



AI 周观察

数据专题研究
证券研究报告

分析师：刘道明（执业 S1130520020004） liudaoming@gjzq.com.cn
 分析师：黄晓军（执业 S1130525080005） huangxiaojun@gjzq.com.cn
 联系人：麦世学（执业 S1130123100111） maishixue@gjzq.com.cn

AI XPU 持续超预期，阿里发布 Qwen3 Max

摘要

- 本周 AI 应用活跃度中，海外市场 Gemini 周均环比提升，ChatGPT 和 Claude 保持平稳；国内市场中，豆包活跃度持续增长。模型方面，阿里巴巴发布了参数量超万亿的通义千问 Qwen3-Max-Preview，在多个基准测试中性能领先；月之暗面则推出了 KimiK2 新版，显著提升了编程能力、上下文长度，并开放了高速 API。
- 博通 FY25Q3 业绩表现超预期，营收 159.52 亿美元，同比增长 22.03%，环比增长 6.32%，高于市场预期，Non-GAAP 每股收益 1.69 美元，同比与环比均显著增长。AI 半导体业务收入 52 亿美元，同比增长 63%，连续十个季度保持高速增长，其中 65% 来自 XPU。本季度公司新增一位 AI 客户，确认订单超 100 亿美元，未交付订单规模达 1100 亿美元，主要由 AI 业务驱动。公司强调 XPU 在 Scale Up 架构中的优势，并发布全球首款 102.4Tbps 单芯片交换机 Tomahawk6，进一步优化互联效率。随着模型架构趋于固化和 CSP 厂商对 TCO 优化需求的增强，AI XPU 渗透率有望持续提升。综合来看，AI 计算正逐步由 GPGPU 向 XPU 转型，博通凭借技术和生态优势，有望在 AI 浪潮中实现长期增长。
- Zscaler 在第二季度（FY2025Q4）收入为 7.19 亿美元，同比增长 21%，环比增长 6%，超出指引上限。从地域看，美洲占收入的 55%，欧洲、中东和非洲占 29%，亚太占 16%。毛利率为 79.3%，相比去年 Q4 的 81.1% 略低。本季度毛利率低于我们目标 80%，主要是由于一次性在一位政府客户的数据中心部署了大型私有云，其中包含硬件组件，毛利率较低。预计下一季度回归 80%。2025 财年末的年度经常性收入（ARR）超过 30 亿美元，同比增长约 22%。

