下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

等待三季报验证斜率

华泰研究

2026 年 10 月 14 日 | 中国内地　　国内双周报

方正韬* 研究员
SAC No. S0570524060001 fangzhengtao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

夏路路 研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

王伟光* 研究员
SAC No. S0570523040001 wangweiguang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

等待三季报验证斜率

9 月中旬以来，全球 AI 资产表现分化加剧。产业方面关注：1）OpenAI ARR 低于市场预期，CSP Capex 仍在上修、但增速放缓，截至 26Q2 美股云厂商 Capex 边际产出降至 1x，市场对“循环融资”的担忧上升；2）光互连从技术展示阶段进入城域网与长途网建设阶段，但据 Reuters，FCC 拟议限制令，对市场情绪仍有扰动；3）模型继续侧重同价提效，Claude Haiku 5.5 定位高吞吐的轻量任务，单位任务成本的竞争从国产模型蔓延至海外模型；4）应用层付费工作流扩张，此外 Meta 于 9 月 8 日发布首款 Agent 产品 Muse，成为现象级产品，或标志着智能体商业化变现拐点。整体来看，市场关注点从“需求确定性”向“回报弹性”切换，资本开支或不再是 AI 资产单一的定价锚。

配置上，短期全球利率上行压力仍是 AI 资产分母端的核心约束，随着 AI 产业趋势二阶导阶段性拐点邻近，新叙事出现前市场对分子端确定性的要求或显著上升。当前 AI 交易或从“堆算力”的粗放贝塔，进入“沿瓶颈与现金流确定性选股”的阿尔法阶段，建议关注三季报业绩能见度较高的 PCB、服务器、液冷、电源等，继续规避纯题材和高估值品种。

市场表现：全球 AI 资产分化加剧，产业链内部轮动加快

9 月 14 日至 10 月 9 日，全球 AI 资产表现分化，纳斯达克指数、费城半导体指数分别上涨 3.9%、6.3%，纳指 100 创新高，但韩国 KOSPI 指数、科创 50 指数分别跌 4.1%、6.2%。产业链内部轮动加快，细分环节中，PCIE Switch、ABF 载板、CPU 接口、ASIC、GPU 等领涨，大模型、存储模组、PCB 等跌幅居前。

产业趋势追踪：二阶导压力上升，关注应用层突破

算力与基建层：上游订单和营收延续增长，“AI 缺电”叙事再度升温

上游订单和营收延续增长。台积电 9 月营收达 5118.6 亿新台币、同比增长 54.6%，先进制程需求继续向出货转化；美光 FY26Q4 核心数据中心业务收入由上季 115.2 亿美元增长至 180.0 亿美元。与此同时，产业链“卡点”从芯片供给转向电力侧，“AI 缺电”叙事再度升温，Gartner 预测到 2027 年电力短缺将制约 40%的存量 AI 数据中心。

网络层：光互连从技术展示阶段进入城域网与长途网建设阶段

Ciena 于 9 月末宣布，CtrlS 将在印度建设五张城域光网、连接九座数据中心，设计容量最高 100Tbps，以满足超大规模客户的专用光纤网络需求；次日与 Constl 宣布在孟买至浦那的现网完成单波 1.6Tbps 传输，承载 800GE 等业务。10 月 1 日，Ciena 又预告将在 OCP 展示 12.8T 液冷 XPO 及更高密度的光线路系统，技术路线继续向机架内、数据中心间与跨区域互连延伸。城域和长途传输已经有建设项目及现网运行证据，新增带宽需求并不限于尚处产品验证阶段的 CPO，光模块、相干光器件和传输设备等或受益。

模型层：继续侧重同价提效，安全约束影响发布与部署

海外模型竞争继续围绕单位任务成本和企业部署展开。Anthropic 于 10 月 6 日推出 Claude Haiku 5.5，定位高吞吐的轻量任务；此前发布的 Sonnet 5.5 强调同价提效。OpenAI 的 GPT-6.1 Sol 通过缓存输入降价降低重复调用成本，Mistral Large 4 则以开放权重预览版增加部署选择。模型能力和推理效率持续提高，付费收入能否覆盖不断扩大的算力承诺，成为更直接的商业化检验。

