中信建投于海宁：

科技股定价回归基本面 看好AI长期成长空间

股价回落，产业预期却仍在上修，科技股一度走出了两条方向不同的曲线。如何理解这道“剪刀差”，也成为观察本轮行情变化的一个切口。

日前，中信建投证券科技研究组负责人于海宁在接受中国证券报记者专访时表示，资本市场会提前交易未来增长的担忧，产业发展则有自身的节奏。外部不确定性逐步落地后，科技股定价仍将回到订单、需求和盈利预期。他认为，AI产业革命远未走完，经过阶段性调整，市场对产业的认识出现分化，但长期成长空间依然值得看好。

● 本报记者 谭丁豪



视觉中国图片

不确定性落地 定价重心回到产业

美国中期选举是近期影响科技股走势的重要因素，市场关注的一个问题是，美国数据中心项目的审批和建设节奏会不会发生变化。选举带来的政策预期变化，牵动着市场对AI产业发展节奏的预期，也使资金对不确定性的反应成为观察行情的重要线索。

经过前期调整，截至10月30日，申万通信指数滚动市盈率已回落到34.10倍，接近历史中枢。随着估值溢价逐步消化，投资者更关注相关订单能否如期转化为收入和利润。

于海宁表示，从海外云厂商已经披露的投入看，今年第三季度，北美四大云厂商资本开支合计约2087亿美元，同比增长84.2%。云厂商加大算力投入，也带动了高速光模块需求。今年以来，800G光模块需求保持较快增长，速率更高的1.6T光模块出货规模也明显扩大。这一变化已体现在国内企业的业绩中。今年前三季度，A股光模块及光器件板块样本公司合计实现营业收入1355亿元，同比增长108%。

展望2027年，于海宁预计，随着算力芯片出货增加、配套光模块向更高速率升级，800G和1.6T光模块需求有望继续快速增长。眼下，光模块厂商订单较为饱满，激光器、硅光芯片等上游关键器件供应仍然偏紧。在需求增长的同时，关键器件能否及时供货，也会影响光模块厂商的交付节奏。

面对这些变化，于海宁更关注中国光通信产业链自身的实力。他认为，国内企业在全球市场的竞争力较强，产业基础和技术实力也意味着企业拥有更多可选择的应对策略。

因此，外部不确定性逐步落地后，科技板块的重心仍应回到基本面：政策如何影响实际建设节奏，相关变化是否传导至订单与需求，最终都要在产业运行中寻找答案。

看清股价与产业预期的“剪刀差”

随着外部不确定性逐步落地，科技股自身的定价逻辑成为另一条观察主线。理解本轮调整，需要回到年中行情转折之时，看看股价与产业预期为何走向了不同方向。

于海宁回顾，今年6月，部分相关公司股价达到阶段性高点；到了7月、8月，产业端对未来的指引仍在上修，股价与产业预期却出现较大背离。这道逐步扩大的“剪刀差”，反映出资本市场与产业端观察问题的时间和角度并不完全相同。

在他看来，市场当时关注的是：部分增长指标放缓后，能否继续支撑较高的未来投入指引，后续是否存在下修风险。随着海外政策预期变化，投资者又进一步担忧：部分地区的数据中心建设审批节奏会不会影响2027年乃至2028年的相关投入。这些担忧可能早于实际订单变化进入定价。

但从他与产业端沟通的情况看，企业反馈的订单以及对2027年、2028年的预期，并未出现持续弱化。资本市场看到一些信号后提前作出判断，与产业端已经发生实质性变化，仍是两种不同的状态。

增长仍在继续，增速却可能有所放缓，股价为何会对此作出剧烈反应？于海宁认为，资本市场情绪有时会放大这种预期差。回看过去几年相关公司的情况，即使利润连续增长，股价也可能经历快速上涨和大幅回撤。产业沿自身规律发展，价格则会在预期和情绪推动下反复波动，两者并不总是同步。

把回调放回此前的上涨过程中来看，价格与业绩之间的关系也更为清晰。于海宁认为，本轮调整之前，部分科技股已经积累了较大涨幅，价格在上涨过程中也可能提前反映后续业绩释放的预期。此后，当市场重新审视增长速度和远期预期，较大的股价波动便随之出现。理解回调，需要把此前的上涨和产业兑现过程放在一起观察。

经历重新定价后，其估值位置与后续增长成为市场关注点。于海宁认为，从幅度看，部分科技股本轮调整已超过过去几年几次回调的幅度。不过，判断后续走势仍要回到行业本身，尤其是明年的增长前景，以及站在明年看2028年的相关预期能否得到产业发展的支持。

