

# 人工智能行业专题： 海外大厂云周期复盘及现金流分析

行业研究 · 行业专题

计算机 · 人工智能

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

联系人：侯睿

hourui3@guosen.com.cn

- 微软本轮资本开支大致始于2022Q4，目前已持续11个季度，资本开支占收入比从最低点的12.89%已提升至31.66%。公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达69.12%，随着流动资产占比下降，公司速动比率降低至1.35。
- 谷歌本轮周期始于2023Q1，目前已持续10个季度，资本开支占收入比从最低点的9.01%已提升至23.28%。当前公司ROIC未出现明显下降，折旧及摊销费用对利润影响可控。公司流动比率降低至1.9，短期偿债能力亦有所下滑。
- 亚马逊本轮周期始于2023Q4，目前已持续9个季度，资本开支占收入比重提升至18.72%。公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达71.94%，速动比率降低至0.81，但在历史中仍处于可控水平。
- Meta本轮周期始于2023年，目前资本投入已持续9个季度，资本开支占收入比重提升至35.8%。公司ROIC未见明显下滑，折旧及摊销费用影响可控，数据中心等长期资产占公司总资产比重达75.02%，公司流动比率降低至1.97。
- 甲骨文本轮周期始于2024年，公司当前资本开支占收入比重已达56.95%，远远超出微软、亚马逊等公司的投入力度。公司ROIC受资本开支影响明显，数据中心等长期资产占公司总资产比重提升至86.35%，推动流动比率降低至0.62。
- 整体来看，当前AI商业化进程仍处于早期阶段，下游需求持续性将受AI应用进展影响。同时，当前英伟达加快自身芯片迭代周期，导致数据中心折旧周期缩短，芯片投资收益或将下滑。
- 风险提示：AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预期等。

- 我们使用现金流来衡量当前资本开支对微软的压力，主要基于以下考虑：
  - 1) 经营性现金流是公司核心业务活动产生的真实资金流入，决定了公司靠自身经营资本开支的能力；
  - 2) 云计算是典型的先投产能、后收回成本模式，若长期在经营现金流中维持高位，公司自由现金流将转负，现金链条将面临压力。云厂商资本投入的可持续性本质取决于公司每年靠业务赚到的真实现金流能不能覆盖掉下一轮建设的投资，如果现金流不足，即使收入持续，扩张也可能被迫放缓。
- 在复盘长历史周期时，我们发现经营性现金流受季节性变化影响较大，将影响我们对长期趋势的判断，因此我们采用资本开支/经营性现金流的4个季度滚动平均值来替代原始季度值，用以去除季节性波动，使趋势更明显，其公式为平滑值 $t = \frac{X_t + X_{t-1} + X_{t-2} + X_{t-3}}{4}$ 。
- 我们使用投入资本回报率（ROIC）衡量公司的投资收益，其计算公式为归属于母公司股东净利润\*2/（期初投入资本+期末投入资本）；投入资本=股东权益（不含少数股东权益）+负债合计-无息流动负债-无息长期负债。ROIC衡量公司投入资本的收益效率，在云计算、半导体等重资本行业中对判断投资周期具有明显作用。
- 我们使用折旧及摊销费用衡量资本开支对利润表的影响，主要因为CapEx不直接进入利润表，但CapEx形成的长期资产在投入使用后按寿命折旧、摊销，会通过折旧及摊销费用以滞后、持续的方式影响净利润。当数据中心建成、设备上线后，云厂商开始计提折旧，因此资本开支对净利润的影响将较投资延后。
- 因为折旧及摊销费用为非现金支出，而仅仅是会计概念，我们使用公司调整后净利润+折旧及摊销费用来衡量不考虑资本开支下公司的真实利润情况。
- 若无特殊标注，本报告期内默认数据单位为亿美元。

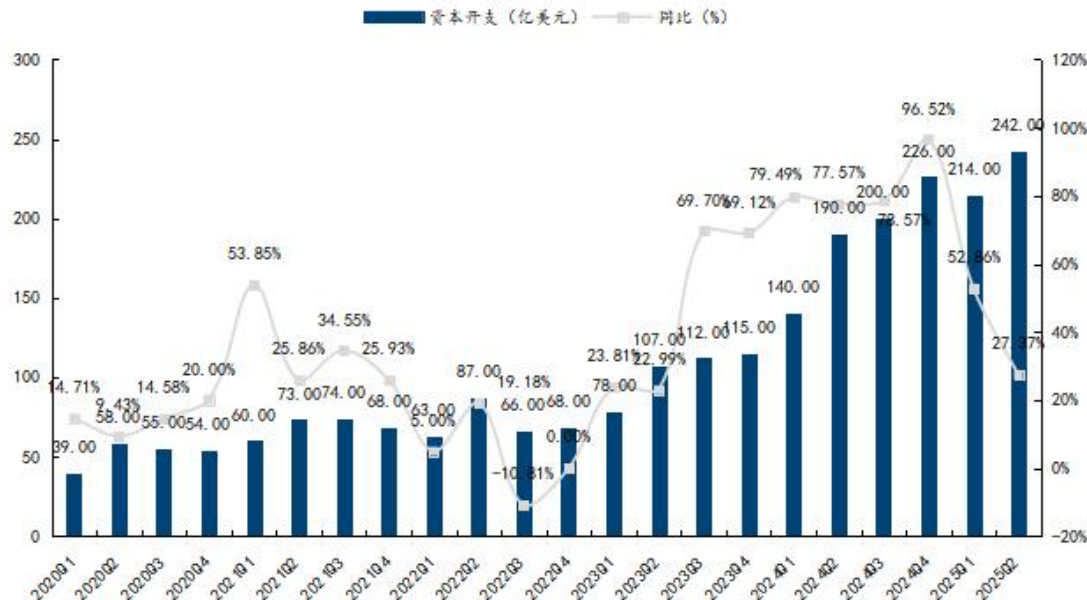
- 根据美国会计准则ASC 842-10-25，租赁（lease）是指：一项合同在特定期限内赋予承租人对一项已确定资产的控制使用权，以换取对价。在此基础上，承租人需要判断这项租赁是融资租赁（finance lease）还是经营租赁（operating lease）。ASC 842规定了5条标准，只要满足其中任意一条，就将租赁认定为融资租赁：
  - 1) 所有权转移标准：租赁期结束时，租赁标的资产的所有权自动转移给承租人；
  - 2) 购买选择权标准：合同包含一个合理确定会行使的购买选择权；
  - 3) 现值标准：租赁付款的现值几乎等于租赁资产公允价值；
  - 4) 租赁期标准：租赁期占标的资产剩余经济寿命的大部分（通常以 75% 为判断基准）；
  - 5) 专用资产标准：租赁结束后，资产对出租人来说没有其他可替代用途。
- 融资租赁的处理核心：在租赁开始日，资产实际所有权转让给承租人，并通过分期付款的方式支付。因此，会计处理分初始确认和后续计量：
  - 1) 初始确认：在租赁开始日，承租人须在资产负债表上确认使用权资产（等于租赁负债的初始金额，加上预付款、直接初始成本，减去收到的租赁优惠）以及租赁负债（等于未来租赁付款额的现值）；
  - 2) 后续计量：使用权资产逐步折旧，计入当期费用。每期租赁付款要拆分为利息费用和本金偿还，利息费用计入损益，本金偿还减少负债。在现金流量表中，利息支付计入经营活动现金流，本金偿还计入融资活动现金流。
- 新增的融资租赁使用权资产本身一定要确认为资产，但是否把新增使用权资产全部计入披露的资本开支则不是强制的会计要求，而是公司管理层的披露口径决定的，微软在租赁开始日确认使用权资产为非现金资本开支，而Meta将融资租赁的本金偿还额计入资本开支。

- 【 01 】 微软资本开支周期复盘
- 【 02 】 谷歌资本开支周期复盘
- 【 03 】 亚马逊资本开支周期复盘
- 【 04 】 Meta资本开支周期复盘
- 【 05 】 甲骨文资本开支周期复盘
- 【 06 】 科技厂商整体比较及需求分析
- 【 07 】 投资建议与风险提示

# 微软：资本开支占收入比重达历史高位

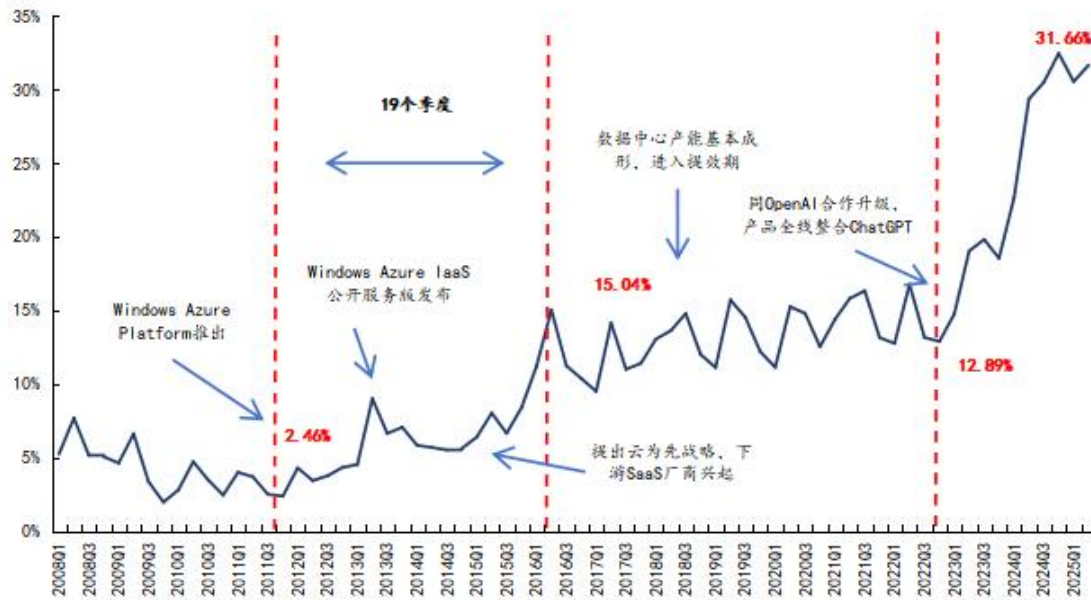
- 2025Q2（FY25Q4），微软季度资本开支为242亿美元（含65亿融资租赁），同比提升27.4%，环比提升13.1%，与云计算和AI相关的支出中超过50%用于投入数据中心等长期资产。公司预计FY26Q1资本支出将达300亿美元以上，预计2026财年资本开支增速放缓，短期资产（服务器、CPU和GPU等）投入占比将提升。
- 随着微软资本开支持续提升，当前资本开支占整体收入比重亦快速提高。2025Q2公司实现收入764.41亿美元，同比增长18.1%，资本开支占收入比重达到31.66%。复盘更长的周期，微软曾在2011Q4-2016Q2期间进入相似的资本开支上行周期，彼时主要受2010年推出云计算战略和平台Azure Platform推出，公司制定云为先战略，快速推进IaaS业务影响，公司资本开支占收入比重由低点的2.46%提升至15.04%，大约持续19个季度。本轮资本开支大致始于2022Q4，大致由微软同OpenAI合作升级，旗下产品全线整合ChatGPT开始，目前已持续11个季度，资本开支占收入比从最低点的12.89%已提升至31.66%，提升幅度已超越上一轮周期。

图：微软资本开支情况



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软资本开支占收入比重达到历史高位

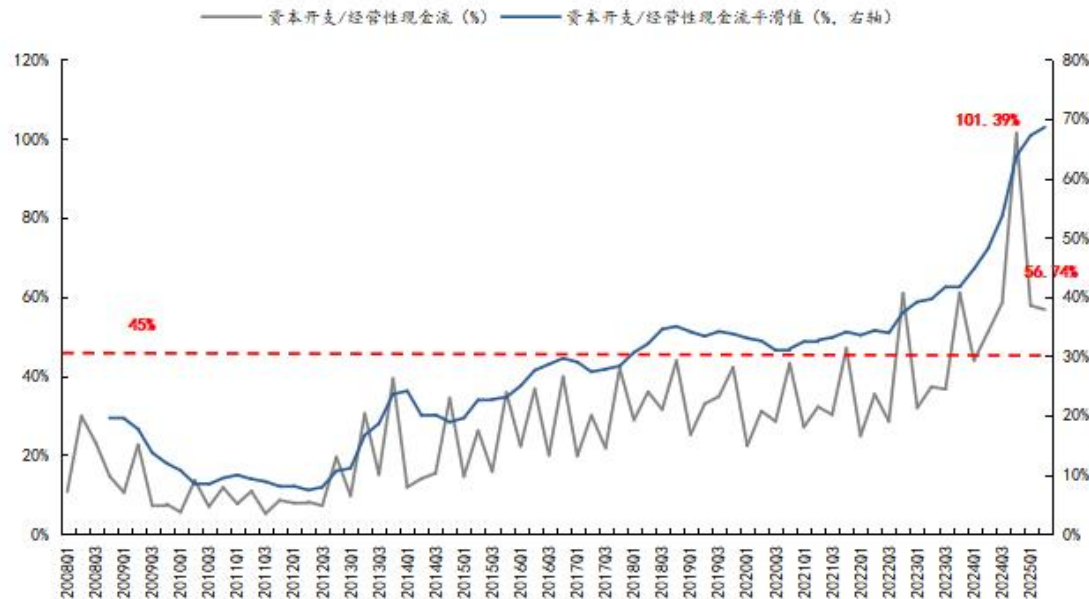


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

# 微软：CapEx/OCF与ROIC相关

- 复盘历史周期，在2010年后微软加大云计算投入，其资本开支/经营性现金流曾有过持续增长，最终长期恒定在45%以下。2022年后，微软再次加大资本开支力度，其资本开支占经营性现金流比重突破45%，创下历史新高。2025Q2，公司资本开支/经营性现金流达到56.74%，处于历史高位。2024Q4，公司资本开支/经营性现金流峰值曾达到101.39%，说明主营业务带来的现金不足以覆盖资本支出。
- 分析上轮CapEx/OCF承压原因，我们认为：1) 若微软CapEx/OCF持续增长超过50%，剩余现金流将难以覆盖债务利息、研发投入等支出，财务灵活性下降；2) 前期建设通常带来较高的回报率，而当投入持续提升后，收益质量会迅速下滑。通过比较历史ROIC以及CapEx/OCF我们发现，当ROIC<6%时公司会显著减少资本开支力度。分析原因，我们发现微软长期债务实际利率通常为5%以上，2023、2024年新增长期债务实际利率为5.49%，债务总额达492.06亿美元。当公司ROIC降至6%时，新增投资收益将难以覆盖债务成本，公司将会主动放缓资本支出，其资本支出占现金流比重可能保持恒定或下滑。

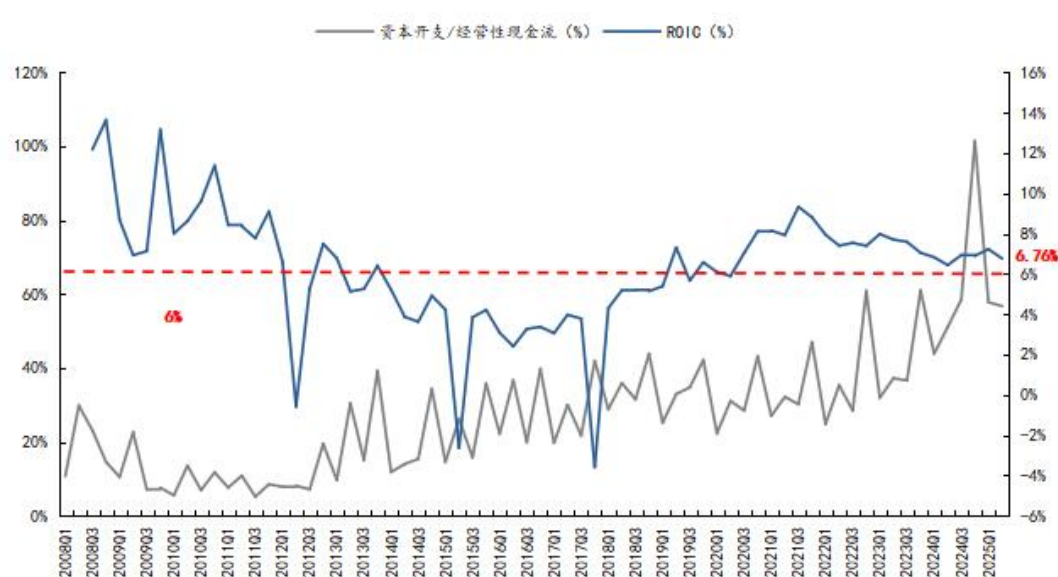
图：微软资本开支与现金流复盘



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：微软ROIC数据复盘

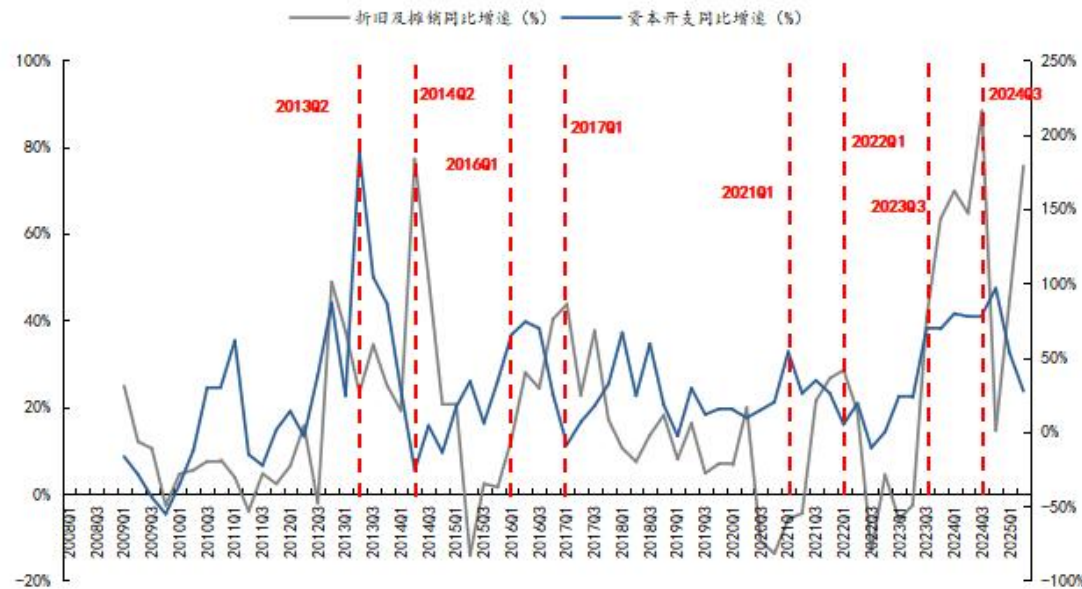


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

# 微软：资本开支影响利润复盘

- 云厂商净利润亦与资本开支周期相关，复盘微软长周期资本开支同比增速及折旧及摊销同比增速情况，我们发现微软的资本开支同比增速提高往往领先其折旧摊销费用同比增速提升4个季度，反映出公司从开始投建数据中心到数据中心进入可用状态需要经历的建设周期。从公司近期资本开支同比增速来看，公司近期资本开支同比增速高点在2024Q4，公司折旧及摊销费用或将在2025Q4同比大幅上行，对公司净利润产生影响。
- 公司当前折旧及摊销费用对净利润的影响程度可能直接决定公司后续的净利润表现，2025Q2折旧及摊销费用占实际利润（调整后净利润+折旧及摊销费用）比重达29.15%，同比提升6.7个pct。复盘历史周期我们发现，折旧及摊销费用占利润比重自2011Q4-2016Q2期间快速提升，这与资本开支/收入提升周期一致，我们认为彼时微软云业务处于扩张期，净利润增长速度低于折旧增长速度导致比值显著提升，当比值达到37.96%时，公司实际利润同比持续下行，资本开支出现拐点。

图：微软资本开支及折旧及摊销费用同比增速



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软折旧及摊销费用/利润复盘（扣除极端值）

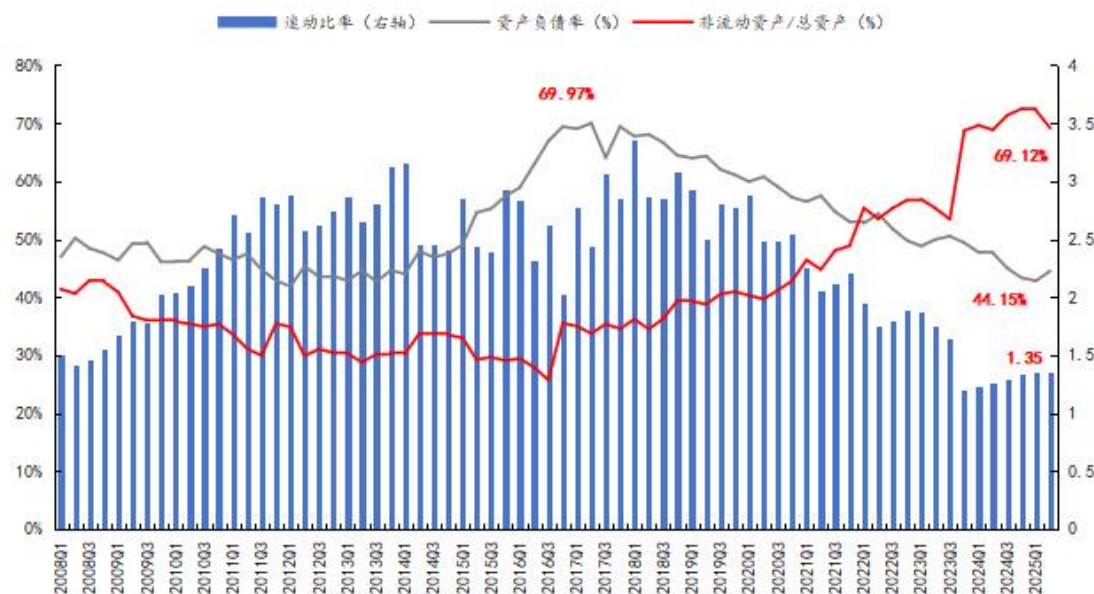


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

# 微软：现金及负债分析

- 云厂商依靠自有现金进行资本开支投建的能力不仅取决于自身的收入、利润情况，同样取决于自身的现金储备以及负债情况。复盘微软的资本开支周期，在前期数据中心投建周期中，公司资产负债率有明显提升，最高在2017Q2达到69.97%。本轮周期中资产负债率始终维持低位，深入分析后我们发现，公司当前非流动资产占比快速提升，其偿债能力反而有所下滑。2025Q2，公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达69.12%，随着流动资产占比下降，公司速动比率降低至1.35，反映出当前公司短期偿债能力恶化。
- 公司经营活动产生的现金流量净额衡量主营业务产生的现金回流能力，但并未扣除公司的资本开支，因此无法衡量公司真实现金回流情况。我们使用扣除资本开支后的自由现金流衡量公司真实的现金流入情况，通过复盘历史数据我们发现，在云投建周期过程中，公司FCF/债务会显著下滑，反映出公司在大量开支后自身业务不足以覆盖债务。在上轮周期中，该比值平滑值在2018Q3达到底部的4.51%，此时公司面临较大的债务压力。当前公司FCF/债务平滑值已下滑至4.77%，接近历史低位，显示公司偿还债务具有较大压力。

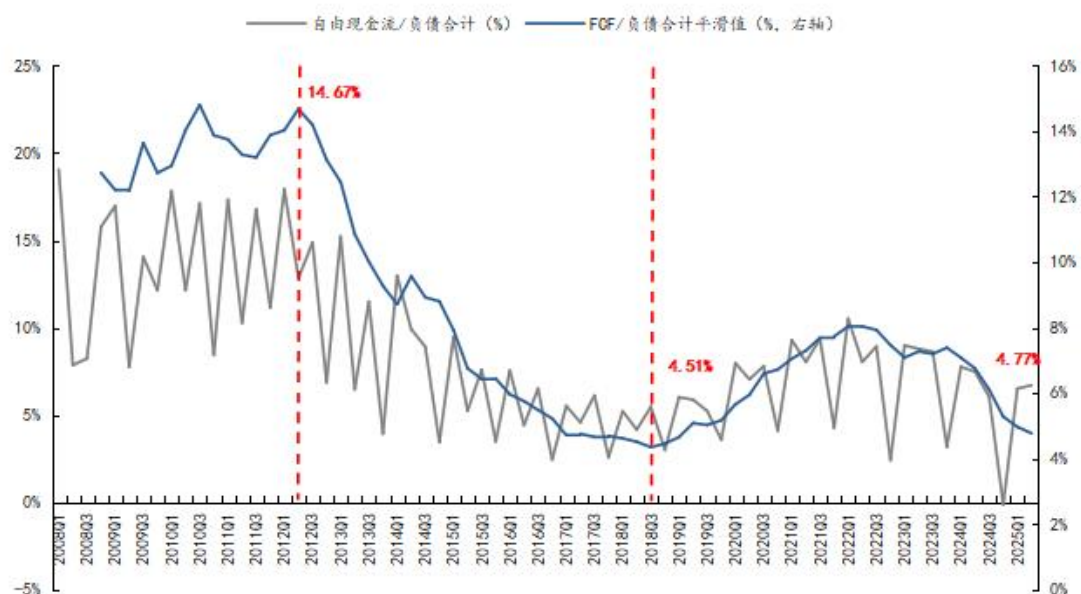
图：微软偿债能力复盘



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：微软自身现金流偿债能力复盘



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

# 微软：融资租赁分析

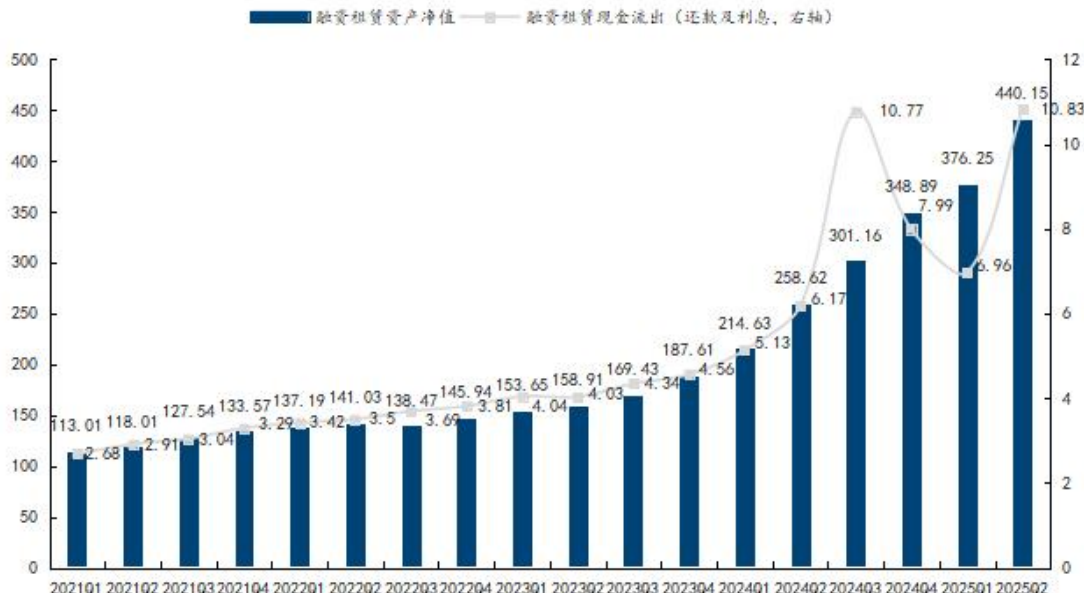
- 随着公司偿债能力的逐步下滑，融资租赁占公司总资本开支投入比重快速增长。2025Q2，公司融资租赁投资金额达65.03亿美元，同比增长38.01%，占资本开支比重达26.87%，同比提升2.07个pct，当前公司披露融资租赁资产平均剩余年限为13年。本轮融资租赁支出大幅增长始于2023Q2，这与公司FCF/负债快速下滑时点相同，说明融资租赁成为公司缓解投资压力的措施。
- 公司在定期报告中披露的融资租赁资产亦快速增长，2025Q2融资租赁资产净值达440.15亿美元，同比增长70.19%。随着公司融资租赁资产逐渐增加，公司在融资租赁投资领域产生的现金流出亦逐步提升，公司按照科目Operating cash flows from finance leases、Financing cash flows from finance leases披露公司实际现金流出，分别代表为融资租赁所付的利息支出以及本金还款。2025Q2，公司融资租赁利息加还款合计达到10.83亿美元，同比增长75.53%。

图：微软融资租赁高速增长



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软融资租赁带来现金流出增长



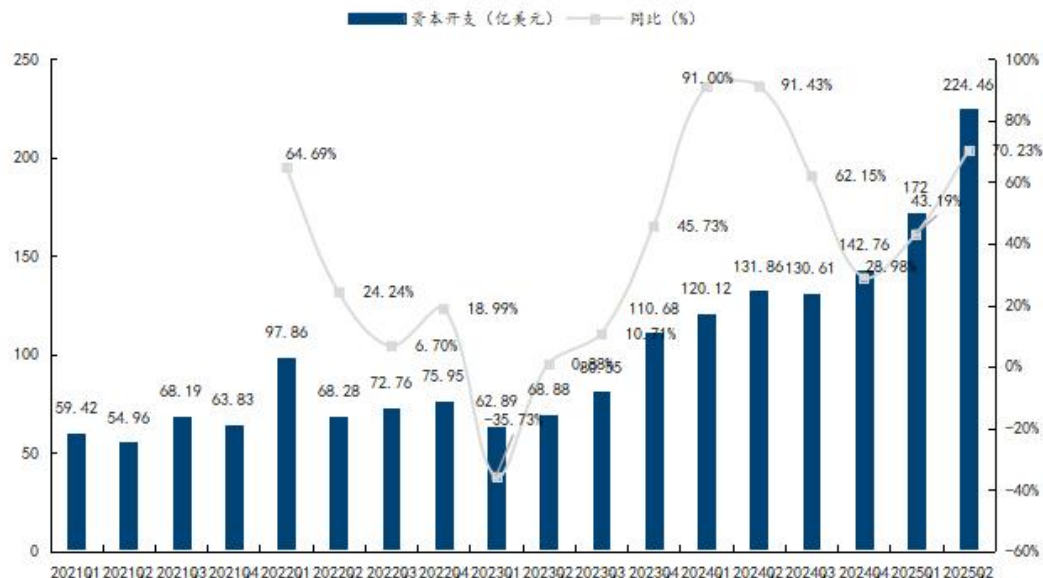
资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 微软资本开支周期复盘
- 【 02 】 谷歌资本开支周期复盘
- 【 03 】 亚马逊资本开支周期复盘
- 【 04 】 Meta资本开支周期复盘
- 【 05 】 甲骨文资本开支周期复盘
- 【 06 】 科技厂商整体比较及需求分析
- 【 07 】 投资建议与风险提示

# 谷歌：资本开支占收入比重达历史高位

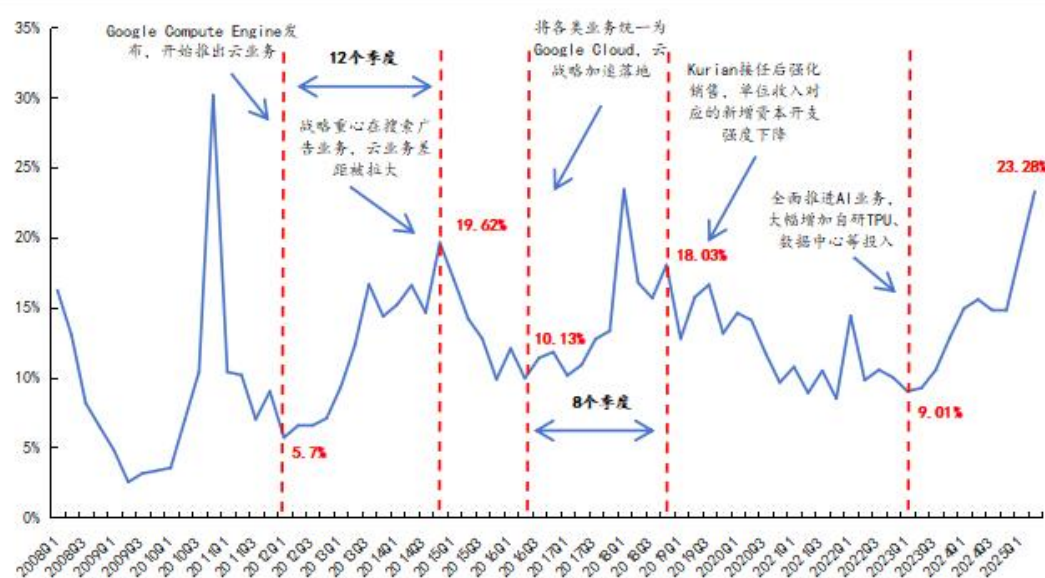
- 2025Q2，谷歌资本开支为224.46亿美元，同比增长70.23%，环比增长30.52%，其中约2/3的投资用于服务器，1/3用于数据中心和网络设备。公司预计2026年资本开支将持续上行，并提升全年资本开支预期至850亿美元（前值为750亿美元）。
- 2025Q2谷歌实现收入964.28亿美元，同比增长13.8%，资本开支占收入比重达到23.28%。复盘更长的周期，谷歌自2012年推出Google Compute Engine，开始正式对外提供云业务，推动资本开支由2012Q1的5.7%增长到2014Q4的19.62%，受到战略重心在搜索广告业务影响，后续资本开支投入力度有所下滑。2016年后谷歌重整云业务，开始将云作为战略重心加速追赶，推动资本开支力度再次上行。回顾谷歌的资本开支周期，去除其战略摇摆的平台期后，资本开支周期分为两个阶段，分别持续12、8个季度。本轮周期始于2023Q1，主要受公司全面推进AI战略推动，目前已持续10个季度，资本开支占收入比从最低点的9.01%已提升至23.28%，提升幅度已超越上轮周期。

图：谷歌资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌资本开支占收入比重达到历史高位

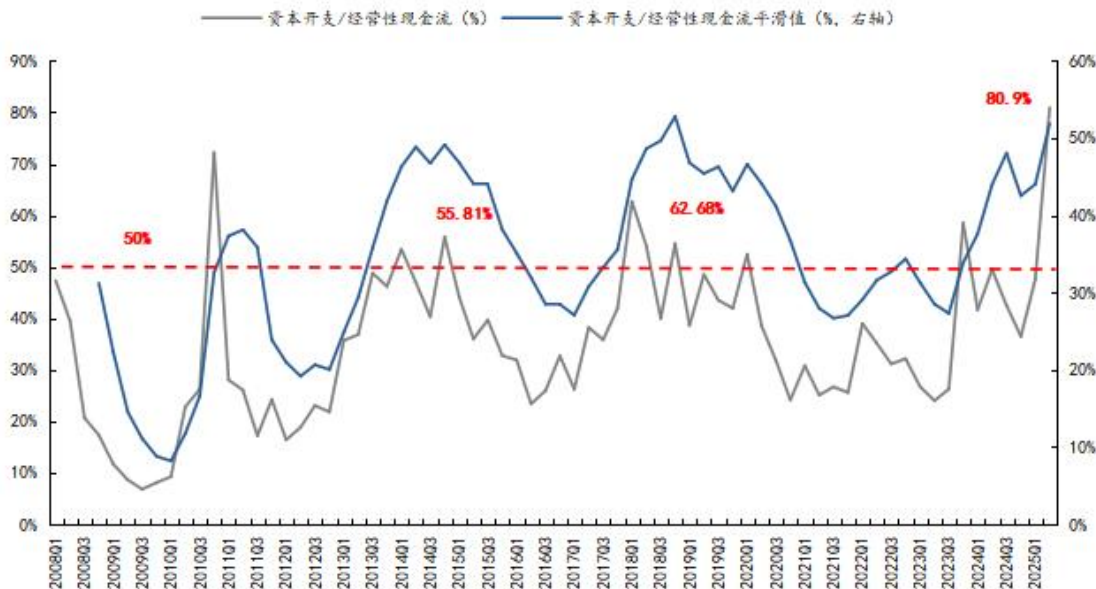


资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

# 谷歌：CapEx/OCF与ROIC

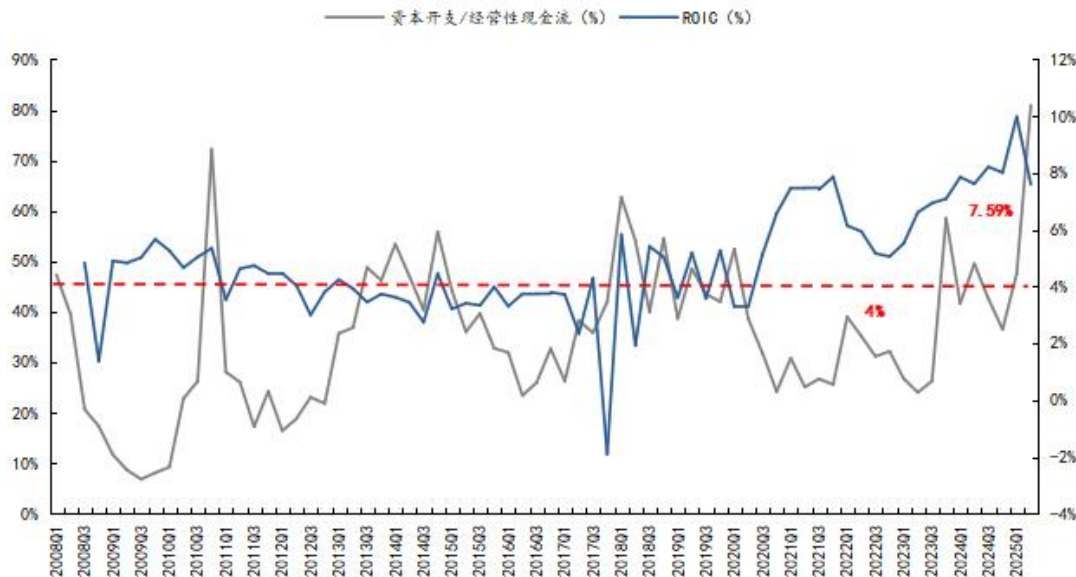
- 复盘历史周期，谷歌资本开支/经营性现金流长期恒定在50%以下。在上轮周期中，随着投入力度加大，其资本开支/经营性现金流比值曾在2014、2018年短暂突破50%，并在后续季度回落至50%以下。2025Q2，公司资本开支/经营性现金流达到80.9%，创历史新高，其主营业务带来的现金或难以覆盖相关投资的现金流出。
- 分析上轮CapEx/OCF承压原因，我们认为：1) 若谷歌CapEx/OCF持续增长超过50%，现金流安全空间减少，剩余现金流难以覆盖债务利息、研发投入等支出，此时市场波动易引起现金流紧张；2) 前期建设通常带来较高的回报率，而当投入持续提升后，收益质量会迅速下滑。通过比较历史ROIC以及CapEx/OCF我们发现，当ROIC<4%时公司会显著减少资本开支力度。分析原因，我们发现谷歌长期、短期债务实际利率通常为4%以上。截至2025Q2，谷歌30亿商业票据有效利率为4.4%，长期债务有效利率为4.21%以上，总额达236.07亿美元。当公司ROIC降至4%时，新增投资收益将难以覆盖债务成本，公司将会主动放缓资本支出，其资本支出占现金流比重可能保持恒定或下滑。

图：谷歌资本开支与现金流复盘



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌ROIC数据复盘

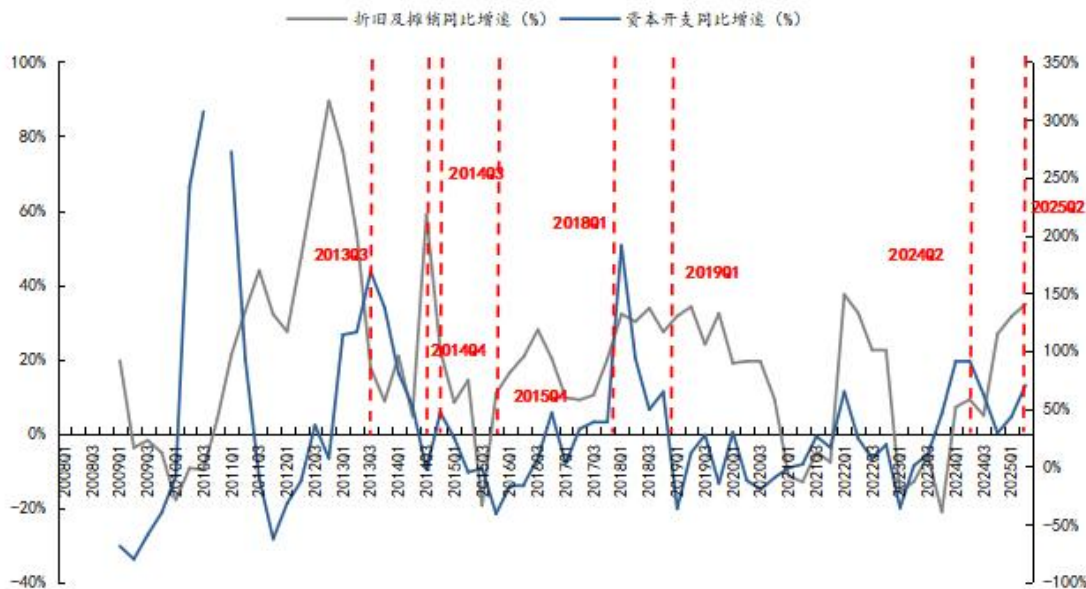


资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

# 谷歌：资本开支影响利润复盘

- 云厂商净利润亦与资本开支周期相关，复盘谷歌长周期资本开支同比增速及折旧及摊销同比增速情况，我们发现谷歌的资本开支同比增速提高往往领先其折旧摊销费用同比增速提升4个季度，反映出公司从开始投建数据中心到数据中心进入可用状态需要经历的建设周期。从公司近期资本开支同比增速来看，公司近期资本开支同比增速高点在2024Q2，公司折旧及摊销费用亦在2025Q2同比大幅上行。2025年后公司资本开支同比迅速提升，公司折旧及摊销费用或将在2025Q4-2026Q1对公司净利润产生更大影响。
- 复盘历史周期我们发现，折旧及摊销费用占利润比重自2012Q1-2018Q4期间快速提升，这与资本开支/收入提升周期一致，我们认为彼时谷歌云业务处于扩张期，净利润增长速度低于折旧增长速度导致比值显著提升，当比值达到30%及以上时，公司实际利润同比持续下行，资本开支出现拐点。2025Q2折旧及摊销费用占实际利润（调整后净利润+折旧及摊销费用）比重达15.06%，同比提升1.49个pct，当前公司ROIC未出现明显下降，折旧及摊销费用对利润影响可控。

图：谷歌资本开支及折旧及摊销费用同比增速



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：微软折旧及摊销费用/利润复盘（扣除极端值）

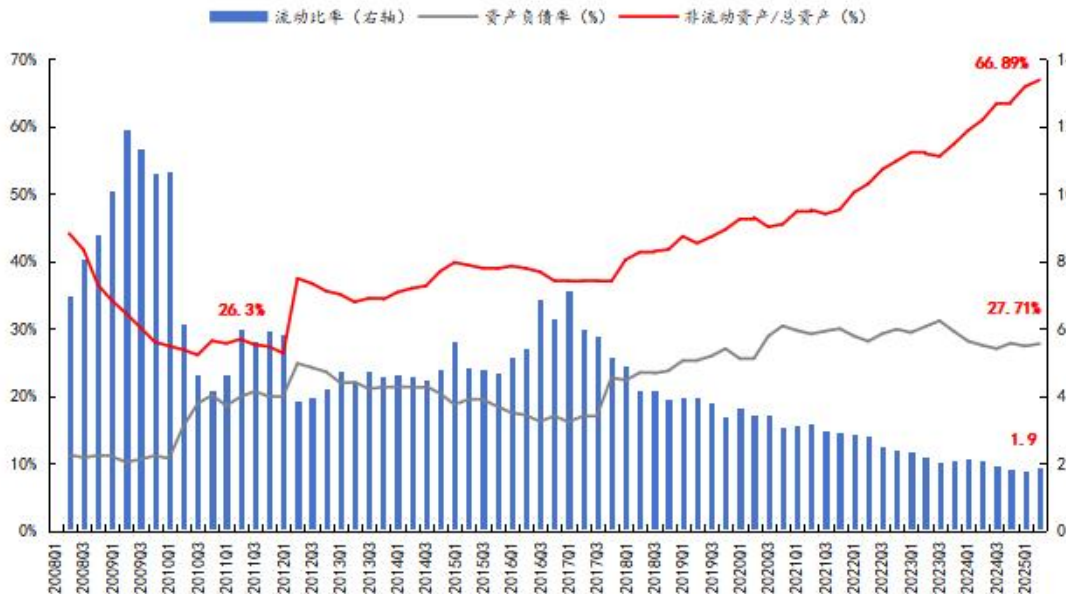


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

# 谷歌：现金及负债分析

- 云厂商依靠自有现金进行资本开支投建的能力不仅取决于自身的收入、利润情况，同样取决于自身的现金储备以及负债情况。2025Q2谷歌资产负债率达27.71%，在2023年投入力度加大后相对稳定。深入分析后我们发现，公司非流动资产占比自2012年谷歌云推出后便持续提升，导致其偿债能力亦有所下滑。2025Q2，公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达66.89%，处于历史峰值。随着流动资产占比下降，公司流动比率降低至1.9，反映出当前公司短期偿债能力恶化。
- 我们使用扣除资本开支后的自由现金流衡量公司真实的现金流入情况，通过复盘历史数据我们发现，在云投建周期过程中，公司FCF/债务会显著下滑。在上轮周期中，该比值从2011Q3开始下降，2014Q1达到底部的8.24%，此时公司面临着较大的现金压力，并减少资本开支投入。到2016Q3公司FCF/债务恢复至28.21%，公司后续加大投入，该比值继续下滑，对应周期与公司资本开支周期相同。当前公司FCF/债务平滑值已下滑至3.81%，处于历史低位，显示公司偿还债务具有较大压力，或将对公司后续投资产生影响。

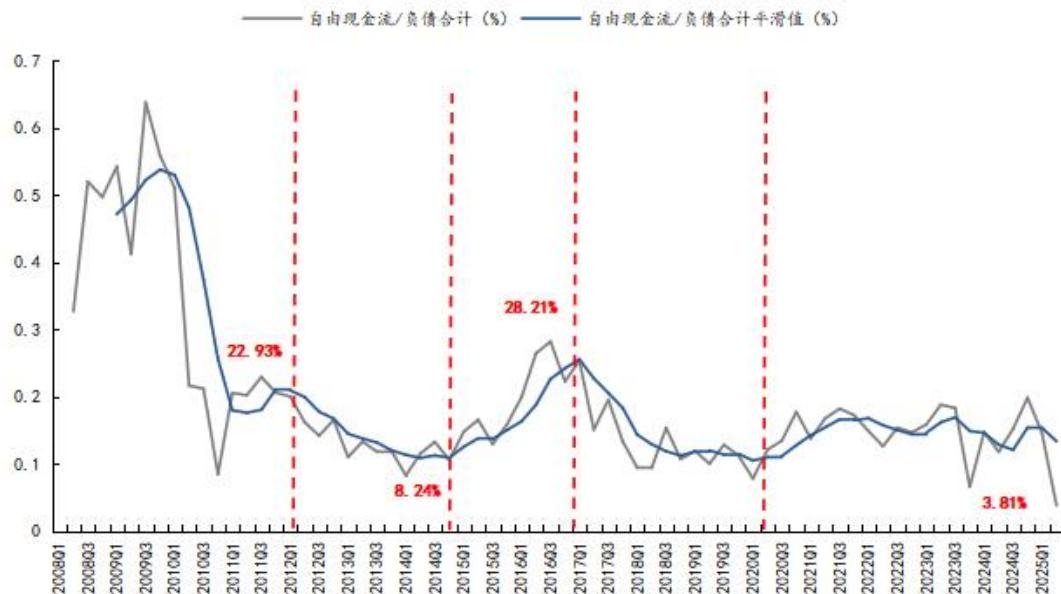
图：谷歌偿债能力复盘



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：谷歌自身现金流偿债能力复盘



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

# 谷歌：融资租赁分析

- 公司在定期报告中使用的科目Assets obtained in exchange for lease liabilities披露当期融资租赁的增加，通常视为资本支出里的融资租赁部分开支，由于谷歌前期未定期披露其融资租赁数据，我们使用最近季度数据作为参考。2025Q2，谷歌融资租赁总投入达0.83亿美元，同比下降43.15%。由于公司核心业务长期依赖自建基础设施，因此融资租赁在总资本开支中占比不明显，2025Q2占比仅为0.37%。
- 2025Q2，谷歌融资租赁资产净值达32.01亿美元。公司按照科目Operating cash flows from finance leases、Financing cash flows from finance leases披露公司实际现金流出，分别代表为融资租赁所付的利息支出以及本金还款。2025Q2，公司融资租赁利息加还款合计达到1.26亿美元。当前谷歌并未大范围采用融资租赁的方式投建数据中心，其融资租赁资产以及现金流出占比均不显著，尽管近期融资租赁资产呈上升态势，其风险仍在可控范围。

图：谷歌融资租赁投入占比不明显



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌融资租赁现金流出复盘



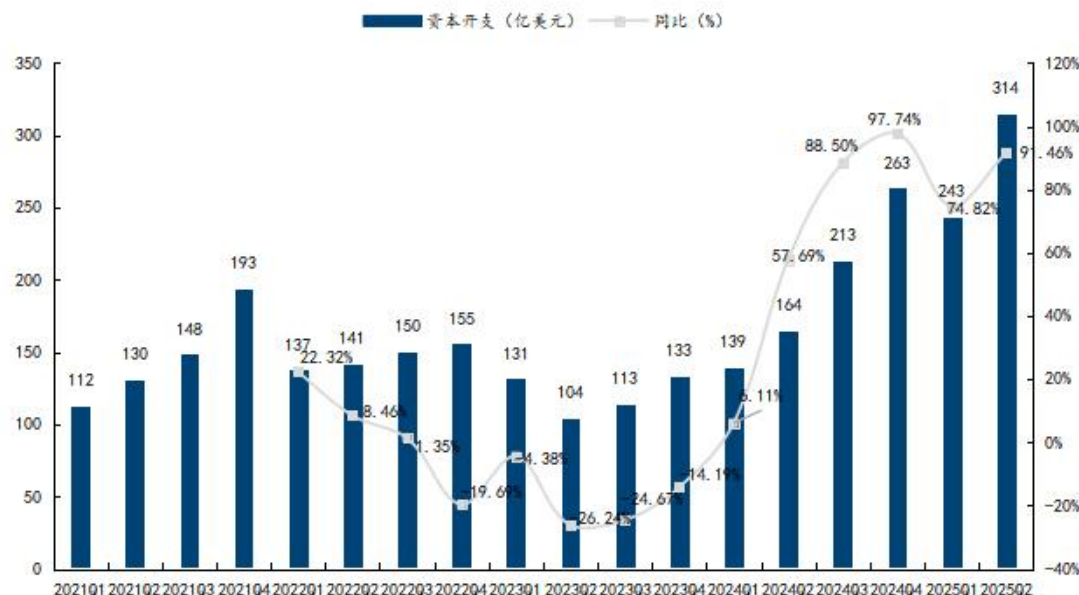
资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 微软资本开支周期复盘
- 【 02 】 谷歌资本开支周期复盘
- 【 03 】 亚马逊资本开支周期复盘
- 【 04 】 Meta资本开支周期复盘
- 【 05 】 甲骨文资本开支周期复盘
- 【 06 】 科技厂商整体比较及需求分析
- 【 07 】 投资建议与风险提示

# 亚马逊：资本开支占收入比重达历史高位

- 2025Q2，亚马逊资本开支达314亿美元，同比增长91.5%，环比增长29.2%，公司预计本季度资本开支可以代表下半年季度的资本开支水平。公司资本开支主要用于AWS相关投资，且更多投资于定制化芯片，同时部分资本开支用于履约和运输网络的建设。
- 2025Q2亚马逊实现收入1677.02亿美元，同比增长13.3%，资本开支占收入比重达到18.72%。亚马逊自2006年推出EC2，开始将自身闲置IT资源用以提供云服务。2010年美国提出云优先战略，开始在政府领域采用云服务，亚马逊随后在2011年推出政府专用云，推动资本开支占收入比重大幅提升，云业务进入高速发展阶段。2019年亚马逊发布自研芯片并投入云端，叠加疫情期间电商需求激增，推动公司资本开支再次上行。亚马逊前期资本开支周期大致分为两段，分别持续12、13个季度。本轮周期始于2023Q4，公司加大智算中心投入，目前已持续9个季度，资本开支占收入比重提升至18.72%，创下历史新高。

图：亚马逊资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊资本开支占收入比重达到历史高位

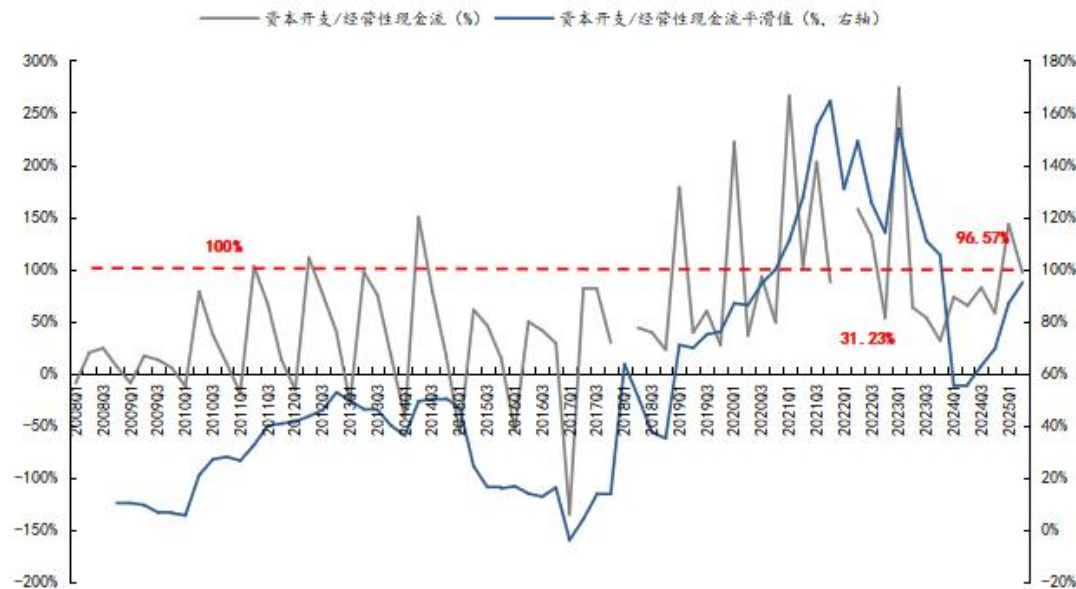


资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

# 亚马逊：CapEx/OCF与ROIC

- 亚马逊资本开支/经营性现金流长期恒定在100%以下，在2020年后受疫情推动线上购物、办公需求激增，公司曾加大仓储、运输、云相关投资，导致CapEx/OCF比值短期突破100%，并持续到疫情结束后进入消化与提效期，相关投入迅速回落至30%左右的长期均值水准。2025Q2，公司CapEx/OCF比值达到96.57%，其主营业务带来的现金已不足以覆盖相关投资的现金流出。
- 分析亚马逊CapEx/OCF数据，我们发现：1）亚马逊的现金流包括大量应付账款（先收用户钱后付供货商，2025Q2达982.85亿美元），相当于为CapEx提供无息债务，可支撑其CapEx/OCF数据高于微软、谷歌；2）亚马逊曾在疫情时期加大投资，导致公司现金承压，管理层在后续转向稳健经营；3）当ROIC<4%时公司CapEx/OCF上行会显著减缓。分析原因，我们发现亚马逊长期债务实际利率通常为4%以上。当公司ROIC降至4%时，新增投资收益将难以覆盖债务成本，公司将会主动放缓资本支出，其资本支出占现金流比重可能保持恒定或下滑。2025Q2公司ROIC为4.88%，已接近压力位置，公司持续加大投入后其收益率可能再次下滑。

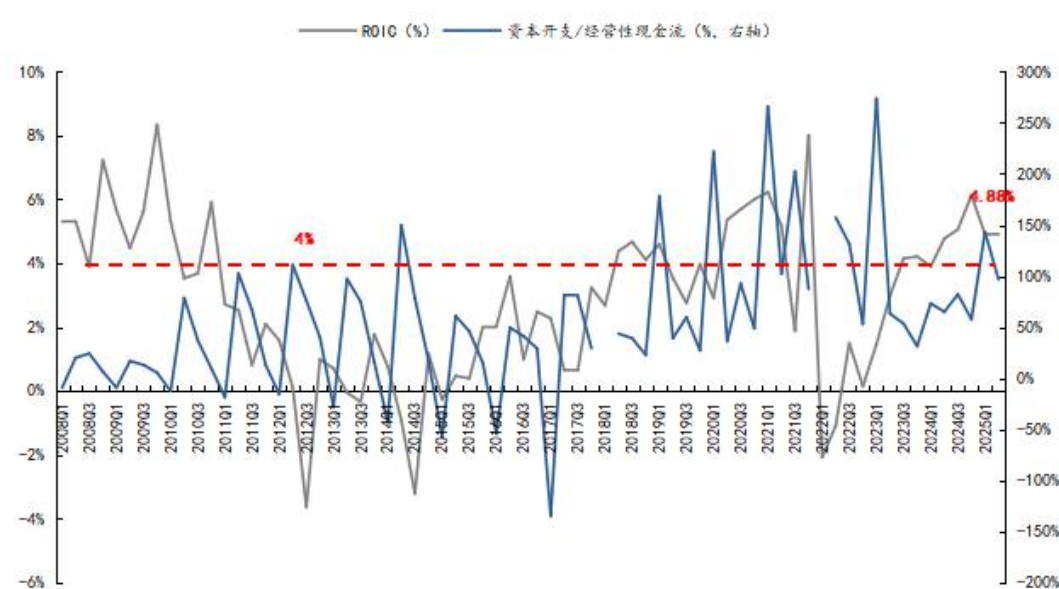
图：亚马逊资本开支与现金流复盘



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：亚马逊ROIC数据复盘

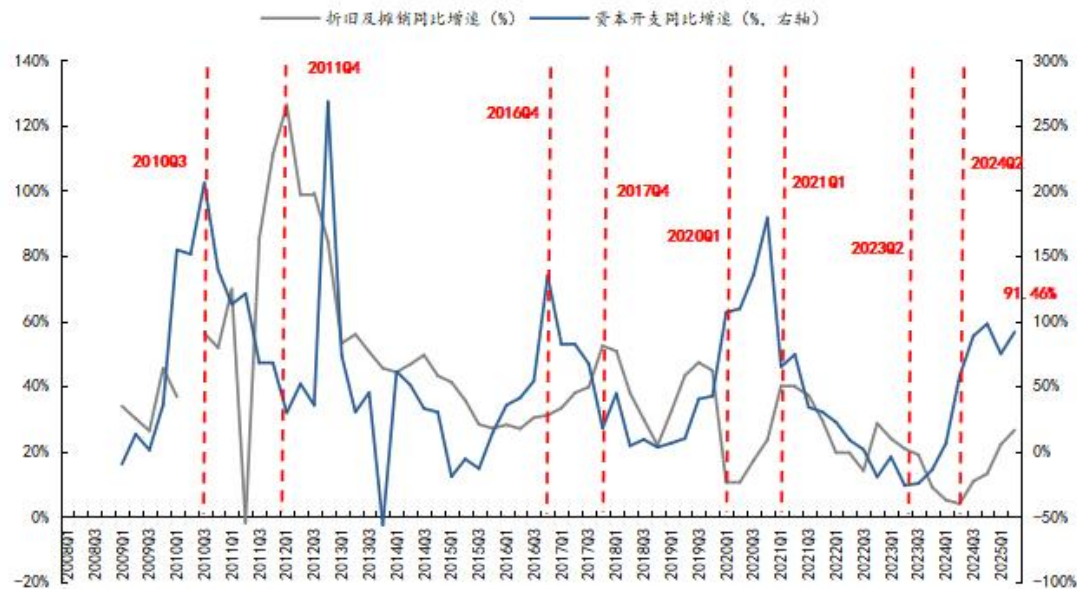


资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

# 亚马逊：资本开支影响利润复盘

- 云厂商净利润亦与资本开支周期相关，复盘亚马逊长周期资本开支同比增速及折旧及摊销同比增速情况，我们发现亚马逊的资本开支同比增速提高往往领先其折旧摊销费用同比增速提升4-5个季度，公司资本开支有部分投入物流设施、仓库等电商业务，资产入账节奏较微软、谷歌更长。从公司近期资本开支同比增速来看，公司近期资本开支增速拐点为2023Q2，折旧及摊销费用对应在2024Q2开始上行。2025Q2公司资本开支同比增速提升至91.46%，其折旧摊销费用在2026Q2之前可能保持快速提升态势。
- 复盘历史周期我们发现，折旧及摊销费用占利润比重自2010Q1-2012Q4期间快速提升，随后将公司调整后净利润压制为负值，公司开始调整投资力度，推动利润回暖，这与资本开支/收入周期相同。彼时亚马逊云业务处于扩张期，净利润增长速度低于折旧增长速度导致比值显著提升。2025Q2折旧及摊销费用占实际利润（调整后净利润+折旧及摊销费用）比重达45.6%，显著高于微软、谷歌的相关数值，说明受零售业务低毛利高投入影响，公司账面利润受固定资产规模影响较大，2026年折旧摊销费用上行将显著影响公司利润。

图：亚马逊资本开支及折旧及摊销费用同比增速



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊折旧及摊销费用/利润复盘（扣除极端值）

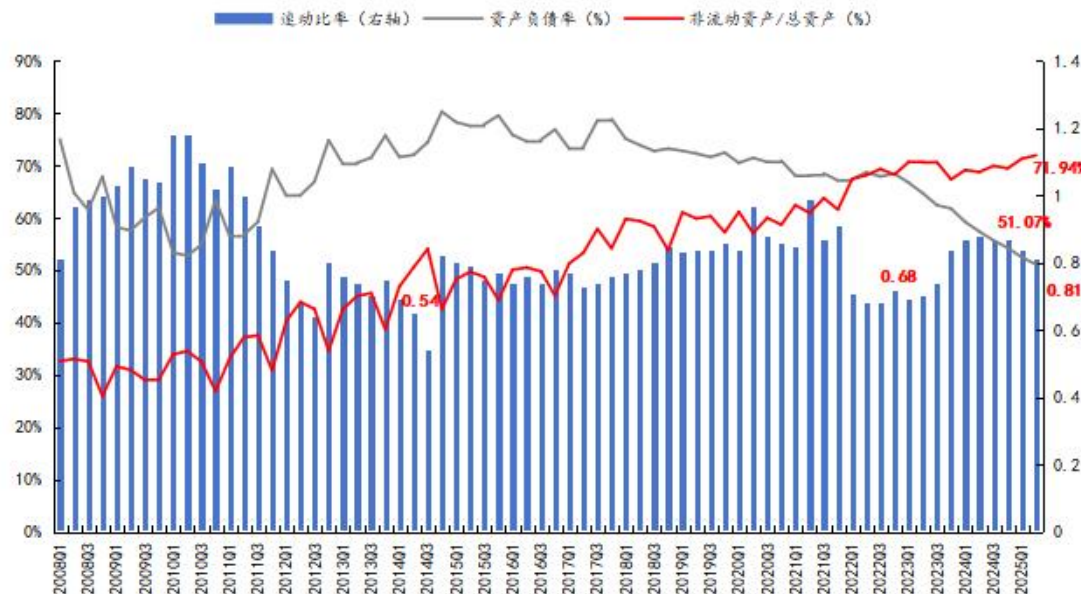


资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

# 亚马逊：现金及负债分析

- 云厂商依靠自有现金进行资本开支投建的能力不仅取决于自身的收入、利润情况，同样取决于自身的现金储备以及负债情况。2025Q2亚马逊资产负债率达51.07%，2022Q3后呈现出下滑趋势。公司非流动资产占比自2010年加大云服务投资后持续提升，导致其偿债能力亦有所下滑。2025Q2，公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达71.94%，处于历史峰值。随着流动资产占比下降，公司速动比率降低至0.81，其快速可变现资产低于短期债务，但在公司自身历史中仍处于可控水平，未来非流动资产占比提升，其偿债能力可能持续恶化。
- 我们使用扣除资本开支后的自由现金流衡量公司真实的现金流入情况，通过复盘历史数据我们发现，在云投建周期过程中，公司FCF/债务会显著下滑。在上轮周期中，该比值从2010Q1开始下降，2012Q4达到底部的-2.01%，此时公司自由现金流转负，现金面临极大压力，迫使公司转向减缓资本开支。2019年后，受自研芯片上云以及疫情推动，该比值继续下滑，对应周期与公司资本开支周期相同。当前公司FCF/债务平滑值已下滑至1.33%，若继续加大资本开支，或将在2025Q4-2026Q1转负，对公司后续投资力度产生影响。

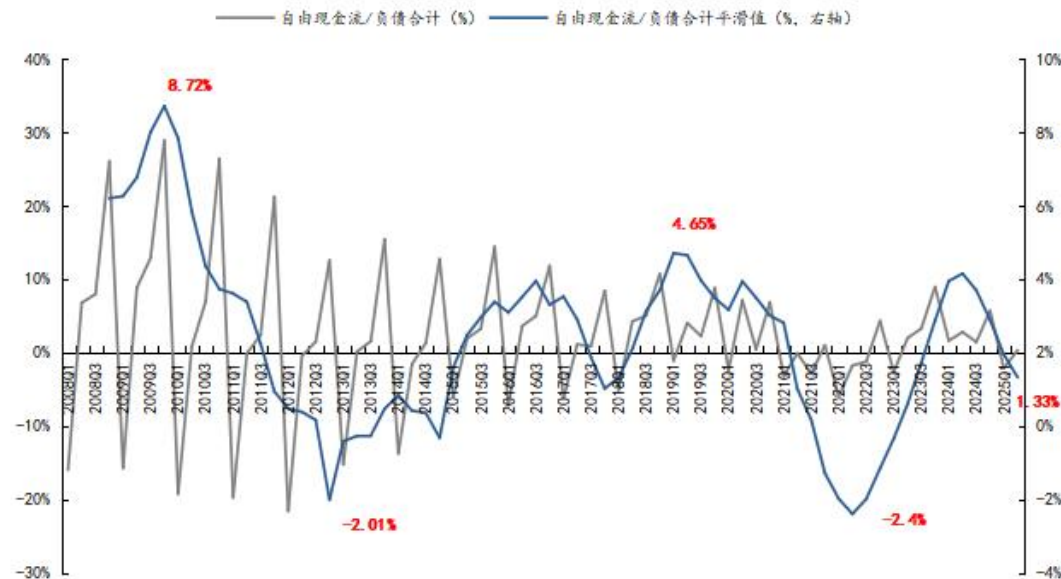
图：亚马逊偿债能力复盘



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：亚马逊自身现金流偿债能力复盘



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

# 亚马逊：融资租赁分析

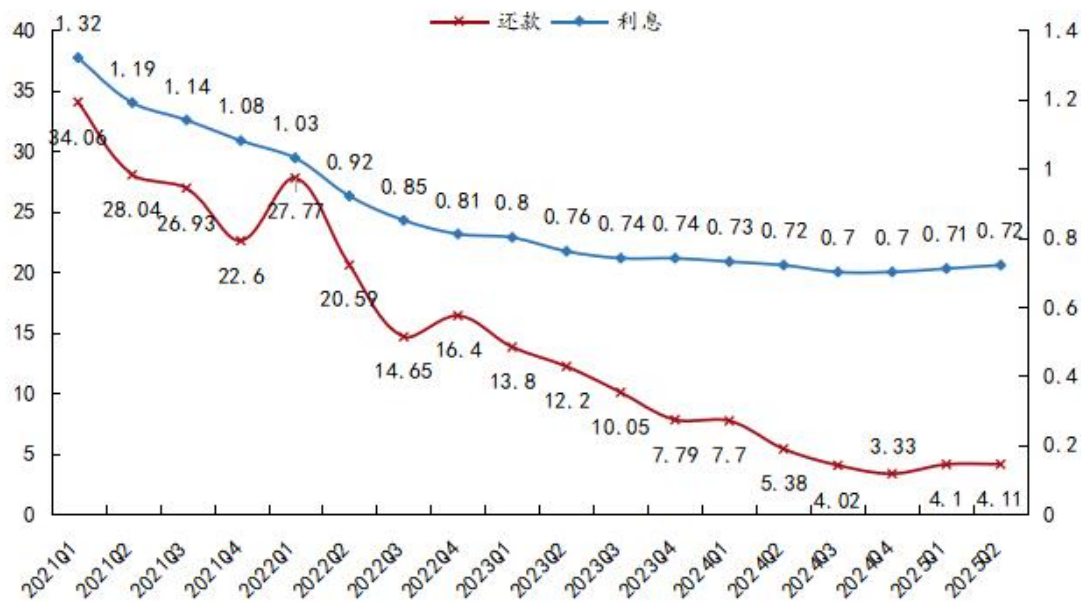
- 随着公司偿债能力的逐步下滑，融资租赁占公司总资本开支投入比重快速增长。2025Q2，亚马逊融资租赁投入总额达9.37亿美元，同比增长417.68%。本轮投资周期中，融资租赁占公司总资本开支投入比重较上轮周期明显下滑，2025Q2公司融资租赁投资占资本开支的2.98%，同比提升1.88个pct，说明公司有意加大对融资租赁的控制，当前公司披露融资租赁资产平均剩余年限为11.9年。
- 公司未在资产负债表上单列融资租赁资产净值科目，而是把融资租赁的使用权资产并入Property and equipment呈现。公司在融资租赁投资领域实际产生的现金流出基本恒定，公司按照科目Cash paid for interest on finance leases、Principal repayments of finance leases披露公司实际现金流出，分别代表为融资租赁所付的利息支出以及本金还款。2025Q2，公司融资租赁利息加还款合计达到4.83亿美元，同比下降20.82%，当前融资租赁对公司产生的影响不显著。

图：亚马逊融资租赁维持稳定



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊融资租赁带来现金流出维持稳定



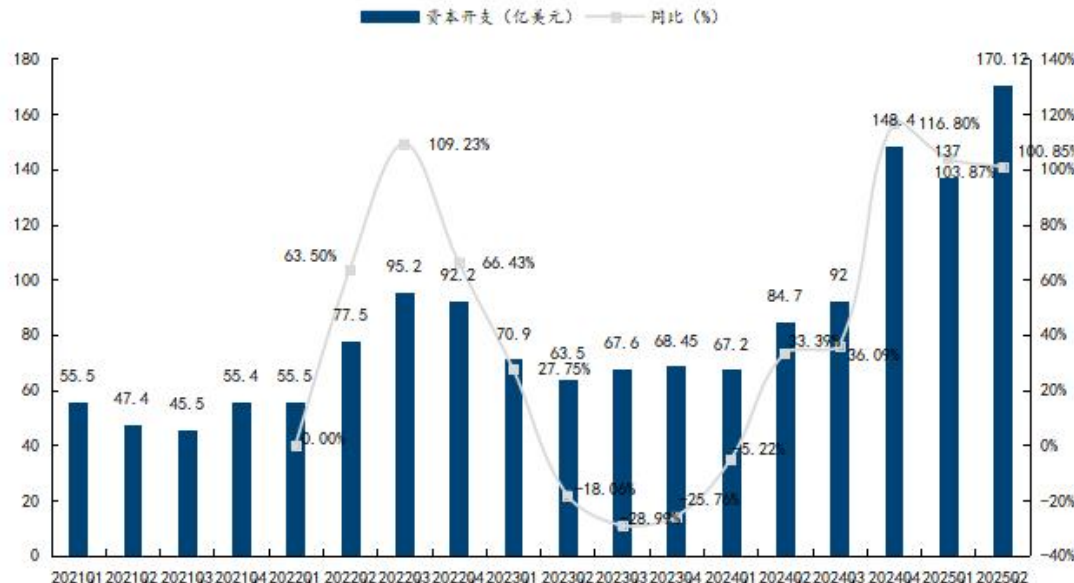
资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 微软资本开支周期复盘
- 【 02 】 谷歌资本开支周期复盘
- 【 03 】 亚马逊资本开支周期复盘
- 【 04 】 Meta资本开支周期复盘
- 【 05 】 甲骨文资本开支周期复盘
- 【 06 】 科技厂商整体比较及需求分析
- 【 07 】 投资建议与风险提示

# Meta：资本开支占收入比重达历史高位

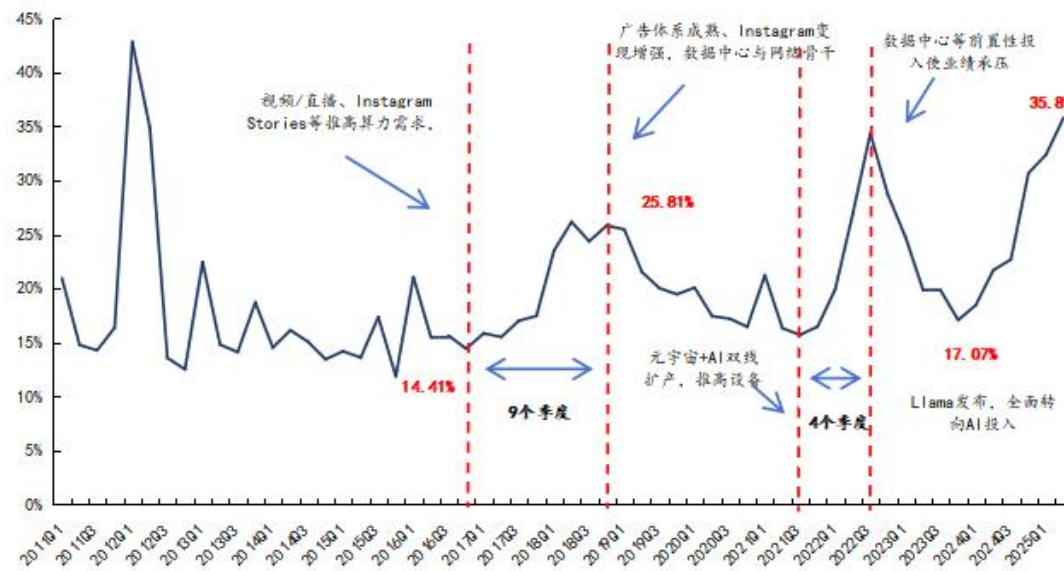
- 2025Q2，Meta资本支出（包括融资租赁本金付款）为170亿美元，同比增长100.8%，环比增长24.2%，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施投资。公司上调全年资本开支指引，预计2025年全年资本支出（包括融资租赁）将在660亿至720亿美元之间（前值为640-720亿美元），以满足AI与业务需求。
- 2025Q2公司实现收入为475.16亿美元，同比增长21.6%，资本开支占收入比重达35.8%。Meta不对外提供云服务，因此其资本开支主要与其自身业务需求相关。2016年公司内容形态升级，视频/直播、Instagram Stories等业务推高算力需求，叠加广告投放的机器学习需求，公司开始加大数据中心投建力度，随着业务成熟，公司后续投入力度下行，直到2021年元宇宙扩产才再次上行。本轮周期始于2023年，公司发布Llama模型并取得成功，开始将AI作为自身首要战略目标加大投入，推动资本开支高增。目前资本投入已持续9个季度，资本开支占收入比重提升至35.8%，位于历史高位。

图：Meta资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta资本开支占收入比重达到历史高位

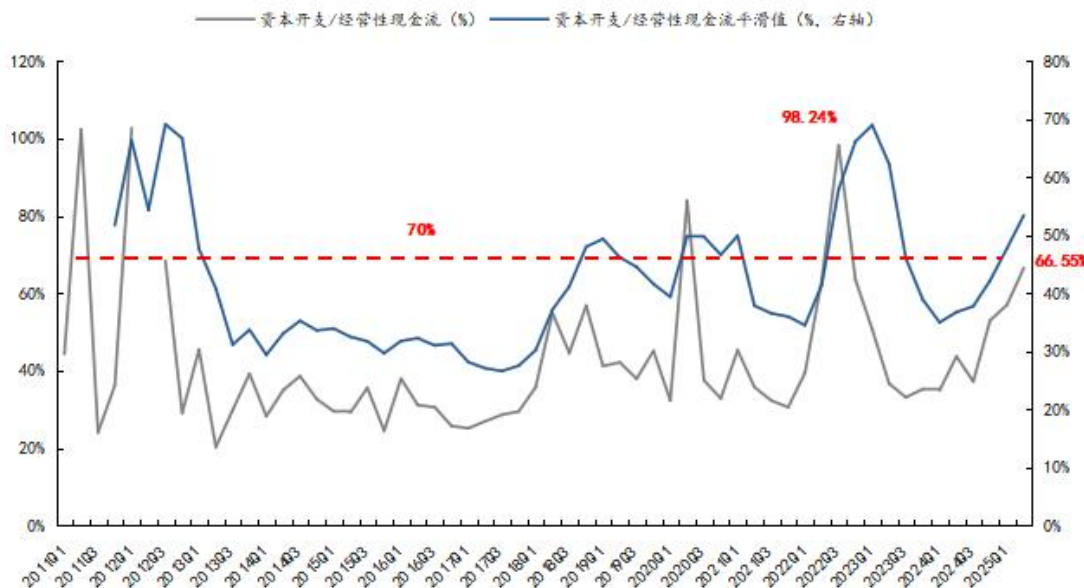


资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

# Meta: CapEx/OCF与ROIC相关

- Meta资本开支/经营性现金流数据明显小于微软、亚马逊的季节波动，主要受亚马逊的电商业务在Q4进入旺季、微软的云服务和服务授权收入与企业IT预算周期相关影响。2016年后Meta加大数据中心投入，其CapEx/OCF曾有过持续增长，最终突破70%后回撤。2021年后Meta再次加大资本开支力度，其CapEx/OCF在2022Q3达到98.24%后回落。复盘历史，Meta的CapEx/OCF压力位置大致位于70%左右，2025Q2公司CapEx/OCF达66.55%，若公司广告增长放缓，后续将对现金流产生较大压力。
- 分析上轮CapEx/OCF承压原因，我们认为：1) Meta的广告现金流稳定，但没有库存项缓冲，广告增长放缓时现金流弹性小，CapEx/OCF超过70%，剩余现金流将难以覆盖债务利息、研发投入等支出；2) CapEx/OCF与ROIC呈现明显反向变化关系，复盘微软、亚马逊等厂商发现，ROIC往往落后CapEx/OCF变化1-2个季度。Meta长期债务实际利率通常为接近6%，2023、2024年新增长期债务实际利率分别为5.79%、5.6%，当前债务总额达288.26亿美元，当ROIC<6%时会对资本开支产生明显压力。

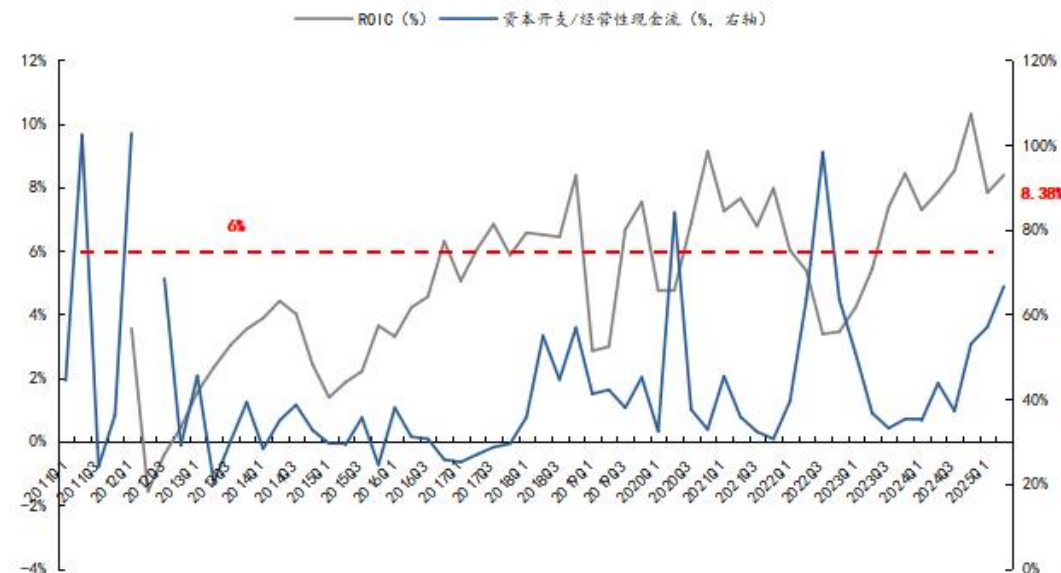
图：Meta资本开支与现金流复盘



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：MetaROIC数据复盘

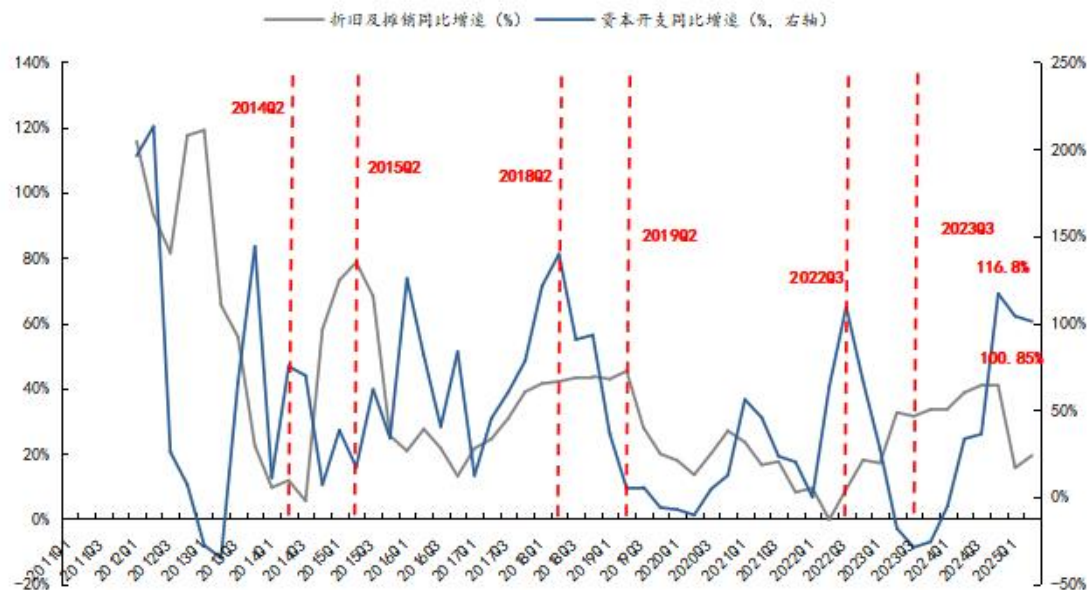


资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

# Meta：资本开支影响利润复盘

- 云厂商净利润亦与资本开支周期相关，复盘Meta长周期资本开支同比增速及折旧及摊销同比增速情况，我们发现Meta的资本开支同比增速提高往往领先其折旧摊销费用同比增速提升4个季度，反映出公司从开始投建数据中心到数据中心进入可用状态需要经历的建设周期。公司自2023年后加大AI投资，近期资本开支增速在2025Q1达到高点的116.8%，2025Q2资本开支同比增速为100.8%，Meta折旧摊销费用或将在进入2026年后快速提升。
- 复盘历史周期我们发现，Meta折旧及摊销费用占利润比重曾在2021Q4-2022Q4期间快速提升，这与资本开支/收入提升周期一致，我们认为彼时Meta元宇宙相关业务处于扩张期，利润增长速度低于折旧增长速度导致比值显著提升，当比值达到25%及以上时，公司实际利润受折旧摊销费用压制，同比持续下行，导致资本开支出现拐点。2025Q2折旧及摊销费用占实际利润（调整后净利润+折旧及摊销费用）比重达19.15%，同比下降2.12个pct，当前公司ROIC未出现明显下降，折旧及摊销费用对利润影响可控。

图：Meta资本开支及折旧及摊销费用同比增速



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta折旧及摊销费用/利润复盘（扣除极端值）

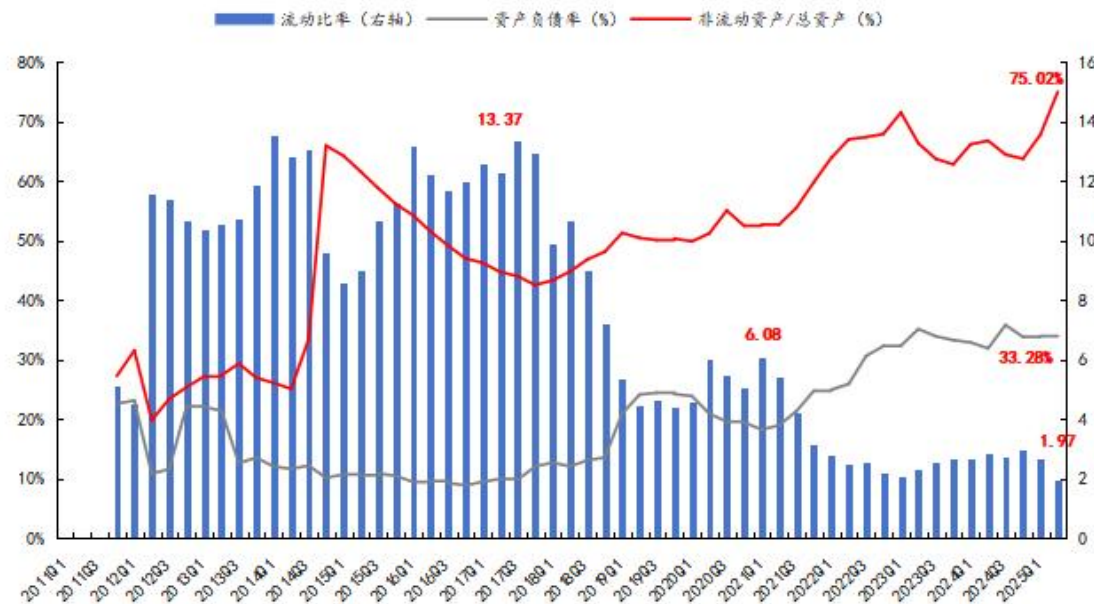


资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

# Meta：现金及负债分析

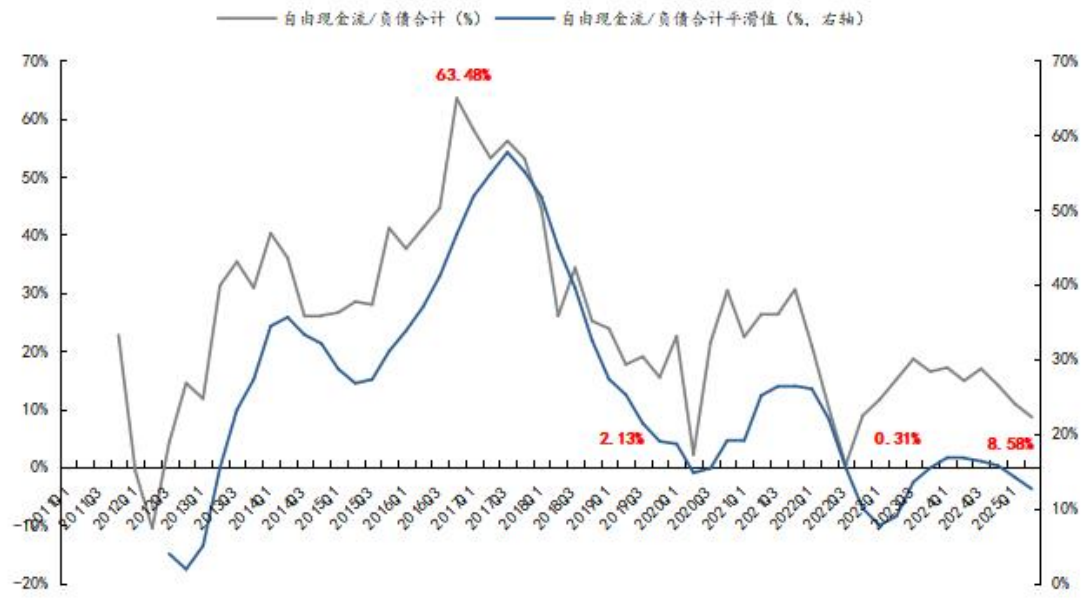
- 云厂商依靠自有现金进行资本开支投建的能力不仅取决于自身的收入、利润情况，同样取决于自身的现金储备以及负债情况。2025Q2Meta资产负债率达33.28%，在2021年投入力度加大后呈现出上行趋势。公司非流动资产占比自2021年Meta加大数据中心投入力度后快速提升，导致其偿债能力持续下滑。2025Q2公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达75.02%，公司流动比率降低至1.97，公司历史上每轮投入周期都伴随着流动比率的持续下降，反映出公司短期偿债能力恶化。
- 我们使用扣除资本开支后的自由现金流衡量公司真实的现金流入情况，通过复盘历史数据我们发现，在云投建周期过程中，公司FCF/债务会显著下滑。在上轮周期中，该比值从2016Q4开始下降，2020Q2达到底部的2.13%，此时公司面临着较大的现金压力，并减少资本开支投入。公司加大元宇宙、AI相关投入后该比值继续下滑，对应周期与公司资本开支周期相同。当前公司FCF/债务平滑值已下滑至8.58%，处于历史低位，公司偿还债务具有较大压力，或将对公司后续投资产生影响。

图：Meta偿债能力复盘



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta自身现金流偿债能力复盘



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

# Meta：融资租赁分析

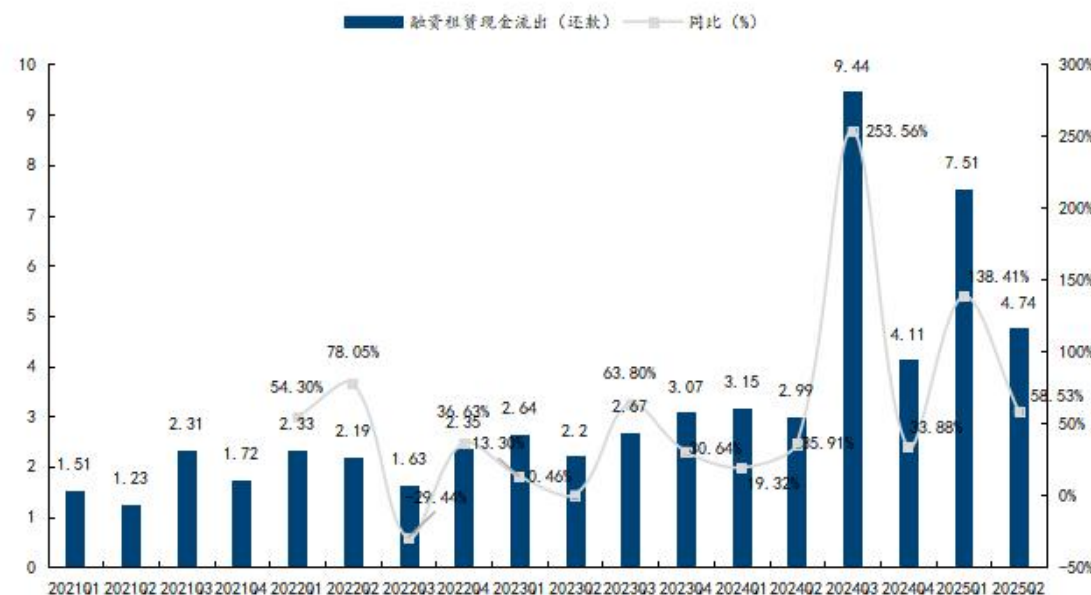
- 公司未在定期报告中披露当期融资租赁的增加，且仅融资租赁的本金偿还额计入资本开支。公司在定期报告中以Finance lease right-of-use assets科目披露当期融资租赁资产金额，2025Q2，Meta融资租赁资产净额达66.85亿美元，同比增长45.87%。
- 随着公司融资租赁资产逐渐增加，公司在融资租赁投资领域实际产生的现金流出亦逐步提升，公司按照科目Principal payments on finance leases披露公司实际现金流出，代表为融资租赁所付的本金还款。2025Q2，公司融资租赁还款合计达到4.74亿美元，同比增长58.53%。值得注意的是，Meta仅将融资租赁的本金偿还额计入资本开支，因此单季度对应的资本开支未完全反映公司已投建数据中心。自2023年后，实际投建数据中心资产约为当季融资租赁资本开支的13x。公司剩余租赁义务总额约为525.6亿美元，主要涉及数据中心、部分网络基础设施和机柜托管设施，租赁期将在2025-2034年之间开始。

图：Meta融资租赁资产快速增长



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta融资租赁现金流出快速增长



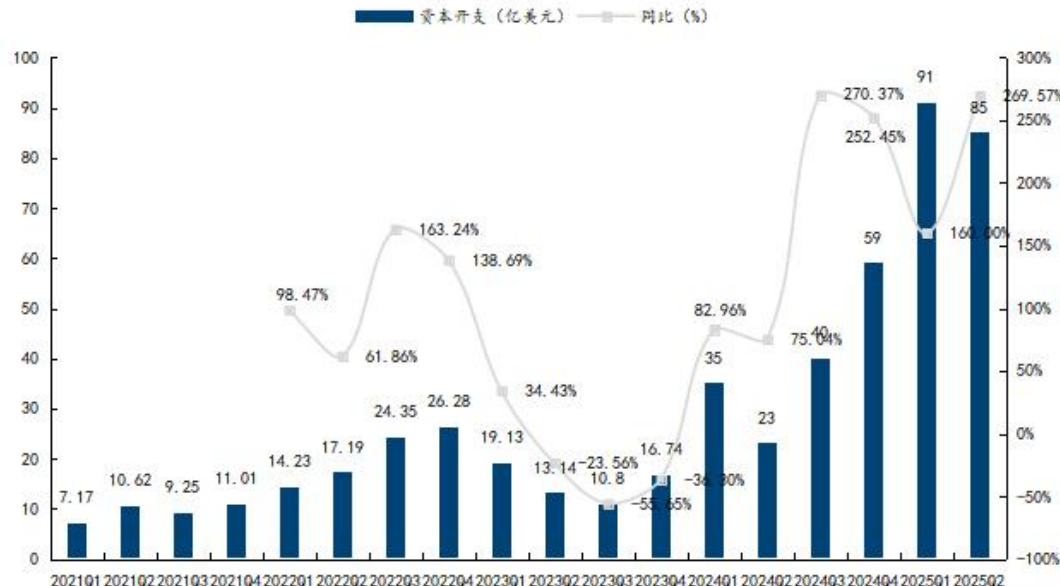
资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 微软资本开支周期复盘
- 【 02 】 谷歌资本开支周期复盘
- 【 03 】 亚马逊资本开支周期复盘
- 【 04 】 Meta资本开支周期复盘
- 【 05 】 甲骨文资本开支周期复盘
- 【 06 】 科技厂商整体比较及需求分析
- 【 07 】 投资建议与风险提示

# 甲骨文：资本开支占收入比重达历史高位

- 2025Q2（FY26Q1），甲骨文资本支出为85亿美元，同比增长269.57%，多数资本支出用于数据中心的创收设备投入。公司上调全年资本开支指引，预计2026财年资本支出为350亿美元（前值为250亿美元），主要用于扩建全球数据中心网络，以满足与OpenAI等签署的AI合同需求。
- 2025Q2公司实现收入为149.26亿美元，同比增长12.17%，资本开支占收入比重达56.95%。在2010年云周期中，公司战略重心仍在自身软件领域，更多靠客户侧自建机房来落地解决方案，因此资本开支长期占收入比重较低。直到2020年OCI Gen2进入大规模投建阶段，公司将云作为重要战略并计划到2022年底将云区域扩充至44个，此时公司加大数据中心投建，资本开支占收入比重快速提升。本轮周期始于2024年，公司下游云需求激增，并与OpenAI合作星际之门项目，数据中心容量超过5GW，推动公司资本开支激增。2025Q2，公司资本开支占收入比重已达56.95%，远远超出微软、亚马逊等公司的投入力度。

图：甲骨文资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

图：甲骨文资本开支占收入比重达到历史高位

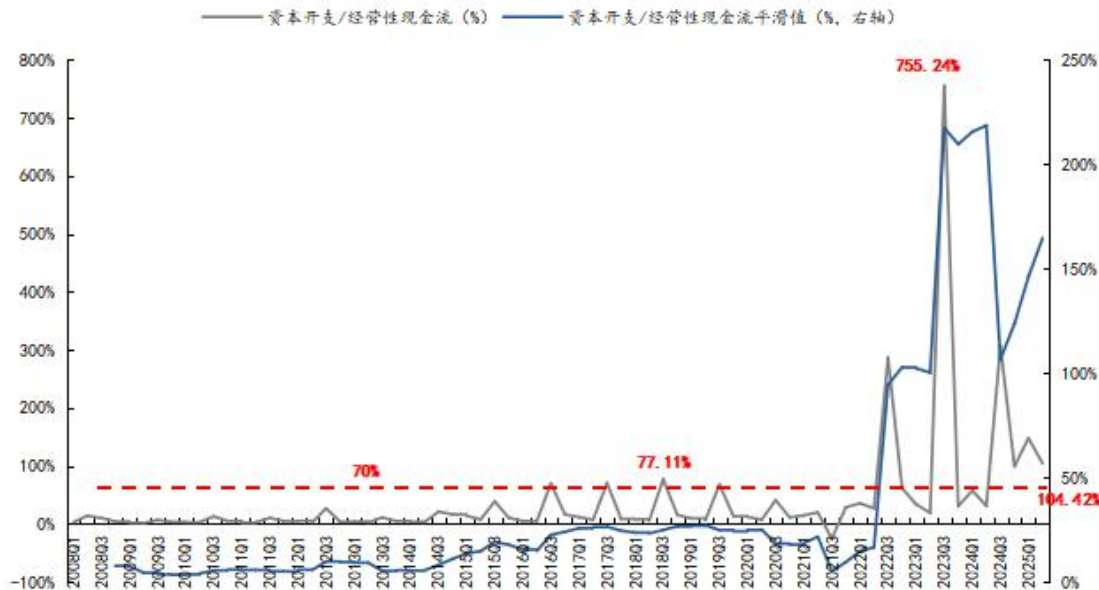


资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

# 甲骨文：CapEx/OCF与ROIC复盘

- 甲骨文资本开支/经营性现金流数据在2022年前维持在70%以下，并且呈现明显的季节波动，每年的三季度为公司当年CapEx/OCF峰值。2020年公司开始加大投入OCI，导致其CapEx/OCF数据在2022年突破100%，并在2023Q3达到峰值的755.24%。从2022Q3开始，公司CapEx/OCF已持续11个季度超100%，远超其他科技大厂的投入力度。2025Q2公司CapEx/OCF达104.42%，意味着公司OCF只能支付部分建设投资，若公司自有资金/融资不足以支撑投资或云收益率下滑，公司将面临较大经营压力。
- 复盘甲骨文的ROIC数据，我们发现：1）甲骨文ROIC长期均值为3%，显著低于微软、谷歌的6%、5%，说明公司投入资产的盈利能力显著低于相关企业；2）随着近期公司加大投入力度，公司收益率持续下滑，2024年后公司ROIC已长期稳定在3%以下，2025Q2下探至2.31%，当前公司借款总额达929.17亿美元，实际利率3.5%-6.1%，投入资本的回报长期无法覆盖融资成本；3）CapEx/OCF与ROIC呈现明显反向变化关系，在公司上轮集中投建周期中ROIC经历了明显下滑，若公司继续保持当前投资力度，其ROIC或将持续下降。

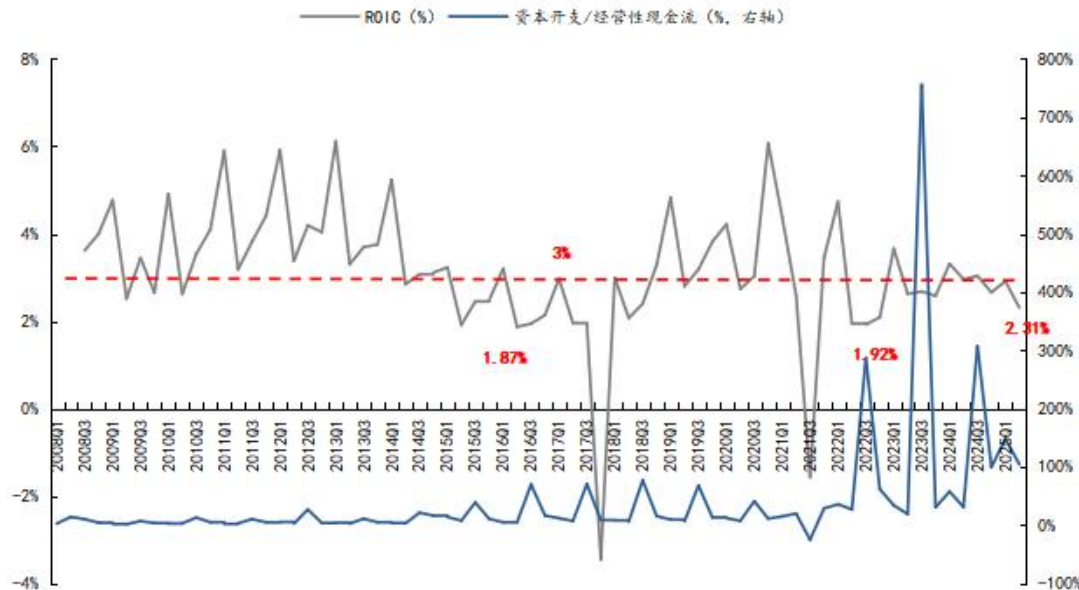
图：甲骨文资本开支与现金流复盘



资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：甲骨文ROIC数据复盘

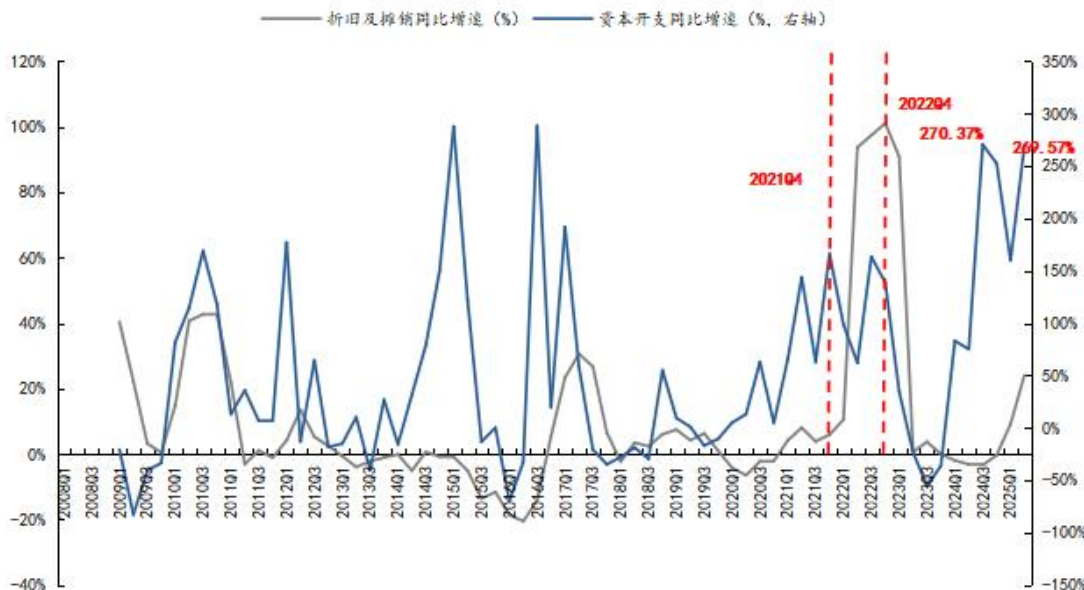


资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

# 甲骨文：资本开支影响利润复盘

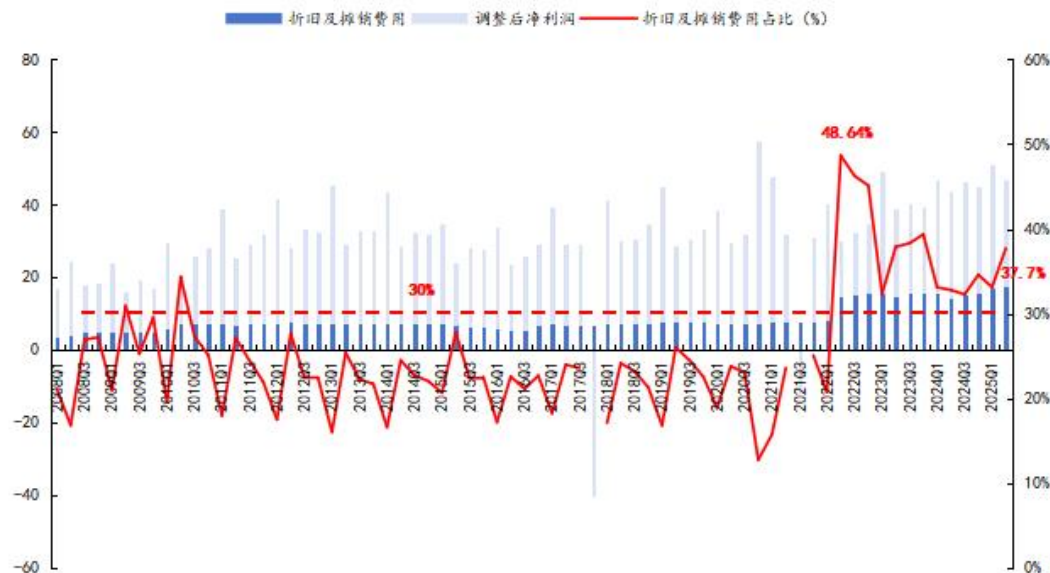
- 复盘甲骨文长周期资本开支同比增速及折旧及摊销同比增速情况，前期公司资本开支主要用以投入自身SaaS业务，其资本开支与折旧摊销费用对应关系不明显。2020年公司加大云投入后，两者开始呈现明显相关性，资本开支同比增速提高领先其折旧摊销费用同比增速提升4个季度。从公司近期资本开支同比增速来看，2024Q1公司资本开支同比大幅提升，对应折旧及摊销费用对应应在2025Q1开始上行。公司资本投入在2024Q3达270.27%，并在后续持续保持200%以上增速，对应的折旧摊销费用将在2025Q3-2025Q4有大幅跃升。
- 复盘历史周期我们发现，公司折旧及摊销费用占利润比重长期位于30%以下，显示出公司前期资本开支未对其利润产生明显影响。2022年后，相关数值快速提升，在2022Q2达到48.64%后回落，彼时公司云业务快速扩张，利润兑现滞后导致公司业绩被压制。2025Q2折旧及摊销费用占实际利润（调整后净利润+折旧及摊销费用）比重达37.7%，自2024Q2公司加大资本投入后再次呈现上行趋势，随着资本开支的持续提升，折旧及摊销费用将继续压低利润。

图：甲骨文资本开支及折旧及摊销费用同比增速



资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

图：甲骨文折旧及摊销费用/利润复盘（扣除极端值）

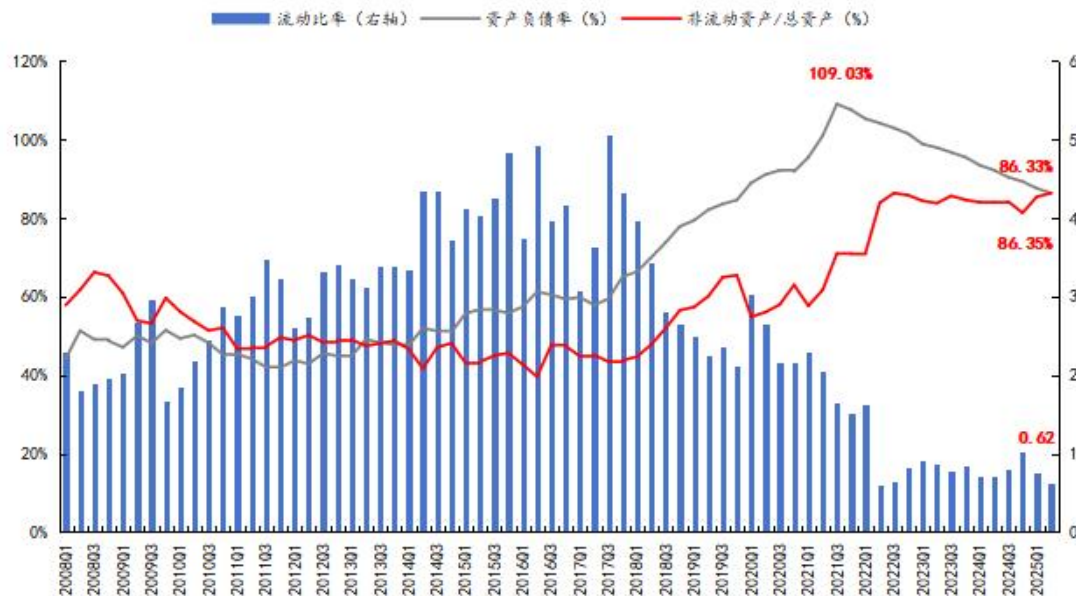


资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

# 甲骨文：现金及负债分析

- 云厂商依靠自有现金进行资本开支投建的能力不仅取决于自身的收入、利润情况，同样取决于自身的现金储备以及负债情况。2025Q2甲骨文资产负债率达86.33%，远超微软、谷歌的相关数据。2020年公司加大资本开支投入后，其资产负债率曾于2021Q3达109.03%，虽然后续下落，但目前仍处于风险位置。2025Q2，公司数据中心等长期资产占公司总资产比重提升至86.35%，随着流动资产占比下降，公司流动比率降低至0.62，其流动资产不足以覆盖短期债务，当前公司偿还相关债务具有较大压力。
- 我们使用扣除资本开支后的自由现金流衡量公司真实的现金流入情况，公司现金流有明显季节波动，每年二季度为当年现金流高峰，因此我们使用平滑后的数据来展示其长期趋势。在本轮云投建周期中，公司FCF/债务显著下滑，该比值从2020Q2的5.34%开始下降，2024年后公司持续加码资本开支，导致自由现金流转负，现金面临极大压力。2025Q2，公司FCF/债务数值已下滑至-0.23%，公司依靠自身经营产生的现金流已无法覆盖其资本开支，公司的债务压力将持续加大。

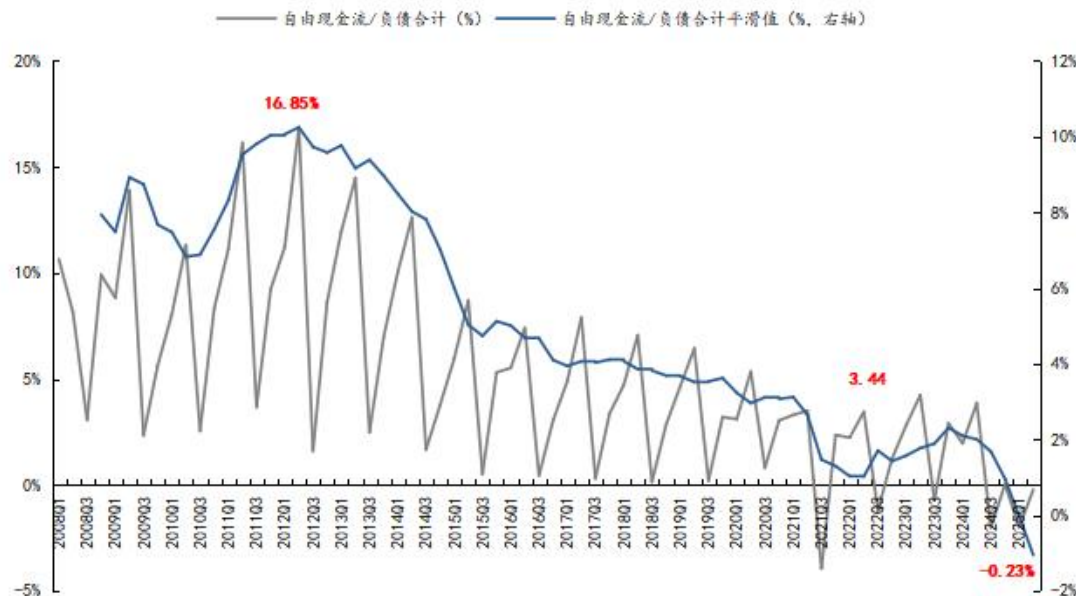
图：甲骨文偿债能力复盘



资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：甲骨文自身现金流偿债能力复盘

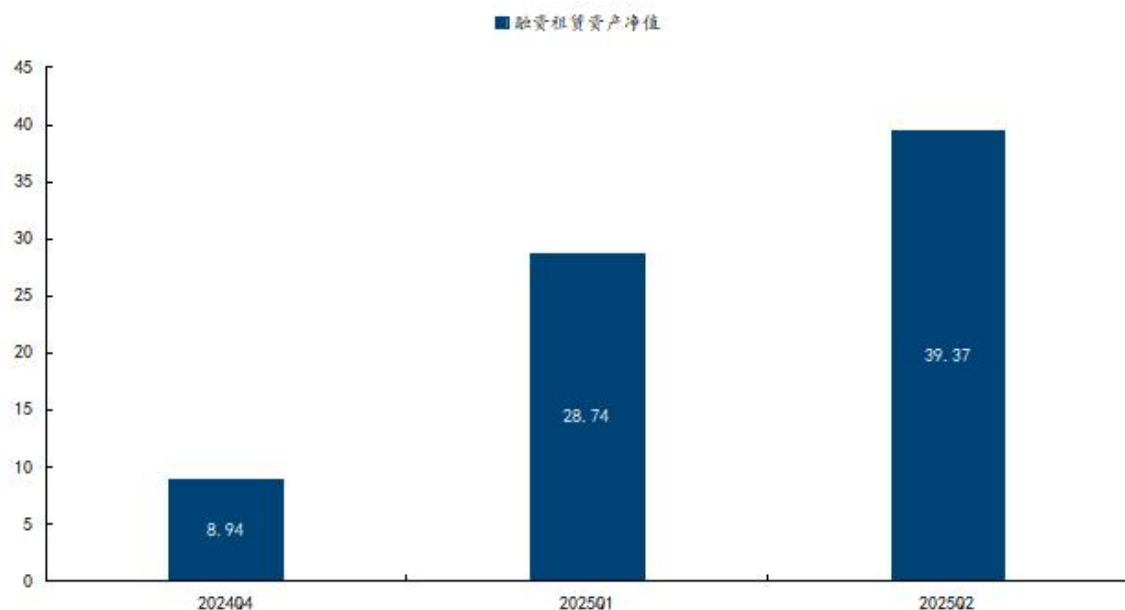


资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

# 甲骨文：融资租赁分析

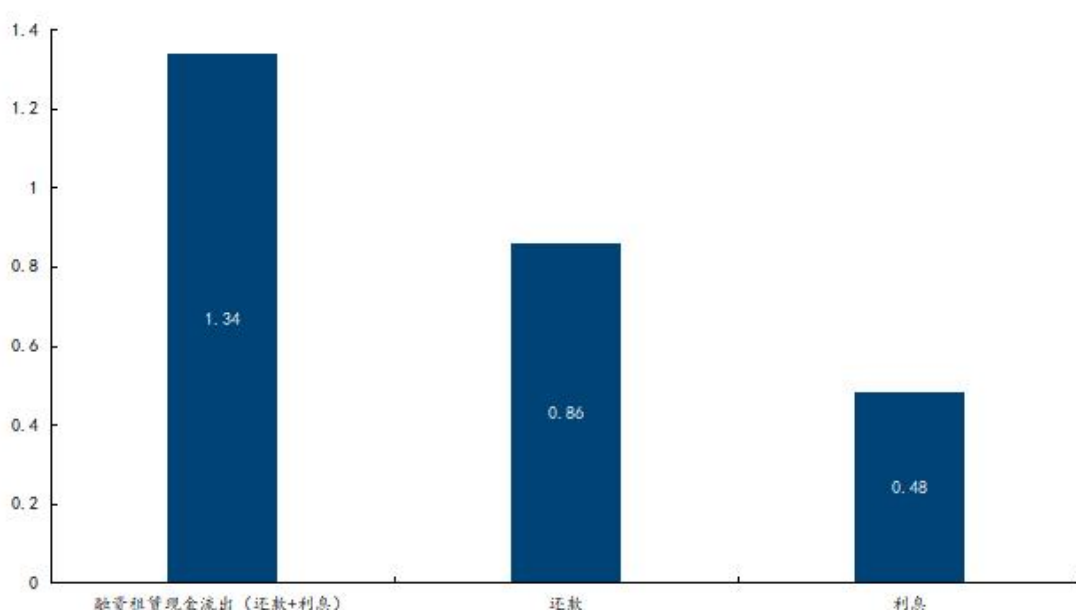
- 甲骨文未在定期报告中披露当期融资租赁的增加，公司在定期报告中以Finance lease ROU assets科目披露当期融资租赁资产金额，由于甲骨文前期未定期披露其融资租赁数据，我们使用最近季度数据作为参考。2025Q2，甲骨文融资租赁使用权资产达39.37亿美元，去年同期无相关资产。
- 公司按照科目Cash paid for amounts included in the measurement of lease liabilities、Interest on lease liabilities披露公司实际现金流出，代表为融资租赁所付的本金、利息还款。2025Q2，公司融资租赁还款合计达到1.34亿美元，去年同期无相关支出。公司当前还有998亿美元的额外租赁承诺，几乎全部用于数据中心，这些租赁预计将在2025Q3-2027年（FY2026Q2-FY2028）之间开始生效，租期为10年至16年，未来融资租赁资产将大幅增加，自身投入杠杆将持续加大。

图：甲骨文融资租赁资产快速提高



资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

图：2025Q2（FY26Q1）甲骨文融资租赁带来的现金流出



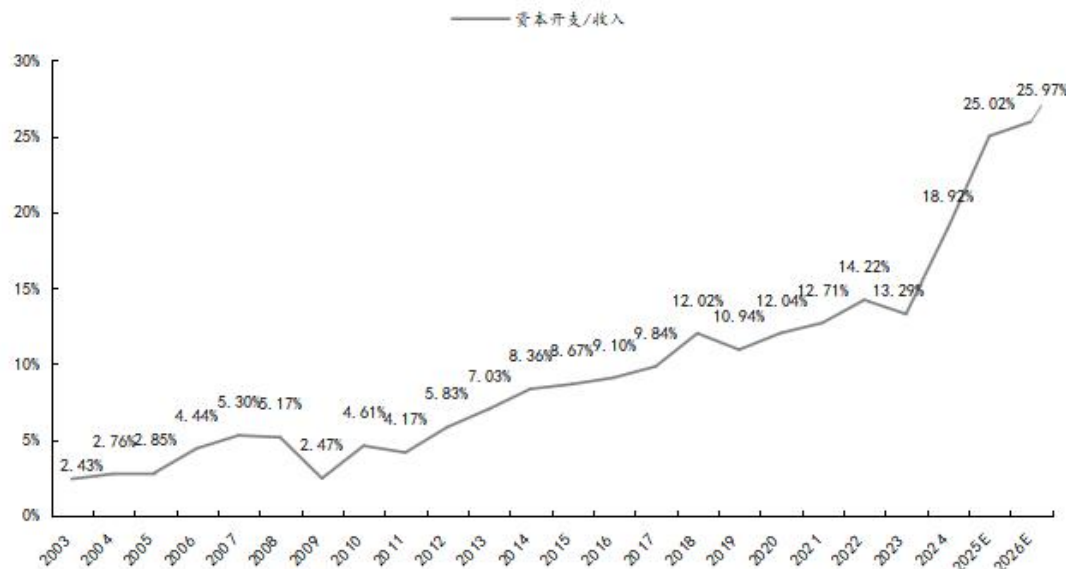
资料来源：甲骨文财报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 微软资本开支周期复盘
- 【 02 】 谷歌资本开支周期复盘
- 【 03 】 亚马逊资本开支周期复盘
- 【 04 】 Meta资本开支周期复盘
- 【 05 】 甲骨文资本开支周期复盘
- 【 06 】 科技厂商整体比较及需求分析
- 【 07 】 投资建议与风险提示

# 科技大厂资本开支力度创下历史新高

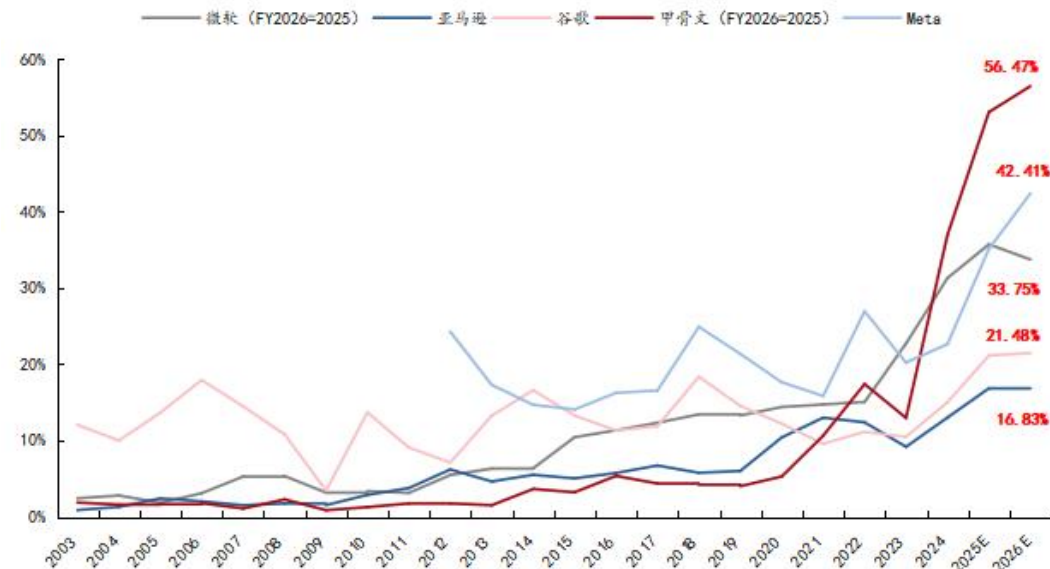
- 整体来看，2010年前，科技公司CapEx/收入长期维持在2%-5%的水平，彼时科技公司均以轻资产、高回报的模式为主。自2010年云周期开始后，科技公司开始转向重资产的云业务，相关比值提升至10%以上，但长期低于15%。2023年后，随着AI带来的云计算需求激增，各厂商重资产模式持续加剧，CapEx/收入比值开始加速增长，在两年内自13.29%提升至20%以上。随着相关数据中心产能逐步释放，后续斜率有望开始放缓。
- 分公司来看，微软在2022年最早开始加大资本开支，其他科技厂商的资本开支/收入在2023年后均进入快速增长模式。根据彭博一致预期，进入2025年后，微软、谷歌、亚马逊资本开支占收入比重增速均有放缓，其中微软将在2026开始下行，反映出当前投入周期正在从大范围投建逐步进入提效、创收阶段。甲骨文资本开支/收入自2023年开始快速增长，目前资本开支投入力度已超越三大主流云厂商，预计到2026年将达到56.47%。Meta资本开支/收入自2023年后开始加速增长，当前资本开支占收入比重亦达到高位。

图：科技厂商合计资本开支/收入情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：各厂商资本开支/收入情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# 资本开支带来现金流压力

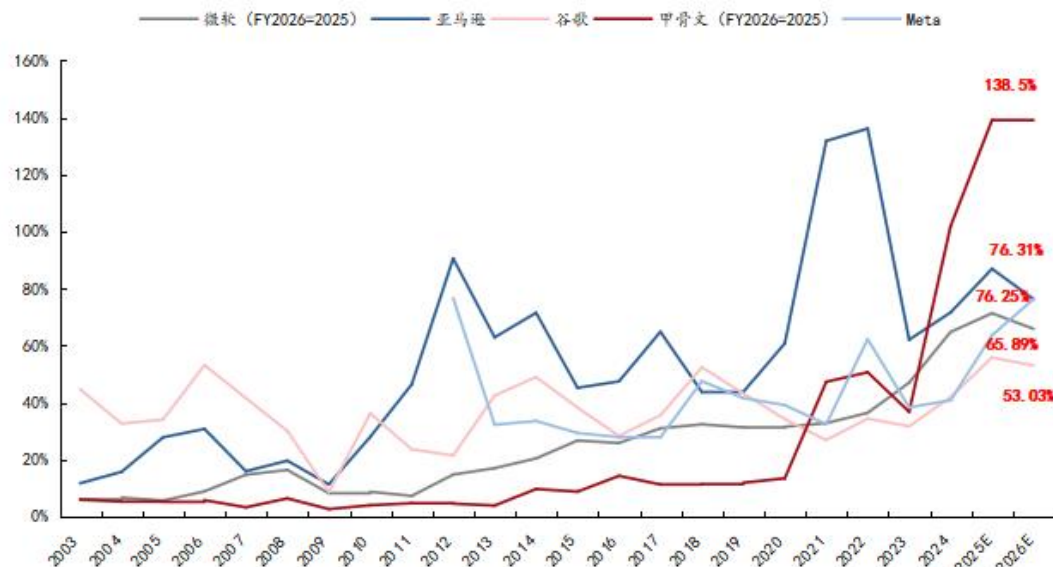
- 从整体情况来看，科技厂商合计CapEx/OCF与公司CapEx/收入保持较高的一致性，在2010年云周期之前，科技厂商的CapEx/OCF比值恒定在18%以下，彼时公司主要投资方向是IT办公设施，各厂商以轻资产模型为主，盈利能力能够较好覆盖自身开支。微软、谷歌及亚马逊等科技公司开始发布云计算业务后，各厂商开始向数据中心投建的重资产运营模式转变，CapEx/OCF逐步提升，公司依赖自身业务覆盖数据中心投入的能力正逐步减缓。进入2023年后，该比值加速提升，到2025年将达到75.28%，创下历史新高。
- 分公司来看，随着数据中心投入加大，当前各厂商资本开支均已占到经营性现金流的较高比重，对公司实际现金回流产生压力。根据彭博预期，微软、谷歌、亚马逊资本开支占现金流比重将在2026年逐渐下降，而甲骨文将持续维持高位，预计2026年CapEx/OCF将达138.5%，公司自身经营活动产生现金将持续无法满足相关的投资需求。Meta的资本开支投入也将产生更大影响，其CapEx/OCF预计将在2026年达到76.25%，对自身现金流产生更大压力。

图：科技厂商合计资本开支/现金流情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：各厂商资本开支/现金流情况

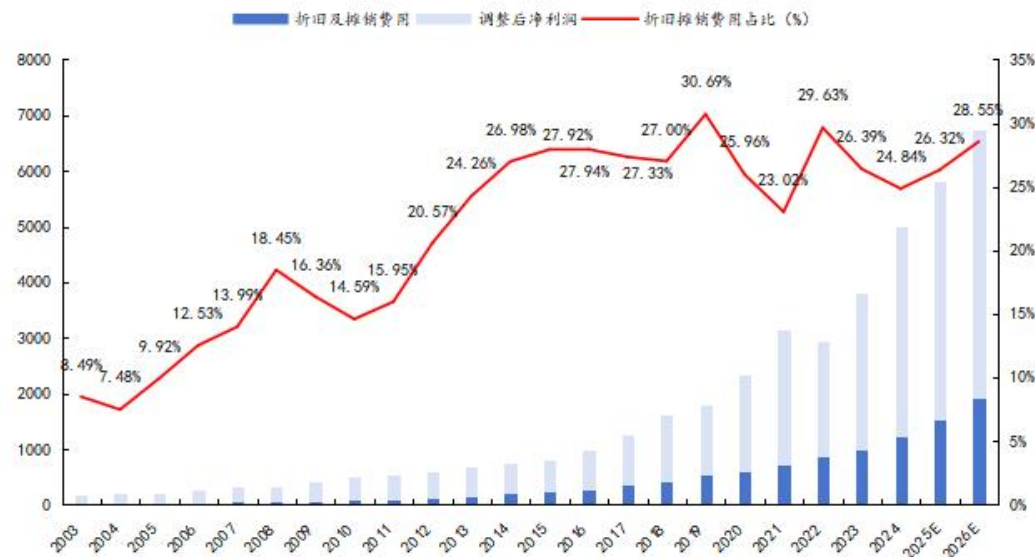


资料来源：ALTIMETER，国信证券经济研究所整理

# 折旧摊销费用上行压制净利率

- 随着大厂持续加码资本开支，折旧及摊销费用占实际利润（调整后净利润+折旧及摊销费用）比重亦大幅提升，2024年该比值达到24.84%，随着大厂资本开支在2025年加速，根据彭博预期其比值在2026年将达到28.55%，已达到大厂历史最高水平，厂商利润将明显受到折旧摊销费用的影响。根据历史经验，当比值达到近30%时，各厂商会开始放缓资本开支并转向提升收益质量，随着2026年资本开支投入放缓，折旧摊销费用对利润的影响有望在后续下降。
- 分公司来看，微软在2022年与OpenAI达成合作，最早开始加大数据中心投入，导致其折旧及摊销费用占利润比重从2023年开始迅速提升，其余公司均在2024年后开始受到折旧及摊销费用的显著影响。从影响程度来看，预计亚马逊相关比值将达42.28%，受影响程度最高，主要受自身物流网络影响。在其他厂商中，甲骨文相关比重最高，并且在2020年云运营区域扩展后快速提升，预计将达到33.22%，持续压制公司净利率表现。2025年后，微软相关比值增速放缓，谷歌、Meta仍处于快速提升状态。

图：合计折旧摊销费用对净利润影响



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：分厂商折旧摊销费用对净利润影响



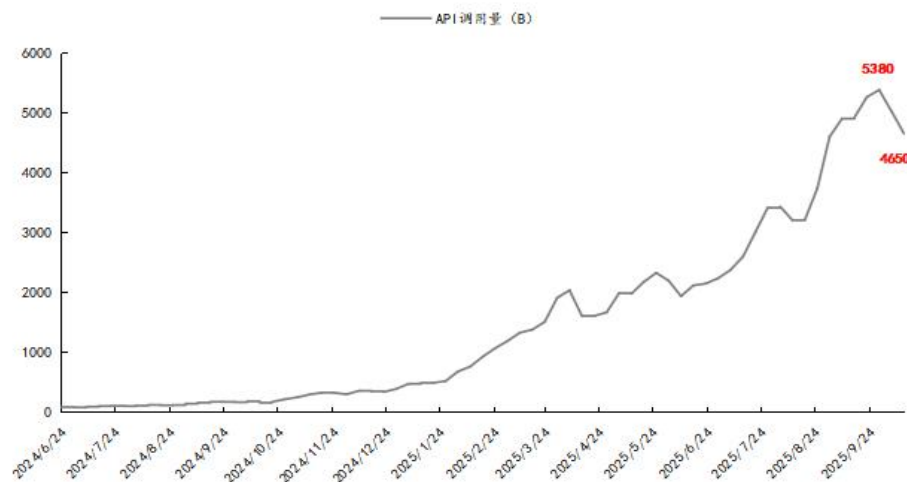
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# 当前AI商业化仍处于初步阶段

- 复盘本轮云周期，其核心大致在于2022年ChatGPT发布后，Scaling成为AI迭代的重要方向，下游云计算需求快速提升。同时，科技大厂自身亦在加大训练AI模型，包括谷歌的Gemini、Meta的Llama系列，自用数据中心的需求也提升了厂商对资本开支的投入。那么衡量本轮云周期是否能够持续，更多需要关注当前下游AI的变现情况。当前AI的商业化大致可分为TO B和TO C两种路径，其中：1) To B：通用开发平台（Agent/工作流/评测/数据治理）、行业解决方案（检索问答、智能客服、BI/报表生成、风控合规审阅）等，通过按用量、坐席、模块、效果等形式收费；2) TO C：AI助手、生产力工具（写作、PPT、代码）、创作娱乐（AI绘画/视频）等，主要通过用户订阅或API的方式收费。
- 从B端来看，OpenRouter是一个通用API平台，为开发者提供来自OpenAI、Anthropic、Google以及60多家实验室的400多个大语言模型的访问权限，所有模型均可通过统一的端点调用。开发者无需为每个AI提供商集成不同的SDK，只需将应用指向OpenRouter的API，即可使用相同的OpenAI兼容请求格式访问任意模型。平台作为一个智能路由层，会依据价格、延迟、可用性等实时指标，把请求智能路由到最优端点，并在主线路超时或限流时自动故障转移。据OpenRouter数据，当前大模型调用环比增速正逐步放缓，周环比增速从9月初的23.32%下降至9月末的2.28%，10月份后进入负增长，显示出当前模型小B端调用正逐步放缓。
- 大B端数据方面，纳斯达克新兴云服务指数为统计云化SaaS与平台的核心指数，其中成本涵盖Salesforce、Snowflake、ServiceNow、Palantir等大型SaaS平台，其收入变化能够较好的反应此次AI的商业化效果。从整体指数营业收入增速来看，2025Q2成分股整体营业收入达771.3亿美元，同比下降1.57%。从2024Q4开始，随着企业IT预算趋紧、AI可控性不足等因素影响，SaaS企业收入同比增速大幅下滑，进入2025年后持续处于同比下降状态，反应出2025年AI在B端的应用进程整体不及预期。
- 从宏观情况来看，自疫情结束后全球软件投资的同比增速持续下行，AI热潮并未带来全球软件投入的加速增长，显示出当前AI应用仍处于初步阶段，2025年全球软件支出同比增速将下降至10.55%，较2024年下降3.88个pct。但当前数据中心投资同比增速大幅增长，2025年全球数据中心投资同比增速将达到42.45%，在2024-2025年期间增速快速提升，反映出当前各云、AI厂商为了自身竞争优势进行的超前投资，若AI商业化增速持续低迷，云计算领域或将产生大量过剩产能。

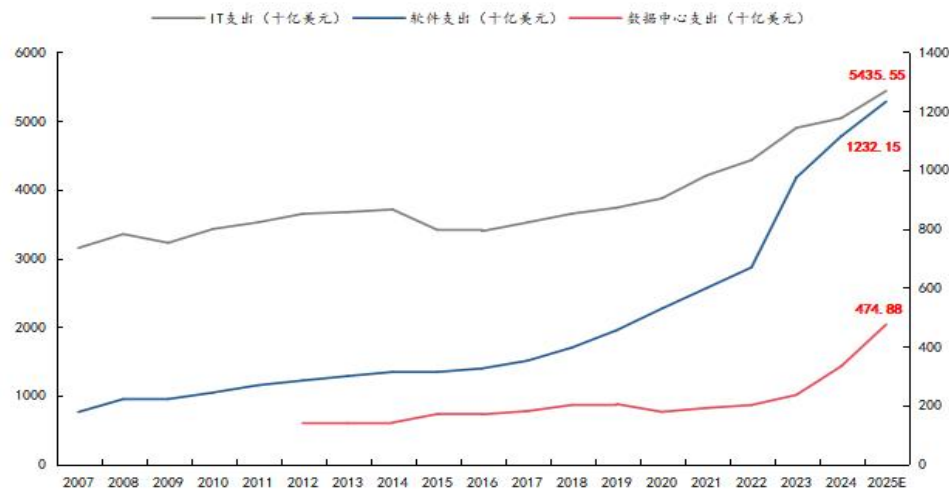
# 当前AI商业化仍处于初步阶段

图：API调用增速放缓



资料来源：OpenRouter，国信证券经济研究所整理

图：全球IT投资数据



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

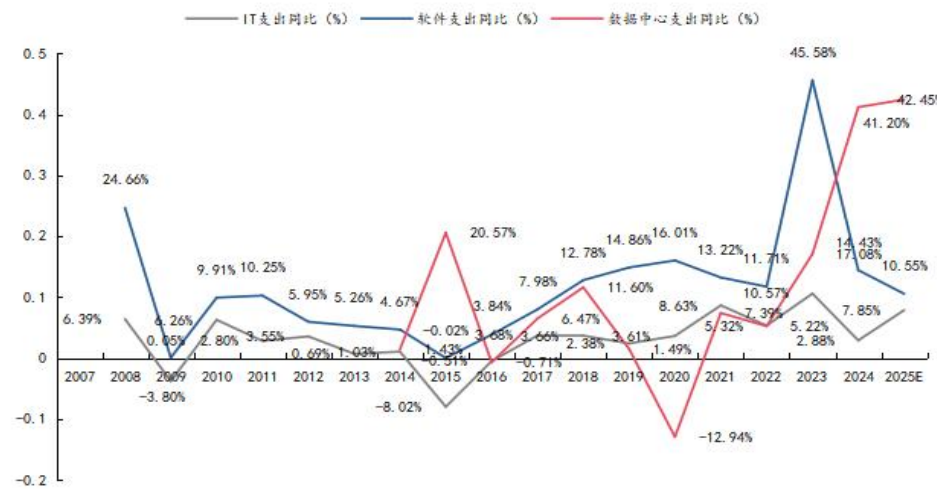
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：分厂商折旧摊销费用对净利润影响



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：全球IT投资同比增速

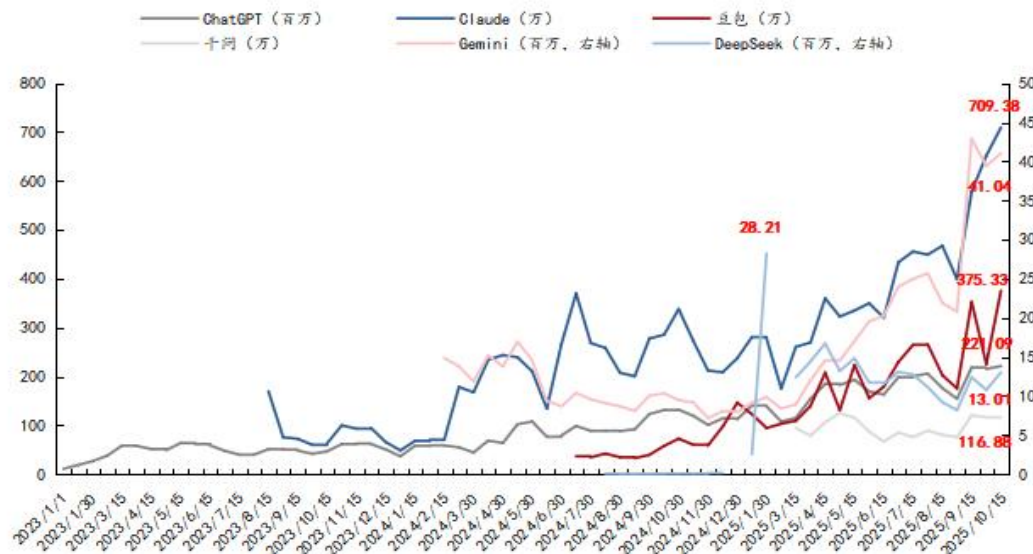


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 知名模型日活维持增长

- T0 C领域，当前模型仍主要通过订阅、API调用的方式收费，因此模型厂商的用户生态对商业化有直接影响。根据SimilarWeb数据，海内外主要模型的日活仍处于快速增长状态，但环比增速有所下滑。海外侧，截至2025年10月中旬，ChatGPT桌面端日活达到2.21亿，同比增长68.41%，Claude桌面端日活达到709.38万，同比增长148.69%，Gemini桌面端日活达到0.41亿，同比增长296.78%。进入10月份后，ChatGPT及Gemini环比增速均有所放缓。国内模型方面，豆包桌面端日活达375.33万，同比增长551%，DeepSeek日活达0.13亿，虽同比大幅增长，但较年初的0.28亿显著下滑，通义千问桌面端日活达116.88万人，除豆包外国内模型生态均已较为稳定。
- 开源模型性能正在加速追赶闭源模型，据斯坦福大学数据，在Chatbot Arena排行榜中，2024年1月初领先的闭源模型比顶级开源模型高出8.0%，而2025年2月差距缩小至1.7%，类似的趋势也出现在其他问答类基准测试中。2023年闭源模型几乎在所有主要基准测试上优于开源模型，但到2024年这种差距显著缩小，亦对模型厂商的商业化进程产生冲击。

图：海内外知名模型日活数据



资料来源：SimilarWeb，国信证券经济研究所整理

图：全球开源、闭源模型差距显著缩小

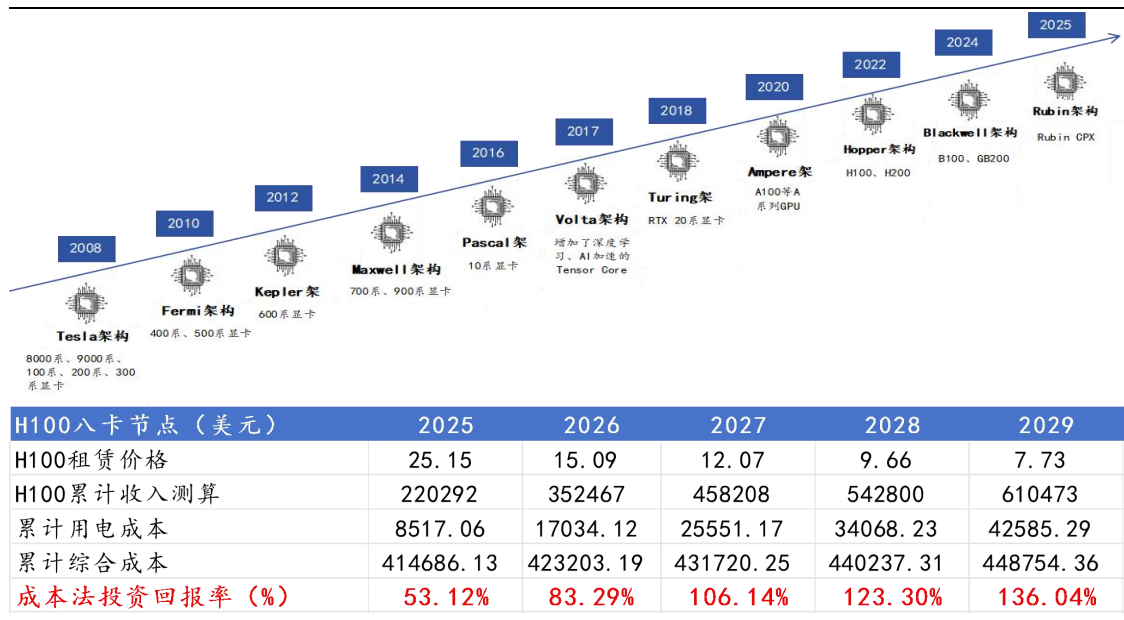


资料来源：Stanford University-《Artificial Intelligence Index Report 2025》-2025年-P95，国信证券经济研究所整理

# 英伟达加速迭代芯片竞争加剧

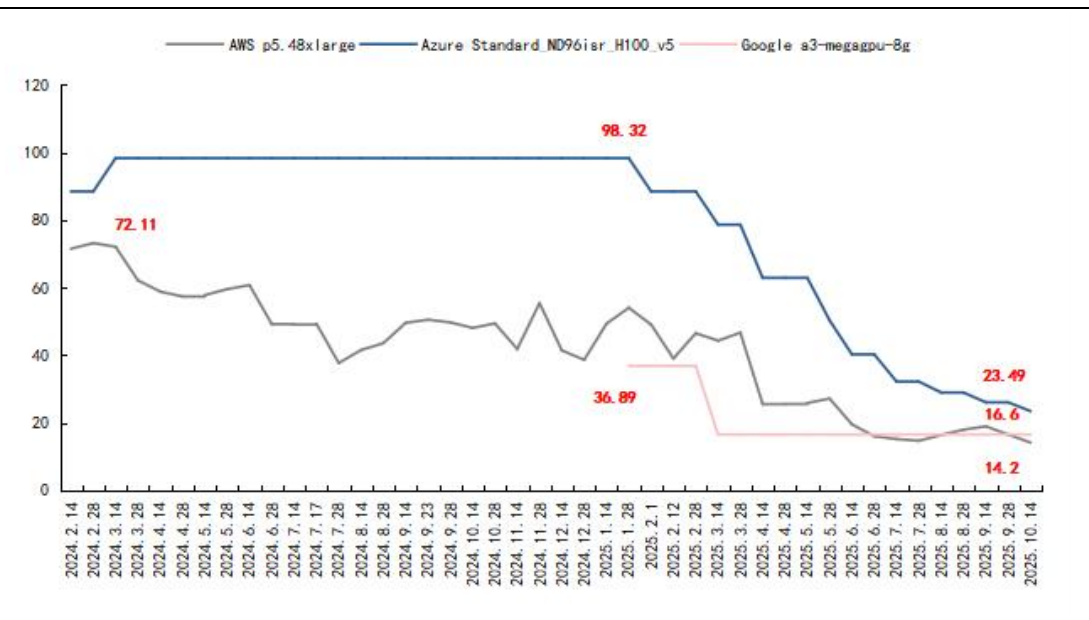
- 复盘英伟达历史芯片迭代进程，每次GPU的架构更新大致需要两年。为了满足AI算力需求，当前英伟达GPU正加速迭代。2025年，英伟达在GTC 2025大会上宣布Vera Rubin架构以及Rubin CPX。同时，英伟达宣布了全新的半导体路线图，将以每年更新一代的节奏推出新的架构。当前数据中心从投建到可使用状态大致需要4个季度以上，折旧周期大概为5年，加速GPU架构更新将使得公司库存芯片加速贬值，并缩短新建数据中心的折旧周期，对利润产生显著压力。
- 大量新兴云厂商的出现以及芯片的加速迭代使数据中心面临激烈的价格竞争，在B系列芯片推出后，H100芯片租赁价格显著下滑，Azure从年初的98.32下降到当前的23.49美元/小时，意味着2024年投建的H100集群收益率显著下降，以成本法计算，2025年达产的微软H100芯片将在3年后产生正收益，若后续芯片租赁价格持续下滑，或将使公司的投资收益继续下降，进而影响公司的整体投资收益。亚马逊、谷歌的H100租赁价格低于微软，其投资回收周期可能较微软更长。

图：英伟达GPU架构加速迭代及投资回报



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：云厂商H100租赁价格快速下滑（以美东为例）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 微软资本开支周期复盘
- 【 02 】 谷歌资本开支周期复盘
- 【 03 】 亚马逊资本开支周期复盘
- 【 04 】 Meta资本开支周期复盘
- 【 05 】 甲骨文资本开支周期复盘
- 【 06 】 科技厂商整体比较及需求分析
- 【 07 】 投资建议与风险提示

- 回顾各个云厂商的投资周期，当前云厂商在AI需求下加大投资，普遍已持续10个季度以上，本次投资的增速、力度远超以往的云周期。云计算属于重资产类行业，随着数据中心投入力度加大，当前云厂商开始面临资本开支占现金流比重加大的问题，当前各个云厂商资本开支占经营性现金流比重已超过50%，对自身经营产生明显压力。
- 根据云厂商的历史数据，我们发现ROIC与投资周期有着明显的相关性，当云厂商ROIC低于其债务成本时，公司新建数据中心收益将无法覆盖其成本，因此我们建议持续关注云厂商ROIC情况，以判断当前云周期所处位置。而ROIC将显著受到公司净利润影响，数据中心产生的折旧及摊销费用将通过净利润对ROIC产生扰动。根据历史数据，云厂商资本开支增速加大后约4-5个季度，其折旧摊销费用将大幅上行，折旧及摊销费用占利润比重与公司自身云周期基本保持同步，因此云厂商折旧摊销费用的影响预计将在2026Q1-Q2显著提高，对投资增速产生压制。
- 随着云厂商资本开支的加大，当前非流动资产占比正逐步提升，导致公司短期偿债能力持续下滑，目前各厂商短期偿债能力均已跌至历史低位。公司扣除资本开支后真实回流的自由现金流以难以覆盖自身债务，微软、甲骨文等公司正通过融资租赁等方式环节自身压力，但也带来杠杆的显著提升。
- 从横向对比来看，当前三大云厂商中，谷歌投资收益最高，且折旧摊销费用、融资租赁数据可控，持续加大投资力度的持久性最强，建议持续关注谷歌后续的数据中心投建进展。在所有科技厂商中，甲骨文当前ROIC显著低于其他公司，且现金回流、偿债能力表现较弱，或在2026年后面临较大压力。
- 从下游需求分析，当前AI商业化仍处于初步阶段，B端、C端生态仍处于建设当中，随着英伟达芯片迭代加速，公司回本周期或将拉长。建议持续关注AI应用侧进展，以衡量当前下游需求的持续性。

- AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预等。

| 国信证券投资评级                                                                                                                                                                                                                                |        |      |                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-----------------------|
| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                  | 类别     | 级别   | 说明                    |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                         | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032