

人工智能行业专题： 2026Q2海外大厂CapEx和ROIC总结梳理

行业研究 · 行业专题

计算机 · 人工智能

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

联系人：侯睿

hourui3@guosen.com.cn

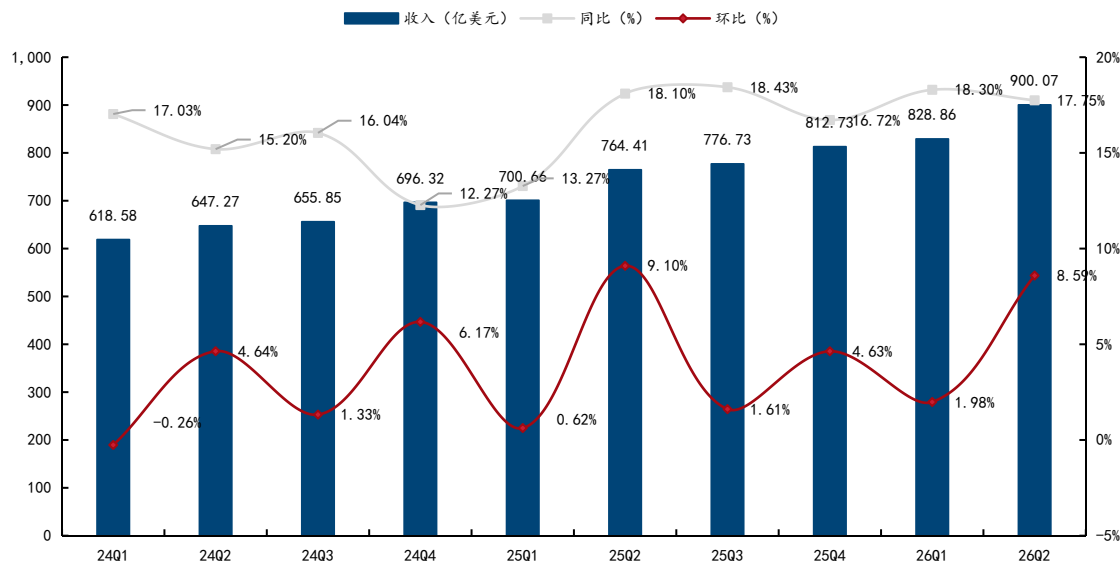
- **云厂商资本开支及业绩情况复盘。**回顾二季度微软、亚马逊、谷歌及Meta数据，云厂商资本开支维持高位，其中亚马逊、谷歌、Meta上调资本开支指引，微软由于会计准则调整小幅下降，但实质AI硬件采购没有收缩。除Meta外，各厂商收入利润普遍超预期，其中谷歌收入利润大超市场预期。
- **云收入及ROIC情况。**2026Q2，受AI、云服务等需求驱动以及Anthropic投资收益，亚马逊、谷歌净利润维持同环比增长，公司ROIC分别环比增长4.26、5.04个pct。扣除投资收益后，亚马逊、谷歌ROIC分别为3.43%、6.3%，分别环比下降2.40、5.99个pct，Meta ROIC环比下降4.36个pct，微软环比持平。2026Q2，微软、谷歌、亚马逊、Meta净利润整体快速增长，合计净利润同比增速同比、环比均大幅提升。
- **风险提示：**AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动。

- [01] 云厂商资本开支及业绩情况复盘
- [02] 云收入及ROIC情况
- [03] 风险提示

微软：营收净利均超预期，Azure预计进一步加速

- **FY26Q4（自然年26Q2）**微软实现总收入900亿美元（超一致预期的877.13亿美元），同比增长18%，按固定汇率增长17%；实现净利润357.66亿美元，同比增长31.33%，超一致预期的317.21亿美元；毛利润同比增长15%，营业利润同比增长18%。剔除OpenAI投资影响后，实现每股收益4.74美元，同比增长23%（超一致预期的4.24美元）公司整体毛利率为67.20%，同比下降2.01个pct，主要受收入结构向Azure倾斜、AI基础设施持续投入以及AI产品使用量增长影响。
- **生产力及业务流程：**FY26Q4收入378亿美元，同比增长14%。Microsoft365商业云收入按调整口径增长16%，报告口径增长14%；智能云FY26Q4收入393亿美元，同比增长32%，按固定汇率增长31%，大幅领先公司整体增速；Azure及其他云服务收入同比增长43%（超一致预期的40%），FY26收入超过1000亿美元，同比增长41%。更多个人计算FY26Q4收入129亿美元，同比下降4%，按固定汇率下降5%，主要受PC市场需求疲软及去年Windows10停止支持带来的高基数影响。

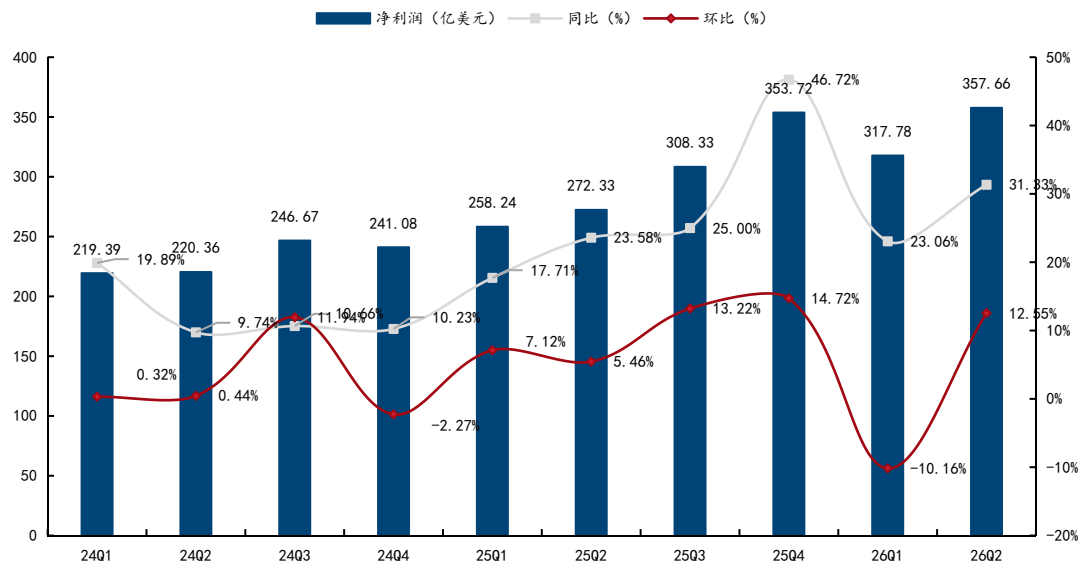
图：微软单季度收入情况



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：微软单季度净利润情况



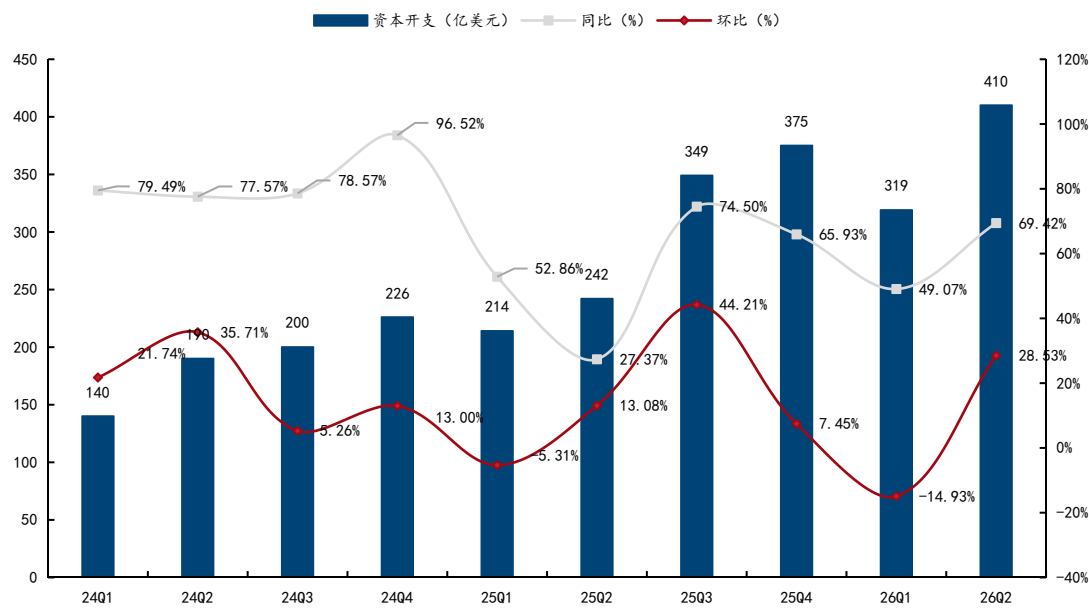
资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：26Q2资本开支维持高位，自由现金流仍为正

