国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 29 日

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

GLM-5.4 上线，戴尔 AI 服务器订单积压突破 1300 亿美元

摘要

- 智谱上线具备 1M 上下文与视觉编程能力的 GLM-5.4 模型；百度开源 2800 亿参数（激活 140 亿）的文心 5.5Flash Preview，在编程与自动化基准测试中表现突出；Anthropic 则推出 Claude Ship 测试版，以 AI 智能体三件套全面接管代码审查、修复与自动化审批流程。
- 戴尔 2027 财年第三季度实现营收 549 亿美元，同比增长 103%，创单季度历史新高，主要受 AI 服务器与传统服务器需求快速增长推动。其中，基础设施解决方案收入达到 420 亿美元，同比增长 198%，占集团总收入约 76.5%。客户端解决方案收入 129 亿美元，同比增长 3%。按 ISG 业务拆分，AI 服务器收入 220 亿美元，同比增长 291%、环比增长约 34%，占 ISG 收入约 52.4%，传统服务器及网络业务收入 150 亿美元，同比增长 235%，环比增长约 43%。

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
GLM-5.4 低调上线，百度宣布开源文心 5.5 Flash Preview 3
戴尔：财报表现良好，AI 服务器订单积压突破 1300 亿美元 4
风险提示 5

海外市场行情回顾

图表1：截至 11 月 27 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	239.49	22.93%	网络安全
Palantir	PLTR	172.17	19.99%	云服务
英伟达	NVDA	150.49	19.88%	芯片设计、交换机
高通	QCOM	179.27	19.56%	芯片设计
Skyworks	SKWS.O	86.66	17.25%	芯片设计与制造
Innodata	INOD	32.64	16.07%	云服务
特斯拉	TSLA.O	400	15.67%	整车、大模型
HP	HPQ.N	32.15	14.99%	消费电子产品
美满电子	MRVL	140.54	14.93%	芯片设计与制造、交换机
戴尔	DELL	316.96	14.01%	消费电子产品、服务器、交换机、网络安全
Zeta Global	ZETA	33.41	13.22%	软件
Meta	META	628.96	12.15%	消费电子产品、大模型、广告
Mongodb	MDB	320.12	11.97%	云服务
C3.AI	AI	10.22	11.94%	云服务
英特尔	INTC.O	57.4	11.93%	芯片设计与制造
Salesforce	CRM	198.21	9.74%	云服务
Snowflake	SNOW	276.29	8.43%	云服务、软件
Cloudflare	NET	296.79	7.94%	网络安全
Palo Alto Networks	PANW	366.76	6.83%	网络安全
Gitlab	GTLB	45.57	5.56%	云服务
DataDog	DDOG	165.75	5.33%	芯片设计
苹果	AAPL	358.54	4.66%	消费电子产品
谷歌	GOOGL	274.96	3.65%	云服务、大模型、广告
亚马逊	AMZN	254.12	2.96%	IaaS、电商平台、自营硬件、物流配送、广告变现
博通	AVGO	312.34	2.61%	芯片设计与制造、交换机
微软	MSFT	492.85	1.72%	消费电子产品、云服务、软件
超威半导体	AMD	424.54	0.04%	芯片设计
Qorvo	QRVO.O	114.17	0%	芯片设计与制造
CrowdStrike	CRWD	217.2	-5.33%	网络安全

来源：Reuters、国金证券研究所

GLM-5.4 低调上线，百度宣布开源文心 5.5 Flash Preview

国内模型方面，智谱上线 GLM-5.4 模型并接入 Coding Plan，用户使用额度同步提升至 1.5 倍，新模型采用 Loop Transformer 架构，具备 1M 长上下文与新增的视觉、泛 Coding 能

力，可让编程智能体看懂截图界面并消化整个代码库；百度宣布开源文心 5.5 Flash Preview，采用 Apache2.0 协议并上架 Hugging Face 与 ModelScope，其深度优化 MoE 架构，总参数量达 2800 亿但每次仅激活 140 亿，生成速度超 200Tokens/秒并原生支持 100 万 Token 上下文，在 CodeArena WebDev 榜单斩获 1668 分（位列开源模型第二、国产模型第四），在 AutomationBench 测试中得分高达 61.9 分，超越 Claude Opus 5.5 与 DeepSeek V4.1Flash1017。

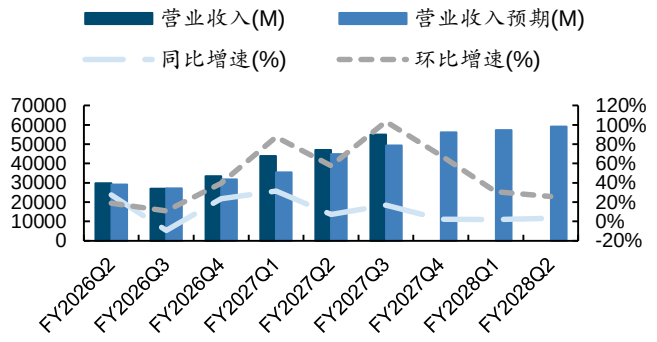
海外方面，Anthropic 推出 Claude Ship 测试版，通过 Code Review、处于 Beta 阶段的 PR Steward 及 Claude Approvals 三件套 AI 智能体，接管代码审查、处理 CI 检查失败与合并冲突、按自然语言编写的仓库审批政策自动执行批准等协作流程，全面提升研发自动化效率。

戴尔：财报表现良好，AI 服务器订单积压突破 1300 亿美元

戴尔 2027 财年第三季度实现营收 549 亿美元，同比增长 103%，创单季度历史新高，主要受 AI 服务器与传统服务器需求快速增长推动。其中，基础设施解决方案收入达到 420 亿美元，同比增长 198%，占集团总收入约 76.5%。客户端解决方案收入 129 亿美元，同比增长 3%。按 ISG 业务拆分，AI 服务器收入 220 亿美元，同比增长 291%、环比增长约 34%，占 ISG 收入约 52.4%，传统服务器及网络业务收入 150 亿美元，同比增长 235%，环比增长约 43%。存储业务收入 49 亿美元，同比增长 24%。盈利能力方面，公司 Non-GAAP 营业利润达到 78 亿美元，同比增长 213%，营业利润率 14.2%，同比提升 4.9 个百分点。其中 ISG 营业利润达到 71 亿美元，同比增长 308%，营业利润率提升至 17%。第三季度经营现金流达到 45 亿美元，调整后自由现金流约 43 亿美元，同比增长 157%，反映收入快速增长正在转化为经营利润和现金流。

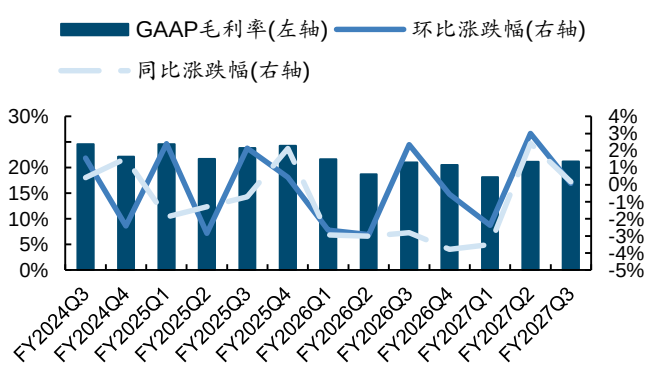
展望 2027 财年第四季度，戴尔预计营收中值为 562.5 亿美元，同比增长约 69%，其中 AI 服务器收入预计进一步增加至约 235 亿美元，高于第三季度的 220 亿美元。传统服务器收入预计仍保持三位数同比增长，存储业务预计实现低双位数增长。公司同时将全年营收指引上调至 2020 亿美元，同比增长 78%，将全年 AI 服务器收入指引上调至 780 亿美元。

图表1：戴尔收入及增速（百万美元）



来源：路透、国金证券研究所

图表2：戴尔毛利率



来源：路透、国金证券研究所

我们认为，戴尔季度 AI 服务器收入达到 220 亿美元，积压订单达到 1323 亿美元，表明新一代 AI 集群需求仍然强劲。随着多数新增订单采用 Vera Rubin NVL72 平台，机架集成、液冷、网络调试和交付能力的重要性正在进一步提升，戴尔有望通过系统级服务争取更多价值。第二，CPU 服务器正在成为 AI 基础设施新的重要增量。传统服务器及网络收入同比增长 235%，其中 Agentic AI 及推理相关服务器是增长最快的部分，平均售价达到传统服务器的约两倍。我们认为，这表明 AI 数据中心建设正在从 GPU 加速器向 CPU、存储、网络等配套计算基础设施扩散。

建议重点关注 1）AI 服务器积压订单向收入的转化，以及 Vera Rubin 机架的实际交付节奏。2）Agentic AI CPU 服务器的需求增长能否延续。3）服务器出货量与 ASP 变化。4）ISG 营业利润率能否在 AI 服务器收入进一步增加的同时维持较高水平。

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