

海外科技公司2025Q3业绩总结

资本开支预期上调，云需求信号强劲

西南证券研究院  
海外研究团队  
2025年11月

## 核心观点

- **业绩概览：收入端表现亮眼，利润端波动较大。** 25Q3海外四大科技公司营收合计4114亿美元，yoy+16%，合计收入同比增速为22Q1以来最高增速；25Q3海外四大科技公司净利润合计866亿美元，整体净利率约21%，同环比有所波动。
- **资本开支：2026年资本开支预期显著提升，未来两年容量有望翻倍。** 1) 未来开支指引超预期：资本开支表态相较前两个季度变得更加积极。微软此前表示FY2026资本开支的增长率将低于FY2025，而25Q3业绩会表示FY2026增长率将高于FY2025；谷歌和Meta于25Q3业绩会再次上调2025全年开支指引，并预计2026年还将“显著上升”，而此前表述均为“继续增长”；亚马逊给出2025全年现金资本支出约\$1250亿的指引，并预计2026年将继续增加。2) 供给紧张态势延续：当前行业限制瓶颈主要在于电力供应，海外云厂商正通过优化数据中心建设方式、积极改进软件生态等优化tokens产出效率；微软此前表示25H2数据中心容量将持续受限，本次业绩会表示至少到26H1末仍将面临容量限制；谷歌此前预计2026年初供需紧张，而本次业绩会表示2026年仍将供需紧张，各厂商表态供给紧张局势普遍往后延长至少两个季度。3) 容量扩张节奏：基本看到2027年容量翻倍的预期。微软表示2025年AI算力总量将增加80%以上，并计划在未来两年将数据中心总规模翻倍。亚马逊表示AWS总电力容量已较2022年翻倍，并计划到2027年再翻倍。
- **云计算：云收入增速达历史高位，积压订单反映强劲需求信号。** 1) 收入端：收入表现超出市场预期，整体云收入同比增速为23Q1以来新高。25Q3海外三大云厂商云业务合计收入\$791亿，yoy+26%，其中，微软智能云/谷歌云/亚马逊AWS收入分别为\$309亿/\$152亿/\$330亿，yoy+28%/34%/20%，均超市场预期，而截至25Q3的积压订单同比增速分别为51%/82%/22%，积压订单增速均高于云收入增速。2) 利润端：经营利润率表现分化，短期波动体现AI基建扩张与费用优化之间的平衡。25Q3海外三大云厂商的云业务合计经营利润为\$284亿，yoy+27%，整体经营利润率约36%，同比-0.5pp，环比+2.2pp。谷歌云经营利润持续优化，主要系云业务起步较晚、业务随规模化效应持续改善。微软智能云和亚马逊AWS的经营利润率短期波动较大，成本压力主要来自AI基础设施扩展带来折旧摊销成本增加。
- **数字广告：整体收入高于市场预期，同比增速趋势向上。** 25Q3海外四大科技公司广告收入合计1457亿美元，yoy+18%，合计收入同比增速为22Q1以来最高增速。其中，微软/谷歌/亚马逊/Meta分别实现广告收入\$37亿/\$742亿/\$177亿/\$501亿，yoy分别为+15%/+13%/+24%/+26%，AI进展方面，各厂商AI广告功能积极推进，广告主需求持续提升。
- **相关标的**：微软（MSFT.O）；谷歌（GOOGL.O）；亚马逊（AMZN.O）；Meta（META.O）。
- **风险提示**：AI云服务需求增长与产能供给不及预期；AI广告进展不及预期；AI投资回报不及预期等风险。

# 目录

## 一、业绩概览篇：收入端表现亮眼，利润端波动较大

1.1 微软：25Q3各板块营收均超预期，经营利润率同比提升

1.2 谷歌：25Q3整体收入高于预期，经营利润受一次性罚款拖累

1.3 亚马逊：25Q3收入端均高于预期，经营利润受两项特殊支出影响

1.4 Meta：25Q3各业务收入表现亮眼，净利润计提一次性税项

## 二、资本开支篇：资本开支预期上调，现金流压力维持高位

## 三、运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升

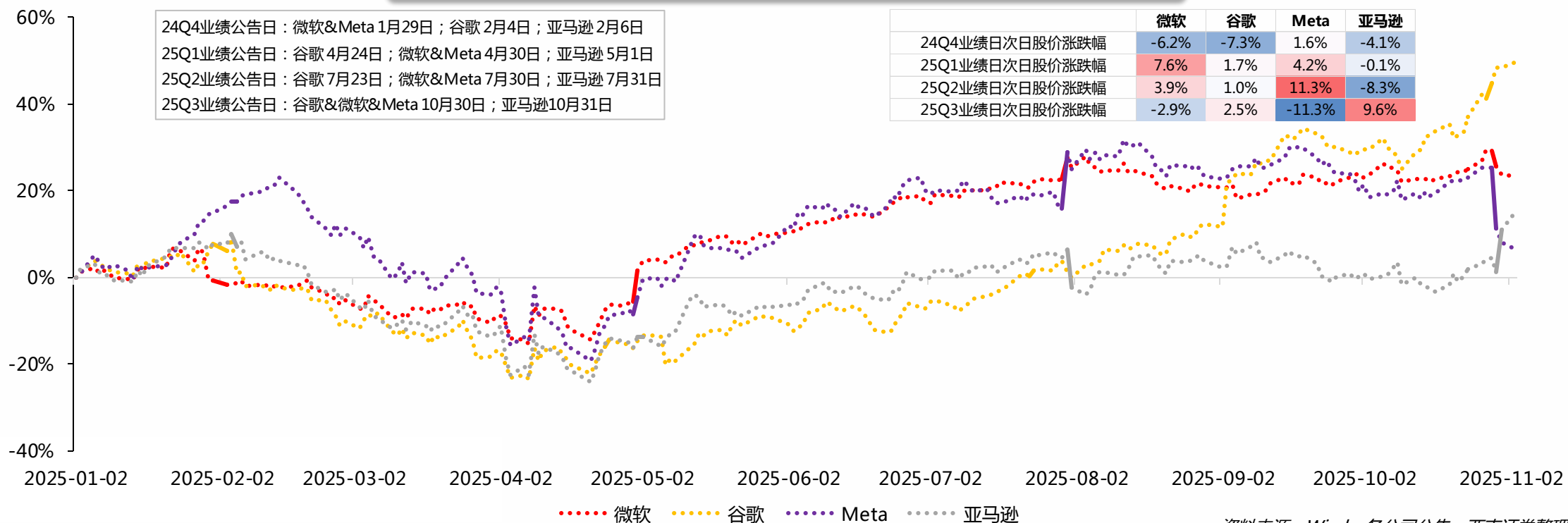
## 四、云计算篇：云业务表现亮眼，RPO反映强劲需求信号

## 五、数字广告篇：广告业务增长强劲，AI驱动广告效率提升

# 1 业绩概览篇：25Q3收入端表现亮眼，利润端波动较大

- **25Q3业绩是否符合市场预期**：1) **微软**：公司各收入及利润指标均超预期；2) **谷歌**：收入端，谷歌服务业务和云业务均高于市场预期；经营利润端，谷歌服务不及预期、谷歌云超预期；3) **亚马逊**：收入端均高于市场预期，国际及北美零售业务经营利润率低于预期、AWS经营利润率超预期；4) **Meta**：收入端均超预期，APP家族业务经营利润率不及预期。
- **25Q4指引是否符合市场预期**：1) **微软**：生产力与商业流程、智能云收入指引高于市场预期，个人计算业务收入指引不及预期；2) **谷歌**：无指引；3) **亚马逊**：收入及经营利润指引中值高于市场预期；4) **Meta**：营收指引中值高于市场预期。

2025年1月2日至2025年11月3日海外四大科技公司股价涨跌幅

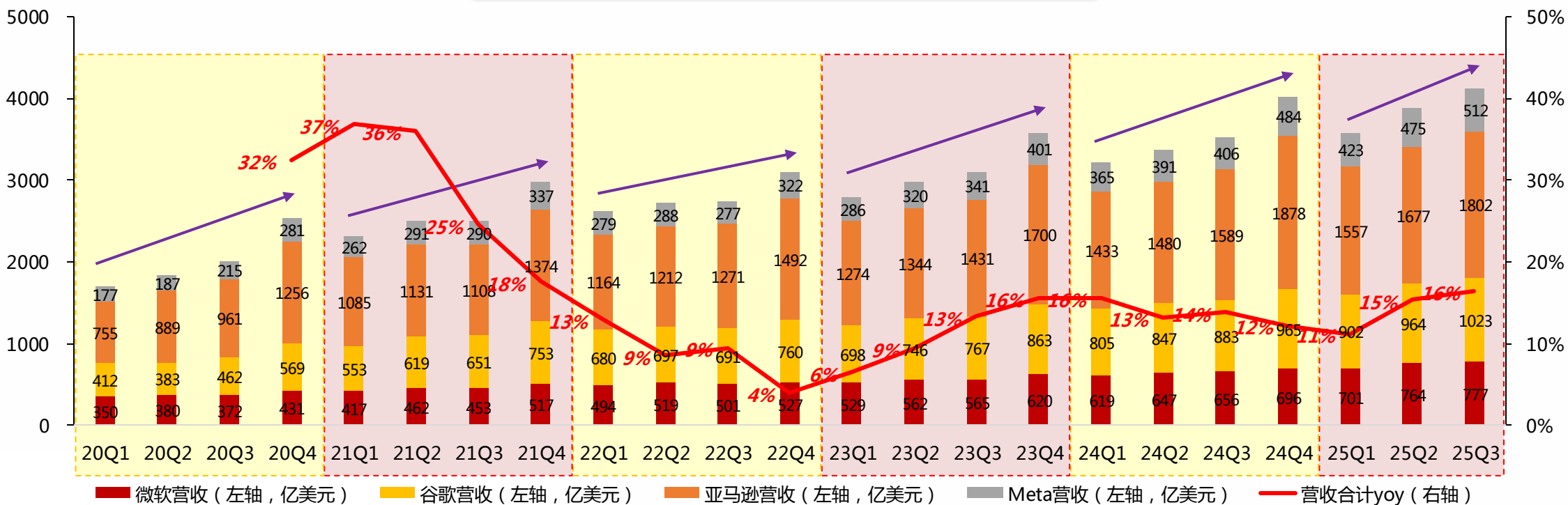


资料来源：Wind，各公司公告，西南证券整理

# 1 业绩概览篇：25Q3海外四大科技公司营收合计4114亿美元，同比增速回升至近三年高位

- 25Q2海外四大科技公司营业收入情况回顾：1) 收入体量：亚马逊\$1677亿 > 谷歌\$964亿 > 微软\$764亿 > Meta\$475亿，合计实现收入3881亿美元。2) 收入增速：Meta yoy+22% > 微软yoy+18% > 谷歌yoy+14% > 亚马逊yoy+13%，整体同比增速约15%。
- 25Q3海外四大科技公司营业收入情况更新：1) 收入体量：亚马逊\$1802亿 > 谷歌\$1023亿 > 微软\$777亿 > Meta\$512亿，合计实现收入4114亿美元。2) 收入增速：Meta yoy+26% > 微软yoy+18% > 谷歌yoy+16% > 亚马逊yoy+13%，整体同比增速约16%。

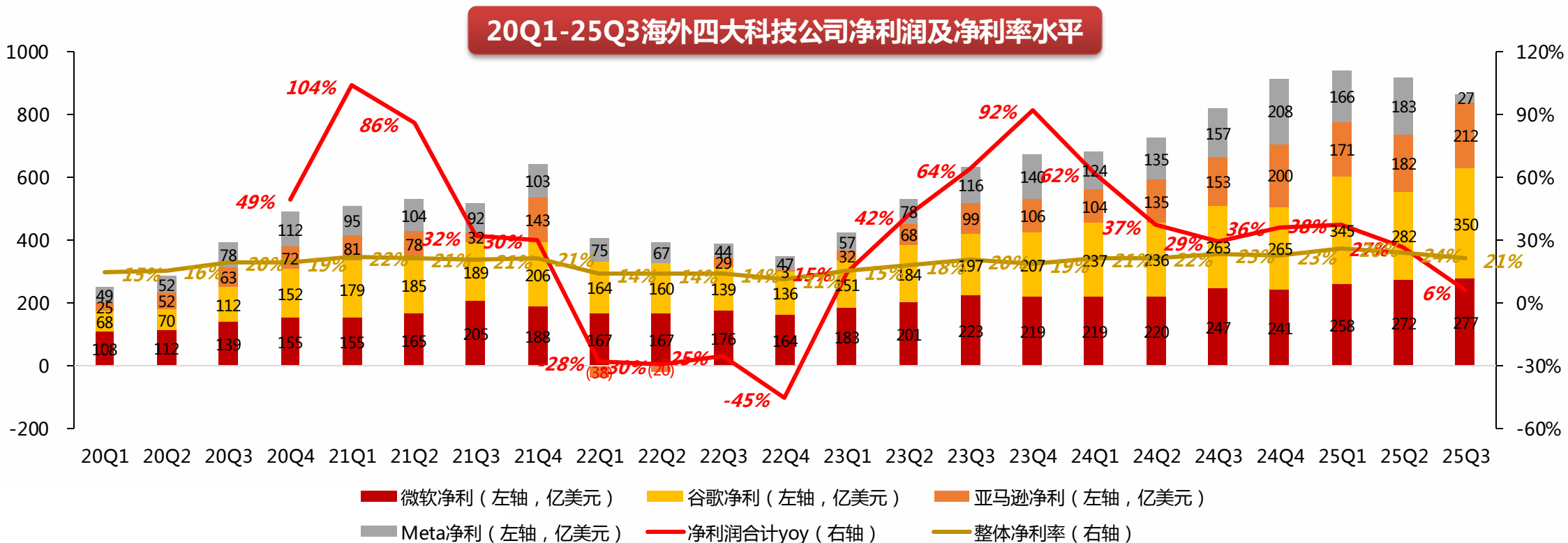
20Q1-25Q3海外四大科技公司收入及合计同比增速



资料来源：各公司公告，西南证券整理

# 1 业绩概览篇：25Q3海外四大科技公司净利润合计866亿美元，整体净利率约21%

- 25Q2海外四大科技公司净利情况回顾：1) 净利润：谷歌\$282亿 > 微软\$272亿 > Meta\$183亿 > 亚马逊\$182亿，净利润合计919亿美元，yoy+27%。2) 净利率：Meta (39%) > 微软 (36%) > 谷歌 (29%) > 亚马逊 (11%)，整体净利率近24%。
- 25Q3海外四大科技公司净利情况更新：1) 净利润：谷歌\$350亿 > 微软\$277亿 > 亚马逊\$212亿 > Meta\$27亿，净利润合计866亿美元，yoy+6%。2) 净利率：微软 (36%) > 谷歌 (34%) > 亚马逊 (12%) > Meta (5%)，整体净利率近21%，主要受Meta一次性税项影响，若剔除该影响，整体净利率约25%，处于正常水平。



# 1.1 微软：25Q3各板块营收均超预期，经营利润率同比提升

- 25Q3实际业绩 VS 25Q3市场预期：1) 收入端：25Q3公司实现总营收777亿美元，yoy+18%，高于市场预期的756亿美元，三大业务板块营收均超预期。2) 利润端：公司层面，**毛利率和经营利润率超预期**；业务层面，**三大业务板块经营利润率均高于市场预期**。
- 25Q4业绩指引 VS 25Q4市场预期：1) 收入端：25Q4公司**总营收指引基本符合预期，生产力与商业流程业务、智能云收入指引均高于市场预期**，而**个人计算业务收入指引不及市场预期**。2) 利润端：根据指引，**毛利率将同比略有下降**，可能是由于AI基础设施扩张及AI产品功能使用量上升带来成本压力；经营利润率预计同比大体持平，但环比略有下降，符合历史季节性趋势。

## 25Q3微软实际业绩与市场预期对比

财年(单位:亿美元) 对应自然年	FY23Q1 22Q3	FY23Q2 22Q4	FY23Q3 23Q1	FY23Q4 23Q2	FY24Q1 23Q3	FY24Q2 23Q4	FY24Q3 24Q1	FY24Q4 24Q2	FY25Q1 24Q3	FY25Q2 24Q4	FY25Q3 25Q1	FY25Q4 25Q2	FY26Q1(A) 25Q3(A)	FY26Q1(E) 25Q3(E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	FY26Q2指引 下限 上限	FY26Q2(E) 25Q4(E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)
总收入	501	527	529	562	565	620	619	647	656	696	701	764	777	756	beat	795 806	801.6	中值基本beat
yoy	11%	2%	7%	8%	13%	18%	17%	15%	16%	12%	13%	18%	18%	15%	beat	14% 16%	15%	中值基本beat
毛利润	347	353	367	394	402	424	434	450	455	478	481	524	536	510	beat	530 543		
yoy	13%	3%	3%	2%	6%	12%	15%	14%	13%	13%	11%	16%	18%	12%	beat	11% 13%		
毛利率	69%	67%	69%	70%	71%	68%	70%	70%	69%	69%	69%	69%	69%	68%	beat	67% 67%		
经营利润	215	204	224	243	269	270	276	279	306	317	320	343	380	351	beat	356 370		
yoy	6%	-8%	10%	18%	25%	33%	23%	15%	14%	17%	16%	23%	24%	15%	beat	12% 17%		
经营利润率	43%	39%	42%	43%	48%	44%	45%	43%	47%	45%	46%	45%	49%	46%	beat	45% 46%		
净利润	176	164	183	201	223	219	219	220	247	241	258	272	277					
yoy	-14%	-12%	9%	20%	27%	33%	20%	10%	11%	10%	18%	24%	12%					
净利率	35%	31%	35%	36%	39%	35%	35%	34%	38%	35%	37%	36%	36%					
生产力与商业流程	221	226	239	255	252	259	271	286	283	294	299	331	330	323	beat	333 336	331	beat
yoy					14%	14%	13%	12%	12%	14%	10%	16%	17%	14%	beat	13% 14%	12%	beat
经营利润率	54%	51%	53%	54%	57%	56%	56%	55%	58%	57%	58%	57%	62%	57%	beat			
智能云	169	179	182	199	200	215	221	238	241	255	268	299	309	302	beat	322.5 325.5	320	beat
yoy					19%	20%	21%	20%	20%	19%	21%	26%	28%	25%	beat	26% 27%	25%	beat
经营利润率	40%	38%	38%	40%	45%	44%	43%	41%	44%	43%	41%	41%	43%	42%	beat			
个人计算	112	122	107	108	113	146	126	123	132	147	134	135	138	129	beat	139.5 144.5	149	miss
yoy					1%	20%	18%	15%	17%	0%	6%	9%	4%	-2%	beat	-5% -1%	2%	miss
经营利润率	25%	18%	24%	23%	33%	20%	23%	19%	27%	27%	26%	24%	30%	29%	beat			
资本开支	66	68	78	107	112	115	140	190	200	226	214	242	349	301	beat			
yoy	-11%	0%	24%	23%	70%	69%	79%	78%	79%	97%	53%	27%	75%	51%	beat			

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

## 1.2 谷歌：25Q3整体收入高于预期，经营利润受一次性罚款拖累

- **25Q3实际业绩 VS 25Q3市场预期**：1) 收入端：25Q3公司实现营收1023亿美元，yoy+16%，高于市场预期的999亿美元。其中，**谷歌服务、谷歌云业务收入均高于市场预期**；其他投资收入不及市场预期。2) 利润端：公司整体层面，毛利润/营业利润/净利润分别实现610/312/350亿美元，对应利润率分别为60%/31%/34%；其中，**毛利率、净利率超预期**；**经营利润率低于预期**，**主要系欧盟罚款35亿美元所致**，若剔除欧盟罚款影响，营业利润率约34%，同环比均实现提升。业务层面，**谷歌服务、其他投资业务的经营利润率不及预期**，**谷歌云经营利润率则大超预期**。

25Q3谷歌实际业绩与市场预期对比

财年(单位:亿美元) 对应自然年	FY21Q1 21Q1	FY21Q2 21Q2	FY21Q3 21Q3	FY21Q4 21Q4	FY22Q1 22Q1	FY22Q2 22Q2	FY22Q3 22Q3	FY22Q4 22Q4	FY23Q1 23Q1	FY23Q2 23Q2	FY23Q3 23Q3	FY23Q4 23Q4	FY24Q1 24Q1	FY24Q2 24Q2	FY24Q3 24Q3	FY24Q4 24Q4	FY25Q1 25Q1	FY25Q2 25Q2	FY25Q3 (A) 25Q3 (A)	FY25Q3 (E) 25Q3 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)
总收入	553	619	651	753	680	697	691	760	698	746	767	863	805	847	883	965	902	964	1023	999	beat
yoy	34%	62%	41%	32%	23%	13%	6%	1%	3%	7%	11%	13%	15%	14%	15%	12%	12%	14%	16%	13%	beat
毛利润	312	357	375	423	384	396	379	407	392	427	435	487	468	492	518	559	539	574	610	586	beat
yoy	41%	81%	50%	37%	23%	11%	1%	-4%	2%	8%	15%	20%	20%	15%	19%	15%	15%	17%	18%	13%	beat
毛利率	56%	58%	58%	56%	56%	57%	55%	54%	56%	57%	57%	56%	58%	58%	59%	58%	60%	60%	60%	59%	beat
经营利润	164	194	210	219	201	195	171	182	174	218	213	237	255	274	285	310	306	313	312	323	miss
yoy	106%	203%	88%	40%	22%	0%	-19%	-17%	-13%	12%	25%	30%	46%	26%	34%	31%	20%	14%	9%	13%	miss
经营利润率	30%	31%	32%	29%	30%	28%	25%	24%	25%	29%	28%	27%	32%	32%	32%	32%	34%	32%	31%	32%	miss
净利润	179	185	189	206	164	160	139	136	151	184	197	207	237	236	263	265	345	282	350	247	beat
yoy	162%	166%	68%	36%	-8%	-14%	-27%	-34%	-8%	15%	42%	52%	57%	29%	34%	28%	46%	19%	33%	-6%	beat
净利润率	32%	30%	29%	27%	24%	23%	20%	18%	22%	25%	26%	24%	29%	28%	30%	28%	38%	29%	34%	25%	beat
谷歌服务	512	571	599	694	615	628	614	678	620	663	680	763	704	739	765	841	773	825	871	847	beat
yoy	34%	63%	41%	31%	20%	10%	2%	-2%	1%	5%	11%	12%	14%	12%	13%	10%	10%	12%	14%	11%	beat
收入占比	93%	92%	92%	92%	90%	90%	89%	89%	89%	89%	89%	88%	87%	87%	87%	87%	86%	86%	85%	85%	beat
经营利润率					36%	34%	32%	31%	35%	35%	35%	35%	40%	40%	40%	39%	42%	40%	39%	40%	miss
谷歌云	40	46	50	55	58	63	69	73	75	80	84	92	96	103	114	120	123	136	152	148	beat
yoy	46%	54%	45%	45%	44%	36%	38%	32%	28%	28%	22%	26%	28%	29%	35%	30%	28%	32%	34%	30%	beat
收入占比	7%	7%	8%	7%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	13%	12%	14%	14%	15%	15%	beat
经营利润率					-12%	-9%	-10%	-7%	3%	5%	3%	9%	9%	11%	17%	18%	18%	21%	24%	20%	beat
其他投资	2.0	1.9	1.8	1.8	4.4	1.9	2.1	2.3	2.9	2.9	3.0	6.6	5.0	3.7	3.9	4.0	4.5	3.7	3.4	4.3	miss
yoy	47%	30%	2%	-8%	122%	1%	15%	25%	-35%	48%	42%	191%	72%	28%	31%	-39%	-9%	2%	-11%	11%	miss
资本开支	59	55	68	64	98	68	73	76	63	69	82	110	120	132	131	143	172	224	240	223	beat
yoy	-1%	-1%	26%	16%	65%	24%	7%	19%	-36%	1%	12%	45%	91%	91%	60%	30%	43%	70%	83%	71%	beat

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

## 1.3 亚马逊：25Q3收入端均高于预期，经营利润受两项特殊支出影响

- **25Q3实际业绩 VS 25Q3市场预期**：1) 收入端：25Q3公司实现总营收1802亿美元，yoy+13%，高于市场预期的1778亿美元，其中，**北美零售、国际零售、AWS三大业务板块收入均超出市场预期**。2) 利润端：公司整体层面，**毛利率符合市场预期；经营利润率低于预期**，主要受FTC和解金（25亿美元）和裁员成本（18亿美元）影响，若剔除以上两项特殊支出，经营利润超过210亿美元。业务方面，**北美零售和国际零售业务的经营利润率均不及市场预期，AWS经营利润率高于市场预期**。
- **25Q4业绩指引 VS 25Q4市场预期**：1) 收入端：25Q4收入指引中值略高于预期；2) 利润端：25Q4经营利润指引中值符合预期。

25Q3亚马逊实际业绩与市场预期对比

财年(单位:亿美元) 对应自然年	FY22Q1 22Q1	FY22Q2 22Q2	FY22Q3 22Q3	FY22Q4 22Q4	FY23Q1 23Q1	FY23Q2 23Q2	FY23Q3 23Q3	FY23Q4 23Q4	FY24Q1 24Q1	FY24Q2 24Q2	FY24Q3 24Q3	FY24Q4 24Q4	FY25Q1 25Q1	FY25Q2 25Q2	FY25Q3 (A) 25Q3 (A)	FY25Q3 (E) 25Q3 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	25Q4指引 下限 上限	25Q4预期 25Q4 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)
总收入	1164	1212	1271	1492	1274	1344	1431	1700	1433	1480	1589	1878	1557	1677	1802	1778	beat	2060 2130	2085	中值beat
yoy	7%	7%	15%	9%	9%	11%	13%	14%	13%	10%	11%	10%	9%	13%	13%	12%	beat	10% 13%	11%	中值beat
毛利润	499	548	568	636	596	650	681	774	707	742	779	889	787	869	915	889	beat			
yoy	8%	12%	19%	16%	19%	19%	20%	22%	19%	14%	14%	15%	11%	17%	17%	14%	beat			
毛利率	43%	45%	45%	43%	47%	48%	48%	46%	49%	50%	49%	47%	51%	52%	51%	50%	beat			
经营利润	39	33	25	27	48	77	112	132	153	147	174	212	184	192	174	197	miss	210 260	238	中值beat
yoy	-56%	-57%	-48%	-21%	22%	132%	343%	383%	221%	91%	56%	61%	20%	31%	0%	13%	miss	-1% 23%	12%	中值beat
经营利润率	3%	3%	2%	2%	4%	6%	8%	8%	11%	10%	11%	11%	12%	11%	10%	11%	miss	10% 12%	11%	中值beat
净利润	(38)	(20)	29	3	32	68	99	106	104	135	153	200	171	182	212					
yoy	-147%	-126%	-9%	-98%	-183%	-433%	244%	3722%	229%	100%	55%	88%	64%	35%	38%					
净利润率	-3%	-2%	2%	0%	2%	5%	7%	6%	7%	9%	10%	11%	11%	11%	12%					
北美零售	692	744	788	934	769	825	879	1055	863	900	955	1156	929	1001	1063	1050	beat			
yoy	8%	10%	20%	13%	11%	11%	11%	13%	12%	9%	9%	10%	8%	11%	11%	10%	beat			
收入占比	59%	61%	62%	63%	60%	61%	61%	62%	60%	61%	60%	62%	60%	60%	59%	59%	beat			
经营利润率	-2%	-1%	-1%	0%	1%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	8%	6%	8%	5%	7%	miss			
国际零售	288	271	277	345	291	297	321	402	319	317	359	434	335	368	409	404	beat			
yoy	-6%	-12%	-5%	-8%	1%	10%	16%	17%	10%	7%	12%	8%	5%	16%	14%	13%	beat			
收入占比	25%	22%	22%	23%	23%	22%	22%	24%	22%	21%	23%	23%	22%	22%	23%	23%	beat			
经营利润率	-4%	-7%	-9%	-6%	4%	3%	0%	1%	3%	1%	4%	3%	3%	4%	3%	4%	miss			
AWS	184	197	205	214	214	221	231	242	250	263	275	288	293	309	330	324	beat			
yoy	37%	33%	27%	20%	16%	12%	12%	13%	17%	19%	19%	19%	17%	17%	20%	18%	beat			
收入占比	16%	16%	16%	14%	17%	16%	16%	14%	17%	18%	17%	15%	19%	18%	18%	18%	beat			
经营利润率	35%	29%	26%	24%	24%	24%	30%	30%	38%	36%	38%	37%	39%	33%	35%	34%	beat			
资本开支	137	141	150	154	131	104	113	134	139	164	213	261	243	314	342	319	beat			
yoy	23%	9%	2%	-6%	-5%	-26%	-25%	-14%	7%	57%	88%	95%	74%	91%	61%	50%	beat			

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

## 1.4 Meta : 25Q3各业务收入表现亮眼，净利润计提一次性税项

- **25Q3实际业绩 VS 25Q3市场预期**：1) 收入端：25Q3公司实现总收入512亿美元，yoy+26%，高于市场预期的495亿美元，其中，**APP家族、现实实验室两大业务板块收入均超出市场预期**。2) 利润端：公司层面，**毛利率、经营利润率高于市场预期，但净利率不及预期**，主要系159亿美元一次性计提影响，剔除该税项影响后净利润为186亿美元。业务层面，**APP家族经营利润率不及市场预期**，同环比有所下降，主要系AI技术人才扩张带来员工薪酬支出加、基础设施成本增长加快等；现实实验室仍然处于亏损状态。
- **25Q4业绩指引 VS 25Q4市场预期**：1) 收入端：25Q4收入指引为560~590亿美元，**指引中值高于市场预期**。2) 利润端：无指引。

25Q3 Meta 实际业绩与市场预期对比

财年(单位:亿美元)	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3 (A)	FY25Q3 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	25Q4指引 下限 上限	25Q4预期 25Q4 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	
对应自然年	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3 (A)	25Q3 (E)					
总收入	277	322	286	320	341	401	365	391	406	484	423	475	512	495	beat	560	590	572	中值beat
yoy	-4%	-4%	3%	11%	23%	25%	27%	22%	19%	21%	16%	22%	26%	22%	beat	16%	22%	18%	中值beat
毛利润	220	238	225	261	279	324	298	318	332	395	347	390	420	401	beat				
yoy	-5%	-13%	3%	10%	27%	36%	32%	22%	19%	22%	17%	23%	27%	21%	beat				
毛利率	79%	74%	79%	81%	82%	81%	82%	81%	82%	82%	82%	82%	82%	81%	beat				
经营利润	57	64	72	94	137	164	138	148	174	234	176	204	205	195	beat				
yoy	-46%	-49%	-15%	12%	143%	156%	91%	58%	26%	43%	27%	38%	18%	12%	beat				
经营利润率	20%	20%	25%	29%	40%	41%	38%	38%	43%	48%	41%	43%	40%	39%	beat				
净利润	44	47	57	78	116	140	124	135	157	208	166	183	27	172	miss				
yoy	-52%	-55%	-24%	16%	164%	201%	117%	73%	35%	49%	35%	36%	-83%	10%	miss				
净利润率	16%	14%	20%	24%	34%	35%	34%	34%	39%	43%	39%	39%	5%	35%	miss				
APP家族	274	314	283	317	339	390	360	387	403	473	419	471	508	492	beat				
yoy	-4%	-4%	4%	12%	24%	24%	27%	22%	19%	21%	16%	22%	26%	22%	beat				
收入占比	99%	98%	99%	99%	99%	97%	99%	99%	99%	98%	99%	99%	99%	99%	beat				
经营利润率	34%	34%	40%	41%	52%	54%	49%	50%	54%	60%	52%	53%	49%	52%	miss				
现实实验室	3	7	3	3	2	11	4	4	3	11	4	4	5	3	beat				
yoy	-49%	-17%	-51%	-39%	-26%	47%	30%	28%	29%	1%	-6%	5%	74%	11%	beat				
收入占比	1%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	beat				
经营利润率	-1288%	-589%	-1178%	-1355%	-1782%	-434%	-874%	-1271%	-1640%	-459%	-1022%	-1224%	-943%	-1022%	beat				
资本开支	95	92	71	64	68	79	67	85	92	148	137	170	194	186	beat				
yoy	109%	66%	28%	-18%	-29%	-14%	-5%	33%	36%	88%	104%	101%	111%	102%	beat				

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

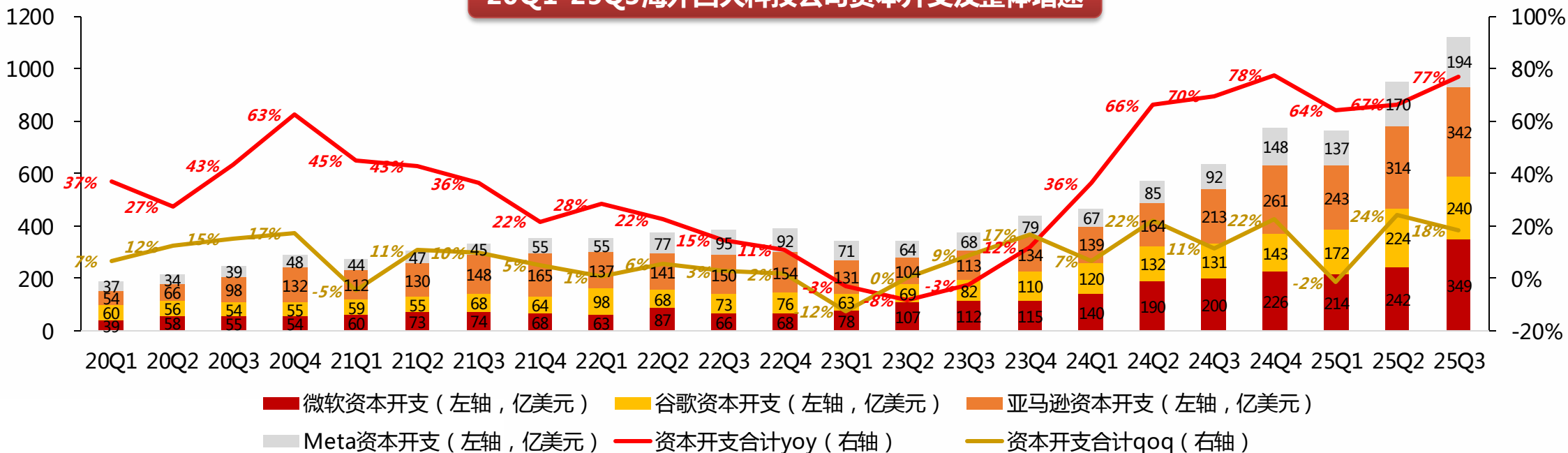
# 目录

- ◆ **一、业绩概览篇：收入端表现亮眼，利润端波动较大**
- ◆ **二、资本开支篇：资本开支预期上调，现金流压力维持高位**
  - 2.1 微软：资本开支预期上调，融资租赁占比提升
  - 2.2 谷歌：全年指引再次上调，投资节奏更加积极
  - 2.3 亚马逊：资本开支高于预期，计划未来持续增加
  - 2.4 Meta：算力需求环比增长，开支预期显著上升
- ◆ **三、运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升**
- ◆ **四、云计算篇：云业务表现亮眼，RPO反映强劲需求信号**
- ◆ **五、数字广告篇：广告业务增长强劲，AI驱动广告效率提升**

## 2 资本开支篇：25Q3资本开支超出市场预期，2026年投资预期普遍上调

- **海外四大科技公司资本开支：25Q3资本开支超出市场预期，2026年投资预期普遍上调。** 25Q3海外四大科技公司合计资本开支约1125亿美元，yoy+77%，qoq+18%，该季度资本开支合计规模突破千亿大关，且24Q2-25Q3资本开支合计同比增速连续6个季度位于60%以上。对比各公司25Q3实际开支与市场预期来看，四大科技厂商资本开支金额均高于市场预期；从各公司对2026年资本开支的预期和表态来看，本季度相较前两个季度变得更加积极。**1) 微软**：25Q1及25Q2业绩会上表示FY2026资本开支的增长率将低于FY2025，而25Q3业绩会上表示，FY2026增长率将高于FY2025；**2) 谷歌**：第二次上调2025年全年开支指引，并预计2026年资本开支还将“显著上升”，而此前表述为“继续增加”；**3) 亚马逊**：于25Q3业绩会给出2025全年现金资本支出约1250亿美元的指引，并预计2026年将继续增加；**4) Meta**：第三次上调2025年全年资本开支指引，并预计2026年资本支出增长将显著高于2025年。

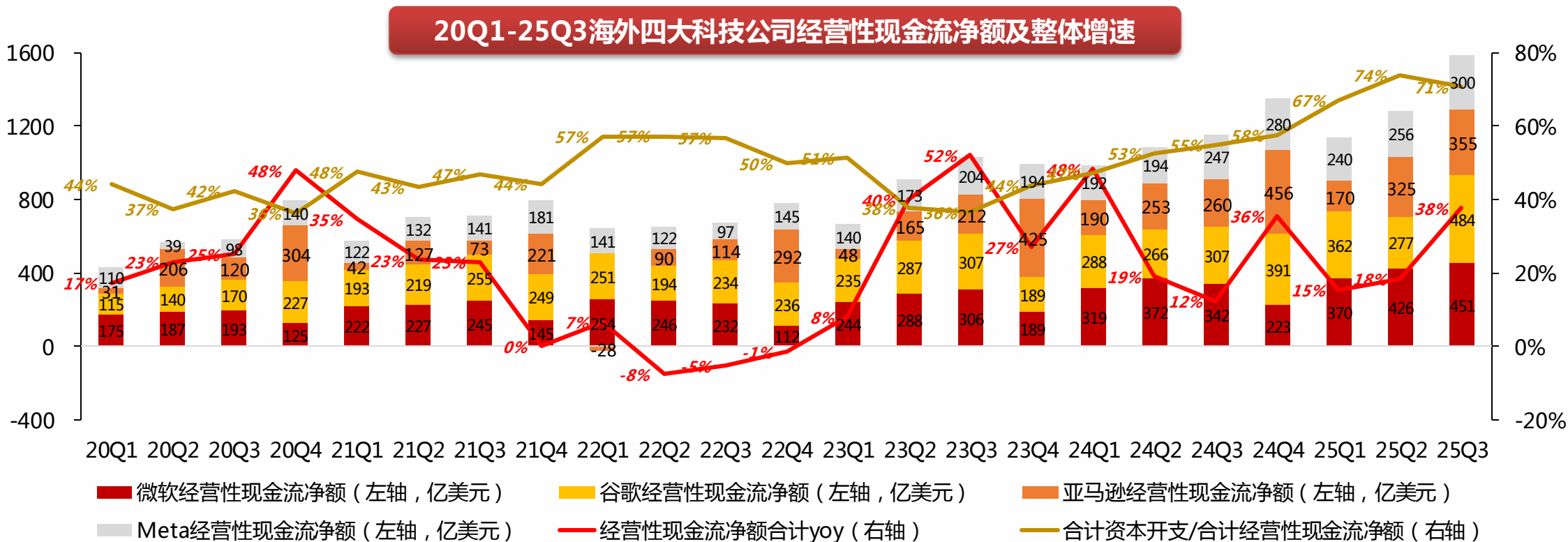
20Q1-25Q3海外四大科技公司资本开支及整体增速



资料来源：各公司公告，西南证券整理

## 2 资本开支篇：25Q3经营现金流净额同比高增，资本开支对现金流压力持续

- 海外四大科技公司经营性现金流：25Q3经营现金流净额同比高增，资本开支对现金流压力持续。25Q3海外四大科技公司整体经营性现金流净额约1590亿美元，yoy+38%，主要受强劲的业务增长和收款驱动。25Q3海外四大科技公司合计资本开支占经营性现金流净额的比例提升至71%，该占比已连续4个季度超过2020年以来的历史最高水平（57%），现金流压力仍然持续。其中，微软资本支出的环比增长中包含更高比例的融资租赁，在一定程度上能够缓解对自由现金流的压力。

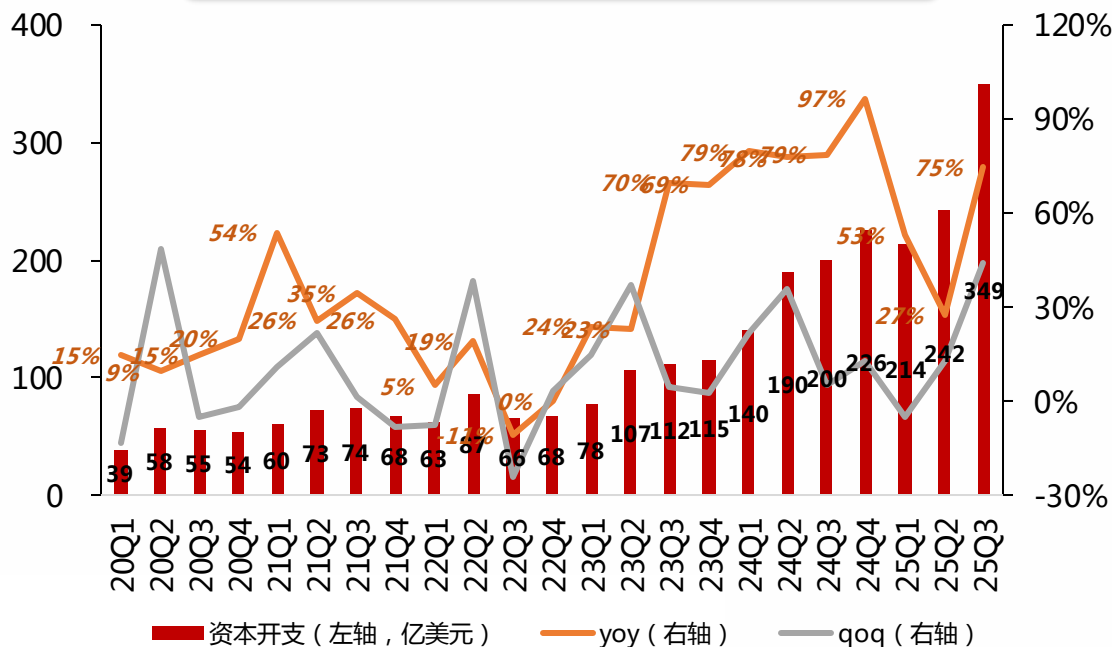


资料来源：各公司公告，西南证券整理

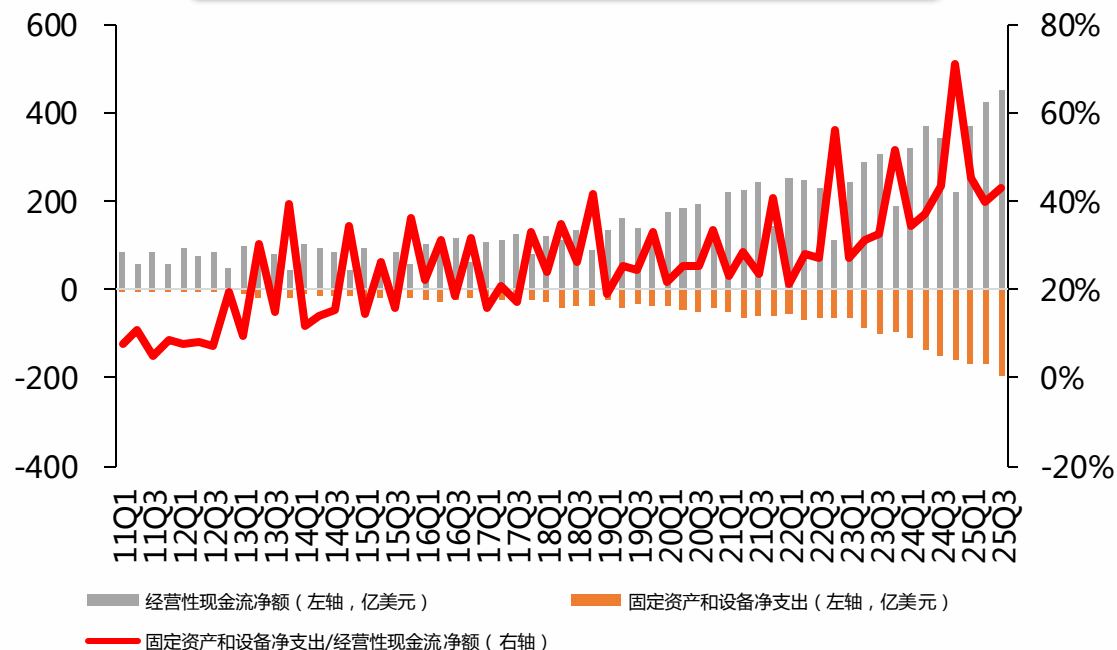
## 2.1 微软：资本开支预期上调，融资租赁占比提升

- 25Q3 (FY26Q1) 资本开支情况**：微软25Q3资本开支合计349亿美元，yoy+75%，qoq+44%，**远超市场预期**。其中，融资租赁金额约155亿美元，用于购置固定资产和设备的现金支出约194亿美元，融资租赁占比达44%。公司认为，由于融资租赁金额占比持续提升，因此资本支出的环比增加对自由现金流的影响相对有限。25Q3，约一半支出用于短期资产，主要是GPU和CPU，以满足Azure平台需求增长、自研AI应用扩张、产品团队研发加速，以及淘汰老旧服务器与网络设备的替换；其余部分为长期资产投资。
- 25H2-26H1 (FY2026) 资本开支指引**：根据25Q3业绩会，公司正加大对GPU和CPU的投资，总支出将环比上升，且预计FY2026资本开支的增长率将高于FY2025，而公司此前表态为“FY2026资本开支的增长率将低于FY2025”，未来资本开支预期上调。

20Q1-25Q3微软资本开支及增速



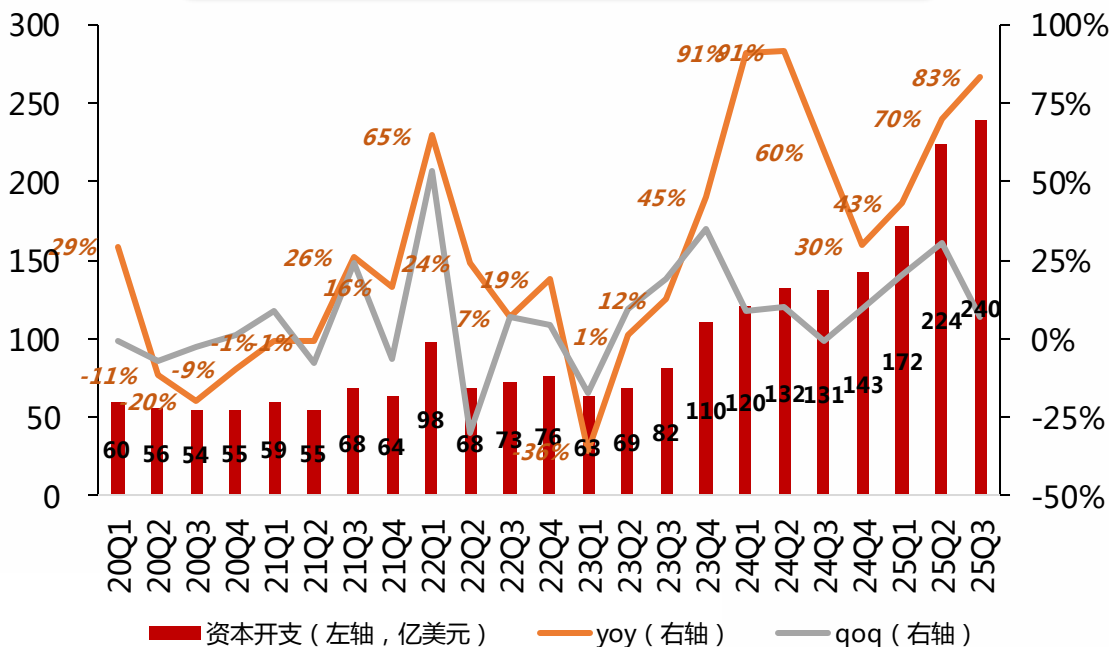
11Q1-25Q3微软固定资产和设备支出占比



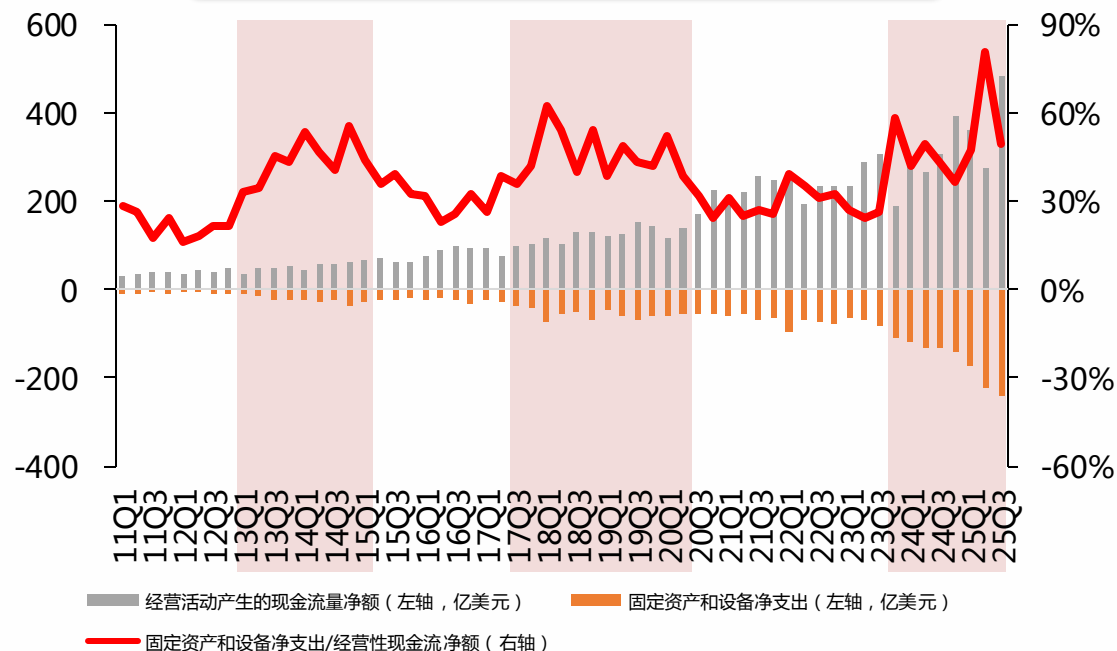
## 2.2 谷歌：全年指引再次上调，投资节奏更加积极

- 25Q3资本开支情况**：谷歌25Q3资本开支约240亿美元，yoy+83%，qoq+7%，**高于市场预期**，其中绝大部分用于技术基础设施，约60%投资于服务器、40%投资于数据中心和网络设备。随着谷歌在AI基础设施上的投资持续加大，23Q4至25Q3资本开支在经营性现金流净额中的占比处于历史相对高位。
- 2025年资本开支指引**：公司将全年资本开支指引提高至910亿~930亿美元之间，对应同比增速为73%~77%（公司于25Q1业绩会给出750亿美元指引、于25Q2业绩会将指引上调至850亿美元），主要由云客户的强劲需求和公司的整体增长机会驱动。
- 2026年资本开支指引**：公司预计资本支出将显著增加，而此前表态为“预计2026年资本开支将继续增加”，本次表态更加积极。

20Q1-25Q3谷歌资本开支及增速



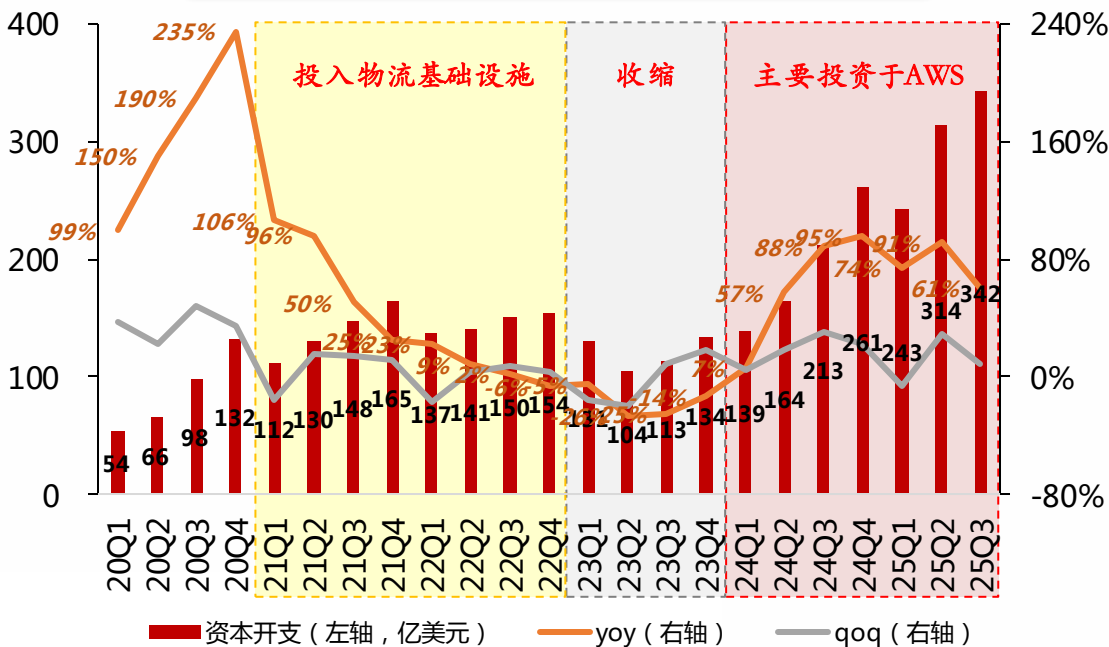
11Q1-25Q3谷歌固定资产和设备支出占比



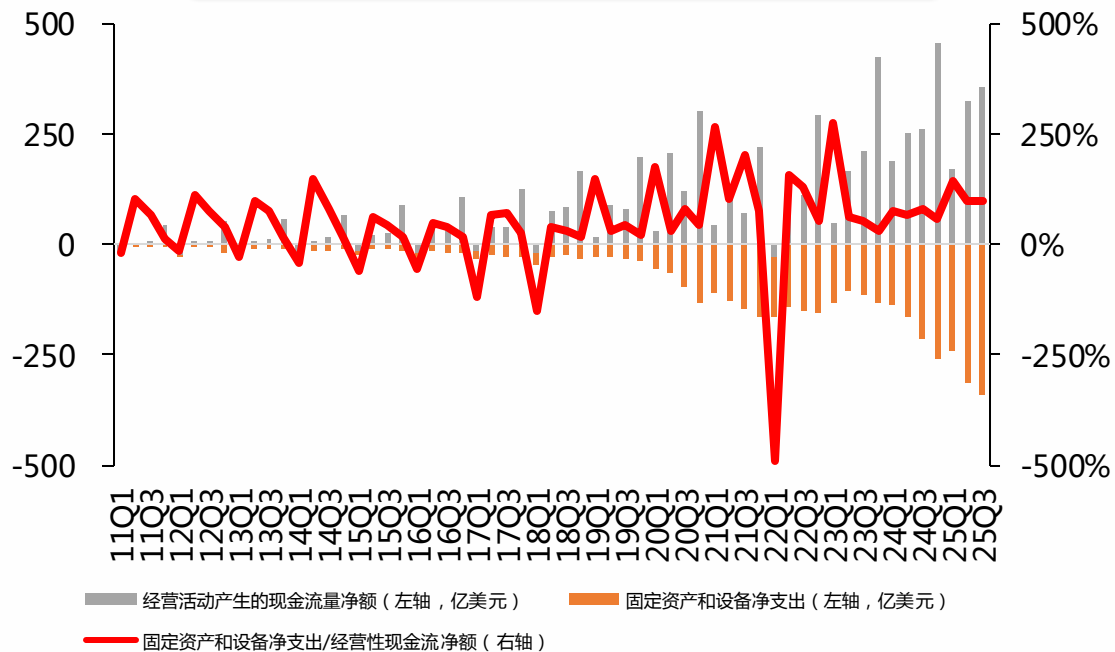
## 2.3 亚马逊：资本开支高于预期，计划未来持续增加

- ❑ **25Q3资本开支情况**：亚马逊25Q3资本开支约342亿美元，yoy+61%，qoq+9%，**超出市场预期**。根据25Q3业绩会，公司资本开支主要用于AWS、自研芯片Trainium以及技术基础设施建设，以支持AI和核心服务需求、北美与国际部门的增长。
- ❑ **2025年资本开支指引**：根据25Q3业绩会，预计2025年全年现金资本支出约为1250亿美元，而2025年前三季度已累计投资约899亿美元，对应25Q4资本开支预期约351亿美元。
- ❑ **2026年资本开支指引**：公司预计2026年资本开支将继续增加。

20Q1-25Q3亚马逊资本开支及增速



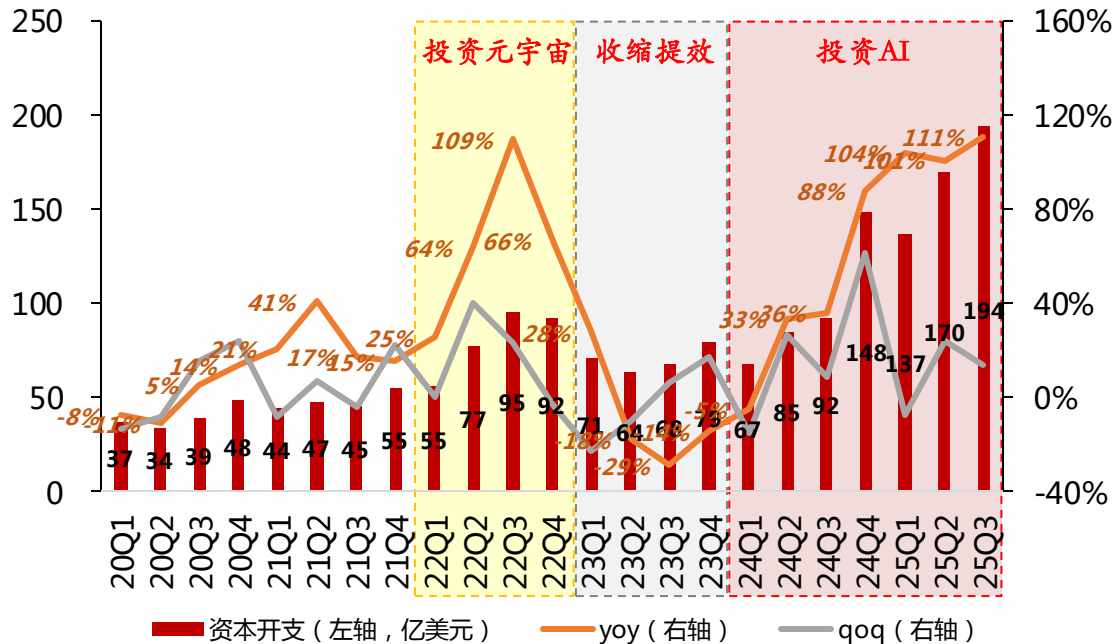
11Q1-25Q3亚马逊固定资产设备支出占比



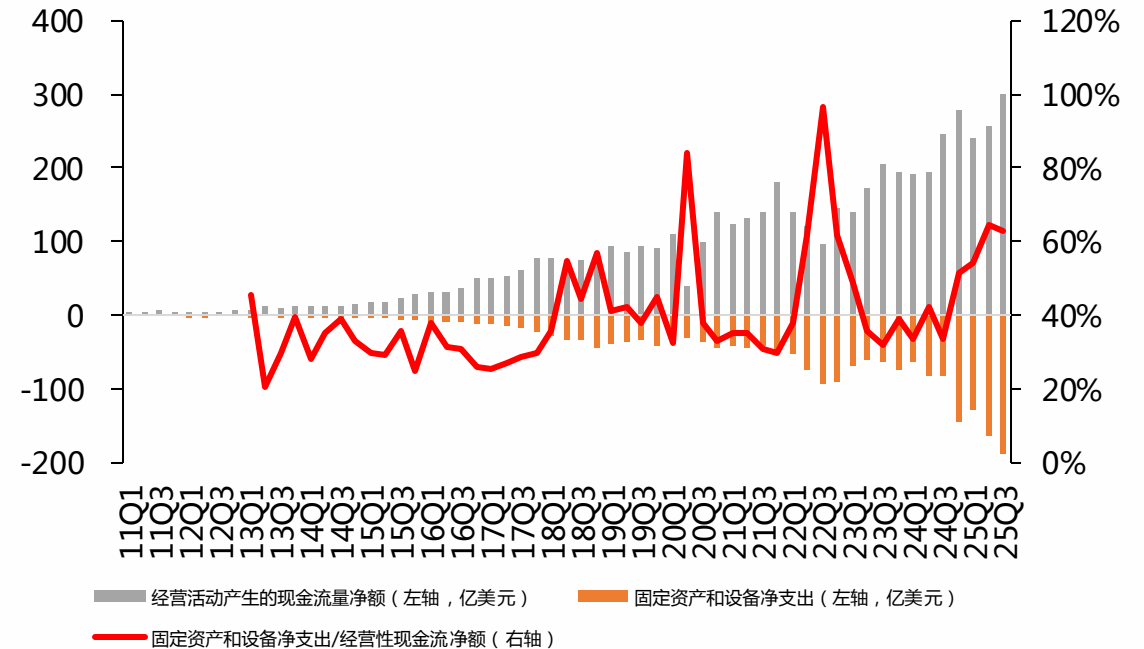
## 2.4 Meta : 算力需求环比增长，开支预期显著上升

- ❑ **25Q3资本开支情况**：Meta25Q3资本开支约194亿美元，yoy+111%，qoq+14%，**超出市场预期**，主要用于服务器/数据中心/网络基础设施投资。
- ❑ **2025年资本开支指引**：根据25Q3业绩会，公司预计**全年资本开支（含融资租赁）将在700亿~720亿美元之间**。而此前24Q4业绩会给出的指引为600亿~650亿美元、于25Q1业绩会上调指引至640亿~720亿美元、于25Q2业绩会提高下限指引为660亿~720亿美元。
- ❑ **2026年资本开支指引**：预计2026年资本支出增长将显著高于2025年，公司发现算力需求相较于25Q2预期显著上升、并将积极投资以满足需求，包括自建基础设施和与第三方云服务商合作。

20Q1-25Q3Meta资本开支及增速



11Q1-25Q3Meta固定资产设备支出占比



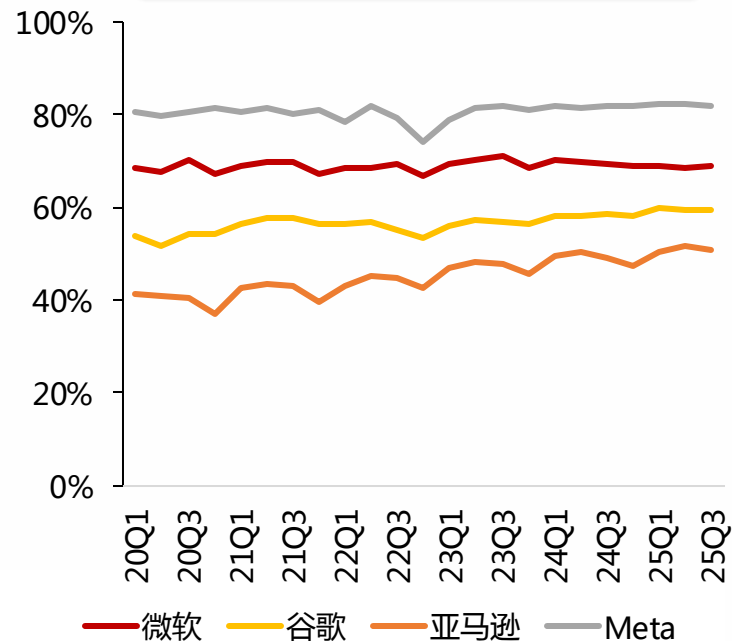
# 目录

- ◆ 一、业绩概览篇：收入端表现亮眼，利润端波动较大
- ◆ 二、资本开支篇：资本开支预期上调，现金流压力维持高位
- ◆ 三、运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升
  - 3.1 微软：三大费用率同比持续优化，折旧摊销占比逐季攀升
  - 3.2 谷歌：经营费用短期波动，折旧增长速度加快
  - 3.3 亚马逊：裁员带来短期费用增加，折旧成本占比维持高位
  - 3.4 Meta：预计未来支出增长更快，部分由基础设施折旧推动
- ◆ 四、云计算篇：云业务表现亮眼，RPO反映强劲需求信号
- ◆ 五、数字广告篇：广告业务增长强劲，AI驱动广告效率提升

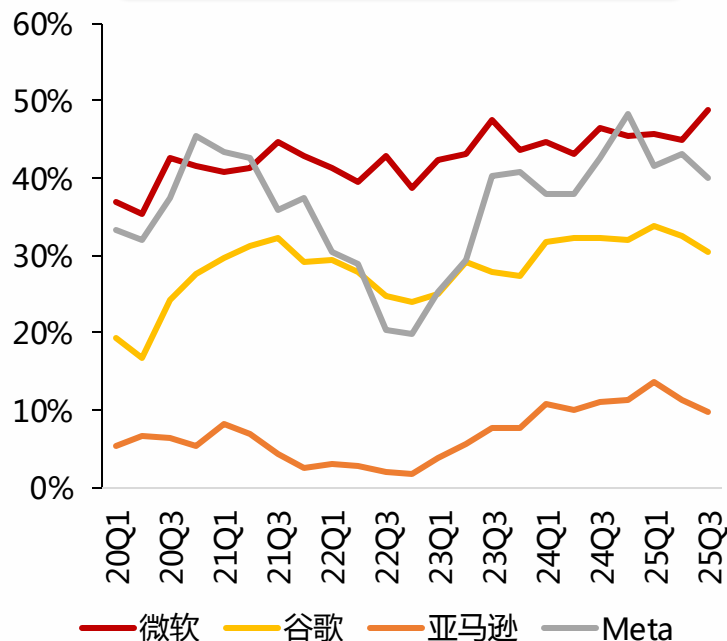
### 3 运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升

- ❑ **毛利率保持稳定**：25Q3微软/谷歌/亚马逊/Meta毛利率分别为69%/60%/51%/82%，同比分别-0.3pp/+0.9pp/+1.8pp/+0.2pp，环比分别+0.5pp/+0.1pp/-1.0pp/-0.1pp。
- ❑ **经营利润率波动**：25Q3微软/谷歌/亚马逊/Meta经营利润率为49%/31%/10%/40%，同比分别+2.3pp/-1.8pp/-1.3pp/-2.7pp，环比分别+4.0pp/-1.9pp/-1.8pp/-2.9pp，主要系谷歌、亚马逊、Meta在本季度均受特殊项目费用影响。
- ❑ **净利率变动较大**：25Q3微软/谷歌/亚马逊/Meta净利率分别为36%/34%/12%/5%，同比分别-1.9pp/+4.4pp/+2.1pp/-33.4pp，环比分别+0.1pp/+4.9pp/+0.9pp/-33.3pp，谷歌同比增长主要得益于其他收益，Meta则受一次性税项拖累。

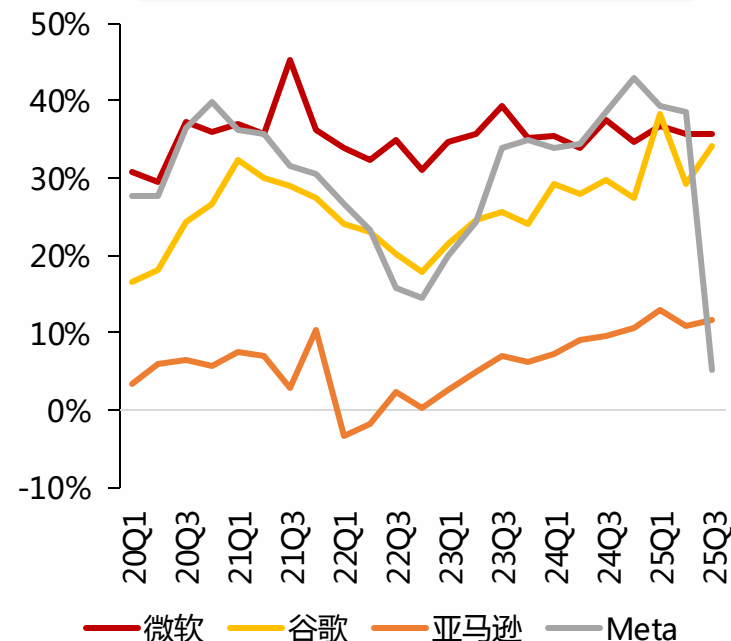
20Q1-25Q3各公司毛利率



20Q1-25Q3各公司经营利润率



20Q1-25Q3各公司净利率



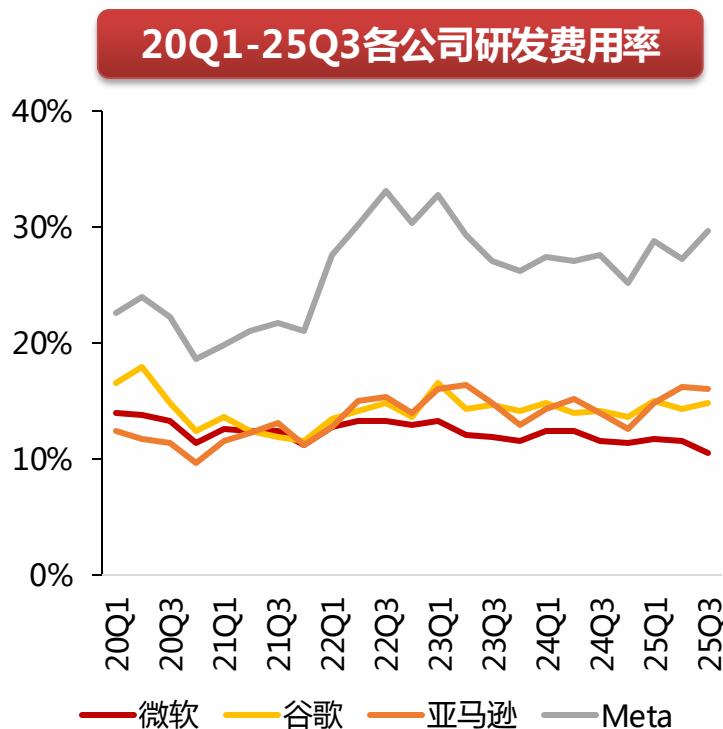
资料来源：各公司公告，西南证券整理

资料来源：各公司公告，西南证券整理

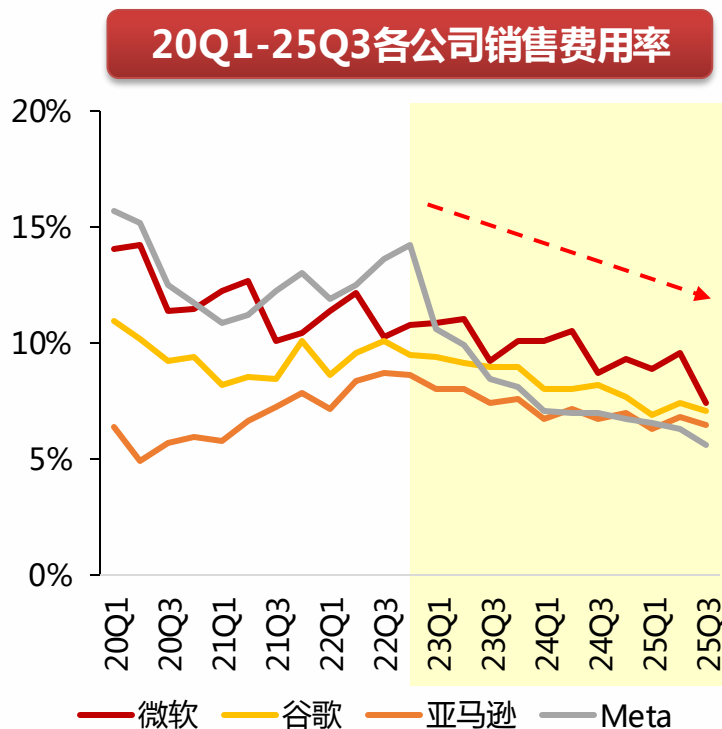
资料来源：各公司公告，西南证券整理

### 3 运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升

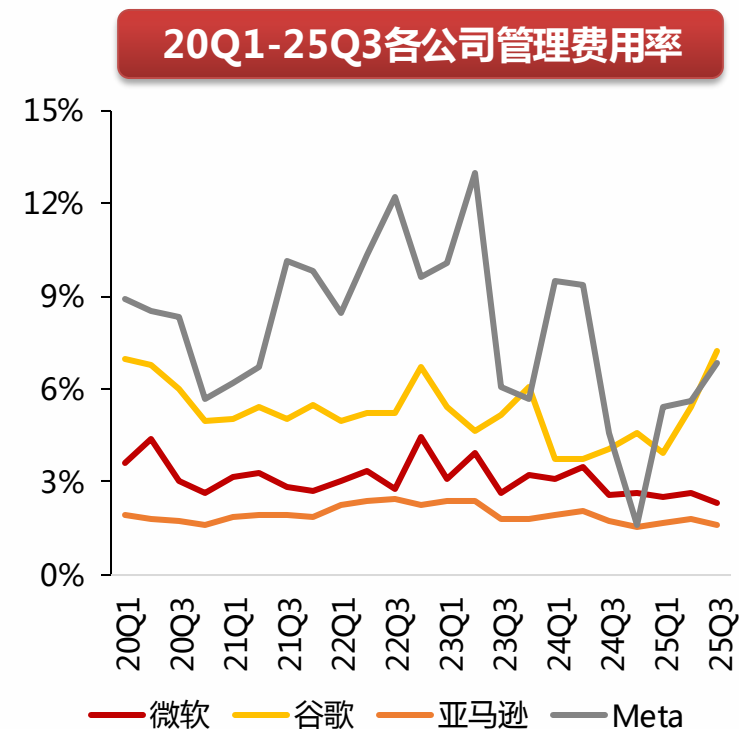
- ❑ **研发费用率：AI研发投入加大，研发费用率略有抬升。** 25Q3微软/谷歌/亚马逊/Meta的研发费用率分别为11%/15%/16%/30%，同比分别-1.0pp/+0.7pp/+2.1pp/+2.0pp，环比分别-1.0pp/+0.5pp/-0.1pp/+2.3pp。
- ❑ **销售费用率：优化趋势明显，销售费用率持续下降。** 25Q3微软/谷歌/亚马逊/Meta的销售费用率分别为7%/7%/6%/6%，同比分别-1.4pp/-1.1pp/-0.2pp/-1.4pp，环比分别-2.2pp/-0.3pp/-0.3pp/-0.7pp。
- ❑ **管理费用率：管理费用波动较大，主要系薪酬增加或裁员成本等因素影响。** 25Q3微软/谷歌/亚马逊/Meta的管理费用率分别为2%/7%/2%/7%，同比分别-0.2pp/+3.1pp/-0.1pp/+2.3pp，环比分别-0.3pp/+1.8pp/-0.2pp/+1.2pp。



资料来源：各公司公告，西南证券整理



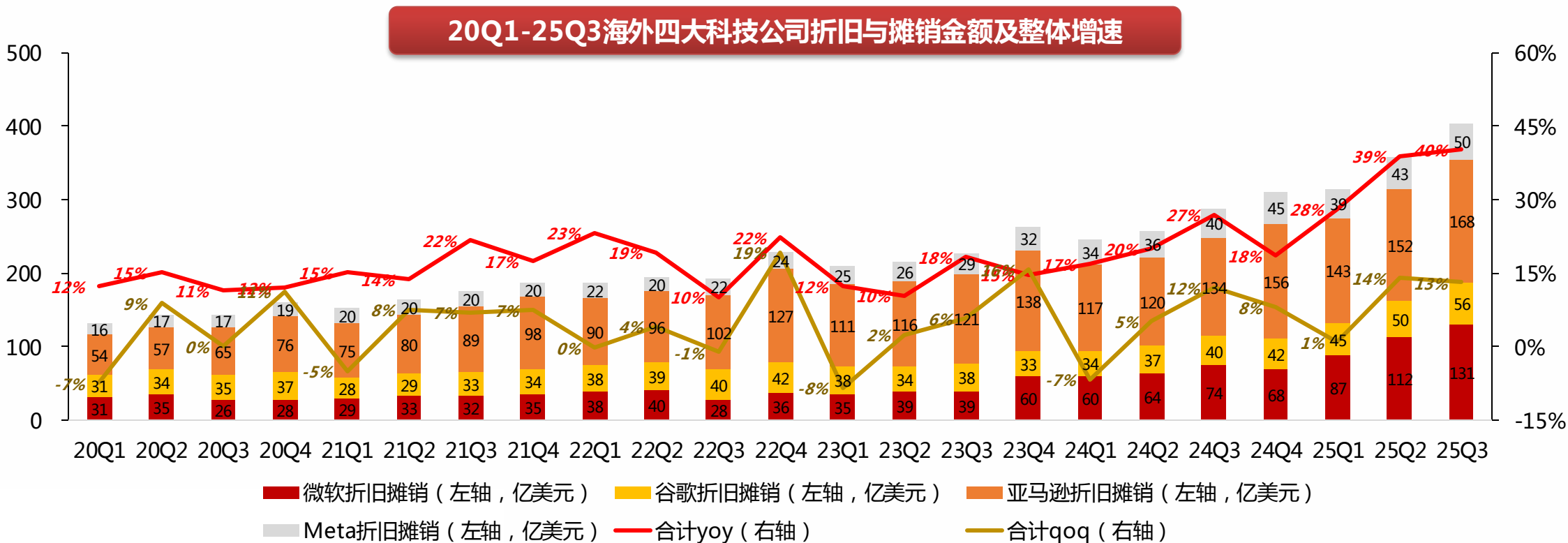
资料来源：各公司公告，西南证券整理



资料来源：各公司公告，西南证券整理

### 3 运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升

□ **海外四大科技公司折旧与摊销：25Q3折旧摊销增长加速，其占收入比例创历史新高。**25Q3海外四大科技公司合计折旧摊销金额约404亿美元，yoy+40%，qoq+13%，合计折旧摊销金额占合计收入的比例约10%，该比例为20Q1以来单季度最高水平，表明基础设施建设带来的折旧成本压力日益显现。其中，谷歌预计25Q4折旧增速有望进一步加快；亚马逊认为随着数据中心资产的投入使用，相关折旧会对利润率产生一定影响；Meta预计2026年总支出同比增长更快，部分将由基础设施折旧推动。未来，海外科技公司折旧摊销有望加速增长，利润端可能将面临部分压力。

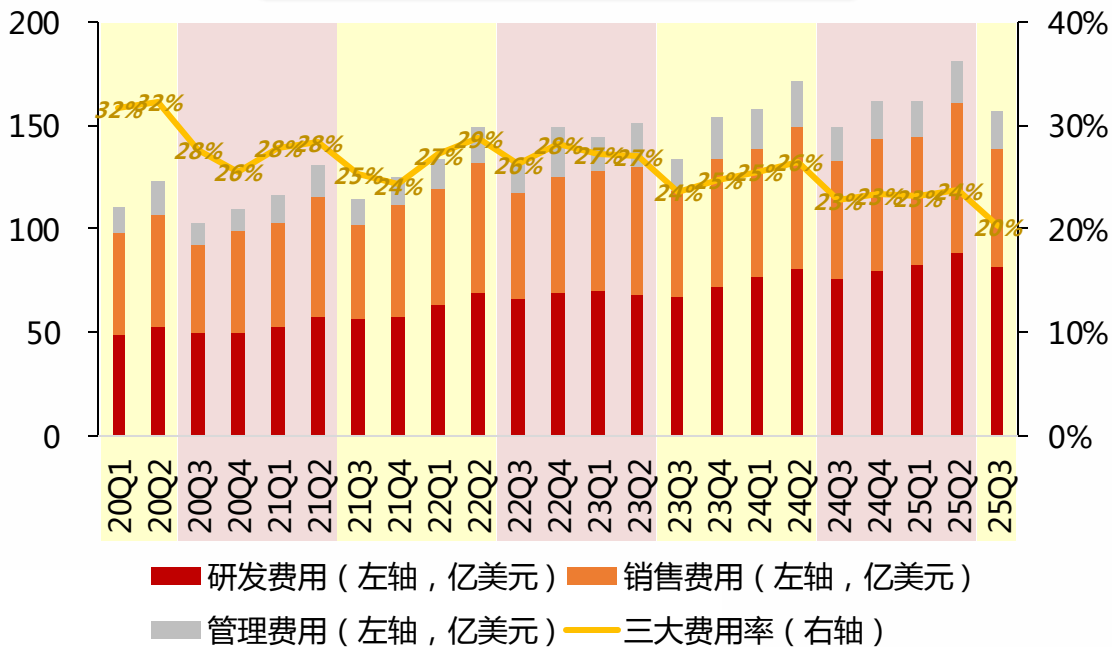


资料来源：各公司公告，西南证券整理

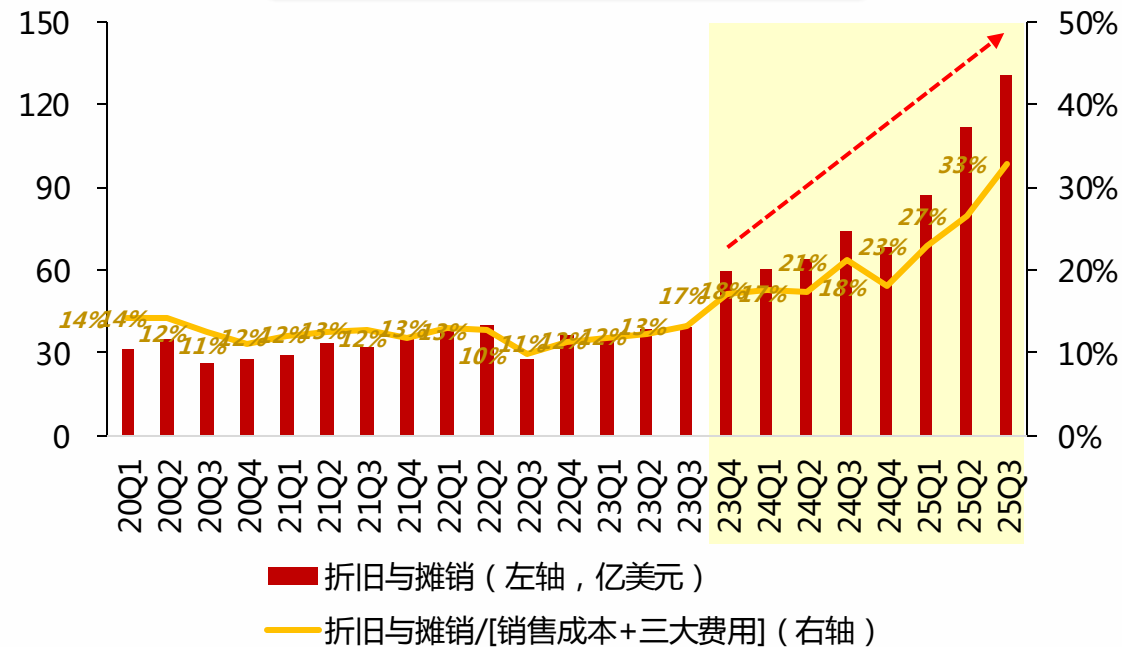
### 3.1 微软：三大费用率同比持续优化，折旧摊销占比逐季攀升

- 三大费用**：25Q3 (FY26Q1) 微软三大费用合计约157亿美元，yoy+5%，主要系云与AI投资增加，包括AI算力和人才投入，以支持产品组合开发；三大费用率合计20%，同比-2.6pp (表明费用率持续优化)，环比-3.5pp (符合季节性规律，每财年第一季度至第四季度，费用率大致呈现逐季提升态势)。其中，25Q3研发/销售/管理费用分别为82/57/18亿美元，研发/销售/管理费用率分别约11%/7%/2%，同比分别-1.0/-1.4/-0.2pp。
- 折旧摊销**：25Q3 (FY26Q1) 微软折旧摊销成本约131亿美元，yoy+77%，占销售成本和三大费用的比例进一步攀升至33%。

20Q1-25Q3微软三大费用水平



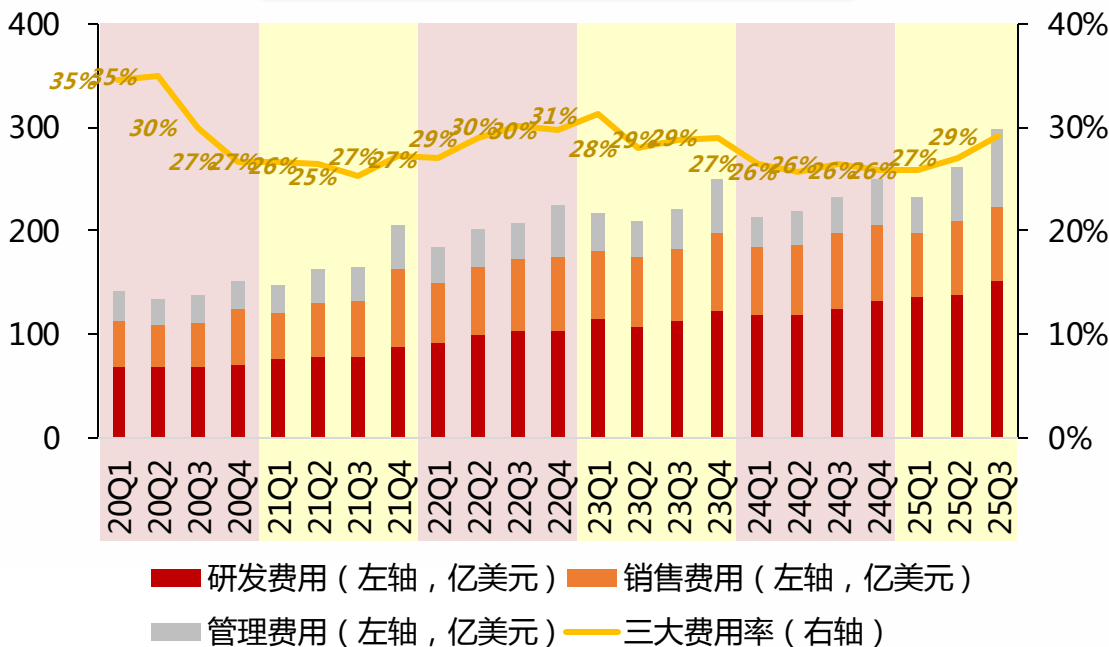
20Q1-25Q3微软折旧摊销水平



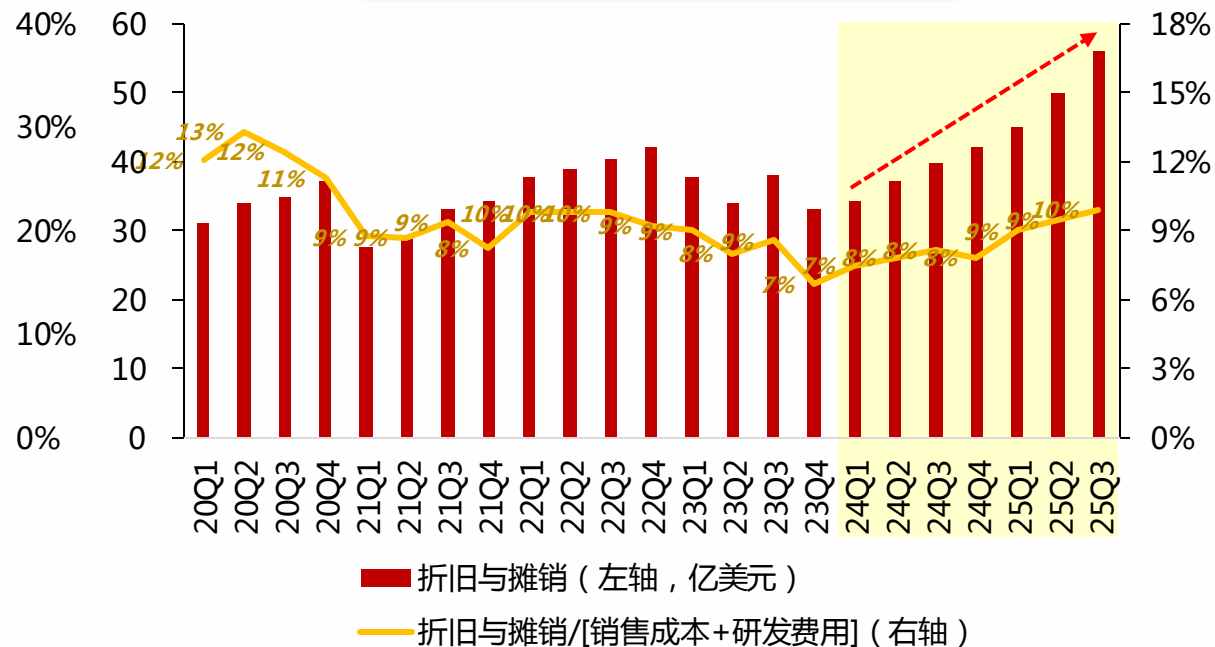
## 3.2 谷歌：经营费用短期波动，折旧增长速度加快

- 三大费用**：25Q3谷歌三大费用合计约297亿美元，yoy+28%；三大费用率合计29%，同比+2.7pp，环比+2.0pp。其中，25Q3研发/销售/管理费用分别为152/72/74亿美元，研发/销售/管理费用率分别约15%/7%/7%，同比分别+0.7/-1.1/+3.1pp，研发费用率同比提升主要系AI研发人力与折旧成本增加，管理费用增加主要由欧盟罚款35亿美元导致，销售费用率则持续优化。
- 折旧摊销**：25Q3谷歌折旧摊销金额约56亿美元，yoy+41%（24Q4至25Q2折旧摊销金额的同比增速分别为+27%/+31%/+35%），占公司销售成本和研发费用的比例提升至10%。公司预计25Q4折旧增速有望进一步加快，并表示技术基础设施投资的大幅增加将继续对利润端带来压力，表现为更高的折旧费用以及与数据中心运营相关的能源等成本。

20Q1-25Q3谷歌三大费用水平



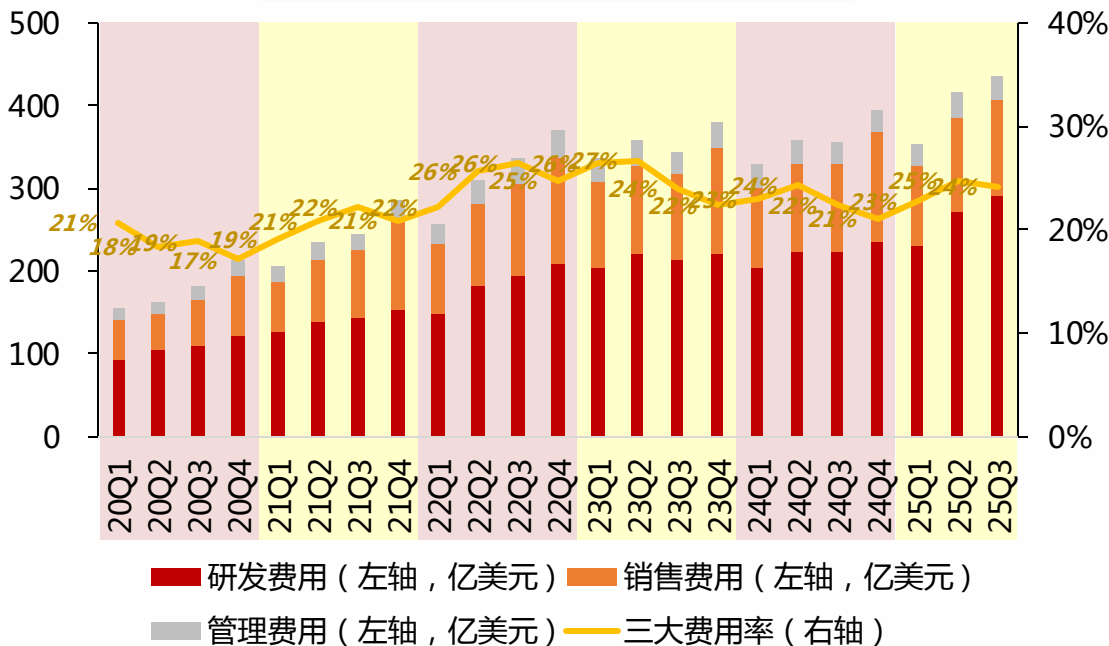
20Q1-25Q3谷歌折旧摊销水平



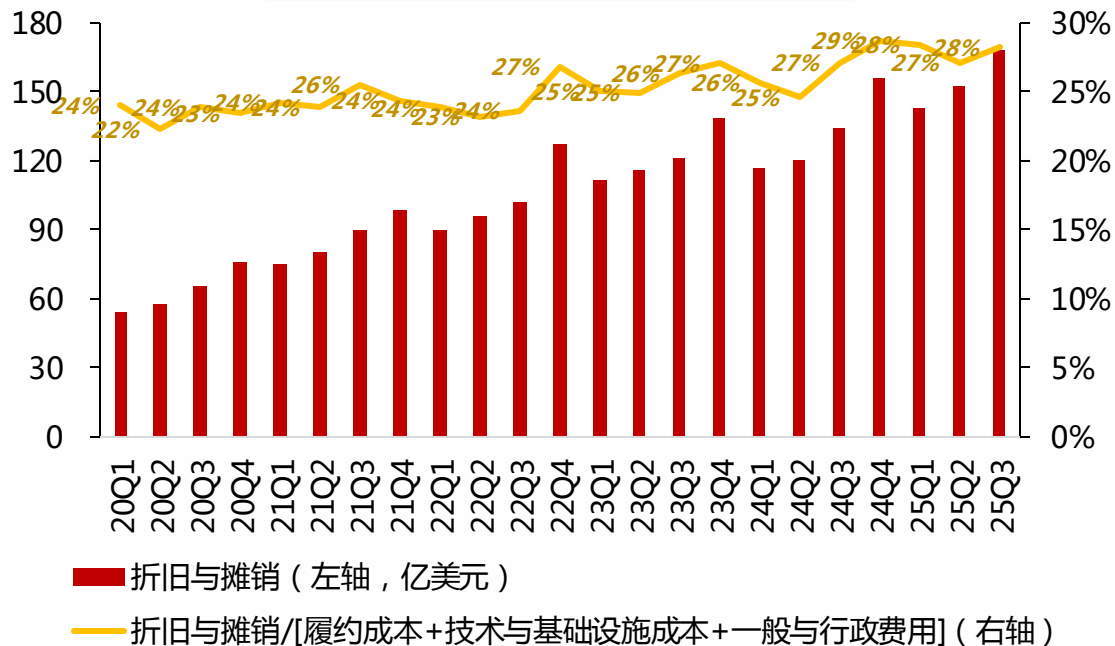
### 3.3 亚马逊：裁员带来短期费用增加，折旧成本占比维持高位

- 三大费用**：25Q3亚马逊三大费用合计约435亿美元，yoy+22%；三大费用率合计24%，同比+1.8pp，环比-0.6pp。其中，25Q3研发/销售/管理费用分别为290/117/29亿美元，研发/销售/管理费用率分别约16%/6%/2%，同比分别+2.1/-0.2/-0.1pp，主要受职位裁撤的遣散成本影响，涉及公司三大业务部门，该项费用约18亿美元，主要计入技术与基础设施、销售与市场、以及一般与行政管理的费用科目。
- 折旧摊销**：25Q3亚马逊折旧费用为168亿美元，yoy+25%，占核心成本费用项目的比例约28%，仍处于较高水平。公司表示，随着数据中心资产的投入使用，相关折旧会对利润率产生一定影响。

20Q1-25Q3亚马逊三大费用水平



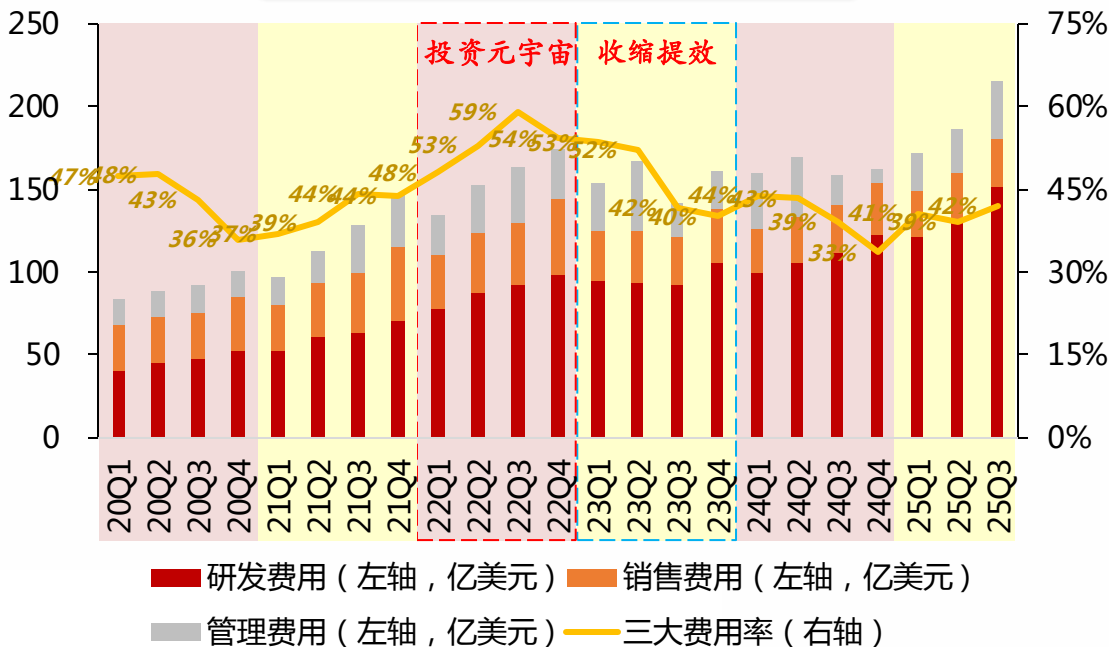
20Q1-25Q3亚马逊折旧摊销水平



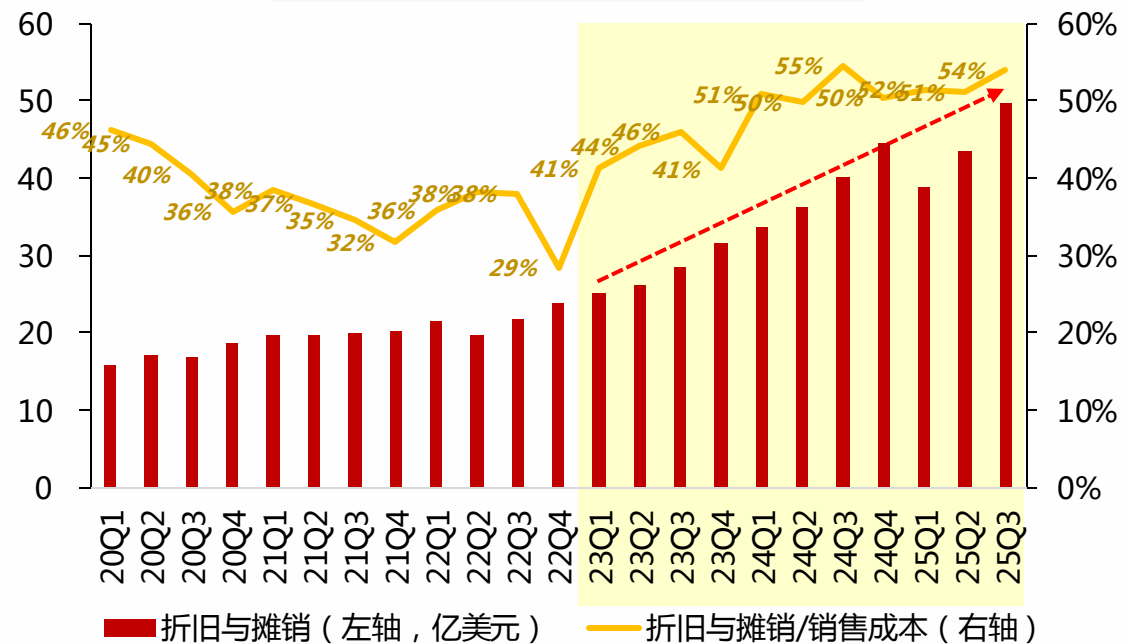
### 3.4 Meta : 预计未来支出增长更快，部分由基础设施折旧推动

- 三大费用**：25Q3，Meta三大费用合计近215亿美元，yoy+36%；三大费用率合计42%，同比+2.9pp，环比+2.8pp。其中，25Q3研发/销售/管理费用分别为151/28/35亿美元，研发/销售/管理费用率分别约30%/6%/7%，同比分别+2.0/-1.4/+2.3pp，费用增长主要系员工薪酬支出增长加快（AI人才等技术岗位的扩张）、基础设施成本增长加快（包括数据中心扩张带来的运营支出增加、额外资本支出的折旧、以及第三方云服务费用上升等）。公司预计2026年总支出同比增长更快，主要由基础设施（云费用与折旧）推动，员工薪酬为第二大增长来源。
- 折旧摊销**：25Q3，Meta折旧费用为50亿美元，yoy+23%，占销售成本的比例为54%。

