

市场研究部

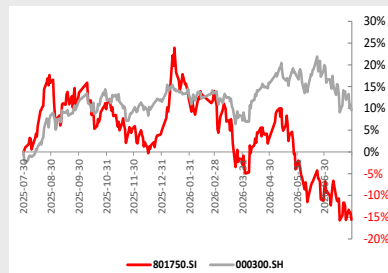
2026 年 7 月 30 日

AI 投入兑现质量分化

看好

市场表现截至

2026.7.30



数据来源: Wind, 国新证券整理

相关研究

分析师: 钟哲元
登记编码: S1490523030001
邮箱: zhongzheyuan@crsec.com.cn

事件

北京时间 7 月 30 日, 微软发布了 2026 财年第四季度及全年财报。财报显示, 按照 GAAP 计算, 微软第四财季总营收为 900.07 亿美元, 较上年同期的 764.41 亿美元增长 18%, 按固定汇率计算同比增长 17%; 净利润为 357.66 亿美元, 较上年同期的 272.33 亿美元增长 31%。

核心观点

全球云服务商的竞争主线, 已从比拼资本开支规模转向商业化转化效率。随着微软、Google、Meta 发布 2026 年二季度财报, 北美头部玩家的兑现能力出现清晰分化: 市场不再对资本开支上修给出正向反馈, 而是严格校验投入的转化效率。

微软是兑现质量最高的样本。FY26Q4 营收 900 亿美元, Azure 同比增长 43%, 年收入首破千亿。Copilot 付费席位突破 3000 万, 形成“算力底座+开发工具+应用订阅”三层变现体系。本季 capex 410 亿美元, 租赁承诺单季新增超 1300 亿美元, 增长瓶颈仍在供给侧。Google Cloud 单季收入 248 亿美元, 同比大增 82%, 经营利润率 35.6%, backlog 达 5140 亿美元。TPU 自研与 AI 需求外溢形成协同, 但自由现金流转负, 仍处高强度扩产周期。Meta 营收 608 亿美元, 广告保持韧性, 但盘后股价下跌。全年 capex 下限上调至 1300 亿, Q3 营收指引低于预期, 自由现金流仅 7.84 亿美元。AI 投入仍体现为广告效率内部提升, 独立收费业务尚未成型, 市场看不到千亿投入的回报闭环。AWS 一季度收入 376 亿美元, 未完成订单 3640 亿美元, Trainium 芯片累计承诺超 2250 亿, 订单增速持续高于收入, 后续增长惯性较强。

资本开支核心流向 AI 服务器、GPU 与自研芯片、高速网络、数据中心四大方向, 上游产业链高景气度不变。自研芯片占比提升带动 HBM、先进封装、液冷需求上升, 第三方 IDC 与算力租赁持续受益。

中国 CSP 在底层能力上高度同质化, 差异化体现在生态入口与变现优先级。阿里云 AI 相关收入占外部收入突破 30%, 最接近成熟云兑现逻辑。腾讯以微信生态为 AI 算力天然消化池, 内部场景先行、对外云业务择机释放, 验证窗口更长。火山引擎以内部需求牵引为主, 日均 Token 调用突破 100 万亿, 对外云是能力溢出。百度智能云在全栈自研与垂直行业形成差异化补位。

投资线索

北美优先选择商业化兑现路径清晰的头部云厂商及具备自研芯片能力的平台型公司。中国把握国产替代与场景落地双重红利, 优先

证券研究报告

配置 AI 收入占比持续提升的头部云厂商，同时关注具备强内部场景支撑的潜力平台与技术壁垒型差异化玩家。

 风险提示

1、技术发展不及预期；2、市场竞争加剧；3、地缘政治影响。

目录

一、行业从资本开支规模转向商业化兑现质量	3
二、北美头部厂商：AI 投入的商业化兑现质量分化	3
三、资本开支的投向与产业链传导	4
四、中国 CSP：同质化底色上的差异化卡位	4
五、投资建议	5
六、风险提示	6

一、行业从资本开支规模转向商业化兑现质量

全球云服务商的竞争主线，已从比拼模型能力、资本开支规模，转向超大规模 AI 基建的商业化转化效率，谁能更快把巨额算力投入转化为云收入、长期合同储备、稳定现金流与长期投资回报，谁就能在下一阶段领跑。随着 Google、微软、Meta 先后发布 2026 年二季度财报，北美头部玩家的商业化兑现能力已出现清晰分化。市场对行业的定价逻辑也随之变化：不再对单纯的资本开支上修给出一致正向反馈，而是开始严格校验投入的转化效率与回报路径。

与北美逐步进入投入兑现期不同，中国 CSP 整体仍处于算力扩张与能力构建阶段，在供给约束与本土需求的共同作用下走出差异化路线，全球 CSP 行业已形成“北美领跑兑现、中国追赶突破”的双层格局。

二、北美头部厂商：AI 投入的商业化兑现质量分化

北美四家头部 CSP 都在加码 AI 基建，但市场给予的定价截然不同。分水岭主要在于 AI 投入转化为可验证收入的速度与清晰度。

微软是当前 AI 投入兑现质量最高的样本。FY26Q4 总营收 900.01 亿美元，同比增长 18%，智能云板块收入 393.1 亿美元，同比增长 31.6%，Azure 按固定汇率同比增长 43%，累计年收入首次突破 1000 亿美元。微软形成了“Azure 算力底座+AI 开发工具层+Copilot 系列应用订阅”的三层变现体系，Microsoft 365 Copilot 付费席位已突破 3000 万，企业端高粘性、高 ARPU 的付费结构让收入质量显著优于纯算力租赁。本季 capex 410 亿美元，同比增长 70%，2026 自然年资本开支预计约 1900 亿美元，资金继续投向 AI 数据中心和服务器。公司尚未开始履行的租赁承诺总额较上季度大幅增长，单季度新增超 1300 亿美元的数据中心租赁合同，本质是提前锁定未来算力供给，也侧面印证 Azure 的增长瓶颈仍在供给侧而非需求侧。

Google 二季度同样验证了 AI 资本开支向云业务的传导效率，Cloud 业务单季收入 248 亿美元，同比大增 82%，经营利润率达 35.6%，未交付订单 backlog 攀升至 5140 亿美元，实现规模与盈利同步扩张。与微软侧重企业软件生态不同，Google 的云增长更多来自全球 AI 基础设施需求外溢，搭配自研 TPU 芯片的商业化推进，形成“公有云服务+自研算力芯片+搜索广告内部需求”的协同效应，单位算力基础设施的云收入变现效率处于行业领先水平。但 Google 云业务的历史基数与企业生态厚度弱于 AWS 与 Azure，当前仍处于份额追赶阶段。二季度单季资本开支达 449 亿美元，全年指引从 1800 亿-1900 亿美元上调至 1950 亿-2050 亿美元的高位，CFO 明确表示 2027 年资本开支还将显著增加。短期自由现金流转负约 59 亿美元，为上市以来首次，反映出其仍处于高强度扩产的投入周期。

Meta 的财报表现则与前两者形成鲜明对照，其二季度营收 608 亿美元、同比

增长 28%，广告业务保持韧性，但盘后股价下跌。而 7 月初 Meta 筹建 Meta Compute、对外出租富余 AI 算力的消息曾让股价单日大涨，因此，Meta 的问题更多在于保持高投入的情况下，AI 变现路径仍不明确。具体来说，Meta 全年 capex 指引下限从 1250 亿上调至 1300 亿美元，区间 1300-1450 亿，是较为激进的 AI 军备节奏；但 Q3 营收指引中值 625 亿美元低于市场预期的 632 亿，主业增速放缓的信号开始出现；同期经营现金流 318.6 亿美元几乎全部被 310.8 亿美元的资本开支吞噬，自由现金流仅 7.84 亿美元，同比骤降 91%。在 Meta Compute 对外云业务方向已定、但管理层明确算力优先自用、对外出租仅是次优选项的背景下，市场依然看不到千亿级 AI 投入在财报端的可验证回报闭环。Meta 的 AI 投入当前主要体现为广告效率的内部提升：Instagram 广告转化率提升约 5%、Facebook 约 3%，但新的独立收费业务尚未成型。

AWS 尚未发布 2026 年二季度财报，从一季度公开数据来看，其单季收入 376 亿美元，同比增长 28%，未完成订单规模达 3640 亿美元，且不包含与 Anthropic 签订的超过 1000 亿美元新协议。自研 Trainium 芯片累计收入承诺超过 2250 亿美元，全年资本开支预计约 2000 亿美元，仍是全球规模最大、基础设施产品化能力最强的 CSP。其订单增速持续高于收入增速的特征，意味着大量已签订单尚未转化为当期收入，后续增长的可见性与惯性依然较强。

三、资本开支的投向与产业链传导

尽管变现质量和业务节奏各有不同，但北美头部 CSP 在资本开支的核心投向上高度一致，算力基础设施始终是投入的绝对重心。无论是微软通过长期租赁锁定供给、Google 加速扩产追赶份额，还是 Meta 持续加码内部算力池，资金的核心流向都集中在 AI 服务器整机、GPU 与自研 ASIC 芯片、高速网络交换设备、数据中心配套设施四大方向。这意味着上游服务器代工、高速光模块、液冷解决方案与数据中心建设产业链的高景气度仍有强支撑，并未因个别厂商的会计调整或短期现金流压力发生转向，全球 AI 基建的扩张周期仍在持续。

与此同时，资本开支的内部结构正在发生深层变化，单一通用 GPU 采购的占比逐步下降，自研专用算力芯片的投入占比持续提升。微软 Maia、Google TPU、AWS Trainium、Meta MTIA 四条自研芯片路线并行推进，带动 HBM 存储、先进封装、定制化主板与高速互连方案的需求持续上升，产业链的价值分配正在从单一芯片器件，向“芯片+封装+系统级机架方案”的全链条延伸。此外，第三方数据中心与算力租赁的产业角色也在持续强化，头部厂商普遍通过租赁第三方容量快速响应需求波动、缩短部署周期，而非完全依赖自建数据中心，这也为第三方 IDC 厂商与算力租赁赛道带来持续的增长空间。

四、中国 CSP：同质化底色上的差异化卡位

中国头部 CSP 整体仍处于算力扩张与能力构建阶段，行业的核心约束不在需求端，而在先进算力供给、企业高价值付费体系、全球云生态布局等方面，与北美仍有明显差距。国内四家头部 CSP 在底层 IaaS+GPU 算力出租、MaaS 层模型 API、智能体 Agent 平台等核心能力上已高度同质化，差异化的空间主要体现在生态入口的不可替代性、商业模式的优先级、算力成本结构等方面，各家基于自身业务基因呈现出相对禀赋差异。

阿里云是国内最接近成熟云兑现逻辑的厂商，也是外部云商业化程度最高的代表。其以通义大模型为核心，串联 MaaS 模型服务与云基础设施，推动收入结构从传统 IaaS 向更高毛利的模型服务、应用服务升级。当前 AI 相关产品收入在云外部收入中的占比突破 30%，有望复刻“高投入-高收入-高利润”的商业闭环。

腾讯以微信 14 亿用户的生态厚度和多元内部业务为 AI 算力的天然消化池，用内部效率提升与产品体验升级来吸收千亿级 AI 投入的短期回报，把云业务的算力对外变现主动延后到供给约束缓解之后，即“内部场景先行、对外云业务择机释放”，因此，评估腾讯的 AI 投入回报，不能只看云收入单一指标，而要看广告效率、微信生态活跃度、智能体普及率与云业务增速的共振兑现，验证窗口相对更长。

火山引擎（字节）是国内算力投入最激进的主体，类似 Meta 的内部需求牵引型为主。其算力投入主要支撑抖音、剪映、TikTok、豆包大模型、多模态生成等业务，日均 Token 调用已突破 100 万亿，跻身全球前三。字节极强的内部场景足以消化大规模产能，火山引擎对外云业务更多是内部能力的溢出，以“规模+性价比”破局，通过规模调用摊薄模型成本。

百度智能云则凭借全栈 AI 技术积累，在国内 AI 云市场承担差异化补位角色。以“云智一体”战略和飞桨生态强化其 AI 差异化优势，在自动驾驶与智能硬件领域形成独特竞争力，服务众多车企并提供从感知算法到仿真测试的全栈解决方案。百度智能云 AI 云基础设施增速领先，但整体业务体量与生态厚度弱于第一梯队，主要在垂直技术赛道与行业解决方案领域形成差异化竞争力。

五、投资建议

结合中美 CSP 最新财报与行业走势，当前产业投资可围绕“北美确定性+中国弹性”两条主线展开，根据不同赛道的景气度与兑现节奏差异化配置。

第一条主线是北美 CSP 高景气下的上游产业链机会，优先配置需求确定性最高、产业逻辑最扎实的上游核心环节。当前北美厂商的投入重心仍集中在 AI 服务器、高端算力芯片、高速网络连接与数据中心配套四大方向，且投入规模仍处于上行通道，相关产业链的业绩兑现确定性最强。其中服务器整机与 ODM 环节直接受益于资本开支总量扩张，业绩弹性与行业景气度高度绑定；高速光模块、交换芯片等网络连接设备是 AI 算力集群的重要配套，随着单集群算力规模提升，价值量与

需求增速持续走高；HBM 存储、先进封装与液冷散热则受益于算力芯片性能升级与自研 ASIC 芯片放量，价值占比持续提升，是产业链中成长性最强的细分赛道。此外，第三方 IDC 与算力租赁厂商作为头部云厂商的产能补充，也将持续受益于云厂商的快速扩产节奏，具备长期配置价值。

第二条主线是中国 CSP 国产替代与场景落地的弹性机会，把握算力自主可控与本土应用落地的双重红利。先进算力供给受限的背景下，国产算力芯片、国产服务器、国产网络设备与基础软件的替代进程持续加速，具备核心技术能力、已进入头部厂商供应链的国产厂商，将充分享受行业扩容与份额提升的双重红利，业绩弹性显著高于全球供应链标的。同时本土行业场景的落地红利同样值得关注，政务、金融、制造等领域的 AI 应用加速渗透，带动行业解决方案与推理算力需求持续释放，深度绑定垂直行业、具备成熟落地案例的云服务厂商与应用厂商有望率先兑现业绩。

从厂商主体的配置视角看，北美市场应优先选择商业化兑现路径清晰、收入质量更高的头部云厂商，以及具备自研芯片能力、单位算力变现效率领先的平台型公司，这类厂商能够在资本开支扩张周期中持续消化投入，抵御周期波动的能力更强；对于内部需求主导、外部变现尚未成型的准 CSP 厂商，则需等待第二增长曲线落地与现金流拐点信号。中国市场方面，优先配置云商业化成熟、AI 收入占比持续提升的头部云厂商，同时关注具备强内部场景支撑、外部变现潜力大的平台型公司，以及在细分赛道具备技术壁垒的差异化玩家。

六、风险提示

- 1、技术发展不及预期；
- 2、市场竞争加剧；
- 3、地缘政治影响。

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。在本人所知情的范围内，本人所在机构、本人以及本人的利害关系人与本报告所评价或推荐的证券不存在任何利害关系。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、建议等均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