

国内头部云厂商加大资本开支，三大运营商算力 Capex 占比提升

——通信行业快评报告

强于大市 (维持)

2025 年 03 月 26 日

事件:

近期，国内的头部云厂商阿里巴巴、腾讯以及三大运营商中国联通、中国移动、中国电信，在最新财报及业绩交流会中披露了资本开支的历史投入及未来计划。

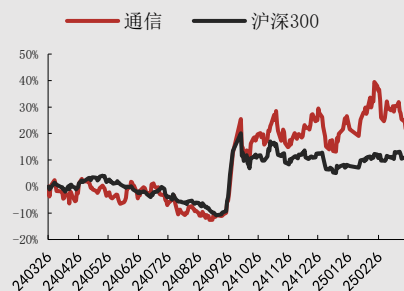
投资要点:

国内头部云厂商 2024 年资本开支大幅提升，创历史新高。根据国内头部云厂商阿里巴巴和腾讯最新的财报及业绩会披露显示，两者 2024 自然年的资本开支投入金额均大幅增长，2024Q4 单季度的资本开支投入金额均突破 300 亿元人民币。具体的：1) 阿里巴巴 2024 自然年的资本开支投入约 725.13 亿元人民币，同比大幅增长 197.04%；其中 2024Q4 单季度的资本开支约 317.75 亿元人民币，环比增长 81.66%，同比大幅 258.76%。2) 腾讯 2024 自然年的资本开支投入约 767.6 亿元人民币，同比大幅增长 221.27%；其中 2024Q4 单季度的资本开支达 365.78 亿元人民币，环比大幅增长 114%，同比大幅增长 386%。两家企业 2024Q4 单季度的资本开支投入均超过了自身 2023 全年的资本开支投入总额，创历史新高，反映出了国内头部云厂商持续加大资本开支投入的战略方向。

在资本开支的未来规划上，阿里及腾讯均明确聚焦在 AI 领域，两者 2025 年的资本开支均有望超千亿。具体的：1) 阿里巴巴公告宣布，计划未来三年将投入至少人民币 3800 亿元人民币（530 亿美元），用于建设云计算和 AI 基础设施。若按每年平均投入计算，2025 年的资本开支投入有望超过 1200 亿元人民币。2) 腾讯总裁刘炽平在业绩交流会上表示，2024 年 Q4 资本开支大幅增长的主要原因是购买了更多 GPU 以满足推理需求，2025 年计划进一步增加资本支出，预计占收入的低两位数百分比。腾讯 2024 年的营收增速约 8%，假设 2025 年的收入增速保持 8%，按照低两位数百分比（通常为 10%-20%）的中值 15% 计算，2025 年的资本开支预计约 1070 亿元人民币。

三大运营商优化资本开支结构，算力投资占比提升。根据三大运营商 2024 年报披露，三大运营商的总资本开支均同比下滑，但算力领域的资本开支持续提升，且伴随资本开支结构的持续优化，算力领域的资本开支占比有望进一步提升。具体的：1) 中国联通 2024 年算力领域的资本开支投资同比上升 19%；2025 年算力投资预计同比增长 28%，呈现加速增长趋势。2) 中国移动在业绩发布会表示，2025 年在算力领域的资本开支预计为 373 亿元，占比预计提升至 25%。其中智算规模（计划超 34 EFLOPS，主要是以预训练资源为主，而对于推理资源将根据市场需求进行投资，不设上限。3) 中国电信在业绩会上表示，2025 年资本开支将会有结构性的调整，预计在算力方面实现 22% 的增长，但不设限，将根据客户的需求和根据市场发展的情况进行灵活调度。我们认

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

发挥科技创新引领作用，聚焦重点新兴产业和未来产业发展

固本强基，融合天地

我国首个商业航天发射场双“首发”成功，关注卫星互联网产业链

分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

075583223620

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

为推理侧需求将会是拉动算力投资增长的核心动能,三大运营商将持续优化资本开支结构,算力投资占比有望持续提升,且投资金额也将保持增长趋势。

投资建议: 从国内头部云厂商及三大运营商最新披露的资本开支规划,我们认为国内的智算需求仍将持续上行,同时随着算力需求从训练侧向推理侧的转移趋势,也将进一步加速 AI 大模型的应用场景落地, **建议关注:** 1) 国内资本开支的加大投入对算力产业链需求的提振,包括智算中心建设、服务器、光模块、光芯片等; 2) 生成式 AI 应用的加速落地对推理侧智算需求的进一步提振; 3) AI 应用端的加速落地。

风险因素: 资本开支投入规模不及预期; 国产智算中心建设不及预期; AI 应用落地不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场