

➤ 美股重点科技公司动态

- **CoreWeave: Q3 收入高速增长、订单积压再创新高，但供应商延迟导致全年指引承压。** 25Q3 季度新增订单推动收入积压增长至 556 亿美元，较 Q2 几乎翻倍；RPO 达到 500 亿美元，创史上增长最快云服务商记录。基础设施扩张方面，公司新增 120MW 活跃算力至约 590MW，并将签约电力容量提升至 2.9GW，但受单一第三方数据中心 (powered shell) 供应商进度落后影响，部分基础设施上线被推迟至 2026 年 Q1。
- **Nebius: Q3 继续维持快速增长，全年指引略收窄。** 25Q3 实现收入 1.46 亿美元，同比+355%、环比+39%，核心驱动来自微软 (合同价值 174-194 亿美元) 及新增 30 亿美元的 Meta 合同。公司将 2025 年收入指引收窄至 5-5.5 亿美元 (此前 4.5-6.3 亿美元)，主要因算力接入时间点影响确认节奏；但维持 2025 年末 ARR 达到 9-11 亿美元。
- **OKLO: 新燃料设施获批，但 Q3 亏损扩大。** 三季度公司季度经营亏损 3,630 万美元 (含 910 万美元股权激励)。数据中心方面，公司披露当前约 14GW 客户储备仍以数据中心与云厂商为主，商业管线持续扩张，并与相关客户推进类似 Equinix 的预付式供电合作模式。

➤ 美股重点财报前瞻

- **英伟达业绩前瞻:** 据彭博一致预期，预计英伟达 FY26Q3 收入 551 亿美元 (同比+57%)，其中预计数据中心收入 491 亿美元；预计 Q3 调后毛利率 73.7%。我们认为本季度英伟达在需求端的依然维持高景气度，包括北美大型云服务商在内的主要客户均已进一步上调资本开支。随着产能逐季释放，Blackwell 出货量有望加速提升，并成为未来几个季度的核心增长引擎。叠加 CEO 黄仁勋强调公司对 2025-2026 年累计实现 5000 亿美元的数据中心收入具有可见度，均指向英伟达在 AI 基础设施周期中的景气度仍处于高位。

➤ 海外科技行业动态

- **OpenAI 升级 GPT-5 新版本，突出更能提供“情绪价值”。** GPT-5 升级版 GPT-5.1，含 GPT-5.1Instant (常用模型) 与 GPT-5.1Thinking (先进推理模型) 两款产品，付费用户可先行使用，免费用户后续开放。核心升级聚焦“情绪价值”与交互体验，前者语气更温暖、善解人意，会先共情再提供建议，后者可根据任务复杂度调整思考时间，简单任务响应提速两倍，复杂任务思考更深入，且回答术语更少、更易理解。

➤ 投资建议:

- 近期美股科技板块波动较大，市场担心估值泡沫化和 AI 投入的可持续性，但我们判断近期更多是估值修正和流动性收紧而非基本面变化。从财报结果看，头部科技企业收入增速整体符合预期、AI ROI 持续加速，底层算力与模型迭代均在兑现。叠加下周英伟达财报，我们仍看好美股算力链 (GPU/ASIC、存储、电力与散热)。建议关注：**【NVIDIA】【Broadcom】【SanDisk】【Micron】【Lumentum】**。AI 应用层面，OpenAI 推出 GPT-5 新版本，进一步强化情绪价值与多模态能力，我们预计模型迭代将继续推动 AI 应用渗透。建议关注：**【Google】【AppLovin】【Roblox】** 等。

- **风险提示:** 人工智能发展不及预期；AI 商业化不及预期；宏观经济增长不及预期。



分析师 孔蓉

执业证书: S0100525110001

邮箱: kongrong@glms.com.cn

分析师 樊程安吉

执业证书: S0100525100005

邮箱: fanchenganji@glms.com.cn

目录

1 美股重点科技公司动态	3
1.1 CoreWeave.....	3
1.2 Nebius.....	3
1.3 OKLO.....	3
2 美股重点财报前瞻	4
2.1 英伟达业绩前瞻.....	4
3 海外科技行业动态	4
4 本周观点	5
5 风险提示	6
插图目录	7

1 美股重点科技公司动态

1.1 CoreWeave

CoreWeave: Q3 收入高速增长、订单积压再创新高，但供应商延迟导致全年指引承压。 25Q3 公司实现营收 14 亿美元，同比+134%，持续受益于 AI 训练与推理需求的强劲扩张；季度新增订单推动收入积压增长至 556 亿美元，较 Q2 几乎翻倍；RPO 达到 500 亿美元，创史上增长最快云服务商记录。基础设施扩张方面，公司新增 120MW 活跃算力至约 590MW，并将签约电力容量提升至 2.9GW，但受单一第三方数据中心（powered shell）供应商进度落后影响，部分基础设施上线被推迟至 2026 年 Q1。尽管短期存在建设延迟，公司仍在客户结构与合同质量上显著改善：单一客户在积压订单中的占比从年初的 85% 降至 35%，投资级客户占比提升至 60%。总体来看，CoreWeave 在算力供给紧缺背景下持续巩固其“AI 专用云”领先地位，但短期建设节奏扰动仍将影响交付节奏。

1.2 Nebius

Nebius: Q3 继续维持快速增长，全年指引略收窄。 25Q3 实现收入 1.46 亿美元，同比+355%、环比+39%，核心基础设施业务占比近 90%，同比增长 400%。公司再度出现“上线即售罄”的情况，三季度全部可用算力售罄，需求持续大幅超过供给；核心驱动来自微软（合同价值 174-194 亿美元）及新增 30 亿美元的 Meta 合同，两者均已锁定多年期容量，并将在 2026 年开始贡献主要收入。在供给端，公司将 2026 年可签约电力容量目标由 1GW 上调至 2.5GW，并预计 2026 年末可接入 800MW-1GW 算力。公司将 2025 年收入指引收窄至 5-5.5 亿美元（此前 4.5-6.3 亿美元），主要因算力接入时间点影响确认节奏；但维持 2025 年末 ARR 达到 9-11 亿美元，并上调 2026 年 ARR 至 70-90 亿美元，且逾一半已被预订。

1.3 OKLO

OKLO: 新燃料设施获批，但 Q3 亏损扩大。 三季度公司季度经营亏损 3,630 万美元（含 910 万美元股权激励）。业务推进方面，Aurora INL 首堆已于 9 月完成破土动工；长周期设备与供应链锁定持续推进。公司获得 DOE 反应堆试点计划三项授标并进入 DOE 授权路径，显著压缩许可周期；燃料端方面，公司表示其在田纳西建设的先进燃料中心将为后续的长期回收与燃料供应提供保障，并预计在年内完成与美国能源部的核安全设计协议。数据中心方面，公司披露当前约 14GW 客户储备仍以数据中心与云厂商为主，商业管线持续扩张，并与相关客户推进类似 Equinix 的预付式供电合作模式。

2 美股重点财报前瞻

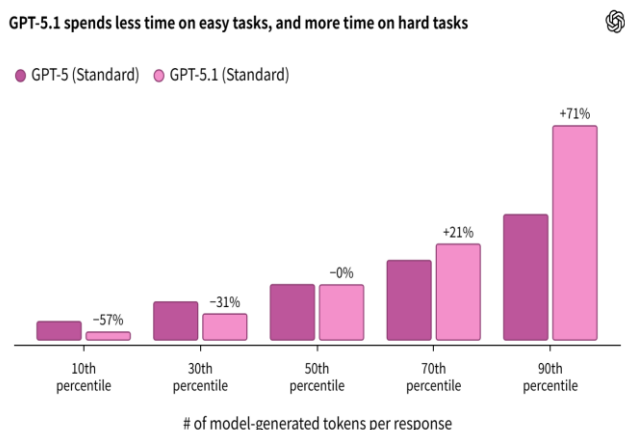
2.1 英伟达业绩前瞻

据彭博一致预期，预计英伟达 FY26Q3 收入 551 亿美元（同比+57%），其中预计数据中心收入 491 亿美元；预计 Q3 调后毛利率 73.7%。我们认为本季度英伟达在需求端的依然维持高景气度，包括北美大型云服务商在内的主要客户均已进一步上调资本开支。随着产能逐季释放，Blackwell 出货量有望加速提升，并成为未来几个季度的核心增长引擎。叠加 CEO 黄仁勋强调公司对 2025-2026 年累计实现 5000 亿美元的数据中心收入具有可见度，均指向英伟达在 AI 基础设施周期中的景气度仍处于高位。

3 海外科技行业动态

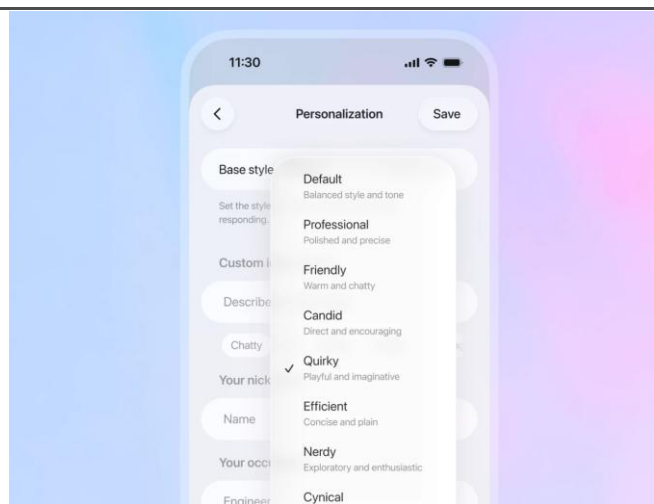
OpenAI 升级 GPT-5 新版本，突出更能提供“情绪价值”。GPT-5 升级版 GPT-5.1，含 GPT-5.1Instant（常用模型）与 GPT-5.1Thinking（先进推理模型）两款产品，付费用户可先行使用，免费用户后续开放。核心升级聚焦“情绪价值”与交互体验，前者语气更温暖、善解人意，会先共情再提供建议，后者可根据任务复杂度调整思考时间，简单任务响应提速两倍，复杂任务思考更深入，且回答术语更少、更易理解。此外，新模型优化了指令遵循能力，数学与编码表现有所提升，并新增语气匹配控制功能。

图1：GPT-5.1 在简单任务上花费的时间更少，而在困难任务上花费的时间更多



资料来源：OpenAI 官网，民生证券研究院

图2：可以自定义 ChatGPT 的语气和风格



资料来源：OpenAI 官网，民生证券研究院

4 本周观点

近期美股科技板块波动较大，市场担心估值泡沫化和 AI 投入的可持续性，但我们判断近期更多是估值修正和流动性收紧而非基本面变化。从财报结果看，头部科技企业收入增速整体符合预期，AI ROI 持续加速，底层算力与模型迭代均在兑现。叠加下周英伟达财报，我们仍看好美股算力链（GPU/ASIC、存储、电力与散热）。建议关注：**【NVIDIA】【Broadcom】【SanDisk】【Micron】【Lumentum】**。AI 应用层面，OpenAI 推出 GPT-5 新版本，进一步强化情绪价值与多模态能力，我们预计模型迭代将继续推动 AI 应用渗透。建议关注：**【Google】【AppLovin】【Roblox】** 等。

5 风险提示

1) 人工智能发展不及预期。AI 技术的发展速度和商业价值存在不确定性。一方面，技术突破可能不及预期，导致 AI 在某些关键领域的应用无法达到理想效果；另一方面，市场需求和应用场景的拓展也可能面临瓶颈，使得 AI 相关产品和服务的推广和应用受到限制。

2) AI 商业化不及预期。AI 技术的商业化落地面临诸多挑战，市场需求的释放速度和规模存在不确定性。市场对 AI 应用的认知和接受度可能不及预期，部分企业和消费者对 AI 技术的实际价值和应用场景认知不足，导致需求释放缓慢。

2) 宏观经济增长不及预期。当前全球经济增长面临诸多不确定性，若宏观经济增长不及预期，将导致整体市场需求萎缩企业和消费者的投资与消费能力下降。

插图目录

图 1: GPT-5.1 在简单任务上花费的时间更少, 而在困难任务上花费的时间更多	4
图 2: 可以自定义 ChatGPT 的语气和风格.....	4

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中: A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板以三板成指或三板做市指数为基准; 港股以恒生指数为基准; 美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048