

半导体

主题投资与大趋势：海外云厂商一季度资本支出展现强劲韧性

海外四大云服务商（[亚马逊](#)、[谷歌](#)、[Meta](#) 和 [微软](#)，由招银国际互联网团队覆盖）均已发布 1Q25 业绩。四大巨头一季度的资本支出总额保持强劲，达到 727 亿美元，同比增长 63%，环比基本持平。而一季度四家公司的资本支出总额已创下 728 亿美元的历史新高（同比增长 68%、环比增长 22%）。各家公司对 2025 年的展望依旧乐观。亚马逊、谷歌和微软均重申了此前的投资计划，而 Meta 将其资本支出目标上调了 7%-11%。根据彭博一致预期，四大云服务商二季度的资本支出总额将达到 786 亿美元，对应同比增长 48%、环比增长 8%。全年资本支出预计将超过 3190 亿美元，同比增长 39%。与此同时，国内云服务商也在同步加快对 AI 基础设施的投资。我们相信，持续的资本支出将利好相关的本土供应链企业。我们维持对中际旭创（300308 CH，买入，目标价：人民币 151 元）的积极展望（[链接](#)）。

■ 四大云服务商在 AI 领域的投资持续强劲，预计 2025 年资本支出将同比增长 39%。Meta 将资本支出指引从 600-650 亿美元上调至 640-720 亿美元，较 2024 年的 390 亿美元大幅增长（同比增长 73%）。Meta 计划今年上线约 1 吉瓦的算力，并预计到年底公司将拥有超过 130 万块 GPU。此次指引的上调反映出公司为推动 AI 发展而加大对数据中心的投资，同时考虑到了基础设施硬件成本的上涨（根据 Trendforce，台积电和英伟达分别计划提价 30% 和 10%-15%，以应对关税冲突和出口管制）。谷歌和亚马逊则维持原有的资本支出指引，并预计在 2H25 加大对算力资源部署。微软预计资本支出将在下一季度（FY4Q25）环比增长，并在 2026 财年持续增长，尽管增速有所放缓，但公司将更加重视短期资产。

■ AI 基础设施供应链受益于大型云服务商的大规模投资，且目前未出现放缓迹象。一季度大型云服务供应商的资本支出比率（以占收入的百分比衡量）达到 20.3%，而去年同期、上季度分别为 13.8%、18.1%。尽管多数供应商尚未披露下一年的资本支出指引，但我们对 AI 投资热潮保持乐观展望，主要由于：1) AI 商业化正逐步取得成效（亚马逊的 AI 业务年化销售额已达数十亿美元，且同比增长率超三位数）；2) 亚马逊管理层表示，AI 业务的利润率已超过从服务器转型到云业务时期的利润率。AWS、谷歌云和微软云的收入总额在一季度同比增长 20%，彭博一致预期全年增速将保持在这个水平（约 20%）。微软强调，公司的模型性能于每 6 个月实现翻倍。AWS 也表明对收入前景看法乐观。目前，全球有 85% 的 IT 仍选择本地部署，只有 15% 实现了上云。AWS 认为这一比例将在未来 10 到 20 年内发生调转。这个过程将会需要大量的 AI 芯片和网络组件，有望使云厂商维持大规模的资本支出，从而推动 AI 供应链的持续发展。

■ 我们维持对 AI 基础设施供应链的积极展望，预期相关供应链公司将继续保持强劲增长。国内的主要受益者包括中际旭创（300308 CH，买入）、新易盛（300502 CH，未评级）以及天孚通信（300394 CH，未评级）等。

优于大市
(维持)

中国半导体行业

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

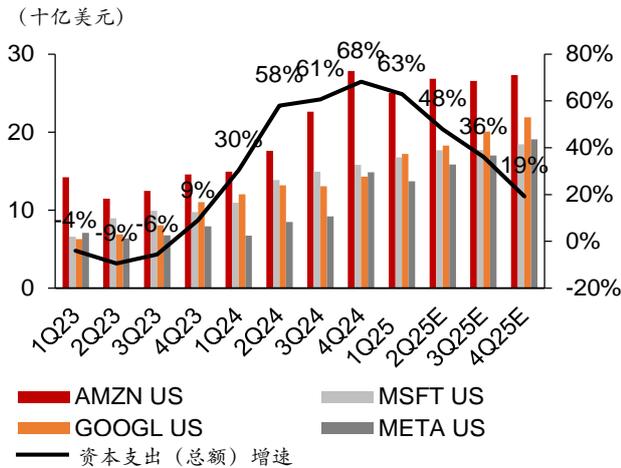
张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

过往报告:

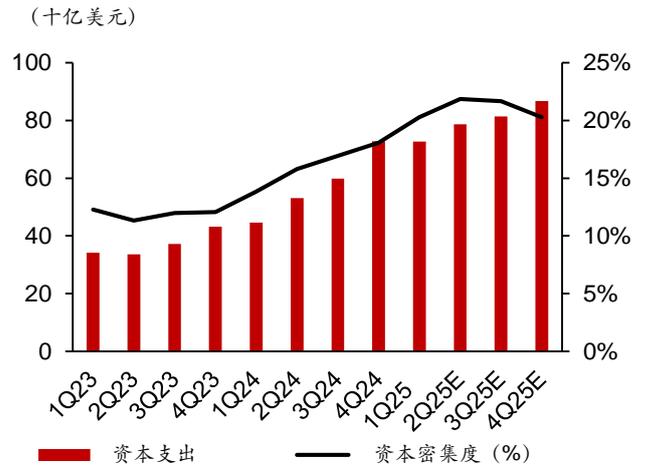
1. 半导体 - 美国关税对中国半导体行业影响 04 Apr 2025 ([link](#))
2. 半导体 - 英伟达: 四季度业绩及指引保持稳健; 投资者仍关注公司在 26 财年后的增长驱动力 - 28 Feb 2025 ([link](#))
3. 半导体 - AI 主题投资与大趋势: “星际之门”项目有望推动全球人工智能设施竞赛的进一步加速 - 24 Jan 2025 ([link](#))
4. 半导体 - 台积电: AI 需求激增推动强劲的业绩和指引 - 17 Jan 2025 ([link](#))
5. 半导体 - 英伟达三季度业绩回顾: 预计明年 Blackwell 需求将保持强劲 - 22 Nov 2024 ([link](#))
6. 半导体 - AMD “Advancing AI” 大会回顾 - 15 Oct 2024 ([link](#))
7. 半导体 - 博通第三季度业绩回顾: 业绩符合一致预期, 未给市场带来惊喜 - 10 Sep 2024 ([link](#))
8. 半导体 - 英伟达 2QFY25 业绩回顾: 重点关注 Blackwell 出货和利润率 - 29 Aug 2024 ([link](#))
9. 半导体 - 博通 2Q24 业绩回顾: AI 热潮和 VMware 收入推动营收增长 - 14 Jun 2024 ([link](#))
10. 半导体 - 2024 全球晶圆代工行业逐渐企稳, 明年有望复苏; 华虹首予买入 - 13 Jun 2024 ([link](#))
11. 半导体 - Marvell 1Q25 业绩回顾: AI 热潮驱动相关收入持续增长 - 03 Jun 2024 ([link](#))

图 1: 四大云服务商资本支出及同比增速



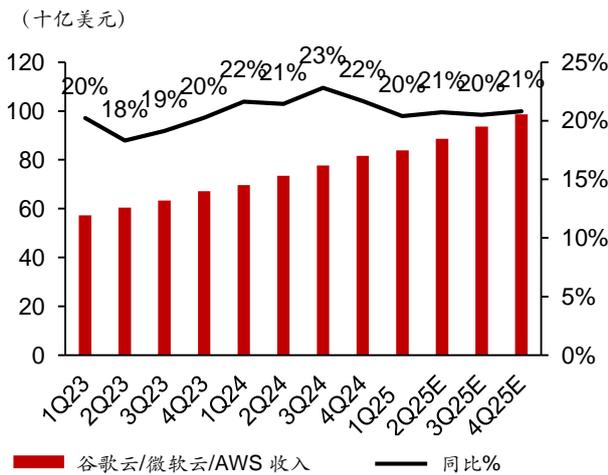
资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场
注: 所有时间段均基于自然年

图 2: 四大云服务商资本支出及资本密集度



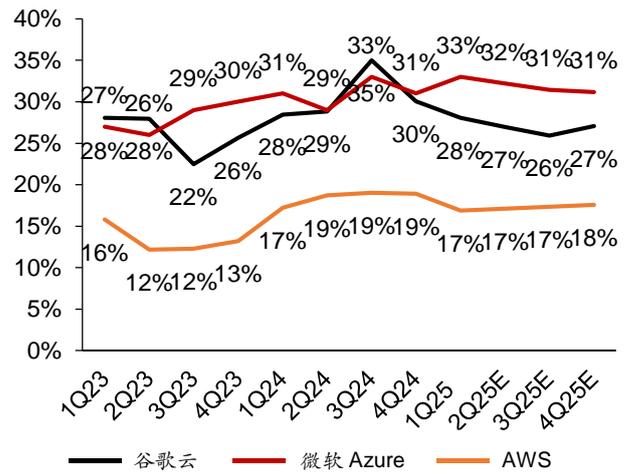
资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场

图 3: 谷歌云、微软云、AWS 收入总额及同比增速



资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场

图 4: 谷歌云、微软云、AWS 收入同比增速



资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。