



北美云厂商业绩亮眼，Alphabet 表现超预期

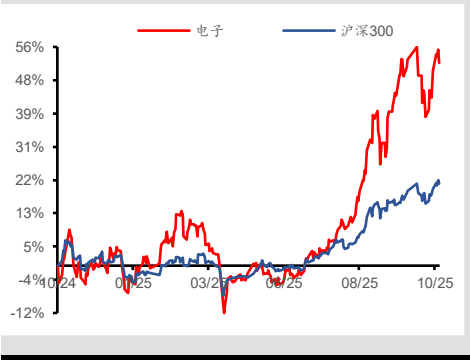
——先进科技主题 20251020-20251026

增持（维持）

行业： 电子
日期： 2025年11月01日

分析师： 颜枫
E-mail: yanfeng@shzq.com
SAC 编号: S0870525030001
分析师： 李心语
SAC 编号: S0870525040001

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：
《关注企业级 SSD 产业链投资机会》
——2025 年 10 月 28 日
《聚焦“十五五”科技主线，关注 M9 材料升级方向》
——2025 年 10 月 28 日
《涨价逻辑+需求端 AI 驱动，存储行业或迎超级周期》
——2025 年 10 月 21 日

主要观点

【市场回顾】

◆ 本周上证指数报收 3986.9 点，周涨跌幅为 +0.93%；深证成指报收 13532.13 点，周涨跌幅为 +1.83%；创业板指报收 3263.02 点，周涨跌幅为 +2.88%；沪深 300 指数报收 4709.91 点，周涨跌幅为 +1.06%。中证人工智能指数报收 2344.73 点，周涨跌幅 -0.41%，跑输大盘。

【科技行业观点】

- ◆ 北京时间 10 月 30 日，谷歌母公司 Alphabet 发布了截至 9 月 30 日的 2025 财年第三季度财报，第三季度营收约 1023.5 亿美元，同比增长 16%，季度营收首次突破 1000 亿美元；净利润 349.8 亿美元，同比增长 33%，均超市场预期，且季度营收首次突破 1000 亿美元。**营收构成方面**，谷歌主营业务分为广告业务、云业务和其他业务，其中广告业务和云业务为核心支撑，广告营收 742 亿美元，同比增长 9.9%，云业务营收 151.5 亿美元，同比增长 35%，未来随着积压订单额达 1550 亿美元，订单存货有望支撑云业务收入增速维持 30% 以上。**资本开支方面**，得益于公司业务增长和云客户需求，AI 需求强劲，谷歌增加 2025 财年预期资本支出至 910 亿至 930 亿美元。
- ◆ 10 月 30 日，微软发布截至 9 月 30 日的 2026 财年第一季度业绩，其中营收 777 亿美元，同比增长 18%，净利润 277 亿美元，同比增长 12%，营收和净利润实现双增长。**资本开支方面**，公司季度资本开支 349 亿美元，创历史新高，远超预期，其中约一半的支出用于短期资产，主要采购 GPU 和 CPU，以支持不断增长的 Azure 平台需求、持续发展的 AI 解决方案等；剩余支出用于长期资产，以支持未来 15 年及更长时间的盈利，包括主要用于大型数据中心的 111 亿美元的融资租赁。**分业务来看**，微软智能云营收 309 亿美元，同比增长 28%，其中 Azure 和其他云服务收入增长 40%，超出预期；个人计算业务营收 138 亿美元，同比增长 4%，主要系 Windows OEM 和设备收入增长。**我们认为随着 AI 的发展**，微软与 OpenAI 签订新的合作协议，同时宣布 OpenAI 已签约购买价值 2500 亿美元的 Azure 服务，公司对 OpenAI 的投资已获得大约 10 倍回报。
- ◆ 10 月 31 日，亚马逊发布第三季度财报，其中销售额为 1802 亿美元，同比增长 13%，营业利润 174 亿美元。**云业务方面**，公司亚马逊云 AWS 第三季度销售额 330 亿美元，同比增长 20%。**资本开支方面**，公司第三季度现金资本支出 342 亿美元，同比增长 61%，主要系公司在数据中心和芯片上投入巨资，以构建和运行能够生成文本、图像并自动化流程的 AI 模型，预计 2025 全年资本支出 1250 亿美元。

