



通信行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

通信组

分析师：张真桢（执业 S1130524060002）

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

北美云厂商商业绩验证 AI 商业化加速，算力投资景气延续

通信周观点：

1) 微软与 Meta 最新财报验证 AI 商业化加速、算力投资延续高景气。微软 Azure 和其他云服务收入本季度同比增长 35%，其中 AI 贡献了 16%，2025 年资本开支维持 800 亿美元。Meta 第一季度经营利润 175.6 亿美元，同比增长 27%。用户在其应用上的使用时长和互动频率提高，公司还上调全年资本开支至 640-720 亿美元，主投 AI 数据中心和硬件。在北美云厂商强劲的资本开支下，我们认为上游光模块、服务器、连接器等行业需求有望保持高增长，市场此前有关北美云厂商资本开支增速放缓的担忧得到释放。2) 受益于 AI 需求驱动和国内外互联网厂商资本开支增长，服务器、连接器等龙头公司业绩亮眼。服务器板块工业富联营收、净利均创历史新高。数据中心高密度连接需求爆发，MPO 及 AEC 成为核心增量赛道。以太网交换机市场结构性分化，AI 算力需求推动数通交换机向 800G/1.6T 高速率升级，增速迅猛。我们看好交换机板块业绩触底回升。3) 国内大模型迭代，落地应用有望加速。小米首个推理大模型 MiMo 开源，满足端侧本地运行。阿里通义千问发布新版 Qwen3 系列模型，大幅节省算力消耗。DeepSeek 发布 Prover-V2 模型，参数高达 6710 亿，具有 61 层 Transformer 层，7168 维隐藏层，数学推理能力和效率得到极大提升。

细分赛道：

服务器：1Q25 服务器板块指数略有回调，我们认为主要系：英伟达 GB200 交货延迟及客户采购决策延后，引发市场对短期需求的担忧；AI 服务器毛利率承压，拖累行业情绪。但板块中长期增长逻辑未改，建议关注以下结构性机会：国产芯片替代加速背景下，华为、寒武纪服务器产业链机会；业绩确定性强、短期回调充分的龙头，如工业富联。

交换机：2024 年以太网交换机市场结构性分化明显。数通交换机方面，AI 算力需求驱动数据中心交换机向 800G/1.6T 高速率升级，白盒交换机凭借成本低、灵活性强等优势，受到互联网客户青睐。以锐捷网络为代表，其数据中心交换机 2024 年收入中互联网行业占比约 80%，同比增长 80-90%。网通交换机方面，2024 年市场因产能过剩、低价竞争，行业毛利率承压，短期内发展压力较大。建议关注两大主线：1) 高技术壁垒、国产替代。2) 业绩反转弹性。

光模块：关税影响趋弱，光模块板块部分反弹修复。受益于 AI 算力需求及公司降本增效，行业整体 1Q25 营收同比增 48%。叠加华为发布 CloudMatrix 384 超节点集群，采用全光互连方案，光模块在算力网络中的战略地位得到强化。另一方面，中美贸易摩擦等担忧在估值/股价端充分体现，随着龙头公司业绩超预期、关税风险发生边际变化，市场对光模块的信心有所恢复，我们认为板块或将迎来超跌后的部分修复。

连接器：AI 算力驱动下，数据中心高密度连接需求加速释放。连接器在通信设备中价值占比约 3-5%，以单台 AI 服务器价格 130 万元计算，连接器模组价值量约 5 万元。MPO 及 AEC 成为核心增量赛道。太辰光、博创科技 2024 年及 1Q25 业绩表现亮眼，强化高端连接器逻辑。太辰光营收同比高增，盈利能力提升明显。博创科技的数通业务同比高增，长芯盛并表重塑估值。建议关注 MPO 和高速铜缆主线。

核心数据更新：运营商数据维持稳健增长。前 3 个月，三家运营商实现电信主营业务收入 4469 亿元，同比增长 0.7%，按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 7.7%。3 月我国光模块出口数据有所增长，3 月当月同比增长 19.60%；1-3 月累计同比增长 3.18%。1Q25 微软/谷歌/Meta/亚马逊资本支出分别为 167 亿/172 亿/129 亿/250 亿美元，同比 +53%/+43%/+102%/+68%。

