

人工智能行业专题： 2025Q1海外大厂CapEx和ROIC总结梳理

行业研究 · 行业专题

计算机 · 人工智能

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

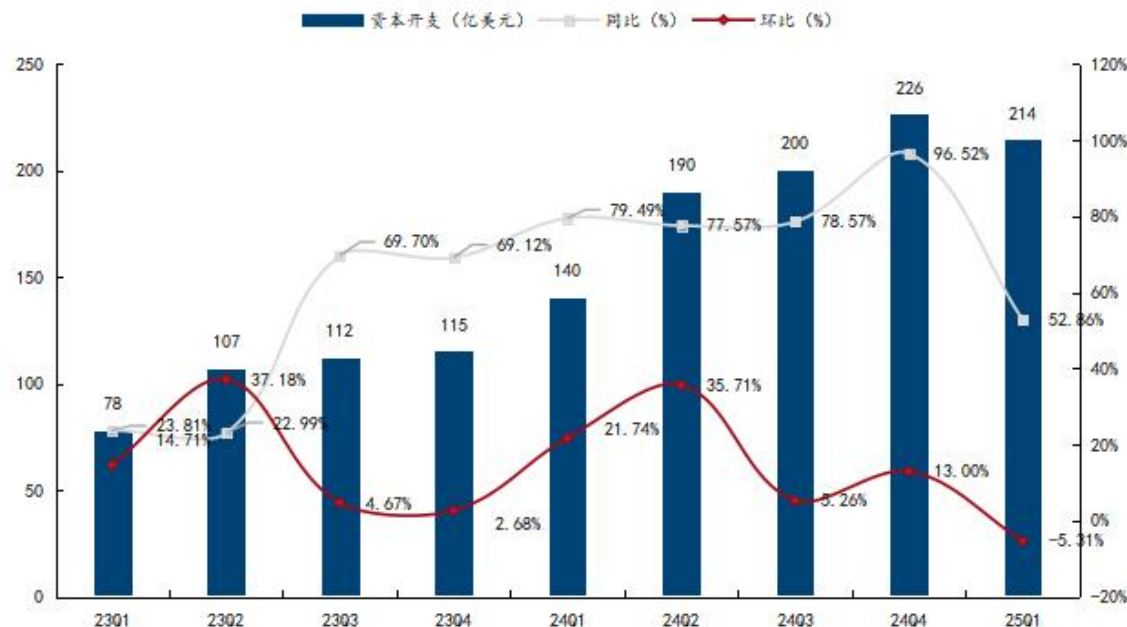
- **云厂商资本开支及业绩情况复盘。**回顾一季度微软、亚马逊、谷歌及Meta数据，微软、Meta、亚马逊资本开支同比增速放缓，环比开始下行。各厂商收入增速整体放缓，Meta、谷歌、亚马逊收入环比下滑，受AI推动微软收入、利润稳健增长。
- **云收入及ROIC情况。**整体来看，各厂商云收入均保持增长，云收入总体增速有所放缓。投入资本回报率（ROIC）方面，受整体收入、利润情况影响，Meta、亚马逊ROIC环比下降。
- **风险提示：**AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动。

- [01] 云厂商资本开支及业绩情况复盘
- [02] 云收入及ROIC情况
- [03] 风险提示

微软：2025Q1资本开支环比下降

- 2025Q1（FY25Q3）微软资本开支环比下降5.3%。微软本季度支出为214亿美元，低于预期，主要是由于数据中心租赁交付时间的变化导致的正常波动。预计下季度资本支出环比增加，预计2026财年的资本支出增长率将低于2025财年，同时将更加侧重于短期资产的投资，以更好地与收入增长相匹配。
- AI及其他业务亮点：1) GitHub Copilot用户增长4倍；2) Microsoft365和Dynamics365的企业级产品渗透率持续提升，非AI业务的表现也超出预期；3) 微软在10个国家新建了数据中心，GPU交付时间缩短了20%，AI性能提升了30%；4) 微软推出了Mariana量子系统，标志着其在量子计算领域的突破。

图：微软资本开支环比下降（季度均为自然年季度，25Q1=微软FY25Q3，单位：亿美元）

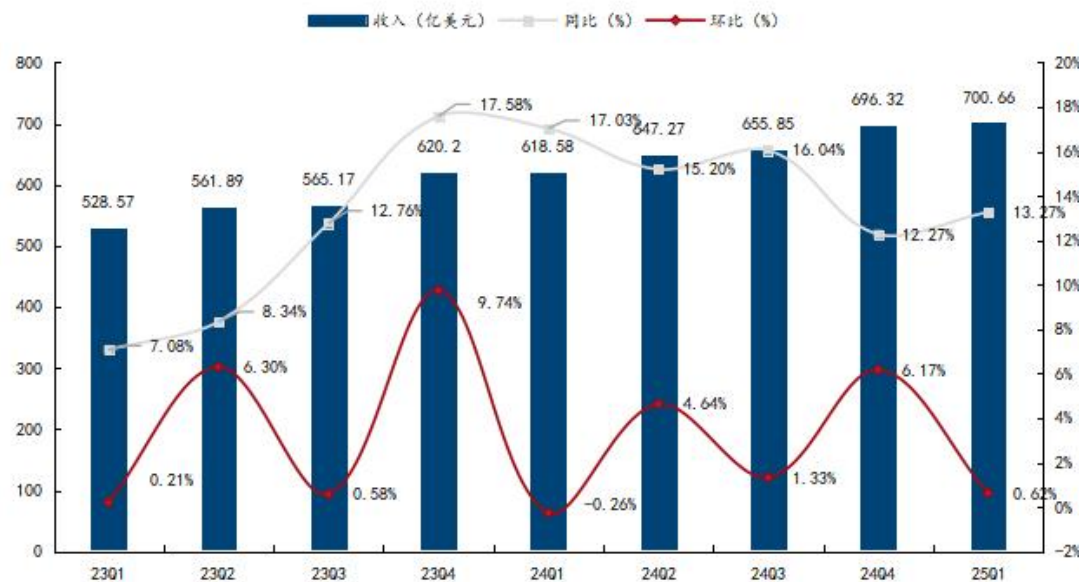


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：Azure云维持高增速，AI贡献达16%

- **FY25Q3收入、利润均超市场预期。** FY25Q3公司实现收入700.7亿美元，同比+13.3%，超出市场预期的684.3亿美元；净利润为258.2亿美元，同比+17.7%，超出预期的239.6亿美元；每股收益达3.46美元，超预期的3.22美元。
- **分业务来看，Azure云收入+33%，AI贡献达16%。** 1) **生产力和业务流程：**实现收入299.4亿美元，同比+13%，略高于一致预期的296.5亿美元。其中，M365商业产品和云服务收入+11%，主要系Microsoft 365商业云收入增长12%所致；M365消费者产品与云服务收入增长了10%，主要由M365消费者云收入增长10%推动；Dynamics产品和云服务收入+11%，LinkedIn收入增长了7%；2) **智能云业务：**实现收入268亿美元（同比+22%），高于预期的259.9亿美元。主要由Azure和其他云服务推动（同比+33%），AI对于Azure的营收增长贡献16%；3) **个人计算业务：**实现收入134亿美元，同比增长7%，超出市场预期的126.7亿美元。其中Windows OEM同比+3%，Xbox内容和服务收入+8%，搜索和新闻广告收入增长了15%。

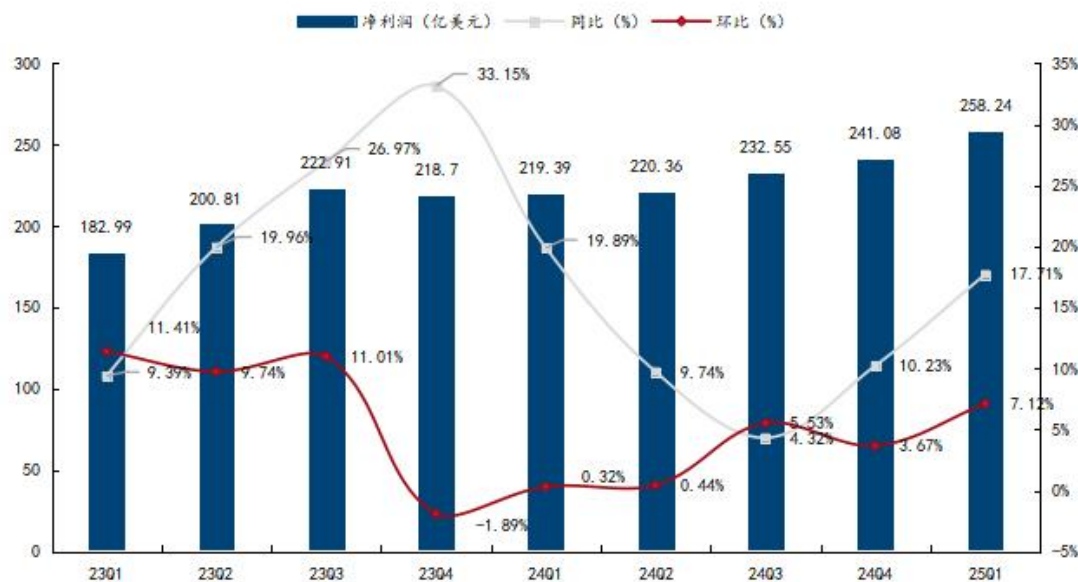
图：微软单季度收入情况



资料来源：微软财报，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：微软单季度净利润情况



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：分部门营业利润



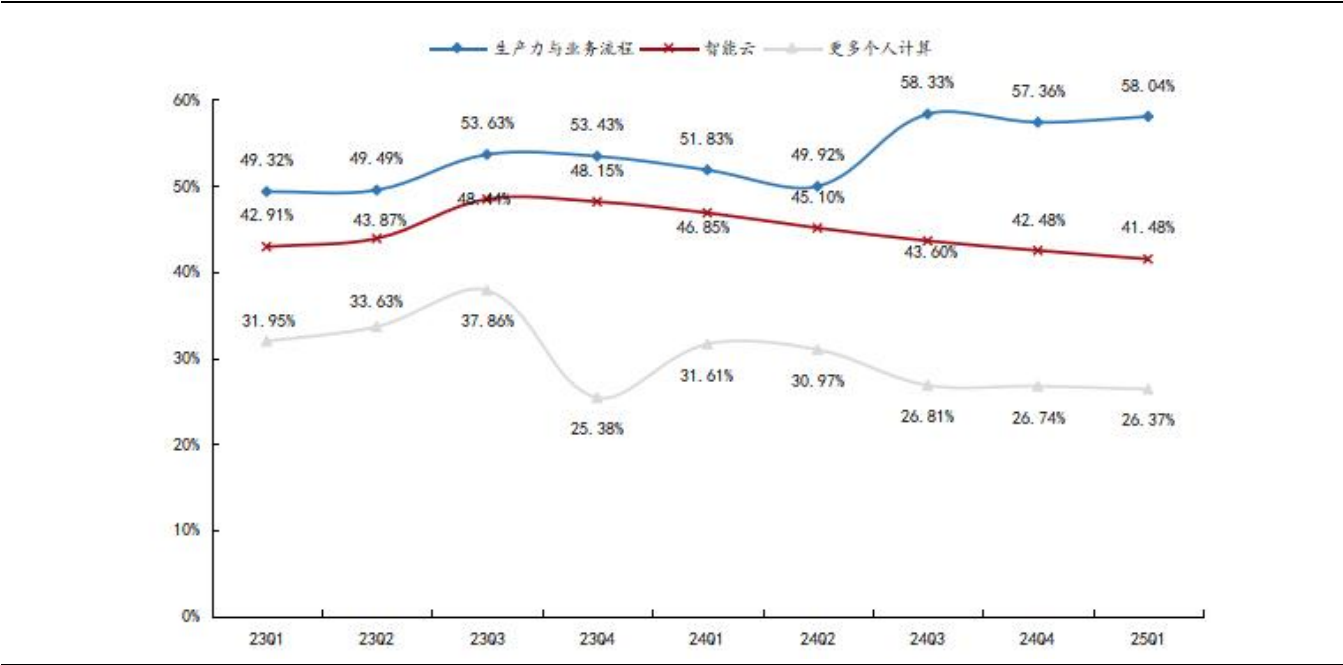
- 2025Q1（FY25Q3），生产力与业务流程部门毛利润同比增长10%（+13%cc），毛利率与去年同期基本持平，考虑AI基础设施扩展的影响，运营费用同比增长1%（+2%cc），营业利润同比增长15%（+18%cc）；智能云部门毛利润同比增长13%（+14%cc），毛利率同比下降4个pct，因AI基础设施扩展，运营费用同比增长6%（+7%cc），营业利润增长17%（+18%cc）；更多个人计算部门毛利润增长9%（+11%cc），毛利率同比增长2个pct，主要由于搜索与游戏业务的利润率改善，运营费用增长1%，营业利润增长21%（+23%cc）。

表：微软分部门利润情况（单位：百万美元）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
生产力与业务流程	8639	9052	9970	10284	10143	10143	16516	16885	17379
智能云	9476	10526	11751	12461	12513	12859	10503	10851	11095
更多个人计算	4237	4676	5174	4287	4925	4923	3533	3917	3526
合计	22352	24254	26895	27032	27581	27925	30552	31653	32000

