

当前时点，我们如何看北美云厂商 CapEx?

——海外云厂商专题报告（二）

增持(维持)

行业：计算机

日期：2024年12月11日

分析师：李行杰

E-mail: lixingjie@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524010003

分析师：夏明达

E-mail: xiamingda@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523080004

近一年行业与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《北美云厂商 CapEx 持续高增，预期指引乐观》

——2024年11月07日

核心观点

24Q3 北美云厂商 CapEx 累计同比+60.61%，后续指引积极

自然年 24Q3 四家北美云厂商（微软，谷歌，Amazon，Meta）合计资本开支达 575.20 亿美元，同比增长 60.61%。从各公司 CapEx 指引来看：1) 微软，CapEx 预计将按季度环比增加；2) 谷歌，CapEx 预计 24Q4 水平将与 24Q3 环比持平；3) Amazon，预计 2025 年 CapEx 将超过 2024 年；4) Meta，预计 2024 年全年资本支出将在 380-400 亿美元之间，较之前的 370-400 亿美元的范围有所上浮，并预计 2025 年资本支出将显著增长。

AI 赋能商业闭环逐步打通，云厂商 AI 投资趋势有望延续

我们梳理四家北美云厂商财报，AI 赋能主业逻辑清晰，商业化进程有序推进，从各公司看：

1) 微软，人工智能驱动的范式转变正帮助客户推动新增长和运营效率：公司 AI 业务有望在 FY25Q2 实现超过 100 亿美元的年化收入（仅用时 2.5 年）；2) 谷歌，AI 提升客户运营效率、赋能客户网络安全、提升终端用户体验等：公司通过技术领导力和 AI 产品组合，将存量客户产品使用率提升 30%，AI 亦积极赋能谷歌服务（Google Services）主业，谷歌搜索方面，AI Overviews 在一百多个新国家和地区推出，现在将每月覆盖超过十亿用户，用户活跃度表现亮眼、Circle to Search 现在已在超过 1.5 亿部安卓设备上可用，进一步验证了实用性和潜力、Lens 每月的视觉搜索次数已超过 200 亿次，能够回答复杂的多模态问题，并帮助产品发现和购物；3) Amazon，AWS 的 AI 业务年化收入达数十亿美元，并保持三位数的 yoy：公司自有加速卡（Trainium 和 Inferentia）客户反馈良好，公司已经要求追加生产订单、Amazon Bedrock 提供了广泛的领先基础模型选择和具吸引力的关键能力模块、Amazon Q（软件开发助手）已受到广泛采用，Q Transform 为亚马逊团队节省了 2.6 亿美元和 4500 个开发年的时间；4) Meta，AI 助力用户留存和货币化率提升双轮驱动：例如广告客户受益 AI，留存率提升明显，Family of Apps 在 24Q3 实现收入 403.19 亿美元，同比+18.81%。我们认为，考虑到需求强劲以及商业效果显现带动的 AI 业务收入高增，AI 业务商业化进程或将加速，云厂商 CapEx 投入意愿有望延续。

投资建议

海外云厂商积极布局大模型研发及算力建设，其中微软、Amazon 布局云业务布局较早，云服务综合能力较强；谷歌、Meta 积极应用自研大模型，在 ToC 业务中推动降本增效。海外云厂商作为算力 IaaS，其资本开支对于全球算力产业链景气度具备较强前瞻指导意义。建议关注 MSFT、GOOGL、Amazon、Meta 等。

风险提示

行业竞争加剧风险、商业化进度不及预期风险、技术路线调整风险。

正文目录

1. 24Q3 北美云厂商 CapEx 累计同比+60.61%，后续指引积极	3
1.1. 微软：FY25Q1 含融资租赁 CapEx 达 200 亿美元，未来将按季度增加	4
1.2. 谷歌：24Q3 CapEx 约 130 亿美元，24Q4 指引环比持平	6
1.3. Amazon：2024 年 CapEx 指引约 750 亿美元，大部分投向 AWS 相关基建	9
1.4. Meta：上调 FY24CapEx 下限，预计 FY25CapEx 显著增长	11
2. 投资建议	13
3. 风险提示	13

图目录

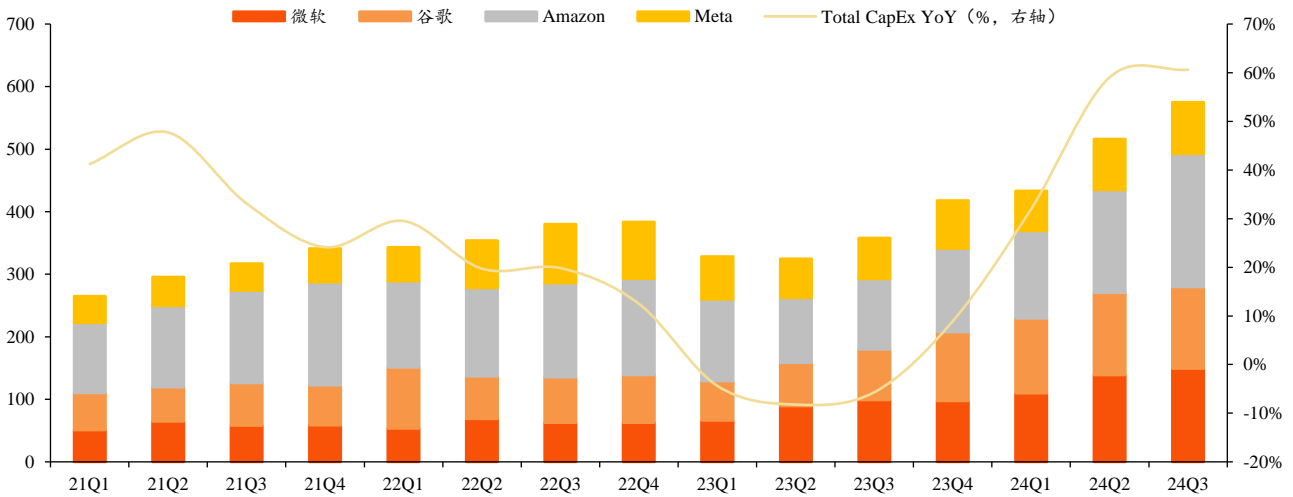
图 1: 北美四大 CSP 分季度 CapEx (亿美元) 及总体增速	3
图 2: 微软单季度营收及增速	4
图 3: 微软单季度净利润及增速	4
图 4: 微软单季度主营收入结构	5
图 5: 微软单季度主营收入增速	5
图 6: 微软单季度主营营业利润拆分	5
图 7: 微软单季度主营营业利润增速	5
图 8: 微软单季度 CapEx 及增速	6
图 9: 微软单季度 CapEx 营收占比	6
图 10: 谷歌单季度营收及增速	6
图 11: 谷歌单季度净利润及增速	6
图 12: 谷歌单季度主营收入结构	8
图 13: 谷歌单季度主营收入增速	8
图 14: 谷歌单季度主营营业利润拆分	8
图 15: 谷歌单季度主营营业利润增速	8
图 16: 谷歌单季度 CapEx 及增速	9
图 17: 谷歌单季度 CapEx 营收占比	9
图 18: Amazon 单季度营收及增速	9
图 19: Amazon 单季度净利润及增速	9
图 20: Amazon 单季度主营收入结构	10
图 21: Amazon 单季度主营收入增速	10
图 22: Amazon 单季度主营营业利润	10
图 23: Amazon 单季度主营营业利润增速	10
图 24: Amazon 单季度 CapEx 及增速	11
图 25: Amazon 单季度 CapEx 营收占比	11
图 26: Meta 单季度营收及增速	11
图 27: Meta 单季度净利润及增速	11
图 28: Meta 单季度主营收入结构	12
图 29: Meta 单季度主营收入增速	12
图 30: Meta 单季度主营营业利润拆分	12
图 31: Meta 单季度主营营业利润增速	12
图 32: Meta 单季度 CapEx 及增速	13
图 33: Meta 单季度 CapEx 营收占比	13