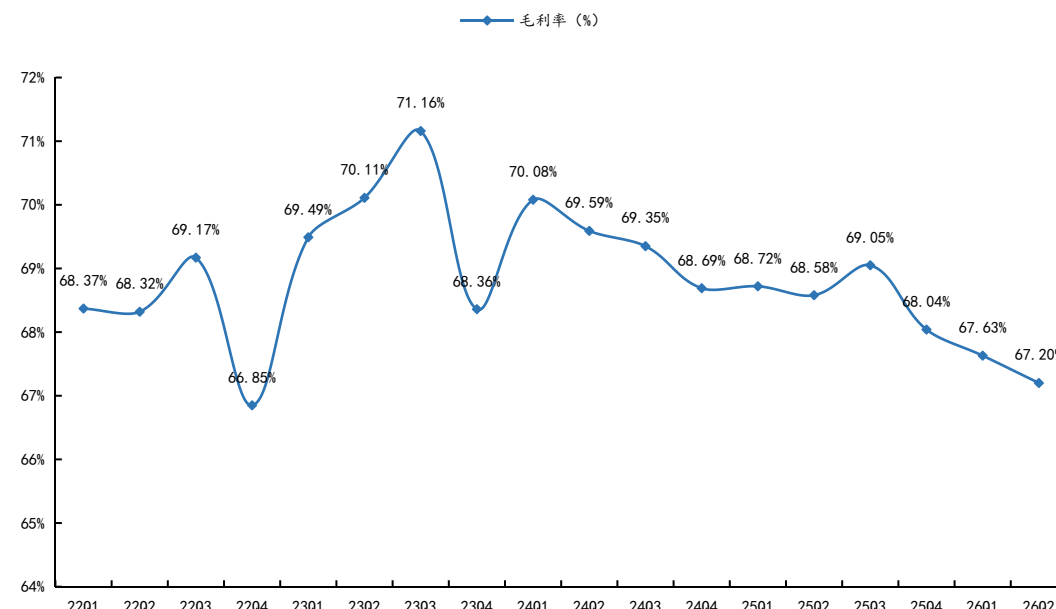
- **FY26Q4**资本开支为410亿美元（略低于一致预期的421亿美元），其中约三分之二用于CPU、GPU等短寿命资产，其余用于数据中心等长期资产；融资租赁为56亿美元，主要用于大型数据中心场址，现金资本开支为358亿美元。本季度经营现金流为554亿美元，同比增长30%，自由现金流为196亿美元。公司预计FY27Q1资本开支将超过500亿美元，FY27全年资本开支仍将同比增长。公司整体毛利率为67.20%，同比下降2.01个pct。
- **AI及其他业务亮点**：1) Microsoft365Copilot付费席位超过3000万个，单用户对话数量同比接近翻倍；2) GitHubCopilot用户达到5000万，实施按使用量计费后，Copilot收入环比增速超过60%；GitHub整体用户达到2.25亿；3) AzureAI Foundry客户达到10万家，收入同比增长超过一倍；4) Agent365推出仅两个月，已在数万家公司注册接近4000万个智能体。

图：微软资本开支（季度均为自然年季度，26Q1=微软FY26Q3，单位：亿美元）

图：微软整体毛利率持续下滑



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：分部门营业利润



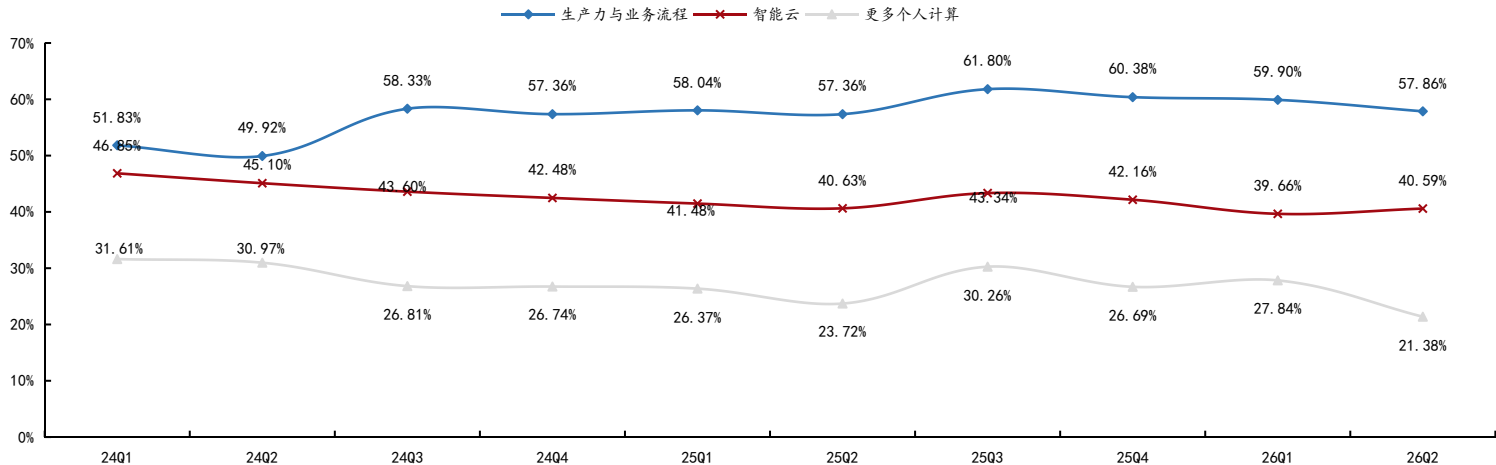
- 2026Q2（FY26Q4），生产力与业务流程部门收入同比增长14.3%（+14%cc），受Microsoft365Copilot使用量增加及持续效率提升影响，营业利润率从去年同期的57.36%提升至57.86%（+0.5pct），营业利润同比+15.3%；智能云部门收入同比增长31.6%（+31%cc），受销售结构向Azure倾斜及AI基础设施提前扩建影响，营业利润率从去年同期的40.63%微降至40.59%（-0.04pct），营业利润同比+31.4%；更多个人计算部门收入同比下降4.4%（-5%cc），受持续共同研发支出及Xbox业务资产减值费用影响，营业利润率从去年同期的23.72%降至21.38%（-2.34pct），营业利润同比-13.9%。

表：微软分部门利润情况（单位：百万美元）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
生产力与业务流程	10143	10143	16516	16885	17379	18993	20407	20599	20973	21900
智能云	12513	12859	10503	10851	11095	12140	13391	13873	13753	15955
更多个人计算	4925	4923	3533	3917	3526	3190	4163	3803	3672	2748
合计	27581	27925	30552	31653	32000	34323	37961	38275	38398	40603

资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软分部门利润率情况

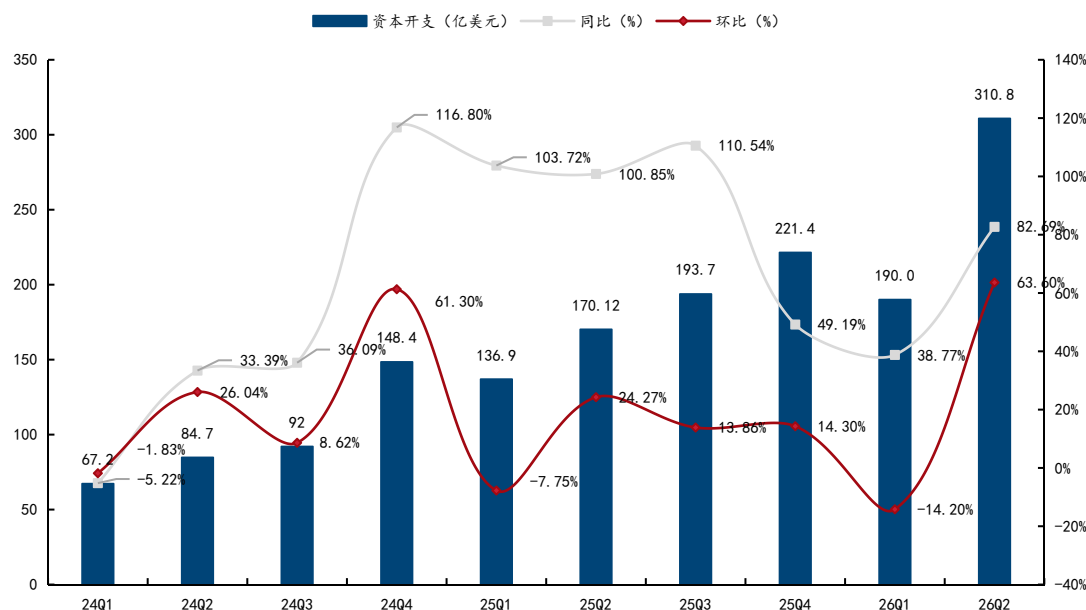


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

Meta：资本开支大幅增长，上调全年资本开支区间下限

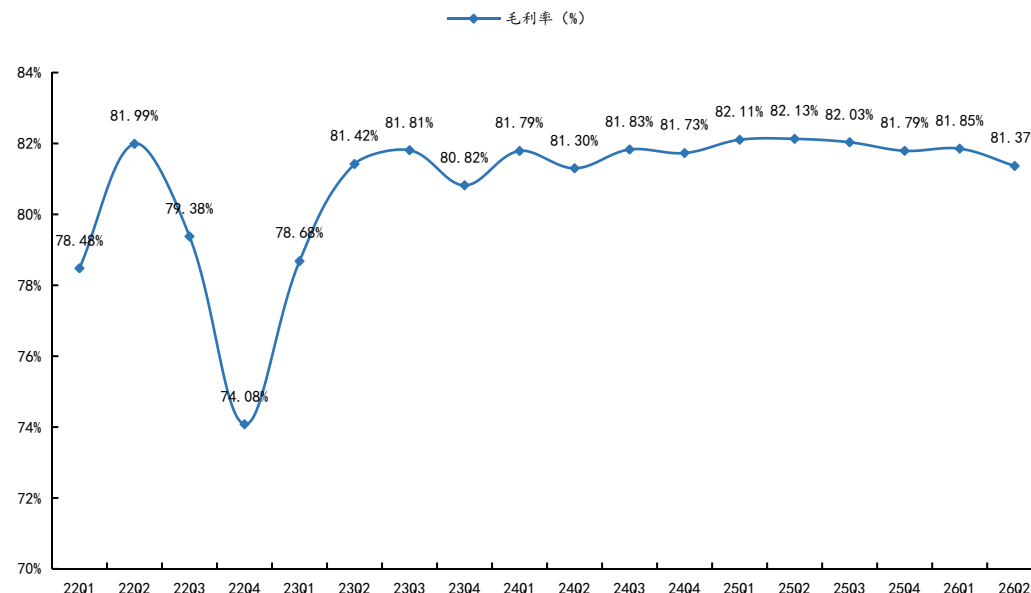
- 26Q2资本开支为310.8亿美元，同比+82.72%、环比+56.65%，低于预期（337.72亿美元）；#上调全年资本开支为1300-1450亿美元（前值为1250-1450亿美元）。公司认为2026、2027年产能最大化（确定性加大投入），并在2028年及以后持续增长给予一定灵活性。
- AI领域：1）正在开发全新的AI Agent（公司对Agent非常乐观），认为是下一阶段公司收入增长的基石；本季度将在WhatsApp和Messenger上推出Meta智能体；2）AI投入正在产生回报，广告业务增速高于同行；3）与BlackRock合作，在德州建设1GW数据中心，预计计算资源很大一部分用于训练Meta自己的模型；4）算力紧缺，近期收到算力出售报价非常好，同时购买新的算力资源，用于内部用途，产生更大价值。