资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软分部门利润率情况

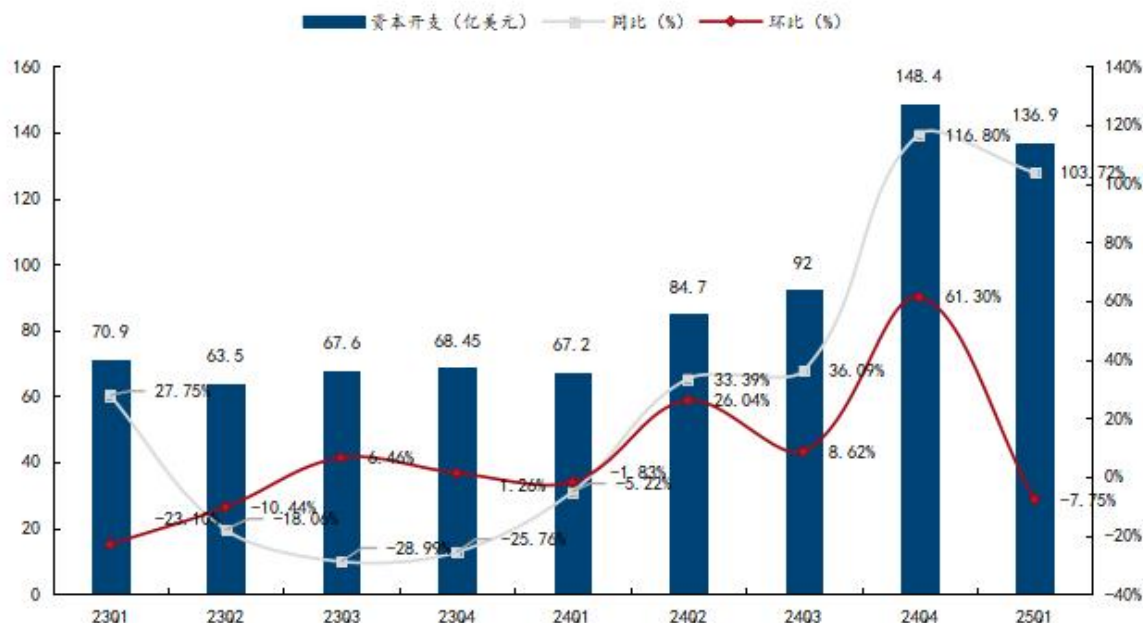


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

Meta：上调全年资本开支指引

- 2025Q1资本开支不及预期，上调全年资本开支指引。25Q1包括融资租赁在内的资本支出为137亿美元，同比+104%，略低于一致预期的142亿美元。公司上调全年资本开支预期，预计2025年全年资本支出（包括融资租赁）将在640亿至720亿美元之间（前值为600-650亿美元），反映出为支持AI计划而进行的数据中心额外投资，以及基础设施硬件成本的增加。
- AI领域：1) Facebook和Instagram的视频观看量在美国等地区同比实现两位数增长，主要得益于AI驱动的推荐系统的持续优化，用户使用时长分别实现7%和6%的增长；2) 公司在Threads中测试使用Llama模型的推荐系统，目前观察到用户使用时长提高4%；3) 公司推出新一代生成式广告推荐模型（GEM），已实现最多5%的广告转化率提升。

图：Meta资本开支情况（单位：亿美元）

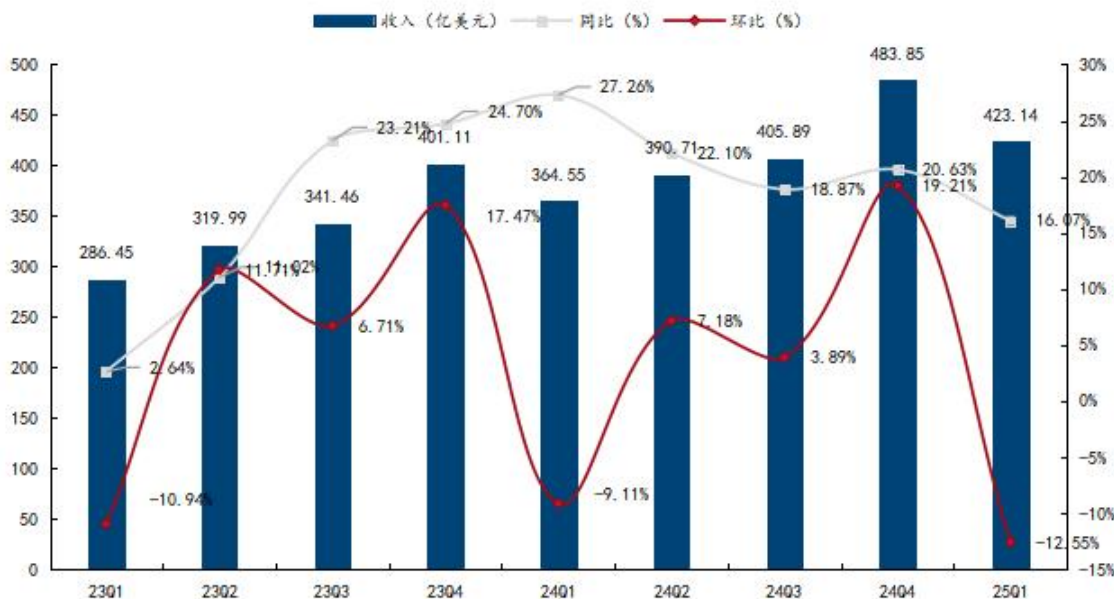


资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

Meta：收入超指引上限，DAP增长超预期

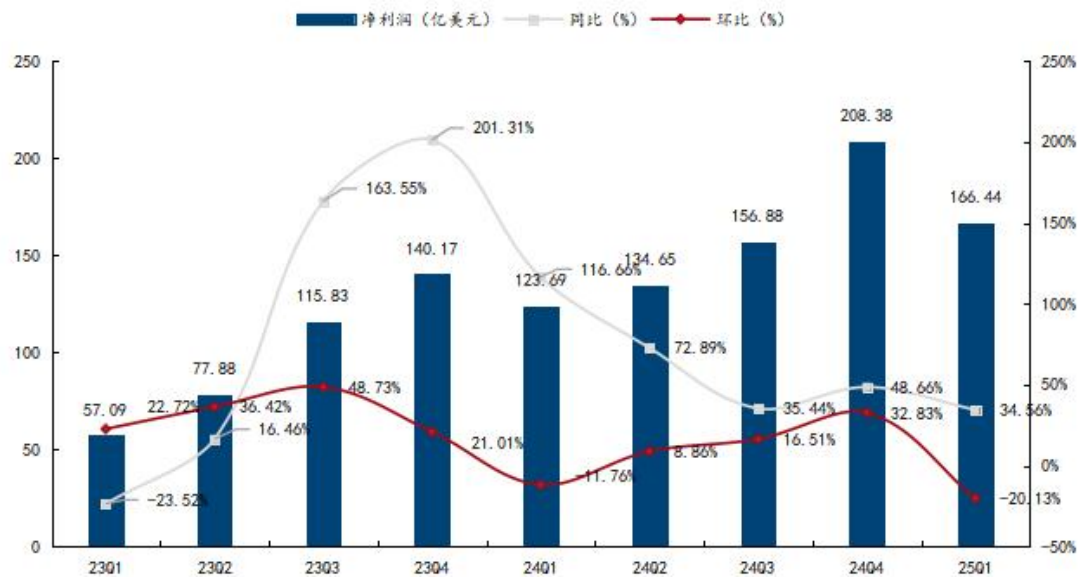
- 收入超指引上限，净利润同比大幅提升：25Q1公司实现总收入为423.1亿美元，同比+16.1%（+19%cc），超出公司业绩指引上限的418亿美元；实现营业利润175.6亿美元，营业利润率为41%；实现净利润166.4亿美元，同比+34.6%；实现每股收益为6.43美元，同比+37%。
- 分业务来看，广告业务同比+16.2%，DAP增长超预期。1）应用家族：实现收入419亿美元，同比增长16.4%。其中广告收入为413.9亿美元，同比增长16.2%（+20%cc），在线商务是同比增长的最大贡献者。从地域来看，增长最快的地区是其他地区 and 北美，分别增长19%和18%；欧洲和亚太地区分别增长14%和12%。平台上投放的广告总展示量增长5%，每条广告的平均价格增长10%，展示量的增长主要来自亚太地区。用户数量持续增长，25Q1达34.3亿，同比增长6%，高于一致预期的33.3亿；2）现实实验室：实现收入4.12亿美元，同比下降6.4%，主要由于Meta Quest设备销量减少，部分被Ray-Ban Meta AI智能眼镜销量增长所抵消。

