

2026 年 02 月 06 日

行业动态分析

海外云服务商：收入加速增长，资本开支高增速指引

4Q25 海外云服务商收入维持加速趋势，谷歌云收入+48%，微软 Azure+39%，亚马逊 AWS+24%。收入的加速增长带动谷歌云经营利润同比提升至 30%，与竞对的差距缩小。海外科技公司对 2026 年资本开支指引维持高增速，绝对值体量均在千亿美元量级。映射至国内，考虑大模型下游需求强劲，我们对阿里云 12 月季度收入维持乐观，建议关注全栈 AI 自研能力及布局的阿里巴巴。

报告摘要

海外云服务商收入均维持加速增长趋势，谷歌云最为亮眼：据各家财报披露（图表 1-3），4Q25，亚马逊 AWS 收入 356 亿美元，同比增 24%，对比前三季度增速分别为 17%/17%/20%。微软 Azure 收入同比增 39%，对比前三季度增速分别为 33%/39%/40%。Aphabet 谷歌云收入 177 亿美元，同比增 48%，对比前三季度增速分别为 28%/32%/34%，加速最为明显。经营利润层，4 季度亚马逊 AWS 经营利润率为 35%，微软智能云为 42%，同比及环比较为稳定；谷歌云经营利润率提升至 30%，同比/环比改善 13 个/6 个百分点。我们认为，云服务商的收入加速增长反映 AI 推理需求强劲，谷歌云受益于 Gemini 模型能力及产品领先，收入及利润增速好于竞对。

资本开支指引维持高增速：2025 年 4 季度，亚马逊、微软、Alphabet、Meta 的资本开支合计 1,260 亿美元（图表 4），同比/环比增 62%/12%，维持快速增长趋势。其中，亚马逊为 385 亿美元（+47%），微软 375 亿美元（+66%），Alphabet 279 亿美元（+95%），Meta 221 亿美元（+49%）。从指引看，亚马逊指引 2026 年 CAPEX 为 2,000 亿美元，同比增 60%；Alphabet 2026 年指引为 1,750-1,850 亿美元（+91%-102%），Meta 2026 年指引为 1,150-1,350 亿美元（同比增 59-87%）；微软指引 FY26 CAPEX 增速快于 FY25（+58%）。

Alphabet 业绩超预期：总收入 1,138 亿美元，同比增 18%，超彭博一致预期 2%，谷歌服务/谷歌云收入同比增 14%/48%，其他收入同比降 8%。谷歌服务分部中，整体广告收入+14%，其中搜索广告+17%，小幅加速，YouTube 广告同比增 9%，较 3Q25 增速（+15%）放缓，联盟广告同比降 2%。经营利润层面，整体经营利润同比增 16%，其中谷歌服务为 401 亿美元，同比增 22%，好于收入增速，谷歌云同比增 154%至 53 亿美元，规模经济进一步显现。整体净利润 345 亿美元，超彭博一致预期 8%，同比增 30%，净利润率 30%，同比提升 3 个百分点。此外，公司披露，Gemini App MAU 超 7.5 亿，环比增 15%，Gemini API 每分钟 token 处理量超 100 亿，环比增 43%，谷歌云 ARR 达 700 亿美元。

投资建议：4 季度海外服务商的收入维持加速趋势，尤其是谷歌云，我们认为受益于基座模型 Gemini 的技术领先优势及产品迭代，模型推理需求强劲，也会同步增加对云服务（如弹性算力、存储等）的需求增长。映射至国内，我们对阿里云 12 月季度的收入前景维持乐观，主要考虑国内模型调用量的快速增长，阿里云外部收入或有稳定支撑，千问打通阿里旗下商业生态对阿里云内部收入或有提振。

风险：大模型技术迭代迅速，领先优势或持续较短时间；商业化进展不及预期。

行业动态分析

证券研究报告

软件与互联网

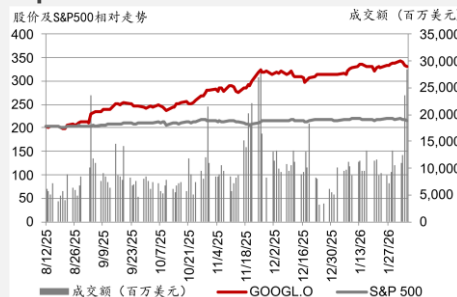
关注股份

Alphabet (GOOGL.US)

阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US)

股价表现

Alphabet (GOOGL.US)



阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US)