图：Meta资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta整体毛利率情况

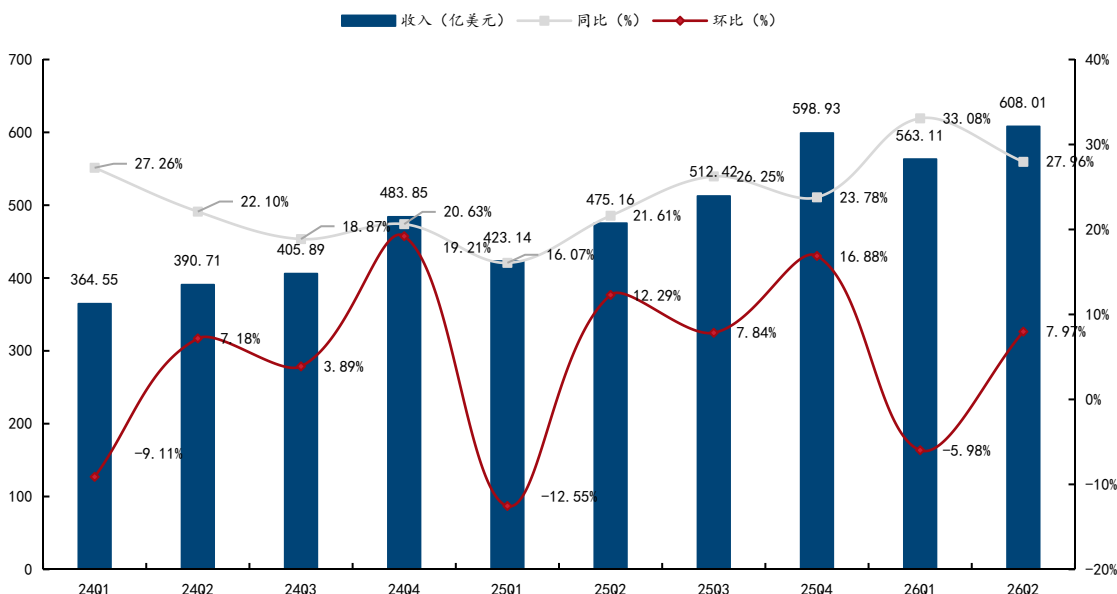


资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

Meta: Meta收入符合预期, EPS略低于预期

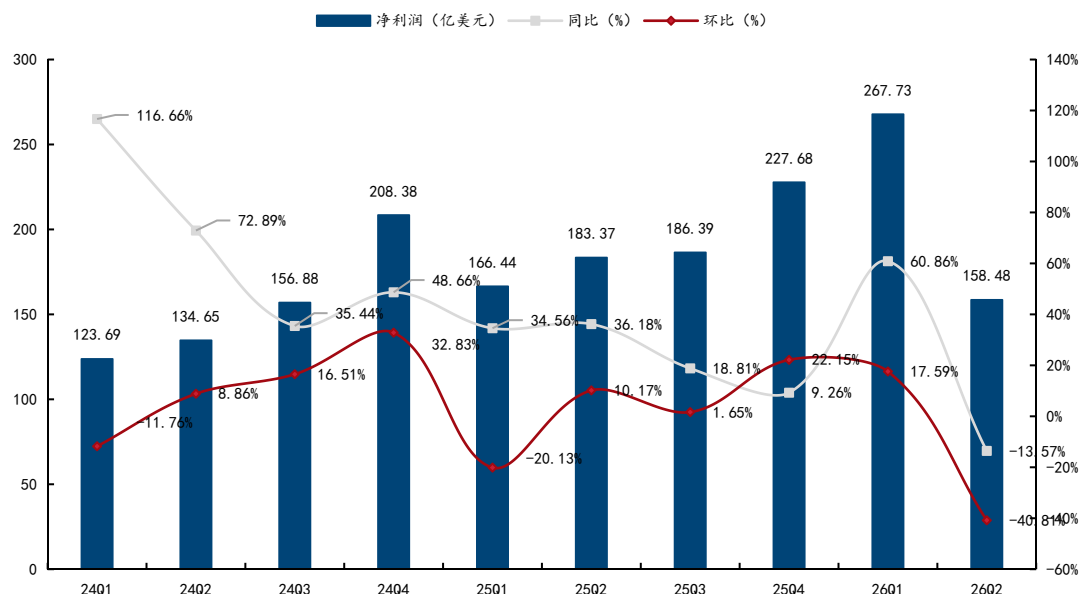
- 26Q2Meta收入符合预期, EPS略低于预期。26Q2Meta实现收入608.01亿美元, 同比+28%、环比+8%, 基本符合预期(602.73亿美元); 实现净利润158.48亿美元, 同比-41%、环比-14%, 低于市场预期(185.90亿美元); 实现EPS6.18美元, 同比-41%、环比-13%, 低于市场预期(7.21美元), 主要由于24亿美金诉讼费用、11.8亿美金遣散费等。业绩指引略低于市场预期, 维持全年营业利润高于2025年指引。公司指引26Q3收入610-640亿美元, 同比+19%-25%、环比+0.3%-5.3%, 中位数略低于市场预期(632.06亿美元); 同时, 维持全年OperatingIncome高于2025年指引不变。
- 分业务看, 广告业务: 26Q2 593.63亿美元, 同比+27%、环比+8%, 符合预期(590.70亿美元); 其他业务: 26Q2 10.07亿美元, 同比+73%、环比+14%, 超预期(8.63亿美元); 虚拟现实业务: 26Q2 4.31亿美元, 同比+16%、环比+7%, 符合预期(4.29亿美元)。

图: Meta单季度收入情况



资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

图: Meta单季度净利润情况



资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

Meta：分部门营业利润



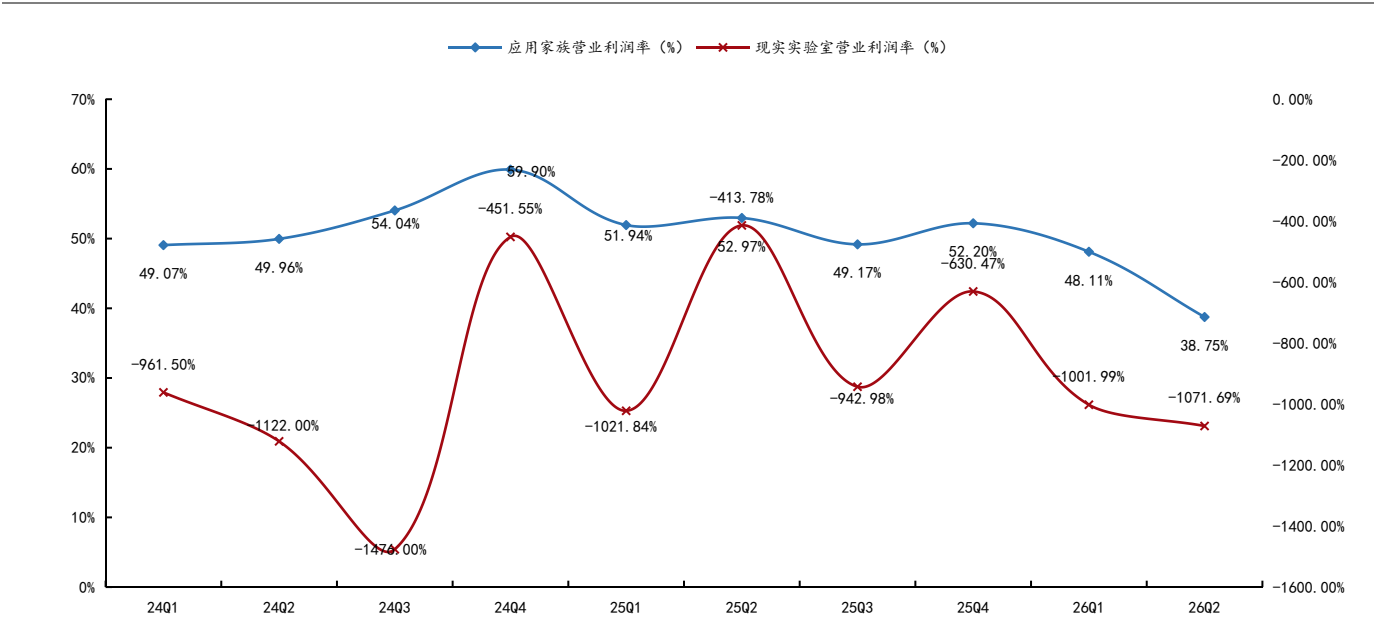
- 2026Q2，应用家族实现营业利润233.94亿美元，同比下降6.32%，公司总支出为420亿美元，同比增长55%，成本及费用的增长主要是受员工薪酬、基础设施成本、法律相关成本以及第三方AI Token成本增加的推动；现实实验室实现营业收入4.31亿美元，同比+16.49%，实现营业亏损46.19亿美元，该分部营收的增长得益于AI眼镜收入的强劲增长，但被Quest头显销量的下降所部分抵消。

表：Meta分部门利润情况（单位：百万美元）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
应用家族	17664	19335	21778	28332	21765	24971	24967	30766	26900	23394
现实实验室	-3846	-4488	-4428	-4967	-4210	-1531	-4432	-6021	-4028	-4619
合计	13818	14847	17350	23365	17555	23440	20535	24745	22872	18775