算力仍显紧张 AI成长远未走完

科技股后续如何定价，最终仍要看产业能够提供怎样的支撑。沿着这一思路，算力供需成为于海宁观察AI发展阶段的一个重要依据。

面对市场有关投入过快、未来可能过剩的担忧，于海宁更关注眼下的价格信号。他表示，从其观察来看，芯片、存储以及算力租赁等相关价格总体保持平稳，部分价格稳中有升，反映出需求仍然旺盛，算力供需仍处于偏紧状态。

当前的算力紧张，也让本轮AI发展与过往互联网热潮呈现不同特点。于海宁将两者做了对比：彼时，大量光纤铺设后并未被点亮，投入走在了实际使用需求前面；而在当前AI产业中，他看到的仍是算力紧张。GPU技术门槛高于光纤光缆，且份额更加集中，从源头较好地控制了产能扩张的节奏。这也是其判断本轮产业发展阶段时所看重的一项区别：是否出现过剩，需要结合实际使用和供需关系观察。

除观察当下供需外，还需关注AI应用的渗透率。于海宁认为，AI的成长属性更强。无论从覆盖人群还是应用渗透率来看，当前仍处于较早阶段，远未走完一轮产业革命的进程。阶段性的市场波动，并没有改变他对这一方向的长期判断。

这种早期特征，也体现在不同用户和行业之间的使用差异上。他表示，头部用户与其他用户的AI使用量存在较大差距，应用仍有向更广泛群体扩散的空间。编程领域的渗透相对较快，金融、法律、制药、芯片设计等领域也在逐步探索各自的应用范式，并向更广泛的白领工作场景延伸。

在他看来，这种扩散尚在进行，意味着AI未来仍有较高的成长空间。对于市场关注较多的AI硬件，他同样保持看好，认为本轮硬件需求与过往互联网发展时期有所不同，未来空间依然广阔。

当记者问及“您有什么话想对投资者说”时，于海宁把话题再次落在了产业与共识的关系上。他表示，前期上涨时，市场对AI的共识较强；经历较大回调后，分歧随之扩大。但分歧最终仍要由产业发展来回应，随着行业继续向前，市场也可能重新走向共识。

“我们内心还是相信AI是新一轮产业革命。”于海宁表示，这轮产业革命远未走完，他对行业的信心仍在。

AI应用商业化提速 游戏产业投资机遇凸显

● 本报记者 刘英杰

近期，人工智能（AI）技术向应用端落地的步伐明显加快，游戏产业作为数字内容的重要阵地，正迎来技术赋能与产业升级交汇的关键节点。随着生成式AI及大模型能力的持续跃升，AI技术正逐步深入游戏研发、内容生产及运营推广等核心环节。

业内人士认为，凭借高度数字化的产业特征及成熟的商业化体系，游戏行业有望成为AI应用率先实现规模化落地的领域，该板块的长期投资价值与产业变革机遇也正日益显现。

游戏板块表现活跃

本周游戏板块的强势表现，与政策端、产业端的多重利好形成共振。Wind数据显示，万得网络游戏概念指数11月以来累计上涨超过13%。指数成分股中，北纬科技、大晟文化近10个交易日累计上涨超40%，凯撒文化、电魂网络累计涨超30%，中青宝、昆仑万维累计涨超20%。

消息面上，国家新闻出版署10月网络游戏审批信息显示，当月共有195款游戏过审，其中国产网络游戏183款、进口网络游戏12款。截至10月末，2026年以来累计获批版号1766个，版号发放的常态化为新品供给提供了制度性支撑。上海市杨浦区政府日前发布游戏电竞产业支持政策，围绕原创作品、IP转化、创新研发、产业生态等六个方向推出16项支持举措。

产业层面的催化同样不容忽视。近日，腾讯首款专属AI游戏陪伴智能体（Agent）“鹅次元”开启内测。该产品能够识别玩家当前的游戏画面，并根据游戏场景进行实时语音互动，为玩家提供游戏陪伴和即时问答服务。日前，百度发布文心5.5 Flash Preview，针对主流游戏引擎进行适配，展示了AI辅助完成游戏设计、程序开发和场景构建的能力。

从行业经营情况来看，游戏市场仍保持增长。伽马数据发布的《2026年7-9月中国游戏产业季度报告》显示，三季度国内游戏市场实际销售收入925.22亿元，同比增长5.11%。其中，移动游戏市场实际销售收入678.20亿元，同比增长5.33%；客户端游戏市场实际销售收入205.47亿元，同比增长1.26%。中国自主研发游戏海外市场实际销售收入57.72亿美元，同比增长15.58%。

AI应用逐步渗透

游戏行业成为AI应用较有希望率先实现商业化落地的领域，与其研发流程、用户规模和商业模式等因素有关。

从研发流程来看，游戏研发涉及美术设计、程序开发、测试、营销和运营等多个环节，其中部分工作具有较强的标准化特征，为AI技术提供了明确的应用场景。AI辅助生成美术素材、编写程序代码、制作广告视频以及开展多语言翻译，可以减少重复性工作，提升研发和运营效率。

三七互娱在2026年半年度报告中披露，公司已形成覆盖游戏研发、发行和运营环节的AI应用体系。其中，AI辅助生成的2D美术资产占比超过80%，单季度可产出超过50万张素材；AI-3D辅助资产生成占比超过30%；AI深度参与生成的广告素材视频占比超过70%，AI自动化投放占比超过50%。此外，公司AI本地化翻译已覆盖旗下全部海外游戏及18个语种，最高准确率达到95%，智能客服已接入全部游戏，解决准确率达80%。这些数据表明，AI已经在部分游戏企业的研发和运营流程中形成较大规模的实际应用。

游戏行业具有相对成熟的商业化模式，AI技术带来的产品体验改善和运营效率提升，能够通过用户活跃度、留存率、付费转化率及游戏流水等指标进行观察。2026年上半年，国内游戏市场实际销售收入达到1884.5亿元，同比增长12.17%，游戏用户规模达到6.84亿。较大的用户基础和成熟的付费体系，为AI应用提供了商业化基础。

在游戏内容和交互体验方面，AI也在催生新的产品形态。浙商证券传媒互联网行业首席分析师冯翠婷表示，AI正在推动互动影游的制作方式发生变化。借助AI制作流程，互动影游两小时内容的制作成本有望由传统模式下的500万元至1000万元降至约10万元。她表示，AI原生互动影游《不问凡尘》EA版本上线三周的预估销量约为29.2万份，预计三周流水约700万元至800万元，显示相关细分产品已经出现初步商业化验证。

建议寻找业绩确定性标的

对于游戏板块后市投资机会，多位券商分析师从产品周期、出海业务、盈利能力及AI技术应用等方面进行了分析。

国泰海通证券传媒与文化研究首席分析师陈筱表示，2026年前三季度，A股游戏板块实现营业收入914.96亿元，同比增长15.80%；实现归母净利润163.93亿元，同比增长13.10%。其中，世纪华通、三七互娱、恺英网络、巨人网络、吉比特五家公司合计实现归母净利润143.46亿元，占板块总额的87.5%。她认为，游戏行业已经步入成熟发展阶段，头部厂商依托优质产品利润释放和出海业务增长，业绩兑现逻辑仍在持续验证。展望后续，随着三七互娱、世纪华通、恺英网络等公司的重点新品陆续上线，若产品市场表现超出预期，有望推动相关公司2027年业绩预期上调，AI技术应用有望带来游戏行业中长期成长机会。

国盛证券传媒行业研究团队表示，2026年第三季度游戏板块实现营业收入350.8亿元，同比增长15.5%，是传媒行业中具备内生增长动力的子行业。剔除昆仑万维、三七互娱后，第三季度游戏板块扣非归母净利润同比增长5.9%。该团队建议沿着产品周期和业绩确定性两条线索进行布局，关注出海SLG以及长线运营能力突出的游戏企业，同时关注处于新品投放期、利润有望在回收期得到修复的公司。

冯翠婷表示，AI对游戏行业的影响不仅体现在研发成本下降，还包括游戏内容和交互方式的创新。随着AI NPC长期记忆、动态剧情和实时生成能力不断完善，互动影游有望拓展玩家交互空间。她建议沿着平台、内容和IP三个方向寻找投资机会，关注已经有产品或平台落地的相关企业，同时需要关注AI投入产出效率、产品上线表现及生成内容版权合规等问题。

多家券商披露招聘计划

财富管理、投研及金融科技成补员重点

● 本报记者 谭丁豪

近一个月，多家券商陆续披露校园招聘和社会招聘计划。国元证券拟招聘约100名财富管理管培生，西南证券和中银证券均招聘电子、通信方向研究人员，广发证券则拟招聘20名金融科技人员。

分析人士认为，买方投顾试点将客户留存率等指标纳入考核，对投资顾问持续服务客户的能力提出了更高要求。研究条线在补充行业研究人员的同时，也在充实服务机构客户的销售队伍。部分券商还将运用人工智能工具处理数据列入研究员职责，技术应用能力正成为部分业务岗位的招聘条件。

买方投顾试点将客户留存纳入考核

从近一个月披露的招聘计划看，投顾是多家券商集中补员的方向。国元证券拟面向2027届毕业生招聘约100名财富管理管培生，明确按买方投顾方向培养，工作地点覆盖多个省市。西南证券则通过社招补充有经验的投资顾问。在公司28人的社招计划中，全国分支机构的投资顾问岗位占5席。该岗位要求应聘者具备两年以上相关经验，主要负责为签约客户提供日常投资咨询。

围绕资产配置业务，分支机构和总部的用人需求各有侧重。国投证券汕头分公司拟招5名财富顾问，既要承担金融产品销售任务，也要为中高净值客户提供个性化配置服务。开源证券拟在北京招聘2名私人财富顾问或经理，在上海和成都合计招聘4名，均要求具备5年及以上金融行业相关经验。

一线投资顾问直接服务客户，总部岗位则侧重基金研究和组合管理。中银证券在财富管理部设置产品研究配置岗和组合管理岗，前者负责评价公募、私募基金，后者负责基金投顾组合的设立和管理。

试点营业部的考核指标也体现了买方投顾转型对投资顾问的要求。国元证券在投资者关系活动记录表中披露，公司买方投顾转型采用“1+7”试点模式，即选择一家营业部整体试点，另在七家营业部选择部分员工参与，将客户满意度、客户资产净增、客户留存率和复购率等纳入重点评价指标。对投资顾问而言，客户购买产品后是否继续接受服务、是否增加配置，也会影响考核结果。跟踪客户持仓、持续提供配置建议，由此成为投资顾问日常工作的一部分。

从经营数据看，今年前三季度，国元证券经纪业务手续费净收入由上年同期的11.08亿元增至12.18亿元，广发证券这一指标也由上年同期的69.79亿元增至96.22亿元。就买方投顾试点后续安排，国元证券在半年度业绩说明会上表示，将把试点中形成的服务流程、人员培养方式逐步推广至更多分支机构。

研究所同步扩充分析师和机构销售队伍

国盛证券拟招聘的34人中有30人是研究所的岗位，其中24人为研究部研究助理，6人为销售交易部销售助理。西南证券研究院拟招3名研究人员，并为上海公募客户和广深地区机构客户各配备2名销售人员。从岗位职责看，研究助理要持续跟踪行业和上市公司，机构销售则需了解客户关注的企业及其研究需求，联系分析师安排调研和路演。

具体到行业，电子、通信板块近期在A股市场表现活跃，西南证券和中银证券均在招聘这两个行业方向的研究人员。西南证券拟招聘通信行业负责人和电子行业研究员各1名，前者须具备三年以上相关行业工作经验。中银证券招聘这两个方向的卖方分析师时，也明确有相关产业工作经验者优先。

今年春招期间，研究与机构销售同步补员的特点已显现。3月9日，财通证券发布两份招聘信息，总量或行业研究员、机构销售人员各拟招5人。研究员参与产业调研、完善财务模型，机构销售人员则根据客户需求组织调研和交流。4月，中银证券在招聘卖方研究人员的同时，进一步细分机构销售岗位，除常规机构销售外，还在上海招聘面向合格境外机构投资者的销售人员。

进入秋季招聘期，部分社招岗位对行业覆盖范围和工作经验的要求更为具体。广发证券9月招聘计算机行业研究员，研究范围包括软硬件、人工智能和云计算，有科技企业或卖方研究团队的工作经历者也在考虑之列。开源证券10月发布的招聘公告显示，化工研究员需定期赴产业一线和上市公司调研，华北区机构销售经理则负责开拓公募基金客户，梳理各行业观点，并通过组织会议等方式向客户推介研究成果。

金融科技用人需求延伸至业务部门

金融科技也是券商集中招聘的方向之一。广发证券11月11日发布校招信息，拟招聘20名金融科技人员，工作地点为广州、深圳，方向包括智能体基础设施、移动终端开发、大数据和智能运维。华泰证券10月发布的校招信息也将金融科技单列。中银证券则通过社招补充大模型开发、系统测试和运维人员。

从具体岗位设置看，部分券商已设置专岗，探索如何将人工智能（AI）工具用于软件开发。国投证券软件开发部在深圳招聘AI编程方向工程师，职责包括遴选、开发适合团队使用的编程工具，在需求分析、代码编写、测试等环节开展试点，并从效率、质量、成本和安全等方面评估应用效果。该岗位看重应聘者参与团队研发工具建设的经历，有5年以上软件研发经验者优先。

技术应用能力也成为部分业务部门的招聘条件之一。中银证券运营服务部单独设立数字化运维岗，要求应聘者能识别日常工作中适合自动化处理的流程。兴业证券经济与金融研究院招聘科技、媒体和通信（TMT）及机械军工行业研究员时，既要求应聘者能独立完成公司调研和报告撰写，又将运用AI工具处理数据、辅助撰写报告列入岗位职责。

从这轮招聘看，券商通过校招为买方投顾业务储备人才，也通过社招补充有经验的顾问。研究所扩大行业覆盖、服务机构客户，既需要熟悉产业的分析师，也需要了解客户需求的销售人员。随着流程自动化、AI辅助研究进入业务部门的岗位职责，具备技术应用能力的运营和研究人员也受到关注。