20Q1-25Q3 Meta三大费用水平



20Q1-25Q3 Meta三大费用水平



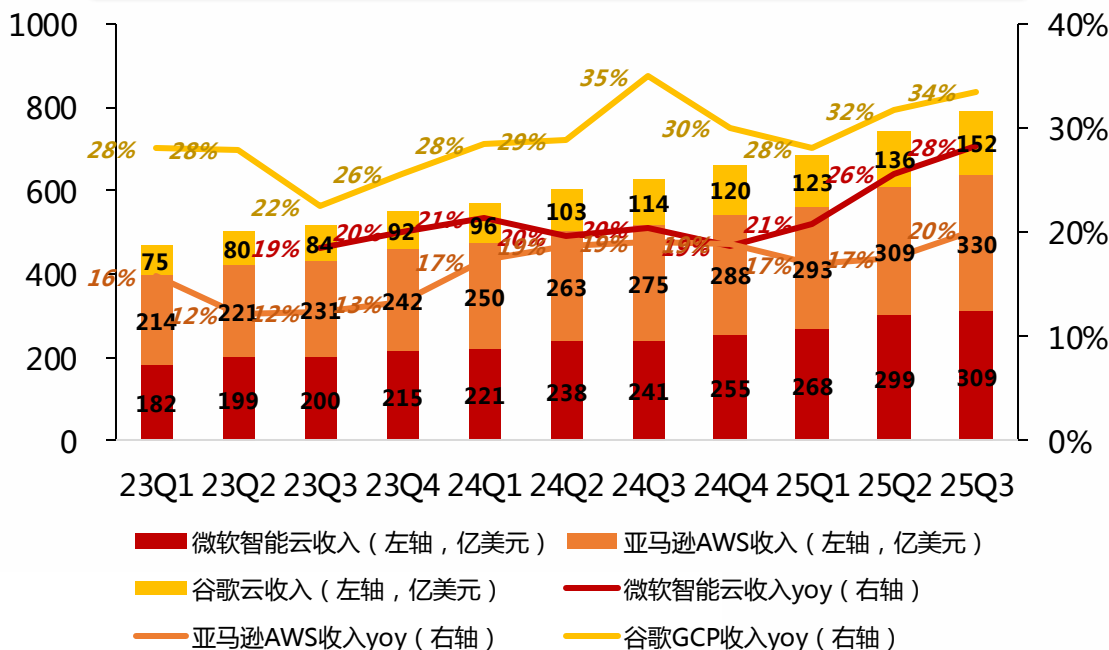
# 目 录

- ◆ 一、业绩概览篇：收入端表现亮眼，利润端波动较大
- ◆ 二、资本开支篇：资本开支预期上调，现金流压力维持高位
- ◆ 三、运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升
- ◆ 四、云计算篇：云业务表现亮眼，RPO反映强劲需求信号
  - 4.1 微软：Azure收入增速保持高位，算力容量预计未来两年翻倍
  - 4.2 谷歌：AI产品组合推动收入增长，客户需求信号强劲
  - 4.3 亚马逊：AWS创23Q1以来最高收入同比增速，已新增数吉瓦产能
- ◆ 五、数字广告篇：广告业务增长强劲，AI驱动广告效率提升

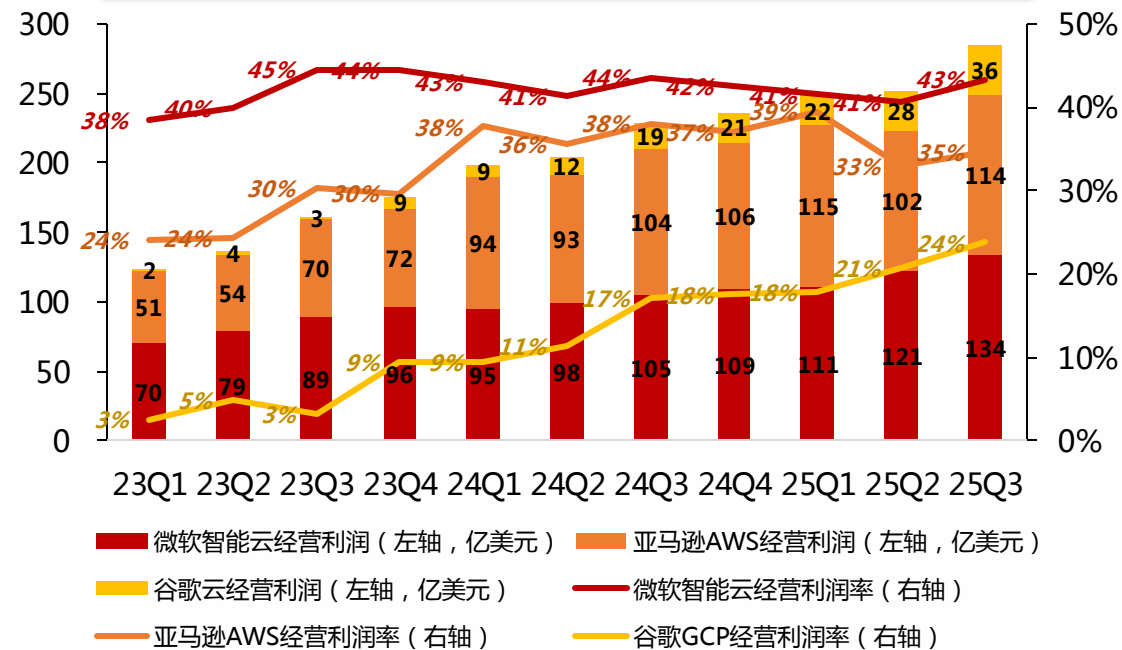
## 4 云计算篇：云业务表现亮眼，RPO反映强劲需求信号

- 收入端：云业务收入超出市场预期，合计同比增速再创新高。** 25Q3海外三大云厂商云业务合计收入791亿美元，其中，微软智能云、亚马逊AWS、谷歌云收入均高于市场预期；合计收入同比增速提升至26%，自23Q3以来再创新高。
- 利润端：经营利润率优于市场预期，折旧成本带来部分影响。** 25Q3海外三大云厂商云业务合计经营利润284亿美元，其中，微软智能云/亚马逊AWS/谷歌云分别实现经营利润134亿/114亿/36亿美元，经营利润率分别为43%/35%/24%，均超预期，谷歌云业务在规模扩展和AI业务组合的推进下正持续改善，微软智能云和亚马逊AWS的经营利润率则在近年来有所波动，主要系AI基础设施扩展带来折旧摊销成本增加所致。

### 23Q1-25Q3海外三大云厂商云业务收入及增速



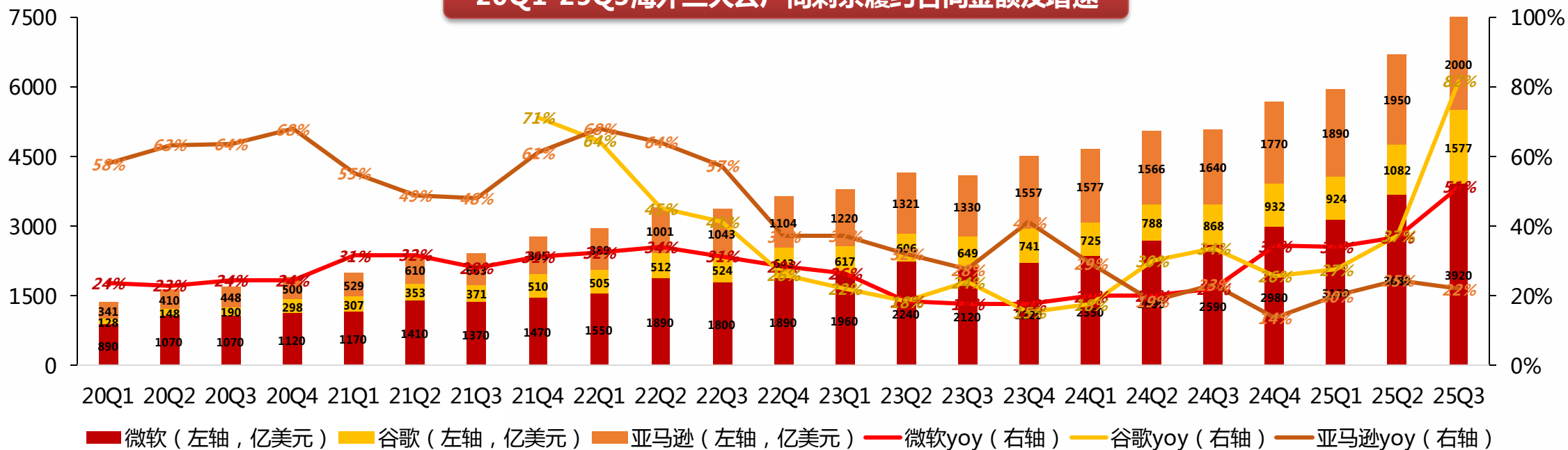
### 23Q1-25Q3海外三大云厂商云业务经营利润及利润率



## 4 云计算篇：云业务表现亮眼，RPO反映强劲需求信号

- **海外三大云厂商剩余履约义务（RPO）：25Q3合计积压订单7497亿美元，合计同比增速抬升至47%。**
- **微软**：截至25Q3，微软商业剩余履约合同金额增长至3920亿美元，yoy+51%，qoq+7%，过去两年几乎翻倍，平均合同期限约为2年，且微软截至25Q3的积压订单不包含2025年10月底宣布的OpenAI额外2500亿美元Azure承诺。
- **谷歌**：截至25Q3，谷歌剩余履约合同金额1577亿美元，yoy+82%，qoq+46%，RPO增速远超云业务增速。
- **亚马逊**：截至25Q3，亚马逊主要与AWS有关的剩余履约合同金额达2000亿美元，yoy+22%，qoq+3%，加权平均剩余期限为3.8年，其中不包括2025年10月签署的几笔未披露的新交易、这些交易规模合计已超过整个25Q3的成交量。

20Q1-25Q3海外三大云厂商剩余履约合同金额及增速



资料来源：各公司公告，西南证券整理

## 4 云计算篇：下游客户需求旺盛，供给瓶颈主要在于电力供应

- **供给**：当前行业限制瓶颈主要在于电力供应而非芯片本身，海外云厂商正通过融资租赁、与第三方云厂商合作等优化数据中心建设方式；同时各厂商积极改进软件生态，实现软件与硬件的配套协同，最大化每瓦特下的tokens产出效率。
- **需求**：海外三大云厂商表示客户对GPU和AISC的需求均十分旺盛，AI相关业务收入已达数十亿美元规模。

### 25Q3海外四大科技公司业绩会有关云计算的关键表述

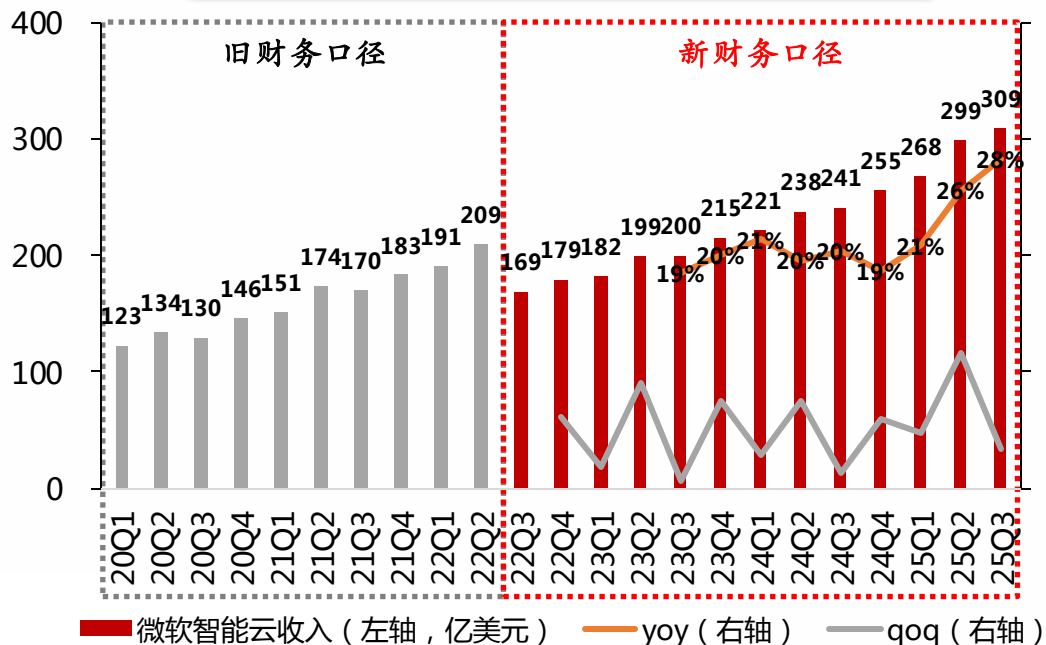
公司	当前限制瓶颈	软件优化的重要性	ASIC进展积极
微软	过去几年 <b>公司短缺的并不是GPU或CPU本身，而是空间和电力</b> ，即数据中心的承载能力；公司过去花费大量时间解决基础设施问题，现在也通过租赁形式建设这些长期资产	公司的目标是在 <b>每美元、每瓦特下最大化token效率</b> ，并 <b>强调用软件提升效率</b> 。例如，微软在GPT-4.1和5.0之间实现30%的性能提升，完全来自软件优化，且适用于A100、GB200乃至未来的GB300	/
谷歌	/	谷歌云一大差异化优势在于采用full-stack AI策略，既构建自己的AI模型，又开发自研技术栈； <b>优化自建数据中心方式，提高能效与利用率</b>	<b>第7代TPU即将全面上市</b> ，公司正在加大TPU产能投入；Anthropic最近宣布计划最多可使用100万个TPU；AI基础设施产品需求强劲，包括基于TPU和GPU的解决方案， <b>25Q3公司已经从AI相关业务中获得数十亿美元收入</b>
亚马逊	<b>目前整个行业的瓶颈可能在电力供应上</b> ；未来在某个时间点，也可能转向芯片短缺	Trainium相比其他方案在性价比上高出30%~40%，预计Trainium3将比Trainium2再提升约40%的性能，公司必须如期交付芯片、确保产量并快速量产，同时还要 <b>不断改进软件生态系统</b>	<b>Trainium2表现出色，目前已经全部被订满</b> ，现在已经是一个 <b>数十亿美元规模</b> 的业务，收入qoq+ 150%； <b>Anthropic Project Rainier</b> 正在使用Trainium2训练下一代Claude模型， <b>目前使用50万颗Trainium2芯片</b> ，年底前将扩大到100万颗； <b>Trainium3</b> 将在2025年年底进行预览，并在 <b>2026年初实现量产</b>

资料来源：各公司公告，西南证券整理

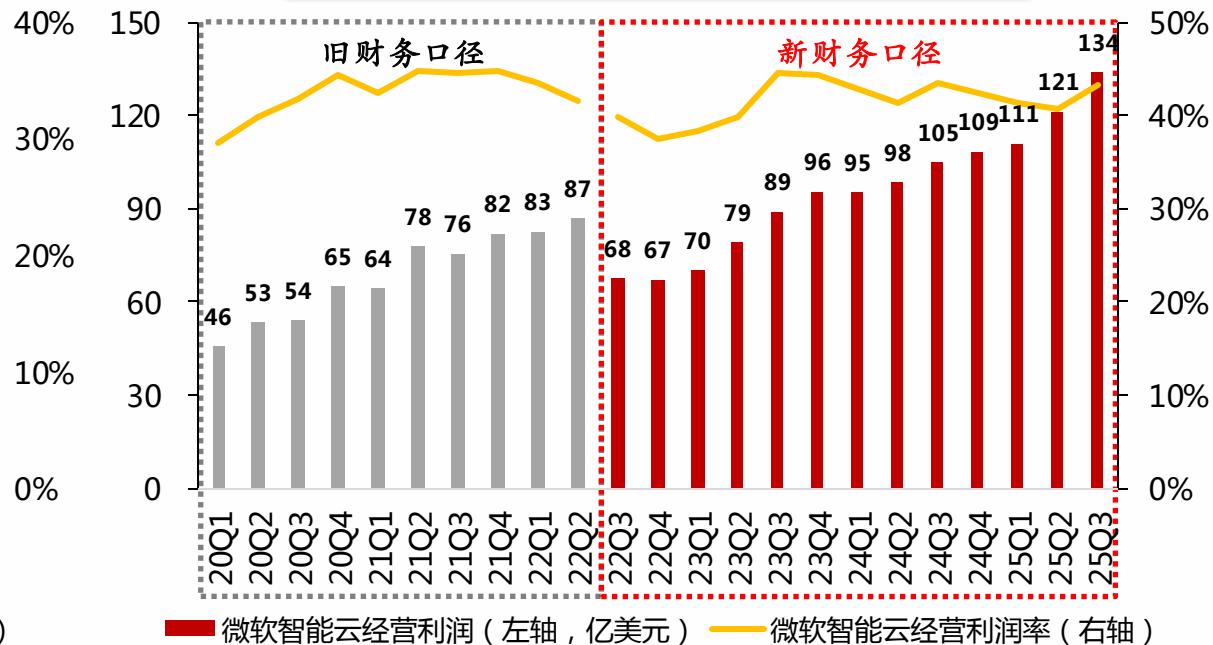
## 4.1 微软：Azure收入增速保持高位，算力容量预计未来两年翻倍

- 云业务业绩：Azure收入高速增长，AI收入总体符合预期。** 25Q3微软智能云业务实现收入309亿美元，高于市场预期，yoy+28%；智能云业务实现经营利润134亿美元，yoy+27%，经营利润率约43%，同比-0.3pp，环比+2.7pp。其中，Azure及其他云服务收入同比增长40%（24Q1至25Q2分别同比增长35%/34%/33%/31%/33%/39%），并表示Azure AI服务收入总体符合预期。
- 云供需情况：算力容量限制延长半年，集群规模预计两年翻倍。** 根据25Q3业绩会，公司预计至少到26H1末仍将面临容量限制；而此前25Q2业绩会上表示，预计到25H2末持续受限。算力规划方面，公司预计2025年AI算力总量将增加80%以上，并计划在未来两年将数据中心总规模翻倍；25Q4将建设AI数据中心Fairwater，预计2026年上线，单体规模可达2GW。

20Q1-25Q3微软智能云业务收入及增速



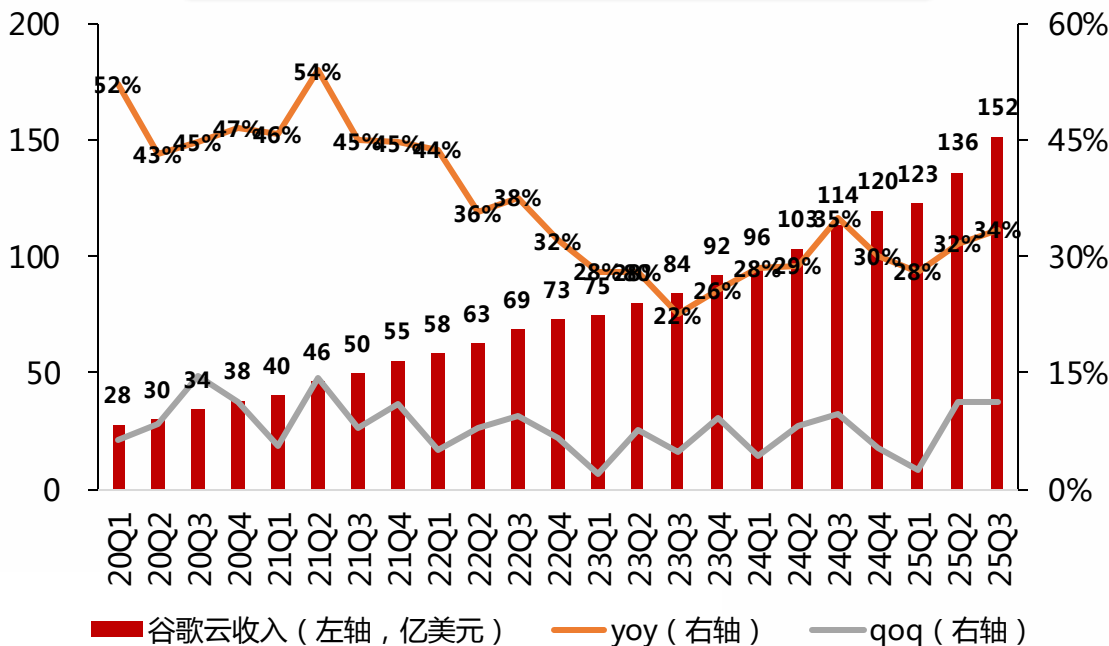
20Q1-25Q3微软智能云经营利润及利润率



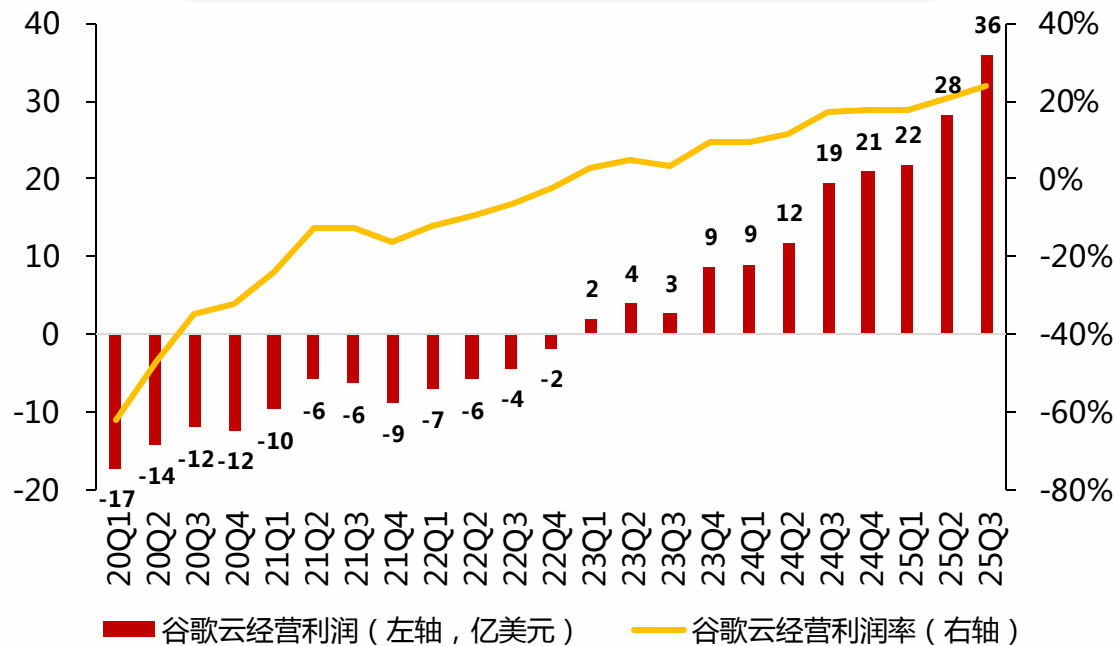
## 4.2 谷歌：AI产品组合推动收入增长，客户需求信号强劲

- 云业务业绩：收入端高于预期，利润率持续改善。** 25Q3谷歌云实现收入152亿美元，yoy+34%，**高于市场预期**；经营利润36亿美元，yoy+85%，**营业利润率提升至24%**，同比+6.6pp，环比+3.0pp，**云业务在规模扩展和AI业务组合的推进下正持续改善盈利结构。**
- 云供需情况：加大GPU与TPU投入，但2026年仍将面临供给紧张局势。**
  - 供给：**GPU方面，谷歌现已向云客户提供由NV GB300驱动的新一代A4X Max实例；ASIC方面，第七代TPU即将全面上市，公司正在加大TPU产能投入，以满足客户和合作伙伴的强劲需求。
  - 需求：**新客户签约速度更快，新签GCP客户数yoy+34%；签约规模更大，截至25Q3签下的10亿美金以上大单数量超过前两年总和；客户关系更深，当前超过70%的GCP现有客户均在使用公司AI产品。

20Q1-25Q3谷歌云业务收入及增速



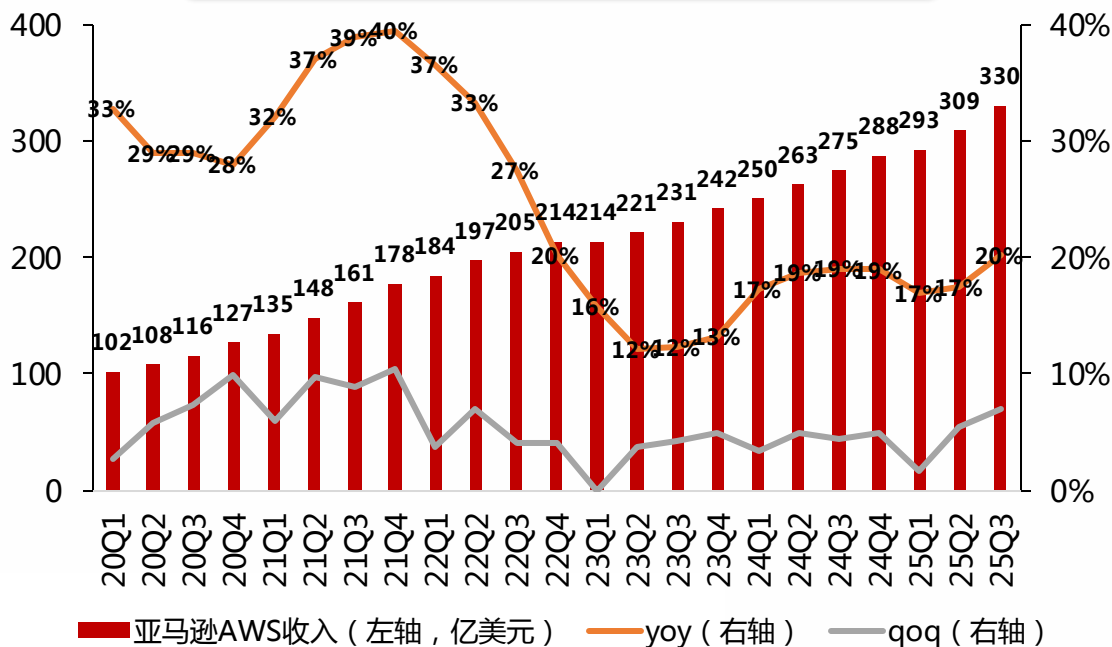
20Q1-25Q3谷歌云业务经营利润及利润率



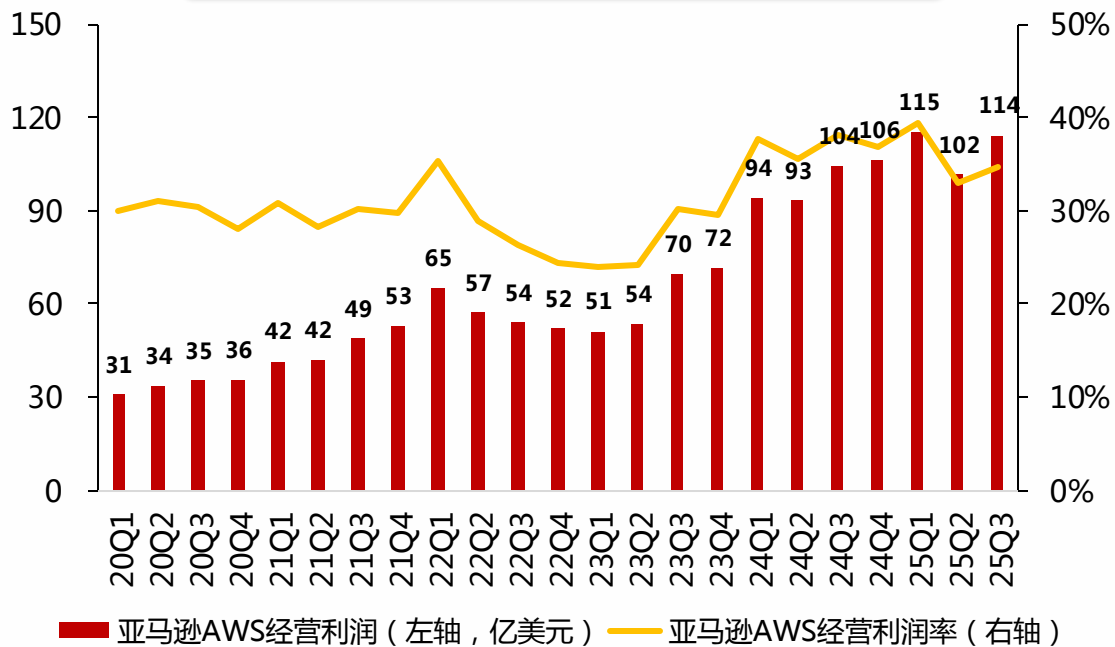
## 4.3 亚马逊：AWS创23Q1以来最高收入同比增速，已新增数吉瓦产能

- 云业务业绩**：AWS收入同比增速为23Q1以来最高增速，营业利润率呈现季度波动特征。25Q3亚马逊AWS业务实现收入330亿美元，yoy+20%，高于市场预期，季度同比增速为2023年以来的最高增速，主要得益于AI与核心服务的强劲需求、以及新增产能的上线；经营利润实现114亿美元，yoy+9%，经营利润率为35%，同比-3.4pp，环比+1.7pp，近年来AWS营业利润率主要随投资节奏波动。
- 云供需情况**：算力容量已新增数吉瓦产能，计划2027年底实现翻倍。1) 供给：GPU方面，公司预计2026年及未来几年继续增加采购英伟达芯片；ASIC方面，Trainium3将在2025年底发布预览版、2026年初实现大规模出货。过去一年新增约3.8GW产能，25Q4将再增加超过1GW产能，预计到2027年底整体产能实现翻倍。2) 需求：Trainium2已被全部预定，已成为数十亿美元规模的业务。

20Q1-25Q3亚马逊AWS业务收入及增速



20Q1-25Q3亚马逊AWS经营利润及利润率



# 目录

- ◆ 一、业绩概览篇：收入端表现亮眼，利润端波动较大
- ◆ 二、资本开支篇：资本开支预期上调，现金流压力维持高位
- ◆ 三、运营支出篇：经营费用短期扰动，折旧成本继续抬升
- ◆ 四、云计算篇：云业务表现亮眼，RPO反映强劲需求信号
- ◆ 五、数字广告篇：广告业务增长强劲，AI驱动广告效率提升

5.1 微软：Edge首次引入AI功能，Bing概览嵌入对话能力

5.2 谷歌：AI功能取得进展积极，AI驱动搜索查询量高增

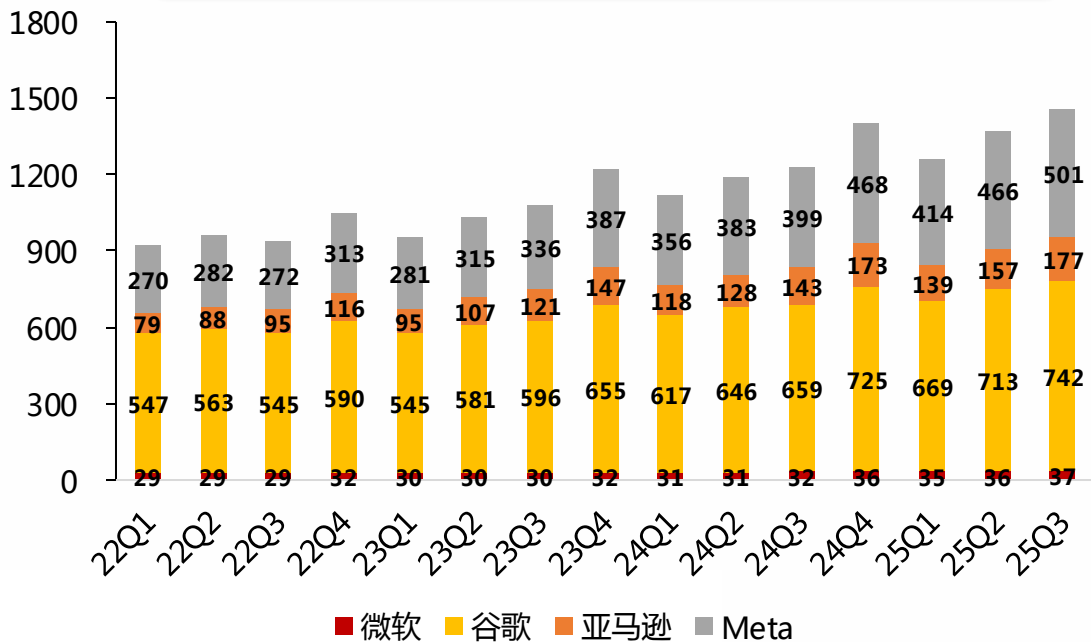
5.3 亚马逊：广告平台持续拓展合作媒体，AI功能简化广告主创意流程

5.4 Meta：Meta AI使用量上升，Advantage+产品ARR突破

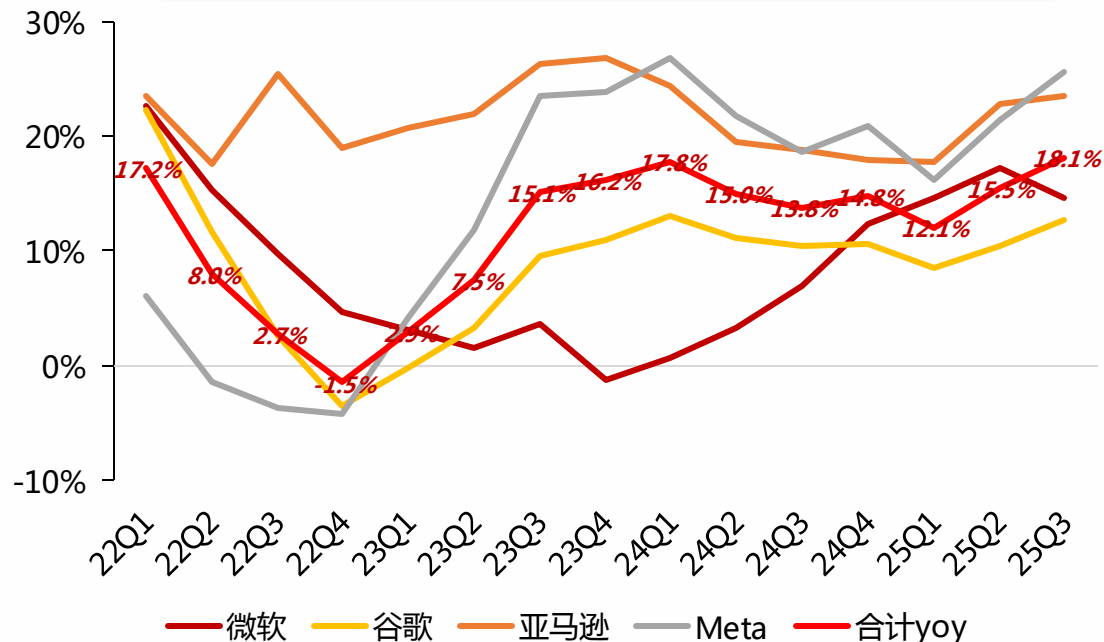
## 5 数字广告篇：广告业务实现强劲增长，AI驱动广告效率提升

- **海外四大科技公司广告业务：整体收入高于市场预期，同比增速趋势向上。** 25Q3，海外四大科技公司合计广告收入1457亿美元，yoy+18%，合计同比增速为22Q1以来最高增速。其中，微软/谷歌/亚马逊/Meta分别实现广告收入37/742/177/501亿美元，yoy分别为+15%/+13%/+24%/+26%。AI进展方面，各厂商AI广告功能积极推进，广告主需求持续提升。**1) 微软**：Edge首次引入AI功能，Bing概览嵌入对话能力，25Q3两者份额再度提升。**2) 谷歌**：AI Max广告功能进展积极，AI Mode、AI Overviews等驱动搜索查询量高增。**3) 亚马逊**：推出基于AI的Agentic创意工作室，可在数小时内完成原本需数周的广告创意流程。**4) Meta**：Meta AI助手使用量上升，Advantage+系列广告产品年经常性收入实现大幅增长。