风险提示

芯片制程发展与良率不及预期
 中美科技领域政策恶化
 智能手机销量不及预期



内容目录

海外市场行情回顾..... 3

阿里发布 Qwen3-Max, Gemini 活跃度上升..... 4

博通定制 AI 半导体业务表现强劲, 模型固化驱动自研芯片渗透率上升..... 5

Zscaler 二季度表现再创新高, 网络安全日益重要..... 6

风险提示..... 7



海外市场行情回顾

图表1: 截至9月5日海外AI 相关个股行情

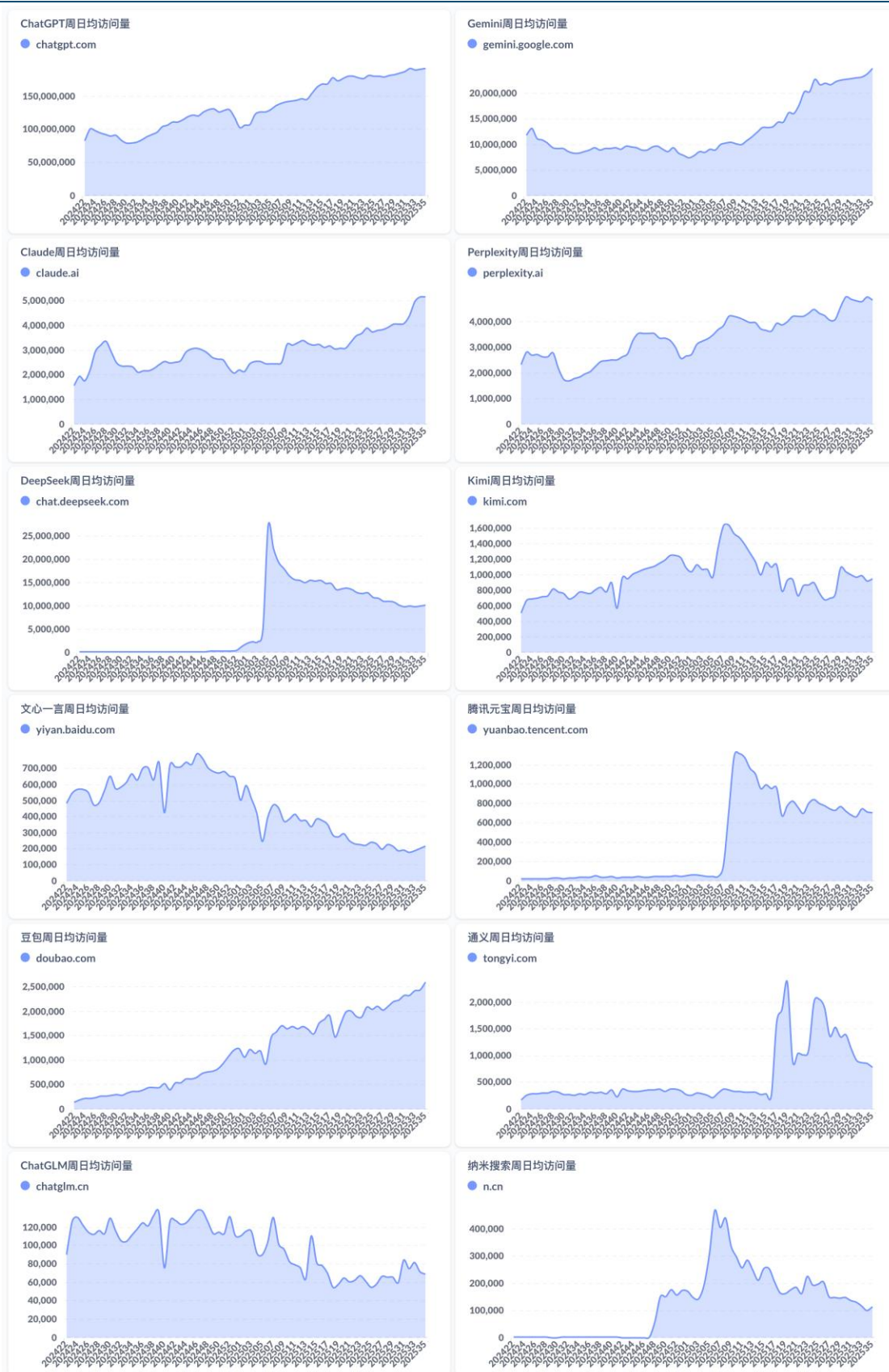
个股名称	本周收盘价	周涨跌幅	产业链
Innodata	43.48	14.48%	云服务
博通	334.89	12.61%	芯片设计与制造、交换机
谷歌	235	10.38%	云服务、大模型、广告
特斯拉	350.84	5.08%	整车、大模型
苹果	239.69	3.25%	消费电子产品
Mongodb	324.74	2.89%	云服务
HP	29.34	2.8%	消费电子产品
Cloudflare	214.43	2.74%	网络安全
Qorvo	92.89	2.41%	芯片设计与制造
戴尔	124.83	2.19%	消费电子产品、服务器、交换机、网络安全
Palo Alto Networks	194.46	2.07%	网络安全
Meta	752.45	1.86%	消费电子产品、大模型、广告
亚马逊	232.33	1.45%	IaaS、电商平台、自营硬件、物流配送、广告变现
美满电子	63.33	0.74%	芯片设计与制造、交换机
英特尔	24.49	0.57%	芯片设计与制造
Skyworks	75.2	0.35%	芯片设计与制造
DataDog	136.08	-0.44%	芯片设计
高通	159.84	-0.55%	芯片设计
Zscaler	274.2	-1.03%	网络安全
CrowdStrike	417.63	-1.43%	网络安全
Salesforce	250.76	-2.14%	云服务
Palantir	153.11	-2.3%	云服务
微软	495	-2.31%	消费电子产品、云服务、软件
Zeta Global	18.9	-3.77%	软件
英伟达	167.02	-4.11%	芯片设计、交换机
Gitlab	45.73	-4.77%	云服务
Snowflake	225.58	-5.48%	云服务、软件
超威半导体	151.14	-7.07%	芯片设计
C3.AI	15.62	-7.63%	云服务

