康普并表贡献上调 34
散热：液冷需求持续高景气，头部厂商业绩加速 36
Vertiv：热管理能力持续扩张，800VDC 进入客户验证 36
投资建议 37
风险提示 39

图表目录

图 1：谷歌季度营业收入及增速 8
图 2：谷歌季度 GAAP 净利润及增速 8
图 3：谷歌广告业务收入及增速 8
图 4：谷歌云业务收入及增速 8
图 5：谷歌云业务营业利润及增速 9
图 6：谷歌云业务营业利润率持续攀升 9
图 7：谷歌云业务 Backlog 及增速 9
图 8：谷歌采购承诺变化 9
图 9：谷歌第一方模型处理能力升至每分钟 220 亿+Token，Gemini App 月活跃用户超 9.5 亿 10
图 10：Google Cloud 商业化加速 10

图 11：谷歌季度资本开支（PPE 口径）及增速.....10
图 12：谷歌年度资本开支及 2026 年指引（取中值）.....10
图 13：亚马逊季度营业收入及增速.....11
图 14：亚马逊季度 GAAP 净利润及增速.....11
图 15：亚马逊 AWS 收入及增速.....12
图 16：亚马逊广告收入及增速.....12
图 17：AWS 营业利润及增速.....12
图 18：AWS Backlog 及增速.....12
图 19：亚马逊季度资本开支（PPE 口径）及增速.....13
图 20：亚马逊季度毛利率及净利率.....13
图 21：微软季度营业收入及增速.....13
图 22：微软季度 GAAP 净利润及增速.....13
图 23：微软季度毛利率及净利率.....13
图 24：微软云业务 Backlog 及增速.....13
图 25：微软智能云收入及增速.....14
图 26：微软智能云营业利润及增速.....14
图 27：微软季度资本开支（PPE 口径）及增速.....15
图 28：微软季度资本开支（含融资租赁口径）及增速.....15
图 29：Meta 季度营业收入及增速.....16
图 30：Meta 季度 GAAP 净利润及增速.....16
图 31：Meta 广告收入及增速.....17
图 32：Meta 季度资本开支（含融资租赁）及增速.....17
图 33：Meta 年度资本开支（含融资租赁）及指引（取中值）.....17
图 34：英伟达季度营业收入及增速.....18
图 35：英伟达季度 GAAP 净利润及增速.....18
图 36：英伟达季度收入拆分及增速.....18
图 37：英伟达数据中心业务季度收入拆分及增速.....18
图 38：英伟达季度毛利率与净利率.....19
图 39：英伟达季度资本开支（PPE 口径）及增速.....19
图 40：AMD 季度营业收入及增速.....20
图 41：AMD 季度 GAAP 净利润及增速.....20
图 42：AMD 季度营业收入拆分.....20
图 43：AMD 各业务季度营业利润率.....20
图 44：AMD 季度毛利率及净利率.....21
图 45：AMD 季度资本开支（PPE 口径）及增速.....21
图 46：Arista 季度营业收入及增速.....22
图 47：Arista 季度 GAAP 净利润及增速.....22
图 48：Arista 季度营业收入拆分（按业务类型）.....22
图 49：Arista 季度营业收入拆分（按地区）.....22
图 50：Arista 季度毛利率及净利率.....23
图 51：Arista 季度资本开支（PPE 口径）及增速.....23
图 52：Celestica 季度营业收入及增速.....23

图 53：Celestica 季度 GAAP 净利润及增速 23
图 54：Celestica 季度营业收入拆分 24
图 55：Celestica 各业务营业利润率 24
图 56：Celestica 连接与云解决方案（CCS）收入拆分 24
图 57：Celestica 季度毛利率及净利率 25
图 58：Celestica 季度资本开支（PPE 口径）及增速 25
图 59：Lumentum 季度营业收入及增速 25
图 60：Lumentum 季度 GAAP 净利润及增速 25
图 61：Lumentum 季度收入拆分及增速 26
图 62：Lumentum 季度收入按地区拆分（百万美元） 26
图 63：Lumentum 光通信与激光器业务收入及增速 26
图 64：Lumentum 光通信业务拆分及对应增速 26
图 65：Lumentum 整体及主要业务季度利润率 27
图 66：Lumentum 电信和数通市场收入及增速 27
图 67：Lumentum 季度资本开支（PPE 口径）及增速 27
图 68：Coherent 季度营业收入及增速 28
图 69：Coherent 季度 GAAP 净利润及增速 28
图 70：Coherent 季度收入拆分及增速 28
图 71：Coherent 季度收入按地区拆分（百万美元） 28
图 72：Coherent 季度资本开支（PPE 口径）及增速 29
图 73：AXT 季度营业收入及增速 30
图 74：AXT 季度 GAAP 净利润及增速 30
图 75：AXT 季度收入按产品拆分 30
图 76：AXT26Q2 季度收入按产品拆分（万美元） 30
图 77：AXT 季度收入按区域拆分（百万美元） 31
图 78：Tower 季度营业收入及增速 31
图 79：Tower 季度 GAAP 净利润及增速 31
图 80：Tower 季度资本开支（PPE 口径）及增速 32
图 81：Tower 季度毛利率及净利率 32
图 82：康宁季度营收及增速 33
图 83：康宁季度 GAAP 净利润及增速 33
图 84：康宁光通信业务季度收入及增速 33
图 85：康宁光通信业务季度净利润及增速 33
图 86：康宁季度毛利率及净利率 34
图 87：康宁光通信业务净利率 34
图 88：康宁光通信业务季度收入拆分及增速 34
图 89：安费诺季度营业收入及增速 35
图 90：安费诺季度 GAAP 净利润及增速 35
图 91：安费诺季度营收拆分 35
图 92：安费诺季度营收拆分增速 35
图 93：安费诺季度资本开支（PPE 口径）及增速 36
图 94：安费诺季度资本开支占营收比重 36

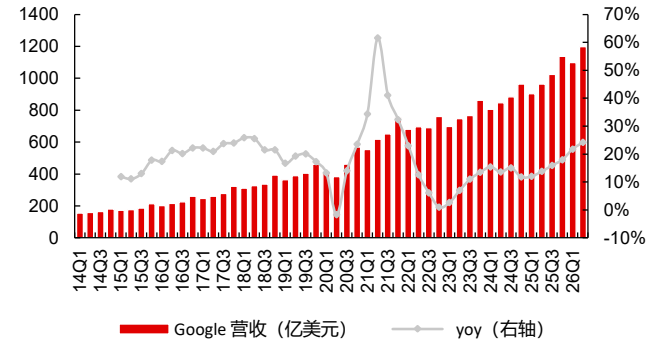
图 95：Vertiv 季度营业收入及增速 36
图 96：Vertiv 季度 GAAP 净利润及增速 36
图 97：Vertiv 季度产品收入及增速 37
图 98：Vertiv 季度服务收入及增速 37
图 99：Vertiv 季度毛利率及净利率 37
图 100：Vertiv 季度资本开支（PPE 口径）及增速.....37

云厂商：AI 应用驱动增长，资本开支回报增强

谷歌：云业务量利齐升，模型与算力投入持续加码

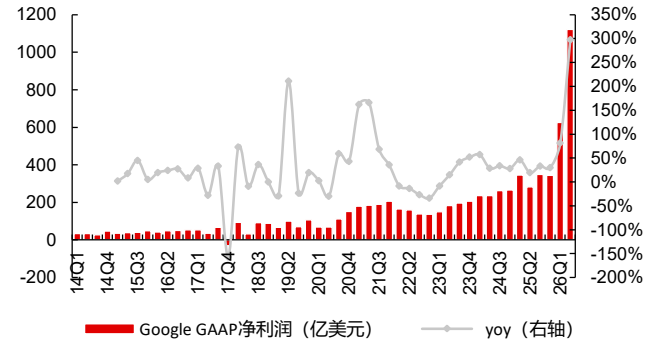
谷歌 26Q2 实现营业收入 1198.0 亿美元，同比+24.2%，环比+9.0%；实现 GAAP 净利润 1121.9 亿美元，同比+297.9%，环比+79.3%。26Q2，谷歌毛利率 61.6%，同比+2.1pct，环比-0.8pct；净利率 93.7%，同比+64.4pct，环比+36.7pct。

图 1：谷歌季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

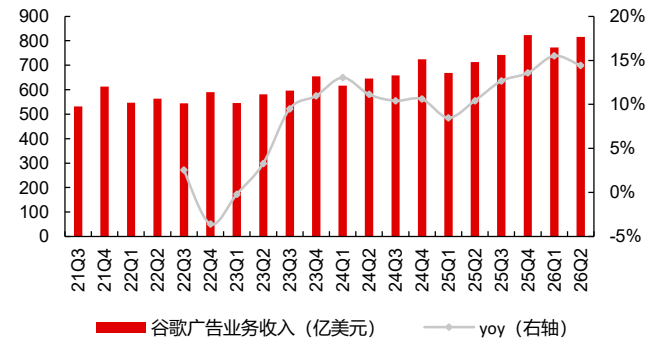
图 2：谷歌季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

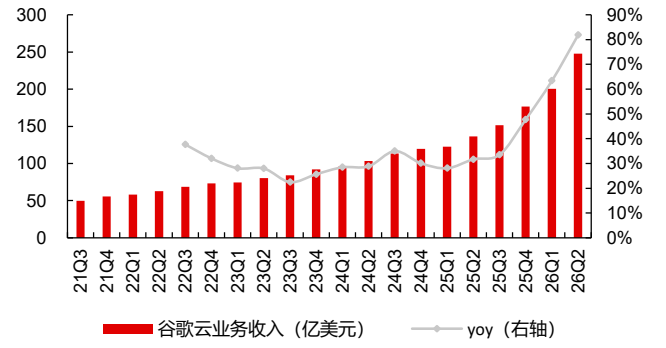
云业务收入加速迈向 250 亿美元、利润率再创新高。26Q2，Google Services 实现收入 945.4 亿美元，同比+15%；营业利润 395.4 亿美元，同比+19.6%，营业利润率 41.8%。其中，搜索及其他广告收入 633 亿美元，同比+17%；YouTube 广告收入 111 亿美元，同比+13%；订阅、平台及设备收入 129 亿美元，同比+15%，主要受 YouTube 订阅及 Google One AI 套餐需求增长带动。Google Cloud 实现收入 248 亿美元，同比+82%；营业利润 88 亿美元、同比+212%，营业利润率由上年同期 20.7%提升至 35.6%；backlog 环比增加超过 500 亿美元至 5195 亿美元，其中预计超过 50%将在未来 24 个月内确认。云业务增长主要由 GCP 推动，其增速超过云业务整体增速，核心 GCP、AI 解决方案及 AI 基础设施均为重要增长驱动力。

图 3：谷歌广告业务收入及增速



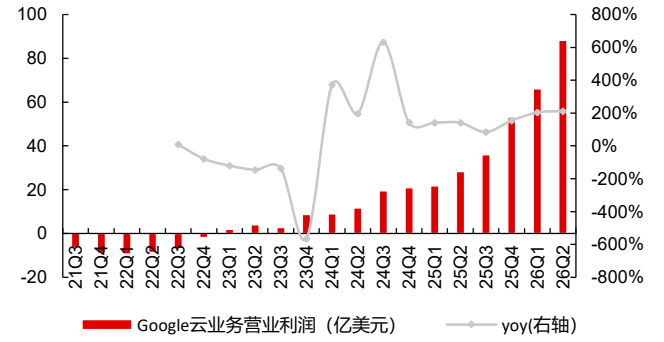
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 4：谷歌云业务收入及增速



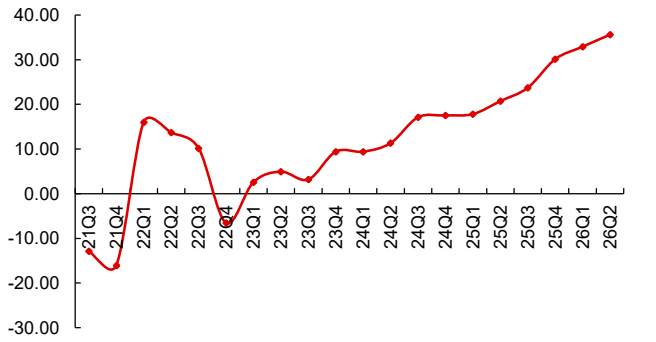
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 5：谷歌云业务营业利润及增速



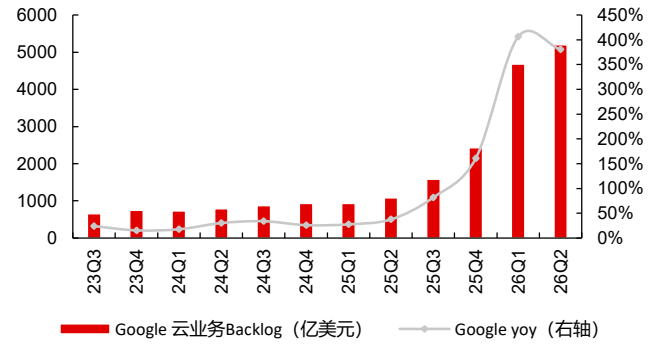
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 6：谷歌云业务营业利润率持续攀升



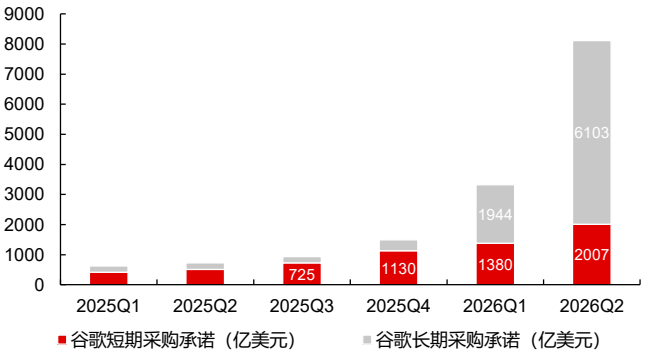
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 7：谷歌云业务 Backlog 及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 8：谷歌采购承诺变化



资料来源：SEC EDGAR，长江证券研究所

企业客户覆盖与使用深度持续提升，GPU/TPU 协同缓解算力约束。Google Cloud 新客户获取速度同比提升逾一倍，存量客户持续扩大使用规模，实际用量超出合同承诺 50%以上；Google Cloud Marketplace 交易额同比增长逾 7 倍。Gemini Enterprise 已覆盖近 90%的《财富》100 强企业，Agent Development Kit 累计下载量接近 7000 万次；过去一年约 500 家云客户各自处理超过 1 万亿 token，超过 2000 家企业消耗逾 1000 亿 token，企业需求已由试用向规模化部署延伸。当前模型服务仍受算力供给制约，公司通过 GPU 与 TPU 协同支撑 Vertex AI、Gemini Enterprise 及 Agent 工作负载，并在扩建自有产能期间引入第三方算力作为过渡。

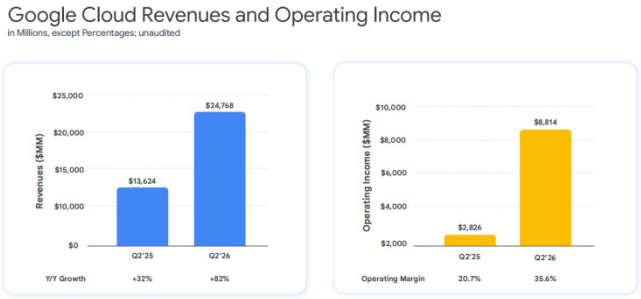
模型能力持续赋能核心业务，自动驾驶与无人配送加快场景落地。搜索方面，公司将 AI Overviews 与 AI Mode 打通为无缝搜索体验，促使整体搜索查询量增长，推动用户提出更具体、更详细的问题，其中 AI Mode 月活用户超过 10 亿，AI Mode 单次响应成本降至上线以来最低。**广告方面，**Gemini 持续部署至底层基础设施，购物广告相关性提升 20%，采用 AI Max 或 PMax 的广告主平均获得 15%的转化量或转化价值提升；YouTube 广告收入同比增长 13%。**实景方面，**Waymo 向公众推出首款搭载第六代自动驾驶系统的 Ojai 车型，预计未来数月扩大载客；Wing 累计完成超过 100 万次送货上门，并通过与沃尔玛、DoorDash 及棒约翰合作扩大服务覆盖。