OpenAI 年化收入的口径变化引发市场对商业化回报的重新评估。Axios 9 月披露的近 700 亿美元，包含为与 Anthropic 比较而调整计入的部分云渠道销售；据 FT 和 Reuters 于 10 月 8 日的报道，按 OpenAI 自身口径，其 9 月年化收入近 500 亿美元，较此前广泛引用的数字低约 29%。

下载日志已记录，仅供内部参考

安全和治理继续影响代理产品落地。OpenAI 暂缓 GPT-6.1 Astra 发布以完成安全评估，英伟达通过 OpenShell 运行边界和 Sentry 硬件监控约束代理行为；美国 FTC 正在调查主要模型公司的消费者风险。随着代理从问答走向长时间执行任务，权限控制、审计和责任划分将进入企业采购标准。

国内模型进展聚焦推理效率与部署。智谱 8 月 26 日发布的 GLM-5.3-Flash 已在国产 AI 加速器集群承载真实流量；阿里 9 月披露 Qwen 4 正在训练，Qwen3.8-Max 经 33 轮自动迭代后 Artificial Analysis 评分由 40 升至 45，同时推出翻译、语音模型和手机智能体方案。国内竞争正在向低成本推理和应用闭环延伸。

应用：付费工作流扩张，平台型入口仍在培育

Cognition 称其年化收入运行率达到 10 亿美元，为编程代理付费需求提供了直接信号；ElevenLabs 则披露 ElevenAgents 每周处理逾 1500 万次对话，约为 2 月的三倍，相关业务年化经常性收入同期增长逾三倍。Accenture 10 月 1 日披露 FY26 第四财季收入，其八家新兴 AI 及数据伙伴相关预订额和收入较 FY25 分别增长逾三倍和两倍。

平台入口也在向持续执行任务延伸。Meta 于 9 月 8 日发布首款 Agent 产品 Muse，两周登顶应用商店、下载超 340 万次，或标志着智能体商业化变现拐点；微软 9 月 25 日推出 Copilot Home、Code 和 Autopilot，将工作入口、自然语言开发与常驻代理整合；OpenAI 于 9 月 29 日发布的 Dots 可为代理配置独立云端计算机并连接多款应用。

产业数据验证：CSP Capex 二阶导放缓，存储现货价格分化

截至 10 月 9 日当周，资本开支方面，海外四大 CSP 厂商彭博一致预测前向 12 个月 Capex 仍在上修，但同比增速继续回落；BAT 彭博一致预测前向 12 个月 Capex 及同比增速均上行；存储龙头彭博一致预测前向 12 个月 Capex 及同比增速均上行。价格方面，存储现货价格分化，DDR4 现货价回落，DXI 指数、存储龙头彭博一致预测 EPS 均值同比增速均放缓。盈利预期方面，存储原厂、交换机芯片、玻纤/电子布、ABF 载板、CCL、光芯片、铜箔等细分环节盈利预期上修幅度居前，IDC、磷化铟、ABF 膜、CSP 等盈利预期下修幅度居前。