图：Meta单季度收入情况



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta单季度净利润情况



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

Meta：分部门营业利润



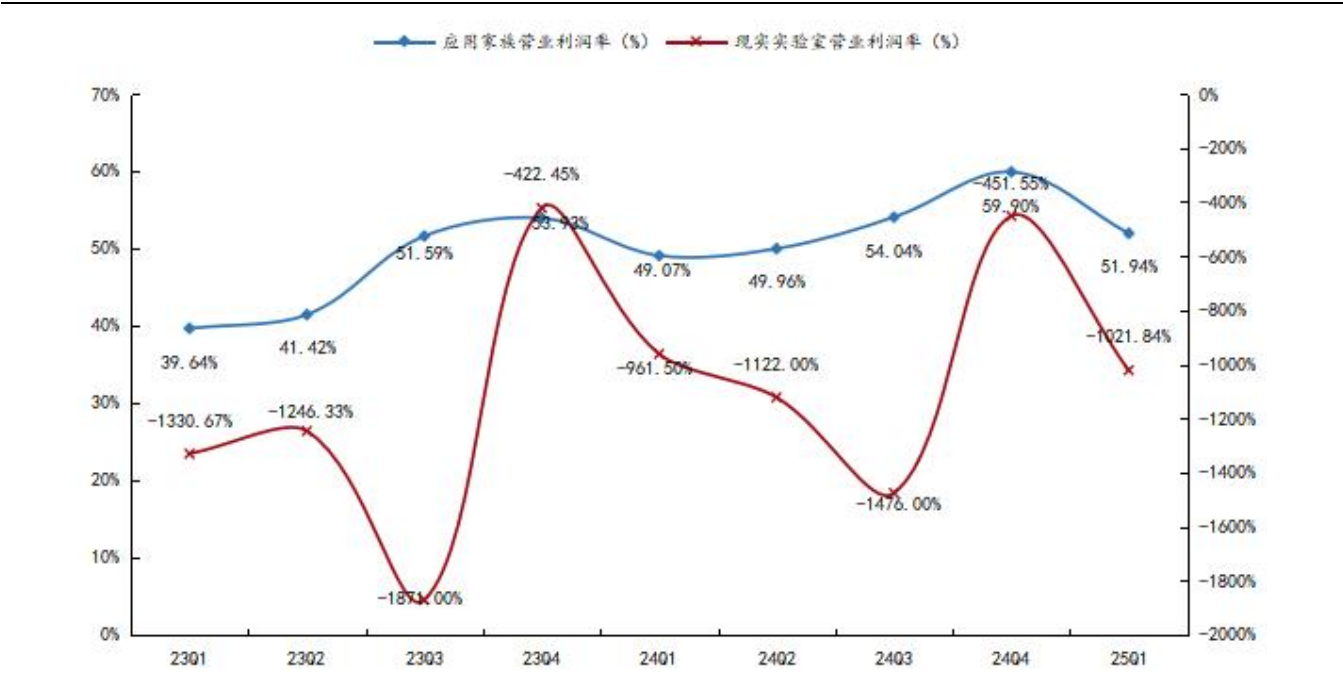
- 2025Q1，应用家族实现营业利润217.65亿美元，同比增长23.22%，部门支出为201亿美元，占公司整体支出的81%，同比增长10%，主要由于员工薪酬和基础设施支出增加导致；现实实验室实现营业亏损42.1亿美元，主要因Meta Quest销量下降导致。

表：Meta分部门利润情况（单位：百万美元）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
应用家族	11219	13131	17490	21031	17664	19335	21778	28332	21765
现实实验室	-3992	-3739	-3742	-4647	-3846	-4488	-4428	-4967	-4210
合计	7227	9392	13748	16384	13818	14847	17350	23365	17555

资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta分部门利润率情况



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：2025Q1资本开支同比、环比大幅增长

- 2025Q1谷歌资本开支同比、环比维持增长。谷歌2025Q1资本开支为172亿美元，同比+43.2%、环比+20.5%，略超市场预期（171亿美金）。公司全年仍然维持750亿美金资本开支不变，由于交付时间和施工进度，资本开支将呈现季度波动，同时也感受到了折旧带来的财务压力。
- AI领域：AI Studio的活跃用户和Gemini API调用实现200%增长（相比于年初）。目前，公司15个产品以及5亿的用户在使用公司的Gemini模型。在端侧领域，公司Circle to Research在超过2.5亿台设备上使用，本季度使用量增加了40%。AI摘要（Overview）拉动公司搜索业务增长，目前月活用户达15亿。公司在推出第七代TPU的同时同英伟达深度合作，推出B200和GB200的租赁实例，未来也将推出Robin系列GPU租赁。

图：谷歌资本开支情况（单位：亿美元）

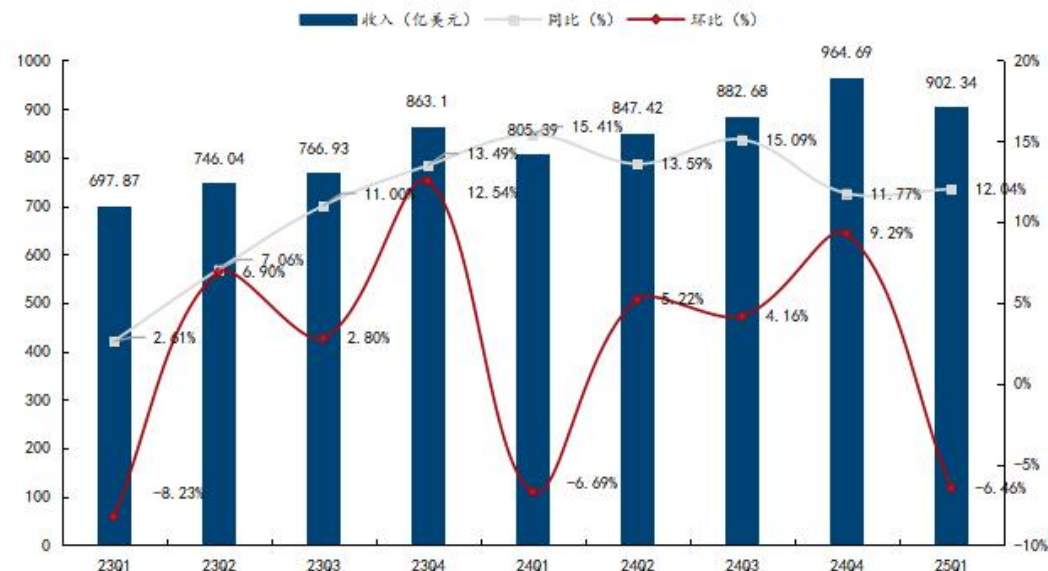


资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：净利润大幅增长，云业务收入低于预期

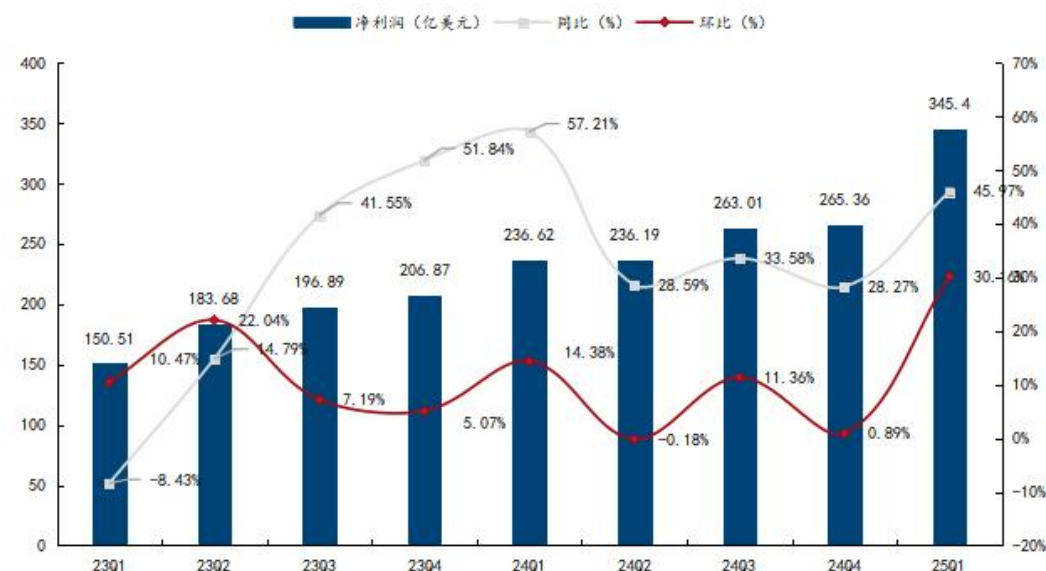
- **2025Q1收入、利润均超市场预期。**2025Q1谷歌实现收入902.3亿美元，同比增长12%、环比减少6.5%，超市场预期（891.2亿美元）；实现净利润345.40亿元，同比增长46.0%、环比增长30.2%，超市场预期（248.5亿美元）；实现EPS为2.81美元，同比增长48.7%、环比增长30.7%，超市场预期（2.01美元）。
- **分业务来看，谷歌服务同比+9.8%，谷歌云同比+28.1%。**1) **谷歌服务：**谷歌广告业务实现收入668亿美元，略超市场预期（664亿美元），其中，谷歌搜索、Youtube广告、谷歌Network实现收入507.0、89.3、72.6亿美元，分别同比+9.9%、+10.4%、-2.1%，由于季节效应影响（电商零售），环比均下滑。谷歌订阅、平台和设备业务25Q1实现收入103.8亿元，同比+18.8%、环比-10.8%，主要得益于Youtube和Google One订阅用户增长，目前订阅用户数量超2.7亿人；2) **谷歌云业务：**实现收入122.6亿美元，同比+28.1%、环比+2.6%，略低于市场预期（122.7亿美元），谷歌云业务主要受益于GCP增长，包括GCP产品、AI基础设施和生成式AI解决方案。

图：谷歌单季度收入情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌单季度净利润情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：分部门营业利润

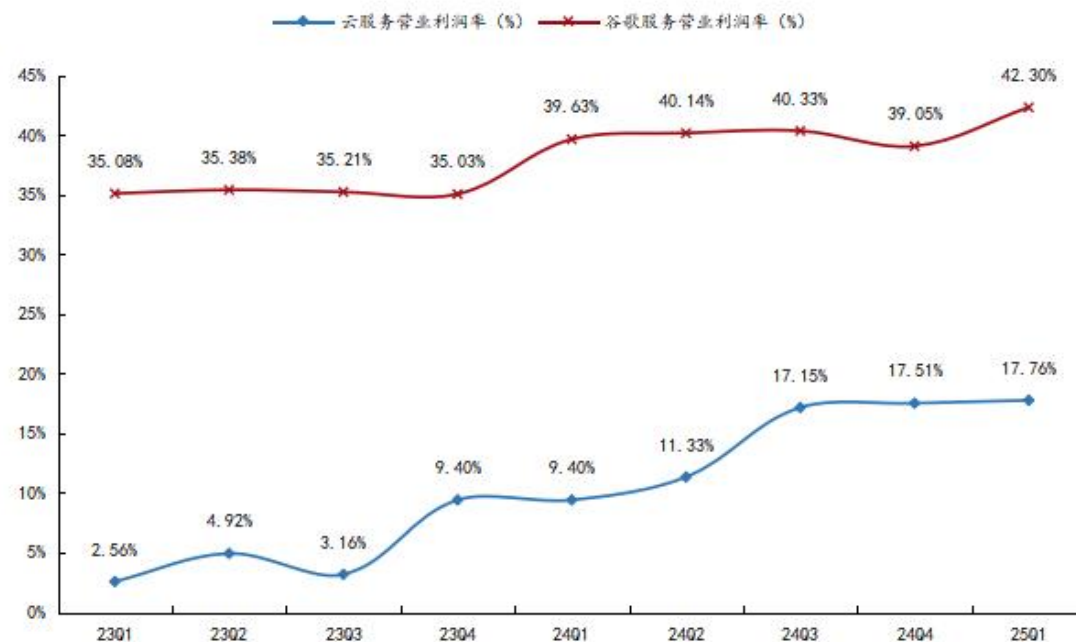
- 2025Q1谷歌服务实现运营利润为327亿美元，同比增长17%，运营利润率从39.6%提升至42.3%，得益于收入结构向低TAC广告收入转移；谷歌云实现运营利润22亿美元，运营利润率由9.4%提升至17.8%，主要得益于GCP在核心产品和AI产品方面快速增长。

表：谷歌分部门利润情况（单位：百万美元）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
谷歌服务	21737	23454	23937	26730	27897	29674	30856	32836	32682
谷歌云	191	395	266	864	900	1172	1947	2093	2177
其他	-1225	-813	-1194	-863	-1020	-1134	-1116	-1174	-1226

资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌分部门利润率情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：资本开支环比下降

- **2025Q1亚马逊资本开支环比下降。**2025Q1亚马逊资本支出为243亿美元，同比增长63.09%，环比下降7.6%，低于市场预期的255亿美元。公司资本开支主要投向AWS，以满足AI服务的需求，并持续投资于定制芯片（如Trainium）以及支持北美和国际业务的技术基础设施。
- **季度亮点：**1）公司新一代AI芯片Trainium 2正在大批部署中，提供比其他基于GPU的实例高30%-40%的性价比；2）发布智能体Amazon Nova Act的研究预览版，目标将当前多步骤行动型智能体的准确率从30%-60%提升至90%以上；3）公司AI业务目前已实现数十亿美元的年化收入，仍以三位数百分比的速度同比增长。