图 9：谷歌第一方模型处理能力升至每分钟 220 亿+Token，Gemini App 月活跃用户超 9.5 亿



资料来源：Google 官网，长江证券研究所

图 10：Google Cloud 商业化加速

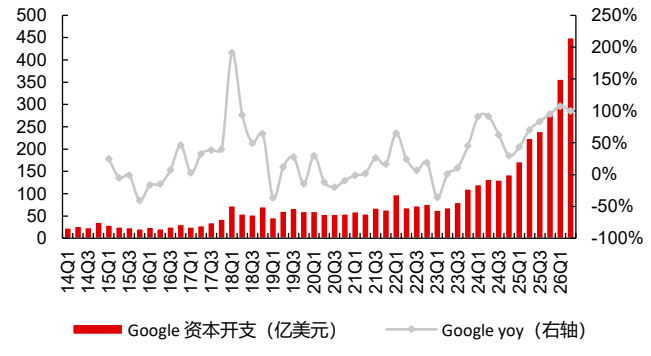


资料来源：Google 官网，长江证券研究所

模型迭代持续提速，全栈平台能力不断完善。公司发布 Gemini 3.6 Flash、3.5 Flash-Lite 等模型，定位于性能、成本和时延之间的最佳平衡；Gemini 3.5 Pro 进入测试阶段；并启动迄今规模最大的 Gemini 4 预训练，承担前沿模型竞争任务。谷歌计划以 Gemini 4 为后续模型迭代基准，将发布频率提升至接近每月一次。Gemini App 月活达到 9.5 亿，模型 API 每分钟处理约 220 亿 token，较上季度的 160 亿增长 37.5%。公司形成 GPU、TPU 与 Axion CPU 协同架构，其中 Axion CPU 针对 Agent 类任务优化；Virgo 网络支持 GPU 与 TPU 工作负载迁移及超大规模集群互联。TPU 主要用于模型训练和推理，并开始向客户数据中心销售，相关订单预计主要于 2027 年确认。

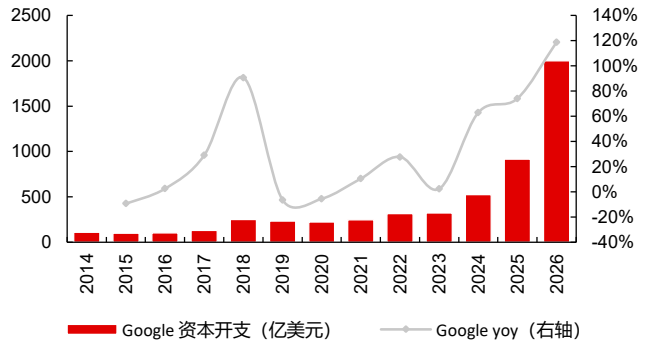
基础设施投资兑现，Capex 指引再上调。26Q2 资本开支 449 亿美元，绝大部分投向基础设施，其中约 60%用于服务器、40%用于数据中心及网络设备。**公司将 2026 年资本开支指引由 1800 至 1900 亿美元再次上调至 1950 至 2050 亿美元，并明确预计 2027 年资本开支将较 2026 年显著增长。**

图 11：谷歌季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 12：谷歌年度资本开支及 2026 年指引（取中值）



资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

亚马逊：AWS 增长再加速，云基础设施投入回报可期

亚马逊 26Q2 实现营业收入 2006.1 亿美元，同比+19.6%，环比+10.5%；实现 GAAP 净利润 626.5 亿美元，同比+244.9%，环比+107.1%。26Q2，亚马逊毛利率 52.3%，同

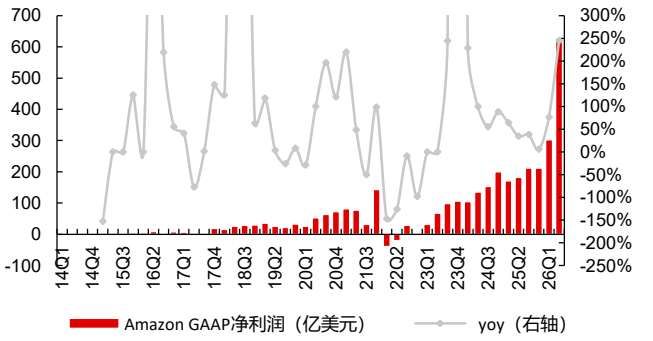
比+0.4pct，环比+0.4pct；净利率 31.2%，同比+20.4pct，环比+14.6pct。

图 13：亚马逊季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 14：亚马逊季度 GAAP 净利润及增速



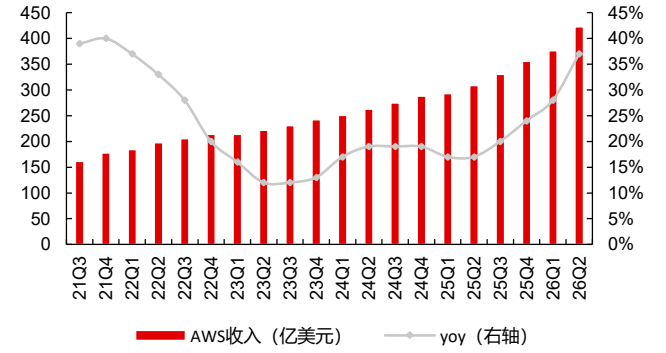
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

AWS 增长再加速，AI 购物与广告 Agent 提升转化及投放效率。26Q2，AWS 实现收入 422 亿美元，同比+37%，环比+12%，连续第五个季度加速，为 18 个季度以来最快增速；季度末 backlog 达 4960 亿美元，环比+36%。Amazon Ads 实现收入 198 亿美元，同比+26%。Alexa+和 Alexa for Shopping 等 AI 购物服务持续贡献广告转化，点击赞助提示的用户购买转化率高 48%、客单价高 21%；Ads Agent 将广告设置和定向由数小时缩短至数分钟，并使展示成本下降 8%、获客成本下降 6%，今年新增覆盖 11 个国家和地区。

AI 应用持续落地，商业化进程加快带动 AWS 生态扩张。26Q2，AWS 持续完善 AI 应用生态，Bedrock 客户本季度支出超过此前所有季度累计，企业级 AI Agent 加速进入生产环境。办公助手 Quick 已应用于 3M、宝马、埃克森美孚、西南航空等大型企业，并持续扩展 Slack、Salesforce、Jira 等企业软件集成；编程 Agent Kiro 使用量环比增长 3 倍，Amazon Connect、Transform 及 Continuum 等产品分别持续拓展客服、软件迁移及代码安全等应用场景。

自研芯片业务高速增长，Trainium 与 Graviton 共同支撑 AWS 算力体系。按 26Q2 收入折算，亚马逊芯片业务年收入规模已超过 250 亿美元，同比增长三位数。**GPU 侧**，Trainium 已获得 Anthropic、OpenAI 多年、多吉瓦级承诺，并被 Uber、Pinterest 及多家 AI 初创企业采用，部分客户提出独立采购 Trainium 芯片。**CPU 侧**，Graviton 较同类方案具备 30%-40%的性价比优势，已覆盖 AWS 前 1000 大 EC2 客户中的 98%，客户采购承诺环比增长近 3 倍，Graviton 5 增速接近 Graviton 4 的两倍。公司亦将持续提供 NVIDIA GPU，并计划到 2027 年底将 AWS 电力容量较 2025 年翻倍。

图 15：亚马逊 AWS 收入及增速



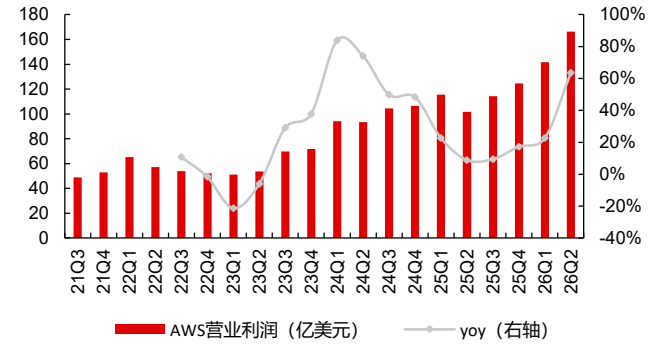
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 16：亚马逊广告收入及增速



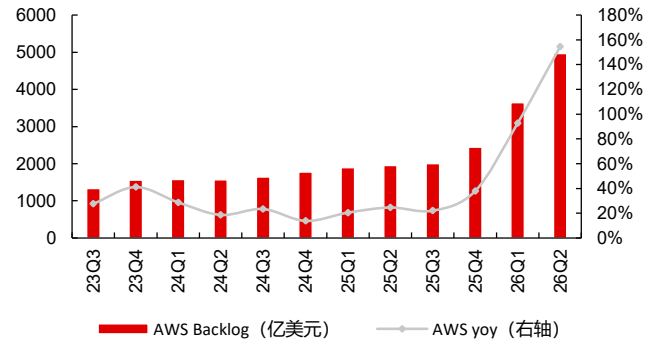
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 17：AWS 营业利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 18：AWS Backlog 及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

资本开支维持高位，长期合同与资产寿命增强回报确定性。26Q2 亚马逊资本开支 542 亿美元，同比+68%，环比+22%，主要投向 AWS 和生成式 AI；公司将 2026 年现金资本开支预期由约 2000 亿美元上调至约 2200 亿美元，同比+67%；公司预计 2026 年 AI 基础设施供给仍难以满足需求，2027 年供需紧张态势有望延续。公司表示，数据中心建成后可使用 30 年以上，服务器和网络设备平均不到三年即可收回投资，使用寿命至少 5 至 6 年，且目前大部分 AI 产能已签订至少五年合同。随着新产能陆续上线，相关收入和现金流有望持续释放。

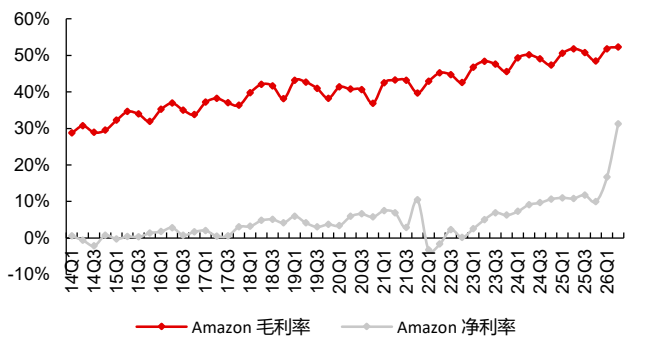
公司指引 26Q3 营业收入 1970 至 2020 亿美元、营业利润 225 至 265 亿美元。

图 19：亚马逊季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 20：亚马逊季度毛利率及净利率

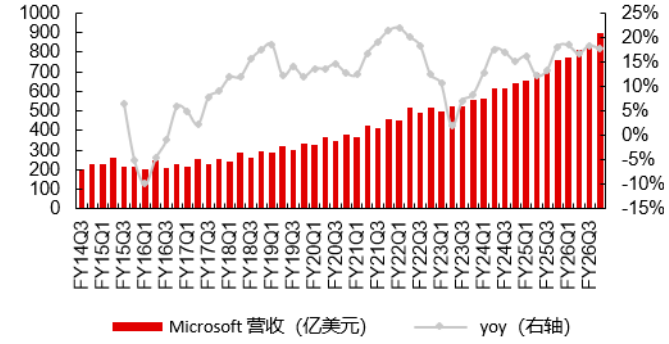


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

微软：Azure 延续上行，算力供不应求

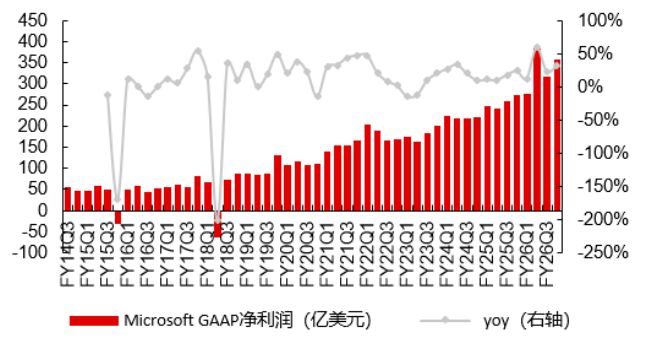
微软 FY26Q4 实现营业收入 900 亿美元，同比+18%，按固定汇率计算+17%；经调整 OpenAI 投资影响后，每股收益 4.74 美元，同比+23%。FY26Q4，微软毛利率 67%，同比下降；营业利润率 45%，同比小幅增长。

图 21：微软季度营业收入及增速



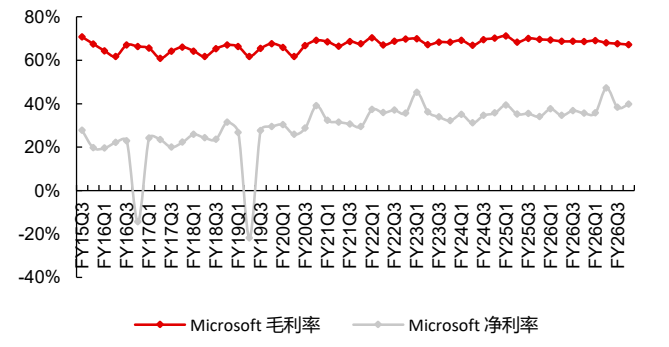
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 22：微软季度 GAAP 净利润及增速



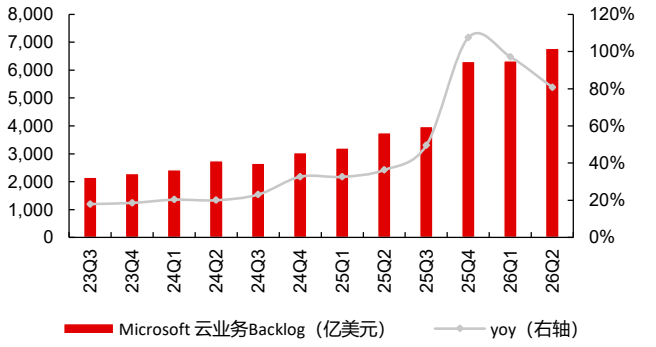
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 23：微软季度毛利率及净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 24：微软云业务 Backlog 及增速

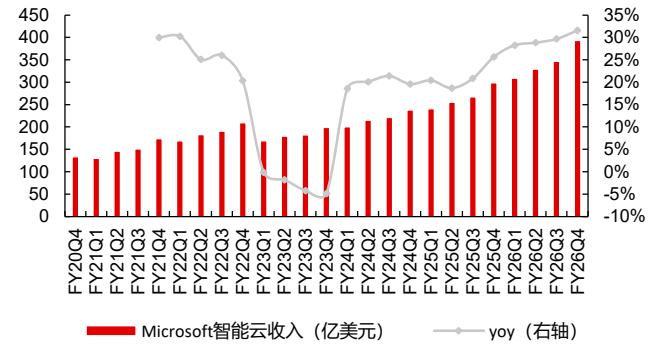


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

Azure 延续上行，新增产能提前投放推动云消费释放。FY26Q4 Microsoft Cloud 实现收入 593 亿美元，同比增长 27%，全年 Microsoft Cloud 收入超过 2140 亿美元，同比增长 27%，其中近 90%来自非前沿模式公司客户。智能云收入 393 亿美元，同比增长 32%，营业利润同比增长 31%，运营利润率 41%。Azure 收入同比增长 43%，客户需求持续超过可用容量，营收增长超预期，主要得益于 CPU 和 GPU 集群效率的提升以及流程改进，从而能够更早地交付新增容量，Azure 本季度新增的容量已迅速实现盈利。

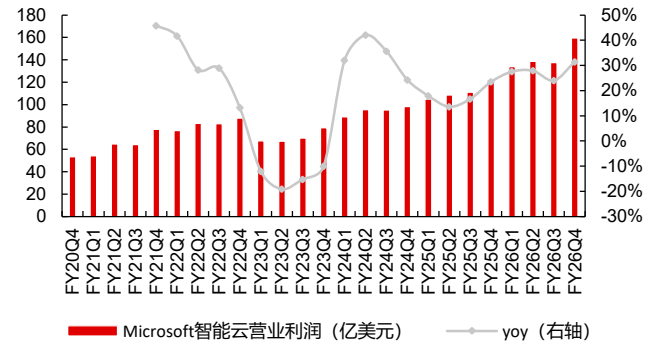
FY26Q4 微软新增约 1GW 数据中心容量，并在五大洲新增 31 个数据中心，全年数据中心总数达到 88 个，公司维持两年内整体算力规模翻番的目标。公司将主要区域内新 GPU 的使用寿命缩短了近 50%。自研 Maia 200 加速器持续扩展，性价比比现有最新一代产品高出 30%，现已支持 OpenAI 和 MAI 模型。公司预计将在全球超过 25 个数据中心部署 Cobalt 200 机架。公司将成为首批部署基于 AMD Helios 和 NVIDIA Vera Rubin 的下一代大规模 AI 基础设施的云服务提供商之一。

图 25：微软智能云收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 26：微软智能云营业利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

Copilot 强劲增长，AI 应用全面铺开。M365 Copilot 付费席位超过 3000 万个，每个季度新增席位数量翻番以上。拥有超过 5 万个席位的客户数量同比增长超过 7 倍。用户满意度评分过去三个季度翻了一番，达到历史新高；本季度延迟降低了 25%。每位用户的对话次数几乎同比增长了一倍，平均每周用户参与度与 Outlook 和 Teams 持平。FY26 全年来看，Copilot 收入环比增长超过 60%。GitHub Copilot 目前拥有 5000 万用户，企业版和商业版用户数量持续增长。本季度推出了基于使用量的计费模式，消费收入显著提升。GitHub 用户总数已达 2.25 亿，超过 90%的财富 500 强企业选择 GitHub 进行 AI 驱动的开发。

