

行业及产业

通信

强于大市

一年内通信行业指数与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

相关研究

《通信行业周度事件点评：Arista Networks 业绩向好，数据中心交换机迎来发展新机遇》
2026-08-10

证券分析师

朱攀
S0820525070001
021-32229888-25527
zhupan@ajzq.com

联系人

朱俊宇
S0820125040021
021-32229888-25520
zhujunyu@ajzq.com

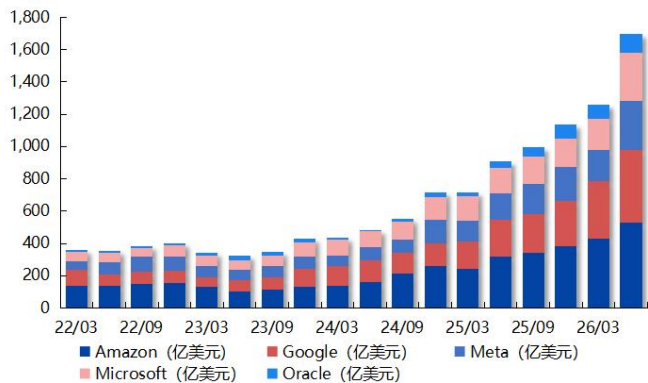
北美云厂商报表压力或将在 2027 年显现

——AI 投资风险评估

投资要点：

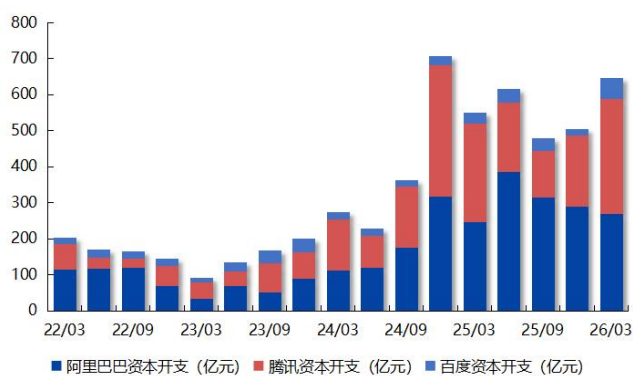
- **我们判断，在设备按历史节奏完成转固、会计政策无重大调整的基准情景假设下，北美云厂商的报表压力或将在 2027 年逐步显现，企业间分化特征显著，具体体现在：**1) 利润端受折旧计提规模抬升影响，盈利水平存在承压风险。2) 受高基数效应影响，云业务增速存在放缓可能；即便云业务收入维持较高增长，若增量毛利无法覆盖新增折旧，盈利依旧会受到挤压；非云业务板块更多表现为增速回落，仅部分细分板块存在收入下行压力。3) 部分厂商现金流与杠杆约束趋于强化，资产负债率、信用条件带来的经营约束将进一步凸显。
- **随着算力资本开支持续扩张，折旧摊销已成为压制北美云厂商利润的核心因素。**1) 2026Q2，Amazon、Google、Meta、Microsoft 合计资本开支达 1579.92 亿美元（同比+81.66%，环比+34.69%），算力投入规模创下历史新高。2) 从 2020Q1-2026Q2 四大云厂商资本开支、折旧摊销以及折旧/净利润比值的Historical变化可以观察到：资本开支提速后约 3 个季度对现金流形成实质性压制，约 4-5 个季度会显著抬升折旧摊销费用并冲击盈利端。据此推演，2026Q2 大规模资本开支对应的算力资产将陆续完成转固，北美云厂商报表压力有望自 2027 年开始显现。3) 据 Buildermuse，传统数据中心完整投产周期为 1.5-3 年，当前 AI 算力集群从建设到上架投产周期已明显缩短，但设备集中落地仍将带来阶段性折旧摊销压力。服务器、GPU 长期高负荷运行，叠加芯片迭代节奏较快，头部云厂商将该类设备会计折旧年限设定为 5-6 年。经测算，2026 年 Amazon、Google、Microsoft、Meta 新增算力资产对应的年均新增折旧分别为 400 亿美元、325-342 亿美元、317 亿美元、227-264 亿美元。
- **业务层面来看，Google、Amazon 云业务收入体量持续扩张，但云业务盈利释放节奏存在不确定性，如果业务增量收益难以对冲本轮大规模新增折旧成本，2027 年相关厂商盈利或将面临考验。**1) 收入规模上，Google 云业务由 2020Q1 的 27.77 亿美元增长至 2026Q2 的 247.68 亿美元，AWS 由 2020Q1 的 102.19 亿美元增长至 2026Q2 的 422.32 亿美元，云业务体量实现大幅扩张。2) 从同环比增速观察，2025-2026 年 AI 算力需求爆发后，Google 云、AWS 季度同比、环比增速持续显著高于公司传统业务。2026Q2 Google 云业务同比增速高达 81.80%，AWS 同比增速达 36.79%，均大幅跑赢集团内传统板块。但收入高增并不直接等价于利润同步改善：Google 云尚处于规模扩张爬坡期，盈利仍处在修复阶段；AWS 盈利底座相对扎实，但集团整体利润仍受零售业务扰动，云业务利润率改善节奏存在阶段性差异。因此，即便云业务高增长的大趋势明确，若增量利润兑现慢于算力资本开支带来的折旧释放节奏，2027 年北美云厂商整体盈利结构或将迎来阶段性调整。
- **2026Q2 行业资本开支强度达到阶段性高位，头部厂商现金流呈现显著分化。**Google、Meta 受高强度算力投资拉动，当期投资净流出分别达到 824.33 亿美元、496.53 亿美元；虽然两家经营现金流依旧维持高位，但大额资本投入拖累自由现金流转负至-307.48 亿美元、-271.96 亿美元，现金消耗压力凸显。Amazon 自由现金流维持正向，但 792.45 亿美元的高额投资流出持续消耗存量资金；仅 Microsoft 现金流韧性突出，当期自由现金流保持为正，财务稳健性相对占优。自 2024H2 起，行业算力投资持续加码，部分厂商现金流缺口逐步常态化，叠加后续盈利端的阶段性调整压力，高投入云厂商的财务压力或将在 2027 年集中显现，并非全行业同步承压。
- **投资建议：**全球算力产能持续投放，受算力设备集中投产带来折旧摊销抬升、高强度资本开支造成现金流承压影响，基准情景下 2027 年起北美云厂商折旧摊销费用将集中抬升，持续推升运营成本。若云业务增量利润兑现不及预期，相关企业盈利将进一步承压。建议关注现金流稳健、云业务盈利兑现能力强、抗周期属性突出的相关标的。
- **风险提示：**1) 折旧摊销上行拖累盈利风险；2) 高强度资本开支带来财务承压风险；3 云租赁业务不及预期。

