



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） 联系人：黄晓军（执业 S1130122050092） 联系人：麦世学（执业 S1130123100111）
liudaoming@gjzq.com.cn huangxiaojun@gjzq.com.cn maishixue@gjzq.com.cn

博通业绩反映 ASIC 高景气度, Manus 引发 Agent 热潮

摘要

- 甲骨文即将发布 FY25Q3 财报。上季度，甲骨文的云服务及授权业务表现稳健，尤其是 IaaS 业务受 GPU 需求强劲驱动，显示出市场高景气度和合同积压的显著提升。然而，尽管营收增速受 AI 需求支撑，但由于数据中心高额投入，盈利能力受到一定侵蚀，Non-GAAP EPS 略低于预期。
- 尽管美满电子与博通财报均超预期，但美满电子因数据中心业务增速大幅回落（由 98%降至 78%）及定制硅指引模糊而盘后股价下跌近 20%，而博通凭借强劲的 AI 订单和明确的 ASIC 业务展望盘后上涨近 6%。我们认为，市场短期波动主要反映了投资者对未来 ASIC 收入预期过高的担忧，而长期来看，低成本高密度的 ASIC 芯片将受益于大规模推理服务的部署。
- 聊天助手类应用中，腾讯元宝和豆包周环比增速超过 10%，处于一梯队增速，而海外头部应用增长平稳。模型方面，阿里巴巴 Qwen-QwQ 开源，强化了端侧部署的模型的能力，Inception Labs 的 Mercury 凭借 Diffusion LLM 架构大幅提升生成速度，谷歌 Gemini 助手增强了实时交互体验，Monica.im 团队推出的 AI 代理 Manus 具备自主完成复杂任务的能力，开源的 OpenManus 快速复刻，热度上升也很快。视频生成应用活跃度显著提升，Sora 周环比增速高达 56%。国内厂商持续发力多模态，腾讯开源图像转视频框架 HunyuanVideo-I2V，智谱 AI 开源文生图模型 CogView4，首次在开源模型中实现汉字生成。
- 我们认为随着 AI 推动海外私有云服务扩展，越来越多的企业选择将数据上传至云服务器上通过 AI 分析处理，随之而来就是企业对于数据安全的需求。零信任架构与 AI 分析、预测、防御等将会充当网络安全的主要手段，看好网络安全公司未来收入继续增长。
- 我们认为在推出支持毫米波频段的基带芯片后，苹果 C1 芯片在美国等民用 5G 频段属于毫米波频段的国家中将有机会进一步取代高通基带芯片。苹果本周突然发布新版 Mac Studio 最高搭配新发布的 M3 Ultra 处理器，最高搭载 512GB 高带宽架构的内存超出预期，512G 混合内存意味着单机及可推理 4 bit 量化的满血版 671B DeepSeek-R1/V3 模型，双机互联即可推理原版 FP8 满血版 DeepSeekV3。苹果在 AI PC 的领先优势依然非常巨大。

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
财报前瞻.....	4
关注甲骨文 IaaS 收入和利润率.....	4
美满&博通绩后市场反映体现市场对 ASIC 赛道的高度预期.....	4
Zscaler 与 Crowd Strike 2024 年四季度表现良好.....	5
苹果继续推动自研芯片.....	6
AI 模型与应用动态.....	7
通义 QwQ 开源增强端侧模型能力，manus 引发 agent 热潮.....	7
风险提示.....	9



海外市场行情回顾

图表1: 2025/03/03-2025/03/07 海外 AI 相关个股行情

个股名称	个股代码	本周收盘价	上周收盘价	涨跌幅	类目
Skyworks	SKWS.O	72.61	66.66	8.93%	消费电子和汽车
Zscaler	ZS	208.76	196.23	6.39%	AI模型与应用
Qorvo	QRVO.O	76.8	72.69	5.65%	消费电子和汽车
高通	QCOM.O	161.22	157.17	2.58%	消费电子和汽车
谷歌	GOOGL	173.86	170.28	2.10%	AI模型与应用
超威半导体	AMD	100.31	99.86	0.45%	AI算力
Palantir	PLTR	84.91	84.92	-0.01%	AI模型与应用
微软	MSFT	393.31	396.99	-0.93%	AI模型与应用
惠普	HPQ.N	30.54	30.87	-1.07%	消费电子和汽车
苹果	AAPL.O	239.07	241.84	-1.15%	消费电子和汽车
博通	AVGO	194.96	199.43	-2.24%	AI算力
C3.AI	AI	22.53	23.45	-3.92%	AI模型与应用
Palo Alto	PANW	180.93	190.43	-4.99%	AI模型与应用
Salesforce	CRM	282.89	297.85	-5.02%	AI模型与应用
DataDog	DDOG	109.63	116.55	-5.94%	AI模型与应用
亚马逊	AMZN	199.25	212.28	-6.14%	AI模型与应用
Gitlab	GTLB	56.38	60.21	-6.36%	AI模型与应用
Meta	META	625.66	668.2	-6.37%	AI模型与应用
Zeta	ZETA	15.82	17.21	-8.08%	AI模型与应用
英伟达	NVDA	112.69	124.92	-9.79%	AI算力
Snowflake	SNOW	158.91	177.1	-10.27%	AI模型与应用
特斯拉	TSLA.O	262.67	292.98	-10.35%	消费电子和汽车
Innodata	INOD	47.25	52.72	-10.38%	AI模型与应用
戴尔	DELL.N	91.46	102.76	-11.00%	消费电子和汽车
Cloudflare	NET	126.75	145.3	-12.77%	AI模型与应用
英特尔	INTC.O	20.64	23.73	-13.02%	消费电子和汽车
CrowdStrike	CRWD	333.5	389.66	-14.41%	AI模型与应用
美满	MRVL	70.84	91.82	-22.85%	AI算力
Mongodb	MDB	187.65	267.43	-29.83%	AI模型与应用

来源: Reuters、国金证券研究所

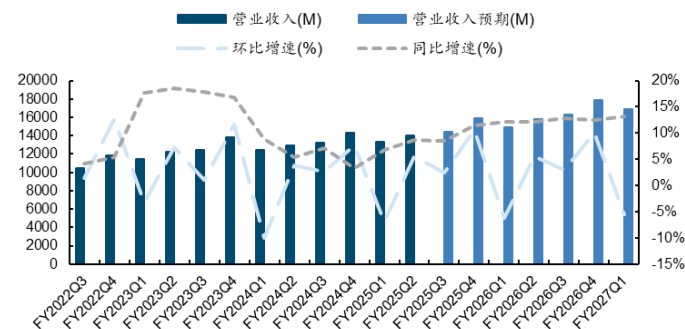


财报前瞻

关注甲骨文 IaaS 收入和利润率

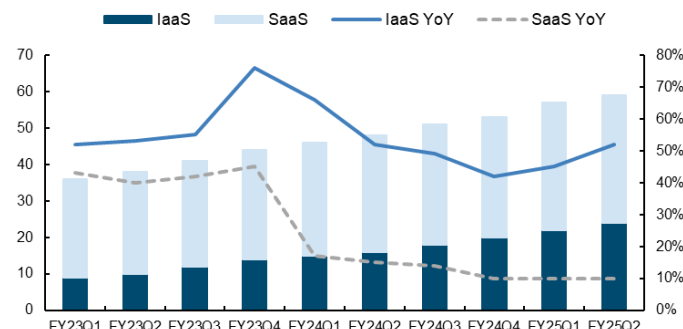
甲骨文将于美东时间周一（3月10日）盘后发布 FY25Q3 财报，上个季度，公司实现营业收入 141 亿美金，同比增长 8.64%，环比增长 5.65%，公司云服务和授权业务实现营业收入 108 亿美金，同比增长 12%，公司额外披露云服务（IaaS+SaaS）总体营收为 59 亿美金，固定货币口径下同比增长 24%，公司表示 GPU 需求强劲，季度消耗量增长 336%，驱动 IaaS 实现营业收入 24 亿美金，固定货币口径下同比增长 52%，待履行合约（RPO, Remaining Performance Obligation）达到 970 亿美金，同比增长 50%，体现出 GPU 需求的高景气度。

