



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

GPT5.1 发布，供给不足拖累 Coreweave 收入兑现

摘要

- 本周 AI 应用活跃度方面，海外 Claude 与 Perplexity 微降，ChatGPT 与 Gemini 平稳；国内 Kimi 与通义快速提升。技术进展方面，OpenAI 推出 GPT-5.1 迭代，引入即时版与思考版两大模型，均支持自适应推理，并试点 ChatGPT 群聊功能。谷歌全面推送 Gemini Live 语音更新，迈入“24x7 小时”时代，实现情绪感知、语速调节等五大能力。小米发布 Xiaomi Miloco 智能家居方案，依托端侧视觉语言模型实现自然语言交互与本地隐私处理，并已开源。
- CoreWeave 三季度呈现需求强、供给紧、利润承压的典型扩张期特征。营收同比增长 134%，核心客户持续扩单，在手合同与已签约电力资源同步提升，验证算力租赁需求依旧外溢。但第三方数据中心延迟交付导致全年指引下调，核心矛盾在于供给建设跟不上模型需求。高强度资本开支推高折旧和上架成本，使短期盈利仍被压制。整体来看，公司长期景气度未变，但收入兑现节奏受制于资源建设周期；财报后估值下行，市场开始从高预期修复回到关注供给出清与产能落地的阶段。
- 英伟达财报前的市场焦点已从“数据强度”转向“动能持续性”。股价虽回调，但未来两三年的业绩预期却持续上修，显示情绪从炒作转向关注兑现能力。需求端依旧强劲——云厂商 AI CapEx 高位，Blackwell 与 Vera Rubin 预订火热，行业未见放缓迹象。核心不确定性在供给：Blackwell 能否顺利进入全面放量、产能爬坡是否清晰，以及 AI 资本开支持续性能否再获确认。本次财报实质上是一场“验证供给能否跟上需求”的关键窗口；若管理层给出积极指引，当前估值回调或反而改善未来的风险回报结构。
- AMD 在分析师日上显著强化了长期增长框架，将 AI 数据中心业务确立为未来五年的核心驱动力。管理层提出 2030 年数据中心芯片收入达到千亿美元、未来三到五年数据中心业务年化增长 60% 及 EPS 升至 20 美元等明确目标，增长路径从“单点产品”升级为“体系化布局”。在业务战略上，公司依托 OpenAI 大单、2026 年 MI400 量产及整机方案切入系统层，同时持续收购 AI 软件资产构建端到端生态，以提升在下一轮 AI 基础设施扩张中的竞争力。整体来看，公司对 AI 周期的持续性判断更为坚定，结构性增长逻辑更清晰，中长期趋势正在变得可验证。
- 谷歌 Pixel Journal 下放至 Pixel 8/9，把“自动整理—回忆唤起—情境建议”这种高黏性场景常态化，不再只服务最新机型。尽管目前属于程序性节点，美国法官裁定 Apple 与 OpenAI 暂需应诉 X Corp 的诉讼。

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
GPT 5.1 发布, Gemini Live 更新.....	4
CoreWeave: 需求强劲, 但供给瓶颈压制短期放量与盈利.....	5
NVDA FY26Q3 业绩前瞻: 焦点回到 Blackwell 放量, 而非需求强弱.....	6
AMD 强化中长期增长框架, AI 数据中心成为核心驱动力.....	7
端侧 AI 动态.....	7
风险提示.....	8



海外市场行情回顾

图表1: 截至 11 月 14 日海外 AI 相关个股行情

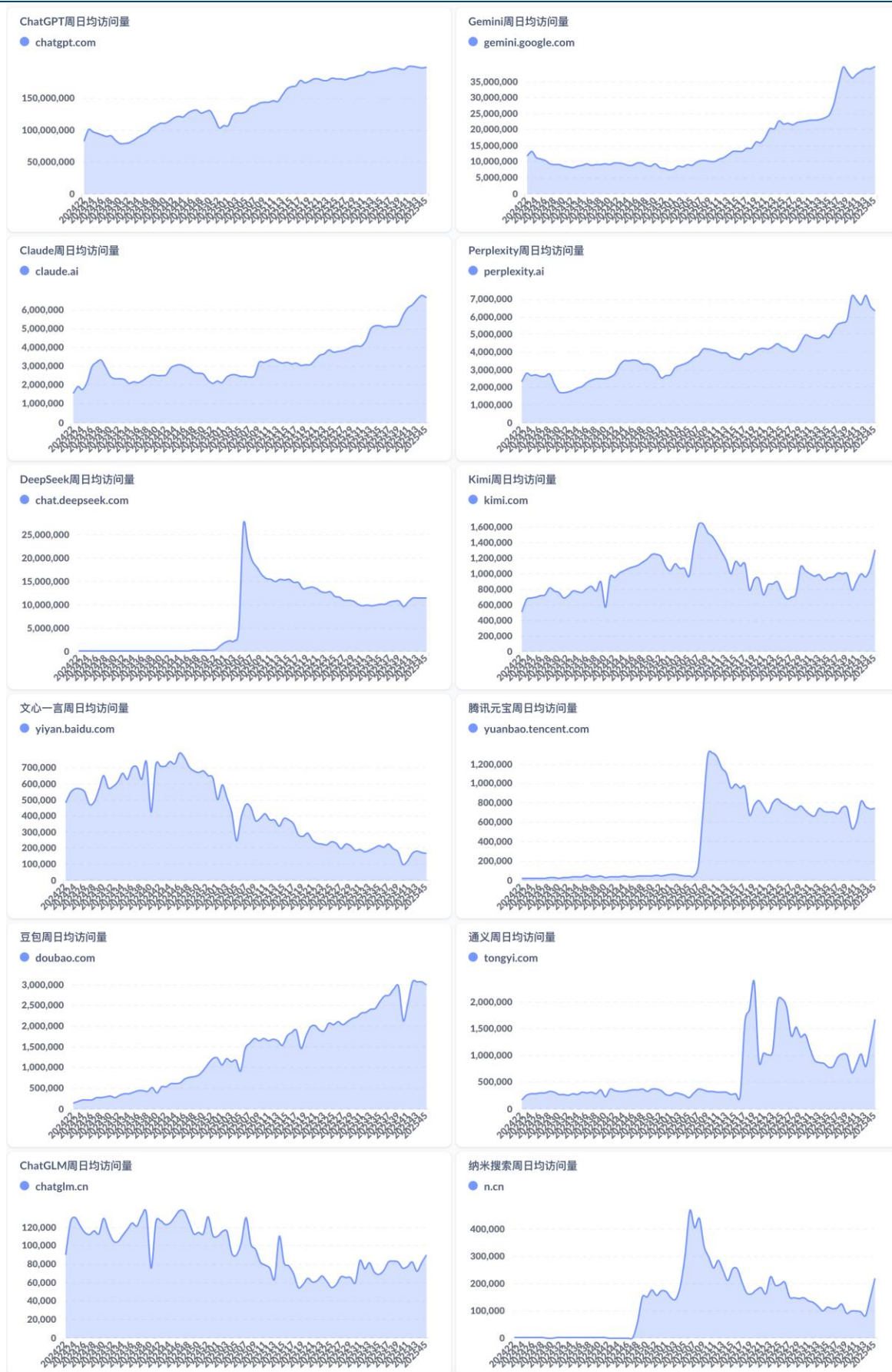
个股名称	本周收盘价	周涨跌幅	产业链
超威半导体	246.81	5.68%	芯片设计
微软	510.18	2.69%	消费电子产品、云服务、软件
高通	173.98	1.81%	芯片设计
Salesforce	243.66	1.58%	云服务
苹果	272.41	1.47%	消费电子产品
英伟达	190.17	1.07%	芯片设计、交换机
CrowdStrike	537.55	-0.42%	网络安全
谷歌	276.41	-0.87%	云服务、大模型、广告
Qorvo	84.98	-1.07%	芯片设计与制造
Meta	609.46	-1.97%	消费电子产品、大模型、广告
博通	342.46	-1.99%	芯片设计与制造、交换机
Palantir	174.01	-2.2%	云服务
Snowflake	257.02	-2.22%	云服务、软件
Mongodb	352.61	-2.33%	云服务
Gitlab	44.33	-2.68%	云服务
DataDog	185.01	-3.26%	芯片设计
Palo Alto Networks	205.25	-3.31%	网络安全
亚马逊	234.69	-3.98%	IaaS、电商平台、自营硬件、物流配送、广告变现
Skyworks	66.6	-4.28%	芯片设计与制造
美满电子	86.45	-4.92%	芯片设计与制造、交换机
Zeta Global	18.44	-5.48%	软件
特斯拉	404.35	-5.86%	整车、大模型
Zscaler	299.45	-6.42%	网络安全
HP	24.53	-6.66%	消费电子产品
英特尔	35.52	-6.85%	芯片设计与制造
戴尔	133.76	-8.82%	消费电子产品、服务器、交换机、网络安全
C3.AI	14.07	-9.34%	云服务
Cloudflare	210.6	-9.54%	网络安全
Innodata	57.21	-12.12%	云服务