■ 投资建议

我们认为：短期涨幅过高后的回调下，重视 PCB，ODM，AIOT，AIDC 板块的逢低布局机会：

- 1) **PCB**: AI 服务器出货带动的产能提升。建议关注：【胜宏科技】、【东山精密】、【沪电股份】、【景旺电子】、【生益电子】。
- 2) **PCB 设备**: 受益于高阶 PCB 需求增长，PCB 设备订单增长。【芯碁微装】、【大族数控】、【东威科技】、【日联科技】。
- 3) **PCB 材料**: PCB 及国产替代扩大带动相关材料产品需求提升。建议关注：【天承科技】、【江南新材】。
- 4) **存储**: 供需结构带动的价格上涨。建议关注：【兆易创新】、【香农芯创】、【普冉股份】、【江波龙】、【佰维存储】。
- 5) **自主可控**: 半导体 asic 芯片和设备端受益于贸易壁垒，国产化进一步加速。建议关注：【芯原股份】、【翱捷科技】、【北方华创】。
- 6) **AI 新消费场景**: 受益于 deepseek 以及国产算力链后续应用端的爆发。建议关注：【泰凌微】、【思特威】。
- 7) **AIDC**: 受益于大厂 capex，关注柴发等重点赛道。建议关注：【飞龙股份】、【潍柴重机】。
- 8) **端侧 ODM**: 受益于国产端侧 AI+小米产业链。建议关注：【华勤技术】、【龙旗科技】。

■ 风险提示

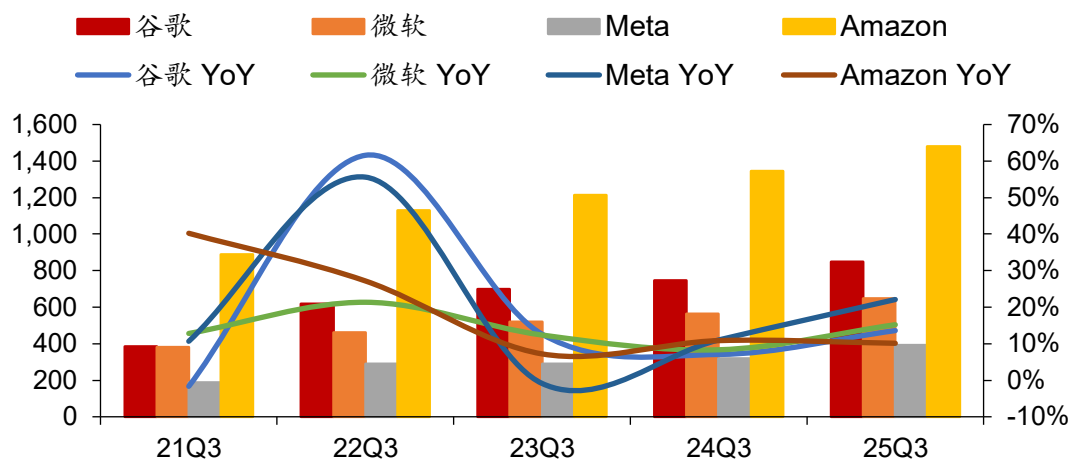
下游需求不及预期；人工智能技术落地和商业化不及预期；专精特新技术落地和商业化不及预期；产业政策转变；宏观经济不及预期等。

