海内外云厂商发展与现状（一）：AI背景下财务数据、产品布局与估值变化

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

联系人：刘子谭
liuzitan@guosen.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

摘要

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **全球云市场2024年规模约8000亿美元，中国公有云占约5%，中国市场整体增速弱于全球。**在AI和大模型快速发展的带动之下，2024H1全球公有云服务市场实现20%同比增长、并有加速趋势。按照此速度，到2028年市场规模将翻倍。不同于全球公有云中SaaS占据最高、约60%-70%份额。中国公有云IaaS占比超一半，究其原因，IaaS层国内基建完善、运营商资源与渠道优势强，在数智化趋势下占比高。但企业管理理念、云转型与软件付费习惯待完善，且市场竞争分散。因此，有较大的结构性改善空间。

- **AI背景海外云厂云需求强劲且持续，算力供不应求，Capex在2024年超预期基础上2025年仍有平均30%+同比增长。**微软AI（主要指云）或成为微软历史上ARR突破100亿美元最快的业务，24Q4 AI业务ARR已超过130亿美元，同比+157%。亚马逊AWS 24Q3 AI云年增速超过三位数。微软云、AWS、谷歌云在24Q4云增速较Q3均有所回落，财报会表示主要是需求强劲背景下供应受限导致。

- 亚马逊、微软、谷歌等巨头资本支出大幅增长、争夺云计算份额，因为云业务具备规模效应和稳定现金流的优异商业模式，AI将进一步促进云化和数据化、拉动传统模块需求、提升利润率。Deepseek事件后开源模型发展迅速，大模型趋向通用商品、需求快速扩充。云算力将成为生产资料，量增趋势明确。同时，科技厂商不仅拥有算力和模型、也拥有数据与场景，有望进一步攫取AI应用层收益。

- **Deepseek加速AI渗透，预计带动国内云加速至中双位数增长，国内互联网云厂2025年Capex增速预计平均在30%+。**Deepseek将加速传统客户的AI渗透、拓展应用场景，有望拉动AI云今年保持平均50%+增长。国内云厂商巨头24年Capex增长平均在40%以上，预估25年Capex增速平均仍有30%+。AI的Capex投入金额上字节、阿里投入领先，AI投入增长在50%以上甚至翻倍。Deepseek事件后各家有进一步上调预期计划，主要考虑到模型大厂模型训练需求激增以及下游客户推理与训练垂类模型需求爆发。

- **阿里云作为国内云服务的开创者与龙头，占据约三分之一的国内市场份额。**全球布局广泛、海外云业务领先，技术研发上Qwen 2.5 max模型性能接近GPT 4，近期与苹果(2.5亿 iPhone DAU)的AI云合作，进一步彰显其综合实力。腾讯云产品矩阵逐渐丰富，依托微信、QQ的庞大用户和产品生态。在模型平权的大背景下，**腾讯云借助社交平台的超级流量入口，将AI技术融入社交、支付等场景，生态价值依旧非常可观。**

- 估值角度，海外云厂凭借其云业务的高利润率和高增速，一般给与9-11xPS，国内云厂商业模式与估值上仍有一定差距。根据测算，基础业务保持一致性预期下，尚不考虑AI新产品和商业模式变化，仅当前提高广告与云收入、提高代码效率，未来三年AI对腾讯、阿里利润端均带来改善累计幅度分别约为5%、1%。

- **投资推荐：**我们推荐国内云厂商龙头阿里巴巴，具备云业务与优质社交场景生态的腾讯控股以及海外云厂商龙头亚马逊。

目录

国信证券 GUOSEN SECURITIES

01 全球云产业发展与现状

02 AI背景下海内外云厂收入、利润与Capex变化

03 国内云厂商的布局与特点

04 云业务的估值与AI赋能测算

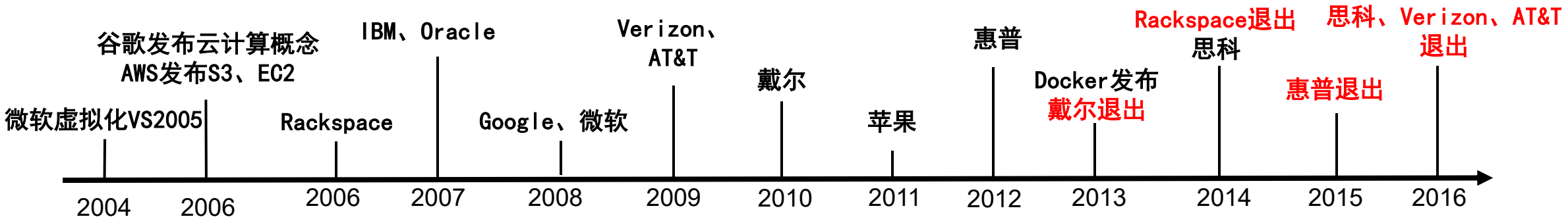
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

过去二十年海外云计算发展：群雄逐鹿，互联网云厂最终胜出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 2004年，**Microsoft**宣布了Virtual Server 2005计划，开启虚拟化方案布局。
- 2006年，**Google**首次提出“云计算”概念，同年亚马逊推出了AWS核心产品S3、EC2。
- 2006年，**Rackspace**推出IaaS云服务（2014年宣布退出，转型为云托管服务商）
- 2007年11月，**IBM** 发布云计算商业解决方案，推出“Blue Cloud”计划。【IBM在2018年转向混合云】
- 2007年11月，**Oracle** 宣布推出“Oracle VM”，与VMware提供单一的虚拟机方案不同，Oracle VM虚拟化完全集成于整个应用架构中，其提供了一个完整的从应用程序到磁盘栈的解决方案。
- 2008年4月，**Google** App Engine发布（PaaS服务上线），同年9月，Google推出Google Chrome发布，将浏览器融入了云计算时代。
- 2008年10月，**微软**发布公有云计算平台Azure Platform，帮助开发云服务器、Web和PC上的应用程序。2010年正式发布Azure。
- 2009年，**Verizon 、AT&T(均为电信提供商)**推出了IaaS云服务，2016年关停其公有云业务，只保留了私有云服务。
- 2011年，**苹果**发布了iCloud，让人们可以随时、随地的存储和共享内容。
- 2012年，**惠普** 退出公有云服务，2015年宣布转向专注私有云和混合云解决方案。
- 2013年，**Docker发布**，容器逐步替代虚拟机（Virtual Machine，VM），云计算进入容器时代。
- 2013年，**戴尔** 放弃了直接提供公有云服务的计划，转而与其他云提供商合作。
- 2016年，**思科** 宣布关闭其InterCloud服务，转而专注于为其他云提供商提供软件和服务。

图：云计算行业各厂商云业务变化情况



资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

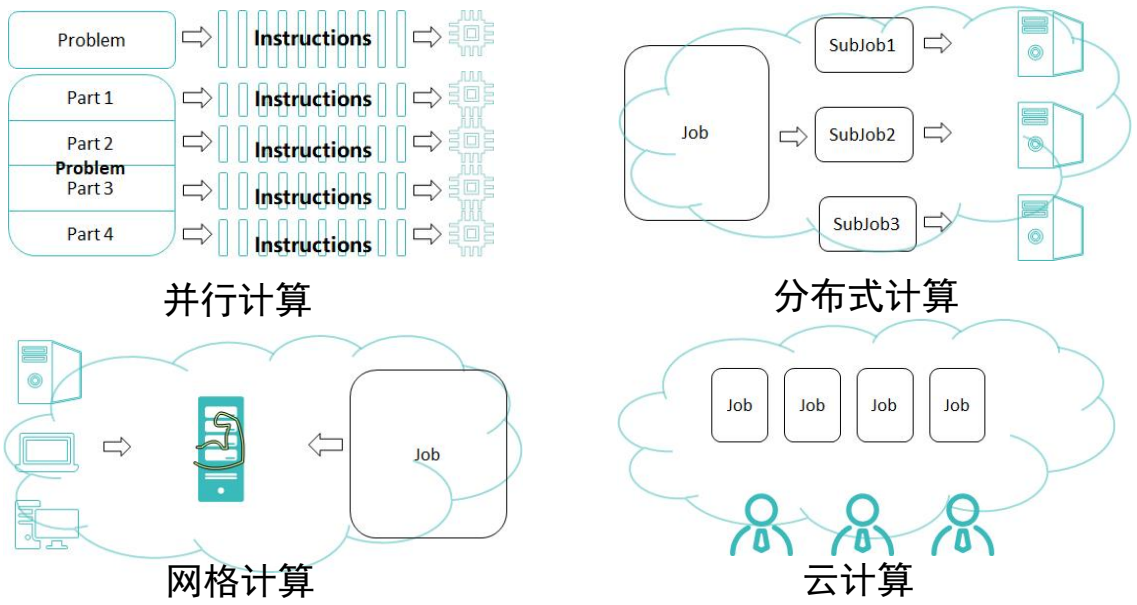
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

为何海外硬件公司、电信运营商难以竞争云计算市场?

- **云计算是互联网时代的产物，是对零散资源整合及优化再分配的商业化模型**，云计算本质上是一种流量生意，讲求规模效应，具有比较高的准入壁垒，其主要原因是
- 1）对零散资源整合需要有雄厚且持续的资金实力，存在资金壁垒；
- 2）优化再分配及增值服务能力是公司盈利能力的表现，具有一定的技术壁垒。

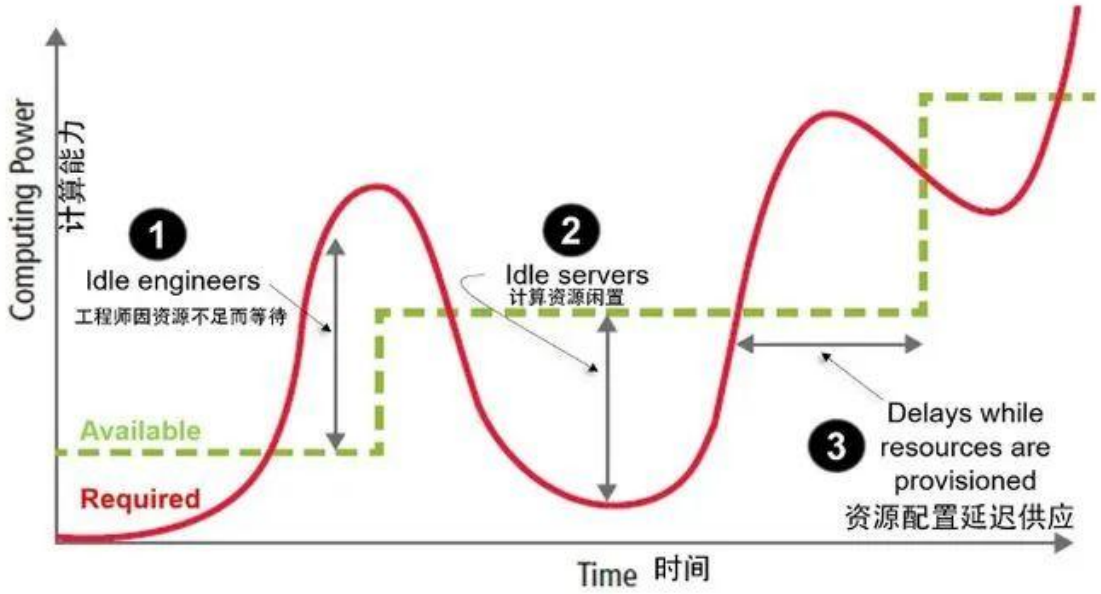
- **硬件公司、电信运营商失败的主要原因？**
- **1）缺少服务思维：**公司优势集中在硬件而非软件服务，缺乏互联网重服务思维，导致难以吸引到足够的用户突破规模效应阈值。
- **2）大量前期投资但回报周期长：**向公有云的投资占用公司内部资源与现有业务结合较少，在企业内部博弈中往往缺少话语权。
- **3）现金流无法支持：**云厂商早期竞争压力大，公司获利空间少，公司自由现金流的状况不足以支撑云计算作为第二增长发展。

图：云计算与其他计算技术对比



资料来源：CNDS、国信证券经济研究所整理

图：云计算对算力资源的配置效果



资料来源：CNDS、国信证券经济研究所整理

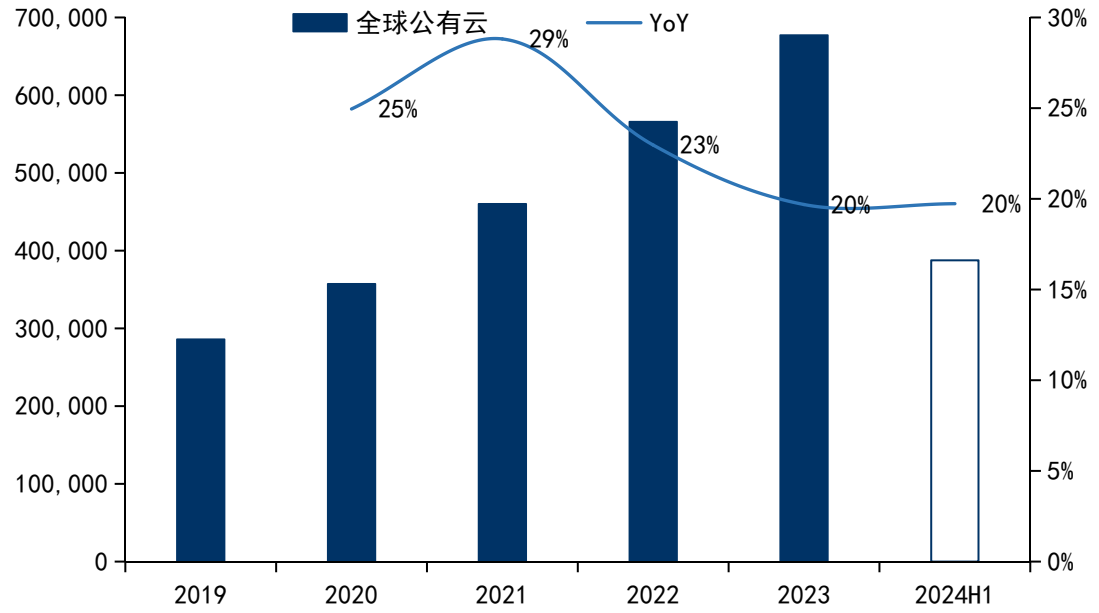
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

全球公有云市场：24年约8000亿美元，预计28年市场规模将翻倍

国信证券 GUOSEN SECURITIES

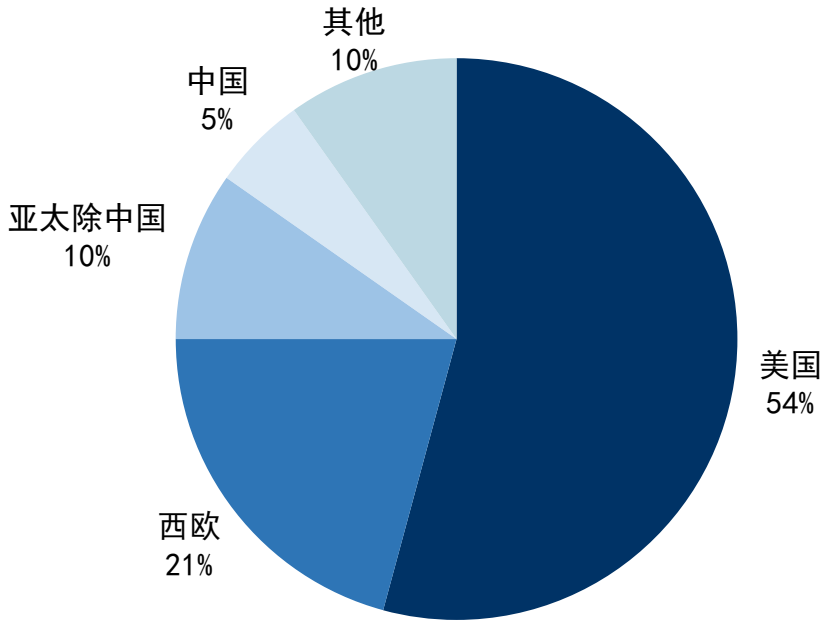
- 过去十年，全球公有云市场扩展超十倍。2023年全球公有云市场约6700亿美元，全球云市场24年规模约8000亿美元。在AI和大模型快速发展的带动之下，2024H1全球公有云服务市场实现20%同比增长、并有加速趋势。全球头部云服务商AWS、微软和Google均从2024年开始加速。同时全球主权AI发展与中国、中东非、拉美等区域数字化基建，都将拉动公有云市场需求。
- Grand View预测，全球公有云市场从2024年到2030年预计年复合增长率为17.0%。IDC预测，全球公有云市场2024-2028年年复合增长率为19.4%，按照此速度，到2028年市场规模将翻倍。
- 2024H1中国公有云占全球的5.4%，中国市场整体增速弱于全球。美国占据全球公有云一半以上的份额，其次是西欧。

图：全球公有云市场变化（百万美元，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：24H1主要区域公有云市场占比（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

