

Muse 开启 AI 应用驱动新叙事——产品与场景放量，CPU 与载板迎来新增需求

Muse 开启了由产品与场景驱动 AI 需求扩张的新叙事。我们认为，当模型能力达到实用门槛，用户入口、任务体验和场景整合就能推动应用规模化，商业成功无须等待模型在所有能力上领先。Agent 将用户意图转化为持续执行的任务，新增算力需求由模型推理延伸至 CPU 执行、调度和安全隔离。我们重申 ARM、深南电路和兴森科技的推荐逻辑，深南电路仍为行业首选；持续关注 AMD 的 EPYC 受益路径，维持其“持有”评级。

- **事件：9 月 21 日用户数据催化应用价值重估。** Muse 于 9 月 8 日发布，9 月 21 日行情的新增催化来自周末用户数据释放。据路透社 9 月 21 日报道，Sensor Tower 估算 Muse 在 9 月 19 日美国单日下载达到 26.4 万，9 月 18 日日活达到 44.8 万。新增使用数据叠加 9 月 23 日至 24 日 Meta Connect 会前预期，使市场关注点由产品功能转向用户扩张及其算力需求。9 月 21 日 ARM、Intel 和 AMD 分别收涨 17.16%、12.14% 和 9.95%。
- **从模型竞争走向产品与场景竞争：1) 应用竞争力来自完成任务的综合体验，模型能力只是其中一个环节：** Muse 把浏览器操作、账户连接、支付和后台执行整合为个人助手，降低了普通用户使用 Agent 的门槛。我们判断，平台积累的用户关系和高频场景，可以将已有模型能力转化为实际使用时长与任务量。这为拥有用户入口、产品能力和分发渠道的平台打开了新的增长路径。**2) 这一变化扩大了硬件需求的来源：** 需求增长既来自模型训练与推理，也来自更多用户开始把原本需要手工完成的事务交给 Agent。只要产品能持续提高任务完成率、节约用户时间，应用就可以在模型迭代过程中同步扩张。因而，CPU 需求的关键变量将从配套 GPU 的数量，进一步延伸到活跃用户数、每日任务数及每项任务的执行资源。我们看好“用户入口扩大应用渗透—任务频次提升执行负载—CPU 与载板需求增长”的传导路径。订阅收入用于衡量用户付费需求的规模，CPU 测算则回答这些任务需要多少执行资源，两者共同刻画消费级 Agent 创造的新需求。
- **订阅需求以用户覆盖与付费转化逐步测算：** Meta 披露 2026 年 6 月社交产品日活为 36 亿，我们以此作为潜在用户池的规模基准。我们构建了订阅需求情景模型（见图表 1），三种情景仅调整 Muse 月活覆盖率 15% / 25% / 35%，付费转化率均为 5%、付费月收入均为 20 美元，年化计费 12 个月。**基准情景**对应 9 亿月活、4,500 万付费用户和 108 亿美元年化订阅收入。后续 CPU 需求测算使用同一组用户规模和一致的经营假设。
- **免费用户同样创造执行算力需求：** 虽然订阅收入由付费用户贡献，但执行资源则服务于全部活跃用户。Muse 运行于独立云端虚拟机，关闭应用后仍可继续任务；浏览器、工具调用、状态保存与安全检查都会产生 CPU 工作负载。因此，硬件需求测算应以全体日活及任务强度为起点，付费率主要影响商业回收能力，不能直接等同于 CPU 负载占比。

陈耀波

首席科技硬件分析师
elvis_chen@spdbi.com
(852) 2808 6435

苏聪

科技分析师
louise_su@spdbi.com
(852) 2808 6442

2026 年 9 月 22 日

扫码关注
浦银国际研究

浦銀國際

行业点评

Muse 开启 AI 应用驱动新叙事——产品与场景放量 CPU 与载板迎来新增需求

- **任务量与执行核时决定 CPU 需求：**在我们的假设中，CPU 需求沿用同一组 Muse 月活，三种情景统一采用 30% 的日活占月活比例、每位日活用户每日 12 项任务、每项任务 9 个物理核分钟，以及任务之外 0.4 个后台有效核时，合计 2.2 核时/人/日。每颗 CPU 按 128 核、60% 平均利用率和 4,000 美元单价折算。基于上述参数进行 CPU 执行需求测算的情景假设，则**基准情景**对应每日 5.94 亿有效核时、约 32.23 万颗 CPU，硬件价值 12.89 亿美元。三种情景的 CPU 价值量分别为 7.73 / 12.89 / 18.05 亿美元，均相当于对应年化订阅收入的 11.94%（见图表 2）。该测算为规模化运营所需的装机配置价值，新增采购还需结合存量复用及部署节奏。
- **应用执行需求强化 CPU 与 IC 载板投资主线：**1) **Agent 扩张使 CPU 从 AI 系统配套走向任务执行的关键环节。**从浏览器与工具调用到权限管理、状态保存和任务调度，持续执行扩大了通用计算的工作范围。Arm 已披露 Meta 等生态伙伴围绕 AGI CPU 推进部署，AMD 亦具备 Meta EPYC 部署基础。我们判断，产品采用率提高将扩大服务器 CPU 需求，并经封装数量、产品尺寸与层数升级传导至高端 IC 载板。2) **ARM：架构渗透与 AGI CPU 形成双重受益。**延续我们 [8 月 5 日报告](#) 的判断，云 AI 版税增长和 AGI CPU 打开长期空间。Arm 此前披露 FY2027 与 FY2028 合计客户需求超过 20 亿美元，消费级 Agent 扩大执行负载将强化这一需求方向。维持“买入”评级，目标价 325 美元。3) **AMD：EPYC 承接新增执行任务，系统能力增强客户黏性。**Meta 已部署数百万颗 EPYC，并为 Venice 与 Verano 的头部客户。我们延续 [8 月 12 日报告](#) 中 CPU 与 AI 算力双轮共振的判断，关注 EPYC 交付及 Helios 放量。维持“持有”评级，目标价 574 美元。4) **深南电路：维持行业首选，受益高端 FC-BGA 放量与扩产。**公司上半年封装基板收入 36.67 亿元、同比增长 110.76%，高端 FC-BGA 已在多个客户处规模量产。我们重申 [9 月 1 日报告](#) 的推荐逻辑，BT 高稼动率与 ABF 放量协同，扩产有助于承接 AI 需求。维持“买入”评级，目标价人民币 486 元。5) **兴森科技：关注 FCBGA 量产与产能利用率提升的弹性。**公司上半年 IC 封装基板收入 12.09 亿元、同比增长 67.34%。我们重申 [8 月 25 日报告](#) 的推荐逻辑，CSP 业务修复为高端基板发展提供支撑，FCBGA 客户导入与量产将驱动结构升级。维持“买入”评级，目标价人民币 61 元。
- **投资风险：**Agent 用户增长、留存及付费转化低于预期；第三方平台接入、隐私及安全约束；软件效率提升降低单位任务算力需求；CPU 交付、载板客户导入及良率爬坡低于预期；行业竞争、原材料价格及地缘政治风险。

图表 1: Muse 订阅需求情景模型

测算科目	低渗透	基准	高渗透
(1) 潜在用户池 亿人	36	36	36
(2) Muse 月活覆盖率	15%	25%	35%
(3) Muse 月活 亿人	5.4	9	12.6
(4) 月活用户付费转化率	5%	5%	5%
(5) 付费用户 万人	2,700	4,500	6,300
(6) 付费月收入 美元/人	20	20	20
(7) 年化计费月数	12	12	12
(8) 年化订阅收入 亿美元	65	108	151

资料来源: Meta 业绩公告、浦银国际测算

注: 订阅与 CPU 需求基于同一组用户规模进行情景测算。(3)=(1)×(2); (5)=(3)×(4); (8)=(5)×(6)×(7), 计算时还原人数及金额单位, 如年化订阅收入 = 潜在用户池 × Muse 月活覆盖率 × 付费转化率 × 付费月收入 × 12 个月, 以基准情景为例: 36 亿 × 25% × 5% × 20 美元 × 12 = 108 亿美元。

图表 2: CPU 执行需求与收入同比例测算

测算科目	低渗透	基准	高渗透
(1) Muse 月活 亿人	5.4	9	12.6
(2) 日活占月活比例	30%	30%	30%
(3) Muse 日活 亿人	1.62	2.7	3.78
(4) 每位日活每日任务数	12	12	12
(5) 每项任务物理核分钟	9	9	9
(6) 后台有效核时/人/日	0.4	0.4	0.4
(7) 总有效核时/人/日	2.2	2.2	2.2
(8) CPU 平均利用率	60%	60%	60%
(9) 单颗 CPU 物理核心数	128	128	128
(10) 所需 CPU 万颗	19.34	32.23	45.12
(11) CPU 单价 美元/颗	4000	4000	4000
(12) CPU 硬件价值 亿美元	7.73	12.89	18.05
(13) CPU 价值量/年化订阅收入	12%	12%	12%

资料来源: 浦银国际测算

注: (3)=(1)×(2); (7)=(4)×(5)÷60÷(6); (10)=(3)×(7)÷[24×(9)×(8)]; (12)=(10)×(11), 核时为物理核心执行时间之和, 后台不与任务核时重复计算。金额均由未取整值计算。
CPU 装机需求的推导基于: CPU 颗数 = 日活用户 × 每用户每日有效核时 ÷ (24 小时 × 每颗物理核心数 × 平均利用率), 以基准情景为例: 2.7 亿 × 2.2 核时 ÷ (24 × 128 × 60%) = 32.23 万颗

图表 3: 覆盖公司评级与核心逻辑

公司	评级	目标价	核心逻辑
ARM	买入	325 美元	云 AI 版税增长与 AGI CPU 放量驱动业绩增长
AMD	持有	574 美元	EPYC 与 AI 系统业务扩张带动增长
深南电路	买入 (行业首选)	人民币 486 元	高端 FC-BGA 放量与扩产推动增长
兴森科技	买入	人民币 61 元	FC-BGA 量产与稼动率提升释放弹性

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