1. 24Q3 北美云厂商 CapEx 累计同比+60.61%，后续指引积极

24Q3 北美云厂商 CapEx 累计同比+60.61%，后续指引积极

自然年 24Q3 四家北美云厂商（微软，谷歌，Amazon，Meta）合计资本开支达 575.20 亿美元，同比增长 60.61%。从各公司 CapEx 指引来看：1) 微软，CapEx 预计将按季度环比增加；2) 谷歌，CapEx 预计 24Q4 水平将与 24Q3 环比持平；3) Amazon，预计 2025 年 CapEx 将超过 2024 年；4) Meta，预计 2024 年全年资本支出将在 380-400 亿美元之间，较之前的 370-400 亿美元的范围有所上浮，并预计 2025 年资本支出将显著增长。

图1:北美四大 CSP 分季度 CapEx (亿美元) 及总体增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (微软 24Q3 为 FY25Q1, 四家公司已用自然年口径对齐)

AI 赋能商业闭环逐步打通，云厂商 AI 投资趋势有望延续

我们梳理四家北美云厂商财报，AI 赋能主业逻辑清晰，商业化进程有序推进，从各公司看：

1) 微软，人工智能驱动范式转变正帮助客户推动新增长和运营效率：公司 AI 业务有望在 FY25Q2 实现超过 100 亿美元的年化收入（仅用时 2.5 年）；2) 谷歌，AI 提升客户运营效率、赋能客户网络安全、提升终端用户体验等：公司通过技术领导力和 AI 产品组合，将存量客户产品使用率提升 30%，AI 亦积极赋能谷歌服务（Google Services）主业，谷歌搜索方面，AI Overviews 在一百多个新国家和地区推出，现在将每月覆盖超过十亿用户，用户活跃度表现亮眼、Circle to Search 现已在超过 1.5 亿部安卓设备上可用，进一步验证了实用性和潜力、Lens 每月的视觉搜索次数已超过 200 亿次，能够回答复杂的多模态问题，并帮助产品发现和购物；3) Amazon，AWS 的 AI 业务年化收入达数十亿美元，并保持三位数的 yoy：公司自有加速卡（Trainium 和 Inferentia）客户反馈良好，公司已经要求追加生产订单、

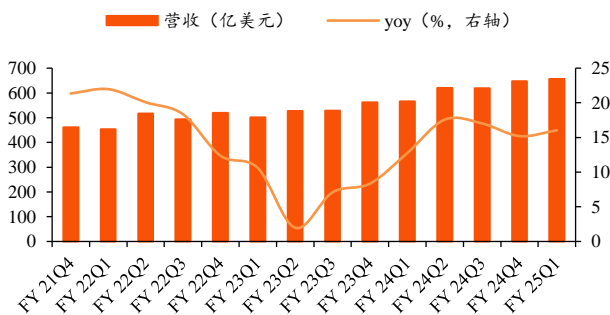
Amazon Bedrock 提供了广泛的领先基础模型选择和具吸引力的关键能力模块、Amazon Q（软件开发助手）已受到广泛采用，Q Transform 为亚马逊团队节省了 2.6 亿美元和 4500 个开发年的时间；4) Meta, AI 助力用户留存和货币化率提升双轮驱动：例如广告客户受益 AI，留存率提升明显，Family of Apps 在 24Q3 实现收入 403.19 亿美元，同比+18.81%。

我们认为，考虑到需求强劲以及商业效果显现带动的 AI 业务收入高增，AI 业务商业化进程或将加速，云厂商 CapEx 投入意愿有望延续。

1.1. 微软：FY25Q1 含融资租赁 CapEx 达 200 亿美元，未来将按季度增加

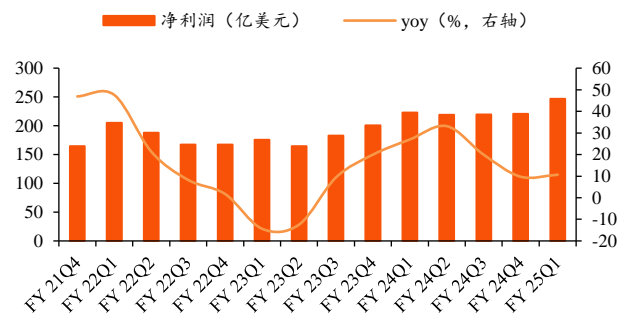
据 Wind, ifind, 公司公告, FY25Q1, 微软实现营收 655.85 亿美元，同比+16.04%，实现净利润 246.67 亿美元，同比+10.66%。

图2:微软单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图3:微软单季度净利润及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

受益 AI 赋能，人工智能业务下季度有望实现超 100 亿美元年化收入

微软云表现强劲，收入超 389 亿美元，同比增长 22%。人工智能驱动的范式转变正赋能每个角色、职能和业务流程中等，帮助客户推动新的增长和运营效率。公司人工智能业务有望在下个季度实现超过 100 亿美元的年化收入（仅用时 2.5 年）。从具体落地来看：

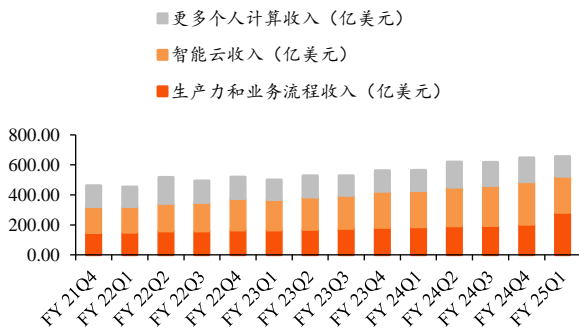
1) FY25Q1, Azure 市场份额有所提升，受益于云迁移持续增长。 Azure Arc 目前在各个行业拥有超过 39000 个客户，包括美国电塔、CTT、欧莱雅，同比增长超过 80%。公司在全球超过 60 个地区拥有数据中心，FY25Q1，公司在巴西、意大利、墨西哥和瑞典开始了新的云和人工智能基建投资，以满足长期的需求趋势。

2) 公司是行业首个向客户提供云端 GB200 算力的公司。在芯片层面，公司新的 Cobalt 100 虚拟机被 Databricks、Elastic、Siemens、Snowflake 和 Synopsys 等公司用于支持其通用工作负载，性能价格比相对前几代提高了多达 50%。同时，公司正在构建下一代人工智能基础设施，以此迭代整个技术栈，来优化计算资源以支持人工智能工作负载。公司 AI 加速卡的选项广

泛，包括公司自有加速卡 MAIA 100，以及 AMD 和 Nvidia 的最新 GPU。公司是第一个在云端部署由 Nvidia 的 Blackwell 系统和 GB200 驱动的人工智能服务器的公司。

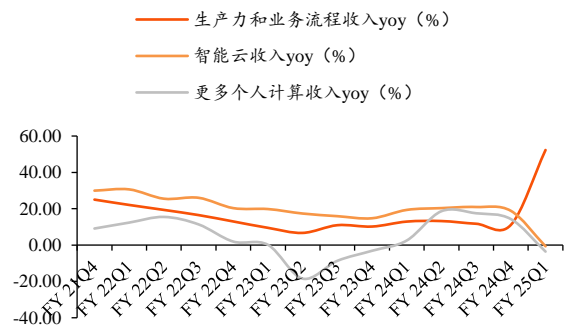
3) 通过 Azure 人工智能，公司构建端到端的应用平台，以赋能客户构建自己的助手。在过去六个月中，Azure OpenAI 的使用量翻了一番，数字原生企业如 Grammarly 和 Harvey，以及像 Bajaj Finance、日立、KT 和 LG 等成熟企业都将应用程序从测试转向生产。例如，通用电气航空用 Azure OpenAI 为其全体 52000 名员工构建了一个新的数字助手。在短短三个月内，它已被用于进行超过 500000 次内部查询，并处理超过 200000 份文档。FY25Q1，公司增加了对 OpenAI 最新模型 o1 的支持。公司还通过 Azure AI 引入了行业特定模型，包括一系列最佳的多模态医学影像模型。Azure 人工智能也越来越成为数据和分析服务的接入口。随着开发人员在 Azure 上构建新的人工智能应用程序，Azure Cosmos DB 和 Azure SQL DB 已被大规模使用，客户如印度航空、诺和诺德、电话公司、丰田汽车北美和 Uniper 已经使用专为人工智能应用程序构建的能力。通过 Fabric，公司提供一个单一的人工智能驱动平台，帮助像香奈儿、安永、毕马威、瑞士航空和 Syndigo 这样的客户统一他们在云中的数据。公司现在拥有超过 16,000 个付费 Fabric 客户，占超过 70% 的财富 500 强企业。

图4:微软单季度主营收入结构



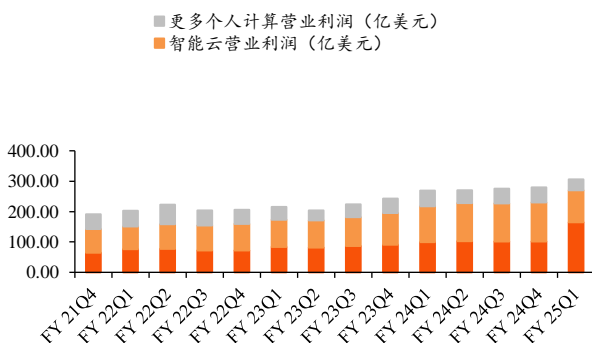
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图5:微软单季度主营收入增速



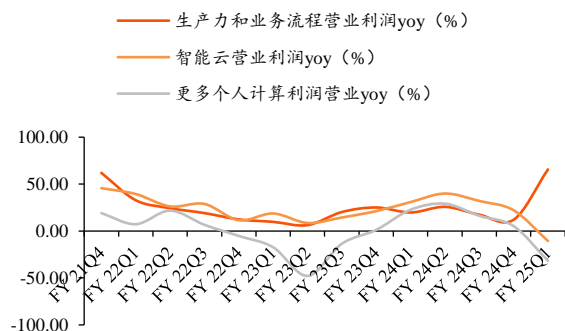
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图6:微软单季度主营营业利润拆分



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图7:微软单季度主营营业利润增速



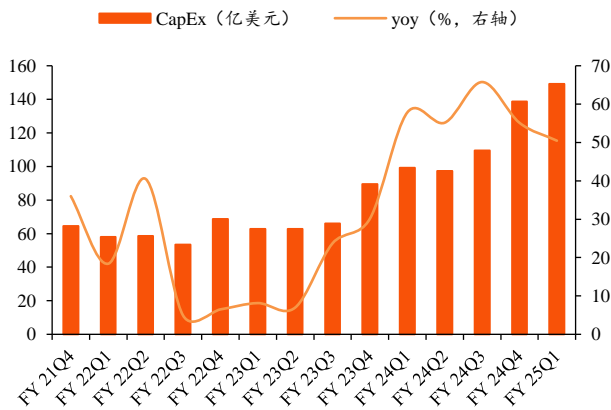
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

FY25Q1 资本开支（含融资租赁）达 200 亿美元，未来将按季度增加

FY25Q1 资本开支（含融资租赁）达 200 亿美元，符合预期，其中现金支付的 PP&E 为 149 亿美元。公司大约一半的云和人工智能相关支出仍然用于长期资产，这些资产将在未来 15 年及更长时间内支持货币化。剩余支出主要用于服务器，包括 CPU 和 GPU，以满足客户需求。

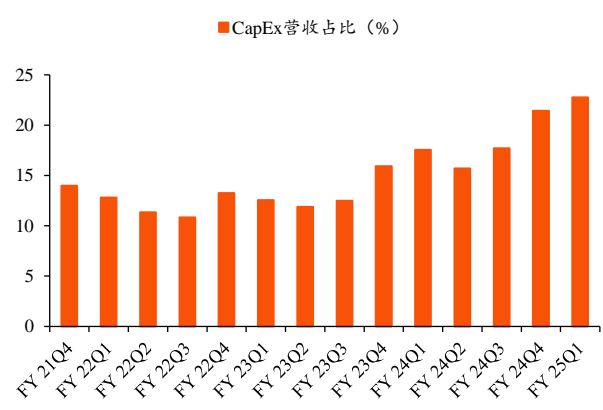
指引端，CapEx 将按季度环比增加（但云基建和融资租赁交付的时间安排可能会导致 CapEx 季度性波动）；另外，考虑到需求增长的趋势，CapEx 增速或将放缓（同时收入端增速提升），公司认为两者将会越来越快达到平衡。

图8:微软单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图9:微软单季度 CapEx 营收占比

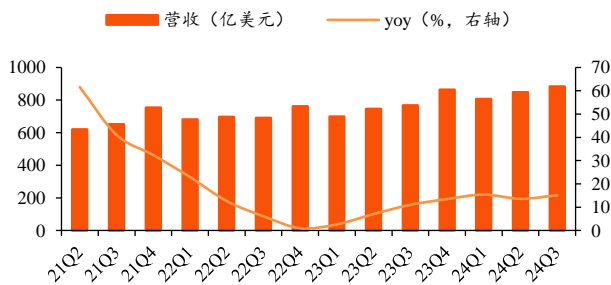


资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

1.2. 谷歌: 24Q3 CapEx 约 130 亿美元, 24Q4 指引环比持平

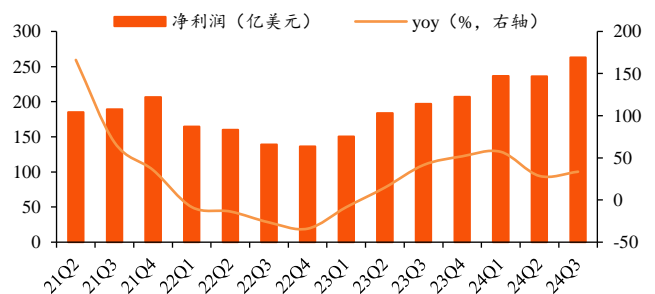
据 Wind, ifind, 公司公告, 24Q3, 谷歌实现营收 882.68 亿美元, 同比 +15.09%, 实现净利润 263.01 亿美元, 同比 +33.58%。

图10:谷歌单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图11:谷歌单季度净利润及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

谷歌云延续亮眼表现, 客户对 AI 产品反馈积极

24Q3, 谷歌云收入为 114 亿美元, 同比增长约 35%, 公司通过技术领导力和 AI 产品组合, 将存量客户的产品使用率提升 30%。公司通过五种方式赋能客户:

1) 提升客户运营效率。公司人工智能基础设施性能领先, 主要受益于存储、计算和软件的进步迭代, 出色的可靠性和海量的加速卡。LG 人工智能研究通过使用公司的 TPU 和 GPU, 将其多模态模型的推理处理时间减少了 50%以上, 运营成本降低了 72%。

2) 人工智能平台 Vertex, 有望成为业内最佳基础模型。Gemini API 调用在六个月内增长了近 14 倍。Snap 的 ‘My AI’ 聊天机器人受益于 Gemini 强大的多模态能力, 其使用率在美国提升了超过 2.5 倍

3) 易接入性与低延迟。公司具备分析多模态数据的能力, 无论其存储在哪里, 总能以超低延迟访问 Gemini。客户能够进行准确的实时决策, 将报价复杂风险的时间从几天缩短到几分钟。这些结合人工智能与数据科学的客户成果, 在六个月内使 BigQuery ML 操作增长了 80%。

4) AI 赋能客户网络安全。公司人工智能驱动的网络安全解决方案——Google Threat Intelligence 和 Security Operations, 正赋能客户, 如 BBVA 和德勤等, 更快地预防、检测和响应网络安全威胁。在过去六个季度, 基于 Mandiant 的威胁检测的客户采用率提升了 4 倍。

5) 提升终端用户使用体验。24Q3, 公司推出新的客户参与套件扩大了应用程序组合, 旨在改善在线和移动应用中的客户体验, 以及在呼叫中心、零售店等场所的体验。例如美国大众汽车正在使用这项技术来驱动其 myVW 虚拟助手。此外, 公司通过 Gemini 为谷歌工作区提供的 employee agent 获得了极好的评价, 75%的日常用户表示它提高了他们工作的质量。

AI 亦积极赋能谷歌服务 (Google Services) 主业

谷歌搜索方面, AI Overviews、Circle to Search 和 Lens 的新功能, 正在改变用户体验, 扩展用户可以搜索的内容和搜索方式, 驱动了用户更频繁地使用搜索来满足他们的信息需求, 从而推动了额外的搜索查询。其中, 近期 AI Overviews 在一百多个新国家和地区推出, 现在将每月覆盖超过十亿用户, 用户活跃度表现亮眼; Circle to Search 现已在超过 1.5 亿部安卓设备上可用, 人们使用它进行购物、翻译文本以及了解周围的世界。尝试过 Circle to Search 的人中, 有三分之一现在每周使用它, 进一步验证了实用性和潜力; Lens 每月的视觉搜索次数已超过 200 亿次, 能够回答复杂的多模态问题, 并帮助产品发现和购物。

硬件软件协同发力, 打造 AI 良性循环

1) 能源端, 公司积极进行清洁能源投资。包括全球首个企业协议, 从多个小型模块化反应堆购买核能, 已获得高达五百兆瓦的新型无碳电力。

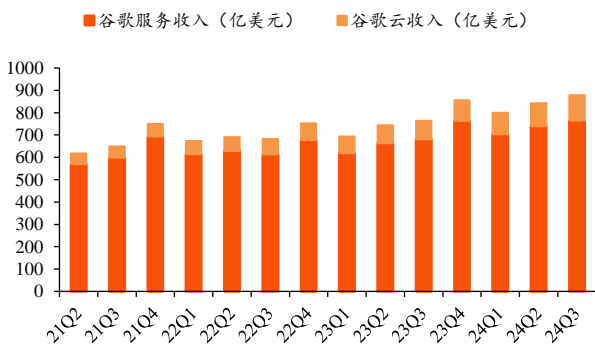
2) 公司在数据中心内部推动效率提升。自从首次开始测试 AI Overviews 以来, 每次查询的成本显著降低。在十八个月内, 公司通过硬件、工程和技

术突破，将这些查询的成本降低了 90% 以上，同时将定制 Gemini 模型的规模翻倍。

3) 自有加速卡继续迭代。公司向客户提供多种 AI 加速卡选项，包括多种类别的 NVIDIA GPU 和公司定制的 TPU，现在已经进入第六代 TPU，为 Trillium，并继续推动效率和更好的性能。

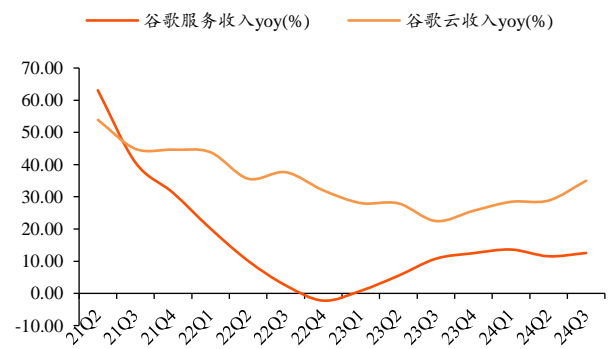
4) 研究端，深度学习团队继续推动公司领导地位。德米斯·哈萨比斯和约翰·贾姆珀因其在 AlphaFold 方面的工作而获得诺贝尔化学奖。杰夫·辛顿，获得了诺贝尔物理学奖。公司的研究团队亦推动了行业领先的 Gemini 模型能力，包括长上下文理解、多模态和代理能力。

图12:谷歌单季度主营收入结构



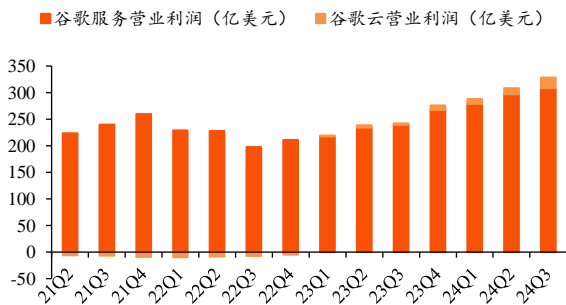
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图13:谷歌单季度主营收入增速



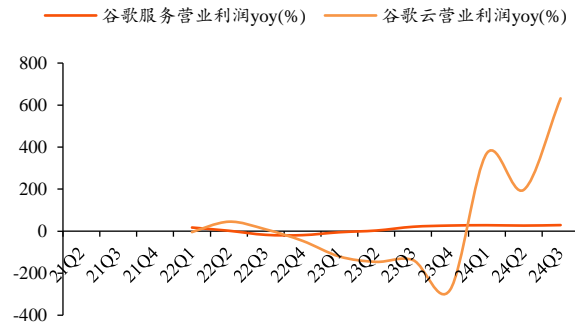
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图14:谷歌单季度主营营业利润拆分



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图15:谷歌单季度主营营业利润增速



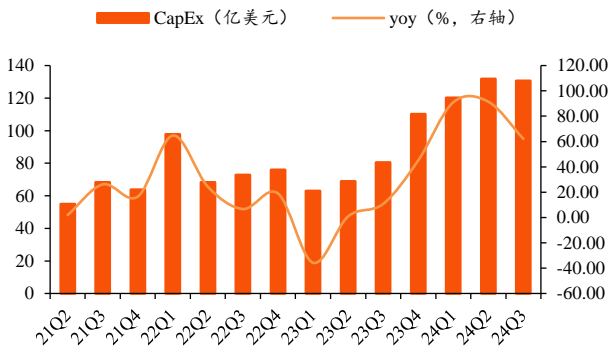
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

24Q3 资本支出约 130 亿美元，24Q4 指引环比持平

24Q3 公司 CapEx 约 130 亿美元，其中最大组成部分是服务器投资，其次是数据中心和网络设备。

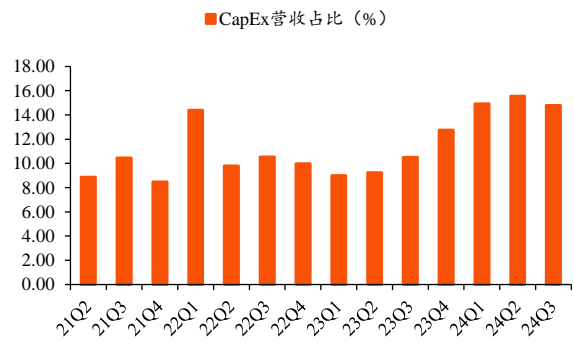
指引方面，预计 24Q4CapEx 水平将与 24Q3 环比持平。公司于 24Q3 公布超 70 亿美元的数据中心投资计划，其中近 60 亿美元投资将在美国建设。

图16:谷歌单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图17:谷歌单季度 CapEx 营收占比

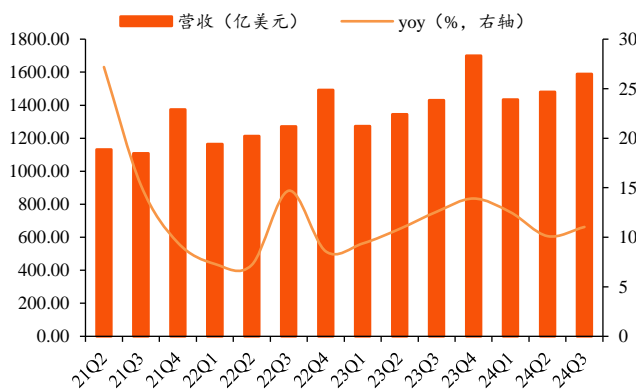


资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

1.3. Amazon: 2024 年 CapEx 指引约 750 亿美元, 大部分投向 AWS 相关基建

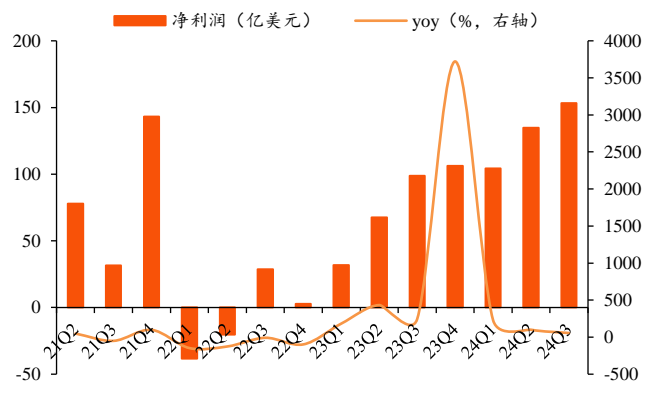
据 Wind, ifind, 公司公告, 24Q3, Amazon 实现营收 1588.77 亿美元, 同比+11.04%, 实现净利润 153.28 亿美元, 同比+55.16%。

图18:Amazon 单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图19:Amazon 单季度净利润及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

AWS 云服务新功能密集发布, AI 业务收入持续高增

24Q3, AWS 实现收入 274.52 亿美元, 同比+19.05%。AWS 团队在为客户端提供 AI 能力方面持续快速进展, 在过去的 18 个月里, AWS 发布的机器学习和生成式人工智能功能几乎是其他领先云服务提供商总和的两倍。AWS 的 AI 业务年化收入达数十亿美元, 继续以三位数的 yoy 增长, 这一阶段增速是 AWS 自身增速的三倍多。公司将 AI 产品分为三个层次:

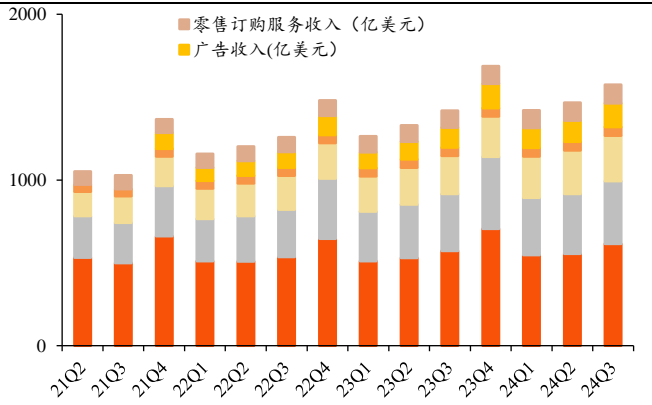
1) 底层, 公司是首个提供 NVIDIA H200 GPU 的主要云服务商。自有加速卡方面, Trainium 用于训练, Inferentia 用于推理。Trainium 的第二个版本 Trainium2 将在接下来的几周内开始逐步推出, 并将为客户提供非常有吸引力的性价比。客户反馈良好, 公司已经要求追加生产订单; 另外越来越多的模型构建者标准化使用 Amazon SageMaker。SageMaker 可使管理人

工智能数据、构建模型、实验和部署到生产变得更加容易，可以自动将训练工作负载分配到超过 1000 个 AI 加速器上，定期保存检查点以防止中断，并自动修复故障实例，从最后保存的检查点恢复，节省训练时间高达 40%。

2) 中间层，Bedrock 提供了广泛的领先基础模型选择和具吸引力的关键能力模块，如模型评估、保护措施、检索增强生成 (RAG) 和代理。最近，公司添加了 Anthropic 的 Claude 3.5 Sonnet 模型、Meta 的 Llama 3.2 模型、Mistral 的 Large 2 模型以及多个稳定性 AI 模型。

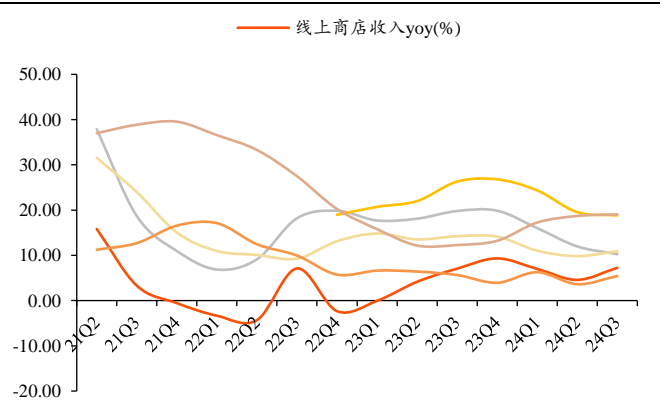
3) 顶层，Amazon Q 已受到广泛采用 (强大的生成式人工智能驱动的软件开发助手)。Q Transform 为亚马逊团队节省了 2.6 亿美元和 4500 个开发年的时间，成功将超过 30000 个应用程序迁移到新的 Java JDK 版本。

图20:Amazon 单季度主营收入结构



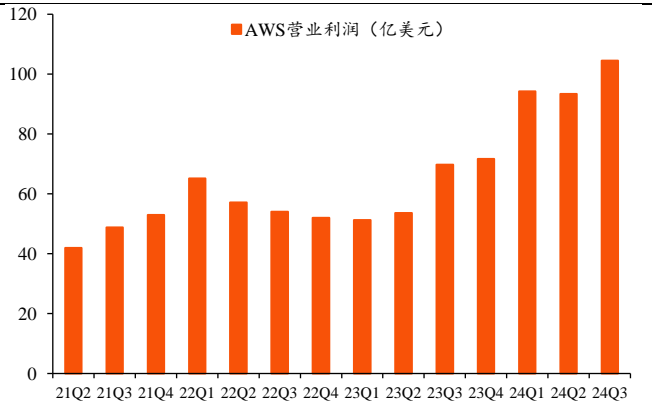
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图21:Amazon 单季度主营收入增速



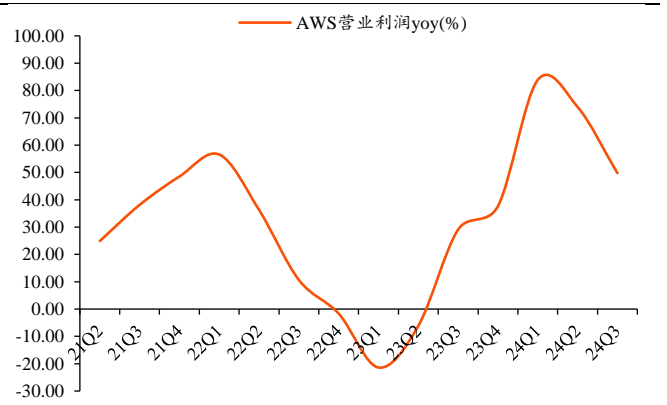
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图22:Amazon 单季度主营营业利润



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图23:Amazon 单季度主营营业利润增速



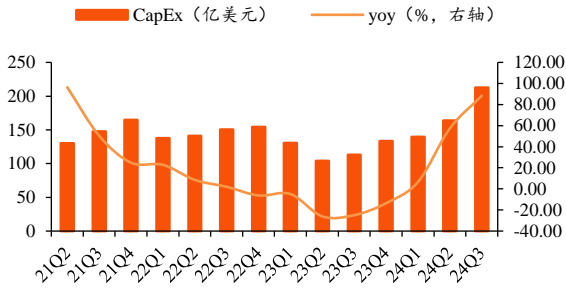
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

2024 年 CapEx 指引约 750 亿美元，大部分投向 AWS 相关基建

公司 2024 年资本开支 (含现金 CapEx 及设备融资租赁) 已达 519 亿美元，预计 2024 全年资本开支约 750 亿美元。其中，大部分将投向与 AWS 相关的基建已应对 AI 需求。

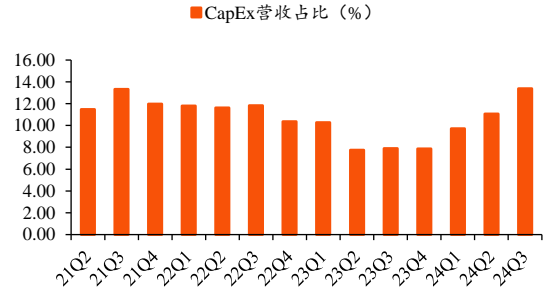
2025 年，公司预计 CapEx 保持增长，2025 年 CapEx 将超过 2024 年，大部分支出投向 AWS。

图24:Amazon 单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图25:Amazon 单季度 CapEx 营收占比

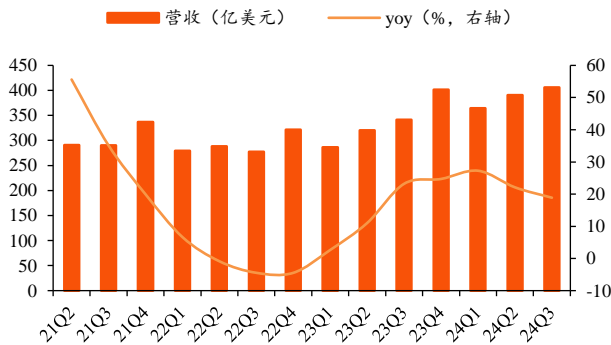


资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

1.4. Meta: 上调 FY24CapEx 下限, 预计 FY25CapEx 显著增长

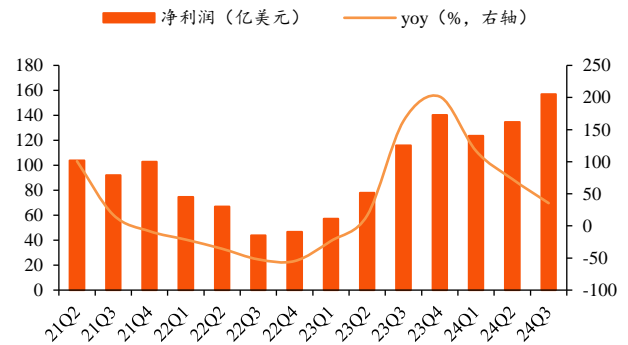
据 Wind, ifind, 公司公告, 24Q3, Meta 实现营收 405.89 亿美元, 同比+18.87%, 实现净利润 156.88 亿美元, 同比+35.44%。

图26:Meta 单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图27:Meta 单季度净利润及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

用户留存和货币化率提升双轮驱动, AI 持续赋能公司 FoA 主业

24Q3, Family of Apps 实现收入 403.19 亿美元, 同比+18.81%。AI 持续赋能公司 FoA 主业发展。从两个方面看:

1) AI 增强用户体验, 提升留存。Facebook 在 6 月推出统一视频播放器后效果良好, 自更新用户体验和推出新的预测系统以来, Facebook 视频播放器的使用时间增加了 10%。未来将把独立视频 tab 更新为全屏观看体验, 以增强用户无缝观看的体验感。

推荐系统继续升级。此前, 公司每款产品的排名和推荐系统相互独立 (因为公司认为模型大小和算力达到临界值后, 性能便不会再提升), 目前公司基于大模型扩展定律, 开发了新的排名模型系统, 可以从更大的数据集中有效学习。公司已将新系统部署到了 Facebook 中, 显著提高了观看时间。未来公司或将引入数据跨应用, 增强应用之间的推荐效果

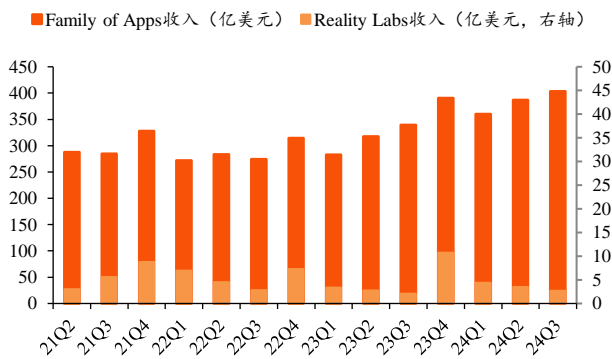
Meta AI 使用量持续提升。公司改进了 Meta AI 的模型并引入了新功能

(如语音功能)，用户可更自然地与其交互。Meta AI 的实用性增强，使用量正在提升。

广告客户受益 AI，留存率提升明显。 AI Advantage+ 解决方案 (包括广告创意工具) 继续保持高增，基于 AI 的生成式图像扩展、背景生成和文本生成工具的广告客户留存率较高，这些工具在早期阶段已开始为广告客户带来业绩提升。

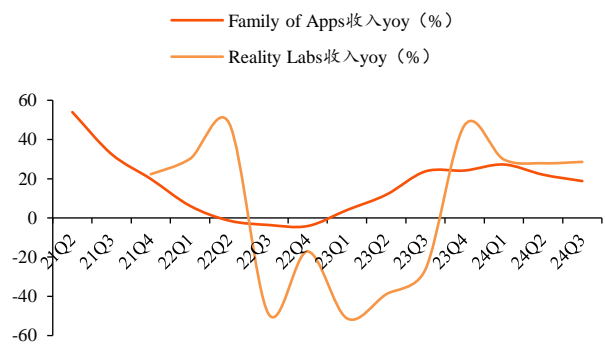
2) 新学习系统助力提升货币化率。 公司使用新的学习系统，使广告系统能够预判用户在看到广告之前和之后所采取的一系列行动 (以前，广告系统只能将这些行动汇总在一起，而不能映射出这些行动的顺序)，现在这种新方法能够更好地预测受众对特定广告的反应。自 24H1 新模型应用以来，根据在选定细分市场进行的测试，转化率增长了 2%-4%。

图28:Meta 单季度主营收入结构



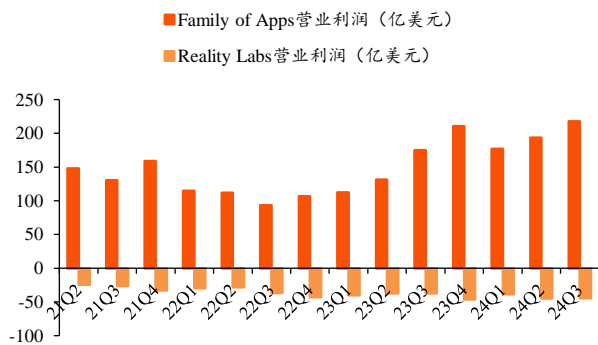
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图29:Meta 单季度主营收入增速



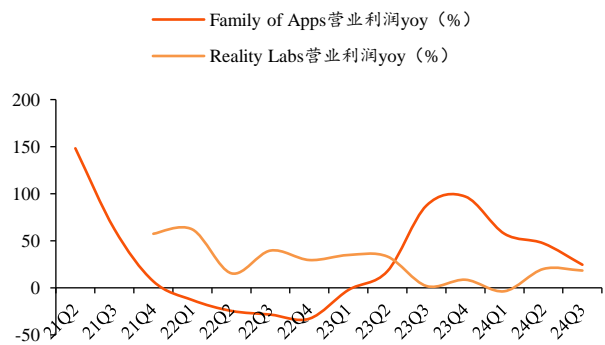
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图30:Meta 单季度主营营业利润拆分



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图31:Meta 单季度主营营业利润增速



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

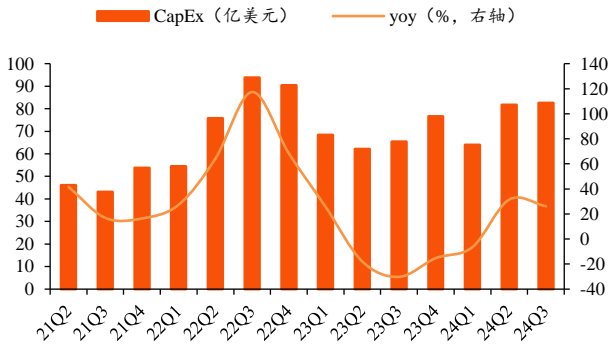
上调 FY24CapEx 下限，预计 FY25CapEx 显著增长

资本支出 (含融资租赁) 为 92 亿美元，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施的投资。24Q3 资本开支一定程度受服务器交付时间的影响，部分费用将在第四季度支付。

预计 2024 年全年资本支出将在 380-400 亿美元之间，较之前的 370-400

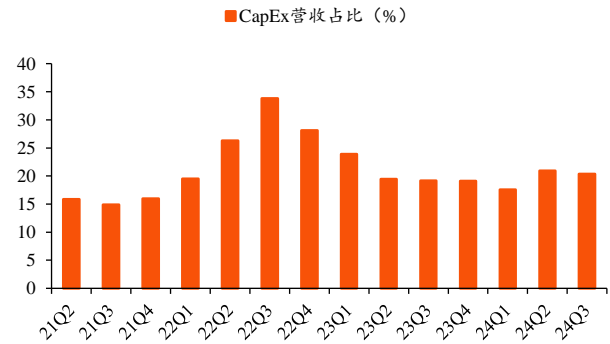
亿美元的范围有所上浮，预计 2025 年资本支出将显著增长。考虑 2024 年资本支出的后端加权特性，预计明年基础设施费用增长将显著加速，因为扩展基础设施的折旧和运营费用增速或将提升。

图32:Meta 单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图33:Meta 单季度 CapEx 营收占比



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

2. 投资建议

海外云厂商积极布局大模型研发及算力建设，其中微软、Amazon 布局云业务布局较早，云服务综合能力较强；谷歌、Meta 积极应用自研大模型，在 ToC 业务中推动降本增效。海外云厂商作为算力 IaaS，其资本开支对于全球算力产业链景气度具备较强前瞻指导意义。建议关注 MSFT、GOOGL、Amazon、Meta 等。

3. 风险提示

1、行业竞争加剧风险：行业景气度高，可能吸引较多新进入者，产生行业竞争加剧风险。

2、商业化进度不及预期风险：若算力行业应用端落地进度不及预期，可能导致产业链资本回报下降，影响行业长期发展。

3、技术路线调整风险：若前沿技术快速迭代，可能造成技术路线的调整，企业或面临前期投入损失风险。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。