仅供内部参考，请勿外传

AI 商业化提速，云厂迎来投资回报期

CSP 行业深度研究

证券研究报告
2026 年 10 月 27 日

行业评级	超配
前次评级	超配
评级变动	维持

近一年行业走势



相对表现	1 个月	3 个月	12 个月
传媒	0.38	7.44	-17.05
沪深 300	-7.56	-12.74	-12.99

分析师

赵亮 S0800526060001

zhaoliang@xbmail.com.cn

相关研究

传媒：从 Muse 看 Agent 产品能力与竞争差异—AI Agent 行业深度研究 2026-10-26
传媒：IP 玩具产业的千亿重构，国内玩家全球化突围—IP 玩具行业深度报告 2025-06-26
传媒：技术跃迁与政策共振，全场景重构教育新生态—AI 应用专题报告 2025-03-29

- **核心结论**

摘要内容

1、云业务加速增长，已成为海外科技巨头重要的收入与利润增长引擎。2026 年第二季度，AWS、Azure 及其他云服务、Google Cloud 收入分别同比增长 36.8%、43%和 82%，三大云平台增长势头强劲。其中，AWS 贡献亚马逊约六成营业利润，Google Cloud 营业利润率提升至 35.6%，云业务在科技巨头收入及盈利结构中的地位持续提高。随着 AI 需求不断扩大，云计算有望进一步强化科技平台的长期增长动力。

2、AI 商业化持续提速，长期订单与多层次变现共同支撑云业务增长。AI 云业务正由基础设施租赁延伸至模型调用、开发平台及企业应用，持续拓宽云厂商的收入来源。OpenAI、Anthropic 等前沿模型厂商通过长期算力采购协议锁定基础设施需求，企业客户则通过模型调用、智能体开发及应用部署扩大云资源消费。叠加自研芯片、规模效应及资源利用率提升，AI 业务有望实现收入与利润的持续增长。

3、中国模型竞争力提升，有望为海外云厂商创造新的需求增量。随着 Qwen、DeepSeek 等中国模型性能持续提升及全球应用扩大，海外云厂商能够通过模型托管、API 调用及基础设施租赁参与其商业化。模型来源与底层算力供应逐步分离，使云平台能够承接不同模型生态带来的计算需求。全球模型供给丰富化及推理成本下降有望加快企业 AI 应用渗透，进一步扩大云计算市场空间。

4、AI 资本开支逐步进入回报兑现阶段。随着前期建设的 AI 基础设施陆续交付，AWS 与 Google Cloud 收入增长明显提速，云业务盈利能力改善也为资本投入的商业回报提供了进一步验证。

投资建议：海外市场重点关注 Microsoft、Amazon、Google，国内市场重点关注阿里巴巴-W、腾讯控股。

风险提示：AI 商业化不及预期、资本开支与交付进度不匹配、竞争加剧及价格下行、资产更新与折旧压力、数据安全及隐私风险。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

索引

内容目录

一、 云业务成为第二增长曲线，三大 CSP 形成双引擎 4
1.1 从传统主业走向云计算 4
1.2 AWS 已经成为亚马逊营业利润的核心支柱 4
1.3 微软的云服务权重上升，Azure 保持较快增长 5
1.4 Google Cloud 成长为搜索广告之外的重要支柱 6
二、 AI 扩大云端变现空间，盈利能力与订单共同验证需求 7
2.1 AI 业务由算力扩展至模型、平台和企业应用 7
2.2 AI 云利润高于传统云，利润增长验证商业价值 8
2.3 订单积累增强增长可见度，产能交付决定收入兑现节奏 10
2.4 前沿实验室的长期采购为云增长提供基础 11
2.5 从客户消费到投资回收，AI 云商业回报逐步形成 14
三、 中国模型拓宽海外云的全球需求基础 14
3.1 模型来源与基础设施收益可以分离 14
3.2 模型供给扩充有望扩大云服务需求 15
四、 海外云厂 AI 资本开支逐渐进入兑现期 16
4.1 市场关注投资回报的兑现速度 16
4.2 基础设施投入先行，现金支出与收入确认存在时间差 16
4.3 云收入加速，为前期资本投入提供经营验证 18
4.4 主业现金流提供支撑，资金压力有望随收入兑现逐步缓解 19
五、 投资建议 20
六、 风险提示 22

图表目录

图 1：亚马逊、微软及谷歌的云分部季度收入（十亿美元） 4
图 2：亚马逊、微软及谷歌的云分部收入同比增速 5
图 3：Azure 最近 8 个季度收入同比增速 5
图 4：亚马逊、微软及谷歌的云分部收入占集团比重 6
图 5：亚马逊、微软及谷歌的云分部营业利润（十亿美元） 6
图 6：亚马逊、微软及谷歌的云分部营业利润占各自集团营业利润比重 7
图 7：亚马逊、微软及谷歌的云分部营业利润率 9
图 8：亚马逊 RPO（十亿美元） 10
图 9：微软 RPO（十亿美元） 11
图 10：谷歌 RPO（十亿美元） 11

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图 11：2021—2025 年亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支（不含融资租赁，十亿美元）.....17
图 12：2026 年第一、二季度亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支（不含融资租赁，十亿美元）.....17
图 13：2021—2026Q2 亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支同比增速.....18
图 14：2021—2025 年亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的经营活动现金流（十亿美元）.....19
图 15：2026 年第一、二季度亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的经营活动现金流（十亿美元）19
图 16：亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支/经营活动现金流.....20

表 1：亚马逊、微软及谷歌的 AI 业务构成与收入归属.....8
表 2：最近业绩会亚马逊、微软及谷歌的管理层对 AI 业务的表述.....9
表 3：前沿实验室和亚马逊、微软及谷歌采购算力协议与股权投资历史.....12

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

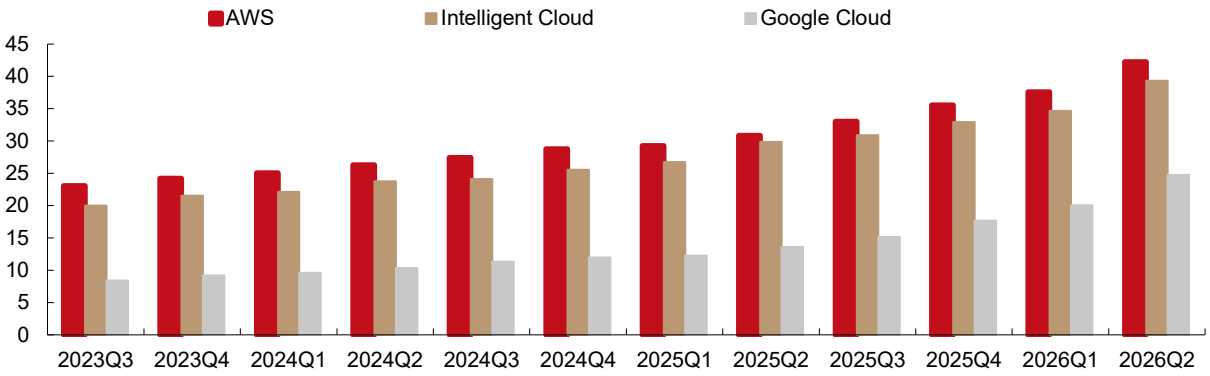
仅供内部参考，请勿外传

一、云业务成为第二增长曲线，三大 CSP形成双引擎

1.1 从传统主业走向云计算

三大 CSP 依托既有技术积累，拓展企业云服务市场。亚马逊将服务零售业务的技术能力对外输出，发展出 AWS；微软依托企业软件及客户基础拓展 Azure；谷歌则将搜索业务积累的计算、数据与人工智能能力延伸至 Google Cloud。云业务由此成为三家公司在传统主业之外的重要业务板块。随着服务范围由计算、存储和数据库延伸至模型训练、推理及企业应用开发，云平台能够覆盖更广泛的企业 IT 需求，并通过向存量客户提供更多服务扩大收入规模。

图 1：亚马逊、微软及谷歌的云分部季度收入（十亿美元）



资料来源：亚马逊、微软、谷歌 2023Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

1.2 AWS 已经成为亚马逊营业利润的核心支柱

AWS 收入规模与集团收入占比同步提升。2025 年第一季度至 2026 年第二季度，AWS 单季收入由 293 亿美元增至 422 亿美元，累计增长约 44%；占亚马逊集团收入的比重由 19%提高至 21%，上升 2 个百分点。随着 AWS 增长快于集团整体，企业云服务在亚马逊收入结构中的权重进一步提高。

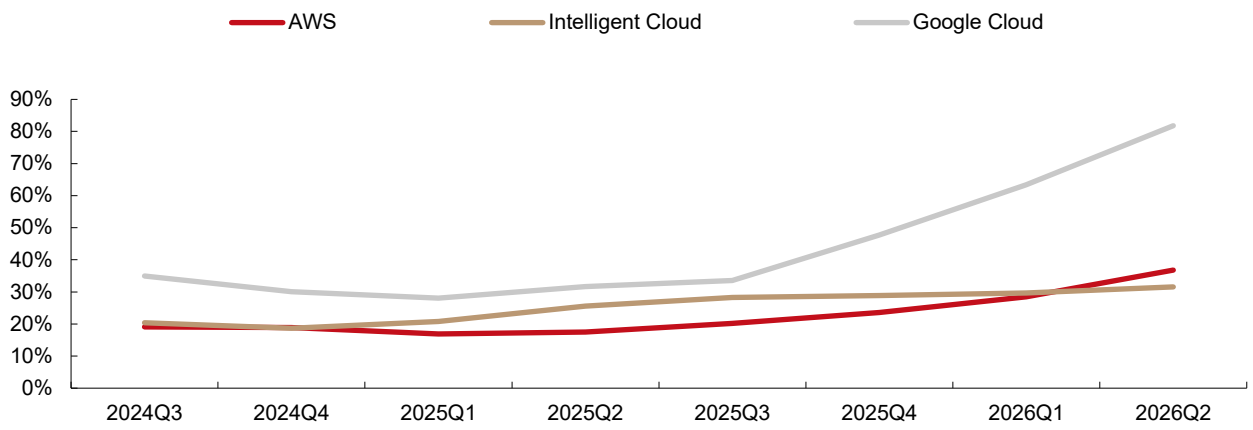
2025 年下半年以来，AWS 在更高收入基数上实现增长提速。经历此前的增速波动后，AWS 收入同比增速由 2025 年第三季度的 20.2%升至第四季度的 23.6%，并在 2026 年前两个季度进一步达到 28.4%和 36.8%。收入规模扩大与增速回升共同推动新增收入增长，强化了 AWS 对集团增长的拉动作用。

