

市场研究部

2026 年 7 月 9 日

中美云业务：从算力竞赛到资产回报

事件

阿里巴巴 2027 财年 Q1 财报前瞻显示，阿里云收入增长加速至 45% 左右，超市场预期。

核心观点

国内云市场增长动力已从传统企业上云，全面转向 AI 驱动的结构升级，推理需求进入规模化释放周期。阿里云收入与盈利双超市场预期，验证了高毛利 MaaS 业务叠加自研芯片的盈利路径，其增长引擎已从传统计算存储，全面转向模型、算力与智能体服务。火山引擎在 MaaS 赛道占据领先地位，与全栈布局的阿里云形成差异化增长路线；三大运营商依托政企客户资源与算力网络布局，也成为市场的重要补充力量。

北美市场已率先开启算力资产化进程。SpaceX、Meta 相继将自用 AI 基础设施对外出租，验证了大规模算力集群可独立转化为持续现金流的商业模式。在数据中心供给持续紧张的背景下，交付速度成为核心稀缺资源，传统综合云与专业 GPU 云的双层竞争格局被打破，自用算力外溢成为新的供给变量。

中美路径的分化，本质是资源禀赋与发展阶段的差异。北美资本开支强度高、供给前置，加速用自研 ASIC 承接推理负载，算力的资产属性更强；国内更侧重工程效率优化与国产芯片适配，商业模式更贴近应用场景，以 Token 计费与行业解决方案为核心变现方向。

投资线索

投资层面，北美优选交付能力稳定、资产变现路径清晰的头部综合云厂商及差异化算力服务商；国内看好 AI 收入兑现快、具备生态或政企壁垒的平台，拥有自研芯片能力的厂商长期竞争力更强，需警惕单一 GPU 租赁、客户集中度偏高的商业模式。

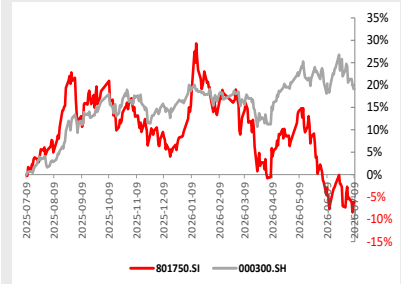
风险提示

1、技术发展不及预期；2、市场竞争加剧；3、地缘政治影响。

看好

市场表现截至

2026.7.8



数据来源：Wind，国新证券整理

相关研究

分析师：钟哲元

登记编码：S1490523030001

邮箱：zhongzheyuan@crsec.com.cn

证券研究报告

目录

一、推理放量驱动增长，阿里云验证盈利弹性	3
二、META 与 SPACEX 开启算力资产化	4
三、中美云业务的核心分化路径	5
四、投资建议	5
五、风险提示	6

一、推理放量驱动增长，阿里云验证盈利弹性

过去两年，AI 浪潮正在重构全球云产业的增长逻辑，中国市场的变化尤为直观。随着推理需求全面放量，头部云厂商的收入增速与盈利水平同步进入上行通道，阿里云最新的业绩表现正是这一趋势的集中印证。

中国信通院预计在“十五五”期间，云计算市场仍保持 20%以上的增长，到 2030 年，我国云计算市场规模有望突破 3 万亿元。行业增长的核心动力早已从传统企业上云的渗透率提升，转向 AI 带来的工作负载结构升级。

需求端的切换已经完成。企业 AI 部署从实验室验证逐步走向业务系统落地，智能体、办公协同、客服营销、工业质检等场景的推理需求持续释放，Token 调用量逐渐成为 AI 商业化最核心的计量单位。IDC 数据显示，2024 年，中国企业级 MaaS 市场按调用量统计的规模仅为 114 万亿 Tokens，而到 2025 年，这一数字跃升至 1944 万亿 Tokens，同比增长约 16 倍。IDC 预计 2026 年全年 Token 消耗量约为 40000 万亿次，较 2025 年进一步增长约 20 倍，AI 需求进入规模化放量周期。

据 2026 年 7 月 8 日发布的财报前瞻，阿里巴巴 2027 财年第一季度阿里云收入同比增长加速至 45%左右，大幅超出市场预期。盈利端同步超预期修复，阿里云 EBITA 利润率从此前季度的 9.1%左右提升到低双位数区间，兑现了此前的盈利改善指引。增长与盈利双升的核心支撑，来自高毛利 MaaS 业务占比的持续提升，平头哥自研芯片本季起并入云智能集团，对长期算力成本也具备优化空间。拉长周期看，阿里云智能集团 2026 财年全年收入 1581.32 亿元，同比增长 34%，其中 AI 相关产品收入已占到外部收入的三成，且连续多个季度保持三位数同比增长。这也意味着阿里云的增长引擎已经从传统计算、存储业务，全面转向模型、AI 算力与智能体服务，估值逻辑正在从传统云服务商向 AI 基础设施平台切换。

火山引擎走的是另一条路线。依托豆包大模型的 C 端流量基础与快速迭代能力，它在公有云 MaaS 赛道快速抢占份额，IDC 数据显示其 2025 全年按调用量口径的市场份额占比接近一半，位居行业第一。多模态产品的商业化落地，也成为其收入增长的核心抓手。两家厂商的路线差异，本质是各自优势的延伸：阿里云沉淀多年的全栈技术能力、政企客户覆盖与生态体系，更适合承接企业级 AI 基建的长期、复杂需求；火山引擎则凭借模型迭代效率与流量优势，更易在标准化的模型调用市场快速起量。两条路线并行，构成了国内互联网云厂商 AI 业务的核心增长阵营。

开源模型生态的繁荣，也在为云厂商持续释放增量。随着多家模型厂陆续推出优质开源模型，开源模型带来的算力调用与衍生服务收入占比不断提升，云服务商作为算力承载与分发的核心平台，是这一趋势最直接的受益者。与此同时，桌面智能体、编程助手等产品的落地，也在持续拉动云厂商的 Token 消耗与应用服务收入，头部厂商自身的业务场景还能形成数据飞轮，反哺模型迭代与商业化效率。阿里 7 月初官宣 Agent 产品线整合，以 QoderWork 为底座融合悟空与 MuleRun，升级为

企业生产力统一 AI 产品，进一步打通从底层算力到上层应用的价值链路。

定价层面，国内云市场也在发生微妙的变化。过去行业长期受价格竞争影响，整体盈利空间承压。而 AI 时代，高端推理资源、优质模型 API 与低时延专属部署的稀缺性逐步显现，头部云厂商在部分高价值产品上拥有了更强的定价主动权，行业正逐步从过去“低价换规模”的粗放竞争，转向基于价值的精细化定价。但受运营商云、地方智算供给补充及竞争格局约束，全面普涨概率不高，价格分化将更多体现在产品层级之间。

除了互联网云厂商，三大运营商是国内 AI 云市场不可忽视的另一股力量。依托全国一体化算力网络布局与深厚的政企客户基础，运营商持续加大智算建设投入，将 Token 经营作为重要的业务方向。比如中国电信 2026 年算力基础设施投资 255 亿元，同比+26%，截至 2025 年末自有及接入智算总规模 91 EFLOPS（其中自有 46 EFLOPS）；中国移动算力网络投资 378 亿元，同比+62.4%，截至 2025 年末智算总规模 92.5 EFLOPS（FP16，自建及租赁）。运营商在本地化部署、数据安全与专网服务上的天然优势，使其更适配金融、政务、能源等对合规性要求较高的行业场景。当然，在模型能力、开发者生态与产品迭代速度上，运营商与头部互联网云厂商仍有差距，两者更多是互补而非直接替代的关系。

二、Meta 与 SpaceX 开启算力资产化

当中国市场处于推理需求驱动的放量期时，北美云产业正在经历另一场格局之变。据公开报道，2026 年 5 月以来，Meta 与 SpaceX 相继计划或落地自用 AI 基础设施对外出租，成为全球云产业向算力资产化演进的标志性信号。SpaceX 先后与 Anthropic、Google 签署算力服务协议，出租 Colossus 数据中心的 GPU 集群资源，验证了大规模高端算力集群可快速转化为经常性现金流的商业模式。同期 Meta 被曝内部推进“Meta Compute”计划，筹备对外提供原始算力出租与模型托管服务，为其持续攀升的 AI 资本开支探索额外的回收路径。

这一变化背后，是 AI 时代云业务供给逻辑的迁移：竞争核心从软件平台主导，逐步转向电力、机房、GPU 集群与交付速度主导。传统云产业的核心壁垒在于计算、存储、中间件、数据库构成的软件生态与企业服务体系，而当下，可快速交付的大规模算力集群本身就具备极强的稀缺价值。JLL 数据显示，2025 年底北美数据中心空置率连续第二年维持在 1% 的历史低位，92% 的在建容量已被预承租或自用锁定，供需错配的格局下，交付速度的溢价十分显著。

这一趋势也重构了北美云市场的竞争层级。原本由综合云厂商与专业 GPU 云构成的双层结构，正在向三层结构演化：AWS、Azure、Google Cloud 等全栈云主导软件生态与企业级服务；专业 GPU 云厂商承接大厂溢出的快速交付需求；Meta、SpaceX 这类拥有超大大自建算力的科技巨头，凭借庞大的自有需求池与更低的资本

成本，成为新的供给参与者。专业 GPU 云过去依赖 GPU 稀缺性建立的估值溢价被重新定价，行业竞争从单纯的资源争夺，转向交付效率、客户结构、软件栈能力与合同质量的综合比拼。

三、中美云业务的核心分化路径

中美云市场的演化路径是在各自的资源约束、产业基础与市场环境下，走出了差异化的发展路线。

最直观的差异在资本开支强度与供给逻辑上。北美云厂商处于历史级的资本开支扩张周期，TrendForce5 月数据显示，受北美 CSP 再度上调指引带动，2026 年北美四大 CSP（Microsoft1900 亿/Google1800-1900 亿/Meta1250-1450 亿/AWS2300+亿）合计约 7220 亿美元中值，呈现典型的供给前置、超前建设特征。也正因如此，北美市场率先出现算力闲置窗口期的对外变现需求，探索算力资产的二次周转。中国云厂商的资本开支整体更为克制，更侧重在有限资源下通过工程优化、调度效率提升与国产芯片适配来释放有效产能，当前仍处于 AI 需求快速渗透、产能与收入同步爬坡的阶段。

技术路线的分化同样清晰。北美云厂商的训练侧仍以英伟达高端 GPU 为核心支撑，推理侧则加速转向自研 ASIC 芯片，Google TPU、AWS Trainium 等自研芯片在大规模稳定推理场景下的占比持续提升，核心目标是降低对第三方 GPU 的依赖，优化长期总拥有成本。中国市场受高端芯片供给约束，训练侧仍以存量高端 GPU 为核心，推理侧则同步推进模型架构优化与国产芯片替代，国产 AI 芯片在推理场景的渗透持续加快，形成“高端 GPU 保障前沿训练、国产芯片承接规模推理”的双轨格局。

商业模式上，两地市场也各有侧重。北美云市场的分层特征愈发清晰，底层裸算力租赁、中间层模型托管平台、上层企业应用服务各自形成独立赛道，算力的资产化属性更强，闲置算力可以通过长期大额租赁合同快速变现。中国云市场的商业化则更贴近应用场景，推理驱动下的 Token 计费、MaaS 订阅与行业解决方案是核心变现方式，云厂商普遍提供从算力、模型到行业落地的全链路服务，而非单纯出售底层算力资源。这一差异与两地企业的付费习惯、软件生态成熟度直接相关。

四、投资建议

全球云产业会逐步从当下的算力军备竞赛，过渡到资产回报的验证阶段。北美市场的核心矛盾，是天量资本开支能否通过算力出租、模型服务与企业应用转化为持续的现金流与利润，折旧高峰与收入兑现之间的时间差，是短期最大的不确定性。中国市场的核心主线，则是推理需求持续放量下，AI 云收入占比的快速提升与利润

率的逐步修复，国产芯片替代的进度将直接决定行业的长期成本优势与供给自主性。

落到投资层面，中美市场的优选方向也呈现清晰分化。北美市场更适合关注具备稳定交付能力、完整生态体系与清晰资产变现路径的头部综合云厂商，以及在 AI 专属算力领域具备差异化交付优势的参与者。中国市场更值得关注 AI 收入占比提升快、Token 兑现能力强、具备政企壁垒或生态优势的云平台，具备自研芯片能力与全栈服务能力的厂商长期竞争力更强；同时需要警惕单纯依赖 GPU 租赁、客户集中度较高的商业模式，这一逻辑在北美市场已得到印证，Meta、SpaceX 的入场已对 CoreWeave 类专业 GPU 云厂商形成直接估值挤压。

长期来看，全球云业务的核心竞争力都会从“获取 GPU 的能力”转向“将算力、电力、模型与需求转化为可持续现金流的效率”。谁能率先跑通算力到收入再到利润的闭环，谁就能在新一轮产业重估中占据优势。

五、风险提示

- 1、技术发展不及预期；
- 2、市场竞争加剧；
- 3、地缘政治影响。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

钟哲元，在此声明，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，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等。在本人所知情的范围内，本人所在机构、本人以及本人的利害关系人与本报告所评价或推荐的证券不存在任何利害关系。国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，以下简称本公司）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券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的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

国新证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层（100020）

传真：010-85556155 网址：www.crsec.com.cn