

市场研究部

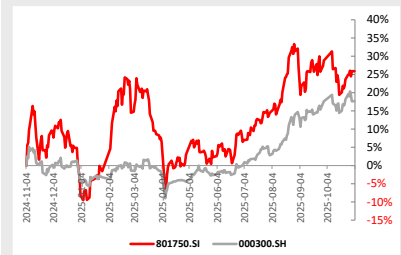
2025 年 11 月 3 日

AI 算力博弈

看好

市场表现截至

2025.10.31



数据来源: Wind, 国新证券整理

事件

2025 年第三季度, 全球 AI 算力需求进入加速扩张期, 科技巨头财报继续验证了这一趋势。

核心观点

美国已形成“云服务需求-芯片供给-场景驱动”的协同体系: 微软 Azure 与谷歌云的 AI 贡献显著, 英伟达数据中心收入激增, Meta 与微软通过广告和企业服务推动算力落地。中国则依托政策与市场优势, 在云服务与芯片国产化领域积极布局。

资本开支方面, 微软、Alphabet、Meta 均保持高强度投入。算力投入与业务增长强相关, Azure 中 AI 服务贡献突出, Alphabet 云业务未履行合同额大幅增长, 显示需求持续旺盛。然而, 供需失衡成为全球挑战, 英伟达高端芯片供不应求。国内外厂商均面临成本上升压力。

生态演进呈现差异化路径。美国厂商构建技术闭环, 微软以“Azure + Copilot”扩大商业覆盖, 谷歌强化 TPU 与软件协同。中国厂商则深耕产业数字化, 阿里云、华为云、腾讯云聚焦工业、政务等垂直场景。芯片领域, 英伟达凭借 Blackwell 架构保持领先, 国内华为昇腾、寒武纪等加速追赶, 但在算力密度与软件生态上仍有差距。应用层面, 美国由消费端驱动, 中国则以产业落地为重。

行业面临供应链紧张、成本压力和地缘风险三重挑战。未来美国聚焦于芯片架构创新与绿色算力, 中国则持续推进“东数西算”与国产化替代。全球算力竞争正从规模扩张转向“技术-成本-场景”的综合较量, 具备全链整合与本地化能力的企业将更具优势。

投资线索

投资布局可聚焦于三大核心层次。核心攻坚层瞄准高端计算芯片等关键环节的自主可控, 致力于突破基础软硬件瓶颈。生态扩展层覆盖光模块等关键部件, 其发展深度绑定于国产算力生态的整体成熟度。基础设施与服务层则对应算力中心的建设与运营, 增长确定性较高。建议重点关注那些业绩确定性强、技术壁垒高的头部企业。

风险提示

1、政策落地不及预期; 2、技术发展不及预期; 3、市场竞争加剧。

分析师: 钟哲元

登记编码: S1490523030001

邮箱: zhongzheyuan@crsec.com.cn

证券研究报告

目录

一、中美双极的算力竞争.....	3
二、资本开支与供需矛盾.....	3
三、生态的差异化演进.....	3
四、算力产业的突破方向.....	4
五、二元格局下的算力竞争新范式.....	4
六、投资线索.....	4
七、风险提示.....	5

一、中美双极的算力竞争

2025 年 Q3 全球 AI 算力需求进入加速扩张期，从产业链维度看，美国形成“云服务需求方—芯片供给方—场景驱动方”的协同体系：微软 Azure、谷歌云作为核心需求方，AI 分别贡献云服务增长 40% 和 34% 的增速；英伟达占据全球 AI 芯片市场主导地位，数据中心收入激增 112% 至 308 亿美元；Meta、微软则通过广告推荐、企业 AI 服务等场景拉动算力落地。国内企业依托政策支持与本土市场优势，在云服务、芯片国产化等领域加速布局，形成全球算力竞争的二元格局。

二、资本开支与供需矛盾

中美头部企业资本开支均呈现高强度投入特征。美国方面，微软、Alphabet（谷歌）、Meta 在 2025 年 Q3 资本开支分别达到 349 亿美元（同比+74.5%）、240 亿美元（同比+83%）、194 亿美元（同比+110.5%），Meta 将全年资本开支指引上调至 700 - 720 亿美元，增量主要投向 AI 基础设施与算力资源。国内阿里云、华为云资本开支保持较高增速，百度智能云 AI 相关投入持续扩大。算力投入与业务转化呈现强关联性，微软 Azure（40% 增长）中 AI 服务贡献显著，Alphabet 云业务未履行合同额达 155 亿美元（环比+46%），显示需求持续旺盛。