来源: Reuters、国金证券研究所



阿里发布 Qwen3-Max , Gemini 活跃度上升

图表2: 聊天助手类 AI 应用活跃度



来源: Similarweb、国金证券研究所

本周, 海外聊天助手类应用活跃度中, Gemini 周均环比提升, ChatGPT 和 Claude 保持平



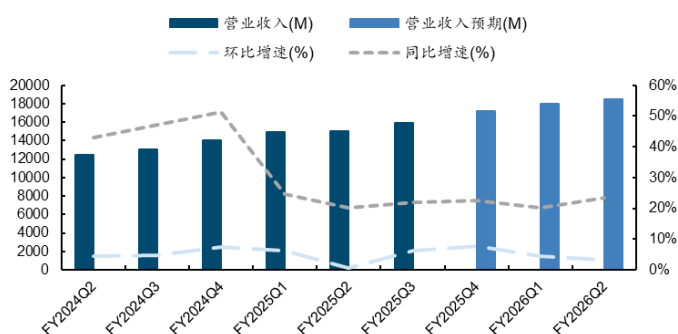
稳。国内应用中，豆包活跃度持续环比提升，多数 AI 聊天类应用保持稳定。

模型方面，阿里巴巴于 9 月 6 日发布通义千问新模型 Qwen3-Max-Preview，参数量超 1 万亿，在通用知识、数学推理、编程等多个权威基准测试中超越 Claude-Opus4、Kimi-K2 等模型，目前已上线阿里云百炼平台，可通过 API 调用，QwenChat 同步上线免费使用。同期，月之暗面发布 KimiK2 模型新版 (0905)，AgenticCoding 能力全面提升，上下文长度扩展至 256K，并推出高速版 API，输出速度达 60-100Token/s，全面开放。

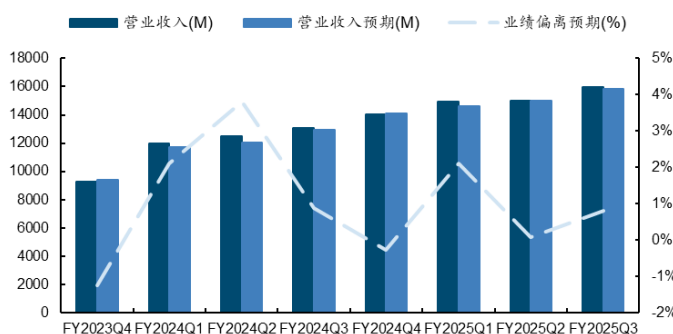
博通定制 AI 半导体业务表现强劲，模型固化驱动片渗透率上升

博通在 FY25Q3 财季表现强劲，AI 半导体业务继续超出市场预期。本季度公司实现营业收入 159.52 亿美元，同比增长 22.03%，环比增长 6.32%，超过市场预期的 158.25 亿美元。Non-GAAP 每股收益为 1.69 美元，同比增长 36.29%，环比增长 6.96%，同样优于市场预期的 1.65 美元。

图表3：公司营业收入实现与预期（百万美元）



图表4：本季度公司营业收入击败市场预期（百万美元）

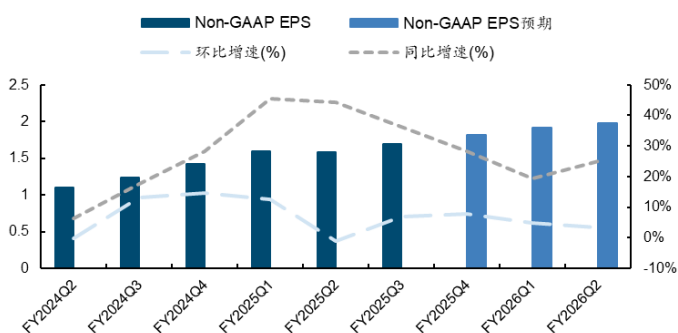


来源：路透、国金证券研究所

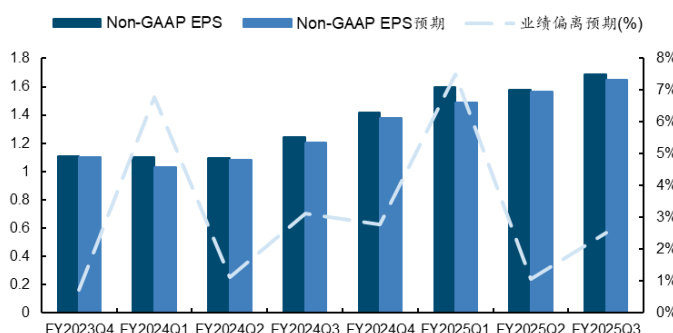
来源：路透、国金证券研究所

在 AI 半导体业务方面，公司实现收入 52 亿美元，同比增长 63%，并已连续十个季度保持高速增长。其中 65%来自 AI XPU 收入。本季度公司新增一位重要 AI 客户，已确认订单金额超过 100 亿美元。截至报告期末，公司未交付订单 (backlog) 规模达到 1100 亿美元，主要由 AI 半导体业务推动。公司对该板块的增长前景持乐观态度，并预计 FY26 AI 半导体增速将高于 FY25。

图表5：公司 Non-GAAP 每股收益实现与预期（美元）



图表6：公司 Non-GAAP 每股收益击败市场预期（美元）



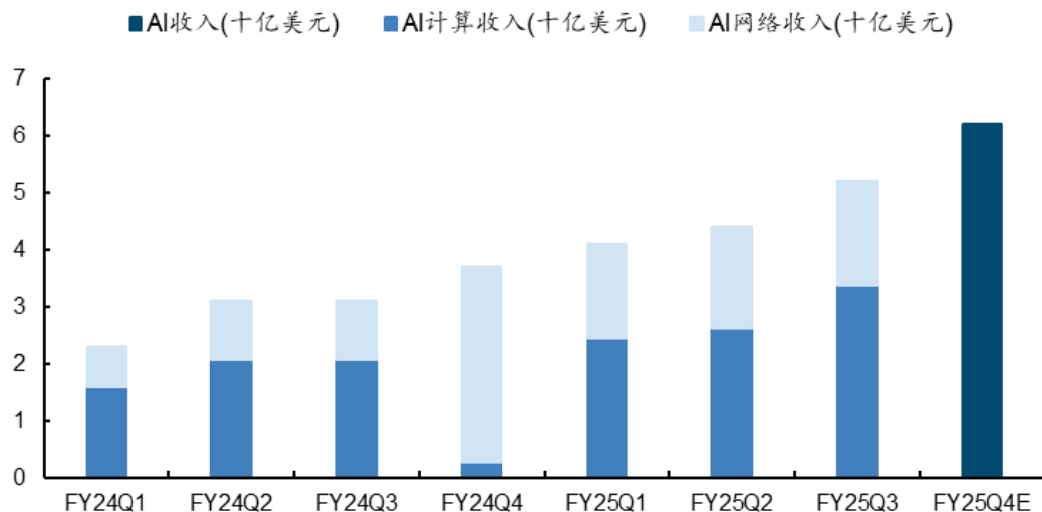
来源：路透、国金证券研究所

来源：路透、国金证券研究所

在 AI 网络领域，公司强调了 XPU 在 Scale Up 架构中的优势。当前，Tomahawk5 已能够支持 512 颗 XPU 的 Scale Up 互联，而 NVLink 在同类架构下仅能支持 72 颗 GPU。此外，公司近期推出全球首款 102.4Tbps 单芯片交换机 Tomahawk6，通过进一步压缩互联层级，实现更低的延迟与能耗。



图表7: AI 半导体业务持续维持高景气度



来源: 博通、国金证券研究所

值得注意的是, AI XPU 的市场叙事正在不断强化。市场已经普遍认可 AI XPU 更低的 TCO 与更灵活的部署方式, 公司本次电话会进一步提出, 随着模型架构的逐渐固化, AI XPU 的使用量正在持续增长。这一趋势有望在未来数年内成为 AI 计算领域的核心方向。我们判断, 随着模型结构趋于稳定, 以及 CSP 厂商对整体 TCO 降低的持续诉求, AI XPU 的渗透率将不断提升。

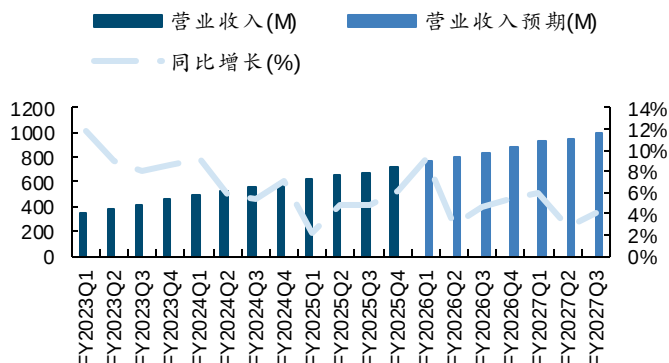
综合来看, AI 计算正逐步从 GPGPU 向 AI XPU 转型。博通凭借其在 AI XPU 领域的领先地位、在通信网络方面的长期积累以及 IP 领域的深厚基础, 有望在本轮 AI 浪潮中实现长期、可持续的增长。

Zscaler 二季度表现再创新高, 网络安全日益重要

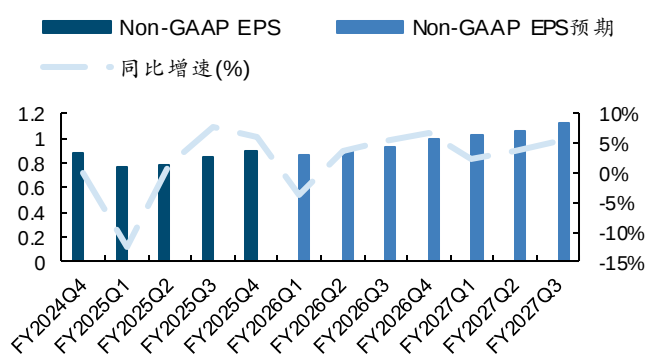
Zscaler 在第二季度 (FY2025Q4) 收入为 7.19 亿美元, 同比增长 21%, 环比增长 6%, 超出指引上限。从地域看, 美洲占收入的 55%, 欧洲、中东和非洲占 29%, 亚太占 16%。毛利率为 79.3%, 相比去年 Q4 的 81.1% 略低。本季度毛利率低于我们目标 80%, 主要是由于一次性在一位政府客户的数据中心部署了大型私有云, 其中包含硬件组件, 毛利率较低。预计下一季度回归 80%。2025 财年末的年度经常性收入 (ARR) 超过 30 亿美元, 同比增长约 22%。

下一季度 (FY2026Q1) 预计收入 7.72 亿至 7.74 亿美元, 同比增长约 23%。毛利率预计约 80%。EPS 预计在 0.85 至 0.86 美元。2026 财年 ARR 预计 36.76 亿至 36.98 亿美元, 同比增长 21.9%至 22.7%。

图表8: Zscaler 营业收入实现与预期 (百万美元)



图表9: Zscaler 季度 EPS



来源: 路透、国金证券研究所

来源: 路透、国金证券研究所



我们认为可以关注 zscaler 未来 1) 增长质量: 管理层将主指标转向全年 ARR, 并指引有机净新增 ARR “高个位数” 增长, 关注净新增 ARR 以及大单占比是否延续, 验证需求韧性。2) 毛利与产品结构: 下一季度毛利率预计回到 80%, 但新产品为 “先上量后提利”, 需观察 AI Security、ZDX Advanced Plus 与 Zero Trust Branch 推进是否短期稀释毛利同时拉高 ARR。3) 现金流与资本开支: FCF 率 2026 财年全年指引 26% 至 26.5%, 留意数据中心资本开支节奏变化。

风险提示

1. 芯片制程发展与良率不及预期: 半导体工艺的发展面临诸多挑战, 主要包括技术瓶颈、良率提升难度、研发成本高企以及供应链不确定性等问题。随着工艺节点微缩变得愈发复杂, 先进制程的实现难度和成本不断攀升, 可能导致量产延迟, 甚至影响产品性能和成本控制。此外, 地缘政治风险和出口管制可能扰乱供应链, 进一步拖累产能扩张。
2. 中美科技领域政策恶化: 中美在 AI 领域竞争激烈, 美国限制先进芯片和半导体对中国的出口, 随着竞争的加剧, 未来可能会推出更严格的限制政策, 限制国内 AI 模型的发展。
3. 智能手机销量不及预期: 智能手机销量与产品本身质量关系紧密, 若产品本身有缺陷则智能手机销量可能收到影响。同时宏观经济变化也有可能导致消费者消费意愿发生变化从而影响智能手机销量。



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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