

# 云商资本开支稳步增长，算力需求持续旺盛

2024年11月08日

**分析师：方竞**
 执业证号：S0100521120004  
 邮箱：fangjing@mszq.com
**分析师：宋晓东**
 执业证号：S0100523110001  
 邮箱：songxiaodong@mszq.com

➤ **事件：事件 1)** 据 Bloomberg，截止 11 月 5 日，英伟达市值达 3.43 万亿美元，成为全球市值第一大的公司。**事件 2)** 前一周北美云商公布三季度业绩及资本开支，**北美四大云商 CY3Q24 合计资本开支为 598.14 亿美元，同比增长 61.7%，环比增长 13.2%**。从四大云商资本开支情况来看，亚马逊资本开支超预期，其他三家云商资本开支基本符合此前指引与 Bloomberg 一致预期。**我们认为**，当下海外算力产业链的核心矛盾仍然为 2026 年的需求增长，云商资本开支超预期为英伟达市值成长的一大主要原因，后续需持续关注云商开支计划。

➤ **CY3Q24 四大云商资本开支基本符合预期，2025 年仍将维持增长。**  
**CY3Q24 北美四大云商 CY3Q24 合计资本开支为 598.14 亿美元，同比增长 61.7%，环比增长 13.2%；Bloomberg 一致预期 CY2024 北美四大云商资本开支合计为 2226 亿美元，同比增长 51.0%：**

➤ **微软：**CY3Q24 资本开支 149.23 亿美元，qoq+7.6%，yoy+50.5%，此前公司指引 Q3 资本开支环比增加，实际数据基本符合预期，公司指引下一季度资本开支环比增长，但伴随需求增长，资本开支增速将放缓；

➤ **Meta：**CY3Q24 资本开支 92.10 亿美元，qoq+12.7%，yoy+40.8%，公司将全年资本开支预期范围从上一季度的 370-400 亿美元上修至 380-400 亿美元，符合 391 亿美元的 Bloomberg 一致预期，关于 2025 年，公司预计 2025 年资本支出将继续大幅增长；

➤ **谷歌：**CY3Q24 资本开支 130.61 亿美元，qoq-0.9%，yoy+62.10%，此前公司指引 Q3 资本开支保持或高于 120 亿美元，实际数据略超预期，据公司指引我们测算公司 2024 年资本开支预计 500 亿美元以上，2025 年保持适度增长，与此前指引一致；

➤ **亚马逊：**CY3Q24 资本开支 226.20 亿美元，qoq+28.4%，yoy+81.3%，显著超 Bloomberg 一致预期，公司对 2024 年资本开支计划为 750 亿美元，预计 2025 年将进一步提升。

➤ **算力需求依旧旺盛，云商或通过降低 Opex 以及拉长折旧年限等方式提升 Capex 潜在空间。**当前算力需求依然十分旺盛：一方面，亚马逊三季度资本开支大超预期，另一方面，微软在业绩会中提及不会将算力卡用于对外租赁。**市场担忧点主要来自对云商资本开支的进一步增长空间，我们认为当下云商资本开支仍有提升空间：1) AI 已经带来了 Opex 方面的降本增效**，谷歌在业绩会上表示将通过 AI 提升员工工作效率，来对冲 Capex 的大幅增长；**2) 云商纷纷延长云基础设施的折旧年限**，微软在业绩会中提及 AI 固定资产折旧时间将达到 15 年，远高于此前折旧时间。整体来看，尽管四大云商对 2025 年资本开支未更新明确数字指引，定性表述与上一季度基本一致，但云商已经着手通过各种方式提升 Capex 空间来应对强劲的算力需求。

**推荐****维持评级****相关研究**

- 1.电子行业点评：小米 15 系列首发 AI OS，SU7 Ultra 定义高端电动超跑-2024/10/31
- 2.电子行业点评：安卓 OS 重塑交互，小米+荣耀新机齐发-2024/10/30
- 3.半导体行业周报：关注国产 DRAM 产业链机遇-2024/10/27
- 4.AI 硬件周报：安卓新机潮，关注指纹创新和 MagicOS9.0-2024/10/21
- 5.半导体行业周报：板块并购潮来临，AI 拉动台积电业绩超预期-2024/10/21

➤ **AI 对云商收入贡献逐步显现，ROI 问题有望得到解决。**此前市场对算力产业链的另一个核心担忧是，对于云商而言，每年几百亿美元的资本开支如何带来回报。本季度的业绩会上，多家云厂商表述了对 AI 营收贡献的乐观展望：1) 微软表示 AI 业务将在 Q4 贡献年化 100 亿美元的收入体量；2) Meta 表示 AI 驱动的推荐算法使得旗下应用程序的使用时间提升了 8%；3) 亚马逊提及 AI 年收入达几十亿美元，且将维持三位数的年增长率增长。当前 AI 对云商业绩产生的正向贡献已经开始逐步体现，后续仍有望维持高速增长，伴随 AI 投资的商业模式跑通，云商对资本开支的投入也有望更为积极。

➤ **投资建议：**我们认为，CY3Q24 北美云商资本开支稳中有升，当下算力需求依旧旺盛，2025 年资本开支逐步清晰，算力叙事仍为当下主线。建议关注：

1) **全球算力龙头：**英伟达、AMD；2) **国内算力替代：**海光信息、寒武纪、景嘉微；3) **PCB：**胜宏科技、沪电股份等；4) **铜互连：**沃尔核材、鸿腾精密科技、精达股份、神宇股份等。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期的风险；大模型能力升级不及预期的风险；AI 应用落地不及预期的风险。

#### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元/ 美元)	EPS (元/美元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
688041.SH	海光信息	141.75	0.54	0.84	1.12	263	169	127	推荐
002463.SZ	沪电股份	40.67	0.79	1.35	1.77	51	30	23	推荐
688256.SH	寒武纪	476.00	-2.03	-0.62	0.35	/	/	1360	推荐
NVDA.O	英伟达	145.61	1.19	2.81	3.99	122	52	36	-
AMD.O	AMD	145.10	0.53	1.49	3.77	274	97	38	-
300476.SZ	胜宏科技	46.56	0.78	1.38	2.05	60	34	23	-
002130.SZ	沃尔核材	19.47	0.56	0.73	0.93	35	27	21	-
6088.HK	鸿腾精密	0.35	0.02	0.03	0.04	18	12	9	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：国内公司股价为 2024 年 11 月 7 日收盘价；英伟达、AMD 股价为 2024 年 11 月 6 日收盘价；英伟达、AMD、鸿腾精密股价与 EPS 单位为美元；海外公司采用彭博一致预期；国内未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；1HKD=0.13USD)

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026