

# 国内大厂 AI 进展点评

## 阿里云收入加速，AI 商业化进入兑现期

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 计算机

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：熊莉 021-61761067  
 证券分析师：云梦泽 021-60933155

xiongli1@guosen.com.cn  
 yunmengze@guosen.com.cn

执证编码：S0980519030002  
 执证编码：S0980525110001

事项：

阿里云发布 2026 财年 Q3 财报，单季收入达 432.84 亿元（同比增长 36%），外部商业化收入同比增长 35% 且累计已突破千亿元规模门槛。其中，AI 相关产品收入已连续 10 个季度实现三位数增长，管理层同时提出未来五年云和 AI 商业化年收入突破 1000 亿美元的目标。

**国信计算机观点：**1) 阿里云本轮增长核心驱动力已从内部托底转向内外需共振，AI 驱动的结构性的上行趋势得到量化确认。2) Token 已从“实验性调用”迈向高黏性的“生产力消耗”，内外双轮驱动日均调用量冲击高位，成为商业化兑现的新锚点。3) 庞大的开源生态有效降低企业试错门槛，顺畅导流至百炼平台，高毛利的 PaaS/MaaS 层收入潜力开始凸显。4) 风险提示：高端 AI 芯片供给受限及国产替代不及预期；国内大模型推理侧价格竞争加剧；大规模资本开支前置导致短期回报率承压。

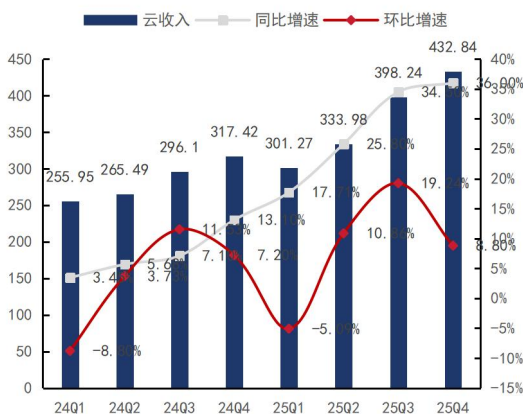
评论：

◆ 收入表现：云业务再加速，增速拐点进一步确认

阿里云 2026 财年 Q3（对应图中 25Q4）实现云收入 432.84 亿元，同比增长 36.00%，环比增长 8.80%。对比上一季度（25Q3），其收入为 398.24 亿元，同比增速为 34.50%。同时，本季度外部商业化收入同比增长 35%。

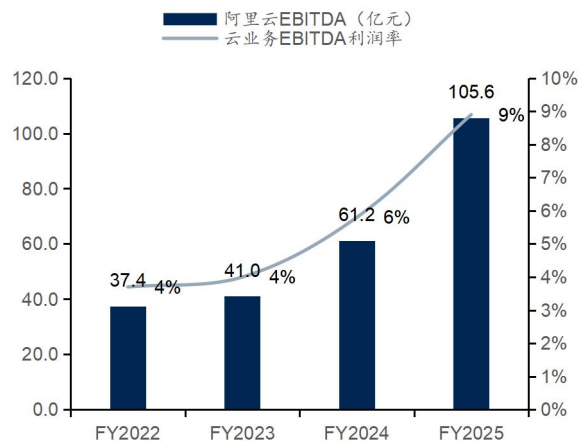
在利润表现方面，数据显示阿里云 FY2025 全年 EBITDA 达到 105.6 亿元，利润率升至 9%；回顾历史财年，其 EBITDA 规模与利润率均呈现逐年递增，FY2022 至 FY2024 的 EBITDA 分别为 37.4 亿元（利润率 4%）、41.0 亿元（利润率 4%）以及 61.2 亿元（利润率 6%）。

图1：阿里云近期季度收入与增速变化



资料来源：wind，国信证券研究所整理

图2：FY2022-2025 年阿里云 EBITA 利润及利润率



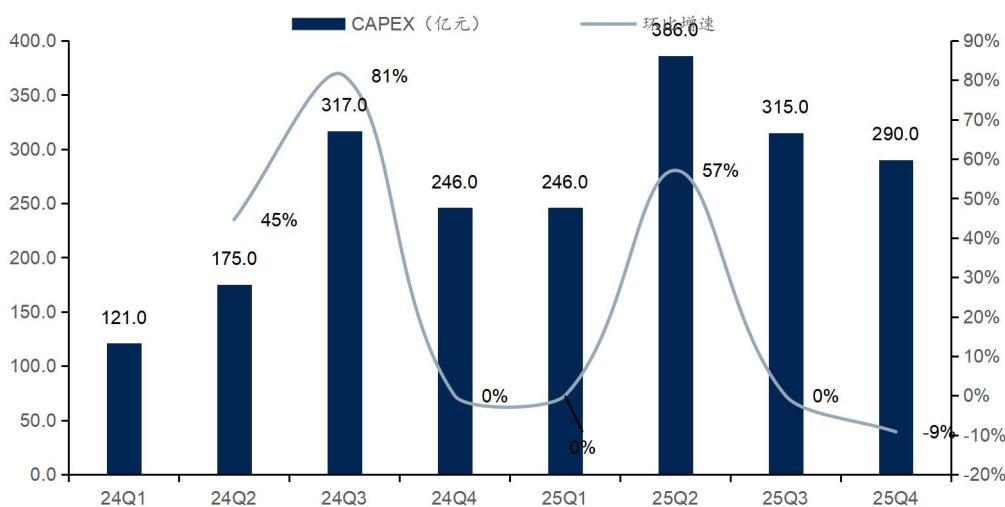
资料来源：wind，国信证券研究所整理

◆ 资本开支：1500 亿投向下的算力版图重塑

阿里云 25Q4 单季度资本开支为 290.0 亿元，环比下降 9%。综合全年数据，2025 年全年资本开支合计达 1237.0 亿元（各季度分别为 246.0 亿、386.0 亿、315.0 亿、290.0 亿），相较于 2024 年全年合计的 859.0 亿元（各季度分别为 121.0 亿、175.0 亿、317.0 亿、246.0 亿），同比增长约 44.0%。

在后续规划方面，阿里云 2026 年内部规划资本开支指向 1500 亿元量级。在具体的资金投向上，海外占比预计达 60%；围绕模型训练、推理交付、客户调用所需的底层硬件展开的基础设施投入超过 1000 亿元；芯片采购国产化率目标定为 70%，且需求端覆盖“训练+推理”双轮驱动。

图3：阿里集团单季资本开支（亿元）及环比增速

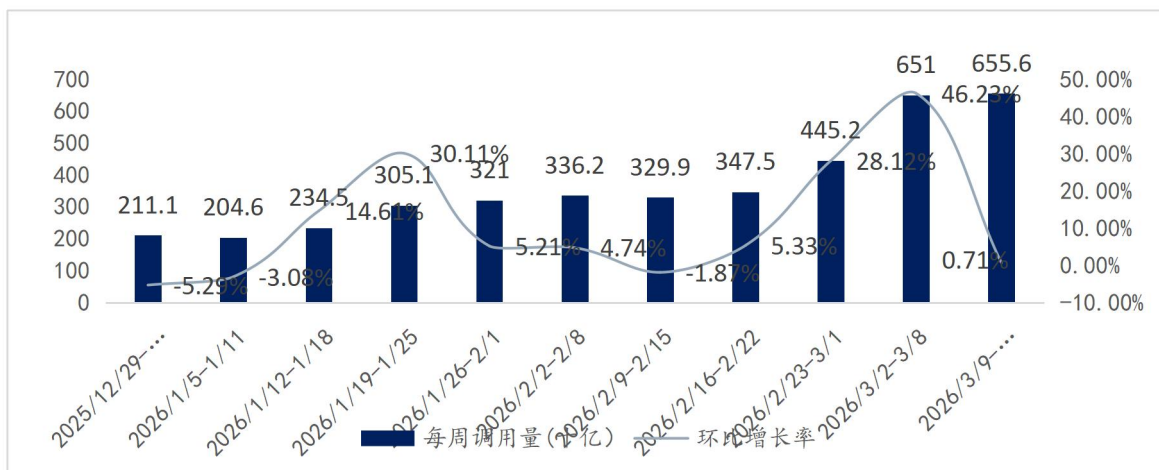


资料来源：wind，国信证券研究所整理

◆ Token 调用量与生态景气度：从“实验性调用”迈向“生产力消耗”

Token 已经从“模型能力验证指标”演变为“真实生产力消耗指标”。在推理成本快速下降及多模态场景落地的驱动下，外部客户日均 Token 调用量已由年初不足 1 万亿提升至近 5 万亿，而内部业务日均调用量更达到 16-17 万亿。在生态构建上，阿里云通过开源超过 300 款通义千问模型（全球下载量超 7 亿），成功将技术影响力转化为百炼平台的商业漏斗。截至 2025 年 Q3，外部收入中 AI 相关收入约 63 亿元，其中 PaaS 层和 MaaS 相关业务达 16 亿元，多元变现方式与利润弹性已开始显现。

图4：千问模型调用量



资料来源: wind, 国信证券研究所整

◆ 阿里云生态：开源生态正在把技术影响力转化为百炼平台的商业漏斗

截至 2025 年底，通义千问已开源 300 多款模型，全球下载量超 7 亿，衍生模型达 18 万至 20 万以上。客户在开源模型验证后，可迁移至百炼、PAI 等商业化平台；目前百炼平台已提供 135 个可调用模型。

在变现模式上，阿里云涵盖了 Token 调用付费、GPU 租赁、开发者平台收费与行业解决方案。财务数据显示，截至 2025 年 Q3，外部收入中 AI 相关收入约 63 亿元。其中，GPU 相关收入约 47 亿元，PaaS 层和 MaaS 相关业务收入约 16 亿元。

图5: 阿里云生态全景



资料来源: 阿里云官网, 国信证券研究所整理

◆ 市场竞争与定价策略对比：API 价格战后的价值回归

2026 年行业定价锚正从“低价抢量”回归“价值定价”，阿里云、百度等于 3 月宣布对 AI 算力和存储提价，其中算力卡涨价 5%-34%。阿里云未来的竞争重点不再是单点 API 价格极低，而是把模型、GPU、工具链等打包成高 ARPU 的全栈合同。与火山引擎主打低价 MaaS 抢占调用量不同，阿里云通过 Qwen-Max 等模型的分层定价维持了价格层次，意图获取高质量的企业 AI 预算，其综合利润率优势（整体 EBITA 约 9%）在价格战后更加显著。

表1: 通用模型代表定价

维度	阿里云	DeepSeek	Kimi	GPT 系列 (OpenAI)	Gemini 系列 (Google)
通用模型代表定价	Qwen-Plus 约输入 0.8 元/百万 tokens、输出 2.0 元/百万 tokens	V3/R1 约输入 1~2 元/百万 tokens、输出 4~8 元/百万 tokens	标准模型约输入 4 元/百万 tokens、输出 21 元/百万 tokens	GPT-4o 约输入 \$2.50/百万 tokens、输出 \$10.00/百万 tokens	1.5 Pro 约输入 \$1.25/百万 tokens、输出 \$5.00/百万 tokens

资料来源: 各公司官网, 国信证券研究所整理

### ◆ 产业链梳理

阿里云 2026 年规划约 1500 亿元资本开支，其中超 1000 亿元投向算力、机房等基础设施，全面带动 IDC、供配电、液冷及光模块等上游硬件产业链的扩容与迭代。同时，其 2026 年芯片采购国产化率目标设定为 70%，并正构建多芯异构调度体系。此举将直接拉动服务器整机交付，并为海光信息、寒武纪等国产芯片厂商提供真实落地场景，加速 AI 核心硬件国产化进程。

表2: AI 算力基础设施产业链各环节及相关标的

环节	相关标的
IDC	数据港、万国数据、世纪互联、光环新网、润泽科技、润建股份、杭钢股份、宝信软件
供配电 (HVDC/UPS 等)	中恒电气、科华数据、盛弘股份、麦格米特、阳光电源
液冷	英维克、申菱环境
网络交换机	锐捷网络、紫光股份
光模块	光迅科技、华工科技、中际旭创
服务器	浪潮信息、中科曙光、华勤技术
铜连接	兆龙互连
芯片	海光信息、寒武纪、全志科技、芯原股份、乐鑫科技、中科蓝讯

资料来源: wind, 国信证券研究所整理

### ◆ 风险提示:

推理端价格战加剧、海外落地不及预期、高端算力供给受阻。

## 相关研究报告：

- 《Token 出海专题报告：国产模型抢占市场，IDC 需求迅速扩张》——2026-03-14
- 《AI 周报：AI 快速发展，AI+HALO 资产价值彰显》——2026-03-01
- 《人工智能算力系列报告一：海外云大厂提价，关注算力涨价周期》——2026-01-29
- 《AI 产业链系列报告一：26 年算力景气度持续上行，关注互联、液冷、供电板块》——2026-01-21
- 《AI 应用专题：各大厂新模型持续迭代，重视 AI 应用板块投资机会》——2026-01-16

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 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.GSI）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

### 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

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 层  
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