

美股科技互联网24Q4财报总结及25年战略分析：

云增速受供应限制，资本开支持续增长，专注AI生态建设

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

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

联系人：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

【 01 】 行业情况总结

【 02 】 微软财报

【 03 】 META财报

【 04 】 谷歌财报

【 05 】 亚马逊财报

云业务：

- AI云需求持续，各家云厂保持高增速，受限AI算力产能供给限制。
- 一方面，云高增速下规模效应明显，通过降本增效AWS与谷歌云过去几个季度显著提升利润率。另一方面，投资周期AI折旧摊销压力逐步增加，微软云因投资周期开始早、折摊占比较高，预计未来一年伴随Capex增加各家云业务毛利率、净利率将有所下降。

B端企业应用：

- 微软持续扩大B端企业应用的各类型产品份额，本季度生产力业务流程同比+14%，超过上季度指引上限11%，主要受益于Office 2024推出和提价以及M365商业版与Copilot的持续渗透，AI背景下E5以及M365 Copilot渗透率提升带动ARPU持续上升。下季度指引生产力业务固定汇率下+11%至+12%，环比降速。

广告业务：

- 需求：全球广告需求健康增长。受益于在线商务、金融、医疗、娱乐和媒体等垂直业务的强劲以及选举广告的需求，四季度广告表现强劲。预计25年将面临高基数挑战，同时25Q1预计有一次性逆风，包括美元汇率以及闰年（25Q1同比24Q1少一天）。
- 格局：谷歌广告Q4同比+10%，META广告Q4同比+21%，搜索与长视频广告份额被社交媒体短视频抢夺。AI对推荐精准度、信息查询功能与体验、广告内容制作等各环节产生显著影响，有望持续提升广告价格和用户时长。

电商业务：

- 需求：北美消费整体稳健，但北美与国际消费者都更加注重价格，带来了ASP的下降和日常必需品需求的增长。
- 竞争：亚马逊将继续降低服务成本，包括改变商品入库和分配方式、扩大同日配送设施、使用创新机器人技术等。同时推进其低价平台Haul和Temu、Shein等进行竞争。

表：美股科技盈利预测与估值（美元）

公司代码	公司名称	收盘价*	EPS			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
MSFT.O	微软	379	11.9	13.5	15.4	32	28	25
AMZN.O	亚马逊	194	5.6	6.4	7.8	35	31	25
META.O	META	591	24.6	26.8	30.7	25	23	20
GOOGL.O	谷歌	163	8.2	9.0	10.2	20	19	16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 *20250313日收盘价

美股宏观：内外多因素致美股大跌，同时整体估值回归过去七年中值

- 近期美股连续下跌，整体看本轮回落既有内在周期性因素，也有短期事件性因素。此前市场做多情绪与增长预期高企、估值较高多头拥挤，而经济增长显著依赖宽松财政，遇到近期关税等政策不确定性、政府支出削减、特朗普对长期转型忍受短期经济压力的表述、偏弱的高频经济数据、联储较审慎的利率政策、日元紧缩担忧、AI叙事分歧增大等多重因素，造成下跌。**从彭博未来12个月eps预测来看，企业盈利端增长依然稳健。**
- 但同时，本轮急跌后北美整体指数和核心公司估值也显著正常化，中美科技估值差距也迅速收窄。目前纳指100未来一年PE回落至23倍出头，具有代表性的互联网巨头谷歌一致性PE跌至19x-，META跌至24x-，硬件龙头英伟达跌至24x-，台积电跌至19x-。相比之下恒生科技指数得益于AI叙事从1月中旬14x PE迅速修复至近期约19x。

图：纳指100近期估值回落至23.7x、7年中枢水平



图：恒生科技指数从1月份14x快速修复至近期约19x



科技巨头收入预测与估值

图：科技巨头收入、利润预测与估值

		Capex (亿美元)						调整后利润预期 (百万美元)					PE值			EV/EBITDA			PS		
	市值 (亿美元)	23	24	2024回购 金额 (亿 美元)	2024分红 金额 (亿 美元)	股东回 报率	回购分红计划	24	25E	26E	24-26E CAGR	25E YoY	24	25E	26E	24	25E	26E	24	25E	26E
MSFT.0	微软	28,283	412	560	172.50	217.70	1.4% 剩余592亿美元, 季度股息每股0.68美元。	92,750	103,520	120,170	14%	12%	30	27	24	20	17	16	11	10	8
GOOG.0	谷歌	20,103	323	490	615.00	-	3.1% 剩余约391亿美元。季度股息每股0.20美元, 每年约99.2亿。	100,118	115,220	129,750	14%	15%	20	17	15	16	12	11	6	6	5
META.0	META	15,347	281	375	267.90	-	1.7% 剩余570亿美金回购额度, 季度股息每股0.5美元, 每年约50.74亿美元。	62,360	65,270	75,560	10%	5%	25	24	20	18	15	13	9	8	7
AMZN.0	亚马逊	20,834	481	500	0.00		0.0% 近期自由现金流大幅增长, 不排除后续进行分红回购。	81,260	76,980	93,490	7%	-5%	26	27	22	20	13	11	3	3	3
AAPL.0	苹果	33,175	110	110	949.50	152.30	3.3% 剩余回购额度668亿美元。目前季度股息季度股息每股0.25美元。	96,150	112,060	111,970	8%	17%	35	30	30	24	22	21	8	8	8
TESLA.0	特斯拉	7,417	89	100	0.00		0.0% -	8,419	10,030	13,770	28%	19%	88	74	54	45	42	32	8	7	6
NVDA.0	英伟达	26,537	19	25	95.30	3.95	0.4% 剩余499亿美金回购额度。	71,190	108,400	139,290	40%	52%	37	24	19	31	20	15	21	14	11

*利润预测采用彭博一致预期, 已按照日历年调整

		市值(亿元)		现金及现金 等价物 (亿 元)	其他存款 (亿元)-未 算到现金中	2024年回购 金额 (亿元 -rmb)	2024分红 金额 (亿 美元)	回购计划	调整后利润预期 (百万元)					PE值			PE值 (扣除现金及现金 等价物后)			PS		
									23	24E	25E	23-25E CAGR	25E YoY	23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E
3690.HK	美团	9,683	425	短期理财投资785.48亿		257	未更新	新增10亿美元回购计划	23,253	44,002	55,257	54%	26%	42	22	18	40	21	17	3	3	2
1024.HK	快手	2,637	125	短期定期存款98.74亿		52		未来三年160亿港元股份回购计划	10,271	17,557	21,895	46%	25%	26	15	12	24	14	11	2	2	2
0700.HK	腾讯	43,871	1,455	定期存款1859.83亿		1051	未更新	超额完成2024年1000亿港币回购计划	157,688	219,594	240,280	23%	9%	28	20	18	27	19	18	7	7	6
PDD.0	拼多多	11,755	653	短期投资2431.66亿		-	-	-	67,899	124,896	163,570	55%	31%	17	9	7	14	7	6	5	3	2
9888.HK	百度	2,390	248	短期投资净额1026亿, 净现金头寸1705亿		63.10		仍有33亿美元回购额度, 截至2025年12月31日	28,750	27,002	26,260	-4%	-3%	8	9	9	7	8	8	2	2	2
9988.HK	阿里巴巴	23,454	2,481	短期投资1555.30亿		1,158		仍有207亿美元回购额度, 截至2027年3月	160,436	152,693	167,955	2%	10%	15	15	14	8	8	7	3	2	2
9618.HK	京东	4,707	1,084	短期投资1256.45亿		261		仍有不超过50亿美元回购额度, 截至2027年8月	35,200	47,827	49,990	19%	5%	13	10	9	6	5	4	0	0	0

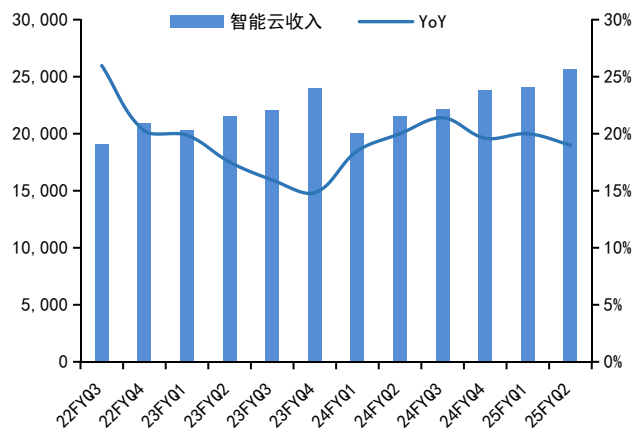
资料来源: 彭博、国信证券经济研究所整理 *20250312日收盘价

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

24Q4云业务现状：AI驱动云业务持续增长，供不应求

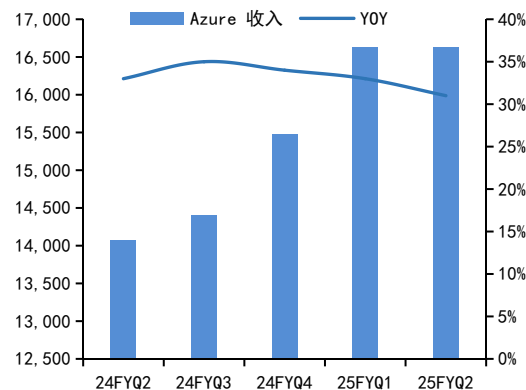
- 微软云：四季度收入为255亿美元，同比+19%。其中Azure同比+31%(同口径下环比-2pct)，其中AI贡献了其中的13个点（上个季度为12个点）。
- 财报会：“在过去的三年里，我们的整体数据中心容量增加了一倍多。去年我们增加的容量比我们历史上任何一年都多。...需求继续高于我们的可用容量...我们预计第三季度的AI产能将受到限制，但鉴于我们的大量资本投资，到25财年末（26Q2），我们应该与近期需求大致一致。”
- AWS（Amazon）：四季度收入288亿美元（同比+19%），环比+5%。
- 财报会：“我们预计AWS的营业利润率会随着时间的推移而波动，部分原因是我们所做的投资水平。此外，我们从2024年开始延长了服务器的估计使用寿命，这为AWS第四季度的利润率同比增长贡献了约200个基点。”
- Google Cloud：四季度收入119.6亿美元（同比+30.1%，环比-5.3%）。
- 财报会：“在云中，鉴于收入与新容量的部署时间相关，我们可能会看到云收入增长率的变化，具体取决于2025年新容量的上线时间。”

图：智能云收入与增速变化（百万美元，%）



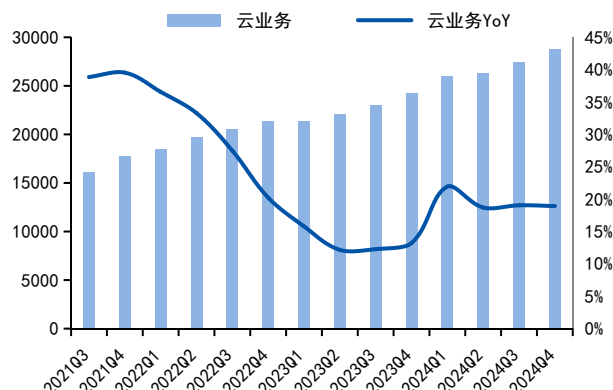
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：Azure收入变化（百万美元，%）



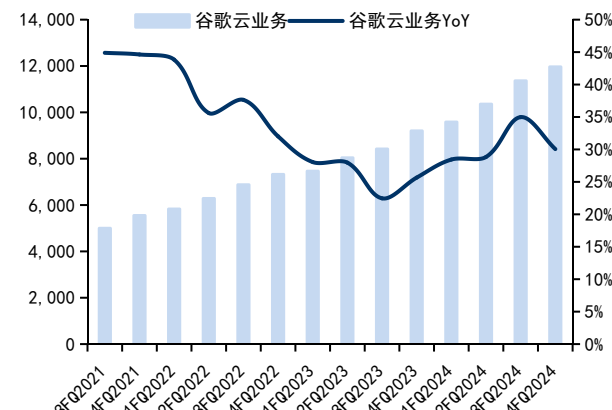
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：AWS收入与增速变化（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：谷歌云收入与增速变化（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

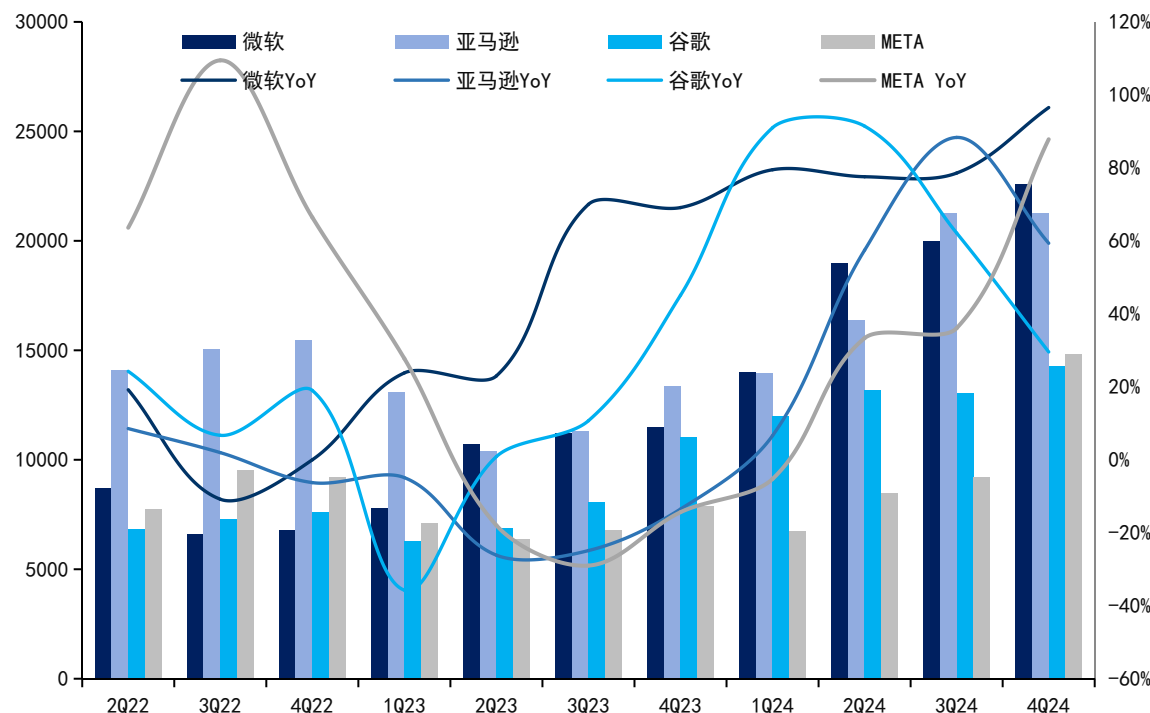
海外Capex投入趋势：24年超预期基础上25年仍有平均30%+同比增长



国信证券
GUOSEN SECURITIES

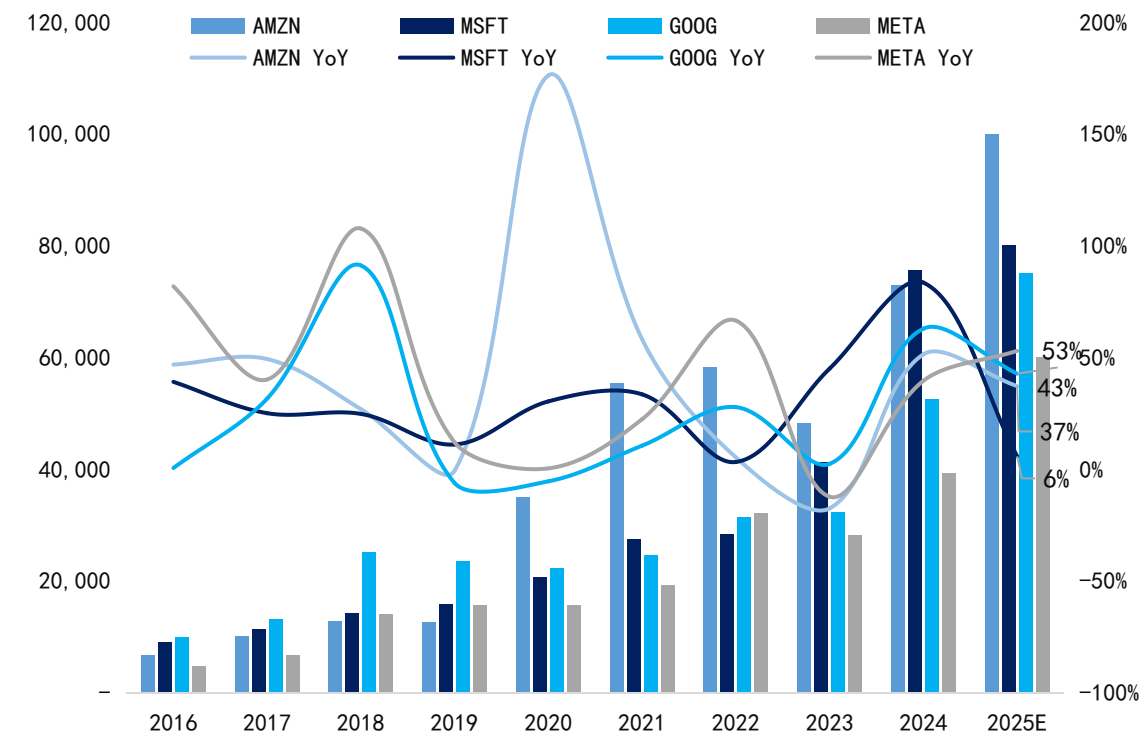
- 2024年指引/一致预期和实际Capex的情况，各家全年Capex投入的变化：
- 微软：530e vs 756e；亚马逊：550e VS 729e；谷歌：450e VS 525e；Meta:300-370e VS 392e；**
- 2025年各家全年Capex投入的指引/一致预期：
- 微软：800e+ (同比+6%+)；亚马逊：1000-1100e (同比+37%-51%)；谷歌：750e (同比+43%)；Meta:600-650亿 (同比+53%-66%)；**

图：各互联网与云厂Capex季度投资与变化情况（百万美元、%）



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

图：各互联网与云厂Capex年度投资与增速变化情况（百万美元、%）



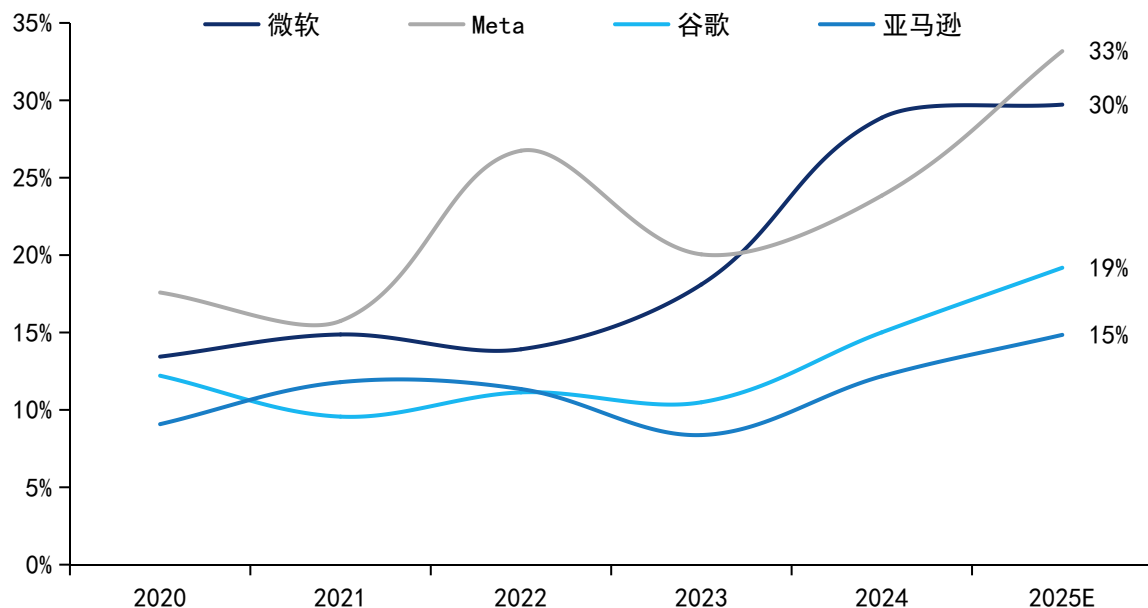
资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

- **微软25Q1预期：**“我们预计**第三季度和第四季度的季度支出将与第二季度的支出保持相似水平**。在26财年，我们预计将根据强劲的需求信号继续投资，包括我们需要在整个Microsoft Cloud中交付的客户合同积压工作。然而，**增长率将低于25财年，支出组合将开始转移回短期资产**，这些资产与收入增长更相关。”
- **谷歌24Q4使用：**“在资本支出方面，我们第四季度报告的资本支出为140亿美元，主要反映了对技术基础设施的投资，其中**最大的组成部分是对服务器的投资，其次是数据中心**，以支持我们在Google Services、Google Cloud和Google DeepMind方面的业务增长。”
- **谷歌2025年预期：**“我们**预计2025年将投资约750亿美元的资本支出，其中第一季度的投资约为160亿美元至180亿美元**。预期的总投资水平可能会每季度波动，这主要是由于交付时间和施工进度。在费用方面，首先，我们过去几年资本支出投资的增加将增加损益的压力，主要表现为更高的折旧。2024年，随着我们将更多的技术基础设施资产投入使用，我们的折旧同比增长了28%。”
- **亚马逊2025年预期：**“第四季度的资本投资为263亿美元。我们认为，**该开工率将合理地代表我们2025年的资本投资率**。与2024年类似，**大部分支出将用于支持对技术基础设施日益增长的需求**。这主要与AWS有关，包括支持对我们的AI服务的需求，以及支持我们的北美和国际细分市场的技术基础设施。此外，我们将继续为我们的配送和运输网络进行投资和产能，以支持未来的增长。我们还投资于当日送达设施和入站网络，以及机器人和自动化，以提高交付速度并降低我们的服务成本。这些资本投资将支持未来许多年的增长。”
- **META 24Q4使用：**“资本支出（包括融资租赁的本金支付）为148亿美元，**这得益于对服务器、数据中心和网络基础设施的投资**... **我们预计2025年全年的资本支出将在600亿美元至650亿美元之间**。我们预计2025年的资本支出增长将受到投资增加的推动，以支持我们的生成式 AI 工作和核心业务。2025年的大部分资本支出将继续用于我们的核心业务。”

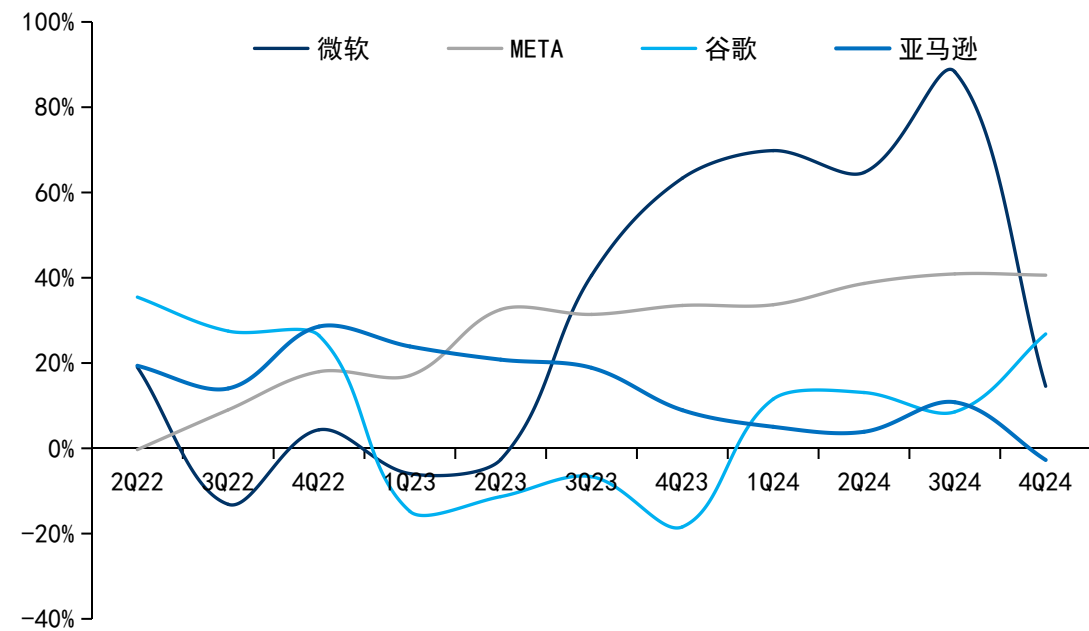
海外科技巨头Capex：预计占比25年收入20%+，同时注重投入ROI

- 在海外科技巨头自身经营业绩良好的背景下，2024年以来 Capex占比收入比例快速提升至历史高位，**预计2025年微软、META Capex占比收入高达30%+，基本与今年净利润体量相当。亚马逊虽然占比低于20%，但其业务利润率较低，预计今年投资体量远超其净利润。**海外科技巨头积极扩大资本支出，展开战略投资“军备赛”，这不仅反映了对AI长期增长潜力的看好，也体现了FOMO心理（害怕错过，Fear Of Missing Out）。
- AI高投入下也带来了高折旧摊销增长。其中亚马逊通过大幅降低物流履约等非AI支出改善利润压力，微软、谷歌、META则面临高于利润增长的折摊增速。因此，投资策略的ROI与收益前景成为关注热点，如24Q4微软财报会表述“**其资本开支将更加注重ROI，策略逐渐从长期资产投资向与收入增长相关性更高的短期资产投资转移。**”

图：各互联网与云厂Capex占比收入比例（%）



图：各互联网与云厂折摊同比变化情况（%）



• 过去两年，各家云厂商通过延长服务器折旧年限以及降本裁员等举措，减少AI投资带来的压力。

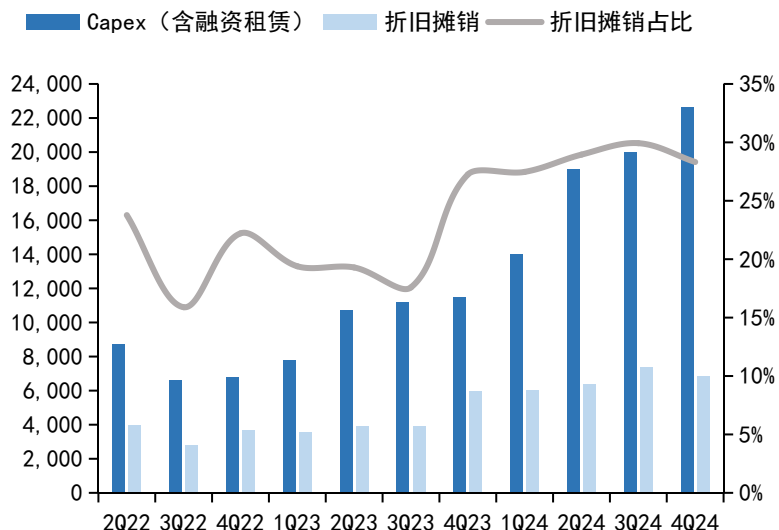
① 微软：2022年三季度开始微软将服务器和网络设备的使用寿命从四年延长至六年。

② 亚马逊：亚马逊在2022年初将服务器使用寿命从四年延长至五年、网络设备使用寿命从五年延长至六年。2024年初将服务器的使用年限从五年延长至六年。

③ 谷歌：谷歌在2023年初将服务器使用寿命延长至六年。

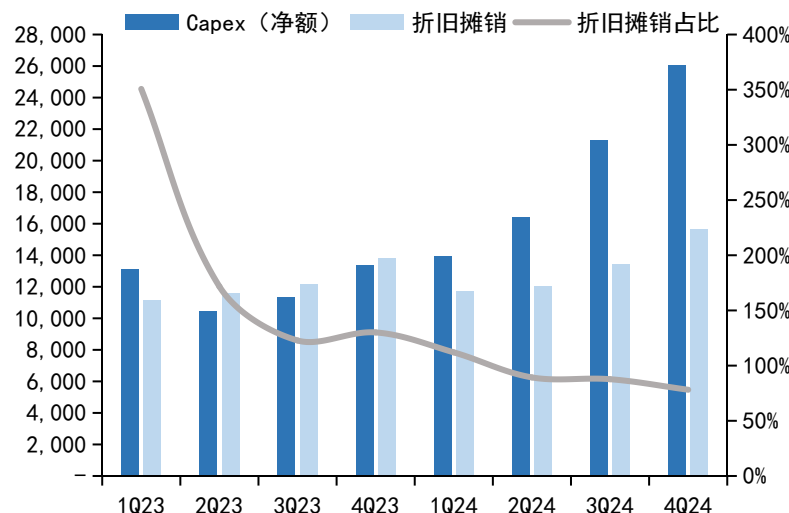
• 从折旧占比看目前微软利润率压力最大，但其余云厂今年Capex增长显著、预计折摊将快速增长。微软云和Capex增长均早于其他云厂且投资体量大，目前折旧摊销占比净利润超25%，显著高于谷歌的16%。而亚马逊作为重资产公司，2023年缩减履约开支、调整到AI基建上、延长数据中心折旧年限优化利润率。伴随其他科技厂商今年进一步提升Capex金额，预计今年各家折摊占比快速增长。

图：微软Capex与折旧摊销占比净利润变化的情况



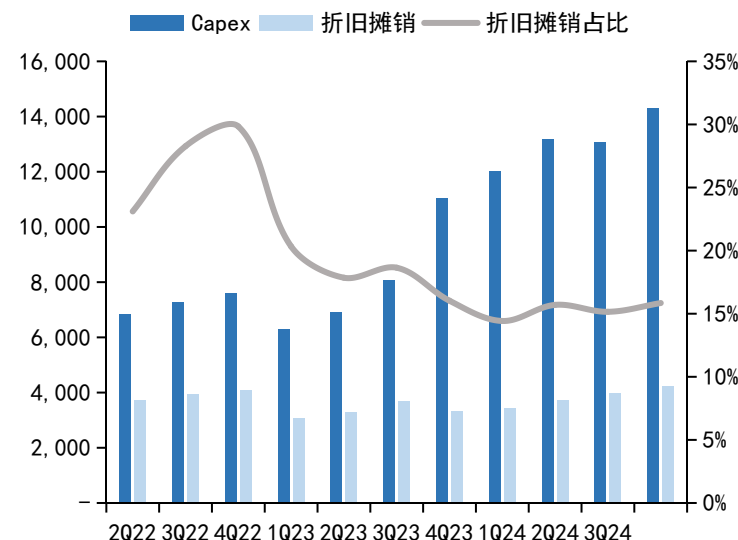
资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊Capex与折旧摊销占比净利润变化的情况



资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理

图：谷歌Capex与折旧摊销占比净利润变化的情况

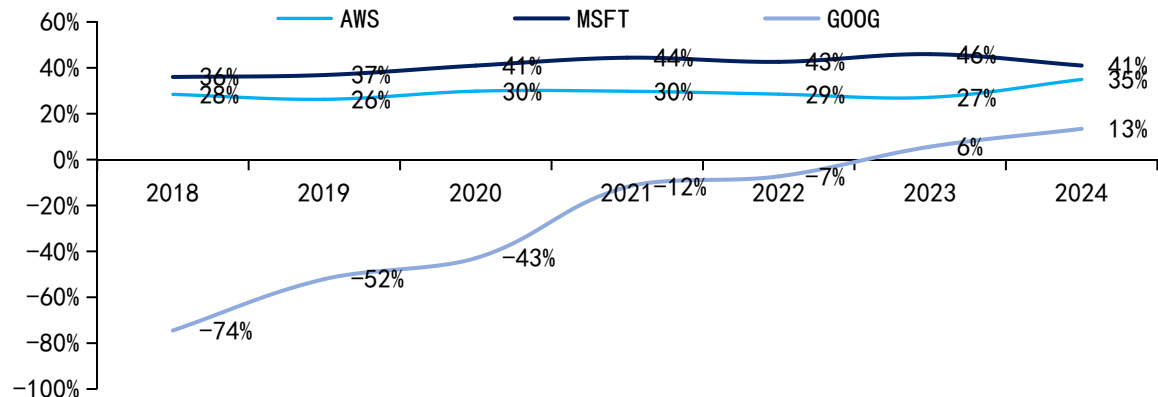


资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理

各云厂商云增速与OPM变化

- 微软云：毛利率、营业利润率同比略有下滑，**主要反映了AI基础设施的扩展**。本季度营业利润率为42%（同比-6pcts、环比-2pct）。
- “微软云毛利率为70%，符合预期，在扩展我们的AI基础设施的推动下，同比下降了两个百分点。公司毛利率百分比同比略有增长至69%，主要是由于销售组合转向利润率更高的业务以及游戏和搜索的改善，部分被扩展AI基础设施的影响所抵消。”
- 谷歌云：本季度营业利润率为18%（同比+9pcts、环比+40bps），反映了GCP核心产品、AI 基础设施和生成式AI解决方案的GCP增长，**快速增长下云规模效应改善利润率**。
- 亚马逊云：本季度AWS营业利润率37%（同比+7pcts、环比-1pcts），主要是**强劲增长、通过创新和基础设施提高效率以及持续关注整个企业成本控制的结果**。

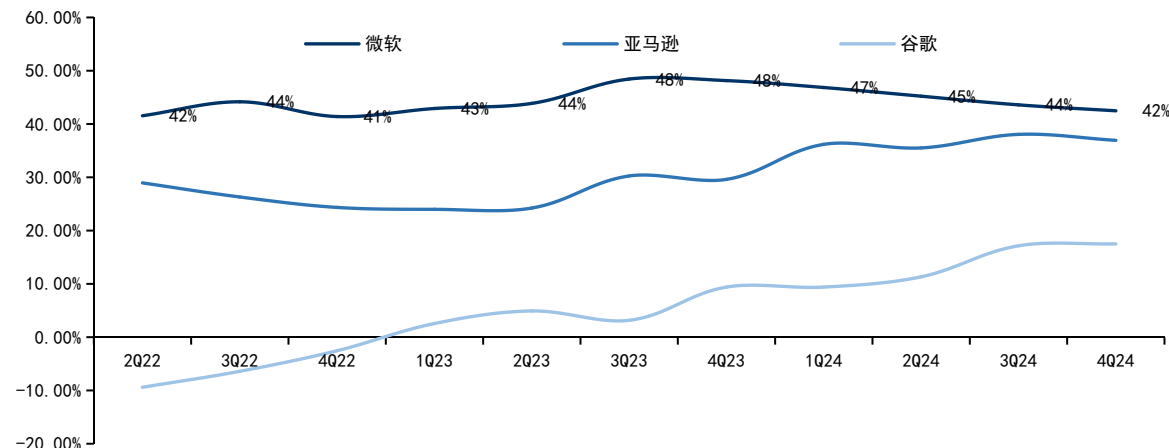
图：各互联网云厂OPM年度变化情况（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：各互联网云业务OPM变化情况（%）

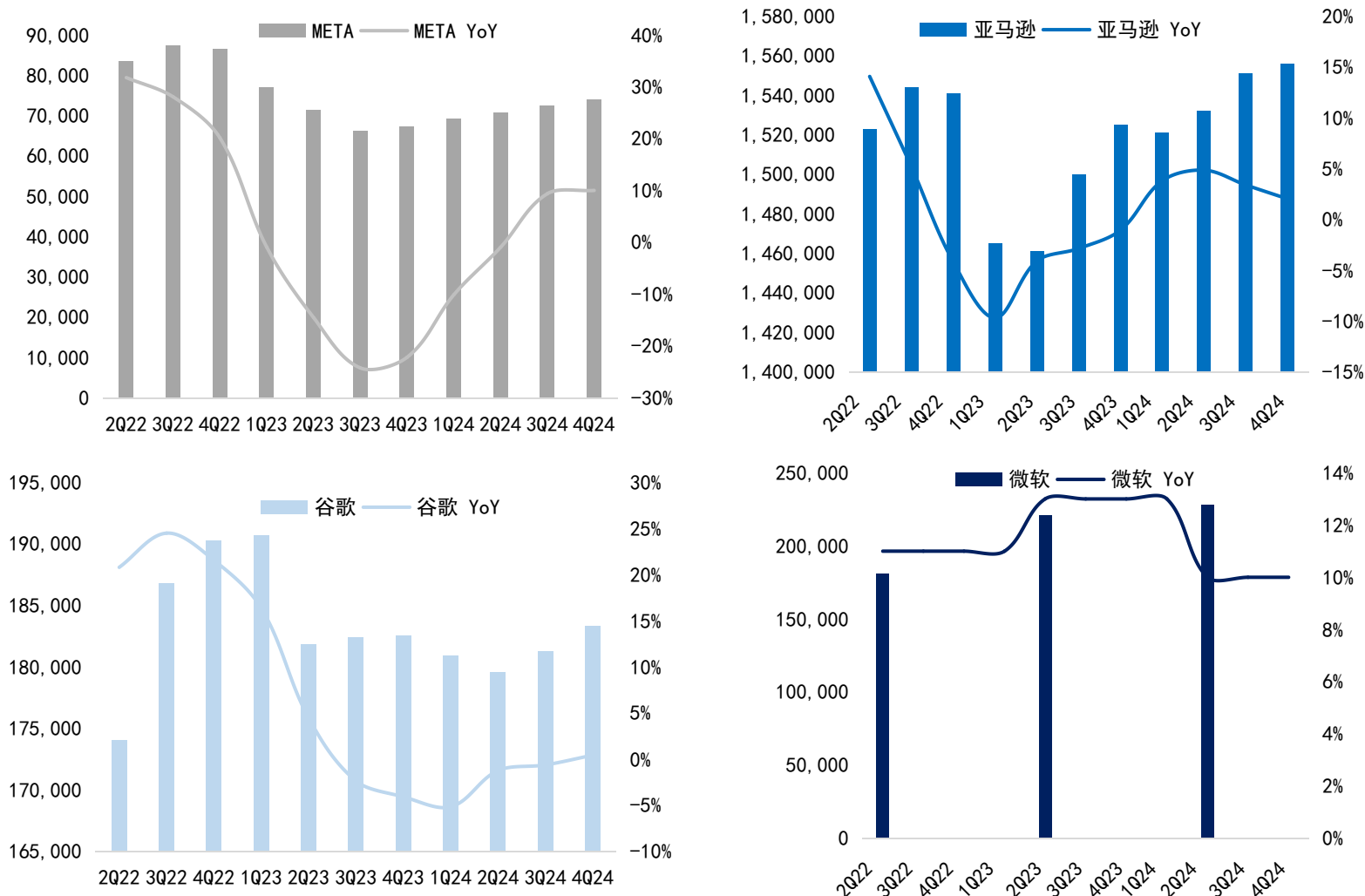


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

各互联网员工数变化情况

- **整体趋势：**去年的裁员周期告一段落，但也无明显员工扩张计划，根据LinkedIn业绩各行业招聘需求较弱。员工人数在从去年初的降本增效策略下开始缩减，截止到今年年初左右结束，目前各家人数处在同比低个位数变动阶段。
- **结构差异：**各家公司对于管理、销售、生产、基础设施环节的人数均做了控制，数量同比略有下降。为了更好地控制成本、维持效率。
- **但对于AI研发等特定领域人员进行补充。**如谷歌和META均在二季度表示下半年要增加AI的研发招聘。

图：各公司员工人数与变化情况



资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理

微软2FQ25：云与SaaS业务指引均降速，资本开支策略注重短期ROI



财务概况：本季度公司实现营收 696亿美元（同比+12%），营业利润同比+17%至317亿美元，净利润同比+10%至241亿美元。

分业务看：1) 生产力和业务流程：本季度收入294亿美元、同比+14%，超过上季度指引上限11%，主要受益于Office 2024推出和提价以及M365商业版与Copilot的持续渗透。其中，Office 2024的推出和提价因素带动 Microsoft 365 商业产品收入增长13%，显著高于预期。**下季度指引生产力业务固定汇率下+11%至+12%，环比降速。**

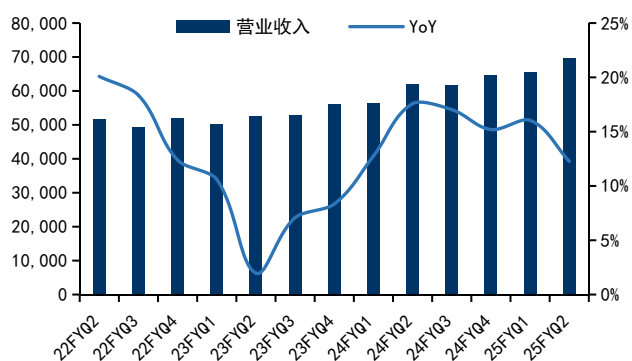
2) 智能云：本季度收入为255亿美元，同比+19%。其中**Azure和其他云业务同比+31%（同口径下环比-2pct）**，除了汇率因素还有非AI需求低于预期、本地合作伙伴解决方案服务实施慢等原因。**其中AI贡献了其中的13个点（上个季度为12个点）。公司预计3FQ25智能云收入固定汇率下同比19%至20%，其中Azure指引+31%-32%cc（增速环比持平）。**Azure季度变化大，AI收入持续提升，预计下季度的AI产能将受到限制。

3) 更多个人计算业务：本季度收入为147亿美元，同比+0%。主要得益于 Windows OEM 预构建、搜索中第三方合作伙伴的使用以及游戏领域的《使命召唤》发布，搜索和新闻广告收入同比+21%，Edge和Bing继续推动增长。下季度指引个位数负增长。

AI业务说明：**AI业务年度收入已超过130亿美元（上个季度为100亿美元），同比+157%。**

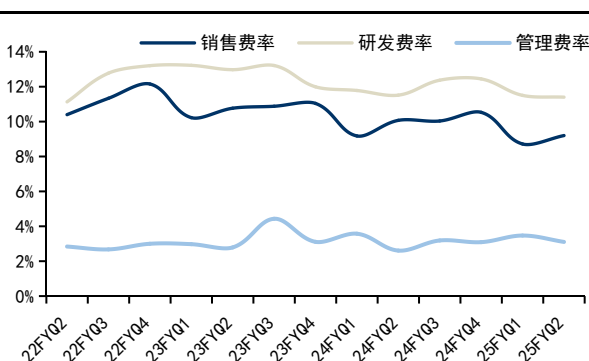
业绩指引：计算公司下季度**总收入同比+10%-11%**。公司预计下季度经营费用预计217-219亿美元（+19%-20%），营业成本164-165亿美元。

图：微软收入变化情况（百万美元，%）



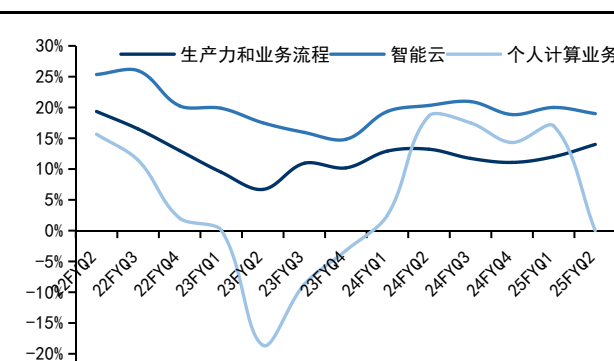
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：微软三费变化情况（百万美元，%）



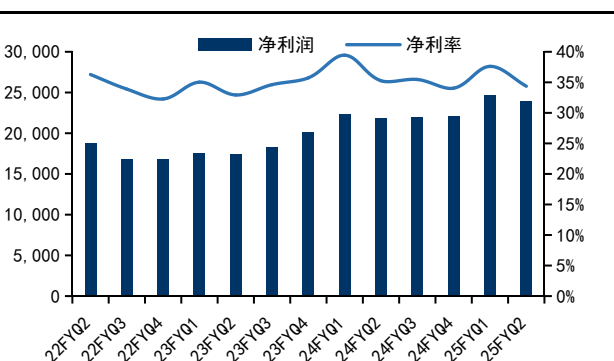
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：微软分业务收入增长变化情况（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：微软净利润季度变化情况（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

微软2025战略重点：云是核心动力，专注AI技术与生态场景的深度嵌入



国信证券
GUOSEN SECURITIES

一、传统业务：云是主要增长来源。在SaaS与PC弱周期阶段，通过AI功能提高ARPU和市占率、追求高效与高质量发展

- ① 智能云业务：Azure业务仍是主要增长动力，但由于合同收入确认的时间不同、季度收入可能会波动。AI占比逐步增长，但下季度仍会受到算力供应限制，预计到今年下半年逐步缓解。非AI业务的增长略低于预期、预计将延续到今年下半年，主要受到合作伙伴销售实施进度、本地服务器业务的影响。
- ② 生产力和业务流程：主要为Microsoft 365、LinkedIn、Dynamics 365、Teams等产品，目前SaaS周期尚未完全复苏、中高端招聘市场持续疲软，业务整体维持低双位数增长。对于渗透率较高的M365，公司期望通过高阶版本E5和M365 Copilot等AI功能带动其ARPU提升，如24年底至今微软宣布在澳大利亚、美国等地区的M365加入Copilot等功能并进行涨价。
- ③ 个人计算业务：PC弱周期下，通过产品份额增长与优先发展高利润率业务、提高运营效率拉动业绩。其中Windows OEM和设备收入预计中个位数的下降；搜索和新闻广告一方面受益于Edge和 Bing的市场份额增加（Edge在美国 Windows系统市场份额已超30%，且连续15个季度份额增长），另一方面受外汇以及第三方合作伙伴使用量恢复的负面影响，预计后续增速会放缓到高个位数；游戏业务收入预计将低个位数增长，主要得益于暴雪和动视内容表现，游戏后续将向利润率更高的业务倾斜。

• 二、AI方面：模型与硬件主要依赖外部产品，应用端积极推动Copilot和Agent平台深度嵌入现有SaaS生态与Windows硬件系统

- ① 硬件设施：数据中心快速扩张，过去三年微软整体数据中心容量翻倍，去年新增容量创历史新高。微软通过自研芯片（如 Maia、Cobalt、Boost、HSM 等）与采用第三方芯片（如 AMD、Intel、NVIDIA 等）相结合的方式提升计算效率。推理方面，每代硬件性价比提升超 2 倍，每代模型性价比提升超 10 倍。
- ② 大模型：绑定OpenAI同时拥抱开源模型。OpenAI的API在Azure上独家运行，同时Azure AI Foundry 支持多种开源模型和不同合作伙伴模型，如DeepSeek的R1、Phi 系列等。
- ③ AI 应用：Copilot功能深度嵌入SaaS与Windows硬件生态，AI同时赋能搜索、广告与游戏业务。Microsoft 365 Copilot 逐步嵌入高阶订阅版本，Copilot 的客户在18 个月内增加了超10 倍的使用席位。Copilot Studio在过去三个月中创建了超过 400,000个Agent，Copilot +Agent 正在改写业务流程。硬件的AI化趋势明显，近期美国15% 的高端笔记本电脑是 Copilot+PC，预计未来几年大部分PC都将具备 Copilot功能。

- 1) **Azure**: Fabric作为Azure的分析产品增长迅速，**超过19,000名付费客户**。Power BI还与Fabric深度集成，**每月活跃用户超过3000万**，自去年以来增长了40%。Azure AI Foundry具有一流的工具、用于构建代理、AI运营以及对数千个模型的API访问，**月活跃用户已超过 200,000人**。
- 2) **AI数据中心**: 为满足AI及云计算业务的需求，微软持续扩充 Azure 的数据中心容量。**在过去三年，数据中心总容量实现了翻倍以上的增长**，去年的扩容幅度创下历史新高。
- 3) **Copilot Studio**: 员工可以在工作流程中直接使用Copilot Studio创建和使用代理，降低了使用门槛。已有超过 106 名医生使用 Copilot Studio，在过去三个月内集体创建了超过 40 万个定制代理。
- 4) **GitHub Copilot**: Copilot 成为众多开发者的首选工具，**GitHub上开发者数量达1.5亿，过去两年增长50%**。VS Code 中GitHub Copilot发布后的第一周就有超过100万名注册用户。
- 5) **M365 Copilot**: Microsoft 365 Copilot 提升员工生产力，为员工提供智能代理服务。从整体数据来看，**购买Copilot的客户在过去 18 个月内，集体将席位扩展了10 倍以上，且每日使用Copilot 的人数季度环比增长超过一倍**。
- 6) **Dynamic**: Dynamics 365 的Docs Copilot得到了广泛应用，每月的医患**互动超过 200 万次，季度环比增长 54%**。
- 7) **LinkedIn Premium**: 本季度的年收入首次超过20亿美元。过去两年中，订阅者增长了近50%，近40%的订阅者使用AI功能来改善个人资料。

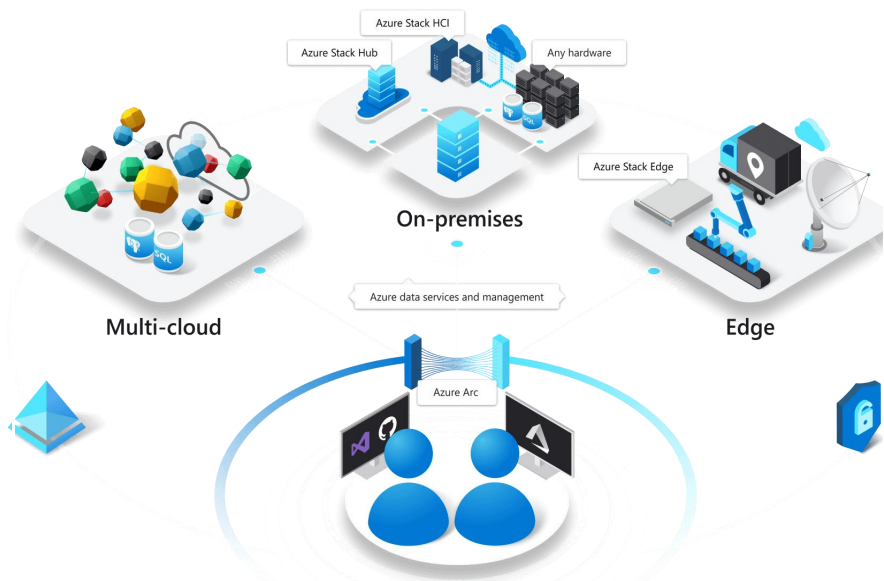
图：微软AI相关业务变化

单位: 家, %	2Q23 4FQ23	3Q23 1FQ24	4Q23 2FQ24	1Q24 3FQ24	2Q24 4FQ24	3Q24 1FQ25	4Q24 2FQ25
Azure							
AI贡献Azure收入占比	1%	3%	6%	7%	8%	12%	19%
Azure AI客户数 (家)	11,000	18,000	53,000		60,000		
QoQ		64%	194%				
Azure Arc客户数 (家)	18,000	21,000		33,000	36,000	39,000	
YoY					100%	86%	
QoQ		17%			9%	8%	
Fabric客户数 (家)	8,000	16,000		11000(付费)	14000(付费)	16000 (付费)	19000 (付费)
QoQ		100%			27%	14%	
Copilot							
M365 Copilot客户数QoQ					100%		
M365 Copilot DAU QoQ					60%	60%	60%
Copilot Studio客户数 (家)			10,909	30,000	50,000	100,000	400,000
QoQ				175%	67%	100%	400%
GitHub Copilot客户数 (家)	270,000	370,000	500,000		770,000	1,190,000	
QoQ		37%	35%			55%	
GitHub Copilot付费用户数 (万)		100	130	180			
QoQ			30%	38%			
GitHub Copilot年化收入 (mm)					2,000		
Power Platform Copilot客户数	63,000	126,000	230,000	330,000	480,000	600,000	
QoQ		100%	83%	43%	45%	25%	
Security Copilot客户数 (家)					1,200,000		

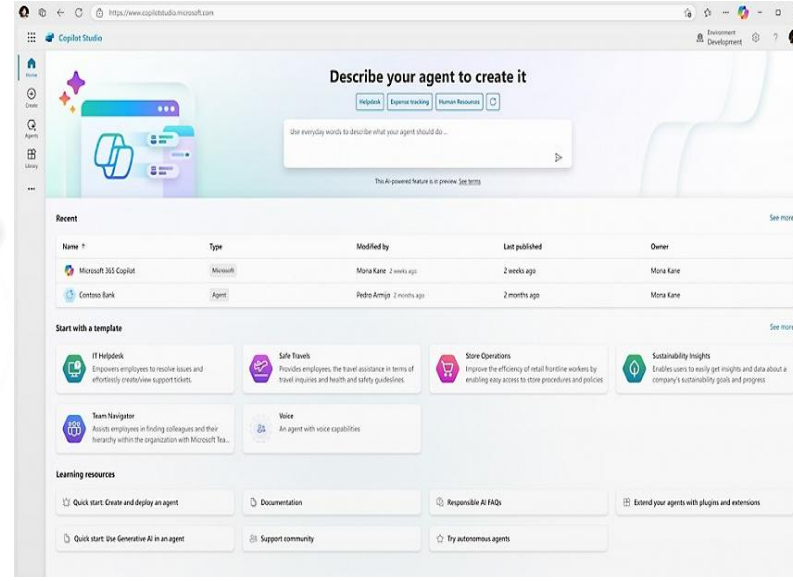
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- **Azure Arc**: 管理、监控、保护应用程序和数据等资源的一体化平台，无论资源在本地数据中心、多云环境还是边缘设备；
- **Azure fabric**: 数据分析平台，提供数据工程、数据工厂、数据科学、实时分析、数据仓库和数据库服务，核心组件包括Power BI、Azure Synapse Analytics、Azure Data Factory等。
- **Copilot Studio**: 图形化的低代码工具，允许用户创建自定义的Copilot（类似GPTS），能够自定义插件连接到其他数据源；
- **GitHub Copilot**: AI代码辅助工具，自动生成高质量代码片段和上下文信息，分析程序员编写的代码、注释和上下文信息；
- **Power Platform Copilot**: 低代码/无代码工具，利用Copilot 能够迅速创建应用程序、自动化流程和聊天机器人，提供改进建议、加速开发过程。
- **Dynamic Agent**: 24年10月22日推出，一系列自主AI Agent嵌入到Dynamics（CRM、ERP软件）中，帮助企业自动化执行各种业务流程，包括销售、客户服务、财务和供应链管理等。比如Supplier Communications Agent能够自动跟踪供应商绩效、检测延迟并做出响应，优化供应链管理。比如财务流程自动化Financial Reconciliation Agent能够自动化财务数据的匹配和清算过程，简化财务报告流程；

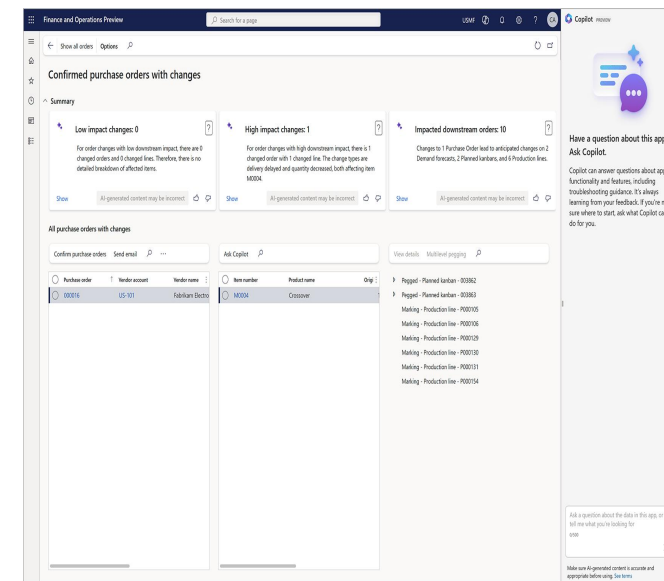
图：微软Azure Arc业务平台



图：微软Copilot Studio界面



图：微软Copilot for Finance



2FQ25微软业绩速览

图：微软核心指标

单位：百万美元	2Q22 4FQ22	3Q22 1FQ23	4Q22 2FQ23	1Q23 3FQ23	2Q23 4FQ23	3Q23 1FQ24	4Q23 2FQ24	1Q24 3FQ24	2Q24 4FQ24	3Q24 1FQ25	4Q24 2FQ25	一致预期	Beat/Miss
总收入	51,865	50,122	52,747	52,857	56,189	56,517	62,020	61,858	64,727	65,585	69,632	68,222-69,152	1%
YOY	12%	11%	2%	7%	8%	13%	18%	17%	15%	16%	12%	10%-11.5%	公司指引
毛利润	35,436	34,670	35,259	36,729	39,394	40,215	42,397	43,353	45,043	45,486	47,833	46,557	3%
毛利率	68%	67%	69%	70%	70%	71%	68%	70%	70%	69%	69%	68%	
研发费率	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%	
销售费率	12%	10%	11%	11%	11%	9%	10%	10%	11%	9%	9%	10%	
管理费率	3%	3%	4%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	
经营利润	20,534	21,518	21,570	22,352	24,254	26,895	27,032	27,581	27,925	30,552	31,653	29,014	9%
OPM	40%	43%	41%	42%	43%	48%	44%	45%	43%	47%	45%	46%	
净利润	16,740	17,556	16,425	18,299	20,081	22,291	21,870	21,939	22,036	24,667	24,108	23,445	3%
净利率	32%	35%	31%	35%	36%	39%	35%	35%	34%	38%	35%	34%	
分业务拆分：										业务披露口径切换			
1.1 智能云 (Azure等)	20,895	20,325	21,508	22,081	23,993	24,259	25,880	26,708	28,515	24,092	25,544	25,550-25,850	-1%
YOY	20%	20%	18%	16%	15%	19%	20%	21%	19%	20%	19%	19%-20%	环比-1pct
占总收入	40%	41%	41%	42%	43%	43%	42%	43%	44%	37%	37%	37%	
其中Azure YOY	40%	35%	31%	27%	26%	29%	30%	31%	29%	33%	31%	31%-32%	固定汇率33%
AI贡献Azure收入占比					1%	3%	6%	7%	8%	12%	19%	7%	
营业利润率	42%	44%	41%	43%	44%	48%	48%	47%	45%	44%	42%	44%	
1.2 生产力流程 (Office等)	16,600	16,465	17,002	17,516	18,291	18,592	19,249	19,570	20,317	28,317	29,437	28,700-29,000	2%
YOY	13%	9%	7%	11%	10%	13%	13%	12%	11%	12%	14%	11%-12%	环比+2pct
占总收入	32%	33%	32%	33%	33%	33%	31%	32%	31%	43%	42%	42%	
其中Office 365 YOY	15%	11%	11%	14%	15%	18%	17%	15%	13%	15%	15%	14%	
营业利润率	44%	51%	48%	49%	49%	54%	53%	52%	50%	58%	56%	46%	
1.3 更多个人计算 (Windows等)	14,371	13,332	14,237	13,260	13,905	13,666	16,891	15,580	15,895	13,176	14,651	13,850-14,250	5%
YOY	2%	0%	-19%	-9%	-3%	3%	19%	17%	14%	17%	0%	-4%	
占总收入	28%	27%	27%	25%	25%	24%	27%	25%	25%	20%	21%	20%	
营业利润率	32%	32%	23%	32%	34%	38%	25%	32%	31%	27%	27%	23%	
Capex (含融资租赁)	8,700	6,600	6,800	7,800	10,700	11,200	11,500	14,000	19,000	20,000	22,600	18,566	22%
Capex YOY	19%	-11%	0%	24%	23%	70%	69%	79%	78%	79%	97%	66%	
Capex/净利润	52%	38%	41%	43%	53%	50%	53%	64%	86%	81%	94%	79%	
折旧摊销	3,979	2,790	3,648	3,549	3,874	3,921	5,959	6,027	6,380	7,383	6,827	7,494	
YoY	19%	-13%	4%	-6%	-3%	41%	63%	70%	65%	88%	15%	26%	
员工人数	181,000	—	—	—	221,000	—	—	—	228,000	—	—	—	
YoY	11%	—	—	—	13%	—	—	—	10%	—	—	—	
回购	8,757	5,573	5,459	5,509	5,704	4,831	4,000	4,213	4,210	4,107	4,126	—	
分红	4,632	4,621	5,066	5,059	5,054	5,051	5,574	5,572	5,574	5,574	5,574	—	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

Meta FY24Q4: 广告营收利润保持强劲, 指引25年资本开支显著增加

概况: 四季度营收 484亿美元 (同比+21%), 公司指引13%-20%。其中广告收入468亿美元 (同比+21%)。营业利润234亿美元, 营业利润率48% (同比+8pcts、环比+6pcts), 净利润为208亿美元 (同比+49%), 净利率43%。

分业务: 1) Family of Apps: 本季度收入473亿美元, 同比+21%。在线商务同比增长贡献最大, 其次是医疗、娱乐和媒体。按广告主地域划分, 亚太+23%最高, 欧洲+22%其次, 北美+18%最低, 受高基数影响。

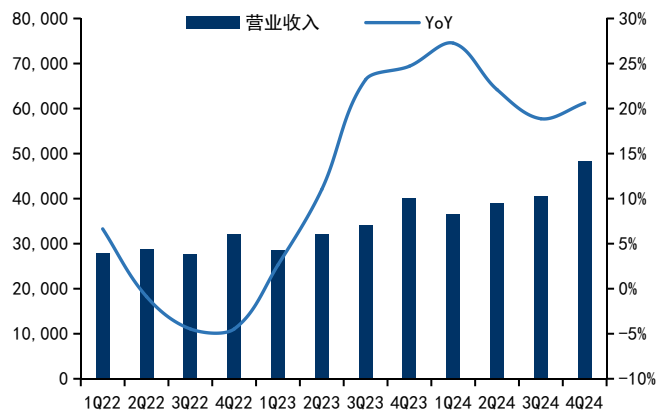
2) Reality Labs: 收入为10.8亿美元, 同比+1%, 运营利润为-49.7亿美元 (上季度-44.9亿美元)。

资本支出: 四季度资本开支为148亿美元, 2024年资本开支为392亿美元, 同比+40%。同时**业绩会指引2025年资本开支至600-650亿美元 (24年392亿美元), 同比+53%-66%**, 主要是Gen AI工作和核心业务。2025年的大部分资本支出将继续用于核心业务。

广告曝光与价格: 本季度广告收入同比+21%, 其中**广告展示量同比+6%, 增速略有放缓, 反映了Reels流量时长的高基数。**广告平均价格增长**14%, 增速季度提升, 主要受益于广告商需求的增加, 部分原因是广告效果的提升。**META在广告业务呈现超额增长, 与Reels持续获取时长/流量、公司AI和数据能力提升有关。广告展示量增长主要由亚太地区推动为, 达到10%的同比增长。

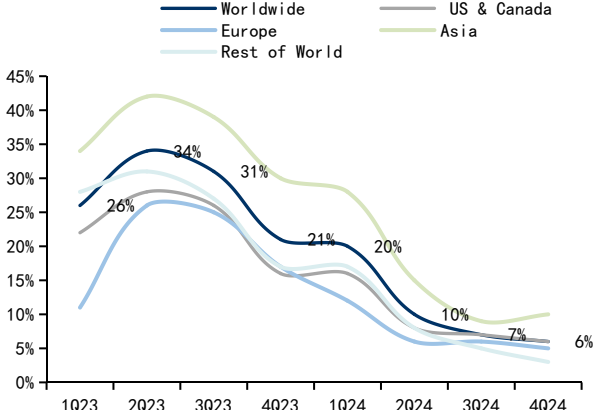
业绩指引: 公司预计**2025年第一季度营收395亿-418亿美元 (对应同比+8%-15%, 固定汇率下同比+11%-18%)**。预计全年总费用将在1140-1190亿美元, 主要是更高的运营费用和折旧推动, 员工薪酬将成为第二大因素。

图: META总收入及增速 (百万美元、%)



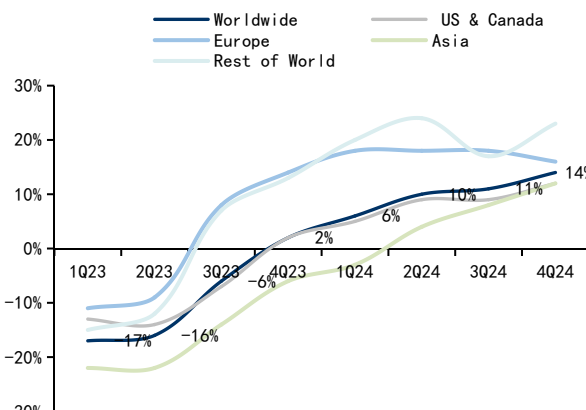
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图: META各地区展示量 (Impressions) 同比变化



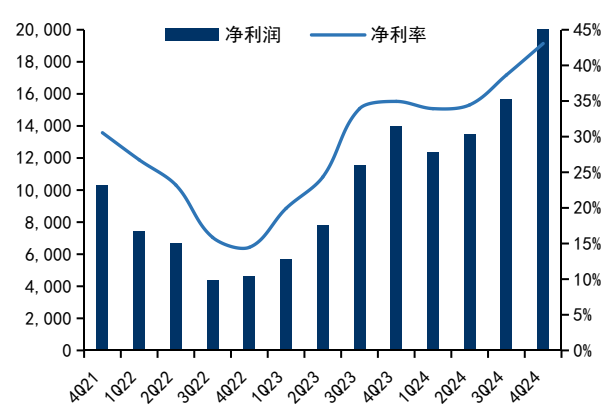
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图: META 各地区广告均价同比变化



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图: META净利润及净利率 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

一、META 应用家族与元宇宙产品发展战略：产品持续迭代升级，AI技术增加用户粘性、提高变现能力

- ① **FaceBook与Instagram**：MAU分别超30亿、20亿的核心产品，不单纯追求短期商业利益最大化，而是**专注视频功能、平台升级与创作者生态建设**。如通过Reels短视频拉动用户时长，通过优化排名系统进行全屏视频内容精准分发。将推出Edits独立APP(类似剪映)，让创作者在手机上制作Reels。
- ② **WhatsApp与Messenger**：MAU均超10亿的即时通讯平台，有大量B/C端用户、但广告变现率低。采用META AI在平台提供信息查询、教育咨询和情感支持等功能，增强客户体验。变现方面，**AI营销与消息广告帮助BC端互动，提供客服支持并促进交易，提高平台货币化水平**。
- ③ **新产品Threads**：发展迅速，月活跃用户已超3.2亿、日注册量超100万，**目标未来几年内达到10亿MAU，成为对标Twitter的内容讨论平台**。预计今年一方面持续迭代功能（如自定义订阅源），另一方面推荐算法AI升级、增加用户粘性，如优先展示近期帖子、热门内容。
- ④ **元宇宙**：包括 Meta Quest（VR设备）、Meta Horizon Worlds（虚拟体验平台）、avatars（虚拟形象）、Ray-Ban Meta（AI眼镜）等。**2025年是判断AR眼镜等终端形态是否能成为新硬件载体至关重要的一年**，成功的话销量将从百万通往数亿甚至数十亿。

二、AI应用、大模型与算力：短期不会商业化变现、而是抢占高频流量入口，加强开源大模型与底层硬件生态建设

- ① **Meta AI集成到“应用家族”将成为十亿级MAU信息查询入口，将根据用户社媒数据实现精准对话**：**当前拥有7亿月活、预计2025年用户超10亿，成为嵌入到META生态的个性化聊天助手**。META AI能够记住用户之前查询的细节，考虑他们在Facebook和Instagram上的互动内容，依据用户情境、兴趣等优化，提供定制化服务。同时与Facebook的feed deep dives、WhatsApp集成，方便用户就推荐内容和对话内容提问。**Meta谨慎推进AI产品货币化**，当前重点是扩大AI产品规模、提升用户体验和产品优势。
- ② **Advantage+提高内容生产与广告投放效**：Advantage+ Shopping采用率继续扩大，**年收入超200亿美元，四季度同比+70%**。Advantage+ Creative也发展迅速，**超400万广告商使用至少一种生成式人工智能广告创意工具，同时测试新的广告创建流程**。
- ③ 预计今年推出以编程与问题解决功能为主的AI Agent，主要内部自用。
- ④ **大模型坚持开源、制定行业标准，预计今年推出原生多模态Llama4**：Llama 4训练取得显著进展，Llama4 mini预训练完成。Llama 3旨在让开源模型与封闭模型竞争，面对DeepSeek，公司认为**行业将形成全球开源标准**。Llama 4将具备原生多模态、全能模型和智能体能力。
- ⑤ 预计加快自研ASIC芯片MTIA在广告推荐、推理场景使用，后续也将用于训练：公司通过扩展服务器使用年限、部署定制 MTIA 芯片等方式提高计算效率、降低成本，2025年将加快定制MTIA 芯片在排名和推荐推理工作负载中的应用，**2024年初开始部署、2025年扩大应用范围**，未来计划用于训练工作负载。

24Q4 Meta业绩速览

图：META核心指标

百万美元	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	一致预期	Beat/Miss
总收入	28,822	27,714	32,165	28,645	31,999	34,146	40,111	36,455	39,071	40,589	48,385	45,000-48,000	4%
YoY	-1%	-4%	-4%	3%	11%	23%	23%	27%	22%	19%	21%	13%-20%	公司指引
毛利	23,630	21,998	23,829	22,537	26,054	27,936	32,416	29,815	31,763	33,214	39,546	38,099	-39%
毛利率	82%	79%	74%	79%	81%	82%	81%	82%	81%	82%	82%	81%	
研发费率	30%	33%	30%	33%	29%	27%	26%	27%	27%	28%	25%	25%	
营销费率	12%	14%	14%	11%	10%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	
管理费	10%	12%	10%	10%	13%	6%	6%	9%	9%	5%	2%	6%	
经营利润	8,358	5,664	6,399	7,227	9,392	13,748	16,384	13,818	14,847	17,350	23,365	20,125	16%
OPM	29%	20%	20%	25%	29%	40%	41%	38%	38%	43%	48%	42%	
净利润	6,687	4,395	4,652	5,709	7,788	11,583	14,017	12,369	13,465	15,688	20,838	17,535	19%
净利率	23%	16%	14%	20%	24%	34%	35%	34%	34%	39%	43%	37%	
分业务拆分：													
1.1 FoA (广告)	28,152	27,237	31,254	28,101	31,498	33,643	38,706	35,635	38,329	39,885	46,783	45,686	2%
YoY	-1%	-4%	-4%	4%	12%	24%	24%	27%	22%	19%	21%	18%	
占总收入	98%	98%	97%	98%	98%	99%	96%	98%	98%	98%	97%	98%	
1.2 FoA (非广告)	218	192	184	205	225	293	334	380	389	434	519	436	19%
YoY	14%	9%	19%	-5%	3%	53%	82%	85%	73%	48%	55%	30%	
占总收入	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
FoA 营业利润	11,164	9,336	10,678	11,219	13,131	17,490	21,030	17,664	19,335	21,778	28,332	25,294	12%
FoA (总)OPM	39%	34%	34%	40%	41%	52%	54%	49%	50%	55%	61%	56%	
1.3 RL	452	285	727	339	276	210	1,071	440	353	270	1,083	1,108	-2%
YoY	48%	-49%	-17%	-51%	-39%	-26%	47%	30%	28%	29%	1%	3%	
占总收入	2%	1%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	2%	
RL 营业利润	-2,806	-3,672	-4,279	-3,992	-3,739	-3,742	-4,646	-3,846	-4,488	-4,428	-4,967	-5,230	-5%
RL OPM	-621%	-1288%	-589%	-1178%	-1355%	-1782%	-434%	-874%	-1271%	-1640%	-459%	-522%	
Impressions全球YoY				26%	34%	31%	21%	20%	10%	7%	6%	10%	
Ad price 全球YoY				-17%	-16%	-6%	2%	6%	10%	11%	14%	7%	
DAP (亿)	28.8	29.3	29.6	30.2	30.7	31.4	31.9	32.4	32.7	32.9	33.5	32.9	
YoY				5.2%	6.6%	7.2%	7.8%	7.3%	6.5%	4.8%	5.0%	3%	
ARPU (美元)	\$9.87	\$9.44	\$10.68	\$9.47	\$10.42	\$10.93	\$12.33	\$11.20	\$11.89	\$12.29	\$14.25	\$11.04	
YoY				-1.0%	5.6%	15.8%	15.4%	18.3%	14.1%	12.4%	15.6%	-10%	
Capex(含融资租赁)	7,747	9,518	9,223	7,087	6,354	6,763	7,899	6,715	8,472	9,202	14,836	15,248	-3%
Capex YOY	64%	109%	66%	28%	-18%	-29%	-14%	-5%	33%	36%	88%	93%	
Capex/净利润	116%	217%	198%	124%	82%	58%	56%	54%	63%	59%	71%	87%	
折旧摊销	1,979	2,175	2,376	2,524	2,623	2,858	3,172	3,374	3,637	4,027		4,276	
YoY	0%	9%	18%	17%	33%	31%	34%	34%	39%	41%		35%	
员工人数	83,553	87,314	86,482	77,114	71,469	66,185	67,317	69,329	70,799	72,404	74,067	74,066	
YoY	32%	28%	20%	-1%	-14%	-24%	-22%	-10%	-1%	9%	10%	10%	
回购	5,080	6,550	6,910	9,220	793	3,700	6,320	14,640	6,320	8,860	-	-	
分红								1,270	1,270	1,260	1,270		