中国公有云市场：约占全球5%，加速至双位数增长，互联网厂商为主

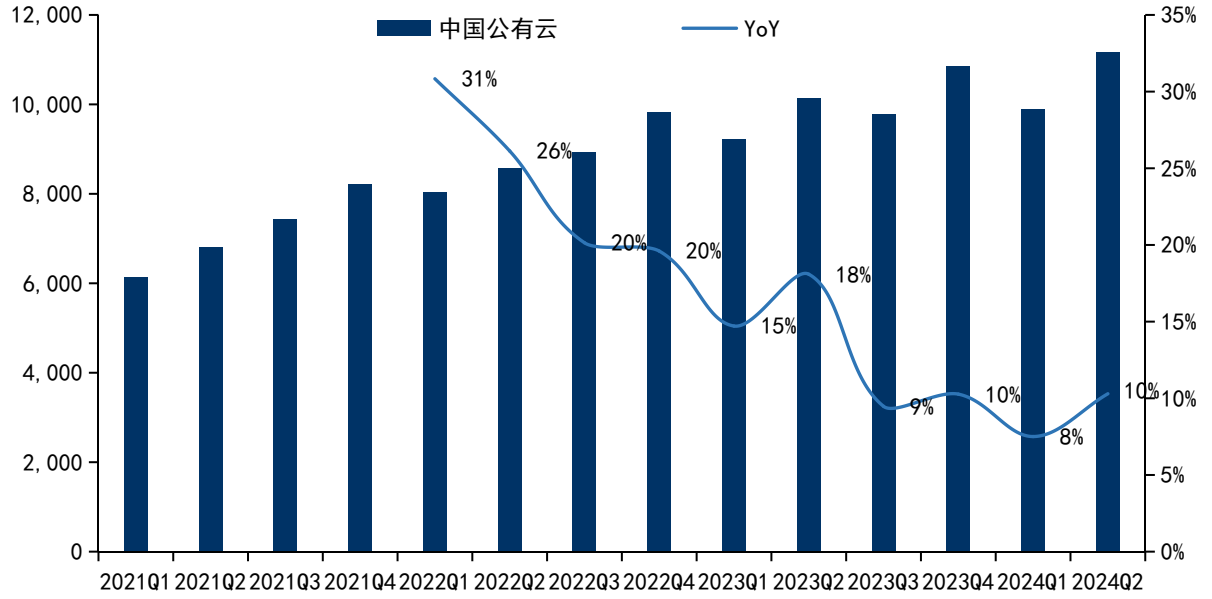
国信证券 GUOSEN SECURITIES

2023年中国公有云市场规模约400亿美元，预计2024年将攀升至约430亿美元。自2023年起，中国公有云服务市场的发展步伐低于全球增速，致使其在全球市场中的份额出现下滑。

具体来看，2024年上半年中国公有云市场同比增长9%，与全球20%的增速存在一定差距。但2024年第二季度同比达到10%，相较于一季度的8%，呈现出加速增长的良好趋势。随着AI训练和应用需求的日益旺盛，以及数智化创新与智算服务需求的不断增长，中国公有云市场预计将持续保持增长。

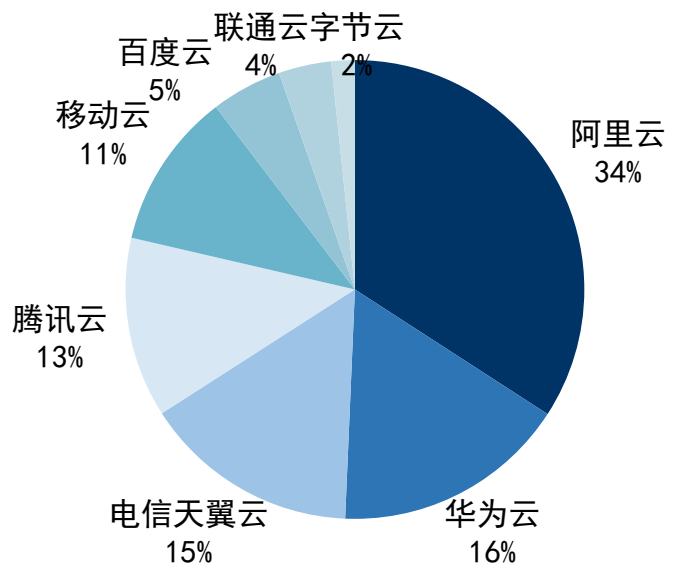
从市场格局来看，中国公有云市场依旧以互联网科技厂商占据主导地位。2024Q2，阿里云在公有云市场占比约三分之一，其次是华为云约16%，天翼云占比约15%、腾讯云为13%。

图：中国公有云市场变化（百万人民币，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：2024Q2 中国公有云市场主要厂商占比（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

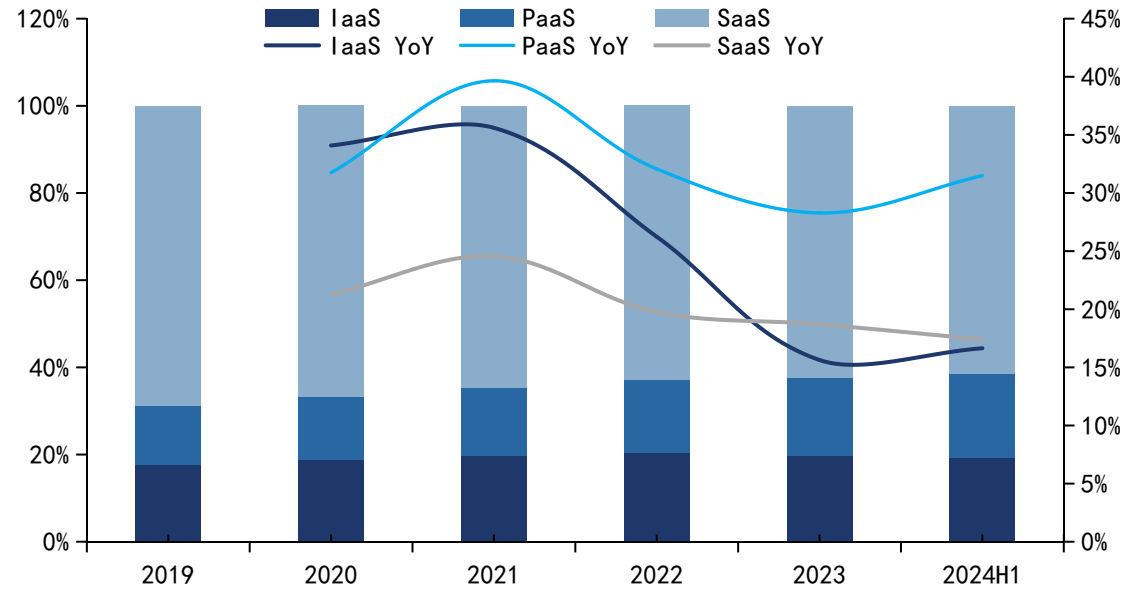
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

全球云市场SaaS为主、PaaS增速快，中国公有云IaaS占比超一半

国信证券 GUOSEN SECURITIES

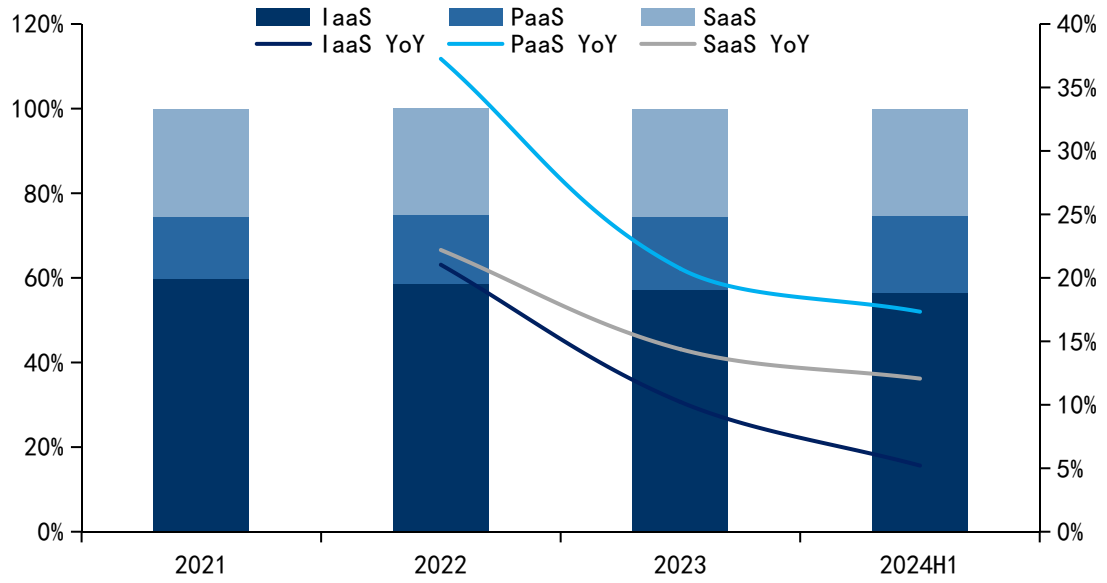
- 伴随海外企业云转型，2015年后全球公有云中SaaS占据最高、约60%-70%份额，IaaS和PaaS占比接近、相对较小。增速上，IaaS在2021年疫情期间受益于线上化需求、云厂大幅扩张，增速达到高峰后呈下降趋势。SaaS也在疫情后受限于企业降本增效、有一定降速。PaaS整体增速显著高于其他类型，表明企业对开发平台等中间层服务需求持续强劲，继数据库、低代码等热点后，AI平台与GenAI应用发展预计继续拉动云平台及应用市场。
- 中国公有云IaaS占比超一半，SaaS和PaaS占比接近，与全球有明显差异。在全球IaaS市场，中国占全球的16%，而在PaaS+SaaS市场，中国仅占全球的3%。究其原因，IaaS层国内基建完善、运营商资源与渠道优势强，在数智化趋势下推动其占比高。但企业管理理念、云转型与软件付费习惯待完善，且市场竞争分散，SaaS占比与全球差距明显。

图：全球云IaaS、PaaS、SaaS占比与增速情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：中国云IaaS、PaaS、SaaS占比与增速情况（占比，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

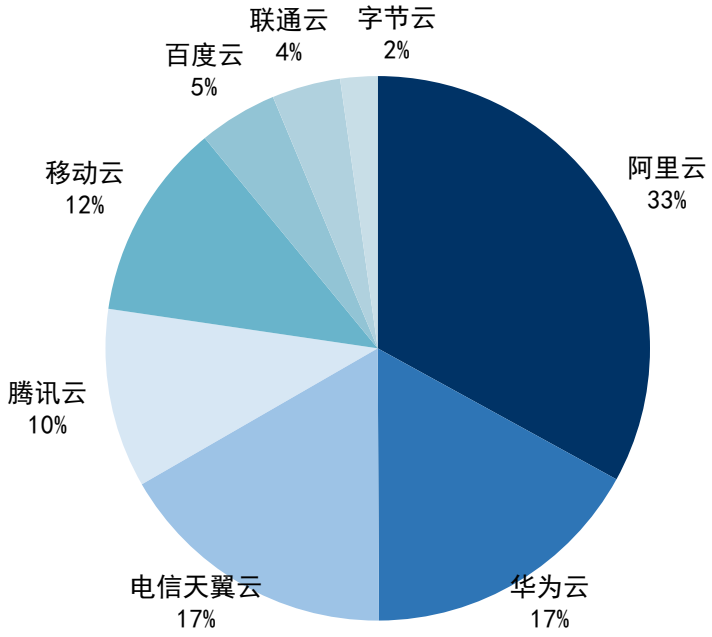
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

中国公有云IaaS增长受限，IaaS与PaaS阿里云均处在断层领先地位

国信证券 GUOSEN SECURITIES

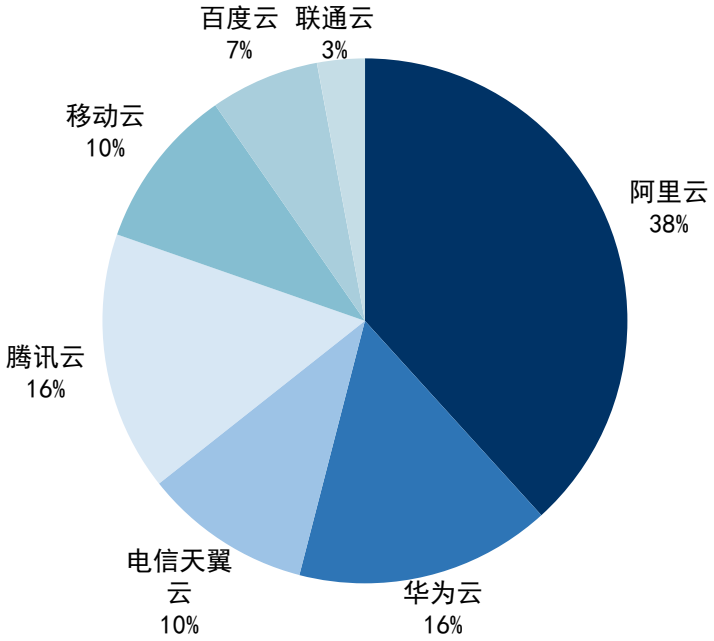
- 中国公有云市场的低增速主要因IaaS市场增长疲软，24H1同比约为+5%。伴随着IaaS市场渐趋成熟，同质化竞争、价格战、成本优化需求以及新客户数量减少等因素，对市场增长形成制约。PaaS市场保持着相对较快的增速，同比+17%，主要源于企业数字化转型深入，对定制化开发平台需求增大，以及AI等新兴技术兴起推动PaaS技术创新与应用拓展。
- 中国公有云市场格局中，阿里入局较早、产品线丰富，提供从基础设施到应用开发管理的PaaS平台全方位服务。IaaS层与PaaS层阿里云均处在断层领先地位，分别占比33%、38%，其次为华为云与天翼云。SaaS层腾讯云占比42%最高，其针对办公、CRM、安全等多领域推出腾讯会议、腾讯企点等领先产品。整体来看，科技大厂在各层均占据较大份额，运营商云服务如移动云、电信天翼云等也有一定占比，市场竞争格局较为分散。

图：24Q2中国公有云IaaS主要厂商占比（%）



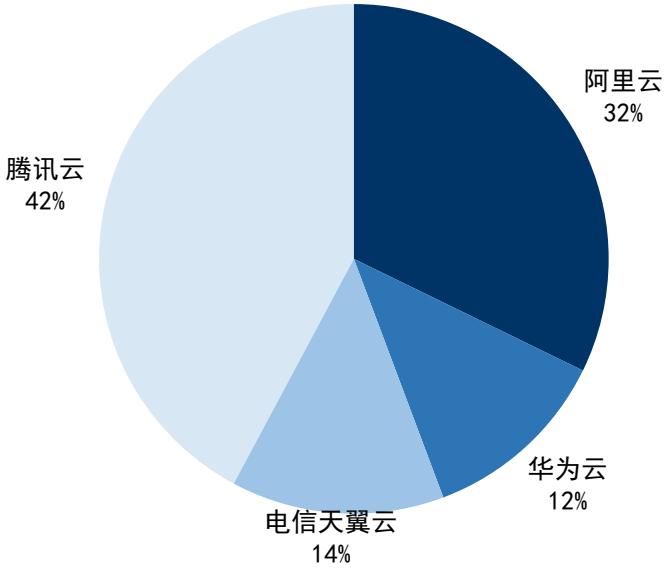
资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：24Q2中国公有云PaaS主要厂商占比（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：24Q2中国公有云SaaS主要厂商占比（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

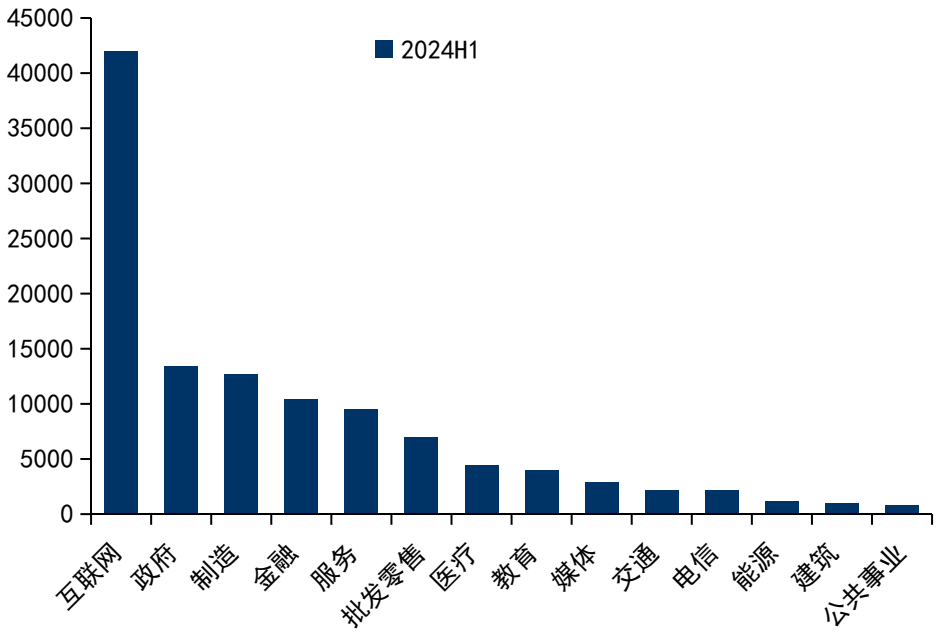
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

