

AI 维持高景气，谷歌阿里发力应用

分析师及联系人

孟灿

SAC:S1130522050001

mengcan@gjzq.com.cn

李忠宇

SAC:S1130524100002

lizhongyu01@gjzq.com.cn

核心要点

产业前沿

本周 NAND 现货价格整体与上周持平，涨幅明显放缓。Gartner 报告：阿里云位列 GenAI 云基础设施、工程、模型特性维度全球第三。北京拟在 700-800 公里晨昏轨道建设运营超过千兆瓦 (GW) 功率的集中式大型数据中心系统。今年上半年 OpenAI 已实现 43 亿美元营收、25 亿美元亏损。新加坡国家人工智能计划 (AISG) 在其最新的东南亚语言大模型项目中转向通义千问 Qwen 开源架构。DeepSeek 发布全新的开源数学推理模型 DeepSeekMath-V2，首次让开源模型达到“金牌水平”。Gemini 活跃度快速提升，夸克 AI 眼镜发布，搭载千问。

资本风向

戴尔业绩佐证 AI 服务器需求加速，谷歌全产业链布局优势明显。阿里云智能业务营收激增 34%，AI 产品持续高速增长，跻身国内 AI 云市占第一。阿里云 AI 服务器等上架节奏严重跟不上客户需求，在手订单仍在进一步增加。阿里正在 AI to B 和 AI to C 两大方向齐发力。阿里千问 App 公测首周下载量突破 1000 万，成为增长最快的 AI 应用。

本周观点

算力需求旺盛，供给仍然紧缺，中国开源大模型在全球的渗透进一步提升，国产大模型亦有突破，AI 端侧和应用加速落地。Google 发布 Gemini 之后又起 AI 芯片 TPU 逻辑，一方面减弱了对 AI 泡沫的担忧，另外一方面让 AI 产业链逻辑有所延伸，我们对 AI 科技落地的前景持续看好。

内容目录

一、产业前沿	2
AI 基础层：上游保持景气，国产替代持续，探索算力上天	2
AI 模型层：大模型高增长、高投入、高亏损并存，国产大模型竞争力凸显	3
AI 应用层：谷歌、阿里等发力，巨头综合能力和生态优势凸显	4
二、资本风向	4
AI 基础层：戴尔佐证 AI 服务器需求加速，谷歌全产业链布局优势明显 ..	5
AI 应用层：巨头与 AI 结合落地加快	8
三、本周观点	10
四、产业链数据更新	11
本周存储价格：	11
风险提示	12

图表目录

图表 1： 戴尔本季度营收略低于预期	5
图表 2： 戴尔本季度 Non-GAAP 每股收益击败预期	5
图表 3： Zscaler 收入维持增长	9
图表 4： Zscaler EPS 仍未转正	9
图表 5： DRAM 和 Flash Wafer 周度涨跌幅	12

一、产业前沿

AI 基础层：上游保持景气，国产替代持续，探索算力上天

AMD 联合 IBM 发布全球首个全流程基于 AMD Instinct MI300X 训练的 MoE 模型 ZAYA1，预训练数据量达 14T tokens，通过 CCA 注意力机制优化显存占用，性能对标 Qwen3 系列，验证了非 NVIDIA 算力集群在大规模模型训练中的可行性。

本周 NAND 现货价格整体与上周持平，涨幅明显放缓，核心原因在于价格已处高位，而上游原厂的后续供应策略尚未明朗，导致行业厂商对资源稳定性存疑，出货行为趋于谨慎。我们判断，这一放缓更多反映产业链间的短期博弈，而非需求动能减弱。在 AI 强劲拉动的大背景下，终端与渠道补库需求仍具韧性，存储价格的上行趋势预计将延续。

Gartner 报告：阿里云位列 GenAI 云基础设施、工程、模型特性维度全球第三。近日，Gartner 发布 4 篇 GenAI（生成式 AI）技术创新指南系列报告，公布了 GenAI 云基础设施、GenAI 工程、GenAI 模型以及 AI 知识管理应用四大维度的新兴市场象限（Emerging Market Quadrant），阿里云在四大维度均位于新兴领导者象限。其中，在前三个维度——GenAI 云基础设施、GenAI 工程和 GenAI 模型提供商的“特性”指标的评估中，阿里云均定位全球第三，亚太最高。

11 月 27 日，北京拟在 700-800 公里晨昏轨道建设运营超过千兆瓦 (GW) 功率的集中式大型数据中心系统。据规划方案，数据中心系统由空间算力、中继传输和地面管控分系统组成。数据中心建设分为三个阶段：2025 年至 2027 年，突破能源与散热等关键技术，迭代研制试验星，建设一期算力星座；2028 年至 2030 年，突破在轨组装建造等关键技术，降低建设与运营成本，建设二期算力星座；

2031 年至 2035 年，卫星大规模批量生产并组网发射，在轨对接建成大规模太空数据中心。

11 月 24 日，摩尔线程作为“国产 GPU 第一股”，发行价 114.28 元/股。

AI 模型层：大模型高增长、高投入、高亏损并存，国产大模型竞争力凸显

OpenAI 预计到 2030 年将有 26 亿 ChatGPT 周活用户中的 8.5% 转为付费订阅，也就是约 2.2 亿付费用户，使其跻身全球最大订阅业务之一；截至 2025 年 7 月已有约 3500 万付费用户（占 5%），Plus/Pro 月费分别为 \$20 与 \$200。尽管今年底年化收入有望达到 200 亿美元，但研发与算力成本使亏损继续扩大。今年上半年 OpenAI 已实现 43 亿美元营收、25 亿美元亏损。

11 月 26 日，OpenAI 联创 Ilya 在播客中表示，纯“加数据+算力”的 Scaling 时代已到极限，当前模型在评测与真实任务间出现“参差能力”，源于 RL 围绕评测集的 reward hacking、缺乏真正泛化；人类依靠情绪这种类似价值函数的机制进行高效持续学习，而模型泛化远逊于人。未来将进入“研究时代”，重点是新配方、更聪明地用算力与价值函数等技术，SSI 选择不卷产品和商业化，专注做安全超级智能，目标是“关爱一切感知生命”的对齐路径，并通过渐进式部署与持续学习，把超级智能拉入可控轨道，时间窗口约 5 - 20 年。

11 月 25 日，新加坡国家人工智能计划 (AISG) 正在进行一次重大战略调整，在其最新的东南亚语言大模型项目中，放弃了 Meta 模型，转向阿里巴巴的通义千问 Qwen 开源架构，标志着中国开源 AI 模型在全球影响力版图的一次关键扩张。据悉，AISG 于 11 月 25 日宣布推出的“Qwen-SEA-LION-v4”模型，在一项衡量东南亚语言能力的开源榜单上迅速占据首位。

11月27日，DeepSeek发布全新的开源数学推理模型 DeepSeekMath-V2，在模拟 2025IMO 中解出 6 题中的 5 题，首次让开源模型达到“金牌水平”，与 OpenAI、谷歌的闭源实验模型同台竞技。模型采用创新的自我验证框架，通过“验证器-生成器”双系统共同进化，关注推理链条而非单一答案，显著提升严谨数学推理能力。权重完全开源（Apache 2.0），被视为开源 AI 的重大突破，也引发“开源是否冲击闭源护城河”的讨论。

AI 应用层：谷歌、阿里等发力，巨头综合能力和生态优势凸显

本周，海外聊天助手类应用活跃度中，Gemini 活跃度快速上升，ChatGPT 小幅下降，Claude 和 Perplexity 小幅提升，国内应用中，多数 AI 聊天类应用活跃度保持平稳。

阿里通义在多模态领域推出 Z-Image 生图模型，仅以 6 亿参数规模实现照片级真实感，Turbo 版本支持 8 步疾速推理与中英文混合排版，发布首日下载量突破 50 万。

夸克 AI 眼镜发布，搭载阿里千问。11月27日，搭载千问的夸克 AI 眼镜正式发布，千问首次走出屏幕进入物理世界。用户可随时随地唤起千问，结合眼镜获取的实时音视频数据，体验完全不同于手机 APP 的助手能力。硬件方面，夸克 AI 眼镜 S1 搭载双旗舰芯片，保证千问能够快速响应需求。拍摄方面，可实现 0.6 秒的极速抓拍、3K 视频录制，超分超帧后可输出 4K 视频。产品配有五个麦克风阵列加骨传导，能够更精准地拾取人声、过滤环境噪音，让用户在地铁、街头等嘈杂场景下也能自然地与千问对话。