图：亚马逊资本开支情况（单位：亿美元）

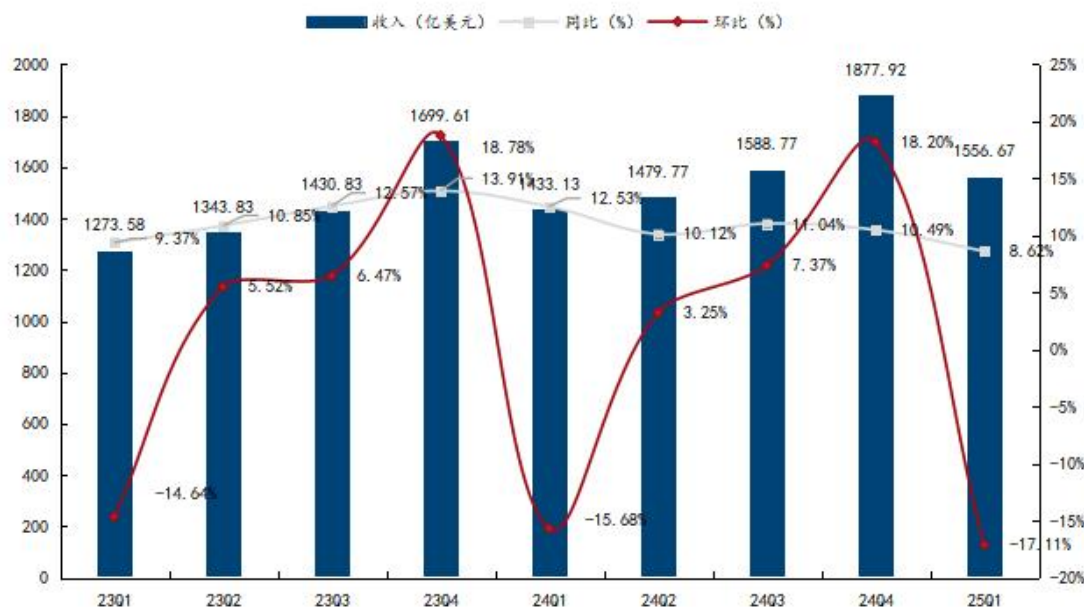


资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：净利润不及预期，AWS收入同比+16.9%

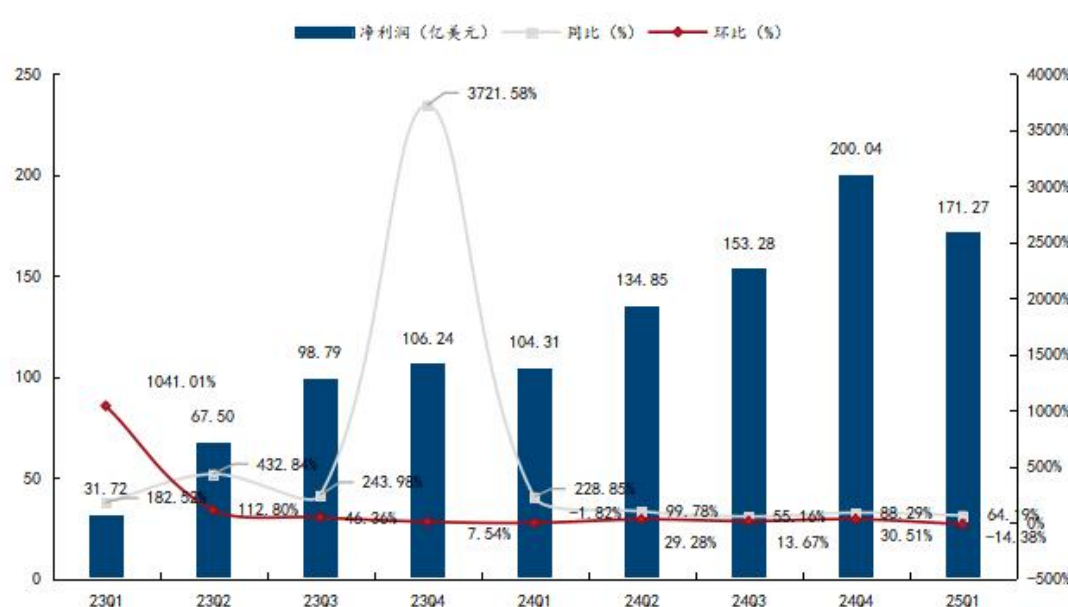
- 收入符合指引，净利润不及预期：2025Q1公司实现收入1556.7亿美元，同比+8.6%，符合公司此前业绩指引上限1555亿美元；实现全球营业利润为184.1亿美元，高出指引上限4亿美元；实现净利润171.3亿美元，同比增长64.2%，低于一致预期的188.8亿美元，公司净利润中包括33亿美元的税前收益，与公司对Anthropic的投资相关。
- 分业务来看，国际业务、云业务收入不及预期。1) 北美板块：实现收入928.9亿美元，同比增长7.6%，符合市场预期；2) 国际板块：实现收入335.1亿美元，同比增长4.9%，低于一致预期的330.7亿美元，全球付费订单量同比增长8%，广告收入同比增长19%；3) AWS：实现收入292.7亿美元，同比增长16.9%，略低于市场预期的293.6亿美元。

图：亚马逊单季度收入情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊单季度净利润情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：分部门营业利润

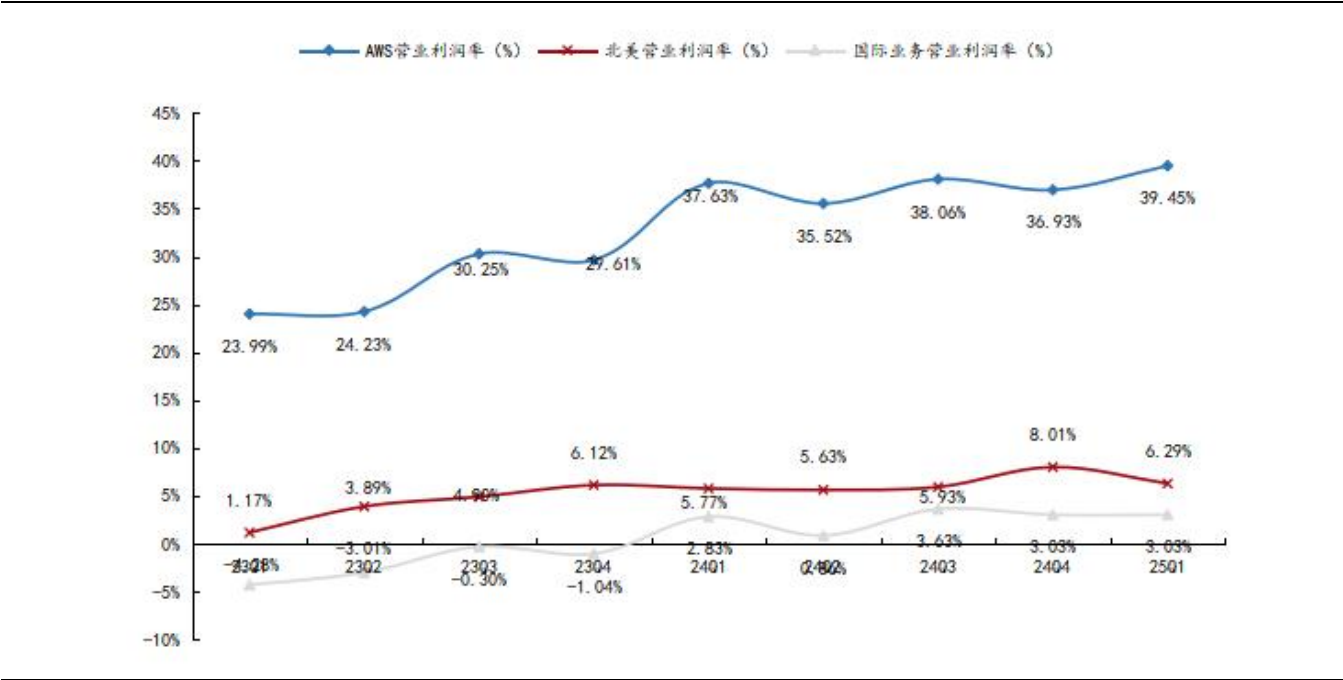
- 2025Q1，北美地区实现营业利润58.41亿美元，营业利润率为6.3%，国际业务实现营业利润为10.17亿美元，营业利润率为3%，公司确认了与尚未解决的历史客户退货相关以及为应对预期关税在第一季度接收的库存所产生的相关一次性费用，如果不计这些费用，北美和国际业务的营业利润率分别为7.2%和3.7%；AWS的营业利润为115.47亿美元，营业利润率为39%，公司计划在今年下半年增加新算力容量。

表：亚马逊分部门利润情况（单位：百万美元）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
北美业务	898	3211	4307	6461	4983	5065	5663	9256	5841
国际业务	-1247	-895	-95	-419	903	273	1301	1315	1017
AWS（云服务）	5123	5365	6976	7167	9421	9334	10447	10632	11547

资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊分部门利润率情况



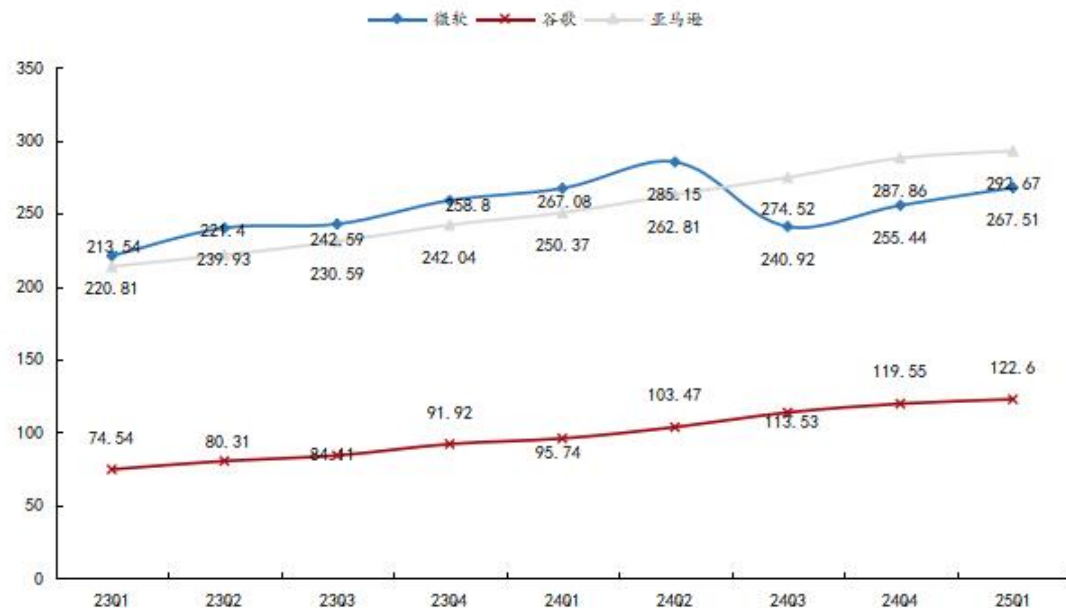
资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 云厂商资本开支及业绩情况复盘
- 【 02 】 云收入及ROIC情况
- 【 03 】 风险提示

微软、谷歌、亚马逊：云收入总体增速放缓

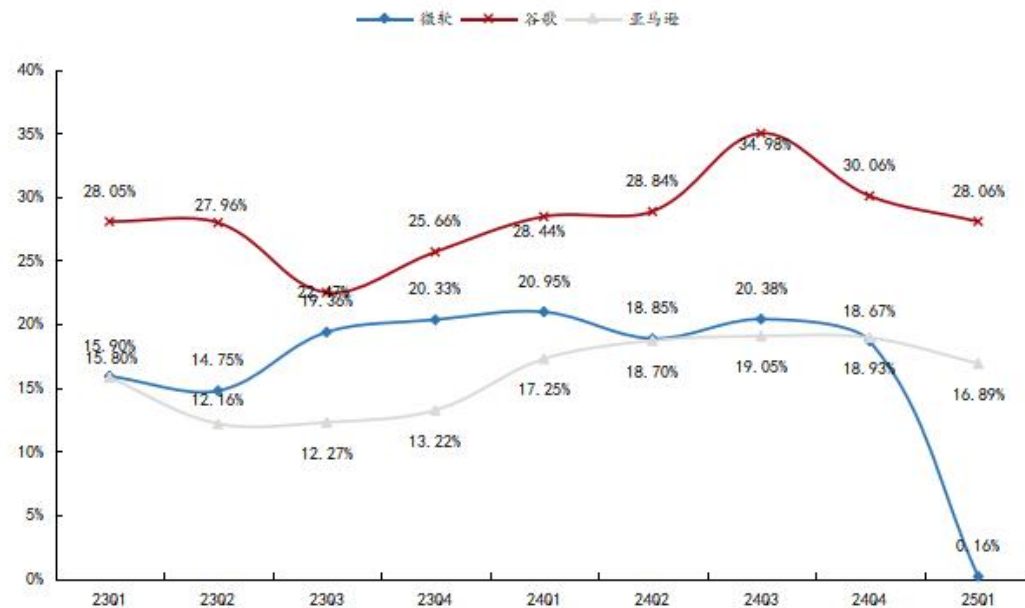
- 分厂商来看：1) 微软：2025Q1智能云业务实现收入267.51亿美元，同比基本持平。其中，Azure和其他云服务同比增长33% (+35%cc)，AI对于Azure的营收增长贡献为16%；2) 亚马逊：2025Q1AWS收入292.67亿美元，同比增长16.89%，公司AI业务目前已实现数十亿美元的年化收入，仍以三位数百分比的速度同比增长；3) 谷歌：2025Q1谷歌云实现收入122.6亿美元，同比增长28.06%，主要受益于GCP增长，包括GCP产品、AI基础设施和生成式AI解决方案。
- 整体来看，各厂商云收入均保持增长，云收入总体增速有所放缓，当前各厂商AI云收入保持较高增速，随着2025年AI应用在各垂直领域的发展及应用，有望继续推动AI云业务收入提升。

图：亚马逊、微软、谷歌云业务收入情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊、微软、谷歌云收入同比增速情况（单位：%）

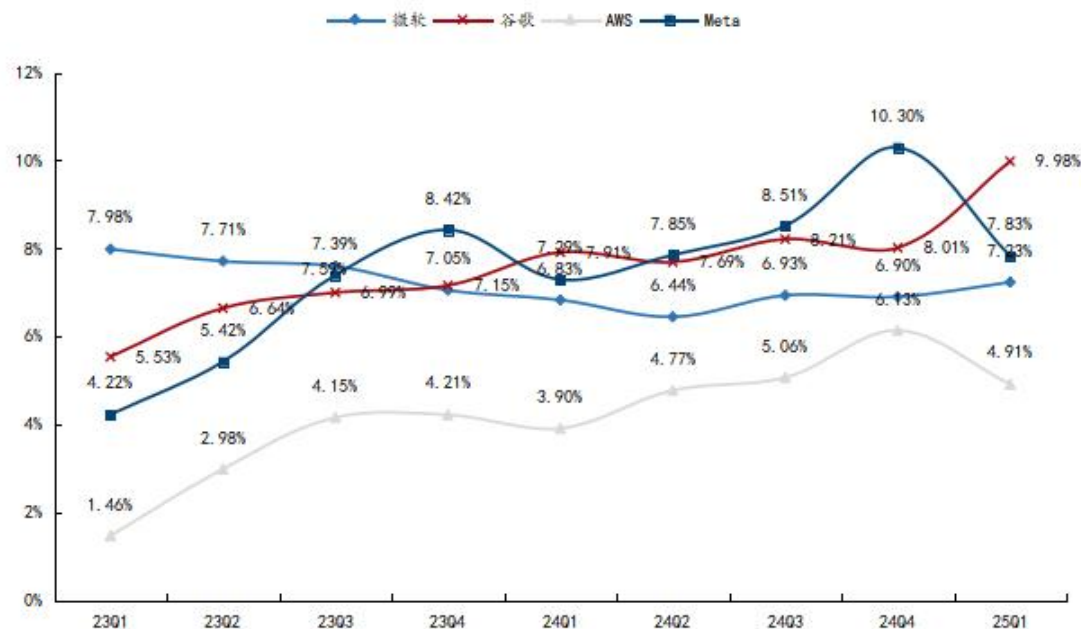


资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理

Meta、亚马逊ROIC环比下滑

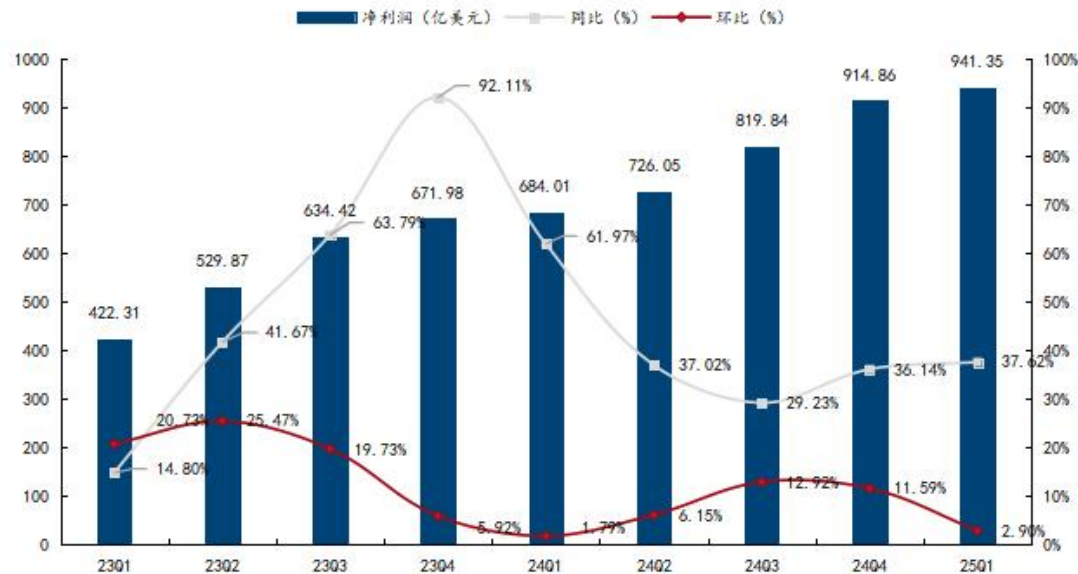
- 投入资本回报率（ROIC）方面，受整体收入、利润增速放缓影响，2025年一季度Meta、亚马逊ROIC下滑。回顾近几年数据，AI需求推动各厂商资本开支大幅上行，公司的ROIC表现受到明显影响，整体呈现上行趋势。2025Q1，受AI、云服务等需求驱动，微软、谷歌净利润维持同环比增长，公司ROIC分别环比增长0.33、1.97个pct，Meta、亚马逊净利润均环比下滑，公司ROIC分别环比下降2.47、1.22个pct。2025Q1，微软、谷歌、亚马逊、Meta净利润整体增速放缓，合计净利润同比增速同比、环比均大幅下降。

图：各厂商ROIC情况



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：各厂商净利润合计情况

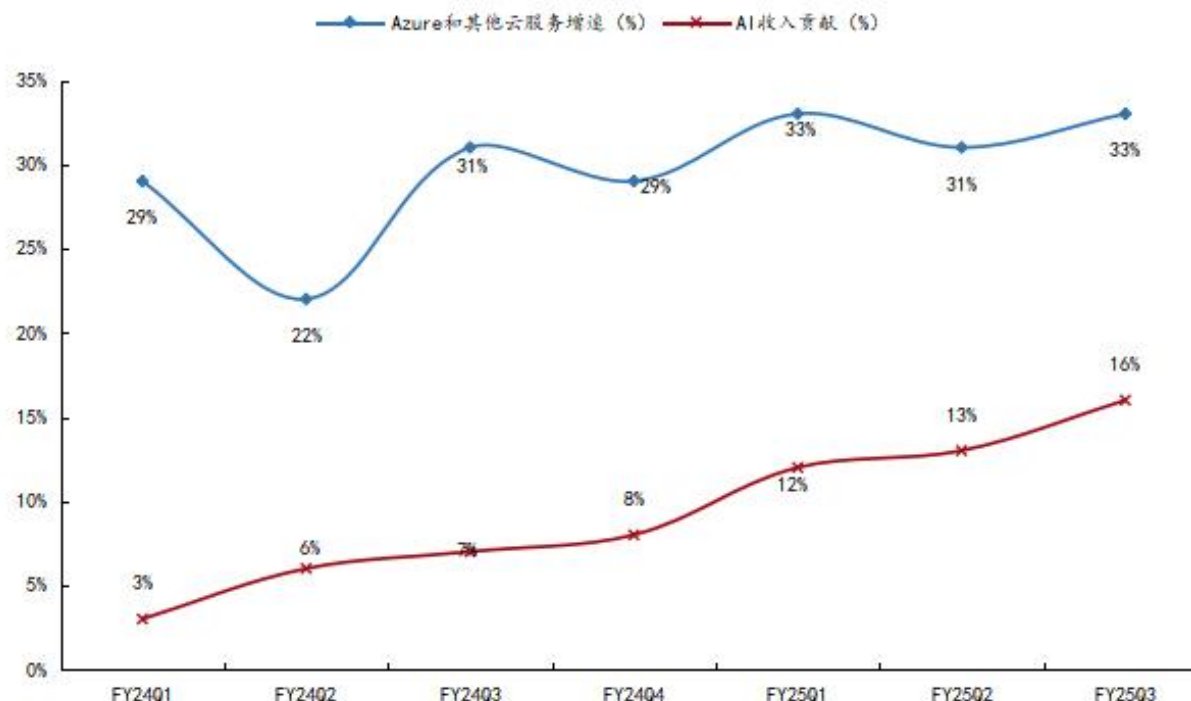


资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，Meta财报，国信证券经济研究所整理

AI对微软云收入贡献情况

- 受AI需求驱动，Azure及其他云服务增速逐年提升，AI对云服务收入提升占比逐渐增加。自微软FY24Q1（自然年23Q3）开始，AI对Azure及其他云服务贡献迅速提升，呈现明显上行趋势，由FY24Q1占比3%持续提升至由FY25Q3占比16%，随着当前全球AI转向应用阶段，AI Agent等应用技术在各行业迅速落地，预计将推动AI收入贡献继续保持高速增长。

图：AI收入增长对Azure及其他云服务增速贡献



资料来源：微软官网，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 云厂商资本开支及业绩情况复盘
- 【 02 】 云收入及ROIC情况
- 【 03 】 风险提示

- AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预等。

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