中国公有云分行业：互联网为主，服务、教育、政府增速较快

国信证券 GUOSEN SECURITIES

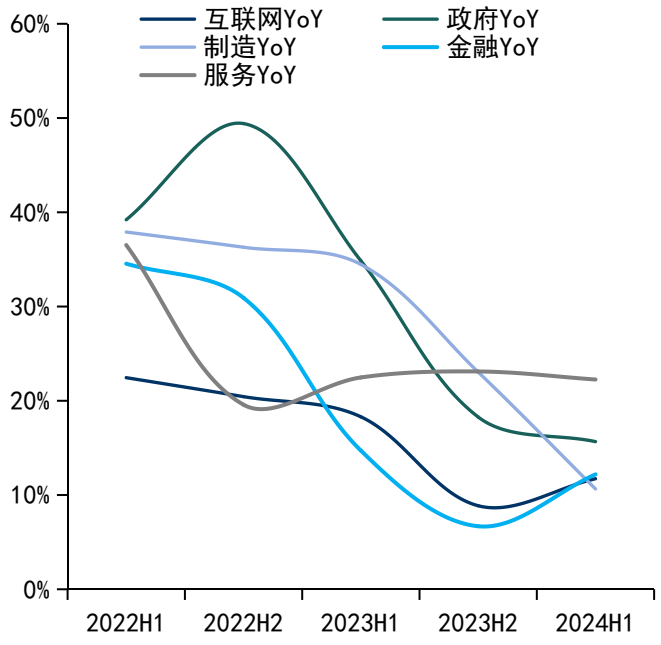
- **互联网为主，行业集中度较高。**24H1中国公有云互联网（占比37%） 、政府（占比12%）、制造（占比11%）、金融（占比9%）行业位居前四，整体占据70%的市场份额。
- **服务、教育、政府行业增速高于平均水平。**互联网行业由于用户量见顶，增长较为平稳。近期受益于AI应用与音视频平台流量止跌企稳，增速实现同比+10%增长。AI背景下，IT服务商对智算云资源需求增长较快，同时政府行业对云服务的采购需求进一步提升。同时，部分下游场景显著受益于AI探索和数字化转型，典型如教育、医疗、汽车和智能硬件等细分行业增速均高于平均水平。

图：24H1中国云市场分行业情况（百万人民币）



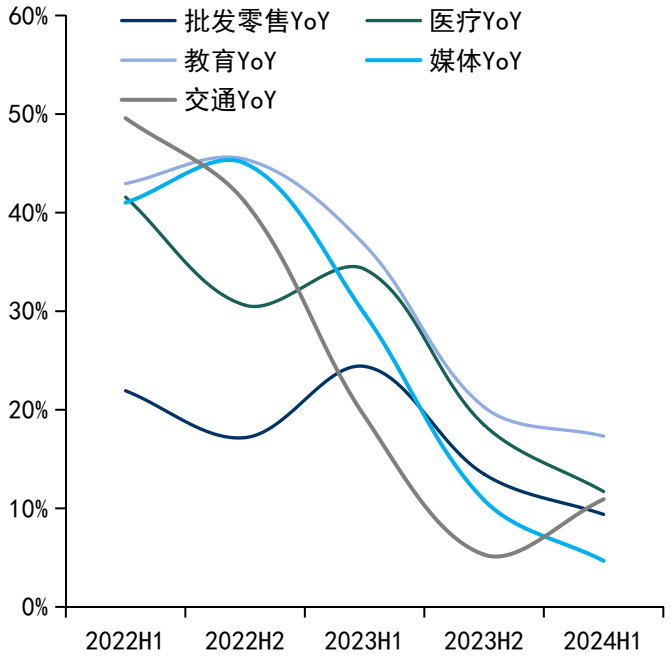
资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：中国云市场分行业变化情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：中国云市场分行业变化情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

目录

国信证券 GUOSEN SECURITIES

01 全球云产业发展与现状

02 AI背景下海内外云厂收入、利润与Capex变化

03 国内云厂商的布局与特点

04 云业务的估值与AI赋能测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外云厂竞争格局演绎：2014-2020 AWS强势投入抢占市场

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：各云厂商收入变化及竞争策略(百万美元，%)

云业务开启：AWS凭借先发优势和低价快速拓展市场，各家相继跟随

2003至2006年：谷歌连发四篇文章揭示云计算基础架构，Google CEO Eric首次提出云计算概念。

2006年：AWS推出IaaS服务：存储(S3)+计算（EC2）功能，允许用户只为实际使用的容量付费，**CEO贝索斯主导低价策略+快速扩张+优质服务**，因亚马逊适应低利润业态。EC2实例推出仅每小时10美分，08-09年持续降价，且开启闲置算力竞价提高利用率，**成立至今AWS一共降价52次。**

2010年：微软Azure上线。核心功能是计算、存储、数据库、网络。Azure和AWS的云服务整体类似，但**Azure服务能够与B/G客户现有Windows环境无缝集成**，对于大量使用Office和Windows系统的**企业级客户**切换灵活。

2010年：AWS相继出海亚洲、欧盟、澳洲，完善认证和安全标准，推出PaaS服务。Azure跟随。

2011年：谷歌推出IaaS存储计算服务；
2012：Azure拥抱开源，平台支持Linux服务，至17年Azure虚拟机中有40%运行着Linux系统。
同年，AWS的re: Invent开发者大会首届召开。

开疆拓土：SaaS与数据上云趋势明确，微软发力大客户，数据中心全球扩张、云业务利润显现

2014：Azure凭借其深厚的政企客户根基和混合云解决方案，后来居上、快速渗透。**55%全球财富500强企业采用Azure**，平均每天新增100个客户。微软原云计算负责人Satya Nadella升任新CEO，口号“移动优先，云优先”；**同年，AWS 11月首次披露付费客户超过100万个**，因其电商业务和低价策略，吸引更多中小互联网和科技公司以及价格敏感客户；

2018年：谷歌连续换帅，15年Diane Greene（VMware创立者）负责谷歌云，但被诟病**内部关心技术而非客户需求**，专注人工智能。18年谷歌云市场市占率仅7%，Kurian（前Oracle高管）接任，**目标是让谷歌云至少成为第二大云**，谷歌开启为期5年的200亿美元数据中心预算。

2015：AWS首次公布财务，Q1净销售额16亿美元，同比+49%，盈利3亿美元。同年，Azure实现三位数收入增长，快速追赶。谷歌投资100亿用于云业务。

2016：微软接连斩获政府百亿大订单。16年FED、18年FBI、20年五角大楼。

2018：AWS在全球18个区域有数据中心，微软Azure 全球50个区域有数据中心。

2019：谷歌发布多云平台和AI Platform。2020：谷歌云超越阿里云位居全球第三。

新征程：AI构建第二增长曲线

近四年，先**疫情加速企业云转型，后伴随GenAI技术热潮，各家云厂收入与投入持续高增。**

预计全球云市场24年规模将达8000亿美元，三年CAGR超20%。

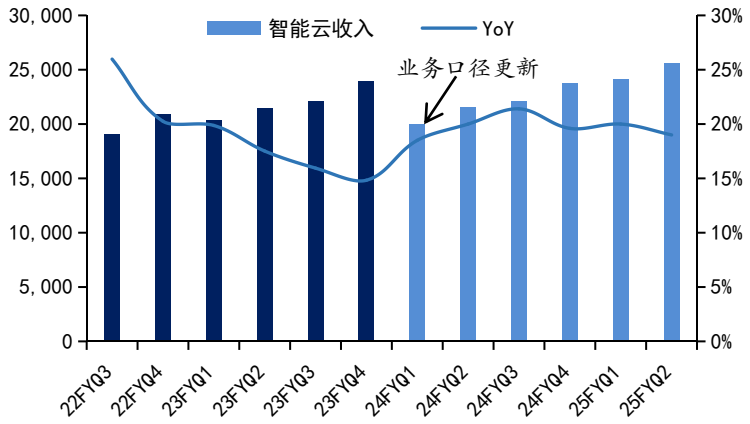
资料来源：公司业绩会、国信证券经济研究所测算整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外云厂演绎趋势：云需求强劲且持续，AI占比提升，供不应求

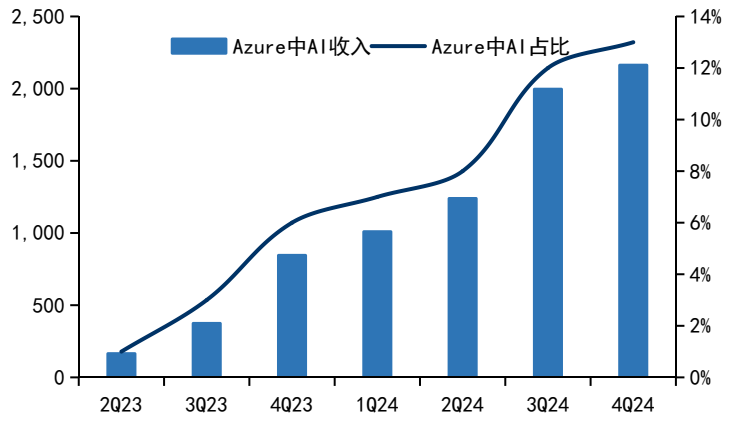
国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：微软智能云收入与增速变化（百万美元，%）



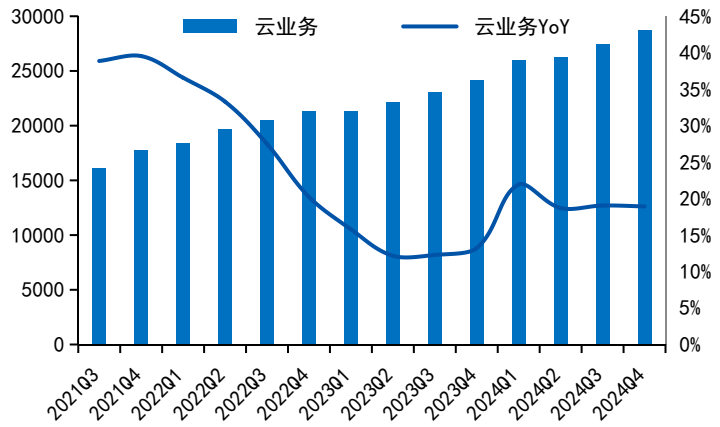
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：微软AI云占比Azure变化（百万美元，%）



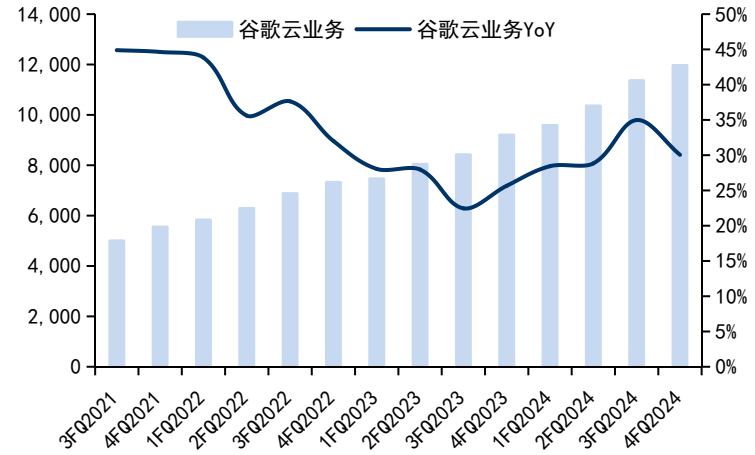
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：AWS收入与增速变化（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：谷歌云收入与增速变化（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

- 微软：AI（主要指云）或成为**微软历史上ARR突破100亿美元最快**的业务。24Q4 AI业务ARR已超过130亿美元，同比+157%。
- 24Q4 今年底产能将趋于平衡，以更好地满足市场需求。

- AI云贡献微软Azure收入占比：
  - 23Q2：1%
  - 24Q4：13%

- 亚马逊AWS：24Q3 AI云预计贡献几十亿美元的年营收，**年增速超过三位数。**
- 24Q4 受英伟达芯片供应速度、供应链组件的短缺限制，预计将在25H2开始缓解。

- 谷歌云：
  - 24Q3 AI云拉动客户提升30%其他谷歌产品的采购。
  - 24Q4 增速较Q3有所回落，主要是需求强劲背景下，供应受限导致。

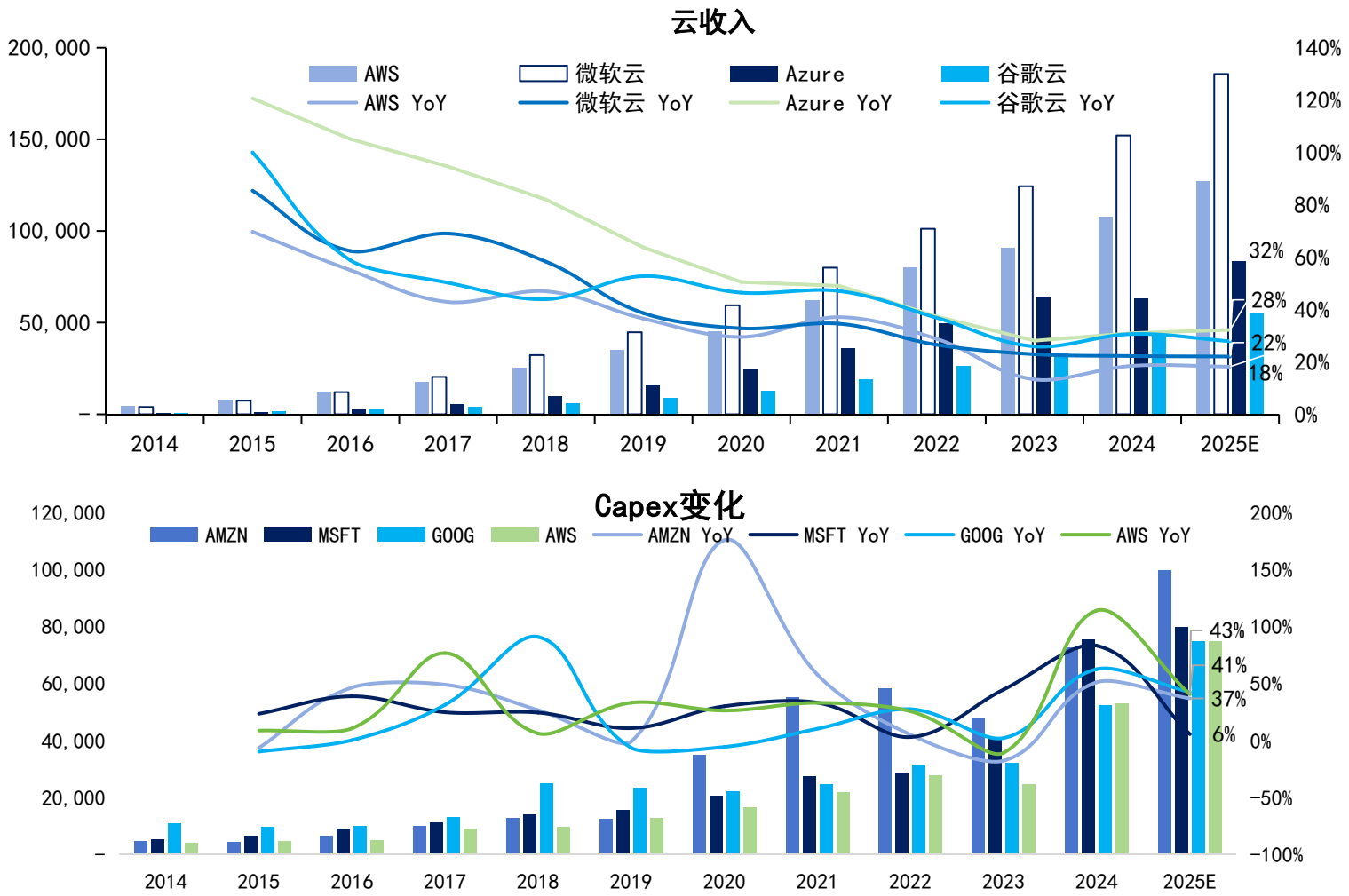
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外云厂投资收入趋势：23年起Capex显著提升，云增速反弹

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 复盘过去10年的云计算市场投入，**亚马逊AWS分别在17年和20年经历快速扩张，同期微软投资较稳健，但23年从OPENAI引发的全球生成式AI浪潮开启后，微软Capex增速和量级显著领先，**公司希望能在未来云市场抢夺更多份额。

图：各互联网云厂云收入与Capex变化情况 （百万美元、%）



*备注：微软云与Azure在口径上的区别，主要在于微软云包含server license（即windows和SQL等）和企业服务业务，不属于公有云的多租户共享，按需付费模式。因此Azure和AWS属于更可比的口径。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