生产力与业务流程板块营收 378 亿美元，同比增长 14%。M365 商业云收入同比增长 16%（剔除上年同期因 2 个百分点的期中收入确认产生的利差）。M365 商业产品收入同比增长 19%，超出预期，主要得益于大型、长期 M365 合同的签订。M365 消费者云收入同比增长 24%（按固定汇率计算增长 22%）。M365 消费者订阅收入增长 7%。LinkedIn 收入增长 12%（按固定汇率计算增长 10%），主要得益于营销解决方案业务的增长。Dynamics 365 收入同比增长 13%（按固定汇率计算增长 12%），ERP 订单增长依然稳健，CRM 销售周期延长，增速持续放缓。

资本开支显著抬升，供给约束预计至少持续至 2026 年末。FY26Q4 资本开支 410 亿美元，其中包括组件价格上涨的影响。约三分之二的资本开支用于短期资产，主要是 CPU 和 GPU，因为客户越来越多地构建同时利用 AI 和非 AI 基础设施的解决方案。剩余支出用于长期资产。本季度融资租赁总额为 56 亿美元，主要用于大型数据中心。固定资产现金支出为 358 亿美元。经营活动产生的现金流为 554 亿美元，同比增长 30%，主要得益于强劲的云业务收入和收款。自由现金流为 196 亿美元，反映了资本支出的增加。CY2026 资本开支预计约 1750 亿美元（受融资租赁转向经营租赁影响）。公司认为系统仍存在供给限制，需求持续超过供应。自 2027 财年始，公司将数据中心和办公室的预计使用寿命从 15 年延长至 25 年，以反映过往的运营历史和这些资产的预期使用情况。

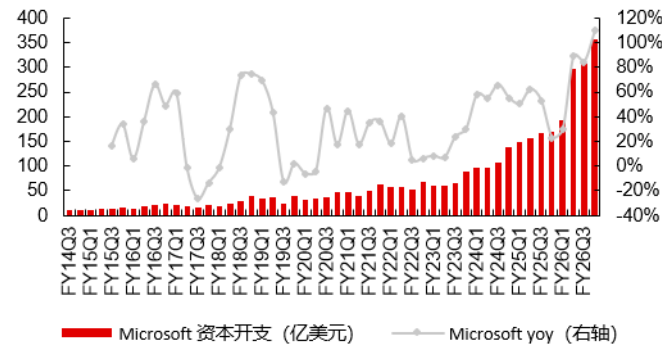
个人计算业务营收 129 亿美元，同比下降 4%（按固定汇率计算下降 5%）。Windows OEM 和设备业务营收下降 7%，Windows OEM 业务营收下降 5%，主要原因是 PC 市场需求下降以及上年同期基数较高（受益于 Windows 10 停止支持）。剔除流量获取成本后的搜索广告收入按固定汇率计算增长 10%和 9%，增长主要得益于 Edge 和 Bing 每次搜索收入的提高以及搜索量的增加。Xbox 收入按固定汇率计算下降 10%和 11%，Xbox 内容和服务收入较上年同期下降 10%，上年同期受益于强劲的第一方内容表现。

根据当前汇率，公司预计汇率波动将使总收入增长减少不到 1 个百分点，对销售成本或运营费用增长不会产生实质性影响。在商业预订方面，剔除 OpenAI 的影响后，预计在核心年金销售策略强劲执行的推动下，随着到期基数的扩大，业务将实现稳健增长。**微软云毛利率预计将保持相对稳定的季度环比增长。**

全财年来看，**凭借强劲的商业发展势头，公司预计 2027 财年收入和营业利润将实现两位数增长。**运营费用预计将以中高个位数增长，反映了对研发计算能力、人才和数据的持续投入。预计 2027 财年资本支出将同比增长。全年运营利润率的下降幅度应不到 1 个百分点。预计 2027 财年将保持自由现金流为正。预计 2027 财年的实际税率约为 20%。

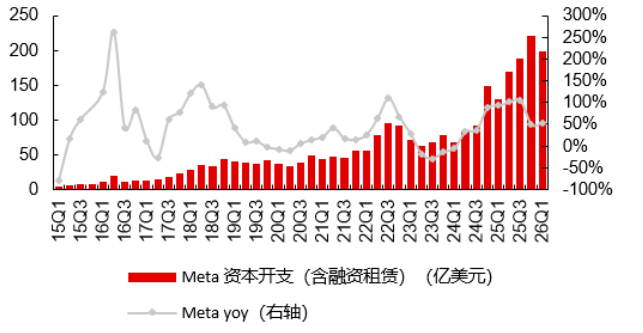
FY2026 全年，微软总收入超过 3310 亿美元，同比增长 18%，增速加快，主要得益于 Azure 平台以及第一方 AI 应用和服务的强劲需求。营业利润增速超过营收增速，增长 21%至超过 1550 亿美元，得益于对长期增长的投资以及持续提升运营杠杆。微软云收入超过 2140 亿美元，同比增长 27%，Azure 收入超过 1000 亿美元，同比增长 41%。公司通过分红和股票回购向股东返还了超过 430 亿美元现金。

图 27：微软季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 28：微软季度资本开支（含融资租赁口径）及增速

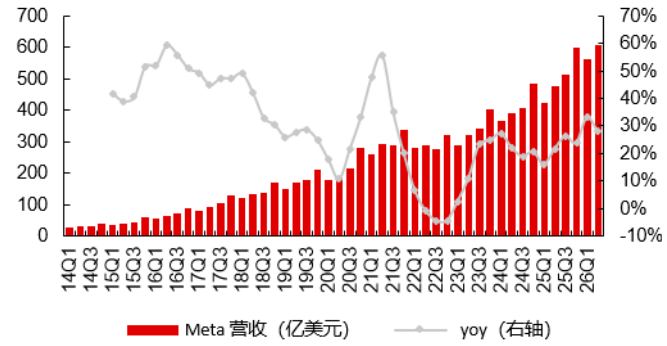


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

Meta：AI 助力广告高增，资本开支持续攀升

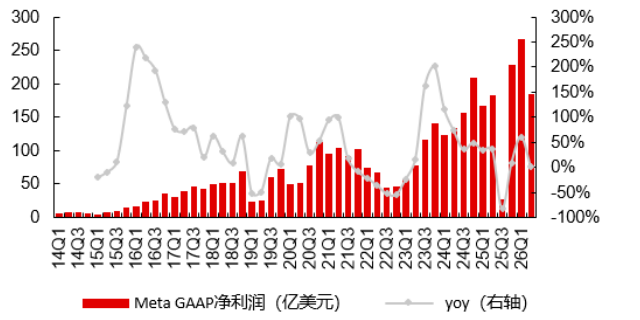
Meta 26Q2 实现营业收入 608.0 亿美元，同比+28.0%，按固定汇率计算同比+27.0%；GAAP 营业利润 188 亿美元，同比-8.0%，营业利润率 31.0%；实现 GAAP 净利润 158 亿美元，每股收益 6.18 美元。26Q2，Meta 总支出 420 亿美元，同比+55.0%，其中包含 24 亿美元法律诉讼相关费用及 12 亿美元裁员遣散费。

图 29：Meta 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 30：Meta 季度 GAAP 净利润及增速



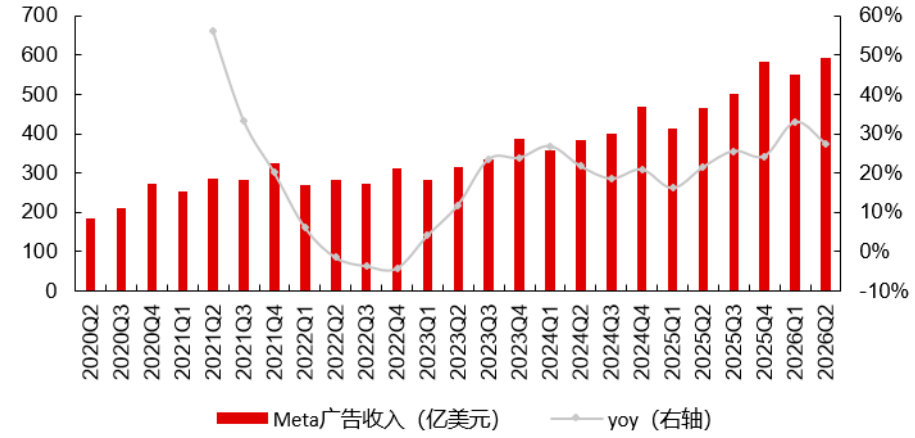
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

广告量价齐升，用户参与度与投放效率双轮驱动高增。26Q2 Family of Apps 实现收入 604 亿美元，同比+28%；其中广告收入 594 亿美元，同比+27%，按固定汇率计算同比+26%。全平台广告展示量同比增长 14%，主要受用户、参与度与广告负载优化带动；全球广告平均单价同比增长 12%，受广告效果改善、宏观环境转好及汇率利好共同驱动。Family of Apps 其他收入首次突破 10 亿美元，同比+73%，主要来自 WhatsApp 付费消息与订阅。本季度日均 36 亿用户至少使用一款应用，用户参与度持续提升。

推荐系统升级拉动用户时长，AI 驱动内容理解与分发升级。26Q2 推荐系统优化推动 Instagram 全球用户观看时长同比增长两位数，Facebook 全球视频观看时长同比增长 9%，美国及加拿大地区增幅超过 10%。Instagram 上 Reels 排名更新实现流量提升 15 个基点，转发与观看时长等指标表现突出；在 Instagram 信息流中，超过一半的推荐内容发布时间不足一天，为去年同期的两倍以上。公司持续利用 LLM 深度理解内容主题与用户兴趣，并推出“塑造你的信息流”等用户控制功能，参与用户留存率超过 80%。

广告模型升级持续提效，AI 工具助力商业化。26Q2 公司推出 Meta 生成式推荐器，利用 LLM 综合考量广告内容与用户偏好，广告匹配更加智能精准，为广告主带来更大业绩提升。本季度 Instagram 应用事件转化率提升 1%，Facebook 广告点击量提升 8.3%、转化率提升 15.7%。超过 900 万家小型企业已使用至少一种生成式 AI 广告创意工具，图像生成功能让广告主能够利用现有内容大规模制作创意素材，新增的从视频素材生成图像功能应用量翻番。基于 AI 的端到端解决方案 Advantage+持续增长，本季度年收入已超过 750 亿美元。

图 31：Meta 广告收入及增速

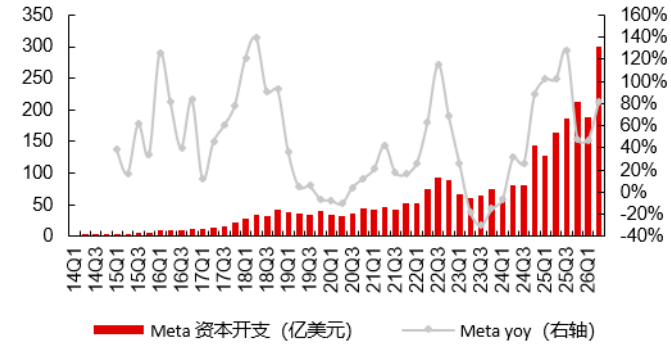


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

资本开支持续攀升，算力布局支撑 AI 长期增长。26Q2 Meta 资本开支（含融资租赁本金支付）311 亿美元，主要投向服务器、数据中心及网络基础设施的投资。公司上调 2026 年资本开支指引下限，预计 2026 年资本开支（含融资租赁本金支付）1300 亿至 1450 亿美元（此前为 1250 亿至 1450 亿美元）。公司还宣布与贝莱德达成战略合作，在德克萨斯州埃尔帕索建设 1 吉瓦数据中心，并通过自研芯片等战略投资提升长期供应链灵活性与回报；公司计划最大限度利用 2026 年和 2027 年产能，2028 年及以后将根据 AI 普及速度与需求灵活规划。

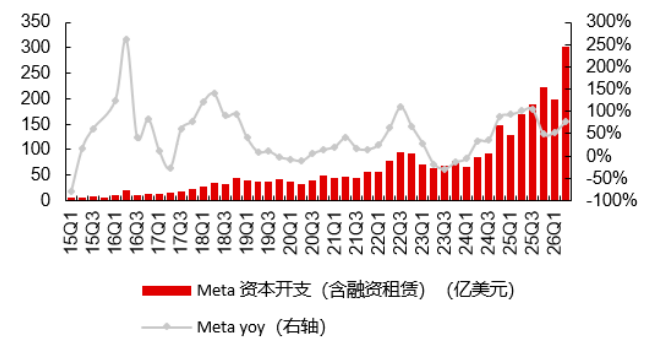
公司预计 26Q3 营业收入 610 亿至 640 亿美元，外汇波动预计对同比总营收增长造成约 1%的不利影响；预计 2026 年全年总费用 1650 亿至 1690 亿美元，仍预计 2026 年营业利润将高于 2025 年。

图 32：Meta 季度资本开支（含融资租赁）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 33：Meta 年度资本开支（含融资租赁）及指引（取中值）



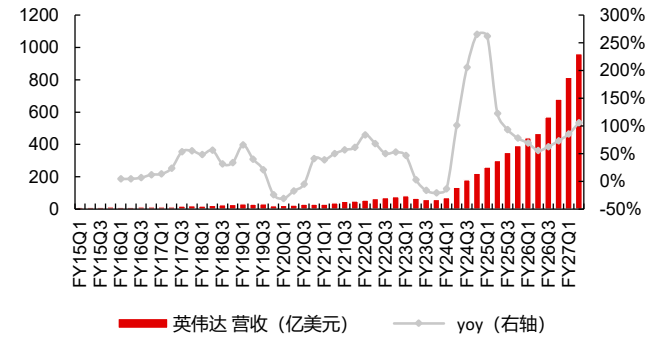
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

GPU：GPU/CPU 协同升级，机架级平台放量

英伟达：Vera Rubin 量产，数据中心增量向 ACIE 延伸

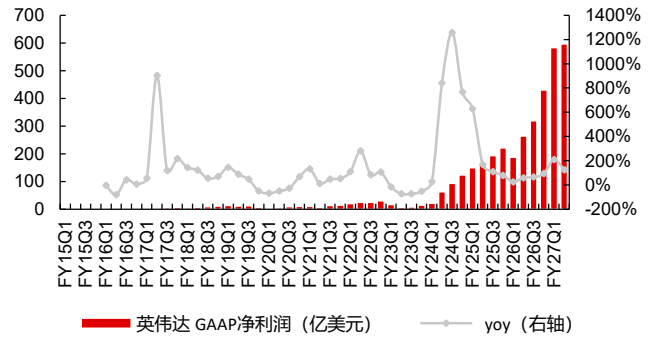
英伟达 FY27Q2 实现营业收入 962.2 亿美元，同比+105.9%，环比+17.9%；实现 GAAP 净利润 596.9 亿美元，同比+125.9%，环比+2.3%。FY27Q1，英伟达毛利率 75.0%，同比+2.6pct，环比+0 pct；净利率 62.0%，同比+5.5pct，环比-9.4pct。

图 34：英伟达季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

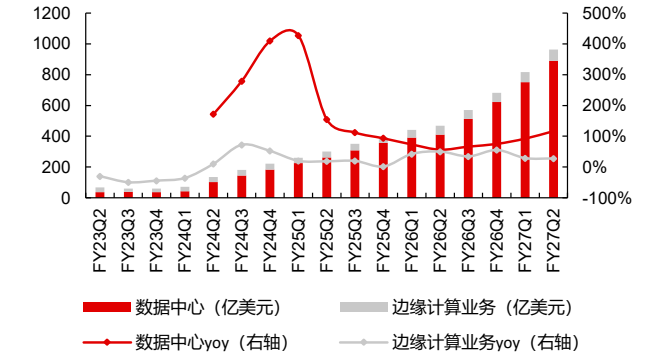
图 35：英伟达季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