22Q1-25Q3海外四大科技公司广告收入（亿美元）



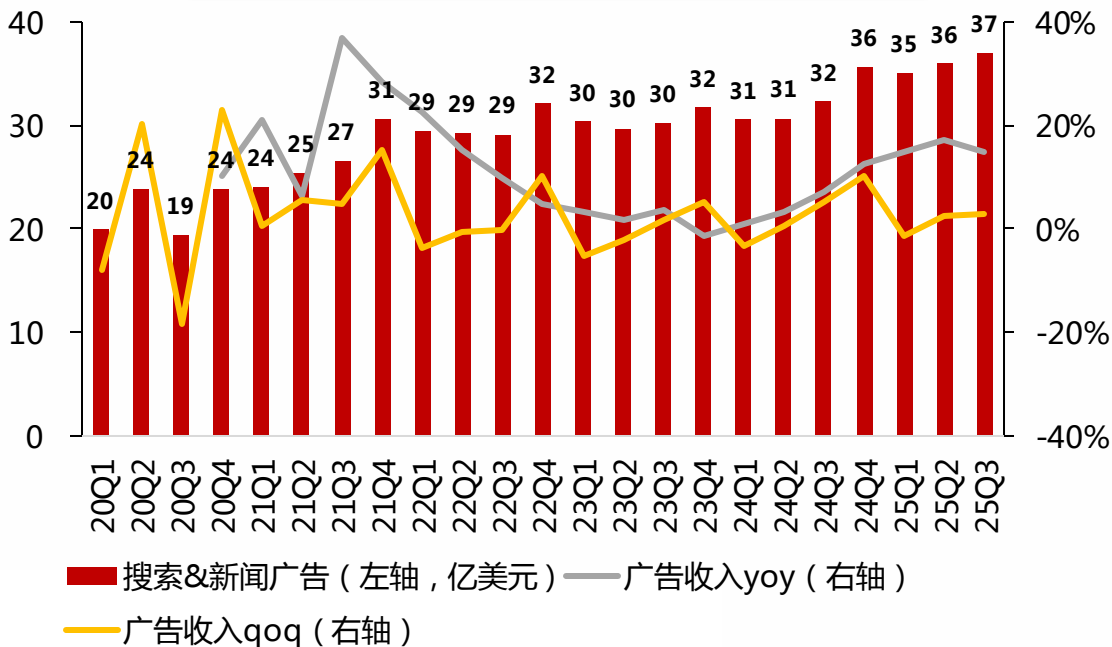
22Q1-25Q3海外四大科技公司广告收入同比增速



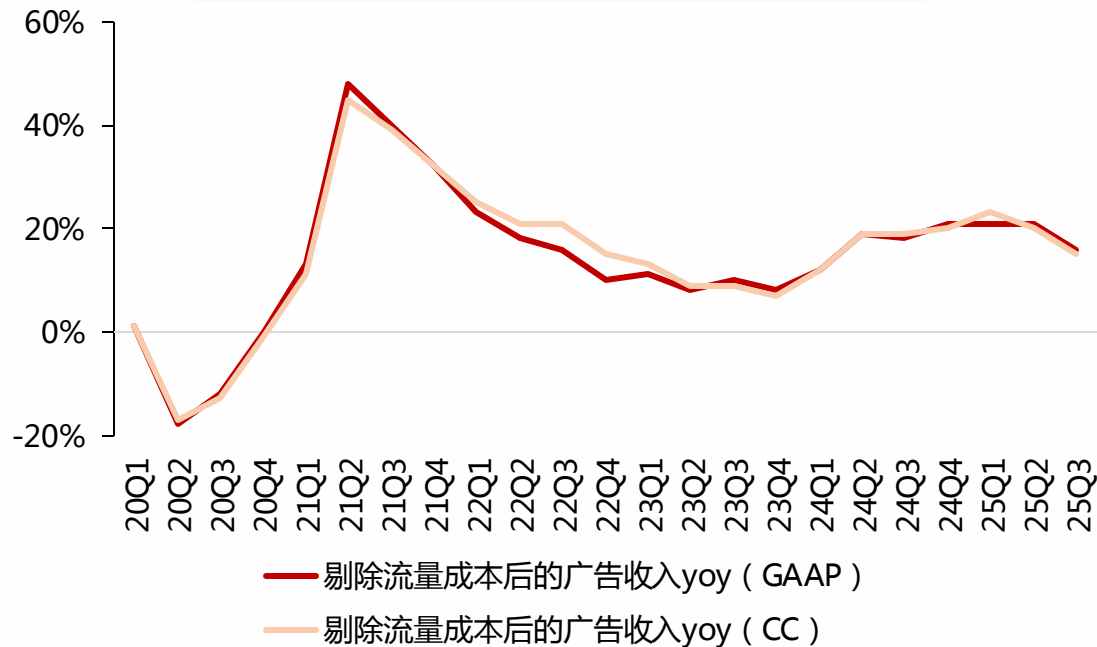
## 5.1 微软：Edge首次引入AI功能，Bing概览嵌入对话能力

- 微软广告业务表现稳健，Edge和Bing份额再度提升。25Q3微软搜索及新闻广告实现收入37亿美元，yoy+15%，剔除流量成本后广告收入增长16%，按固定汇率则增长15%，主要得益于流量增长及第三方合作表现优于预期。
- **Edge**：根据公司业绩会，在Edge中，公司首次引入AI功能，可在浏览器内自动执行多步工作流，并帮助用户快速恢复工作，Edge已连续18个季度提升市场份额。
- **Bing**：概览（Overview）页面同样嵌入对话能力，25Q3搜索市场份额再度提升。

20Q1-25Q3微软广告收入及增速



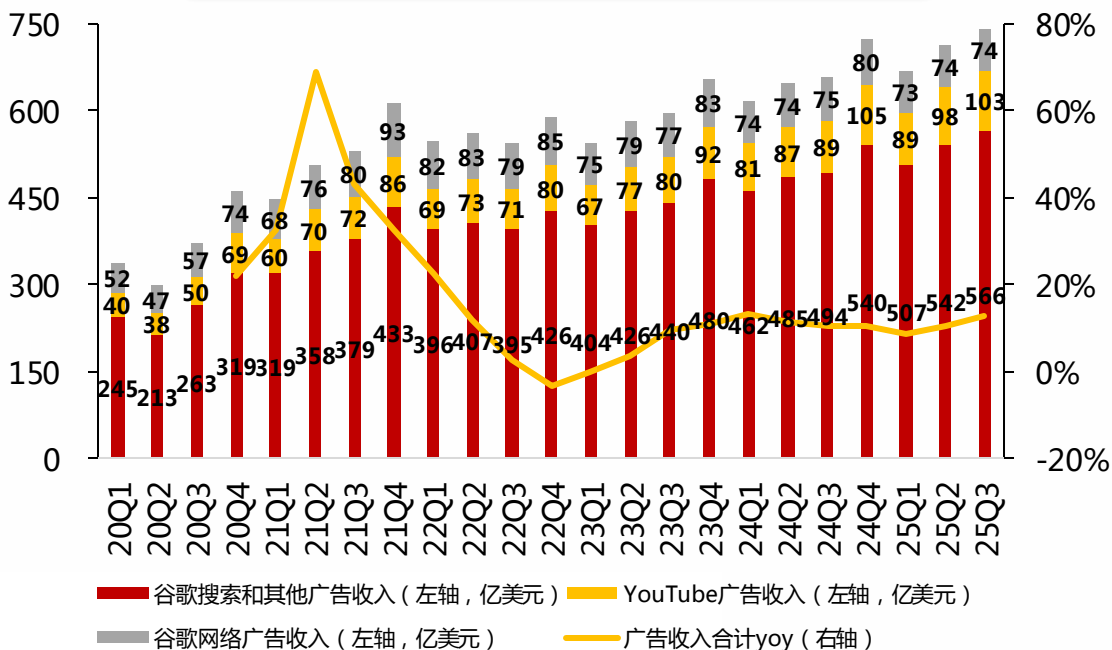
20Q1-25Q3剔除流量成本后广告收入增速



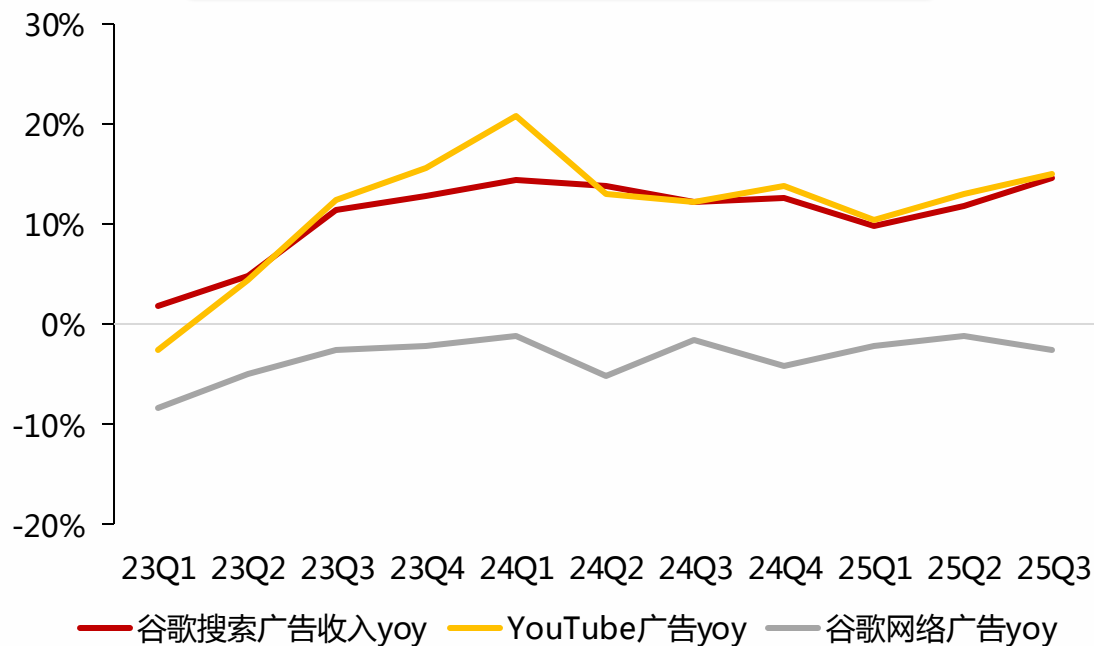
## 5.2 谷歌：AI功能取得进展积极，AI驱动搜索查询量高增

- 谷歌搜索和YouTube广告加速增长，网络广告收入同比下降。25Q3谷歌广告业务实现收入724亿美元，yoy+13%，整体表现高于市场预期。其中，搜索/YouTube/网络广告收入分别为566/103/74亿美元，yoy+15%/+15%/-3%，搜索和YouTube广告优于市场预期，网络广告低于预期。根据25Q3业绩会，谷歌搜索广告中主要行业均实现增长，其中零售和金融服务贡献最大；YouTube广告收入增长主要由效果广告驱动，其次是品牌广告。**AI进展方面，1) AI Mode**：在美国地区推出以来，使用量周度稳定增长，季度内查询量翻倍，DAU已超过7500万。**2) AI Overviews**：推动查询搜索同比增长，年轻用户反馈更加积极。**3) AI Max**：2025年9月推出AI Max搜索广告，目前已被数十万广告主采用，是增长最快的AI驱动搜索广告产品；25Q3，AI Max带来数十亿次新增查询。

20Q1-25Q3谷歌广告收入及增速



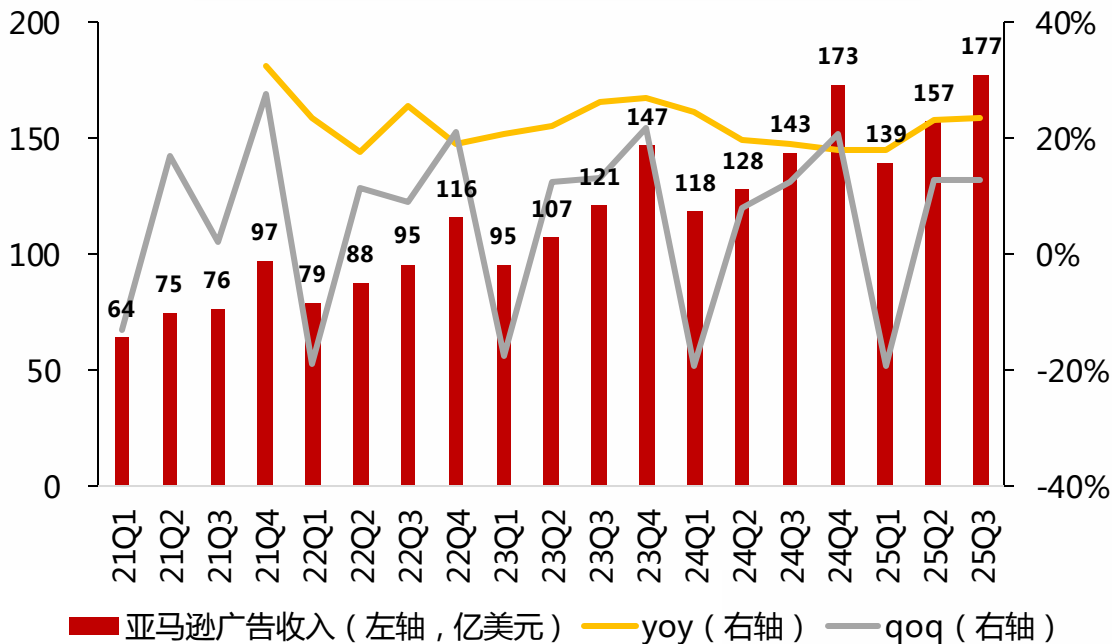
23Q1-25Q3谷歌细分广告收入同比增速



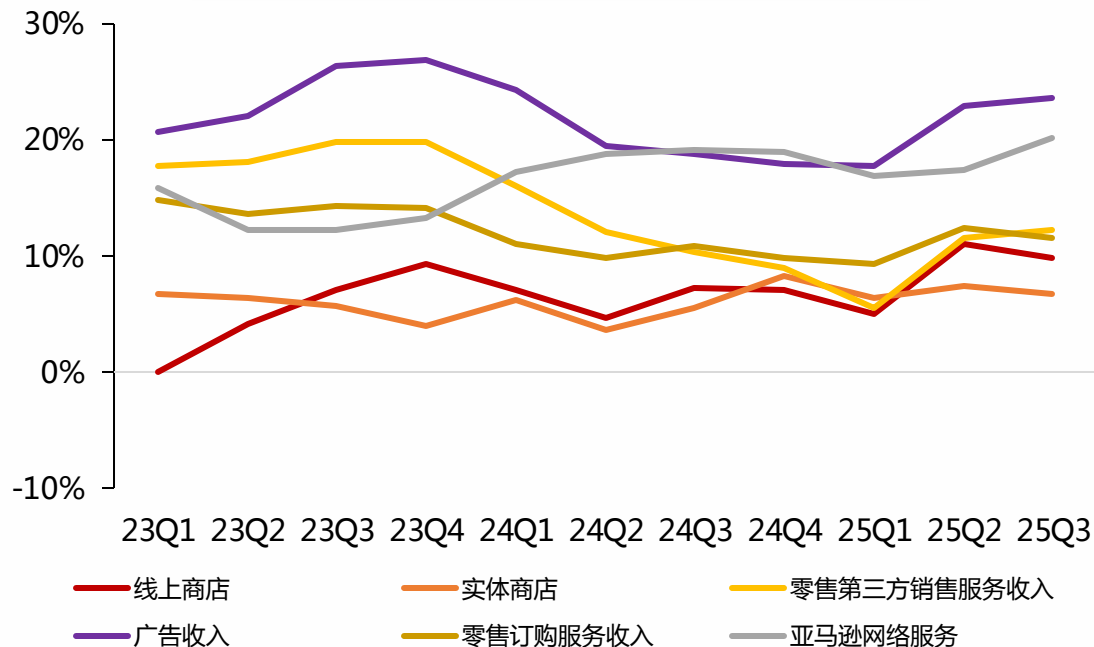
## 5.3 亚马逊：广告平台持续拓展合作媒体，AI功能简化广告主创意流程

- 亚马逊广告业务继续保持强劲增长，收入增速领先其他细分业务。25Q3亚马逊广告业务实现收入177亿美元，yoy+24%，在全链路广告产品组合中表现强劲，美国广告支持受众规模超过3亿人。与此同时，DSP（需求方平台）持续增长，使广告主能够规划、投放和衡量端到端广告投资。此外，亚马逊持续拓展与媒体平台的合作，在与Roku的合作基础上新增与Netflix的合作，宣布与Spotify、SiriusXM的集成，在Prime Video体育直播广告上同样看到显著增长。AI功能方面，平台为广告主推出基于AI的Agentic创意工作室，可在数小时内完成原本需数周的广告创意流程。

21Q1-25Q3亚马逊广告收入及增速



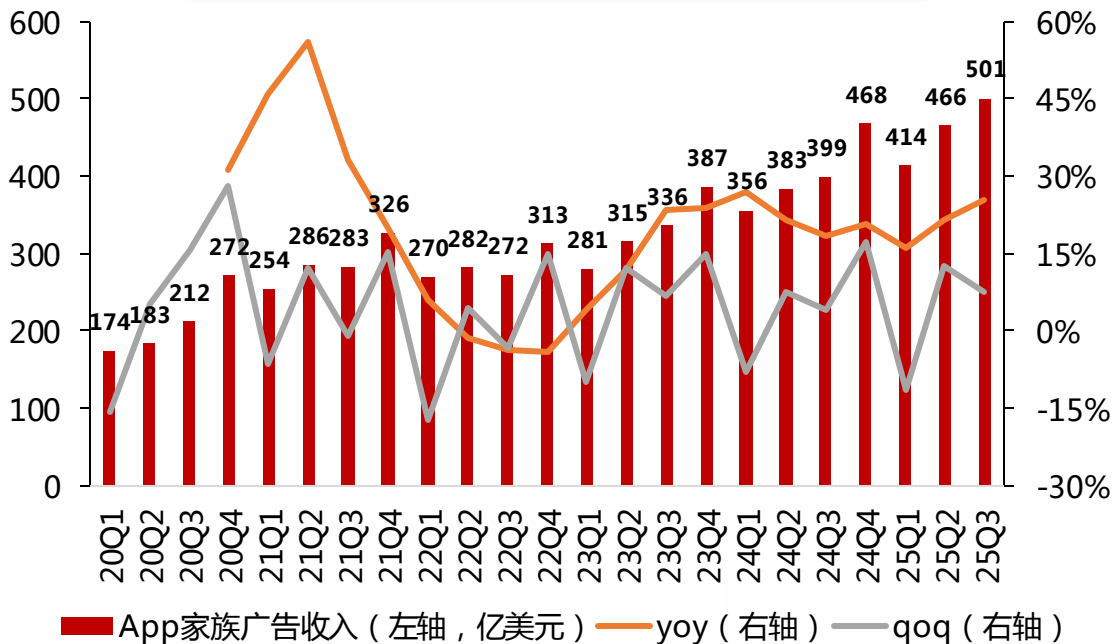
23Q1-25Q3亚马逊细分业务收入同比增速



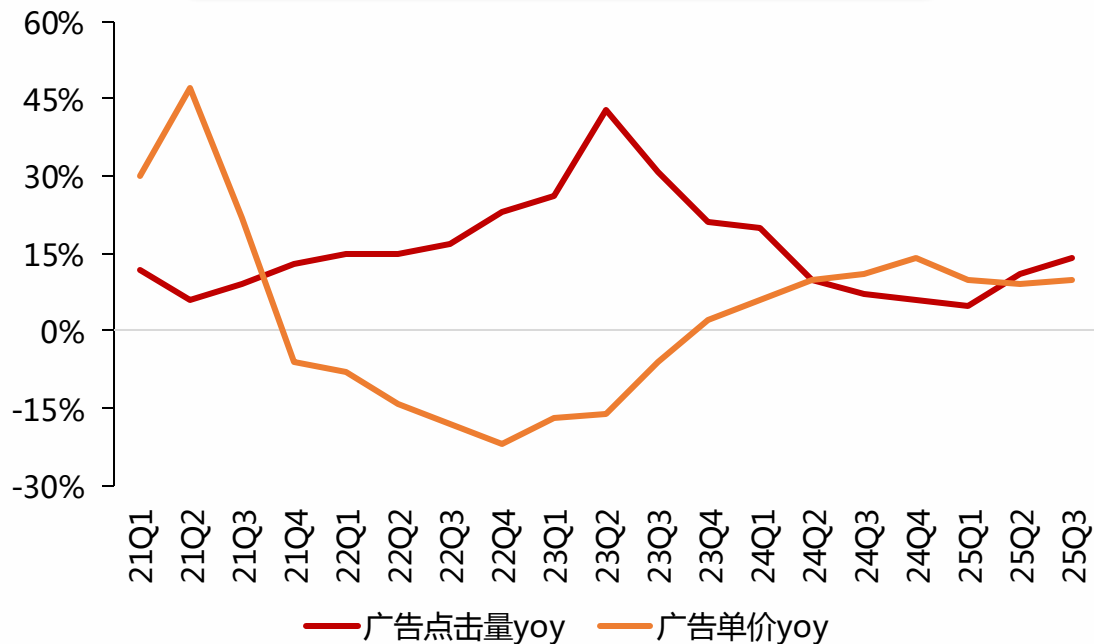
## 5.4 Meta : Meta AI使用量上升， Advantage+产品ARR突破

□ **Meta广告业务增长稳健，广告效率显著改善。** 25Q3，App家族广告收入实现501亿美元，yoy+26%。其中，广告点击量yoy+14%，主要受益于用户参与度和用户规模的提升，尤其是视频服务；每则广告的平均价格yoy+10%，主要得益于广告表现改善、推动广告主需求上升。**1) 平台侧：**AI推荐系统正带来更高质量、更相关的内容，25Q3用户在Facebook上的使用时长增长5%，在Threads上增长10%；AI排序系统通过将不同模型整合为更简单、更通用的模型，显著提升性能与效率。**2) 用户侧：**Meta AI的使用者数量在全家族应用中持续增长，目前已有超过10亿MAU在使用Meta AI。**3) 广告商侧：**25Q3已完成Advantage+潜在客户广告的简化创建流程的上线，端到端由AI驱动的广告工具的ARR已突破600亿美元。

20Q1-25Q3 Meta广告收入及增速



21Q1-25Q3 Meta广告点击量和单价yoy



## 风险提示

---

- AI云服务需求增长与产能供给不及预期；
- AI广告进展不及预期；
- AI投资回报不及预期等风险。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：王湘杰  
执业证号：S1250521120002  
电话：0755-26671517  
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：尤品柯  
执业证号：S1250525050001  
邮箱：ypk@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.c
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lZR@swsc.com.cn