

电子

2025年07月16日

H20 恢复供应，国内互联网厂商 Capex 有望重回上行通道

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

陈蓉芳（分析师）

陈瑜熙（分析师）

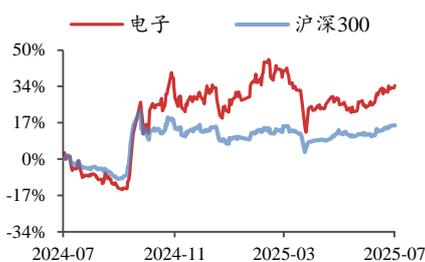
chenrongfang@kysec.cn

chenyuxi@kysec.cn

证书编号：S0790524120002

证书编号：S0790525020003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《关税隐忧即将落地，果链估值有望持续修复—行业点评报告》-2025.7.6

《AI眼镜：下一个时代的个人智能设备，AI眼镜四大创新趋势—行业点评报告》-2025.6.25

《存储行业跟踪报告——AI需求持续高景气，存储涨价仍在进行时—行业点评报告》-2025.6.13

● 核心观点：H20 恢复供应，国产互联网厂商 Capex 投入有望加速

事件：据英伟达宣布，其正在提交重新销售 H20 GPU 的申请，美国政府已向英伟达保证将授予许可证，并且英伟达希望尽快启动交付。

我们认为：此前 H20 的禁运使得国产互联网厂商 Capex 短期不确定性增加，各互联网厂商或考虑采用 B30 等替代方案进行集群搭建，需额外的验证周期，从而推迟各环节基建配套设备/部件的采购。当下不确定性消除，各类项目招标有望逐步重启，带动国产算力产业链订单释放。

● 全球 AI 趋势明确，长期来看国产互联网厂商资本开支尚处于增长初期

全球趋势：AI 驱动云厂商持续加码投入。北美 CSP 自 2023 年 Q3 开始持续加大 AI 基建投入，从北美四大 CSP 一季度财报看，AI 已成为云业务增长的核心驱动力，CSP 均对 AI 投入保持坚定。例如：亚马逊 2025Q1 资本支出 243 亿元，yoy+74%，指引 2025 年全年资本支出或达 1000 亿美元，绝大部分将用于 AI 和云服务，并表示 AI 是千载难逢的商业机会，将在行动上加大对 AI 的投资力度；微软、谷歌及 Meta 等同样保持资本开支高增。

国内方面，大模型竞赛点燃算力刚需。各大互联网厂商旗下生成式 AI 产品持续迭代，竞争处于白热化阶段，如通义、豆包、元宝及 Kimi 及 DeepSeek 等竞争激烈，有望持续支持上游基建投入（一个最直观的例子：DeepSeek R1 及 V3 三方托管模型总使用量自 R1 发布以来增长了 20 倍，而 DeepSeek 自身流量持续下滑，核心就在于算力资源投入不足，生成速度太慢）。

从国内互联网厂商 Capex 指引来看：阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭表示，未来 3 年，阿里将投入超 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额高于过去 10 年总和。腾讯也在今年 3 月业绩会宣布，2025 年会在 2024 年 767 亿元资本开支创历史新高的基础上进一步增加资本支出。此外，值得注意的是，国内互联网厂商自 2024 年四季度开始显著增加资本开支，和海外相比（四大头部 CSP 合计资本开支已经连续 7 个季度环比增长），国内基建投资尚处于较为初期的位置。因此，我们看好 AI 的长期趋势下国内互联网厂商资本开支的持续性。

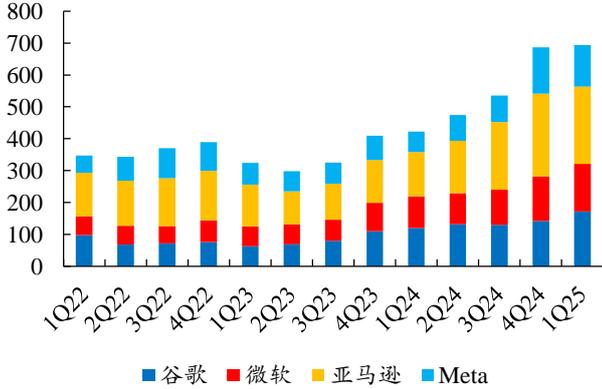
● 投资建议：

我们认为：当下国产互联网厂商 Capex 不确定性消除，有望重回上行通道，建议关注国产算力建设链及 AI 芯片国产替代机会。具体而言：国内算力芯片、存储、ASIC 定制、PCB、电源等环节有望受益。

- (1) 算力芯片受益标的：寒武纪、海光信息等；
- (2) 存储：推荐香农芯创，受益标的：德明利（未覆盖）等；
- (3) ASIC 定制受益标的：芯原股份、翱捷科技、灿芯科技等；
- (4) 服务器代工受益标的：华勤技术等；
- (5) PCB 受益标的：深南电路、生益电子、南亚新材等；
- (6) 电源受益标的：欧陆通、奥海科技等。

