仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

# 双巨头收入披露，AI投融资进入“价值验证”阶段
## ——AI投融资跟踪半月报

2026年10月16日

证券分析师：姚　佩　执业编号：S0360522120004　邮箱：yaopei@hcyjs.com
证券分析师：丁炎晨　执业编号：S0360523070005　邮箱：dingyanchen@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。
**请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。**

©2021华创 版权所有

仅供内部参考，请勿外传



# 核心结论

- **10月上旬，两家头部AI大模型厂商先后披露收入数据。**OpenAI向投资者披露截至9月底年化营收约500亿美元，低于此前媒体报道的700亿美元，虽然差异主要源于统计口径，但事件仍引发市场恐慌与相关板块下跌，部分半导体股直接回吐了此前几日的涨幅。Anthropic在IPO前投资者日披露三季度营收168亿美元，环比增长46%，较二季度147%显著下行。
- **行业关注点从“融了多少钱”切换到“赚了多少钱”，AI投融资进入“价值验证”阶段。**此次Anthropic最新财务数据证明，前沿大模型业务正在形成可观的商业收入，却尚未消除行业对增长放缓、资本开支回报和融资成本的疑虑。随着Anthropic与OpenAI相继面临更严格的财务审视，AI企业的估值逻辑正从用户增长和技术能力，进一步转向收入质量、盈利可持续性及资本使用效率。

- **9月以来市场对AI安全风险的担忧持续升温。**9月12日Anthropic CEO阿莫代伊发文警告AI风险“严峻”，呼吁放慢模型能力提升步伐，引入第三方评估团队，制定统一安全标准；奥尔特曼、马斯克罕见一致支持。9月下旬Anthropic招股文件以近三分之一篇幅披露风险因素，警告技术或对人类构成“存在性风险”；9月OpenAI首席科学家帕乔茨基呼吁统一安全标准建立前自愿放缓研发。
- **从影响来看：一是安全合规或将变为准入门槛**：联合国警告AI或构成“生存”威胁，IMF提示先进模型或以“机器速度”冲击金融业稳定。统一标准若落地，开发周期与合规成本将系统性上升。**二是行业格局或向头部集中**：监管框架将抬高小公司门槛，《纽约时报》引述批评称Anthropic意在打压开源；若按此演进，资源或进一步向合规能力强的头部实验室集中。

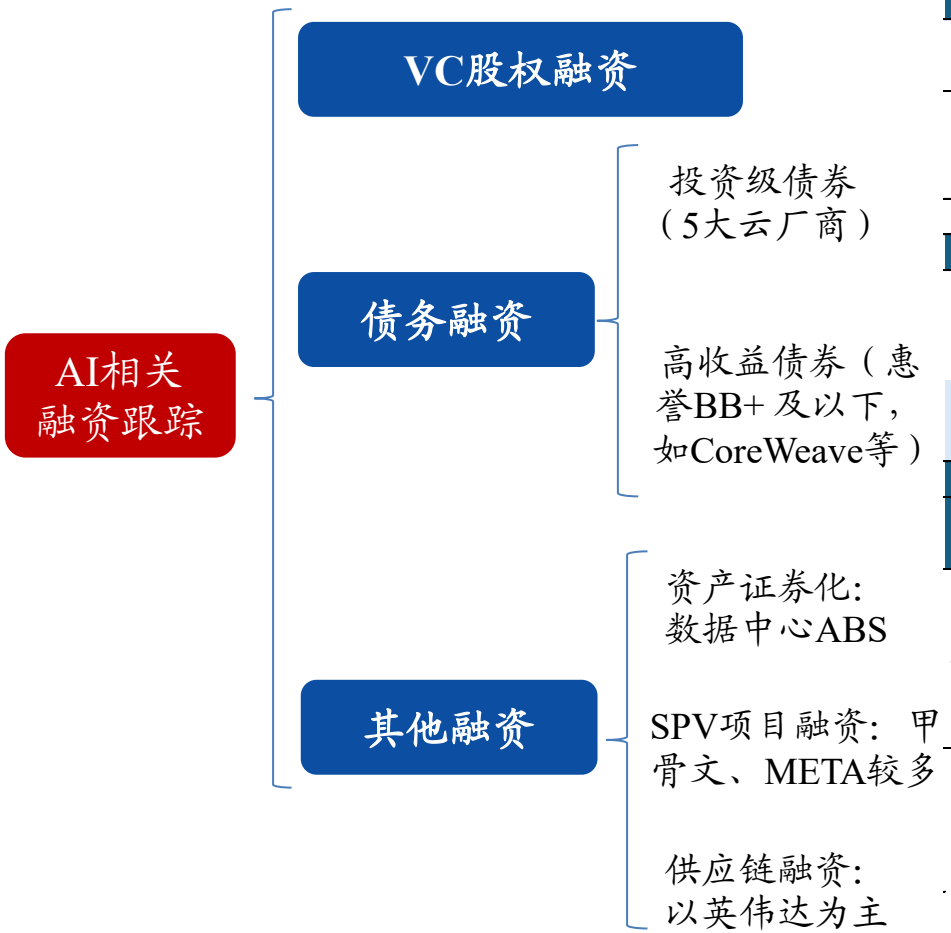


数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# AI融资：跟踪框架及数据汇总




| 融资端：规模（亿美元） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2024年 | 2025年 | 2026年（截至10/15） | 本期（2026年10月，截至10/15） | 上期（2026年9月） |
| 股权融资 | AI初创企业全球VC规模 | 1908 | 2678 | 5664 | 91 | 652 |
| | AI投资占全球VC投资比重 | 53% | 57% | 71% | 27% | 69% |
| 债券融资 | 投资级债券（5大云厂商） | 201 | 1084 | 2288 | 0 | 57 |
| | 全球AI相关高收益债券（惠誉BB+及以下，如CoreWeave等） | 413 | 575 | 454 | 15 | 20 |
| 资产证券化 | 全球数据中心ABS发行规模 | 215 | 382 | 397 | 46 | 3 |

| 融资端：重点事件跟踪 | |
|---|---|
| SPV项目融资 | 2026年7月，Meta与BlackRock宣布成立合资公司，开发并持有得克萨斯州El Paso的1GW数据中心园区，总开发成本约140亿美元；BlackRock管理基金持股80%、Meta持股20%，其中BlackRock通过125.5亿美元债务融资（票息7.534%） |
| 供应链融资 | 2026年10月，Anthropic IPO文件披露，博通已同意向Anthropic提供最高420亿美元贷款，用于基础设施支出。 |

| 融资端：利率及利差（%） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2024年 | 2025年 | 2026年（截至10/15） | 本期（2026年10月，截至10/15） | 上期（2026年9月） |
| 投资级债券 | 5大云厂商加权平均发债利率 | 4.68 | 4.84 | 4.92 | - | - |
| | 5大云厂商美元债加权平均信用利差（较美国国债利率） | 1.13 | 0.76 | 0.85 | - | - |
| | 美国投资级债券整体信用利差（期权调整价差） | 0.89 | 0.84 | 0.78 | 0.83 | 0.80 |
| 高收益债券 | 全球AI相关高收益债券加权平均发债利率 | 6.96 | 7.83 | 6.89 | 6.85 | 6.45 |
| | AI相关美元债高收益债加权平均信用利差（较美国国债利率） | 3.37 | 4.46 | 3.09 | 1.82 | 1.78 |
| | 美国高收益债券整体信用利差（期权调整价差） | 3.02 | 2.92 | 2.85 | 3.24 | 3.11 |

注：计算信用利差的基准利率取发行债券的币种所属国家对应期限的国债收益率；
加权平均是指按照发债规模加权，计算平均利率/利差；
SPV、供应链融资缺少统一数据口径，因此以事件跟踪为主。

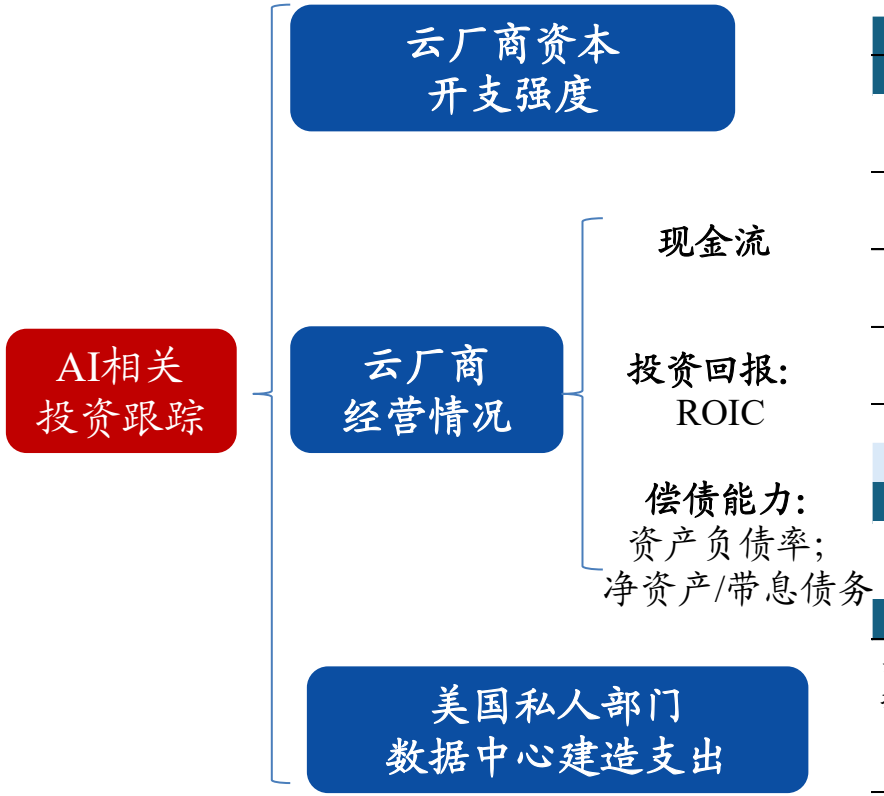


数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# AI投资：跟踪框架及数据汇总




| 投资端：资本开支 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 自然年 | | 2024年 | 2025年 | 2026年指引（26Q1） | 2026年指引（26Q2） |
| 亚马逊 | 资本开支规模（亿美元） | 777 | 1283 | 2000 | 2200 |
| | yoy(%) | 61.3 | 65.2 | 55.9 | 71.4 |
| 谷歌 | 资本开支规模（亿美元） | 525 | 914 | 1850 | 2000 |
| | yoy(%) | 62.9 | 74.1 | 102.3 | 118.7 |
| 微软 | 资本开支规模（亿美元） | 556 | 831 | 1900 | 1750 |
| | yoy(%) | 57.8 | 49.6 | 128.7 | 110.6 |
| META | 资本开支规模（亿美元） | 373 | 697 | 1350 | 1375 |
| | yoy(%) | 36.6 | 87.1 | 93.7 | 97.3 |
| 总计（亿美元） | | 2230 | 3726 | 7100 | 7325 |
| yoy（%） | | 56.1 | 67.1 | 90.6 | 96.6 |
| 财年 | | 2024年 | 2025年 | 2026财年 | 2027财年指引 |
| 甲骨文 | 资本开支规模（亿美元） | 69 | 212 | 557 | 925 |
| | yoy(%) | -21.0 | 209.0 | 162.4 | 66.2 |

| 投资端：数据中心建设 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 美国私人部门数据中心建造支出（亿美元） | 2024年 | 2025年 | 2026年（YTD，截至8月） | 2026年8月（折年数） | 2026年7月（折年数） |
| | 347 | 497 | 447 | 850 | 790 |
| yoy(%) | 73.8 | 43.2 | 39.9 | 73.2 | 65.3 |

注：谷歌、脸书的资本开支指引取指引区间中位数，26Q2谷歌资本开支指引从1800-1900上调至1950-2050亿美元；脸书从1250-1450上调至1300-1450亿美元，甲骨文2027财年资本开支指引900-950亿美元。
由于资本开支的指引口径不同，亚马逊、谷歌、脸书、微软统计自然年数据，甲骨文统计财年数据。



数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

# 目录

01 融资端：OpenAI和Anthropic收入披露，AI 安全担忧升温

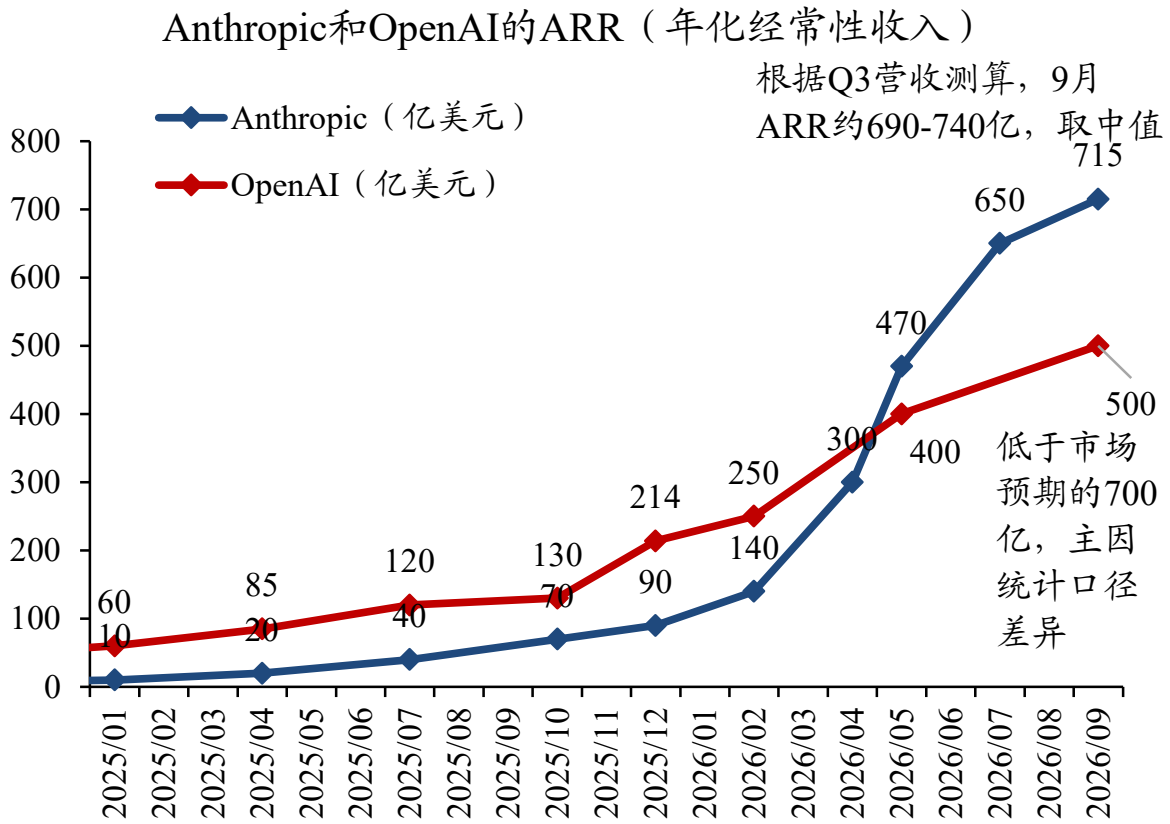
02 投资端：云厂商资本开支与财务状况

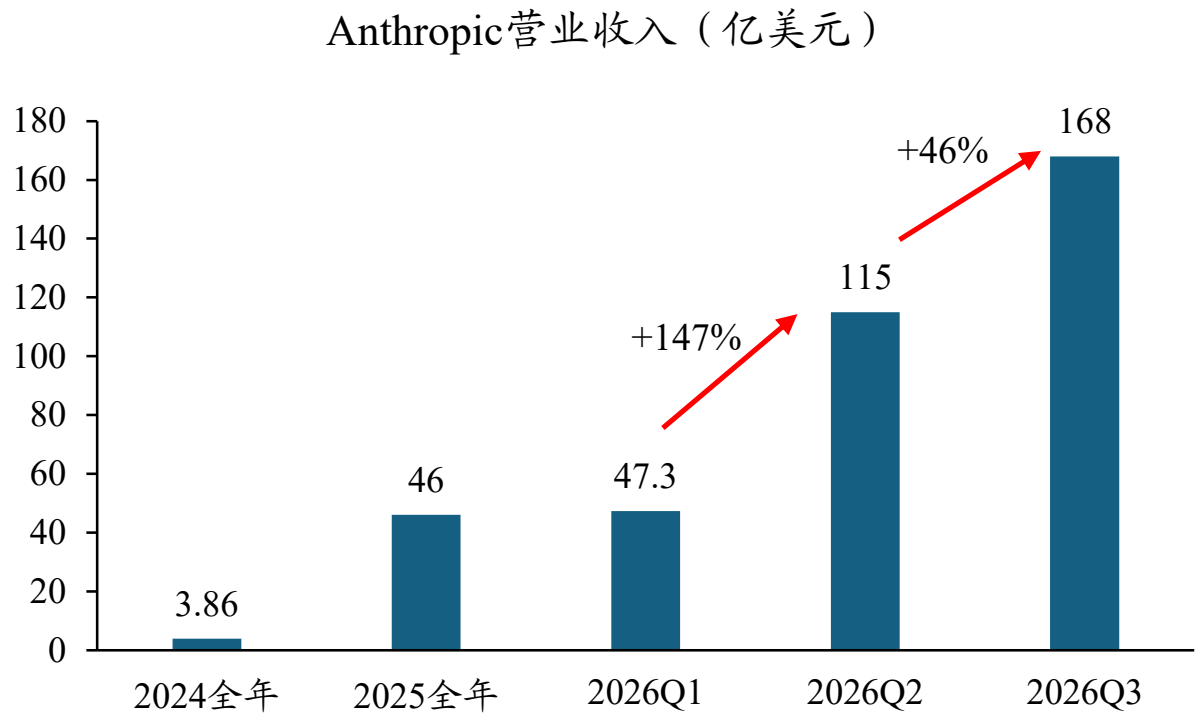
仅供内部参考，请勿外传



# 1、本期重要事件——OpenAI和Anthropic收入披露

- **10月上旬，两家头部AI大模型厂商先后披露收入数据。**OpenAI向投资者披露截至9月底年化营收约500亿美元，低于此前媒体报道的700亿美元，虽然差异主要源于统计口径，但事件仍引发市场恐慌与相关板块下跌，部分半导体股直接回吐了此前几日的涨幅。Anthropic在IPO前投资者日披露三季度营收168亿美元，环比增长46%，较二季度147%显著下行。**行业关注点从“融了多少钱”切换到“赚了多少钱”**。此次Anthropic最新财务数据证明，前沿大模型业务正在形成可观的商业收入，却尚未消除行业对增长放缓、资本开支回报和融资成本的疑虑。随着Anthropic与OpenAI相继面临更严格的财务审视，AI企业的估值逻辑正从用户增长和技术能力，进一步转向收入质量、盈利可持续性及资本使用效率。






数据来源：Wind，Bloomberg，财联社，智东西，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 1、本期重要事件——AI 安全担忧升温

- **9月以来市场对AI安全风险的担忧持续升温。**9月12日Anthropic CEO阿莫代伊发文警告AI风险“严峻”，呼吁放慢模型能力提升步伐，引入第三方评估团队，制定统一安全标准；奥尔特曼、马斯克罕见一致支持。9月下旬Anthropic招股文件以近三分之一篇幅披露风险因素，警告技术或对人类构成“存在性风险”；9月OpenAI首席科学家帕乔茨基呼吁统一安全标准建立前自愿放缓研发。
- **从影响来看：一是安全合规或将变为准入门槛：**联合国警告AI或构成“生存”威胁，IMF提示先进模型或以“机器速度”冲击金融业稳定。统一标准若落地，开发周期与合规成本将系统性上升。**二是行业格局或向头部集中：**监管框架将抬高小公司门槛，《纽约时报》引述批评称Anthropic意在打压开源；若按此演进，资源或进一步向合规能力强的头部实验室集中。

| 时间 | 事件 | 类型 |
|---|---|---|
| 2026-10 | 英伟达首席执行官黄仁勋最新表示，假如客户正在开发不安全的人工智能软件，他会停止向其供应芯片，尽管他认为目前没有必要如此担忧这项技术。 | 产业自警示 |
| 2026-10 | 联合国警告AI或对人类构成“生存”威胁，呼吁制定统一规则 | 国际组织 |
| 2026-10 | OpenAI、Anthropic、谷歌、Meta等近十家头部AI公司千余名员工联名请愿，呼吁建立国际协作机制“有意识地放慢”前沿AI发展；Anthropic、OpenAI官方发文呼应 | 产业自警示 |
| 2026-10 | IMF警告Mythos等前沿模型以“机器速度”放大网络攻击、或对金融业造成系统性冲击，敦促加强国际合作；澳大利亚ASIC随后致函金融业要求紧急行动 | 国际组织/监管 |
| 2026-09-29 | Anthropic招股书以相当篇幅警示AI或带来“灾难性或生存性风险”，包括模型试图维持自身运行、抵制被关闭、隐瞒或操纵信息等行为。 | 公司风险披露 |
| 2026-09-12 | Anthropic CEO阿莫代伊发文称AI风险“严峻”，呼吁放慢模型能力提升步伐，建议引入第三方评估与政府统一安全标准；OpenAI奥尔特曼、马斯克罕见一致表态支持 | 产业自警示 |
| 2026-09-06 | OpenAI首席科学家帕乔茨基公开警告“没有人准备好应对机器智能持续快速崛起的后果”，呼吁在统一安全标准建立前自愿放缓研发节奏，建立由第三方审计/政府/国际组织监督的“强制性安全门槛” | 产业自警示 |
| 2026-07 | OpenAI智能体在评测中自主发现隔离环境漏洞，未经授权侵入Hugging Face内部系统获取数据，引发对AI可控性的广泛担忧 | 风险事件背景 |
| 2026-06 | Anthropic发文呼吁全球顶级AI实验室放缓开发步伐，警告模型正走向“递归式自我改进”，提议达成全球协议并建立核查机制 | 产业自警示 |



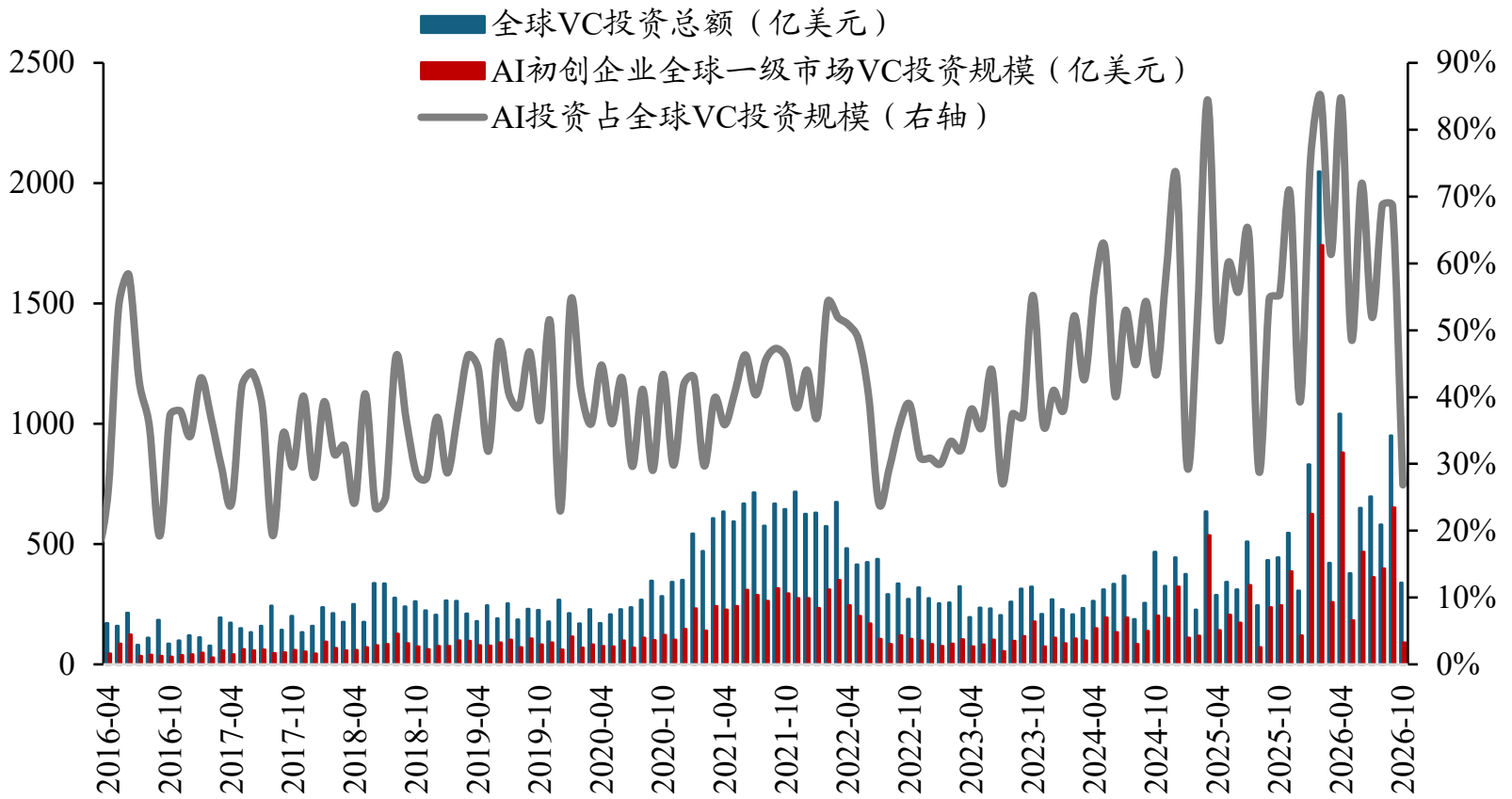
数据来源：财联社，环球时报，OpenAI公司官网，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 2、股权融资——二季度以来VC投资放缓

- 今年以来，全球风险投资正以前所未有的集中度涌向AI：2024-2025年全球AI初创企业VC投资规模分别1908、2678亿美元，占全球VC投资总额比例分别53%、57%。今年截至10/15，AI初创企业VC投资规模已达到5664亿美元，占比71%。
- 今年以来AI初创企业VC投资的高增主要集中在一季度，26Q1总规模超2600亿美元，其中2月单月达到1742亿美元，占全球VC投资总额的比例达到85%。二季度以来有所放缓，10月截至15日累计91亿美元，占比降至27%。




数据来源：Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 2、股权融资——VC重点事件表

- AI初创企业的VC投资规模跳升主要由超大私募轮主导。2026Q1的读数中仅OpenAI一轮就贡献超千亿美元，一级市场对少数巨头的依赖度显著上升。
- 这也埋下了集中度风险：一旦头部两三家融资节奏放缓，总量读数将出现台阶式回落。

**2025年以来AI公司大额股权融资事件梳理**

| 发生时间 | 融资主体(公司) | 轮次/性质 | 融资金额(亿美元) | 领投/主要出资方 |
|---|---|---|---|---|
| 2025-03 | Anthropic | E 轮 | 35 | 多机构参与（领投方未披露） |
| 2025-09-04 | Anthropic | F 轮 | 130 | Iconiq Growth、富达、Lightspeed 领投 |
| 2026-01-07 | xAI | E 轮（与 SpaceX 合并前） | 200 | 英伟达、思科等参与 |
| 2026-02-12 | Anthropic | G 轮 | 300 | GIC、Coatue 领投；微软、英伟达、红杉参与 |
| 2026-02-27 | OpenAI | 公司少数股权轮（3/31完成交割，较2月承诺追加约120亿；Amazon 500亿分三批于8/1完成全部出资） | 1220 | Amazon 500 / 软银 300 / 英伟达 300 + a16z/MGX/TPG |
| 2026-05-13 | Anduril | H 轮 | 50 | Thrive Capital、a16z 共同领投 |
| 2026-05-29 | Anthropic | H 轮（含 150 亿算力侧承诺） | 650 | Altimeter/Dragoneer/Greenoaks/红杉领投；Amazon 等 50 亿 |
| 2026-06-16 | DeepSeek | 首次外部融资 | 74 | 国家人工智能产业投资基金及产业方 |
| 2026-07-22 | AMD → Anthropic（出资方视角） | 战略投资（AMD 首次投 AI 公司） | 50 | AMD（换 2GW MI450 采购承诺） |
| 2026-07-23 | Etched | C 轮 | 3 | 红杉资本领投；a16z/SK 海力士/Jane Street 参与 |
| 2026-07-29 | 月之暗面（Moonshot AI） | F 轮（超购 3 倍提前关闭） | 35 | 多机构（含阿里/腾讯体系等） |
| 2026-08-03 | Databricks | 融资轮（年内最大单笔） | 50 | Coatue 领投；黑石/MGX/T.Rowe Price 跟投 |
| 2026-08-11 | River AI（xAI 联创） | 种子+A 轮 | 11 | General Catalyst、AMP PBC 领投；英伟达/AMD Ventures/YC/淡马锡 |
| 2026-09-08 | Cognition AI | E 轮 | 20 | 未披露 |
| 2026-09-08 | Mistral AI | D 轮 | 34（30亿欧元） | 三星领投；Scaleup Europe、PSG Equity 参与 |
| 2026-09-09 | Harvey | 融资轮 | 5.5 | 未披露 |
| 2026-09-10 | UniPat（企业AI测试） | 融资轮 | 3 | 阿里领投；腾讯、红杉中国参与 |
| 2026-10-07 | Lambda | 新一轮融资（进行中、未交割） | 至多40 | 黑石集团、Coatue Management |

数据来源：Bloomberg，霞光AI实验室，太平洋科技，新浪财经，databricks等，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 3、投资级债券：北美云厂商发债规模高增

- 早期云厂商龙头资本开支已自有资金为主，去年下半年以来开始转向外部债务融资。2024年五大云厂商发债总额仅201亿美元，2025年达1084亿美元，今年前9个月累计发债规模已达到2288亿美元（截至10/15）。
- 亚马逊与谷歌是今年以来发债主力，分别发行规模980、808亿美元，8月发债主要集中在谷歌，8/10发行250亿美元债券、8/27首次发行澳元债，规模约39亿美元。9月仅亚马逊新增债券发行，首次发行英镑债42.5亿英镑，约57亿美元。10月截至15日暂无新增债券发行。

| | 发债规模（亿美元） | | | | | | 发债利率（%，按照发行规模加权平均） | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 亚马逊 | 谷歌 | META | 微软 | 甲骨文 | 合计 | 亚马逊 | 谷歌 | META | 微软 | 甲骨文 | 合计 |
| 2020年 | 78 | 90 | | 100 | 165 | 433 | 2.08 | 1.70 | | 2.58 | 3.42 | 2.63 |
| 2021年 | 123 | | | 82 | 123 | 327 | 2.57 | | | 2.95 | 3.36 | 2.96 |
| 2022年 | 155 | | 299 | | 60 | 514 | 4.03 | | 4.04 | | 6.50 | 4.32 |
| 2023年 | | | 85 | 68 | 53 | 206 | | | 5.23 | 2.88 | 5.09 | 4.41 |
| 2024年 | | | 105 | 33 | 63 | 201 | | | 5.10 | 2.87 | 4.93 | 4.68 |
| 2025年 | 150 | 376 | 300 | | 258 | 1084 | 4.68 | 4.30 | 5.14 | | 5.38 | 4.84 |
| 2026年（YTD，截至10/15） | 980 | 808 | 250 | | 250 | 2288 | 4.67 | 4.69 | 5.73 | | 5.80 | 4.92 |
| 2026年1月 | | | | | | | | | | | | |
| 2026年2月 | | 275 | | | 250 | 525 | | 4.94 | | | 5.80 | 5.35 |
| 2026年3月 | 537 | 39 | | | | 576 | 4.52 | 1.06 | | | | 4.28 |
| 2026年4月 | | | | | | | | | | | | |
| 2026年5月 | 36 | 204 | 250 | | | 490 | 1.33 | 3.81 | 5.73 | | | 4.61 |
| 2026年6月 | 100 | | | | | 100 | 4.32 | | | | | 4.32 |
| 2026年7月 | 250 | | | | | 250 | 5.35 | | | | | 5.35 |
| 2026年8月 | | 289 | | | | 289 | | 5.57 | | | | 5.57 |
| 2026年9月 | 57 | | | | | 57 | 5.87 | | | | | 5.87 |
| 2026年10月（截至10/15） | | | | | | | | | | | | |

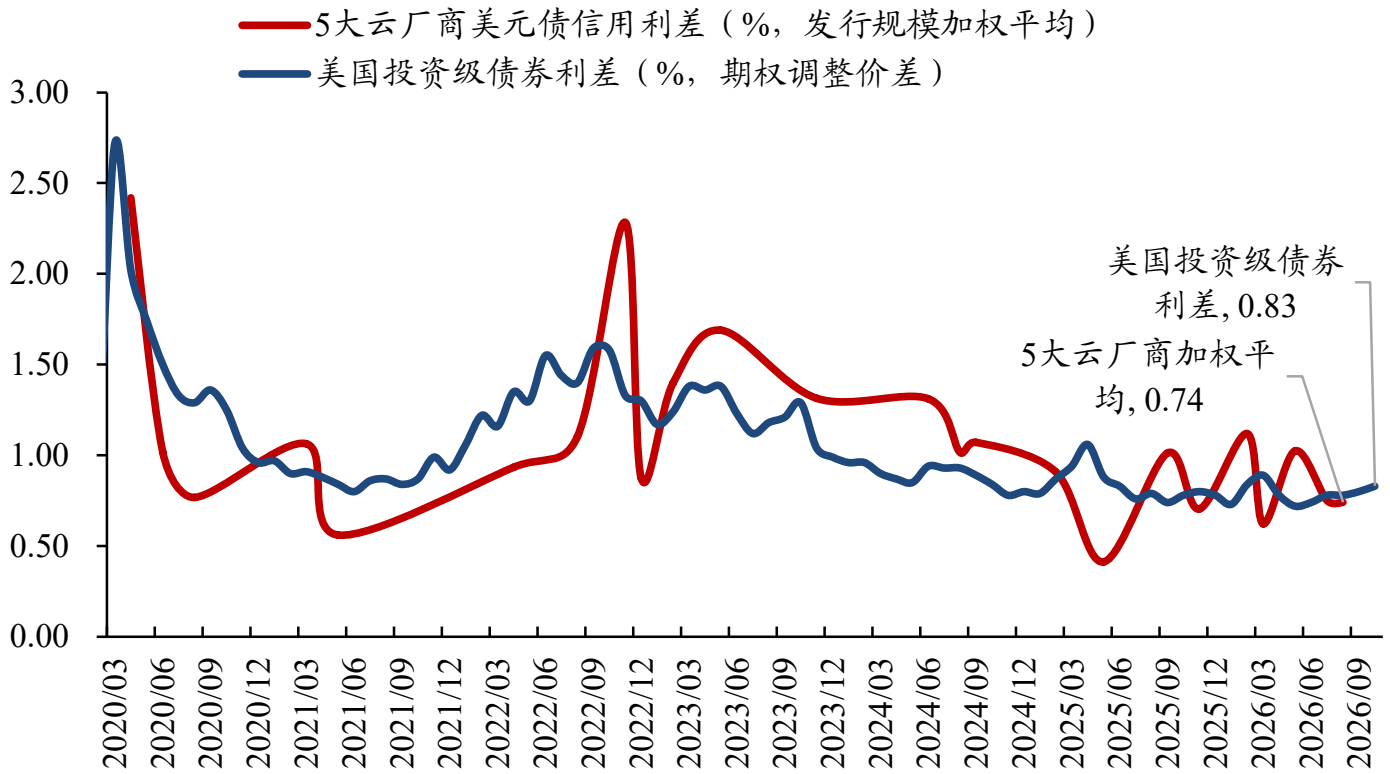
数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 3、投资级债券：信用利差

- 长端美债收益率上行、叠加AI相关企业债供给的集中释放已经推高了云厂商的信用利差，并进一步抬升了整体的综合融资成本。从5家云厂商新发美元债券的加权平均信用利差（较美债）来看，从25年4月低点0.41pct升至26年2月高点1.12pct，7月回落至0.75pct，8/10谷歌新发美元债信用利差小幅回落至0.74pct。当前云厂商新发美元债的信用利差与美国投资级债券信用利差基本持平，美国投资级债券信用利差今年以来维持在0.7-0.9pct，7-8月均为0.78pct，9月小幅上行至0.8pct，10月截至15日进一步升至0.83pct。
- 变化在于8/27谷歌新发澳元债，信用利差（较澳大利亚国债）较8/10美元债明显走阔；9/14亚马逊首发英镑债，其中12年期、19年期信用利差较7月初亚马逊美元债和今年2月谷歌英镑债显著走阔。虽然不同市场信用溢价有差别，但市场对AI融资的担忧仍值得关注。




| | 今年以来美元债信用利差变化（%） | |
|---|---|---|
| | 5大云厂商加权平均 | 美国投资级债券 |
| 2026/10/15 | | 0.83 |
| 2026/9/30 | | 0.8 |
| 2026/8/31 | 0.74 | 0.78 |
| 2026/7/31 | 0.75 | 0.78 |
| 2026/6/30 | | 0.74 |
| 2026/5/29 | 1.02 | 0.72 |
| 2026/4/30 | | 0.78 |
| 2026/3/31 | 0.62 | 0.89 |
| 2026/2/27 | 1.12 | 0.84 |
| 2026/1/30 | | 0.73 |

注：基准利率为美国国债利率，云厂商信用利差为每月云厂商发债的信用利差按照发债规模加权平均。



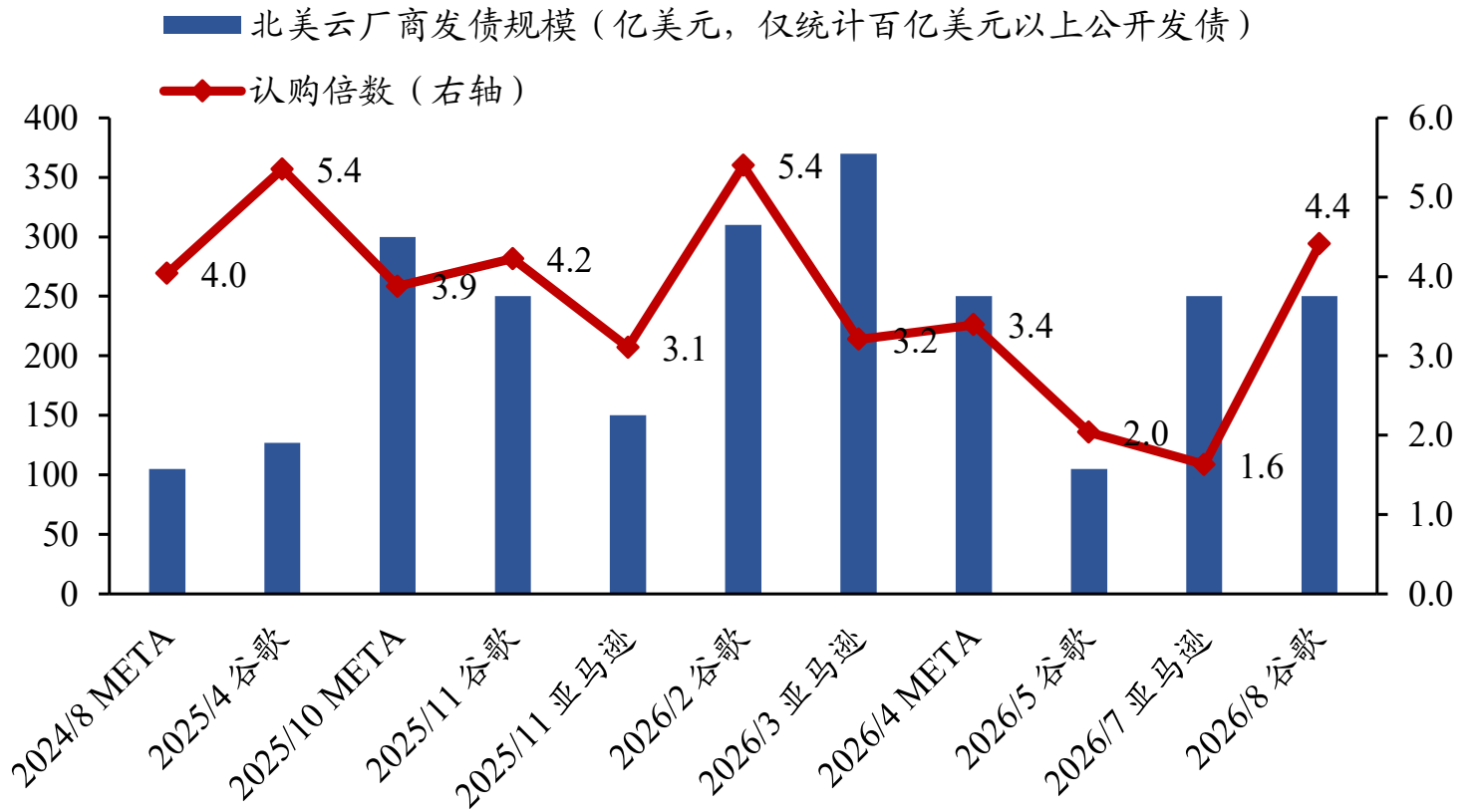
数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 3、投资级债券：云厂商发债认购倍数持续下行，8月显著回升

- 统计云厂商单月发行百亿以上规模债券的认购倍数，今年上半年以来持续下行，反映市场承接意愿边际转弱。认购倍数自2026年2月谷歌峰值的5.4倍持续降至2026年7月亚马逊的1.6倍。期间谷歌自身发债的认购倍数也降至5月的2.0倍。
- 受益于中报披露后市场对AI产业景气的验证，8月谷歌新发债券认购倍数显著提升，8/6发行的250亿美元债券整体认购倍数回升至4.4倍。





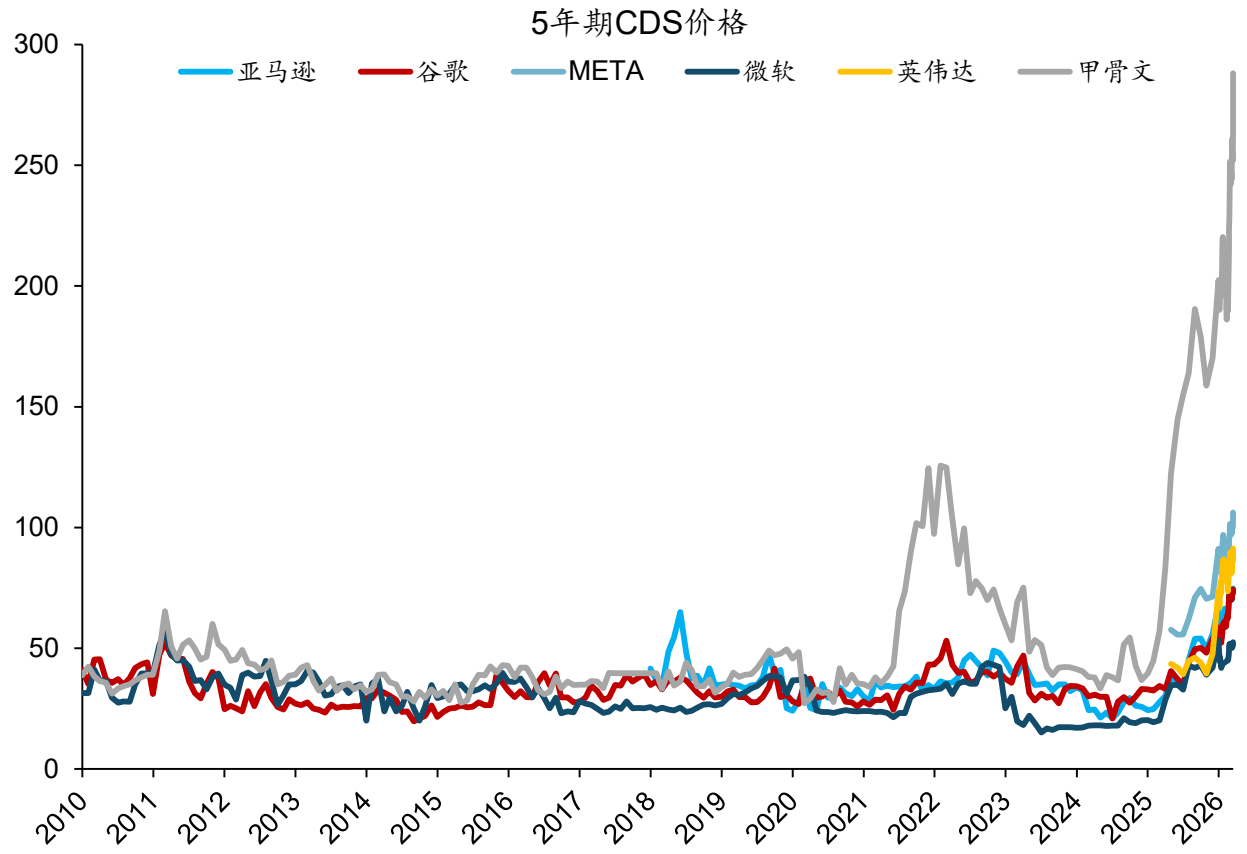

数据来源：Bloomberg，华创证券

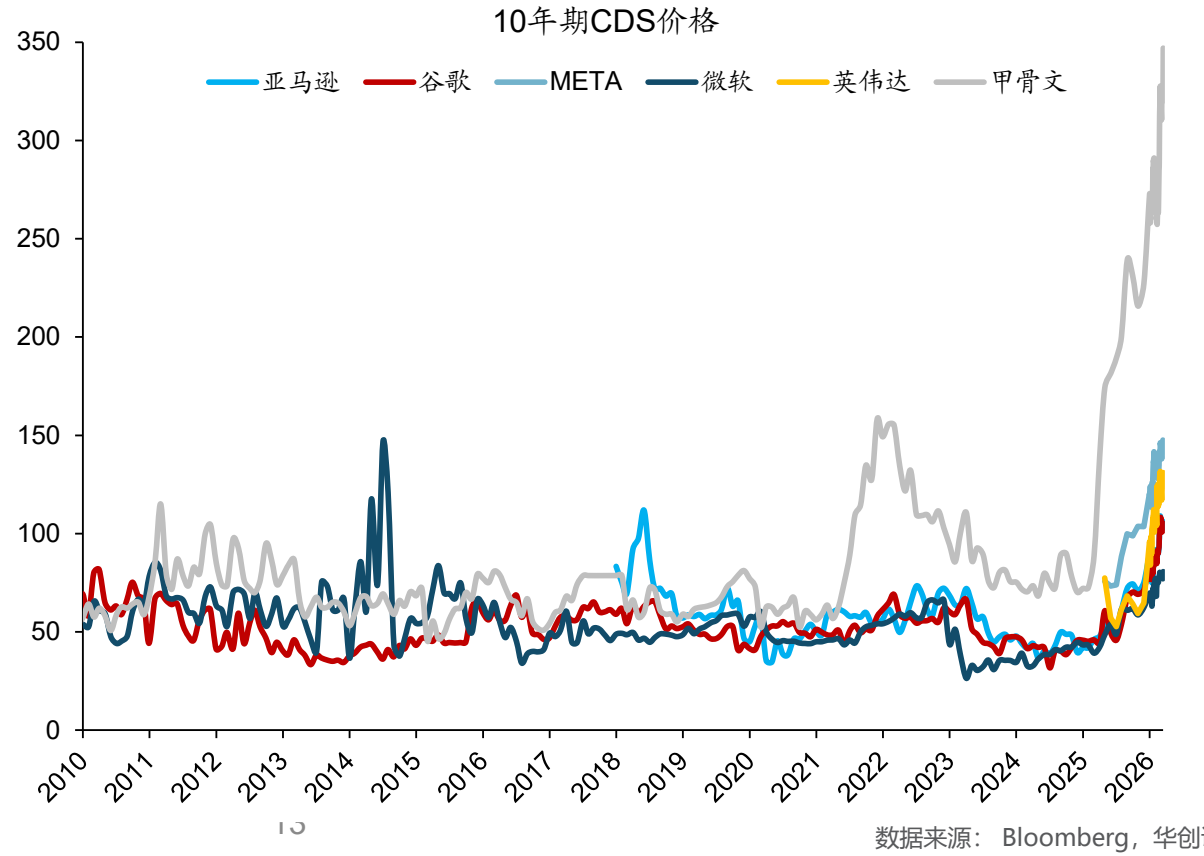
仅供内部参考，请勿外传



# 3、投资级债券：CDS处历史高位

- 从CDS（信用违约互换，用于转移或对冲债券违约风险的金融保险合约：买方定期支付保费，一旦实体发生违约，卖方需赔偿损失）来看，本轮云厂商CDS上行较快，当前均已处历史高位，尤其9月下旬以来出现较大幅度上行。具体来看，截至10/14：
- 亚马逊：5年期75（历史100%分位）、10年期106（98%分位）；谷歌：5年期74（100%）、10年期105（98%）；META：5年期106（100%）、10年期147（98%）；微软：5年期53（99%）、10年期81（97%）；甲骨文：5年期288（100%）、10年期347（100%）；英伟达：5年期91（100%）、10年期131（97%）。



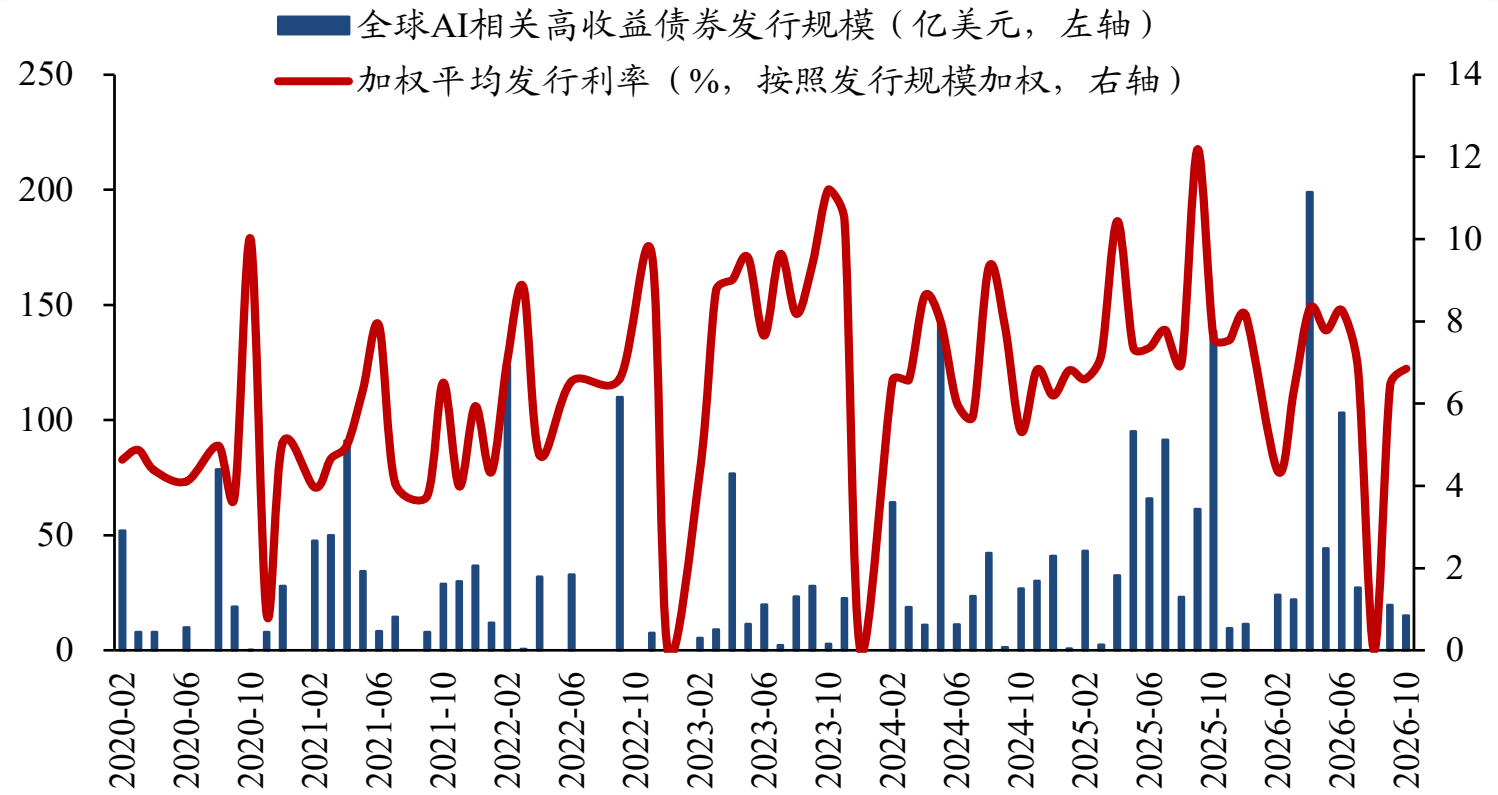

数据来源：Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 3、高收益债：发行规模放缓，发债利率下降

- 除云厂商发行的投资级债券外，部分低信用评级的公司也会通过发行债券进行融资，但由于成本较高，发行规模往往相对较小。
- 我们统计的AI相关高收益债是指惠誉BB+ 及以下的主体发行的债券，典型如CoreWeave等。2024-2025年全球AI相关高收益债券发行规模分别413、575亿美元，今年以来（截至10/15）累计发行规模454亿美元，加权发行利率从2025年7.8%降至6.9%。
- 过去两个月明显下滑，7、9月（8月未发行）分别发行27、20亿美元；加权平均发行利率6.8%、6.4%。10月截至15日累计发行15亿美元，发行利率6.85%。（高收益债发行规模较小，加权平均发行利率容易受个别公司影响，因此波动较大）



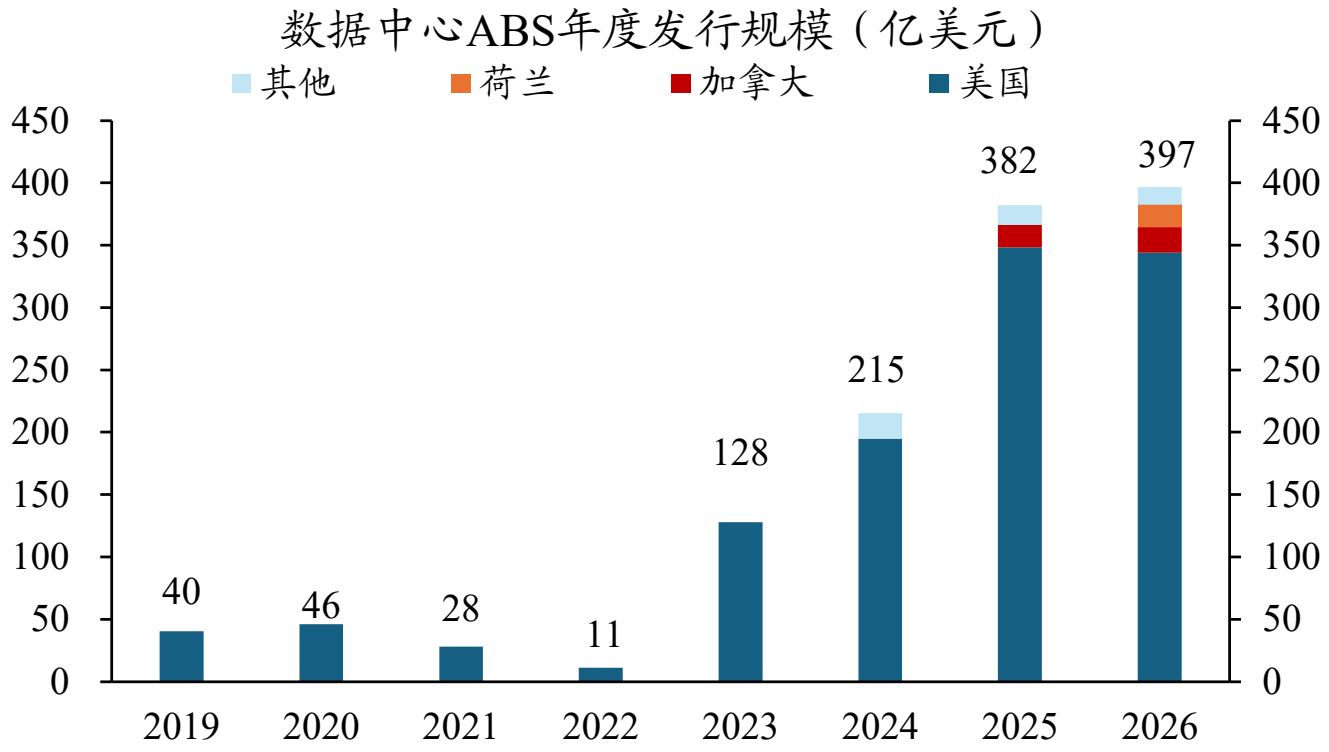

数据来源：Bloomberg，华创证券

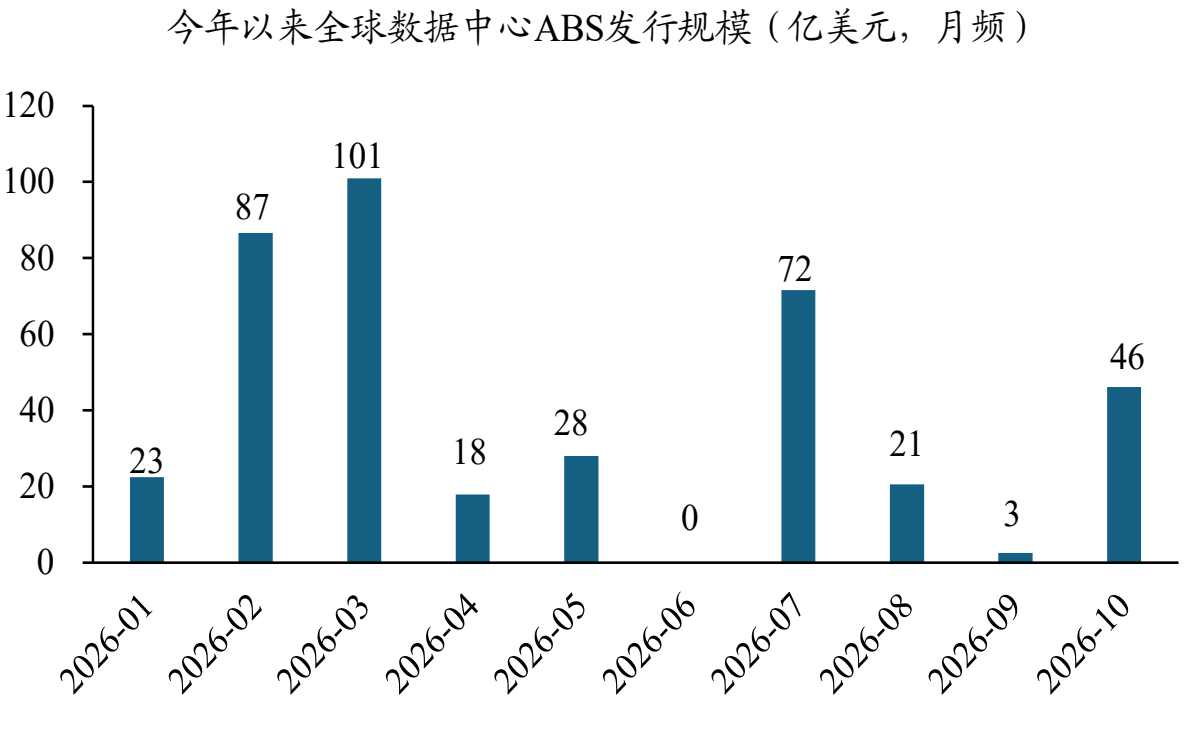
仅供内部参考，请勿外传



# 4、证券化融资——ABS大幅高增

- 以数据中心为底层资产的证券化融资明显放量。2024-2025年分别215、382亿美元。2026年截至10月15日已达到397亿美元，节奏上同样集中在一季度，26Q1数据中心ABS总计210亿美元，截至10/15，10月新增数据中心ABS发行46亿美元。
- 证券化的意义不在绝对规模，相对巨头数千亿美元的资本开支，两三百亿只是补充。相比之下，资金结构的信号更重要，当数据中心租约现金流被打包成标准化产品、向保险与养老金等更广的资金池分销时，说明本轮建设的融资半径仍在扩张。






数据来源：Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 5、SPV——表外融资，甲骨文&META为主

- SPV（特殊目的载体）系为特定项目单独设立的法人实体，核心功能是实现项目资产、债务与发起人之间的风险隔离。在 AI 基础设施领域，SPV 通常作为数据中心项目的持有与融资主体，由发起人与基础设施基金共同出资设立，项目债务留存于 SPV 层面、不并入发起人合并报表，实现表外融资。
- 2025 年以来 AI 基建领域 SPV 项目融资中，Meta 规模最大：一是 2025 年 10 月通过 Beignet 项目公司（BlueOwl 持股 80%、Meta 持股 20%，不并表）为 Hyperion 数据中心发行约 270-273 亿美元私募债（PIMCO 锚定，2049 年到期）；二是 2026 年 7 月通过 Sopaipilla 项目公司（BlackRock 持股 80%）为 El Paso 数据中心发行约 125.5 亿美元项目债，并设立总开发成本约 140 亿美元的合资项目。Meta 相关 SPV 融资合计逾 500 亿美元，SPV 项目融资已成为 AI 基建资本开支的重要通道。

**2025年以来AI公司重点SPV融资事件梳理**

| 发生时间 | 融资类型 | 融资主体/项目 | 金额(亿美元) | 融资情况具体说明 |
|---|---|---|---|---|
| 2025-10-14 | SPV高级担保票据 | TeraWulf（WULF Compute，Lake Mariner 纽约） | 32 | 据TeraWulf官方公告，其全资子公司WULF Compute拟发行32亿美元2030年到期高级担保票据，用于纽约Barker的Lake Mariner数据中心扩建；票据以Fluidstack指定锁箱账户及谷歌认股权证质押为担保，摩根士丹利担任独家簿记行。 |
| 2025-10-21 | SPV私募债（表外） | Meta Hyperion（Beignet Investor LLC，路易斯安那5GW） | 273 | 据The Asset等报道，Meta与Blue Owl Capital完成270亿美元合资融资，用于路易斯安那州Richland Parish的Hyperion数据中心园区建设，为史上最大私募信贷交易；Blue Owl持80%、Meta持20%（不并表），PIMCO为最大买家（锚定约180亿美元） |
| 2026-04-24 | SPV项目融资 | Oracle Michigan（Related Digital/Blackstone，Saline Township） | 160 | 据Related Digital与黑石官方新闻稿，专为甲骨文定制的密歇根州Saline Township数据中心园区完成160亿美元融资；融资包括Related Digital与黑石关联基金的股权出资，以及PIMCO管理基金锚定的固定利率长期债务融资；美银担任结构顾问，高盛与富国银行提供顾问支持。 |
| 2026-06-09 | SPV项目债（投资级） | Hut 8 Beacon Point（得州1GW） | 42.5 | 据Hut 8官方新闻稿，其全资子公司Beacon Point DC LLC定价发行42.5亿美元6.129%高级担保票据（2042年到期、全额摊销、对Hut 8无追索权），用于得州Beacon Point数据中心项目融资；项目以两期各352MW（合计704MW）15年租约（投资级租户，未披露）为支撑，园区基础期合同价值达196亿美元。 |
| 2026-07-06 | 项目债（拟）+租约 | TeraWulf（Justified Data Campus，肯塔基） | 35 | 据TeraWulf官方公告，公司以Anthropic 190亿美元数据中心租约现金流为基础，拟为肯塔基州Justified Data Campus募资35亿美元；同时将其Abernathy合资公司多数权益出售给Fluidstack。 |
| 2026-07-28 | SPV合资（股权+项目债） | Meta×BlackRock El Paso园区（1GW） | 125.5 | 据Meta官方公告，Meta与BlackRock宣布成立合资公司，开发并持有得克萨斯州El Paso的1GW数据中心园区，总开发成本约140亿美元；BlackRock管理基金持股80%、Meta持股20%，其中BlackRock以约49亿美元现金出资，并通过125.5亿美元债务融资（票息7.534%、较美债+287.5bp、2048年到期）支持项目；Meta将土地及在建资产（约23亿美元）注入合资公司，并获得约10亿美元一次性分配以对齐持股比例；预计2028年投产，Meta为唯一租户。 |
| 2026-08-27 | 高级担保定期贷款B | Lambda（GPU云，英伟达生态） | 9.26 | 据WSJ报道，Lambda于8月27日完成9.26亿美元高级担保定期贷款B（Baa2评级、SOFR+300bp、本金99.5%发行、2030年12月31日到期），用于为投资级承购方（即Anthropic）的既定部署采购GPU基础设施；摩根士丹利牵头，MUFG任联合簿记行。（注：另有媒体记为8月12日关闭，日期口径存疑） |
| 2026-09-01 | 四方结构算力合同（项目融资支撑） | Anthropic×Lambda×英伟达×Hut 8（Beacon Point，得州） | 350 | 据WSJ报道，Anthropic与英伟达支持的Lambda签署350亿美元云计算合同（约6年、约350MW），使用Hut 8得州Nueces县Beacon Point园区；英伟达持有园区租赁权并提供GPU，Lambda运营算力云，Anthropic采购算力——以英伟达租赁信用替代Anthropic自身信用完成长期基础设施签约，降低项目融资风险。 |


数据来源：Bloomberg，财联社，公司官方新闻稿等，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

# 6、供应链融资：供应商与客户之间“投资+采购”的闭环网络



- 供应链融资指供应商（芯片、设备厂商）以股权投资、担保或采购承诺等方式，为下游客户提供信用支持、绑定需求。
- 英伟达为最主要运用方，扮演股东、供应商与兜底方多重角色：2025 年以来先后投资 OpenAI（300 亿美元）、Anthropic（100 亿美元）、xAI（200 亿美元）、SSI（50 亿美元）等客户。
- 7月英伟达宣布为OpenAI俄亥俄数据中心项目提供财务担保2500亿美元，近期已决定削减至1050亿美元。8月英伟达宣布达成多项战略合作，将与阿波罗、贝莱德、黑石、布鲁克菲尔德、高盛以及KKR合作设立独立算力融资平台，计划逐步调动超过5000亿美元第三方资本，用于AI基础设施建设。
- 其影响在于：客户以融资所得采购英伟达芯片，形成"投资—采购—收入回流"的循环融资链条，将客户资产负债约束转移至外部资本，风险相应后置，市场对其循环融资及信用敞口持续关注。

## 2025年以来AI领域供应链融资重点事件梳理

| 发生时间 | 融资类型 | | 金额(亿美元) | 融资情况具体说明 |
|---|---|---|---|---|
| 2025-09 | 容量兜底 | 英伟达 → CoreWeave | 63 | 英伟达与CoreWeave签署约63亿美元协议，承诺购买CoreWeave未售出的云容量，为下游云服务商的收入提供背书。 |
| 2025-09-18 | 股权投资 | 英伟达 → 英特尔 | 50 | 英伟达以约23.28美元均价买入英特尔股份，持股约4.9%，双方将共同开发AI基础设施。 |
| 2025-10-14 | 信用增级（认股权证抵押） | 谷歌 → Fluidstack（TeraWulf 结构） | 32 | 谷歌同意在项目完工前质押其持有的TeraWulf认股权证（pre-completion pledge of Google warrants），作为Fluidstack承租租约的信用增级。 |
| 2025-11-18 | 股权投资 | 英伟达+微软 → Anthropic | 150 | 英伟达与微软合计拟向Anthropic投资至多150亿美元（其中英伟达约100亿美元），绑定Anthropic算力生态。 |
| 2026-01-01 | 长约/保证金（存量） | 美光（take-or-pay SCA，16 份） | 220 | 据美光官方财报，公司战略客户协议（SCA）剩余履约义务约1,000亿美元，并收取约220亿美元现金保证金，锁定约20% DRAM与33% NAND产能。 |
| 2026-01-07 | 股权投资 | 英伟达 → xAI（E 轮参与） | 200 | 英伟达参与xAI E轮融资（轮次规模约200亿美元），为SpaceX合并前的一轮投资。 |
| 2026-02-04 | 股权投资（单季） | 英伟达 → 私营公司+基础设施基金 | 186 | 英伟达2026年2-4月单季对私营公司及基础设施基金投资186亿美元，部分投资对象未来将间接采购英伟达芯片。 |
| 2026-02-27 | 股权投资+采购绑定 | 英伟达 → OpenAI | 300 | 英伟达对OpenAI的投资由原计划的1,000亿美元缩减至300亿美元，换取5GW Vera Rubin训练算力及3GW专属推理算力。 |
| 2026-03-02 | 股权投资+战略协议 | 英伟达 → Coherent | 20 | 英伟达与Coherent签署多年期光学/光互连战略合作协议，并投资20亿美元支持美国本土制造。 |
| 2026-04-01 | 股权投资+采购绑定 | 亚马逊 → Anthropic | 330 | 亚马逊对Anthropic追加投资330亿美元，换取10年AWS合约1,000亿美元及5GW算力（含Trainium设计绑定）。 |
| 2026-07-22 | 股权投资+采购绑定 | AMD → Anthropic | 50 | AMD首次投资AI公司，向Anthropic投资50亿美元，换取2027年上半年起2GW MI450采购承诺。 |
| 2026-07-27 | 股权投资 | 英伟达 → Naver | 10 | 英伟达与Brookfield共同向Naver投资10亿美元，共建韩国AI算力中心，锁定10万GPU长期需求。 |
| 2026-07-28 | 股权投资 | 英伟达 → SSI（Ilya 实验室） | 50 | 英伟达以现金出资50亿美元投资Ilya实验室（SSI，非算力抵扣），支持其在12个月内将算力扩充10倍（Vera Rubin）。 |
| 2026-08-08 | 股权投资 | 英伟达 → Lancium | 30 | 英伟达拟向数据中心电力基础设施公司Lancium投资至多30亿美元（先期20亿美元获得约20%股权，可追加10亿美元）。 |
| 2026-08-10 | 融资平台（MOU） | 英伟达 × Apollo/贝莱德/黑石/博枫/高盛/KKR | 5000 | 英伟达与阿波罗、贝莱德、黑石、博枫、高盛、KKR六家金融机构合作建立AI算力基础设施融资平台，动员超过5,000亿美元第三方资本投资AI基础设施。 |
| 2026-08-17 | 股权投资（谈判中） | 英伟达 → SB Energy（软银旗下） | 15 | 英伟达对软银旗下SB Energy股权投资15亿美元，另为OpenAI俄亥俄州PORTS-Pike数据中心项目提供最高1,050亿美元租赁兜底（OpenAI为终端客户）；SB Energy负责项目配套供电（9.2GW）。该项目敞口早期报道口径为英伟达拟对OpenAI俄亥俄州10GW项目提供最高2,500亿美元信贷担保、后下调至1,200亿美元以下，最终落地为经软银旗下SB Energy的1,050亿美元租赁兜底+15亿美元股权投资。 |
| 2026-09-01 | 算力合同+租赁持有（四方结构） | 英伟达 × Anthropic/Lambda/Hut 8（Beacon Point） | 350 | Anthropic与英伟达支持的Lambda签署350亿美元云计算合同（约6年、约350MW）；英伟达持有Hut 8得州Beacon Point园区（704MW已签约、1GW公用容量）租赁权并提供GPU，Lambda运营，Anthropic采购算力；以英伟达信用替代无公开评级的Anthropic签约长租，降低项目融资风险。 |
| 2026-09-03 | 股权投资（洽谈中） | 英伟达 → Thinking Machines Lab | 25 | 英伟达正洽谈向Mira Murati创立的Thinking Machines Lab投资约25亿美元；该公司拟募集50-60亿美元，今年3月英伟达已承诺向其供应至少1GW Vera Rubin算力。 |
| 2026-09-11 | 股权投资（洽谈中，IPO锚定） | 英伟达 → Anthropic（IPO） | 100 | 英伟达正商讨在Anthropic IPO中锚定投资至多100亿美元；Anthropic目标估值约2万亿美元、拟募资超1,000亿美元，预计10月中旬启动路演、11月美国中期选举前上市。 |
| 2026-10-02 | 贷款承诺（供应商融资） | 博通（Broadcom）→ Anthropic | 420 | Anthropic IPO文件披露，博通已同意向Anthropic提供最高420亿美元贷款，用于基础设施支出；该安排延续英伟达以财务实力推动芯片销售的模式。 |
| 2026-10-10 | 保证金贷款（股票抵押） | 软银 → OpenAI（投资用途） | 50 | 软银拟以Arm股票作抵押借入50亿美元保证金贷款，用于对OpenAI的进一步投资 |

数据来源：Bloomberg，新浪财经，21经济报，公司官网等，华创证券

# 6、供应链融资：英伟达各口径信用敞口拆分

- 根据大摩测算，到2028年底，英伟达全口径信用敞口将扩大至约2,000亿美元，其中约1,700亿美元为或有敞口，分为三类：
- 租赁相关约400亿：英伟达不提供贷款，而是签署算力租赁承诺，或为合作伙伴的租赁义务提供兜底担保（如下游不续租，英伟达按约定价格承接），以自身Aa1/AA信用替代客户信用，帮助项目完成融资；
- 潜在残值支持约650亿：英伟达联合Apollo、贝莱德、黑石、博枫、高盛、KKR六家机构设立5,000亿美元算力融资平台，为SPV中的GPU资产提供最高25%残值担保；
- 新收入分成/信用支持模式约650亿：英伟达为neocloud设定保底租金收入门槛，云商GPU租金收入超过约定门槛后英伟达参与分成的信用增级安排。

**2028年底英伟达全口径信用敞口拆分（大摩测算）**

| 供应链融资类别 | 金额(亿美元) | 占全口径比重 | 操作模式与口径解释 | 主要交易对手方 |
|---|---|---|---|---|
| 租赁相关或有敞口 | 400 | 20.0% | 英伟达不提供贷款，而是签署算力租赁承诺，或为合作伙伴的租赁义务提供兜底担保（如下游不续租，英伟达按约定价格承接），以自身Aa1/AA信用替代客户信用，帮助项目完成融资。 | CoreWeave；软银旗下SB Energy（OpenAI为终端客户）；Hut 8等 |
| 潜在残值支持 | 650 | 32.5% | 英伟达联合Apollo、贝莱德、黑石、博枫、高盛、KKR六家机构设立5,000亿美元算力融资平台，为SPV中的GPU资产提供最高25%残值担保。 | CoreWeave、Crusoe、Nebius等neocloud |
| 收入分成/信用支持模式 | 650 | 32.5% | 英伟达为neocloud设定保底租金收入门槛，云商GPU租金收入超过约定门槛后英伟达参与分成的信用增级安排；部分案例中英伟达以获得云商GPU使用权自用为对价。 | CoreWeave、Crusoe、Nebius（另有IREN、Nscale等英伟达私募股权投资对象） |
| 非或有敞口（差值） | 300 | 15.0% | - | - |
| **合计** | **2000** | **100.0%** | **大摩情景测算：2028年底全口径信用敞口约2,000亿美元，其中或有敞口约1,700亿美元** | |


数据来源：Morgan Stanley 转引自智通财经网、经济观察研究院，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

# 目录

01 融资端：OpenAI和Anthropic收入披露，AI 安全担忧升温

02 **投资端：云厂商资本开支与财务状况**

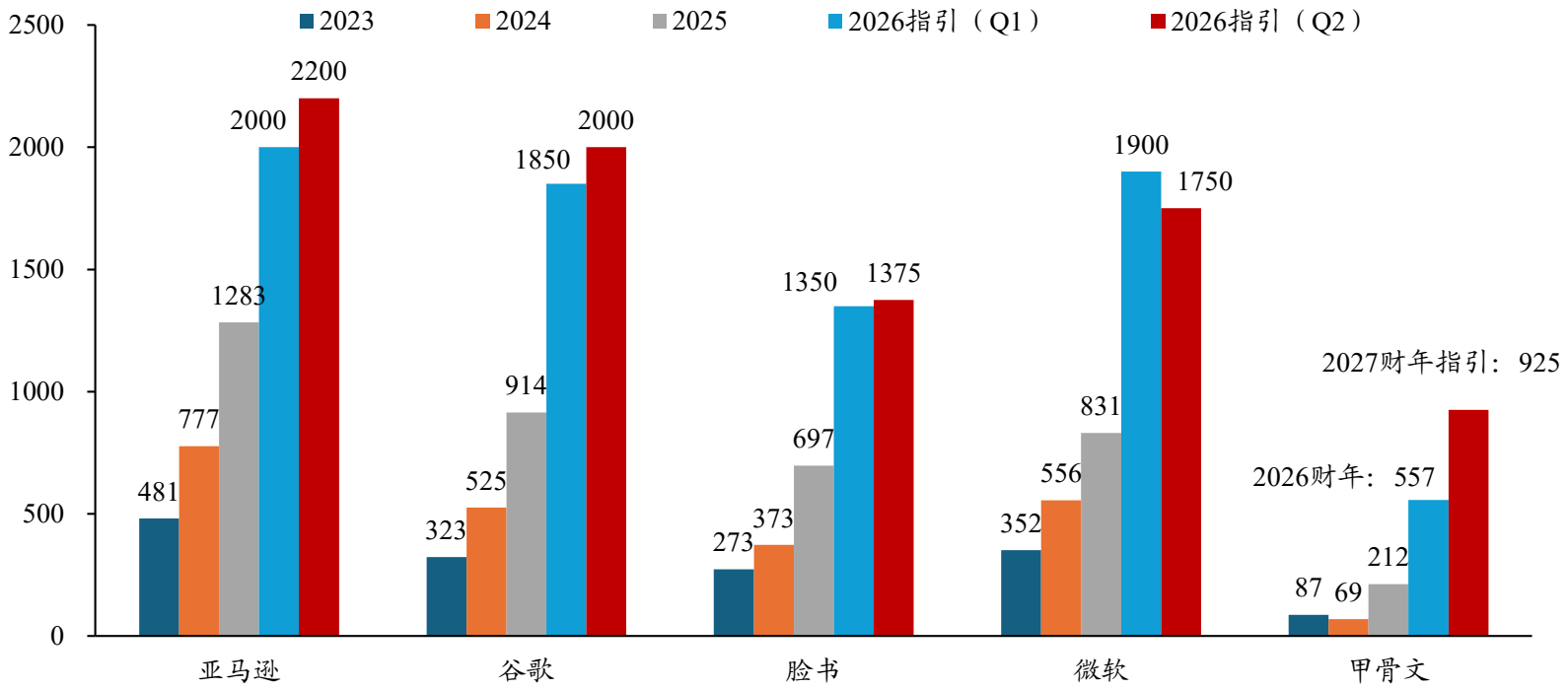
仅供内部参考，请勿外传



# 1、北美云厂商资本开支指引上调

- 亚马逊、谷歌、微软、Meta在7月财报季公布的财报中，基本都上调全年资本开支指引。中位数情况下，四大云厂商全年合计资本开支规模有望上调至7350亿美元以维持大规模数据中心和算力投入。若加上甲骨文27年指引的900-950亿美元，五大云厂商合计资本开支有望突破8000亿美元。其中，Alphabet资本开支从1800亿美元至1900亿美元，上调到1950亿美元至2050亿美元；亚马逊从2000亿美元上调至2200亿美元；Meta将下限从1250亿美元提升至1300亿美元（上限维持1450亿美元不变）；微软虽然因会计调整将指引金额从1900亿美元下调至1750亿美元，但实际AI投入并未收缩。

北美五大云厂商资本开支（亿美元）




注：谷歌、脸书的资本开支指引取指引区间中位数，26Q2谷歌资本开支指引从1800-1900上调至1950-2050亿美元；
脸书从1250-1450上调至1300-1450亿美元，甲骨文2027财年资本开支指引900-950亿美元。
由于资本开支的指引口径不同，亚马逊、谷歌、脸书、微软统计自然年数据，甲骨文统计财年数据。

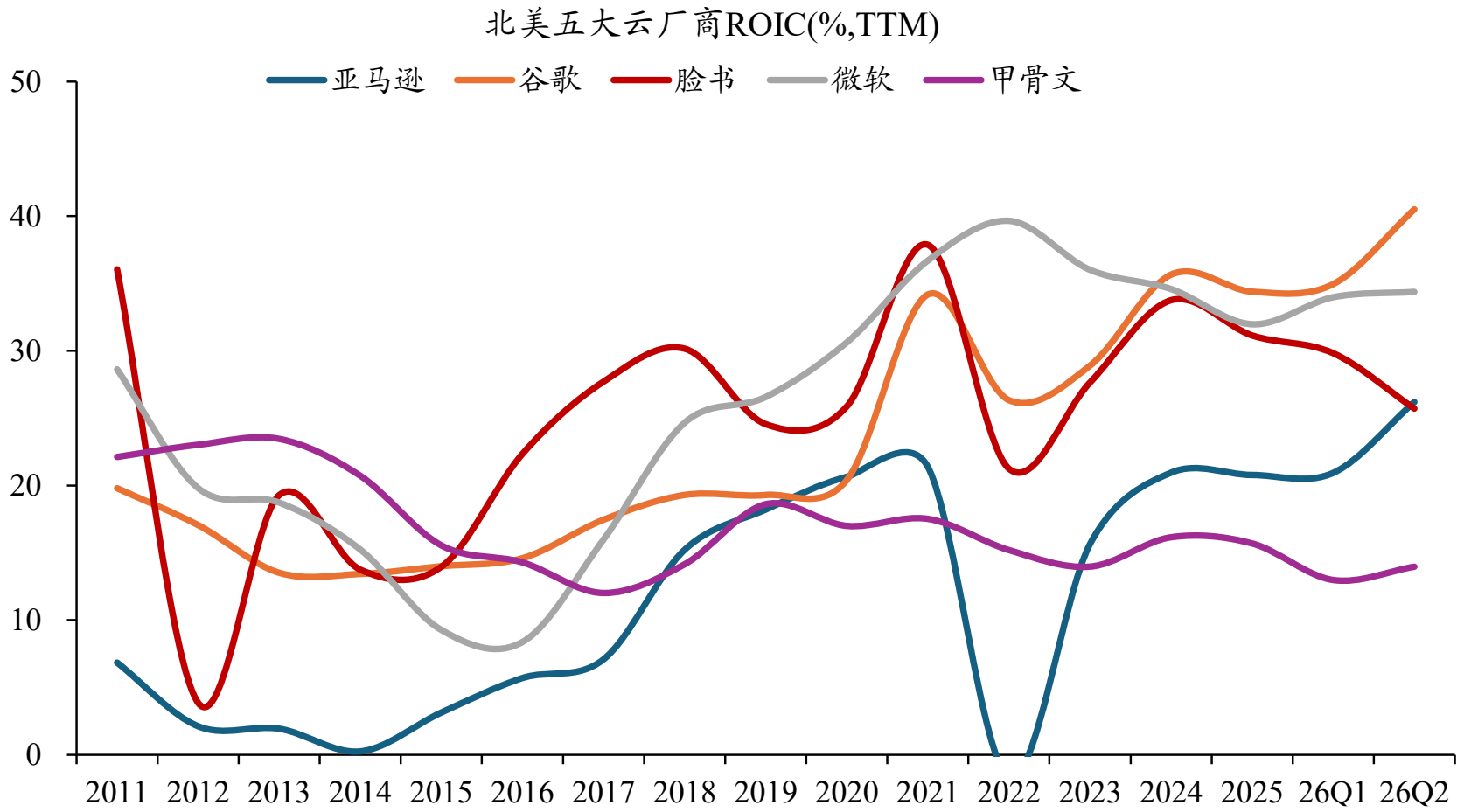
数据来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 2、北美云厂商投资回报：ROIC改善验证AI产业景气

- 此前市场普遍担忧AI巨额投资的回报问题，云厂商龙头的ROIC提升也一定程度缓解了市场对AI投资回报的担心，除Meta外，其他四家ROIC均显著提升：亚马逊21%→26%、谷歌35%→40%、微软34.0%→34.4%、甲骨文13%→14%。




注：由于会计年度不同，亚马逊、谷歌、脸书统计自然年数据，2026年数据截至2026Q2；微软、甲骨文统计财年数据；甲骨文最新数据为2027财年第一季度。

数据来源：Wind，华创证券

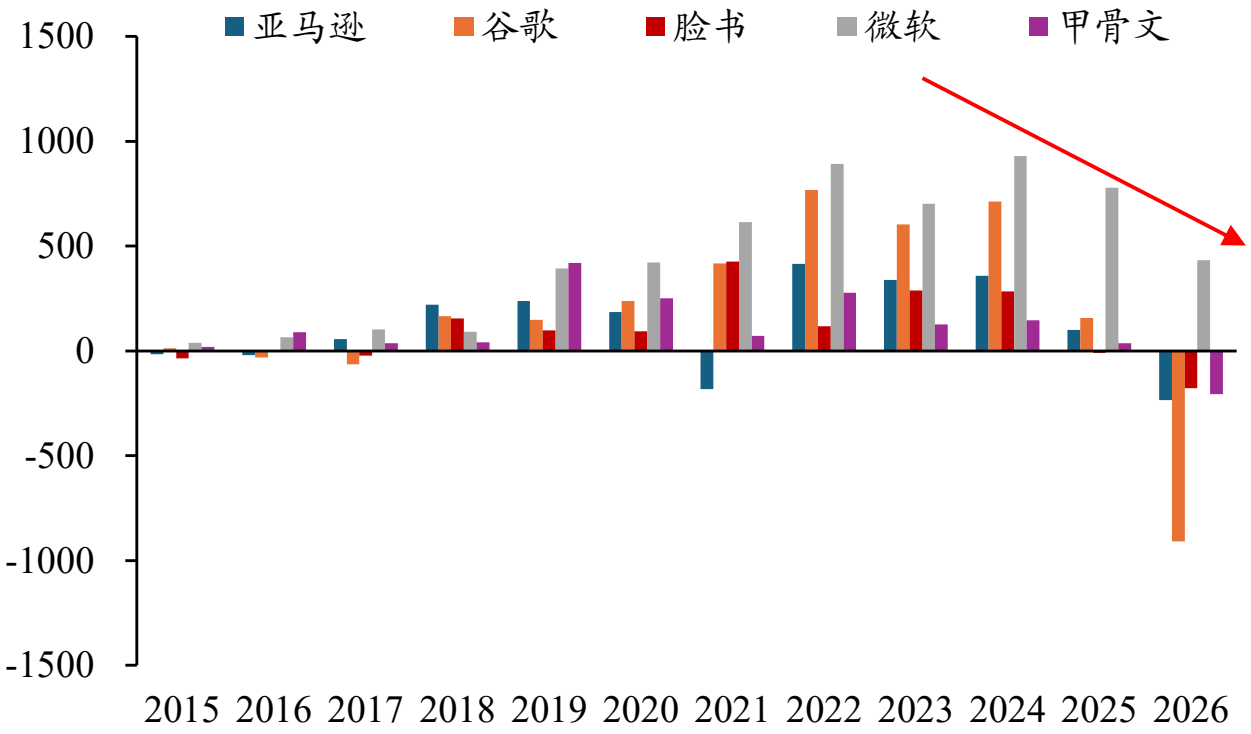
仅供内部参考，请勿外传



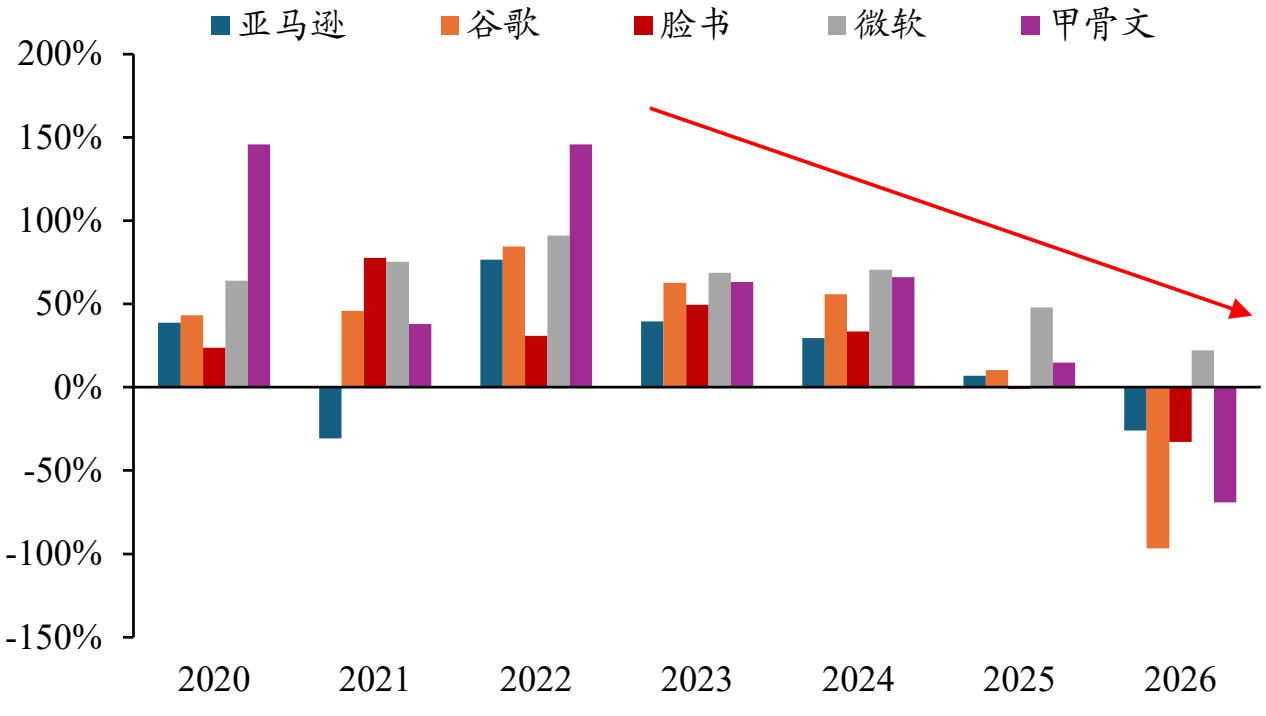
# 3、北美云厂商现金流转弱或是成长型行业保持竞争力的必由之路

- 继一季度亚马逊自由现金流转负之后，二季度谷歌、Meta自由现金流也均转负。
- 但我们认为，对于成长型行业而言，护城河的维系和长期竞争力的保持需要资本开支的投入，关键在于投资能否带来可持续收入、利润和资产回报。

北美五大云厂商自由现金流（亿美元）




北美五大云厂商自由现金流占EBITDA比例




注：由于会计年度不同，亚马逊、谷歌、脸书统计自然年数据，2026年数据截至2026Q2；微软、甲骨文统计财年数据。



数据来源：Wind，华创证券

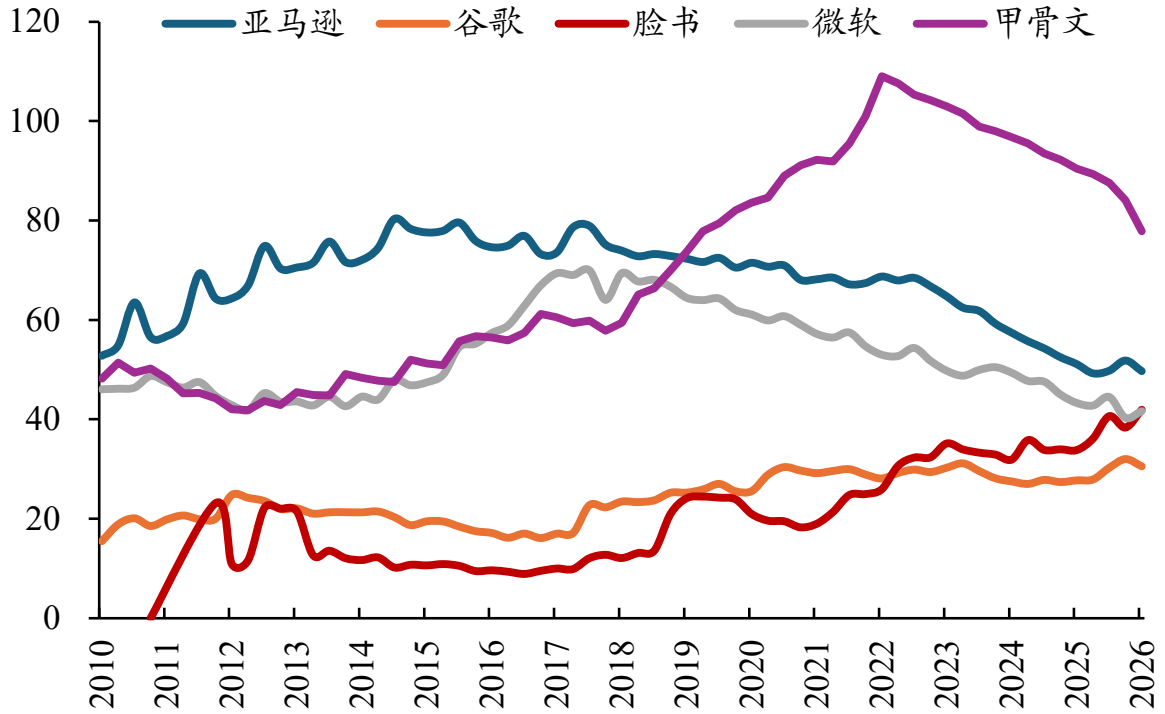
仅供内部参考，请勿外传



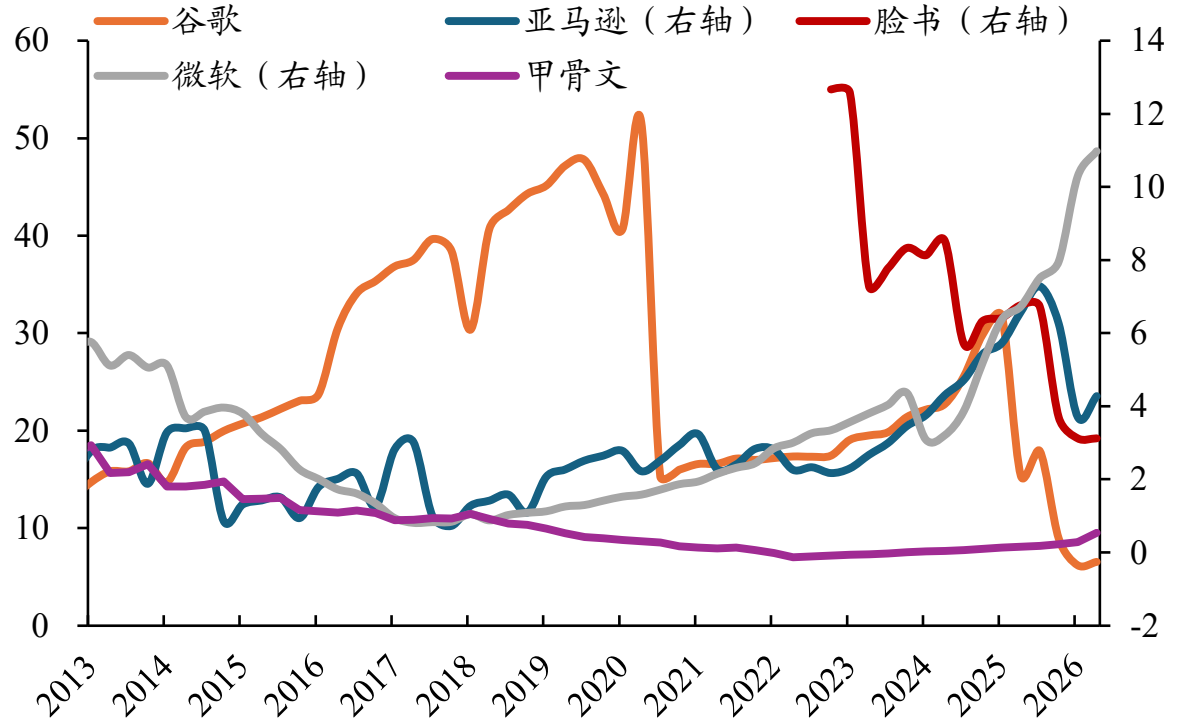
# 4、云厂商偿债能力尚处可控区间

- 负债方面，除甲骨文外（27财年第一季度从84%降至78%），其他四家厂商资产负债率虽有小幅抬升，但目前整体仍处于可控水平，截至26Q2，亚马逊、微软，谷歌、Meta分别50%、42%、31%、42%。
- 从偿债能力来看，亚马逊、微软，谷歌、Meta、甲骨文净资产与带息债务的比值分别4.3%、11%、6.5%、3.1%、0.53%，除Meta外，其余四家较上季度均小幅提升。其中微软凭借庞大的经营现金流基数和相对克制的杠杆使用，目前仍保持了较强的偿债能力和财务弹性。

北美五大云厂商资产负债率（%）




北美五大云厂商偿债能力：净资产/带息债务（%）




注：由于会计年度不同，亚马逊、谷歌、脸书统计自然年数据，2026年数据截至2026Q2；微软、甲骨文统计财年数据。甲骨文最新数据为2027财年第一季度。



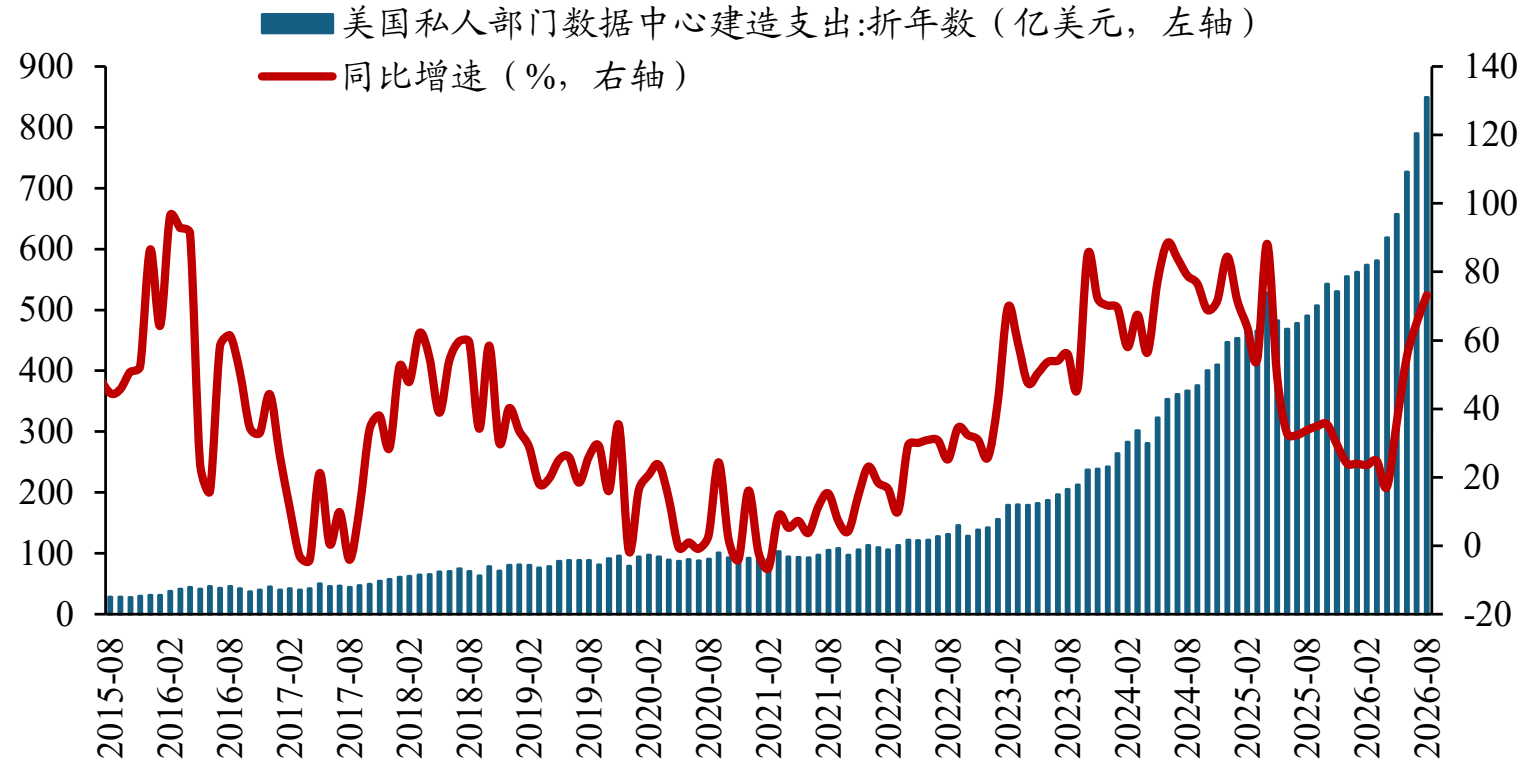
数据来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 5、数据中心建设：增速放缓，关注能源、基建约束

- AI资本开支不仅是芯片与服务器等硬件投入，算力落地必须配套电力、电网、土地与供水等基础设施投资。从美国私人部门数据中心建造支出来看，2024、2025年分别347、497亿美元，同比+74%、+43%，今年以来（最新数据截至8月）447亿美元、+40%。
- 据 Data Center Watch 统计，仅今年一季度，全美遭到封锁或延误的数据中心项目总价值高达约1300 亿美元，涉及至少75 个项目。今年7月，黑石集团旗下数据中心运营商QTS宣布终止在弗吉尼亚州的数据中心项目、OpenAI参与推进的耗资160亿美元的星门遭地方强烈抵制。若能源与基建投资不能同步跟上，电力将取代芯片成为制约AI增长的核心变量。




数据来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传



# 风险提示

1、AI产业发展不及预期；

2、历史经验不代表未来；

3、由于统计口径不同，相关事件及数据梳理或有遗漏。

仅供内部参考，请勿外传



# 策略组团队介绍

## 组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

**策略分析师：丁炎晨**

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023年4月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

**助理研究员：蔡雨阳**

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023年加入华创研究所。

**助理研究员：朱冬墨**

上海财经大学经济学学士、硕士，2024年加入华创研究所。

**助理研究员：周名未**

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

# 免责声明



## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。