AWS 利润增长快于收入，是亚马逊营业利润的核心来源。2023 年第三季度至 2026 年第二季度，AWS 营业利润由 69.76 亿美元增至 166.21 亿美元，累计增长约 138%；营业利润率由 30.3%提高至 39.4%，提升约 9.1 个百分点。2026 年第二季度，AWS 以 21.1%的收入占比贡献了集团 60.4%的营业利润。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图 2：亚马逊、微软及谷歌的云分部收入同比增速



资料来源：亚马逊、微软、谷歌 2024Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

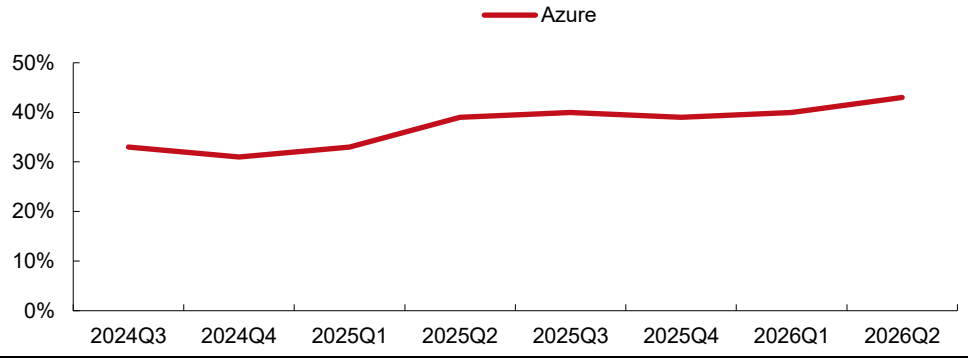
1.3 微软的云服务权重上升，Azure保持较快增长

微软依托企业软件客户基础，将服务范围延伸至企业 IT 基础设施。Office 和 Windows 积累了广泛的企业用户，Azure 进一步覆盖计算、数据库及应用运行环境，形成软件订阅与云资源消费相互补充的业务模式。通过覆盖办公协作、业务系统运行及底层基础设施等需求，微软得以深化客户关系，扩大其在客户 IT 支出中的份额。

Intelligent Cloud 收入占比显著提升，Azure 及其他云服务保持较快增长。按可比分部口径，Intelligent Cloud 季度收入由 2025 年第一季度的 268 亿美元增至 2026 年第二季度的 393 亿美元，累计增长约 47%；同期占集团收入的比重由 38%提高至 44%。核心云服务亦保持扩张，Azure 及其他云服务的同比增速在 2026 年前两个季度分别达到 40%和 43%。

Intelligent Cloud 对集团的利润贡献提高。2025 年第一季度至 2026 年第二季度，该分部营业利润由 111 亿美元增至 159.55 亿美元，累计增长约 44%；占集团营业利润的比重由 35%提高至 39%。

图 3：Azure 最近 8 个季度收入同比增速



资料来源：微软 2024Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

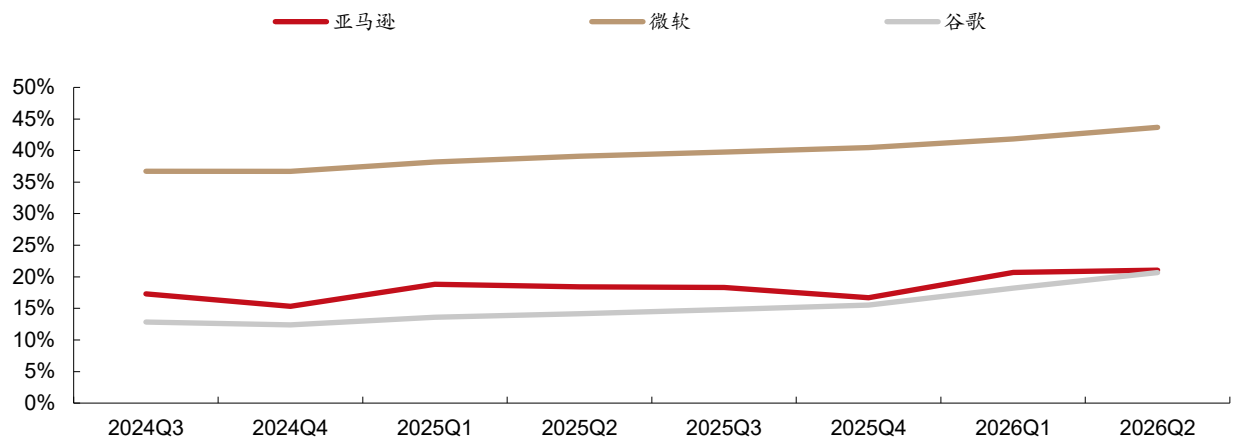
仅供内部参考，请勿外传

1.4 Google Cloud成长为搜索广告之外的重要支柱

Google Cloud 已成为谷歌的重要收入来源。2025 年第一季度至 2026 年第二季度，Google Cloud 季度收入由 123 亿美元增至 248 亿美元，累计增长约 102%；占集团收入的比重由 14%提高至 21%。搜索广告仍是集团收入主体，但云业务在收入结构中的权重显著提升。

2025 年下半年以来，Google Cloud 收入增速连续提升。2025 年第三季度至 2026 年第二季度，收入同比增速依次为 34%、48%、63%和 82%。最新一期收入包含 Wiz 并购及 TPU 系统销售贡献，因此不能将全部增量归因于同口径的 AI 云服务消费。管理层表示，剔除 TPU 系统销售后，Cloud 收入增速仍明显加快。

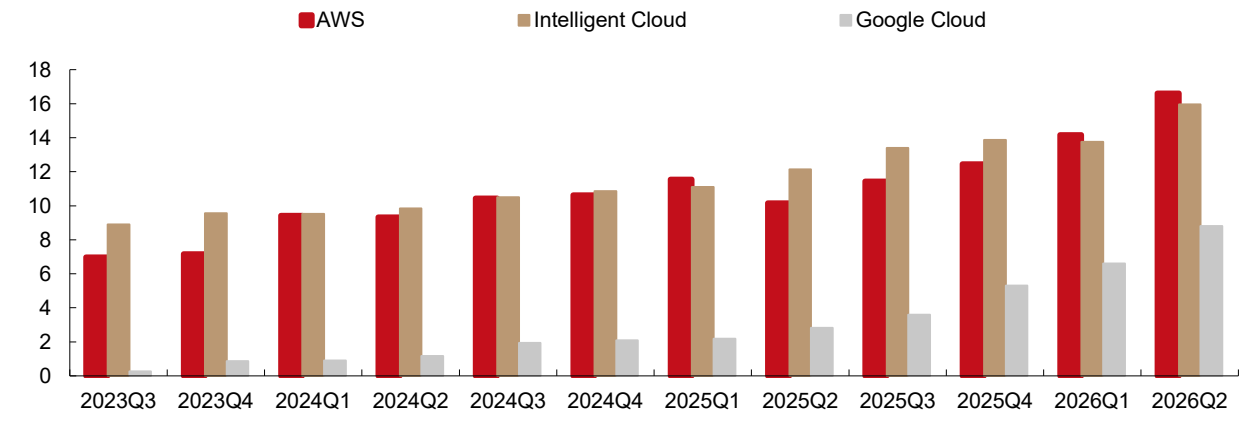
图 4：亚马逊、微软及谷歌的云分部收入占集团比重



资料来源：亚马逊、微软、谷歌 2024Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

Google Cloud 盈利能力显著改善，成为搜索广告之外的重要利润来源。2025 年第一季度至 2026 年第二季度，该分部季度营业利润由 22 亿美元增至 88 亿美元，占集团营业利润的比重由 7%提高至 22%，云营业利润率由 18%升至 36%，规模扩张与利润率改善共同推动了利润贡献的提升。

图 5：亚马逊、微软及谷歌的云分部营业利润（十亿美元）



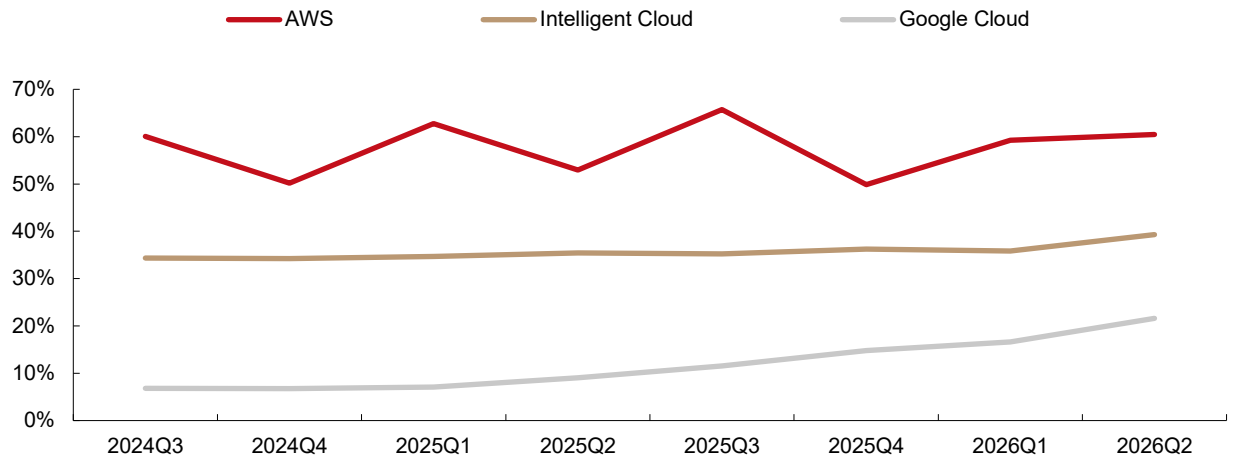
资料来源：亚马逊、微软、谷歌 2023Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

三家平台的云业务均已形成重要业绩支撑。AWS 收入与营业利润持续增长，微软 Intelligent Cloud 在集团收入与利润中的权重进一步提高，Google Cloud 则进入规模与盈利快速扩张阶段。随着 AI 需求增加，后续应重点关注需求向收入的转化，以及业务扩张过程中的利润率表现。

图 6：亚马逊、微软及谷歌的云分部营业利润占各自集团营业利润比重



资料来源：亚马逊、微软、谷歌 2024Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

二、AI扩大云端变现空间，盈利能力与订单共同验证需求

2.1 AI业务由算力扩展至模型、平台和企业应用

AI 正在拓宽云厂商的收入来源，商业化范围由算力供给延伸至模型服务、开发平台和企业应用。训练与推理带动基础设施消费，模型调用、智能体开发和应用订阅则增加了收费环节，并进一步拉动数据、存储、网络与安全等配套服务需求。

AWS 已形成覆盖基础设施、平台服务与企业应用的 AI 产品体系，收入增长兼具直接变现与配套服务带动。基础设施层通过 Trainium、NVIDIA GPU 及配套计算、存储和网络资源承接训练与推理需求；平台层由 SageMaker 支持模型开发、Bedrock 提供模型调用，AgentCore 进一步覆盖智能体运行、身份管理、记忆与治理；应用层则包括 Kiro、Transform、Quick 和 Connect 等产品，使 AWS 能够直接参与开发及业务流程。客户将 AI 应用投入实际运行后，还需要数据库、安全及通用计算等服务。AWS 由此既能获得 AI 基础设施、平台和应用收入，也能扩大传统云服务消费，收入贡献随客户应用部署规模及使用强度增加而扩展。

微软通过 Azure 与企业软件生态协同拓展 AI 业务，其收入贡献分布于多个业务板块。Azure 提供 AI 基础设施、模型服务和 Azure Foundry 开发平台，GitHub Copilot 等产品则服务于开发者，共同覆盖企业的基础设施与开发需求。微软的优势在于能够将 AI 产品与客户已有的软件、数据和开发流程衔接，使云资源消费与应用订阅形成相互促进的关系。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

Google Cloud 的 AI 业务覆盖算力、模型平台与企业应用，TPU 系统销售进一步扩展了收入类型。TPU 和 GPU 基础设施承接训练与推理需求，Gemini、Vertex AI 及企业智能体平台提供模型和开发服务。

表 1：亚马逊、微软及谷歌的 AI 业务构成与收入归属

公司	云内 AI 业务	收入归属与主要边界
亚马逊	Trainium/GPU 算力；SageMaker、Bedrock（AI 模型调用）、AgentCore；Kiro、Transform、Quick、Connect。	通过算力消费、模型调用、平台及应用收费；存储、数据库、安全和 CPU 收费。
微软	Azure AI 基础设施、Azure Foundry（AI 模型调用）；GitHub Copilot 及相关开发服务。	主要形成 Intelligent Cloud 分部内的 Azure 及其他云服务收入。
谷歌	TPU/GPU、Gemini 与 Vertex AI（AI 模型调用）、企业智能体平台、Gemini Enterprise、Workspace 及数据安全。	主要计入 Google Cloud，2026Q2 新增 TPU 系统销售。

资料来源：亚马逊官网，微软官网，谷歌官网，The Motley Fool，西部证券研发中心整理

2.2 AI 云利润高于传统云，利润增长验证商业价值

Google Cloud 利润率显著提升，云业务已成为集团盈利增长的重要来源。其营业利润率由 2023 年第三季度的 3.2%升至 2025 年第二季度的 20.7%，2026 年第二季度进一步达到 35.6%，近一年提高 14.8 个百分点。我们判断，随着 AI 产品与基础设施需求扩张带动收入规模提升，规模效应和运营效率改善进一步推动利润释放。

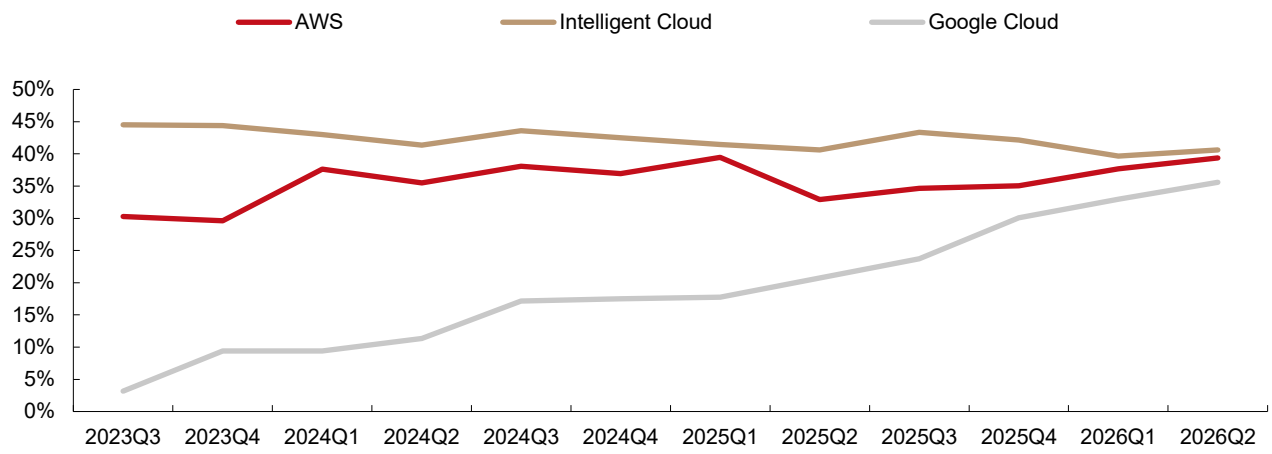
收入增长与资源效率改善推动 AWS 利润率回升，自研基础设施进一步增强成本竞争力。AWS 营业利润率由 2025 年第二季度的 32.9%回升至 2026 年第一季度的 37.7%，第二季度达到 39.4%，一年内累计提高 6.4 个百分点。我们认为随着服务器容量优化、自研芯片应用和网络效率提升，AWS 会在扩大业务规模的同时改善资源使用效率，将收入增长转化为更多营业利润。

微软 AI 基础设施扩张推高折旧与运营支出，Intelligent Cloud 在扩张阶段保持约四成营业利润率。2026 年第二季度，Intelligent Cloud 营业利润率为 40.6%，与上年同期大致持平，低于 2023 年第三季度的 44.5%。微软云业务原有的平台服务及企业软件业务具有较高利润率，随着 AI IaaS 收入权重提高，业务结构向资本密集型基础设施服务倾斜，对分部整体利润率形成稀释。与此同时，Azure 快速增长推动微软扩大算力供给，新增 AI 基础设施投运同步推高折旧、能源及运维支出。微软云业务由此呈现收入快速扩张、利润率阶段性承压的特征，后续新增产能利用率提升将成为释放经营杠杆的重要驱动。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图 7：亚马逊、微软及谷歌的云分部营业利润率



资料来源：亚马逊、微软、谷歌 2023Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

管理层对 AI 经济性的评价显示，AI 业务在相同发展阶段的盈利表现优于早期传统云。微软在 2026 年 4 月表示，AI 业务利润率高于此前云转型相同发展阶段的水平；亚马逊在第二季度电话会中也表示，AI 业务的利润率和回报较传统云处于相同发展阶段时略有领先。两家公司的表述为 AI 商业模式的盈利潜力提供了直接支持。我们认为，推理成本下降、客户使用规模扩大，以及模型平台和企业应用的持续变现，将共同推动 AI 收入向利润转化，使 AI 成为云厂商中长期盈利增长的重要来源。

表 2：最近业绩会亚马逊、微软及谷歌的管理层对 AI 业务的表述

公司	报告期 / 电话会日期 / 发言人	主要表述
亚马逊	2025Q3	2025.10.30 Andy Jassy	Trainium2 已全部预订，业务收入环比增 150%；Bedrock 与 SageMaker 增长较快，AgentCore 帮助企业将智能体投入生产。
亚马逊	2025Q4	2026.02.05 Andy Jassy	Trainium2 支撑 Bedrock 多数推理；Nova Forge 支持企业定制模型，AgentCore 连接计算、数据、记忆和治理，扩大智能体应用。
亚马逊	2026Q1	2026.04.29 Andy Jassy	AI 年化收入运行规模超过 150 亿美元；Bedrock 客户支出环比增 170%，模型推理和企业智能体采用继续扩张。
亚马逊	2026Q2	2026.07.30 Andy Jassy	AI 年化收入运行规模超过 250 亿美元；AI 与核心服务相互带动。AI 利润率和回报较传统云同发展阶段略有领先。
微软	2025Q3（FY26Q1）	2025.10.29 Satya Nadella	AI 平台与 Copilot 使用扩展；Foundry 承接企业 AI 应用和智能体构建，基础设施覆盖训练、推理及其他计算任务。
微软	2025Q4（FY26Q2）	2026.01.28 Nadella / Hood	AI 业务横跨算力、智能体平台和应用；新增 GPU 也支持 M365 Copilot、GitHub Copilot 及研发，不能全部对应 Azure 外部收入。
微软	2026Q1（FY26Q3）	2026.04.29 Nadella / Hood	AI 年化收入运行规模超 370 亿美元、同比增 123%；AI 利润率优于历史云转型同阶段，未披露独立 AI 利润率。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

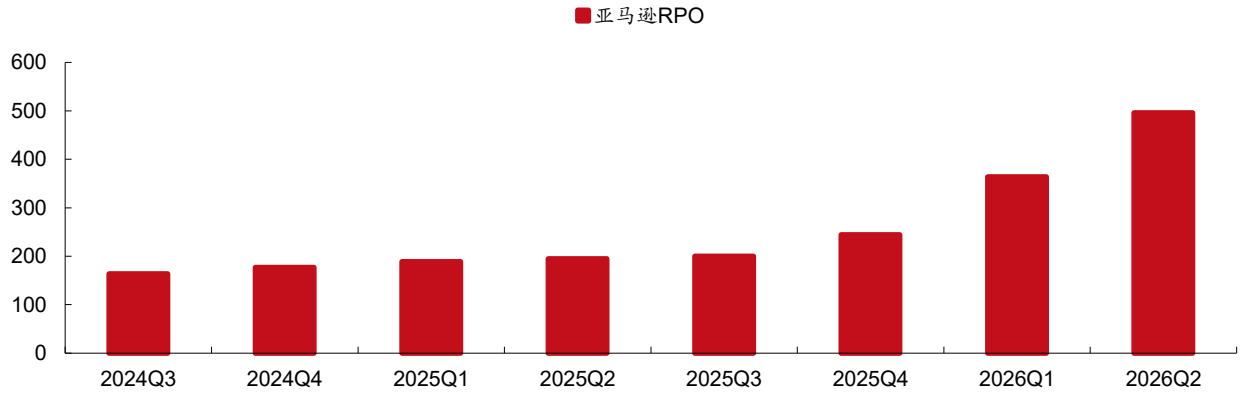
公司	报告期 / 电话会日期 / 发言人	主要表述
微软	2026Q2（FY26Q4）| 2026.07.29 Nadella / Hood	M365 Copilot 付费席位超 3000 万；GitHub Copilot 收入环比增逾 60%，按用量计费后消费增强，增长涉及生产力与业务流程分部与 Intelligent Cloud 分部。
谷歌	2025Q3 | 2025.10.29 Pichai / Ashkenazi	基于自有生成式 AI 模型构建的产品收入同比增逾 200%；企业 AI 产品已形成数十亿美元级季度收入，基础设施与解决方案共同增长。
谷歌	2025Q4 | 2026.02.04 Pichai / Ashkenazi	相关生成式 AI 产品收入同比增速近 400%；电话会时 Gemini Enterprise 已售逾 800 万付费席位，TPU 与 GPU 需求强劲。
谷歌	2026Q1 | 2026.04.29 Pichai / Ashkenazi	企业 AI 解决方案首次成为 Cloud 首要增长驱动；相关模型产品收入同比增长近 800%，Gemini Enterprise 付费月活环比增 40%。
谷歌	2026Q2 | 2026.07.22 Pichai / Ashkenazi	芯片、模型、数据、安全和智能体共同扩张；首次确认 TPU 系统销售。剔除该销售后 Cloud 增速仍加快，未披露具体数值。

资料来源：微软官网，谷歌官网，The Motley Fool，西部证券研发中心整理

2.3 订单积累增强增长可见度，产能交付决定收入兑现节奏

三大云厂商订单余额持续扩大，为未来收入增长提供较强支撑。截至 2026 年第二季度末，亚马逊与 AWS 相关的未确认履约义务（RPO）达到 4,960 亿美元，微软商业 RPO 达到 6,780 亿美元，谷歌 RPO 达到 5,195 亿美元。庞大的合同储备反映企业客户对云计算及 AI 基础设施的长期需求，也为云厂商持续扩大资本开支提供了订单支撑。随着 AI 基础设施逐步交付、客户工作负载迁移及算力使用规模提升，存量订单将陆续转化为收入，未来收入增长的关键在于产能交付速度与客户实际消费进度。

图 8：亚马逊 RPO（十亿美元）



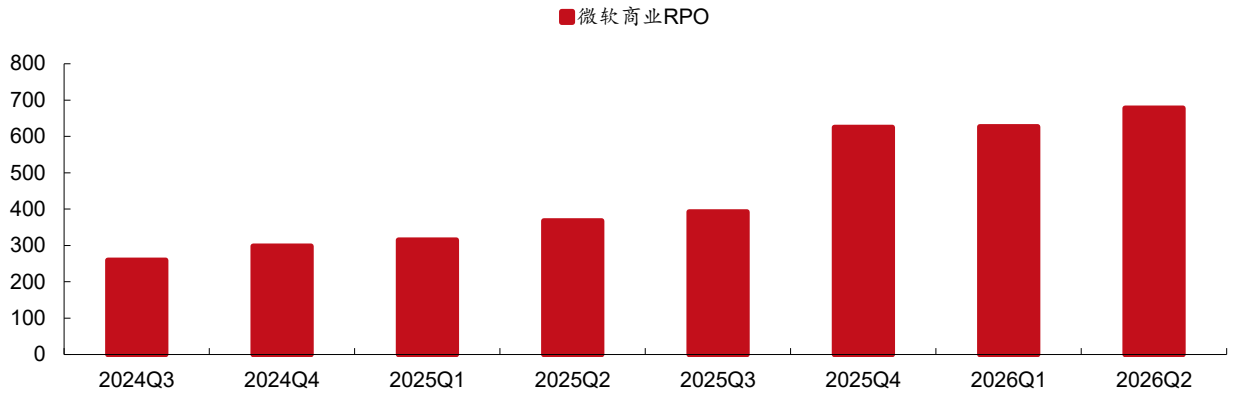
资料来源：亚马逊 2024Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

微软订单增长逐步向更广泛的企业客户扩散，对 OpenAI 单一客户的依赖有所下降。2025 年第四季度，OpenAI 约占微软商业 RPO 的 45%，剔除 OpenAI 后的商业 RPO 仍同比增长 28%，显示传统企业客户与其他云服务需求保持较强韧性。至 2026 年第二季度，管理层表示商业 RPO 的环比增量全部来自前沿模型公司以外的客户，反映 AI 基础设施及云服务需求正在向更广泛的企业客户群体扩展。我们认为，客户结构多元化有助于增强 Azure 增长的持续性，庞大的合同储备也为未来数年的算力建设与收入扩张提供了较高可见度。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

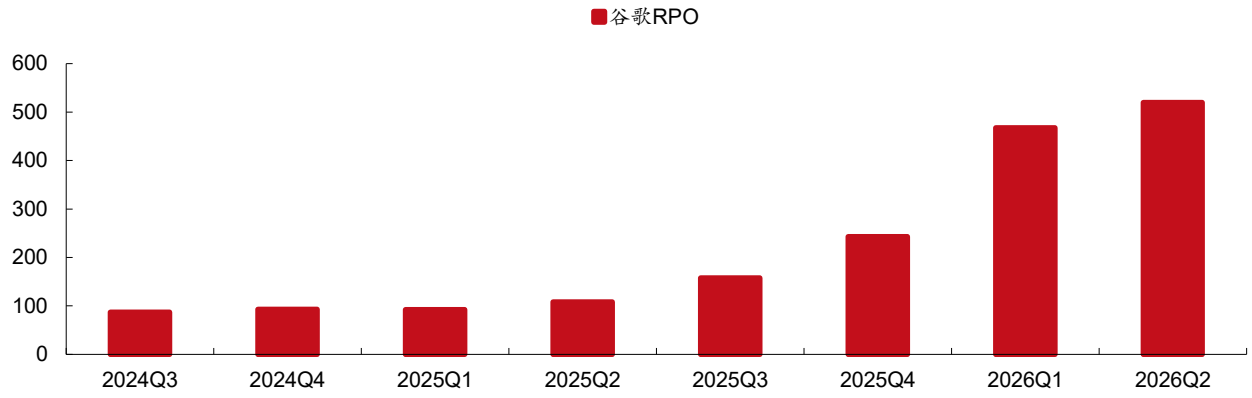
图 9：微软 RPO（十亿美元）



资料来源：微软 2024Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

Google 订单规模快速扩张，TPU 商业化进一步拓宽未来收入来源。2026 年第二季度，Google Cloud RPO 已超过 5,100 亿美元，反映企业云服务及 AI 基础设施需求持续增长。2026 年第一季度起，Google 将原始预计期限一年及以下的合同纳入 RPO 统计，当季新增纳入的相关合同约 73 亿美元；与此同时，Cloud 订单中还增加了向客户数据中心销售 TPU 系统的协议。随着 TPU 由内部算力基础设施逐步拓展至对外销售，Google Cloud 的收入来源进一步覆盖持续性云资源消费与硬件系统交付。前者主要由客户使用量驱动，后者随系统交付确认收入，TPU 对外销售有望成为推动 Cloud 收入增长的新动力。

图 10：谷歌 RPO（十亿美元）



资料来源：谷歌 2024Q3-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

2.4 前沿实验室的长期采购为云增长提供基础

前沿模型实验室已成为云厂商中长期算力需求的重要来源。随着前沿模型参数规模、训练计算量及推理需求持续增长，OpenAI、Anthropic 等模型厂商对大规模计算集群的需求不断扩大，并逐步由短期算力租赁转向跨年度采购协议。长期订单为云厂商提前规划芯片采购、数据中心建设及电力资源提供了需求支撑，也推动 AI 基础设施由按需扩容向订单驱动的规模化建设转变。模型训练带来集中式的大规模算力需求，推理业务则随着用户规模及 Token 消费增长形成持续性收入，共同构成云厂商未来数年的重要增长动力。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

股权投资、算力采购与模型分发相结合，云厂商与前沿实验室形成深度合作关系。微软以 OpenAI 为核心合作伙伴，并逐步扩大与 Anthropic 的合作；亚马逊依托 Anthropic 推动 Trainium 生态发展，同时通过对 OpenAI 的战略投资扩大模型合作范围；谷歌则围绕 Anthropic 等前沿实验室拓展 TPU 应用生态。云厂商通过资本支持和算力供给获取长期客户需求，并借助模型分发平台扩大企业客户覆盖；模型厂商则获得研发资金、计算资源及商业化渠道。双方合作已由单纯的算力采购延伸至芯片适配、模型部署及企业应用分发，进一步加深了产业链上下游的协同关系。

前沿实验室加快多云部署，三大云厂商共同分享 AI 算力需求增长。OpenAI 在维持 Azure 核心云合作关系的同时，持续扩大其他平台的算力采购。Anthropic 则同时与 AWS、Google Cloud 和 Azure 建立大规模合作，分别采用 Trainium、TPU 支持模型训练与推理。多云采购一方面满足模型厂商不断扩大的算力需求，另一方面也推动云厂商围绕芯片性能、单位算力成本及交付能力展开竞争，使前沿 AI 需求逐步由少数独家合作关系转向多家平台共同承接。

头部 AI 实验室与云厂商之间的长期算力采购协议，正成为云收入确定性的重要来源。OpenAI 重组后向 Azure 增购 2,500 亿美元服务，并与 AWS 签署 380 亿美元多年期协议、后续 8 年内追加 1,000 亿美元；Anthropic 则承诺未来十年在 AWS 投入超 1,000 亿美元、锁定至多 5 吉瓦新容量，另向 Azure 采购 300 亿美元算力。此类协议普遍附带多年期最低采购义务，实质是将 AI 需求的增长预期转化为云厂商可验证的合同收入：一方面平滑需求波动、降低新增容量的空置风险；另一方面以订单背书的形式提升未来收入的可见度与可预测性，为云厂商持续加码的巨额资本开支提供了回报端的确定性支撑。

前沿实验室提供基础订单，企业客户渗透与算力利用效率决定云业务的长期增长和盈利弹性。大型模型厂商通过长期采购协议锁定基础设施需求，帮助云厂商形成规模化部署能力；企业客户则通过 API 调用、智能体应用、模型开发及数据服务持续增加云资源消费，推动收入来源进一步多元化。我们认为，前沿实验室订单能够支撑未来数年的基础设施扩张，而企业 AI 应用普及将成为推动云业务持续增长的关键变量。随着新增算力逐步交付、客户使用规模扩大，以及自研芯片和推理优化降低单位服务成本，云厂商有望进一步释放规模效应，推动 AI 业务由收入快速增长向利润及现金流增长转化。

表 3：前沿实验室和亚马逊、微软及谷歌采购算力协议与股权投资历史

事件类型	协议双方	采购承诺及期限
股权投资	微软 OpenAI	微软是 OpenAI 最早也是最重要的战略投资者：2019 年 7 月以 10 亿美元开启合作；2023 年 1 月据媒体报道追加投资 100 亿美元；截至 2025 年 9 月 30 日，微软对 OpenAI 的累计资金承诺达 130 亿美元（其中 116 亿美元已出资）。2025 年 10 月 28 日，双方宣布重组伙伴关系：OpenAI 重组为公共利益公司（PBC）并完成资本重组后，微软按全面转换摊薄基准持股约 27%，所持投资价值约 1,350 亿美元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

事件类型	协议双方	采购承诺及期限
股权投资	谷歌 Anthropic	谷歌自 2023 年起持续加注 Anthropic：2023 年早些时候以 3 亿美元投资换取约 10%股权，同年 10 月追加投资 20 亿美元（先期出资 5 亿美元、后续 15 亿美元）；2025 年初再投 10 亿美元，累计投资约 30 亿美元。2026 年 5 月 28 日，Anthropic 完成 650 亿美元 H 轮融资（投后估值 9,650 亿美元），谷歌参与本轮出资，其投入属于此前宣布的至高 400 亿美元长期投资承诺的一部分。
股权投资	亚马逊 Anthropic	亚马逊对 Anthropic 的投资自 2023 年起分多步持续加码：2023 年 9 月宣布至多 40 亿美元投资并取得少数股权（首期出资 12.5 亿美元）；2024 年 3 月完成追加 27.5 亿美元、总投资达 40 亿美元；2024 年 11 月再度新增 40 亿美元、总投资达 80 亿美元；2026 年 4 月又投 50 亿美元、并保留未来追加至多 200 亿美元的空间；2026 年 5 月 H 轮融资中，亚马逊此前承诺的 50 亿美元出资到位（属超大规模云厂商合计 150 亿美元承诺的一部分）。
股权投资	亚马逊 OpenAI	2026 年 2 月 27 日，OpenAI 宣布以 7,300 亿美元投前估值完成 1,100 亿美元新融资，亚马逊出资 500 亿美元（为先期 150 亿美元、其余 350 亿美元在特定条件达成后追加的分步安排），与软银（300 亿美元）、英伟达（300 亿美元）并列本轮主要投资方。
股权投资	微软 Anthropic	2025 年 11 月 18 日，Anthropic 宣布与微软、英伟达建立战略合作：作为合作的一部分，英伟达与微软将分别向 Anthropic 投资至多 100 亿美元与至多 50 亿美元。
算力协议	微软 OpenAI	OpenAI 自 2019 年起与微软深度绑定，微软 Azure 为其独家云提供商；2025 年 10 月 28 日重组后，OpenAI 签约增购 2,500 亿美元 Azure 服务，同时微软不再享有 OpenAI 算力供应的优先权（ROFR 取消），OpenAI 得以采用多云策略。
算力协议	亚马逊 OpenAI	2025 年 11 月 3 日，OpenAI 与 AWS 签署 380 亿美元多年期战略协议（未来七年持续增长），初期即接入数十万块英伟达 GPU，并可扩展至数千万 CPU 以支撑智能体（agentic）工作负载；2026 年 2 月 27 日，双方宣布在原协议基础上于 8 年内追加 1,000 亿美元，OpenAI 同时承诺通过 AWS 消耗约 2 吉瓦 Trainium 算力。
算力协议	谷歌 Anthropic	Anthropic 与谷歌云的合作持续升级：2023 年签署为期四年、金额 30 亿美元的云采购协议；2025 年 10 月宣布扩容至至多 100 万颗 TPU、总价值数百亿美元，预计 2026 年上线容量远超 1 吉瓦；2026 年 4 月再与谷歌、博通签署数吉瓦级下一代 TPU 容量新协议，自 2027 年起陆续上线。
算力协议	亚马逊 Anthropic	Anthropic 与 AWS 的合作由浅入深：2023 年 9 月 AWS 成为其关键任务工作负载的主要云提供商（Trainium/Inferentia 芯片）；2024 年 11 月 AWS 进一步成为其主要云与训练伙伴；2026 年 4 月，Anthropic 承诺未来十年在 AWS 投入超 1,000 亿美元、锁定至多 5 吉瓦新容量（覆盖 Graviton 及 Trainium2 至 Trainium4 芯片）；双方合作的 Project Rainier 已成为全球最大算力集群之一，当前部署超 100 万颗 Trainium2 芯片。
算力协议	微软 Anthropic	2025 年 11 月 18 日，Anthropic 宣布与微软、英伟达达成战略合作，承诺采购 300 亿美元 Azure 算力容量，并可另行签约至多 1 吉瓦的额外算力，Azure 由此进入 Anthropic 的主力算力供应体系。

资料来源：CNBC，CGTN，DeepLearning.AI，Anthropic 官网，OpenAI 官网，亚马逊官网，微软官网，凤凰网，齐鲁晚报，证券时报 e，西部证券研发中心整理

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

2.5 从客户消费到投资回收，AI 云商业回报逐步形成

AI 推动云平台由单一算力收费向覆盖企业开发与生产环节的持续性消费拓展。模型训练与推理直接带动计算资源需求，模型部署及应用开发进一步增加数据库、存储、安全、数据治理和智能体平台等配套服务消费。随着 AI 逐步嵌入企业日常业务流程，云资源消费由阶段性训练需求延伸至持续性推理和应用运行，推动单客户消费规模及服务渗透率提升。与此同时，自研芯片、软硬件协同优化及集群利用率提升持续降低单位算力成本。收入来源多元化与基础设施效率改善相结合，有望推动 AI 业务在收入快速增长的同时释放更大的利润空间。

AI基础设施投资已展现出较强的现金回收能力，设备回本周期与合同期限形成良好匹配。亚马逊在 2026 年第二季度电话会中表示，服务器及网络设备的平均投资回收期略低于三年，当前服务器使用寿命至少达到五至六年，而多数 AI 容量合同期限不少于五年。这意味着设备在完成初始投资回收后，仍具备较长的持续创收周期。长期合同为新增算力提供需求保障，设备投资回收与后续现金流贡献则构成 AI 基础设施的商业回报基础。随着自研芯片渗透率提高、硬件性能持续迭代，以及资源调度效率改善，云厂商有望进一步降低单位服务成本，提升资本投入的经济回报。

订单增长、算力交付与运营效率提升共同推动 AI 投资向收入和利润转化。前沿实验室及企业客户通过长期采购协议锁定算力需求，云厂商根据订单安排芯片采购和数据中心建设，并随着基础设施交付和客户消费增长逐步确认收入。在此基础上，模型平台、数据服务和企业应用进一步扩大客户支出，规模效应及单位成本下降则推动利润释放。未来，算力交付速度、集群利用率及单位推理成本改善，将成为决定云厂商 AI 业务盈利弹性的核心变量。

我们认为，AI 云业务已初步形成从长期订单、持续消费到资本回收的完整商业闭环。大规模算力采购提供基础需求，企业 AI 应用普及推动消费持续增长，而自研芯片及规模效应进一步改善基础设施经济性。与此同时，云平台能够同时承载不同模型厂商的产品，通过统一的模型开发、调用和分发平台获取收入，扩大商业化覆盖范围。中国开源模型逐步接入海外云平台，也进一步体现出云基础设施与模型生态的协同价值。随着模型调用量增长、企业应用渗透及推理成本下降，云厂商有望在 AI 产业链中持续获取基础设施、平台服务和应用生态的多层次收益，进一步强化长期盈利能力。

三、中国模型拓宽海外云的全球需求基础

3.1 模型来源与基础设施收益可以分离

模型开发与云基础设施运营逐步分离，中国模型的全球应用同样能够为海外云厂商创造收入。企业选择 AI 模型主要取决于任务效果、推理成本及部署要求，而模型运行所需的计算、存储、网络及数据服务可以由第三方云平台提供。因此，模型技术来源与底层算力供应商并不需要保持一致。随着 Qwen、DeepSeek、Kimi、GLM 等中国模型在全球开发者和企业客户中的应用扩大，AWS、Azure 及 Google Cloud 同样能够通过模型托管、推理

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

服务和基础设施租赁获取收入。模型层面的竞争格局与云基础设施的市场份额由此形成相对独立的商业逻辑。

海外云厂商已将中国模型纳入托管服务体系，通过模型调用直接参与商业化。AWS 将 Qwen 模型引入 Bedrock，为客户提供托管式模型调用服务；微软则通过 Azure Foundry 提供特定 DeepSeek 模型的托管服务，由 Azure 负责模型部署、推理运营及相关计费。企业无需独立建设模型推理基础设施，即可通过既有云账户和 API 接口使用中国模型。对于云厂商而言，第三方模型丰富了平台的产品供给，使其能够在不承担全部基础模型研发成本的情况下，通过推理服务及配套云资源获取收入。

开放权重模型进一步拓展了云厂商的基础设施变现方式。除托管 API 外，企业还可以通过 Google Cloud 的 Model Garden 获取开放模型，并在自身云环境中部署推理服务。在这一模式下，客户自主配置模型及运行环境，云厂商主要通过计算、存储、网络和相关平台服务收费。相比托管 API，自主部署能够满足企业对模型配置、数据管理和性能优化的定制化需求。两种交付方式共同扩大了云平台的客户覆盖范围，使海外云厂商既能够通过模型服务收费，也能够依靠底层基础设施承接开放模型带来的新增算力需求。

3.2 模型供给扩充有望扩大云服务需求

中国模型提升全球 AI 市场的供给丰富度与成本竞争力，有望加快企业 AI 应用渗透。随着模型性能提升及推理成本下降，企业能够根据任务复杂度、响应速度和预算选择不同模型，将 AI 应用由高价值、低频次的专业场景逐步扩展至文档处理、客户服务、知识检索及业务流程自动化等日常工作。更低的单位推理成本有助于提高应用的经济可行性，推动调用频次和使用规模增长，并同步增加数据库、存储、数据处理及安全服务等配套需求。我们认为，模型供给增加将推动 AI 应用市场扩容，云厂商则有望通过持续增长的推理消费和配套服务获得增量收入。

多模型生态进一步强化云平台的聚合价值，竞争重点由模型独占转向综合服务能力。AWS、Azure 和 Google Cloud 均已建立覆盖不同模型供应商的产品目录，使企业能够在统一云环境中选择、部署和管理模型，并与既有数据平台、开发工具及安全体系集成。随着中国开源模型持续迭代，海外云厂商可以不断扩充模型供给，满足企业在性能、成本和部署方式上的差异化需求。云平台的价值由单一模型能力进一步延伸至算力供给、模型管理、数据处理及应用开发等环节，有助于提升客户使用深度和平台黏性。

我们认为，中国模型的全球竞争力提升，有望成为海外云厂商 AI 业务增长的重要推动因素。模型开放化降低了企业获取先进 AI 能力的门槛，也使模型创新与基础设施商业化形成更广泛的产业分工。中国模型通过海外云平台进入全球企业市场，能够为云厂商带来新增推理负载及配套服务消费；随着企业 AI 应用由试验性部署走向规模化运营，持续性云资源需求有望进一步扩大。未来海外云厂商的核心竞争力，将更多体现为算力成本、基础设施交付能力以及覆盖模型开发至企业应用的综合服务体系。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

四、海外云厂AI资本开支逐渐进入兑现期

4.1 市场关注投资回报的兑现速度

AI 基础设施建设具有资本投入前置、收入与现金回收滞后的特点，资本开支扩张加大了市场对投资回报周期的关注。云厂商需要提前采购芯片、建设数据中心及配套电力设施，相关现金支出先于产能交付和客户消费发生。随着 AI 资本开支持续增长，短期自由现金流受到压制，新增资产投运后还将逐步增加折旧及运营成本。因此，市场对 AI 投资的评估正由资本开支规模和算力储备，进一步转向新增产能的收入贡献、利润释放及现金流回收能力。云业务收入增速、资本开支强度与自由现金流表现的匹配程度，将成为影响估值的重要变量。

云收入加速增长推动 AI 投资进入业绩兑现阶段，新增产能的盈利能力将决定后续估值空间。2026 年以来，AWS 与 Google Cloud 收入增速持续提升，反映前期基础设施投入正在逐步转化为可确认收入，云业务的规模效应也开始体现在利润增长中。我们认为，当前市场对云厂商 AI 资本开支的关注重点，正在由投资规模是否过高转向投资回报能否持续改善。随着新增算力交付、客户使用规模扩大，以及自研芯片和推理效率优化推动单位成本下降，云厂商有望进一步释放经营杠杆，推动 AI 业务收入增长向利润与现金流增长传导。未来，新增产能利用率、云业务利润率及自由现金流改善速度，将成为判断 AI 投资回报和科技平台估值修复空间的核心指标。

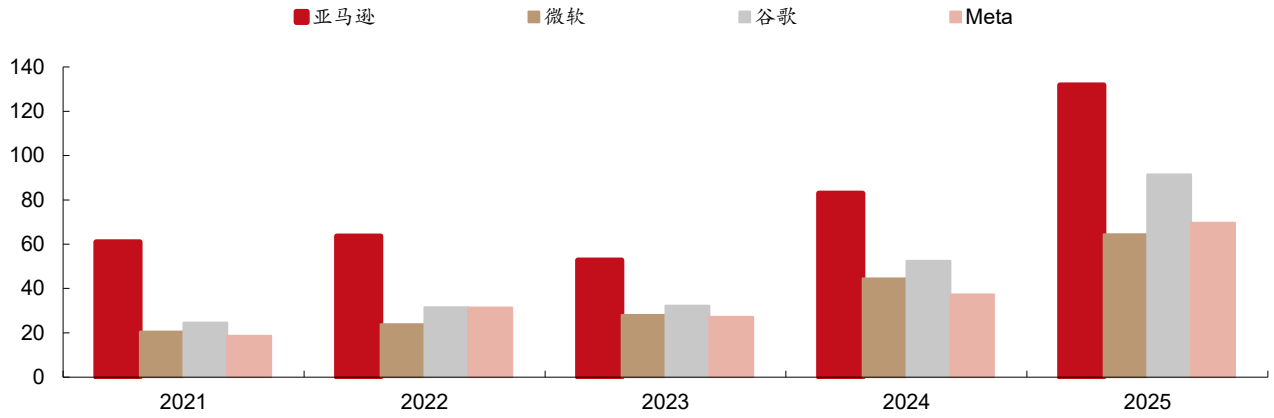
4.2 基础设施投入先行，现金支出与收入确认存在时间差

CSP 资本开支快速扩张，AI 基础设施建设进入密集投入阶段。以现金流量表中口径（不含融资租赁），亚马逊、微软、Google 和 Meta 合计资本开支由 2023 年的 1,404 亿美元增至 2025 年的 3,575 亿美元，两年累计增长约 155%。随着 AI 算力需求持续增长，芯片采购、数据中心建设及电力配套投入显著增加，资本开支已成为影响科技平台自由现金流和资本配置的重要因素。AI 基础设施的投资回报及现金回收能力，也因此成为市场评估云厂商长期价值的核心变量。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

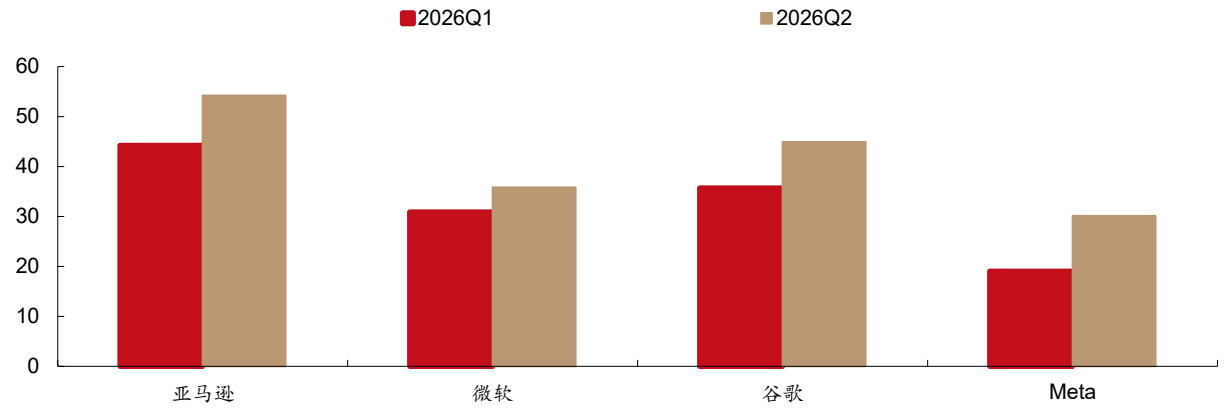
图 11：2021—2025 年亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支（不含融资租赁，十亿美元）



资料来源：亚马逊、微软、谷歌、Meta 2021-2025 各年财报，西部证券研发中心整理

注：该图中，微软为财年口径，其余为自然年口径

图 12：2026 年第一、二季度亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支（不含融资租赁，十亿美元）



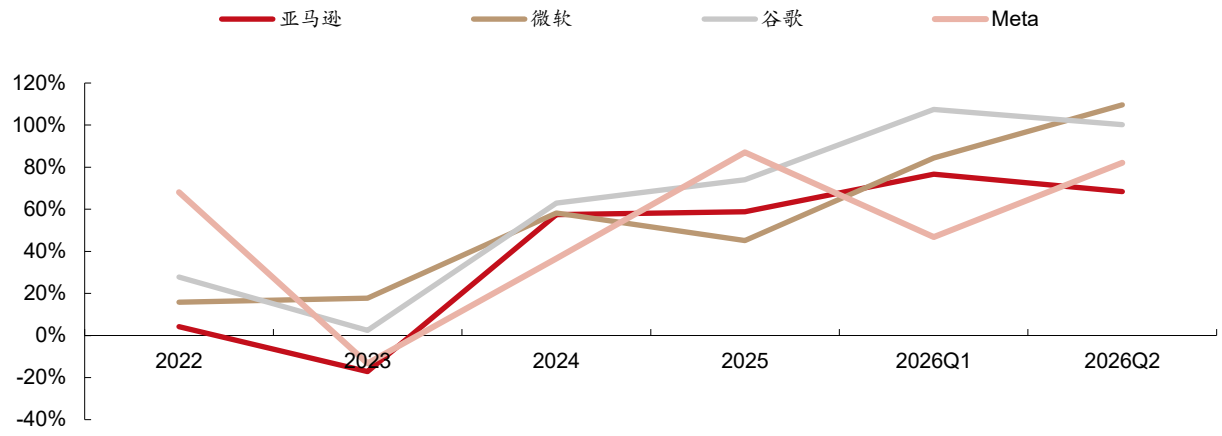
资料来源：亚马逊、微软、谷歌、Meta 2026Q1-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

资产结构与设备更新周期进一步影响投资回收效率，新增产能利用率是未来现金流改善的关键。AI 基础设施投资涵盖机房、电力、网络及计算设备，不同资产的使用寿命和更新周期存在较大差异。其中，机房及供电设施能够支持长期运营，GPU 服务器等计算设备则面临更快的技术迭代和更新需求。与此同时，现金付款、资产投入使用与折旧确认存在时点差异，融资租赁也使部分设备投资通过未来分期付款体现，进一步增加了资本开支与现金流的跨期差异。随着新增数据中心逐步投运，云厂商还需持续承担设备更新及基础设施扩容支出。我们认为，未来 AI 投资回报的核心在于提高新增产能利用率、扩大单位资本投入对应的收入规模，并通过自研芯片与软硬件协同降低单位算力成本，推动前期大规模资本投入逐步转化为持续性现金流。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图 13：2021—2026Q2 亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支同比增速



资料来源：亚马逊、微软、谷歌、Meta 2021-2025 各年财报及 2026Q1-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

4.3 云收入加速，为前期资本投入提供经营验证

云业务收入增长显著提速，前期 AI 基础设施投资逐步进入商业化兑现阶段。2026 年第二季度，AWS 收入同比增长约 37%，Google Cloud 同比增长约 82%，Azure 及其他云服务收入同比增长 43%。其中，AWS 和 Google Cloud 在收入基数持续扩大的背景下实现增速提升，反映 AI 算力需求增长、基础设施产能交付及客户消费扩大正在共同推动云业务扩张。随着前期部署的计算资源陆续投入运营，新增算力开始形成实际收入贡献，资本开支与收入增长之间的传导关系逐步清晰。我们认为，云业务已进入由资本投入驱动产能扩张、产能交付带动收入增长的业绩兑现阶段。

长期订单持续积累，为云厂商未来收入增长和资本开支扩张提供需求支撑。前沿模型实验室及大型企业客户通过多年期协议提前锁定算力资源，推动云厂商形成规模庞大的合同储备。长期采购协议不仅提高了未来收入的可见度，也使云厂商能够根据客户需求提前规划芯片采购、数据中心建设及电力配套。随着新增产能陆续交付，存量订单将逐步转化为实际收入，而企业 AI 应用渗透率提升及推理需求增长有望进一步扩大客户消费规模。长期订单与持续性云资源消费相结合，为 AI 基础设施投资提供了较强的需求保障。

云业务收入增长与盈利能力改善相结合，AI 基础设施的规模效应逐步显现。2026 年以来，AWS 和 Google Cloud 在收入加速增长的同时保持较强的利润贡献，其中 Google Cloud 营业利润率显著提升，AWS 利润率亦持续回升。自研芯片渗透率提高、软硬件协同优化及集群调度效率改善，有助于降低单位算力成本；客户使用规模扩大则能够提高服务器及配套基础设施的利用效率，进一步摊薄固定成本。随着新增产能逐步达到较高利用率，云厂商有望实现收入规模扩张与单位经济性改善的双重收益，推动 AI 业务形成更强的经营杠杆。

我们认为，云收入加速增长已初步验证 AI 资本开支的商业价值，未来投资回报将进一步取决于产能利用率与现金回收效率。AI 基础设施具有较高的前期投入和较长的资产使用周期，机房、电力及网络设施能够支持长期运营，服务器等计算设备则通过持续提供算力服

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

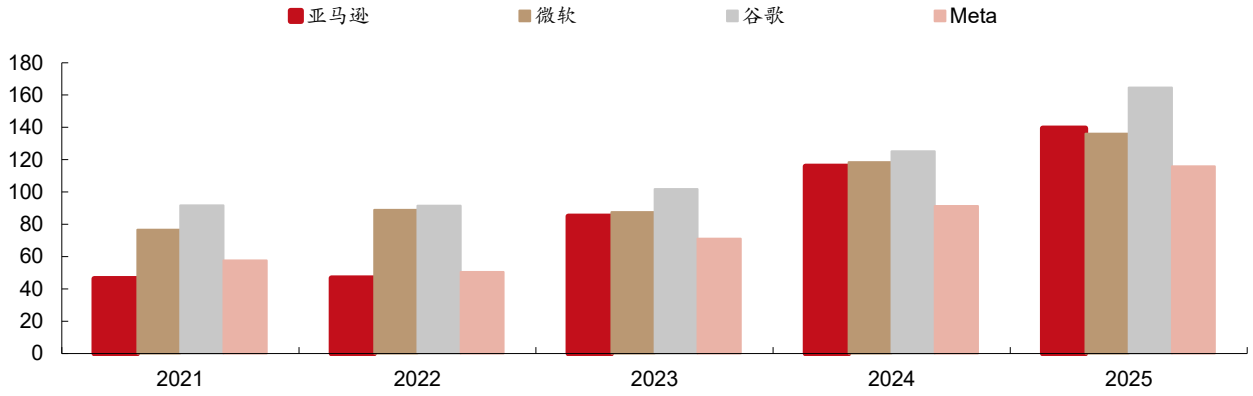
仅供内部参考，请勿外传

务实现投资回收。随着 AI 推理需求增长、企业客户持续扩张以及单位算力成本下降，云厂商有望提高单位资本投入对应的收入和经营现金流，逐步释放前期投资的经济价值。展望未来，云业务收入增速、营业利润率、资本开支强度及自由现金流改善速度，将成为衡量 AI 基础设施投资回报的核心指标。

4.4 主业现金流提供支撑，资金压力有望随收入兑现逐步缓解

成熟主业提供充足的经营现金流，支撑科技巨头持续扩大 AI 基础设施投资。2025 年，亚马逊、微软、Google 和 Meta 的经营现金流合计超过 5,500 亿美元。亚马逊的零售及云服务、微软的企业软件与云订阅、谷歌的搜索广告以及 Meta 的社交广告业务，均具备较强的现金创造能力。成熟业务形成的稳定现金流，使四家公司能够在维持原有业务运营的同时，持续投入 AI 基础设施建设，降低对外部融资的依赖，并在长期资本开支周期中保持较强的财务灵活性。

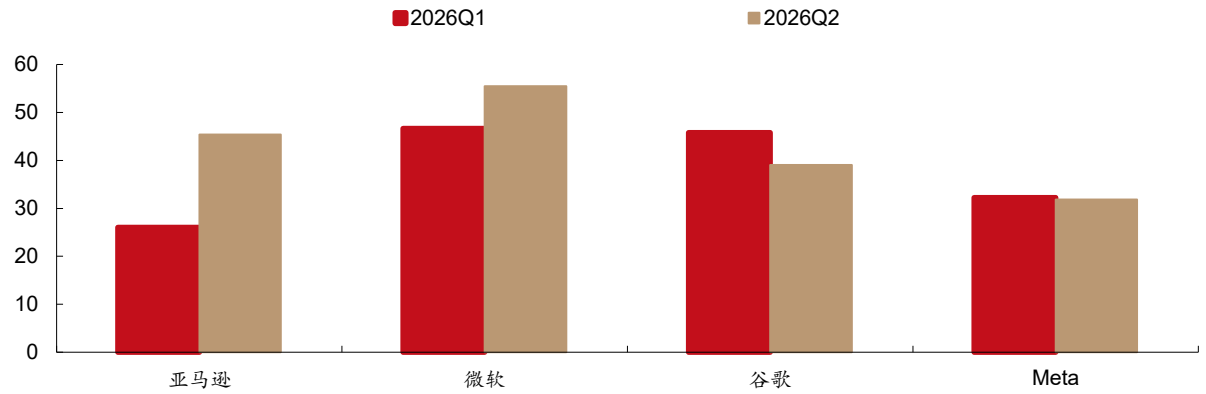
图 14：2021—2025 年亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的经营活动现金流（十亿美元）



资料来源：亚马逊、微软、谷歌、Meta2021-2025 各年财报，西部证券研发中心整理

注：该图中，微软为财年口径，其余为自然年口径

图 15：2026 年第一、二季度亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的经营活动现金流（十亿美元）



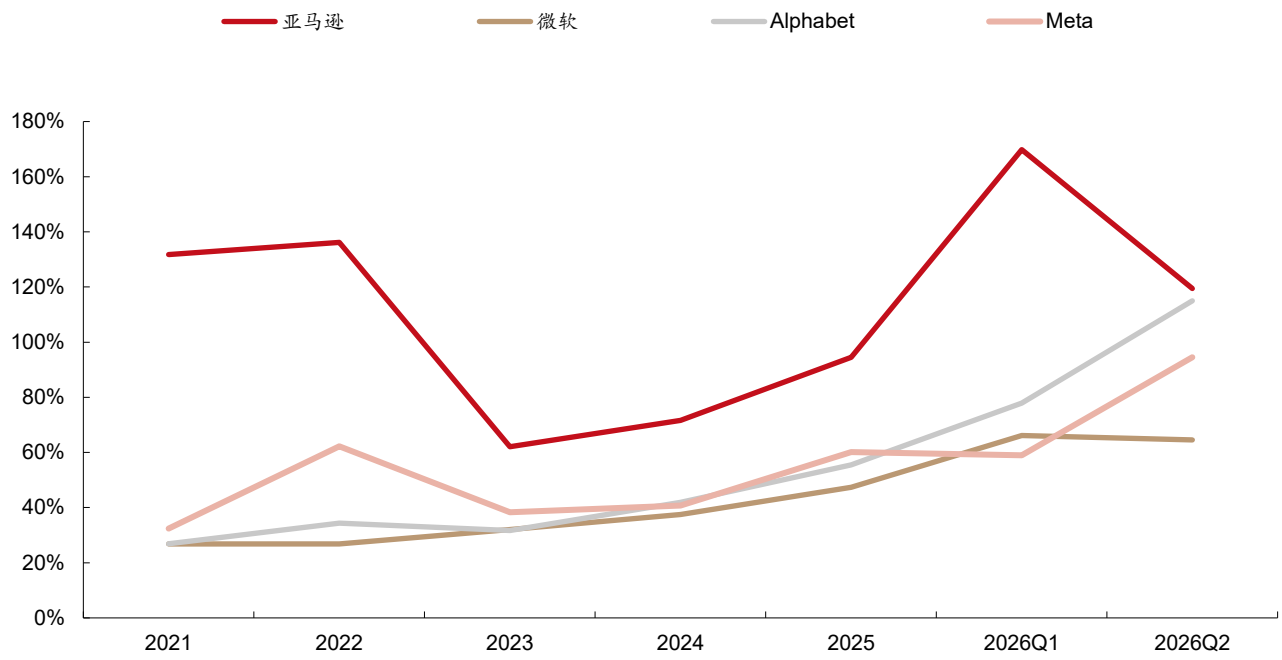
资料来源：亚马逊、微软、谷歌、Meta 2026Q1-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

资本开支快速增长显著增加现金占用，亚马逊与 Google 的自由现金流压力尤为突出。2025 年，亚马逊、微软、Google 和 Meta 的现金资本开支占经营现金流的比例分别达到 94%、47%、56%和 60%。2026 年上半年，资本开支进一步加速，亚马逊现金资本开支达到 984 亿美元，超过同期 714 亿美元的经营现金流，差额达到 270 亿美元；Google 现金资本开支达到 806 亿美元，接近同期 849 亿美元的经营现金流。AI 基础设施投入已对科技巨头的现金流形成实质性影响，资本开支强度与经营现金流的匹配程度成为衡量财务压力的重要指标。

图 16：亚马逊、微软、谷歌与 Meta 的现金资本开支/经营活动现金流



资料来源：亚马逊、微软、谷歌、Meta 2021-2025 各年财报及 2026Q1-2026Q2 各季财报，西部证券研发中心整理

我们认为，随着 AI 基础设施进入持续扩容与设备更新并行阶段，资本效率有望成为影响长期现金回报的关键。随着模型训练规模扩大及推理需求持续增长，云厂商仍需增加计算、电力及网络资源投入，同时持续更新 GPU、服务器等计算设备。未来资本开支不仅用于新增数据中心建设，也将包含存量设备替换、集群升级及电力配套扩容。长期来看，自研芯片渗透率提升、单位算力成本下降及基础设施利用率改善，有望提高单位资本投入对应的收入和现金流规模，推动 AI 基础设施投资效率持续提升。除现金资本开支外，融资租赁付款及相关资金安排也将影响实际现金支出节奏。

五、投资建议

第一，云业务已成为科技巨头的重要增长引擎。AWS 已成为亚马逊最主要的营业利润来源，Intelligent Cloud 在微软收入及盈利结构中的权重不断提高，Google Cloud 则实现收

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

入高速增长与盈利能力显著改善。三大云厂商依托既有技术积累、客户基础及全球基础设施网络，持续扩大企业 IT 支出份额。随着 AI 需求推动云计算市场进一步扩容，云业务有望在收入增长和利润贡献两个维度持续提升科技平台的长期价值。

第二，AI 商业化有望从算力租赁向模型平台及企业应用延伸，持续拓宽云厂商的收入与利润空间。前沿模型实验室的大规模长期采购为基础设施扩张提供订单支撑，企业客户则通过模型调用、智能体开发及数据服务形成持续性消费。随着 AI 应用向更多业务场景渗透，云厂商能够同时获取基础设施、平台服务及应用层收入，进一步提高单客户消费规模。与此同时，自研芯片、软硬件协同及集群利用率提升有望持续降低单位服务成本。云业务盈利改善及管理层披露的设备投资回收情况，进一步强化了 AI 基础设施具备良好商业回报的判断。

第三，中国模型竞争力提升与全球模型生态开放，有望为海外云厂商创造新的需求增量。随着 Qwen、DeepSeek 等中国模型的性能提升及全球应用扩大，AWS、Azure 和 Google Cloud 能够通过托管 API、模型开发平台及底层算力租赁参与其商业化。模型开发与基础设施运营的分离，使云厂商能够承接不同技术路线带来的计算需求，降低业务增长对单一模型供应商的依赖。我们认为，全球模型供给丰富化与推理成本下降将共同推动 AI 应用渗透，海外云厂商有望凭借算力成本、服务能力及全球客户网络持续扩大市场份额。

第四，云收入加速增长验证前期资本投入的商业价值。2026 年以来，AWS 和 Google Cloud 收入增长明显提速，反映 AI 基础设施投入正逐步转化为实际收入，云业务利润增长也为投资回报提供了进一步支撑。与此同时，CSP 依托成熟主业形成的充足经营现金流，具备持续扩大 AI 基础设施投资的资金实力。展望未来，随着新增算力陆续交付、客户消费持续扩大及单位算力成本下降，经营现金流有望进一步增长。我们认为，云业务收入与利润持续增长以及资本效率的提升，将共同构成科技平台中期估值提升的重要驱动力。

投资建议：海外市场重点关注 CSP 龙头 Microsoft、Amazon 和 Google，国内市场重点关注阿里巴巴-W 及腾讯控股。海外方面，三大 CSP 凭借全球领先的算力基础设施、企业客户基础及 AI 产品生态，有望持续受益于 AI 训练与推理需求增长。其中，Microsoft 依托 Azure 与企业软件生态协同，加快 AI 向企业应用场景渗透；Amazon 凭借 AWS 的规模优势、Trainium 自研芯片及 Bedrock 模型平台，持续拓展 AI 基础设施与平台服务市场；Google 则依托 TPU、Gemini 及 Google Cloud 的全栈布局，在云业务收入加速增长的同时释放盈利弹性。国内方面，阿里巴巴-W 依托阿里云的基础设施优势及千问模型生态，有望充分受益于国内 AI 算力需求扩张与模型商业化；腾讯控股则凭借微信生态、广告、游戏及企业服务等丰富应用场景，加快 AI 技术落地，通过广告效率提升、用户体验优化及云服务增长实现 AI 商业价值。我们认为，AI 产业正由基础设施集中建设逐步迈向规模化商业变现阶段，具备算力供给、模型能力、客户生态及应用场景综合优势的平台型龙头有望持续受益。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

六、风险提示

1）AI 商业化不及预期风险。当前全球 CSP 厂商持续加大 AI 基础设施投入，相关投资回报高度依赖 AI 应用渗透率、企业客户付费意愿及推理需求增长。若 AI 应用商业化落地进度慢于预期，或模型能力提升未能有效转化为企业实际支出，可能导致 AI 算力需求增长放缓，进而影响云厂商 AI 业务收入增速、算力资源利用率及资本投入回报水平。

2）资本开支与交付进度不匹配风险。当前 CSP 厂商资本开支保持高位，数据中心建设涉及芯片采购、电力配套、网络设备部署及机房交付等多个环节。若电力供应、设备交付或基础设施建设进度不及预期，可能导致已投入资本无法及时转化为可用算力及实际收入。同时，若算力供给扩张快于客户需求释放，亦可能造成资源闲置、现金回收周期延长，进一步加大自由现金流压力。

3）竞争加剧及价格下行风险。随着传统 CSP 厂商、Neo Cloud 及自建算力的大模型厂商持续扩大基础设施投入，AI 云服务市场竞争可能进一步加剧。若行业算力供给快速增长，或 GPU 租赁、模型推理等服务逐步趋于同质化，可能推动相关产品价格持续下行。此外，自研芯片及开源模型的普及亦可能改变现有市场竞争格局，对部分云厂商的定价能力、收入增长及利润率形成压力。

4）资产更新与折旧压力风险。AI 基础设施具有资本投入规模大、硬件技术迭代速度快等特点，GPU 及其他 AI 加速芯片的经济使用寿命存在一定不确定性。若新一代芯片性能及成本优势显著提升，可能加速存量设备的经济性下降，导致相关资产提前更新、减值或折旧年限缩短。随着前期大规模资本开支逐步转化为折旧费用，若 AI 业务收入及盈利增长未能同步释放，可能对 CSP 厂商未来利润率及投资回报率形成持续压力。

5）数据安全及隐私风险。云计算及 AI 业务涉及大量企业敏感数据、用户信息及核心业务系统，对数据安全、隐私保护及合规管理要求较高。若 CSP 厂商发生数据泄露、网络攻击、服务中断或 AI 模型相关安全事件，可能引发客户流失、监管处罚及品牌声誉受损。同时，各国数据本地化、跨境数据流动及 AI 监管政策持续演进，可能增加云厂商的合规成本，并限制部分产品和服务在特定市场的推广，进而影响业务扩张及盈利表现。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster