

海外科技公司2024Q4业绩总结

资本开支增长超预期，云业务增速平稳

西南证券研究发展中心
海外研究团队
2025年2月

核心观点

- **业绩概览：净利润增速高于营收，股价走势有所分化。** 24Q1~24Q4，四大海外科技公司净利润增速明显高于营收，带动2024年各公司EPS持续提升。24Q4，Meta整体业绩超出市场预期，而三大云厂商云业务表现不及市场预期，从而拖累云厂商股价表现，海外四大科技公司24Q4业绩公告次日股价表现分别为Meta (+1.6%) > 亚马逊 (-4.1%) > 微软 (-6.2%) > 谷歌 (-7.3%)。
- **资本开支：同比增速再创新高，整体开支超市场预期。** **1)** 24Q4整体资本开支超预期：24Q4，海外四大科技公司合计资本开支约778亿美元，yoy+78%，qoq+22%，主要用于购买服务器和建设数据中心，以满足日益增长的AI和云计算需求。自20Q1以来，24Q2~24Q4，海外四大科技公司合计资本开支同比增速连续三个季度达到新高，24Q4整体资本开支高于市场预期。**2)** 2025年各公司资本开支指引表示未来有望继续同比增长：2024年海外四大科技公司合计资本支出2450亿美元，yoy+64%；2025年海外四大科技公司资本开支指引合计有望达3325亿美元，yoy+36%。
- **云计算：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足。** **1)** 24Q4云业务均不及市场预期，主要系云厂商算力容量受限：24Q1~24Q4，三大云厂商合计云业务收入增速分别为21%/21%/22%/21%，云增速难以突破，主要系算力供给不足，最初微软于24Q2率先表态供给受限，而24Q4谷歌和亚马逊也表态算力供给不足。**2)** 云计算容量供给问题急需解决，2025年中或是拐点：微软表示25Q1 (FY25Q3) 可能仍将面临AI算力受限问题，但到25Q2季度末 (FY2025末)，算力供给应能基本满足短期需求；与此同时，亚马逊也预计算力产能限制可能会在25H2得到缓解。**3)** 云厂商加速自研ASIC，承接内部工作负载及GPU替代：谷歌24Q4第六代TPU强劲增长，Trillium相较与上一代训练性能提高4倍，推理吞吐量提高3倍；亚马逊正与Anthropic合作构建一个由数十万个Trainium2超级服务器组成的集群，并努力开发Trainium3；Meta于24H1开始在核心排名和推荐推理中采用自研MTIA芯片，2025年将继续用于内部工作负载，既可以增加计算容量，又用于替换一些使用寿命即将结束GPU服务器。**4)** 推理模型带动更多云端需求，算力分配将从训练转向推理：推理模型的持续迭代将增加推理算力的分配比例，推理成本的下降将加速AI应用与普及。
- **数字广告：广告业务表现稳健，AI助力商业变现。** 24Q4，海外四大科技公司合计广告收入1401亿美元，yoy+15%，其中，微软/谷歌/亚马逊/Meta分别实现广告收入36/725/173/468亿美元，yoy+12%/+11%/+18%/+21%，符合市场预期。谷歌于24Q4业绩会强调，AI overviews和Circle to search功能推动搜索量增长；Meta则采用AI算法迭代排名系统和推荐引擎，助力变现效率持续提升。
- **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商业化进展不及预期风险；云计算竞争加剧风险；AI投资回报不及预期风险等。

目录

一、业绩概览篇：净利润增速高于营收，云业务增速保持平稳

1.1 微软：生产力与商业流程表现稳健，智能云业务增速放缓

1.2 谷歌：收入端略低于预期，利润端均符合预期

1.3 亚马逊：24Q4总营收符合预期，25Q1业绩指引不及预期

1.4 Meta：24Q4利润端大超预期，25Q1指引基本符合预期

二、组织提效篇：人员招聘聚焦AI领域，盈利能力持续提升

三、资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

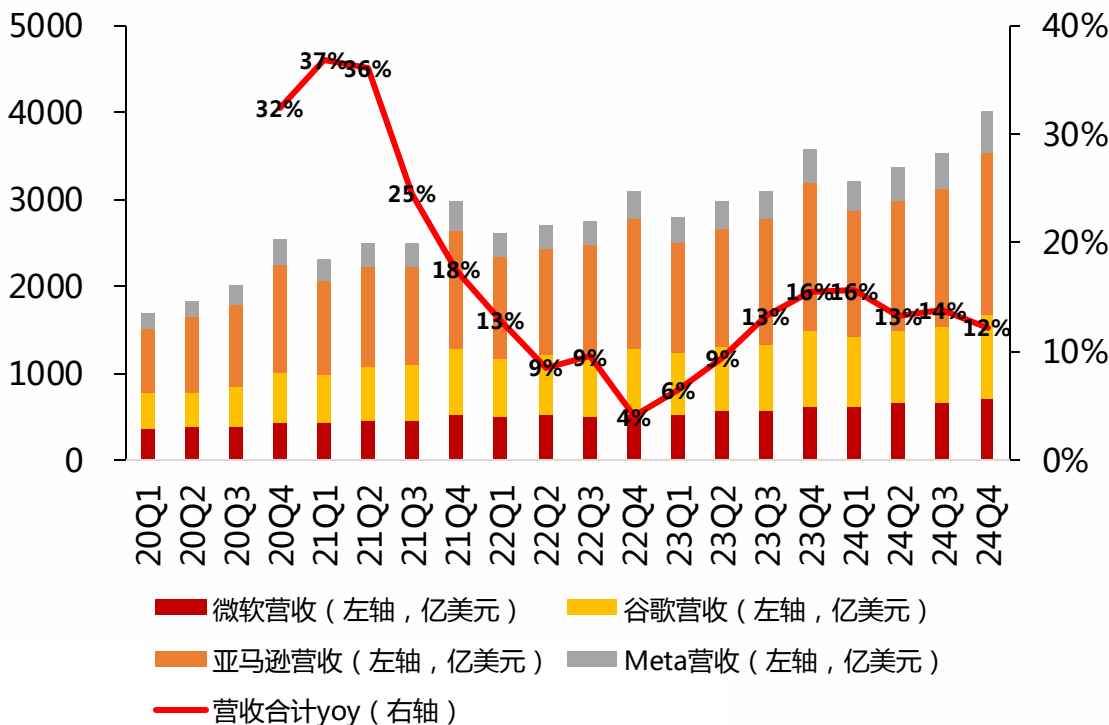
四、云计算篇：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足

五、数字广告篇：广告业绩符合市场预期，AI工具提升变现效率

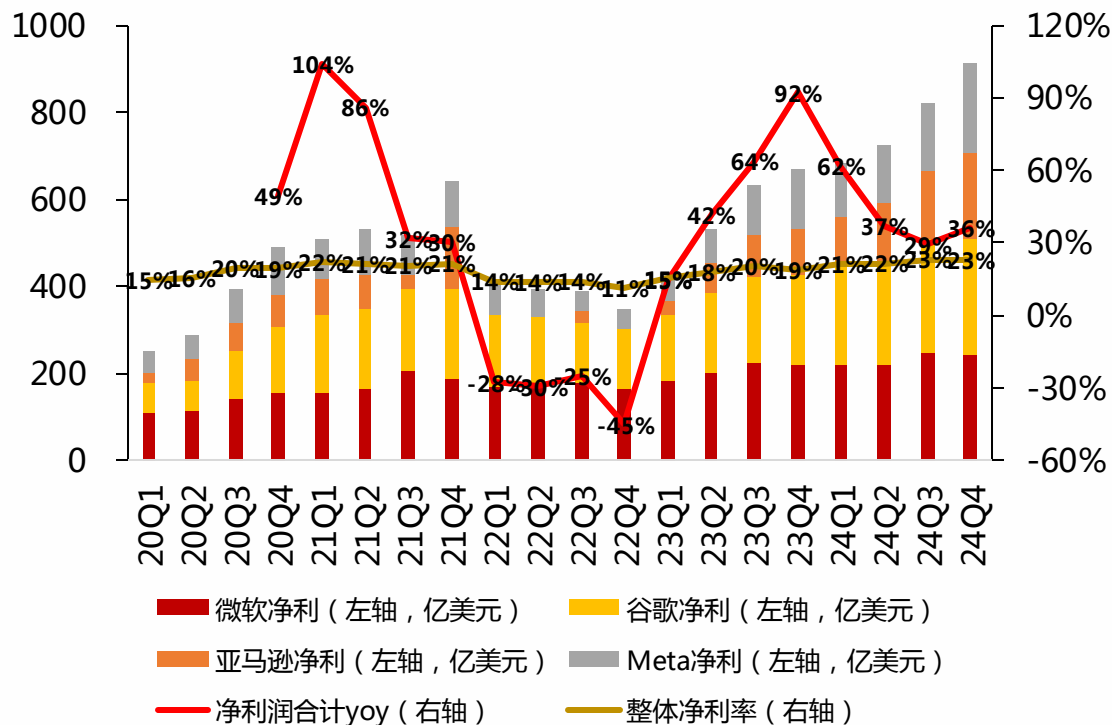
1 业绩概览篇：净利润增速高于营收，助力公司EPS提升

□ **24Q1~24Q4四大海外科技公司净利润增速明显高于营收，带动2024年各公司EPS持续提升。**对比各公司24Q4业绩来看，Meta收入增速领先、净利率提升明显。**1) 收入体量：**亚马逊（\$1878亿）>谷歌（\$965亿）>微软（\$696亿）>Meta（\$484亿），四大公司合计实现收入4023亿美元。**2) 收入增速：**Meta（yoy+21%）>微软（yoy+12.3%）>谷歌（yoy+11.8%）>亚马逊（yoy+10%），整体同比增速约12%。**3) 净利润：**谷歌（\$265亿）>微软（\$241亿）>Meta（\$208亿）>亚马逊（\$200亿），净利润合计915亿美元。**4) 净利率：**Meta（43%）>微软（35%）>谷歌（28%）>亚马逊（11%），整体净利率近23%。

20Q1-24Q4海外四大科技公司收入及合计同比增速



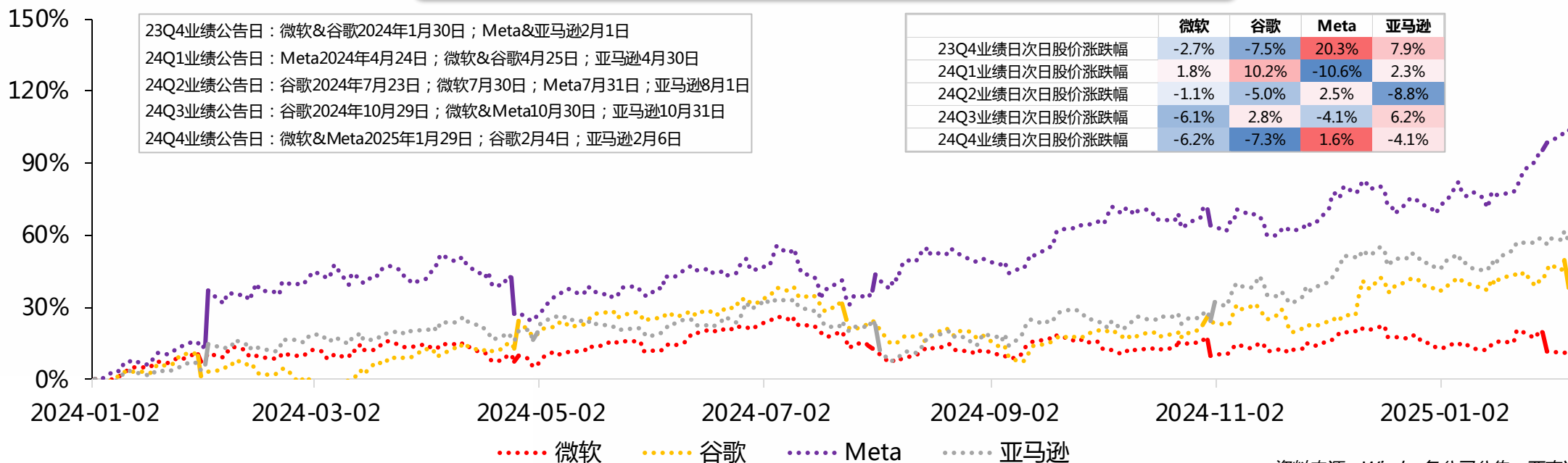
20Q1-24Q4海外四大科技公司净利润及整体净利率



1 业绩概览篇：2024年各公司股价表现分化，24Q4云业务拖累云厂商业绩

- **24Q4业绩公告次日股价表现**：Meta (+1.6%) > 亚马逊 (-4.1%) > 微软 (-6.2%) > 谷歌 (-7.3%)。
- **2024年至今各公司股价表现**：2024年1月2日至2025年2月7日，四大海外科技公司股价表现日渐分化，从该期间股价累计涨跌幅来看，Meta (+106%) > 亚马逊 (+53%) > 谷歌 (+34%) > 微软 (+10%)。
- **24Q4业绩是否符合市场预期**：1) **微软**：公司总营收及各项利润超预期，智能云业务不及预期；2) **谷歌**：营收低于预期，利润符合预期，谷歌云业务低于预期；3) **亚马逊**：总营收符合预期，AWS略低于预期，经营利润超预期；4) **Meta**：收入和利润大超预期。
- **25Q1指引是否符合市场预期**：1) **微软**：营收指引低于市场预期，经营利润指引符合市场预期，智能云业务指引不及市场预期；2) **谷歌**：无指引；3) **亚马逊**：收入及经营利润指引低于市场预期；4) **Meta**：营收指引基本符合预期。

2024年1月2日至2025年2月7日海外四大科技公司股价涨跌幅



1.1 微软：生产力与商业流程表现稳健，智能云业务增速放缓

- **24Q4实际业绩 VS 24Q4市场预期**：1) 收入端：24Q4公司实现总营收696亿美元，yoy+12%，高于市场预期的689亿美元，主要受益于生产力与商业流程、个人计算业务表现出色；但智能云业务表现低于预期。2) 利润端：公司各项利润及利润率表现超预期。
- **25Q1业绩指引 VS 25Q1市场预期**：1) 收入端：25Q1公司整体营收指引上限低于市场预期，主要系智能云、个人计算业务板块指引不及预期，生产力与商业流程业务表现相对出色。2) 利润端：25Q1经营利润指引中值为300亿美元，低于市场预期的302亿美元。

24Q4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	FY22Q1 21Q3	FY22Q2 21Q4	FY22Q3 22Q1	FY22Q4 22Q2	FY23Q1 22Q3	FY23Q2 22Q4	FY23Q3 23Q1	FY23Q4 23Q2	FY24Q1 23Q3	FY24Q2 23Q4	FY24Q3 24Q1	FY24Q4 24Q2	FY25Q1 24Q3	FY25Q2(A) 24Q4 (A)	FY25Q2 (E) 24Q4 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	FY25Q3指引		FY25Q3 (E) 25Q1(E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)
																	下限	上限		
总收入	453	517	494	519	501	527	529	562	565	620	619	647	656	696	689	beat	677	687	688	miss
yoy	22%	20%	18%	12%	11%	2%	7%	8%	13%	18%	17%	15%	16%	12%	11%	beat	9%	11%	11%	miss
毛利润	317	348	337	354	347	353	367	394	402	424	434	450	455	478	465	beat				
yoy	24%	19%	20%	17%	13%	3%	3%	2%	6%	12%	15%	14%	13%	13%	10%	beat				
毛利率	70%	67%	68%	68%	69%	67%	69%	70%	71%	68%	70%	70%	69%	69%	67%	beat				
经营利润	202	222	204	205	215	204	224	243	269	270	276	279	306	317	301	beat	293.5	306.5	302	中值miss
yoy	27%	24%	19%	8%	6%	-8%	10%	18%	25%	33%	23%	15%	14%	17%	11%	beat	6%	11%	9%	中值miss
经营利润率	45%	43%	41%	40%	43%	39%	42%	43%	48%	44%	45%	43%	47%	45%	44%	beat	43%	45%	44%	中值miss
净利润	205	188	167	167	176	164	183	201	223	219	219	220	247	241						
yoy	48%	21%	8%	2%	-14%	-12%	9%	20%	27%	33%	20%	10%	11%	10%						
净利润率	45%	36%	34%	32%	35%	31%	35%	36%	39%	35%	35%	34%	38%	35%						
生产力与商业流程					221	226	239	255	252	259	271	286	283	294	285	beat	294	297	287	beat
yoy									14%	14%	13%	12%	12%	14%	10%	beat	8%	10%	6%	beat
收入占比					44%	43%	45%	45%	45%	42%	44%	44%	43%	42%	41%	beat				
经营利润率					54%	51%	53%	54%	57%	56%	56%	55%	58%	57%						
智能云					169	179	182	199	200	215	221	238	241	255	259	miss	259	262	270	miss
yoy									19%	20%	21%	20%	20%	19%	20%	miss	17%	18%	22%	miss
收入占比					34%	34%	35%	35%	35%	35%	36%	37%	37%	37%	38%	miss				
经营利润率					40%	38%	38%	40%	45%	44%	43%	41%	44%	43%	43%	miss				
个人计算					112	122	107	108	113	146	126	123	132	147	144	beat	124	128	132	miss
yoy									1%	20%	18%	15%	17%	0%	-2%	beat	-2%	2%	5%	miss
收入占比					22%	23%	20%	19%	20%	24%	20%	19%	20%	21%	21%	beat				
经营利润率					25%	18%	24%	23%	33%	20%	23%	19%	27%	27%	22%	beat				
资本开支	74	68	63	87	66	68	78	107	112	115	140	190	200	226	210	beat	与24Q4水平相近			
yoy	35%	26%	5%	19%	-11%	0%	24%	23%	70%	69%	79%	78%	79%	97%	83%	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：收入端略低于预期，利润端均符合预期

□ **24Q4实际业绩 VS 24Q4市场预期：1) 收入端不及预期**：24Q4公司实现营收965亿美元，yoy+12%，略低于市场预期的966亿美元，主要系谷歌云、其他投资业务收入不及预期，谷歌服务业务相对稳健。**2) 利润端符合预期**：24Q4公司实现营业利润310亿美元（高于市场预期的307亿美元），经营利润率约32%；净利润265亿美元（高于市场预期的261亿美元），净利率约28%。

□ **25Q1公司暂无具体业绩指引。**

24Q4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 (A) 24Q4 (A)	FY24Q4(E) 24Q4(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	966	miss
yoy	34%	62%	41%	32%	23%	13%	6%	1%	3%	7%	11%	13%	15%	14%	15%	12%	12%	miss
毛利润	312	357	375	423	384	396	379	407	392	427	435	487	468	492	518	559	559	beat
yoy	41%	81%	50%	37%	23%	11%	1%	-4%	2%	8%	15%	20%	20%	15%	19%	15%	15%	beat
毛利率	56%	58%	58%	56%	56%	57%	55%	54%	56%	57%	57%	56%	58%	58%	59%	58%	58%	beat
经营利润	164	194	210	219	201	195	171	182	174	218	213	237	255	274	285	310	307	beat
yoy	106%	203%	88%	40%	22%	0%	-19%	-17%	-13%	12%	25%	30%	46%	26%	34%	31%	30%	beat
经营利润率	30%	31%	32%	29%	30%	28%	25%	24%	25%	29%	28%	27%	32%	32%	32%	32%	32%	beat
净利润	179	185	189	206	164	160	139	136	151	184	197	207	237	236	263	265	261	beat
yoy	162%	166%	68%	36%	-8%	-14%	-27%	-34%	-8%	15%	42%	52%	57%	29%	34%	28%	26%	beat
净利率	32%	30%	29%	27%	24%	23%	20%	18%	22%	25%	26%	24%	29%	28%	30%	28%	27%	beat
谷歌服务	512	571	599	694	615	628	614	678	620	663	680	763	704	739	765	841	838	beat
yoy	34%	63%	41%	31%	20%	10%	2%	-2%	1%	5%	11%	12%	14%	12%	13%	10%	10%	beat
收入占比	93%	92%	92%	92%	90%	90%	89%	89%	89%	89%	89%	88%	87%	87%	87%	87%	87%	beat
经营利润率	38%	39%	40%	37%	37%	36%	32%	31%	35%	35%	35%	35%	40%	40%	40%	39%	39%	beat
谷歌云	40	46	50	55	58	63	69	73	75	80	84	92	96	103	114	120	122	miss
yoy	46%	54%	45%	45%	44%	36%	38%	32%	28%	28%	22%	26%	28%	29%	35%	30%	32%	miss
收入占比	7%	7%	8%	7%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	13%	12%	13%	beat
经营利润率	-24%	-13%	-13%	-16%	-12%	-9%	-6%	-3%	3%	5%	3%	9%	9%	11%	17%	18%	17%	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	6.0	miss
yoy	47%	30%	2%	-8%	122%	1%	15%	25%	-35%	48%	42%	191%	72%	28%	31%	-39%	-9%	miss
收入占比	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	1%	miss
资本开支	59	55	68	64	98	68	73	76	63	69	82	110	120	132	131	143	132	beat
yoy	-1%	-1%	26%	16%	65%	24%	7%	19%	-36%	1%	12%	45%	91%	91%	60%	30%	20%	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：24Q4总营收符合预期，25Q1业绩指引不及预期

- **24Q4实际业绩 VS 24Q4市场预期**：1) 收入端：24Q4公司实现总营收1878亿美元，yoy+10%，符合市场预期。其中，北美零售业务营收超预期，国际零售和AWS业务收入不及市场预期。2) 利润端：24Q4公司毛利润不及预期，经营利润超市场预期。
- **25Q1业绩指引 VS 25Q1市场预期**：1) 总收入指引不及预期：25Q1收入指引1510~1555亿美元（yoy+5~9%），指引上限低于市场预期的1586亿美元；2) 经营利润指引低于预期：25Q1经营利润指引140-180亿美元，指引上限低于市场预期的182亿美元。

24Q4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 (A) 24Q4 (A)	FY24Q4 (E) 24Q4 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	25Q1指引 下限 上限	25Q1预期 25Q1 (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	1873	beat	1510	1555	1586	miss
yoy	7%	7%	15%	9%	9%	11%	13%	14%	13%	10%	11%	10%	10%	beat	5%	9%	11%	miss
毛利润	499	548	568	636	596	650	681	774	707	742	779	889	903	miss				
yoy	8%	12%	19%	16%	19%	19%	20%	22%	11%	14%	14%	15%	17%	miss				
毛利率	43%	45%	45%	43%	47%	48%	48%	46%	49%	50%	49%	47%	48%	miss				
经营利润	37	33	25	27	48	77	112	132	153	147	174	212	189	beat	140	180	182	miss
yoy	-59%	-57%	-48%	-21%	30%	132%	343%	383%	459%	91%	56%	61%	43%	beat	-9%	18%	19%	miss
经营利润率	3%	3%	2%	2%	4%	6%	8%	8%	11%	10%	11%	11%	10%	beat	9%	12%	11%	miss
净利润	(38)	(20)	29	3	32	68	99	106	104	135	153	200						
yoy	-147%	-126%	-9%	-98%	-183%	-433%	244%	3722%	3652%	100%	55%	88%						
净利润率	-3%	-2%	2%	0%	2%	5%	7%	6%	7%	9%	10%	11%						
北美零售	692	744	788	934	769	825	879	1055	863	900	955	1156	1142	beat				
yoy	8%	10%	20%	13%	11%	11%	11%	13%	12%	9%	9%	10%	8%	beat				
收入占比	59%	61%	62%	63%	60%	61%	61%	62%	60%	61%	60%	62%	61%					
经营利润率	-2%	-1%	-1%	0%	1%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	8%	6%	beat				
国际零售	288	271	277	345	291	297	321	402	319	317	359	434	441	miss				
yoy	-6%	-12%	-5%	-8%	1%	10%	16%	17%	-7%	7%	12%	8%	10%	miss				
收入占比	25%	22%	22%	23%	23%	22%	22%	24%	22%	21%	23%	23%	24%					
经营利润率	-5%	-7%	-9%	-7%	-4%	-3%	0%	-1%	3%	1%	4%	3%	3%	beat				
AWS	184	197	205	214	214	221	231	242	250	263	275	287.86	288.14	略微miss				
yoy	37%	33%	27%	20%	16%	12%	12%	13%	17%	19%	19%	19%	19%	略微miss				
收入占比	16%	16%	16%	14%	17%	16%	16%	14%	17%	18%	17%	15%	15%					
经营利润率	35%	29%	26%	24%	24%	24%	30%	30%	38%	36%	38%	37%	35%	beat				
资本开支 (固定资产和设备净支出)	137	141	150	154	131	104	113	134	139	164	213	261						
yoy	23%	9%	2%	-6%	-5%	-26%	-25%	-14%	7%	57%	88%	131%						

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

1.4 Meta : 24Q4利润端大超预期，25Q1指引基本符合预期

- **24Q4实际业绩 VS 24Q4市场预期**：1) 收入端：24Q4公司实现总收入484亿美元，yoy+21%，远高于市场预期的469亿美元。其中，APP家族业务收入超预期，而现实实验室业务表现欠佳。2) 利润端：24Q4公司实现经营利润234亿美元（高于市场预期的201亿美元），经营利润率约48%（超过市场预期的43%）；净利润208亿美元（高于市场预期的176亿美元），净利率约43%（远超市预期的37%）。
- **25Q1业绩指引 VS 25Q1市场预期**：1) 收入端：25Q1收入指引395~418亿美元，市场预期为417亿美元。2) 利润端：暂无指引。

24Q4 Meta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 (A) 24Q4 (A)	FY24Q4 (E) 24Q4 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	25Q1指引 下限 上限	25Q1预期 25Q1 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	
总收入	279	288	277	322	286	320	341	401	365	391	406	484	469	beat	395	418	417	上限beat
yoy	7%	-1%	-4%	-4%	3%	11%	23%	25%	27%	22%	19%	21%	17%	beat	8%	15%	14%	上限beat
毛利润	219	236	220	238	225	261	279	324	298	318	332	395	381	beat				
yoy	4%	0%	-5%	-13%	3%	10%	27%	36%	32%	22%	19%	22%	18%	beat				
毛利率	78%	82%	79%	74%	79%	81%	82%	81%	82%	81%	82%	82%	81%	beat				
经营利润	85	84	57	64	72	94	137	164	138	148	174	234	201	beat				
yoy	-25%	-32%	-46%	-49%	-15%	12%	143%	156%	91%	58%	26%	43%	23%	beat				
经营利润率	31%	29%	20%	20%	25%	29%	40%	41%	38%	38%	43%	48%	43%	beat				
净利润	75	67	44	47	57	78	116	140	124	135	157	208	176	beat				
yoy	-21%	-36%	-52%	-55%	-24%	16%	164%	201%	117%	73%	35%	49%	25%	beat				
净利率	27%	23%	16%	14%	20%	24%	34%	35%	34%	34%	39%	43%	37%	beat				
APP家族	272	284	274	314	283	317	339	390	360	387	403	473	460	beat				
yoy	6%	-1%	-4%	-4%	4%	12%	24%	24%	27%	22%	19%	21%	18%	beat				
收入占比	98%	98%	99%	98%	99%	99%	99%	97%	99%	99%	99%	98%	98%	beat				
经营利润率	42%	39%	34%	34%	40%	41%	52%	54%	49%	50%	54%	60%	55%	beat				
现实实验室	7	5	3	7	3	3	2	11	4	4	3	10.8	11.1	miss				
yoy	30%	48%	-49%	-17%	-51%	-39%	-26%	47%	30%	28%	29%	1%	3%	miss				
收入占比	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	2%	miss				
经营利润率	-426%	-621%	-1288%	-589%	-1178%	-1355%	-1782%	-434%	-874%	-1271%	-1640%	-459%	-804%	beat				
资本开支	55	77	95	92	71	64	68	79	67	85	92	148	154	miss	2025年全年指引 600~650亿美元	2025年市场预期 合计517亿美元	beat	
yoy	25%	64%	109%	66%	28%	-18%	-29%	-14%	-27%	33%	36%	88%	95%	miss				

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：净利润增速高于营收，云业务增速保持平稳

二、组织提效篇：人才招聘聚焦AI领域，盈利能力持续提升

2.1 微软：人员数量趋于稳定，利润率正常波动

2.2 谷歌：增加AI人员招募，控费效果显著

2.3 亚马逊：人员数量小幅增加，利润水平持续优化

2.4 Meta：员工人数持续增长，利润指标超市场预期

三、资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

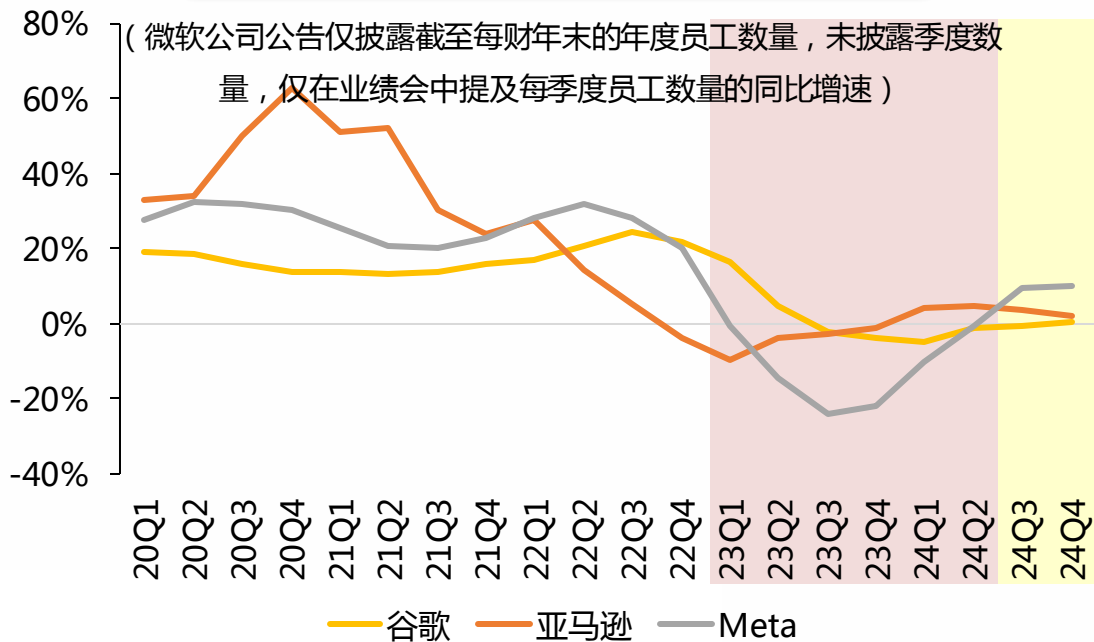
四、云计算篇：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩

五、数字广告篇：广告业绩符合市场预期，AI工具提升变现效率

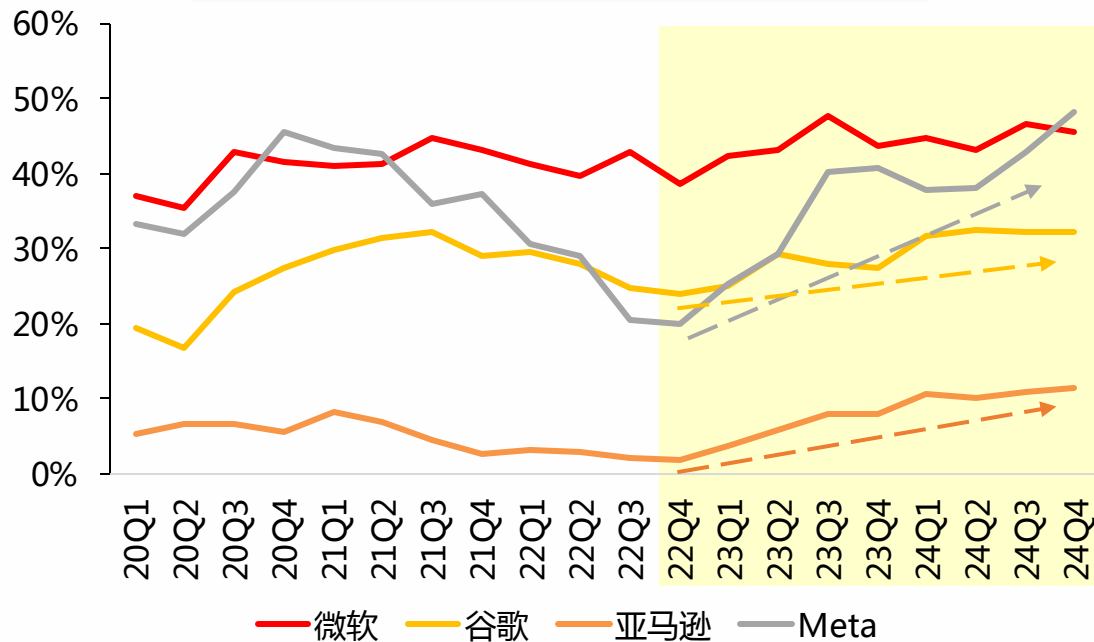
2 组织提效篇：人员招聘聚焦AI领域，盈利能力持续提升

- **从组织优化结构来看：AI人员招聘增加，员工数量重回增长。**截至24Q4，海外四大科技公司员工人数同环比均有小幅增加，其中，微软/谷歌/亚马逊/Meta员工数量分别同比+2%/+0.4%/+2%/+10%，人员数量增长主要集中于AI和云计算等业务增长领域。
- **从经营提效成果来看：控费效果显著，经营利润率同比提升。**24Q4，海外四大科技公司经营利润率水平进一步提升，其中，微软/谷歌/亚马逊/Meta经营利润率分别同比+1.9pp/+4.6pp/+3.5pp/+7.4pp，主要受益于公司成本结构改善、控费效果显著。

20Q1-24Q4海外科技公司员工人数yoy

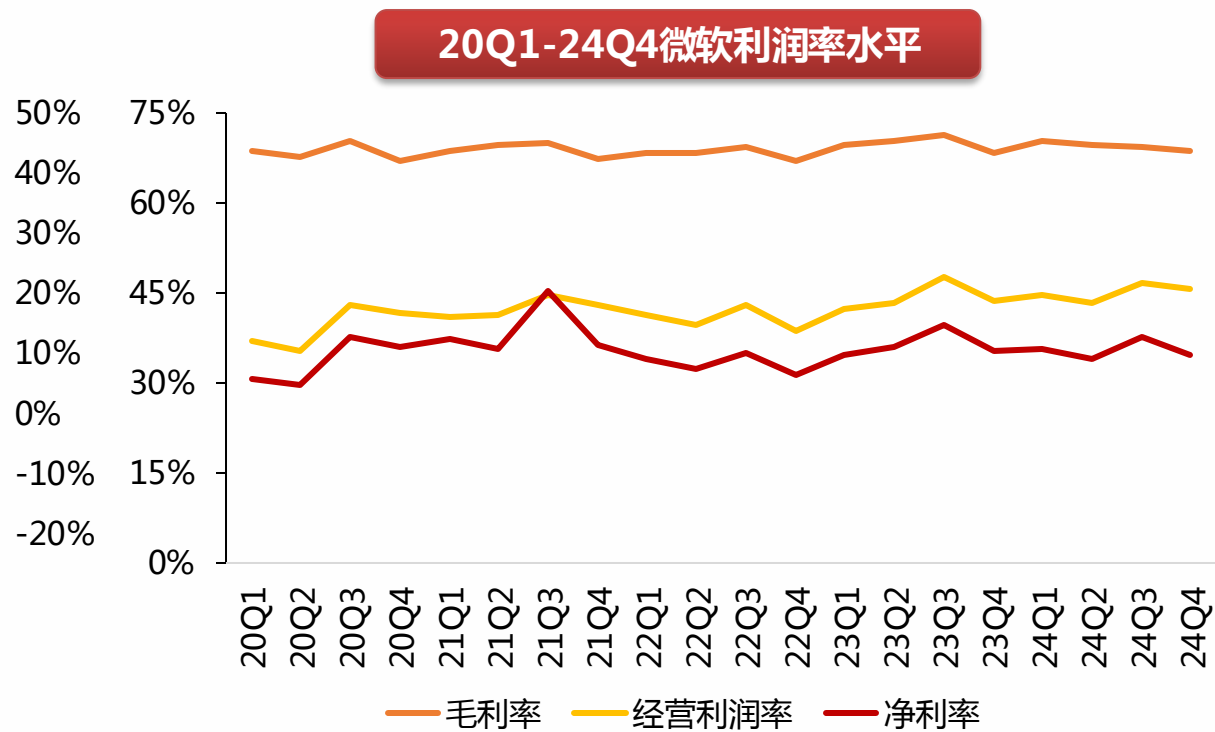
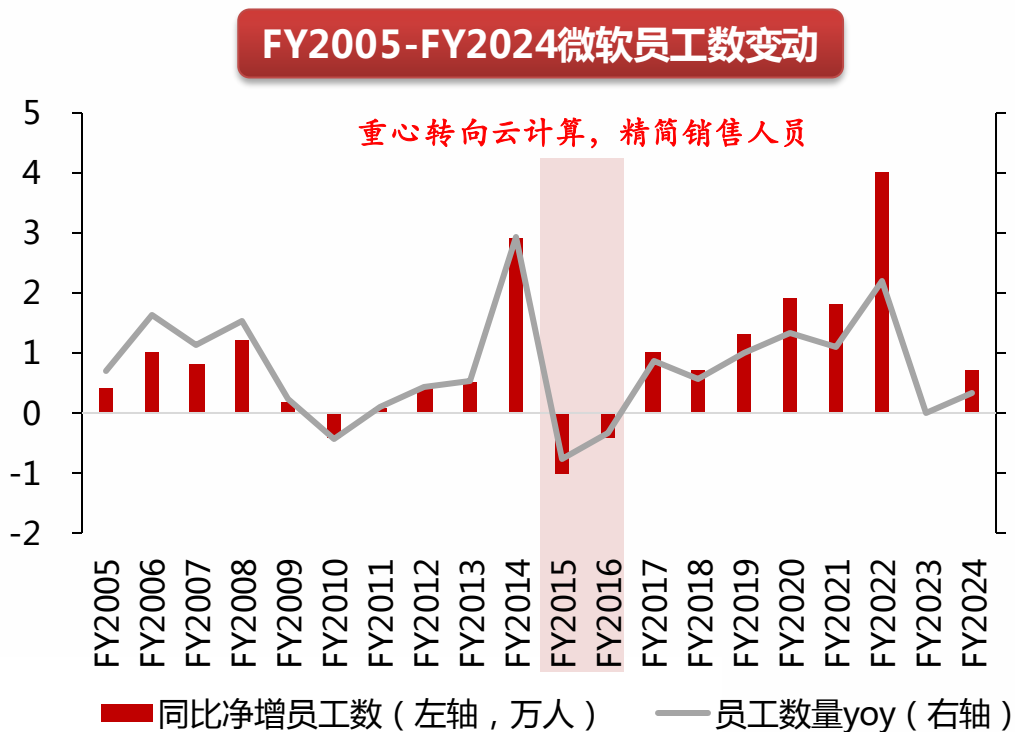


20Q1-24Q4海外四大科技公司经营利润率



2.1 微软：人员数量趋于稳定，利润率正常波动

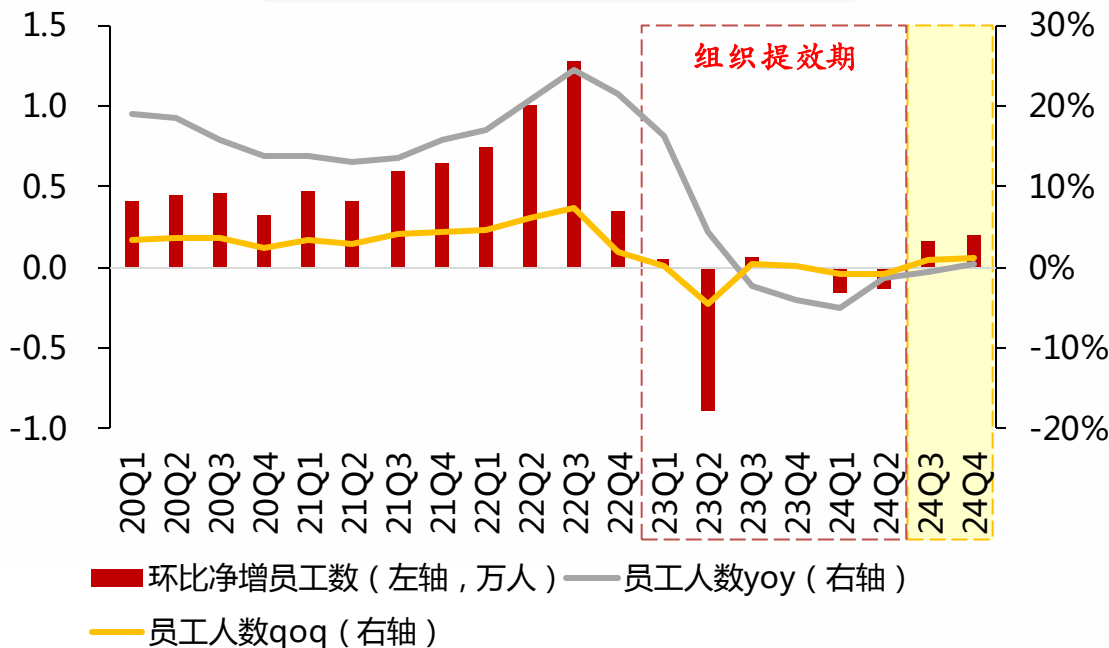
- **从员工变动情况来看：2024全年员工数量微增，24Q4人数环比基本持平。**根据24Q4业绩会表述，在公司层面，微软截至24Q4底的员工人数同比增加2%，与24Q3人数相比基本持平。（微软仅披露截至每财年末的年度员工数量，尚未披露季度具体员工数量。FY2024，即自然年23H2至24H1，微软员工数量实现小幅扩充，净增加7千人至22.8万人，yoy+3%。）
- **从利润率水平来看：毛利率相对平稳，经营利润率及净利率环比正常波动。**24Q4(FY25Q2)，公司毛利率/经营利润率/净利率分别为69%/45%/35%，同比+0.3pp/+1.9pp/-0.6pp，环比-0.7pp/-1.1pp/-3.0pp，公司每年四季度利润率环比略有下降属正常现象。



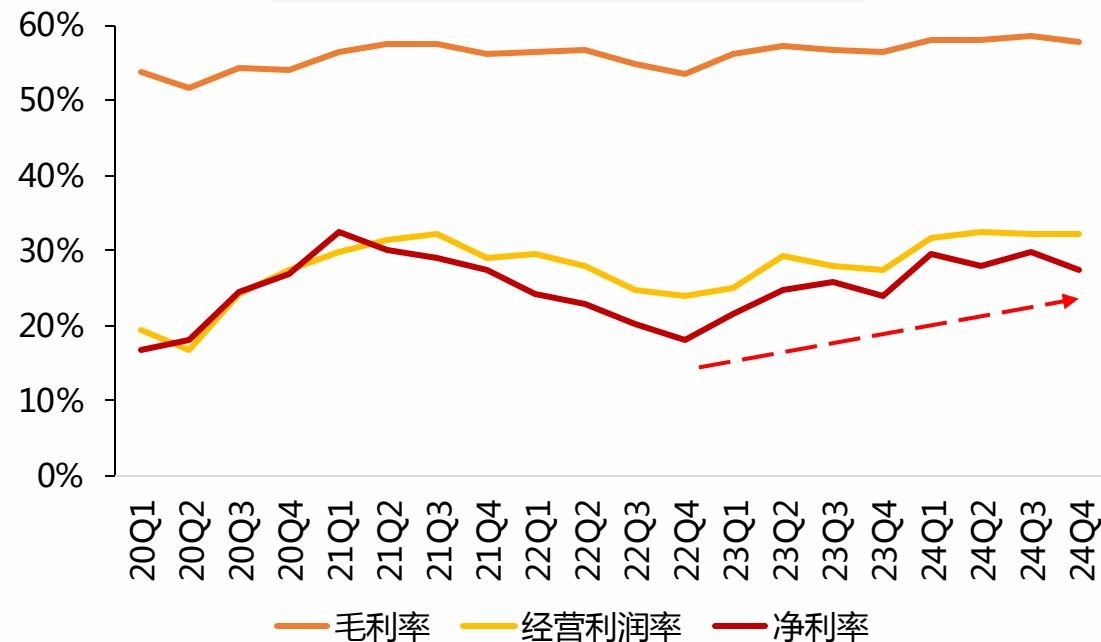
2.2 谷歌：增加AI人员招募，控费效果显著

- 从员工变动情况来看：控制人员数量适度增长，员工招募集中于AI和云领域。** 24Q4公司员工人数环比净增加2054人，员工总人数达18.3万人，同比基本持平，环比增长1%。根据公司业绩会，谷歌于2024年5月进行组织架构调整，将部分AI团队从Google Services部门转移至Google DeepMind部门，24Q4公司继续控制员工数量增长，人员数量增长主要集中于AI和云等业务增长领域。
- 从利润率水平来看：控费效果显著，经营利润率维持较高水平。** 24Q1~24Q4，谷歌各季度经营利润率均维持在32%左右，处于历史高位，主要得益于费用控制得当，其中24Q4研发/销售/管理费用同比-0.4pp/-1.3pp/-1.5pp，环比-0.5pp/-0.6pp/+0.5pp。24Q4，公司净利率环比小幅下降，主要系YouTube内容采购费用增加、技术基础设施投资增加导致折旧费用上升所致。

20Q1-24Q4谷歌员工数量变动



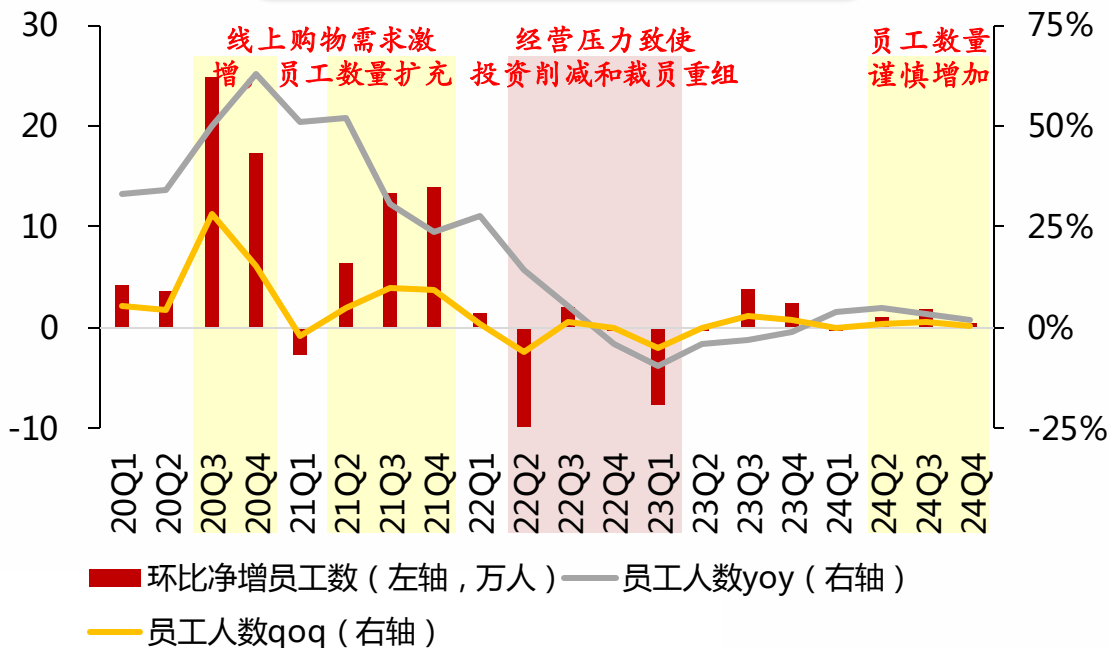
20Q1-24Q4谷歌利润率水平



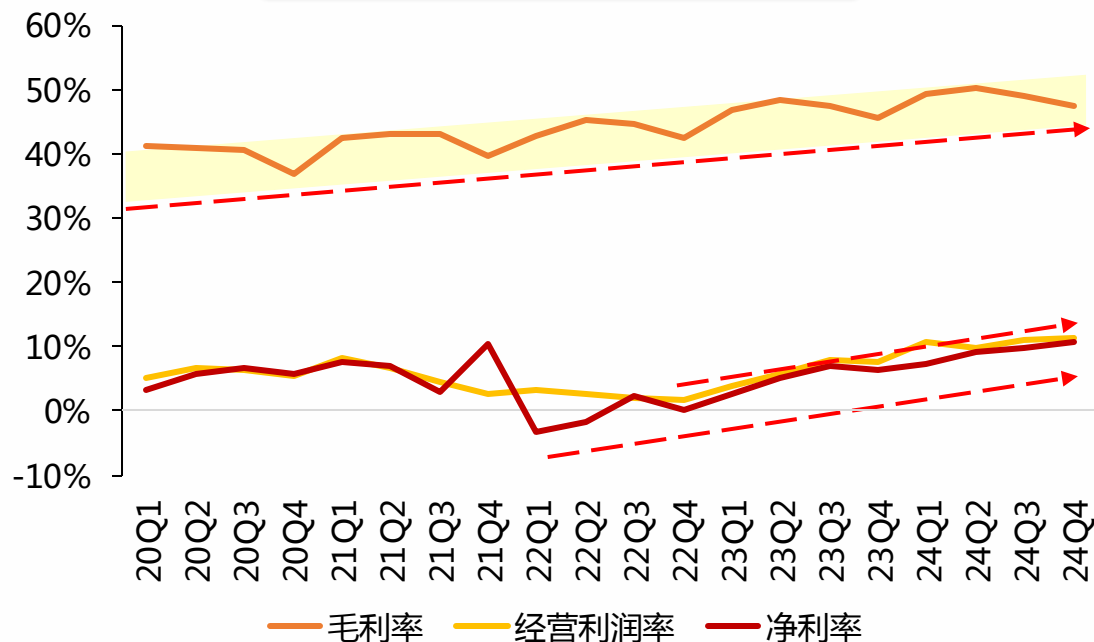
2.3 亚马逊：人员数量小幅增加，利润水平持续优化

- **从员工变动情况来看：员工人数谨慎增加，聚焦组织结构优化。** 24Q4公司员工环比净增加5千人，总人数达155.6万人，yoy+2%，环比基本持平。24Q2至24Q4，亚马逊人员数量连续三季度均有小幅增加。
- **从利润率水平来看：盈利能力持续优化，利润率同比进一步提升。** 24Q4，公司毛利率/经营利润率/净利率分别为47%/11%/11%，同比+1.8pp/+3.5pp/+4.4pp，环比-1.7pp/+0.3pp/+1.0pp，各项利润率均实现同比提升。展望未来，公司于24Q4业绩会表示，2025年及以后有望再次降本，主要得益于库存管理进一步优化、当日送达网络扩大、以及机器人技术和自动化带来成本结构改善。

20Q1-24Q4亚马逊员工数量变动



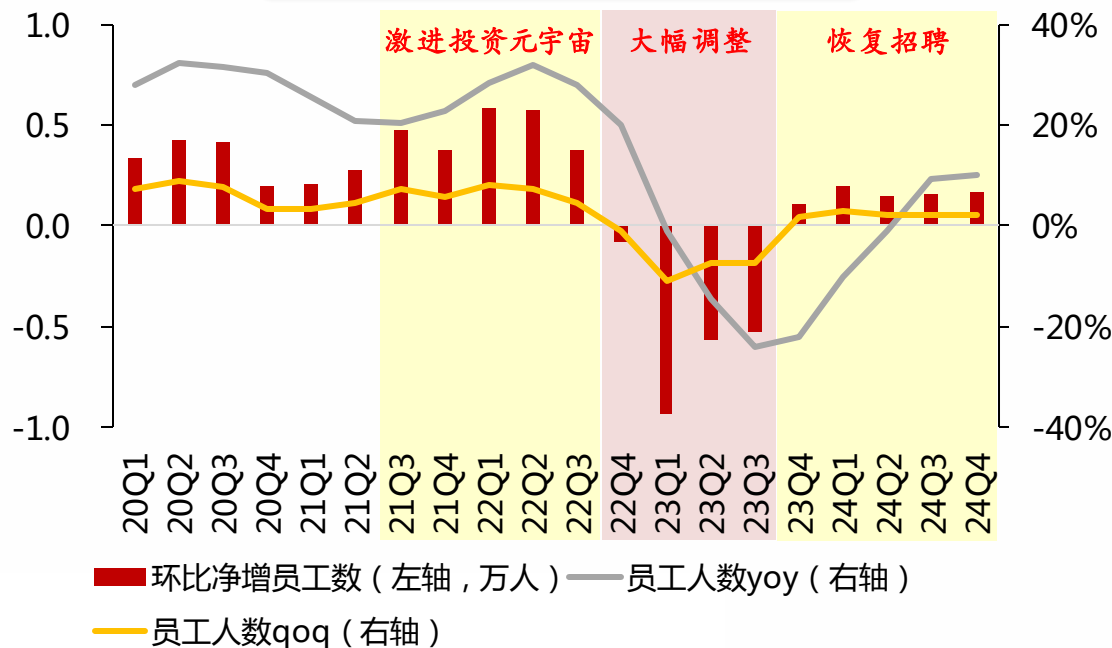
20Q1-24Q4亚马逊利润率水平



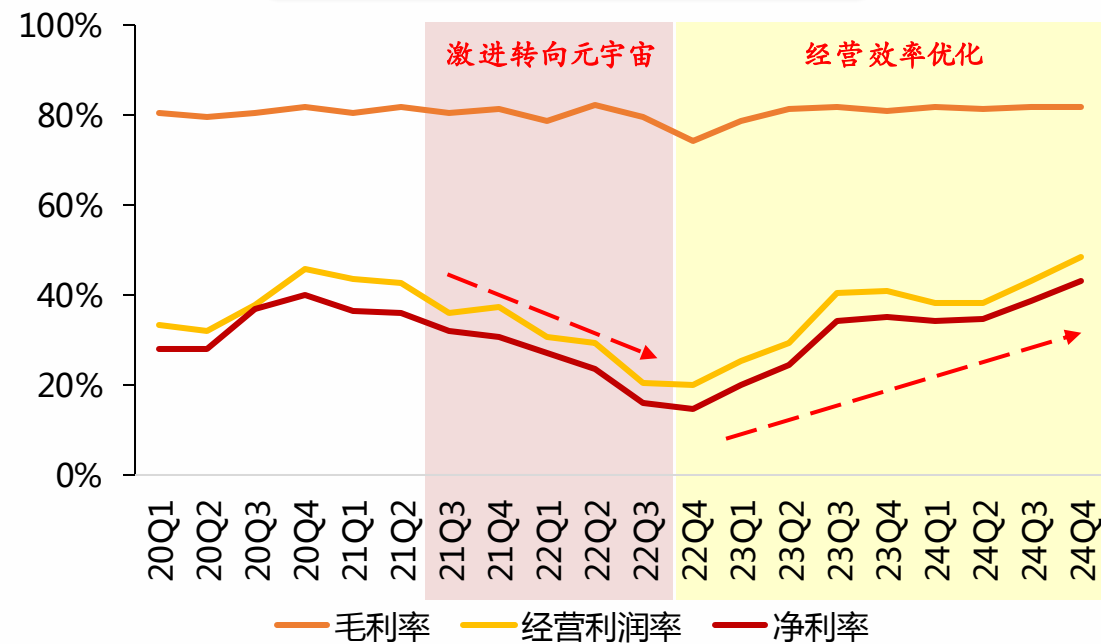
2.4 Meta : 员工人数持续增长，利润指标超市场预期

- 从员工变动情况来看：员工人数持续增长，主要由优先领域招聘持续推动。**截至24Q4，Meta员工总人数约为7.41万人，环比净增加1663人，yoy+10%，qoq+2%。相较于其他三家科技公司，Meta组织优化启动时间早、恢复招聘时间也相应较早，23Q4~24Q4，公司已连续五个季度实现员工数量环比净增加。根据24Q4业绩会，公司人员增长主要由货币化、基础设施、生成式AI、Reality Labs及监管和合规等优先领域的招聘推动，24Q4约90%的新增员工集中在研发部门，通过增加基础设施人员以支持数据中心运营。
- 从利润率水平来看：三大费率显著下降，利润指标大超预期。**24Q4，公司毛利率/经营利润率/净利率同比+0.9pp/+7.4pp/+8.1pp，研发/销售/管理费用同比-1.0pp/-1.3pp/-4.1pp，费率显著下降，各项利润指标均超市场预期。

20Q1-24Q4 Meta员工数量变动



20Q1-24Q4 Meta利润率水平



目 录

◆ 一、业绩概览篇：净利润增速高于营收，云业务增速保持平稳

◆ 二、组织提效篇：人员招聘聚焦AI领域，盈利能力持续提升

◆ 三、资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

3.1 微软：资本开支同比高增，数据中心加速扩容

3.2 谷歌：资本支出维持高位，算力消耗大幅增加

3.3 亚马逊：AWS把握AI机遇，资本支出持续加码

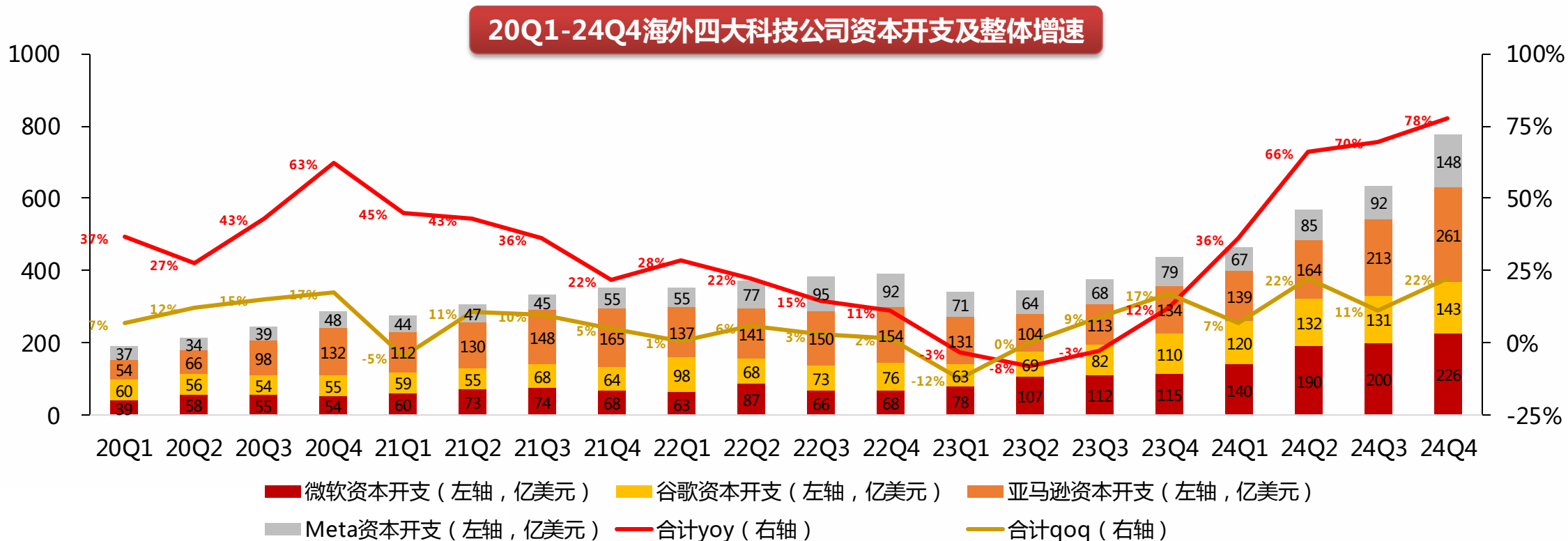
3.4 Meta：年度指引多次上调，资本开支大幅提升

◆ 四、云计算篇：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足

◆ 五、数字广告篇：广告业绩符合市场预期，AI工具提升变现效率

3 资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

- 24Q4海外四大科技公司资本开支情况：合计开支同比增速再创新高，三大云厂商资本开支超预期。** 24Q4海外四大科技公司合计资本开支约778亿美元，yoy+78%，qoq+22%，自20Q1以来，24Q2至24Q4的合计资本开支同比增速连续三个季度达到新高。对比各公司24Q4实际资本开支与市场预期来看，**微软**（实际开支\$226亿 > 市场预期\$210亿）、**谷歌**（实际开支\$143亿 > 市场预期\$132亿）、**亚马逊**（实际开支\$261亿 > \$223亿）**三家均高于市场预期**，Meta（实际开支\$148亿 < 市场预期\$154亿）略低于预期。
- 2024年海外四大科技公司资本开支回顾：2024年海外四大科技公司合计资本支出2450亿美元，yoy+64%。**



3 资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

□ 从资本开支yoy来看：谷歌、微软前期投资节奏领先；亚马逊、Meta后期加速追赶。

➢ 24Q3回顾：亚马逊（yoy+88%）> 微软（yoy+79%）> 谷歌（yoy+60%）> Meta（yoy+36%）。

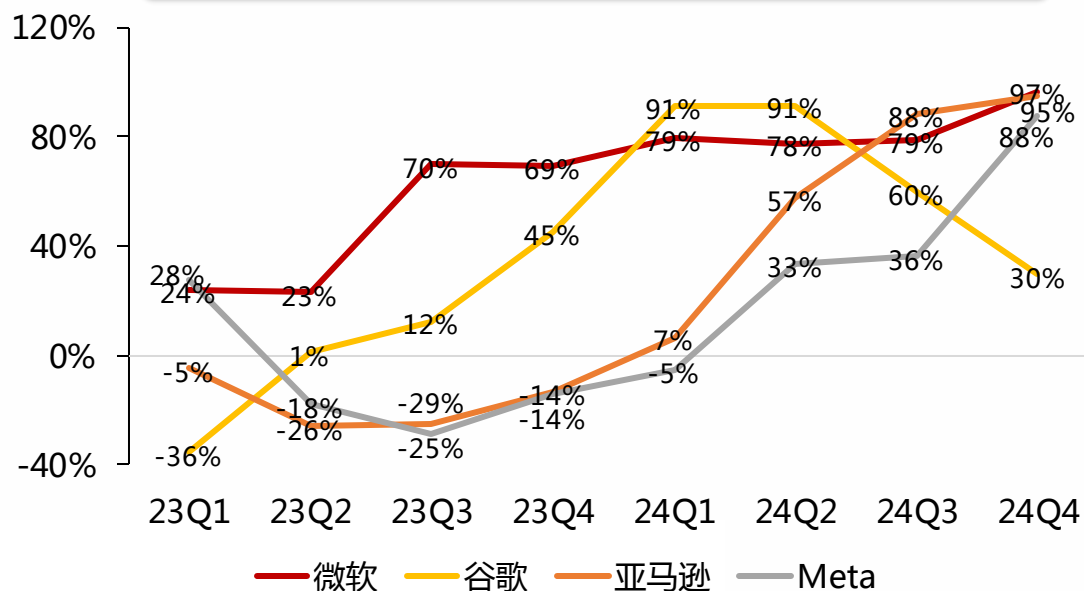
➢ 24Q4更新：微软（yoy+97%）> 亚马逊（yoy+95%）> Meta（yoy+88%）> 谷歌（yoy+30%）。

□ 从资本开支qoq来看：四大厂商环比均为正增长，其中Meta、亚马逊增幅较高。

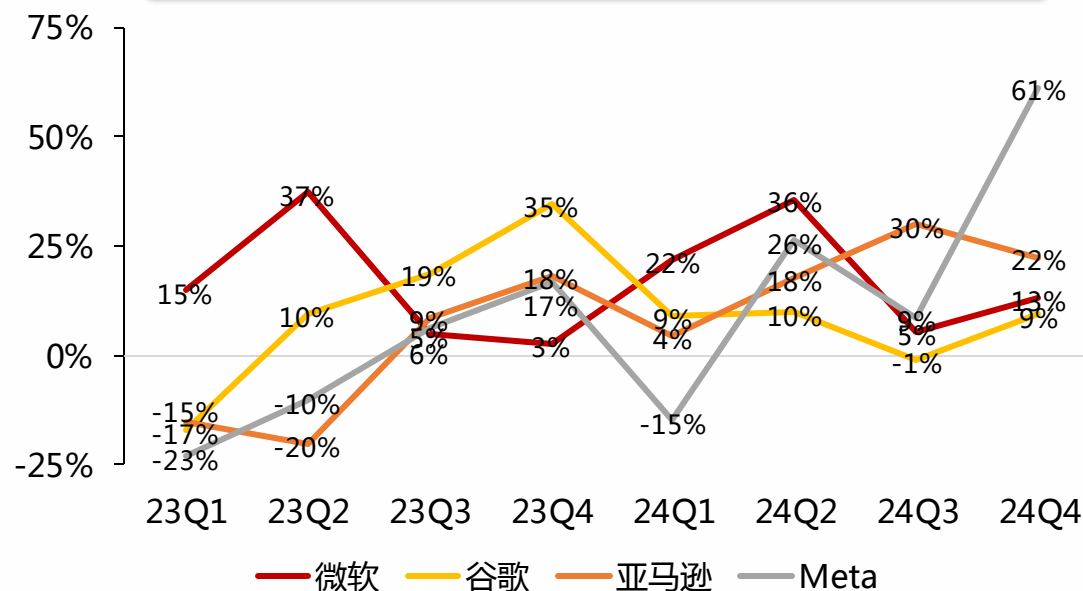
➢ 24Q3回顾：亚马逊（qoq+30%）> Meta（qoq+9%）> 微软（qoq+5%）> 谷歌（qoq-1%）。

➢ 24Q4更新：Meta（qoq+61%）> 亚马逊（qoq+22%）> 微软（qoq+13%）> 谷歌（qoq+9%）。

23Q1-24Q4海外四大科技公司资本开支同比增速

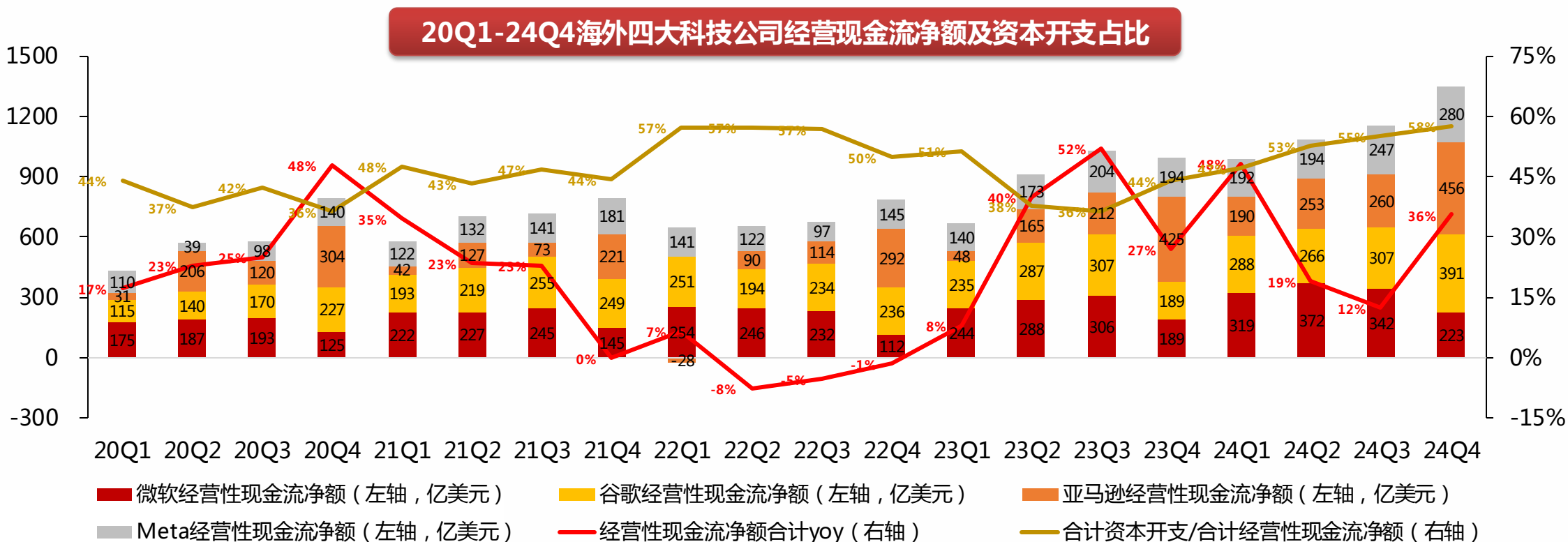


23Q1-24Q4海外四大科技公司资本开支环比增速



3 资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

- 科技大厂现金流净额可观，为AI投资提供强大资金支持。海外四大科技公司的主营业务具备强大造血能力，24Q4海外四大科技公司整体经营性现金流净额约1350亿美元，yoy+36%，为投资数据中心能够提供强大的资金支持。
- 资本开支在经营性现金流净额中的占比逐步提升，部分厂商采用多种措施以缓解现金流压力。根据历史数据，四大科技公司合计资本开支占经营性现金流净额的比例通常位于35%~60%区间，24Q4该比例已提升至58%，位于历史高位，部分厂商为缓解现金流压力，已采取融资租赁等方式来解决。



3 资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

- **海外四大科技公司资本开支构成**：主要包括服务器和数据中心，用于满足日益增长的AI和云计算需求。1) **微软**：资本开支大部分占比将从长期资产（数据中心基础设施）转向短期资产（GPU和CPU）。2) **谷歌**：资本开支最大的部分是服务器（约占60%），其次是数据中心和网络设备（约占40%）；3) **亚马逊**：大部分资本开支用于支持不断增长的AWS基础设施需求；4) **Meta**：服务器是资本开支中最大的部分、其次是数据中心和网络基础设施。

24Q4海外四大科技公司业绩会有关资本开支表述

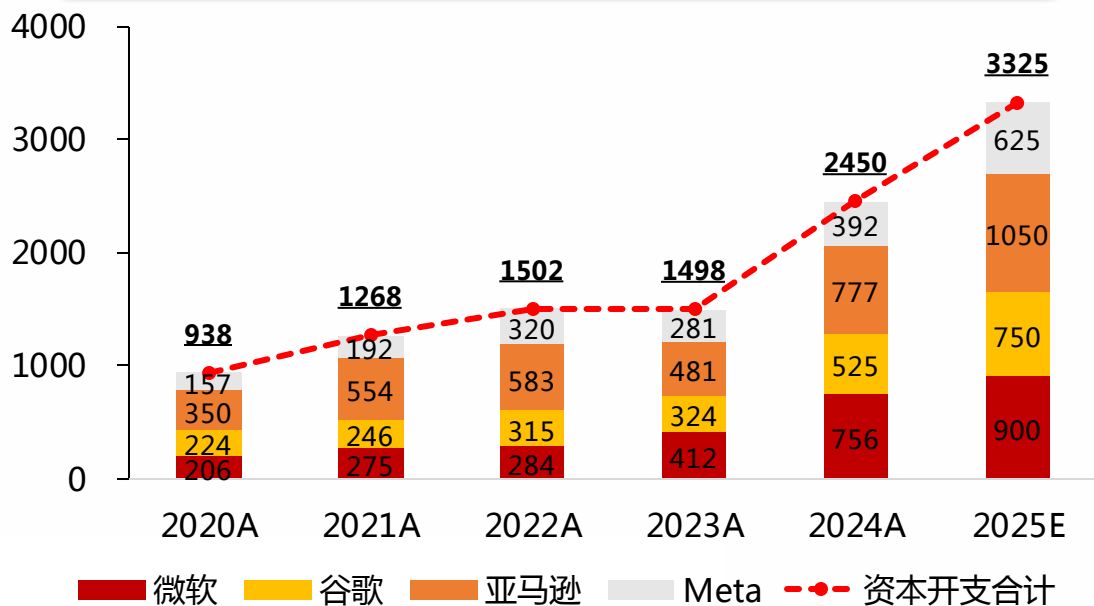
公司	24Q4业绩会有关资本开支表述
微软	<p>1) 24Q4云和AI相关的支出中超过一半是长期资产（指的是数据中心建筑），这些资产将在未来十五年及以后支持货币化，其余的云和AI支出主要用于服务器，包括CPU和GPU，以满足客户需求信号。</p> <p>2) 预计25Q1(FY25Q3)和25Q2(FY25Q4)的资本开支将与24Q4(FY25Q2)保持相似水平。</p> <p>3) 预计FY2026 (CY25H2~CY26H1) 资本开支的增长率要低于FY2025，并且支出组合开始转向与收入增长更相关的短期资产（CPU和GPU）。云基础设施建设以及财务租赁交付时间的不确定性将导致季度支出波动。</p>
谷歌	<p>1) 2025年将继续增加技术基础设施的资本支出投资，主要用于服务器，其次是数据中心和网络。</p> <p>2) 预计在2025年投资约750亿美元的资本支出；25Q1约为160亿~180亿美元，对应yoy+33%~50%，qoq+12%~26%。预期的总投资水平可能会在季度间波动，主要是由于交付时间和施工计划的影响。</p>
亚马逊	<p>1) 大部分支出将用于支持日益增长的技术基础设施需求，主要与AWS相关，以支持对AI服务的需求。</p> <p>2) 同时也包括支持北美和国际业务的技术基础设施投资，公司继续投资于履约和运输网络，以支持业务增长、提高交付速度并降低服务成本，包括对同日配送设施、入库网络以及机器人技术和自动化的投资。</p>
Meta	<p>1) 预计2025年全年的资本支出将在600-650亿美元之间，由增加投资推动，以支持生成式AI工作和核心业务，2025年的大部分资本支出将继续用于支持公司的核心业务。</p> <p>2) 资本开支构成：①服务器：将成为最大的增长动力，仍然是整体资本支出预算中最大的部分。②数据中心：预计2025年数据中心支出将因大型训练集群的建设以及进入核心建设阶段的高功率密度数据中心而增加。③网络：预计到2025年网络支出将增长，因为正在构建更高容量的网络；公司还在投资光纤，以处理未来跨区域的训练流量。</p>

资料来源：各公司业绩会，西南证券整理

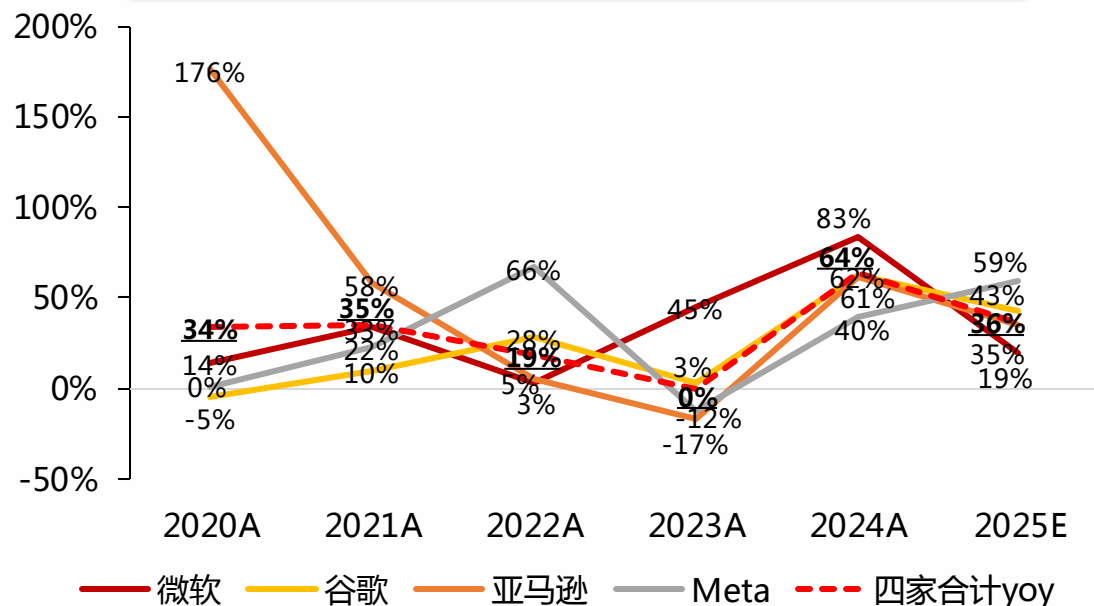
3 资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期

- 2025年资本开支指引：根据四大海外科技公司指引，2025年资本开支合计有望达3325亿美元，yoy+36%。**
 - 微软**：公司于24Q4业绩会表示，预计25Q1(FY25Q3)和25Q2(FY25Q4)的资本开支将与24Q4(FY25Q2)的226亿美元保持相似水平，市场根据线性外推估计，2025年资本开支有望超过900亿美元。
 - 谷歌**：根据24Q4业绩会表述，谷歌2025年资本支出计划为750亿美元。
 - 亚马逊**：公司于24Q4业绩会表示，24Q4的资本支出水平将在2025年“相对具有代表性”，市场按照线性外推计算，2025年资本支出约为1050亿美元。
 - Meta**：根据公司业绩会表述，Meta2025年全年资本支出指引为600-650亿美元之间。
- 25Q1资本开支指引：1) 微软**：预计25Q1和25Q2资本开支将与24Q4(\$226亿)保持相似水平。**2) 谷歌**：资本开支指引为160亿~180亿美元。**3) 亚马逊**：暂无具体指引。**4) Meta**：暂无具体指引。

2020A-2025E海外四大科技公司资本开支（亿美元）



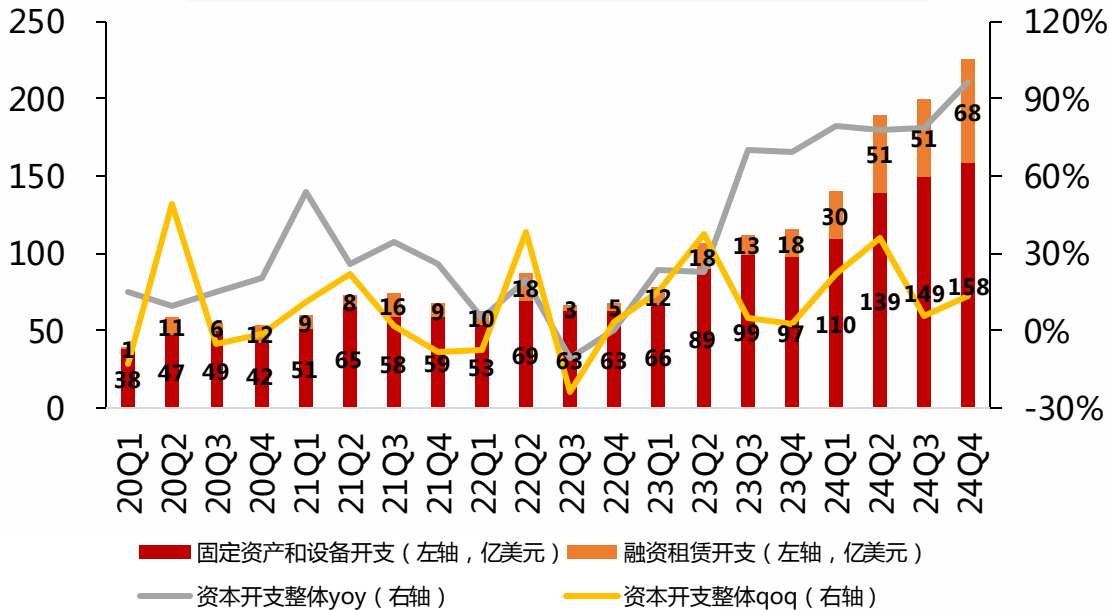
2020A-2025E海外四大科技公司资本开支同比增速



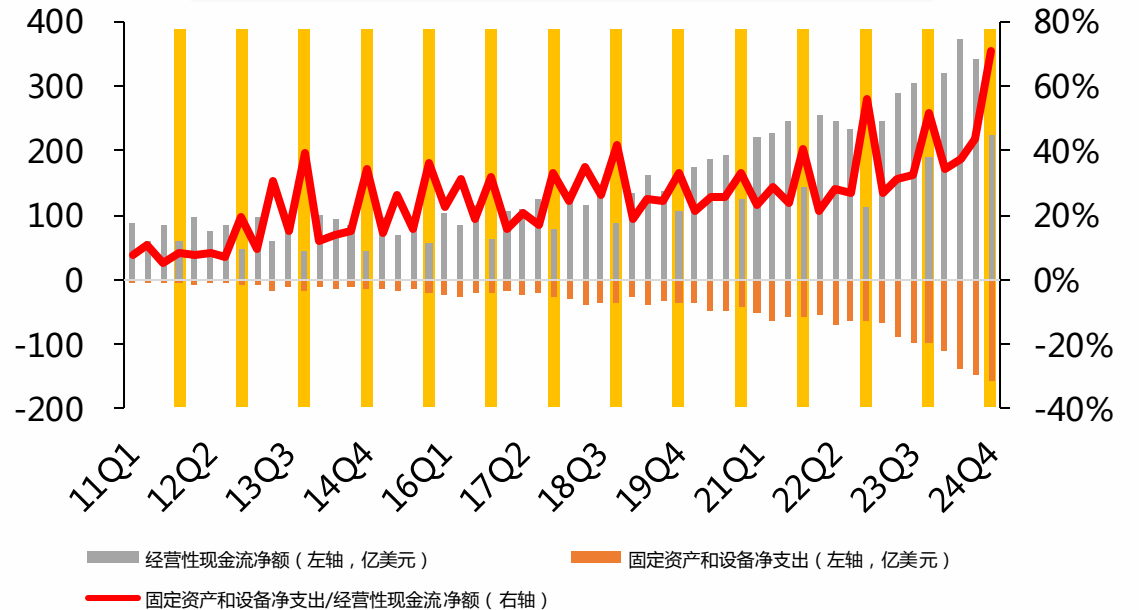
3.1 微软：资本开支同比高增，数据中心加速扩容

- 24Q4资本开支情况**：24Q4微软整体资本开支为226亿美元，yoy+97%，qoq+13%。其中，融资租赁开支约68亿美元，占整体资本开支比例约30%；固定资产和设备开支约158亿美元，占资本开支约70%，24Q4在经营性现金流净额的占比较高，主要系每年四季度应收账款变化导致经营性现金流净额减少。此外，根据24Q4业绩会，在云和AI相关的支出中，超过一半用于数据中心基础设施等长期资产，可在未来十五年及以后持续支持变现；其余的云和AI支出主要用于服务器，包括CPU和GPU，以满足客户需求。
- 2024年资本开支回顾**：2024年微软整体资本开支为756亿美元，yoy+83%。其中，融资租赁开支约201亿美元，占整体资本开支比例约27%；固定资产和设备开支为555亿美元，占比约73%。根据24Q4业绩会，公司持续根据短期和长期需求信号来扩展数据中心容量。在过去三年中，公司整体数据中心容量翻了一番多，且2024年增加了比历史上任何一年更多的容量。

20Q1-24Q4微软资本开支情况



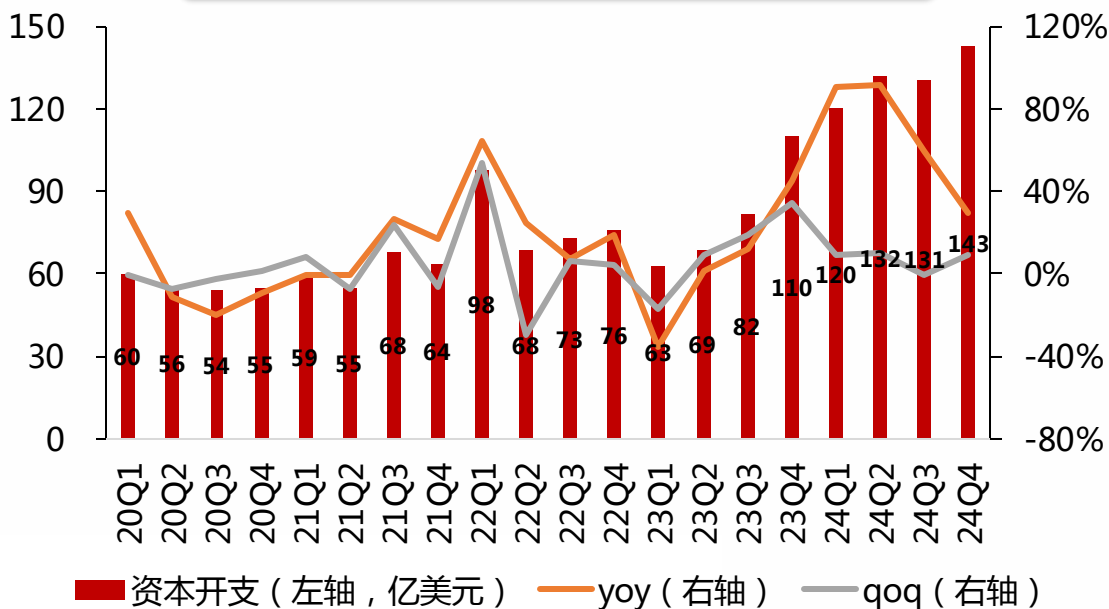
11Q1-24Q4微软固定资产和设备支出占比



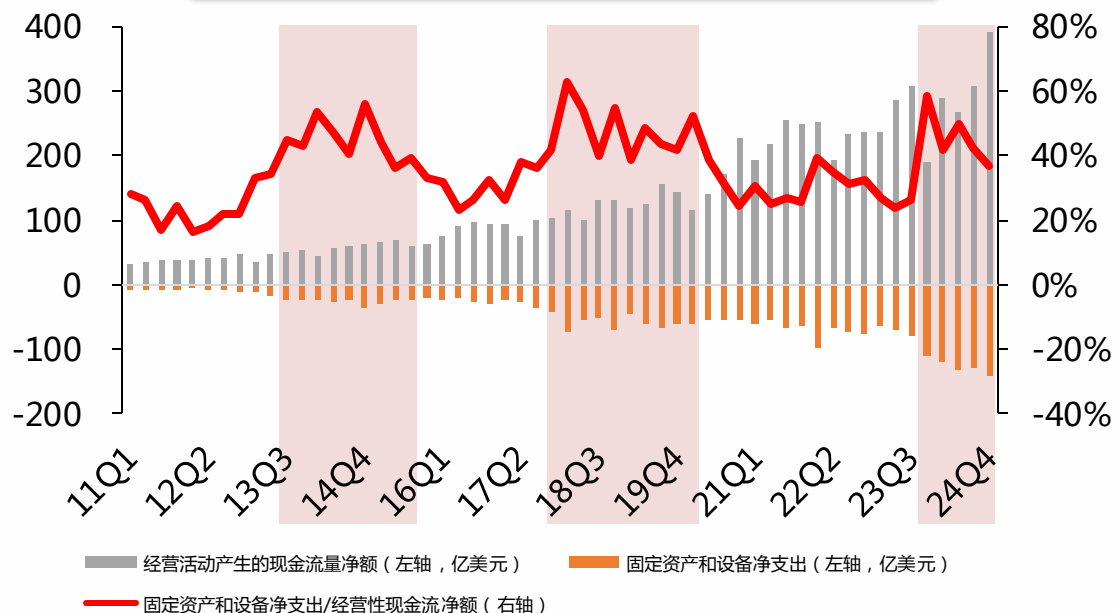
3.2 谷歌：资本支出维持高位，算力消耗大幅增加

- ❑ **24Q4资本开支情况**：谷歌24Q4资本开支约143亿美元，yoy+30%，qoq+9%，公司近几个季度资本开支在经营性现金流净额中的占比保持在相对较高水平。根据公司业绩会，**资本开支主要由基础设施投资推动，最大的组成部分是服务器，其次是数据中心。**
- ❑ **2024年资本开支回顾**：谷歌2024年资本支出合计约\$525亿，yoy+62%。
 - ① 2024年，公司在南卡罗来纳州、印第安纳州、密苏里州等地以及世界各地的**11个新云区域和数据中心园区破土动工**，共宣布7个新海底电缆项目计划，以加强全球连接性；**与五年前相比，谷歌数据中心每单位电力提供的算力几乎提高4倍。**
 - ② 公司于24Q4业绩会表示，**当前云客户消耗的训练和推理计算容量比18个月前增加超过八倍。**

20Q1-24Q4谷歌资本开支情况



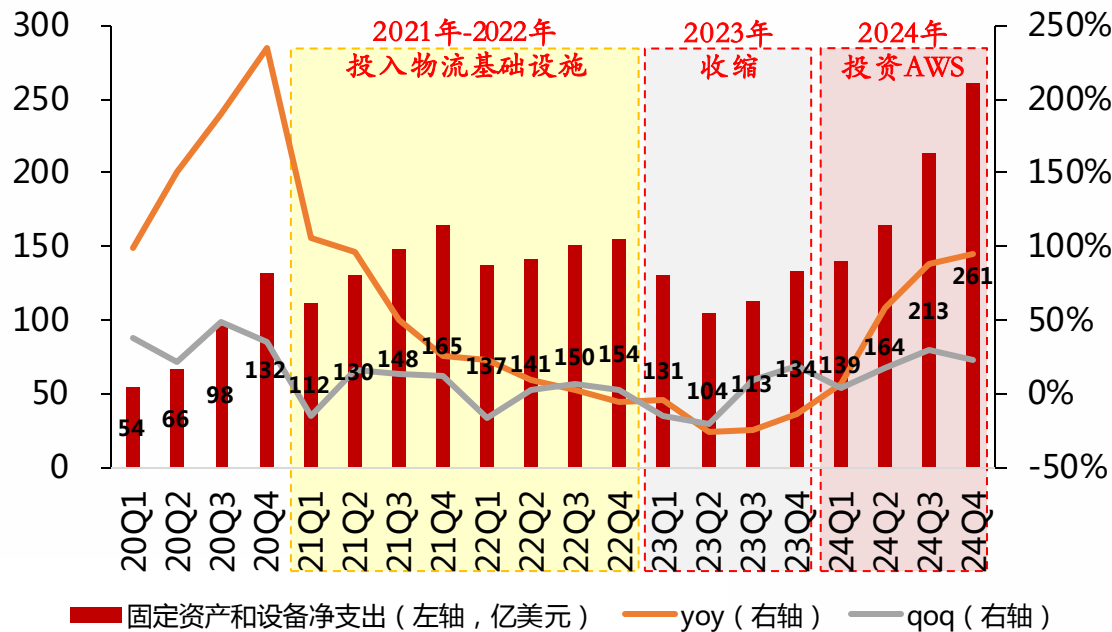
11Q1-24Q4谷歌固定资产和设备支出占比



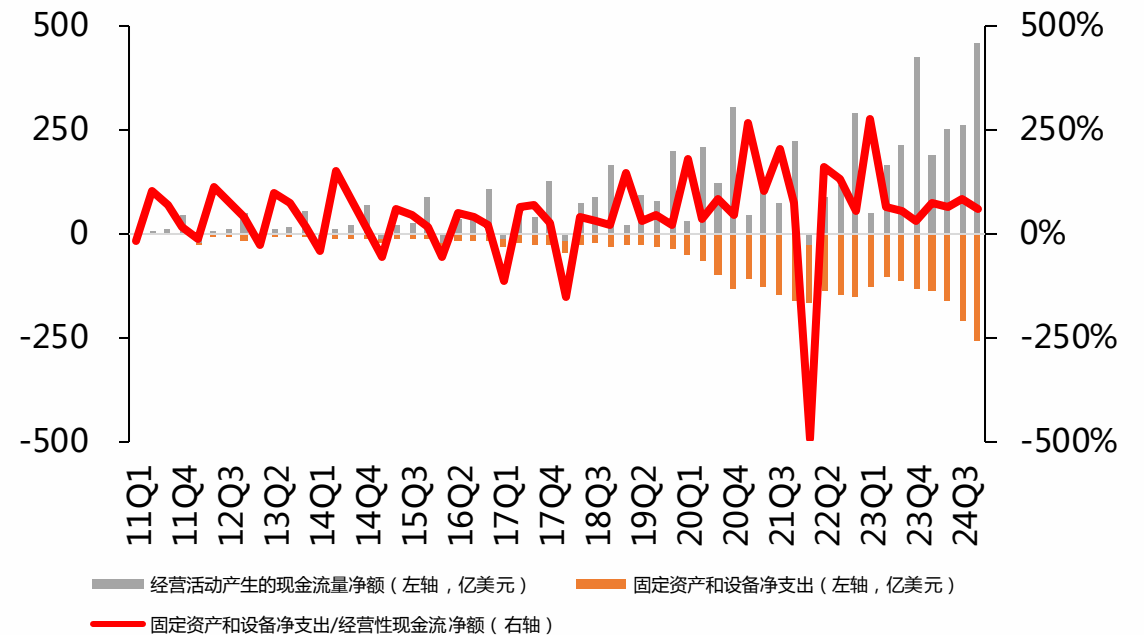
3.3 亚马逊：AWS把握AI机遇，资本支出持续加码

- 24Q4资本开支情况**：亚马逊24Q4固定资产和设备净支出约261亿美元，yoy+95%，qoq+22%，在公司经营性现金流净额的占比约57%。根据24Q4业绩会，**公司资本开支中的大部分资金是用于支持技术基础设施的增长需求，主要与AWS业务有关、由生成式AI推动**；此外，部门资金还将用于支持北美和国际零售业务的基础设施需求，如履行和运输网络、当日送达设施投资、以及机器人和自动化等方面的投资。公司表示“看不到需求的大幅增加，公司也不会采购。AWS现在大举资本投入代表着难得一遇的重大机遇。”
- 2024年资本开支回顾**：亚马逊2024年固定资产和设备净支出合计约777亿美元，yoy+61%，超出公司于24Q3业绩会给出的750亿美元的全年资本开支指引。

20Q1-24Q4亚马逊资本开支情况



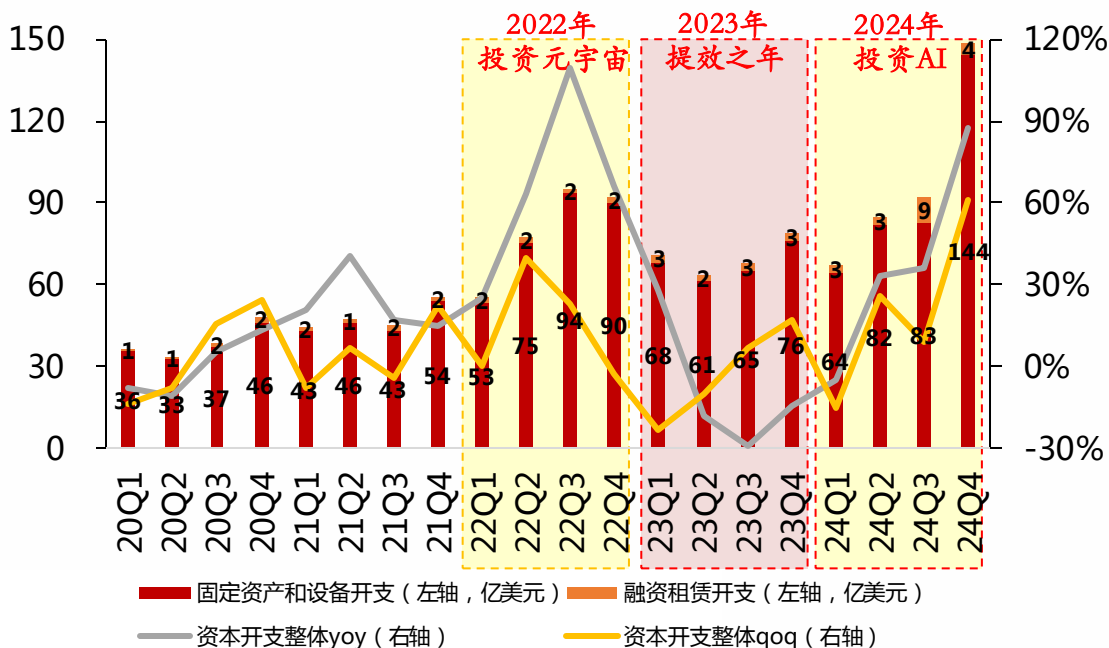
11Q1-24Q4亚马逊固定资产设备支出占比



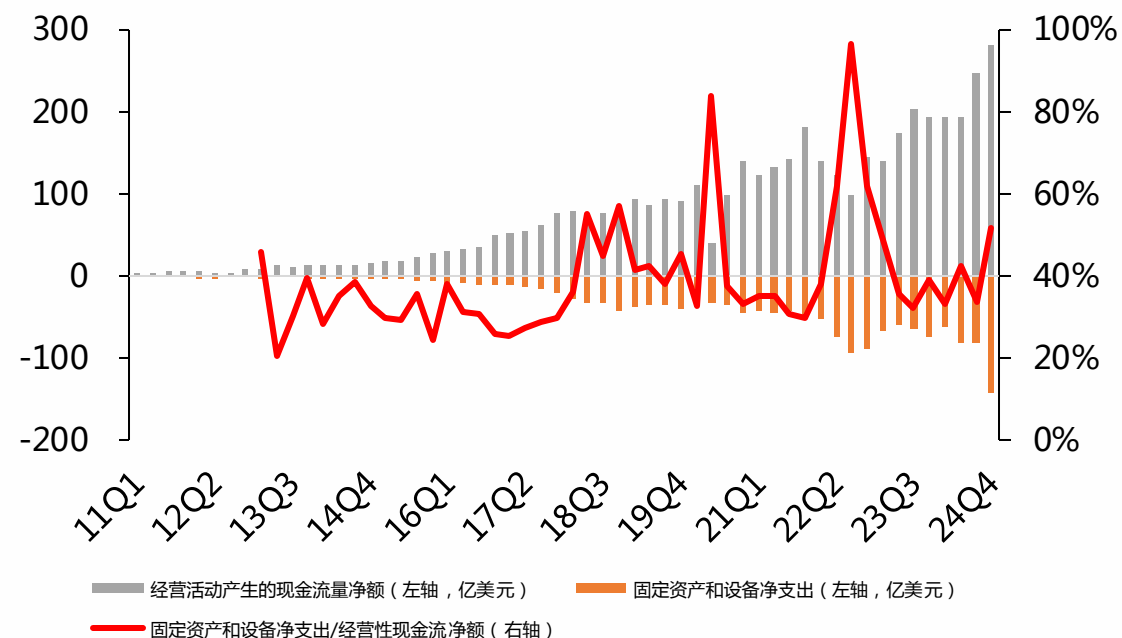
3.4 Meta : 资本开支大幅提升，年度支出接近指引上限

- 24Q4资本开支情况**：Meta24Q4资本开支约148亿美元，yoy+88%，qoq+61%。其中，融资租赁开支约4亿美元，固定资产和设备开支约144亿美元，24Q4固定资产和设备支出在经营性现金流净额中的占比约52%，相较前几个季度有所抬升。根据公司业绩会，公司**资本开支主要由服务器、数据中心和网络基础设施投资驱动，以支持GenAI工作（AI模型）和CoreAI业务（排名和推荐引擎）。**
- 2024年资本开支回顾**：Meta2024年资本支出合计约\$392亿，yoy+40%，**接近此前指引上限**。23Q4~24Q3业绩会，**公司多次上调2024年全年资本开支指引**，23Q4业绩会首次给出2024年全年指引300~370亿美元；24Q1业绩会上调指引至350~400亿美元；24Q2业绩会上调指引下限，为370~400亿美元；24Q3再次上调下限，最终预计2024年全年资本支出将在380~400亿美元。

20Q1-24Q4Meta资本开支情况



11Q1-24Q4Meta固定资产设备支出占比



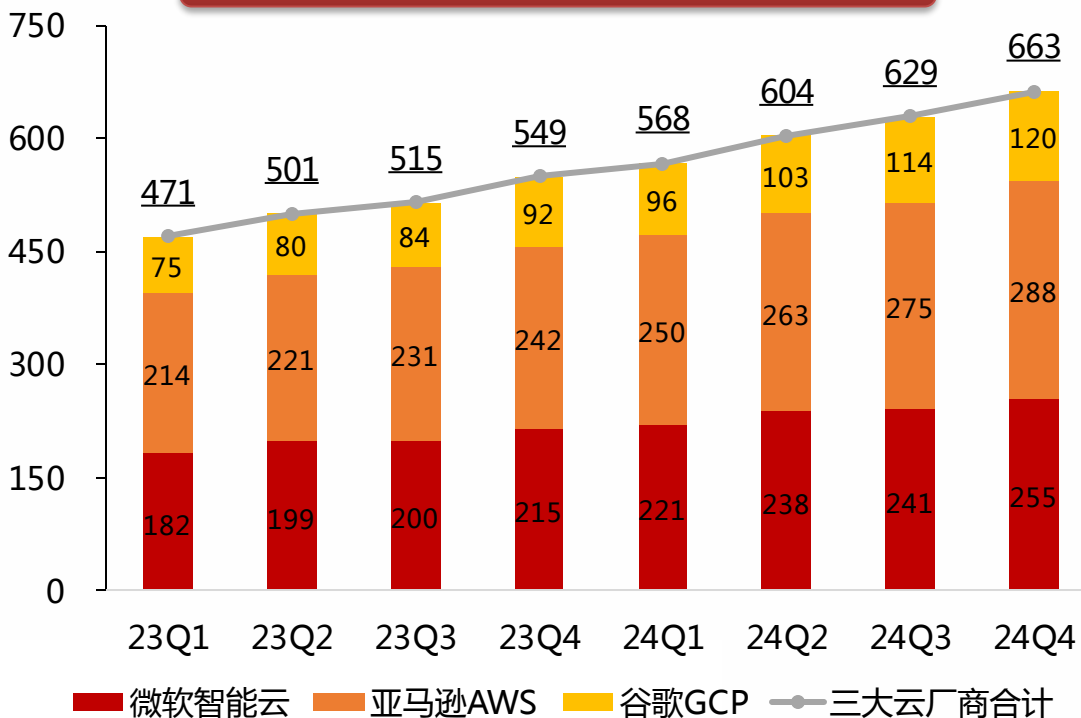
目 录

- ◆ 一、业绩概览篇：净利润增速高于营收，云业务增速保持平稳
- ◆ 二、组织提效篇：人员招聘聚焦AI领域，盈利能力持续提升
- ◆ 三、资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期
- ◆ 四、云计算篇：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足
 - 4.1 微软：AI贡献持续提升，AI算力供给受限
 - 4.2 谷歌：云业务增速下降，盈利能力继续增强
 - 4.3 亚马逊：算力容量受限，利润水平维持高位
- ◆ 五、数字广告篇：广告业绩符合市场预期，AI工具提升变现效率

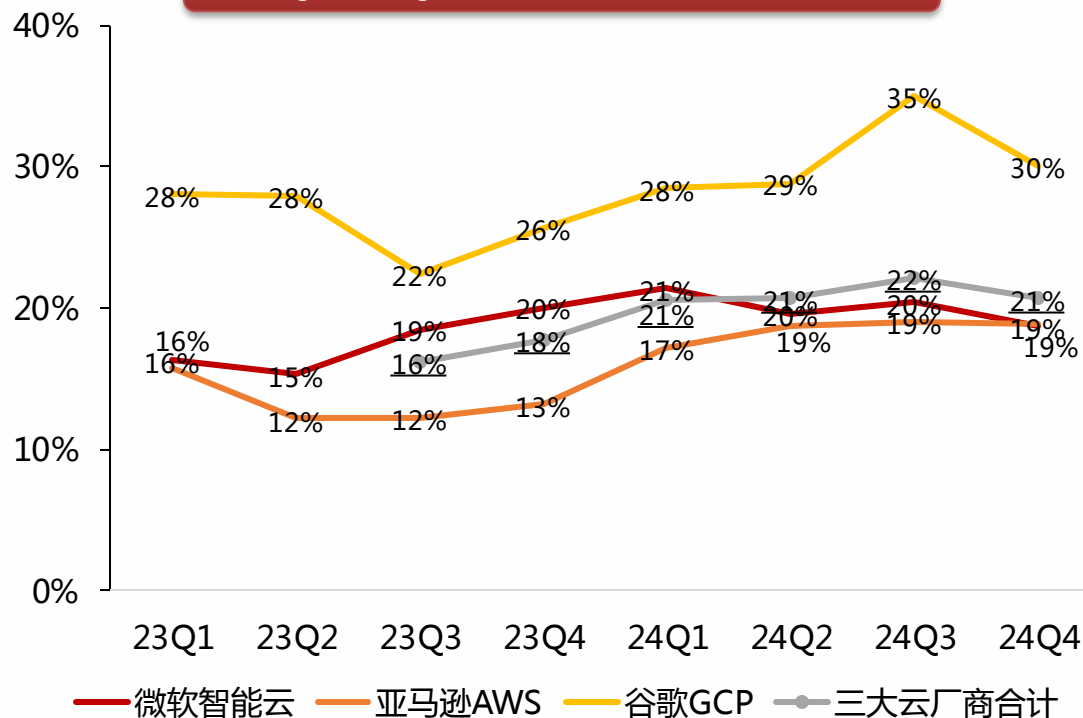
4 云计算篇：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足

- **24Q4云业务收入金额**：1) 收入体量方面，亚马逊AWS保持行业领先，亚马逊(\$288亿) > 微软(\$255亿) > 谷歌(\$120亿)；2) 三大云厂商云业务收入均低于预期，其中，微软智能云实际业绩\$255亿 < 市场预期\$259亿，谷歌云实际收入\$120亿 < 市场预期\$122亿，亚马逊实际收入\$287.86亿 < 市场预期\$288.14亿。
- **24Q4云业务收入yoy**：1) 收入增速方面，谷歌云仍在加速追赶，谷歌(+30%) > 亚马逊(+18.9%) > 微软(+18.7%)；2) 三大云厂商24Q1~24Q4合计收入的整体增速分别为21%/21%/22%/21%，云业务增速难以突破。

23Q1-24Q4云厂商云业务收入(亿美元)



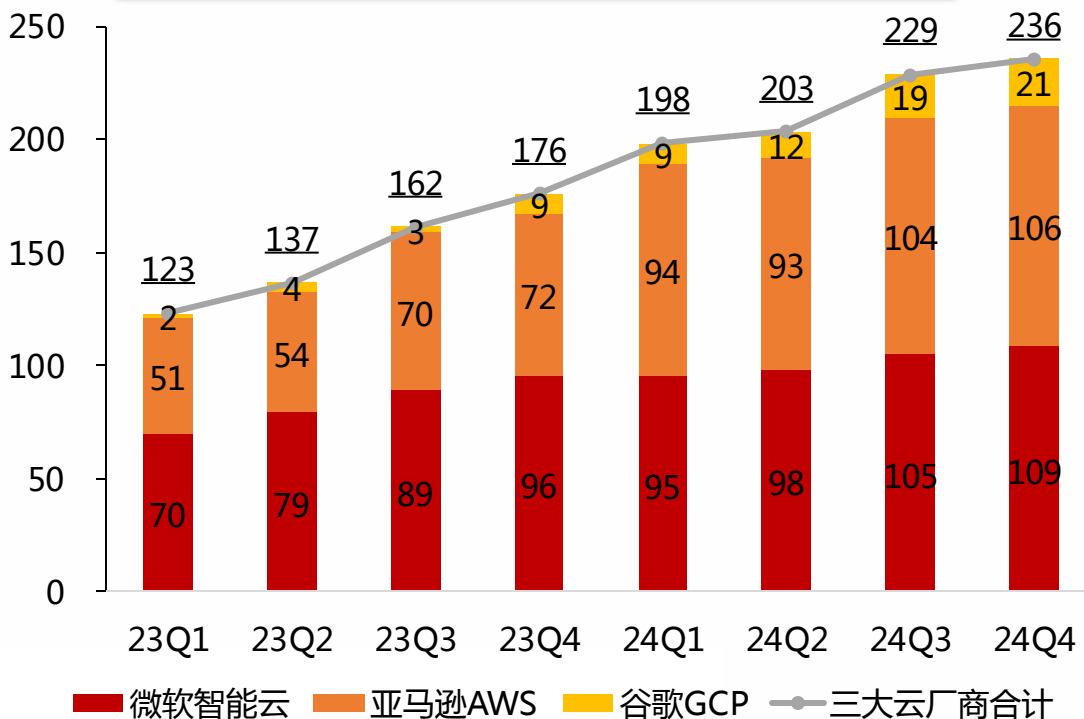
23Q1-24Q4云厂商云业务收入同比增速



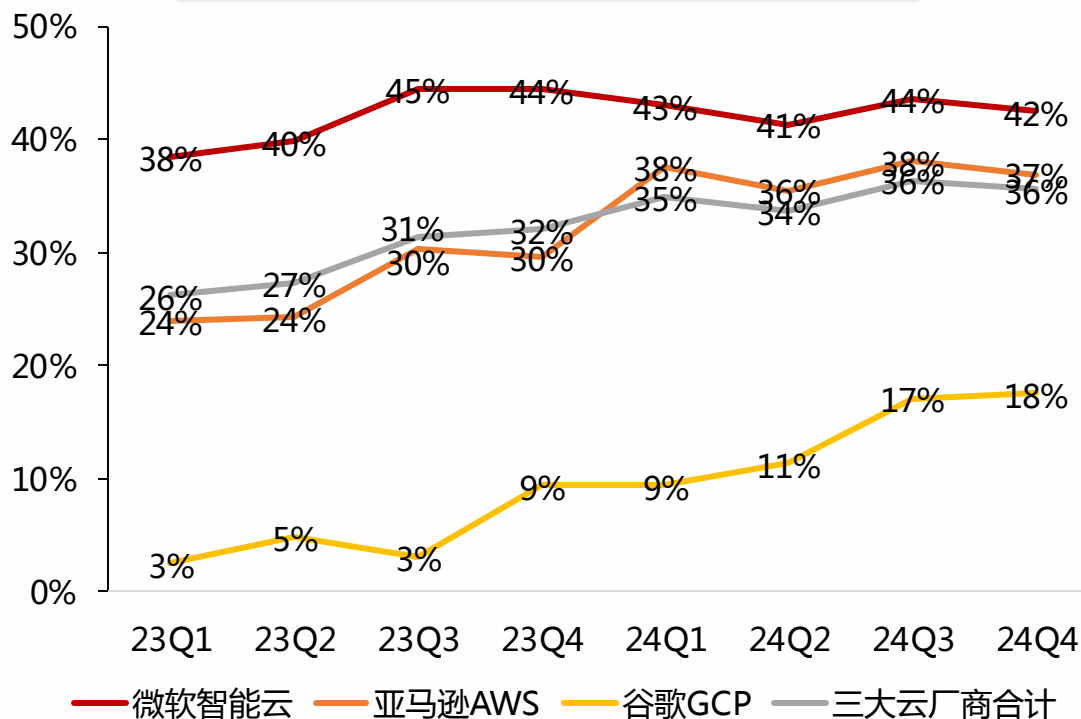
4 云计算篇：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足

- **24Q4云厂商经营利润**：微软受益于产品结构优势具备较高盈利能力，微软（\$109亿）>亚马逊（\$106亿）>谷歌（\$21亿）。
- **24Q4云厂商经营利润率**：1) 经营利润率方面，谷歌GCP和亚马逊AWS高于市场预期，其中，微软智能云实际经营利润率42.5% < 市场预期43.3%亿，谷歌云经营利润率18% > 市场预期17%，亚马逊AWS经营利润率37% > 市场预期35%。2) 经营利润率同比变动方面，谷歌和亚马逊云业务盈利能力持续优化，谷歌（+8.1pp）> 亚马逊（+7.3pp）> 微软（-1.9pp）。

23Q1-24Q4云厂云业务经营利润（亿美元）



23Q1-24Q4云厂商云业务经营利润率



4 云计算篇：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足

- ❑ **24Q4三大云厂商为何不及预期？主要系算力供给受限。** 24Q1~24Q4云业务增速难以突破，主要系算力供给不足。最初由微软24Q2率先表态供给受限，而24Q4谷歌和亚马逊也表态算力供给不足。
- ❑ **云计算容量供给何时能够得到缓解？2025年中或是拐点。** 微软表示FY25Q3(CY25Q1)可能仍面临AI算力受限的问题，但到FY2025末(25Q2季度末)，算力供给应能基本满足短期需求。亚马逊预计算力产能限制可能会在25H2得到缓解。
- ❑ **云厂商有何应对策略？自研ASIC加速推进。** 谷歌24Q4第六代TPU Trillium强劲增长，与上一代相比，Trillium训练性能提高4倍，推理吞吐量提高3倍；亚马逊正在构建一个由数十万个Trainium 2芯片组成的超级服务器组成的集群，并在努力开发Trainium 3。

24Q4海外四大科技公司业绩会有关云计算业务表述

公司	24Q4业绩会有关云计算表述
微软	<p>1) Azure在24Q4本季度31%的同比增长中，约13个百分点得益于AI，而24Q3的AI贡献约为12个百分点、24Q2的AI贡献为11个百分点，</p> <p>2) AI云服务贡献将随着在线AI能力的增长而增长；在非AI云服务方面，健康增长仍在继续；尽管预计云供给挑战在25H1(FY25H2)仍会持续受到影响，预计25Q1(FY25Q3)会出现AI能力受限的情况，但鉴于大量的资本投资，2025财年结束时应该大致与近期需求保持一致。</p>
谷歌	<p>1) 谷歌云业务24Q4同比增速下降主要包括：一是23Q4高基数影响；二是需求大于供给，当前处于供需紧张的局面，公司正努力增加更多的产能。</p> <p>2) 24Q4看到第六代TPU Trillium的强劲增长。与上一代相比，Trillium训练性能提高4倍，推理吞吐量提高3倍。继续与NVIDIA保持密切关系，最近，将基于H200的平台交付给客户，并且就在上周，成为第一家宣布运行备受期待的Blackwell平台的客户的公司。</p> <p>3) 根据过去三年的趋势，与训练相比，推理方面的支出比例一直在增加，推理是为了支持具有良好投资回报率的业务，因此认为这种趋势是好的。推理模型，如果有的话，会加速这一趋势，因为它显然是在推理维度上扩展的。</p>
亚马逊	<p>1) 24Q4，公司继续看到生成式AI和非生成式AI产品都在增长。</p> <p>2) 亚马逊正与Anthropic合作构建Rainier项目，一个由数十万个Trainium 2超级服务器组成的集群；并在努力开发Trainium 3，预计将在2025年末预览。</p> <p>3) 当前芯片供应（包括第三方和亚马逊自研芯片）以及电力容量正在限制AWS新数据中心的上线，预计这些限制可能会在25H2得到缓解。</p>
Meta	<p>1) 预计2025年将上限近1GW的算力容量，并且公司正在建设一个2GW甚至可能更大的人工智能数据中心。</p> <p>2) 目前，内部MTIA计划的重点是支持核心排名和推荐推理工作负载。公司从24H1开始在核心排名和推荐推理中采用MTIA，2025年将继续采用MTIA用于以上工作负载，既用于增加计算容量，又用于替换一些使用寿命即将结束GPU服务器。</p>

资料来源：各公司业绩会，西南证券整理

4 云计算篇：AI云服务需求旺盛，AI算力容量供给不足

- 云厂商算力容量未来将如何分配、算力需求是否可持续？推理模型的持续迭代将增加推理算力的分配比例，推理成本的下降将加速AI应用与普及。

24Q4海外四大科技公司有关AI模型推理需求表述

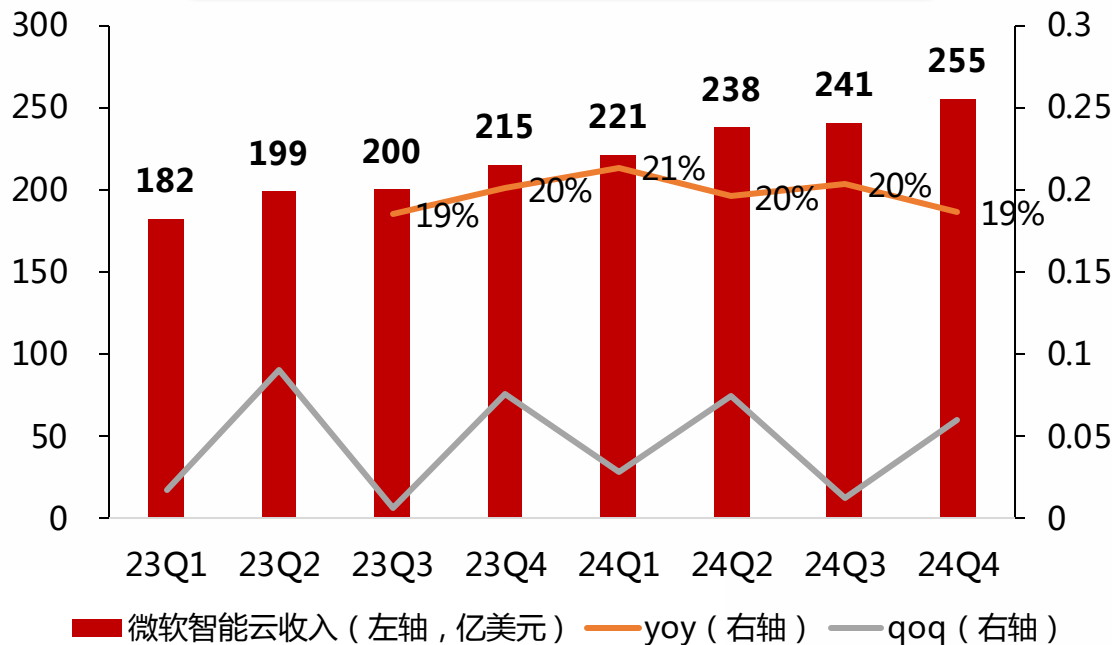
公司	24Q4业绩会有关DeepSeek及AI推理需求表述
微软	<p>1) AI scaling laws在预训练和推理计算时间上持续叠加。多年来，训练和推理效率已显著提升。在推理方面，由于软件优化，性价比通常在每代硬件中可以提升2倍+，在每一代模型中提升10倍+。随着AI变得更加高效和可得，需求将看到指数级增长。微软持续在全球范围内扩展计算资源，并保持训练和推理之间、以及地理分布的平衡。从现在起，这将是一个由软件驱动的AI扩展规律和摩尔定律的复合效应所推动的连续周期，受收入增长和能力增长的共同影响。</p> <p>2) 从某种意义上说，AI发生的事情与常规计算周期发生的事情没有什么不同。DeepSeek有一些真正的创新，这也是OpenAI在o1中发现的一些东西。当token价格下降，推理计算价格下降时，这意味着人们可以消费更多，更多的应用将被开发出来。现在仅2025年初，就可以在PC上运行需要相当庞大云基础设施的AI模型，这种优化意味着AI将变得更加普及。因此，对于超大规模数据中心和PC提供商来说，都是好消息。</p>
谷歌	<p>1) DeepSeek是一个非常出色的团队，做了非常好的工作。同时，Gemini模型在成本、性能和延迟的帕累托前沿上表现突出，Gemini 2.0 flash模型或2.0 flash thinking模型是市场上最有效率的模型之一。</p> <p>2) 根据过去三年的趋势，推理方面的支出比例相较于训练一直在增加，推理是为了支持具有良好投资回报率的业务，这种趋势是好的，甚至推理模型会加速这一趋势。所以对AI机遇感到如此兴奋，一部分原因在于，实际使用成本会不断下降，将使更多的使用场景成为可能。</p>
亚马逊	<p>1) 公司对DeepSeek所取得的成就印象深刻，认为部分原因在于DeepSeek采用的一些训练技术，尤其是改变了强化训练的顺序，即在没有人工干预的情况下更早地进行强化学习，这一点比监督微调更有趣。AWS尽可能为客户提供更多的前沿模型，行动速度比其他公司更快，确保DeepSeek既可以在Bedrock中使用，也可以在SageMaker中使用，并且已经有客户开始尝试使用。</p> <p>2) 在云计算领域，任何技术组件成本的下降并没有导致IT总支出的减少。2006年推出AWS时，提供每0.15\$/GB的S3存储服务 and 0.10\$/h的计算服务，这些价格在多年后已大幅降低。人们曾认为，企业IT支出会大幅减少；但实际情况是，企业在每单位基础设施上的支出确实会减少，但随后会对以前成本过高的其他构建感到兴奋，最终在IT总支出上增加很多。在AI领域，也会发生类似的情况，推理成本将大幅下降，这将使企业更容易将推理和生成式AI融入到应用中。</p>
Meta	<p>1) DeepSeek做了一些创新的事情，公司还在消化其中的内容；而且有一些DeepSeek的进展，希望能在自己的系统中实现；每一个推出新技术的公司都会有一些新的进展，其他公司都能从中学习，这也是技术行业的常态。</p> <p>2) 在公司使用的所有计算资源中，最大的部分不一定会用于预训练，但这并不意味着需要更少的计算资源，因为一个新出现的特性是，在推理阶段可以应用更多计算资源，以生成更高水平的智能和更高质量的服务。</p>

资料来源：各公司业绩会，西南证券整理

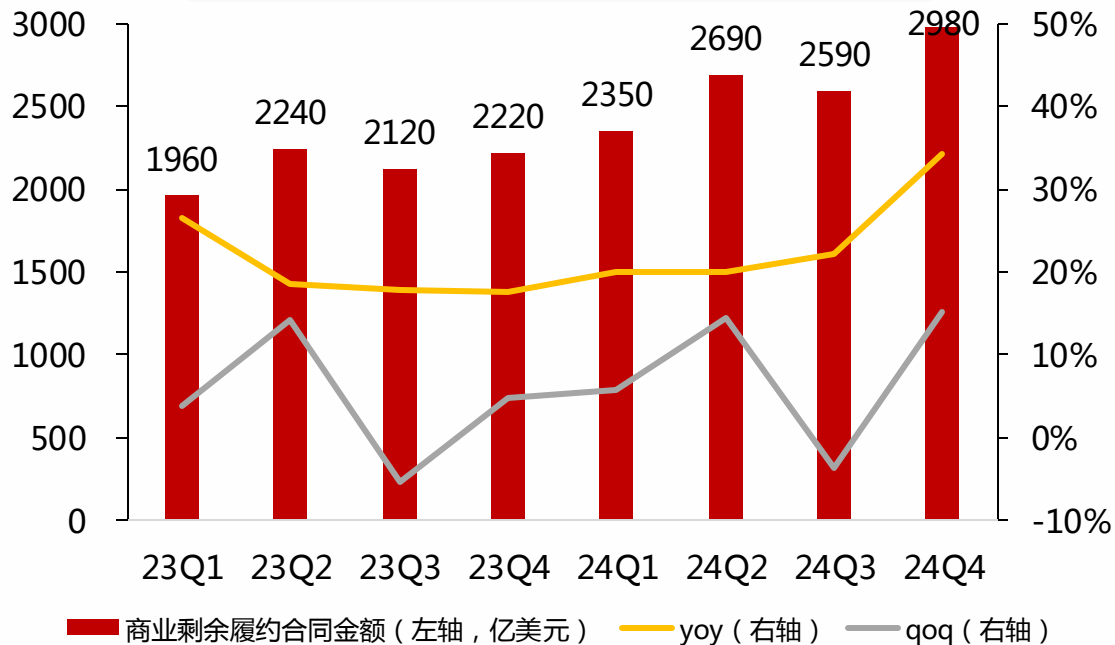
4.1 微软：AI贡献持续提升，AI算力供给受限

- 云业务：云收入持续增加，增速受限于算力供给。** 24Q4（对应FY25Q2）微软智能云业务实现收入255亿美元（低于市场预期的259亿美元），yoy+19%，qoq+6%。根据24Q4业绩会，Azure在本季度31%的同比增长中，约13个百分点得益于AI，而24Q3的AI贡献约为12个百分点、24Q2的AI贡献为11个百分点，AI贡献持续增加。根据公司业绩会，市场对云业务的需求仍然高于公司供给的可用容量，微软预计25Q1(FY25Q3)可能仍面临AI算力受限的问题，预计25Q2季度末(FY2025末)算力供给能基本满足短期需求。
- 剩余履约合同金额：**截至24Q4，微软剩余履约合同金额约2980亿，yoy+34%，qoq+15%，云计算业务未来收入储备增长强劲。

23Q1-24Q4微软智能云业务收入及增速



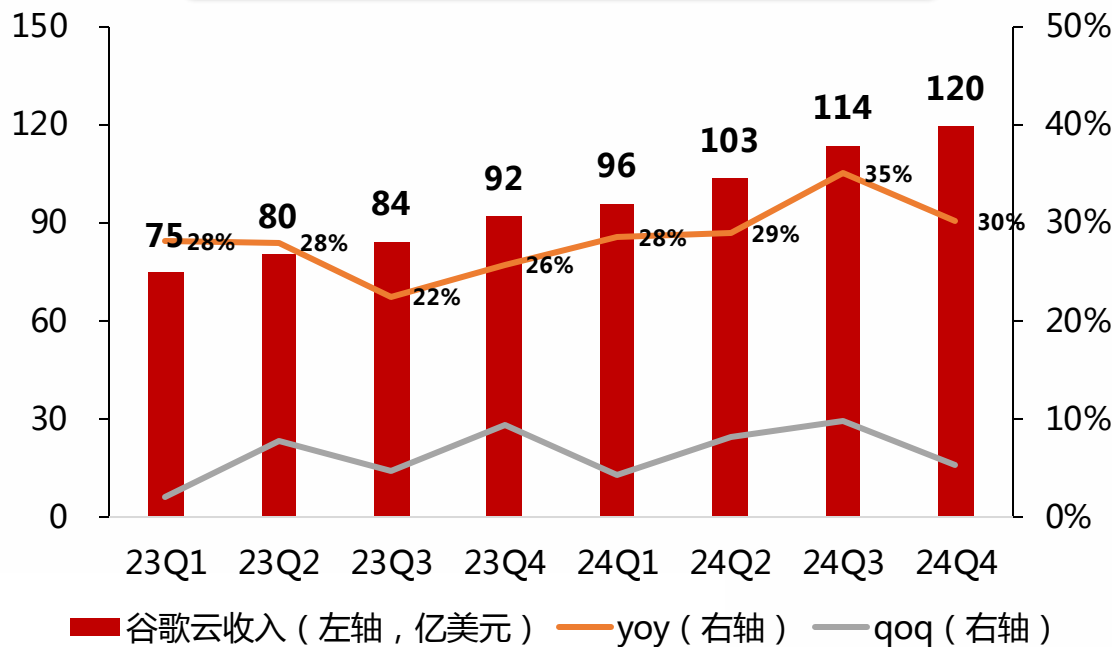
23Q1-24Q4微软剩余履约合同金额及增速



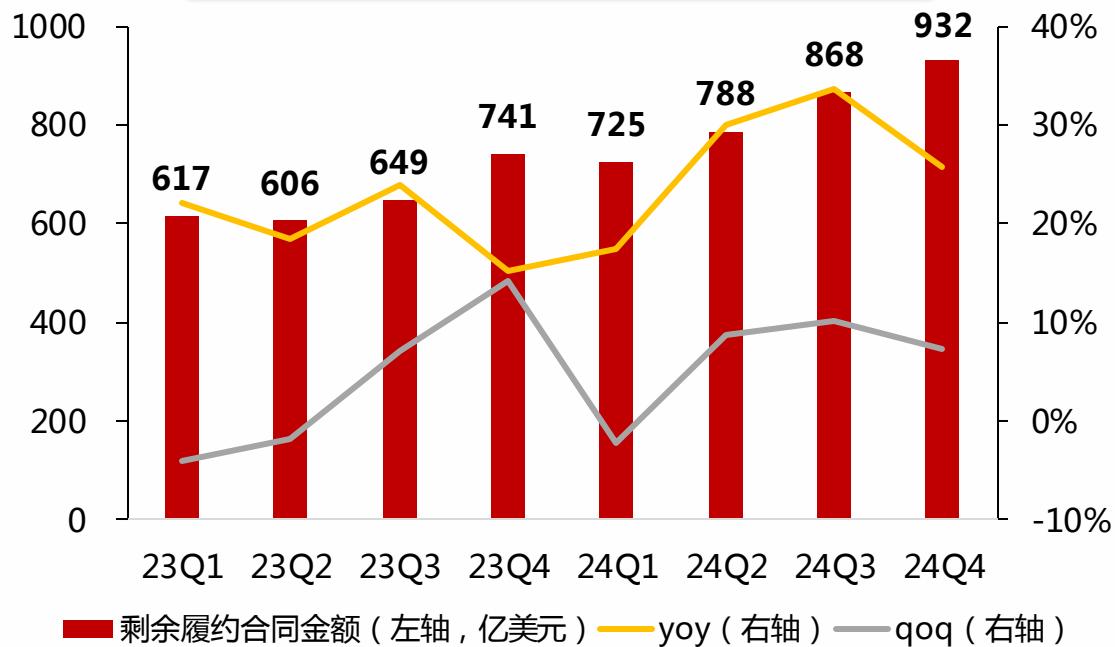
4.2 谷歌：云业务增速下降，盈利能力继续增强

- 云业务：云收入增速下降，经营利润率持续优化。** 24Q4谷歌云实现收入约120亿美元，yoy+30%，qoq+5%，低于市场预期的122亿美元。24Q4云业务经营利润约21亿美元，经营利润率约18%，同比增加8.1pp，盈利能力持续增强。根据公司24Q4业绩会，谷歌云业务同比增速下降主要包括两大原因：1) 一是23Q4高基数影响；2) 二是24Q4需求大于供给，当前处于供需紧张的局面，公司正努力增加更多的产能。
- 剩余履约合同金额：**截至24Q4，谷歌剩余履约合同金额约932亿美元，yoy+26%，qoq+7%，反映云业务收入储备充足。

23Q1-24Q4谷歌云业务收入及增速



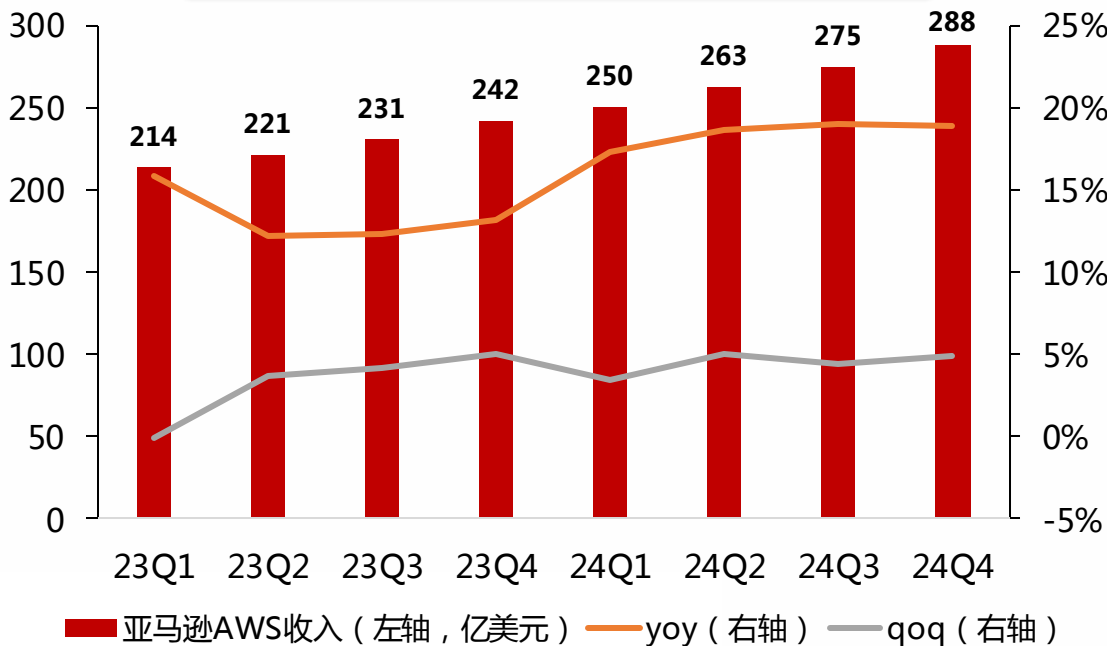
23Q1-24Q4谷歌剩余履约合同金额及增速



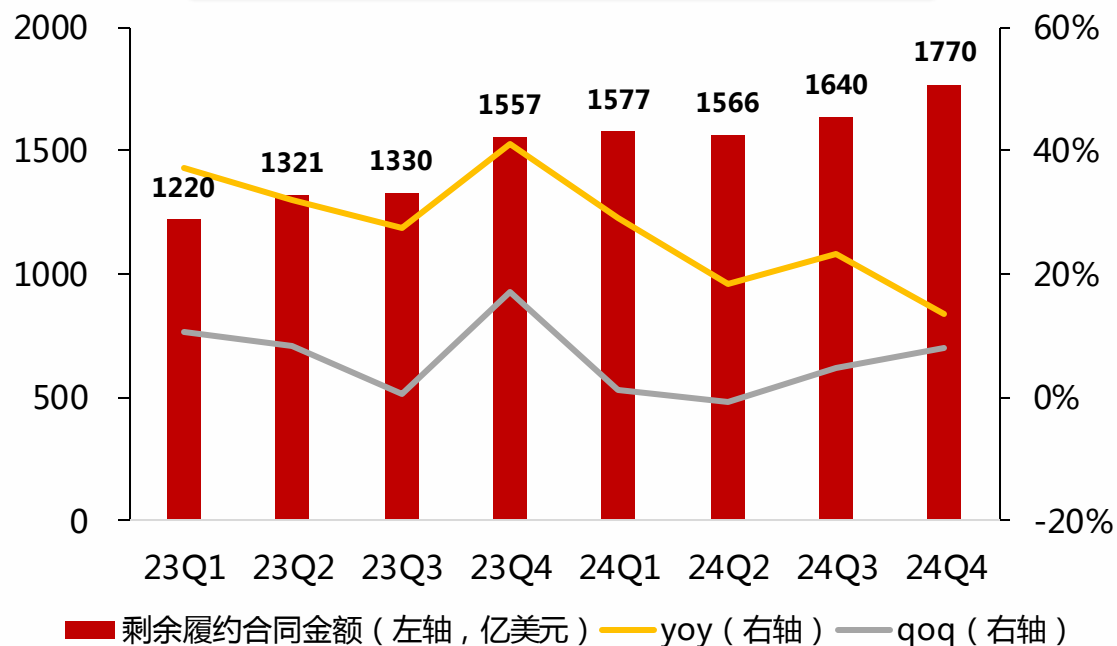
4.3 亚马逊：AWS算力容量受限，利润水平维持高位

- **云业务：AWS经营利润提升，云业务贡献公司主要利润。** 24Q4亚马逊AWS业务实现收入288亿美元，yoy+19%，qoq+5%，略低于市场预期；AWS经营利润实现106亿美元，经营利润率达37%，同比+7.3pp，盈利能力维持高位。公司于24Q4业绩会表示，AI代表着云时代以来的最大机会，甚至也是互联网以来的最大机会，当前芯片供应（包括第三方和亚马逊自研芯片）以及电力容量正在限制AWS新数据中心的上线，预计这些限制可能会在25H2得到缓解。
- **剩余履约合同金额：**截至24Q4，主要与AWS有关的剩余履约合同金额为1770亿美元，yoy+14%，qoq+8%，持续保持增长态势。

23Q1-24Q4亚马逊AWS业务收入及增速



23Q1-24Q4AWS剩余履约金额及增速



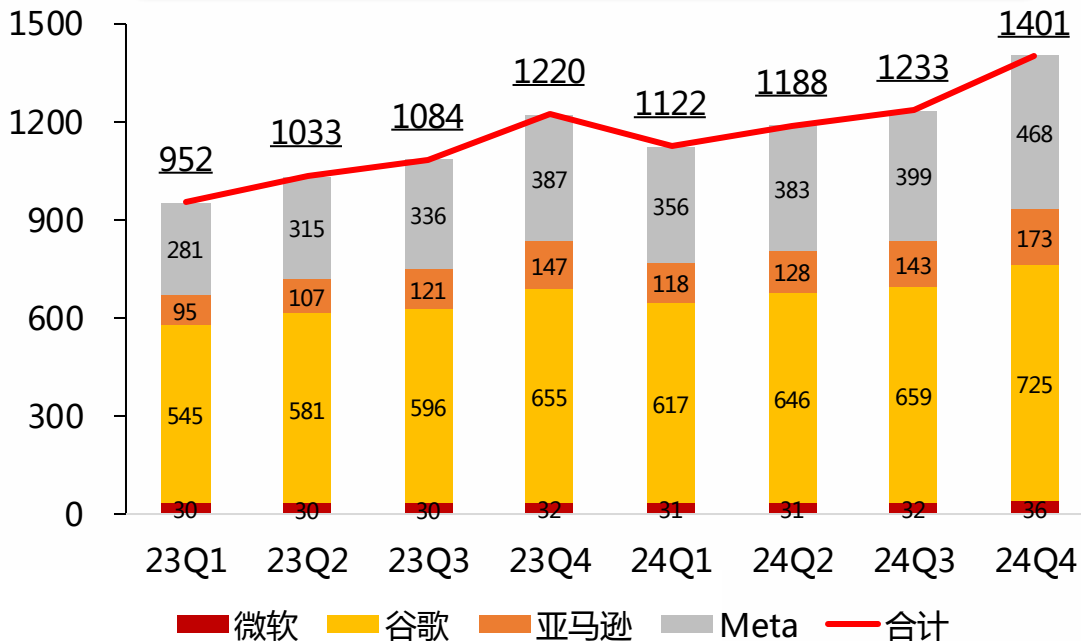
目录

- ◆ 一、业绩概览篇：净利润增速高于营收，云业务增速保持平稳
- ◆ 二、组织提效篇：人员招聘聚焦AI领域，盈利能力持续提升
- ◆ 三、资本开支篇：同比增速再创新高，整体开支超市场预期
- ◆ 四、云计算篇：AI云服务需求旺盛，算力容量供给不足
- ◆ 五、数字广告篇：广告业绩符合市场预期，AI工具提升变现效率
 - 5.1 微软：广告业务健康增长，Edge份额持续扩大
 - 5.2 谷歌：广告业务符合预期，AI功能持续赋能
 - 5.3 亚马逊：广告收入增速居前，Prime Video进展顺利
 - 5.4 Meta：推荐系统持续优化，Advantage+助力广告自动生成

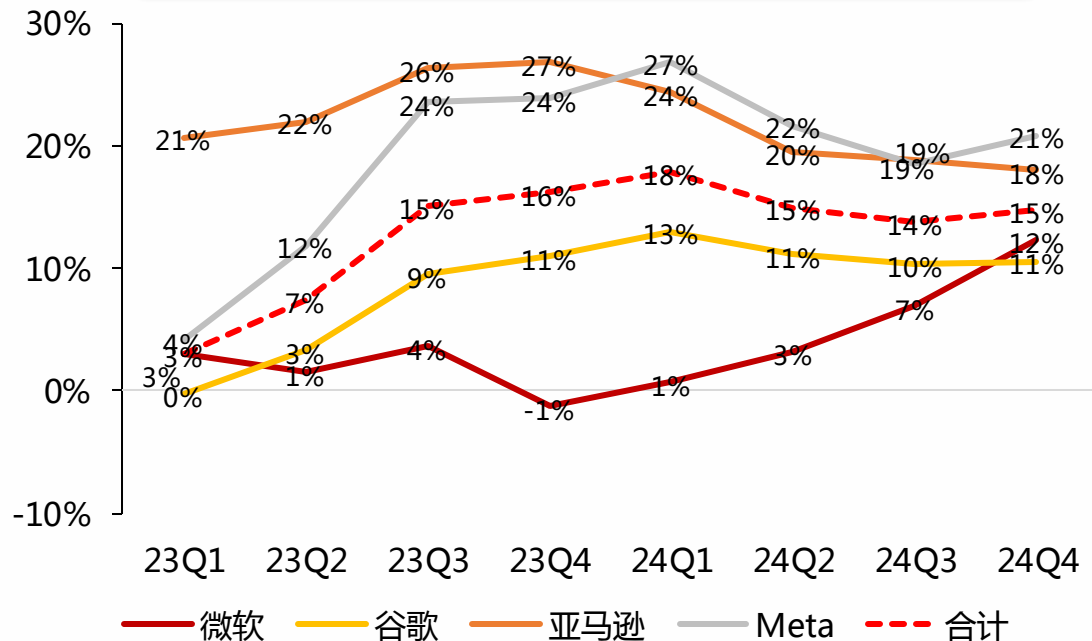
5 数字广告篇：广告业绩符合市场预期，AI工具提升变现效率

- 广告业务：广告收入持续增长，整体业绩符合预期。** 24Q4，海外四大科技公司合计广告收入1401亿美元，yoy+15%，微软/谷歌/亚马逊/Meta分别基于旗下生产力与商业流程/搜索/电商/社媒等主业开展广告业务，24Q4广告收入分别实现36/725/173/468亿美元，yoy+12%/+11%/+18%/+21%，均符合市场预期。
- AI+广告：AI赋能广告推荐，助力变现效率提升。** AI进展方面，2024年海外科技厂商针对广告业务积极推出AI工具，赋能广告主提升制作和转化效率。谷歌于24Q4业绩会强调，AI overviews和Circle to search功能推动搜索量增长；Meta则基于GPU底层基础设施变革，采用AI算法迭代排名系统和推荐引擎，助力商业变现效率进一步提升。

23Q1-24Q4海外四大科技公司广告收入（亿美元）



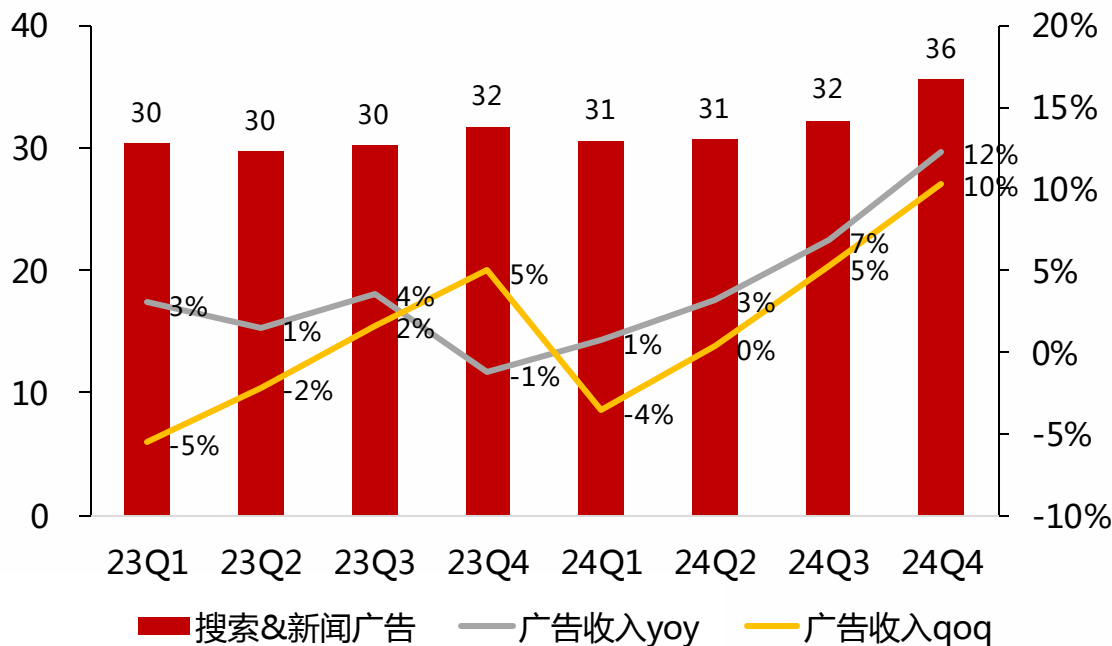
23Q1-24Q4海外四大科技公司广告收入同比增速



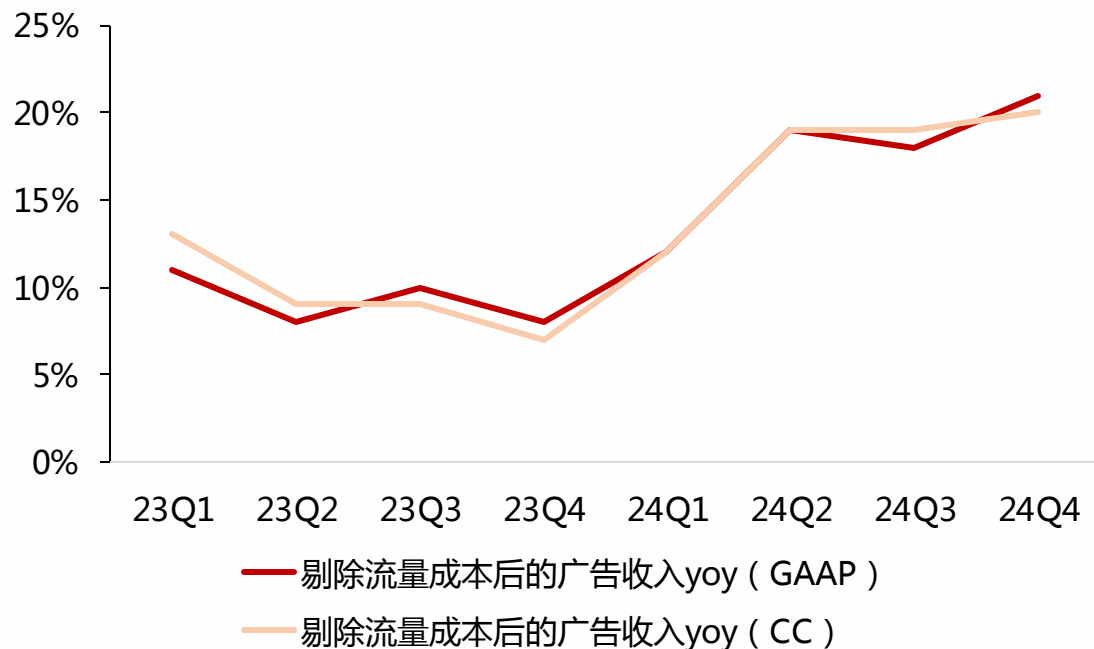
5.1 微软：广告业务健康增长，Edge份额持续扩大

- **广告业务**：24Q4微软广告业务收入实现36亿美元，yoy+12%，qoq+10%，剔除流量成本后yoy+20%，高于预期，主要得益于第三方合作伙伴的使用，增长率继续由Edge和Bing的费率扩张以及健康的增长量推动。
- **AI+广告**：根据公司24Q4业绩会，微软Edge在美国的市场份额已超过30%，并连续15个季度取得份额增长，公司为提高广告费率所做的投资正在获得回报，越来越多的广告商将公司的网络视为优化ROI的重要平台。

23Q1-24Q4微软广告收入及增速



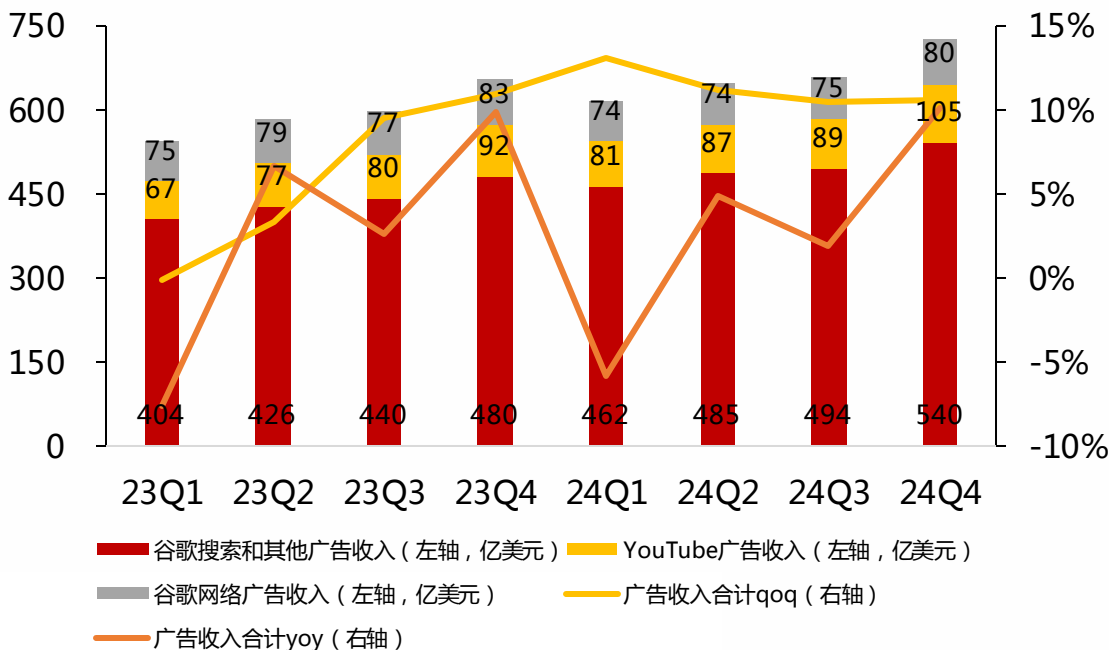
23Q1-24Q4剔除流量成本后广告收入增速



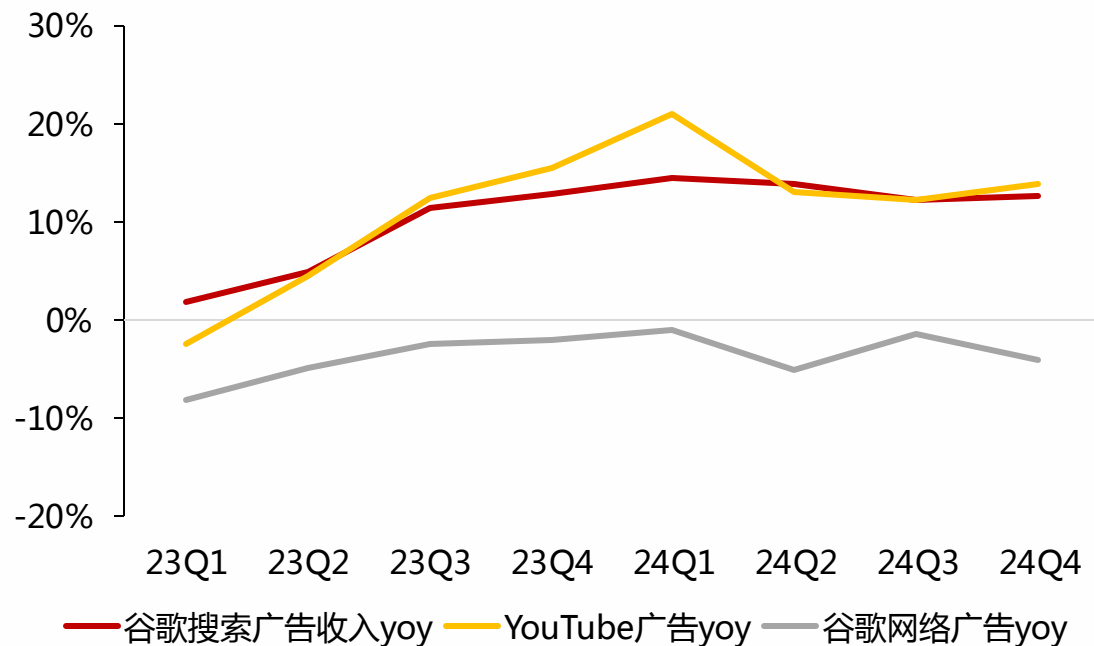
5.2 谷歌：广告业务符合预期，AI功能持续赋能

- **广告业绩**：24Q4谷歌广告业务实现收入725亿美元，yoy+10%，qoq+11%，符合市场预期。其中，谷歌搜索/YouTube/网络广告分别实现\$540/\$105/\$80亿，yoy分别为+13%/+14%/-4%。根据公司业绩会，搜索和其他业务的收入增长中，**金融服务行业占主导地位，其次是零售业**。
- **AI+广告**：24Q4，谷歌已开始在**AI Overviews**中测试Gemini 2.0，并计划在2025年早些时候更广泛地推出；在搜索方面，人们越来越多地使用声音、相机等多模态方式，通过**Circle to Search**提出全新的问题。

23Q1-24Q4谷歌广告收入及增速



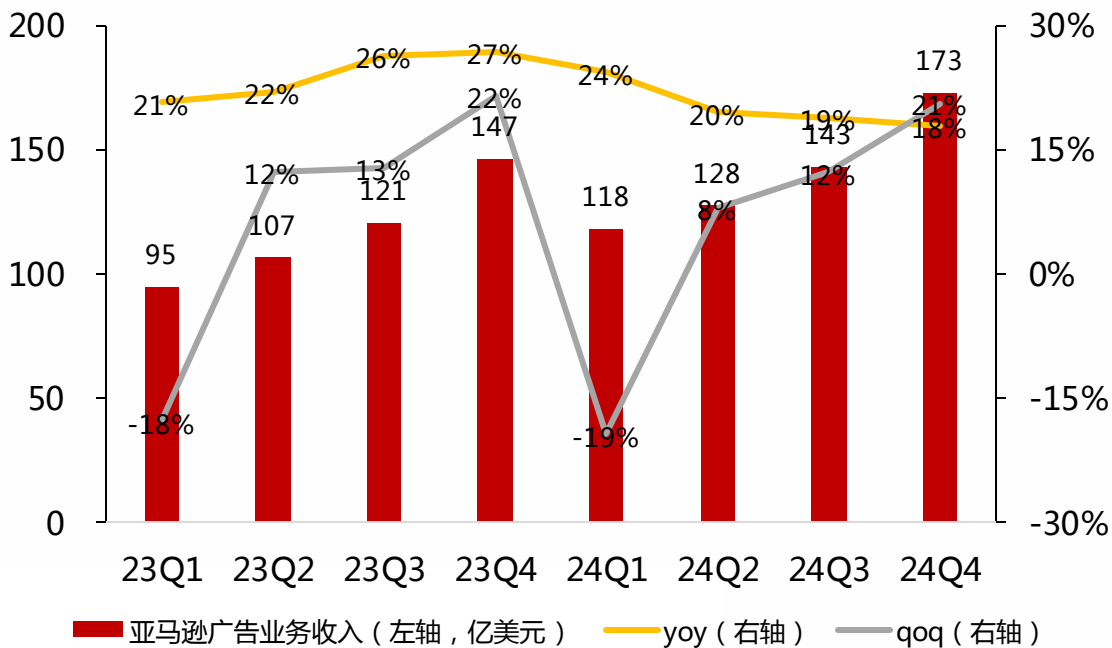
23Q1-24Q4谷歌细分广告收入同比增速



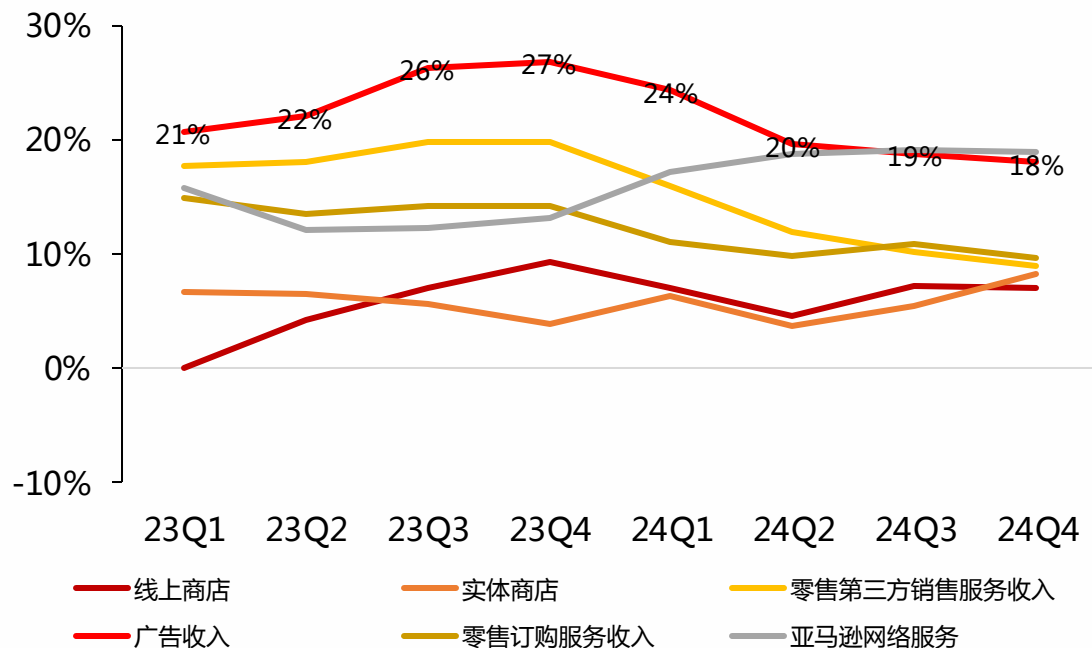
5.3 亚马逊：广告收入增速居前，Prime Video进展顺利

- 广告业绩**：24Q4亚马逊广告业务实现收入173亿美元，yoy+18%，qoq+21%，广告收入增速位于细分业务前列。根据公司24Q4业绩会，**赞助产品（Sponsored Products）**是广告收入中最大的一部分，目前表现良好，并且仍有更多增长空间；**新的流媒体广告产品正在成为重要的收入来源**，在流媒体视频方面，亚马逊刚刚完成**Prime Video广告的第一年运营**，公司对早期进展感到非常满意，并将在新一年继续保持增长势头。
- AI+广告**：1) **Amazon Marketing Cloud**提供数据分析和营销评估工具，帮助广告商衡量广告效果。2) **推出多点归因模型**，让广告商清晰了解不同广告渠道对销售的贡献。

23Q1-24Q4亚马逊广告收入及增速

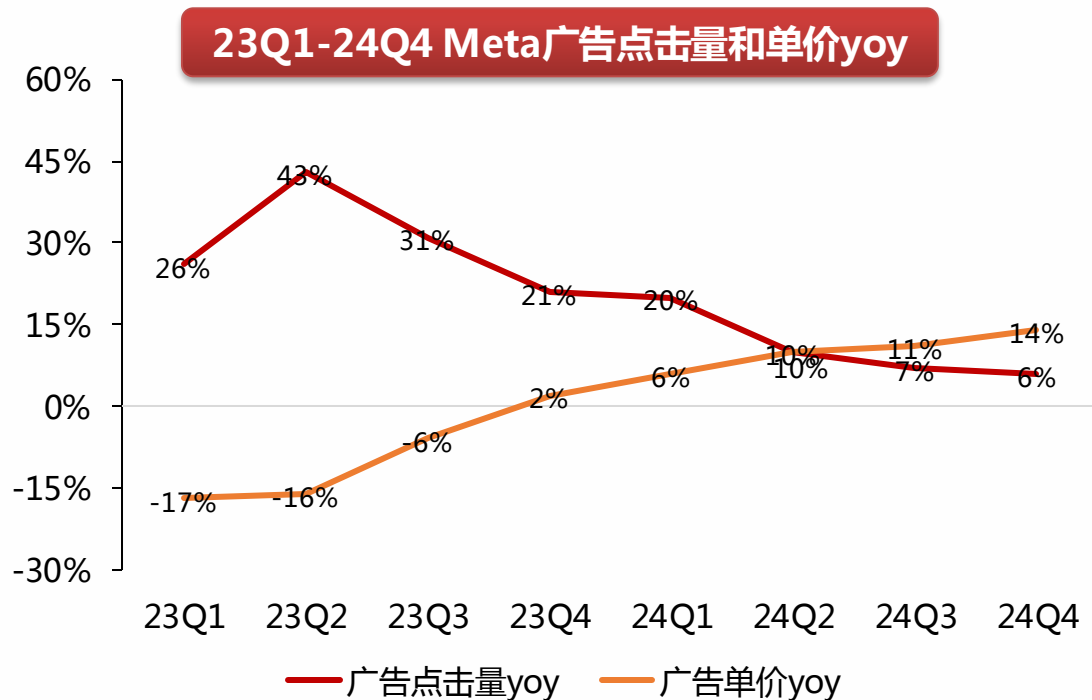
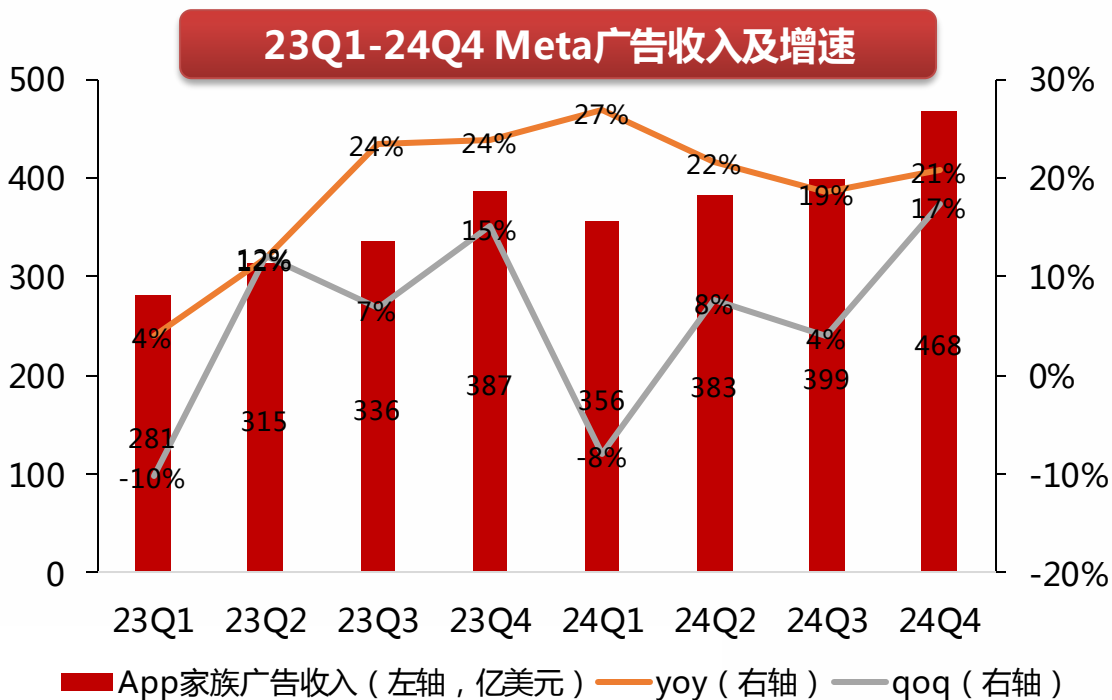


23Q1-24Q4亚马逊广告收入同比增速居前



5.4 Meta：推荐系统持续优化，Advantage+助力广告自动生成

- 广告业绩**：24Q4 Meta App家族广告业务实现收入468亿美元，yoy+21%，qoq+17%，**超市场预期**，根据公司24Q4业绩会，在广告收入中，**电商垂直领域是同比增幅最大的贡献者**。此外，Meta广告点击量同比增长14%，广告单价同比增长6%，展示量的增长主要来自亚太地区，定价增长得益于**广告主需求增加**、以及部分原因是**由于广告表现改善**。
- AI+广告**：根据24Q4业绩会，1) **广告排名系统的持续优化**：Meta与英伟达合作推出Andromeda机器学习系统，使广告检索模型精准度更高，提高广告个性化推荐效果，广告质量提升8%，并增强处理大规模广告的能力，为未来生成式AI广告的增长做好准备。2) **Advantage+进一步提升广告自动化能力**：Advantage+shopping广告年化收入突破200亿美元，yoy+70%；Advantage+创意功能快速增长，使用生成式AI广告工具的广告商六个月内增长4倍，其中Image Animation视频生成工具每月已有数十万广告商使用。



风险提示

- AI商业化进展不及预期风险；
- 云计算竞争加剧风险；
- AI投资回报不及预期风险等。



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

联系人：尤品柯
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。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

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	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn