



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

 分析师：麦世学（执业 S1130525110001）
 maishixue@gjzq.com.cn

戴尔服务器需求加速放量，Gemini 活跃度持续上升

摘要

- 本周海外 AI 应用中，Gemini 活跃度快速攀升，ChatGPT 小幅回落，Claude 与 Perplexity 微幅增长，国内应用则保持平稳。技术与硬件领域，DeepSeek 发布 6850 亿参数的 DeepSeek-Math-V2，首创“生成-验证”闭环机制，以 83.3% 的 IMO 正确率成为全球最强开源数学模型；阿里通义推出 6 亿参数 Z-Image 生图模型，兼顾照片级质感与 8 步疾速推理。硬件方面，夸克发布搭载千问助手的 AI 眼镜 S1 及 G1，起售价分别为 3799 元和 1899 元，主打双旗舰芯片与可换电设计。基础设施层面，AMD 联合 IBM 发布首个全流程基于 MI300X 训练的 MoE 模型 ZAYA1，验证了非 NVIDIA 算力在大规模模型训练中的可行性。
- 公司 2026 财年三季度在 AI 基础设施景气和 PC 换机周期带动下，实现收入与 EPS 同步创历史新高，验证其在 AI 服务器整机与机架级方案上的执行力与交付能力。ISG 连续多季度保持双位数增长，AI 服务器订单、出货与积压同步放量，传统服务器与自有 IP 存储也在数据中心现代化进程中持续受益。CSG 端则依托商业 PC 和即将到来的 AI PC 升级需求巩固份额。管理层在成本上行与存储涨价环境下，强调通过直销模式、供应链协同与产品组合管理对冲压力，并给出显著高于长期框架的全年收入与 EPS 增速指引。综合来看，我们对公司中长期在 AI 基础设施与企业 IT 支出复苏中的收益能力保持审慎偏积极判断，但需关注 AI 订单兑现节奏与存储成本上行对利润率的扰动。
- 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%。综合来看，Zscaler 第三季度（FY2026Q1）财报表现良好，但仍需关注利润端与收购 Red Canary 带来的的不确定性。

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
Gemini 活跃度持续上升，夸克 AI 眼镜发布.....	4
戴尔 FY25Q3：AI 服务器需求加速放量.....	5
本周 NAND 现货价格涨势放缓，高价压制需求承接.....	6
Zscaler 第三季度财报表现良好，但仍需关注未来盈利水平	7
风险提示.....	7



海外市场行情回顾

图表1: 截至 11 月 28 日海外 AI 相关个股行情

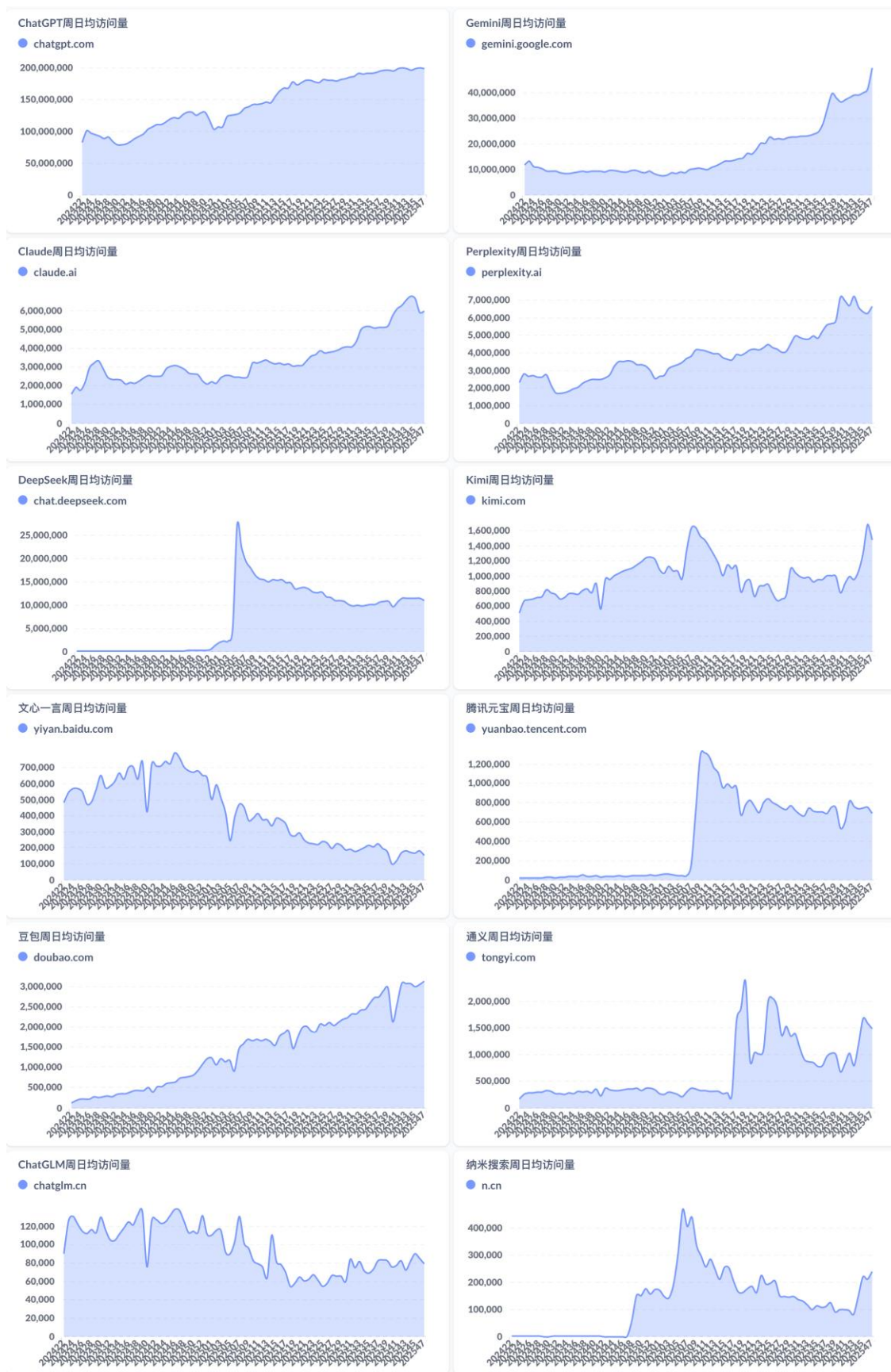
个股名称	本周收盘价	周涨跌幅	产业链
博通	402.96	18.45%	芯片设计与制造、交换机
英特尔	40.56	17.57%	芯片设计与制造
美满电子	89.4	15.43%	芯片设计与制造、交换机
Innodata	57.47	11.68%	云服务
特斯拉	430.17	9.99%	整车、大模型
Meta	647.95	9.04%	消费电子产品、大模型、广告
戴尔	133.35	8.85%	消费电子产品、服务器、交换机、网络安全
Palantir	168.45	8.78%	云服务
Cloudflare	200.21	7.42%	网络安全
Snowflake	251.24	7.35%	云服务、软件
谷歌	320.18	6.85%	云服务、大模型、广告
超威半导体	217.53	6.75%	芯片设计
C3.AI	14.45	6.02%	云服务
亚马逊	233.22	5.68%	IaaS、电商平台、自营硬件、物流配送、广告变现
Zeta Global	18.25	5.67%	软件
Skyworks	65.95	5.33%	芯片设计与制造
Qorvo	85.89	5.14%	芯片设计与制造
微软	492.01	4.21%	消费电子产品、云服务、软件
Palo Alto Networks	190.13	3.95%	网络安全
CrowdStrike	509.16	3.77%	网络安全
Mongodb	332.37	3.48%	云服务
高通	168.09	2.93%	芯片设计
苹果	278.85	2.71%	消费电子产品
HP	24.42	1.92%	消费电子产品
DataDog	160.01	1.56%	芯片设计
Salesforce	230.54	1.51%	云服务
Gitlab	41.06	-1.04%	云服务
英伟达	177	-1.05%	芯片设计、交换机
Zscaler	251.5	-8.55%	网络安全

来源: Reuters、国金证券研究所



Gemini 活跃度持续上升，夸克 AI 眼镜发布

图表2：聊天助手类 AI 应用活跃度



来源：Similarweb、国金证券研究所



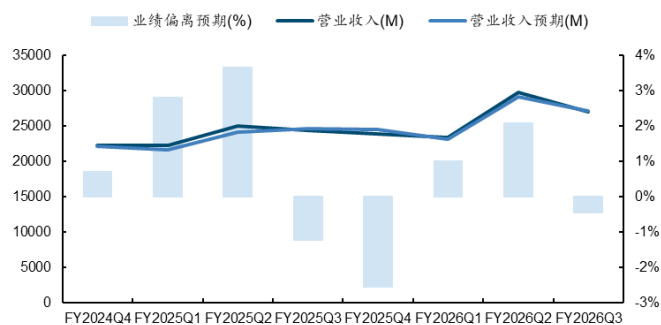
本周,海外聊天助手类应用活跃度中, Gemini 活跃度快速上升, ChatGPT 小幅下降, Claude 和 Perplexity 小幅提升。国内应用中, 多数 AI 聊天类应用活跃度保持平稳。

DeepSeek 正式发布 DeepSeek-Math-V2, 这款 6850 亿参数的 MoE 模型引入“生成-验证”双模型闭环机制, 成为首个达到 IMO 金牌水平的开源模型, 在 2025 年国际数学奥林匹克中以 83.3% 正确率位列全球第三, 并以 Apache2.0 协议开源全部权重与训练细节。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; 硬件方面, 夸克发布搭载千问 AI 助手的 AI 眼镜 S1 及 G1 系列, 起售价 3799 和 1899 元, S1 采用双旗舰芯片与双光机显示, 支持 3K 视频录制及暗光增强, 并首创可换电设计。基础设施层面, 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。

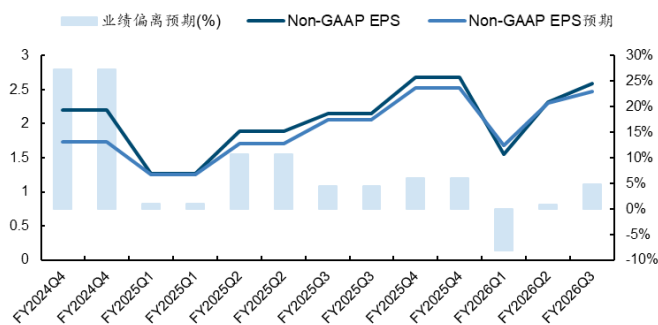
戴尔 FY25Q3: AI 服务器需求加速放量

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3: 本季度公司营业收入略低于预期



图表4: 本季度公司 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%，意味着单季 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。

本周 NAND 现货价格涨势放缓，高价压制需求承接

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

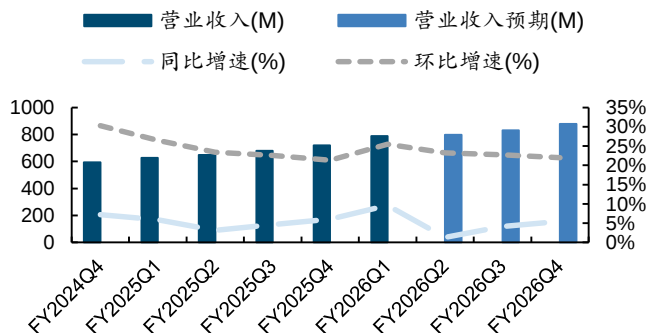


Zscaler 第三季度财报表现良好，但仍需关注未来盈利水平

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 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。

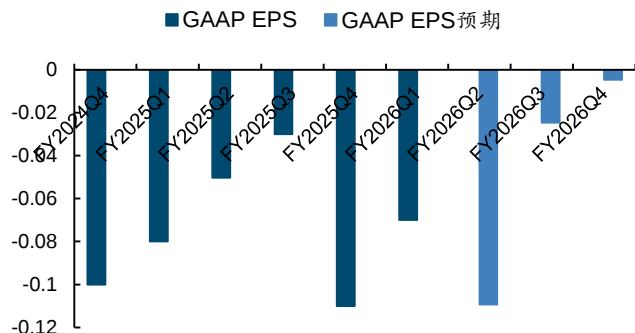
展望 FY26，管理层给出：FY2026Q2 收入 7.97 - 7.99 亿美元，同比增长约 23%；全年 ARR 指引 36.98 - 37.18 亿美元，同比增长 22.7% - 23.3%，收入 32.82 - 33.01 亿美元，同比增长 22.8% - 23.5%，经营利润 7.32 - 7.40 亿美元、自由现金流利润率 26% - 26.5%。

图表6：公司收入维持增长



来源：路透、国金证券研究所

图表7：公司 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。

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受到影响。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。

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