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

谷歌FY24Q4：广告维持双位数增长，供应限制致云增速回落

财务概况: FY24Q4公司营收965亿美元（同比+12%），毛利率57.9%，营业利润310亿美元（营业利润率32.1%）。

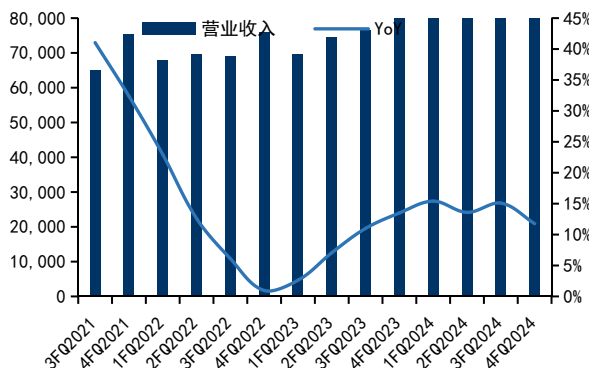
分业务：1) 谷歌服务: 收入841亿美元（同比+10%），其中包括谷歌广告收入841亿美元（同比+10.2%），主要是强劲的保险业带动金融服务类表现领先。广告收入包括谷歌搜索广告收入540亿美元（同比+12.5%），YouTube 广告收入105亿美元（同比+14%）Youtube受益于美国大选广告的强劲支出，预计25年将面临高基数挑战。谷歌网络联盟收入80亿美元（同比-4%）；公司预计25Q1有一次性逆风，包括美元汇率以及闰年（25Q1同比少一天），预计广告收入在金融服务的红利消失后增速将有所回落。

2) 谷歌云: 收入120亿美元（同比+30.1%、环比-5.3%），需求强劲背景下供应限制导致较Q3有所回落，预计后续的恢复节奏也将影响25年表现。Google Workspace的增长主要是由单个席位平均收入的增长推动的。Q4营业利润率为18%（同比+9pcts、环比+1pcts）。

云AI基础设施和Gen AI解决方案年化数十亿美元的收入。

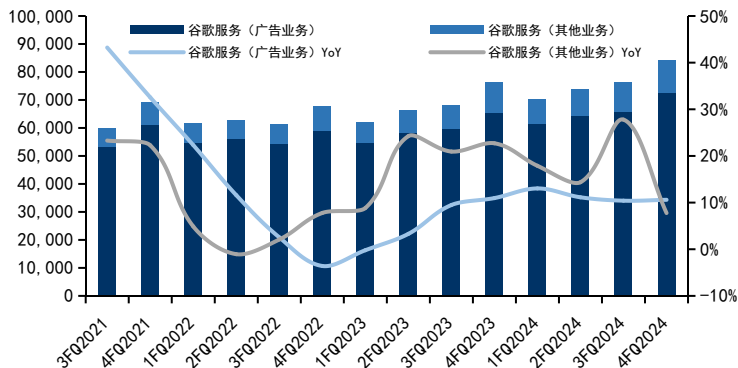
资本支出：24Q4资本支出143亿美元（同比+30%、环比+9%），指引25Q1为160-180亿美元，全年Capex为750亿美元，同比+43%。Capex支出主要反映了对技术基础设施的投资，其中最大的是对服务器，其次是数据中心，以支持Google Services、Cloud和Google DeepMind方面的业务增长。

图：谷歌总收入及增速（百万美元，%）



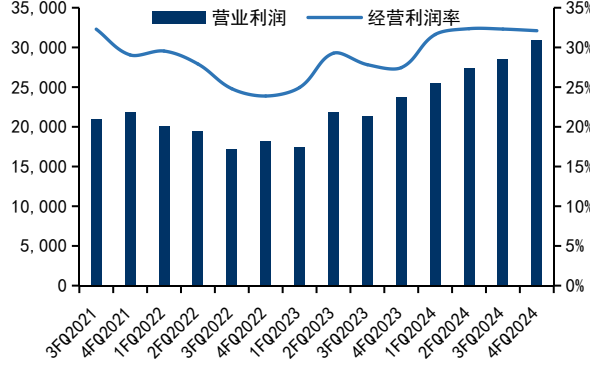
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：谷歌服务（广告与其他）收入及增速（百万美元，%）



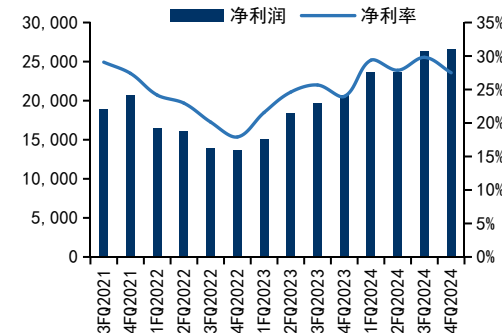
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：谷歌营运利润及营运利润率（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：谷歌净利润及净利润率（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

谷歌2025战略重点：加快搜索改造，全面布局算力/云、模型



一、 广告业务：AI扩大搜索内容、搜索方式，提高广告转化效率

- (1) **AI Overview**: 推出AI Overview后，搜索使用量增加，用户满意度提高。开始在100多个新的国家和地区推出。且使用量会随着时间的推移而增加，这种行为在年轻用户中更为明显。目前已在AI overview中测试Gemini 2.0，并计划在今年晚些时候广泛推出。
- (2) **Circle to Search**: (屏幕点选、画圈搜索) 当前**超过2亿安卓用户在使用 (Q3为1.5亿)**。之前尝试过的用户现在已经使用Circle to Search在**搜索中占比超过10%**。
- (3) **Lens视觉搜索**: 视觉搜索功能，每月用于**超过200亿次**视觉搜索查询，其中大多数搜索是增量搜索。
- (4) **Demand Gen广告**: AIGC素材工具，Petco在定位、广告素材生成和竞价中使用Demand Gen在 YouTube上寻找新的宠物父母受众。与社交基准相比，广告支出**回报率高出275%，点击率高出74%**。丝芙兰使用demand gens shorts only渠道来提高节日礼物指南广告活动的流量和品牌搜索量，并利用更大的合作来寻找最好的礼物。这推动了丝芙兰假日搜索量的**相对增长82%**。

二、 大模型与其他业务：

- (1) **Gemini**: 12月推出Gemini 2.0为智能代理时代打造的强大 AI 模型，并推出主力型号Gemini 2.0 Flash低延迟、高性能，已应用于Gemini 应用，还将面向开发者和客户全面开放。同时，视频和图像生成模型Veo2和Imagen 3表现出色。
- (2) **Waymo**: 2024年服务了**超过400万次**乘客出行，目前**每周行程超过15万次**，后续将扩大网络和运营合作伙伴关系，包括25年的奥斯汀和亚特兰大，以及26年的迈阿密。
- (3) **YouTube**: 根据Nielsen，YouTube上基于Google AI的视频广告活动带来的广告支出回报率**比手动广告活动高17%**。最新的视频生成模型Veo2将在未来几个月内向Youtube创作者提供。

三、 算力与基建：

- **TPU**: Q4第六代TPU Trillium采用，与上一代相比，**它的训练性能提高了4倍，推理吞吐量提高了3倍**。
- **数据中心**: 构建了全球云区域和数据中心网络，2024 年新开辟11个云区域和数据中心园区，规划7个海底电缆项目。

24Q4谷歌业绩速览

图：谷歌核心指标

百万美元	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	一致预期	Beat/Miss
总收入	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	84,742	88,268	96,469	96,573	0%
YOY	13%	6%	1%	3%	7%	11%	13%	15%	14%	15%	12%	12%	
毛利润	39,581	37,934	40,706	39,175	42,688	43,464	48,735	46,827	49,235	51,794	55,856	55,855	0%
毛利率	57%	55%	54%	56%	57%	57%	56%	58%	58%	59%	58%	58%	
研发费率	14%	15%	14%	16%	14%	15%	14%	15%	14%	14%	13%	14%	
营销费率	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	8%	
管理费率	5%	5%	7%	5%	5%	5%	6%	4%	4%	4%	4%	5%	
经营利润	19,453	17,135	18,160	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472	27,425	28,521	30,972	30,680	1%
OPM	28%	25%	24%	25%	29%	28%	27%	31.6%	32.4%	32.3%	32.1%	31.9%	
净利润	16,002	13,910	13,624	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662	23,619	26,301	26,536	26,076	2%
净利率	23%	20%	18%	22%	25%	26%	24%	29%	28%	30%	28%	25%	
YoY	-14%	-27%	-34%	-8%	15%	42%	52%	57%	29%	34%	28%	26%	
收入拆分：													
1.1 谷歌服务收入	62,841	61,377	67,838	61,961	66,285	67,986	76,311	70,398	73,928	76,510	84,094	83,755	0%
YOY	12%	3%	-4%	0%	3%	11%	12%	14%	12%	13%	10%	10%	
占总收入	90%	89%	89%	89%	89%	89%	88%	87%	87%	87%	87%	87%	
OPM	34%	31%	30%	35%	35%	35%	35%	40%	40%	40%	39%	39%	
1.1.1 谷歌服务广告	56,288	54,482	59,042	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	64,616	65,854	72,461	71,766	1%
YOY	12%	3%	-4%	0%	3%	9%	11%	13%	11%	10%	11%	10%	
1.1.1.1 搜索广告	40,689	39,539	42,604	40,359	42,628	44,026	48,020	46,156	48,509	49,385	54,034	53,310	1%
YOY	14%	4%	-2%	2%	5%	11%	13%	14%	14%	12%	13%	11%	
1.1.1.2 Youtube	7,340	7,071	7,963	6,693	7,665	7,952	9,200	8,090	8,663	8,921	10,473	10,236	2%
YOY	5%	-2%	-8%	-3%	4%	12%	16%	21%	13%	12%	14%	11%	
1.1.1.3 网络联盟	8,259	7,872	8,475	7,496	7,850	7,669	8,297	7,413	7,444	7,548	7,954	8,149	-2%
YOY	9%	-2%	-9%	-8%	-5%	-3%	-2%	-1%	-5%	-2%	-4%	-2%	
1.1.2 谷歌服务其他	6,553	6,895	8,796	7,413	8,142	8,339	10,794	8,739	9,312	10,656	11,633	11,994	-3%
YOY	-1%	2%	8%	9%	24%	21%	23%	18%	14%	28%	8%	11%	
1.2 谷歌云收入	6,276	6,868	7,315	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	11,353	11,955	12,155	-2%
YOY	36%	38%	32%	28%	28%	22%	26%	28%	29%	35%	30%	32%	
占总收入	9%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	13%	12%	13%	
OPM	-9%	-6%	-3%	3%	5%	3%	9%	9%	11%	17%	18%	16%	
1.3 Other Bets	193	209	226	288	285	297	657	495	365	388	400	595	-33%
YOY	1%	15%	25%	-35%	48%	42%	191%	72%	28%	31%	-39%	-9%	
占总收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	
OPM	-694%	-586%	-547%	-425%	-285%	-402%	-131%	-206%	-311%	-816%	-696%	-433%	
Capex	6,828	7,276	7,595	6,289	6,888	8,055	11,019	12,012	13,186	13,061	14,276	13,223	8%
Capex YOY	24%	7%	19%	-36%	1%	11%	45%	91%	91%	62%	30%	20%	
Capex/净利润	43%	52%	56%	42%	38%	41%	53%	51%	56%	50%	54%	51%	
折旧摊销	3,698	3,933	4,065	3,060	3,279	3,671	3,316	3,413	3,708	3,985	4,205	4,468	
YOY	35%	27%	26%	-15%	-11%	-7%	-18%	12%	13%	9%	27%	35%	
员工人数	174,014	186,779	190,234	190,711	181,798	182,381	182,502	180,895	179,582	181,269	183,323	183,175	
YOY	21%	24%	22%	16%	4%	-2%	-4%	-5%	-1%	-1%	0%	0%	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

