

计算机

专题报告

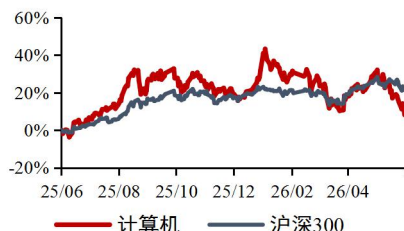
领先大市-A(维持)

北美四大云厂业绩复盘：AI 逐步兑现业绩，Capex 加速上行

2026 年 6 月 12 日

行业研究/行业专题报告

计算机板块近一年市场表现



资料来源：常闻

首选股票	评级
688041.SH 海光信息	买入-A
688777.SH 中控技术	买入-A

相关报告：

【山证计算机】国产算力全面突破，AI 应用即将爆发 2026.3.16

【山证计算机】“人工智能+制造”意见发布，工业 AI 产业发展将提速 2026.1.9

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

研究助理：

邹昕宸

邮箱：zouxinchen@sxzq.com

投资要点：

➢ 2025 年以来北美四大 CSP 呈收入加速增长趋势，并且业绩大多超预期。其中，1) 微软：业绩持续超预期，但 26Q2 指引收入及利润增长承压，且 OpenAI 关系降级对订单获取影响已有体现；2) 谷歌：收入增长持续提速，同时 Capex 大幅提升，呈边投入边兑现业绩趋势；3) 亚马逊：随着与 OpenAI 和 Anthropic 的合作加深，收入加速增长趋势有望延续，但利润率和现金流压力较大；4) Meta：收入增长保持强劲，同时 Capex 指引中枢不断上移，但 AI 业绩兑现能力尚未完全清晰。

➢ AI 驱动云需求进入加速爆发期，谷歌云向上弹性最大。随着 AI 推理需求爆发，微软、谷歌、亚马逊三大 CSP 的云业务收入增长全面加速，增速从 25Q1 的 17%-28% 提升至 26Q1 的 28%-63%。同时，微软、谷歌和亚马逊三大云厂 26Q1 积压订单跃升，支撑未来 1-2 年内的确定性高增长，也进一步印证企业 AI 工作负载规模化上云及 Agent 应用爆发背景下 AI 需求依旧保持高景气。从结构上看，谷歌云增速斜率远超市场预期，预示着谷歌此前投入的 TPU 集群和 Gemini 产品开始进入规模化变现阶段，而谷歌云增长明显加速的同时 Azure 和 AWS 增速仍保持 25% 以上，表明目前 AI 对企业整体 IT 预算的扩张效应远大于对存量竞争的影响。

➢ AI 逐步迈向兑现期，兑现节奏差异明显，预计兑现速度排序为微软>亚马逊>谷歌>Meta。AI 收入已初具规模，最新季度微软直接给出 AI 年化收入达 370 亿美元，同比增长 123%，而谷歌、亚马逊、Meta 虽未直接披露 AI 收入，但披露了 tokens、Trainium 用量等间接指标。从商业化路径看，直接订阅+API 变现模式迁移将决定 AI 收入最终天花板，以微软为代表的厂商已开始从席位订阅（受用户数上限约束）向用量消费（受使用强度上限约束）转型，价值量天花板从“席位价格×用户数”升级为“每 Token 价值×消耗量”，而以 Meta 为代表的间接广告变现的 ROI 增量仍难以计算清楚。在 ROIC 兑现节奏上，北美四大 CSP 有明显差异，考虑到微软软件属性较强且软件产品周期较短、AWS Bedrock 增长最快且资产建设效率较高以及 AI 对 Meta 广告业务的间接影响需较长时间体现，兑现速度由快到慢预计为微软>谷歌>亚马逊>Meta，并且完全兑现仍需较长时间。

➢ 需求驱动下 Capex 仍处于加速上行期，投向扩散至自研芯片等多领域。26Q1 北美四大 CSP 合计资本开支继续加速增长，同时根据管理层预计，2026 全年的合计资本开支将达到 7100 亿美元左右，增长将进一步提速，并且以需求驱动占主导，而非零部件涨价。而虽然 2027 年资本开支增速边际放缓



的概率正在提升，但这至多意味着 Capex 二阶导放缓而非 Capex 本身见顶。在结构上，Capex 投入正从 GPU 芯片和服务器向其他基础设施扩散，涉及网络和存储设备、自研 ASIC 芯片、数据中心和电源及热管理。

➤ **投资建议：**1) 算力端，全球 Capex 投入仍在加速上行，作为核心承载的 AI 芯片和服务器需求将保持高景气，叠加中美科技博弈下芯片国产化已成大势所趋，建议关注国产 AI 芯片、服务器等环节，标的包括海光信息、寒武纪、紫光股份、中科曙光、浪潮信息、华勤技术等；2) 应用端，参考北美四大 CSP，AI 正通过多种变现路径逐步兑现业绩，结合国内用户需求及付费意愿，建议关注工业软件、ERP/CRM 等部分垂直领域的 AI 货币化机会，标的包括中控技术、汉得信息、鼎捷数智、索辰科技、中望软件、金蝶国际、迈富时、税友股份等；3) 模型端，随着 AI 应用快速渗透，模型 token 调用量正成指数级趋势增长，建议关注模型厂商，标的包括智谱、Minimax 等。

风险提示：云计算行业竞争加剧风险，AI 应用商业化推进不及预期，企业利润率快速下滑风险，宏观经济下行风险等。

目录

1. 北美四大 CSP 整体业绩复盘.....	5
1.1 微软：25 年以来业绩持续超预期，但 26Q2 指引收入及利润增长承压.....	5
1.2 谷歌：25 年以来收入增长持续提速，26Q1 业绩大超预期.....	5
1.3 亚马逊：26Q1 业绩大超预期，收入加速增长趋势有望延续.....	6
1.4 Meta：26Q1 业绩符合预期，利润率下滑压力较大.....	7
2. Capex 仍处加速上行期，AI 开始逐步兑现.....	9
2.1 云业务全面加速，积压订单高增提供需求侧强可见度.....	9
2.2 AI 从投入期迈向兑现期，兑现节奏差异明显.....	10
2.3 Capex 仍处于加速上行期，投向扩散至自研芯片等多领域.....	16
3. 投资逻辑.....	20
4. 风险提示.....	21

图表目录

图 1： 2025 年以来微软、谷歌及亚马逊云业务收入增长全面提速.....	9
图 2： 最新季度微软、谷歌及亚马逊积压订单出现跃升.....	10
图 3： 微软 AI 业务年化收入已达 370 亿美元.....	11
图 4： 亚马逊自研芯片年化收入已超 200 亿美元.....	11
图 5： 基于 Token 用量的模式价值量天花板更高.....	12
图 6： Github Copilot 向基于用量的模式切换.....	12
图 7： 24 年以来 Meta 广告量价变化.....	13
图 8： 25 年以来 Meta 广告收入呈加速增长趋势.....	13
图 9： 25 年以来谷歌搜索业务持续加速.....	14

图 10: AI Overviews 和 AI Mode 月活用户增长迅速 (单位: 亿)	14
图 11: 23 年以来北美四大 CSP ROIC (年化) 变化情况.....	15
图 12: AWS Bedrock 的 TaaS 收入在 AI 收入中的占比显著高于谷歌 Gemini API 和微软 Azure Foundry.....	15
图 13: 北美四大 CSP 合计资本开支 2026 年指引继续加速向上.....	16
图 14: 2024 年以来微软、谷歌和亚马逊云业务营业利润及营业利润率情况.....	18
表 1: 2025 年以来微软财报业绩情况.....	5
表 2: 2025 年以来谷歌财报业绩情况.....	6
表 3: 2025 年以来亚马逊财报业绩情况.....	7
表 4: 2025 年以来 Meta 财报业绩情况.....	8
表 5: 北美四大 CSP 自研芯片对比.....	19
表 6: 主要公司盈利预测和估值情况.....	20

1. 北美四大 CSP 整体业绩复盘

1.1 微软：25 年业绩持续超预期，但 26Q2 指引收入及利润增长承压

2025 年以来微软业绩持续超预期，但毛利率持续下滑。最新季度微软实现收入 828.86 亿美元，同比增长 18%，环比增长 2%，好于市场预期，实现净利润 317.78 亿美元，同比增长 23%，环比减少 17%，同样好于市场预期。但从管理层给出的指引来看，FY26Q4（CY26Q2）营收预计在 867-878 亿美元，中值为 872.5 亿美元，同比增长 14%，增速明显放缓，同时 FY26Q4 成本预计为 294-296 亿美元，同比增长 22-23%，显著高于收入端增速，导致未来利润端压力较大。

表 1：2025 年以来微软财报业绩情况

	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3
收入（美元）	700.66 亿 同比：+13% 环比：+1%	764.41 亿 同比：+18% 环比：+9%	776.73 亿 同比：+18% 环比：+2%	812.73 亿 同比：+17% 环比：+5%	828.86 亿 同比：+18% 环比：+2%
毛利率	68.7% 同比：-1.4pct	68.6% 同比：-1.0pct	69.0% 同比：-0.3pct	68.0% 同比：-0.7pct	67.6% 同比：-1.1pct
净利润（美元）	258.24 亿 同比：+18% 环比：+7%	272.33 亿 同比：+24% 环比：+5%	277.47 亿 同比：+12% 环比：+2%	384.58 亿 同比：+60% 环比：+39%	317.78 亿 同比：+23% 环比：-17%
EPS（美元）	3.46	3.65	3.72	5.16	4.27
上季度收入指引 （美元）	677~687 亿	731.5~742.5 亿	747~758 亿	795~806 亿	806.5~817.5 亿
是否超预期	超预期	超预期	超预期	超预期	超预期

资料来源：Wind，微软 FY25Q3-FY26Q3 Earnings Release，微软 FY25Q2-FY26Q2 Outlook，山西证券研究所

1.2 谷歌：25 年以来收入增长持续提速，26Q1 业绩大超预期

2025 年以来谷歌收入增长持续加速，同时毛利率不断提高。最新季度谷歌实现收入 1098.96 亿美元，同比增长 22%，环比减少 3%，超出市场预期，实现净利润 625.78 亿美元，同比增长 81%，环比增长 82%，

大超预期，其中股票投资收益 369.15 亿美元，是净利润大幅增长的重要因素，排除非经常性损益的干扰，FY26Q1 谷歌的营业利润为 396.96 亿美元，同比增长 30%。

表 2：2025 年以来谷歌财报业绩情况

	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1
收入（美元）	902.34 亿 同比：+12% 环比：-6%	964.28 亿 同比：+14% 环比：+7%	1023.46 亿 同比：+16% 环比：+6%	1138.28 亿 同比：+18% 环比：+11%	1098.96 亿 同比：+22% 环比：-3%
毛利率	59.7% 同比：+1.6pct	59.5% 同比：+1.4pct	59.6% 同比：+0.9pct	59.8% 同比：+1.9pct	62.4% 同比：+2.7pct
净利润（美元）	345.40 亿 同比：+46% 环比：+30%	281.96 亿 同比：+19% 环比：-18%	349.79 亿 同比：+33% 环比：+24%	344.55 亿 同比：+30% 环比：-1%	625.78 亿 同比：+81% 环比：+82%
EPS（美元）	2.81	2.31	2.87	2.82	5.11
上季度收入指引 （美元）	-	-	-	-	-
是否超预期	超预期	符合预期	超预期	超预期	超预期

资料来源：Wind，谷歌 FY25Q2-FY26Q1 Earnings Slides，山西证券研究所

1.3 亚马逊：26Q1 业绩大超预期，收入加速增长趋势有望延续

未来亚马逊收入增长有望继续提速。最新季度亚马逊实现收入 1815.19 亿美元，同比增长 17%，环比减少 15%，超出市场预期，实现净利润 302.55 亿美元，同比增长 77%，环比增长 43%；而 26Q1 亚马逊营业利润为 238.52 亿美元，同比增长 30%，大幅超出市场预期。同时，公司管理层给出 26Q2 的收入指引为 1940-1990 亿美元，同比增长 16%-19%，暗示着营收有进一步加速的可能，而 Q2 的营业利润指引为 200-240 亿美元，同比增长 4%-25%。

表 3：2025 年以来亚马逊财报业绩情况

	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1
收入（美元）	1556.67 亿 同比：+9% 环比：-17%	1677.02 亿 同比：+13% 环比：+8%	1801.69 亿 同比：+13% 环比：+7%	2133.86 亿 同比：+14% 环比：+18%	1815.19 亿 同比：+17% 环比：-15%
毛利率	50.6% 同比：+1.2pct	51.8% 同比：+1.7pct	50.8% 同比：+1.8pct	48.5% 同比：+1.1pct	51.8% 同比：+1.3pct
净利润（美元）	171.27 亿 同比：+64% 环比：-14%	181.64 亿 同比：+35% 环比：+6%	211.87 亿 同比：+38% 环比：+17%	211.92 亿 同比：+6% 环比：+0%	302.55 亿 同比：+77% 环比：+43%
EPS（美元）	1.59	1.68	1.95	1.95	2.78
上季度收入指引 （美元）	1510~1555 亿	1590~1640 亿	1740~1795 亿	2060~2130 亿	1735~1785 亿
是否及预期	符合预期	超预期	超预期	符合预期	超预期

资料来源：Wind，亚马逊 FY24Q4-FY26Q1 Earnings Release，山西证券研究所

1.4 Meta：26Q1 业绩符合预期，利润率下滑压力较大

25 年以来 Meta 收入保持增长，但管理层指引未来增速可能放缓，同时考虑到资本开支持续提升，Meta 利润率下滑压力较大。最新季度 Meta 实现收入 563.11 亿美元，同比增长 33%，超出市场预期，并且显著加速，但管理层给出了增速放缓的 Q2 收入指引（预计 Q2 收入 580-610 亿美元，同比增长 22%-28%），同时资本开支指引不断上移，未来利润率承压趋势可能会延续，截至 FY26Q1，Meta 的营业利润率已连续三个季度呈现同比下滑，最新季度的毛利率也较上年同期降低 0.3 个百分点。

表 4：2025 年以来 Meta 财报业绩情况

	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1
收入（美元）	423.14 亿 同比：+16% 环比：-13%	475.16 亿 同比：+22% 环比：+12%	512.42 亿 同比：+26% 环比：+8%	598.93 亿 同比：+24% 环比：+17%	563.11 亿 同比：+33% 环比：-6%
毛利率	82.1% 同比：+0.3pct	82.1% 同比：+0.8pct	82.0% 同比：+0.2pct	81.8% 同比：+0.1pct	81.9% 同比：-0.3pct
净利润（美元）	166.44 亿 同比：+35% 环比：-20%	183.37 亿 同比：+36% 环比：+10%	27.09 亿 同比：-83% 环比：-85%	227.68 亿 同比：+9% 环比：+740%	267.73 亿 同比：+61% 环比：+18%
EPS（美元）	6.43	7.14	1.05	8.88	10.44
上季度收入指引 （美元）	395~418 亿	425~455 亿	475~505 亿	560~590 亿	535~565 亿
是否及预期	超预期	超预期	不及预期	超预期	符合预期

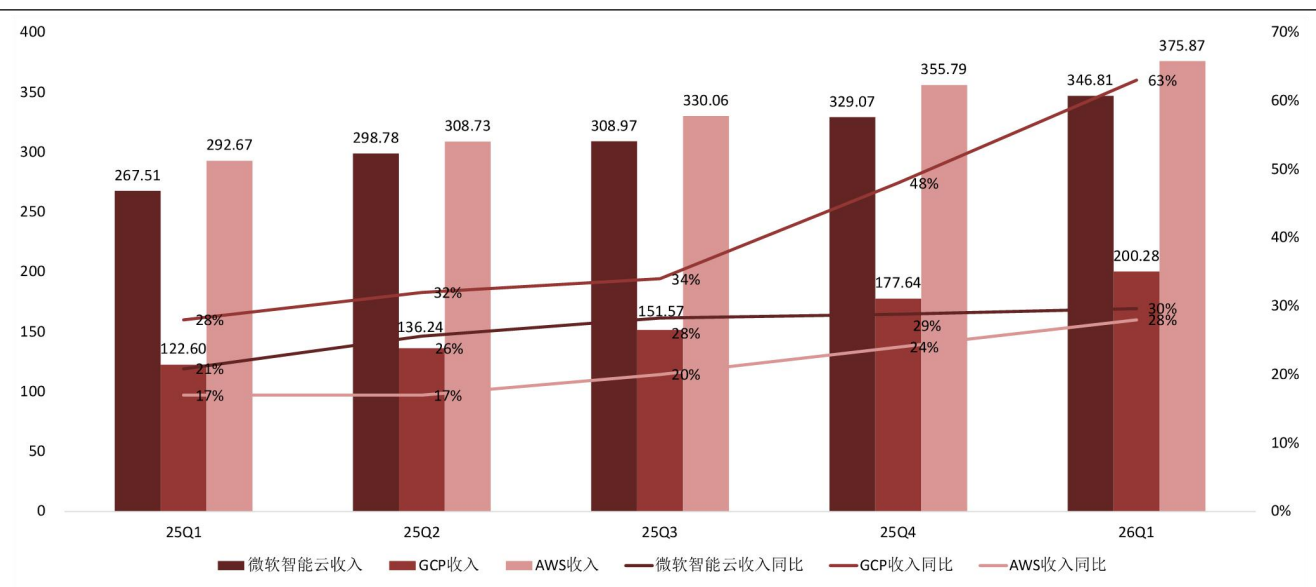
资料来源：Wind，Meta FY26Q1 Earnings Slides，Meta FY24Q4-FY25Q4 Earnings Release，山西证券研究所

2. Capex 仍处加速上行期，AI 开始逐步兑现

2.1 云业务全面加速，积压订单高增提供需求侧强可见度

随着 AI 推理需求爆发，微软、谷歌、亚马逊三大 CSP 的云业务收入增长全面加速，增速从 25Q1 的 17%-28% 提升至 26Q1 的 28%-63%。其中，1) 微软 Azure 收入增速已提升至 40%，Q1 同比增长 40%，固定汇率下增长 39%，环比再次加速，虽然边际改善有所放缓，但公司管理层指引 Q2 Azure 收入将增长 39-40%（固定汇率下），较 Q1 持平或继续提速，并且管理层预计今年下半年 Azure 收入将继续加速增长，向好趋势有望延续；2) 谷歌云收入增速从 25Q1 28% 一路提升至 26Q1 63%，增速斜率远超市场预期，预示着谷歌此前投入的 TPU 集群和 Gemini 产品开始进入规模化变现阶段，26Q1 谷歌云 AI 业务收入同比增长 800%；3) 亚马逊 AWS 26Q1 收入达到 375.87 亿美元，同比增长 28%，创 25 年以来最快增速，且增速较上季度提高 4 个百分点，我们认为其主要得益于与 Anthropic 的持续合作以及自研 Trainium 芯片的快速推进。此外，26Q1 谷歌云增长明显加速的情况下 Azure 和 AWS 增速仍保持 25% 以上，表明目前 AI 对企业整体 IT 预算的扩张效应远大于对存量竞争的影响。

图 1：2025 年以来微软、谷歌及亚马逊云业务收入增长全面提速

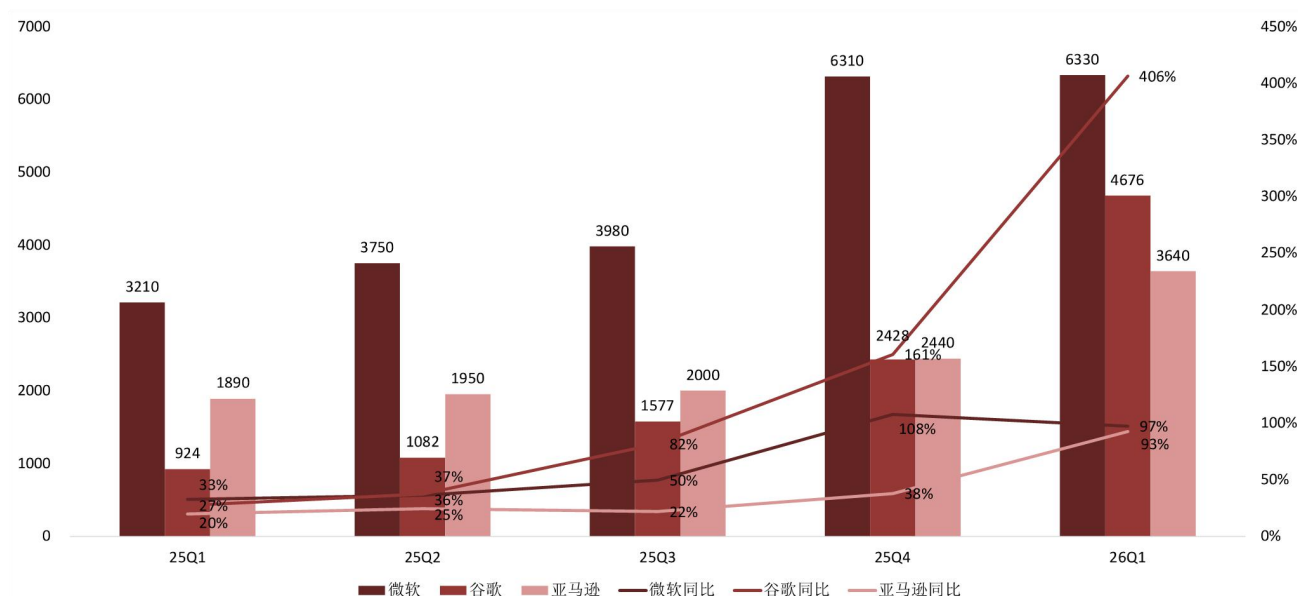


资料来源：微软 FY25Q4、FY26Q3 Financial Statements，谷歌 FY25Q1-FY26Q1 Earnings Slides，亚马逊 FY25Q1-FY26Q1 Earnings Presentation，山西证券研究所

微软、谷歌和亚马逊三大云厂 Q1 季度的积压订单跃升，支撑未来 1-2 年内的确定性高增长，也进一步印证 AI 驱动云需求进入加速爆发期。具体而言，26Q1 微软剩余履约义务（RPO）达 6330 亿美元，同比增

长 97%，其中商业云 RPO 达 6270 亿美元，同比增长 99%，并且公司预计 30% 的合同订单将在未来 12 个月内完成确收；26Q1 谷歌 RPO 达 4676 亿美元，同比增长 406%，环比新增 2248 亿美元，环比增长 93%，远超市场预期，其中绝大部分与谷歌云相关。根据公司管理层预计，超过 50% 的订单将在未来 2 年内完成确收；26Q1 亚马逊 RPO 达 3640 亿美元，同比增长 93%，主要与 AWS 相关，并且在 26Q1 亚马逊与 OpenAI 的 380 亿美元多年期协议扩大到 8 年 1000 亿美元，涉及 AWS 芯片的采用。最新季度北美三大云厂合计未交付订单近 1.5 万亿美元，未来 2 年内云业务持续增长的可见度较高，也印证了企业 AI 工作负载规模化上云及 Agent 应用爆发背景下 AI 需求依旧保持高景气。

图 2：最新季度微软、谷歌及亚马逊积压订单出现跃升



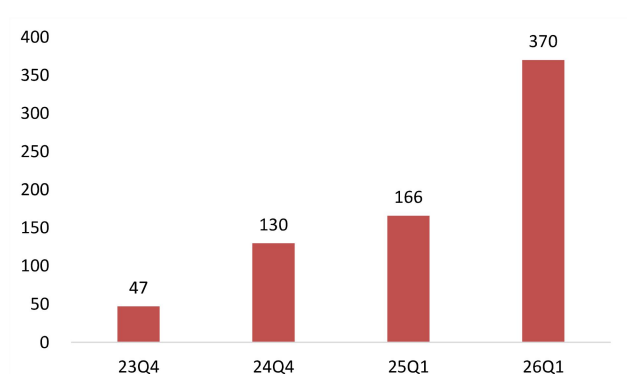
资料来源：微软 FY24Q3-FY26Q3 财报，谷歌 FY24Q1-FY26Q1 财报，亚马逊 FY24Q1-FY26Q1 财报，山西证券研究所

2.2 AI 从投入期迈向兑现期，兑现节奏差异明显

AI 收入体量已具备显著贡献。最新季度微软直接给出 AI 年化收入达 370 亿美元，同比增长 123%，并成为 Azure 增长的核心驱动力。而谷歌、亚马逊、Meta 虽没有直接披露 AI 收入，但披露了 tokens、Trainium 用量等间接指标。其中，谷歌于去年 Q4 推出的 Gemini Enterprise 在今年 Q1 发展强劲，其每月活跃付费用户数环比增长 40%，同时，基于 API 调用，每分钟 token 消耗量也从去年底的 100 亿增至 160 亿；亚马逊自研芯片对外销售的年化收入达到 200 亿美元，并实现三位数增长，若包含内部使用部分，年化收入达 500

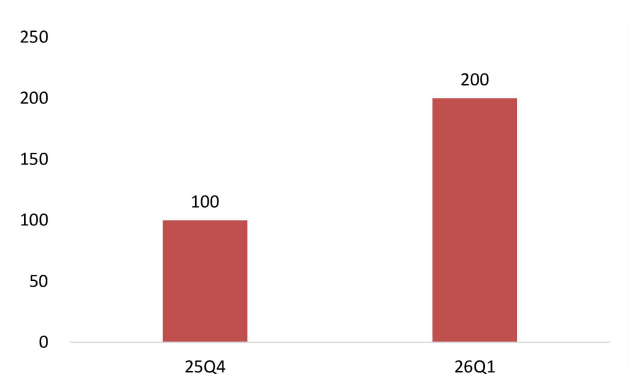
亿美元，并且 Trainium 芯片的承诺订单金额已达到 2250 亿美元；Meta 披露目前 AI 每周可促成约 1000 万次商家对话，而年初仅为 100 万次，推动商业 AI 的用户参与度显著改善，并且 26Q1 AI 驱动 Facebook 总视频时长环比增长 8%，成为四年来的最大环比增长。

图 3：微软 AI 业务年化收入已达 370 亿美元



资料来源：微软 FY25Q2、FY26Q3 Earnings Release，山西证券研究所

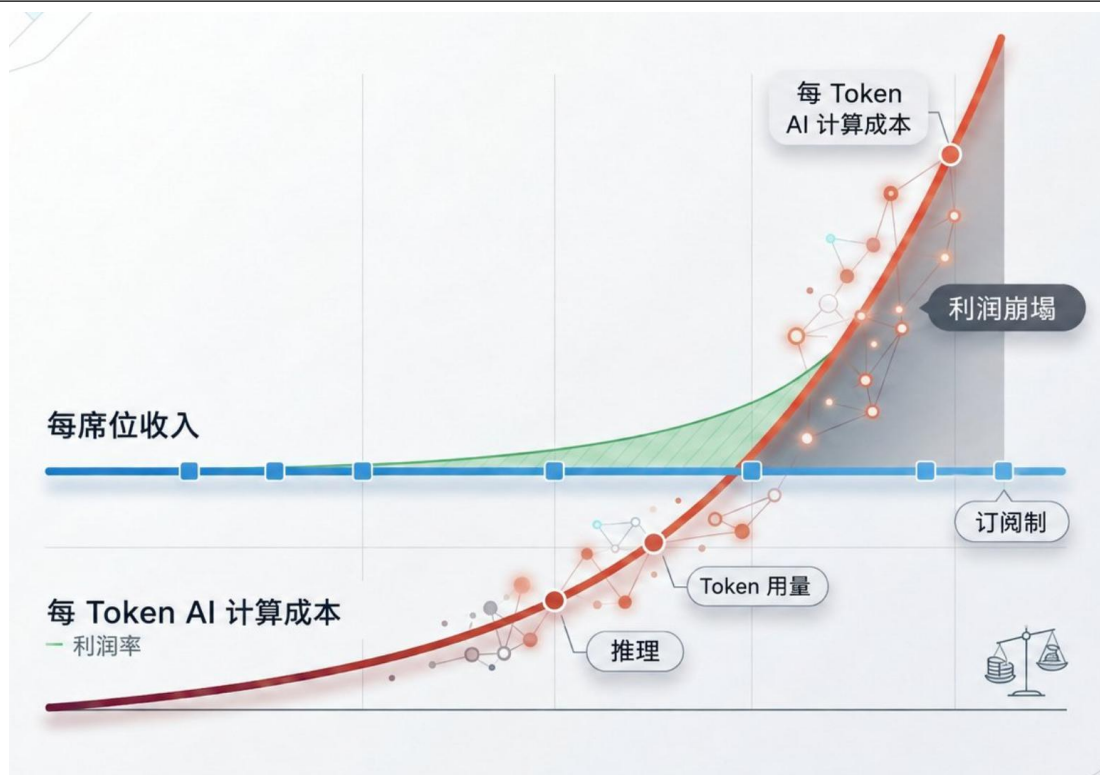
图 4：亚马逊自研芯片年化收入已超 200 亿美元



资料来源：亚马逊 FY25Q4、FY26Q1 Earnings Release，山西证券研究所

商业模式升级打破增速天花板。以微软为代表的厂商开始从席位订阅（受用户数上限约束）向用量消费（受使用强度上限约束）转型，意味着 ARPU 天花板从“席位价格×用户数”升级为“每 Token 价值×消耗量”，空间较席位订阅模式大一个数量级。目前微软 Github Copilot、Dynamics 等已率先开始从席位订阅模式向“席位+用量”的模式切换，其中，Github Copilot 已正式宣布转向基于使用量的定价模式，并于 6 月 1 日生效；客户服务领域近 60% 的 Dynamics 客户已采购 usage-based credits；而 Copilot 产品组合也正在推进商业模式升级，最新季度财富 500 强中近 90% 的企业客户已使用低代码/无代码工具构建 active agents，同时 Copilot credit 消耗型套餐实现环比近翻倍增长。

图 5：基于 Token 用量的模式价值量天花板更高



资料来源：Financial World，山西证券研究所

图 6：Github Copilot 向基于用量的模式切换

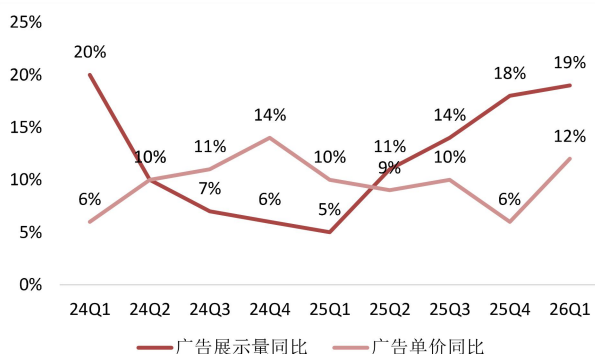
Plan	每月价格	基础积分	Flex 分配	每月总数 AI credits
Copilot Pro	10 美元	1,000	500	1,500
Copilot Pro+	39 美元	3,900	3,100	7,000
Copilot Max	100 美元	10,000	10,000	20,000

资料来源：Github 官网，山西证券研究所

广告变现成为 AI 驱动的间接收入增量。以 Meta 为代表，Meta Advantage+ 广告产品通过 AI 驱动的广告 ROI 提升，最新季度实现广告展示量同比提升 19%、单次展示价格同比提升 12%，进而推动 Meta 广告业务保持高速增长，26Q1 实现收入 550 亿美元，同比增长 33%。具体而言，26Q1 Meta 将万亿参数规模的自适

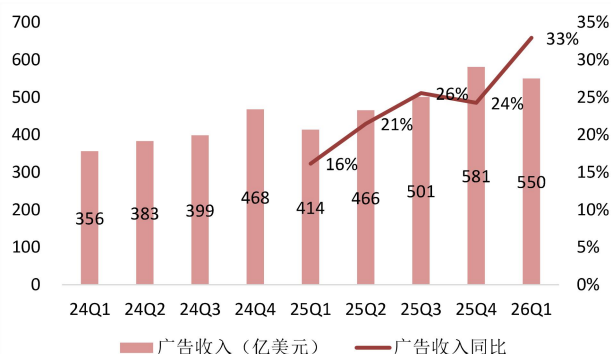
应排序模型扩展至支持站外转化，推动 Facebook 和 Instagram 主要界面转化率提升 1.6%；Meta AI 商业助手已全面推广至所有符合条件的广告主，常见账户问题解决率提高 20%；目前 800 多万广告主使用至少一款 GenAI 广告创意工具，视频生成功能测试中转化率提升超过 3%。AI 具有改善算法推荐效果、拉长用户使用时长等效果，而相较于微软 Copilot、AWS Bedrock、谷歌云等业务线，AI 对广告业务的拉动作用不够直接，导致市场对 AI 为 Meta 广告业务带来的 ROI 提升大小难以计算清楚。

图 7：24 年以来 Meta 广告量价变化



资料来源：Meta FY26Q1、FY25Q1 Earnings Slides，
山西证券研究所

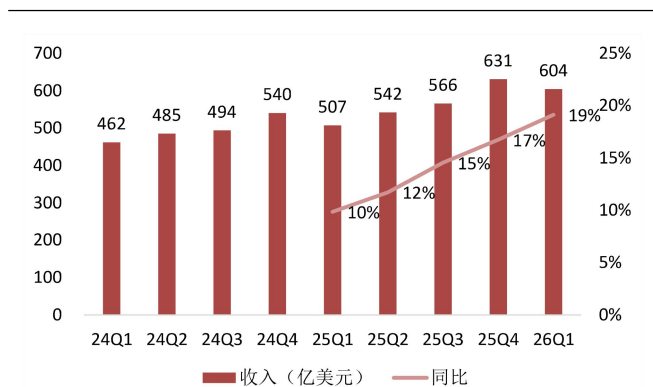
图 8：25 年以来 Meta 广告收入呈加速增长趋势



资料来源：Meta FY26Q1、FY25Q1 Earnings Slides，
山西证券研究所

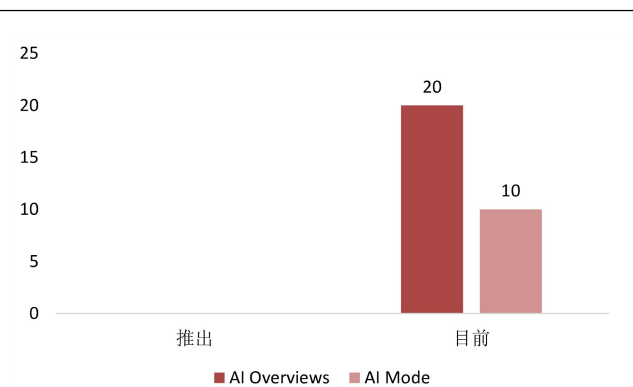
搜索业务未被 AI 侵蚀，AI 功能嵌入反而有助于搜索板块持续提速。以搜索龙头谷歌为代表，25 年以来谷歌搜索业务持续加速，26Q1 实现收入 604 亿美元，同比增长 19%，除去美国宏观经济及冬奥会推动品牌营销的影响之外，体现了目前 AI 未表现出对搜索的明显侵蚀作用，反而 AI Overviews 和 AI Mode 功能的嵌入为谷歌带来了用户搜索量上升及转化效果提升。其中，谷歌于 24 年 5 月正式推出 AI Overviews，以 Gemini 模型为基础，根据用户在浏览器中输入的问题，基于 RAG 技术检索，整理搜索引擎中相关内容后生成摘要并呈现在搜索结果页面顶部，并附上参考，相较于传统搜索，AI Overviews 能够直接向用户提供答案，节省用户自己查找整理的时间。根据公司管理层在 25Q2 业绩说明会上披露，AI Overviews 月活用户已突破 20 亿，覆盖全球 200 多个国家和 40 种语言；而谷歌于 25 年 3 月推出的端到端搜索模式 AI Mode 目前月活已超过 10 亿，用户查询量自推出以来每季度翻倍。今年 5 月 I/O 大会上，谷歌将 AI Mode 升级为 Gemini 3.5，AI Overviews 和 AI Mode 也被合并为更连续的 AI 搜索体验，用户可先在主搜索结果页看到 AI 回答，再进入 AI Mode 继续追问，上下文会被保留。同时，今年夏天用户将能够在搜索板块中定制信息 Agent，令其持续跟踪某类信息。

图 9：25 年以来谷歌搜索业务持续加速



资料来源：谷歌 FY25Q1-FY26Q1 Earnings Call Transcript, 山西证券研究所

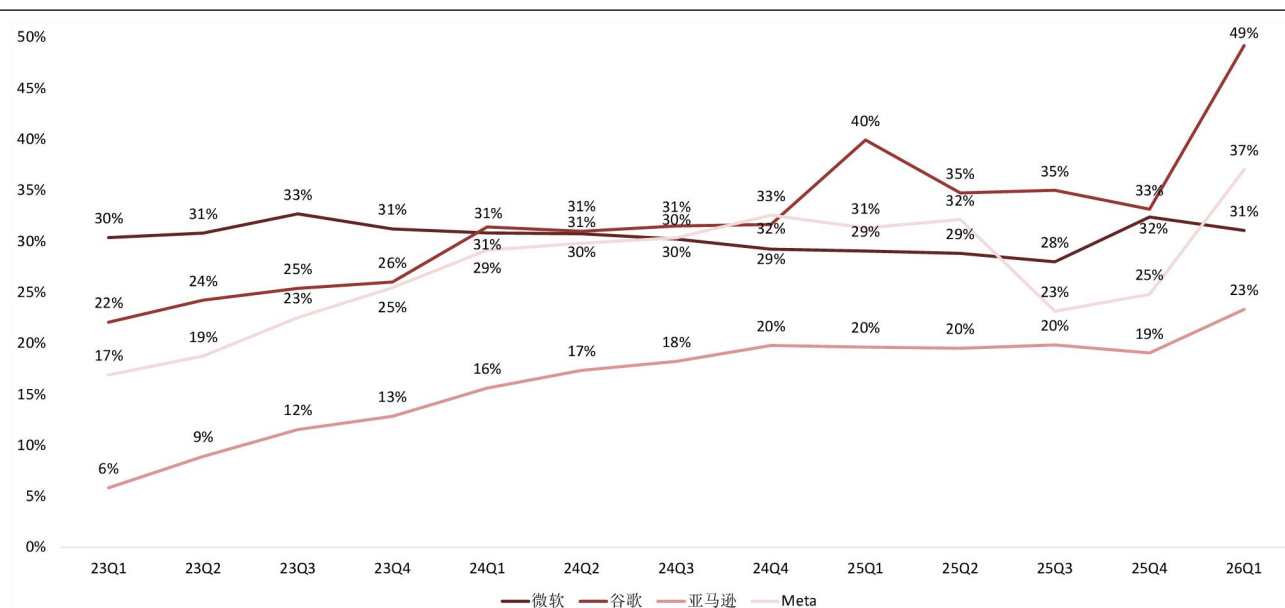
图 10：AI Overviews 和 AI Mode 月活用户增长迅速
(单位：亿)



资料来源：谷歌 FY25Q2 Earnings Call Transcript, 谷歌官网, 山西证券研究所

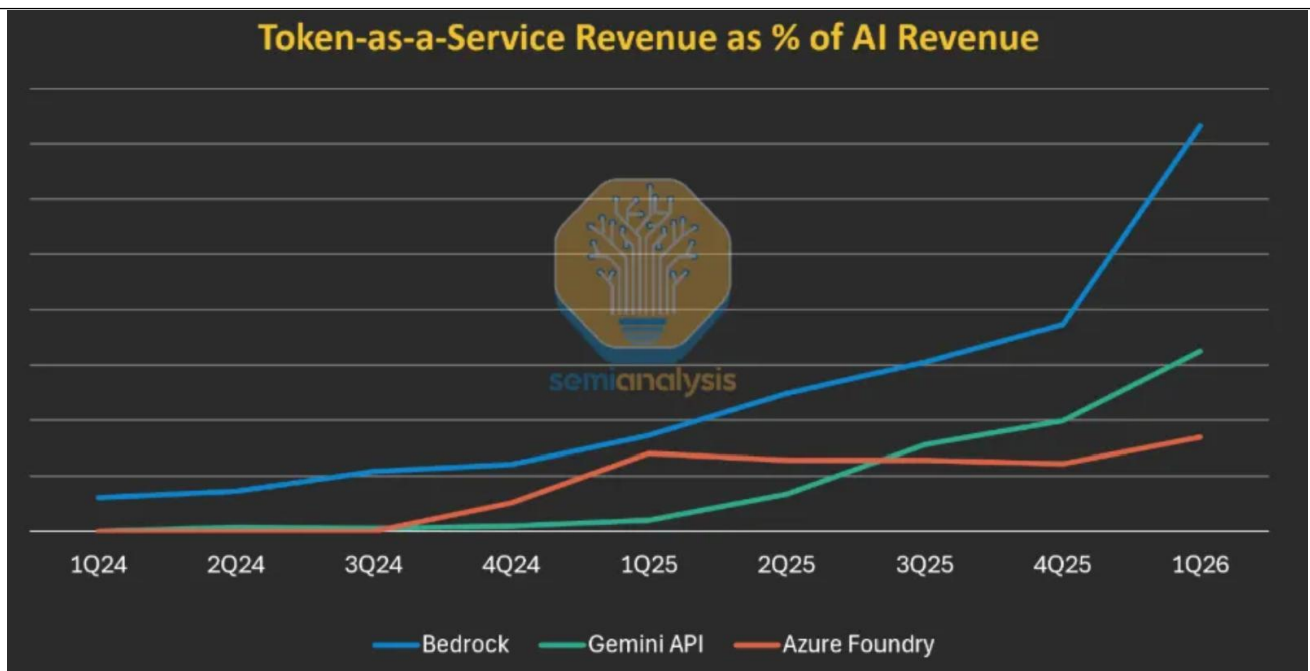
ROIC 对比：北美四大 CSP 投资回报兑现节奏呈现明显差异，预计兑现速度排序为微软>亚马逊>谷歌>Meta。其中，1) 微软：由于具备较强的软件属性，过去微软的 ROIC 最高，而随着 AI 资本开支增加后，ROIC 会被数据中心资产拉低，但随着 Azure AI 与产品周期较短的 Copilot 的协同效应形成持续的资本回报输出，微软的 ROIC 已稳定在 30% 上下；2) 谷歌：ROIC 持续改善，从 23Q1 22% 提升至 25Q4 33%，26Q1 进一步跃升至 49%，同时 23 年以来 GCP 从扭亏到盈利持续增加，未来随着 AI 搜索变现逐步释放，ROIC 天花板较高；3) 亚马逊：AWS 经历 2020-2022 年的 Capex 扩张期后，收入加速期从 2022 年延续至 2024 年，同时 AWS 利润率也从 22 年低谷快速提升至 30% 以上区间，叠加广告业务高增，ROIC 向上弹性较大。进入 25 年，AI Capex 投入拉长自由现金流周期，ROIC 也基本稳定在 20% 左右，但随着亚马逊在 AWS 和芯片业务上的竞争力落地，ROIC 有望进入新一轮上升期。同时，AWS Bedrock 正持续跑通 TaaS (Token-as-a-Service) 模式，将快速享受 Anthropic 等模型的分销收益，并且考虑到亚马逊资产建设的高效率，其兑现速度将仅次于微软；4) Meta：虽近两个季度 ROIC 呈现显著改善，但我们认为这与公司裁员及收紧 VR 投资有关，根据管理层对今年资本开支的指引，预计今年公司 ROIC 仍将处于被压制状态，而未来随着 AI 对广告业务的影响愈加清晰和可量化后，Meta 的 AI 投资回报有望逐步兑现，不过时间上可能会更久。

图 11：23 年以来北美四大 CSP ROIC（年化）变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：AWS Bedrock 的 TaaS 收入在 AI 收入中的占比显著高于谷歌 Gemini API 和微软 Azure Foundry

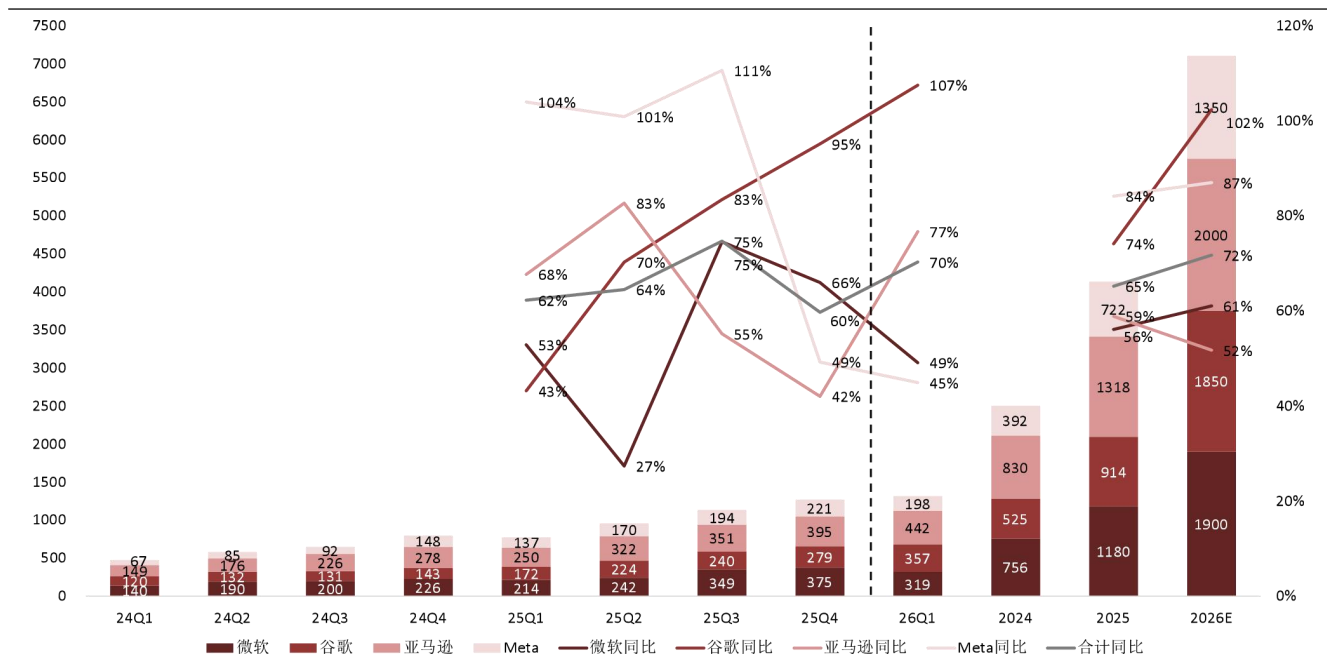


资料来源：Semianalysis，山西证券研究所

2.3 Capex 仍处于加速上行期，投向扩散至自研芯片等多领域

26Q1 北美四大 CSP 合计资本开支继续加速增长，同时根据管理层预计，2026 全年的合计资本开支将达到 7100 亿美元左右，增长将进一步提速，预示着目前 Capex 仍处于加速上行期。其中，1) 微软 26Q1 资本开支达 319 亿美元，同比增长 49%，同时公司管理层指引 26Q2 资本开支将达到 400 亿美元，同比增长 65%，并首次给出全年约 1900 亿美元的明确指引，同比增长 61%，其中包括 250 亿美元组件涨价因素。而根据微软 CEO 纳德拉披露，公司正稳步向两年内将基础设施规模扩容一倍的目标推进，AI 基础设施的高强度投入将持续至 2027 年；2) 谷歌 26Q1 资本开支达 357 亿美元，同比增长 107%，并将 2026 年的资本开支指引从 1750-1850 亿美元提升至 1800-1900 亿美元，同比增长 107%。与此同时，谷歌 CEO 皮查伊明确表示 27 年的资本开支将显著高于 26 年，锁定了 27 年的持续投入预期；3) 亚马逊 26Q1 资本开支同比增长 77% 至 442 亿美元，同时维持上季度对 26 全年 2000 亿美元的指引不变，主要用于 AI 数据中心建设；4) Meta 26Q1 资本开支为 198 亿美元，同比增长 45%，同时，Meta 将 2026 全年的资本开支指引从此前 1150-1350 亿美元大幅上调至 1250-1450 亿美元。

图 13：北美四大 CSP 合计资本开支 2026 年指引继续加速向上



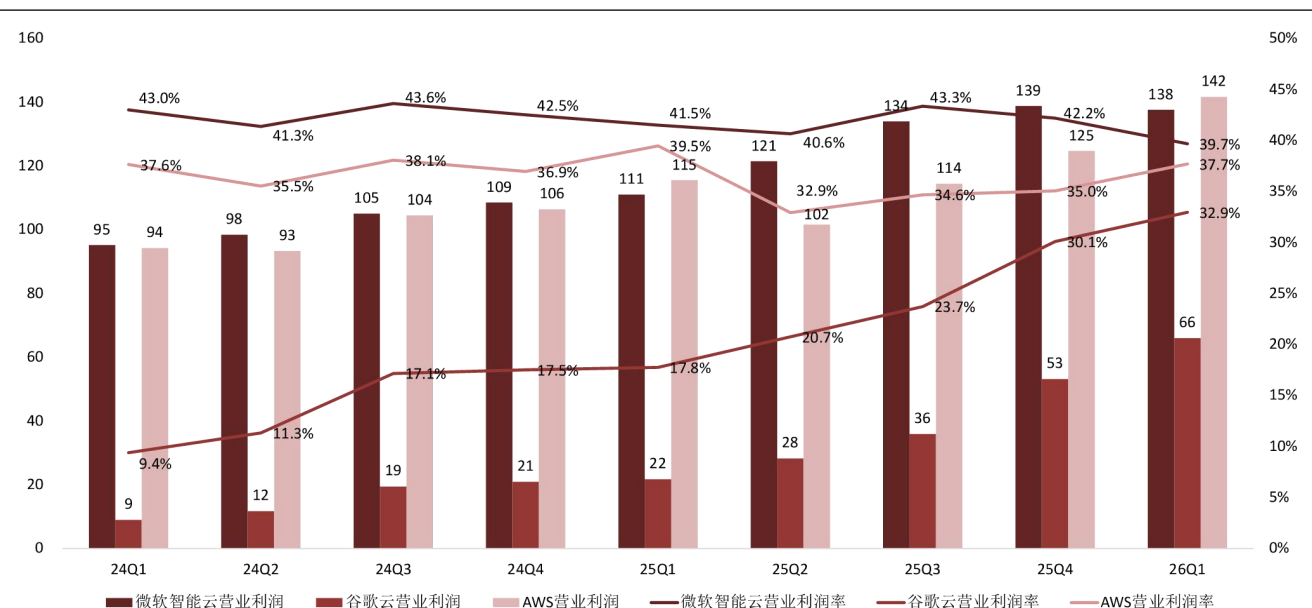
资料来源：Wind，微软 FY24Q3、FY24Q4、FY26Q1、FY26Q3 Earnings Slides，微软 FY26Q3 Outlook，谷歌 FY25Q1、FY26Q1 Earnings Slides，谷歌 FY26Q1 Earnings Call Transcript，Seekingalpha，亚马逊 FY25Q4 Earnings Call Transcript，Meta FY25Q1-FY26Q1 Earnings Slides，Meta FY26Q1 Earnings Call Transcript，山西

证券研究所；注：谷歌和 Meta 的 2026 年指引取范围中间值

北美四大 CSP 的资本开支增长以需求驱动占主导，AI 算力产业链上下游的收入增长能见度高。从驱动力上看，需求驱动的资本开支与价格推升的资本开支存在明显差异，需求驱动的资本开支意味着算力处于供不应求的状态，而价格推升的资本开支意味着成本端压力变大，可能是因为上游零部件涨价等因素。根据最新的业绩说明，四大 CSP 中微软和 Meta 明确披露了与上游零部件涨价相关的资本开支，其中，微软 2026 年 1900 亿美元资本开支指引中约 250 亿美元反映了内存等零部件的涨价因素，占比仅有 13%，而最新季度 Meta 的资本开支指引上调中约 100 亿美元与内存涨价直接相关。

2026 年北美四大 CSP 资本开支加速增长具备高确定性，而 2027 年资本开支增速边际放缓的概率正在提升，尽管如此，这至多意味着 Capex 二阶导放缓而非 Capex 本身见顶。随着今年下半年开始步入 Capex 投入折旧转固定资产的高峰期，折旧对云厂商利润端的压制将逐步显现，具体而言，微软 26Q1 智能云业务营业利润率为 39.7%，较上年同期降低 1.8 个百分点，相比于上季度 0.3 个百分点的降幅明显扩大，预示着资本开支投入对云业务利润率的压力正愈加凸显；目前谷歌云盈利能力正处于持续改善通道中，营业利润率从 24Q1 9.4% 提升至 26Q1 32.9%，我们认为主要得益于云业务结构优化，即从单纯的算力服务商向整体云解决方案提供商转变，但考虑到 25Q1 开始谷歌资本开支加速增长，并且管理层预计今年将进一步提速，预计今年下半年开始折旧成本的增加将逐步体现，并对谷歌云业务利润产生压制；受 AI 业务占比提升影响，AWS 最新季度的营业利润率较上年同期降低 1.8 个百分点，达到 37.7%，虽明显好于市场预期，但未摆脱下行趋势，预计未来几个季度内高强度资本开支带来的折旧成本将明显增加，导致 AWS 的利润率压力加大。与此同时，考虑到北美四大 CSP 管理层对 1-2 年内 Capex 持续增长的确指以及大量订单已锁定，即使 27 年 Capex 增速边际放缓，大概率也会继续创新高。

图 14：2024 年以来微软、谷歌和亚马逊云业务营业利润及营业利润率情况



资料来源：微软 FY25Q4、FY26Q3 Financial Statements，谷歌 FY25Q1-FY26Q1 Earnings Slides，亚马逊 FY25Q2、FY26Q1 Earnings Release，山西证券研究所

结构上，Capex 投入正从 GPU 芯片和服务向其他基础设施扩散。除英伟达 GPU 芯片和服务以外，北美四大 CSP 的资本开支投向还包括：1）网络和存储设备，推理需求高增叠加 AI Agent 应用爆发正带来更高的东西向流量、KV cache 等需求，对算力集群内部高速互联及 HBM 存储需求持续向上，谷歌明确表示端口带宽需求在未来至少两年内具备高确定性，而内存涨价也直接导致了 Meta 再一次上调 Capex 指引；2）定制芯片，其中谷歌和亚马逊进展较快。谷歌 TPU 迭代至第八代，首次针对训练和推理场景侧重的不同要求做了专用芯片的划分，分为面向训练的 TPU 8t 和面向推理的 TPU 8i，并且 TPU v8 首次运行在谷歌自研的基于 ARM 的 Axion CPU 主机上，内存和带宽也做了明显升级。目前谷歌 TPU 需求动能强劲，预计今年下半年即能量产出货。亚马逊自研芯片的年化收入已达到 200 亿美元，若包含内部使用的部分，年化收入达 500 亿美元，并且 Trainium 芯片的承诺订单金额已达到 2250 亿美元，其中 OpenAI 承诺将在其与 AWS 合作的 8 年 1000 亿美元的合同中使用 2GW 左右的 Trainium 芯片，Anthropic 也承诺将在其与 AWS 合作的 10 年 1000 亿美元的合同中使用 5GWS 的 Trainium 芯片；3）数据中心与电力、热管理，包括土地、建筑、液冷、电力等稀缺资源；4）算力租赁需求，由于高端算力供不应求，四大 CSP 会向算力租赁商租用算力作为补充。

表 5：北美四大 CSP 自研芯片对比

	微软	谷歌	亚马逊	Meta
产品	MAIA 200	TPU v8	Trainium3	MTIA 400
发布时间	2026.1.26	2026.4.22	2025.12.3	2026.3.11
训练/推理	推理	8t 面向训练 8i 面向推理	训练+推理	推理
制造工艺	台积电 3nm	8t: 台积电 N3E 8i: 台积电 N3P	台积电 3nm	-
计算性能	10145TFLOPS (FP4) 5072TFLOPS (FP8) 1268TFLOPS (BF16)	8t: 12.6PFLOPS (FP4), 6.3PFLOPS (FP8) 8i: 10.1PFLOPS (FP4), 10.1PFLOPS (FP8)	2517TFLOPS (FP4) 2517TFLOPS (FP8) 671TFLOPS (BF16)	12PFLOPS (MX4) 6PFLOPS (FP8/MX8) 3PFLOPS (BF16)
内存配置	216GB HBM3E, 7TB/s	8t: 216GB HBM3E, 6.5TB/s 8i: 288GB HBM3E, 8.6TB/s	144GB HBM3E, 4.9TB/s	288GB, 9.2TB/s
卡间互联速率	2.8TB/s	8t/8i: 2.4TB/s	2.2-2.56TB/s	1.2TB/s
商业化进展	已开始量产	预计 26 年下半年开始量 产	已被客户完全预定	已完成实验室测试, 正在 推进数据中心部署
下一代芯片	MAIA 300	TPU v9	Trainium4	MTIA 450

资料来源：微软官网，雅虎，Microsoft Build Live，谷歌官网，Semianalysis，亚马逊 FY26Q1 Earnings Call Transcript，Meta 官网，山西证券研究所

3. 投资逻辑

1) **算力端**：全球 Capex 投入仍在加速上行，作为核心承载的 AI 芯片和服务器需求将保持高景气，叠加中美科技博弈下芯片国产化已成大势所趋，建议关注国产 AI 芯片、服务器等环节，标的包括海光信息、寒武纪、紫光股份、中科曙光、浪潮信息、华勤技术等；2) **应用端**：参考北美四大 CSP，AI 正通过多种变现路径逐步兑现业绩，结合国内用户需求及付费意愿，建议关注工业软件、ERP/CRM 等部分垂直领域的 AI 货币化机会，标的包括中控技术、汉得信息、鼎捷数智、索辰科技、中望软件、金蝶国际、迈富时、税友股份等；3) **模型端**：随着 AI 应用快速渗透，模型 token 调用量正成指数级趋势增长，建议关注国产大模型厂商，标的包括智谱、Minimax 等。

表 6：主要公司盈利预测和估值情况

证券代码	证券名称	收盘价	EPS (26E)	EPS (27E)	EPS (28E)	PE (26E)	PE (27E)	PE (28E)
688041.SH	海光信息	289.8	1.8	2.7	3.7	158.6	109.0	79.0
688256.SH	寒武纪	1,219.5	8.6	16.8	16.8	142.3	72.5	72.5
688795.SH	摩尔线程-U	623.9	-0.5	1.0	1.0	-1351.2	610.6	610.6
000938.SZ	紫光股份	25.4	0.9	1.2	1.2	28.2	21.8	21.8
603019.SH	中科曙光	81.4	2.0	2.5	2.5	40.9	32.9	32.9
000977.SZ	浪潮信息	57.8	2.5	3.5	4.4	23.3	16.5	13.2
603296.SH	华勤技术	104.8	4.6	5.8	5.8	22.9	18.1	18.1
688777.SH	中控技术	98.9	1.0	1.5	1.9	101.3	65.9	52.2
300170.SZ	汉得信息	16.8	0.3	0.4	0.4	58.7	47.3	47.3
300378.SZ	鼎捷数智	34.8	0.8	0.9	1.1	46.0	37.4	30.9
688507.SH	索辰科技	206.5	0.9	1.1	1.1	241.0	181.8	181.8
688083.SH	中望软件	61.8	0.5	0.8	1.1	120.1	80.6	56.5
0268.HK	金蝶国际	6.4	0.1	0.1	0.1	126.9	62.5	44.1
2556.HK	迈富时	29.5	0.9	1.3	2.3	34.7	22.7	13.1
603171.SH	税友股份	43.8	0.6	0.9	0.9	68.1	47.7	47.7
2513.HK	智谱	922.8	-10.7	-10.1	-6.1	-86.4	-91.7	-150.5
0100.HK	Minimax	378.3	-14.6	-13.6	-12.0	-25.8	-27.9	-31.5

资料来源：Wind，山西证券研究所；注：采用 2026 年 6 月 11 日的收盘价，海光信息、浪潮信息、中控技术、鼎捷数智、中望软件、金蝶国际 26-28 年预测 EPS 基于自己的估值模型，其余公司 26-28 年 EPS 均采用 Wind 一致预期数据，收盘价和 EPS 单位均为人民币元

4. 风险提示

云计算行业竞争加剧风险。若云计算市场竞争加剧，头部云厂商开始进行价格战，可能会挤压云业务利润率，进而可能会对云厂的 AI 投入力度造成负面影响。

AI 应用商业化推进不及预期。若 AI 应用场景渗透或商业化落地进展较慢，可能会进一步拉长企业 AI 投入的回报周期，进而大概率将降低企业的进一步投资动力。同时，AI 商业化推广进程缓慢也会导致 AI 应用企业业绩兑现情况不及预期。

企业利润率快速下滑风险。若企业利润率持续快速下滑，用于发展 AI 的自有资金可能会减少，进而企业可能会削减对新产品、新场景的研发投入力度，导致 AI 业务进展放缓。

宏观经济下行风险。若宏观经济出现下行或复苏节奏缓慢，企业可能倾向于采取防御型经营策略，聚焦于巩固成熟业务，AI 业务的发展将受到负面影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