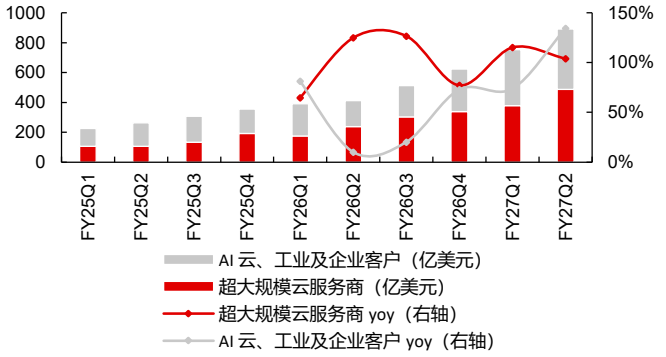
ACIE 增长提速，数据中心增量向非 Hyperscale 市场拓展。FY27Q2 数据中心收入 890.2 亿美元，环比+18.3%，占总营收约 93%。其中，Hyperscale 收入 487.1 亿美元，环比+28.6%，主要受 Blackwell 持续强劲及新增 GPU 产能上线推动。 ACIE 收入 403.1 亿美元，环比+7.9%、同比+134.2%，主要受 Neocloud 新增容量拉动，以满足企业、AI 初创及主权客户需求，同时 Hyperscaler 亦通过采购外部云容量补充自建算力。Neocloud 年底装机容量预计达到 8GW，较 2025 年底约 3GW 明显提升。

图 36：英伟达季度收入拆分及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 37：英伟达数据中心业务季度收入拆分及增速



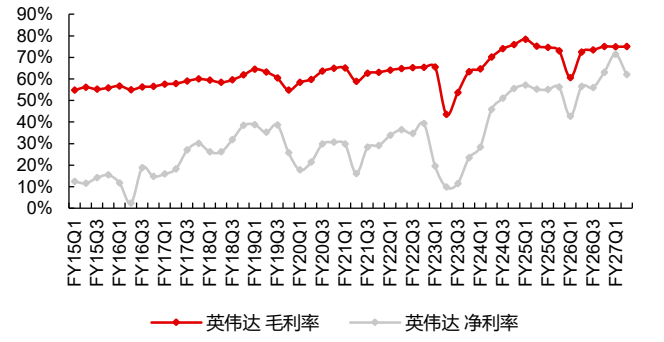
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

Vera Rubin 量产启动，平台价值量抬升，长期订单逐步锁定。公司 8 月初启动 Vera Rubin 量产出货，已获得主要 Hyperscaler、AI Cloud 及系统 OEM 订单，预计其将成为历史上产能爬坡最快的产品，预计其 FY27Q3 将占数据中心收入约 20%。Vera Rubin 覆盖 CPU、GPU、NVLink 及网络产品，相较 Grace Blackwell Ultra 单位功耗吞吐量提升 30 倍、Token 成本降低 35 倍。需求侧，AWS 将在 FY29Q2 前新增部署 200 万颗

NVIDIA GPU；SoftBank Energy 的 PORTS-Pike 园区首期规划 4.25GW AI 工厂容量供 OpenAI 使用，每代系统约部署 150 万颗 GPU，未来 20 年可支持多轮升级，进一步提升长期订单能见度。

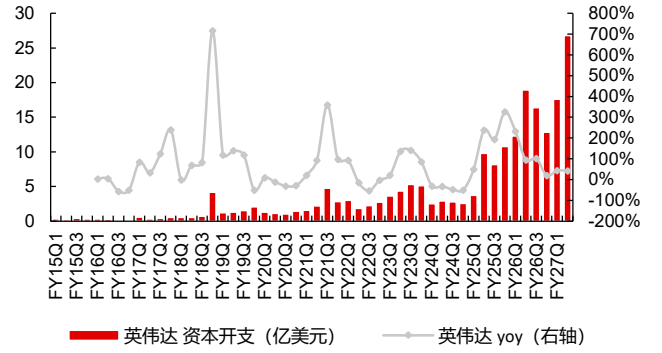
Vera 全面量产，CPU 业务进入加速增长期。 Grace CPU 过去 12 个月收入超过 50 亿美元，下一代 Vera CPU 目前已全面量产。Vera 在 SPEC Agentic 任务中的性能约为其他数据中心 CPU 的 1.8 倍，每瓦带宽达到其他产品的 5 倍，目前已向 OCI、SpaceXAI 出货，并于本季度开始向 AWS 供货。公司预计 FY28 CPU 收入将实现翻倍以上增长。

图 38：英伟达季度毛利率与净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 39：英伟达季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

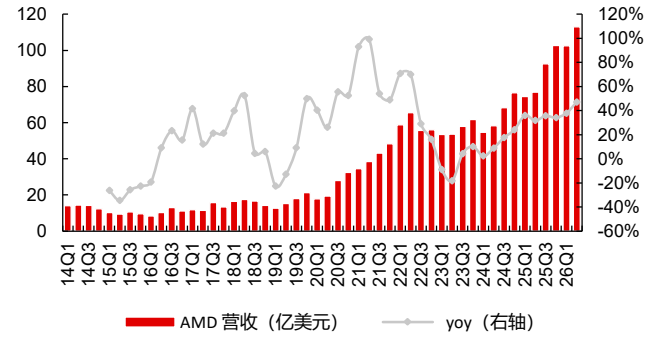
强化 AI 基础设施融资支持，产业生态持续拓展。公司已向前沿 AI 实验室投资近 500 亿美元；公司联合 BlackRock、Apollo 等机构搭建融资平台，计划募集超过 5000 亿美元第三方资本，用于支持前沿 AI 实验室基础设施建设，同时与软银能源合作，锁定 PORTS-Pike 园区土地、电力及基础设施容量，首期规划 4.25GW AI 工厂。应用侧，三星电子采用 cuLitho 提升计算光刻效率，Hudson River Trading、Jane Street 利用英伟达 AI 工厂开展量化交易，百时美施贵宝、罗氏和礼来持续推进 AI 药物研发，过去 12 个月金融、制造和医疗行业合计贡献 70 亿美元收入；LG、现代汽车集团持续扩大合作，汽车行业本地部署收入达到 80 亿美元。

公司预计 FY27Q3 营业收入 1080 亿美元、上下浮动 2%，数据中心环比增长主要由 ACIE 驱动；GAAP 及 Non-GAAP 毛利率预计均为 74%、上下浮动 0.5pct，预计 FY27Q4 毛利率将降至 71%-72%，随着价格调整生效，FY28 毛利率预计稳定在 72%-73%。

AMD：数据中心高增延续，服务器 CPU/ GPU 放量

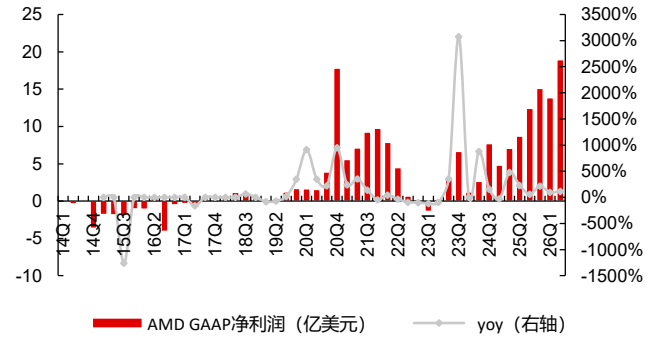
AMD 26Q2 实现营业收入 113.1 亿美元，同比+47.2%，环比+10.3%；实现 GAAP 净利润 19.0 亿美元，同比+117.3%，环比+37%。26Q1，AMD 毛利率 56.1%，同比+16.3pct，环比+3.2pct；净利率 16.8%，同比+5.4pct，环比+3.3pct。

图 40：AMD 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

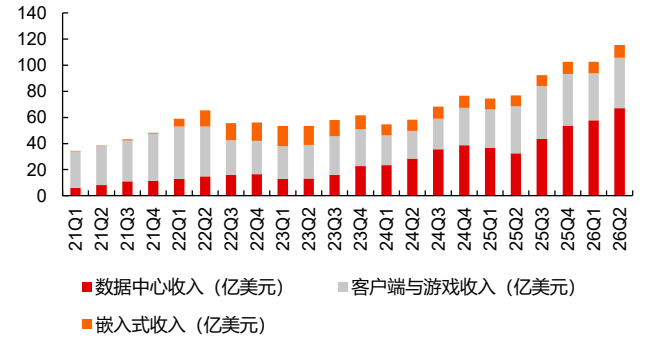
图 41：AMD 季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

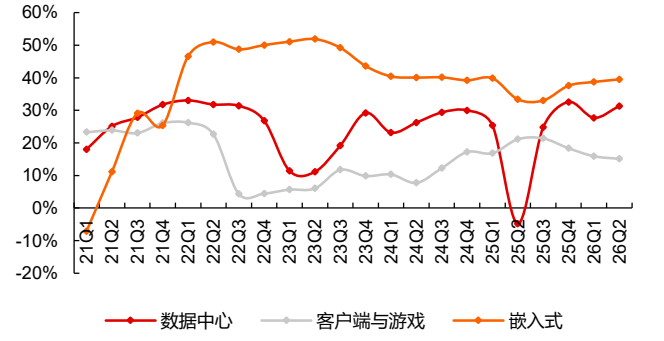
数据中心业务高增，客户端增长部分对冲游戏业务下滑。 26Q2，数据中心业务收入 67 亿美元，同比+107%、环比+16%，营业利润 21 亿美元，利润率 31%。主要由第五代 EPYC Turin、第四代 EPYC Genoa 及 Instinct 加速器需求推动，服务器 CPU 收入连续第五个季度创新高，云端与企业端收入均同比增长超 70%。目前 EPYC 已覆盖全球超 1,600 种公有云实例，其中第五代 Turin 占近三分之一，AWS、微软、谷歌、甲骨文等持续扩展部署；第四代 Genoa 亦保持放量，共同推动份额提升。客户端与游戏业务收入 38 亿美元，同比+6%、环比+7%，营业利润 5.82 亿美元；其中客户端收入 31 亿美元，同比+23%，游戏收入 7.79 亿美元，同比-31%。

图 42：AMD 季度营业收入拆分



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 43：AMD 各业务季度营业利润率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

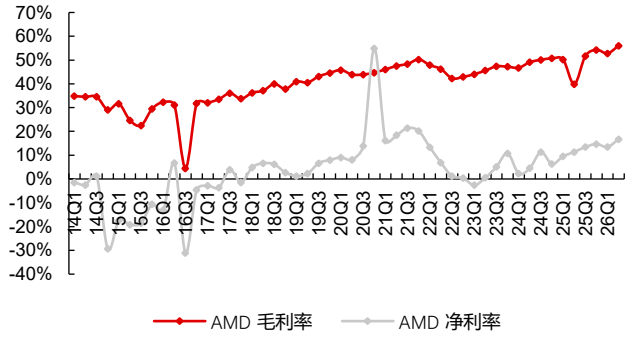
第六代服务器 CPU EPYC Venice 正式投产并进入客户部署期。 Venice 采用 Zen 6 架构和 2nm 工艺，包含 30 余款产品，每瓦性能较主流 x86 CPU 提升超 2 倍、较主流 ARM CPU 最高提升 3.3 倍。产品已投入生产，主要 OEM 厂商将陆续推出平台，领先云厂商计划于 2026 年下半年开始部署；公司表示 Venice 客户需求为历代最强。

Helios 进入量产阶段，MI450 加速放量并延伸至下一代平台。Helios 集成 Venice CPU、MI450 系列 GPU、Pensando 网络及 ROCm 软件，在相同机架功耗下推理吞吐量较竞品最高提升 15%，每美元 Token 数最高提升 30%。平台预计 2026 年 Q3 末开始初步出货，Q4 及 2027 年持续爬坡；公司与 OpenAI、Meta 推进多代 GW 级部署，Anthropic 计划部署最高 2GW MI450，微软亦将在 Azure 大规模部署 Helios。公司计划此后每年

推出新一代机架级 AI 平台，2027 年平台将采用 MI500 系列 GPU、Verano CPU 及 Pensando 网络，支持铜缆和光纤互连，MI500 预计实现 Instinct 历史上最大的代际跃升，推动四年内推理性能提升超 2000 倍。

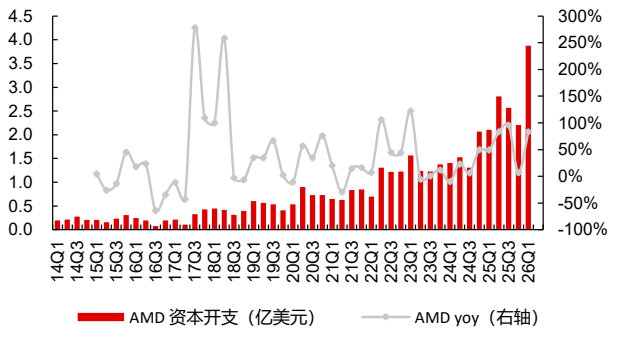
ROCm.ai 与端侧 AI 产品同步扩展，AI 生态进一步完善。 公司推出 AI 辅助开发平台 ROCm.ai，支持 Claude、Codex、Cursor 等智能体进行代码创建、迁移和优化，较 ROCm 7 实现训练性能提升超 2 倍、推理性能提升超 3 倍，目前已有超 300 万个模型可在 AMD 平台开箱即用。端侧方面，公司推出搭载 Gorgon Halo 处理器的 Ryzen AI Halo 平台，配备 192GB 统一内存，可运行最高 3000 亿参数模型，并发布 Ryzen AI Embedded X100 处理器及 Kria AI Robotics 平台，拓展实时边缘 AI 与物理 AI 机器人应用。

图 44：AMD 季度毛利率及净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 45：AMD 季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

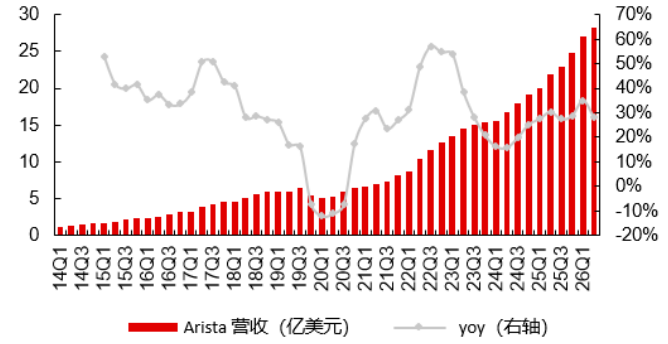
26Q3 公司预计收入约 130 亿美元（上下浮动 3 亿美元），同比增长约 41%、环比增长约 13%。

交换机：AI 架构升级，1.6T 普及在即

Arista：Scale-out/Across 强劲驱动，AI 收入预期上修

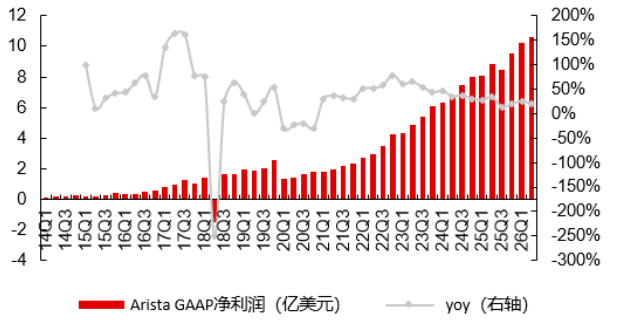
Arista 26Q2 实现营业收入 28.3 亿美元，同比+28.2%，环比+4.4%；实现 GAAP 净利润 10.6 亿美元，同比+19.5%，环比+3.9%。26Q2，Arista 毛利率 62.4%，同比-2.8pct，环比+0.6pct；净利率 37.6%，同比-2.7pct，环比-0.2pct。

图 46：Arista 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

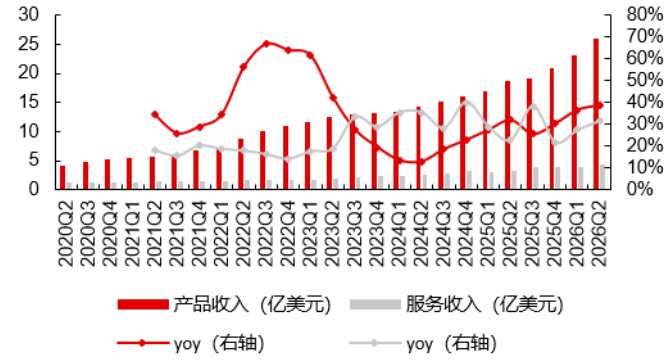
图 47：Arista 季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

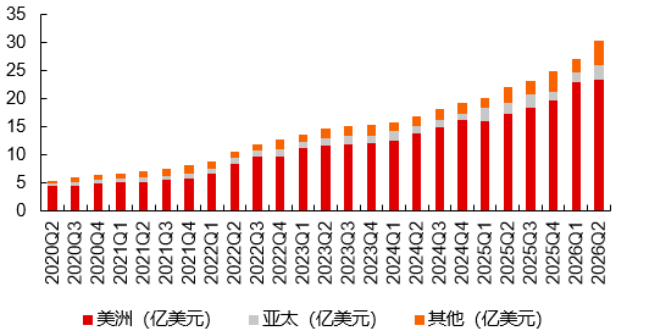
成长动能保持强劲，AI 收入预期再上修。 26Q1，产品/服务收入分别为 23.1 亿美元/4.0 亿美元，同比+36.6%/+27.3%，占营收 85.3%/14.7%；产品/服务毛利率分别为 58.4%/82.3%，同比-1.9pct/+0.3pct。AI 动能强劲，公司将 2026 年 AI Fabric 收入目标由 32.5 亿美元上调至 35 亿美元，预计 scale-across 至少贡献全年 AI 收入的三分之一；公司 scale-up 以太网仍处于工程设计阶段，预期将在 27 年后放量。

图 48：Arista 季度营业收入拆分（按业务类型）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

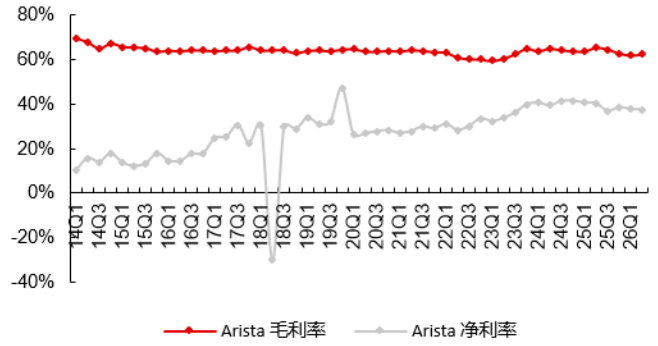
图 49：Arista 季度营业收入拆分（按地区）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

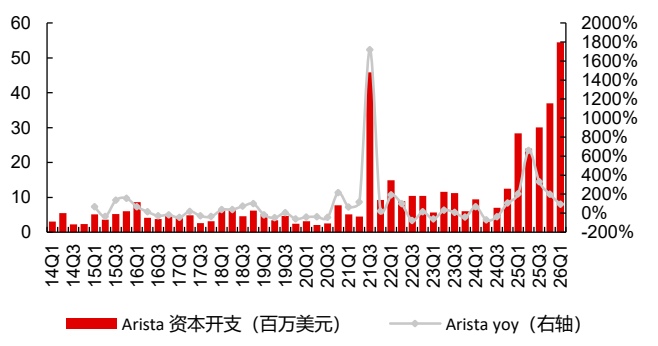
高速以太网部署保持上行，客户持续拓展。Arista 累计已有超过 100 家客户部署 800G 以太网，并预计 1.6T 产品于 2027 年实现规模量产；Etherlink 已覆盖训练所需的同步大流量和实时推理的低时延需求。实际应用中，一家 Neocloud 客户选择 Etherlink 以连接 AMD MI 系列加速器并扩展至数千颗 XPU，另有最初四家以太网 AI 训练客户中的最后一家已在过去两年由 InfiniBand 正式迁移至生产级以太网。微软和 Meta 继续保持 10%以上收入客户地位，公司在需求侧看到 1-2 家新晋 10%以上客户，应用从前端网络延伸至后端 scale-out 和 scale-across。

图 50：Arista 季度毛利率及净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 51：Arista 季度资本开支（PPE 口径）及增速



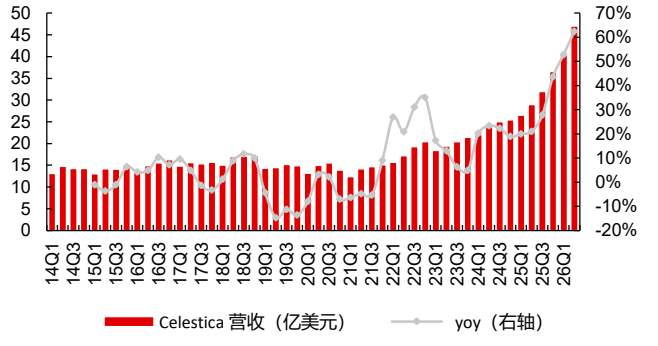
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

公司将 2026 年收入指引上调至约 115 亿美元、同比增长 27.7%，全年非 GAAP 毛利率维持 62%-64%，经营利润率约 46%。26Q2 预计收入约 28 亿美元，非 GAAP 毛利率 62%-63%、经营利润率 46%-47%，摊薄 EPS 约 0.88 美元。26Q1 资本开支 5,450 万美元，其中约 4,000 万美元用于圣克拉拉扩建项目，全年该项目资本开支预计约 1.8 亿美元。

Celestica：CCS 需求持续高增，OpenAI、AMD 合作驱动新一轮成长

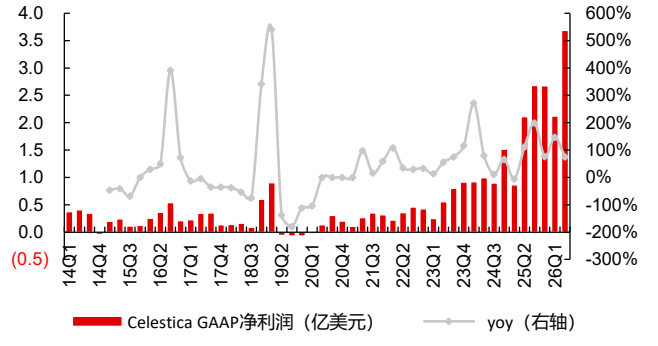
Celestica 26Q2 实现营业收入 47.0 亿美元，同比+62.4%，环比+16.1%；实现 GAAP 净利润 3.7 亿美元，同比+74.8%，环比+73.7%。26Q1，Celestica 毛利率 12.3%，同比-0.5pct，环比+1.5pct；净利率 7.8%，同比+0.6pct，环比+2.6pct。

图 52：Celestica 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 53：Celestica 季度 GAAP 净利润及增速

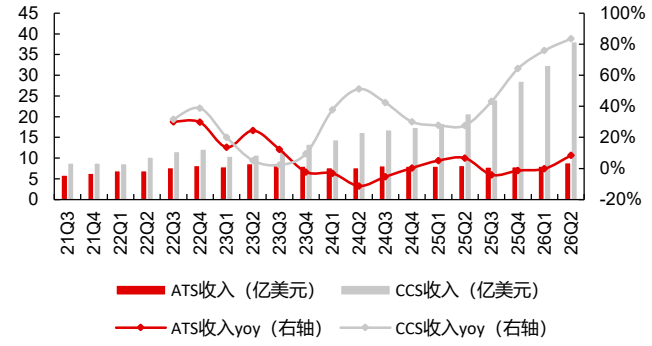


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

CCS 板块终端市场需求高增，ATS 板块进入改善周期。1）CCS 板块收入 38.1 亿美元，同比+84%，占公司收入 81%，板块利润率 8.7%，同比提升 0.4pct。通信/企业终端市场收入分别为 26.5 亿美元/11.6 亿美元，同比+61.7%/+167.2%。通信端主要受 800G 网络交换机项目持续放量带动，同时 400G 项目需求保持强劲；企业端市场主要受超大规模客户 AI/ML 计算项目加速爬坡以及存储项目需求超预期驱动。HPS 业务收入 19 亿美

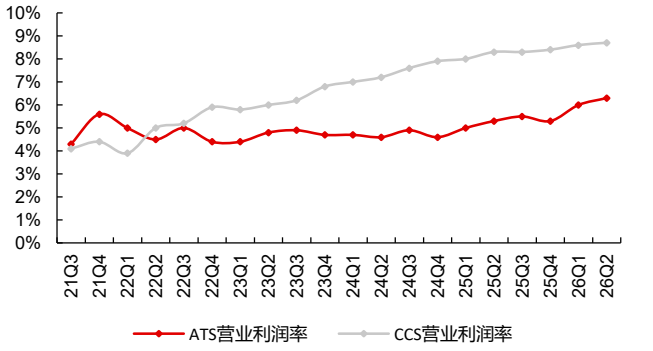
元，同比增长 58%，主要受多家超大规模客户 800G 交换机项目快速部署带动，占公司总收入 41%。2）ATS 板块收入 8.88 亿美元，同比+8.5%，占公司收入 19%，板块利润率 6.3%，同比提升 0.8pct，业绩稳健增长。

图 54：Celestica 季度营业收入拆分



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

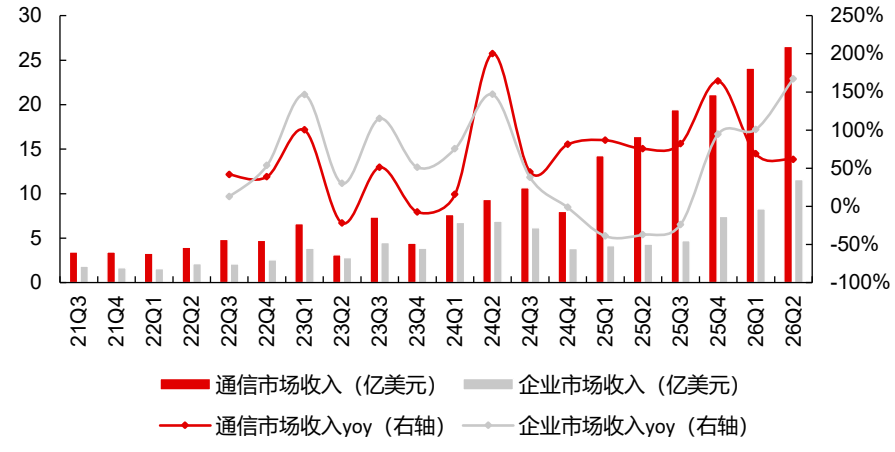
图 55：Celestica 各业务营业利润率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

深化 OpenAI、AMD 合作，加快全球扩产节奏。2026 年下半年，公司开始向 OpenAI 交付 Scale-up 定制机架样品，预计 2027 年进入全面部署并贡献几十亿美元收入，该项目延续至 2028 年；同期，公司联合 OpenAI、博通推进 Jalapeno 加速器项目，计划于 2027 年量产，支撑多 GW 级部署。公司与 AMD 合作开发 Helios Scale-up Platform，预计 2026 年底交付样品、2027 年上半年进入规模爬坡，2027 年亦有望贡献几十亿美元收入。此外，公司还获得另一家大型超大规模客户多项 Scale-up 网络项目，目前有 10 个 1.6T 项目在推进，预计于 2026 年下半年陆续启动，并在 2027 年加速放量。公司同步扩建泰国、日本以及美国德州 Richardson 和 Fort Worth 的产能，满足客户在亚洲和美国的交付需求。

图 56：Celestica 连接与云解决方案（CCS）收入拆分



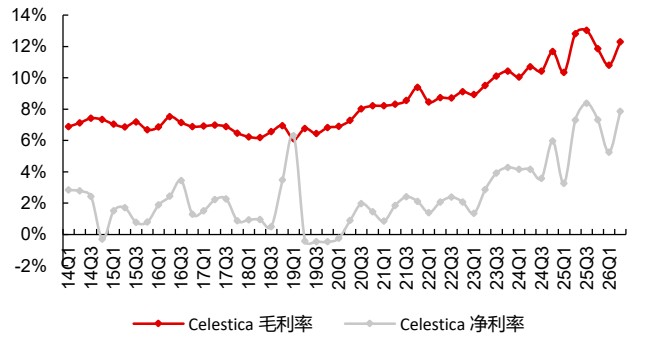
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所



26Q2 公司资本开支 2.64 亿美元，公司给出 26Q3 收入指引为 52.5 亿-55.5 亿美元，中值同比增长 69%；调整后 EPS 为 2.88-3.08 美元，中值同比增长 87%，经营利润率预计 8.4%。**2026 年收入指引由 190 亿美元大幅上调至 205 亿美元，同比增长 65%；调**

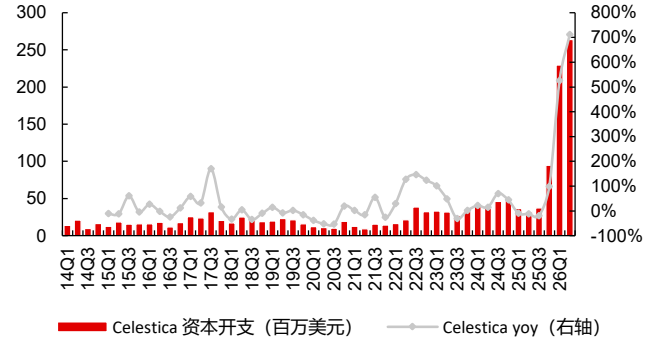
整后 EPS 由 10.15 美元上调至 11.30 美元，同比增长 87%，经营利润率指引由 8.1%上调至 8.4%。

图 57：Celestica 季度毛利率及净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 58：Celestica 季度资本开支（PPE 口径）及增速



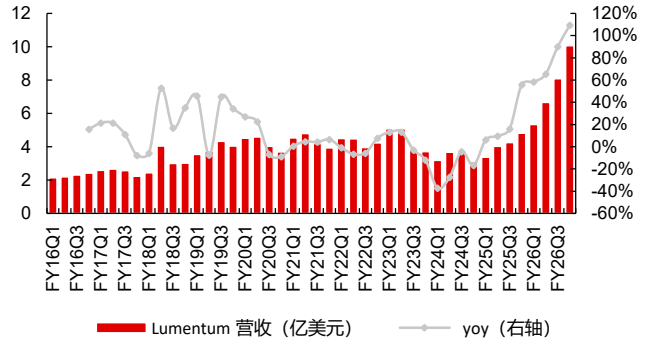
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

光通信：全链供不应求，Scale-across 成新增量

Lumentum：激光器出货再新高，多业务扩产急迫

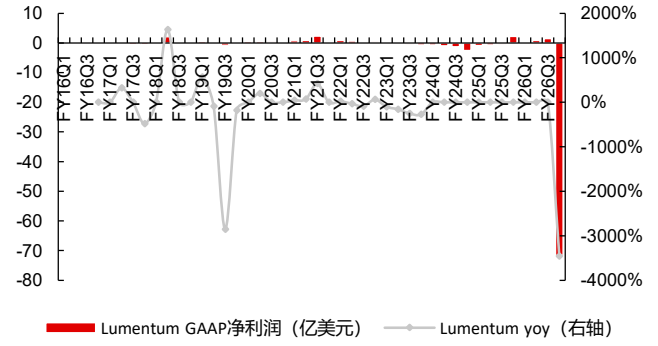
Lumentum FY26Q4 实现营业收入 9.9 亿美元，同比+106.0%，环比+22.5%；GAAP 净利润-71.6 亿美元，主因是可转债转换/股权化导致约 77.6 亿美元的债务清偿损失。FY26Q4，Lumentum 毛利率 48.8%，同比+15.5pct，环比+4.7pct。

图 59：Lumentum 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

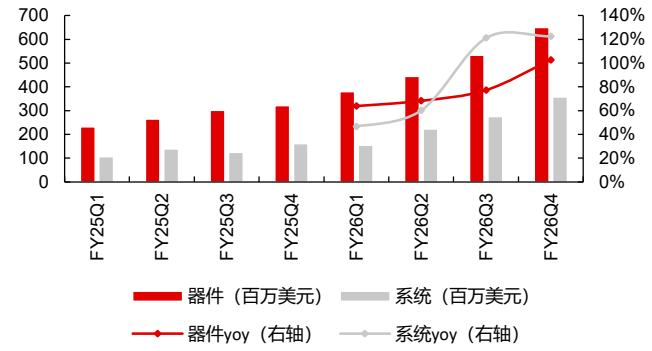
图 60：Lumentum 季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

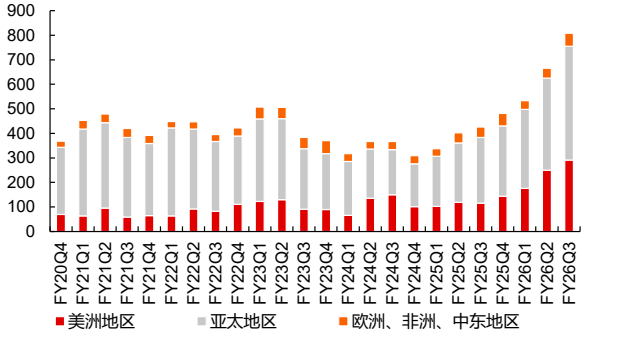
AI 光通信需求强劲，组件与系统业务均实现翻倍增长。 受 Cloud 及 AI 业务驱动，1）组件业务收入 6.49 亿美元，同比增长 103%、环比增长 22%。窄线宽激光器连续第十个季度环增、同比增长超 130%，泵浦激光器出货同比增长超 80%；EML 出货再创新高，其中 200G EML 收入占比已超 25%，公司预计 2026 年 12 月季度 EML 出货量同比增长超 50%。2）系统业务收入 3.57 亿美元，同比增长 123%、环比增长 30%，云光模块及 OCS 为主要增量；800G 光模块出货创纪录，1.6T 已开始出货，预计 FY27Q1 起加速并延续至 2027 年。OCS 出货环比翻倍，FY27Q1 收入预计首次显著超过 1 亿美元。

图 61：Lumentum 季度收入拆分及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

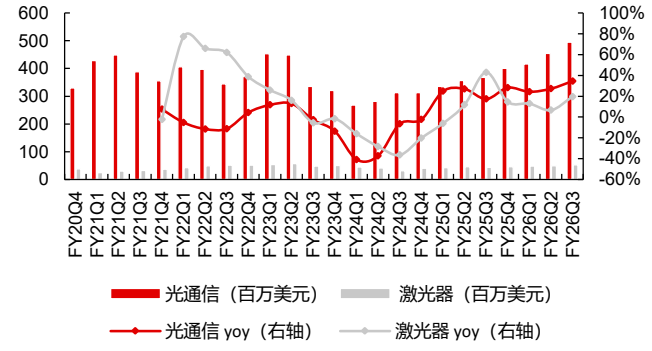
图 62：Lumentum 季度收入按地区拆分（百万美元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

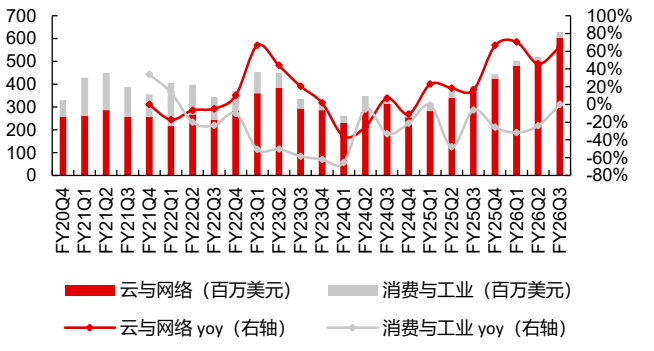
CPO/NPO 需求上修， ELS 及 OCS 打开增量空间。 CPO 超高功率激光器需求高于此前预期，目前已实现出货，预计 2026 年末季度收入 5000 万美元，FY27Q3 单季度收入过亿美元；CPO 主要客户 scale-up 预计 2027H2 开始进入大规模出货阶段、对应 2028 年部署。公司提供 NPO 120/150/400mW 等不同功率方案，预计于 2027 年末至 2028 年进入市场。公司获得首个 ELS 模块订单，模块 ASP 显著高于其中激光器价值量，预计 2027 年中至下半年开始出货，毛利率高于公司平均水平。OCS 方面，公司维持 2026H2 收入约 4 亿美元目标，目前同步推进内部及代工扩产，并布局 in-tray OCS 等新增市场，预计 2027 年初有望成为某主要客户第一大 OCS 供应商。

图 63：Lumentum 光通信与激光器业务收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

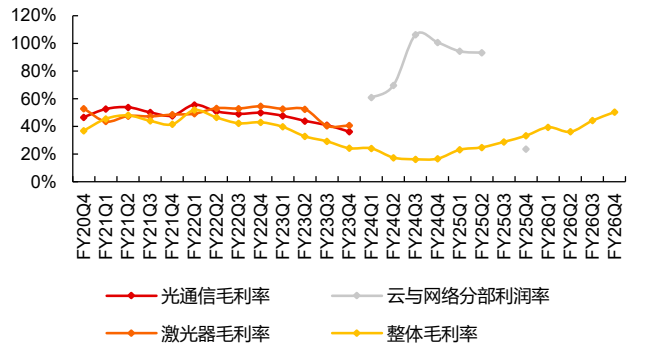
图 64：Lumentum 光通信业务拆分及对应增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

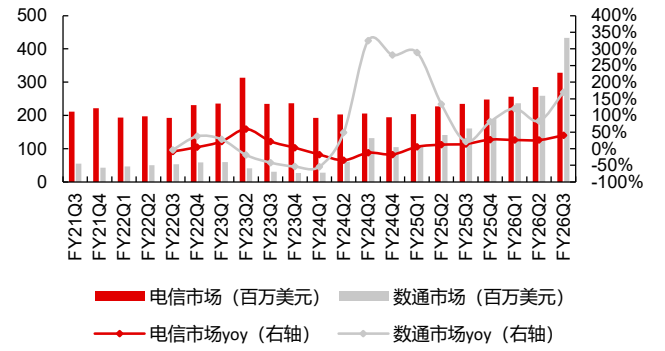
激光器需求持续强劲，InP 产能加速扩张。 泵浦激光器未来数季度出货量预计提升至当前约 4 倍，扩产后仍将基本售罄，公司市场份额约 70%-80%；已与客户签署多项长期协议，并设置价格调整机制，仍具备进一步提价空间。EML 及 CW 激光器需求预计 2026H2 至 2027 年显著增长，200G EML 预计 2027 年中出货占比达到 50%以上。公司在原有日本供应商基础上新增 AXT 作为 InP 衬底供应来源，当前衬底供应总体充足；若需求维持快速增长，未来 1-2 个季度仍可能进一步寻求新增供应来源。产能方面，日本两座 InP 晶圆厂持续扩产并同步导入 EML/CW 工艺；美国 Greensboro 晶圆厂正推进 GaAs 向 InP 产线转换，预计 2028 年初开始贡献收入。

图 65：Lumentum 整体及主要业务季度利润率



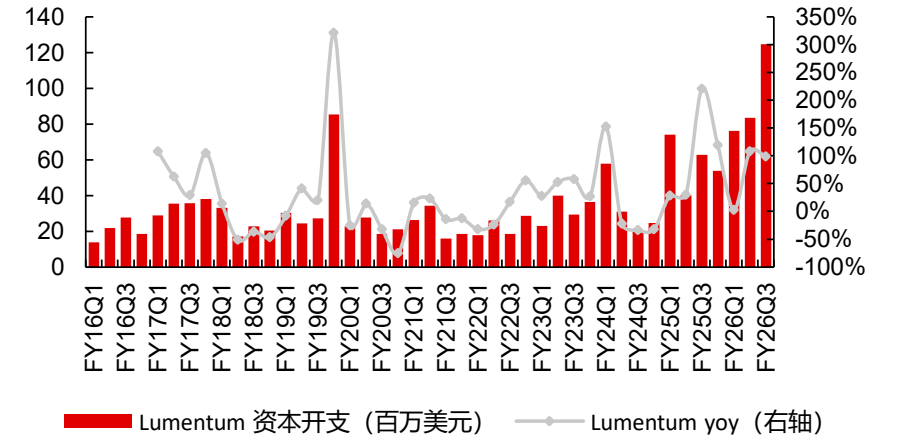
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 66：Lumentum 电信和数通市场收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 67：Lumentum 季度资本开支（PPE 口径）及增速



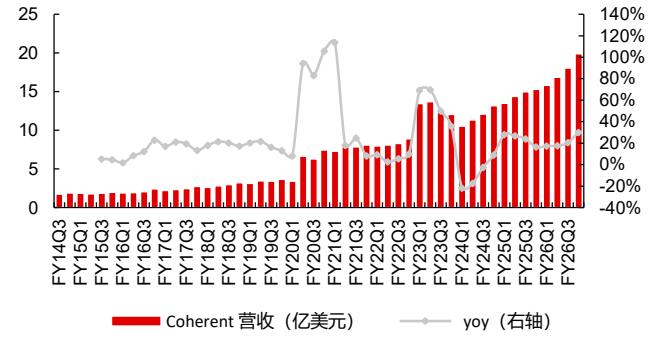
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

公司预计 FY27Q1 营收 12.25-12.75 亿美元，中值 12.5 亿美元同比+130%；非 GAAP 经营利润率 39.5%-40.5%，同比提升超 2100 个基点，非 GAAP 摊薄 EPS 为 4.05-4.35 美元。

Coherent：光通信需求强劲，6 英寸 InP 铺开

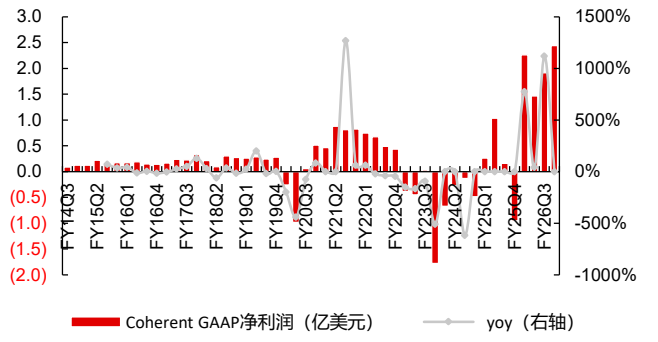
Coherent FY26Q4 实现营业收入 19.9 亿美元，同比+30.1%，环比+10.2%；实现 GAAP 净利润 2.4 亿美元，同比扭亏为盈，环比+27.6%。FY26Q4，Coherent 毛利率 38.6%，同比+2.9pct，环比+1.0pct；净利率 12.3%，同比+18.5pct，环比+1.7pct。

图 68：Coherent 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

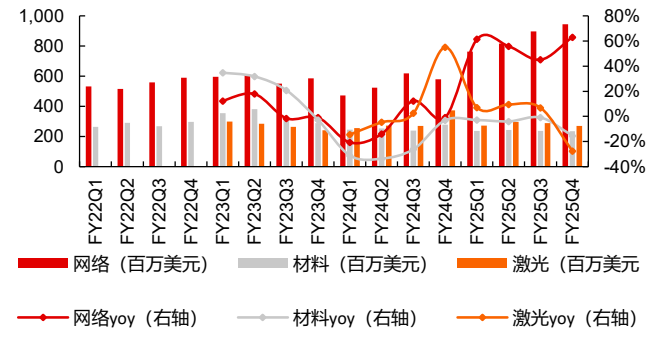
图 69：Coherent 季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

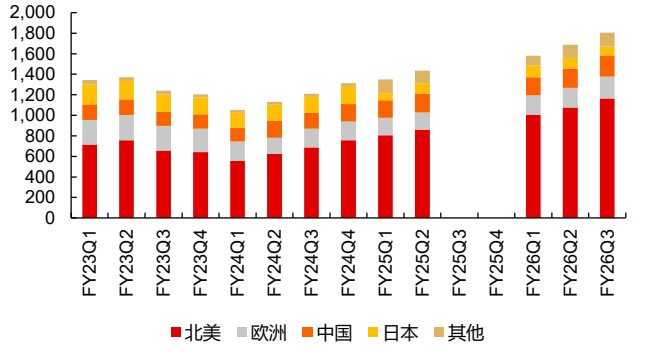
数据中心与通信业务延续高增，成为公司主要增长引擎。FY26Q4 数据中心与通信业务收入占公司总收入 79%，环比+19%、同比+59%，FY26 全年收入增长 40%。其中数据中心业务 FY26 全年收入增长 41%，FY26Q4 收入环比+24%、同比+66%，为连续第三个季度实现两位数环比增长；收发器方面，800G 收发器收入预计 2026 年继续同比增长，1.6T 收发器销量预计在 2026 年剩余时间及 2027 年快速增长。通信业务 FY26 全年收入增长约 54%，FY26Q4 收入环比+11%、同比+56%，主要得益于数据中心互连（DCI）、规模化应用及传统电信应用的持续强劲增长，其中 ZR 及 ZR+收发器、泵浦激光器及复杂高端光子系统需求旺盛。

图 70：Coherent 季度收入拆分及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 71：Coherent 季度收入按地区拆分（百万美元）

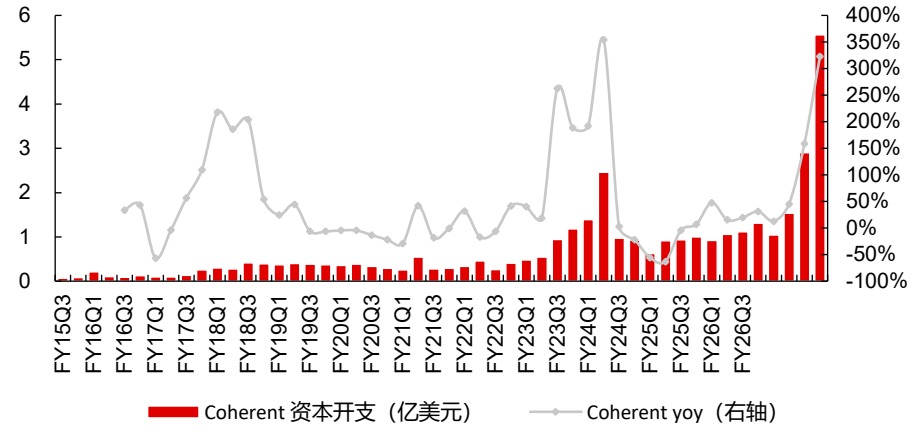


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

6 英寸磷化铟产能加速扩张，成为营收增长与利润率提升的关键驱动力。公司计划本季度末将内部磷化铟产能同比翻倍，较原计划提前一个季度；6 月季度磷化铟激光器产量同比增长约 80%，主要用于 800G 及 1.6T 收发器，本季度激光器出货量足以支撑数据中心业务同比增长超 80%。公司仍有望于 2027 年底前将内部磷化铟产能再次翻番，以确保衬底及其他关键原材料供应，并计划 2027 年以后继续扩产。6 英寸生产线在德克萨斯州及瑞典生产 EML、连续波激光器及光电二极管的良率持续高于 3 英寸产品，6 英寸晶圆产量为 3 英寸的 4 倍、成本仅为 3 英寸的一半，成本结构优势显著，是毛利率持续提升的重要来源。

OCS、CPO 及集成光学平台打开新的增长空间。OCS FY26Q4 营收环比增长，随着产能扩大预计未来几个季度持续增长，公司预计 OCS 营收将在 2027 财年显著增长，在数据中心互连、横向扩展及纵向扩展网络领域拥有超过 40 亿美元的潜在市场机会（较 OFC 展会的 20 亿美元预期翻倍）。CPO 业务已于第二财季开始贡献营收增长，用于 CPO 的超高功率连续波激光器产能已开始爬坡（包括与 NVIDIA 合作产品），预计第二财季开始实现营收增长。公司计划 9 月发布集成光学平台 PhotonLink，覆盖从光产生、光束整形、传输、检测到转换回电信号的完整光信号链，支持 CPO、NPO 及其他形式的光集成，预计 PhotonLink 相关产品首笔收入于 12 月季度开始产生。

图 72：Coherent 季度资本开支（PPE 口径）及增速



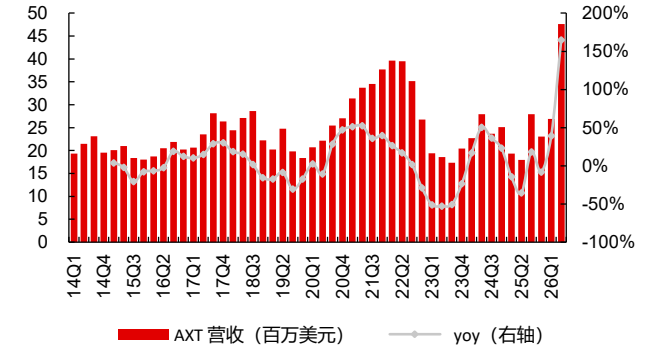
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

公司预计 FY27Q1 营收 22 亿至 24 亿美元（中值 23 亿美元）；非 GAAP 毛利率 39.5%-41.5%；非 GAAP 运营支出 4 亿至 4.2 亿美元；非 GAAP 税率 18%-20%；非 GAAP 每股收益 1.85 至 2.05 美元。公司预计 2027 财年增长显著加快，在实现首个 20 亿美元营收季度后，预计到 2027 财年末首次实现超过 30 亿美元的营收季度。

AXT：InP 晶圆订单积压新高，中国需求多季倍增

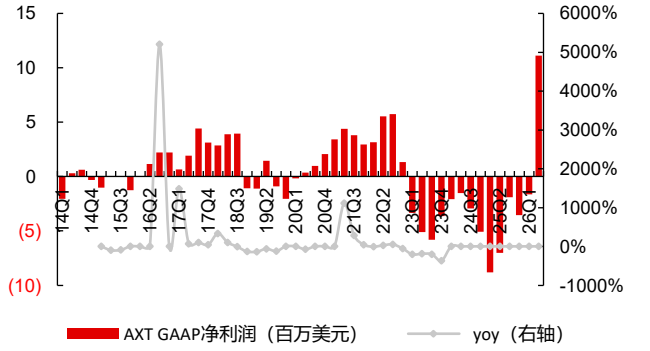
AXT 26Q2 实现营业收入 4758.9 万美元，同比+164.8%，环比+76.8%；净利润 1112.8 万美元，扭亏为盈。26Q1，AXT 毛利率 44.9%，同比+36.9pct，环比+15.3pct；净利率 23.4%，同比+62.4pct，环比+29.4pct。

图 73：AXT 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

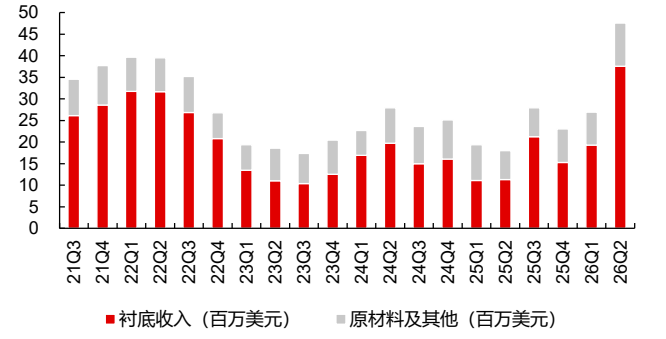
图 74：AXT 季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