重点事件前瞻：关注利率预期与三季报验证

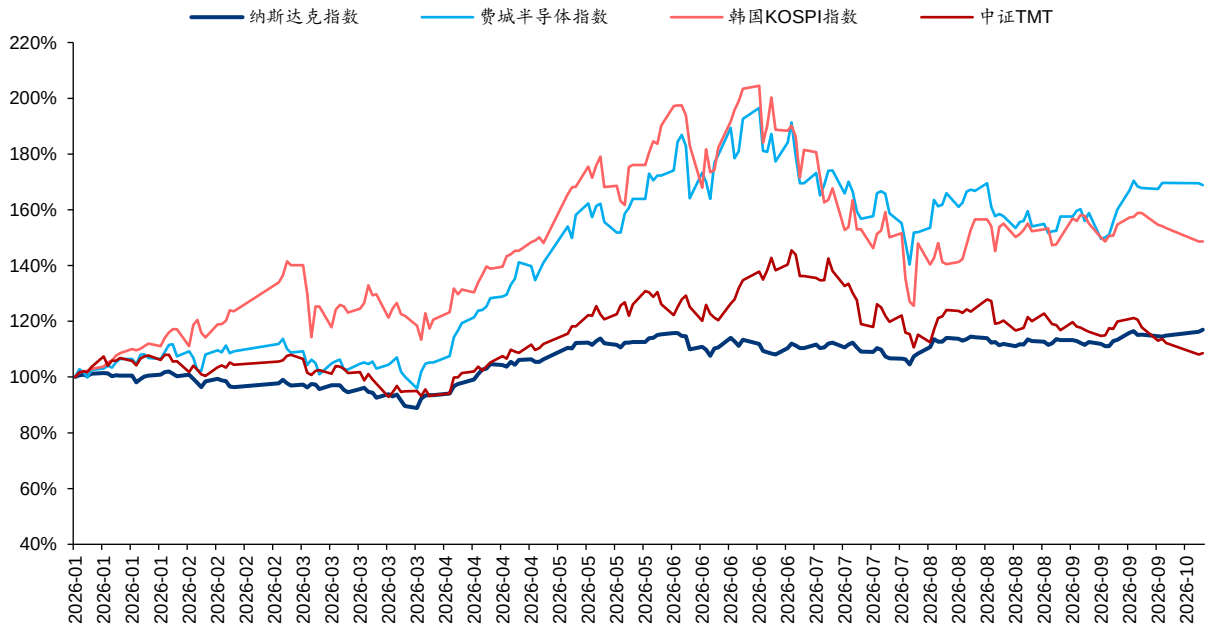
流动性方面，关注 10 月 14 日美国公布的 9 月 CPI 及 10 月 27—28 日 FOMC 会议，观察利率路径预期对科技股估值的影响。产业方面，10 月 14 日 ASML 将发布三季报，重点关注新增订单与先进制程设备需求；同日 Accenture 投资者日关注代理业务的订单、收入及利润贡献；10 月 15 日台积电将发布三季报，重点关注先进制程、先进封装产能和资本开支安排。此外，A 股进入三季报预告披露窗口，关注业绩兑现情况。