图表 1：海外各云厂商资本开支



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

图表 2：中国各云厂商资本开支

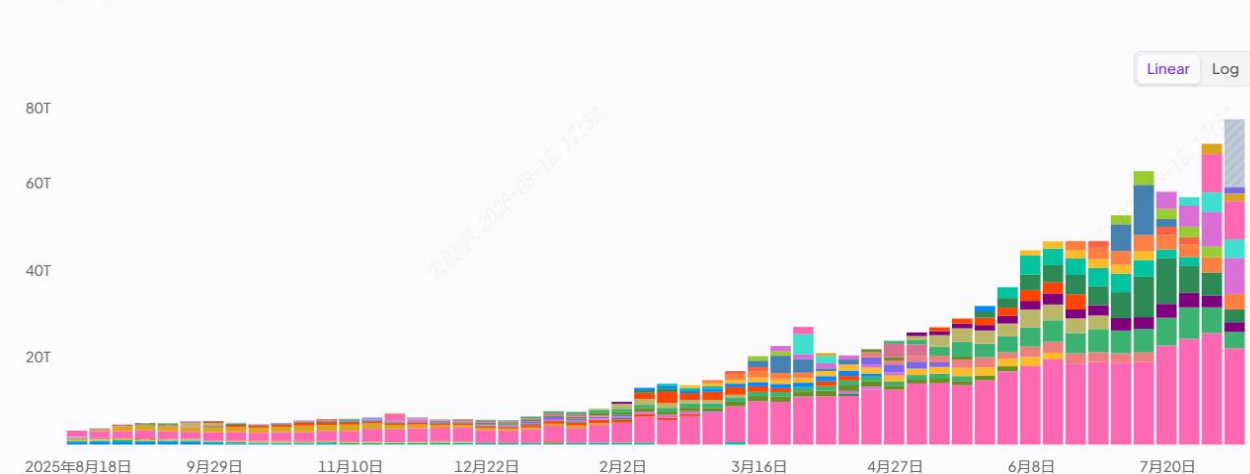


资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

注：截至 26/8/15 国产云厂商并未全部披露 26Q2 财报

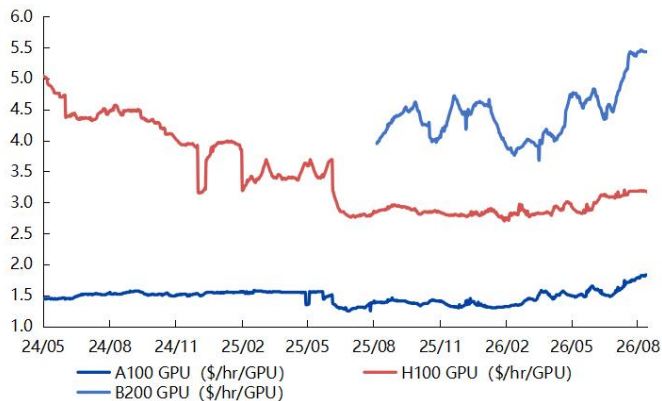
图表 3：主流大模型周度使用量仍呈现增长态势

Weekly usage of models across OpenRouter



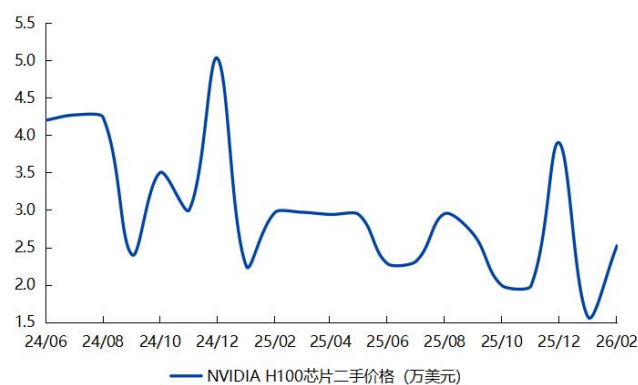
资料来源：OpenRouter，爱建证券研究所

图表 4：NVIDIA 主流芯片自 2024 年起的租赁价



资料来源：SemiAnalysis，爱建证券研究所

图表 5：NVIDIA 主流芯片自 2024 年起二手价格



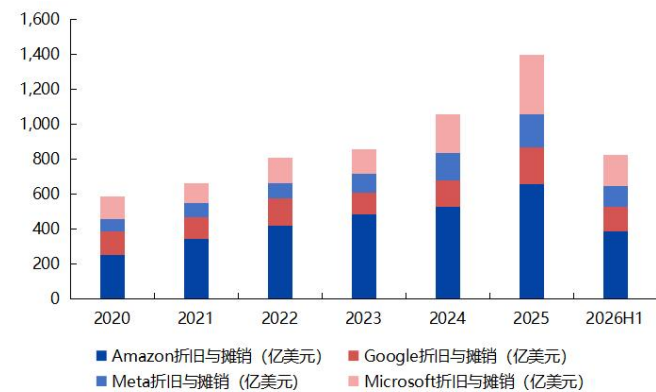
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 6：海外主流云厂商超大服务器年折旧费用梳理

	超大规模云服务商将服务器使用年限（年）	2026 财年资本开支（亿美元）	年折旧费用（亿美元）
Amazon	5	2000	400
Microsoft	6	1900	317
Google	6	1950-2050	325-342
Meta	5.5	1250-1450	227-264

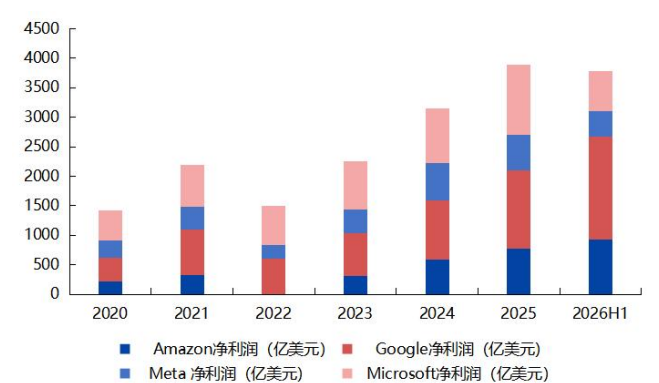
资料来源：各公司公告，UPA News，IT 之家，爱建证券研究所

图表 7：海外主流云厂商折旧与摊销



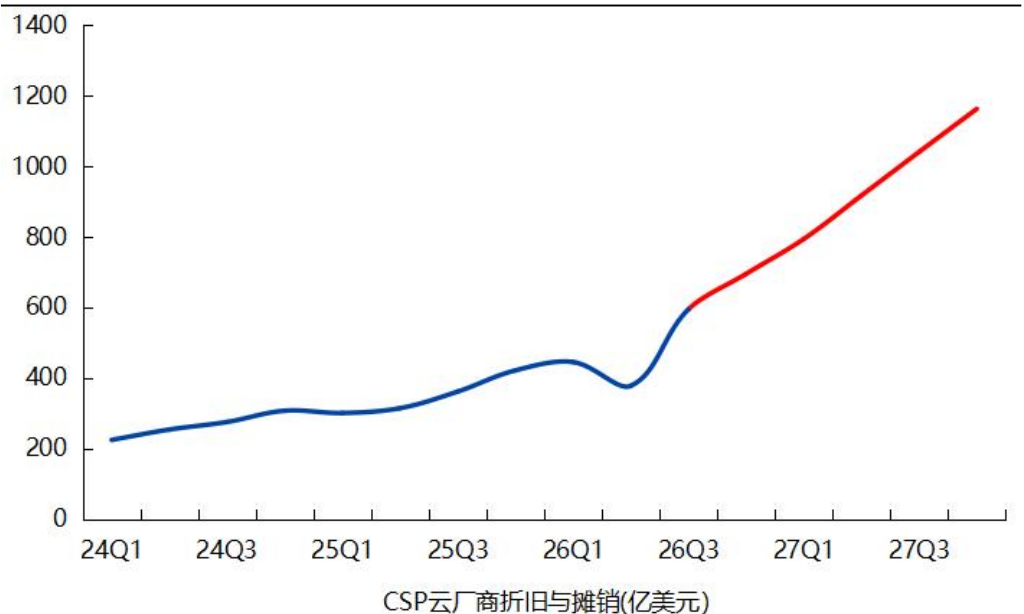
资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

图表 8：海外主流云厂商净利润



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

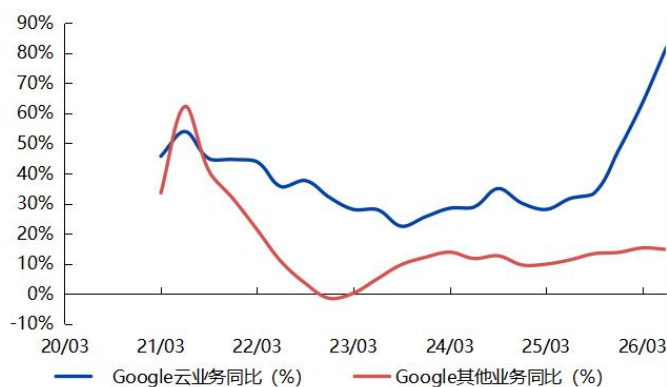
图表 9：海外主流云厂商折旧及未来预测



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

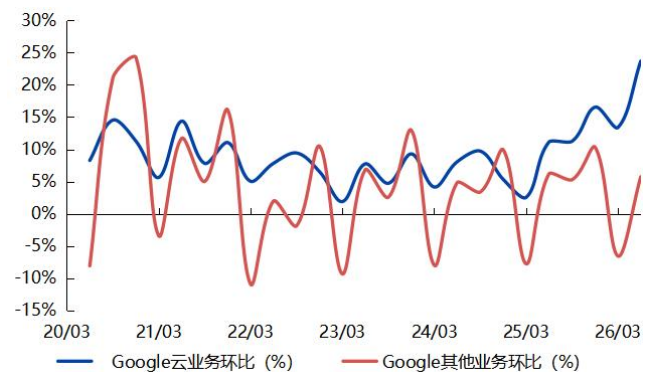
注：2027E 资本开支采用 2022-2026 年 CAGR 线性外推测算；折旧测算选取 5 年作为折旧年限假设。若厂商主动下调资本开支预算、AI 算力需求边际放缓，实际资本开支及折旧摊销规模或将显著低于模型测算结果。