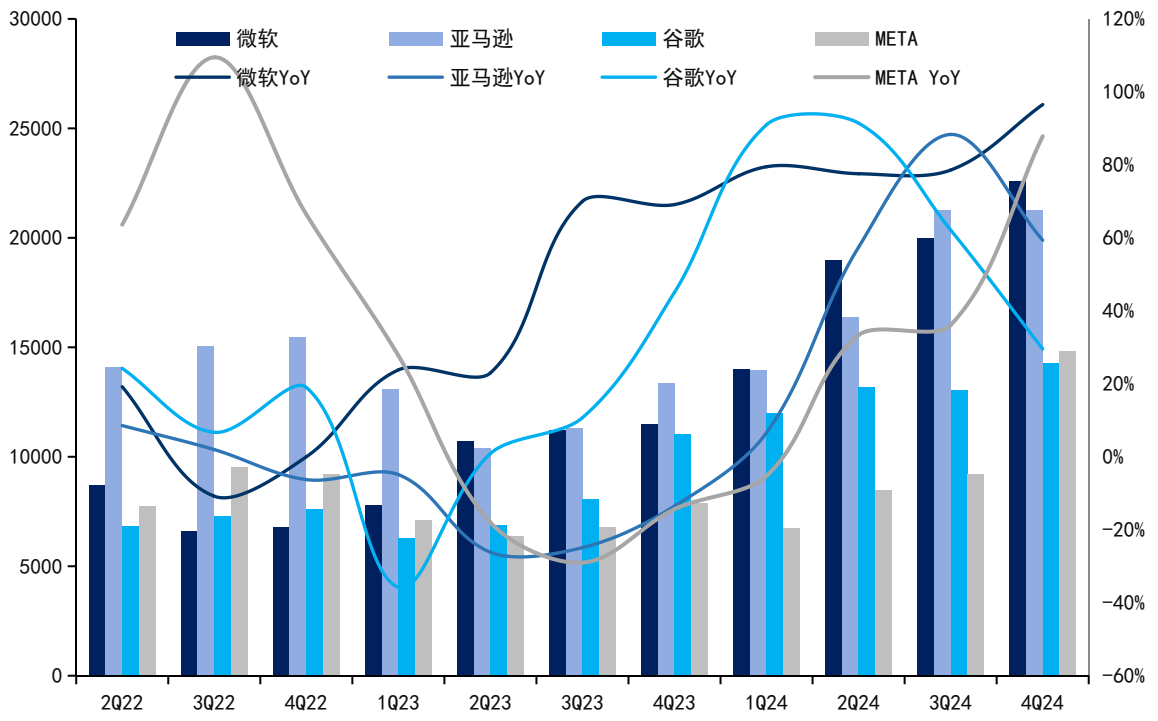
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外Capex投入趋势：24年超预期基础上25年仍有平均30%+同比增长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

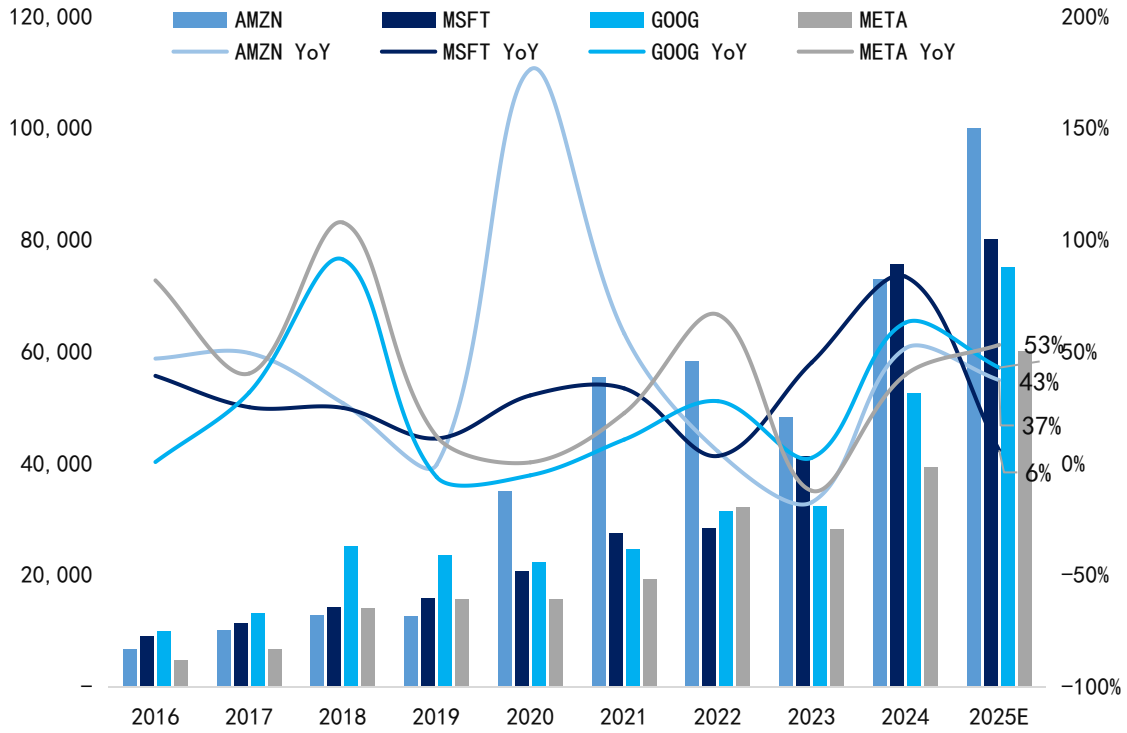
- 2024年指引/一致预期和实际Capex的情况，各家全年Capex投入的变化：
- **微软：530e vs 756e；亚马逊：550e VS 729e；谷歌：450e VS 525e；Meta:300-370e VS 392e；**
- 2025年各家全年Capex投入的指引/一致预期：
- **微软：800e+(同比+6%+)；亚马逊：1000-1100e(同比+37%-51%)；谷歌：750e(同比+43%)；Meta:600-650亿(同比+53%-66%)；**

图：各互联网与云厂Capex季度投资与变化情况 （百万美元、%）



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

图：各互联网与云厂Capex年度投资与增速变化情况 （百万美元、%）



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

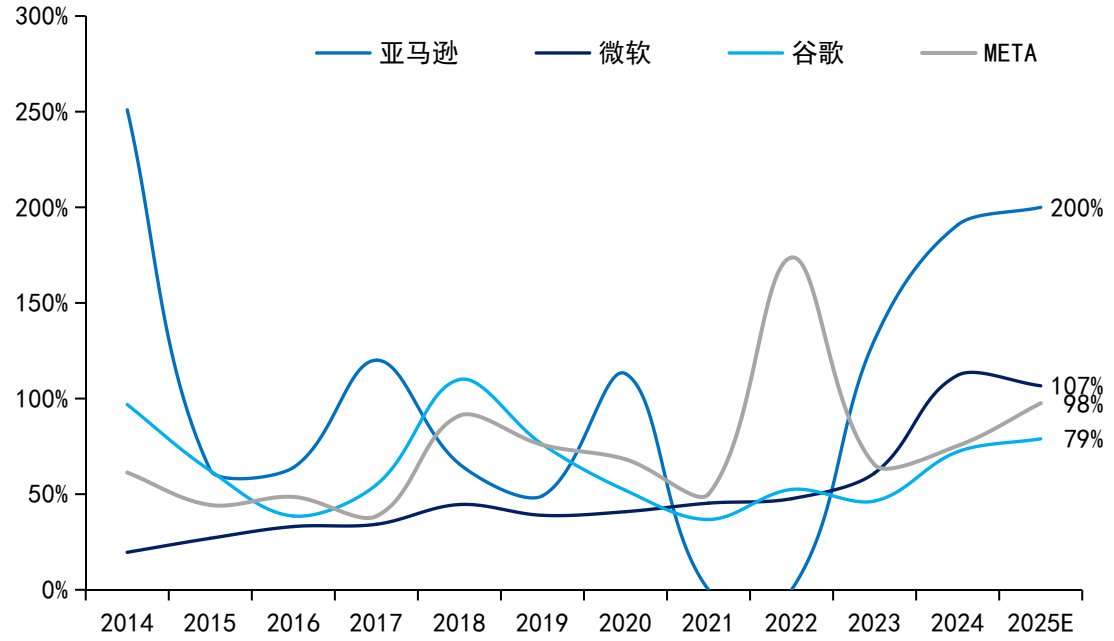
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外科技巨头Capex：占比自由现金流预计超100%，同时注重投入ROI

国信证券 GUOSEN SECURITIES

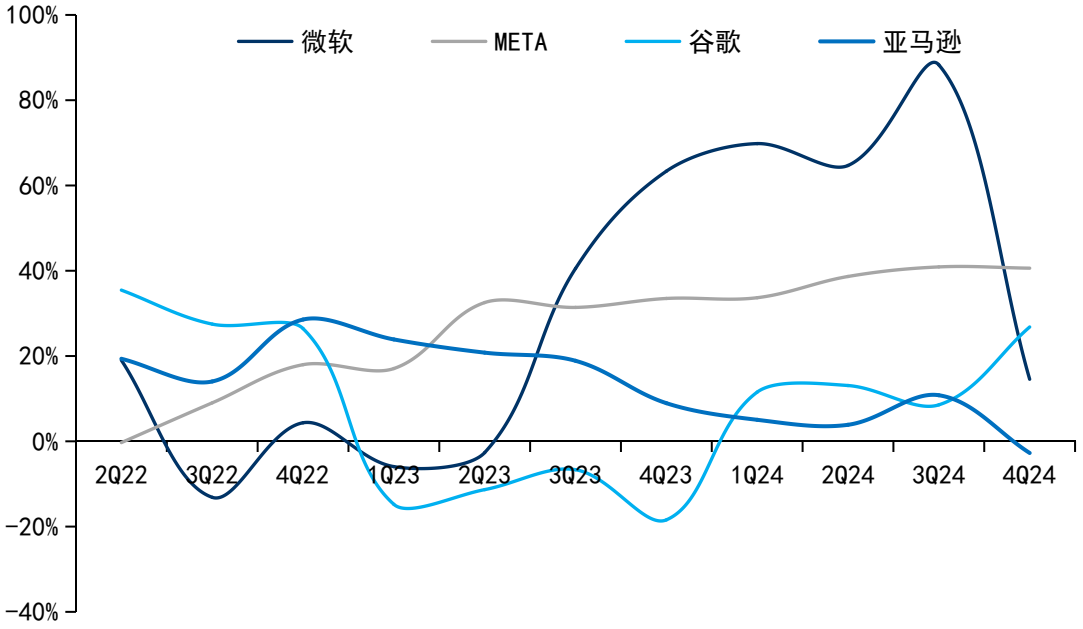
- 在海外科技巨头自身经营业绩良好的背景下，2024年以来 Capex占比自由现金流比例快速提升至历史高位，预计2025年亚马逊 Capex占比自由现金流高达200%，微软、谷歌与META利润率较高、现金流充裕，该数值也接近100%。海外科技巨头积极扩大资本支出，展开战略投资“军备赛”，这不仅反映了对AI长期增长潜力的看好，也体现了FOMO心理（害怕错过，Fear Of Missing Out）。
- AI高投入下也带来了高折旧摊销增长。其中亚马逊通过大幅降低物流履约等非AI支出改善利润压力，微软、谷歌、META则面临高于利润增长的折摊增速。因此，投资策略的ROI与收益前景成为关注热点，如24Q4微软财报会表述“其资本开支将更加注重ROI，策略逐渐从长期资产投资向与收入增长相关性更高的短期资产投资转移。”

图：各互联网与云厂Capex占比自由现金流比例 （%）



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

图：各互联网与云厂折摊同比变化情况 （%）



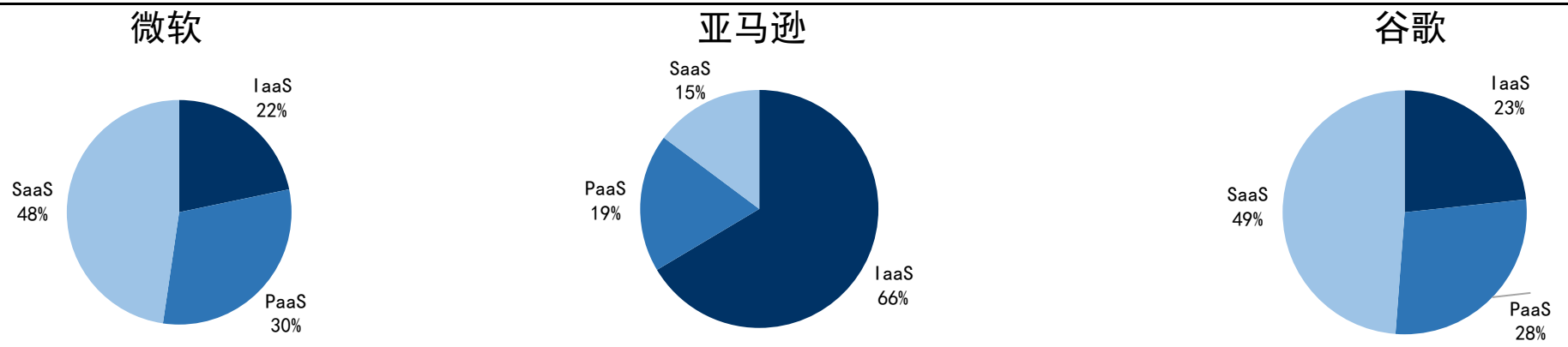
资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外云厂利润率：规模效应下持续提升

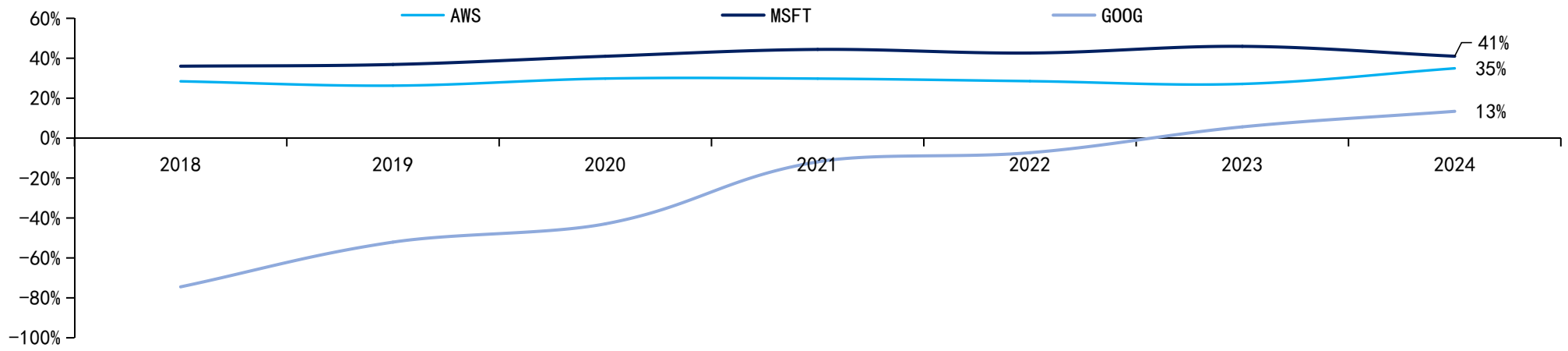
国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：各云厂2023年云业务类型占比况 （%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：各互联网云业务OPM变化情况 （%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外科技加码投资：AI模型的利润正消失，而云算力将成为生产资料

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **Deepseek事件后开源模型发展迅速，大模型趋向通用商品、缺乏差异化和利润空间，同时需求快速扩充。**DeepseekR1开源模型发展迅猛，在速度、可定制性、隐私性和性价比上超越巨头模型，使得巨头难以依靠模型层获取利润。AI模型正逐渐成为“通用商品”（commodity），没有明显的“差异化”与“网络效应”，如同二十世纪初的IT技术成为通用商品，AI模型/AI能力将重要到其不再成为特殊商品。无护城河、低成本部署、开源等都表明AI模型难以凭借独特性获取大量溢价和利润，与此同时将带来对其需求的快速扩充。

- **云算力将成为生产资料，赚取AI应用的边际成本，量增趋势明确。**AI时代，云算力正逐渐成为如同电力之于工业时代般重要的生产资料。无论是模型的训练还是推理，海量的数据和强大的计算力只能通过云算力平台来实现。随着开源模型发展、AI应用的需求持续攀升，云算力量增趋势是清晰且可预见的，而AI应用边际成本的降低主要通过模型层优化、算力集群优化以及推理质量提升实现，并不大幅影响云厂利润率。

- **云业务具备规模效应和稳定现金流的优异商业模式，AI将进一步促进云化和数据化、拉动传统模块需求、利润率提升。**亚马逊、微软、谷歌等巨头资本支出大幅增长、争夺云计算份额，因为云业务有优质的商业模式。AI背景下更多的数据和业务将迁移到云端，同时数据存储、传输和分析等IaaS、PaaS层传统需求也随着数据量的爆发式增长而扩充，将进一步提升云的规模效应和利润空间。

- **互联网厂商传统业态渗透见顶、需发展新兴业务，科技厂商不仅拥有算力和模型、也拥有数据与场景，有望进一步攫取AI应用层收益。**互联网行业经过多年发展，传统业务如社交网络、电商、搜索等领域的市场渗透率逐渐趋于饱和，AI成为重点探索方向、科技厂有一定FOMO心理。但部分投资者将互联网科技厂投资数据中心类比互联网早期银行或主权基金对光纤基础设施的投资（最终因过剩导致破产），忽视了科技厂商在强大现金流背后AI业务的独特优势。它们不仅拥有强大的算力和模型，还积累了海量的数据和丰富的应用场景。例如谷歌凭借多年在搜索引擎和各类互联网服务中的数据积累，将AI技术应用于搜索、广告、地图等多个高流量业务场景中。这种数据、算力、模型和场景的协同优势，使得科技厂商在AI时代更有机会取得成功、也更有动力加大对云算力的投入建设。当AI时代的“算力/推理成本”或AI应用的“边际成本”如同现在的宽带流量一样趋近于零时，互联网科技厂更可能已经获取应用层更大的蛋糕。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

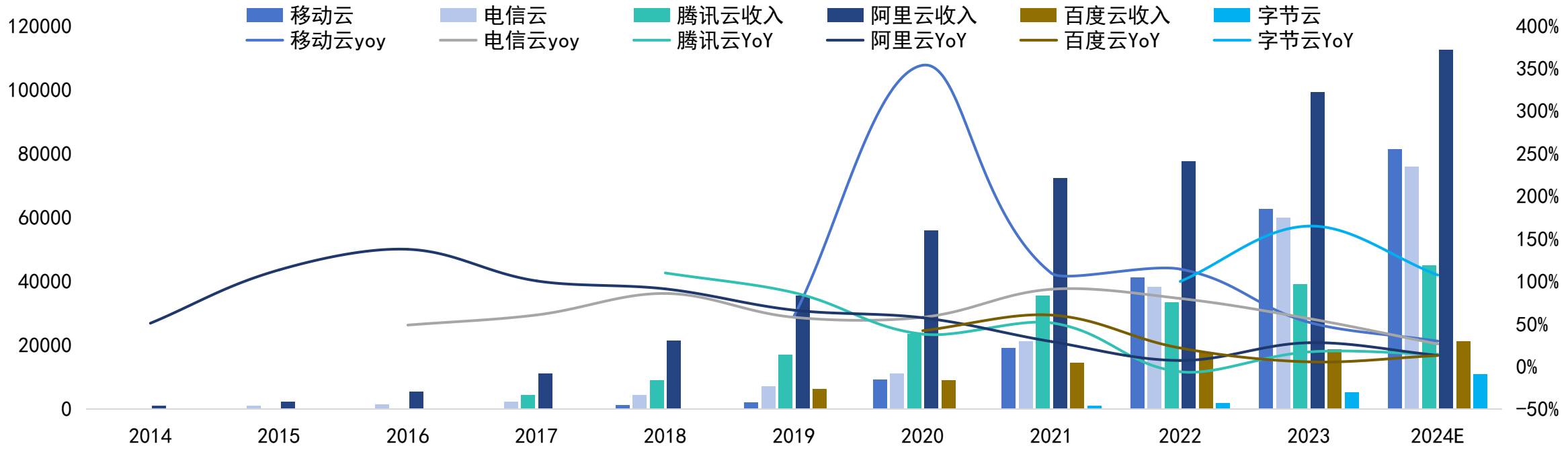
中国公有云发展历程

① 2014至2018年：高速发展期，阿里云率先布局、凭借先发优势占据主导。2016-2018年间，随着企业数字化转型加速，市场增速维持在50%-80%，头部厂商市场份额扩大。同时，腾讯云等厂商加入，市场竞争渐起。

② 2019-2020年：市场增速虽略有放缓但仍保持在30%以上，运营商崛起、同质化竞争加剧。期间，运营商云如天翼云、移动云凭借资源与基础设施和政策优势快速崛起，市场格局趋向多元化。技术逐步成熟、IaaS同质化背景下竞争加剧，高利润的PaaS和SaaS市场发展较慢。

③ 2021年后：增速进一步放缓，定制化需求增加服务成本、拉低利润率。阿里云、华为云等继续领先，头部集中与细分市场并存，而中小厂商面临挑战、寻求转型。企业对云需求的深化、特别是对定制化解决方案需求增加。

图：中国云厂商收入增速变化情况 （百万元，%）



资料来源：公司财报，彭博一致性预期，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

Deepseek火爆出圈，各行业积极接入，将大幅提升算力需求

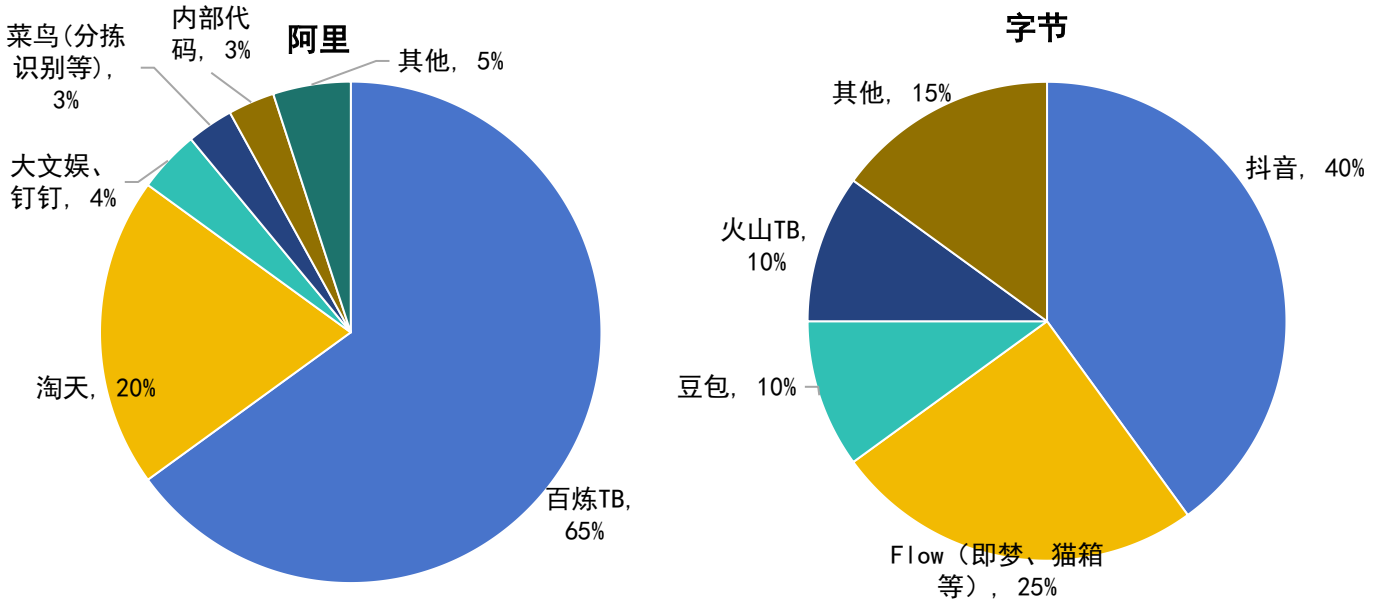
国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 2025年1月20日，DeepSeek发布开源模型R1，训练周期仅两个月，在数学、代码、自然语言推理等任务上性能比肩OpenAI o1正式版，低成本的Deepseek引起海内外强烈关注与反思。伴随热度，DeepSeek应用迅速登顶15个国家和地区的苹果应用商店免费APP下载排行榜，火爆出圈。根据SensorTower数据，2月4日DeepSeek日活用户数超越了2000万，AI产品榜数据显示其增长到一亿用户仅用一周时间。
- DeepSeek的推理能力被广泛应用于教育、医疗、金融等多个行业，预计大幅提升推理等算力需求。R1上线短短几周，国内云厂商均已上线相关服务。同时各行业公司纷纷将应用接入Deepseek模型，如秘塔科技宣布在秘塔AI搜索中集成“满血版”DeepSeek R1 推理模型；新华保险在新e家App成功接入 DeepSeek R1、V3 两款模型产品；有道词典全面接入DeepSeek用于提高翻译和学习体验；比亚迪整车智能“璇玑架构”将全面接入 DeepSeek R1大模型的能力。

图：超级产品增长一亿用户所用的时间(百万元/%)

资料来源：AI产品榜、国信证券经济研究所整理

表：阿里与字节各场景推理算力消耗占比(%)



资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所测算整理测算

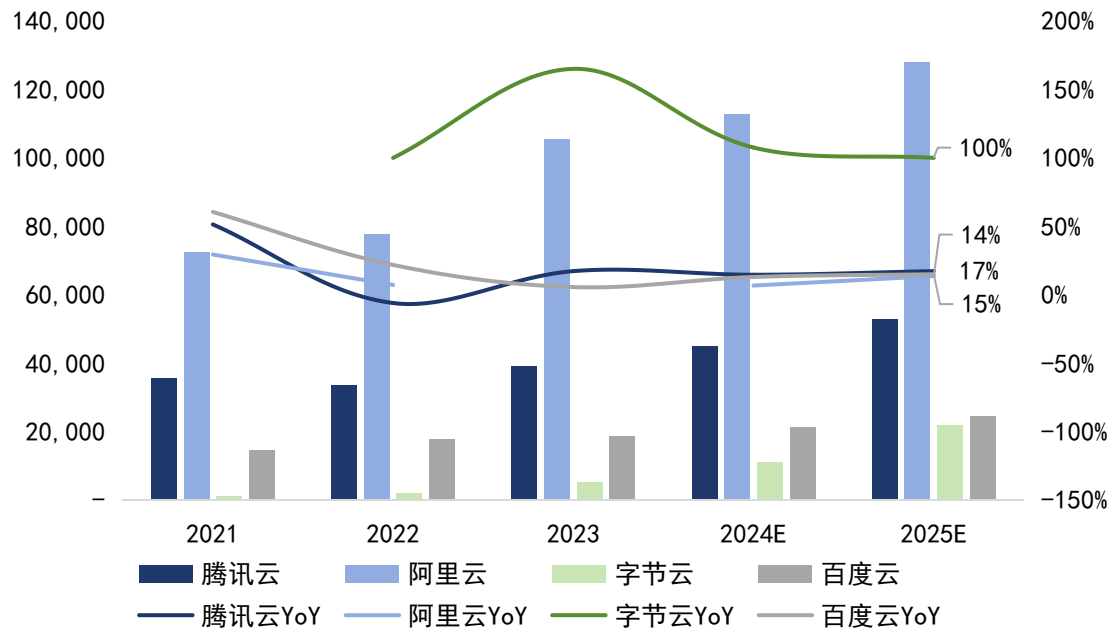
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国内云厂：Deepseek加速AI渗透，预计带动云加速至中双位数增长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

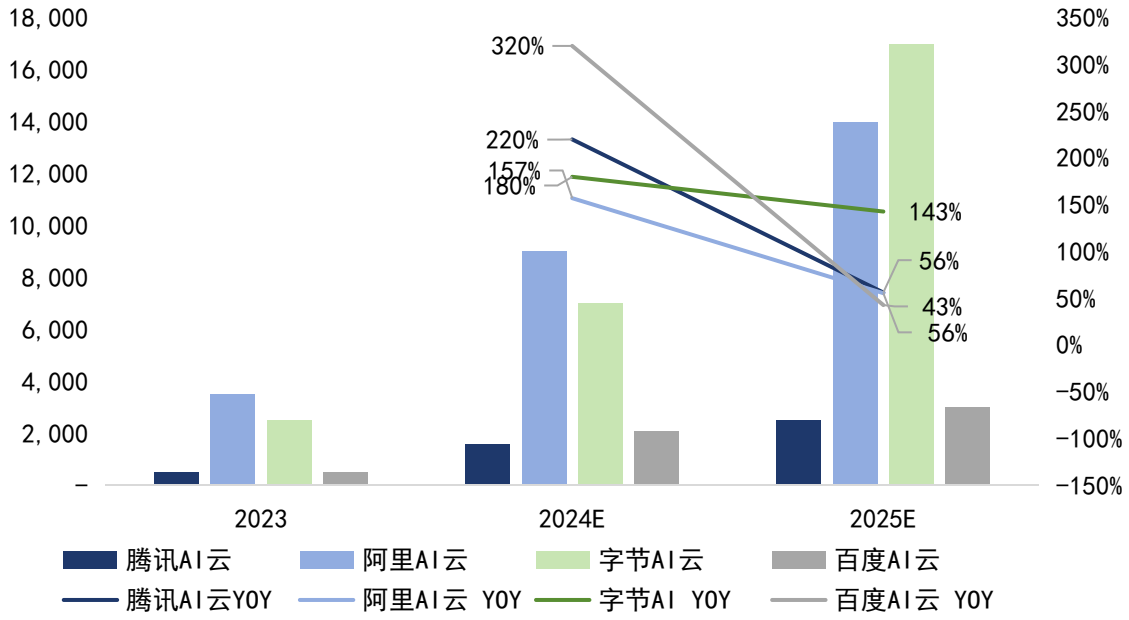
- 国内云业务预计在AI需求带动下从低双位数加速至中双位数增长。24Q3百度财报会表示AI云已经占比总云收入的11%；腾讯表示24Q3的AI相关收入增长显著，GPU相关收入已占其IaaS收入的10%以上；阿里云在24Q3财报中表示AI相关产品收入持续五个季度三位数增长。
- Deepseek深度推理开源模型将加速传统客户的AI渗透、拓展应用场景，我们预计有望拉动AI云今年保持平均50%+增长。Deepseek深度推理开源模型凭借其强大的推理能力与开源特性，让传统企业以较低成本构建和优化AI系统，在教育、金融、医疗、服务等场景提升效率。随着应用拓展，企业对AI云服务需求将上升，部分头部云厂AI云客户调用Token数量2月环比达到50%+增长，一季度末GPU租赁预计也有约30%-40%增长。

图：国内云厂商云收入与同比变化预测(百万元/%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

图：国内云厂商云收入与同比变化预测(百万元/%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国内云厂：预计25年Capex增速平均仍有30%+，DS事件后进一步上调

国信证券 GUOSEN SECURITIES

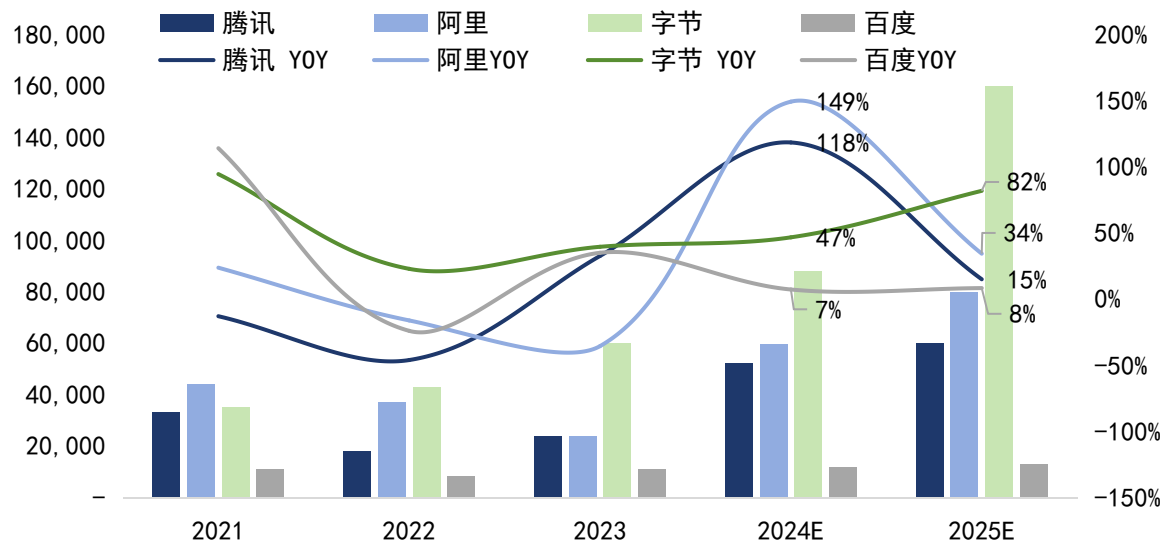
- 国内云厂商巨头24年Capex增长平均在40%以上，预估25年Capex增速平均仍有30%+。25年云厂商预计将缩减传统业务支出、持续加大对AI的投入。我们预计AI的Capex投入上字节、阿里投入领先，增速总体看AI投入增长在50%以上甚至翻倍。Deepseek事件后各家有望进一步上调投入计划，主要考虑到以下算力需求的增长。

① 模型大厂训练需求激增。DeepSeek模型打破闭源模型垄断、实现技术平权，国内模型厂商根据DS路线积极探索深度推理模型。

② 深度推理模型推理算力需求远超通用模型。在tokens消耗方面，通用模型平均消耗700-800tokens，而深度推理模型则高达2500-3000tokens，这意味着在运行和训练深度推理模型时，需要更强大的算力支撑。

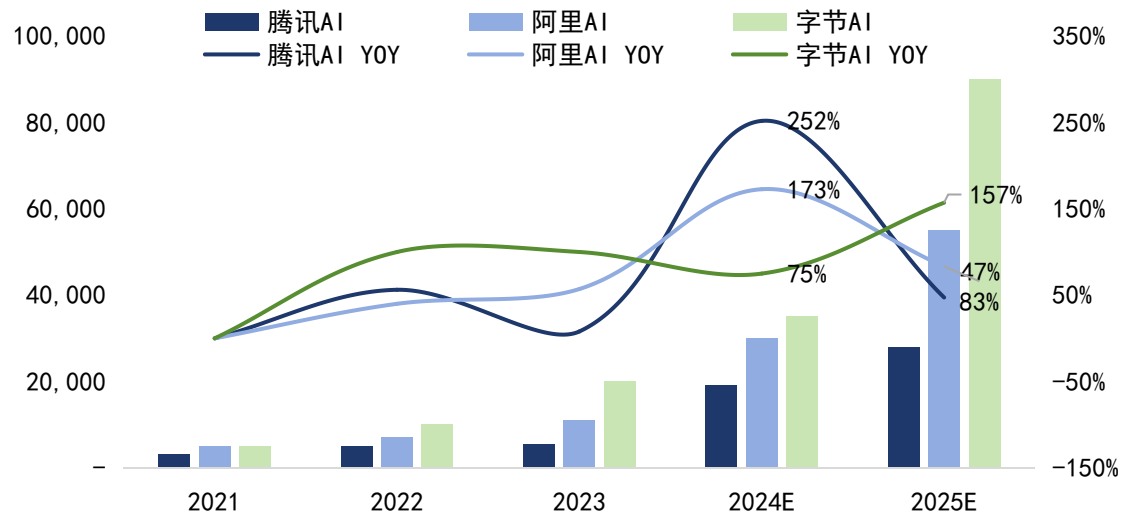
③ 下游客户推理与训练需求爆发。随着DS的上线，传统云客户的AI渗透率显著提升。各行业应用积极接入最新模型，产生了大量的调用需求。同时，不少客户采用开源DS模型构建垂直模型，借此为产品带来更精准、优质的体验。

图：国内云厂商资本开支与同比变化预测(百万元/%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

图：国内云厂商AI资本开支与同比变化预测(百万元/%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

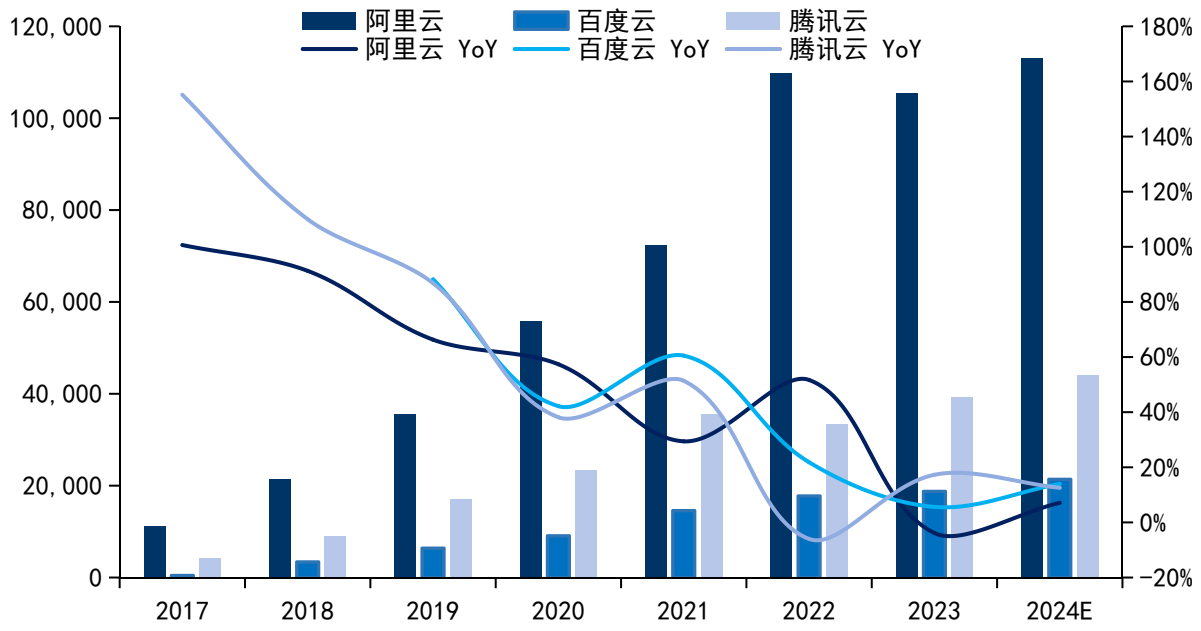
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国内云厂：从创收向盈利方向转变，AI有望提升利润率

国信证券 GUOSEN SECURITIES

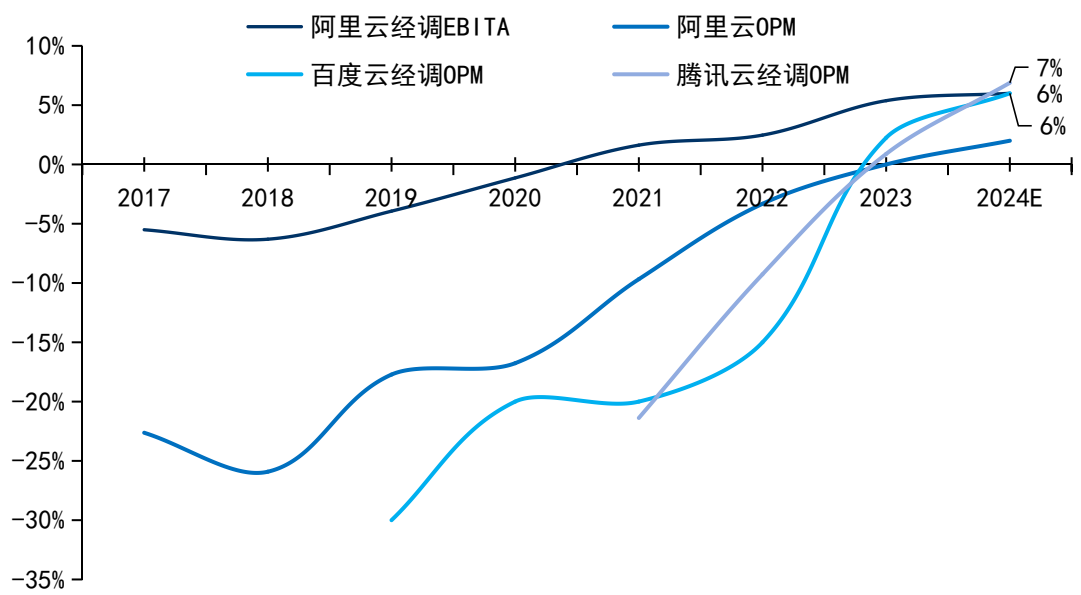
- **收入端：**伴随着中国公有云市场增速放缓，互联网云厂营收增速也逐年走低。其主要原因在于：一方面，企业IT预算增长不及预期，企业对于预算的制定、支出和使用更加谨慎；另一方面，互联网云厂商都在逐渐从“创收”向“盈利”方向上转变，主动放弃非良性项目，提升自身被集成比例，市场营收同比增速下降。
- **利润端：**伴随规模提升与低利润业务的舍弃，互联网云厂利润率持续提升。阿里云近4年来营业利润率已经改善了近18个百分点。24Q3，阿里财报披露阿里云经调整EBITA为9%。
- AI GPU租赁与API调用业务平均毛利率显著高于传统IaaS。尽管开源Deepseek模型会对模型定价产生较大的下行压力，但整体上调用量会大幅提升，云厂商通过配套的高利润PaaS产品组合将整体合同利润提升，比如：知识数据库插件、联网搜索插件等。

图：国内互联网云厂收入与同比增速变化(百万元/%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理预测

图：国内云厂商经调EBITA与OPM变化(%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

技术变革下公有云与私有云选择-以汽车行业为例

国信证券 GUOSEN SECURITIES

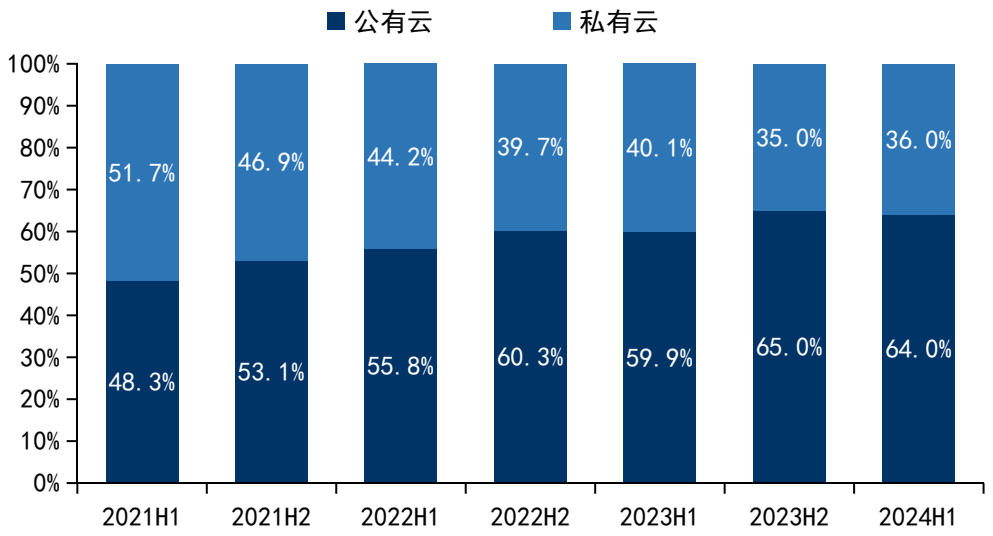
- AI背景下数据中心成本与技术要求显著提升，公有云按需付费、初始投资低、运营成本低。AI数据中心大量资金购置GPU等硬件设备，而公有云采用按需付费模式，企业无需承担高昂的前期数据中心建设费用，大大降低了初始投资成本。
- 公有云资源弹性高、扩展灵活，可以实现快速部署。AI项目在不同阶段对计算资源需求差异大，公有云能快速提供所需的计算、存储等资源，可在短时间内完成资源的分配和部署，轻松实现资源的弹性扩展，满足临时的高资源需求。
- 公有云端具备云厂最先进的平台型技术和工具。如新的深度学习框架、预训练模型，甚至从底层计算资源到上层AI应用开发、部署、管理全流程支持的一体化平台。企业使用公有云可直接受益于这些前沿技术。
- **案例：**以汽车行业为例，企业为了削减云长期支出大力建设私有云，然而一年实践后，多数客户发现在车联网、自动驾驶训练等新型场景中，公有云较私有云在弹性、使用效率及使用体验上更具优势，占比持续提升。

表：私有云与公有云对比

	私有云	公有云
所有权与管理	通常由单个组织或企业所拥有和管理，部署在企业内部数据中心或托管在第三方数据中心，但资源仅供该内部使用	由云服务提供商拥有和运营，通过互联网为多个用户提供服务，用户按需使用
安全性	数据在企业内部或专属环境运行，企业对数据访问和管理有高控制权，安全性相对更高	云服务提供商有专业安全团队和技术，但多用户共享资源
性能与可扩展性	可按企业需求定制硬件资源，满足特定性能要求； 扩展速度和灵活性相对较低，需提前规划	拥有大量资源和强大基础设施，能快速提供资源，弹性扩展能力强，可实时调整资源用量
成本	建设和维护需大量资金投入，前期投资成本高；规模大、需求稳定时长期成本可能较低；	按需付费，无前期硬件投资成本，用量大时长期成本可能较高

资料来源：CSDN、国信证券经济研究所测算整理

图：中国汽车云基础设施市场结构，2021H1-2024H1（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

国信证券 GUOSEN SECURITIES

01 全球云产业发展与现状

02 AI背景下海内外云厂收入、利润与Capex变化

03 国内云厂商的布局与特点

04 云业务的估值与AI赋能测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国产云厂商比较分析

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **阿里云：**作为国内云服务的开创者与龙头，占据约三分之一的国内市场份额。阿里云构建了全球广泛覆盖的服务器集群，无论是东南亚电商业务的爆发，还是中东地区能源企业的数字化转型，又或是拉美金融机构的线上拓展，阿里云都能通过低延迟、高带宽的网络架构，为全球用户提供稳定、高效的云服务。
  - 技术研发上Qwen 2.5 max模型性能直逼GPT 4，在语言交互、内容生成等场景表现卓越。近期与苹果(2.5亿 iPhone DAU)的AI云合作，进一步彰显其综合实力。
- **华为云:**凭借长期在通信领域的技术沉淀，在芯片、服务器等硬件自研上成果斐然。面对当前芯片供应和代工受限的情况，其优势和重要性大幅提升。华为云政企客户较多，在能源、制造、建筑等传统行业市场份额较高，可以提供定制化的行业解决方案。例如在智慧城市建设中，华为云通过整合物联网、大数据等技术，助力城市实现智能化管理。
- **腾讯云：**产品矩阵逐渐丰富，依托微信、QQ的庞大用户和产品生态。在游戏行业，为游戏开发提供从服务器租赁、安全防护到运维管理的一站式服务，助力众多爆款游戏上线运营；在金融领域，腾讯云满足金融机构对数据安全和合规性的严格要求。尽管海外布局有限，但在模型平权的大背景下，腾讯云借助社交平台的超级流量入口，将AI技术融入社交、支付等场景，生态价值依旧非常可观。
- **字节云：**虽入局较晚、份额较低，但凭借自身强大的资本实力，Capex投入处于高位。字节专注AI领域发展，旗下豆包APP作为头部C端AI产品，展现了字节跳动在AI技术和产品应用上的实力。有望以AI云为切入点，在云计算市场中脱颖而出。
- **百度云：**在业务规模和市场份额上较小。依托文心大模型，在自然语言处理、知识图谱等AI领域优势显著。AI背景下，百度云助力各行业智能化升级，如在汽车领域，提供智能驾驶、车联网等云服务。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国内云厂商：自研AI芯片，加大国产算力采购与大集群建设

国信证券 GUOSEN SECURITIES

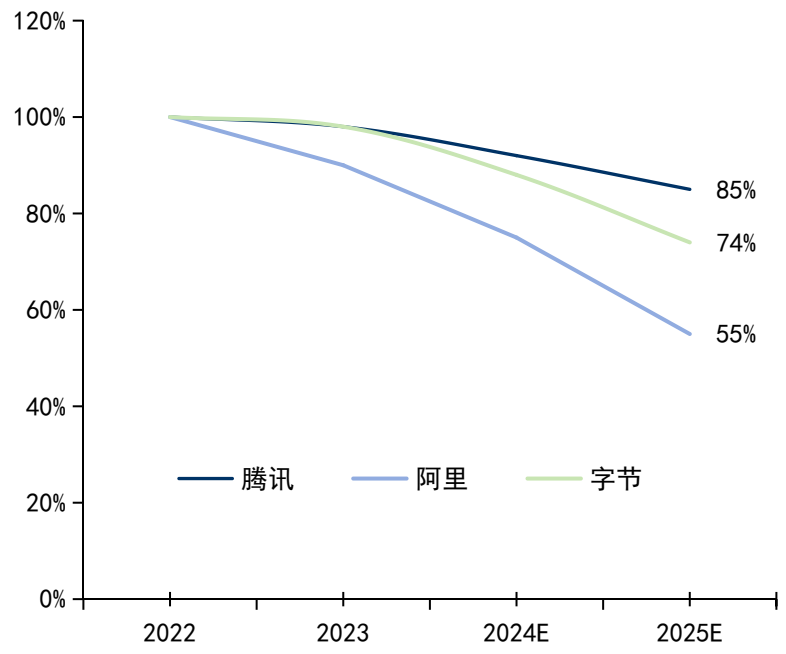
- 云服务商通过自研AI芯片建立从底层硬件到上层应用的全链条自主技术体系。自研芯片华为云以“鲲鹏+昇腾”生态为核心，昇腾系列芯片是其全栈自主的AI芯片产品；阿里平头哥推出含光800自研的AI推理芯片；腾讯投资如燧原科技等AI芯片初创公司，也推出紫霄AI推理芯片并成功流片。
- 国内云厂商在芯片采购商正逐步提升国产算力占比，并与国产芯片供应商紧密合作。如阿里云部分AI算力芯片采用寒武纪MLU系列，海光DCU系列GPU与阿里云异构计算平台兼容，应用于大数据分析和AI训练场景。
- 云服务商加大投资大型智算集群建设。字节在2023年建成1万张卡的Ampere架构GPU集群，并持续建设大规模Hopper架构集群；百度的百舸4.0可高效管理十万卡集群；阿里云支持10万卡量级的集群扩展。

表：国内云厂商AI芯片与算力布局

	阿里云	腾讯云	字节云
AI自研芯片	2018 年收购中天微，2019 年推出含光 800 AI 芯片，2023 年阿里**平头哥发布首个自研 RISC-V AI平台。**	2021年披露：**AI推理芯片“紫霄”、视频转码芯片“沧海”和智能网卡芯片“玄灵”。**2023 年紫霄芯片流片成功并点亮，沧海芯片已量产。	字节正自研两款AI芯片，分别用于模型训练和推理，计划与台积电合作，于 2026 年前实现量产
预计2024年算力保有量	NV卡23W+，国产卡45W+	NV卡10W+，国产卡1W+	NV卡23W+，国产卡5W+
预计2025年采购	NV卡30W，国产卡45W+	NV卡15W，国产卡4W+	NV卡38W+，国产卡12W+
AI算力集群布局	阿里云打造**灵骏超级智算集群**，主要包含四个组件：灵骏计算集群、HPN高性能网络、磐久AI计算服务器以及CPFS高性能存储集群，提供可扩容到10万张GPU卡规模的能力	腾讯云发布**AI Infra品牌“腾讯云智算”**，整合了腾讯云高性能计算HCC、高性能网络IHN星脉、高性能云存储、加速框架、容器、向量数据库、智算套件等腾讯云优势产品	2023年，字节已建立起超过**1万张卡的Ampere架构GPU（A100/A800）集群**，此后还在建设大规模Hopper架构（H100/H800）集群

资料来源：各公司官网、澎湃新闻、国信证券经济研究所测算整理

图：国内云厂商NV卡占AI算力采购预算比例(%)



资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所测算整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

互联网云厂商AI模型与产品生态建设

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：互联网云厂商AI模型与产品生态建设

	阿里云	腾讯云	百度云	字节云
AI计算平台	人工智能平台PAI	腾讯云智算	百舸	veStack智算版等
MaaS平台	百炼	腾讯云TI平台	千帆	火山方舟
大模型进展	-25年1月29日，**Qwen2.5-Max**超大规模MoE模型发布，在多个基准测试中表现优异。 -25年2月8日，阿里云开源**Qwen2.5-VL**，旗舰版在13项权威评测中夺得视觉理解冠军。	**-混元-Large模型**在MMLU榜单排名全球第四名。 -混元-lite模型不仅提升了参数量，还实现了全面免费。	-2024年6月28日，发布**文心大模型** 4.0Turbo，应答速度和检索能力上都有进一步提升。 -百度计划在今年下半年发布下一代人工智能模型Ernie5.0，将在模型多模态能力方面有重大增强。	**-豆包大模型**日均处理1200亿Tokens文本，生成3000万张图片。 -2月12日，全新的稀疏模型架构 UltraMem推理速度较MoE架构提升2至6倍，推理成本最高可降低83%。
图片生成	**7500万+**图片、**93万+**用户数（截至2024.9）	-	截至2024.9共有**5000万**注册用户	
视频类产品	**通义千问-VL**（视觉理解能力超越GPT4O）、百炼、EasyAnimate	腾讯智影	UniVG、度加创作工具	**豆包、Seaweed、即梦AI**
视频产出长度	百炼：**20s**的1080P视频、通义千问-VL支持**20分钟+**视频处理、EasyAnimate支持超长视频生成	支持短视频	UniVG在处理10分钟长视频时，处理时间小于1秒	豆包：5-10s；Seaweed：5s但可动态延申至20-30s；即梦AI：单个视频最高12s
聊天机器人	**通义千问，**2024年9月应用月活跃用户数（**MAU**）**为310万**，截止到24年10月通义千问的网页端访问量为**1012万**（QuestMobile）	元宝	- **文心一言**截至2024年11月累计用户数为4.3亿 - 2024年9月应用**月活跃用户数为1200万**	- 截止2024年12月豆包App的月活跃用户规模**突破了7500万**。
办公AI	**钉钉AI**-截至2024年9月，**超过220万企业客户采**用了AI功能，拥有**100万+AI合作伙伴**；钉钉上的AI API日请求量超过1000万（截至2024年9月）	超过**1500万腾讯会议用户每月使用**AI功能（截至2025年1月）	**百度文库AI**：月活跃用户数已**突破9000万**，日活跃用户数年**同比增长230%**（截至2025年1月）	飞书于2023年4月推出“**My AI**”AI助手

资料来源：各公司官网、各公司财报会、QuestMobile、华尔街新闻、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

互联网云厂商AI模型与产品生态建设

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：互联网云厂商AI模型与产品生态建设

	阿里云	腾讯云	百度云	字节云
数字代理（Agent）-（面向企业和消费者）	阿里拥有**通义星尘**，专门用于数字代理用例的大型语言模型	**腾讯元宝**-与11个行业领先企业合作开发元保应用中的专用垂直AI代理	Emie数字代理平台“AgentBuilder”：每日分发请求达到1000万，**服务10万+企业和60万开发者**（2024年9月）	（截至2024年5月）在豆包上创建的累计数字**代理超过800万+**
代理平台（面向企业）	阿里推出了AgentScope，多代理开发框架	腾讯元器于2024年5月推出	- 16,000个广告商，例如教育、法律和B2B行业是主要采用者（2024年第二季度结果）	Coze（扣子）：专业版于2024年7月推出，一个月内注册客户超过1万（截至2024年9月）
客户服务	阿里拥有**通义晓蜜**，专门用于客户服务用例的大型语言模型	腾讯的客户服务团队基于混元升级了智能客户服务系统，垂类模型预测后续文本的准确性提高了38%（截至2024年5月）	客悦：**查询解决率提高到92%**（行业水平为80%），服务超过1.5亿人次，交互超过5亿次（截至2024年9月）	豆包帮助一家企业客户将客户服务**人员培训成本降低50倍，培训时间减少40%。**（来源：2024年7月QQ新闻）
编程	**通义灵码：**累计插件下载量超过900万；为开发者生成了超过15亿行代码（截至2025年1月）	**腾讯云AI代码助手已被腾讯超过80%的程序员使用，**日均有33%的代码由AI生成（截至2024年10月）	**Emie Comate：**提高了20%的研发效率；**超过1万家企业客户**（截至2024年9月）；**代码采用率：内部使用达到46%**（截至2024年9月）	**MarsCode**支持超过100种语言
广告	阿里巴巴上的AIGC工具帮助商家**每天生成数十万产品图片和编辑视频剪辑**。中小企业在内容生成成本上的累计节省达到数十亿人民币。	**腾讯妙思**，针对提高广告内容生成和消费，观察到使用其AIGC图片生成功能的各行各业在点击通过率（CTR）上都有不同程度的提高。	- 24Q3 **20%的搜索结果由GenAI提供**，超5000万用户使用了百度GAI搜索（2023年10月）。18万客户使用GAI创建广告，**点击量提高10%，转化率提高9%**（2023年10月） - **轻舸，即AI原生营销平台，每天有1.4万客户使用**（2024年9月）	
内部应用	通义已集成在700多个集成场景中，涉及阿里巴巴集团的多个产品，如阿里巴巴、钉钉、淘宝等	700+集成场景使用	ERNIE已集成在百度的多个产品中，如搜索、文库等	超过50个集成场景

资料来源：各公司官网、各公司财报会、QuestMobile、华尔街新闻、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

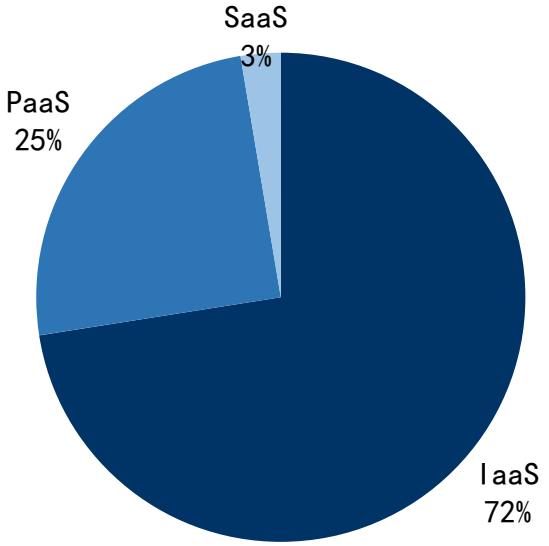
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

阿里云：IaaS占比超70%，互联网、金融、零售为主，海外布局领先

国信证券 GUOSEN SECURITIES

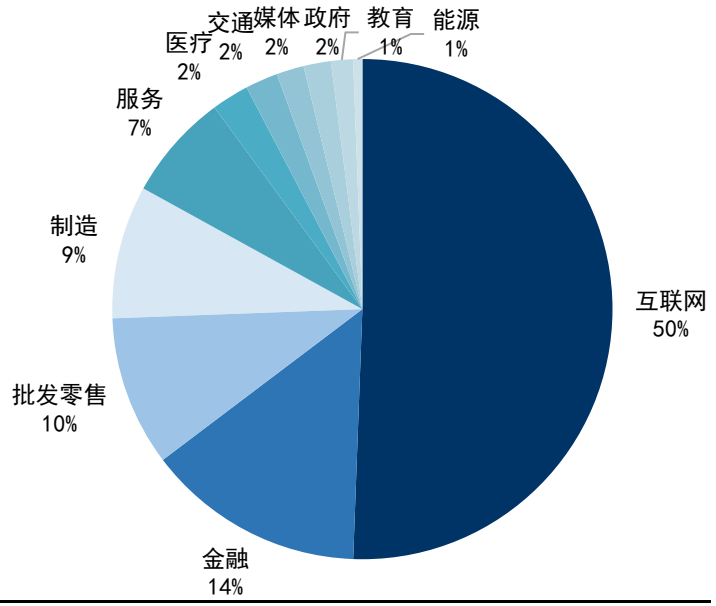
- 阿里云占中国公有云1/3市场份额，其中IaaS占比72%，PaaS与SaaS占比相对较小。伴随着中国云基建放缓，阿里云营收增速也逐年走低。从2019到2023财年，阿里云的营收增速分别是84%、62%、51%、23%、4%，AI背景下算力需求扩充，有望显著拉动IaaS层与配套PaaS发展。
- 在行业分布方面，阿里云在互联网行业占比最高、达50%，其次是金融（14%）、批发零售（10%）、制造占（9%），其中金融和零售保持20%+增长，制造业和汽车也保持高增长趋势。从各行业市场份额看，阿里云在批发零售、金融、互联网与交通行业分别占据59%、52%、46%、34%的市场份额，遥遥领先于其他国内云厂商，一方面表明阿里云市场份额的领先性，另一方面其在运营效率、处理和分析大规模数据集提供云安全解决方案方面的专业能力和市场认可度方面都具有显著优势。
- 海外业务方面，阿里云目前在全球30个公共云地域、89个区可用，市场份额亚太第一、全球第三，规模五年增长超20倍。已在亚太、欧洲、中东等市场布局，未来三年将在韩国、马来西亚等五国新建数据中心。不仅拓展海外客户，也为中国出海企业提供云技术支持。

图：阿里云IaaS、PaaS、SaaS占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：阿里云分行业占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

表：阿里云海外业务布局

	阿里云
基础设施	**全球范围内500万客户**，基础设施目前面向全球四大洲，开服运营15个国家、30个公共云地域、89个可用区，覆盖美国、欧洲、亚太、中东等地区
25年海外计划	未来三年，阿里云将在全球五个国家投资新建数据中心，分别位于**韩国、马来西亚、菲律宾、泰国和墨西哥**，同时还将进一步加大本地化的服务和生态体系建设。
产品布局	2024年以来，在国际市场推出PAI灵骏智算服务、大模型托管服务、能耗宝OpenAPI服务；MaxCompute-成本优化功能在中国香港、新加坡、印尼等4区域发布；EMR Serverless StarRocks新增开通香港、新加坡地域；
服务团队	1个全球服务中心、4个区域服务中心、18个本土化服务团队和22个本土业务团队

资料来源：阿里云官网、澎湃新闻、国信证券经济研究所测算整理

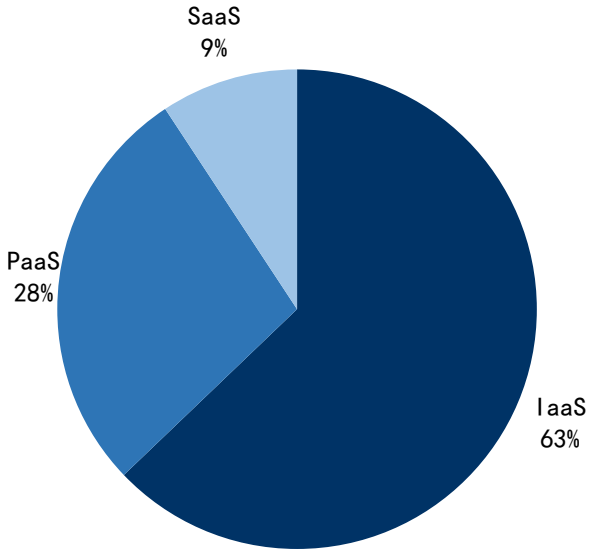
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

腾讯云：互联网、媒体份额高，渠道伙伴助力业务拓展

国信证券 GUOSEN SECURITIES

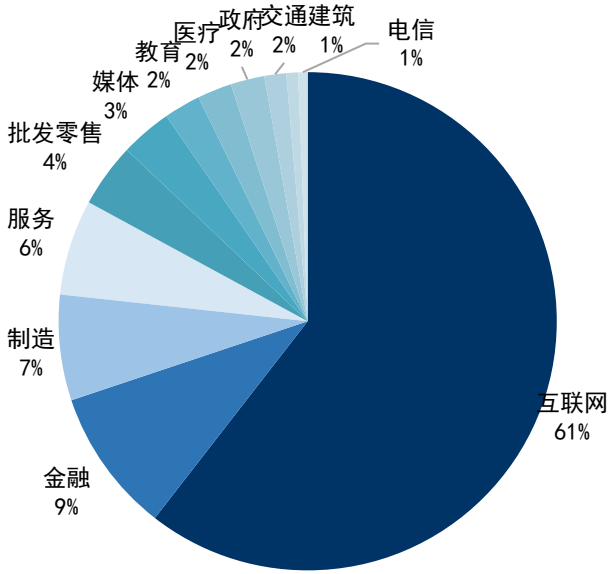
- 腾讯云约占中国公有云13%市场份额，在云计算服务上呈现出多元结构。IaaS占比达63%。PaaS占28%，平台产品丰富如TCMPP腾讯云小程序平台 。SaaS占比9%，主要是其办公协作类产品丰富，如企业微信、腾讯会议、腾讯文档、腾讯乐享、腾讯问卷。
- 在行业应用方面，腾讯云互联网行业占比达61%，金融、制造、服务行业分别占9%、7%和6。从各行业市场份额看，腾讯云在互联网、媒体行业分别占据较高市场份额，得益于其在社交和通信领域的强大背景和用户基础，同时也与公司在内容分发网络（CDN）和媒体处理技术方面的优势有关。
- 从集成到被集成，渠道伙伴助力业务拓展。腾讯云拥有众多渠道伙伴，涵盖系统集成商、软件开发商、经销商等各类企业，如中软国际、东华软件。渠道伙伴主要负责推广和销售腾讯云产品，为客户提供技术咨询、方案实施、培训以及售后支持等服务。2024年合作伙伴贡献收入超1/3收入，售卖SaaS增速达40-50%，推动业务拓展。

图：腾讯云IaaS、PaaS、SaaS占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：腾讯云分行业占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：腾讯云垂类行业典型客户

资料来源：腾讯云官网、国信证券经济研究所整理

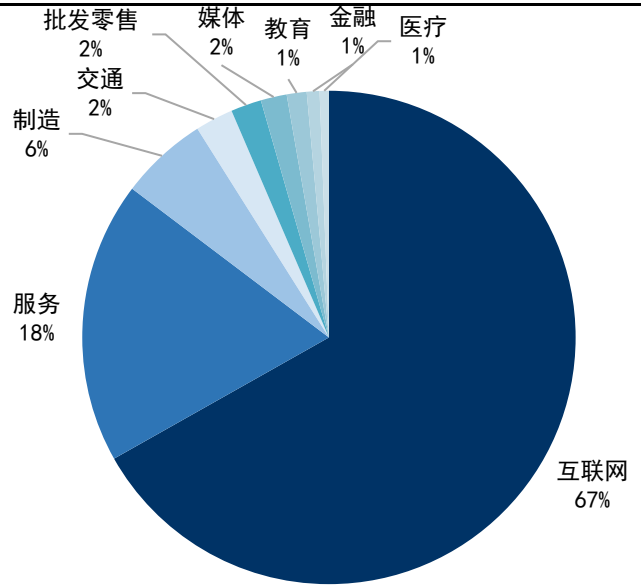
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