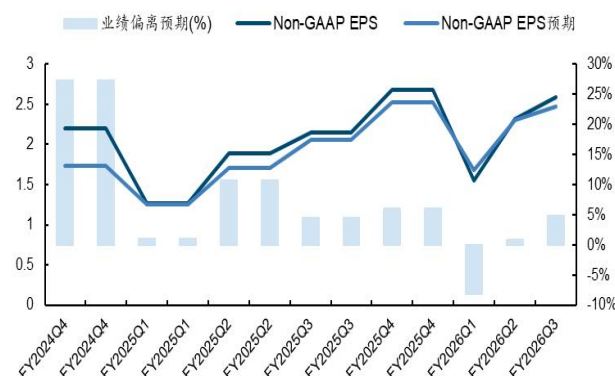
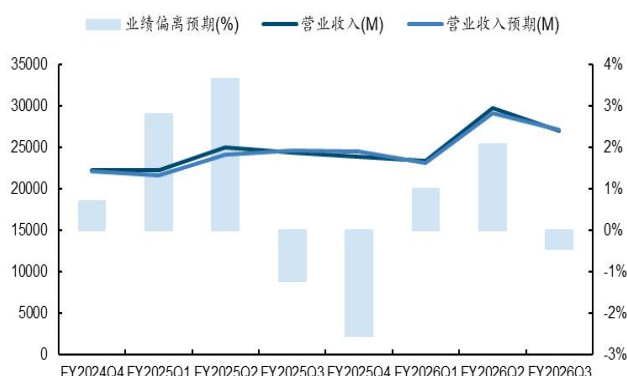
二、资本风向

AI 基础层：戴尔佐证 AI 服务器需求加速，谷歌全产业链布局优势明显

本季度公司实现收入 270 亿美元，同比增长双位数，创历史三季度新高，非 GAAP 摊薄 EPS 同比增速更快，达到 17%，体现在 AI 与存储盈利能力改善、运营效率提升驱动下的利润弹性。ISG 与 CSG 合计收入增长 13%，运营费用占比继续下降，带动公司整体营业利润率提升，经营质量延续优化趋势。管理层强调，本季度现金流表现强劲，配合稳健杠杆水平，为持续的股东回报留足空间。

图表 1：戴尔本季度营收略低于预期

图表 2：戴尔本季度 Non-GAAP 每股收益击败预期



来源：路透、国金证券研究所

来源：路透、国金证券研究所

从业务构成看，ISG 是本季度增长主引擎，收入同比增长 24%至 141 亿美元，已连续七个季度实现双位数增长。其中服务器及网络收入同比增长 37%，年初至今增速达到 40%以上。AI 服务器需求加速放量，当季取得 123 亿美元订单，年初至今订单达到 300 亿美元，出货 56 亿美元，期末 AI 服务器积压订单达 184 亿美元，且五季度滚动管线仍为积压数倍，覆盖 Neo Cloud、二线 CSP、主权客户及企业用户，订单与管线结构显示需求具有一定可持续性。同时，传统 x86 服务器需求恢复双位数增长，EMEA 与北美均有改善，TRU 和单机配置持续上升，反映数据中心整合与算力密度提升趋势。

存储业务收入同比小幅下滑 1%，但公司自有 IP 存储组合继续跑赢行业。

PowerStore 已连续七个季度实现需求增长，其中六个季度为双位数增长，配合 PowerMax、PowerScale、ObjectScale 与 PowerFlex 等产品双位数需求，带动高毛利的 Dell IP 存储在收入与利润中的占比提升。管理层明确，围绕开放解耦的私有云存储、AI 与非结构化数据平台以及数据安全/韧性三大方向的产品策略，将继续推动存储业务结构性改善，对冲总体市场波动。

CSG 方面，收入同比增长 3%至 125 亿美元，其商业板块收入增长 5%，已连续五个季度实现增长，SMB 需求保持稳健，国际市场需求加速，北美也有所改善。消费业务收入同比下降 7%，但需求已恢复正增长，实现三年来首次恢复增长。管理层判断 PC 换机周期仍在进行中，约 15 亿台安装基数中仍有大量未升级至 Windows11 或已运行四年以上的旧机型，同时 AI PC、小模型与系统级 AI 能力的引入将延长 PC 景气周期，公司将通过非高端细分市场重新夺回份额以增强规模优势。

盈利与现金流层面，三季度整体毛利总额同比增长，毛利率在 AI 服务器占比提升的情况下略有压力，但通过 AI 服务器盈利性环比改善、自有 IP 存储占比提升以及费用率下行，营业利润同比增长 11%，ISG 营业利润率环比大幅提升至 12%以上。管理层强调，AI 服务器业务已回到公司此前规划的中个位数营业利润率区间，且随着一次性加急物流与供应链重构成本消失、客户/产品结构优化，高附加值服务与融资等绑定，有望在维持合理回报的同时兼顾规模优先。公司本季度经营活动现金流达 12 亿美元，现金与投资余额环比提升，核心杠杆维持在 1.6 倍，季度内通过回购与分红共计向股东返还 16 亿美元。

展望方面，公司指引四季度收入在 310 - 320 亿美元区间，中枢较三季度环比大幅提升，其中 AI 服务器出货预计达到 94 亿美元，全年 AI 服务器出货约 250 亿美元，同比增速约 150%，单季 AI 出货将接近去年全年水平。按中枢测算，公司 2026 财年收入指引约 1117 亿美元，同比增长 17%，EPS 约 9.92 美元，同比增长 22%，均显著高于此前长期框架中的中双位数增速假设。管理层同时强调，虽然 DRAM、NAND、HDD 及先进制程芯片等关键元件成本在本轮周期中出现前所未有的快速上行，公司将依托长期供货协议、供应链规模优势与直销模式的定价/配置灵活性，争取在约 90 天内回收超出“正常周期”水平的成本上涨，通过产品组合、配置调整与价格重定价，将压力在客户、公司与供应商之间更均衡地分摊。

在更长周期上，管理层对 2027 财年 AI 业务保持“强烈信心”，认为在 Neo Cloud、主权 AI 与企业客户三类人群同时扩张、机架功耗密度向 500 千瓦甚至 1 兆瓦演进的背景下，公司在机架级工程设计、全球交付与运维服务上的能力，将在 NVIDIA 可能加大垂直整合的情形下依然保持差异化。我们认为，戴尔当前处于 AI 基础设施投资周期与企业 IT 现代化/PC 换机周期的交汇点，业绩的波动更多来自算力订单兑现节奏与上游存储成本冲击。中长期看，公司在 AI 整机+机架方案、自有存储 IP 组合与 PC 渠道上的综合优势仍具配置价值，但短期需警惕：一是 AI 投资节奏放缓或客户融资约束带来的订单不达预期风险；二是存储价格进一步上行导致毛利率短期承压；三是 PC 市场竞争加剧对 CSG 利润率的扰动。

11 月 21 日，谷歌云 AI 基础设施负责人 Amin Vahdat 在 11 月 6 日的全员会议上透露，公司必须每六个月将其计算能力翻一番以应对人工智能服务的需求，并预计未来 4-5 年内需要实现 1000 倍的算力增长。Alphabet CEO Sundar Pichai 在该会议上承认 AI 泡沫担忧，但强调投资不足的风险更大。

谷歌正推动 TPU 业务扩张,与 Meta 等公司洽谈让其在自家数据中心部署 TPU,并计划通过“TPU@Premises”提供本地化方案,以满足安全与合规需求。Meta 正考虑未来数十亿美元采购 TPU。谷歌希望借此撬动英伟达约 10%的收入,同时以更低成本吸引客户,并强化软件生态以对抗 CUDA。