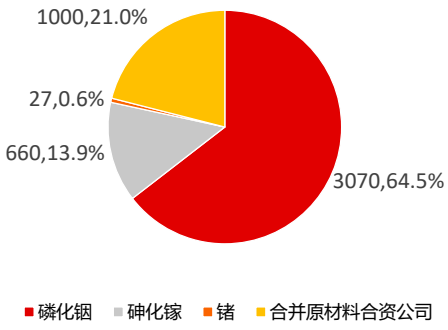
InP 订单需求高企，供给持续承压，中国 AI 产业链贡献新增量。1）26Q2 磷化铟衬底收入 3,070 万美元，环比增长 126%，创历史新高，主要来自数据中心应用，占公司总收入约 64%。InP 积压订单远超 1 亿美元，在出货规模快速增长下仍持续增加，覆盖期超过两个季度并延伸至 2027 年。公司仅将可交付且纳入排产的订单计入积压，目前产线满负荷，潜在需求或更大，增长约束由需求端转向产能端。公司与 Lumentum、Coherent 签署长期供货协议，强化中长期订单可见度。26Q2 中国激光器市场相关收入环比增长超一倍，境内交付免出口许可，26Q3 预计延续强劲增长。2）26Q2 砷化镓衬底收入 660 万美元，锗衬底收入 27.2 万美元，合并原材料合资公司收入 1,000 万美元。

图 75：AXT 季度收入按产品拆分



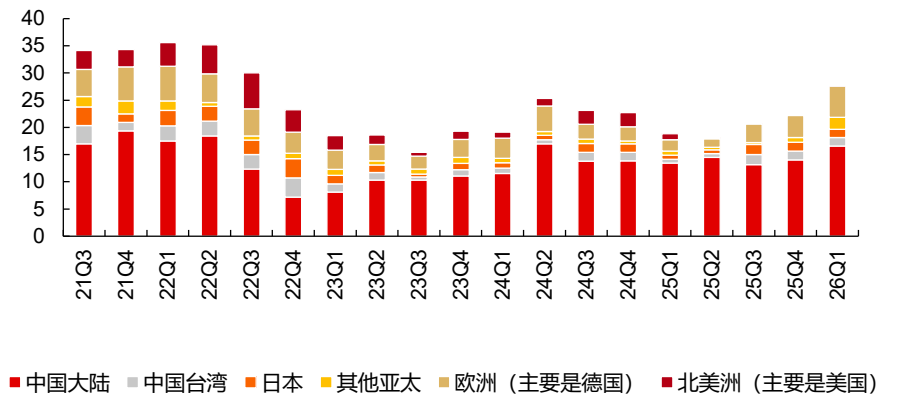
资料来源：Bloomberg，AXT 业绩会，长江证券研究所

图 76：AXT26Q2 季度收入按产品拆分（万美元）



资料来源：Bloomberg，AXT 业绩会，长江证券研究所

图 77：AXT 季度收入按区域拆分（百万美元）



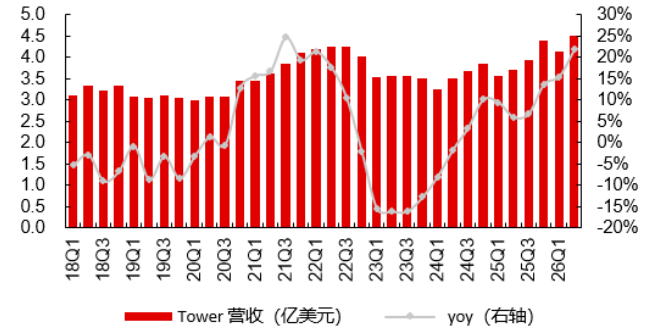
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

扩产进度超预期，向全球最大 InP 衬底厂商迈进，利润率显著提升。公司 InP 扩产快于原计划，预计 26 年末单季度收入产能达约 6,000 万美元，27 年末进一步增至约 1.3 亿美元，届时有望成为全球最大 InP 衬底供应商。产能增量主要来自设备扩充、晶体生长工艺优化、生产效率提升及产品大尺寸化。26Q2 非 GAAP 毛利率升至 45.0%，环比提升 15.1pct，主要受益于 InP 等高毛利产品占比提升、大尺寸及高价值产品带动 ASP 上行，以及出货放量提升产能利用率和固定成本吸收效率。公司预计 26Q3 毛利率大致维持当前水平。

Tower：硅光收入三倍高增，产能爬坡应对长约需求

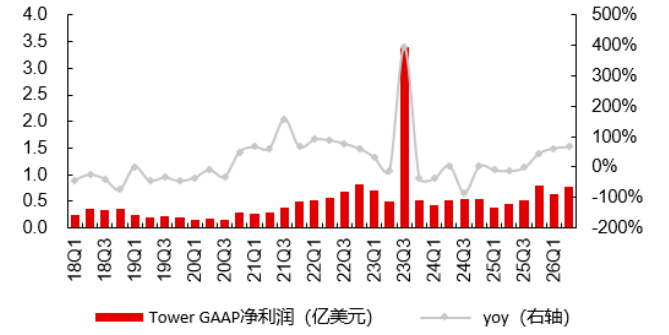
Tower 26Q2 实现营业收入 4.5 亿美元，同比+21.8%，环比+9.6%；实现 GAAP 净利润 0.8 亿美元，同比+66.4%，环比+19.1%。26Q2，Tower 毛利率 30.5%，同比+9.0pct，环比+3.7pct；净利率 17.1%，同比+4.6pct，环比+1.4pct。

图 78：Tower 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 79：Tower 季度 GAAP 净利润及增速



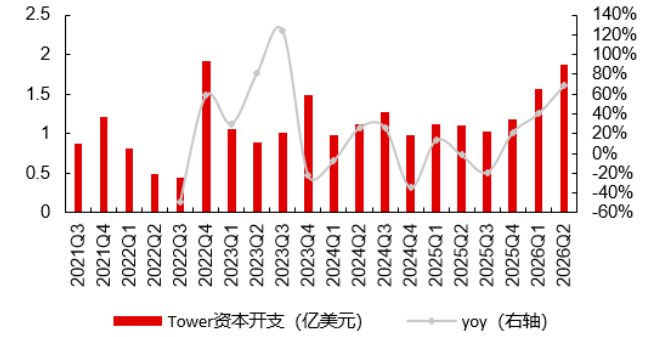
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

硅光成为公司增长核心引擎。26Q2，公司射频基础设施收入占比提升至 49%，同比增长超 140%；其中硅光收入环比+60%、同比+270%，Q2 年化收入超 6.8 亿美元，目标

26Q4 达 10 亿美元。公司已获得约 13 亿美元 2027 年硅光客户合同，并收到 2.9 亿美元客户预付款锁定 2027 年产能；未来一年 NPO 将有多个项目部署，管理层预计 NPO 在 2027 年出货中占比将达到两位数，H2 贡献更为显著。

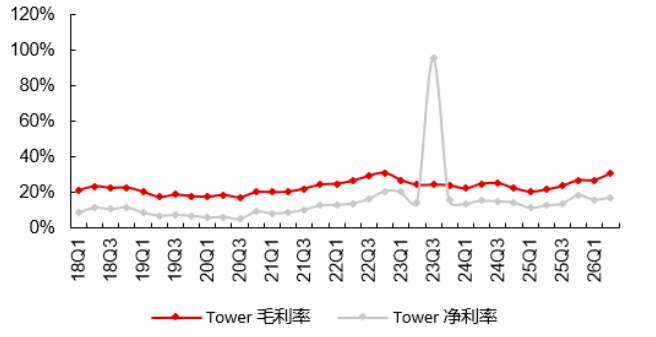
硅光产能爬坡，技术路线持续拓展。公司正推进 9.2 亿美元硅光（SiPho）及硅锗（SiGe）扩产计划，覆盖以色列、美国 8 英寸晶圆厂及日本 12 英寸晶圆厂，约 50%资金已支付，剩余将在 26H2 及 2027 年投入。日本 300mm 双轨扩产方面，Track 1 改造 Fab 6 工厂，预计 27Q4 全面投产；Track 2 将在 Fab 7 旁新建晶圆厂，预计将日本 300mm 产能增至 4 倍以上。预计 26Q4 硅光晶圆投片产能将超过 Q2 出货对应水平的 3 倍，并于 27Q2 充分体现收入贡献；NPO、CPO 及集成激光器等多条技术路线并进，打开中长期成长空间。

图 80：Tower 季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 81：Tower 季度毛利率及净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

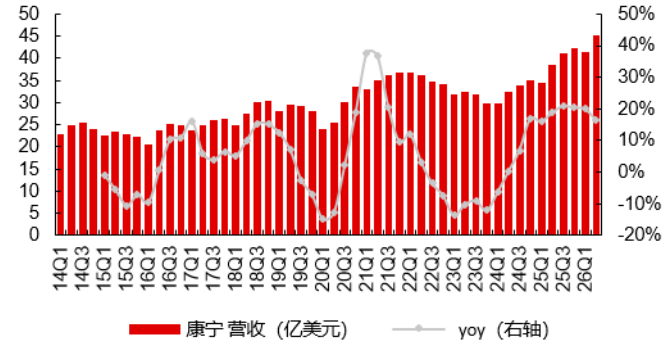
公司预计 26Q3 营收 5.2 亿美元，26H2 年化收入预计达 20 亿美元。公司上调 2028 年收入目标至 36 亿美元、净利润目标至 12 亿美元，毛利率/营业利润率/净利率目标至 45%/38%/33%；该模型假设全部晶圆厂利用率达到 85%，规模效应及高价值产品占比提升将持续释放盈利弹性。

光纤光缆：GenAI 光互连驱动高增，20-30-40 跳板计划加速推进

康宁：26Q2 业绩超预期，亚马逊、英伟达、Meta 多家超大规模客户长协落地

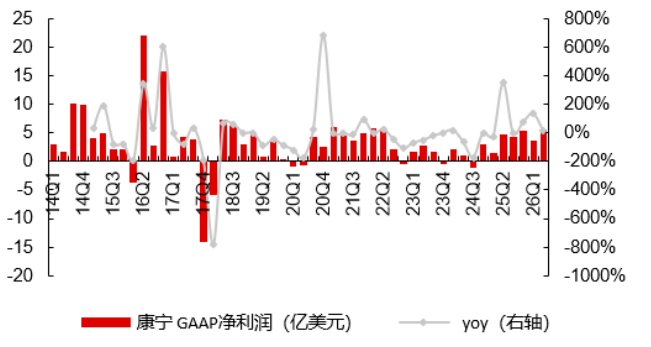
康宁 26Q2 实现核心销售额 47.4 亿美元，同比+17%；核心每股收益 0.78 美元，同比+30%。26Q2，康宁毛利率 36.1%，同比+0.1pct；营业利润率 20.9%，同比+1.9pct。管理层在 Q2 业绩会上强调，公司正迈入加速增长新阶段，"20-30-40 跳板计划"（Springboard Plan）稳步推进，目标到 2026 年底年化销售额达 200 亿美元，2028 年底达 300 亿美元，2030 年底达 400 亿美元。

图 82：康宁季度营收及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

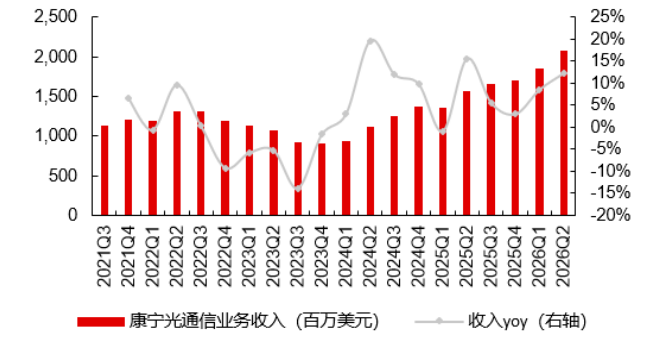
图 83：康宁季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

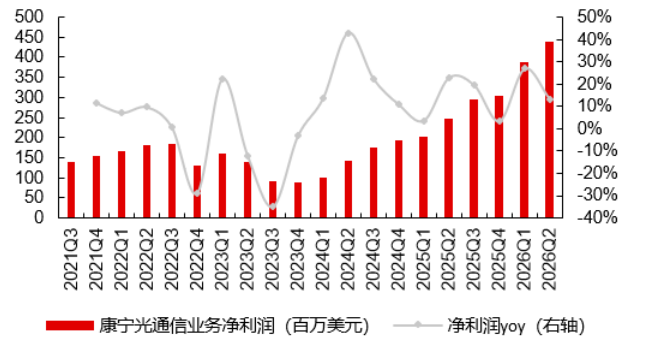
光通信业务延续高景气，AI 数据中心互联需求继续拉动增长。26Q2，光通信业务实现收入 20.7 亿美元，同比+32%；净利润 4.38 亿美元，同比+77%，高附加值 GenAI 产品放量继续释放盈利弹性，光通信净利润率达 21%，盈利能力创历史新高。运营商网络/企业网络营收 8.0 亿美元/12.7 亿美元，同比+1%/+65%。企业端受超大规模 AI 数据中心建设驱动，GenAI 产品销售额近乎翻番，自 Springboard 计划启动以来企业销售额已增长两倍以上；运营商端则由数据中心互联（DCI）和光纤到户（FTTH）共同拉动，长期来看运营商业务销售额将实现中等个位数增长。

图 84：康宁光通信业务季度收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

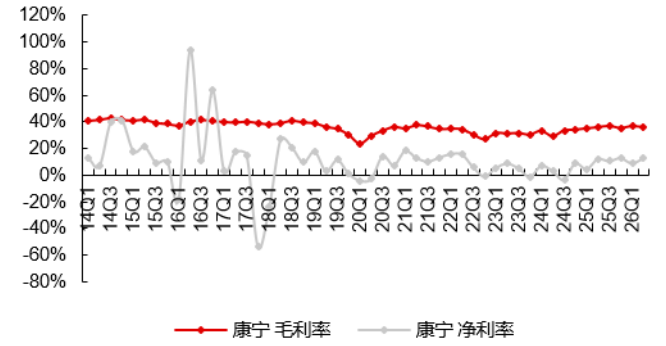
图 85：康宁光通信业务季度净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

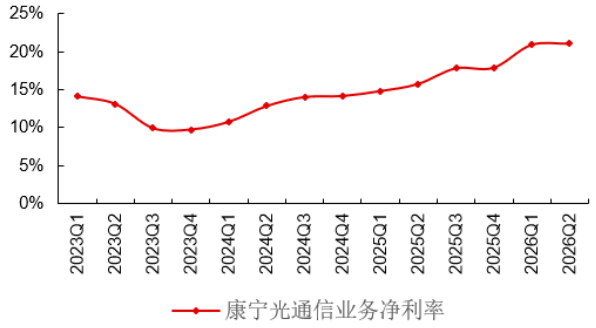
光纤光缆连接方案再获超大规模长协，Scale out/up 带来市场空间扩展预期。继 Q1 与 Meta 签署多年期、最高 60 亿美元协议后，公司于 5 月宣布与英伟达（NVIDIA）建立多年商业和技术合作伙伴关系，旨在扩大美国本土先进光连接解决方案的生产规模以支持下一代 AI 基础设施建设；6 月，亚马逊（Amazon）宣布与康宁达成价值数十亿美元的协议，为美国各地数据中心提供光纤、电缆和连接解决方案。当前协议内容以 Scale-out 为主，公司预期随光代铜进程，公司产品将向 Scale-up、CPO 和设备内部光连接延伸。管理层在业绩会上表示，长期协议（LTA）将在光学业务中占据绝大部分，任何大规模产能扩张都将以此类协议为基础。

图 86：康宁季度毛利率及净利率



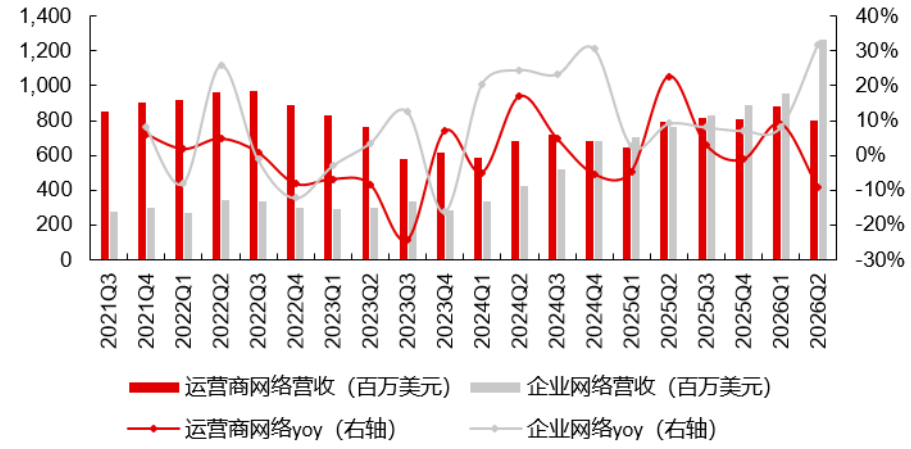
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 87：康宁光通信业务净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 88：康宁光通信业务季度收入拆分及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