来源: Reuters、国金证券研究所



GPT 5.1 发布，Gemini Live 更新

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 小幅下降, ChatGPT 和 Gemini 保持平稳。国内应用中, Kimi 和通义活跃度继续快速提升, 其他多数 AI 聊天类应用活跃度保持平稳。

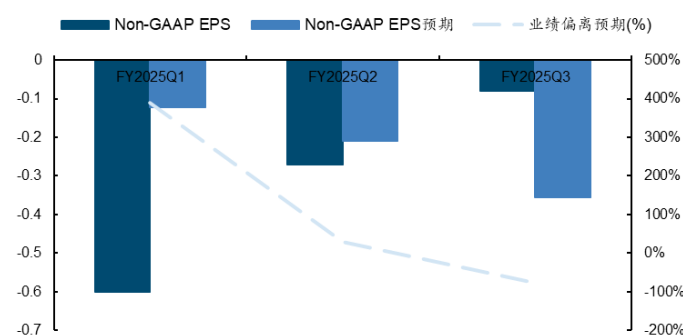
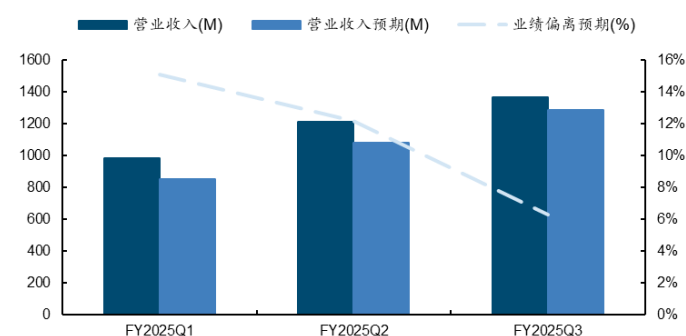
OpenAI 推出 GPT-5.1 迭代, 旨在打造更灵活且高度个性化的数字助理。新版引入两大模型并均支持自适应推理: 即时版(gpt-5.1-chat-latest)提供更温暖、更拟人化的对话体验, 能更严谨遵循指令并处理情绪化场景; 思考版(gpt-5.1)则针对复杂任务优化, 简单查询速度翻倍, 难题处理详细度翻倍。模型路由器(GPT-5.1 Auto)将智能分配任务, 两款模型本周均上线 API。配合新模型, OpenAI 在韩国、新西兰等市场试点 ChatGPT 群聊(Group Chat)功能, 支持多人与 AI 协同共创, AI 可自动判断发言时机, 且仅在 AI 回应时计算速率限制。谷歌全面推送 Gemini Live 语音功能更新, 新版 AI 语音迈入“拟人化 2.0”, 基于 Gemini2.5 Flash 模型, 实现五大核心能力: 实时语速调节、情绪化语气自适应、个性口音切换、无障碍优化及多模态深度整合, 实现从“能听会说”到“懂你所想”的跨越。国内方面, 小米发布智能家居未来探索方案 Xiaomi Miloco(Xiaomi Local Copilot), 将大模型深度融入全屋智能。该方案依托小米自研的端侧视觉语言模型 Xiaomi MiMo-VL-Miloco-7B, 支持以自然语言理解复杂场景需求, 并实现本地化处理视觉数据保障隐私。Miloco 采用四层开放架构并已在 GitHub 全面开源, 旨在推动跨生态设备协同。

CoreWeave : 需求强劲, 但供给瓶颈压制短期放量与盈利

CoreWeave 三季度收入同比增长 134%, 继续展现出 AI 算力租赁领域的高景气度。公司在 OpenAI、Meta 等核心客户持续扩单的推动下, 单季营收达到 13.6 亿美元, 高于市场预期。在手合同规模进一步上升至 556 亿美元, 对应 2.9GW 的已签约电力资源, 订单黏性与未来可见度仍在上行, 整体来看, 需求端仍处于持续外溢的阶段。

图表3: 本季度公司营业收入击败预期

图表4: 本季度公司 Non-GAAP 每股亏损快速收窄



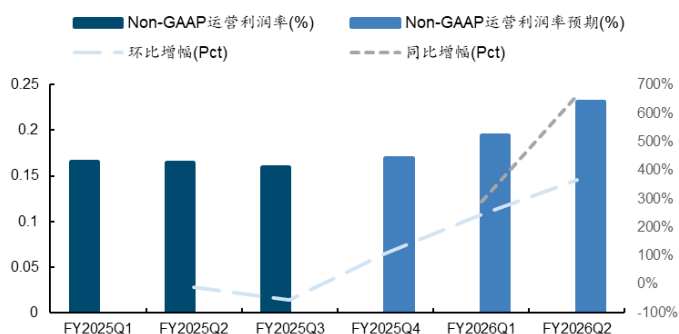
来源: 路透、国金证券研究所

来源: 路透、国金证券研究所

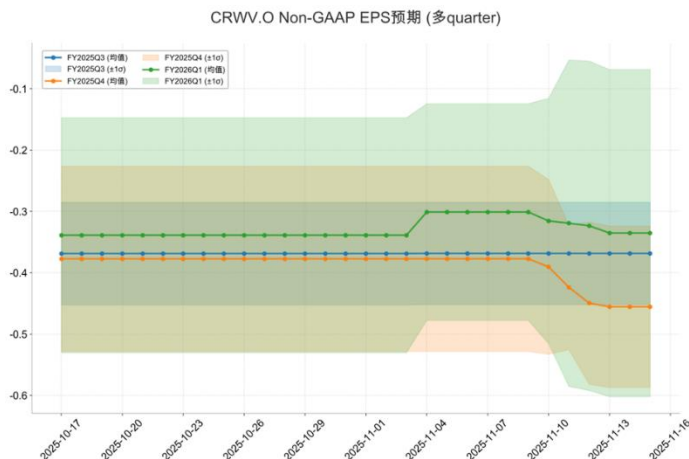
尽管需求端格外强劲, 但三季度指引下调清晰显示供给端才是限制 CoreWeave 增长的关键变量。公司受到第三方数据中心开发商延迟交付的影响, 部分关键园区无法按计划上电, 导致全年收入展望低于市场一致预期。管理层强调问题集中在单一外部项目, 其他 41 座数据中心均在正常推进; 但这一事件本质反映出当前行业整体进入“资源建设赶不上模型需求”的阶段。算力租赁企业的瓶颈主要来自合规电力、机房壳体 (powered shell)、冷却条件和上架周期, 而非需求增长不足。



图表5: 本季度公司 Non-GAAP 运营利润率下滑



图表6: 绩后公司近两个季度市场预期下调



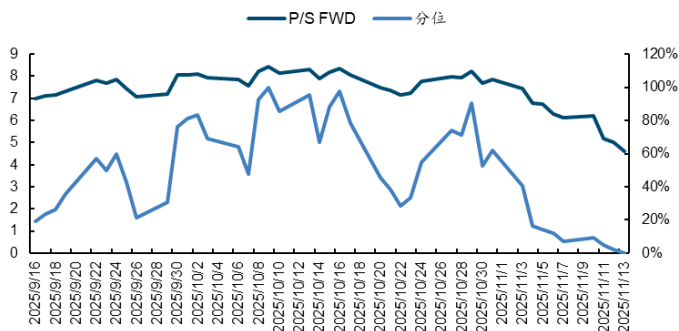
来源: 路透、国金证券研究所

来源: 路透、国金证券研究所

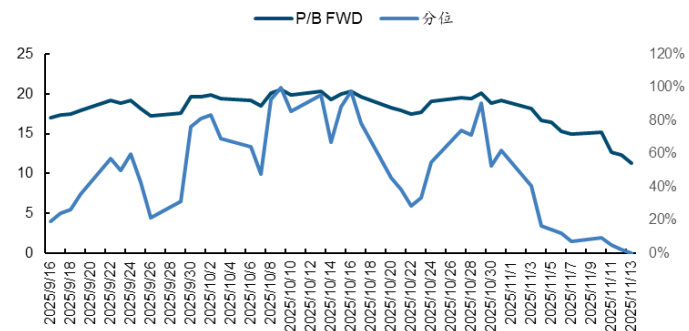
盈利层面继续展现扩张期的典型特征。公司三季度净亏损 1.1 亿美元，同比明显收窄，但仍未能实现盈利。原因在于资本开支被大幅前置，折旧费用快速上升，而建设期资产尚未完全形成可计量收入。公司预计 2025 年资本开支将达到 120-140 亿美元，而 2026 年的规模将显著高于这一水平，这意味着折旧与上架成本在短期内仍将压制利润率。盈利改善的关键取决于数据中心资源的持续上线以及规模效应能否在未来几个季度体现。

从整体来看，CoreWeave 仍处在算力基础设施企业的早期扩张阶段：需求强、订单足，但供给能力的建设周期长、资本密集度高，从而拉长了收入兑现节奏并削弱短期盈利表现。公司以外扩建、内部自建及长期大客户锁定的方式持续扩大算力池，但短期业绩仍将受到资源投放节奏的主导。随着电力和数据中心壳体瓶颈的逐步缓解，产能利用率的提升和折旧摊薄有望带来盈利修复，但周期性压力短期依然存在。

图表7: 绩后远期市销率下滑显著



图表8: 绩后远期市净率下滑显著



来源: 路透、国金证券研究所

来源: 路透、国金证券研究所

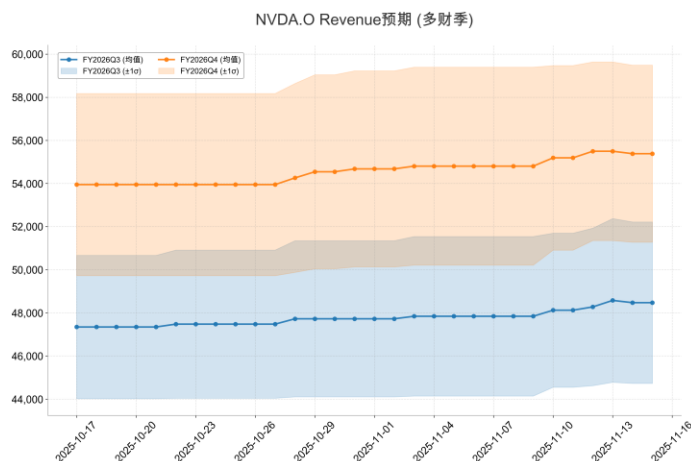
整体判断来看，公司基本面并未减弱，需求端仍显著强于行业供给能力，AI 算力租赁的结构性景气没有改变。但在资本开支持续扩张、数据中心资源建设短期受限的背景下，业绩呈现“收入高增长、利润率承压”并存的典型特征，短期压力与长期潜力并行成为阶段性主线。随财报披露，公司远期市销率与市净率明显回调，显示市场情绪从此前的高预期快速修复，并开始回到更关注算力资源的真实收入兑现与供给出清节奏。

NVDA FY26Q3 业绩前瞻：焦点回到 Blackwell 放量，而非需求强弱

英伟达即将公布新一季财报，市场关注焦点已经从“数据有多亮眼”转向“当前动能还能持续多久”。过去几周股价回调明显，但伴随的是街端对未来两到三年的业绩预期持续上修——这一“预期上行、估值下行”的组合，反映出市场正在从情绪驱动转向更偏重兑现能力的阶段，投资者希望看到更清晰的供给节奏，而非单纯押注需求强劲。

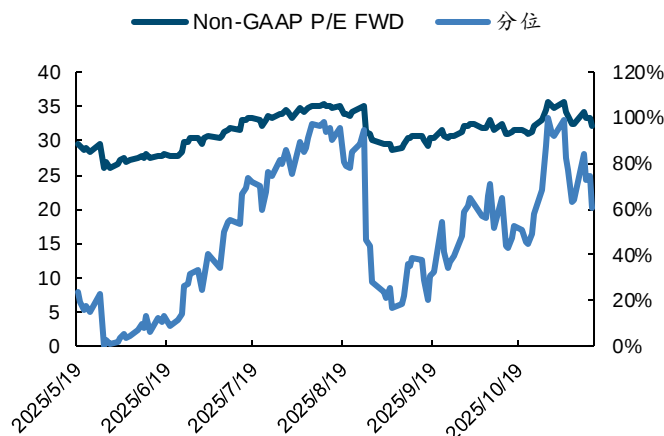


图表9: NVDA 近两个季度市场预期上调



来源: 路透、国金证券研究所

图表10: NVDA 远期市盈率水平下降



来源: 路透、国金证券研究所

当前行业基本面并未松动。云厂商的 AI 资本开支指引保持强势，训练与推理集群建设没有出现延迟信号，下游对 Blackwell、Vera Rubin 等新一代产品的预订需求仍处于高位。需求端强劲已经是“共识”，市场最大的问号转向供给端何时真正打开。

因此，本次财报的核心验证点集中在两个方向：第一，Blackwell 能否确认进入全面放量。此前市场担心能耗、上架效率、热设计等因素可能拖慢整机交付节奏，因此管理层若能给出 Blackwell 产能爬坡清晰路径，或确认出货顺利，将成为最关键的利多。第二，AI 资本开支持续性的可见度。云厂商此前普遍强调未来两到三年 CapEx 仍将保持高强度，如果英伟达管理层能进一步强化这一趋势，市场对于“AI 投资周期是否见顶”的疑虑将显著缓解。

综合来看，本次财报的变量不在需求，而在供应；不在增长是否强劲，而在增长能否持续。只要 Blackwell 放量得到确认，并且管理层对 AI 基础设施投资的中长期前景保持坚定，当前估值回调反而将为后续走势提供更好的风险回报结构。

AMD 强化中长期增长框架，AI 数据中心成为核心驱动力

AMD 此次分析师日明确上修未来五年增长路径，将 AI 数据中心作为公司最核心的战略支点。管理层提出数据中心芯片收入在 2030 年达到千亿美元规模，并给出未来三到五年公司整体年化增长 35%、数据中心业务年化增长 60%、EPS 升至 20 美元的明确目标。这意味着公司不再只是强调产品参与度，而是开始构建可持续的长期增长曲线。

从业务规划看，公司依托 OpenAI 订单、MI400 系列在 2026 年量产以及自研整机方案，进一步向系统层优化延伸；同时加快并购 AI 软件资产，补足推理与训练工具链，提升在 AI 生态中的端到端竞争力。这一组合拳使 AMD 在下一轮 AI 基础设施扩张中具备更高的话语权，不再局限于单点芯片竞争。

整体判断，公司此次给出的增长框架更具结构性，反映管理层对 AI 周期的持续性与广度有高度信心。尽管执行节奏与行业竞争仍是市场关注点，但随着产品和软件生态逐步落地，AI 数据中心业务的中长期上行趋势正在变得更加可验证。

端侧 AI 动态

谷歌 Pixel Journal 下放至 Pixel 8/9，把“自动整理—回忆唤起—情境建议”这种高黏性场景常态化，不再只服务最新机型。同时，Photos 的 Help me edit / Ask Photos 在 iOS 平台与全球范围扩展，且明确依托小模型如 Nano Banana 实现更多本地化推理，这说明头部应用已经把端侧小模型当作人机交互与内容处理的默认基建。两者结合意味着：用户日常拍摄、记事、检索将越来越多地在本地完成，只有在需要检索更大语料或进行云端协同时才使用云端。与此对应，Android 16 的更广推送则把“系统级 AI 能力”和“隐私算力调度”扩散到更多品牌机型：当系统层提供统一的 AI Core、SLM 运行时、NPU 调度，



开发者才能放心调用端侧能力而不担心碎片化。这会缩短“从功能到习惯”的转化周期，用户会更快地把本地 AI 当作默认工具，而非新奇玩具。

美国法官裁定 Apple 与 OpenAI 暂需应诉 X Corp 的诉讼。尽管目前属于程序性节点，但投资者会据此重新评估 Apple-OpenAI 合作对苹果 AI 策略的“确定性”权重：如果合作路径出现波动，苹果必须更快在端侧模型能力、数据边界与开发者 API 上给出强信号，以确保生态不被“更新频繁的安卓端侧体验”稀释。

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