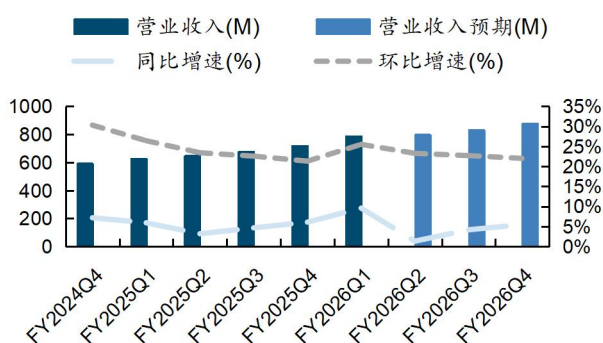
11 月 24 日,亚马逊宣布将投入最高 500 亿美元,用于扩大面向美国政府客户的人工智能与超级计算能力。媒体称,这是目前面向公共部门最大规模的云基础设施投资之一。亚马逊表示,该项目预计将在 2026 年动工。项目将通过建设新的数据中心,在 AWS Top Secret、AWS Secret 以及 AWS GovCloud 等区域新增近 1.3 吉瓦的全新 AI 与高性能计算能力,这些数据中心将配置先进的计算和网络系统。

AI 应用层：巨头与 AI 结合落地加快

Zscaler 第三季度 (FY2026Q1) ARR 达到 32 亿美元,同比增长 26%,RPO 同比增长 35%至 59 亿美元,显示中长期合同锁定度持续提升。收入 7.88 亿美元,同比增长 26%、环比增长 10%,延续增长;毛利率受新产品前期放量影响略降至 79.9%,经营利润率 21.8%位于中长期目标区间上沿,自由现金流利润率达到 52%。客户结构上,超过 100 万美元 ARR 大客户增至 698 家,超过 10 万美元 ARR 客户达 3,754 家,体现平台在大型企业中的战略地位。分业务看,AI Security ARR 同比增速超过 80%,已提前三个季度完成原本 FY26 年末 4 亿美元的目标,公司预计本财年底有望突破 5 亿美元。Data Security Everywhere ARR 加速至约 4.5 亿美元,客户通过在 Zscaler 统一平台替代多款数据安全点产品,带动多模块打包采购。Zero Trust Everywhere 客户数已超 450 家,较原定 FY26 年底“390 家”目标提前三个季度完成。

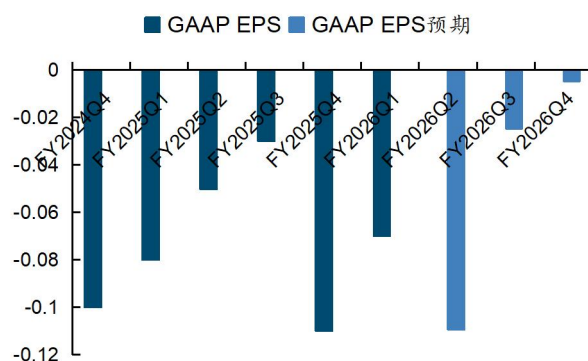
展望 FY26, 管理层给出: FY2026Q2 收入 7.97 - 7.99 亿美元, 同比增长约 23%; 全年 ARR 指引 36.98 - 37.18 亿美元, 同比增长 22.7% - 23.3%, 收入 32.82 - 33.01 亿美元, 同比增长 22.8% - 23.5%, 经营利润 7.32 - 7.40 亿美元、自由现金流利润率 26% - 26.5%。

图表 3: Zscaler 收入维持增长



来源: 路透、国金证券研究所

图表 4: Zscaler EPS 仍未转正



来源: 路透、国金证券研究所

我们认为, Zscaler 本次财报在营收、ARR 与 RPO 上表现出网络安全公司的强势, 但仍需关注利润端与收购 Red Canary 带来的的不确定性。1. 公司每股收益虽然相比上季度的-0.11 美元增长 0.04 美元至-0.07 美元, 但仍未转正。2. 公司在客户获取、ARR 增长上不断突破, 但不管是 Q2 还是全年的指引增速偏向中性, 需关注公司未来收入端增速。3. 此次财报发布会上, Zscaler 对 Red Canary 并购整合的价值尚未获得清晰量化。管理层明确表示其短期对整体业绩“并不具备重大贡献”, 缺乏明确的收入增量、成本协同与回报周期披露。

11 月 25 日, 阿里发布 3Q 业绩: 营收 2478.0 亿元, 同比增长 4.8%, 略高于市场预期, 云智能业务营收激增 34%, AI 产品持续高速增长, 跻身国内 AI 云市占第一。即时零售业务收入为 229.06 亿元, 同比增长 60%。调整后净利润大跌 72%, 公司将此归因于对即时零售、用户体验以及科技的投入。