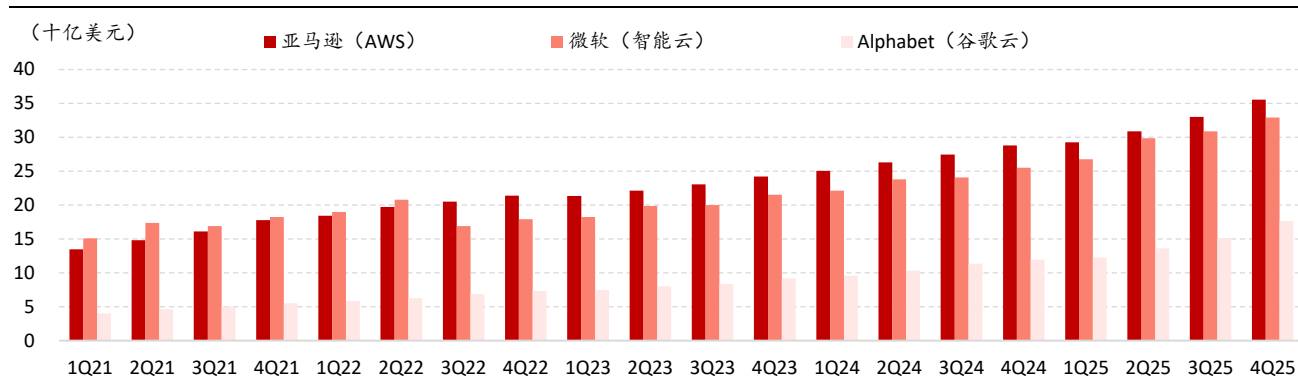
数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

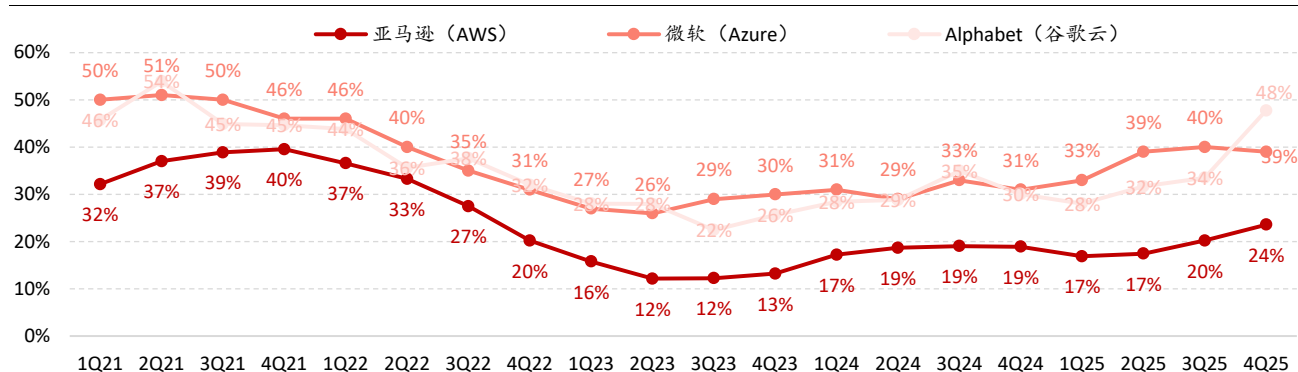
海外云服务商收入呈加速趋势

图表 1: 云业务收入对比: 4Q25 亚马逊 AWS 收入为 356 亿美元, 对比微软智能云 329 亿美元, 谷歌云 177 亿美元



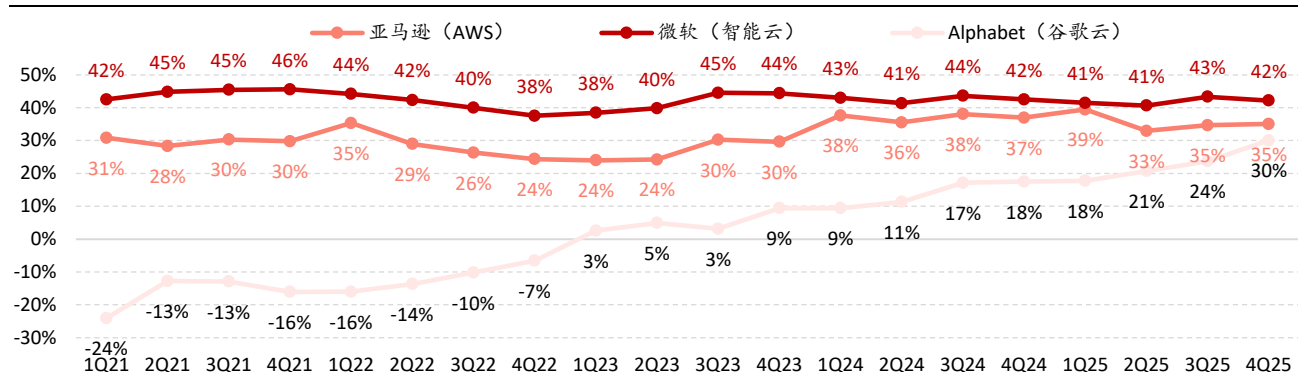
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 4Q25 微软 Azure 收入同比增 48%, 亚马逊 AWS+24%, 谷歌云+39%, 均加速增长



