



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

英伟达 FY26Q3 表现亮眼，谷歌发布系列 SOTA 模型

摘要

- 本周海外 AI 应用中 Claude 与 Perplexity 活跃度下滑，Gemini 继续上升；国内 Kimi 活跃度快速增长，其余应用保持平稳。Google 正式开启 Gemini 3 时代，发布 Gemini 3 Pro 及强化推理模式 Deep Think，前者以 1501 分登顶 LMArena 榜单，SimpleQA 准确率达 72.1%刷新纪录。同期推出大幅提升文本渲染能力的 Nano Banana Pro 图像模型及 Antigravity 智能体开发平台，新模型已面向开发者开放。
- 英伟达 2026 财年三季度营收与盈利全面超预期，数据中心与网络业务强劲增长，受益于 NVLink 规模化部署及 Spectrum-X/Quantum-X 平台需求提升。Blackwell 架构进入规模放量阶段，GB300 成为主要出货产品，整机柜交付能力趋于成熟，并形成至 2026 年底约 5000 亿美元的收入可见性。公司强调推理侧算力需求因“思维链”呈指数级扩张。虽财报后估值短期承压，但基本面稳健、产品结构优化与供给瓶颈缓释将支持情绪修复后的估值回归。
- Palo Alto Networks 2025 年第三季度（FY2026Q1）表现稳健。公司当季 RPO 同比增长 24%至 155 亿美元、NGS ARR 同比增长 29%至 58.5 亿美元。总营收 24.7 亿美元，同比增长 16%，其中产品收入同比大增 23%，且过去 12 个月产品收入中软件形态占比升至 44%，而去年同期为 38%，反映软件防火墙与 PAN-OS 与 SD-WAN 放量带来的结构性抬升。盈利能力同步改善，毛利率 76.9%、经营利润率 30.2%，连续第二季超过 30%。

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 3 Pro 和 Nano Banana Pro 发布.....	4
英伟达 FY25Q3: Blackwell 加速放量, 基本面稳健, 估值回调偏情绪驱动.....	6
现货存储涨势延续.....	7
Palo Alto Networks 第三季度财报表现良好.....	8
风险提示.....	9



海外市场行情回顾

图表1: 截至 11 月 21 日海外 AI 相关个股行情

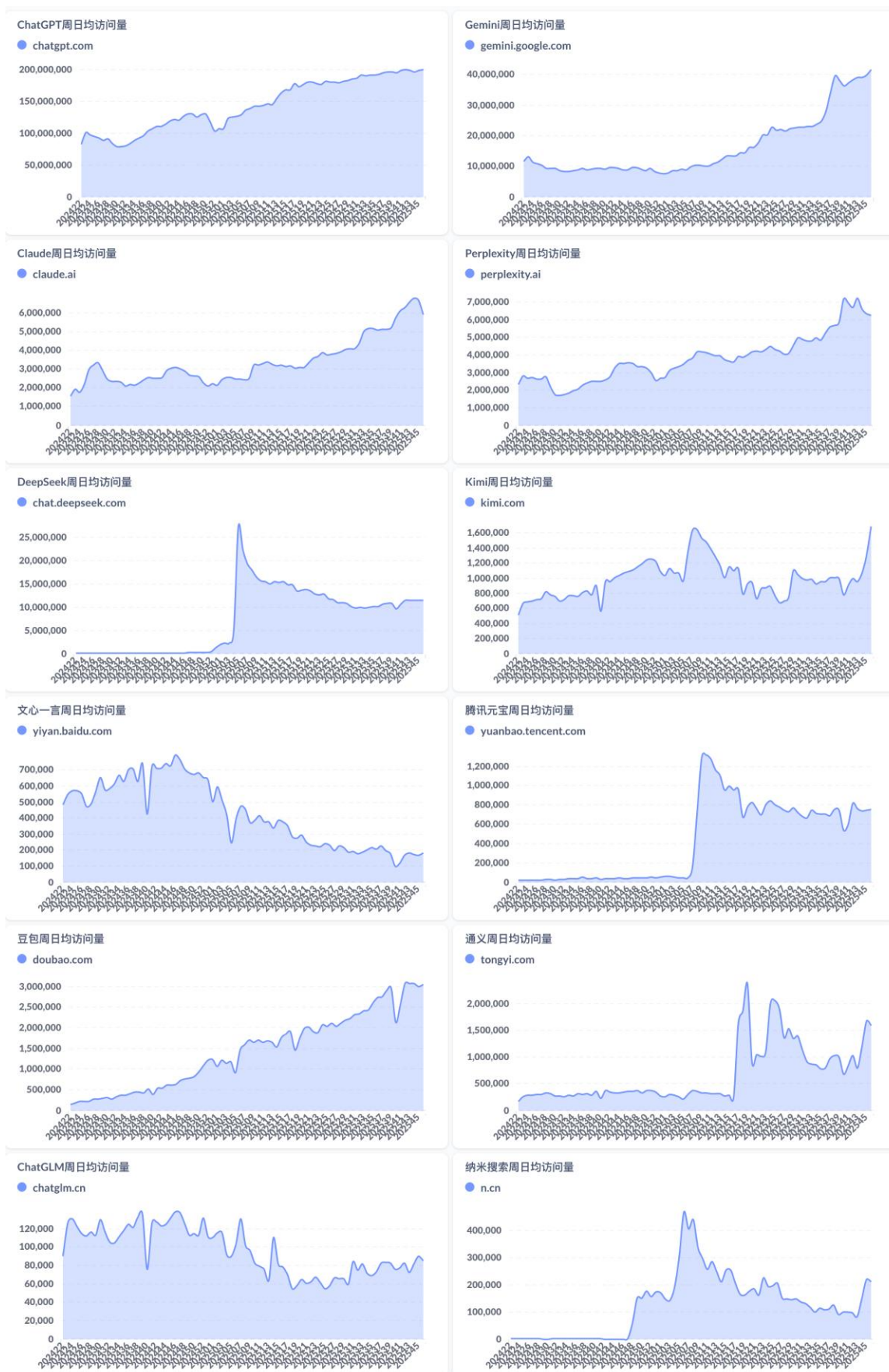
个股名称	本周收盘价	周涨跌幅	产业链
谷歌	299.66	8.41%	云服务、大模型、广告
苹果	271.49	-0.34%	消费电子产品
博通	340.2	-0.66%	芯片设计与制造、交换机
HP	23.96	-2.32%	消费电子产品
Meta	594.25	-2.5%	消费电子产品、大模型、广告
英特尔	34.5	-2.87%	芯片设计与制造
C3.AI	13.63	-3.13%	云服务
特斯拉	391.09	-3.28%	整车、大模型
Qorvo	81.69	-3.87%	芯片设计与制造
英伟达	178.88	-5.94%	芯片设计、交换机
亚马逊	220.69	-5.97%	IaaS、电商平台、自营硬件、物流配送、广告变现
Skyworks	62.61	-5.99%	芯片设计与制造
高通	163.3	-6.14%	芯片设计
Zeta Global	17.27	-6.34%	软件
Gitlab	41.49	-6.41%	云服务
Salesforce	227.11	-6.79%	云服务
微软	472.12	-7.46%	消费电子产品、云服务、软件
Zscaler	275.01	-8.16%	网络安全
戴尔	122.51	-8.41%	消费电子产品、服务器、交换机、网络安全
CrowdStrike	490.67	-8.72%	网络安全
Mongodb	321.18	-8.91%	云服务
Snowflake	234.03	-8.94%	云服务、软件
Innodata	51.46	-10.05%	云服务
美满电子	77.45	-10.41%	芯片设计与制造、交换机
Palo Alto Networks	182.9	-10.89%	网络安全
Palantir	154.85	-11.01%	云服务
Cloudflare	186.38	-11.5%	网络安全
DataDog	157.55	-14.84%	芯片设计
超威半导体	203.78	-17.43%	芯片设计

来源: Reuters、国金证券研究所



Gemini 3 Pro 和 Nano Banana Pro 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，Claude 和 Perplexity 持续下降，Gemini 活跃度继续上升。国内应用中，Kimi 活跃度快速提升，其他多数 AI 聊天类应用活跃度保持平稳。

图表3: Gemini 3 Pro Preview 测评分数

Benchmark	Description		Gemini 3 Pro	Gemini 2.5 Pro	Claude Sonnet 4.5	GPT-5.1
Humanity's Last Exam	Academic reasoning	No tools	37.5%	21.6%	13.7%	26.5%
		With search and code execution	45.8%	—	—	—
ARC-AGI-2	Visual reasoning puzzles	ARC Prize Verified	31.1%	4.9%	13.6%	17.6%
GPQA Diamond	Scientific knowledge	No tools	91.9%	86.4%	83.4%	88.1%
AIME 2025	Mathematics	No tools	95.0%	88.0%	87.0%	94.0%
		With code execution	100%	—	100%	—
MathArena Apex	Challenging Math Contest problems		23.4%	0.5%	1.6%	1.0%
MMMU-Pro	Multimodal understanding and reasoning		81.0%	68.0%	68.0%	76.0%
ScreenSpot-Pro	Screen understanding		72.7%	11.4%	36.2%	3.5%
CharXiv Reasoning	Information synthesis from complex charts		81.4%	69.6%	68.5%	69.5%
OmniDocBench 1.5	OCR	Overall Edit Distance, lower is better	0.115	0.145	0.145	0.147
Video-MMMU	Knowledge acquisition from videos		87.6%	83.6%	77.8%	80.4%
LiveCodeBench Pro	Competitive coding problems from Codeforces, ICPC, and IOI	Elo Rating, higher is better	2,439	1,775	1,418	2,243
Terminal-Bench 2.0	Agentic terminal coding	Terminus-2 agent	54.2%	32.6%	42.8%	47.6%
SWE-Bench Verified	Agentic coding	Single attempt	76.2%	59.6%	77.2%	76.3%
t2-bench	Agentic tool use		85.4%	54.9%	84.7%	80.2%
Vending-Bench 2	Long-horizon agentic tasks	Net worth (mean), higher is better	\$5,478.16	\$573.64	\$3,838.74	\$1,473.43
FACTS Benchmark Suite	Held out internal grounding, parametric, MM, and search retrieval benchmarks		70.5%	63.4%	50.4%	50.8%
SimpleQA Verified	Parametric knowledge		72.1%	54.5%	29.3%	34.9%
MMMLU	Multilingual Q&A		91.8%	89.5%	89.1%	91.0%
Global PIQA	Commonsense reasoning across 100 Languages and Cultures		93.4%	91.5%	90.1%	90.9%
MRCR v2 (8-needle)	Long context performance	128k (average)	77.0%	58.0%	47.1%	61.6%
		1M (pointwise)	26.3%	16.4%	not supported	not supported

 For details on our evaluation methodology please see deepmind.google/models/evals-methodology/gemini-3-pro

来源：Google、国金证券研究所

Google 正式开启 Gemini 3 时代，发布 Gemini 3 Pro 及强化推理模式 Deep Think，并首次将 Gemini 全面整合至搜索 AI 模式。Gemini 3 Pro 登顶 LMArena 榜单达 1501 分，SimpleQA 准确率 72.1%刷新纪录；Deep Think 专注深度推理，在 Humanity's Last Exam 中得分 41.0%，GPQA Diamond 达 93.8%。同期推出的图像模型 Nano Banana Pro 基于新架构，大幅提升文本渲染精准度与多主体一致性。此外，Google 上线全新智能体开发平台 Antigravity，新模型即日起在 AI Studio 及 Vertex AI 面向开发者开放。



图表4: Nano Banana Pro 官方生成样例



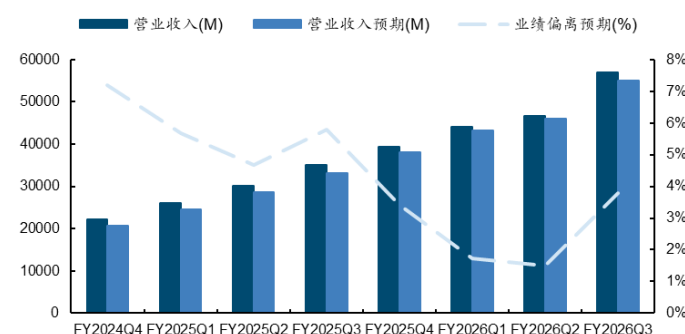
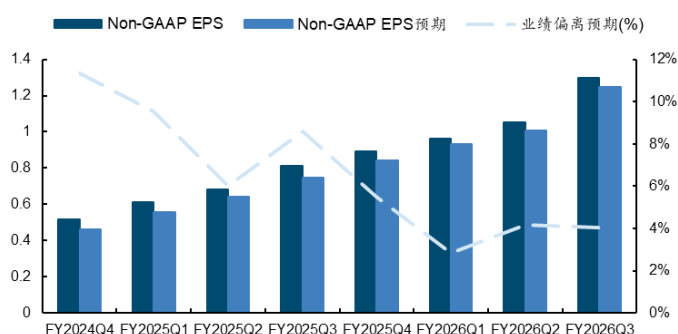
来源: Google、国金证券研究所

英伟达 FY25Q3 : Blackwell 加速放量，基本面稳健，估值回调偏情绪驱动

英伟达 2026 财年第三季度业绩表现强劲，录得营收 570 亿美元，同比增长 62%，环比增长 22%。核心数据中心业务营收达到 510 亿美元，同比增长 66%。其中，网络业务表现尤为亮眼，录得营收 82 亿美元，同比增长 162%，成为业绩增长的重要引擎。该板块增长主要源自 NVLink Scale-up 的部署放量，以及 Spectrum-X 以太网和 Quantum-X InfiniBand 平台的强劲表现；管理层透露，目前以太网在 GPU 集群中的配售率已大致与 InfiniBand 持平，验证了公司多样化网络架构策略的有效性。盈利能力方面，GAAP 毛利率录得 73.4%。公司对 2026 财年第四季度给出积极指引，预计营收为 650 亿美元（上下浮动 2%），隐含约 14% 的环比增速；同时预计 GAAP 毛利率将提升至 74.8%（上下浮动 50 个基点），显示出随着新产品产能爬坡，公司对成本结构优化及规模效应释放持有信心，且预计 2027 财年毛利率将维持在 70% 中段水平。

图表5: 本季度 Non-GAAP 每股收益击败预期

图表6: 本季度营业收入击败预期



来源: 路透、国金证券研究所

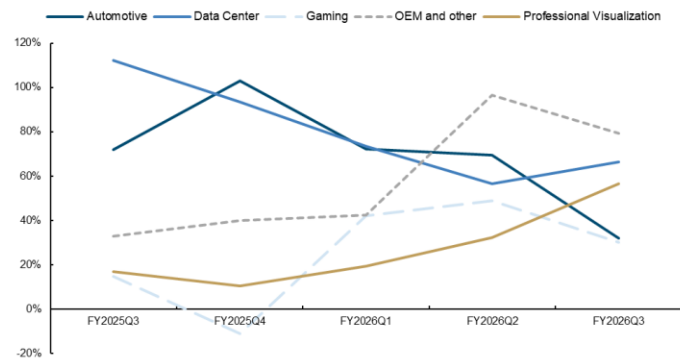
来源: 路透、国金证券研究所

业务进展方面，Blackwell 架构产品的放量与结构优化成为焦点。GB300 已超越 GB200 成为出货主力，贡献了 Blackwell 总营收的约三分之二，目前已向主要云服务商及超大规模企业启动生产级交付。管理层明确指出，供应链生态系统已完全掌握英伟达机架级架构从构建到安装的全流程，表明整机柜交付的工程化能力已趋于成熟。在 AI 远期规划上，公司目前拥有从今年初至 2026 年底高达 5000 亿美元的 Blackwell 及 Rubin 架构收入可见性。公司强调“预训练、后训练、推理”三大缩放定律依然有效，特别是推理侧因“思维链”技术带来的算力需求呈指数级增长。此外，通过与 OpenAI（规划 10GW 算力合作）及

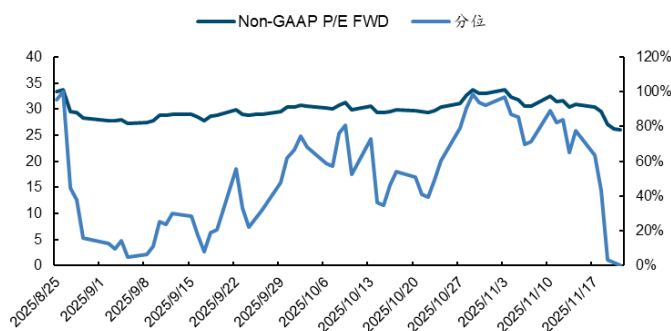


Anthropic（承诺 1GW 算力）等头部模型厂商建立深度战略合作及股权投资关系，公司正通过全栈技术优化进一步加深生态壁垒，确立在下一代 AI 基础设施建设中的核心卡位。

图表7：数据中心业务收入同比增速环比提升



图表8：近期公司远期 Non-GAAP 市盈率显著下行



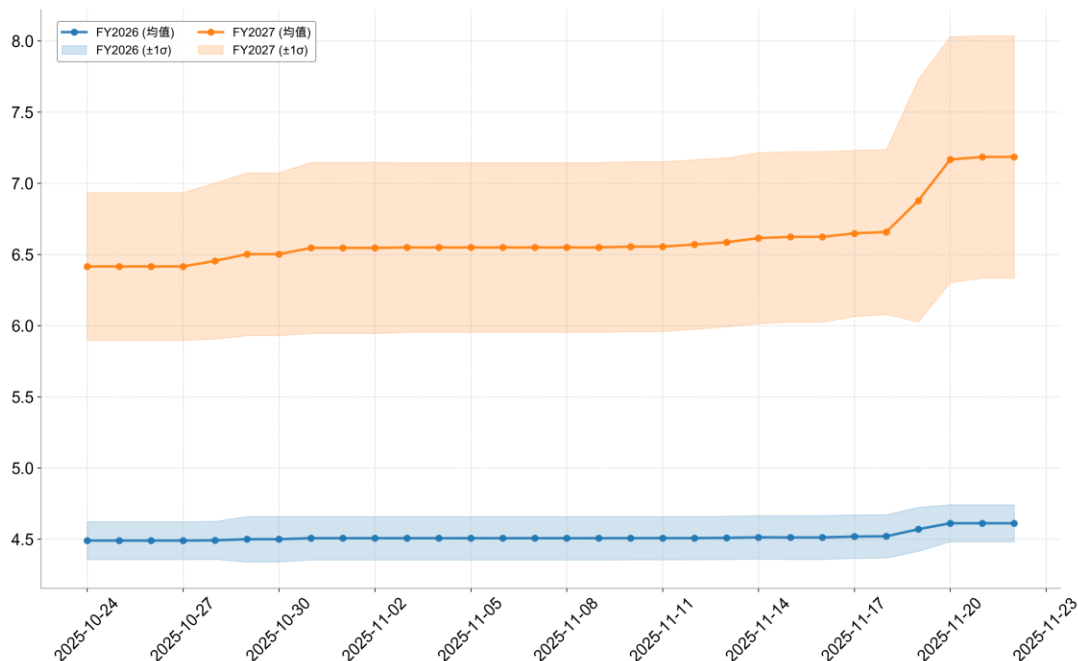
来源：路透、国金证券研究所

来源：路透、国金证券研究所

财报发布后，尽管市场一致预期明显上修，股价仍出现压缩，主要反映短期情绪扰动而非基本面变化。当前 Blackwell 架构的出货节奏持续强化，整机柜交付能力进入成熟阶段，同时公司对 2026-2027 财年保持较强的毛利率把握度，整体成长路径延续清晰可见。在供给端瓶颈缓释、产品结构优化与推理侧算力需求结构性扩张的共同作用下，情绪扰动消化后，估值具备回归基本面的修复空间。

图表9：绩后公司 Non-GAAP 每股收益预期上调

NVDA.O Non-GAAP EPS预期 (多财年)



来源：路透、国金证券研究所

现货存储涨势延续

本周 DRAM 现货价周度涨幅延续，但涨幅收窄，Flash 现货价仍维持强劲涨幅。



图表10: DRAM 和 Flash Wafer 周度涨跌幅

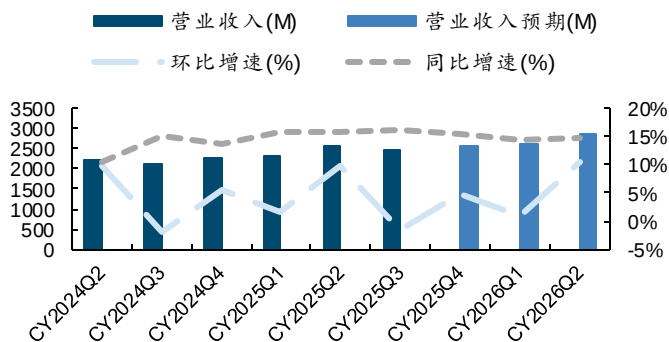
料号	DRAM Wafer					
	2025年42周	2025年43周	2025年44周	2025年45周	2025年46周	2025年47周
DRAM:DDR3 2Gb 128Mx16 1600/1866	0.81%	4.00%	4.62%	3.68%	17.02%	6.67%
DRAM:DDR3 2Gb 256Mx8 1600/1866	0.64%	2.55%	1.86%	3.05%	14.20%	0.00%
DRAM:DDR3 4Gb 256Mx16 1600/1866	2.92%	9.93%	9.68%	7.65%	20.22%	6.36%
DRAM:DDR3 4Gb 512Mx8 eTT	4.69%	11.94%	9.33%	4.88%	8.14%	0.00%
DRAM:DDR4 16Gb (1Gx16) 3200	11.13%	2.28%	11.93%	13.84%	12.83%	10.66%
DRAM:DDR4 16Gb (2Gx8) 2666 Mbps	15.75%	13.95%	19.40%	18.25%	13.66%	6.81%
DRAM:DDR4 16Gb (2Gx8) 3200	17.67%	14.74%	24.09%	19.61%	12.72%	9.08%
DRAM:DDR4 16Gb (2Gx8) eTT Mbps	7.18%	18.30%	19.43%	14.22%	9.41%	7.21%
DRAM:DDR4 4Gb 512Mx8 eTT	4.35%	15.83%	12.95%	5.73%	5.42%	1.14%
DRAM:DDR4 4Gb (256Mx16) 2400/2666	2.09%	4.92%	5.08%	2.60%	13.77%	4.46%
DRAM:DDR4 4Gb (512Mx8) 2400/2666	1.08%	1.43%	3.17%	3.07%	10.60%	4.79%
DRAM:DDR4 8Gb (1Gx8) 2666 Mbps	7.91%	1.73%	10.75%	11.83%	7.94%	6.67%
DRAM:DDR4 8Gb (1Gx8) 3200	15.45%	7.07%	18.87%	14.78%	8.38%	8.53%
DRAM:DDR4 8Gb (1Gx8) eTT	14.22%	20.75%	21.65%	7.91%	7.59%	5.84%
DRAM:DDR4 8Gb (512Mx16) 2666 Mbps	9.43%	0.92%	10.67%	5.23%	10.60%	7.46%
DRAM:DDR4 8Gb (512Mx16) 3200	7.70%	2.18%	8.54%	6.89%	9.71%	5.78%
DRAM:DDR5 16G (2Gx8) 4800/5600	20.51%	19.73%	25.12%	35.18%	17.05%	2.69%
料号	NAND Flash Wafer					
	2025年42周	2025年43周	2025年44周	2025年45周	2025年46周	2025年47周
QLC 1Tb	17.65%	8.33%	4.62%	2.94%	42.86%	25.00%
TLC 1Tb	17.54%	7.46%	2.78%	1.35%	40.00%	23.81%
TLC 256Gb	6.25%	0.00%	2.94%	28.57%	6.67%	14.58%
TLC 512Gb	20.00%	14.29%	4.17%	4.00%	25.00%	38.46%

来源: 中国闪存市场、dramexchange、国金证券研究所

Palo Alto Networks 第三季度财报表现良好

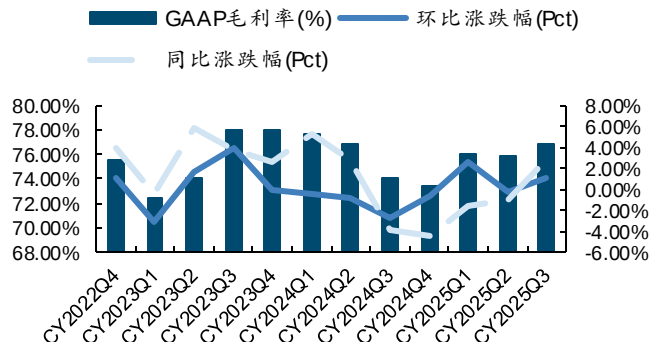
Palo Alto Networks 2025 年第三季度 (FY2026Q1) 表现稳健。公司当季 RPO 同比增长 24% 至 155 亿美元、NGS ARR 同比增长 29% 至 58.5 亿美元。总营收 24.7 亿美元, 同比增长 16%, 其中产品收入同比大增 23%, 且过去 12 个月产品收入中软件形态占比升至 44%, 而去年同期为 38%, 反映软件防火墙与 PAN-OS 与 SD-WAN 放量带来的结构性抬升。盈利能力同步改善, 毛利率 76.9%、经营利润率 30.2%, 连续第二季超过 30%。

图表11: 本季度收入表现稳健



来源: 路透、国金证券研究所

图表12: 本季度毛利率维持在较高位置



来源: 路透、国金证券研究所

分业务看, SASE ARR 同比增长 34% 并突破 13 亿美元、客户数约 6800 家且覆盖财富 500 强三分之一。XSIAM 延续渗透加速, 当季落地史上最大单笔 85 百万美元承诺的大单, 累计客户约 470 家、平均 ARR 每客户超 100 万美元。公司对 2025 年第四季度 (FY2026Q2) 给出收入 25.7 - 25.9 亿美元, 同比增长 14%-15%、NGS ARR 61.1 - 61.4 亿美元, 同比增长 28% 的展望。FY26 全年收入 105.0 - 105.4 亿美元、NGS ARR 70 - 71 亿美元、自由现金流利润率 38 - 39%, 同时强调即便并表 CyberArk 与 Chronosphere 两笔收购, FY26 FCF margin



底线仍可至少维持 37%、FY28 回到 40%+目标不变。

我们认为，网络安全行业正处在过去十年最深刻的结构性上升周期。AI 攻击面的指数级扩张、企业安全架构碎片化成本持续上升以及零信任与 SASE/SSE 云化趋势共同推动安全预算向“平台化”集中。Palo Alto Networks 的业务结构与战略方向高度契合未来行业演进路径。其网络安全主航道（SASE+软件防火墙）持续提升市场份额，具备年化十亿美元级别的稳定现金流。安全运营平台（XSIAM）进入加速渗透期，平均每客户 ARR 超 100 万美元，正在对传统 SIEM 厂商形成结构性替代。AI 安全与量子安全构建未来增长基础。后续可以跟踪公司 NGS ARR 增速以反映平台产品真实渗透、XSIAM 客户数与平均 ARR 以判断公司在安全运营市场的份额替代速度、毛利率与经营利润率以验证平台化带来的规模杠杆。

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。

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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