



AI 周观察

数据专题研究
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：刘道明（执业 S1130520020004） 分析师：黄晓军（执业 S1130525080005）

liudaoming@gjzq.com.cn

huangxiaojun@gjzq.com.cn

多家国内模型更新，Oracle 逐渐兑现 RPO

摘要

- Oracle 2026 年第二季度（FY2027Q1）实现营收 193 亿美元，创历史新高，同比增长 30%。本季度最核心的增长来源仍然是 OCI 云基础设施，云基础设施收入达到 74 亿美元，同比增长 121%。云应用业务则保持相对稳定增长，整体 SaaS 收入同比增长 10%，其中 Fusion 增长 14%，行业应用增长超过 20%。Non-GAAP 营业利润达到 82 亿美元，同比增长 31%，增速略高于收入，Non-GAAP 营业利润率维持在 42%左右；Non-GAAP EPS 达到 1.92 美元，同比增长 30%。
- 本周国内方面，智谱 GLM-5.3-FlashX 进一步提升国产算力上的推理效率，Qwen3.8-Omni-Flash 强化百万 Token 全模态理解，小米 MiMo 则通过公开大规模 Agent 强化学习训练探索 RL Scaling Law。海外方面，Anthropic 将 Claude 进一步整合为统一 Agent 工作平台，Google 升级 Gemini 实时语音与扩展推理能力，模型竞争正从单一智能水平加速转向推理效率、多模态交互与复杂任务自主执行能力。

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
多家国内模型更新，Claude 整合 Cowork 和 Chat.....	4
Oracle：毛利率正在降低，仍需关注数据中心建设情况.....	4
风险提示.....	5



海外市场行情回顾

图表1: 截至9月18日海外AI相关个股行情

个股名称	股票代码	本周收盘价	周涨跌幅	产业链
Zscaler	ZS	197.31	19.92%	网络安全
CrowdStrike	CRWD	237.65	14.95%	网络安全
Palo Alto Networks	PANW	363.58	9.96%	网络安全
超威半导体	AMD	559.82	8.46%	芯片设计
Innodata	INOD	57.14	7.39%	云服务
Palantir	PLTR	177.64	6.22%	云服务
Mongodb	MDB	383.56	5.89%	云服务
Cloudflare	NET	323.6	5.57%	网络安全
英特尔	INTC.O	108.6	5.5%	芯片设计与制造
Gitlab	GTLB	49.23	4.77%	云服务
DataDog	DDOG	229.92	3.94%	芯片设计
美满电子	MRVL	244.25	3.45%	芯片设计与制造、交换机
谷歌	GOOGL	349.54	3.26%	云服务、大模型、广告
Meta	META	665.75	2.73%	消费电子产品、大模型、广告
英伟达	NVDA	222.27	1.82%	芯片设计、交换机
苹果	AAPL	336.13	1.16%	消费电子产品
Snowflake	SNOW	332.43	1.05%	云服务、软件
Skyworks	SKWS.O	88.76	0.46%	芯片设计与制造
Qorvo	QRVO.O	117.18	0.45%	芯片设计与制造
Zeta Global	ZETA	30.23	0.17%	软件
戴尔	DELL	568.06	0.14%	消费电子产品、服务器、交换机、网络安全
特斯拉	TSLA.O	364.27	-0.32%	整车、大模型
微软	MSFT	493.78	-0.37%	消费电子产品、云服务、软件
C3.AI	AI	10.48	-0.57%	云服务
亚马逊	AMZN	253.71	-1.2%	IaaS、电商平台、自营硬件、物流配送、广告变现
博通	AVGO	357.61	-1.21%	芯片设计与制造、交换机
高通	QCOM	177.72	-2.34%	芯片设计
HP	HPQ.N	34.4	-3.04%	消费电子产品
Salesforce	CRM	237.92	-3.96%	云服务

来源: Reuters、国金证券研究所



多家国内模型更新，Claude 整合 Cowork 和 Chat

智谱发布 GLM-5.3-FlashX，在 10 万张国产芯片推理算力基础上进一步优化 Infra 与推理效率，最高生成速度提升至 200Token/s，在延续 GLM-5.3-Flash 智能水平的同时强化速度与性价比。阿里 Qwen 团队推出原生全模态模型 Qwen3.8-Omni-Flash，支持文本、图像、音频和视频输入及 100 万 Token 上下文，29 项基准平均成绩较 Qwen3.5-Omni-Plus 提升超 25%，尤其在音频理解、多说话人识别和多模态工具调用方面进步明显，但部分视频 Agent 测试仍落后于 Gemini3.8Flash。小米 MiMo 团队首次公开 MiMo-V2.6 大规模 Agent 强化学习训练过程，单步训练规模约 20 亿 Token，并实时披露 Token 消耗与成本，Pro 和 Flash 版本累计训练成本已超过 128 万美元，持续探索 RL Scaling Law 与训练过程开放化。

海外方面，Anthropic 将 Claude Cowork 与 Claude Chat 整合为统一平台，由 Claude 根据任务自动调用搜索、文件、代码、表格、文档及演示等工具，并支持复杂任务在云端持续运行，进一步强化 Agent 化工作流。Google 则推出 Gemini 3.8 Live 及 Extended Thinking 实时语音模型，在原生音频对音频架构下进一步降低交互延迟，并引入“边说边想”的后台扩展推理能力，推动实时语音模型从自然对话向复杂推理、代码排错和多任务执行场景延伸。

Oracle：毛利率正在降低，仍需关注数据中心建设情况

Oracle 2026 年第二季度 (FY2027Q1) 实现营收 193 亿美元，创历史新高，同比增长 30%。本季度最核心的增长来源仍然是 OCI 云基础设施，云基础设施收入达到 74 亿美元，同比增长 121%，说明 Oracle 此前签署的大规模 AI 基础设施订单已经完成部署，开始快速转化为实际收入。云应用业务则保持相对稳定增长，整体 SaaS 收入同比增长 10%，其中 Fusion 增长 14%，行业应用增长超过 20%。Non-GAAP 营业利润达到 82 亿美元，同比增长 31%，增速略高于收入，Non-GAAP 营业利润率维持在 42% 左右；Non-GAAP EPS 达到 1.92 美元，同比增长 30%。

Oracle 本季度 RPO 继续扩大，但相比单纯观察 RPO 绝对规模，更值得关注的是 RPO 已经开始进入加速兑现阶段。管理层披露，本季度 RPO 较 26 年第四财季进一步增加 260 亿美元，而且新增合同中的绝大多数采用客户预付款、自带硬件或类似融资机制，因此不会要求 Oracle 额外投入现金，同时这些新增订单主要将在 2028 财年及以后贡献收入。与此同时，公司预计目前大约一半的 RPO 将在未来 36 个月内转化为销售收入。

自 26 年第四财季结束以来，公司已经向客户交付 850MW 容量，其中包含超过 30 万颗 GPU，仅第一季度交付规模就接近第四季度的 3 倍，并相当于上一整个财年交付容量的 73%。本季度公司签署超过 300 亿美元新增 AI 合同，而且不需要 Oracle 额外提供资本。目前 OCI GPU 利用率高达 97.9%，说明新上线算力几乎可以迅速被客户吸收。第一季度所有到期需要续约的 GPU 容量也全部完成续约或重新出售，而且价格较此前合同高出 20%，其中大多数 GPU 已经使用 4 年以上。

Abilene 仍然是 Oracle 当前 AI 基础设施收入兑现最重要的项目。本季度 Abilene 单个园区交付 13.1 万颗 GPU，是第四季度的 1.9 倍，目前 8 栋建筑中已经有 6 栋交付，对应 618MW 容量，占园区总容量的 75%，客户验收周期已经缩短至 24 小时。Shackelford 则是下一个吉瓦级园区，公司表示 Vera Rubin 系统在硬件质量、制造良率以及性能方面均好于预期，并将在 FY2027Q2 开始向客户交付首批 Vera Rubin 系统。墨西哥项目的数据中心建设目前仍按计划推进，正在申请空气排放许可证，现场供电将采用 Bloom Energy 燃料电池。威斯康星项目则采用电网供电，目前同样处于正常建设进度。管理层明确表示，这两个项目均不会影响到此前给出的 FY2027 收入和盈利指引。

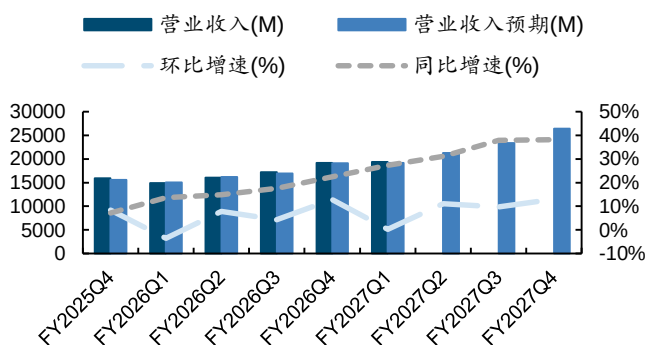
OCI 收入快速增长的代价仍然是极高的资本投入和自由现金流压力。Oracle 第一季度经营现金流创纪录达到 230 亿美元，但其中明确包含客户预付款的贡献。同期资本开支达到 280 亿美元，因此自由现金流仍为负 50 亿美元。扣除客户预付款之后，公司披露本季度净现金资本开支为 180 亿美元。公司维持 FY2027 全年 900 亿至 950 亿美元资本开支计划，但预计净现金资本开支不会超过 700 亿美元，相当于约 200 亿至 250 亿美元资本需求通过预付款及其他融资方式承担。此外，公司已经在第一季度完成此前宣布的 200 亿美元 ATM 股权发行。

展望 FY2027Q2，Oracle 预计总收入同比增长 30% 至 34%，云收入增长 65% 至 71%，Non-GAAP EPS 达到 1.85 至 1.93 美元，同比增长 21% 至 25%，且这一增速剔除了上一财年同期 Ampere 投资收益的影响。对于 2027 财年，公司进一步上调收入预期至至少 900 亿美元，同比增



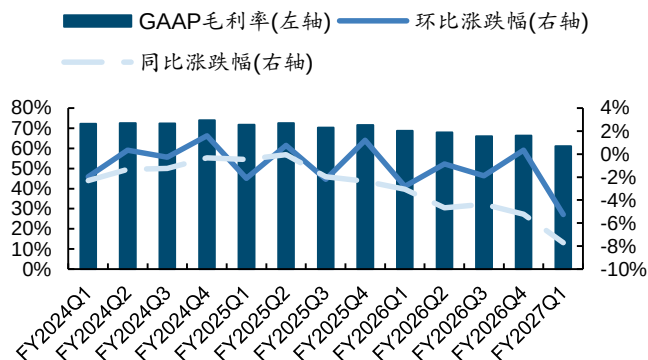
长至少 34%，Non-GAAP EPS 指引提高至 8.10 美元。

图表1: Oracle 收入增速 (百万美元)



来源：路透、国金证券研究所

图表2: Oracle 毛利率



来源：路透、国金证券研究所

我们认为本季度进一步证明 Oracle 正在从传统数据库与 SaaS 软件公司转变为同时拥有 AI 基础设施、数据库、多云连接、企业数据和应用层能力的综合 AI 平台公司。当前 Oracle 最大的优势已经不仅是拥有大量 GPU，而是公司能够把电力、数据中心、GPU、网络、数据库以及企业应用整合成完整基础设施，并且通过大量已有 Oracle Database 和 Fusion 客户获得天然的企业客户入口。从 850MW 季度交付、Abilene 达到 75%交付比例、OCI 收入 121%的增速以及其他数据中心按计划继续建设来看，Oracle 有能力兑现大额 RPO。

不过，未来几个季度市场仍需要重点观察 1) RPO 向收入转化速度以及 OCI 收入增速。2) 数据中心实际交付。3) GPU 利用率、续约价格与基础设施利润率。4) 资本开支、融资结构与自由现金流。

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