亚马逊FY24Q4：利润出色，短期云受供应紧缺限制，继续加大AI投入

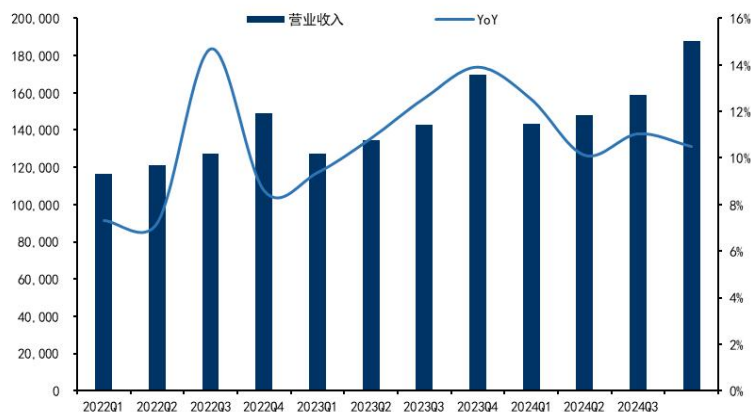
财务概况：24Q4营业收入1878亿美元（同比+10%），符合上季度业绩指引，营业利润212亿美元超指引上限，**经营利润率为11%（同比+3pcts、环比持平）**，净利润200亿美元（去年同期净利润为106亿美元）。

- **分地区：**①北美业务收入1156亿美元（同比+10%），营业利润93亿美元（OPM达到8%，同比+2pct）。
- ②国际业务收入434亿美元（同比+8%），营业利润13亿美元（去年同期亏损4亿美元），总体上零售业务利润率在履约效率的提升以及高利润的广告业务占比增加的情况下，延续了24年的利润率同比提升势头。
- ③AWS业务收入288亿美元（同比+19%），营业利润106亿美元（OPM达到37%，同比+7pcts），依旧受益于服务器折旧摊销周期延长带来的利润率同比提高约200bps。**AI业务目前是数十亿美元的营收体量，但增速快、年增长率达到三位数。**

CAPEX：24Q4资本开支263亿美元，同比+95%，超出市场预期的223亿美元，资本支出受AI驱动本季度提升明显，公司业绩会表示预计2025年资本开支将达到1000-1100亿美元，超出此前彭博预期的850亿美元，绝大部分将用于AWS的人工智能领域。

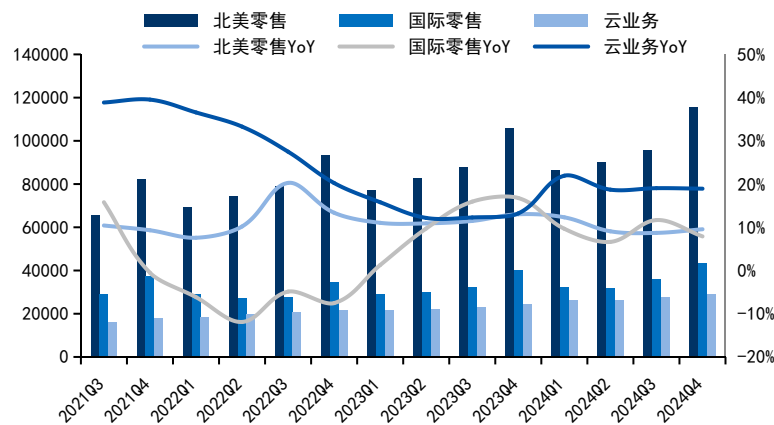
指引：预计25Q1收入1510亿美元至1555亿美元（**同比+5%-9%**），低于市场预期的1586亿美元，主要是外汇汇率负面影响150bps。营运利润140-180亿美元（24年同期为153亿美元），**计算营业利润率中位数约10.4%（本季度为11%）。**

图：亚马逊收入变化情况（百万美元，%）



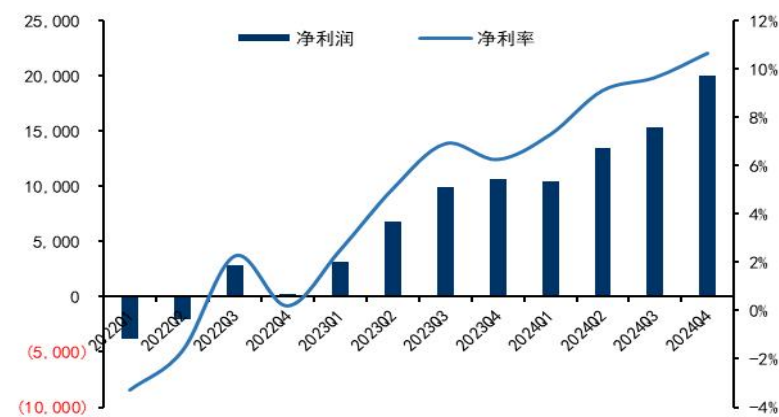
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：亚马逊分地区收入占比变化情况（百万美元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊净利润及变化情况（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

亚马逊2025年战略重点：延续24年增长策略，加大AI投入



零售：继续追求履约效率提升、丰富会员权益，提升广告收入占比

- 1) **完善供给**：亚马逊在24年积极引入雅诗兰黛、阿玛尼等美妆品牌，25年将继续拓展美妆、汽车等品类。
- 2) **丰富会员权益**：24年亚马逊Prime会员推出了在BP Amoco和Ampm加油站每加仑燃油可享受0.10美元折扣的权益，从会员推出起，亚马逊每年都在不断丰富权益，25年预计将继续在扩大配送能力等方面完全用户权益。
- 3) **广告**：24年起推出的流媒体广告25年将继续提升ad load和覆盖地区，新增巴西、印度、日本、荷兰、新西兰等国家。
- 4) **履约优化**：亚马逊在24Q4推出了重新设计的美国入站网络，改善了库存布局，并宣布将在美国路易斯安那州的什里夫波特地区启用一个新型配送中心，采用先进仓储技术和人工智能算法，提高分拣和配送效率。25年将继续优化物流网络设计，并且扩大机器人的生产，将更多配送中心改造成什里夫波特的模式。

云&AI：扩张CAPEX满足下游需求，完善Agent产品

- 1) **底层**：继续推进芯片研发，缓解上游压力。24年12月的Re: Invent大会上，亚马逊发布了Trainium 2芯片。搭载 Trainium 2 芯片的EC2 实例在性价比方面通常比目前其他基于GPU的实例高出30%-40%，公司目前在积极开发Trainium3，有望于2025年末上线。
- 2) **中间层**：在 Re:Invent 大会上，亚马逊将 Luma AI、Poolside 等 100 多个流行的新兴模型以及自研的Nova模型集成到 Bedrock 中，并推出了提示缓存、智能提示路由和模型蒸馏等新功能，有助于客户在推理过程中降低成本和延迟。并在25年进一步集成了Deepseek，也是第一家以完全托管的一般可用模型形式提供 DeepSeek-R1 的云服务提供商。
- 3) **应用层**：积极拥抱Agent。24Q4面向B端的Agent产品Amazon Q推出了 Q Transform 功能，支持将Windows.NET应用程序迁移到 Linux 和 EC2 平台，并加速大型机迁移，帮助 Amazon 团队节省了 2.6 亿美元和 4,500 名开发人员的时间。早期客户测试表明，Q Transform 可以将原本需要多年时间的大型机迁移工作缩短至几个季度，迁移时间缩短了一半以上。25年公司进一步在Agent产品上取得突破，Q1推出了新一代由AI驱动的agent Alexa+，更具对话性、更智能、更个性化，能够与其智能音箱等硬件产品结合与用户对话。

24Q4亚马逊业绩速览

图：亚马逊核心指标

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	一致预期	Beat/Miss
总收入	121,234	127,101	149,204	127,358	134,383	143,083	169,961	143,313	147,977	158,877	187,792	187,323	0%
YOY	7%	15%	9%	9%	11%	13%	14%	13%	10%	11%	10%	7%-11%	公司指引
毛利	54,810	56,833	63,564	59,567	65,010	68,061	77,408	70,680	74,192	77,900	88,899	90,315	-2%
毛利率	45%	45%	43%	47%	48%	48%	46%	49%	50%	49%	47.3%	47.1%	
履约费率	17%	16%	15%	16%	16%	16%	15%	16%	16%	16%	14.9%	15.2%	
销售费率	8%	9%	9%	8%	8%	7%	8%	7%	7%	7%	7.0%	7.1%	
管理费	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1.5%	1.6%	
研发费率	15%	15%	14%	16%	16%	15%	13%	14%	15%	14%	12.6%	12.9%	
经营利润	3,317	2,525	2,737	4,774	7,681	11,188	13,209	15,307	14,672	17,411	21,203	16,000-20,000	公司指引
OP Margin	3%	2%	2%	4%	6%	8%	8%	10.7%	10%	11%	11%	10%	1%
净利润	-2,028	2,872	278	3,172	6,750	9,879	10,624	10,431	13,478	15,328	20,004	15,863	26%
净利率	-2%	2%	0%	2%	5%	7%	6%	7%	9%	10%	11%	8.5%	
业务拆分一：													
1.1 北美零售	74,430	78,843	93,363	76,881	82,546	87,887	105,514	86,341	90,033	95,537	115,586	114,274	1%
YOY	10%	20%	13%	11%	11%	11%	13%	12%	9%	9%	10%	8%	
占总收入	61%	62%	63%	60%	61%	61%	62%	60%	61%	60%	62%	61%	
OPM	-1%	-1%	0%	1%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	8%	6%	
1.2 国际零售	27,065	27,720	34,463	29,123	29,697	32,137	40,243	31,935	31,663	35,888	43,420	44,126	-2%
YOY	-12%	-5%	-8%	1%	10%	16%	17%	10%	7%	12%	8%	10%	
占总收入	22%	22%	23%	23%	22%	22%	24%	22%	21%	23%	23%	24%	
OPM	-7%	-9%	-6%	-4%	-3%	0%	-1%	3%	1%	4%	3%	3%	
1.3 AWS收入	19,739	20,538	21,378	21,354	22,140	23,059	24,204	25,037	26,281	27,452	28,786	28,817	0%
YOY	33%	27%	20%	16%	12%	12%	13%	17%	19%	19%	19%	19%	
占总收入	16%	16%	14%	17%	16%	16%	14%	17%	18%	17%	15%	15%	
OPM	29%	26%	24%	24%	24%	30%	30%	36%	36%	38%	37%	35%	
业务拆分二：													
2.1 线上商店	50,855	53,489	64,531	51,096	52,966	57,267	70,543	54,670	55,392	61,411	75,556	74,705	1%
YOY	-4%	7%	-2%	0%	4%	7%	9%	7%	5%	7%	7%	6%	
2.2 实体商店	4,721	4,694	4,957	4,895	5,024	4,959	5,152	5,202	5,206	5,228	5,579	5,400	3%
YOY	12%	10%	6%	7%	6%	6%	4%	6%	4%	5%	8%	5%	
2.3 第三方卖家服务	27,376	28,666	36,339	29,820	32,332	34,342	43,559	34,596	36,201	37,864	47,485	48,025	-1%
YOY	9%	18%	20%	18%	18%	20%	20%	16%	12%	10%	9%	10%	
2.4 订阅服务	8,716	8,903	9,189	9,657	9,894	10,170	10,488	10,722	10,866	11,278	11,508	11,577	-1%
YOY	10%	9%	13%	15%	14%	14%	14%	11%	10%	11%	10%	10%	
2.5 广告服务	8,757	9,548	11,557	9,509	10,683	12,060	14,654	11,824	12,771	14,331	17,288	17,358	0%
YOY	18%	25%	19%	21%	22%	26%	27%	24%	20%	19%	18%	18%	
2.6 其他	1,070	1,263	1,253	1,027	1,344	1,226	1,361	1,262	1,260	1,313	1,590	1,417	12%
YOY	131%	164%	76%	55%	26%	-3%	9%	23%	-6%	7%	17%	4%	
2.7 AWS	19,739	20,538	21,378	21,354	22,140	23,059	24,204	25,037	26,281	27,452	28,786	28,817	0%
YOY	33%	27%	20%	16%	12%	12%	13%	17%	19%	19%	19%	19%	
Capex (净额)	14,098	15,041	15,440	13,070	10,412	11,298	13,353	13,935	16,393	21,278	26,052	22,304	17%
Capex YOY	9%	2%	-6%	-5%	-26%	-25%	-14%	7%	57%	88%	95%	67%	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，公司业务、产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游数字化需求不及预期，相关的数字化投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，AI伦理风险。AI可能会生产违反道德、常规、法律等内容。

第四，核心技术水平升级不及预期的风险。AI大模型研发进度落后，AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

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.CSI）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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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