

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

联系人：刘子谭

0755-81982651

liuzitan@guosen.com.cn

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

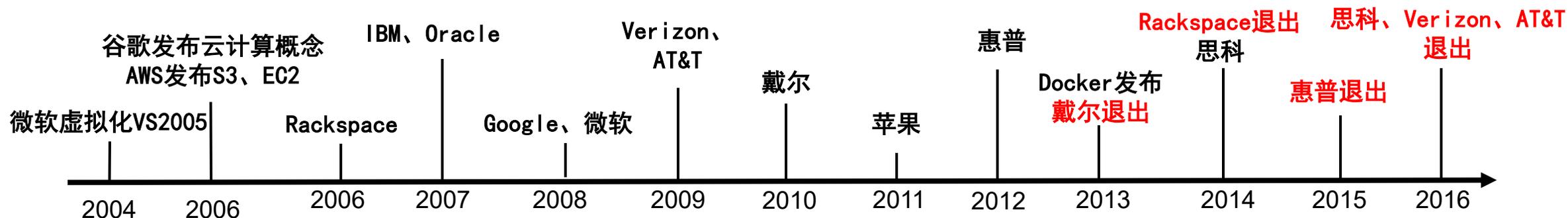
- **全球云市场2024年规模约8000亿美元，中国公有云占约5%，中国市场整体增速弱于全球。**在AI和大模型快速发展的带动之下，2024H1全球公有云服务市场实现20%同比增长、并有加速趋势。按照此速度，到2028年市场规模将翻倍。不同于全球公有云中SaaS占据最高、约60%-70%份额。中国公有云IaaS占比超一半，究其原因，IaaS层国内基建完善、运营商资源与渠道优势强，在数智化趋势下占比高。但企业管理理念、云转型与软件付费习惯待完善，且市场竞争分散。因此，有较大的结构性改善空间。
- **AI背景海外云厂云需求强劲且持续，算力供不应求，Capex在2024年超预期基础上2025年仍有平均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。

- [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

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

- 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。

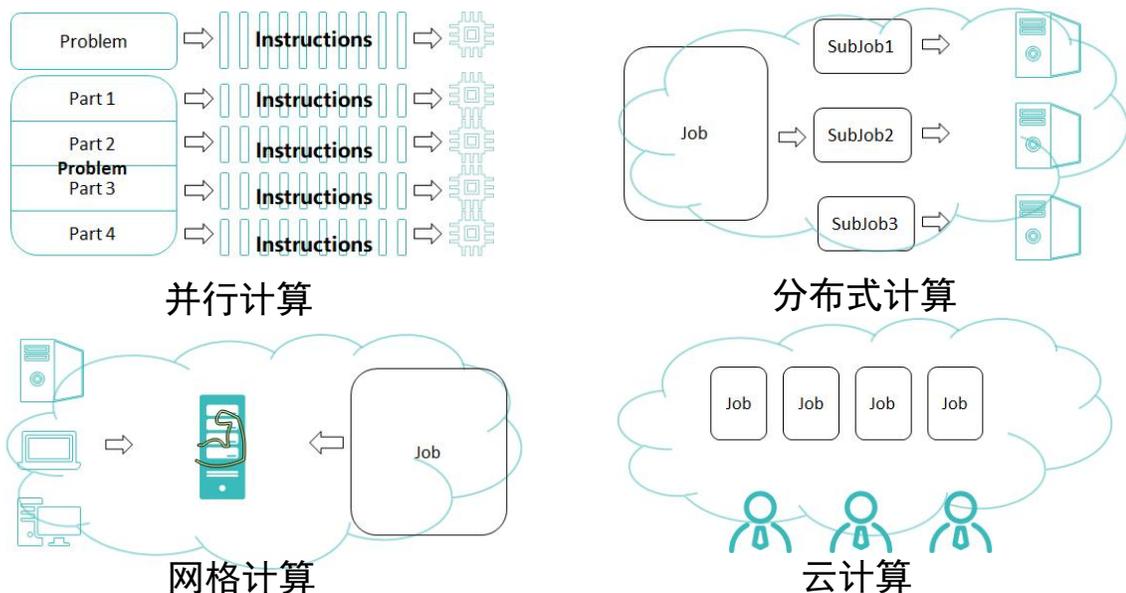
图：云计算行业各厂商云业务变化情况



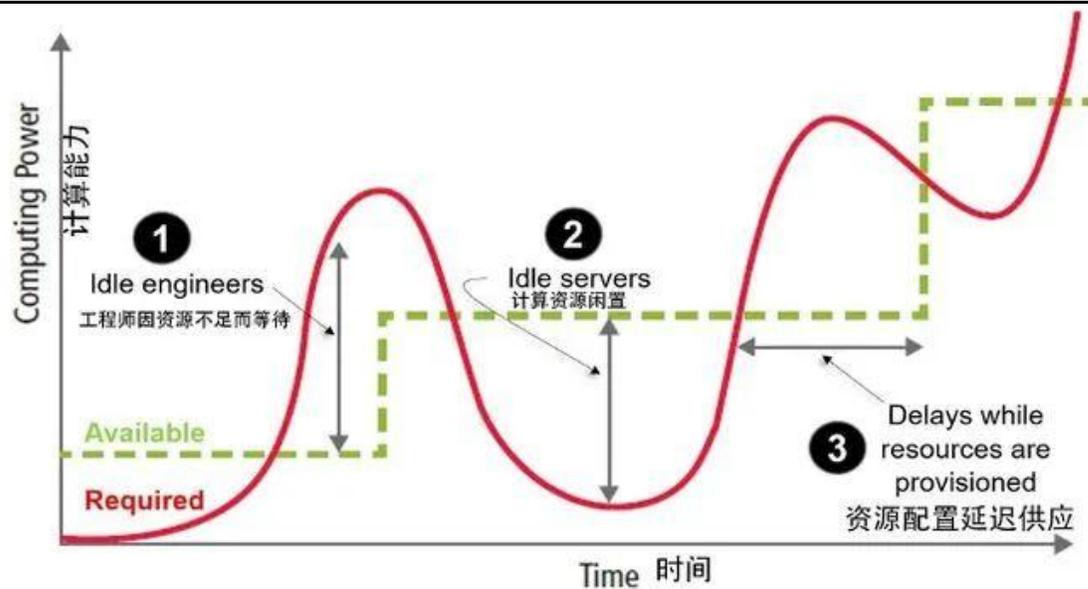
为何海外硬件公司、电信运营商难以竞争云计算市场？

- 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



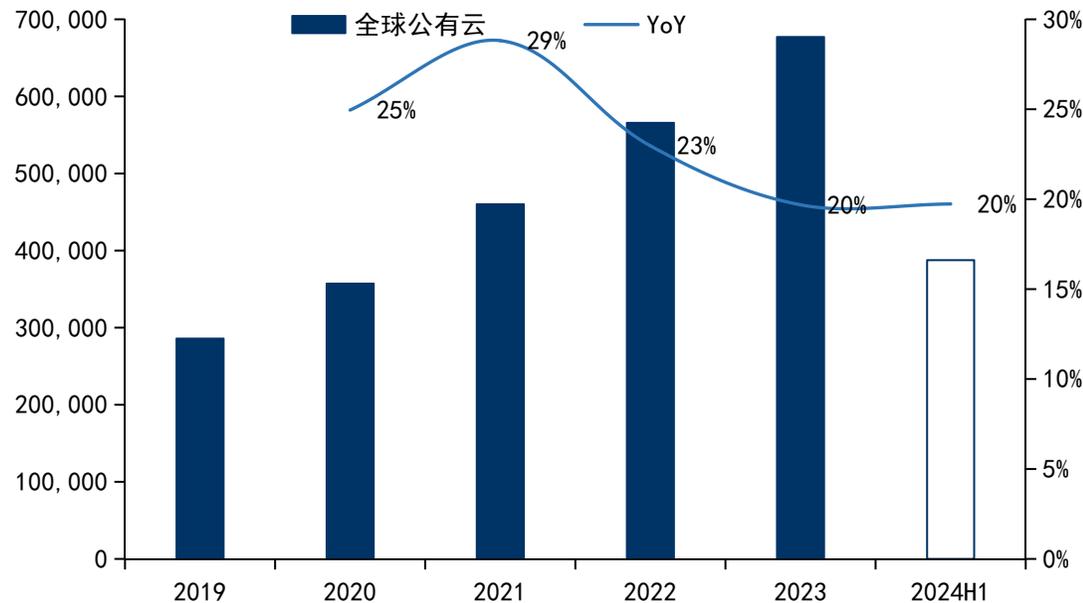
图：云计算对算力资源的配置效果



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

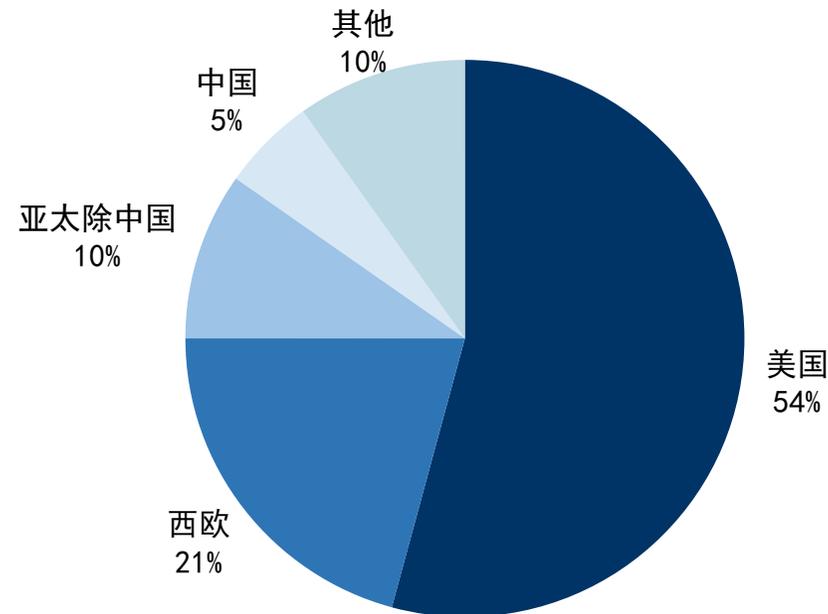
- 过去十年，全球公有云市场扩展超十倍。2023年全球公有云市场约6700亿美元，全球云市场24年规模约8000亿美元。在AI和大模型快速发展的带动之下，2024H1全球公有云服务市场实现20%同比增长、并有加速趋势。全球头部云服务商AWS、微软和Google均从2024年开始加速。同时全球主权AI发展与中国、中东非、拉美等区域数字化基建，都将拉动公有云市场需求。
- Grand View预测，全球公有云市场从2024年到2030年预计年复合增长率为17.0%。IDC预测，全球公有云市场2024-2028年年复合增长率为19.4%，按照此速度，到2028年市场规模将翻倍。
- 2024H1中国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