阿里 CEO 吴泳铭称：至少三年内，AI 泡沫是不太存在的。11 月 25 日晚间，财报发布后的电话会上，阿里巴巴 CEO 吴泳铭表示，“至少三年内，AI 泡沫是不太存在的。”他提到阿里云 AI 服务器等上架节奏严重跟不上客户需求，在手订单仍在进一步增加。吴泳铭透露，在对当下及未来 AI 需求的判断中，阿里已以最快的速度加快供应链、机房的节奏，但他仍提到此前三年 3800 亿的基础设施投入计划可能增投，“现在看起来这个数字偏小了。”此外，他表示阿里正在 AI to B 和 AI to C 两大方向齐发力——在 AI to B 领域，做世界领先的全栈 AI 服务商；在 AI to C 领域，打造面向 C 端用户的 AI 超级原生应用。

阿里千问 App 公测首周下载量突破 1000 万，成为增长最快的 AI 应用，热度超越 ChatGPT、Sora 等。依托 Qwen3 模型与免费策略，千问快速登顶 App Store 榜单，并凭借强大的 Agent 能力切入 AI to C 市场。千问被视为阿里 AI 时代的关键入口，未来将通过生态融合、订阅制等模式形成 C 端盈利闭环，并有望推动 AI 算力与基础设施进一步扩张。

谷歌重启 AI 眼镜：富士康代工，三星设计，或于 2026Q4 发布。谷歌已于去年年底立项两个 AI 眼镜项目，目前两项目已经进入 POC（小批量试产）阶段，正在密集推进选型、ID 设计。知情人士表示，谷歌的 AI 眼镜的硬件代工方是富士康，参考设计由三星提供，芯片由高通提供。谷歌近期还在与歌尔在内的中国供应商接触中另外，谷歌 AI 眼镜发布时间最早或为 2026 年 Q4。

三、本周观点

谷歌云 AI 基础设施负责人表示谷歌未来每 6 个月将计算能力翻倍，并预计未来 4-5 年内需要实现 1000 倍的算力增长，说明算力需求仍高度紧缺。同时，OpenAI、AWS 等海外大厂继续推进 AI 基础设施扩建：AWS 宣布在美国政府区域追

加约 1.3GW 算力建设；谷歌与 Meta 洽谈大规模采购，并探索“TPU@Premises”本地化方案；OpenAI 向媒体透露未来 2030 年预计将转化 2.2 亿付费订阅用户，为其持续的算力扩张提供长期支撑。阿里在业绩会上确认未来三年 3800 亿元 Capex 可能上修，云业务强劲增长（+34%），并首次明确前几代 GPU 全部跑满，算力需求持续扩大。千问 App 公测一周下载破 1000 万，成为全年最强 AI 应用增长曲线。此外，新加坡 AISG 本周正式放弃 Meta 模型，转向阿里 Qwen 架构，标志中国开源大模型在全球的渗透进一步提升。国产大模型亦有突破。

DeepSeekMath-V2 模拟 IMO 实现金牌水平，采用“生成器+验证器”自我进化框架，使开源模型在严谨推理中首次逼近闭源实验室性能。字节跳动与中兴通讯合作的 AI 手机将于 12 月初发布，主打高权限 Agent 能力，备货量约 3 万台。字节主导豆包大模型的植入与 AI 交互功能定义，中兴则主导硬件定义、产品设计和生产制造，AI 端侧加速落地。Google 发布 Gemini 之后又起 AI 芯片 TPU 逻辑，一方面减弱了对 AI 泡沫的担忧，另外一方面让 AI 产业链逻辑有所延伸，TPU 产业链相关标的表现强劲。我们对 AI 科技发展的前景持续看好。

四、产业链数据更新

本周存储价格：

本周 NAND 现货价格整体与上周持平，涨幅明显放缓，核心原因在于价格已处高位，而上游原厂的后续供应策略尚未明朗，导致行业厂商对资源稳定性存疑，出货行为趋于谨慎。我们判断，这一放缓更多反映产业链间的短期博弈，而非需求动能减弱。在 AI 强劲拉动的大背景下，终端与渠道补库需求仍具韧性，存储价格的上行趋势预计将延续。

图表 5: DRAM 和 Flash Wafer 周度涨跌幅

DRAM						
料号	2025 年43周	2025 年44周	2025 年45周	2025 年46周	2025 年47周	2025 年48周
DRAM:DDR3 2Gb 128Mx16 1600/1866	4.00%	4.62%	3.68%	17.02%	6.67%	5.11%
DRAM:DDR3 2Gb 256Mx8 1600/1866	2.55%	1.86%	3.05%	14.20%	0.00%	0.00%
DRAM:DDR3 4Gb 256Mx16 1600/1866	9.93%	9.68%	7.65%	20.22%	6.36%	1.71%
DRAM:DDR3 4Gb 512Mx8 eTT	11.94%	9.33%	4.88%	8.14%	0.00%	1.08%
DRAM:DDR4 16Gb (1Gx16) 3200	2.28%	11.93%	13.84%	12.83%	10.66%	15.26%
DRAM:DDR4 16Gb (2Gx8) 2666 Mbps	13.95%	19.40%	18.25%	13.66%	6.81%	13.93%
DRAM:DDR4 16Gb (2Gx8) 3200	14.74%	24.09%	19.61%	12.72%	9.08%	13.33%
DRAM:DDR4 16Gb (2Gx8) eTT Mbps	18.30%	19.43%	14.22%	9.41%	7.21%	10.85%
DRAM:DDR4 4Gb 512Mx8 eTT	15.83%	12.95%	5.73%	5.42%	1.14%	0.00%
DRAM:DDR4 4Gb (256Mx16) 2400/2666	4.92%	5.08%	2.60%	13.77%	4.46%	10.67%
DRAM:DDR4 4Gb (512Mx8) 2400/2666	1.43%	3.17%	3.07%	10.60%	4.79%	6.29%
DRAM:DDR4 8Gb (1Gx8) 2666 Mbps	1.73%	10.75%	11.83%	7.94%	6.67%	12.59%
DRAM:DDR4 8Gb (1Gx8) 3200	7.07%	18.87%	14.78%	8.38%	8.53%	16.83%
DRAM:DDR4 8Gb (1Gx8) eTT	20.75%	21.65%	7.91%	7.59%	5.84%	7.82%
DRAM:DDR4 8Gb (512Mx16) 2666 Mbps	0.92%	10.67%	5.23%	10.60%	7.46%	11.12%
DRAM:DDR4 8Gb (512Mx16) 3200	2.18%	8.54%	6.89%	9.71%	5.78%	13.48%
DRAM:DDR5 16G (2Gx8) 4800/5600	19.73%	25.12%	35.18%	17.05%	2.69%	7.95%
NAND Flash						
料号	2025 年43周	2025 年44周	2025 年45周	2025 年46周	2025 年47周	2025 年48周
QLC 1Tb	8.33%	4.62%	2.94%	42.86%	25.00%	0.00%
TLC 1Tb	7.46%	2.78%	1.35%	40.00%	23.81%	0.00%
TLC 256Gb	0.00%	2.94%	28.57%	6.67%	14.58%	0.00%
TLC 512Gb	14.29%	4.17%	4.00%	25.00%	38.46%	0.00%

来源：中国闪存市场，dramexchange，国金证券研究所

风险提示

算力供不应求的风险：若训练或推理算力芯片不足，可能会推升现有芯片价格，降低 AI 应用的性价比，使得 AI 应用推广不及预期。

底层大模型迭代发展不及预期：若底层大模型迭代发展不及预期，可能会影响 AI 应用落地的深度，使其难以在诸多领域进行更加深入的应用。若底层大模型的蒸馏剪枝发展不及预期，可能会使其难以在边缘硬件上充分发挥性能。

国际关系风险：若出于国际关系原因，OpenAI 等海外大模型的调用或其他软硬件的进口受到影响，有可能使得国内 AI 应用的发展不及预期。

监管风险：AI 生成内容在版权归属、个人隐私、伦理等方面存在较大争议，面临一定监管风险，可能对技术及应用层也会带来一定影响。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。

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。

国金证券股份有限公司) 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。