图表2：甲骨文营业收入



来源：Reuters、国金证券研究所

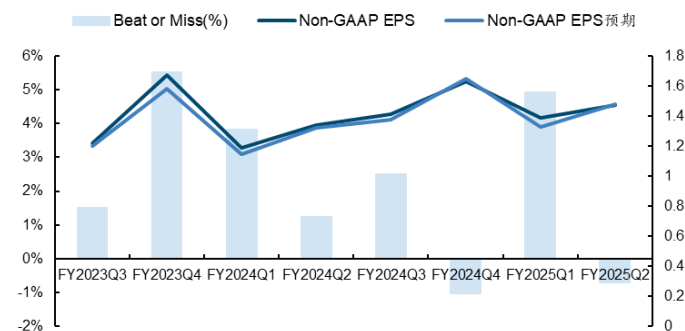
图表3：FY25Q2 甲骨文 IaaS 业务维持高增速



来源：Reuters、国金证券研究所

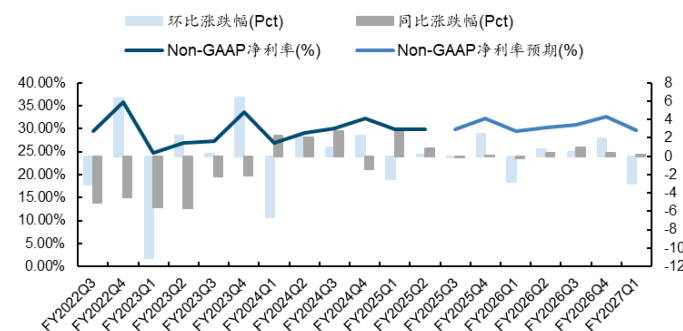
上个季度公司 Non-GAAP EPS 为 1.47 美金，低于市场预期的 1.48，体现出尽管公司营收增速受 AI 需求驱动仍维持在 10% 左右的水平，但盈利能力正受到数据中心高额投入成本的侵蚀。

图表4：甲骨文 FY25Q2 Non-GAAP EPS 低于预期



来源：Reuters、国金证券研究所

图表5：甲骨文 Non-GAAP 净利润



来源：Reuters、国金证券研究所

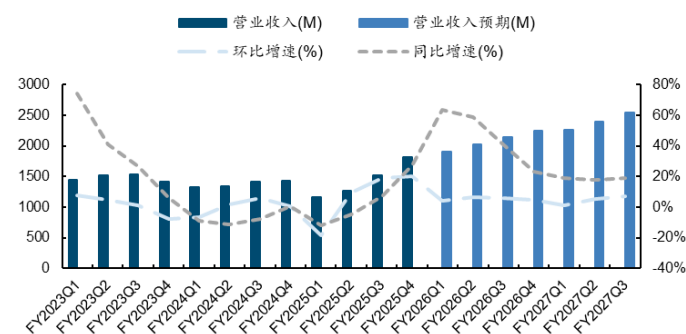
上季度公司展望三季度公司营收固定货币下同比增长 9% 到 11%，高于市场预期的 8%，经调整 EPS 位于 1.5 到 1.54 之间，低于市场预期的 1.57。本季度建议关注公司 IaaS 业务和盈利能力。

美满&博通绩后市场反映体现市场对 ASIC 赛道的高度预期

上周美满电子和博通相继发布财报，本季度美满电子实现营业收入 18.17 亿美金，同比增长 27.40%，环比增长 19.87%，超过市场预期的 17.95 亿美金，博通实现营业收入 149.16 亿美金，同比增长 24.71%，环比增长 6.13%，超过市场预期的 146.10 亿美金，两家 Top-Line 业绩增速均击败市场预期，但绩后市场反映却有所分化，美满电子盘后下跌近 20%，而博通盘后上涨近 6%，主要受两家 AI 业务展望影响。

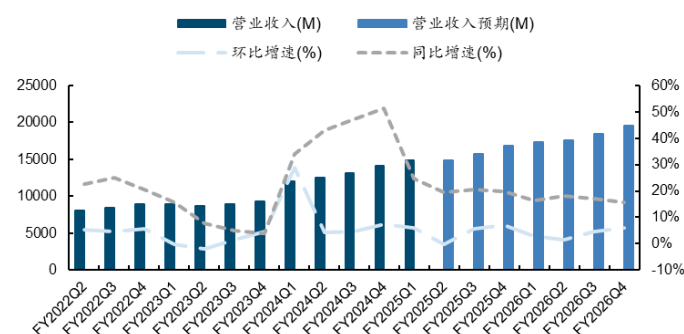


图表6: 美满电子营业收入



来源: Reuters、国金证券研究所

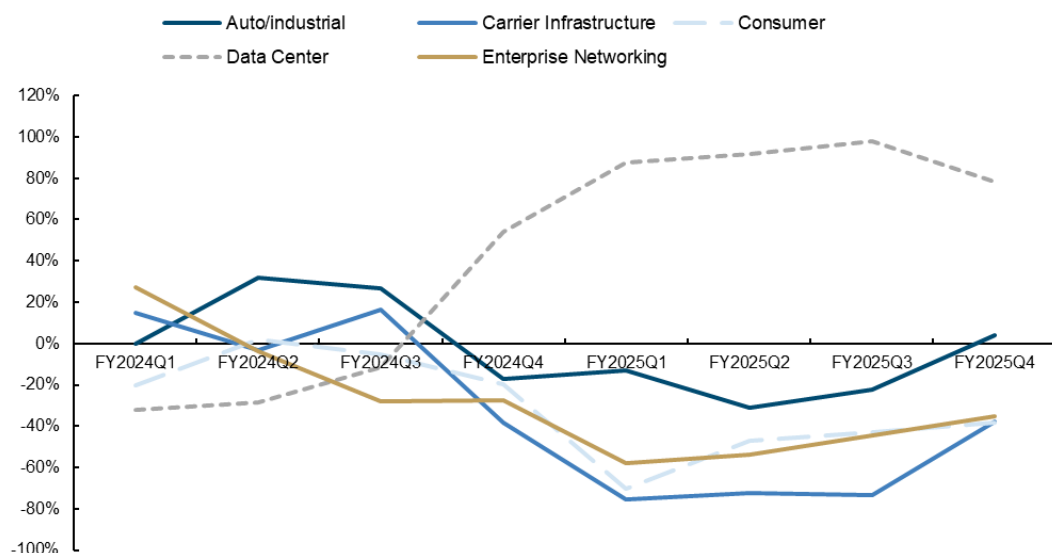
图表7: 博通营业收入



来源: Reuters、国金证券研究所

本季度美满电子数据中心业务同比增速显著下滑,由上季度的98%下滑20Pct至78%,同时,公司未给出明确的ASIC业绩指引,仅表示正在积极投入于先进制程、芯片间互联及HBM等人工智能数据中心业务,这种模糊指引进一步加剧了市场对其失去Trainium芯片订单的担忧。

图表8: 美满电子本季度数据中心业务同比增速显著下滑



来源: Reuters、国金证券研究所

博通本季度AI相关收入达到41亿美元,并且展望下个季度达到44亿美元,另外,公司表示ASIC业务已经获得了另外四个超大规模服务商的订单,并且表示上个季度的600到900亿美元的SAM展望中并没有囊括来自于这四个客户的收入。