图表 10: 20/03-26/06 Google 云业务与其他业务同比



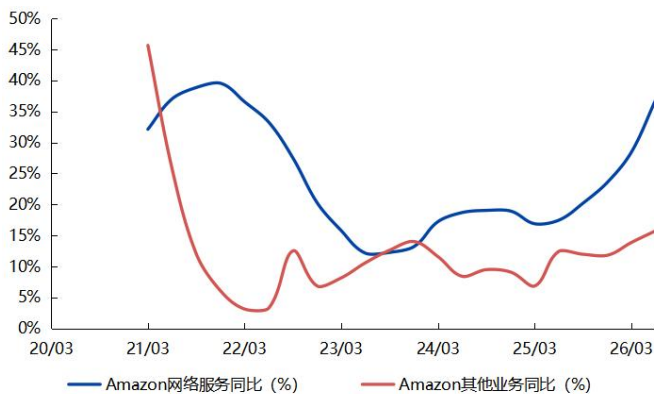
资料来源: 各公司公告, 爱建证券研究所

图表 11: 20/03-26/06 Google 云业务与其他业务环比



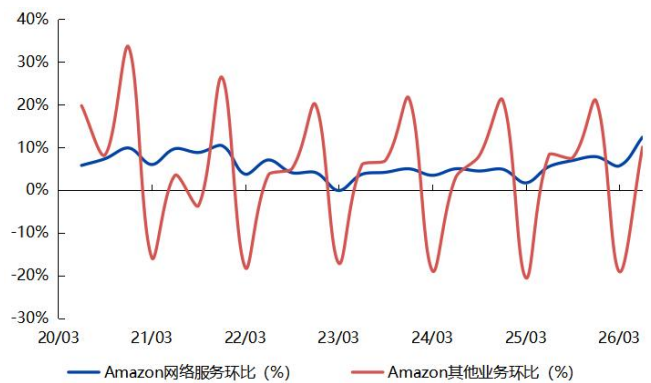
资料来源: 各公司公告, 爱建证券研究所

图表 12: 20/03-26/06 Amazon 云业务与其他业务同比



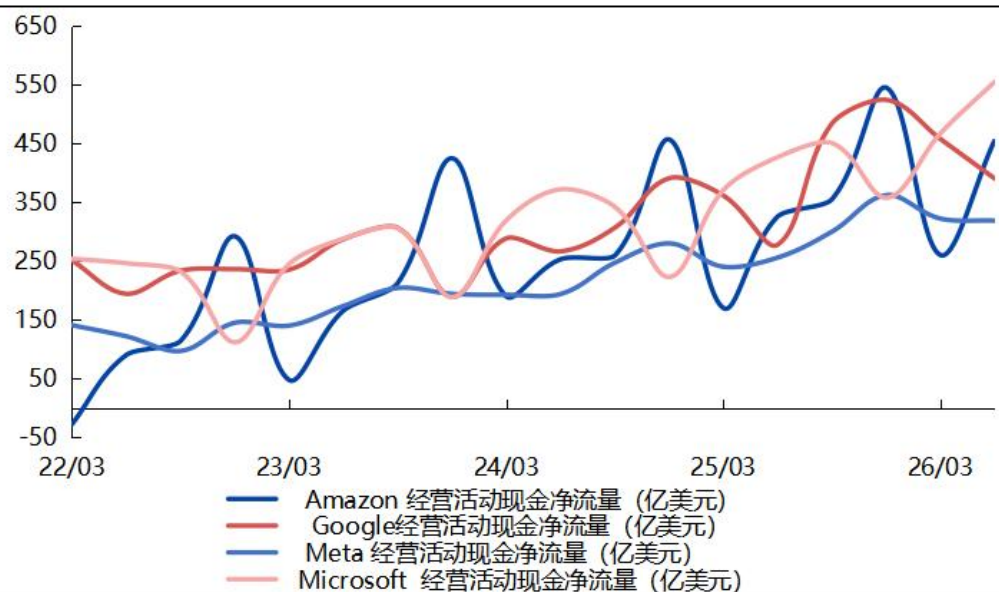
资料来源: 各公司公告, 爱建证券研究所

图表 13: 20/03-26/06 Amazon 云业务与其他业务环比



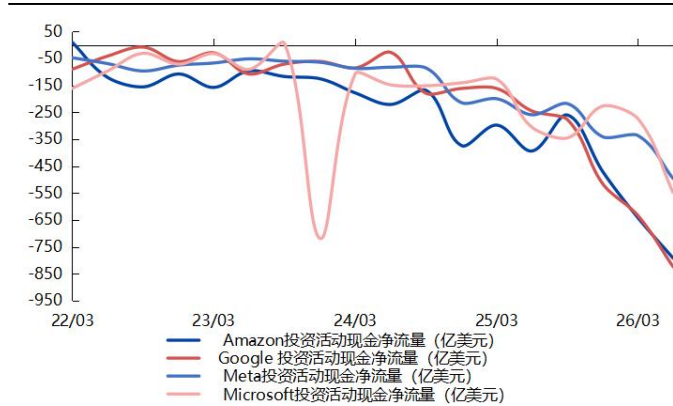
资料来源: 各公司公告, 爱建证券研究所

图表 14: 海外主流云厂经营活动现金净流量



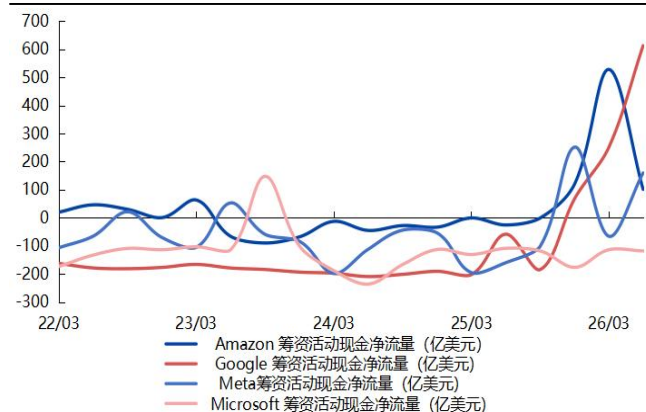
资料来源: 各公司公告, 爱建证券研究所

图表 15：海外主流云厂投资活动现金净流量



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

图表 16：海外主流云厂筹资活动现金净流量



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 折旧摊销上行拖累盈利风险：**全球算力设备集中落地投产，前期大规模资本开支对应的资产陆续完成转固，折旧摊销费用将持续爬坡，进一步抬升企业运营成本，若云业务增量利润无法有效覆盖新增折旧压力，行业整体盈利水平将面临持续承压风险。
- 2) 高强度资本开支带来财务承压风险：**北美头部云厂商持续加码算力投资，资本开支维持历史高位，长期挤占经营性现金流，导致企业资金缺口常态化，现金流周转压力加剧，叠加资产负债率上行，行业整体财务约束与信用压力或将持续收紧。
- 3) 云租赁业务不及预期：**云厂商租赁业务受下游大模型客户资本开支、Token 实际调用量影响较大。若 AI 行业需求不及预期，云厂商及下游客户算力采购、租赁需求收缩，可能导致算力上架率下滑、租赁单价下行，进而对公司营收及盈利水平形成压力。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。