资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta分部门利润率情况

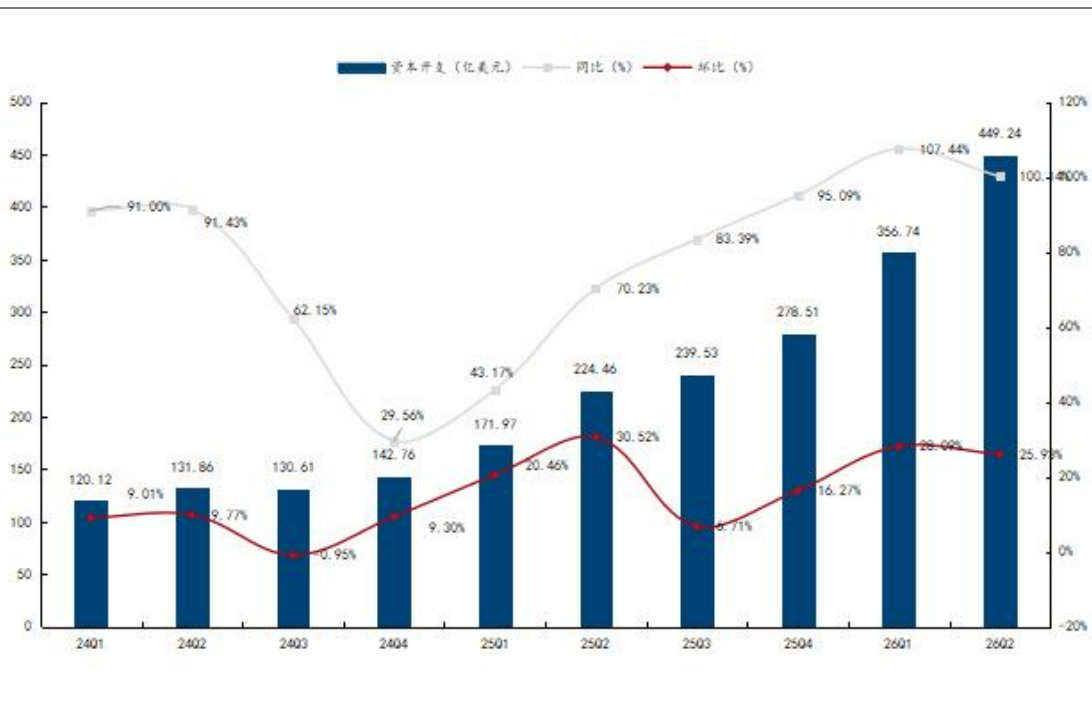


资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：资本开支满足市场预期，上调全年资本开支指引

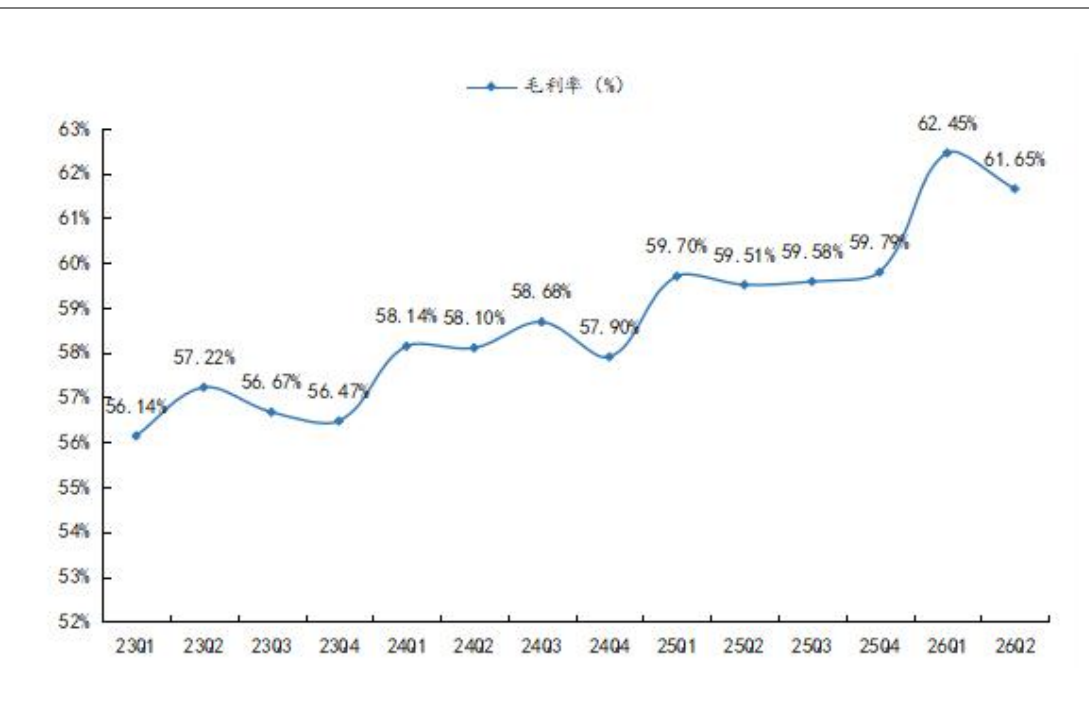
- 26Q2公司实现资本开支449.24亿美元，同比+100.1%、环比+25.9%，略超市场预期（443.81亿美元），绝大部分资本开支用于AI投资，其中约60%用于服务器，40%用于数据中心和网络设备。上调全年资本开支指引为1950-2050亿美元（前值为1800-1900亿美元），预计2027年资本开支仍将显著增加。运营现金流为首要资金来源，其次是扩大债务组合（暂时不考虑股权融资）。
- AI领域：**1) Gemini模型每分钟处理220亿个APIToken（上一季度为160亿，环比+37.5%），月活用户达到9.5亿人（过去一年增长2倍），开发者用户超900万；2) GeminiEnterprise，近90%的财富100强企业使用；3) 新发布Gemini3.6Flash、Gemini3.5Flash-Lite，兼具成本效益和高性能；发布Gemini3.5FlashCyber，结合CodeMender智能体，能发现并修补漏洞；Gemini3.5Pro在测试中，且已经启动Gemini4.0项目。

图：谷歌资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌整体毛利率快速提升

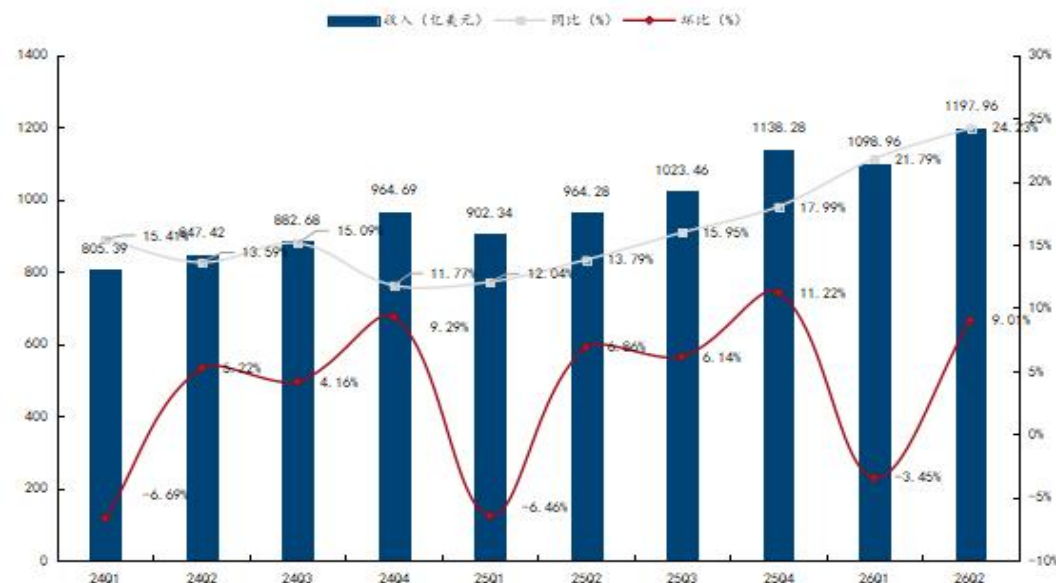


资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：业绩大超预期，谷歌云加速增长

- 2026Q2收入、利润均超市场预期。26Q2谷歌实现收入1197.96亿美元，同比+24.2%、环比+9.0%，略超市场预期（1170.63亿美元）；实现净利润1121.07亿美元，同比+297.6%、环比+79.2%，大超市场预期（354.32亿美元）；实现EPS9.11美元，同比+294.4%、环比+78.3%，大超市场预期（2.90美元），主要由于股权投资收益（Other Income为979.83亿美元，SpaceX、Anthropic等）；若仅看IncomefromOperation，FY2Q26为407.70亿美元，同比+30.4%、环比+2.7%）。
- 分业务来看，谷歌云实现收入247.68亿美元，同比+81.8%、环比+23.7%，大超市场预期（224.18亿美元）；同时，云业务OperatingMargin为36%，环比+3个pct，首次超过谷歌整体OperatingMargin，开始成为谷歌毛利率提升的驱动力。谷歌服务实现收入945.40亿美元，同比+14.5%、环比+5.5%，略超市场预期（943.18亿美元），其中订阅、平台、设备收入129.11亿美元，同比+15.3%、环比+4.3%，略低于市场预期（130.56亿美元），广告业务收入816.29亿美元，同比+13.7%、环比+5.0%，略超市场预期（811.24亿美元），AI概览和AI模式融合，月活用户突破10亿，每周通过搜索中的AI功能向网站发送数十亿次点击。

图：谷歌单季度收入情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌单季度净利润情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：分部门营业利润

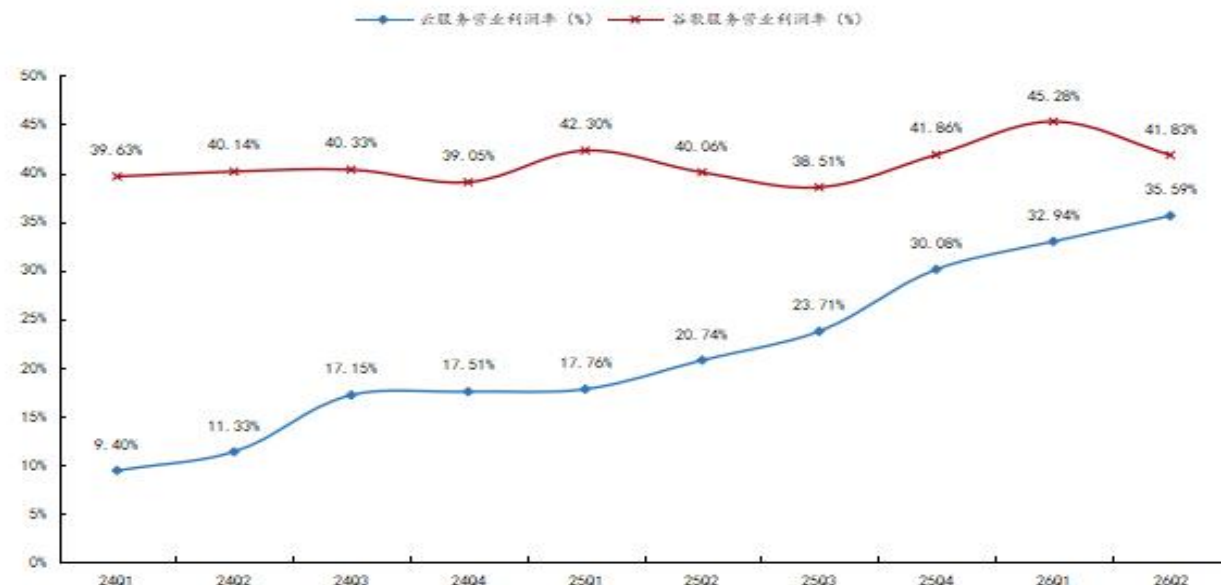
- 26Q2谷歌服务营业利润同比增长20%，达到395亿美元，营业利润率达41.83%，同比提升1.77个百分点，主要由Google搜索及其他业务、Google订阅、平台与设备业务以及YouTube广告收入分别增长17%、15%和13%所带动。GoogleCloud营业利润同比增长212%，达到88亿美元，营业利润率由去年同期的20.74%提升至35.59%，主要受益于GoogleCloud收入同比增长82%，其中GCP企业级AI解决方案、企业级AI基础设施及核心GCP服务需求强劲，收入快速增长与规模效应共同推动利润率显著提升。

表：谷歌分部门利润情况（单位：百万美元）

营业利润	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
谷歌服务	21737	23454	23937	26730	27897	29674	30856	32836	32682	33063	33527	40132	40589	39544
谷歌云	191	395	266	864	900	1172	1947	2093	2177	2826	3594	5313	6598	8814
其他	-1225	-813	-1194	-863	-1020	-1134	-1116	-1174	-1226	-1246	-1426	-3617	-2100	-1799

资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌分部门利润率情况

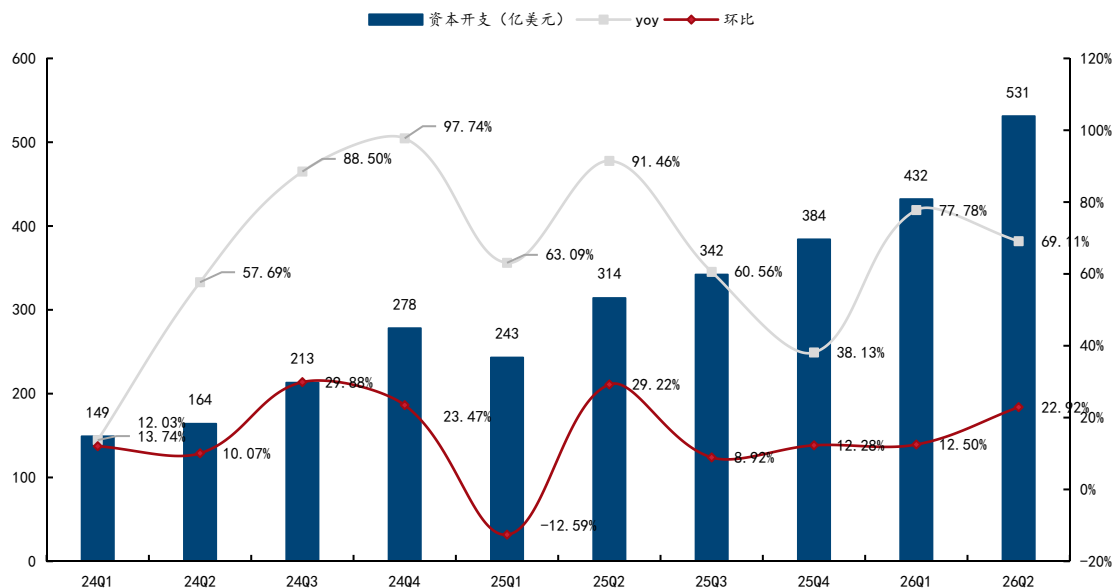


资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：资本开支大幅增加，全年指引进一步上调

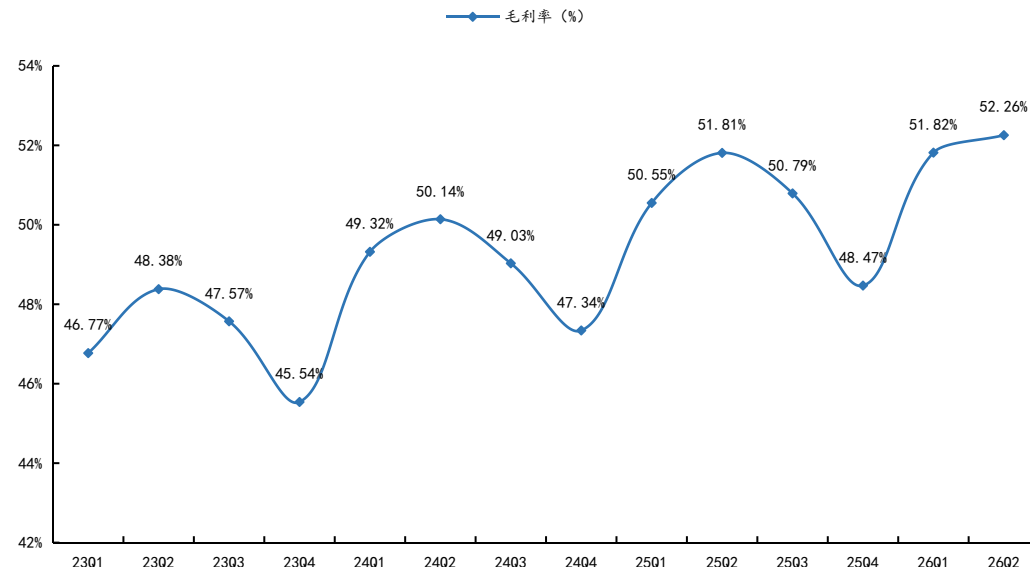
- 资本开支大幅增加，全年指引进一步上调。26Q2亚马逊现金资本开支约531亿美元，同比+69%、环比+23%，主要用于AWS及生成式AI；公司将2026年现金资本开支指引由约2000亿美元上调至约2200亿美元，主要由于内存价格上涨。即使资本开支达到2200亿美元，公司预计2026年仍无法满足全部需求，2027年也可能继续面临容量不足。公司实现毛利率52.26%，同比提升0.15个pct。
- 季度亮点：1) AWS总未履约订单达到4960亿美元，同比增长达到三位数，约为25Q3的2.5倍；2) AWS的AI业务年化收入超过250亿美元，同比增长达到三位数；3) 亚马逊芯片业务年化收入同样超过250亿美元，同比增长达到三位数；4) Graviton已被AWS前1000大EC2客户中的98%采用，收入承诺环比接近增长至3倍；5) Amazon Bedrock客户26Q2的支出超过此前所有季度总和；6) 公司认为AI业务的利润率提升轨迹与早期核心云业务相似，并略快于核心云业务同期水平。

图：亚马逊资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊整体毛利率情况

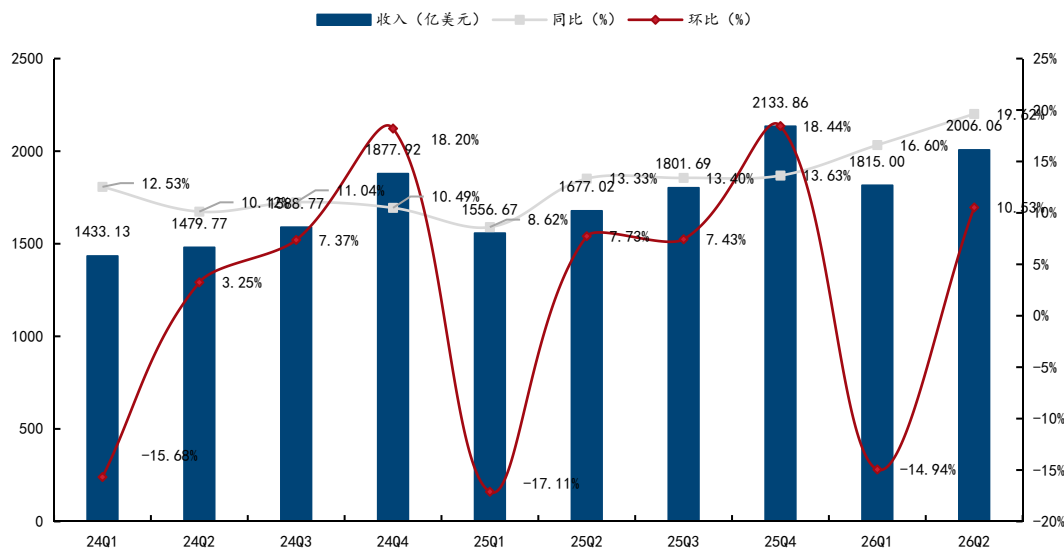


资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：业绩超市场预期，AWS收入同比+37%

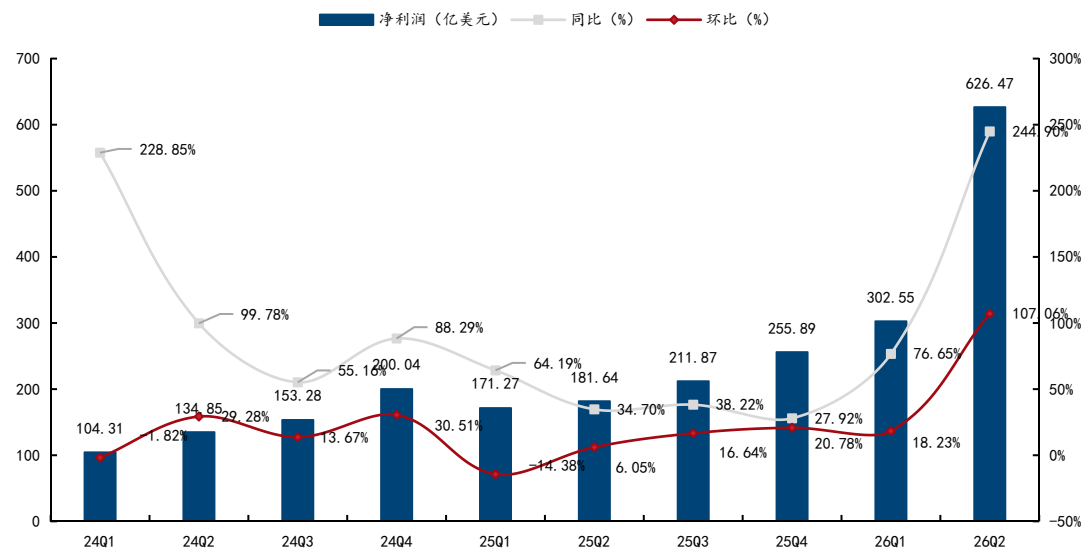
- 26Q2亚马逊业绩全面超市场预期。26Q2亚马逊实现收入2006亿美元，同比+20%、环比+11%，超市场预期（1970.3亿美元）；实现营业利润275亿美元，同比+43%、环比+15%，超市场预期（约235亿美元）。其中，关税退款及能源合同公允价值变动分别贡献约6亿美元收益，合计增厚营业利润约12亿美元。实现净利润626.47亿美元，同比+245%、环比+107%；实现EPS 5.75美元，同比+242%、环比+107%，大超市场预期（1.82美元），主要由于对Anthropic等投资产生534亿美元税前非经营性收益。扣除相关投资收益后的经营净利润约212.7亿美元，对应EPS约1.95美元，仍高于市场预期。
- 分业务来看。1）北美板块：北美部门销售额同比增长16.10%至1161.77亿美元，高于一致预期的1139.26亿美元；2）国际板块：销售额同比增长14.79%至421.97亿美元，略低于一致预期的426.59亿美元；3）AWS业务：422.32亿美元，同比+37%、环比+12%，大超市场预期（约405亿美元），增速连续第五个季度加速，为过去18个季度最高增速。

图：亚马逊单季度收入情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊单季度净利润情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：分部门营业利润

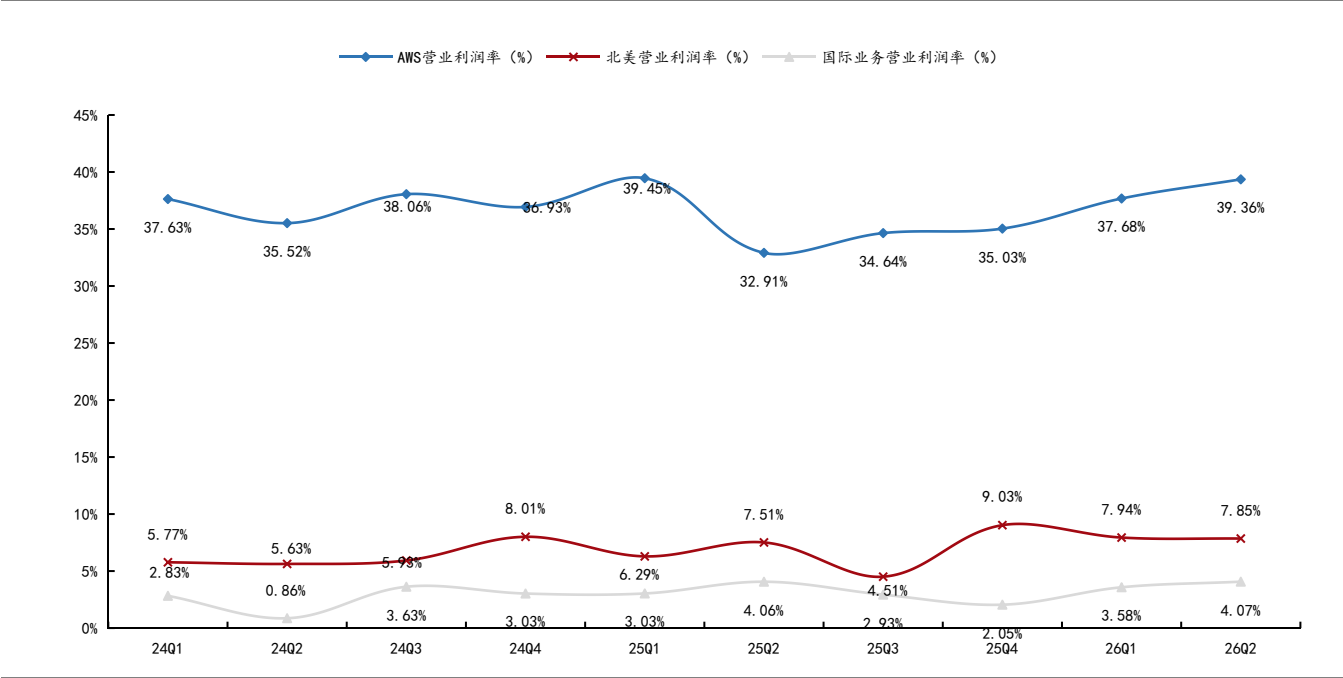
- 2026Q2，北美地区实现营业利润91.23亿美元，营业利润率为7.85%，国际业务实现营业利润为17.17亿美元，营业利润率为4.07%。AWS业务实现营业利润166.21亿美元，营业利润率为39.36%。指引26Q3收入为1970-2020亿美元，同比+9%-12%，低于市场预期（约2039亿美元），指引26Q3营业利润为225-265亿美元，中值为245亿美元，与市场预期基本一致。

表：亚马逊分部门利润情况（单位：百万美元）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
北美业务	37.63%	35.52%	38.06%	36.93%	39.45%	32.91%	34.64%	35.03%	37.68%	39.36%
国际业务	5.77%	5.63%	5.93%	8.01%	6.29%	7.51%	4.51%	9.03%	7.94%	7.85%
AWS（云服务）	2.83%	0.86%	3.63%	3.03%	3.03%	4.06%	2.93%	2.05%	3.58%	4.07%

资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊分部门利润率情况



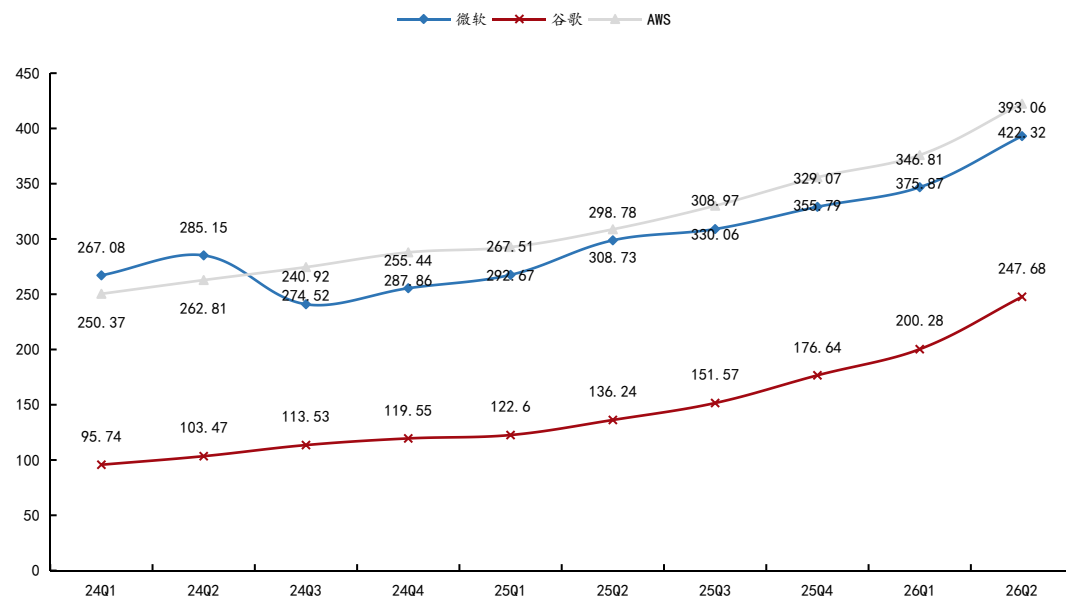
资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 云厂商资本开支及业绩情况复盘
- 【 02 】 云收入及ROIC情况
- 【 03 】 风险提示

微软、谷歌、亚马逊：云收入同比高速增长

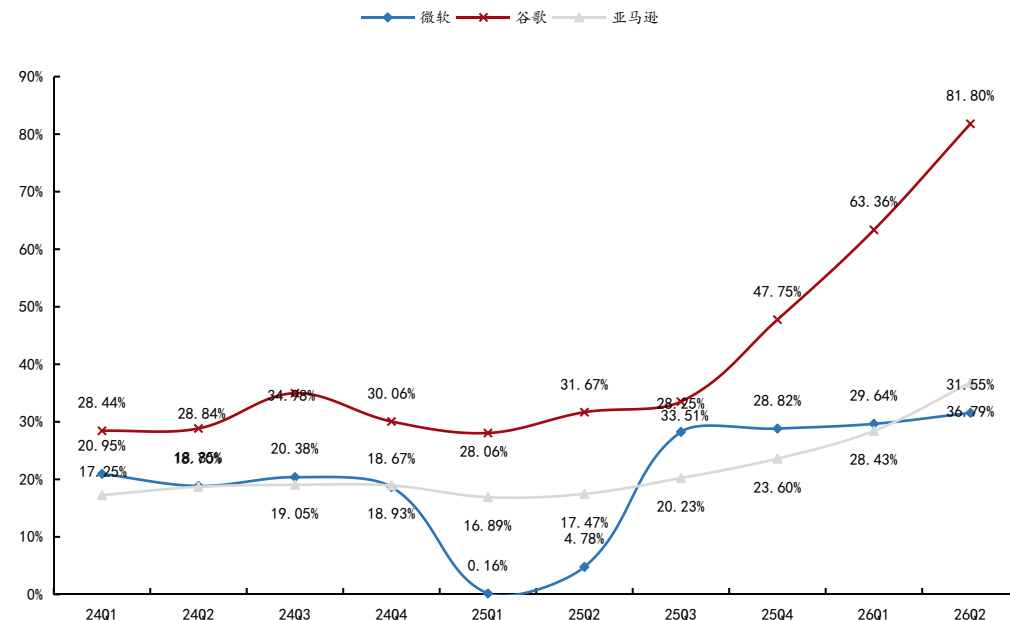
- 分厂商来看：1) 微软：2026Q2智能云业务实现收入393.06亿美元，同比+31.55%。Azure及其他云服务收入同比增长43%（超一致预期的40%）主要得益于CPU和GPU基础设施效率提升，以及新产能上线流程改善；2) 亚马逊：2026Q2AWS收入422.32亿美元，同比增长36.79%，AWS的AI业务年化收入超过250亿美元，同比增长达到三位数；3) 谷歌：2026Q2谷歌云实现收入247.68亿美元，同比增长81.80%，同时，云业务OperatingMargin为36%，环比+3个pct，首次超过谷歌整体OperatingMargin，开始成为谷歌毛利率提升的驱动力。
- 整体来看，当前各厂商AI云收入保持较高增速，随着2026年AI应用在各垂直领域的发展及应用，有望继续推动AI云业务收入提升。

图：亚马逊、微软、谷歌云业务收入情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊、微软、谷歌云收入同比增速情况（单位：%）

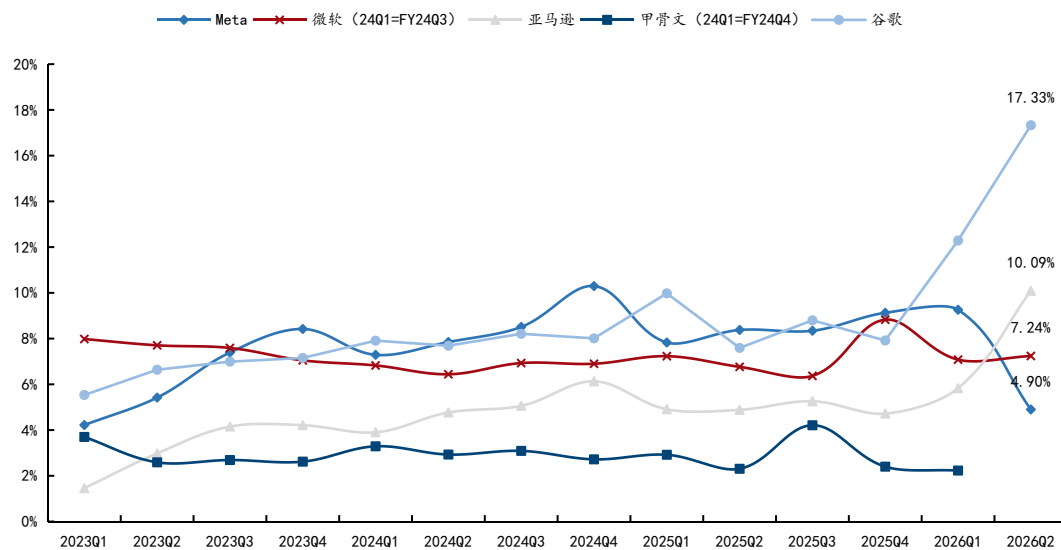


资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理

受投资收益推动，谷歌、亚马逊ROIC环比上行

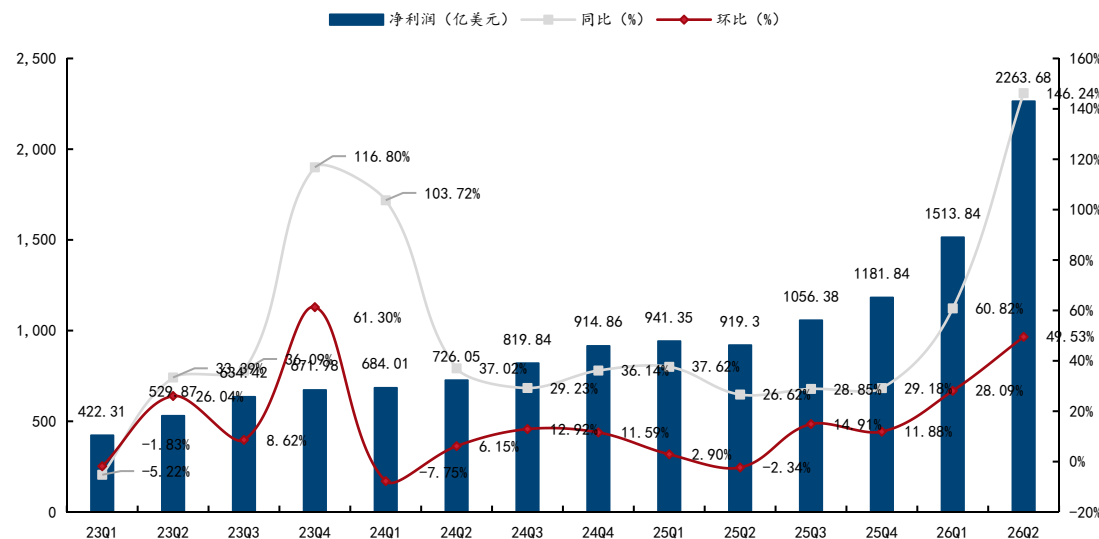
- 投入资本回报率（ROIC）方面，受整体收入、利润高速增长、投资收益影响，谷歌ROIC大幅提升。回顾近几年数据，AI需求推动各厂商资本开支大幅上行，公司的ROIC表现受到明显影响，整体呈现现上行趋势。2026Q2，受AI、云服务需求驱动以及Anthropic投资收益，亚马逊、谷歌净利润维持同环比增长，公司ROIC分别环比增长4.26、5.04个pct。扣除投资收益后，亚马逊、谷歌ROIC分别为3.43%、6.3%，分别环比下降2.40、5.99个pct，Meta ROIC环比下降4.36个pct，微软环比持平。2026Q2，微软、谷歌、亚马逊、Meta净利润整体快速增长，合计净利润同比增速同比、环比均大幅提升。

图：各厂商ROIC情况



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：各厂商净利润合计情况

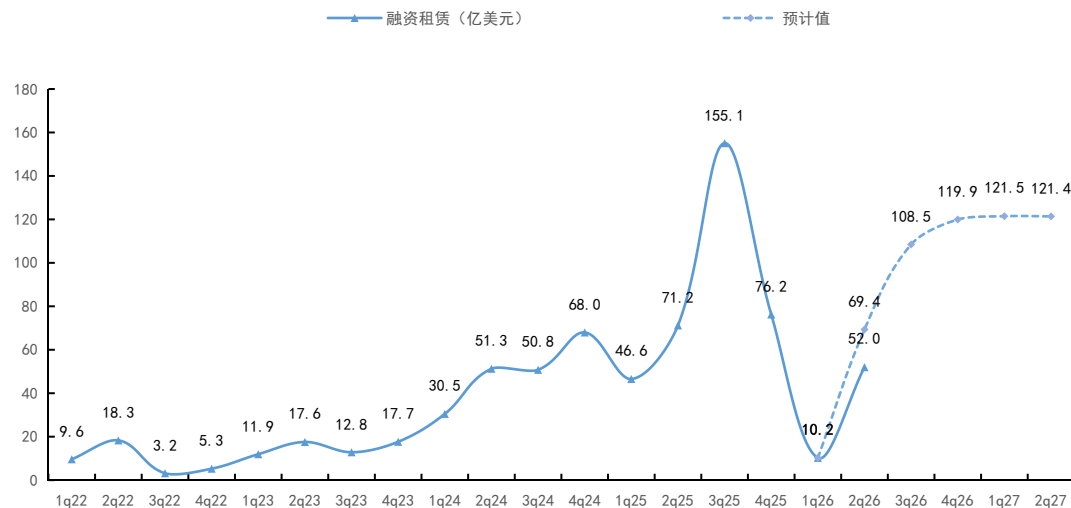


资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，Meta财报，国信证券经济研究所整理

融资租赁转化为经营租赁，资本开支口径变化

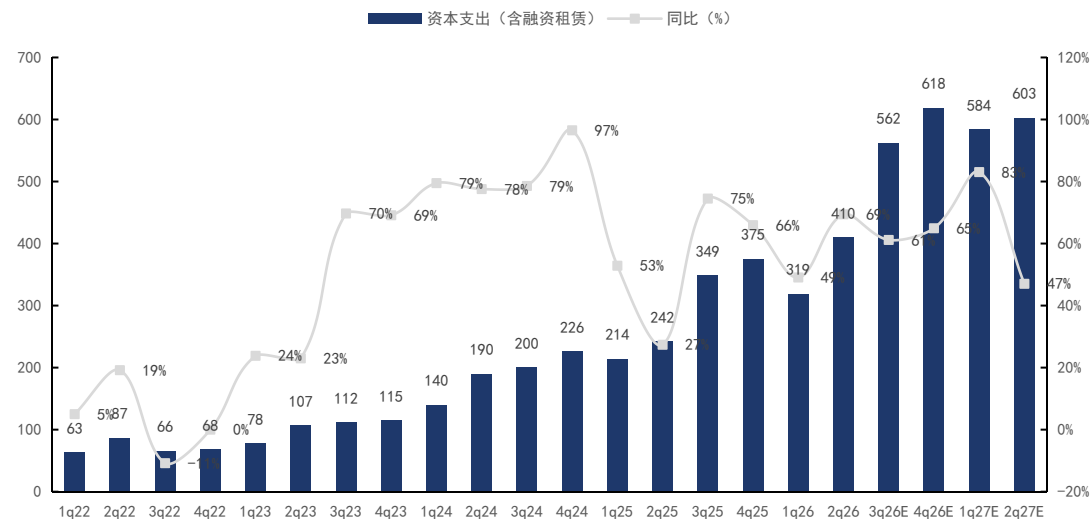
- 2020-2022年，微软的融资租赁额度整体保持在较低水位，单季规模基本在1.3亿至18.3亿美元之间窄幅波动，主要用于满足常规的数据中心扩张和办公楼更新需求。2022年以来，随着公司算力基础设施扩张，融资租赁额度从1Q23的11.9亿美元增长至3Q25的155.1亿美元。2026Q2由于公司将部分融资租赁转经营租赁，融资租赁数额为52亿美元，单季度与一致预期差额为17.4亿美元。受此影响，公司将2027财年资本开支预期由1900亿美元下调至1750亿美元，实际AI硬件采购数额不受影响。
- 财务报表上：经营性现金流将下降，筹资性现金流将获得改善，自由现金流将下降。融资租赁支付的租金被拆分为本金和利息。其中，本金偿还计入筹资性现金流流出，利息部分计入CF0流出。调整后，所有的租赁付款均计入经营性现金流流出，导致经营性现金流减少，筹资性现金流提升，并进而导致自由现金流减少。但由于无法拆分融资租赁租金中的本息，无法测算对于经营性现金流和筹资性现金流影响的具体额度。在假设融资租赁本金直线摊销、融资租赁合同期限为10年的前提下，单季度影响约0.435亿美元(17.4/40)。

图：微软融资租赁额度（单位：亿美元）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：微软资本支出及同比（含融资租赁，单位：亿美元、%）

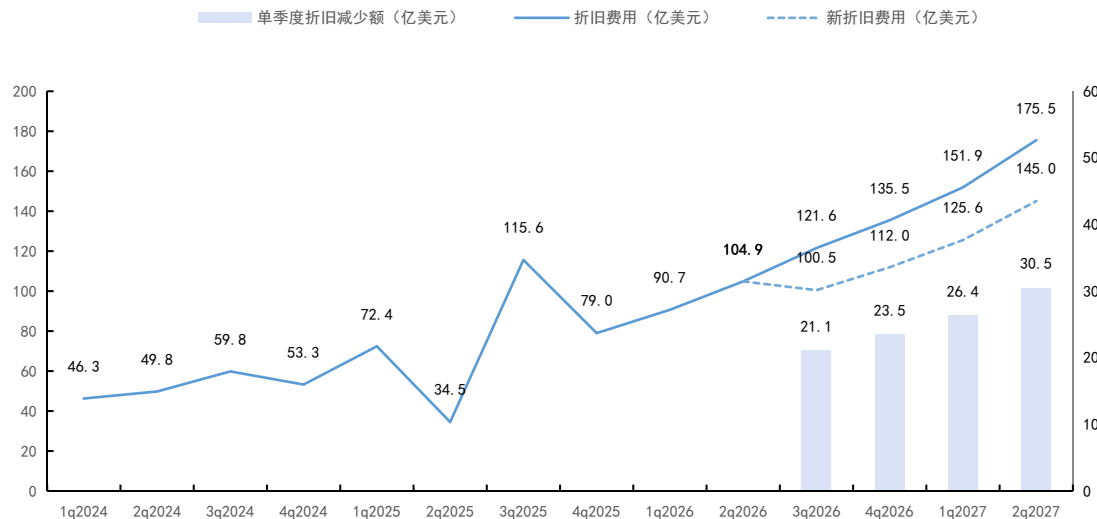


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

数据中心和办公楼折旧年限增加，折旧摊销减少

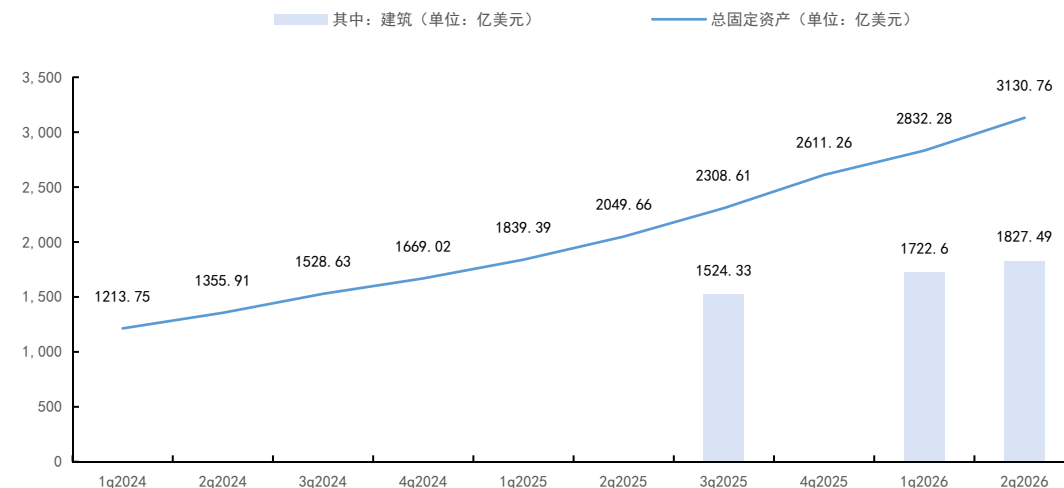
- 随着算力基础设施的大规模投入，微软总固定资产规模持续攀升，从2024年一季度的1213.75亿美元快速增长至2026年二季度的3130.76亿美元。其中，办公楼及数据中心等核心建筑资产的规模庞大且增长迅速，2025年三季度至2026年二季度期间，建筑资产数额由1524.33亿美元增长至1827.49亿美元。目前，最新的建筑和数据中心资产占应计折旧摊销资产的比重约为44%。
- 从2027财年开始，公司将数据中心和办公楼的预计使用寿命从15年延长至25年。在假设最新建筑和数据中心占比44%未来保持不变的前提下，这一调整将显著减少公司的当期折旧摊销费用。根据一致预期，2026年三季度至2027年二季度的单季度折旧费用减少额将分别达到21.1亿美元、23.5亿美元、26.4亿美元和30.5亿美元。未来如果数据中心和建筑资产在总盘子中的占比进一步增加，相应的折旧减少额度也将随之扩大，对账面利润产生正向影响。

图：微软折旧费用及新准则下折旧费用预测（单位：亿美元）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理（最新建筑和数据中心占比44%，假设未来保持不变，如数据中心和建筑占比增加，则折旧减少额增加，利润上升。应计折旧摊销基数=总固定资产+累计折旧摊销-土地）

图：微软总固定资产及建筑规模（单位：亿美元）



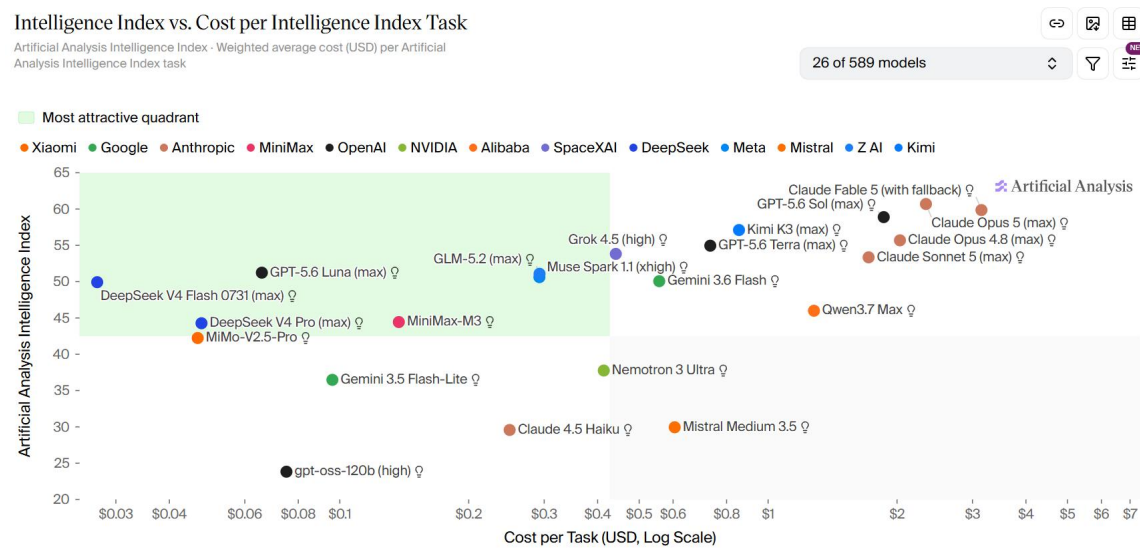
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

未来大模型应用有望分层，业务系统与模型架构有望独立



- 资源池化在大模型领域重现，模型应用有望分层，大模型应用正呈现资源池化与分层演进的特征。面对企业级场景不同的需求，统一使用最先进的模型成本较高。未来，企业可以广泛引入分层机制以实现降本增效，将复杂逻辑与深度推理等核心任务交由高成本前沿模型处理，而日常信息提取及基础交互则由高性价比小模型承担。以亚马逊Bedrock平台为例，企业可以在同一平台上调用多个能力相近的模型。
- 业务系统与模型架构有望互相独立。在相互独立的架构下，未来企业有望自行管理上下文和记忆，企业会把数据、记忆和业务背景保存在自己的系统里，不再把核心资产全部喂给外部大模型，从而使得底层的大模型API发生切换时，前端应用可以做到“无缝替换”，业务层面的提示词结构不需要大改，系统会自动将沉淀好的上下文打包发送给新的模型。

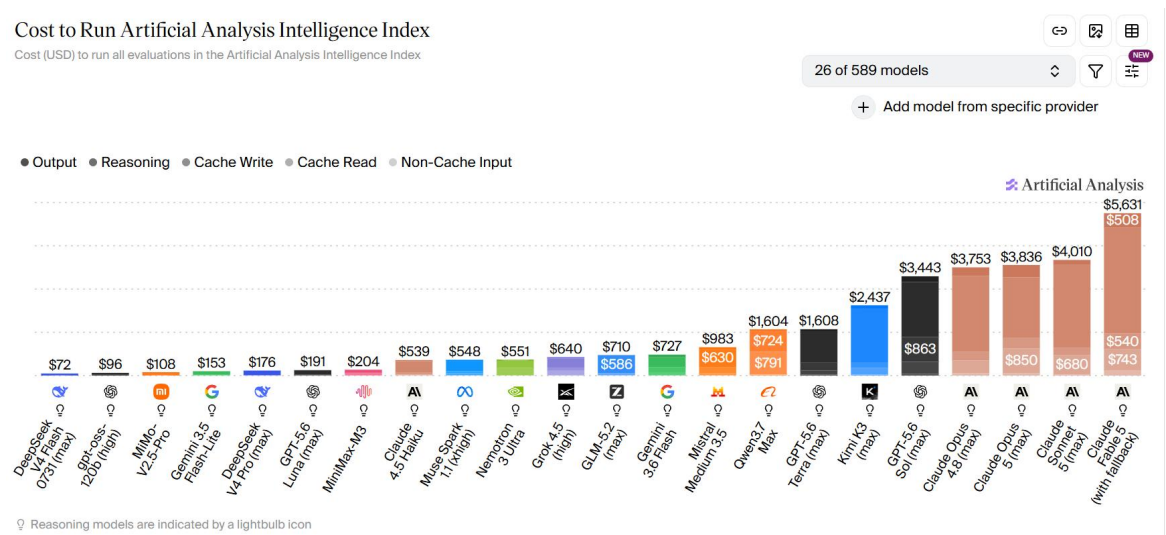
图：各主流大模型质价比



资料来源：Artificial analysis，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：不同大模型运行一轮评估的成本



资料来源：Artificial analysis，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 云厂商资本开支及业绩情况复盘
- 【 02 】 云收入及ROIC情况
- 【 03 】 风险提示

- AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预等。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032