我们认为,绩后股价的大幅波动主要源自市场此前对ASIC细分赛道未来收入预期过高,而非整体AI叙事的转向。博通下一季度的展望预期将进一步增强市场对AI业务的乐观情绪。我们维持原有观点:在2025年面向大规模推理服务部署的需求背景下,低成本、高存储密度的ASIC芯片将显著受益。

Zscaler与Crowd Strike2024年四季度表现良好

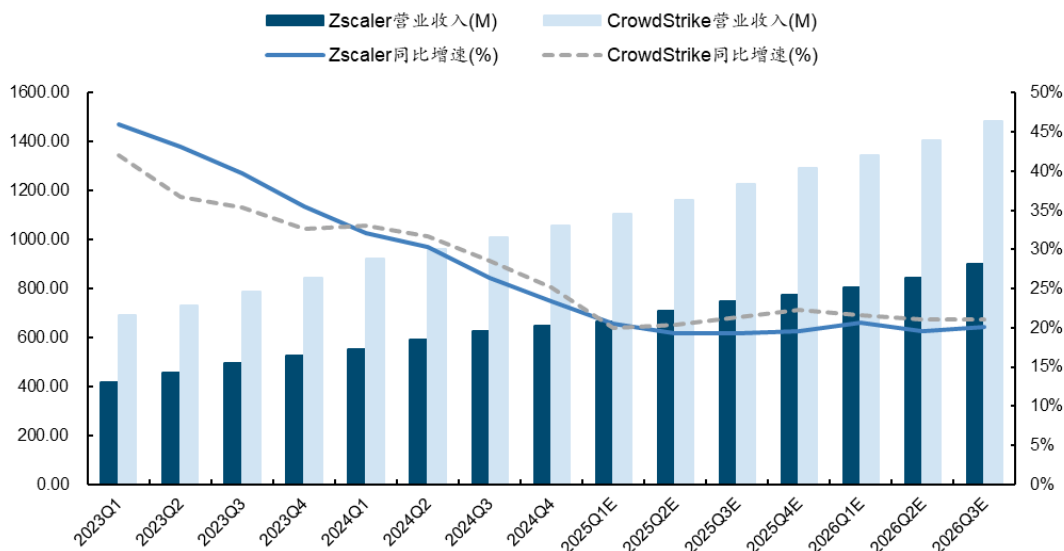
上周,网络安全厂商Zscaler(FY2025Q2)与Crowd Strike(FY2025Q4)公布了2024年第四季度的财报。Zscaler收入同比增长23%,达6.479亿美元,Non-GAAP净利润为1.271亿美元,相比去年同期的9,940万美元增长27%。2025年一季度公司收入预计达到6.65-6.67亿美元,Non-GAAP运营收入预计达到1.40-1.42亿美元。

Crowd Strike第四季度总收入为10.6亿美元,同比增长25%,Non-GAAP订阅费毛利率第



四季度与 2024 年均达到 80%。CrowdStrike 预计，2025 年一季度 (FY2026Q1) 收入将在 11.006 亿至 11.064 亿美元之间。

图表9: Zscaler 与 Crowd Strike 收入及同比增速



来源: Reuters、国金证券研究所

AI 的出现对于网络安全是个双刃剑。所有能被互联网访问的内容都属于攻击面：每一个公共 IP、每一个防火墙、每一个在线应用程序、每一个分支机构，都可能成为攻击目标。在 AI 出现之前，发现所有的攻击面需要很长时间。现在，你只需要问一个简单的问题：“显示某家公司所有的防火墙、VPN 和应用门户，并标记其中存在漏洞的部分。”结果几乎立刻就能呈现出来。AI 让攻击面的发现变得非常简单。

攻击手段也变得越来越复杂，但有些基本的攻击方式仍然最常见，比如网络钓鱼。现在，AI 可以生成完全拟真的钓鱼邮件，比如模仿 CFO 的语气，精准欺骗目标用户。一旦黑客进入系统，他们可以利用 AI 自动扫描，找到最有价值的应用程序和服务器，然后进行加密勒索。

大多数攻击的发生，并不是因为黑客技术高超，而是因为身份凭证被盗。攻击者用窃取的凭证登录为 VP 账户，一旦进入内部网络，就可以随意行动。但在零信任架构中，用户不会获得整个网络的访问权限，而是只能访问一个特定的应用程序。如果黑客窃取了某个凭证，他们可能只能访问一个不重要的应用，而无法对整个系统造成严重破坏。

我们认为随着 AI 推动海外私有云服务扩展，越来越多的企业选择将数据上传至云服务器上通过 AI 分析处理，随之而来就是企业对于数据安全的需求。零信任架构与 AI 分析、预测、防御等将会充当网络安全的主要手段，看好网络安全公司未来收入继续增长。

苹果继续推动自研芯片

近期，苹果在 iPhone 16e 上率先部署自研 C1 基带芯片后，继续计划研发改进版 C1 基带，以便明年支持毫米波。Apple C1 用 7nm 工艺制程（相比之下，高通 SDR875 采用 14nm 工艺），集成了 5G 调制解调器和 FR1 射频收发器，直流功耗效率提升高达 25%，目前苹果这颗 C1 芯片仅支持 Sub-6GHz 频段。我们认为在推出支持毫米波频段的基带芯片后，苹果 C1 芯片在美国等民用 5G 频段属于毫米波频段的国家中将有机会进一步取代高通基带芯片。

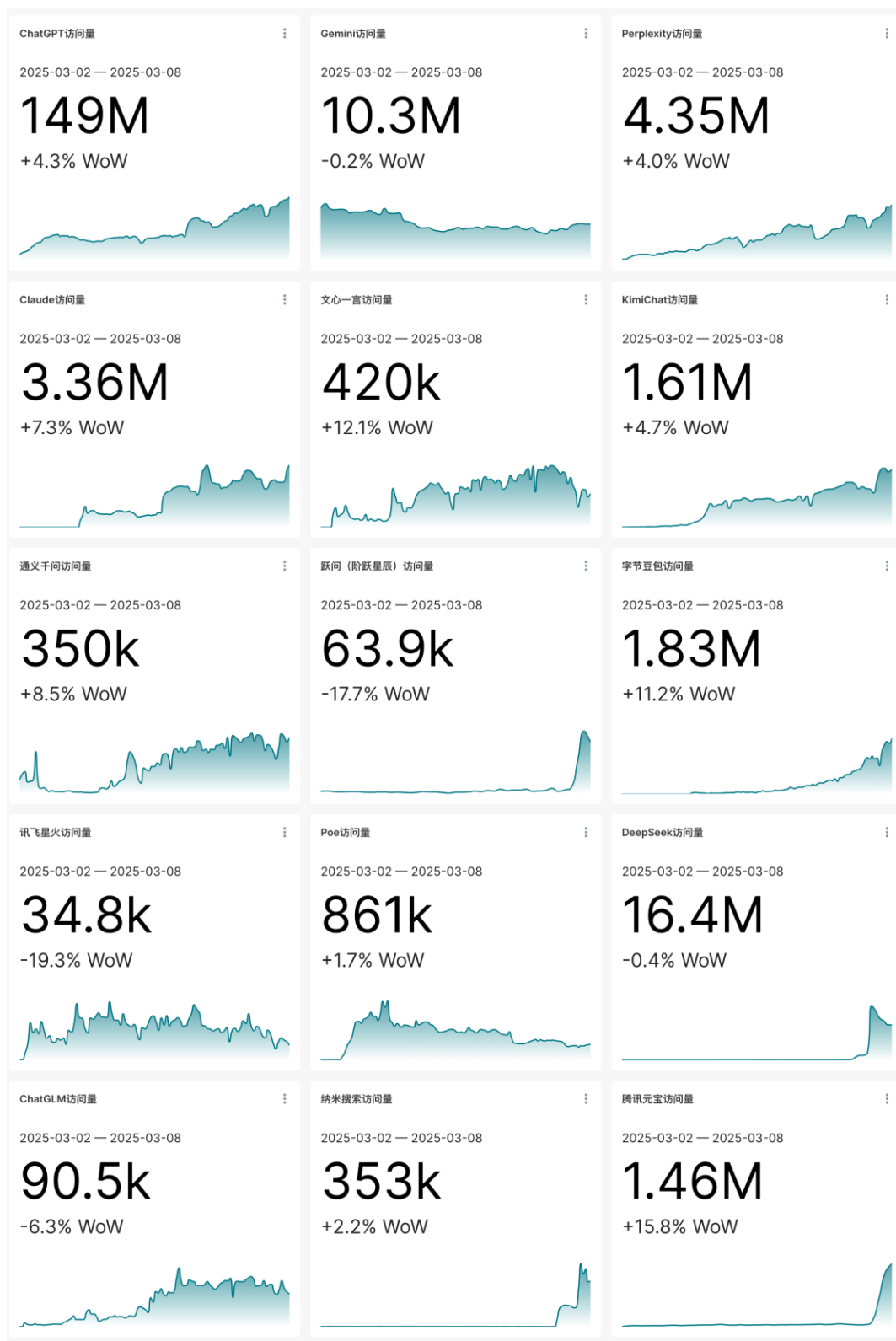
苹果本周突然发布新版 Mac Studio 最高搭配新发布的 M3 Ultra 处理器，最高搭载 512GB 高带宽架构的内存超出预期，512G 混合内存意味着单机及可推理 4 bit 量化的满血版 671B DeepSeek-R1/V3 模型，双机互联即可推理原版 FP8 满血版 DeepSeekV3。我们认为苹果在 AI PC 的领先优势依然非常巨大。



AI 模型与应用动态

通义 QwQ 开源增强端侧模型能力，manus 引发 agent 热潮

图表10：聊天助手类 AI 应用活跃度



来源：Similarweb、国金证券研究所

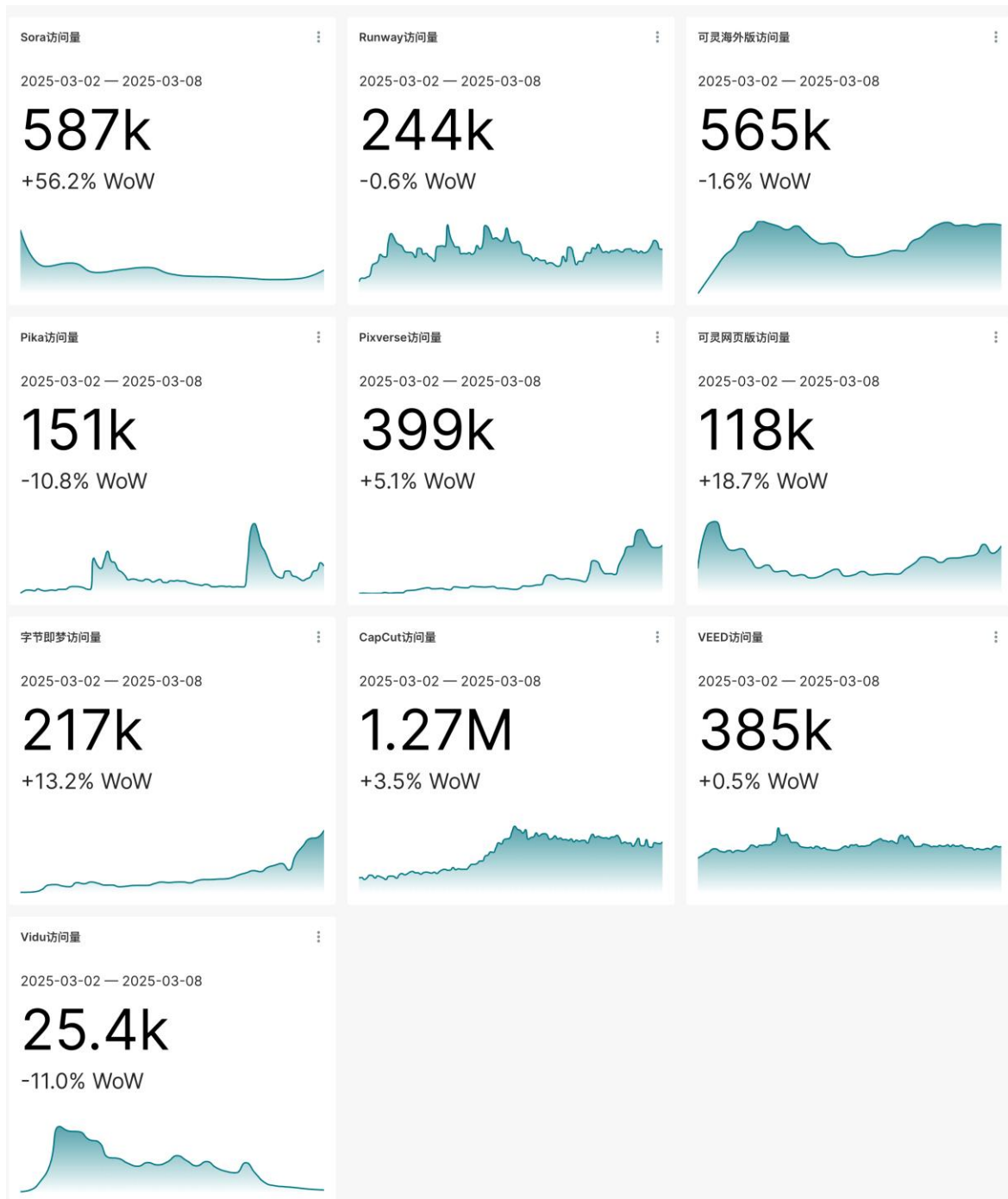
从聊天助手类 AI 应用访问量看，国内腾讯元宝和豆包周环比增速超过 10%，处于增速的第一梯队，DeepSeek 访问量保持稳定在 1600 万左右。海外访问量周环比变化不大，ChatGPT、



Perplexity 和 Claude 均是个位数变化。

阿里巴巴 Qwen 团队发布 QwQ-32B 推理模型，通过整合强化学习与结构化自我提问，在复杂问题解决任务上表现出色，参数量 320 亿，显存需求仅 24GB vRAM，大幅提升了在端侧可以部署模型的能力上限。Inception Labs 推出首个商用级 Diffusion LLM 即 Mercury，与基于 Transformer 的 LLM 在架构上有较大不同，生成速度提升高达 10 倍，可在 NVIDIA H100 显卡上实现每秒超 1000 Token 的生成速度，并支持手机部署。谷歌 Gemini 助手新增实时视频分析和屏幕共享功能，Gemini Live 将支持外部摄像头实时分析及屏幕共享，增强人机交互体验。Monica.im 团队推出新型 AI 代理 Manus，具备自主完成复杂工作能力，可直接交付任务成果，通过多代理架构模拟人类工作方式，在虚拟机中调用各种工具，被称为 AI 领域的“GPT 时刻”。OpenManus 项目仅用三小时即实现 Manus 复刻，热度上升也十分迅速，GitHub 星标已达 1.8 万。

图表11：视频生成类 AI 应用活跃度



来源：Similarweb、国金证券研究所



从视频生成应用活跃度看，Sora 上周大幅上升，周环比增速高达 56%，可灵国内版和字节即梦周环比也分别上升约 18%和 13%。国内厂商持续发力多模态模型，腾讯开源图像转视频生成框架 HunyuanVideo-1.2V，支持上传图片并描述动态效果，生成带音效的五秒短视频。智谱 AI 开源文生图模型 CogView4，参数量达 6 亿，支持中文输入和生成任意分辨率图像，并成为首个能在画面中生成汉字的开源模型。

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。

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