国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 11 日

云及大数据服务行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

电子组
分析师：王倩雯（执业 S1130525070010） 分析师：樊志远（执业 S1130518070003）
wang_qianwen@gjzq.com.cn fanzhiyuan@gjzq.com.cn

海外 AI 云厂商融资现状研究

投资逻辑

近期，市场对于 AI 云厂商的信用风险较为关注。我们选取甲骨文、Meta、亚马逊、谷歌、微软和 CoreWeave 这 6 家公司的 5 年期债券作为信用风险的研究对象，认为 AI 云厂商发行债券的的信用利差与费城半导体指数大致呈反向走势；信用评级越高的债券，在费城半导体走弱的时候，信用利差变化越小；近期集中发债预期越高，信用利差越倾向于扩大。此外，Meta 虽然债券信用评级高于亚马逊，但信用利差高于亚马逊，我们认为可能由于 Meta 没有对外云业务，AI 投入的回报率相对间接，且未来 Meta 的融资迫切性较亚马逊更高。部分 AI 云厂商以自身信用为下游 AIDC 融资背书，通常被背书的 AIDC 债券评级较 AI 云厂商自身评级低一个等级，且债券信用利差走势与关联 AI 云厂商的债券走势大致同步。

除了大型 AI 云厂商之外，我们还统计了 15 家 NeoCloud 和 AIDC 公司的融资情况。这部分公司 2026 年至今债权融资 762 亿美元，较 2025 年全年增长 126%。与五大 AI 云厂商（甲骨文、Meta、亚马逊、微软、谷歌）债权净融资额相比，2026 年 NeoCloud 及 AIDC 债权融资额达到五大云厂债权净融资额的 33.4%，2025 年该比例为 37.4%，比值大致保持稳定。如果计入部分 AI 云厂商披露的隐性表外融资，则 2026 年以来 NeoCloud+AIDC+CSP 隐性表外债权融资金额至少为 1,298 亿美元，占 2026 年五大 AI 云厂商债券净融资额的 56.8%。2026 年 Q3 这部分公司债权融资价增量跌的情况表明 NeoCloud 及 AIDC 融资市场变差。IREN 披露其与微软 GPU 租赁合同的 IRR 约 13.6%。当前 IREN 7 年期债券收益率达到 12.7%，CoreWeave 5 年期债券收益率已达 16.3%，若加息持续、或半导体行情下行，则云厂商利润空间被挤压，可能出现经营回报率低于借贷利息的情况。

2025 年以来，AI 云厂商净借债及净融资增长明显。2026 年至今，五大 AI 云厂商债务净融资额约为 3,425 亿美元，较 2025 年的 903 亿美元同比增长 379%；综合净融资额约为 4,275 亿美元，较 2025 年的 3,133 亿美元同比增长 136%。在资本开支压力之下，Meta、谷歌暂停了股票回购，当前仅微软处于债务净偿还、分红回购正常进行的状态。表内融资之外，AI 云厂商还通过租约担保、残值担保等方式为第三方数据中心或非控股合资公司进行融资增信，规避大规模表内借债对信用评级和融资成本的影响。假设 NeoCloud、AIDC、表外数据中心的债务融资额为大型 AI 云厂商债务融资额的 60%，测算 2026 年至今 AI 数据中心相关债务融资额约为 5,480 亿美元，约占今年美国公司债新发市场的 23.4%。

至最新一期财报，五大 AI 云厂商可动用存量资金合计约 3,766 亿美元，仅微软近年来季度自由现金流持续为正，但经营净现金/资本开支也呈下滑趋势。根据近期公布的资本开支计划，五大 AI 云厂商 2027 年预期自由现金流合计为 -894 亿美元。参考 Bloomberg 经营活动现金流量金额一致预期，2027 年预计仅微软自由现金流为正。至 2026 年最新一期财报，五大 AI 云厂商的合同承诺达 3.42 万亿美元，较 2025 年的 1.38 万亿美元增长 149%。如果合同承诺顺利按计划执行，预计 AI 云厂商 2028 年仍将面临较高的外部融资需求。

投资建议

在头部 AI 云厂商中，微软、谷歌相对信用评级高、预期未来自由现金流或当前可动用存量资金较为健康。NeoCloud 及 AIDC 相关公司中，融资成本较高的 CoreWeave、Galaxy Digital、IREN 和 CleanSpark 在加息环境之下预计受到融资挑战。

风险提示

全球宏观及流动性风险，AI 行业发展或变现不及预期的风险，数据中心建设或交付不及预期的风险，外部融资风险。

内容目录

1. AI 云厂商信用利差自 10 月以来明显走阔，AIDC 融资 2026Q3 价增量跌 3
2. 2025 年以来 AI 云厂商净融资增长明显，预计未来 2 年仍将有较高的外部融资需求 7
3. 小结及投资建议 12
4. 风险提示 12

图表目录

图表 1： AI 云公司 5 年期债券 6 月以来信用利差均有不同程度的扩大 3
图表 2： 10 月以来 AI 云公司信用利差分化明显（单位：bp） 4
图表 3： CoreWeave 信用利差与费城半导体指数走势相反 4
图表 4： 头部 AI 云计算公司债券与其背书 AIDC 债券对比 4
图表 5： Meta 债券信用利差与其担保债券的信用利差走势相近（单位：bp） 4
图表 6： 甲骨文债券信用利差与其担保债券的信用利差走势相近（单位：bp） 4
图表 7： NeoCloud 和 AIDC 公司 2026 Q3 债权融资价增量跌（单位：亿美元） 5
图表 8： 15 家 NeoCloud 及 AIDC 公司债券及贷款融资情况（金额单位：亿美元；Spread 单位：bp） 5
图表 9： 芝商所 FedWatch 预计至 2027 年底美联储还将加息 75bp 6
图表 10： 2025 年以来 AI 云厂商净借债明显增长（单位：亿美元） 7
图表 11： 2025 年以来 AI 云厂商净融资明显增长（单位：亿美元） 7
图表 12： 部分 AI 云厂商进行表外隐性融资 7
图表 13： 2026 年第四季度以来，AI 云厂商进一步加大融资 8
图表 14： 最近一期财报各 AI 云厂商可动用的存量资金（单位：亿美元） 9
图表 15： 2025Q2 以来，甲骨文自由现金流持续为负（单位：亿美元） 9
图表 16： Meta 于 2026Q3 自由现金流首次转负 （单位：亿美元） 9
图表 17： SpaceX 2025 年以来自由现金流持续为负（单位：亿美元） 10
图表 18： 谷歌于 2026Q2 自由现金流转负（单位：亿美元） 10
图表 19： 亚马逊 2026 年以来自由现金流缺口扩大（单位：亿美元） 10
图表 20： 微软自由现金流一直为正，但经营净现金与资本开支比值呈下降趋势（单位：亿美元） 10
图表 21： CoreWeave 自由现金流持续为负，且 2026Q3 经营净现金下滑（单位：亿美元） 10
图表 22： Nebius 自由现金流持续为负，且 2026 年资本开支大幅增长（单位：亿美元） 10
图表 23： 2027 年 8 家 AI 云厂商仅微软预期自由现金流为正（单位：亿美元） 11
图表 24： 大型云厂商 2026 年以来采购或租赁承诺均出现不同程度的上涨（单位：亿美元） 11
图表 25： AI 云厂商订单储备情况 12

1. AI 云厂商信用利差自 10 月以来明显走阔，AIDC 融资 2026Q3 价增量跌

近期，市场对于 AI 云厂商的信用风险较为关注。我们选取甲骨文、Meta、亚马逊、谷歌、微软和 CoreWeave 这 6 家公司的 5 年期债券作为信用风险的研究对象，认为 AI 云厂商发行债券的的信用利差与以下因素相关：

- AI 云厂商债券的信用利差与费城半导体指数大致呈反向走势，但相关性并不对称：信用利差对股价上涨敏感度较低，但对股价下跌带来的潜在融资能力趋弱较为敏感。2026 年 4~6 月，费城半导体指数上涨，期间云厂商的信用利差经历了短暂上涨再缩窄的过程，整体缩窄幅度并不大；2026 年 7 月之后费城半导体指数开始下跌，下跌期间 AI 云厂商信用利差大幅走阔。如果公司采用股权或者可转债等形式融资，股价下跌隐含股权融资潜力降低。
- 信用评级越高的债券，在费城半导体走弱的时候，信用利差变化越小。6 月至今，信用评级最高的微软债券信用利差仅扩大 12bp，甚至在费城半导体指数承压的 7 月、10 月出现了负利差。我们认为主要系微软债券的信用评级较美国国债高 1 个等级，当信用风险整体扩大、投资者又不想离开企业债市场时，高信用评级的债券可能需求上涨，息差反而缩窄。此外，据下文图表 20、图表 23 测算，大型 AI 云厂商中，目前仅微软最近一期财报自由现金流为正、且 2027 年预期自由现金流为正。与之相反，投机级的 CoreWeave 债券在行情走弱时信用利差扩大更明显。

  2026 年 7 月，标普将甲骨文的长期发行人评级从 BBB 下调至投资级最低档的 BBB-，标普估计甲骨文的剩余履约业务中，约有一半与 OpenAI 相关，单一客户带来较高信用风险；穆迪未调降评级，但展望维持“负面”。2026 年 10 月，标普将 Meta 的信用评级展望从“稳定”下调至“负面”。“负面”展望意味着 2 年内评级被下调的概率上升。整体而言，信用评级高的微软、谷歌债券可能在半导体行情走弱时成为避险资产。
- 近期集中发债预期越高，信用利差越倾向于扩大。谷歌的信用评级高于亚马逊，但在 11 月 2 日有欧元债发债预期时，Spread 扩大至与亚马逊接近。

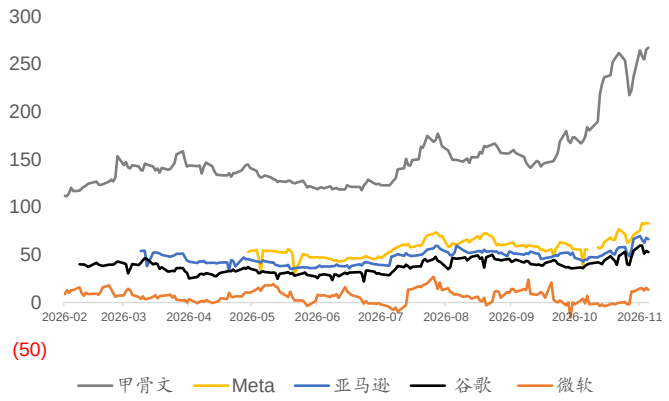
另一个值得注意的点是，Meta 债券的信用评级高于亚马逊，但今年以来的信用利差基本都高于亚马逊。我们认为可能由于 Meta 没有对外云业务，AI 建设主要用于训练自己的大模型或优化广告算法，AI 投入回报率相对间接，因此要求更高的回报率。彭博社报道 Meta 正在开发一项名为 Meta Compute 的云业务，考虑将算力出租给外部用户。此外，根据图表 23 的 2027 年预期资金缺口测算，现有资本开支计划下，Meta 2027 年大概率需要融资，而亚马逊资本金相对更加充足。可能未来融资预期越高，当前债券的信用利差越大。

图表1：AI 云公司 5 年期债券 6 月以来信用利差均有不同程度的扩大

公司	票息	到期日	当前价格（美元）	收益率	Spread(bp)	6 月 1 日 Spread(bp)	Spread 变化(bp)	穆迪评级
甲骨文	4.95%	2031/02/04	91.55	7.30%	267	120	+147	Baa2
Meta	4.55%	2031/05/15	96.40	5.46%	83	47	+36	Aa3
亚马逊	4.25%	2031/03/13	95.89	5.32%	66	36	+30	A1
谷歌	4.10%	2031/02/15	95.96	5.17%	53	27	+26	Aa2
微软	1.35%	2031/09/15	88.15	4.75%	13	1	+12	Aaa
CoreWeave	9.75%	2031/10/01	78.56	16.26%	1,170	467	+703	B1

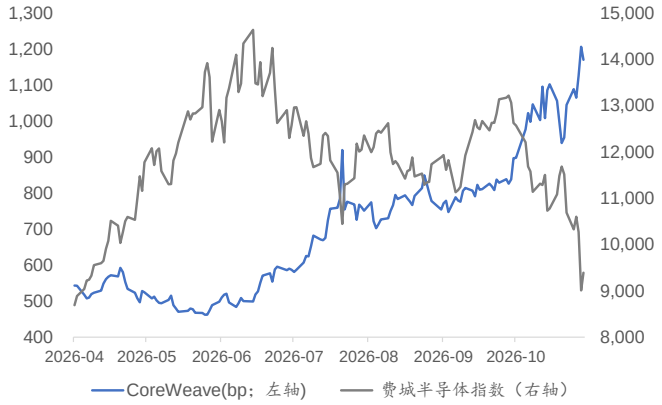
来源：Finra，Bloomberg，国金证券研究所
说明：1）选取至 11 月 6 日债券交易价格；2）Spread 变化=当前 Spread-6 月 1 日 Spread。

图表2：10 月以来 AI 云公司信用利差分化明显（单位：bp）



来源：Bloomberg，国金证券研究所
说明：选取至 11 月 6 日债券交易价格。

图表3：CoreWeave 信用利差与费城半导体指数走势相反



来源：Bloomberg，wind，国金证券研究所
说明：选取至 11 月 6 日债券交易价格。

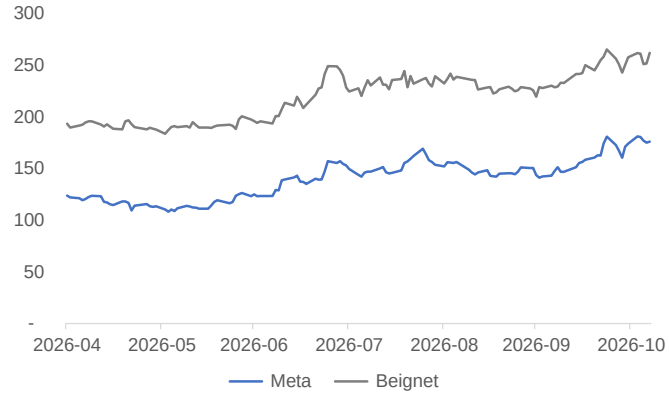
部分 AI 云厂商除了为下游 AIDC 提供租约、缴纳预付款，还以自身信用为下游 AIDC 融资背书，并提供残值担保，通常被背书的 AIDC 债券评级较 AI 云厂商自身评级低一个等级。如 Meta 与 Blue Owl 的关联公司共同成立合资公司 Beignet，由 Beignet 发行 24 年期 273 亿美元的债券，并由 Meta 提供残值担保。Beignet 债券的信用利差涨跌走势与 Meta 债券大致同步，平均而言 Beignet 债券的信用利差较 Meta 债券高 79bp。甲骨文也为数据中心出租方 RD Michigan 发行的 140 亿美元债券提供担保，这两家公司发行债券的信用利差走势也大致相同，RD Michigan 债券的信用利差平均较甲骨文高 111bp。

图表4：头部 AI 云计算公司债券与其背书 AIDC 债券对比

公司	票息	到期日	当前价格（美元）	收益率	Spread(bp)	6 月 1 日 Spread(bp)	Spread 变化(bp)	穆迪评级
Meta	6.20%	2046/05/15	92.97	6.86%	176	110	+66	Aa3；AA-（标普）
Beignet	6.581%	2049/05/30	92.91	7.22%	262	184	+78	A+（标普）
Sopaipilla	7.534%	2048/11/30	99.12	7.62%	280	-	-	A+（标普）
甲骨文	5.875%	2045/09/26	75.55	8.50%	308	187	+121	Baa2
RD Michigan	7.50%	2045/03/30	88.48	8.77%	434	350	+84	Baa3
微软	5.35%	2033/11/03	100.31	5.30%	52	-	-	Aaa
IREN	1.00%	2033/12/01	46.43	12.72%	798	-495	1,293	-

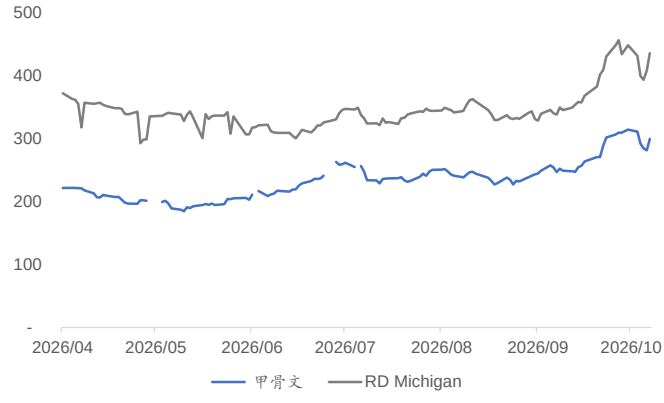
来源：Finra，Bloomberg，国金证券研究所
说明：1）选取至 11 月 6 日债券交易价格；2）Spread 变化=当前 Spread-6 月 1 日 Spread。

图表5：Meta 债券信用利差与其担保债券的信用利差走势相近（单位：bp）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表6：甲骨文债券信用利差与其担保债券的信用利差走势相近（单位：bp）



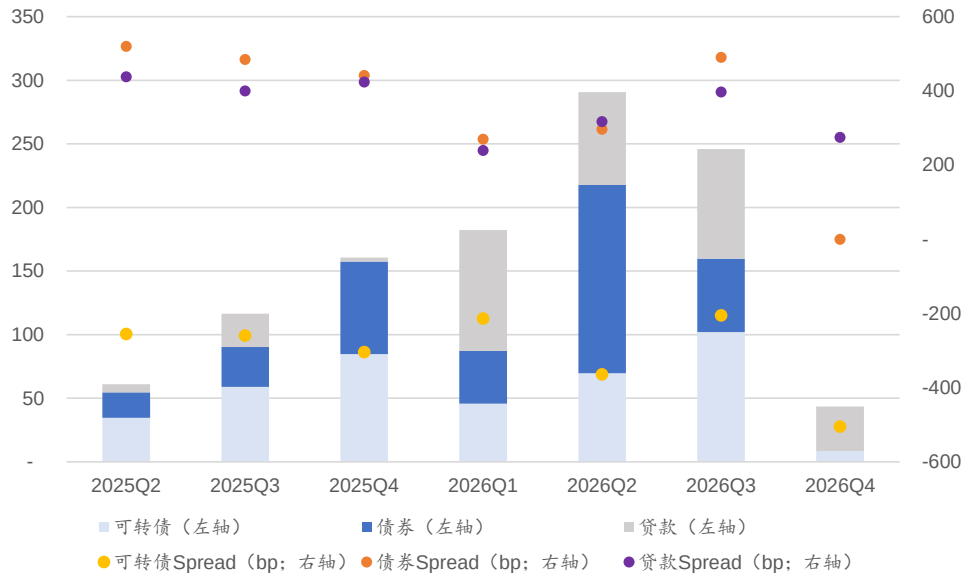
来源：Bloomberg，wind，国金证券研究所

除了大型 AI 云厂商之外，我们还统计了 15 家 NeoCloud 和 AIDC 公司（名单见图表 8）的融资情况：这些公司由于市值较小、以债权融资为主，2026 年至今债权（包括可转债、债券、贷款）融资 762 亿美元，较 2025 年全年增长 126%。与五大 AI 云厂商（甲骨文、Meta、亚马逊、微软、谷歌）债权净融资额比，2026 年 NeoCloud 及 AIDC 债权融资额达到五大云厂债权净融资额的 33.4%，2025 年该比例为 37.4%，比值大致保持稳定。如果计入部分 AI 云厂商披露的隐性表外融资，则 2026 年以来 NeoCloud+AIDC+CSP 隐性表外债权融资金额至少为 1,298 亿美元，占 2026 年五大 AI 云厂商债券净融资额的 56.8%。

2026 年第二季度，这 15 家被统计公司的债权融资额达到近 2 年季度最高值 291 亿美元，2026 年第三季度债权融资额降至 246 亿美元。融资成本方面，2025 年 Q2 以来这些公司整体债券与贷款的信用利差持续缩窄，直到 2026 年 Q1 见底，2026 年以来持续走阔；至 2026 年 Q3，债券与贷款的信用利差加权平均值约 435bp。2026 年 Q3 债权融资价增量跌的情况表明 NeoCloud 及 AIDC 融资市场变差。

此外，我们认为这些公司的融资信用利差与下游客户没有必然联系。以近期融资情况来看，CoreWeave、Galaxy Digital、IREN、CleanSpark 等公司信用利差较高，Core Scientific、Hut 8 融资利率相对较低。下游客户除了为 AIDC 提供租约增信、残值担保、预付款之外，近期 Riot 与 Anthropic 合作的项目中，规定 Riot 若不能为数据中心项目成功引入外部融资，Anthropic 将为 Riot 提供 12%年息的融资，利率高于现有的 AIDC 平均融资成本。

图表7：NeoCloud 和 AIDC 公司 2026 Q3 债权融资价增量跌（单位：亿美元）



来源：各公司官网，SEC 官网，国金证券研究所
说明：1）上图中统计的 15 家公司为图表 8 中所列示的公司；2）仅统计 IPO 之后，且为 AI 活动进行的融资；3）上图仅统计发行，未统计回购，可能较实际债权融资额偏高；4）Spread 为融资金额加权 Spread。

图表8：15 家 NeoCloud 及 AIDC 公司债券及贷款融资情况（金额单位：亿美元；Spread 单位：bp）

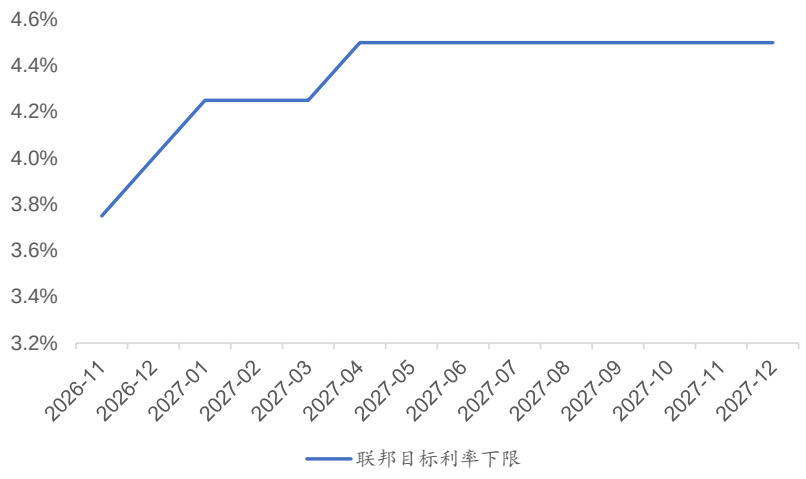
时间		CRWV	NBIS	FRMI	CORZ	WULF	IREN	HUT	GLXY
2025 年 Q2	金额	20	-	-	-	-	-	1	-
	Spread	520	-	-	-	-	-	485	-
2025 年 Q3	金额	44	-	-	-	-	-	-	14
	Spread	437	-	-	-	-	-	-	475
2025 年 Q4	金额	-	-	-	-	32	-	-	-
	Spread	-	-	-	-	420	-	-	-
2026 年 Q1	金额	75	-	5	10	5	-	-	-
	Spread	225	-	400	250	275	-	-	-
2026 年 Q2	金额	71	-	-	33	-	37	75	-
	Spread	498	-	-	384	-	218	132	-

2026 年 Q3	金额	26	8	-	6	-	24	11	35
	Spread	550	250	-	175	-	479	175	542
2026 年 Q4	金额	-	35	-	-	-	-	-	-
	Spread	-	275	-	-	-	-	-	-
时间		**CLSK**	**KEEL**	**CIFR**	**RIOT**	**MARA**	**APLD**	**WYFI**	
2025 年 Q2	金额	2	3	-	-	-	-	-	
	Spread	451	409	-	-	-	-	-	
2025 年 Q3	金额	-	-	-	-	-	-	-	
	Spread	-	-	-	-	-	-	-	
2025 年 Q4	金额	2	-	17		-	25	-	
	Spread	410	-	329	-	-	550	-	
2026 年 Q1	金额	-	-	20	-	-	22	-	
	Spread	-	-	230	-	-	308	-	
2026 年 Q2	金额	-	-	-	-	-	6	-	
	Spread	-	-	-	-	-	225	-	
2026 年 Q3	金额	23	-	-	6	6	-	-	
	Spread	413	-	-	275	338	-	-	
2026 年 Q4	金额	-	-	-	-	-	-	-	
	Spread	-	-	-	-	-	-	-	

来源：各公司官网，SEC 官网，美国财政部官网，国金证券研究所
说明：上表仅统计债券及贷款情况，Spread 为金额加权平均 Spread。

目前，芝商所 FedWatch 预计至 2027 年底美联储还将加息 75bp；若费城半导体指数进一步走弱，则信用评级较低、营收来源较为单一的的 AI 云厂商或 AIDC 公司可能面对更高的债权融资成本，同时股价下跌也会削弱股权融资能力。据《The Information》报道，甲骨文 AI 云服务租赁平均利润率约 16%。上市公司中，仅 IREN 披露过其与微软的 GPU 租赁合同：5 年期 GB300 租赁合同总金额为 97 亿美元，对应 200 核心 MW；2026 年起租、20%预付，预付款抵扣第 3~5 年的租金，预计 ARR 为 19.4 亿美元，85% EBITDA Margin；GPU 及其辅助设备开支预计 58 亿美元，建设成本预计 0.14~0.16 亿美元/核心 MW。若建筑按 20 年折现、GPU 按 6 年折现，则该合同 IRR 约为 13.6%。当前 IREN 7 年期债券收益率达到 12.7%，CoreWeave 5 年期债券收益率已达 16.3%，若加息持续、或半导体行情下行，则云厂商利润空间被挤压，可能出现经营回报率低于借贷利息的情况。

图表9：芝商所 FedWatch 预计至 2027 年底美联储还将加息 75bp



来源：FedWatch，国金证券研究所
说明：1）上表加息预期的时间点截至 11 月 11 日；2）选取 FedWatch 预期较高的利率段，如 2026 年 12 月 4%~4.25%的利率区间预期为 76.3%，则 2026 年 12 月假设利率为 4%。

2. 2025 年以来 AI 云厂商净融资增长明显，预计未来 2 年仍将有较高的外部融资需求

2025 年以来，AI 云厂商净借债及净融资增长明显。五大头部 AI 云厂商（甲骨文、Meta、谷歌、亚马逊、微软）2024 年整体处于债务净偿还状态，但 2025 年净借债高达 903 亿美元，2026 年前三季度净借债进一步增长至 2,284 亿美元。若考虑股权融资、融资租赁、未付设备款增加值等融资方式，2024 年 AI 云厂商分红回购金额超过融资额，而 2026 年前三季度这五大头部 AI 云计算厂商已至少向市场融资 3,133 亿美元。

在资本开支压力之下，Meta、谷歌暂停了股票回购，当前仅微软处于债务净偿还、分红回购正常进行的状态。表内融资之外，AI 云厂商还通过租约担保、残值担保等方式为第三方数据中心或非控股合资公司进行融资增信，规避大规模表内借债对信用评级和融资成本的影响，如谷歌 2026 年三季度末对外部公司的财务背书及担保达到 985 亿美元，较 2025 年末的 226 亿美元大幅增长。若第三方数据中心无力继续建设，AI 云厂商可能收购该项目并继续开发，将表外资本开支转到表内，如近期 Crusoe 将未完工的数据中心出售给谷歌，由谷歌继续投资 170 亿美元进行开发。

图表10：2025 年以来 AI 云厂商净借债明显增长（单位：亿美元）

	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年前三季度
甲骨文	-23	-2	219	185
Meta	85	104	299	249
SpaceX	-1	-1	91	107
谷歌	-8	9	321	763
亚马逊	-112	-91	115	1,134
微软	225	-298	-53	-49
CoreWeave	14	64	84	115
Nebius	-	-	-	-
小计	181	-214	1,078	2,506

来源：各公司官网，国金证券研究所

说明：1）由于存在借低息债偿还高息债的情况，上表统计数据为净借债金额；2）债务=长期债券+短期债务融资+商业票据，将可转债发行归类为股权融资、而非债权融资；3）Oracle 2025 财年为 2024 年 6 月 1 日至 2025 年 5 月 31 日，为了与其他公司可比，我们尽量采用日历年口径，上图中 2025 年为 2024 年 12 月 1 日至 2025 年 11 月 30 日，依此类推；4）微软 2025 财年为 2024 年 7 月至 2025 年 6 月，将其转换为 2025 年日历年；5）CoreWeave 与 Nebius 未披露 2026 年第三季度详细财务报表，因此上表仅统计其 2026 年上半年数据；6）负数表示债务净偿还，正数表示净借债。

图表11：2025 年以来 AI 云厂商净融资明显增长（单位：亿美元）

	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年前三季度
甲骨文	-84	-46	225	446
Meta	-186	-375	-204	171
SpaceX	9	155	310	1,046
谷歌	-715	-777	-314	1,365
亚马逊	-164	-33	231	1,372
微软	-118	-513	-92	-221
CoreWeave	23	86	209	336
Nebius	-	7	62	101
小计	-1,235	-1,495	426	4,615

来源：各公司官网，国金证券研究所

说明：1）净融资=债务净融资+股权净融资+融资租赁净融资+未付设备款增加值；2）股权净融资=股权融资-回购-分红-股权激励代扣款；3）部分未披露值按 0 处理，如甲骨文未披露 2025 及之前的融资租赁金额，甲骨文和谷歌均未披露 2023 年的未付设备款增加值；4）Oracle 2025 财年为 2024 年 6 月 1 日至 2025 年 5 月 31 日，为了与其他公司可比，我们尽量采用日历年口径，上图中 2025 年为 2024 年 12 月 1 日至 2025 年 11 月 30 日，依此类推；5）微软 2025 财年为 2024 年 7 月至 2025 年 6 月，将其转换为 2025 年日历年；6）CoreWeave 与 Nebius 未披露 2026 年第三季度详细财务报表，因此上表仅统计其 2026 年上半年数据；7）负数表示融资净偿还，正数表示净融资。

图表12：部分 AI 云厂商进行表外隐性融资

公司	债务融资	其他融资	部分表外隐性融资
甲骨文	· 2025 年以来加大债务融资	· 2026 年前三季度股权融资 206 亿美元	· 密歇根数据中心项目 The Barn 借债 140 亿美元，甲骨文提供租约并担保
Meta	· 2025 年以来加大债务融资	· 2026 年前三季度未付设备款增加值从 22 亿增至 118 亿美元；自 2025 年 Q4 开始暂停股票回购	· Louisiana 2,064MW 项目融资 273 亿美元，Meta 间接持股 20%并提供残值担保； · Texas 960MW 的数据中心项目融资 123 亿美元，Meta 间接持股 20%并提供残值担保 · 2026 年前三季度公司最大残值担保由 281 亿美元增长至 415 亿美元。
SpaceX	· 2025 年以来加大债务融资	· 2026 年 IPO，前三季度股权净融资 894 亿美元	· 2026 年 10 月 Apollo 与 SpaceX 签订租约，Apollo 以 GPU 抵押融资 400 亿美元

谷歌	· 2025 年以来加大债务融资	· 2026 年 Q1 以来暂停股票回购，2026 年前三季度未付设备款增加值从 48 亿增加值 208 亿美元	· 为 FluidStack 等第三方 AI 云公司增信，谷歌作为承租方、第三方融资建设数据中心。2026 年前三季度公司财务背书及担保由 226 亿美元增长至 985 亿美元。
亚马逊	· 2026 年债务净融资从 107 亿增加至 1,123 亿	· 2026 年前三季度未付设备款增加值从 102 亿增加值 215 亿美元	
微软	· 近年一直债务净偿还	· 融资主要依靠融资租赁，2026 年前三季度融资租赁、未付设备款增加值较 2025 年减少，回购、分红仍继续	
CoreWeave	· 2024 年开始加大债务融资	· 2025 年未付设备款增加值大幅增长、2026 年加大融资租赁	
Nebius	· 未发债	· 发行可转债融资，2025 年以来大幅增长	

来源：各公司官网，Finnhub，S&P Global，国金证券研究所

2026 年四季度以来，AI 云厂商进一步加大融资。甲骨文、Meta、谷歌、微软第四季度至今约融资 1,142 亿美元，微软时隔 9 年之后重启了大规模投资级美元债的发行；Meta、谷歌等公司选择发行利率更低的欧元债。

2026 年至今，五大 AI 云厂商（甲骨文、Meta、谷歌、微软、亚马逊）债务净融资额约为 3,425 亿美元，较 2025 年的 903 亿美元同比增长 379%；综合净融资额约为 4,275 亿美元，较 2025 年的 3,133 亿美元同比增长 136%。假设 NeoCloud、AIDC、表外数据中心的债务融资额为大型 AI 云厂商债务融资额的 60%，测算 2026 年至今 AI 数据中心相关债务融资额约为 5,480 亿美元；根据 SIFMA 统计，2026 年 1~10 月美国公司债新发 23,426 亿美元，则 AI 数据中心相关融资约占今年美国公司债新发市场的 23.4%。

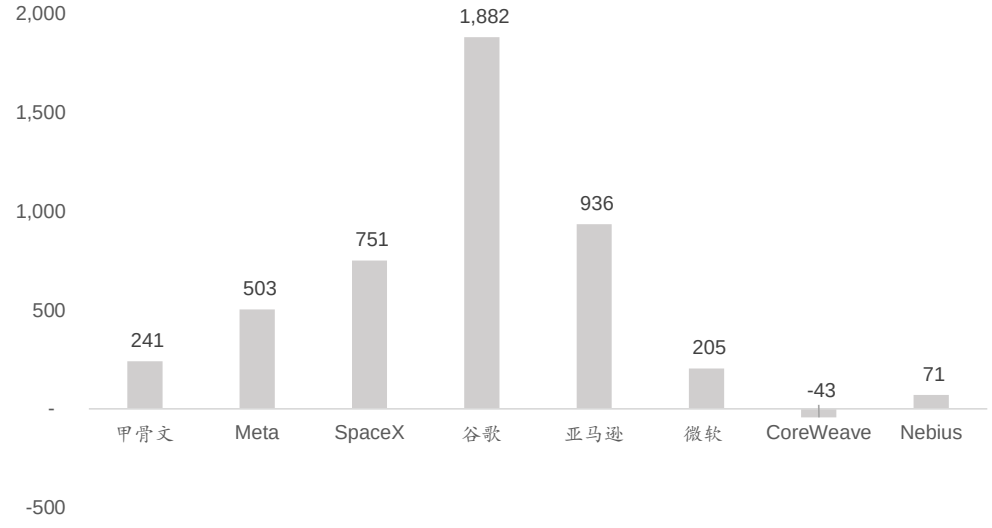
图表13：2026 年第四季度以来，AI 云厂商进一步加大融资

	2026 年 Q4 融资事件
甲骨文	· 11 月 2 日，以 116 美元/股增发融资 100 亿美元，并以 7.0%~8.65%的利息发债融资 100 亿美元，共计融资 200 亿美元。
Meta	· 10 月 27 日，以 625 美元/股增发融资 250 亿美元，并以 6.5%利息发行 125 亿美元强制转换的可转换优先股，共计融资 375 亿美元。当天公司还宣布了 600 亿美元的 ATM 融资计划。 · 11 月 3 日，以 5.85%~7.50%的利率发债融资 150 亿美元。 · 11 月 4 日，以 4.30%~6.40%的利率发债融资 90 亿欧元。
谷歌	· 11 月 5 日，以浮动利率和 3.7%~5.25%的固定利率发债融资 60 亿欧元。
微软	· 10 月 29 日，以浮动利率和 4.85%~6.35%的固定利率发债融资 250 亿美元。

来源：各公司官网，国金证券研究所

至最新一期财报，五大 AI 云厂商可动用存量资金合计约 3,766 亿美元，其中谷歌持有的 1,882 亿美元存量资金中包含 752 亿美元限售的 SpaceX 股权；CoreWeave 在手的现金及现金等价物低于未付设备款余额，需要通过融资维持公司运转。

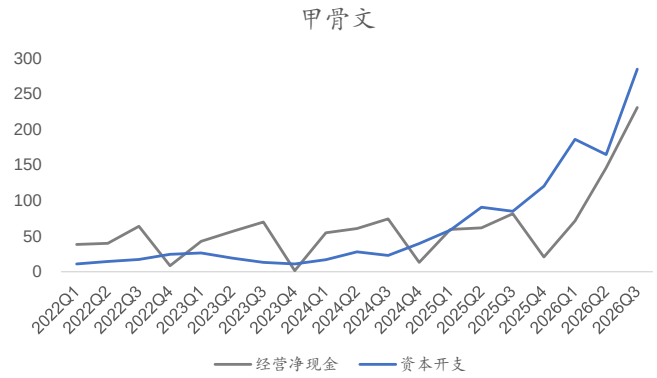
图表14：最近一期财报各 AI 云厂商可动用的存量资金（单位：亿美元）



来源：各公司官网，国金证券研究所
说明：1）定义：可动用存量资金=现金及现金等价物+短期投资-2027 年到期的债务本金-2027 年融资租赁应还款额-已宣告未付的股利-近期要付的罚款和税款-未付设备款余额-为第三方提供的信用违约兜底*违约率（假设为 20%）；2）由于各公司财报年与日历年不一定匹配，Oracle 统计至 2026 年 8 月末可动用存量资金；CoreWeave 与 Nebius 未披露 2026 年三季报，统计至 2026 年 6 月末可动用存量资金；3）季报中部分公司未披露未付设备款余额、2027 年融资租赁应还款额，可动用存量资金有可能高估。

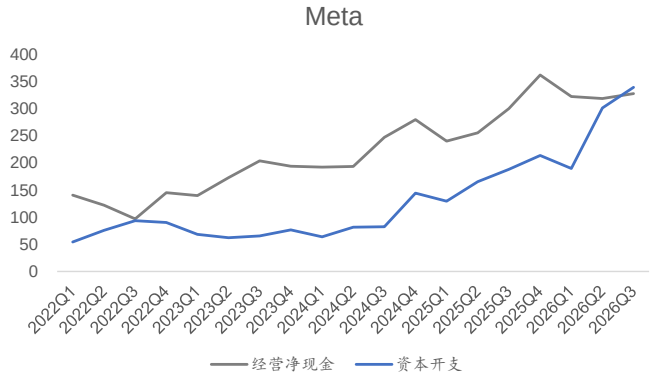
至最新一期财报，大型 AI 云厂商中仅微软近年来季度自由现金流持续为正，但经营净现金/资本开支也呈下滑趋势。Meta 于 2026Q3 自由现金流首次转负、谷歌于 2026Q2 自由现金流转负，SpaceX、CoreWeave、Nebius 自由现金流近年一直为负，其中 CoreWeave 和 Nebius 的经营净现金 2026 年以来未明显增长。

图表15：2025Q2 以来，甲骨文自由现金流持续为负（单位：亿美元）



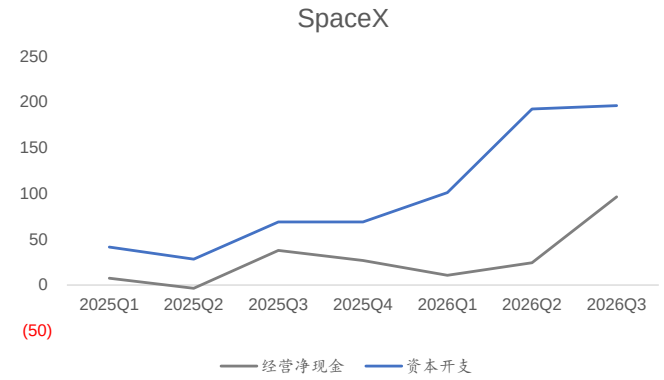
来源：wind，国金证券研究所
说明：Oracle 2025 财年为 2024 年 6 月 1 日至 2025 年 5 月 31 日，为了与其他公司可比，我们尽量采用日历年口径，上图中 2026Q3 为 2026 年 6 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日，依此类推。

图表16：Meta 于 2026Q3 自由现金流首次转负 （单位：亿美元）



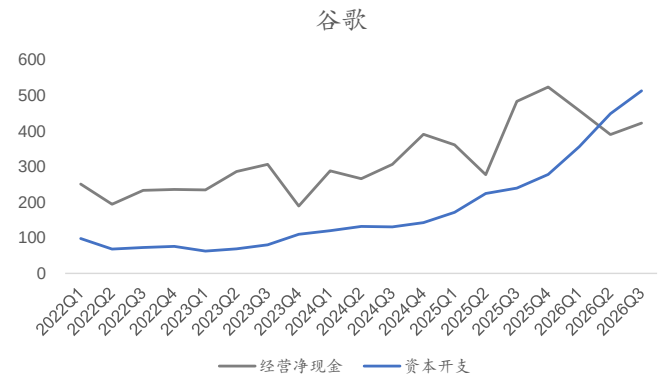
来源：wind，国金证券研究所

图表17：SpaceX 2025 年以来自由现金流持续为负（单位：亿美元）



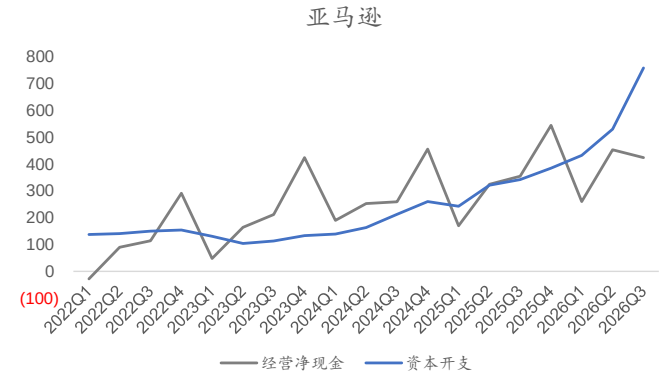
来源：wind，国金证券研究所

图表18：谷歌于 2026Q2 自由现金流转负（单位：亿美元）



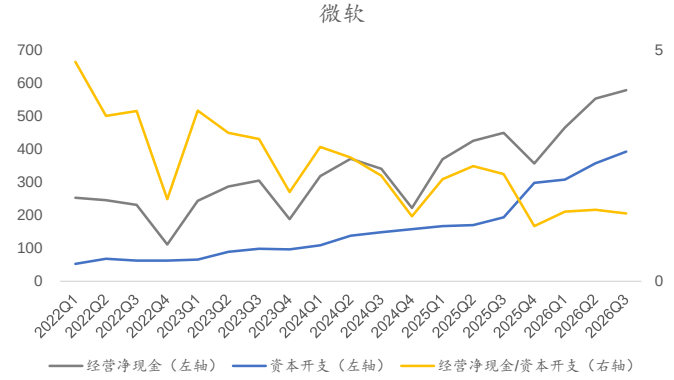
来源：wind，国金证券研究所

图表19：亚马逊 2026 年以来自由现金流缺口扩大（单位：亿美元）



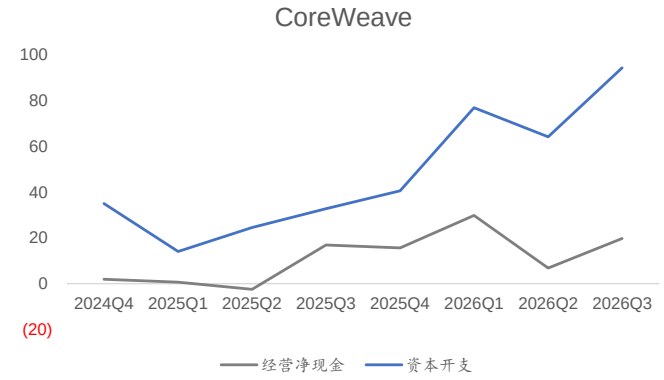
来源：wind，国金证券研究所

图表20：微软自由现金流一直为正，但经营净现金与资本开支比值呈下降趋势（单位：亿美元）



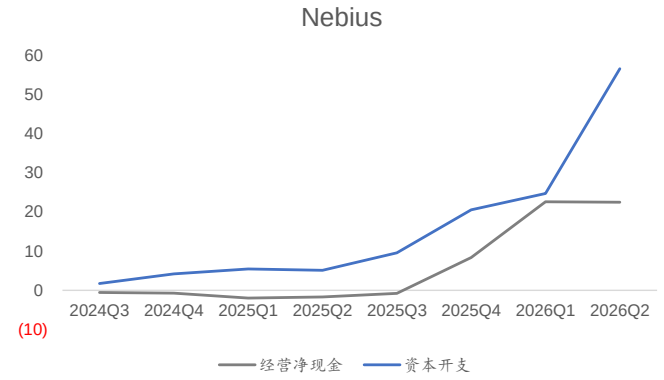
来源：wind，国金证券研究所
说明：微软上图统计口径为日历季度口径，非财报季度口径。

图表21：CoreWeave 自由现金流持续为负，且 2026Q3 经营净现金下滑（单位：亿美元）



来源：wind，国金证券研究所

图表22：Nebius 自由现金流持续为负，且 2026 年资本开支大幅增长（单位：亿美元）



来源：wind，国金证券研究所

按近期公布的资本开支计划，五大 AI 云厂商 2027 年预期自由现金流合计为-894 亿美元，参考 Bloomberg 经营活动现金流量金额一致预期，2027 年预计仅微软自由现金流为正。SpaceX 若按照 2027 年 10GW 资本开支的指引进行建设，预计自由现金流为-2,499 亿美元。结合公司最近一期财报可动用存量资金，预计谷歌、微软、亚马逊、甲骨文融资急迫性相对较弱，而 SpaceX、CoreWeave、Nebius、Meta 融资急迫性较高，否则难以完成资本开支计划。

下游 AIDC 交付期限的不确定性带来了资本开支计划完成的不确定性。据彭博社和华尔街

见闻报道，微软正在加强对 Nebius、IREN 和 Nscale 部分数据中心的监督，退出其认为风险较高的项目，并在内部讨论是否继续签署新的 NeoCloud 交易。面对交付不确定性，一方面微软主动退出了 Nscale 多个项目，不再扩大双方在德克萨斯州的可做，并不再计划租用 Nscale 位于西弗吉尼亚州 1.35GW 的算力；另外一方面微软向 Nebius 新泽西州的项目、Nscale 和 IREN 在德克萨斯州的项目派驻员工。此前由于 IREN 德克萨斯州园区发生事故导致交付延迟，IREN 已将原本 2026 年末 40 亿美元的 ARR 预期推迟至 2027 年 1 月末。

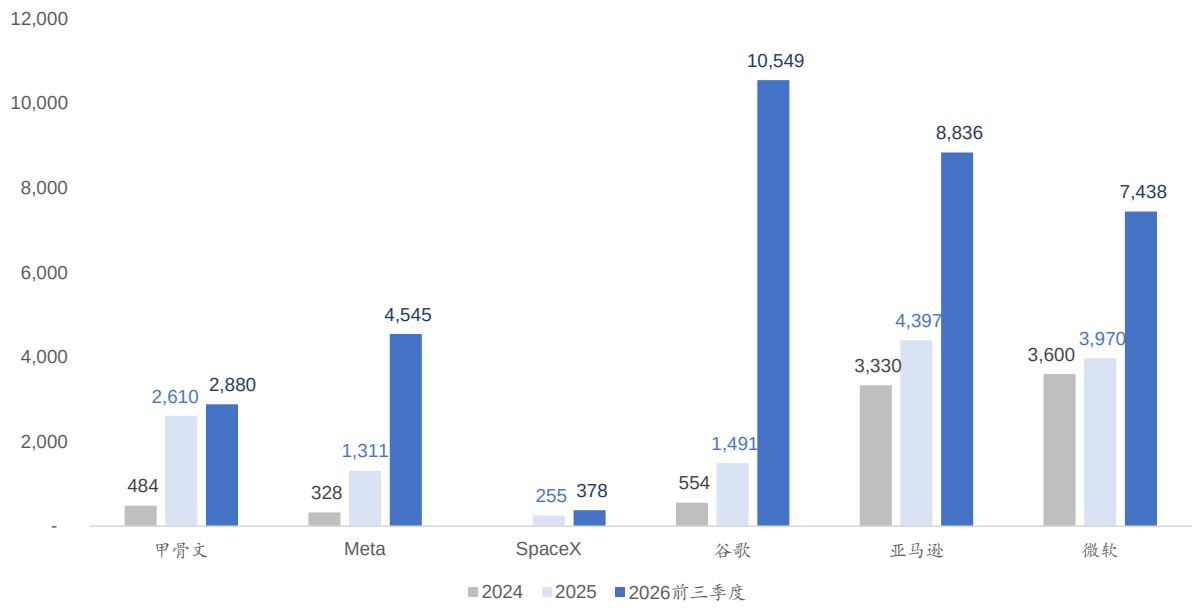
图表23：2027 年 8 家 AI 云厂商仅微软预期自由现金流为正（单位：亿美元）

	甲骨文	Meta	SpaceX	谷歌	亚马逊	微软	CoreWeave	Nebius
2027 年预期经营活动现金流量净额	682	1,696	1,231	2,750	2,552	2,427	174	109
2027 年资本开支计划	700	2,269	3,730	3,283	3,049	1,700	480	328
2027 年预期自由现金流	-18	-573	-2,499	-533	-497	727	-306	-218
最新一期财报可动用的存量资金	241	503	751	1,882	936	205	-43	71
资金缺口（“-”表示有缺口）	223	-70	-1,748	1,349	438	932	-350	-148

来源：各公司官网，Bloomberg，Nasdaq，国金证券研究所
说明：1）上表用最新一期财报可动用的存量资金作为 2027 年初始可动用资金，但目前 2026 年还没有完全结束，Q4 或 H1 的经营结果可能对 2027 年初始可动用资金产生影响，使得测算结果偏差；2）2027 年预期经营活动现金流量净额采信 2026 年 11 月 6 日 Bloomberg 一致预期；3）上述资金缺口测算未考虑分红及回购；4）2027 年资本开支计划：甲骨文采信公司指引 2027 财年净现金资本开支约 700 亿美元（考虑融资租赁），Bloomberg 一致预期为 955 亿美元；SpaceX 2026Q3 算力容量为 1.7GW，公司指引到 2026 年末算力容量为 2.5~3GW，对应 350~400 亿美元资本开支，平均每 GW 建设成本约 373 亿美元，假设 2027 年资本开支按照公司高确信度的 10GW 指引计算，算出 2027 年资本开支计划约 3,730 亿元，Bloomberg 一致预期为 2,713 亿美元；微软采信公司指引 2027 日历年资本开支为 1,700 亿美元，Bloomberg 一致预期为 2,170 亿元；其余公司采信 Bloomberg 一致预期；5）上表 2027 年为日历年，除了甲骨文采用 2026 年 12 月至 2027 年 1 月预期；6）2027 年预期自由现金流=2027 年预期经营活动现金流量净额-2027 年资本开支计划，资金缺口=2027 年预期自由现金流+最新一期财报可动用的存量资金。

至 2026 年最新一期财报，五大 AI 云厂商的采购及其他合同承诺达 3.42 万亿美元，较 2025 年的 1.38 亿美元增长 149%。谷歌、亚马逊、微软采购的大幅增长主要来自于 AI 基建及数据中心租约的增长。如果合同承诺顺利按计划执行，预计 AI 云厂商 2028 年仍将面临较高的外部融资需求。

图表24：大型云厂商 2026 年以来采购或租赁承诺均出现不同程度的上涨（单位：亿美元）



来源：各公司官网，国金证券研究所
说明：1）上表统计时间为日历年，甲骨文前三季度为 2025 年 12 月至 2026 年 8 月；微软仅年报披露采购承诺，因此微软 2024 年的数据为 2023 年 7 月至 2024 年 6 月，2025 年的数据为 2024 年 7 月至 2025 年 6 月，2026 年前三季度数据为 2025 年 7 月至 2026 年 6 月，该数据相较其他公司可能高估；2）甲骨文统计口径为 additional lease commitments，可能低估；Meta、SpaceX 统计口径为 non-cancelable contractual commitments，可能低估；谷歌统计口径为 purchase commitments and other contractual obligations，可能高估；亚马逊统计口径为 total commitments，可能高估；微软统计口径为 contractual obligations，可能高估。

至 2026 年最新一期财报，四大 AI 云厂商（Meta 未披露）剩余履约义务约 2.49 万亿美

元，较 2025 年末增长 49.4%；其中预计 5,403 亿美元将于 1 年内确认为收入，占比 21.7%。微软、甲骨文的剩余履约义务增长较慢，SpaceX 2026 年 Q3 约 34.5%的收入来自于 Anthropic，而 Anthropic 于 2027 年 Q1 开始具有合同提前终止权，为 SpaceX 的云业务带来不确定性。

图表25： AI 云厂商订单储备情况

	订单储备（亿美元）		收入确认安排
	2025 年	2026 年最新财报	
甲骨文	5,526	6,640	· 13%预计于 1 年内确认，37%预计于 1~3 年内确认，34%预计于 3~5 年内确认。 · 标普预计甲骨文的剩余履约义务中一半与 OpenAI 相关。
Meta	未披露		
SpaceX	284	630	· 其中 175 亿美元已记为递延收入，67%预计于 1 年内确认，27%预计于 1~3 年确认。 · 2026 年 Q3，34.5%的营收来自于 Anthropic，Anthropic 可分别于 2027 年 1 月和 2027 年 3 月之后提前 90 天通知终止合同。
谷歌	2,428	5,677	· 预计略超 55%的订单将于未来 2 年内确认。
亚马逊	2,440	5,780	· 合同加权平均期限约为 6.1 年。 · 订单中约 1,000 亿美元来自 OpenAI，平均合同年限超过 8 年；超过 1,000 亿美元来自 Anthropic，平均合同年限超过 10 年。
微软	6,250	6,770	· 合同加权平均期限为 2.3 年，预计 30%将在 1 年内确认。
CoreWeave	607	1,037	· 41%预计于 2 年内确认，39%预计于 2~4 年内确认，其余预计于 4~6.5 年内确认。
Nebius	213	375	· 36%预计于 2 年内确认，40%预计于 2~4 年内确认。
小计	17,748	26,909	

来源：各公司官网，华尔街见闻，纳斯达克，国金证券研究所
说明：1）上表统计时间为日历年，甲骨文前三季度为 2025 年 12 月至 2026 年 8 月；2）CoreWeave 与 Nebius 未披露 2026 年第三季度业绩，因此上表仅统计其 2026 年上半年数据。

3. 小结及投资建议

在头部 AI 云厂商中，微软、谷歌相对信用评级高、预期未来自由现金流或当前可动用存量资金较为健康。NeoCloud 及 AIDC 相关公司中，融资成本较高的 CoreWeave、Galaxy Digital、IREN 和 CleanSpark 在加息环境之下预计受到融资挑战。

4. 风险提示

■ 全球宏观及流动性风险

若美联储或其他全球主要经济体财政预算收紧、量化紧缩、社会通胀较高，可能对全球流动性或加息预期产生影响，从而影响 AI 云厂商的外部融资环境。

■ AI 行业发展或变现不及预期的风险

若 AI 行业发展不及预期，可能外部投资者参与行业投资意愿会减弱；若 AI 经济变现能力不及预期，可能上游模型厂商或客户采购意愿减弱，导致现有合同取消

■ 数据中心建设或交付不及预期的风险

若数据中心因电力申请、项目审批、建设进度等原因导致交付不及预期，AI 云厂商没有足够算力交付下游客户，导致收入或订单疲弱，可能会对未来 AI 云厂商持续融资能力产生

影响。

■ 外部融资风险

随着 AI 数据中心建设相关债券占美国企业债券融资比重提升，部分数据中心获取融资的能力可能减弱。若外部金融机构不能提供足量金额、合理利率的融资，数据中心可能不能按时进行项目建设，或者项目出现亏本。产业链传导之下，AI 云厂商可能会兑现财务担保，甚至将外部数据中心收归体内进行自主建设，从而使得 AI 云厂商自身资产负债表恶化。

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