投资建议与估值

建议关注国内 AI 发展带动的服务器、IDC、交换机、连接器等板块，以及海外 AI 发展带动的服务器、光模块等板块。

风险提示

AI 商业价值不及预期、技术发展速度不及预期、供应链集中度过高、行业监管加剧、市场竞争加剧的风险。

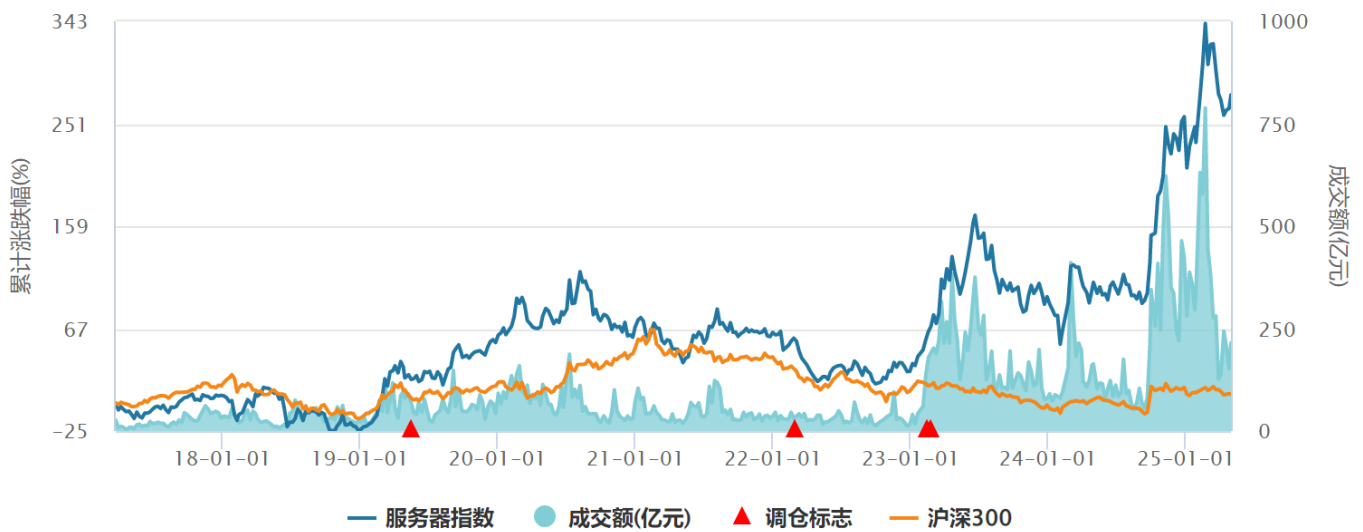


一、细分行业观点

服务器：本周服务器指数+3.34%，本月以来，服务器指数+0.39%。1Q25 服务器板块指数略有回调，我们认为主要系：英伟达 GB200 交货延迟及客户采购决策延后，引发市场对短期需求的担忧；AI 服务器毛利率承压，拖累行业情绪。1) 微软与 Meta 最新财报验证 AI 商业化加速。微软 Azure 和其他云营收同比增长 33%，其中 AI 贡献了 16%。Meta 上调全年资本开支至 640-720 亿美元，主投 AI 数据中心和硬件，彰显行业对算力长期需求的信心。2) 各大云服务商也不断加码对 AI 的相关投入。工业富联 2024 年实现营收 6091 亿元，同比增长 27.88%；归母净利润 232 亿元，同比增长 10.34%，营收净利均创历史新高。公司云计算板块实现营收 3193.77 亿元，同比增长 64.37%，占公司整体营收首次超过五成，成为公司第一大板块。3) 阿里巴巴开源新一代通义千问模型 Qwen3，是国内首个“混合推理模型”，参数量仅为 DeepSeek-R1 的 1/3，成本大幅下降，性能全面超越 R1、OpenAI-o1 等全球顶尖模型，登顶全球最强开源模型。

尽管短期回调，服务器板块中长期增长逻辑未改，展望 2Q25，我们认为服务器指数将反弹回升，关注以下结构性机会：国产芯片替代加速背景下，华为、寒武纪服务器产业链机会；业绩确定性强、短期回调充分的龙头，如工业富联。

图表1：服务器指数 (8841058.WI) 走势



来源：wind，国金证券研究所

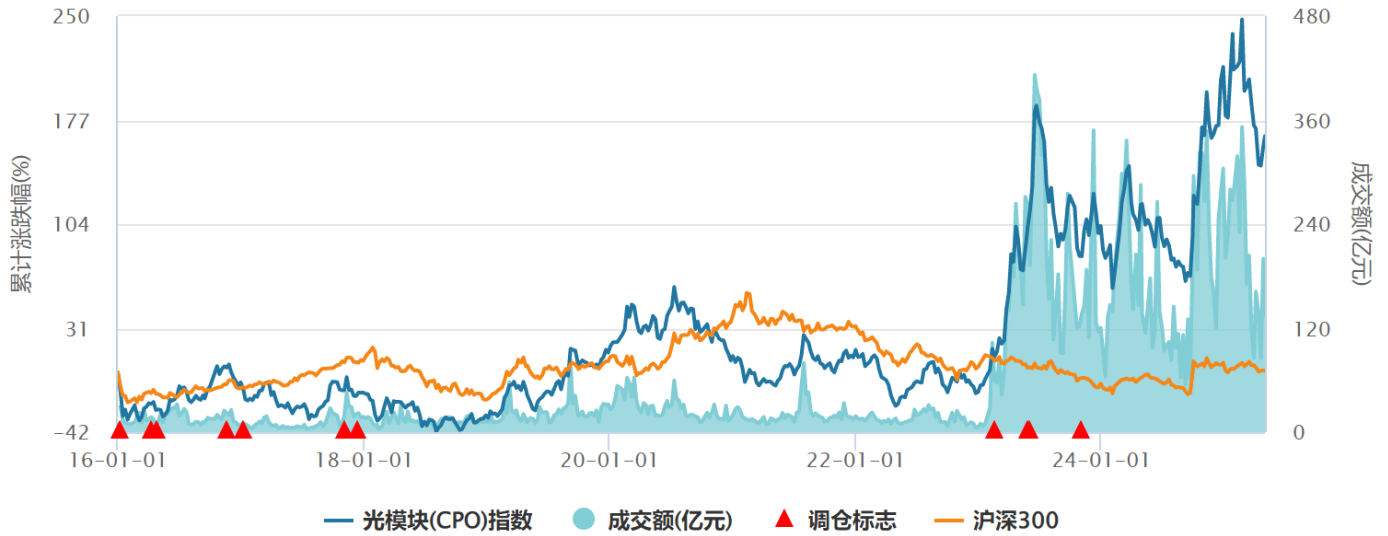
交换机：2024 年以太网交换机市场结构性分化明显。数通交换机方面，AI 算力需求驱动数据中心交换机向 800G/1.6T 高速率升级，白盒交换机凭借成本低、灵活性强等优势，受到互联网客户青睐。以锐捷网络为代表，其数据中心交换机 2024 年收入中互联网行业占比约 80%，同比增长 80-90%。网通交换机方面，2024 年市场因产能过剩、低价竞争，行业毛利率承压，短期内发展压力较大。

建议关注两大主线：1) 高技术壁垒、国产替代：紫光股份、锐捷网络。紫光股份位居中国以太网交换机市场第二，公司 2024 年实现营业收入 790.24 亿元，1Q2025 实现营业收入 207.90 亿元，同比增长 22.25%，呈现良好增长态势。锐捷网络净利润暴增 4543.67%，主要原因在于互联网客户数据中心交换机产品订单加速交付带动收入增长，同时公司持续推进管理改善和效率提升工作，在费用管控层面有所成效。2) 业绩反转弹性：共进股份。共进股份 800G 数据中心交换机开始出货，加速服务器开始生产，截至 2025 年 4 月初，服务器累计出货量超 7000 台，2025 年一季度报告显示，公司实现营业收入 20.51 亿元，同比增长 6.75%；受益于营收增长、期间费用率下降，归母净利润同比大幅增长 267.63%，达 2229.90 万元。

光模块：本周光模块指数 2.75%，本月以来，光模块指数-3.74%。新易盛、中际旭创、仕佳光子等公司 Q1 业绩高增，光模块板块部分反弹修复。业绩方面，新易盛 2024 年及 2025Q1 业绩超预期，营收分别同比增长 179%和 264%，主要受益于 AI 算力需求及公司降本增效，行业整体营收同比增 48%。叠加华为发布 CloudMatrix 384 超节点集群，采用全光互连方案，光模块在算力网络中的战略地位得到强化。另一方面，中美贸易摩擦等担忧在估值/股价端充分体现，随着龙头公司业绩超预期、关税风险发生边际变化，市场对光模块的信心有所恢复，我们认为板块或将迎来超跌后的部分修复。



图表2: 光模块(CPO)指数 (8841258.WI)走势



来源: wind, 国金证券研究所

连接器: AI 算力驱动下, 数据中心高密度连接需求加速释放。连接器在通信设备中价值占比约 3-5%, 以单台 AI 服务器价格 130 万元计算, 连接器模组价值量约 5 万元。MPO 及 AEC 成为核心增量赛道。太辰光、博创科技 2024 年及 1Q25 业绩表现亮眼, 强化高端连接器逻辑。太辰光营收同比高增, 盈利能力提升明显。2024 年营收 13.8 亿元 (同比+56%)、净利润 2.6 亿元 (同比+68%), 受益于 MPO 等高附加值产品占比提升及自研 MT 插芯, 1Q25 毛利率达 42% 创历史新高。建议关注越南工厂产能释放、北美客户回款及 CPO 交换机出货。博创科技的数通业务同比高增, 长芯盛并表重塑估值。数通业务 2024 年收入 10.7 亿元 (同比+88%)、毛利率 39.1% (同比+11pct), 子公司长芯盛净利润 2.4 亿元 (同比+325%), 受益于北美 AI 数据中心布线需求激增, 公司持股长芯盛 60.45%, 深度绑定海外客户, 800G 硅光模块及 CPO 加速商业化。建议关注 MPO 和高速铜缆主线。

图表3: 本周通信板块景气度

板块	景气度指标
运营商	加速向上
光模块	稳健向上
服务器	稳健向上
交换机	稳健向上
连接器	稳健向上
IDC	加速向上
物联网	加速向上
液冷	高景气维持

来源: 国金证券研究所

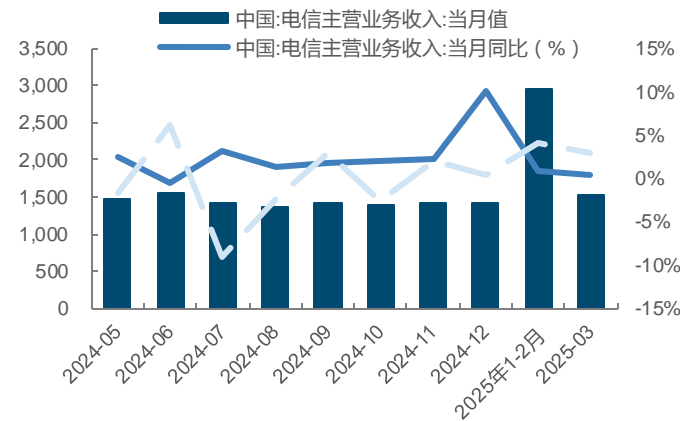
二、核心数据更新

运营商: 运营商数据维持稳健增长

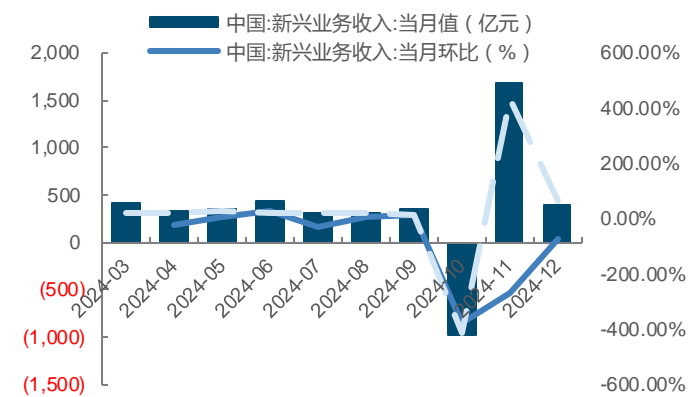
2025 年一季度, 三家运营商电信主营业务收入累计完成 4469 亿元, 同比增长 0.7%。三家基础电信企业积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务, 2024 年 12 月共完成业务收入 396 亿元, 同比增长 66.39%, 占环比增长 7.32%。