供需失衡成为全球共性挑战。英伟达高端芯片供不应求，微软 CFO 在财报电话会中明确算力短缺将持续至 2026 年。国内虽加速产能布局，华为昇腾等芯片产能逐步提升，但 HBM 内存等关键环节国产化率仍偏低，制约整体供给能力。从成本端看，中美云厂商均面临边际成本上升压力，微软云毛利率有所波动，国内云厂商毛利率整体保持稳定，略低于美国同业但仍在行业合理区间。

三、生态的差异化演进

云服务：美国生态闭环 vs 中国场景深耕

美国云厂商通过技术闭环构建壁垒：微软以“Azure + Copilot”模式实现商业用户覆盖扩大，GitHub Copilot 用户超 2600 万；谷歌推出新一代 TPU 芯片并扩大开源模型支持，构建“芯片—软件—生态”协同；AWS 依托自研芯片扩大智算集群规模，持续优化算力成本。国内厂商则聚焦产业数字化场景：阿里云为制造业企业提供 AI 算力支持，工业大模型调用量显著增长；华为云联合多方部署边缘节点，政务云市场份额稳步提升；腾讯云通过“大模型+行业场景”推动解决方案收入增长。

芯片硬件：美国技术领先 vs 中国国产替代

英伟达在高端 AI 芯片领域保持技术领先，Blackwell 架构性能显著提升，2026

年出货预期强劲。国内企业加速突破：华为昇腾芯片在部分测试中表现突出；寒武纪、海光等国产芯片在边缘计算、超算等领域实现批量应用。但整体来看，国内 AI 芯片在算力密度、软件生态方面仍与国际领先水平存在一定差距。

场景应用：美国消费驱动 vs 中国产业落地

Meta 与微软代表美国场景驱动模式：前者 AI 广告工具年化收入超 600 亿美元，显著提升投放效率；后者 Copilot 系列月活用户达 9 亿，企业服务订单规模持续扩大。国内字节跳动、理想汽车等形成差异化路径：字节跳动 AI 推荐引擎拉动物户活跃度，短视频等相关算力需求快速增长；理想汽车自建智算中心支持自动驾驶研发，数据规模持续扩大。

四、算力产业的突破方向

当前行业面临三重挑战：一是供应链约束，全球 HBM（尤其是最新的 HBM3E）处于严重的供不应求状态，国内 12 英寸晶圆代工产能紧张；二是成本压力，中美头部企业 AI 基建投资回收期均延长至 3-4 年；三是地缘风险，芯片出口管制导致全球算力资源配置效率下降。未来美国将聚焦芯片架构创新（如英伟达 Rubin 架构、谷歌 TPU v5p）与绿色算力（比如亚马逊 170MW 太阳能电站），国内则重点推进“东数西算”工程（已有集群的扩容、骨干直连网络的优化、以及一批重点项目的开工建设或竣工上）与国产化替代（2026 年昇腾芯片产能目标提升至 500 万颗/年）。

投资机会呈现结构性特征：硬件端关注英伟达、华为昇腾等芯片产业链；服务端看好具备规模化交付能力的云平台企业；场景端可布局自动驾驶、工业 AI 等落地较快的领域。IDC 预计 2023 年至 2027 年，全球 AI 算力需求的年复合增长率（CAGR）约为 25%-30%，全球算力基建市场规模有望保持较高增速，中美竞争推动行业技术持续迭代。

五、二元格局下的算力竞争新范式

2025 年美国产业巨头 Q3 财报数据表明，AI 算力已成为科技产业的核心生产要素。美国凭借技术垄断与生态优势占据高端市场主导地位，国内则依托政策红利与本土场景实现快速追赶，形成“美国定义技术标准、中国创新应用模式”的二元格局。未来 1-2 年，全球算力竞争将从单纯的规模扩张转向“技术突破+成本控制+场景适配”的综合实力比拼，具备全产业链整合能力与本土化服务优势的企业将在竞争中脱颖而出。

六、投资线索

结合国内算力产业发展节奏与企业竞争力，可以聚焦于核心攻坚、生态扩展与基础设施三大层次。核心攻坚层直指高端计算芯片等自主可控关键环节，比如寒武纪、海光信息等，着力突破基础软硬件瓶颈；生态扩展层涵盖光模块等关键部件，比如中际旭创、亨通光电等，伴随算力生态成熟而快速发展；基础设施与服务层则对应算力中心的建设与运营，比如浪潮信息等。需注意行业短期估值波动与产能释放节奏，建议关注业绩确定性强、技术壁垒高的头部企业。

七、风险提示

- 1、政策落地不及预期；
- 2、技术发展不及预期；
- 3、市场竞争加剧。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

钟哲元，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。

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而直接或间接收到任何形式的补偿等。国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，以下简称本公司）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、建议等仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

国新证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层（100020）

传真：010-85556155 网址：www.crsec.com.cn