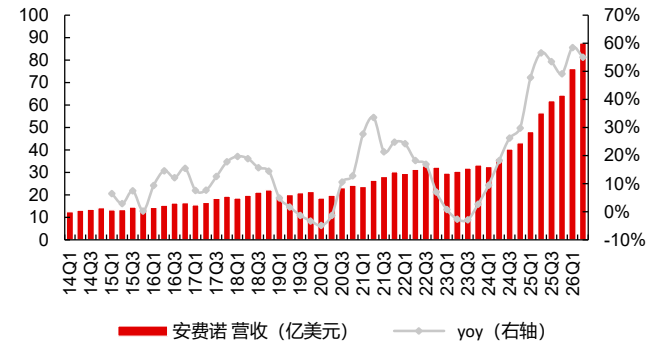
在 Q2 业绩电话会上，管理层对 Q3 给出明确业绩指引：预计 Q3 销售额同比增长约 16%至 49-50 亿美元，核心每股收益 0.85-0.89 美元，同比增长约 28%。资本开支方面，2026 年全年计划投资约 20 亿美元，并将在第三季度和第四季度提高投资增速。管理层强调，伴随 GenAI 光互连需求持续放量和"20-30-40 跳板计划"加速落地，公司已进入新一轮增长周期。

线缆：数通场景持续放量，景气驱动高增

安费诺：AI 数通延续高景气，康普并表贡献上调

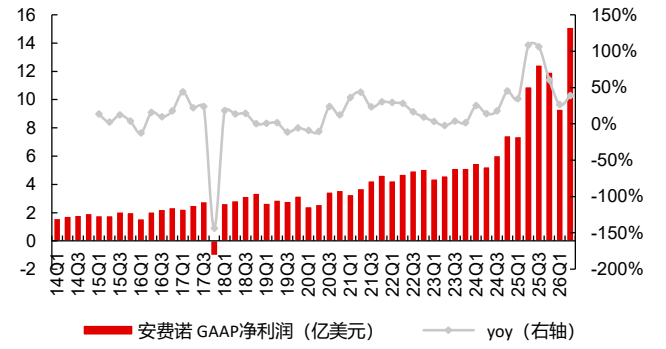
安费诺 26Q2 实现营业收入 87.6 亿美元，同比+55.0%，环比+14.9%；实现 GAAP 净利润 17.7 亿美元，同比+62.1%，环比+89.6%。26Q2，安费诺毛利率 40.5%，同比+4.2pct，环比+3.8pct；净利率 20.2%，同比+0.9pct，环比+8.0pct。

图 89：安费诺季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

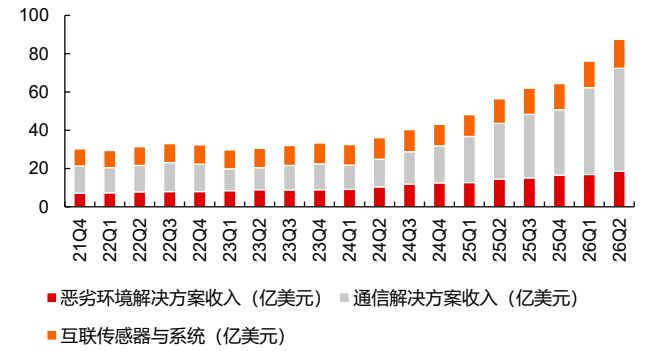
图 90：安费诺季度 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

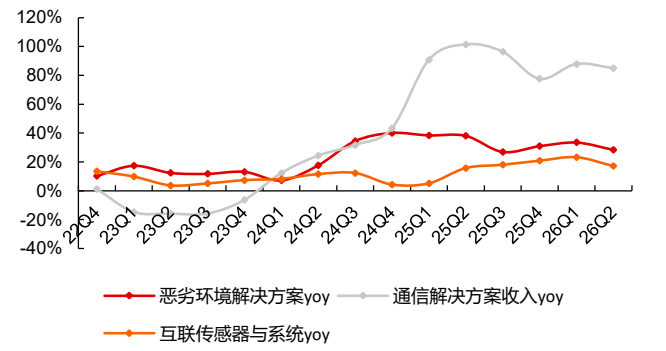
AI 驱动数通产品需求增长，IT 数据通信业务延续高增。26Q2，通信解决方案/恶劣环境解决方案/互连和传感器系统业务收入分别为 53.8 亿美元/18.6 亿美元/15.2 亿美元，同比+85.0%/+28.5%/+17.2%。AI 相关产品需求持续加速，IT 数据通信市场出货量维持强劲势头，26Q1 占公司收入约 43%，收入同比增长 89%、有机增长 63%，环比增长 22%，基本全部由 AI 相关产品驱动。

图 91：安费诺季度营收拆分



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

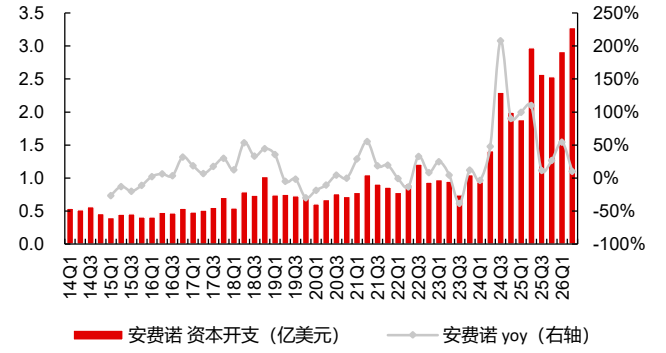
图 92：安费诺季度营收拆分增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

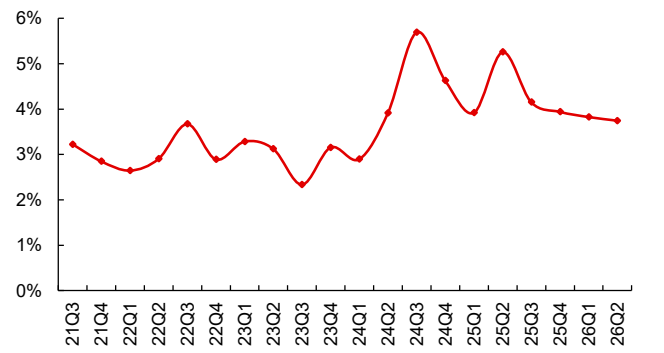
Power 业务增长，康普贡献上调，并购持续落地。26Q2，AI 数据中心电源技术向更高电压、液冷和智能化方向演进，带动板级电源连接、母排及复杂电源线缆组件等 Power 产品需求增长。康普 26Q2 收入超过 12 亿美元，营业利润率已提升至 20%以上，IT Datacom 业务收入占比由收购时约三分之一提升至接近一半；公司将其 2026 年收入预期由 41 亿美元上调至 46 亿美元，EPS 预期由 0.15 美元上调至 0.30 美元；此外，公司本季度完成 El.Com 和 Wilder Technologies 两项收购，分别补充高压线缆组件及高速互连测试能力。

图 93：安费诺季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 94：安费诺季度资本开支占营收比重



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

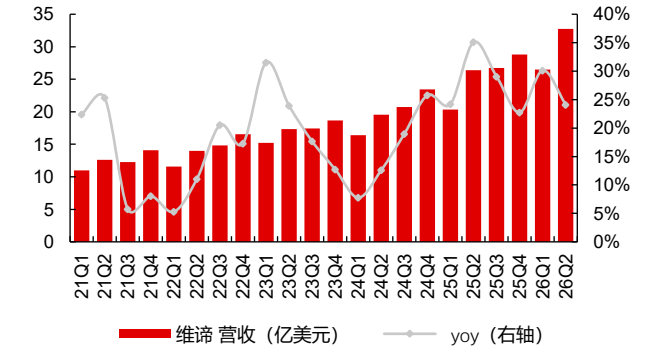
26Q3 公司预计收入 93-94 亿美元，同比增长 50-52%；调整后 EPS 为 1.40-1.42 美元，同比增长 51-53%。

散热：液冷需求持续高景气，头部厂商业绩加速

Vertiv：热管理能力持续扩张，800VDC 进入客户验证

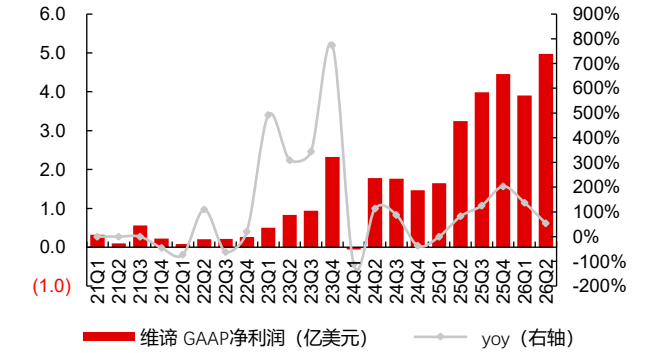
Vertiv 26Q2 实现营业收入 32.7 亿美元，同比+24.1%，环比+23.6%；实现 GAAP 净利润 5.0 亿美元，同比+53.5%，环比+27.6%。26Q2，Vertiv 毛利率 37.7%，同比+3.7pct，环比基本持平；净利率 15.2%，同比+2.9pct，环比+0.5pct。

图 95：Vertiv 季度营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 96：Vertiv 季度 GAAP 净利润及增速

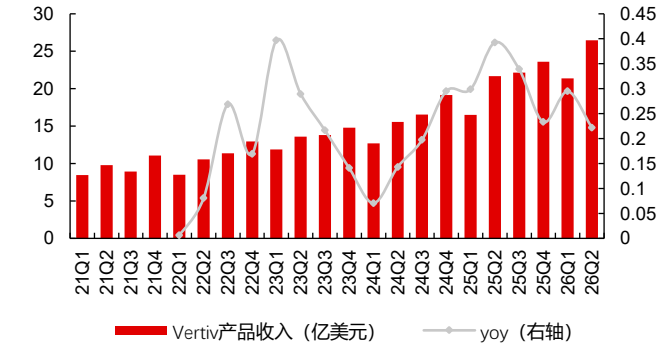


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

订单与在手储备持续强劲，区域需求保持较高景气。26Q2，产品/服务收入分别为 26.5/6.3 亿美元，同比分别+22.2%/+32.9%，占营收 80.8%/19.2%。按地区拆分，美洲收入 20.7 亿美元、同比增长 29%，有机增长 21%；亚太收入 7.2 亿美元、同比增长 29%，内生增长 26%，美洲地区和亚太地区为主要增长引擎；欧洲、中东和非洲收入 4.8 亿美元，同比增长 2%，有机销售额下降 2%，但订单及市场环境持续改善；公司全球销售管线规模及推进速度均在加速，预计 26Q3 有机销售额增长同比提升约 35%。同时，面向高密度 AI 数据中心的 800VDC 架构已进入客户验证阶段，机架级方案计划 2027

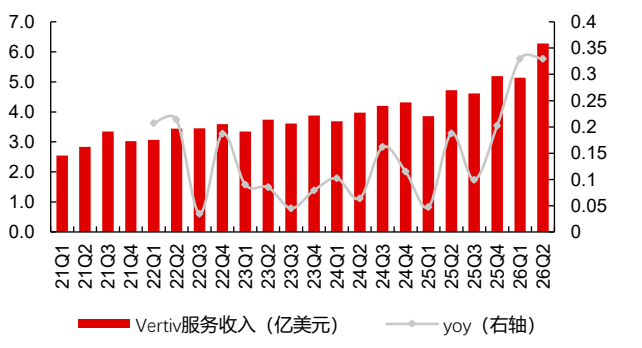
年部署，公司亦已参与基于 NVIDIA Vera Rubin 的 800VDC AI 数据中心项目，下一代供电架构商业化持续推进。

图 97：Vertiv 季度产品收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

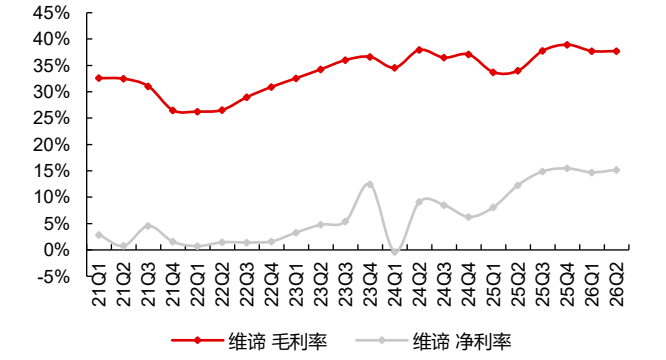
图 98：Vertiv 季度服务收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

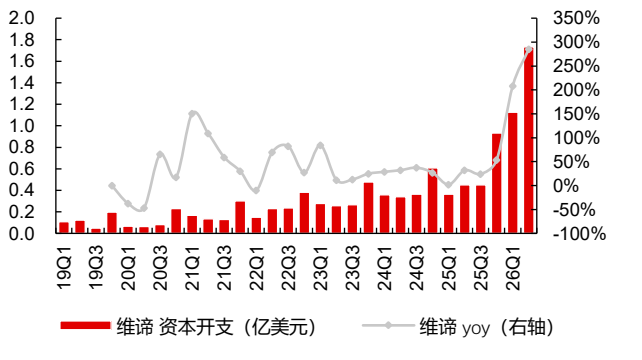
液冷能力通过并购进一步向芯片侧延伸。公司于 4 月完成 Strategic Thermal Labs 收购，并于 6 月完成 ThermoKey 收购，前者补充服务器侧液冷及冷板技术，后者进一步强化散热能力，使 Vertiv 热管理产品组合从 CDU、冷水机组等基础设施侧持续向芯片直接冷却延伸，进一步完善端到端液冷能力。

图 99：Vertiv 季度毛利率及净利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 100：Vertiv 季度资本开支（PPE 口径）及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

26Q3 公司预计收入中值 37.5 亿美元，同比增长 40%；调整后经营利润中值 9.18 亿美元，同比增长 54%，经营利润率中值 24.5%，同比提升 2.2pct；调整后 EPS 中值 1.80 美元，同比增长 45%。展望全年，公司将 2026 年收入指引中值上调至 140 亿美元，同比增长 37%，调整后 EPS 中值上调至 6.70 美元，同比增长 60%。

投资建议

海外算力链 CY26Q2 财报：云厂商 AI 投入回报进一步显现，云收入及在手订单持续增长，资本开支指引再度上修。算力侧 Blackwell 持续放量，Vera Rubin、MI450 及 Helios 等新平台进入量产及爬坡阶段。高速互联侧 1.6T、CPO 持续推进，InP、硅光等上游环

节加速扩产并通过长协锁定产能。AIDC 配套侧，交换机、液冷及 800VDC 供电架构持续升级，基础设施加快向机架级、系统级演进。**（1）光模块：**推荐中际旭创、新易盛、天孚通信、源杰科技、汇聚科技、仕佳光子、华懋科技、腾景科技，关注太辰光、安孚科技、嘉元科技；**（2）液冷：**推荐英维克，关注申菱环境；**（3）光纤光缆：**推荐烽火通信、亨通光电、中天科技，关注长飞光纤；**（4）国产算力：**推荐光迅科技、华丰科技、盛科通信、锐捷网络、紫光股份、润泽科技、光环新网、奥飞数据；**（5）AI 应用：**推荐美格智能、移远通信、广和通、博实结、和而泰。

风险提示

1、**国际环境变化：**当前国际环境变化莫测，大国博弈加深，通信板块公司可能面临来自海外的出口管制、技术限制或贸易制裁等不确定性因素，进而影响企业的正常经营和海外拓展。

2、**AI 商业化及云商投入不及预期：**产业对 AI 大模型的商业价值普遍寄予厚望，但若 AI 投入未能转化为相应的收入增长，或商业模式探索进展缓慢，国内外云商对大模型的投入力度可能随之放缓，从而导致数通产业链各环节的增长低于预期。

3、**供应链紧缺及扩产不及预期：**若供应端扩产进度滞后、产线良率改善不及预期，或受到原材料涨价、设备交付延迟等因素扰动，可能导致产业链供给受限，影响厂商出货节奏。

4、**技术迭代及产业化进度不确定：**前沿技术仍处于快速演进阶段，若关键技术研发、良率爬坡或规模化应用进度低于预期，可能影响产业链整体景气度。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。