资料来源: 公司财报, 国证国际 (注: 日历季度)

图表 3: 4Q25 谷歌云经营利润率提升至 30%, 亚马逊 AWS 季微软智能云经营利润率较稳定



资料来源: 公司财报, 国证国际 (注: 日历季度)

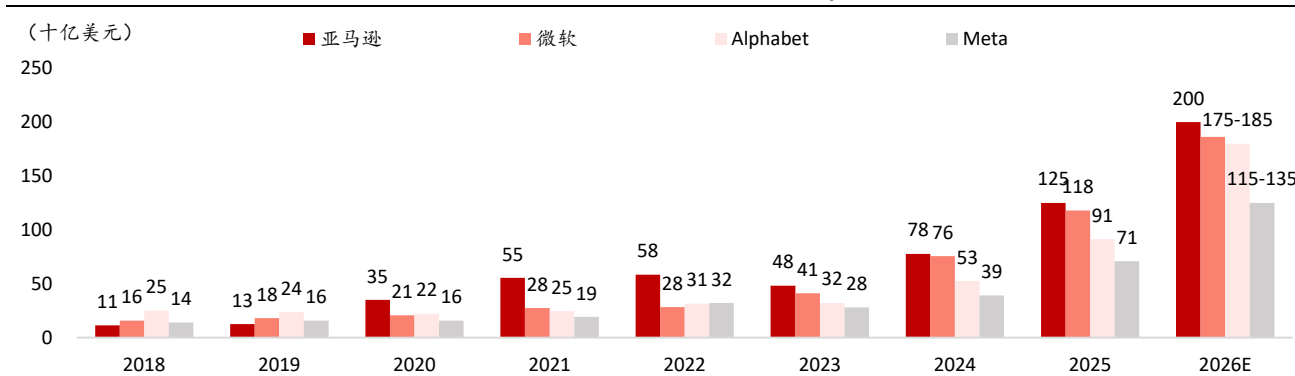
海外科技大厂资本开支持续扩张

图表 4：4Q25 亚马逊资本支出同比增 47%，微软+66%，Alphabet+95%，Meta+49%



资料来源：公司财报，国证国际

图表 5：年度资本开支：亚马逊指引 2026 年为 2,000 亿美元，Alphabet 约 1,800 亿美元



资料来源：公司财报，国证国际（注：已转化至日历年）

估值表

图表 6：估值表

公司	股票代码	交易 货币	收盘价 (交易货币)	最新市值 (十亿美元)	P/E		P/S		收入 (报表货币, 百万)		净利润 (报表货币, 百万)	
					1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
海外云服务商												
微软	MSFT US	USD	394	2,923	23.6	20.7	8.9	7.7	327,501	16%	125,073	23%
亚马逊	AMZN US	USD	223	2,381	23.5	19.3	3.0	2.7	798,159	11%	106,389	19%
Alphabet	GOOGL US	USD	331	4,008	28.0	23.5	9.8	8.5	407,877	19%	141,246	-10%
平均					25.0	21.2	7.2	6.3				
芯片/半导体												
英伟达	NVDA US	USD	172	4,177	36.7	22.2	19.6	12.6	213,493	64%	114,720	54%
博通	AVGO US	USD	311	1,472	31.0	22.0	15.1	11.0	97,698	53%	50,871	51%
AMD	AMD US	USD	193	314	28.8	18.3	6.8	4.8	46,376	34%	10,907	60%
高通	QCOM US	USD	136	145	11.9	11.8	3.3	3.2	44,184	0%	12,163	-9%
ARM	ARM US	USD	111	118	63.5	50.7	24.1	19.9	4,889	22%	1,863	7%
平均					34.4	25.0	13.8	10.3				
中国互联网公司												
腾讯控股	700 HK	HKD	559	639	17.4	15.4	5.9	5.3	751,237	14%	260,449	17%
阿里巴巴	9988 HK	HKD	160	379	25.5	17.8	2.5	2.3	1,038,801	4%	102,003	-35%
网易	9999 HK	HKD	193	76	13.6	12.9	4.6	4.3	113,870	8%	39,312	17%
美团	3690 HK	HKD	94	71	NA	NA	1.4	1.2	365,957	8%	-17,085	-139%
百度	9888 HK	HKD	141	50	18.3	17.1	2.7	2.6	129,119	-3%	18,193	-33%
携程	9961 HK	HKD	453	39	8.8	13.4	4.4	3.9	61,871	16%	31,768	76%
京东	9618 HK	HKD	109	40	10.7	9.0	0.2	0.2	1,308,557	13%	26,570	-44%
快手	1024 HK	HKD	73	40	13.3	11.6	1.9	1.8	142,152	12%	20,599	16%
平均					15.4	13.9	3.0	2.7				

资料来源：彭博，国证国际（截至 2026/2/5）

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010