表：PCB 重点公司扩产情况

公司	项目	总投资额	总产能	进度	产品用途规划
胜宏科技	越南胜宏人工智能 HDI 项目	18.15 亿元	15 万平方米	建设期 3 年，第三年开始分步投产，至第五年全部达产	建设生产人工智能用高阶 HDI 产品
	泰国高多层印制线路板项目	14.02 亿元	150 万平方米		建设生产服务器、交换机、消费电子等领域用高多层 PCB 产品
	泰国胜宏	增资 2.5 亿美元			建设厂房、购买设备以及其他日常经营活动
	厂房四项目	26.5 亿元		25 年 6 月投产	生产高阶 HDI、高多层、MSAP 产品
沪电股份	黄石沪士电子有限公司	不超过 36 亿元			
	人工智能芯片配套高端印制电路板扩产项目	约 43 亿元		预计 25H2 产能改善	
	泰国工厂	47.49 亿泰铢		小规模量产，加速客户认证与产品导入	
深南电路	南通四期 泰国工厂	12.74 亿元			HDI 高多层、HDI
景旺电子	珠海金湾基地		60 万平米	2021 年投产，目前在爬坡阶段	HDI
	泰国一期	20 亿元	10 万平方米/月	2026 年初投产	40 层高频高速类高多层板和任意阶互连 HDI 产
生益电子	泰国工厂	1.7 亿美元		2026 年试生产	
	智能算力中心高多层高密互连电路板建设项目-第一阶段		15 万平方米	2025 年试生产	高多层高密互连印制电路板
	智能算力中心高多层高密互连电路板建设项目-第二阶段		10 万平方米	2027 年试生产	高多层高密互连印制电路板
兴森科技	宜兴硅谷二期		96 万平方米		PCB 产能建设，用于 5G 通信、MiniLED、服务器和光模块等领域
东山精密	泰国工厂 高端印制电路板项目	不超过 10 亿美元		最快 25Q4 投产	软板规划模组版 用于现有产能的提升及新产能的建设
鹏鼎控股	中国台湾高雄园区	23.6 亿元		小批量量产 已建设完成，之后产线认证及打样，预计 25H2 小批量投产	高端软板项目
	泰国园区一期	2.5 亿美金		24H2 开始投产	汽车及服务器相关的硬板项目
	淮安第三园区一期				高阶 HDI 及 SLP 项目
方正科技		19.8 亿元			定增扩充高端 HDI 产能
世运电路	一期		100 万平方米	稳定爬坡，加速产能释放	
	二期		150 万平方米	预计 2025 年投产	
	三期		50 万平方米	按照订单需求推进	

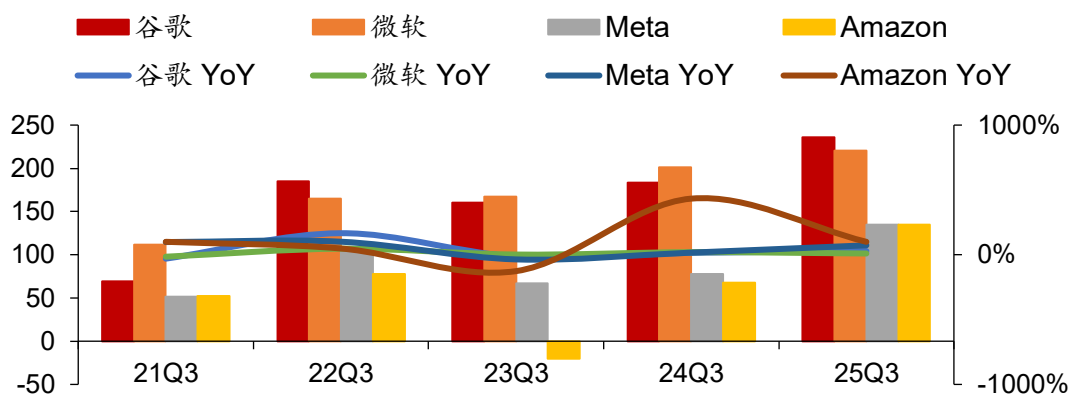
资料来源：证券时报，沪电股份公司公告，深南电路公司公告，景旺电子公司公告，胜宏科技公司公告，胜宏科技官网，生益电子公司公告，2020 年深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告，东山精密公司公告，金融界，证券之星，珠海市电子电路行业协会，世运电路公司公告，新浪财经，上海证券研究所

图 1：海外云厂商 CY2025Q3 收入情况（单位：亿美元）



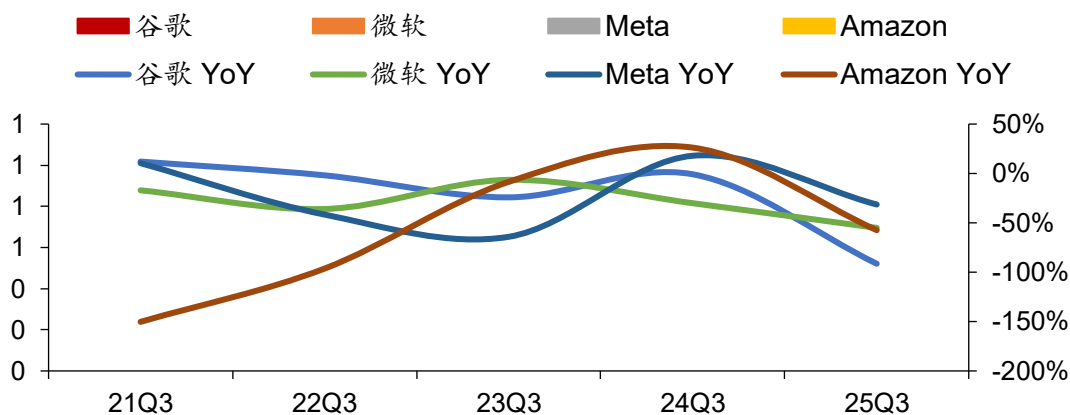
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：海外云厂商 CY2025Q3 净利润情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：海外云厂商 CY2025Q3 资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

表：科技重点公司对比（截至 2025 年 10 月 30 日）

股票简称	营业收入（单位：亿元）				归母净利润（单位：亿元）				PE 2026E	年初至今
	2024	2024 YoY	2025Q2	2025Q2 YoY	2024	2024 YoY	2025Q2	2025Q2 YoY		
中芯国际	578.0	28%	0.0	0%	37.0	-23%	0.0	0%	166	35.86%
华虹公司	143.9	-11%	0.0	0%	3.8	-80%	0.0	0%	192	186.94%
寒武纪	11.7	66%	17.3	1333%	-4.5	47%	5.7	391%	122	116.11%
海光信息	91.6	52%	40.3	70%	19.3	53%	7.6	13%	120	59.21%
北方华创	298.4	35%	111.6	38%	56.2	44%	19.2	15%	31	43.81%
中微公司	90.7	45%	31.0	51%	16.2	-10%	5.1	28%	59	58.88%
拓荆科技	41.0	52%	22.7	124%	6.9	4%	4.6	225%	65	113.03%
中科飞测	13.8	55%	5.0	43%	-0.1	-108%	0.0	-77%	101	34.77%
盛美上海	56.2	44%	18.8	20%	11.5	27%	5.7	81%	51	93.61%
润欣科技	26.0	20%	7.9	4%	0.4	2%	0.2	37%	63	-28.30%
乐鑫科技	20.1	40%	6.7	24%	3.4	149%	1.2	16%	40	6%
泰凌微	8.4	33%	2.6	19%	1.0	96%	0.4	4%	36	51%
恒玄科技	32.6	50%	10.0	6%	4.6	272%	2.0	39%	34	5%
中科蓝讯	18.2	26%	4.9	7%	3.0	19%	0.8	11%	34	5%
全志科技	22.9	37%	8.2	32%	1.7	626%	1.2	267%	78	57%
炬芯科技	6.5	25%	2.7	47%	1.1	64%	0.6	101%	36	48%
豪威集团	257.3	22%	78.3	15%	33.2	498%	11.8	17%	28	27%
格科微	63.8	36%	20.9	18%	1.9	287%	0.2	129%	107	21%
思特威	59.7	109%	25.3	45%	3.9	2663%	3.0	145%	33	40%
晶方科技	11.3	24%	4.0	35%	2.5	68%	1.1	46%	36	6%
长电科技	359.6	21%	100.6	6%	16.1	9%	4.8	6%	33	2%
通富微电	238.8	7%	70.8	18%	6.8	300%	4.5	95%	47	51%
汇顶科技	43.7	-1%	12.7	31%	6.0	266%	2.5	88%	38	5%
伟测科技	10.8	46%	4.5	44%	1.3	9%	1.0	98%	48	129%
美芯晟	4.0	-14%	1.6	66%	-0.7	-321%	0.1	133%	37	29%
艾为电子	29.3	16%	8.1	3%	2.5	400%	1.2	38%	34	18%
南芯科技	25.7	44%	9.1	40%	3.1	17%	0.7	3%	39	24%
灿芯股份	10.9	-19%	1.9	-31%	0.6	-64%	(0.3)	-2290%	404	63%
瑞芯微	31.4	47%	11.0	20%	5.9	341%	2.5	47%	54	69%
云天励飞	9.2	81%	3.0	58%	-5.8	-51%	(0.9)	20%	-100	58%
格科微	63.8	36%	20.9	18%	1.9	287%	0.2	129%	107	21%
华海诚科	3.3	17%	1.0	19%	0.4	27%	0.1	-37%	63	43%
兆易创新	73.6	28%	26.8	31%	11.0	584%	5.1	61%	73	118%
聚辰股份	10.3	46%	3.6	41%	2.9	189%	1.1	68%	44	198%
芯原股份	23.2	-1%	12.8	78%	-6.0	-103%	(0.3)	76%	1192	210%
精智达	8.0	24%	3.1	51%	0.8	-31%	0.1	-17%	60	152%
赛腾股份	40.5	-9%	11.6	-26%	5.5	-19%	2.8	-13%	0	3%
汇成股份	15.0	21%	4.3	8%	1.6	-18%	0.3	-31%	54	90%
佰维存储	67.0	86%	26.6	68%	1.6	126%	2.6	564%	91	119%
协创数据	74.1	59%	33.9	86%	6.9	141%	2.7	33%	34	119%
江波龙	174.6	72%	65.4	55%	5.0	160%	7.0	1994%	93	229%
香农芯创	242.7	115%	92.8	7%	2.6	-30%	2.0	-3%	66	352%
普冉股份	18.0	60%	5.3	12%	2.9	706%	0.2	-79%	60	89%
茂莱光学	5.0	10%	1.8	37%	0.4	-24%	0.1	45%	212	87%
奥普光电	7.5	-4%	1.5	-5%	0.7	-23%	0.1	-36%	83	43%
富信科技	5.2	29%	1.5	7%	0.4	448%	0.1	12%	36	27%
华大九天	12.2	21%	3.0	1%	1.1	-45%	0.1	-71%	222	1%
概伦电子	4.2	27%	1.0	16%	-1.0	-70%	(0.0)	74%	340	115%
广立微	5.5	14%	1.8	57%	0.8	-38%	0.2	312%	85	51%
盛科通信	10.8	4%	3.2	18%	-0.7	-250%	0.3	271%	985	49%
欧陆通	38.0	32%	12.7	19%	2.7	37%	0.9	25%	50	95%
麦格米特	81.7	21%	21.2	12%	4.4	-31%	0.4	-60%	45	24%
杰华特	16.8	29%	7.6	71%	-6.0	-14%	(1.6)	3%	382	65%
金盘科技	69.0	3%	20.4	8%	5.7	14%	2.2	22%	33	80%
中恒电气	19.6	26%	5.3	32%	1.1	179%	0.3	40%	48	139%
科华数据	77.6	-5%	19.7	19%	3.2	-38%	1.0	711%	29	91%
国光电器	79.0	33%	24.0	-10%	2.5	-30%	(0.5)	-132%	26	-27%
科泰电源	12.7	17%	5.0	92%	0.4	8%	0.1	93%	28	117%
泰豪科技	43.6	2%	10.4	25%	-9.9	-1862%	(0.6)	60%	0	72%
潍柴重机	40.0	6%	16.8	65%	1.8	11%	0.4	33%	28	146%
动力新科	64.7	-25%	13.4	-12%	-20.0	19%	(0.5)	91%	0	22%
新柴股份	22.6	-2%	5.0	5%	0.8	148%	0.2	98%	0	42%
全柴动力	39.7	-18%	9.4	10%	0.8	-14%	0.2	22%	0	21%
天润工业	36.2	-10%	9.6	10%	3.3	-15%	0.8	1%	15	22%
沃尔核材	69.3	21%	21.4	24%	8.5	21%	2.6	12%	17	13%
华丰科技	10.9	21%	5.5	109%	-0.2	-125%	0.7	336%	66	127%
神宇股份	8.8	16%	2.3	-9%	0.8	58%	0.2	96%	0	-32%
兆龙互连	18.3	18%	5.5	12%	1.5	56%	0.5	61%	49	9%
瑞可达	24.1	55%	8.0	26%	1.8	28%	0.8	85%	43	101%
电连技术	46.6	49%	15.2	27%	6.2	75%	1.3	-14%	23	-14%
意华股份	61.0	21%	19.2	22%	1.2	2%	1.1	85%	18	17%
英维克	45.9	30%	14.5	25%	4.5	32%	1.8	8%	72	137%
申菱环境	30.2	20%	8.3	23%	1.2	10%	(0.0)	-101%	41	49%

飞龙股份	47.2	15%	10.8	-5%	3.3	26%	0.8	-8%	23	98%
苏州天脉	9.4	2%	3.1	33%	1.9	20%	0.5	10%	38	46%
铜冠铜箔	47.2	25%	17.4	51%	-1.6	-1009%	0.3	167%	106	247%
广信材料	5.2	2%	1.1	-9%	-0.3	-565%	(0.0)	-159%	56	24%
大族数控	33.4	105%	15.2	95%	3.0	122%	2.3	282%	50	249%
鼎泰高科	15.8	20%	5.5	33%	2.3	3%	1.2	47%	90	558%
芯基微装	9.5	15%	2.8	4%	1.6	-10%	0.6	4%	38	124%
东威科技	7.5	-18%	3.1	67%	0.7	-54%	0.4	237%	44	29%
日联科技	7.4	26%	2.8	55%	1.4	25%	0.4	49%	38	111%
深南电路	179.1	32%	63.0	33%	18.8	34%	9.7	93%	38	146%
沪电股份	133.4	49%	50.2	40%	25.9	71%	10.3	46%	28	94%
生益电子	46.9	43%	30.6	154%	3.3	1428%	5.8	546%	46	190%
胜宏科技	107.3	35%	50.9	79%	11.5	72%	11.0	261%	36	684%
兴森科技	58.2	9%	19.5	32%	-2.0	-194%	1.0	301%	152	91%
鹏鼎控股	351.4	10%	104.8	1%	36.2	10%	11.7	-1%	25	65%
东山精密	367.7	9%	101.2	3%	10.9	-45%	4.7	-8%	31	149%
景旺电子	126.6	18%	39.9	24%	11.7	25%	3.0	20%	38	172%
世运电路	50.2	11%	15.0	17%	6.7	36%	2.4	34%	24	48%
方正科技	34.8	11%	12.6	44%	2.6	91%	1.4	139%	124	194%
中际旭创	238.6	123%	102.2	57%	51.7	138%	31.4	125%	43	319%
新易盛	86.5	179%	60.7	153%	28.4	312%	23.8	205%	31	355%
天孚通信	32.5	68%	14.6	74%	13.4	84%	5.7	76%	44	166%
长芯博创	17.5	4%	5.9	23%	0.7	-12%	0.8	245%	50	129%
太辰光	13.8	56%	3.9	-5%	2.6	68%	0.9	31%	35	42%
光迅科技	82.7	36%	32.9	45%	6.6	7%	3.5	35%	38	27%
移远通信	185.9	34%	63.3	27%	5.9	548%	2.6	78%	21	40%
广和通	81.9	6%	16.6	-23%	6.7	19%	1.0	-69%	34	35%
美格智能	29.4	37%	9.3	7%	1.4	110%	0.3	-50%	42	51%
华勤技术	1098.8	29%	449.4	23%	29.3	8%	12.1	59%	21	51%
龙旗科技	463.8	71%	114.2	-10%	5.0	-17%	1.5	64%	23	-2%
闻泰科技	736.0	20%	44.3	-77%	-28.3	-340%	10.4	279%	20	13%
领益智造	442.1	30%	139.7	13%	17.5	-15%	10.1	39%	35	100%
歌尔股份	1009.5	2%	305.6	4%	26.7	145%	11.7	5%	28	29%
蓝思科技	699.0	28%	207.0	19%	36.2	20%	17.0	13%	23	39%
立讯精密	2687.9	16%	964.1	31%	133.7	22%	48.7	32%	23	60%
润泽科技	43.6	0%	14.8	15%	17.9	2%	38.2	598%	25	-3%
宝信软件	136.4	6%	23.4	-22%	22.7	-11%	3.9	-36%	24	-20%
光环新网	72.8	-7%	17.6	-8%	3.8	-2%	0.3	-69%	57	-8%
奥飞数据	21.6	62%	6.8	30%	1.2	-12%	0.6	90%	61	40%
数据港	17.2	12%	4.3	6%	1.3	7%	0.3	1%	113	73%
大位科技	4.1	11%	1.1	6%	-0.2	-127%	(0.3)	-415%	0	56%
云赛智联	56.2	7%	14.7	29%	2.0	5%	0.5	11%	90	25%
天岳先进	17.7	41%	3.2	-14%	1.8	492%	(0.1)	-124%	85	39%
晶盛机电	175.8	-2%	24.7	-43%	25.1	-45%	2.6	-70%	36	26%
露笑科技	37.2	34%	10.1	14%	2.6	97%	1.0	79%	29	17%
天通股份	30.7	-17%	8.8	-12%	0.9	-73%	0.0	-90%	40	45%
三安光电	161.1	15%	48.3	16%	2.5	-31%	(0.9)	-240%	49	15%
ST 东尼	19.8	8%	6.2	3%	0.1	102%	0.3	11%	0	34%
士兰微	112.2	20%	33.8	17%	2.2	714%	0.8	57%	60	26%

资料来源: Wind, iFinD 一致预期, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行建议关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。