图表4: 2025年3月电信主营业务收入同比增长0.33%



图表5: 2024年12月新兴业务收入同比增长66.39%

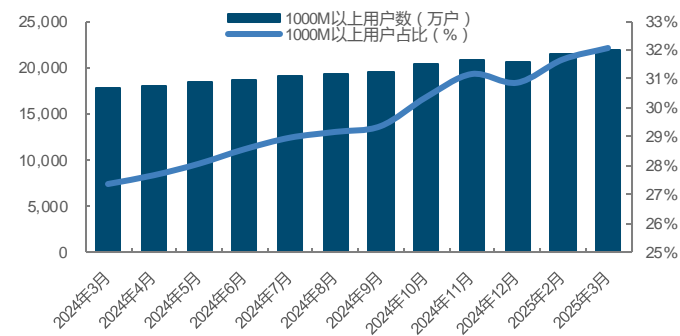


来源: wind, 国金证券研究所

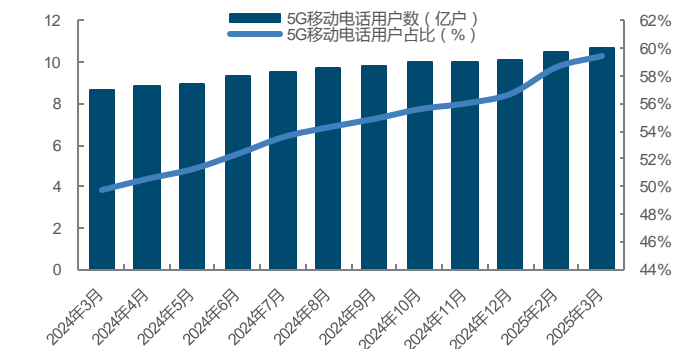
来源: wind, 国金证券研究所

截至2025年3月,固定宽带接入用户规模达到6.78亿户,其中千兆用户达2.18亿户,在固定宽带接入用户中占比达到32.1%,较上年末提高1.2个百分点。截至3月末,我国移动电话用户规模达18亿户。其中,5G移动电话用户数达10.68亿户,在移动电话用户中占比59.4%。

图表6: 千兆用户占比超三成



图表7: 截至3月末5G用户占比近六成

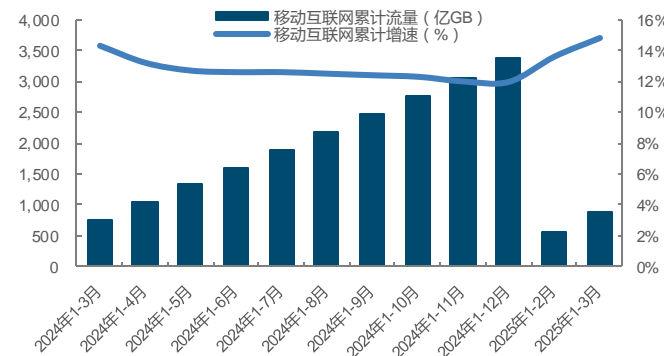


来源: 工信部, 国金证券研究所

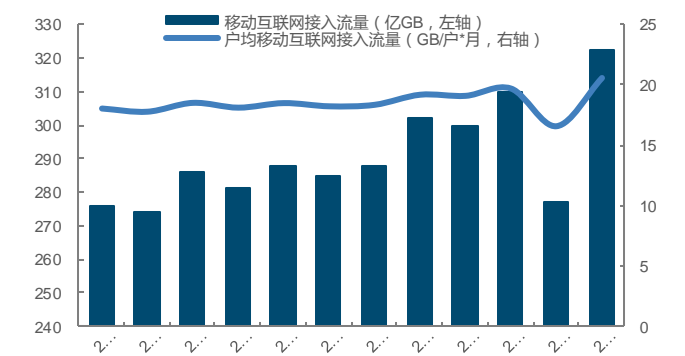
来源: 工信部, 国金证券研究所

2025年一季度,移动互联网累计流量达876.5亿GB,同比增长14.8%。截至3月末,移动互联网用户数达15.77亿户,比上年末净增675.9万户。3月当月户均移动互联网月均流量(DOU)达20.56GB/户·月。

图表8: 1-3月移动互联网累计流量同比增长14.8%



图表9: 3月当月DOU达20.56GB/户·月



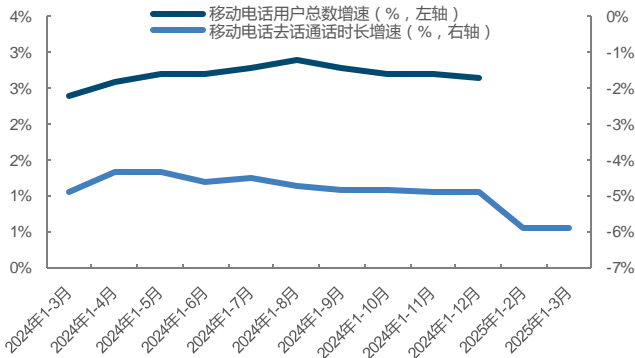
来源: 工信部, 国金证券研究所

来源: 工信部, 国金证券研究所

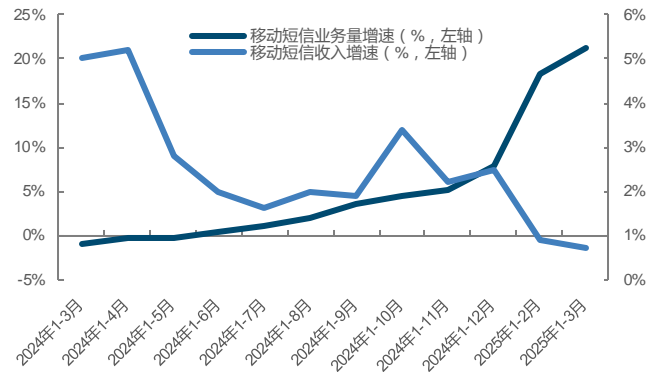
2025年一季度,移动电话去话通话时长完成4961亿分钟,同比下降5.9%;一季度全国移动短信业务量同比增长21.2%;移动短信业务收入同比增长0.7%。



图表10: 电话通话量持续下滑



图表11: 移动短信业务收入小幅增长

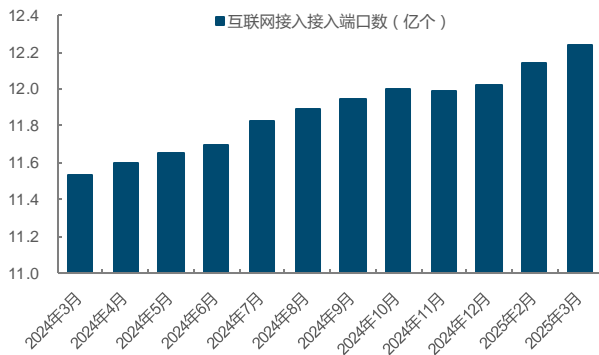


来源: 工信部, 国金证券研究所

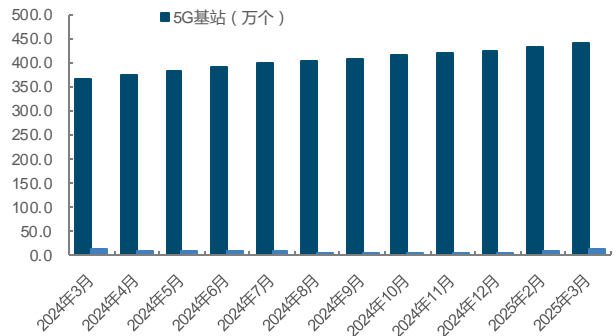
来源: 工信部, 国金证券研究所

截至 2025 年 3 月末, 全国互联网宽带接入端口数量达 12.24 亿个, 比上年末净增 2191 万个。其中, 光纤接入 (FTTH/O) 端口达到 11.8 亿个, 比上年末净增 2085 万个, 占互联网宽带接入端口的 96.5%。截至 3 月末, 具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 2925 万个, 比上年净增 104.9 万个。截至 3 月末, 我国 5G 基站数达 439.5 万个, 占移动电话基站数比重达 34.4%, 较上年末提高 0.8 个百分点。

图表12: 千兆光纤宽带网络建设稳步推进



图表13: 5G 网络建设持续推进

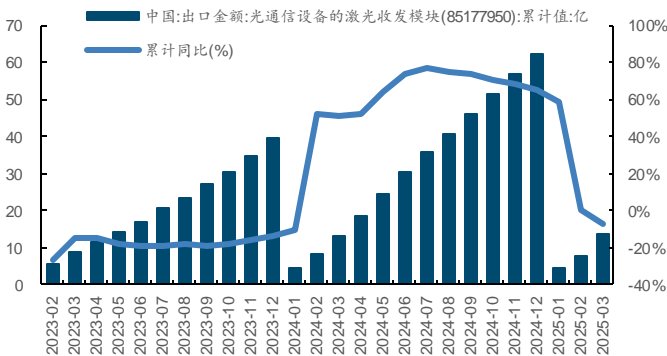


来源: 工信部, 国金证券研究所

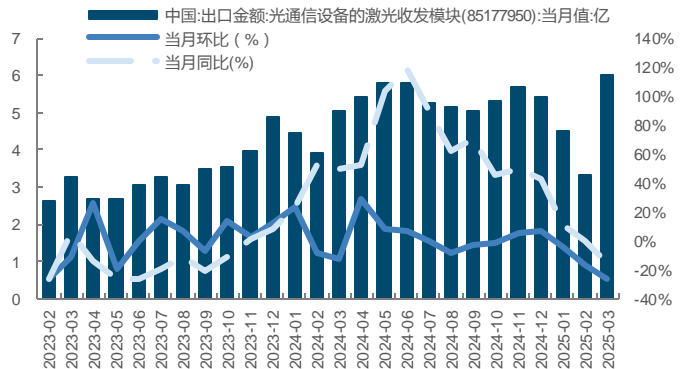
来源: 工信部, 国金证券研究所

光模块数据: 2025 年 1-3 月我国光模块出口数据有所增长, 3 月当月同比增长 19.60%; 1-3 月累计同比增长 3.18%。2025 年海外云厂商需求预计将持续旺盛, 国产厂商有望拿到更多份额。

图表14: 1-3 月光模块出口金额同比增长 3.18%



图表15: 3 月光模块出口金额同比增长 19.60%



来源: wind, 国金证券研究所

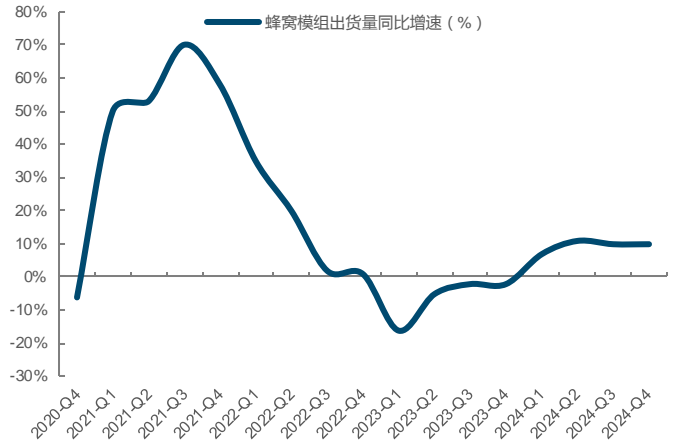
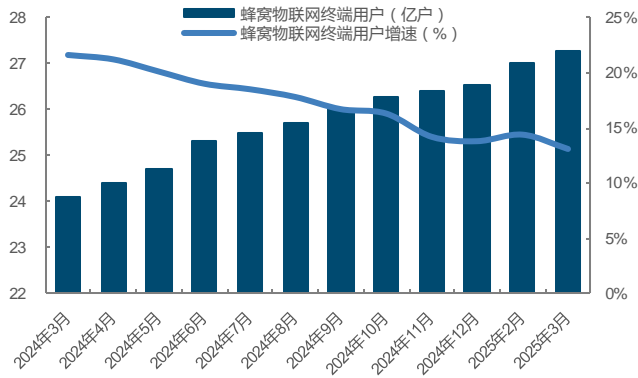
来源: wind, 国金证券研究所

物联网数据: 截至 2025 年 3 月末, 我国移动物联网 (蜂窝) 终端用户数达 27.28 亿户, 同比增长 13.2%, 本年净增 7218 万户。物联网行业需求正在缓慢恢复, 2023 年全年蜂窝模组出货量同比下降 2%, 但 24 年 Q4 出货量已恢复增长, 同比提升 10%。预计 2025 年在 AI 发展对边缘端算力需求带动下, 物联网模组出货量将继续增长。



图表16: 截至2月末蜂窝物联网终端用户数同比增长14.5%

图表17: 2024年Q4物联网模组出货量同比增长10%



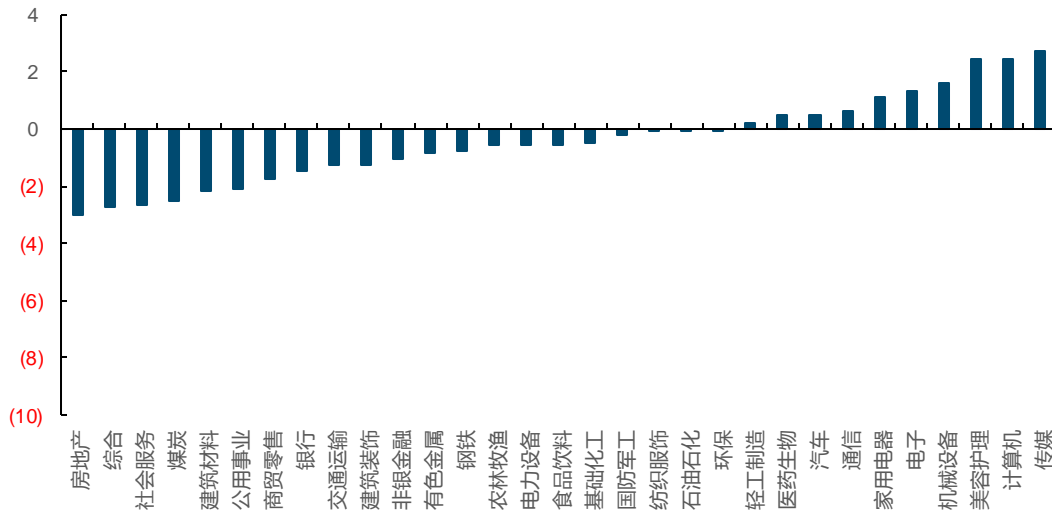
来源: 工信部, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券数字未来实验室, 国金证券研究所

三、本周行情

回顾本周行情, 参考申万一级行业划分, 通信板块涨跌幅为0.59%, 排名全行业第25。

图表18: 板块周涨跌幅排序 (%)

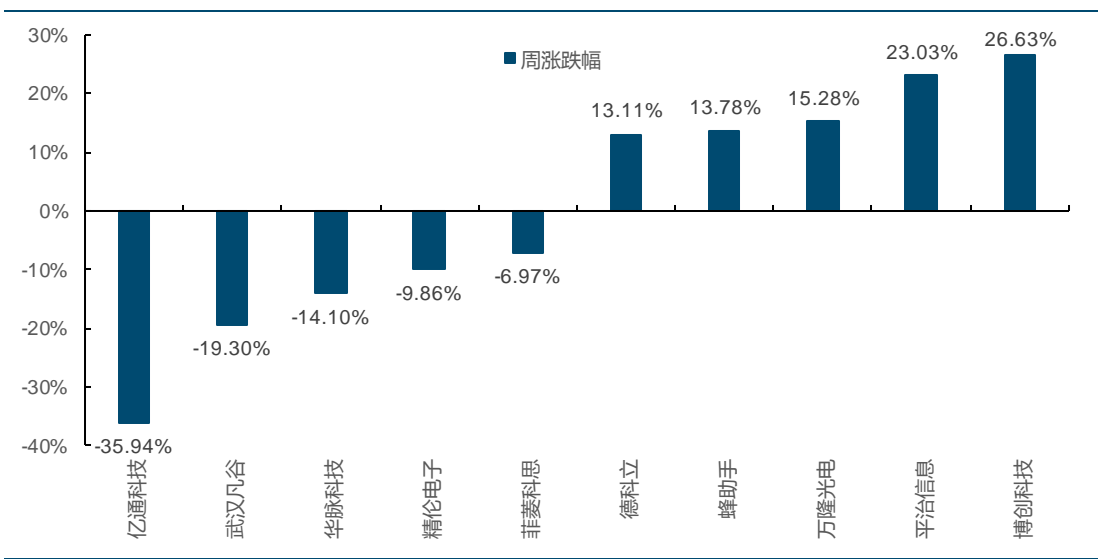


来源: wind, 国金证券研究所

从个股情况来看, 本周博创科技、平治信息、万隆光电、蜂助手、德科立为通信(申万)涨幅前五大公司, 涨跌幅分别为26.63%、23.03%、15.28%、13.78%、13.11%。通信(申万)跌幅前五为亿通科技、武汉凡谷、华脉科技、精伦电子、菲菱科思, 涨跌幅分别为-35.94%、-19.30%、-14.10%、-9.86%、-6.97%。



图表19: 通信板块个股周涨跌幅 (剔除*ST公司)



来源: wind, 国金证券研究所

四、本周重要新闻

4.1 行业新闻

中国信息通信研究院联合中国移动、中国电信、中国联通和华为等产业伙伴,在“2025年·云网智联”大会“网络大模型及其应用”分论坛上共同启动“网络运维管理智能体先锋行动”的子项目-“IP自智网络配置变更智能体先锋行动”,旨在融合数字孪生、配置仿真等技术,解决传统网络配置变更场景人为引入风险等问题,构建更智能可靠的网络基础设施,推进IP网络L4高阶自智实践,助力ICT行业的智能化转型。

在生态大会上,中国移动发布“九天”人工智能基座升级、首批信息消费新三样”产品、AI能力联合舰队三项重磅成果,立足“供给者、汇聚者、运营者”定位,全面实施“AI+”行动计划,联合产业各方,共建产学研用协同创新体系,共促人工智能焕“新”向“实”,赋能经济社会数智化转型。

中国电信携手行业伙伴发布星辰行业Agent平台。该平台融合MCP、Agent·to·Agent、智能化工作流编排和多模态融合等技术矩阵,以算法即插即用、自定义知识库、智能体自主进化三大引擎驱动,实现“智能体即生产力”和“多智能体协作”的技术变革,打造个性化、场景化全智能解决方案,赋能千行百业。此外,中国电信发布了《政企行业Agent研究报告》与《工业虚拟化云桌面技术规范》。

据央视新闻报道,我国今年以来持续加强人工智能基础研究,同时突出应用导向,新技术正不断向具体应用场景纵深渗透,目前已形成覆盖基础层、框架层、模型层、应用层的完整人工智能产业体系。

IDC最新发布的《中国模型即服务(MaaS)及AI大模型解决方案市场追踪,2024H2》报告显示,2024年中国MaaS市场呈现爆发式增长,全年规模达7.1亿元人民币。展望2024-2029年,该市场将以66.1%的年均复合增长率高速扩容,预计2029年市场规模将达到90亿元人民币。AI大模型解决方案市场同样保持高位增长态势。2024年全年市场规模达34.9亿元人民币,同比增长126.4%,预计2029年整体规模达306亿元人民币。2024H1中国MaaS及AI大模型解决方案市场,百度均排名第一。

在第二届全球低空经济论坛春季会上,中国低空经济联盟理事长罗军发布《低空经济发展趋势报告》。据悉,论坛上罗军表示,未来低空经济的六大趋势分别为:千米以下空域管理将下放到地方、低空经济将推动通用航空增长、空中交通指挥平台一张网、无人机产业将加快转型升级、eVTOL将进入千家万户、应用场景先从物流快递开始普及。到2030年,我国将至少诞生100多家eVTOL生产企业和研发企业,行业将迎来爆发期。

4.2 公司新闻

工业富联:

工业富联发布2024年报和2025年一季报。2024年实现营收6091亿元,同比增长27.88%;归母净利润232亿元,同比增长10.34%,营收净利均创历史新高。公司云计算板块实现营收3193.77亿元,同比增长64.37%,占公司整体营收首次超过五成,成为公司第一大板块。第一季度,工业富联营收达1604.15亿元,同比增长35.16%,归属于上市公司股东的净利润52.31亿元,同比增长24.99%,充分体现公司强劲的增长动能,和面对复杂多变外部环境的发展韧性。

紫光股份:



紫光股份发布 2024 年报和 2025 年一季报。公司通过“AI in ALL”与“AI for ALL”双轮驱动，2024 年实现营业收入 790.24 亿元，同比增长 2.22%；2025 年一季度，实现营业收入 207.90 亿元，同比增长 22.25%，呈现良好增长态势。控股子公司新华三 2024 年实现营业收入 550.74 亿元，同比增长 6.04%。新华三国内政企业务收入达到 442.39 亿元，同比增长 10.96%；海外业务收入达到 29.16 亿元，同比增长 32.44%，其中 H3C 海外自主渠道业务收入达到 9.59 亿元，同比增长 69.35%。

锐捷网络：

锐捷网络披露 2025 年一季报。2025 年第一季度营业收入为 25.36 亿元，同比增长 18.14%（调整后）；归属于上市公司股东的净利润为 1.07 亿元，同比增长 4543.67%（调整后）。报告期内，互联网客户数据中心交换机产品订单加速交付带动收入增长，同时，通过持续推进管理改善和效率提升工作在费用管控层面有所成效，共同推动净利润增长。

共进股份：

共进股份发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 83.76 亿元；归母净利润有所波动，主要受综合毛利下降、期间费用率增加、房产类资产减值损失及公允价值变动损失增加等多个因素影响。值得注意的是，2025 年一季度，公司实现营业收入 20.51 亿元，同比增长 6.75%；受益于营收增长、期间费用率下降，归母净利润同比大幅增长 267.63%，达 2229.90 万元。

4.3 海内外大厂重点跟踪

字节跳动：

今年一季度，腾讯向字节跳动购买了价值约 20 亿元的 GPU 算力资源，这批资源以英伟达 H20 卡和服务器为主，腾讯元宝目前的更新主要使用来自字节的卡。

DeepSeek：

DeepSeek 今日于 AI 开源社区 Hugging Face 上发布了一个名为 DeepSeek-Prover-V2-671B 的新模型。DeepSeek-Prover-V2-671B 使用了更高效的 safetensors 文件格式，并支持多种计算精度，方便模型更快、更省资源地训练和部署，参数达 6710 亿，或为去年发布的 Prover-V1.5 数学模型升级版本。在模型架构上，该模型使用了 DeepSeek-V3 架构，采用 MoE（混合专家）模式，具有 61 层 Transformer 层，7168 维隐藏层。同时支持超长上下文，最大位置嵌入达 16.38 万，使其能处理复杂的数学证明，并且采用了 FP8 量化，可通过量化技术减小模型大小，提高推理效率。

阿里巴巴：

阿里巴巴通义千问发布新版 Qwen3 系列模型包括 2 个 MoE 模型和 6 个 dense 模型，参数量从 0.6B 到 235B 仅为 DeepSeek-R1 的 1/3，成本大幅下降，性能全面超越 R1、OpenAI-o1 等全球顶尖模型，登顶全球最强开源模型。Qwen3 是国内首个“混合推理模型”，“快思考”与“慢思考”集成进同一个模型，对简单需求可低算力“秒回”答案，对复杂问题可多步骤“深度思考”，大大节省算力消耗。

小米：

4 月 30 日，小米推出专注推理能力的开源大模型 MiMo，仅用 7B 参数规模在数学推理和代码竞赛测评中超越 OpenAI 的闭源模型 o1-mini 以及阿里 32B 规模的 QwQ。据小米介绍，Xiaomi MiMo 诞生之初探索的核心问题就是激发模型推理潜能，这款模型联动预训练到后训练，全面提升推理能力。国内外 AI 竞争日趋白热化，本周阿里前脚发布 Qwen3，马斯克后脚就官宣 Grok 3.5。而据此前媒体报道，小米正在建设万卡 GPU 集群，并引入顶尖 AI 人才，显示出对大模型领域的全面投入。

OpenAI：

当地时间周一，人工智能公司 OpenAI 宣布，正在更新网络搜索工具 ChatGPT Search，以改善用户的在线购物体验。当 ChatGPT 用户搜索商品时聊天机器人现在会提供一些推荐商品，展示这些商品的图片和评论，并附上链接，用户可以通过这些链接直接购买商品。随着时间的推移，OpenAI 正在将 ChatGPT 打造为一种“全能型应用”，它既提供搜索引擎，又有语音助手和视频生成的功能，期望在竞争中保持优势。此前，人工智能搜索初创公司 Perplexity AI 已经上线了购物功能。

谷歌：

美国司法部近日要求联邦法官拆分谷歌的广告科技运营业务，旨在打击其在数字广告市场的垄断行为。同时，司法部希望谷歌与竞争对手共享广告数据，以促进市场公平竞争。此举被视为美国政府加强科技巨头监管的重要一步。

微软：

微软公布 2025 财年第三财季业绩，云业务再超预期，开始优化 AI 投资。营收达 701 亿美元，同比增长 13%，净利润 258 亿美元，同比增长 18%，云业务依然是增长核心。商业云收入 424 亿美元，智能云收入 267.5 亿美元，其中 Azure 收入增长 33%，AI 服务贡献了 Azure 增长中的 16 个百分点，略高于市场预期。虽然 AI 驱动作用突出，但本季度业绩超出预期的主要部分实际上来自传统非 AI 云服务的强劲销售，传统云服务持续为公司提供坚实支撑。生产力与业务流程部门（含 Office、LinkedIn）收入也超预期。



公司持续高额资本支出以支持 AI 和云扩展，2025 财年计划投入 800 亿美元，但近期开始优化投资节奏，放缓部分早期项目，并调整与 OpenAI 等 AI 伙伴的合作关系。尽管面临关税和设备库存压力，市场对微软云和 AI 前景充满信心，财报发布后公司股价大涨近 8%。

Meta:

Meta 公布的第一季度财报数据提振了全球对 AI 技术的商业信心。在 2025 年第一季度实现营收 423.1 亿美元（同比+16%）和净利润 166.4 亿美元（同比+35%），核心广告业务展现强劲韧性：广告展示量增长 5%、单价提升 10%，日活用户达 34.3 亿（同比+6%），新平台 Threads 月活突破 3.5 亿并全面开放广告投放。尽管面临亚洲电商广告支出放缓的潜在风险（部分受关税影响），但 AI 技术深度驱动业务增长——推荐系统使 Facebook/Instagram 用户使用时长分别提升 7%/6%，Reels 广告转化率提高 5%，Meta AI 月活接近 10 亿。

公司战略聚焦 AI 长期布局，将全年资本支出上调至 640-720 亿美元（原指引 600-650 亿），主要是为了支持人工智能（AI）计划而增加的数据中心投资，以及基础设施硬件预期成本的上升。公司明确 AI 五大长期投资方向，包括广告改进、内容和产品体验优化、商业消息服务、AI 助手及智能穿戴设备，持续推进 AI 赋能与业务创新，为长期增长提供支持。

亚马逊:

科技巨头亚马逊第一季度营收 1557 亿美元，超出市场预期的 1549.2 亿美元，高于去年同期的 1433.1 亿美元；第一季度经营利润 184 亿美元，超出预估的 175.1 亿美元。细分来看，一季度亚马逊云服务平台 AWS 净销售额为 293 亿美元，市场预期为 294.1 亿美元；一季度 AWS 剔除汇率因素后净销售增长 17%，分析师预期增长 17.2%。这是 AWS 业务连续第三个季度逊于预期，两年来首次环比下降。值得一提的是，在线广告收入同比增长 19%，超出分析师预期。公司本季度 Capex 高达 260 亿美元，持续重投 AI 和基础设施。

亚马逊提供的营业利润指引逊色。公司预计第二季度营业利润为 130 亿美元至 175 亿美元，分析师预期 178.2 亿美元。并且公司指出该指引中并未纳入 4 月之后任何实行关税的影响，若关税落地导致消费需求下降，实际业绩或弱于当前预期。

风险提示

- 1、AI 商业价值不及预期的风险：目前 AI 市场应用仍处于初级阶段，盈利模式仍需探索，市场尚未成熟。若商业模式无法持续发展新客户，需求大幅减弱，或市场接受度偏低，可能对营业收入造成较大负面影响，损害相关公司的盈利能力及产品或服务的商业价值。
- 2、技术发展速度不及预期的风险：目前 AI 模型的使用仍受限于诸多因素，在特定领域无法达到预期的提高生产力效果。该领域目前仍面临较大的技术挑战，包括模型训练效果不稳定、算法不成熟等问题。若技术落地不及预期，可能影响 AI 的应用领域和运行效率，造成较大的投资损失。
- 3、供应链集中度过高的风险：AI 行业基础设施建设目前高度依赖某几家核心供应商，极易受到相关供应商供应短缺的影响。此外在训练方面，AI 技术依赖于大量优质数据的输入。不可靠、低质量的数据来源会一定程度上影响 AI 模型训练的性能，同时提高训练过程中的不可控成本。
- 4、行业监管加剧的风险：目前生成式 AI 工具仍存在法律、伦理、安全风险。AI 生成内容的产权问题仍存在较大争议。各国可能针对 AI 的使用及 AI 生成内容进行更严格的监管及抵制，影响投资预期，并阻碍 AI 技术在产业上进一步落地。公司面临法律诉讼和声誉受损等负面影响风险。
- 5、市场竞争加剧的风险：在如今巨头科技公司加大 AI 投入，大量创业公司涌入竞争的大环境下，技术的迅速迭代及新算法的涌现可能使得公司技术迅速落后竞争对手，影响相关公司的市场份额和投资回报的稳定性。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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