风险提示：AI 产业链进展不及预期；海外流动性超预期收紧。

下载日志已记录，仅供内部参考

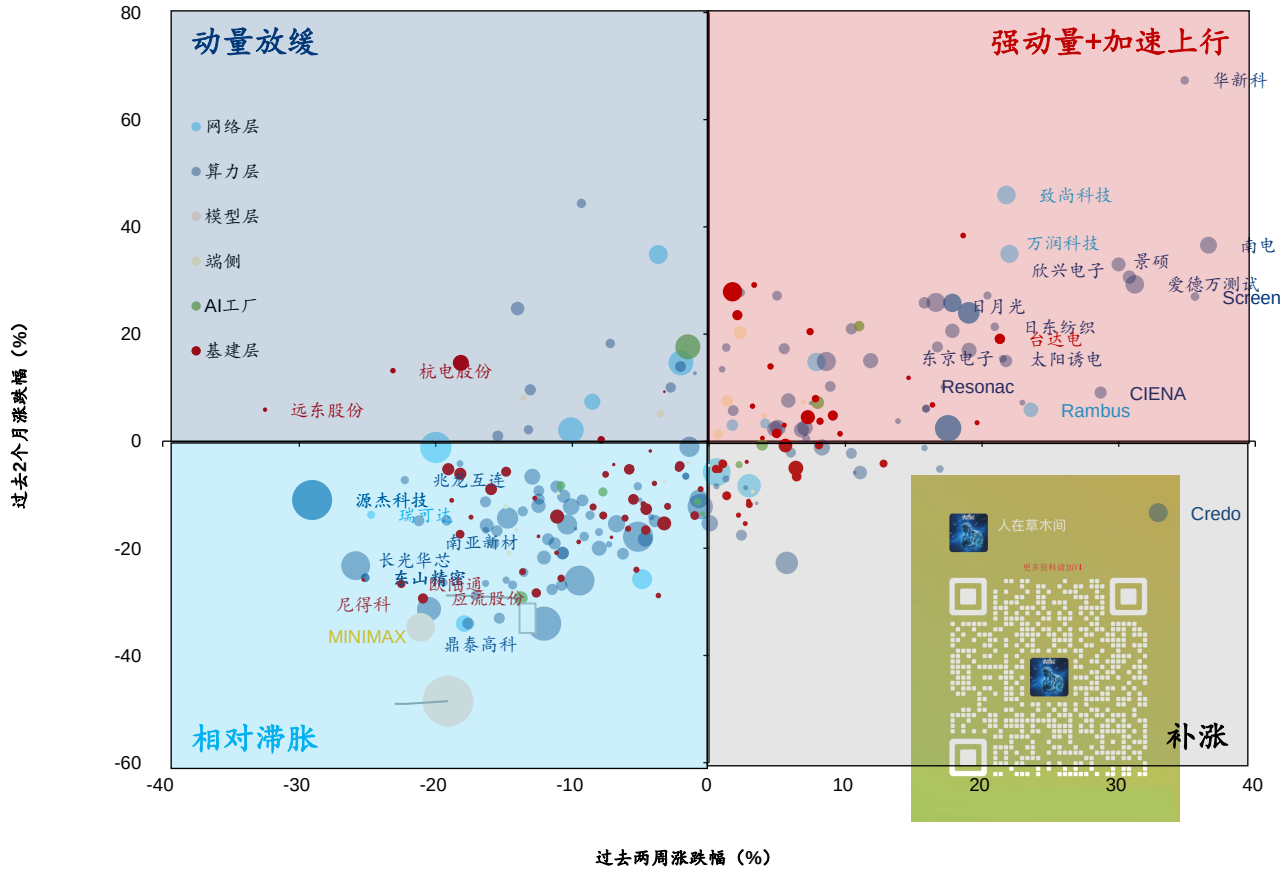
重点图表一览

图表1：年初以来全球主要科技指数走势



资料来源：Wind，华泰研究

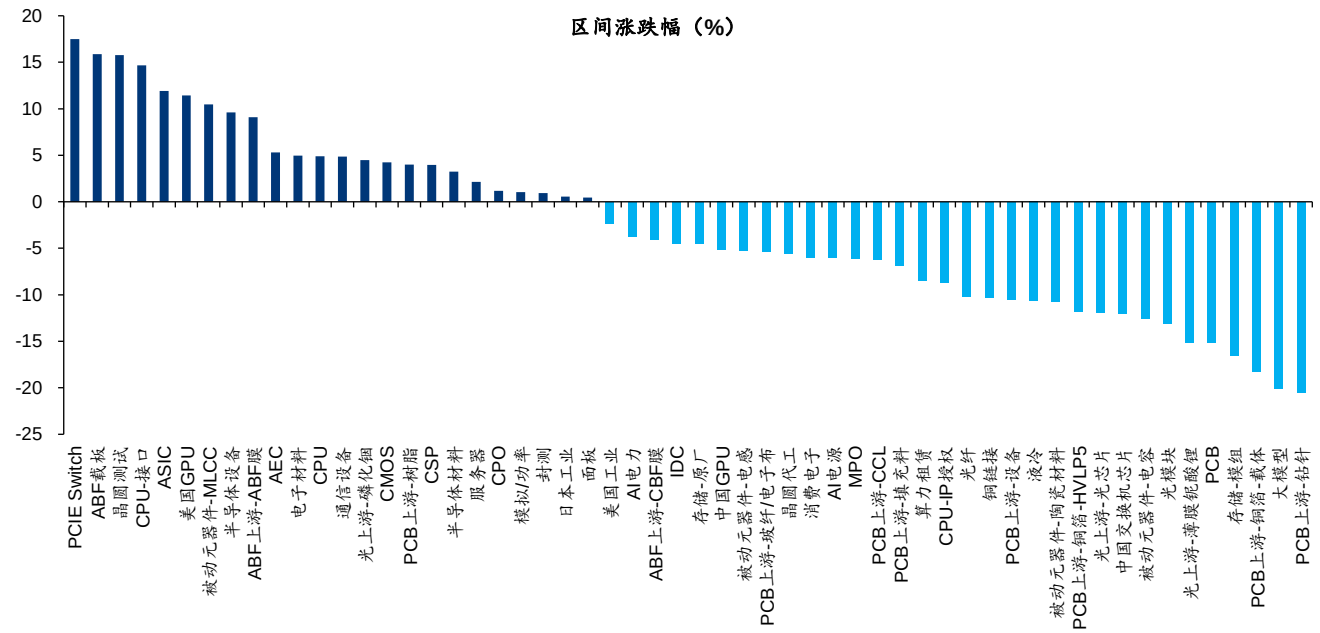
图表2：9 月 14 日至 10 月 9 日，领涨个股主要集中在 ABF 载板与半导体设备，A 股存储和 PCB 链普遍回调



资料来源：Wind，华泰研究

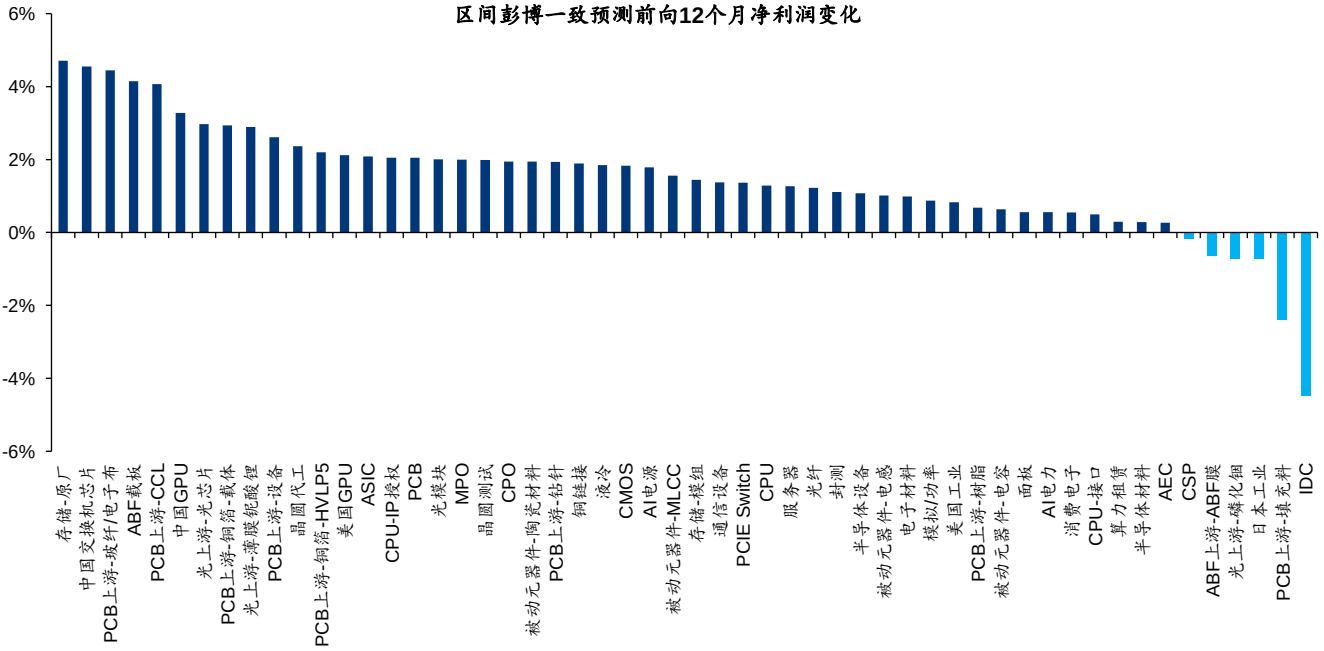
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：9 月 14 日至 10 月 9 日，全球 AI 产业链细分环节涨跌幅热力图



资料来源：Wind，华泰研究

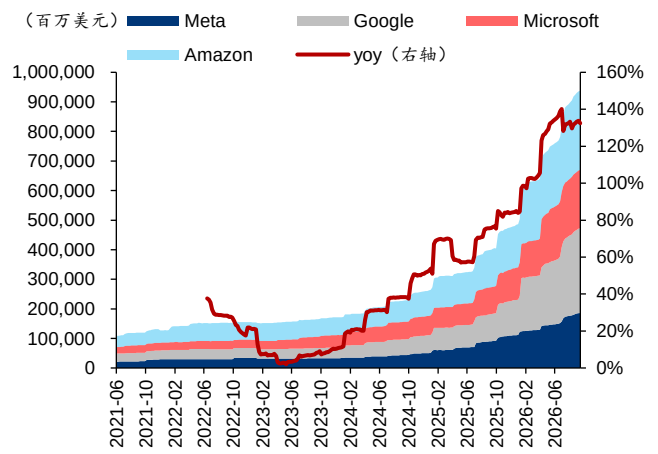
图表4：9 月 14 日至 10 月 9 日，全球 AI 产业链细分环节净利润一致预期上修幅度



资料来源：Wind，华泰研究

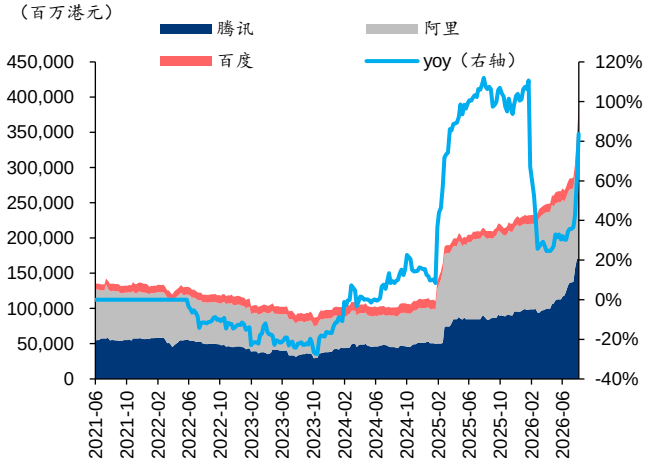
下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：海外四大 CSP 厂商彭博一致预测前向 12 个月资本开支



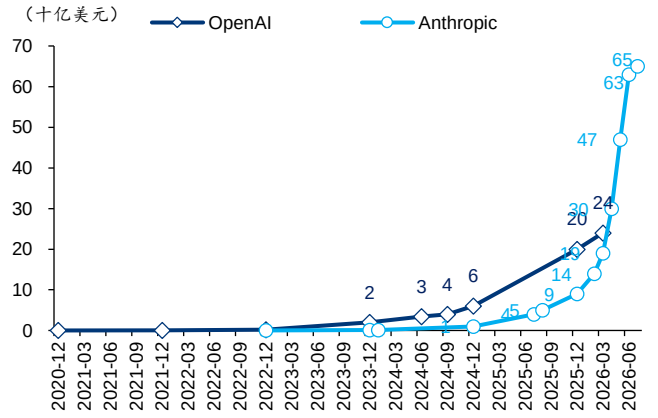
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表6：BAT 彭博一致预测前向 12 个月资本开支



资料来源：Bloomberg，华泰研究

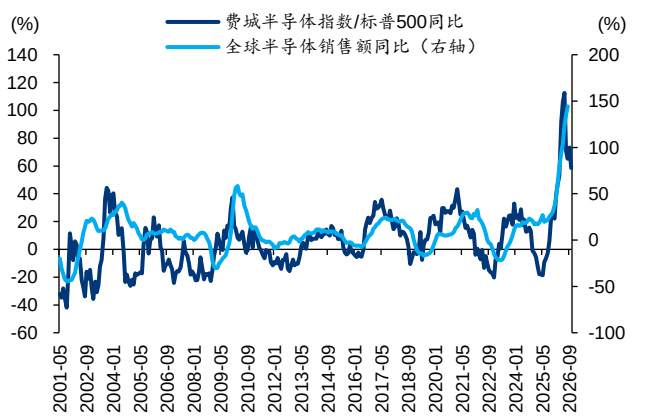
图表7：头部大模型厂商 ARR



注：6-7 月 Anthropic ARR 数据为 YipitData、彭博社最新预测值

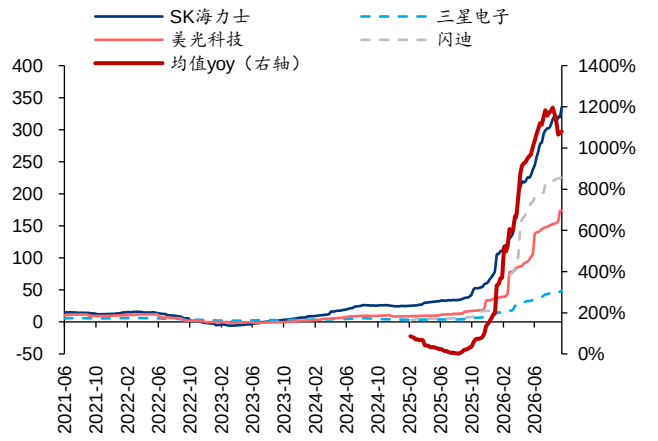
资料来源：OpenAI，Anthropic，YipitData，Bloomberg，华泰研究

图表8：费半相对标普 500 同比涨幅较 6 月高点收窄



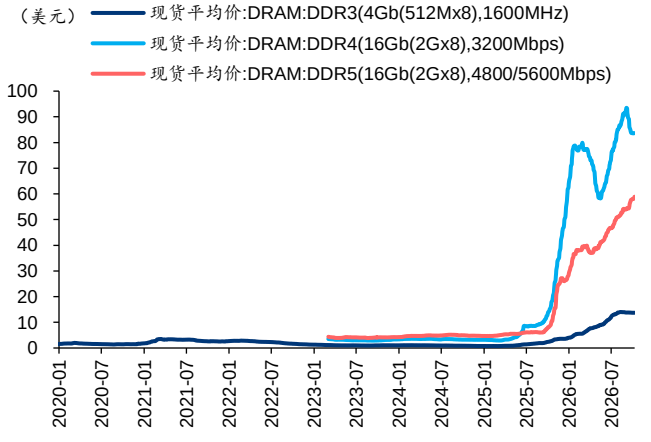
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：存储龙头彭博一致预测前向 12 个月 EPS



资料来源：Bloomberg，华泰研究

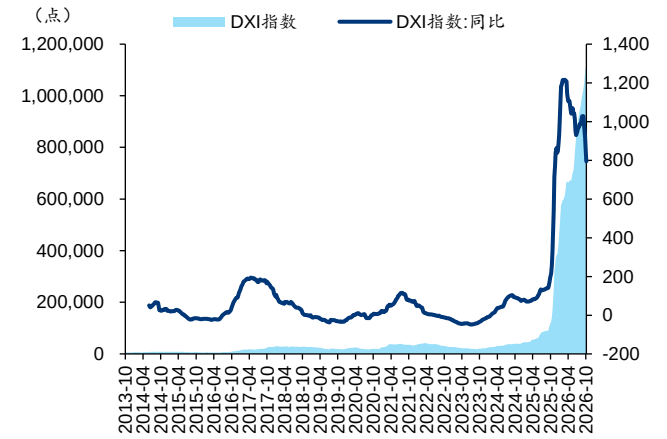
图表10：DRAM 存储器现货价格分化



资料来源：Wind，华泰研究

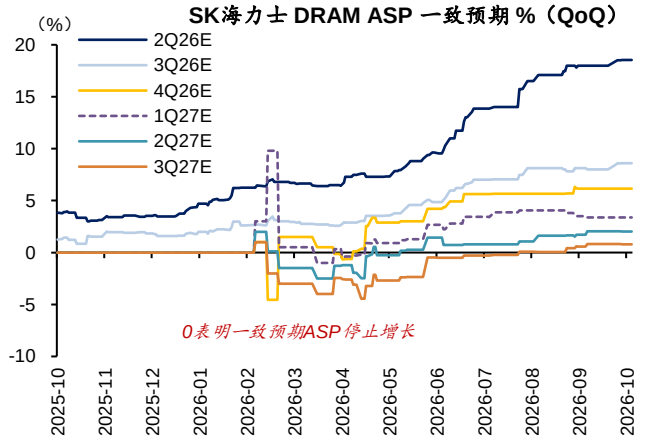
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：DXI 指数上行，同比增速下降



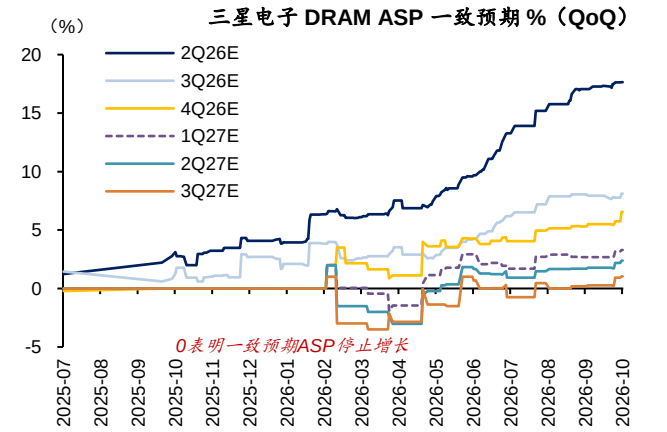
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：SK 海力士 DRAM ASP 一致预期



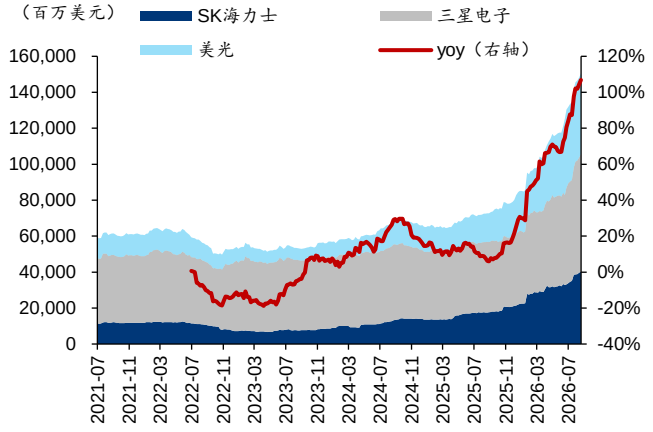
资料来源：Factset，华泰研究

图表13：三星电子 DRAM ASP 一致预期



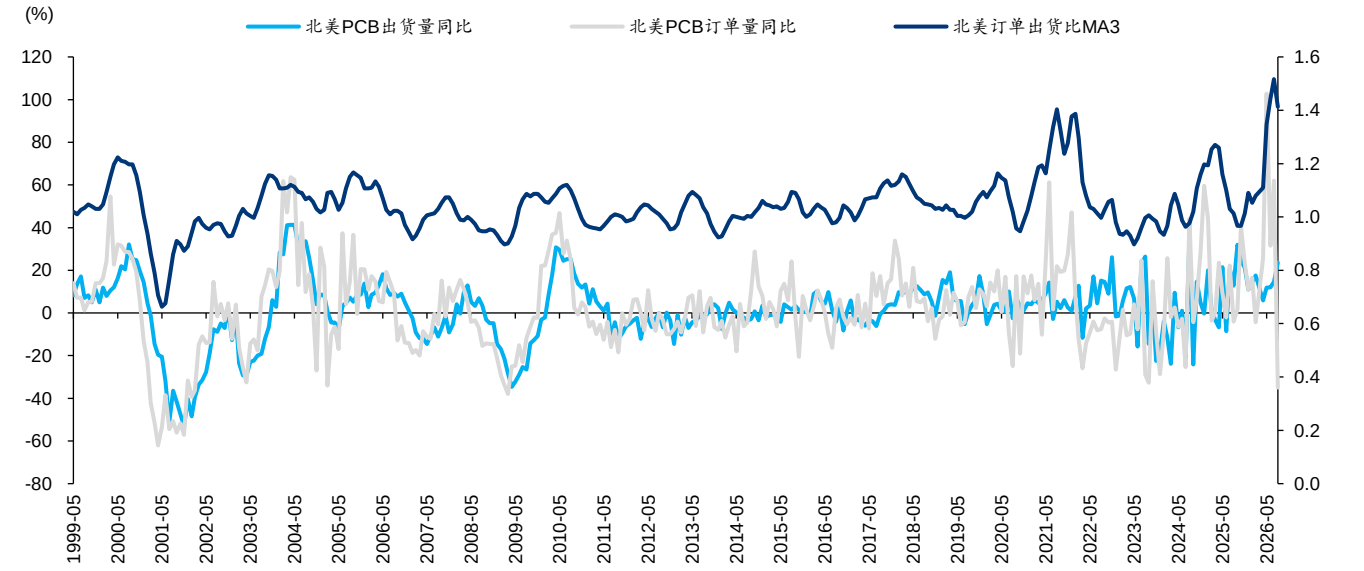
资料来源：Factset，华泰研究

图表14：存储龙头彭博一致预测前向 12 个月资本开支



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表15：7 月北美 PCB 订单出货比 MA3 回落



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，方正韬、夏路路、王伟光，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方正韬、夏路路、王伟光本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司