百度与字节云：规模较小，AI带动下游客户需求发展

国信证券 GUOSEN SECURITIES

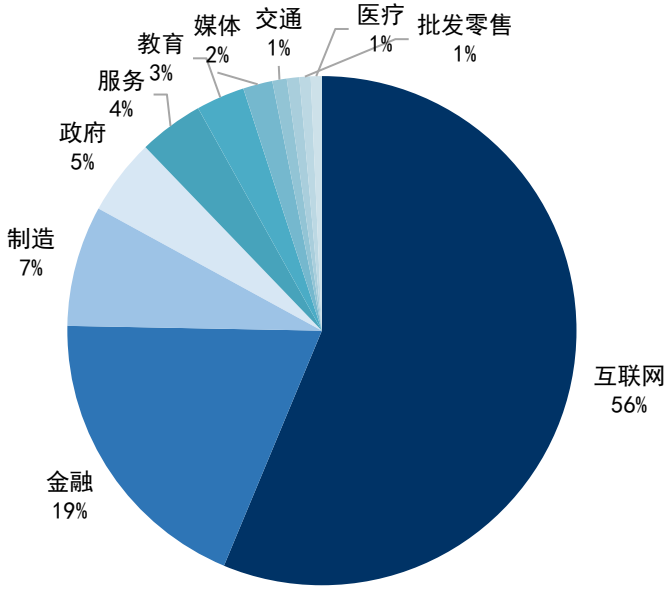
- 百度云在中国公有云市场占比约5%，行业覆盖多元。互联网为主、占比 56%。金融、制造、政府占比 19%、7%、5%。从各行业市场份额看，百度云在金融、互联网、媒体、教育行业分别占据较高市场份额。百度网盘作为百度云重要产品，用户数突破8亿。AI领域千帆大模型平台全面升级至3.0版本，文心大模型日均调用量超过7亿次，开发出70多万个企业级应用。百舸AI异构计算平台升级到4.0版本，具备成熟的十万卡集群部署和管理能力。
- 字节云规模较小，在中国公有云市场占比约2%，在行业分布上较集中，在AI云带动下呈高速发展趋势。互联网占比高达 67%，其在互联网领域具有强大的服务能力和广泛的应用基础。在其余行业中，服务、制造占比 18%、 6%。火山引擎作为其云服务平台，涵盖全面的产品矩阵，GenAI IaaS领域市场份额国内排名领先。同时字节在多个场景赋能AI应用，推出了如豆包、猫箱、星绘、豆包爱学等产品，还将AI应用于智能耳机、AI毛绒玩具等硬件产品，拓展了AI的应用边界。

图：字节云分行业占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：百度云分行业占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：字节云火山引擎模型能力

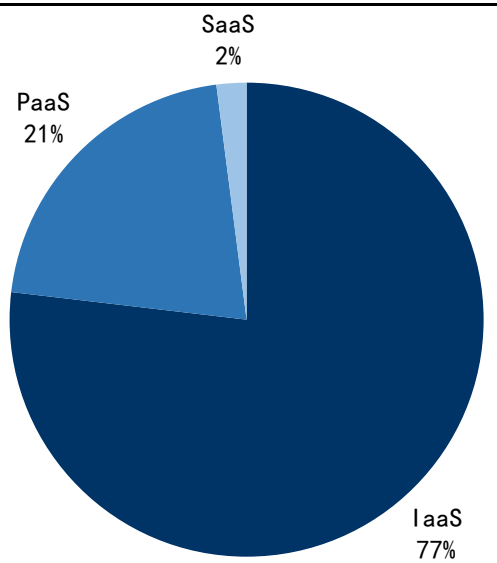
资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

华为云：政企客户、传统行业占比高，提供行业定制化解决方案

国信证券 GUOSEN SECURITIES

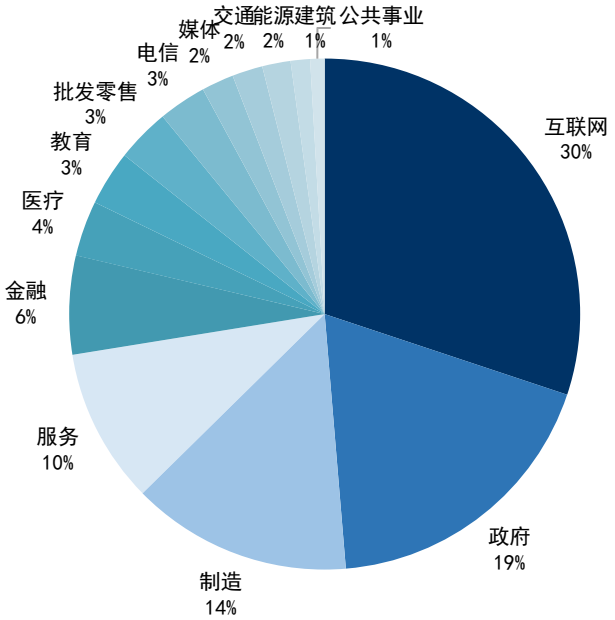
- 华为云约占中国公有云16%市场份额，产品结构IaaS占比达77%，PaaS占21%，建了从底层“根技术” 到上层应用的全栈数字技术产业生态，拥有从算力平台、操作系统、数据库到大模型和软、硬件开发工具在内的技术体系。
- 在行业应用方面，华为云各行业占比均匀，互联网、政府、制造、服务行业分别占30%、19%、14%、10%。从各行业市场份额看，华为云在能源、制造、建筑、电信等传统行业占据20%+市场份额，其在通信等领域拥有30多年的技术积累和行业经验，构建了从数字化诊断、评估、解决方案提供、实施等全流程的服务体系，能满足传统行业企业在数字化转型过程中的多样化需求。
- 华为云海外业务布局广泛，在欧洲、拉美、亚太、非洲、中东等地区均有节点。通过跨境合作、开放平台、本地化运营等模式，提供全球部署、持续创新等六大能力。凭借覆盖全球170个国家和地区的服务，超140项安全合规认证等，助力中企出海，拓展海外市场。

图：华为云IaaS、PaaS、SaaS占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：华为云分行业占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

表：华为云海外业务布局

	华为云
基础设施	构建“全球一张网”的高质量服务体验，覆盖全球 170 个国家和地区的 30 个地理区域和 85 个可用区，打造 50ms 时延圈。
出海计划	面向北非宣布将在五年内投入三亿美元，支持华为云在整个区域200家本地软件伙伴，赋能1300家渠道伙伴
产品布局	-拥有覆盖全球 170 多个国家和地区的服务组织以及 2000 多位 sre 工程师，华为云在欧洲运营的 24 年间，建立了 20 个研究机构。并在爱尔兰等地建立研发中心，在墨西哥克雷塔罗、匈牙利布达佩斯等多地成立运维中心，提供 7×24 小时不间断服务。 -建立覆盖全球的安全合规体系，已获超过 140 项全球安全合规认证、20 多项安全合规遵从包，帮助企业出海。

资料来源：华为官网、澎湃新闻、国信证券经济研究所测算整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

国信证券 GUOSEN SECURITIES

01 全球云产业发展与现状

02 AI背景下海内外云厂收入、利润与Capex变化

03 国内云厂商的布局与特点

04 云业务的估值与AI赋能测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海内外云厂估值与市值占比

国信证券 GUOSEN SECURITIES

海外云业务估值：

① 微软一般为PE估值，彭博一致预期2025年30x PE、10xPS。云业务增速更高、利润率与总业务持平，业务稳定性较SaaS略低，给予35xPE，约11xPS。

② 亚马逊通常采用EV/EBITDA估值，一致预期2025年15x，分布估值法下给AWS 25年收入9xPS。

③ 谷歌云一般采用一般为PE估值，彭博一致预期2025年22x PE、6xPS，不采用分部估值。其中云业务增速为广告的三倍，假设25年OPM提升至20%、利润低率略低于广告的1/2（但增速很快），给与9x PS；

表：互联网云厂商云业务增速与估值比较

云业务	2023 收入（百万）	2024E收入	2025E收入	2025 YOY	OPM	2025年估值倍数	市值贡献	占比当前市值
微软云	$96, 213	$104, 859	$124, 782	19%	42%	11	$1, 372, 604	45%
AWS	$90, 757	$107, 579	$128, 019	19%	38%	9	$1, 152, 171	46%
谷歌云	$33, 088	$43, 379	$55, 091	27%	17%	9	$495, 822	21%
阿里云	¥105, 521	¥113, 056	¥124, 760	11%	/	/	/	/
百度云	¥18, 748	¥21, 372	¥24, 578	15%	/	/	/	/
腾讯云	¥39, 198	¥44, 121	¥53, 310	21%	/	/	/	/

资料来源：各公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所测算整理　注：阿里云24Q3财报披露经调整EBITA 9%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

AI对腾讯收入与利润端影响测算

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **收入端：**1）主要考虑AI云对云增速的拉动，同时更高毛利率的AI云将提升云业务整体毛利率水平。测算24-27年AI云占比云收入7%、10%、15%、22%，同时拉动腾讯云毛利率以约同比2pcts趋势增长，测算24-27年对腾讯整体毛利率改善幅度为0.2%、0.3%、0.4%、0.7%。**2）广告：**AI对用户识别精准度提高带动了转化率提升，广告位和广告价格增加，并带来整体广告毛利率提升。假设24-27年转化率提升1%/5%/6%/7%，毛利率每年提升1pct，测算24-27年对腾讯整体毛利率改善幅度为0.3%、0.8%、0.9%、1.1%。

- **利润端：**主要考虑代码编程对研发费率的降低、内容成本降低以及capex投资对折摊费率影响，24-27年研发费率降低0.2%、0.4%、0.2%、0.2%，内容成本/总收入降低0%、0.5%、0.4%、0.4%，硬件折摊费率增长0.6%、0.4%、0.4%、0.3%，。

- **整体：**24-27年每年提升利润率0.1%、1.5%、1.6%、2.0%，累计提升利润率0.1%、1.6%、3.2%、5.2%。

表：腾讯AI增速与提效测算

增收侧/百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入-不包含AI假设	554,552	609,015	657,034	708,285	749,639	787,120
yoy	-1.0%	9.8%	7.9%	7.8%	5.8%	5.0%
收入侧AI增量		1,000	4,394	12,998	20,254	30,553
总收入-包含AI假设		610,015	661,428	721,283	769,893	817,674
yoy			8.4%	9.0%	6.7%	6.2%
广告收入-不包含AI假设	82,729	101,482	119,427	138,351	155,173	170,691
yoy	-6.7%	22.7%	18.9%	14.7%	12.2%	10.0%
AI带动效率提升比例			1%	5%	6%	7%
AI提升广告收入			1,194	6,918	9,310	11,948
广告收入-包含AI假设		101,482	120,621	145,268	164,484	182,639
yoy			19%	20%	13%	11%
假设广告毛利率		54%	57%	58%	59%	60%
毛利率增量			0.3%	0.8%	0.9%	1.1%
云收入	33,421	39,698	46,533	58,788	71,651	84,169
yoy	-6%	19%	17%	26%	22%	17%
毛利率	22%	22%	24%	26%	28%	31%
传统云	33,421	38,698	43,333	52,708	60,707	65,564
yoy	-6.0%	15.8%	12.0%	10.0%	9.0%	8.0%
毛利率		22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%
AI云		1,000	3,200	6,080	10,944	18,605
yoy			220%	90%	80%	70%
占比		3%	7%	10%	15%	22%
毛利率		33%	36%	40%	45%	50%
毛利率增量		0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%
毛利率影响		0.1%	0.5%	1.0%	1.4%	1.8%
利润率影响总计			0.1%	1.5%	1.6%	2.0%
累计利润率提升				1.6%	3.2%	5.2%

表：腾讯AI增速与提效测算

成本侧/百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
内容成本	67,306	62,696	64,586	61,357	58,289	55,374
yoy	0.6%	-6.8%	3.0%	-5%	-5%	-5%
下降成本				3,229	3,068	2,914
利润率影响				0.5%	0.4%	0.4%
研发费用	61,401	64,078	68,952	75,788	81,851	88,399
yoy	18.4%	4.4%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%
人员总数	108,436	105,417	105417	105417	105417	105417
研发人员数量	80243	78009	76,448	72,626	70,447	68,334
yoy	-4%	-3%	-2%	-5%	-3%	-3%
研发人员薪酬（万）	72	75	75	75	75	75
yoy	4%	4%	0%	0%	0%	0%
人力成本节约			1,170	2,867	1,634	1,585
利润率影响			0.2%	0.4%	0.2%	0.2%
Capex	18,014	23,893	52,174	63,746	74,964	78,712
yoy		32.6%	118%	22%	18%	5%
占收入侧比例	3%	4%	8%	9%	10%	10%
PPE-Computer equipment	9,186	16,515	39,725	55,616	72,300	86,760
yoy	-56%	80%	141%	40%	30%	20%
硬件折摊费用		2,753	6,621	9,269	12,050	14,460
折摊YOY			3,868	2,648	2,781	2,410
利润率影响			0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
成本节约总计			1,170	6,096	4,702	4,500
成本增加（capex摊销）			3,868	2,648	2,781	2,410
成本净节约			-2,698	3,448	1,921	2,089
利润率影响			-0.4%	0.5%	0.2%	0.3%

资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所测算整理 注：基础业务保持一致性预期下，尚未考虑AI趋势下出现全新独立产品和商业模式变化带来的影响

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

AI对阿里收入与利润端影响测算

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **收入端：**主要考虑AI云对云增速的拉动，同时更高毛利率的AI云将提升云业务整体毛利率水平。测算FY2025-FY2028年（24Q1-28Q1）AI云占比云收入8%、11%、15%、19%，同时拉动阿里云毛利率以约同比2pcts趋势增长，测算FY2025-FY2028年（24Q1-28Q1）对阿里整体毛利率改善幅度为0.4%、0.4%、0.5%、0.7%。
- **利润端：**主要考虑代码编程对研发费率的降低以及capex投资对折摊费率影响，FY2025-FY2028年（24Q1-28Q1）研发费率降低0.3%、0.5%、0.2%、0.4%，硬件折摊费率增长0.3%、0.5%、0.6%、0.7%，。
- **整体：**FY2025-FY2028年（24Q1-28Q1）每年提升利润率0.3%、0.4%、0.1%、0.5%，累计提升利润率0.3%、0.7%、0.9%、1.4%。

表：阿里AI增速与提效测算

增收与毛利提升/百万元	口径调整	至1Q24	至1Q25	至1Q26	至1Q27	至1Q28
	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	**868,687**	**941,168**	**986,095**	**1,080,045**	**1,182,210**	**1,312,253**
YOY	2%	8%	7%	10%	10%	11%
淘天收入	**413,206**	**434,893**	**440,382**	**479,321**	**522,288**	**569,294**
YOY		5%	1%	9%	9%	9%
淘天EBITA	189,140	194,827	190,426	194,754	202,659	227,718
淘天经调EBITA margin %	46%	45%	43%	43%	44%	40%
云收入	**103,497**	**106,374**	**116,693**	**132,962**	**152,146**	**176,193**
YOY		3%	10%	14%	14%	16%
云毛利率估算	17%	18%	20%	22%	24%	26%
云经调EBITA margin %	4%	6%	9%	12%	15%	17%
云EBITA	4,101	6,121	10,337	15,325	22,079	30,090
传统云收入		102,374	107,493	118,242	130,066	143,073
YOY			5%	10%	10%	10%
AI云收入		4,000	9,200	14,720	22,080	33,120
YOY			130%	60%	50%	50%
AI云毛利率估算			33%	36%	40%	45%
AI云占比云收入		**4%**	**8%**	**11%**	**15%**	**19%**
AI云带来的毛利润率提升			**0.4%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.7%**

注：财报披露经调EBITA加回折旧。经调项目为股权激励、无形资产、商誉。将P&PE中硬件设备拆分，报表只披露整体资产，硬件设施折摊按照五年计算。

资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所测算整理

表：阿里AI增速与提效测算

提效降本/百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
R&D费用	**-56744**	**-52256**	**-52,204**	**-52,192**	**-53,805**	**-53,461**
YOY	2%	-8%	0%	0%	3%	-1%
假设程序员薪酬占比研发费	38%	37%	36%	35%	33%	33%
程序员人数（含外包）	57859	49410	44,469	40,022	36,020	33,138
YOY	-4%	-15%	-10%	-10%	-10%	-8%
假设程序员人均薪酬（万元）	37	39	42	46	49	53
YOY	10%	5%	8%	8%	8%	8%
程序员整体薪酬成本	21,563	19,335	18,793	18,267	17,756	17,642
YOY	5%	-10%	-3%	-3%	-3%	-1%
研发费率	**6.5%**	**5.6%**	**5.3%**	**4.8%**	**4.6%**	**4.1%**
Capex	**34,330**	**32,087**	**57,757**	**80,859**	**92,988**	**102,287**
YOY	-36%	-7%	80%	40%	15%	10%
PPE-Computer equipment and software	100563	117458	139842	177483	232511	298690
YOY	6%	17%	19%	27%	31%	28%
折摊-Computer equipment and software	20,113	23,492	27,968	35,497	46,502	59,738
YOY	6%	17%	19%	27%	31%	28%
硬件折摊费率	**2.3%**	**2.5%**	**2.8%**	**3.3%**	**3.9%**	**4.6%**
总利润率每年提升			**0.3%**	**0.4%**	**0.1%**	**0.5%**
总利润率累计提升			**0.3%**	**0.7%**	**0.9%**	**1.4%**

资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所测算整理 注：基础业务保持一致性预期下，尚未考虑AI趋势下出现全新独立产品和商业模式变化带来的影响

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

风险提示

国信证券 GUOSEN SECURITIES

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，公司业务、产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游AI需求不及预期，相关的AI研发投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，AI伦理风险。AI可能会生产违反道德、常规、法律等内容。

第四，核心技术水平升级不及预期的风险。AI大模型研发进度落后，AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

第五，AI快速迭代、平权化下竞争加剧，影响云业务利润率。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032