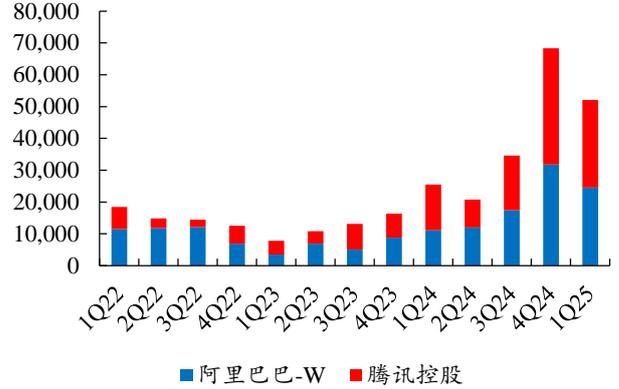
● **风险提示：**云厂商 Capex 不及预期；AI 硬件落地节奏不及预期。

附图1：海外头部 CSP 合计资本开支稳步增长（亿美元）



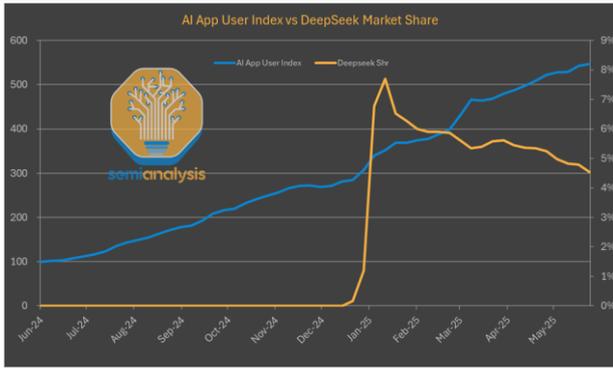
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：国内互联网厂商资本开支有望持续（百万元）



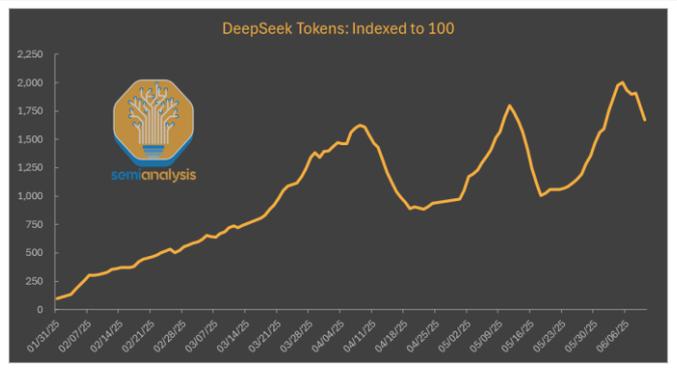
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3：DeepSeek 市场份额持续下滑



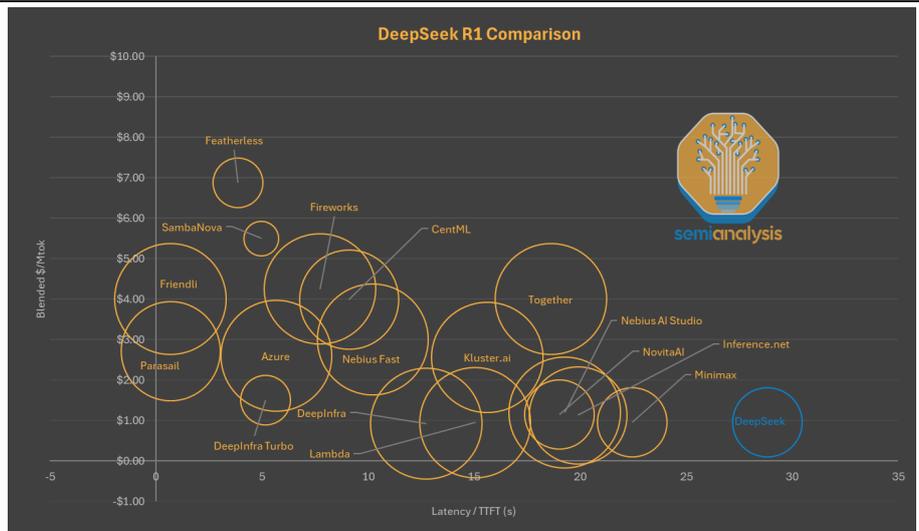
资料来源：Semianalysis

附图4：DeepSeek 托管模型流量增长 20 倍



资料来源：Semianalysis

附图5：模型响应速度慢（算力资源不足）是 DeepSeek 份额丢失的核心原因



资料来源：Semianalysis

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn