

海外科技公司2025Q2业绩总结

资本开支超预期，云业务增长加速

西南证券研究院
海外研究团队
2025年8月

核心观点

- **业绩概览：总营收高于市场预期，整体收入增速回升。** 25Q2海外四大科技公司营收合计3881亿美元，合计同比增速回升至15%；25Q2海外四大科技公司净利润合计919亿美元，整体净利率约24%。25Q2各公司总营收均高于市场预期，海外四大科技公司25Q2业绩公告次日股价表现分别为Meta (+11.3%) > 微软 (+3.9%) > 谷歌 (+1.0%) > 亚马逊 (-8.3%)。
- **资本开支：投资规模再创新高，同比增速位于高位。** 25Q2海外四大科技公司合计资本开支约950亿美元，yoy+67%，qoq+24%，该季度资本开支合计规模再创新高，接近千亿大关，24Q1至25Q2，合计同比增速连续5个季度位于60%以上。对比各公司25Q2实际开支与市场预期来看，四大科技厂商投资规模均高于市场预期，且谷歌、Meta进一步上调全年资本开支指引，AI基建持续扩张。
- **运营支出：经营利润率同比提升，营销费用率优化明显。** 25Q2微软/谷歌/亚马逊/Meta经营利润率为45%/32%/11%/43%，同比分别+1.8pp/+0.1pp/+1.5pp/+5.0pp；销售费用率分别为10%/7%/7%/6%，同比分别-1.0pp/-0.7pp/-0.3pp/-0.7pp。海外四大科技公司成本结构持续优化，营业利润率上升趋势明显。
- **云计算：云业务收入增长加速，云需求持续超出供给。** 1) 收入端：云厂商收入高于市场预期，云业务收入同比增速提升。25Q2海外三大云厂商云业务收入合计744亿美元，其中，亚马逊\$309亿 > 微软\$299亿 > 谷歌\$136亿，收入均超市场预期；整体同比增速提升至23%，同比/环比分别+2.4pp/+2.8pp，云业务增长加速，各厂商均表示云服务仍然供不应求。2) 利润端：经营利润率略有承压，折旧成本压制影响显现。25Q2三大云厂商云业务合计实现经营利润251亿美元，其中，微软智能云/亚马逊AWS/谷歌云分别实现经营利润\$121亿/\$102亿/\$28亿，经营利润率分别为41%/33%/21%，其中，谷歌云持续改善、利润率超预期，而微软智能云和亚马逊AWS的经营利润率低于市场预期，部分受AI基础设施扩展带来折旧摊销成本增加所致。
- **数字广告：广告业务表现亮眼，AI持续优化广告体验。** 25Q2海外四大科技公司合计广告收入1372亿美元，yoy+15%，同比+0.5pp，环比+3.4pp。其中，微软/谷歌/亚马逊/Meta分别实现广告收入36/713/157/466亿美元，各广告业务的环比增速均有抬升。AI赋能方面，搜索、社媒广告体验持续优化，微软将Copilot的创作/聊天/探索/搜索/操作功能与Edge融为一体，打造新一代AI浏览器；谷歌AI Mode、AI Overviews等AI功能的月活跃用户均实现快速增长，AI功能带来搜索新体验；Meta则通过改进推荐系统使社媒平台的用户使用时长显著提升，广告表现的持续优化推动广告主需求进一步增加。
- **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云服务需求与供给增长不及预期；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：总营收高于市场预期，整体收入增速回升

1.1 微软：25Q2整体业绩高于市场预期，25Q3智能云收入指引大超预期

1.2 谷歌：谷歌服务收入高于市场预期，谷歌云经营利润率优化超预期

1.3 亚马逊：零售业务增长稳健，AWS表现略有逊色

1.4 Meta：25Q2社媒家族业绩亮眼，25Q3收入指引大超预期

二、资本开支篇：投资规模再创新高，同比增速持续位于高位

三、运营支出篇：经营利润率同比提升，营销费用率优化明显

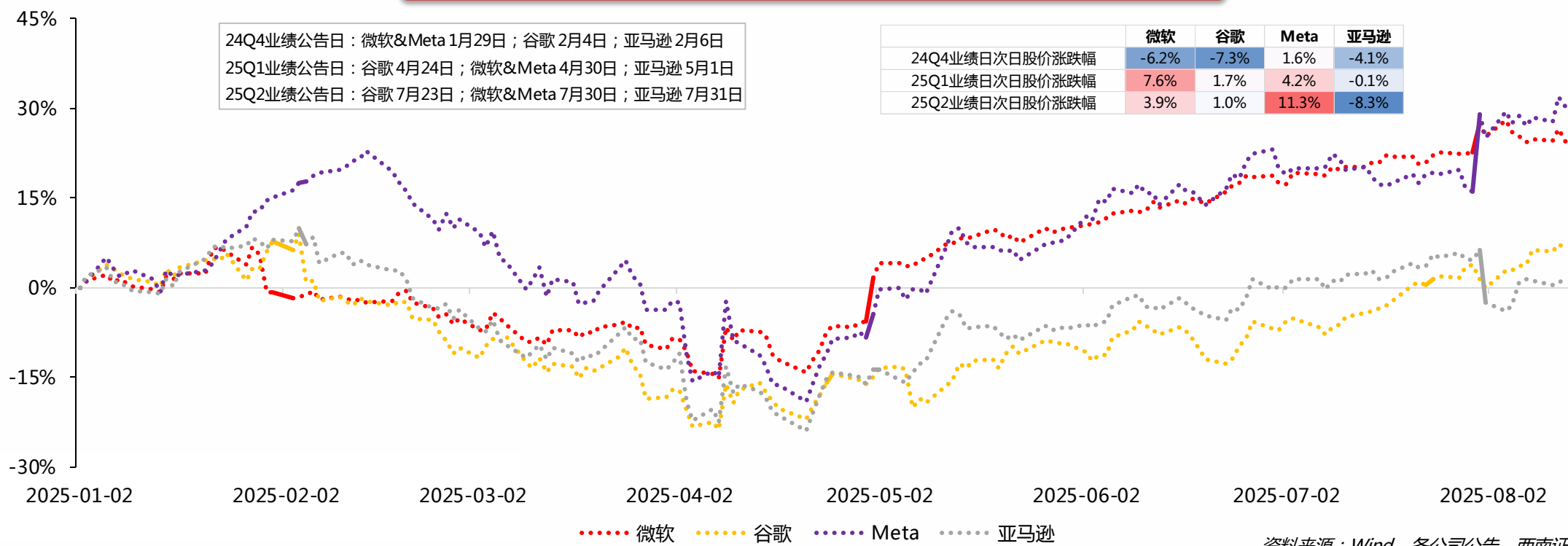
四、云计算篇：云业务收入增长加速，云需求持续超出供给

五、数字广告篇：广告业务表现亮眼，AI持续优化广告体验

1 业绩概览篇：25Q2各公司总收入均高于市场预期，云业务经营利润率表现各异

- **25Q2业绩是否符合市场预期**：1) **微软**：公司总营收、各业务收入均高于市场预期，智能云业务经营利润率不及预期；2) **谷歌**：公司总营收超预期，其中，谷歌服务和谷歌云业务收入均高于市场预期，且谷歌云经营利润率超预期；3) **亚马逊**：公司总营收及各业务板块收入均高于市场预期，AWS经营利润率不及预期；4) **Meta**：公司总营收、APP家族业务收入大超预期。
- **25Q3指引是否符合市场预期**：1) **微软**：公司总营收/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**：总营收指引超预期，经营利润指引低于市场预期；4) **Meta**：总营收指引大超市场预期。

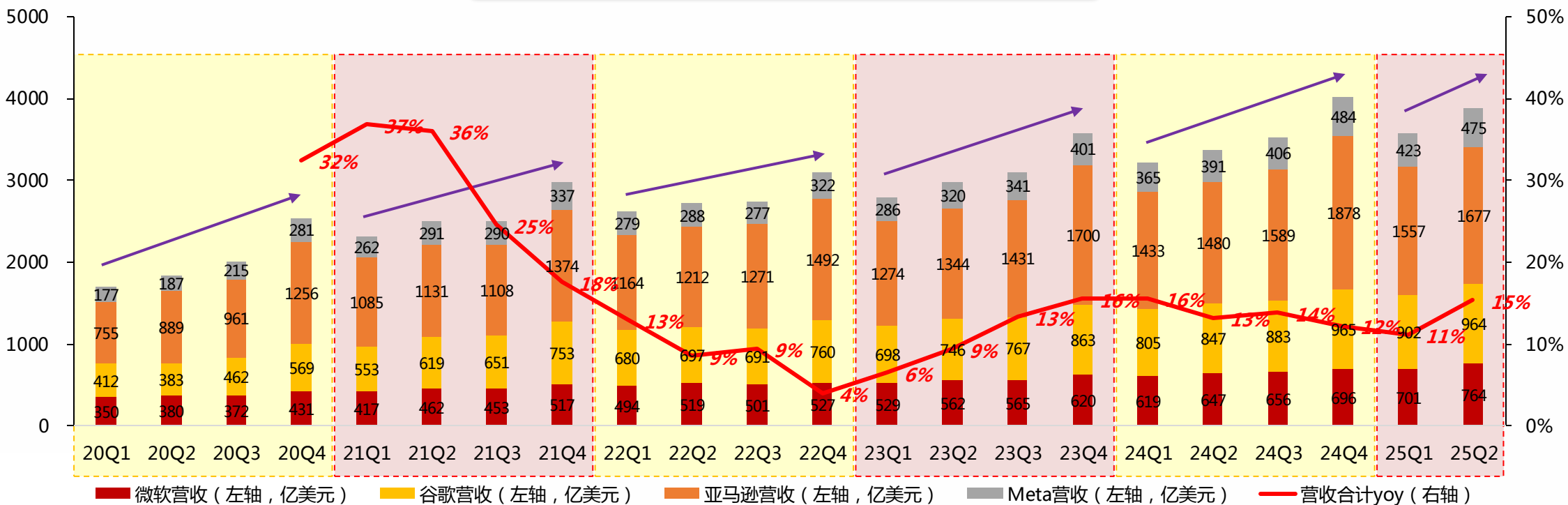
2025年1月2日至2025年8月13日海外四大科技公司股价涨跌幅



1 业绩概览篇：25Q2海外四大科技公司营收合计3881亿美元，合计同比增速回升至15%

- 25Q1海外四大科技公司营业收入情况回顾：1) 收入体量：亚马逊\$1557亿 > 谷歌\$902亿 > 微软\$701亿 > Meta\$423亿，合计实现营业收入3583亿美元。2) 收入增速：Meta yoy+16% > 微软yoy+13% > 谷歌yoy+12% > 亚马逊yoy+9%，整体同比增速约11%。
- 25Q2海外四大科技公司营业收入情况更新：1) 收入体量：亚马逊\$1677亿 > 谷歌\$964亿 > 微软\$764亿 > Meta\$475亿，合计实现营业收入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%。

20Q1-25Q2海外四大科技公司收入及合计同比增速

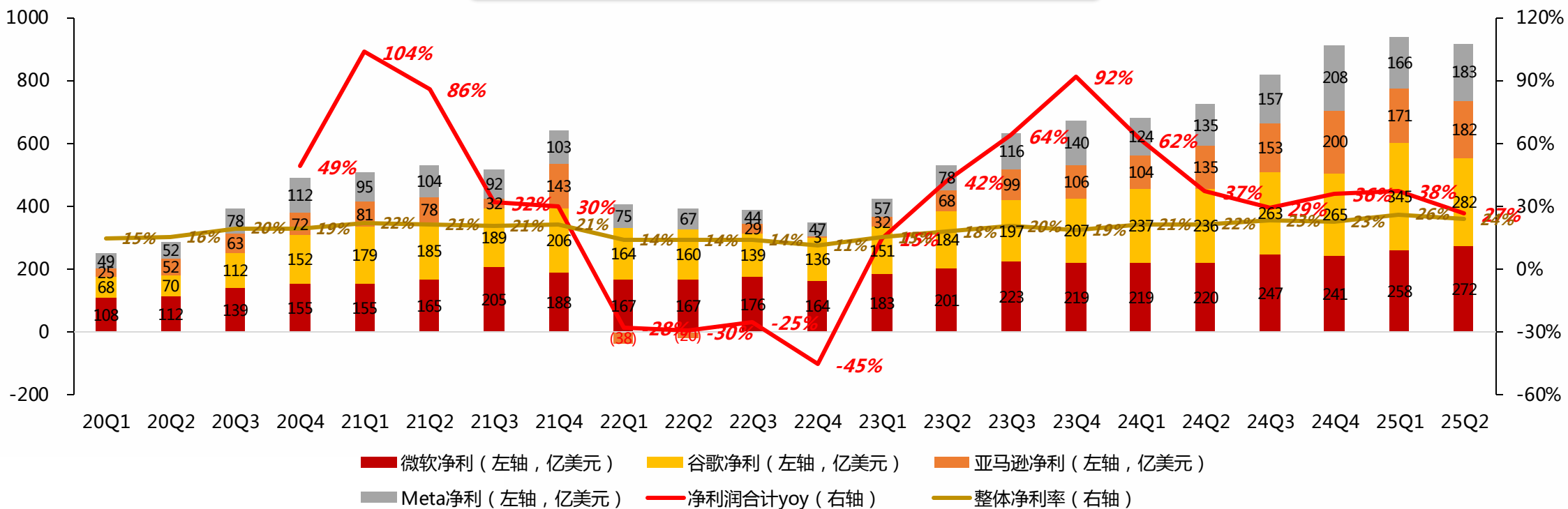


资料来源：各公司公告，西南证券整理

1 业绩概览篇：25Q2海外四大科技公司净利润合计919亿美元，整体净利率约24%

- 25Q1海外四大科技公司净利情况回顾：1) 净利润：谷歌\$345亿 > 微软\$258亿 > 亚马逊\$171亿 > Meta\$166亿，净利润合计941亿美元，yoy+38%。2) 净利率：Meta (39%) > 谷歌 (38%) > 微软 (37%) > 亚马逊 (11%)，整体净利率超26%。
- 25Q2海外四大科技公司净利情况更新：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%。

20Q1-25Q2海外四大科技公司净利润及净利率水平



资料来源：各公司公告，西南证券整理

1.1 微软：25Q2整体业绩高于市场预期，25Q3智能云收入指引大超预期

- **25Q2实际业绩 VS 25Q2市场预期**：1) 收入端：25Q2公司实现总营收764亿美元，yoy+18%，高于市场预期的739亿美元，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，生产力与商业流程、个人计算业务的经营利润超预期，而智能云经营利润率略低于市场预期。
- **25Q3业绩指引 VS 25Q3市场预期**：1) 收入端：25Q3公司**总营收指引、生产力与商业流程业务收入指引、智能云收入指引均高于市场预期，且收入指引对应较高同比增速**；而个人计算业务收入指引不及市场预期，预计将同比下滑。2) 利润端：保持稳健。

25Q2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(A) 25Q2 (A)	FY25Q4 (E) 25Q2 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	FY26Q1指引 下限 上限	FY26Q1 (E) 25Q3(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	739	beat	747 758	731	beat
yoy	11%	2%	7%	8%	13%	18%	17%	15%	16%	12%	13%	18%	14%	beat	14% 16%	11%	beat
毛利润	347	353	367	394	402	424	434	450	455	478	481	524	503	beat	502 515		
yoy	13%	3%	3%	2%	6%	12%	15%	14%	13%	13%	11%	16%	12%	beat	10% 13%		
毛利率	69%	67%	69%	70%	71%	68%	70%	70%	69%	69%	69%	69%	68%	beat	67% 68%		
经营利润	215	204	224	243	269	270	276	279	306	317	320	343	321	beat	344 358		
yoy	6%	-8%	10%	18%	25%	33%	23%	15%	14%	17%	16%	23%	15%	beat	13% 17%		
经营利润率	43%	39%	42%	43%	48%	44%	45%	43%	47%	45%	46%	45%	43%	beat	46% 47%		
净利润	176	164	183	201	223	219	219	220	247	241	258	272					
yoy	-14%	-12%	9%	20%	27%	33%	20%	10%	11%	10%	18%	24%					
净利率	35%	31%	35%	36%	39%	35%	35%	34%	38%	35%	37%	36%					
生产力与商业流程	221	226	239	255	252	259	271	286	283	294	299	331	316	beat	322 325	308	beat
yoy					14%	14%	13%	12%	12%	14%	10%	16%	10%	beat	14% 15%	9%	beat
经营利润率	54%	51%	53%	54%	57%	56%	56%	55%	58%	57%	58%	57%	55%	beat			
智能云	169	179	182	199	200	215	221	238	241	255	268	299	291	beat	301 304	287	beat
yoy					19%	20%	21%	20%	20%	19%	21%	26%	22%	beat	25% 26%	19%	beat
经营利润率	40%	38%	38%	40%	45%	44%	43%	41%	44%	43%	41%	40.6%	40.8%	略微miss			
个人计算	112	122	107	108	113	146	126	123	132	147	134	135	127	beat	124 129	136	miss
yoy					1%	20%	18%	15%	17%	0%	6%	9%	3%	beat	-6% -2%	3%	miss
经营利润率	25%	18%	24%	23%	33%	20%	23%	19%	27%	27%	26%	24%	22%	beat			
资本开支	66	68	78	107	112	115	140	190	200	226	214	242	231	beat	> 300		
yoy	-11%	0%	24%	23%	70%	69%	79%	78%	79%	97%	53%	27%	22%	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：谷歌服务收入高于市场预期，谷歌云经营利润率优化超预期

- **25Q2实际业绩 VS 25Q2市场预期**：1) 收入端：25Q2公司实现营收964亿美元，yoy+14%，高于市场预期的940亿美元。其中，谷歌服务业务实现收入825亿美元，高于市场预期的805亿美元；谷歌云收入达136亿美元，高于市场预期的131亿美元；其他投资收入为3.7亿美元，不及市场预期。2) 利润端：25Q2公司毛利润/营业利润/净利润分别实现574/313/282亿美元，对应利润率分别为60%/32%/29%，其中，毛利率符合预期、经营利润率略低于预期（主要受法律费用和折旧费用增长影响）、净利率高于预期。

25Q2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 (A) 25Q2 (A)	FY25Q2 (E) 25Q2 (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	940	beat
yoy	34%	62%	41%	32%	23%	13%	6%	1%	3%	7%	11%	13%	15%	14%	15%	12%	12%	14%	11%	beat
毛利润	312	357	375	423	384	396	379	407	392	427	435	487	468	492	518	559	539	574	548	beat
yoy	41%	81%	50%	37%	23%	11%	1%	-4%	2%	8%	15%	20%	20%	15%	19%	15%	15%	17%	11%	beat
毛利率	56%	58%	58%	56%	56%	57%	55%	54%	56%	57%	57%	56%	58%	58%	59%	58%	60%	60%	58%	beat
经营利润	164	194	210	219	201	195	171	182	174	218	213	237	255	274	285	310	306	313	311	beat
yoy	106%	203%	88%	40%	22%	0%	-19%	-17%	-13%	12%	25%	30%	46%	26%	34%	31%	20%	14%	13%	beat
经营利润率	30%	31%	32%	29%	30%	28%	25%	24%	25%	29%	28%	27%	32%	32%	32%	32%	34%	32%	33%	miss
净利润	179	185	189	206	164	160	139	136	151	184	197	207	237	236	263	265	345	282	247	beat
yoy	162%	166%	68%	36%	-8%	-14%	-27%	-34%	-8%	15%	42%	52%	57%	29%	34%	28%	46%	19%	5%	beat
净利润率	32%	30%	29%	27%	24%	23%	20%	18%	22%	25%	26%	24%	29%	28%	30%	28%	38%	29%	26%	beat
谷歌服务	512	571	599	694	615	628	614	678	620	663	680	763	704	739	765	841	773	825	805	beat
yoy	34%	63%	41%	31%	20%	10%	2%	-2%	1%	5%	11%	12%	14%	12%	13%	10%	10%	12%	9%	beat
收入占比	93%	92%	92%	92%	90%	90%	89%	89%	89%	89%	89%	88%	87%	87%	87%	87%	86%	86%	86%	
经营利润率					36%	34%	32%	31%	35%	35%	35%	35%	40%	40%	40%	39%	42%	40%	41%	miss
谷歌云	40	46	50	55	58	63	69	73	75	80	84	92	96	103	114	120	123	136	131	beat
yoy	46%	54%	45%	45%	44%	36%	38%	32%	28%	28%	22%	26%	28%	29%	35%	30%	28%	32%	27%	beat
收入占比	7%	7%	8%	7%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	13%	12%	14%	14%	14%	
经营利润率					-12%	-9%	-10%	-7%	3%	5%	3%	9%	9%	11%	17%	18%	18%	21%	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	4.5	3.7	4.2	miss
yoy	47%	30%	2%	-8%	122%	1%	15%	25%	-35%	48%	42%	191%	72%	28%	31%	-39%	-9%	2%	15%	miss
资本开支	59	55	68	64	98	68	73	76	63	69	82	110	120	132	131	143	172	224	182	beat
yoy	-1%	-1%	26%	16%	65%	24%	7%	19%	-36%	1%	12%	45%	91%	91%	60%	30%	43%	70%	38%	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：零售业务增长稳健，AWS表现略有逊色

- 25Q2实际业绩 VS 25Q2市场预期：1) 收入端：25Q2公司实现总营收1677亿美元，yoy+13%，高于市场预期的1621亿美元，其中，北美零售和国际零售收入高于市场预期，AWS收入基本符合预期。2) 利润端：25Q2公司毛利率/经营利润率/净利率均超预期，其中，北美零售和国际零售业务的经营利润率高于市场预期，而AWS经营利润率不及预期。
- 25Q3业绩指引 VS 25Q3市场预期：1) 收入端：25Q3公司收入指引略高于预期；2) 利润端：25Q3经营利润指引中值不及预期。

25Q2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 (A) 25Q2 (A)	FY25Q2 (E) 25Q2 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	25Q3指引		25Q3预期 25Q3 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)
																	下限	上限		
总收入	1164	1212	1271	1492	1274	1344	1431	1700	1433	1480	1589	1878	1557	1677	1621	beat	1740	1750	1732	beat
yoy	7%	7%	15%	9%	9%	11%	13%	14%	13%	10%	11%	10%	9%	13%	10%	beat	10%	10%	9%	beat
毛利润	499	548	568	636	596	650	681	774	707	742	779	889	787	869	820	beat				
yoy	8%	12%	19%	16%	19%	19%	20%	22%	19%	14%	14%	15%	11%	17%	11%	beat				
毛利率	43%	45%	45%	43%	47%	48%	48%	46%	49%	50%	49%	47%	51%	52%	51%	beat				
经营利润	39	33	25	27	48	77	112	132	153	147	174	212	184	192	170	beat	155	205	194	中值miss
yoy	-56%	-57%	-48%	-21%	22%	132%	343%	383%	221%	91%	56%	61%	20%	31%	16%	beat	-11%	18%	11%	中值miss
经营利润率	3%	3%	2%	2%	4%	6%	8%	8%	11%	10%	11%	11%	12%	11%	10%	beat	9%	12%	11%	
净利润	(38)	(20)	29	3	32	68	99	106	104	135	153	200	171	182	143	beat				
yoy	-147%	-126%	-9%	-98%	-183%	-433%	244%	3722%	229%	100%	55%	88%	64%	35%	6%	beat				
净利润率	-3%	-2%	2%	0%	2%	5%	7%	6%	7%	9%	10%	11%	11%	11%	9%	beat				
北美零售	692	744	788	934	769	825	879	1055	863	900	955	1156	929	1001	974	beat				
yoy	8%	10%	20%	13%	11%	11%	11%	13%	12%	9%	9%	10%	8%	11%	8%	beat				
收入占比	59%	61%	62%	63%	60%	61%	61%	62%	60%	61%	60%	62%	60%	60%	60%	beat				
经营利润率	-2%	-1%	-1%	0%	1%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	8%	6%	8%	6%	beat				
国际零售	288	271	277	345	291	297	321	402	319	317	359	434	335	368	342	beat				
yoy	-6%	-12%	-5%	-8%	1%	10%	16%	17%	10%	7%	12%	8%	5%	16%	8%	beat				
收入占比	25%	22%	22%	23%	23%	22%	22%	24%	22%	21%	23%	23%	22%	22%	21%	beat				
经营利润率	-4%	-7%	-9%	-6%	4%	3%	0%	1%	3%	1%	4%	3%	3%	4%	2%	beat				
AWS	184	197	205	214	214	221	231	242	250	263	275	288	293	309	308	beat				
yoy	37%	33%	27%	20%	16%	12%	12%	13%	17%	19%	19%	19%	17%	17%	17%	beat				
收入占比	16%	16%	16%	14%	17%	16%	16%	14%	17%	18%	17%	15%	19%	18%	19%					
经营利润率	35%	29%	26%	24%	24%	24%	30%	30%	38%	36%	38%	37%	39%	33%	35%	miss				
资本开支	137	141	150	154	131	104	113	134	139	164	213	261	243	314						
yoy	23%	9%	2%	-6%	-5%	-26%	-25%	-14%	7%	57%	88%	95%	74%	91%						

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

1.4 Meta : 25Q2社媒家族业绩亮眼，25Q3收入指引大超预期

- 25Q2实际业绩 VS 25Q2市场预期：1) 收入端：25Q2公司实现总收入475亿美元，yoy+22%，高于市场预期的448亿美元，其中，APP家族业务收入超预期，现实实验室收入略低于市场预期。2) 利润端：公司层面，25Q2各项利润及利润率指标均超市场预期；业务层面，APP家族经营利润率高于市场预期，现实实验室仍然亏损。
- 25Q3业绩指引 VS 25Q3市场预期：1) 收入端：25Q3收入指引475~505亿美元，大超市场预期。2) 利润端：暂无指引。

25Q2 Meta实际业绩与市场预期对比

财年(单位:亿美元)	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2 (A)	FY25Q2 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	25Q3指引 下限 上限	25Q3预期 25Q3 (E)	超预期(beat)/ 不及预期(miss)	
对应自然年	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2 (A)	25Q2 (E)					
总收入	279	288	277	322	286	320	341	401	365	391	406	484	423	475	448	beat	475	505	459	beat
yoy	7%	-1%	-4%	-4%	3%	11%	23%	25%	27%	22%	19%	21%	16%	22%	15%	beat	17%	24%	13%	beat
毛利润	219	236	220	238	225	261	279	324	298	318	332	395	347	390	364	beat				
yoy	4%	0%	-5%	-13%	3%	10%	27%	36%	32%	22%	19%	22%	17%	23%	15%	beat				
毛利率	78%	82%	79%	74%	79%	81%	82%	81%	82%	81%	82%	82%	82%	82%	81%	beat				
经营利润	85	84	57	64	72	94	137	164	138	148	174	234	176	204	172	beat				
yoy	-25%	-32%	-46%	-49%	-15%	12%	143%	156%	91%	58%	26%	43%	27%	38%	16%	beat				
经营利润率	31%	29%	20%	20%	25%	29%	40%	41%	38%	38%	43%	48%	41%	43%	38%	beat				
净利润	75	67	44	47	57	78	116	140	124	135	157	208	166	183	152	beat				
yoy	-21%	-36%	-52%	-55%	-24%	16%	164%	201%	117%	73%	35%	49%	35%	36%	13%	beat				
净利润率	27%	23%	16%	14%	20%	24%	34%	35%	34%	34%	39%	43%	39%	39%	34%	beat				
APP家族	272	284	274	314	283	317	339	390	360	387	403	473	419	471	446	beat				
yoy	6%	-1%	-4%	-4%	4%	12%	24%	24%	27%	22%	19%	21%	16%	22%	15%	beat				
收入占比	98%	98%	99%	98%	99%	99%	99%	97%	99%	99%	99%	98%	99%	99%	100%	beat				
经营利润率	42%	39%	34%	34%	40%	41%	52%	54%	49%	50%	54%	60%	52%	53%	50%	beat				
现实实验室	7	5	3	7	3	3	2	11	4	4	3	11	4	4	4	miss				
yoy	30%	48%	-49%	-17%	-51%	-39%	-26%	47%	30%	28%	29%	1%	-6%	5%	9%	miss				
收入占比	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	miss				
经营利润率	-426%	-621%	-1288%	-589%	-1178%	-1355%	-1782%	-434%	-874%	-1271%	-1640%	-459%	-1022%	-1224%	-1223%	miss				
资本开支	55	77	95	92	71	64	68	79	67	85	92	148	137	170	169	beat	2025年全年指引 660~720亿美元	此前全年指引 640~720亿美元	下限上调	
yoy	25%	64%	109%	66%	28%	-18%	-29%	-14%	-5%	33%	36%	88%	104%	101%	100%	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：总营收高于市场预期，整体收入增速回升**

◆ **二、资本开支篇：投资规模再创新高，同比增速持续位于高位**

2.1 微软：资本开支超预期，融资租赁占比约三成

2.2 谷歌：资本开支大超预期，全年指引大幅上调

2.3 亚马逊：投资增长仍由AWS核心驱动，ASIC芯片投资次之

2.4 Meta：算力集群进展顺利，全年资本开支指引下限再次上调

◆ **三、运营支出篇：经营利润率同比提升，营销费用率优化明显**

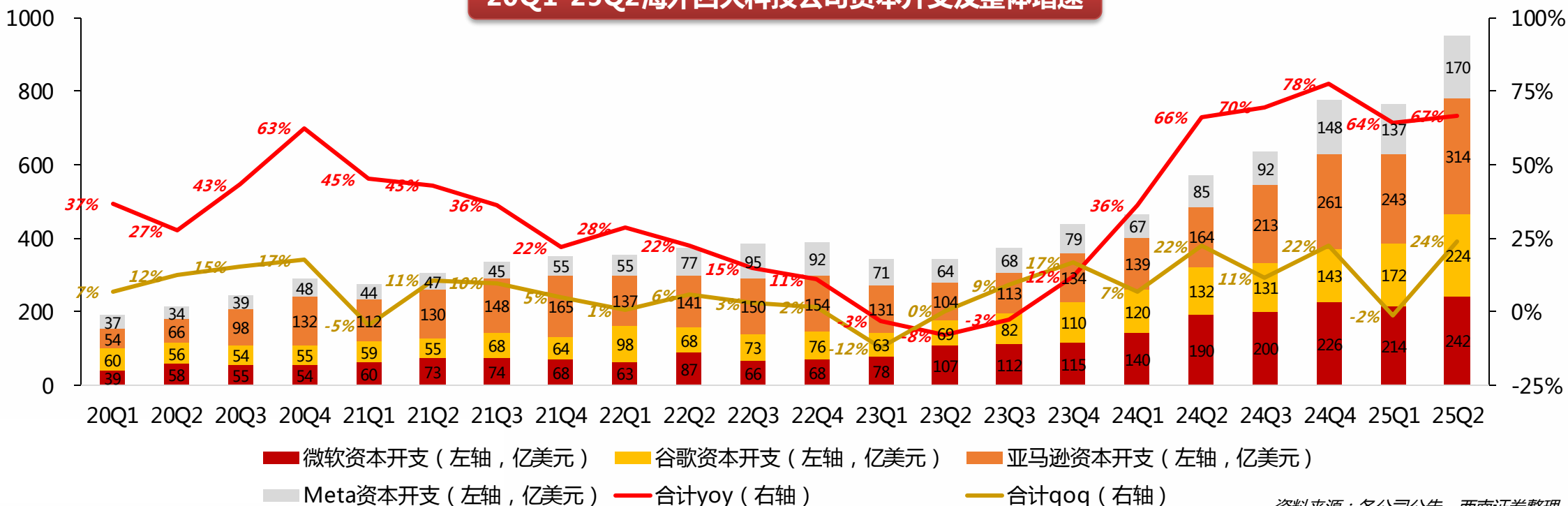
◆ **四、云计算篇：云业务收入增长加速，云需求持续超出供给**

◆ **五、数字广告篇：广告业务表现亮眼，AI持续优化广告体验**

2 资本开支篇：合计投资规模再创新高，同比增速持续位于高位

- 25Q1海外四大科技公司资本开支回顾：同比增速略有回落，环比增速由正转负。** 25Q1海外四大科技公司合计资本开支约766亿美元，yoy+64%，qoq-2%，该季度合计资本开支环比增速为负，主要受投资节奏季节性因素影响。对比各公司25Q1实际资本开支与市场预期来看，微软、亚马逊、Meta均低于预期，仅谷歌略高于市场预期。
- 25Q2海外四大科技公司资本开支更新：合计规模再创新高，同比增速保持高位。** 25Q2海外四大科技公司合计资本开支约950亿美元，yoy+67%，qoq+24%，该季度资本开支合计规模再创新高，接近千亿大关，24Q1至25Q2，合计同比增速连续5个季度位于60%以上。对比各公司25Q2实际开支与市场预期来看，四大科技厂商投资规模均高于市场预期。

20Q1-25Q2海外四大科技公司资本开支及整体增速



2 资本开支篇：合计投资规模再创新高，同比增速持续位于高位

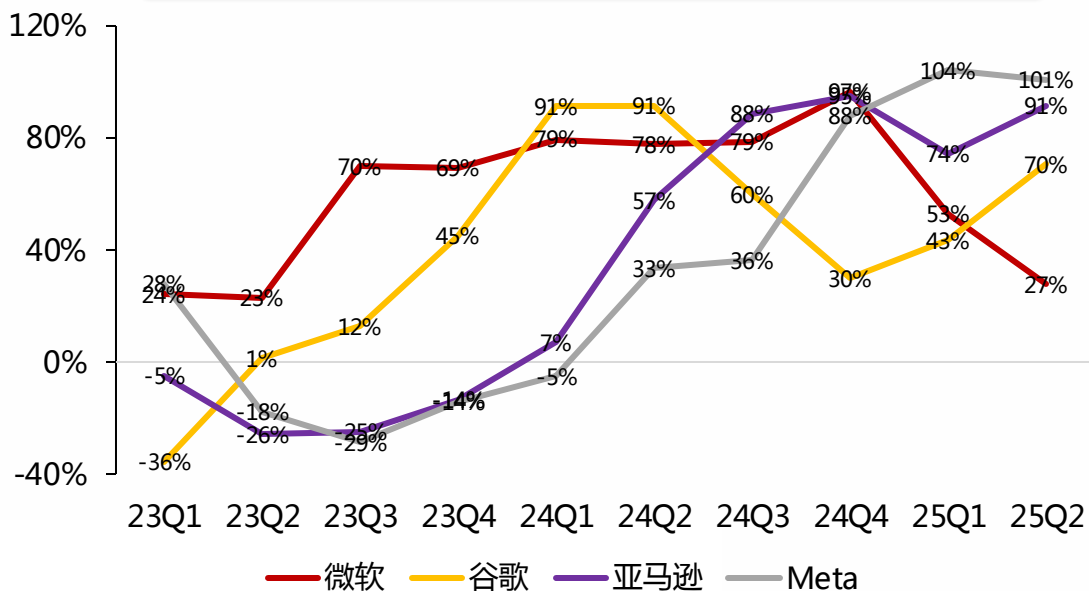
□ 从资本开支yoy来看：亚马逊、Meta投资节奏继续追赶。

- 25Q1回顾：Meta (yoy+104%) > 亚马逊 (yoy+74%) > 微软 (yoy+53%) > 谷歌 (yoy+43%)。
- 25Q2更新：Meta (yoy+101%) > 亚马逊 (yoy+91%) > 谷歌 (yoy+70%) > 微软 (yoy+27%)。

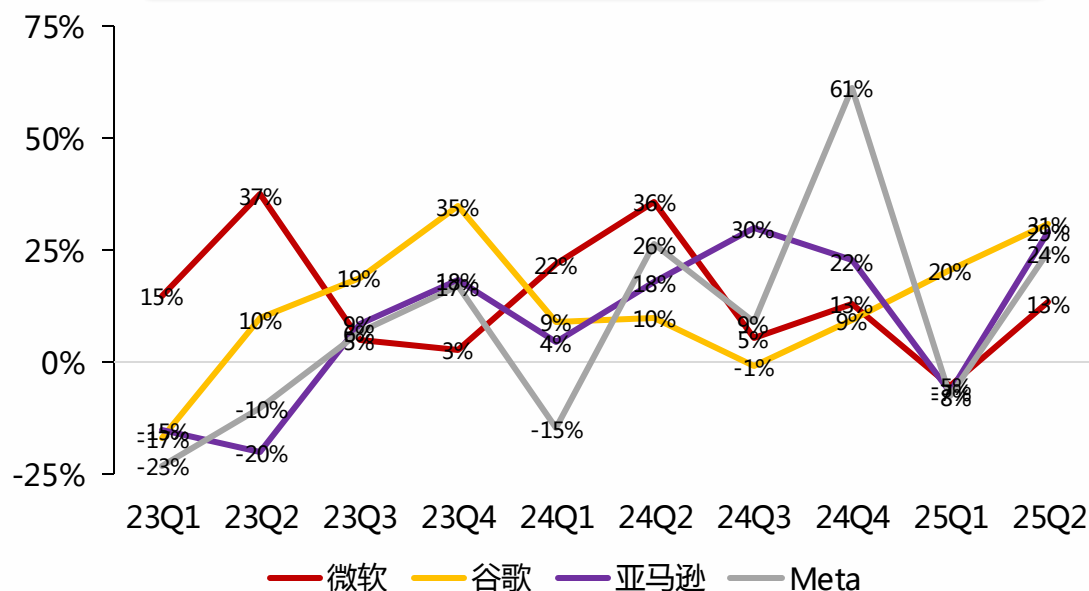
□ 从资本开支qoq来看：谷歌资本开支环比增速连续两季度领先。

- 25Q1回顾：谷歌 (qoq+20%) > 微软 (qoq-5%) > 亚马逊 (qoq-7%) > Meta (qoq-8%)。
- 25Q2更新：谷歌 (qoq+31%) > 亚马逊 (qoq+29%) > Meta (qoq+24%) > 微软 (qoq+13%)。

23Q1-25Q2海外四大科技公司资本开支同比增速

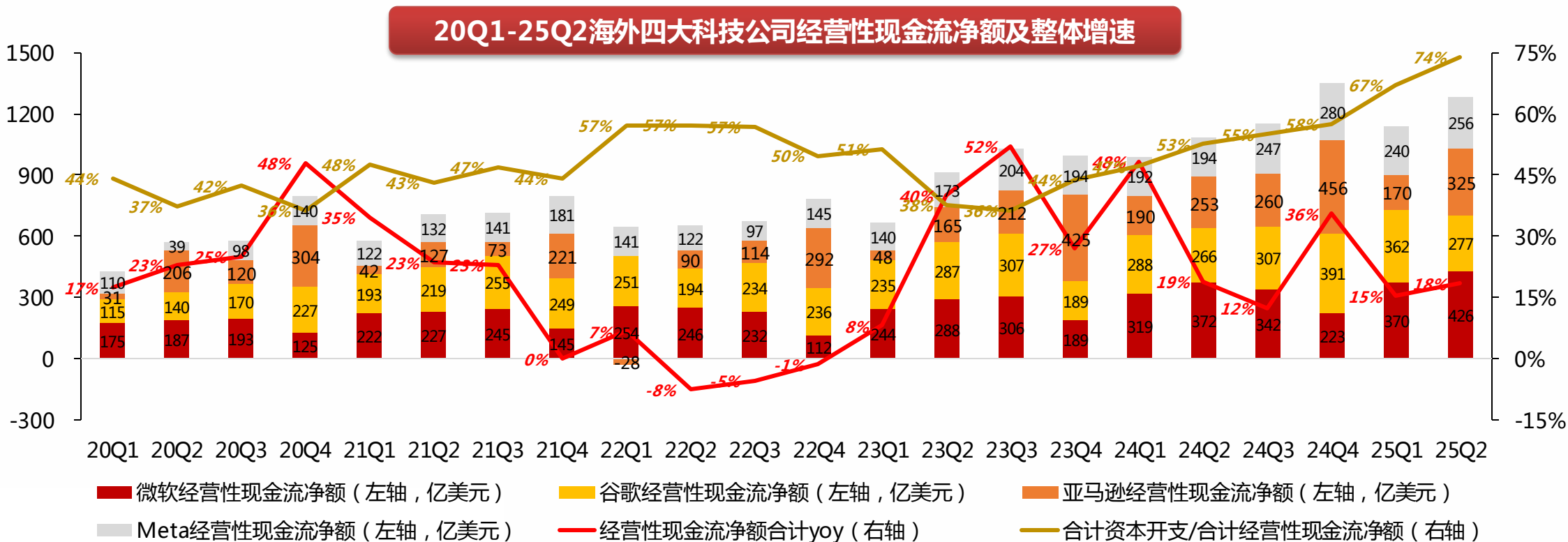


23Q1-25Q2海外四大科技公司资本开支环比增速



2 资本开支篇：合计投资规模再创新高，同比增速持续位于高位

- **25Q1海外四大科技公司经营性现金流净额回顾**：现金流净额符合季节性规律，合计资本开支在其占比超过六成。25Q1海外四大科技公司整体经营性现金流净额约1142亿美元，yoy+15%，合计资本开支占经营性现金流净额的比例提升至67%。
- **25Q2海外四大科技公司经营性现金流净额更新**：现金流净额同比持续增长，合计资本开支在其占比进一步提升。25Q2海外四大科技公司整体经营性现金流净额约1285亿美元，yoy+18%，合计资本开支占经营性现金流净额的比例提升至74%，该占比已连续三个季度超过2020年以来的历史最高水平（57%），现金流压力持续加大。

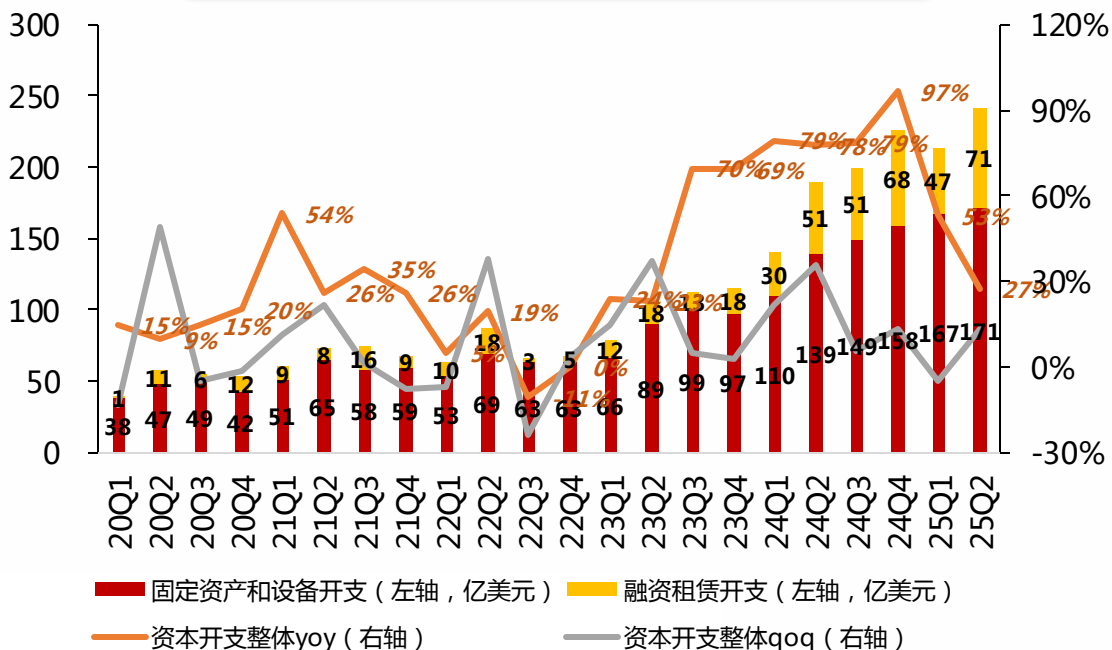


资料来源：各公司公告，西南证券整理

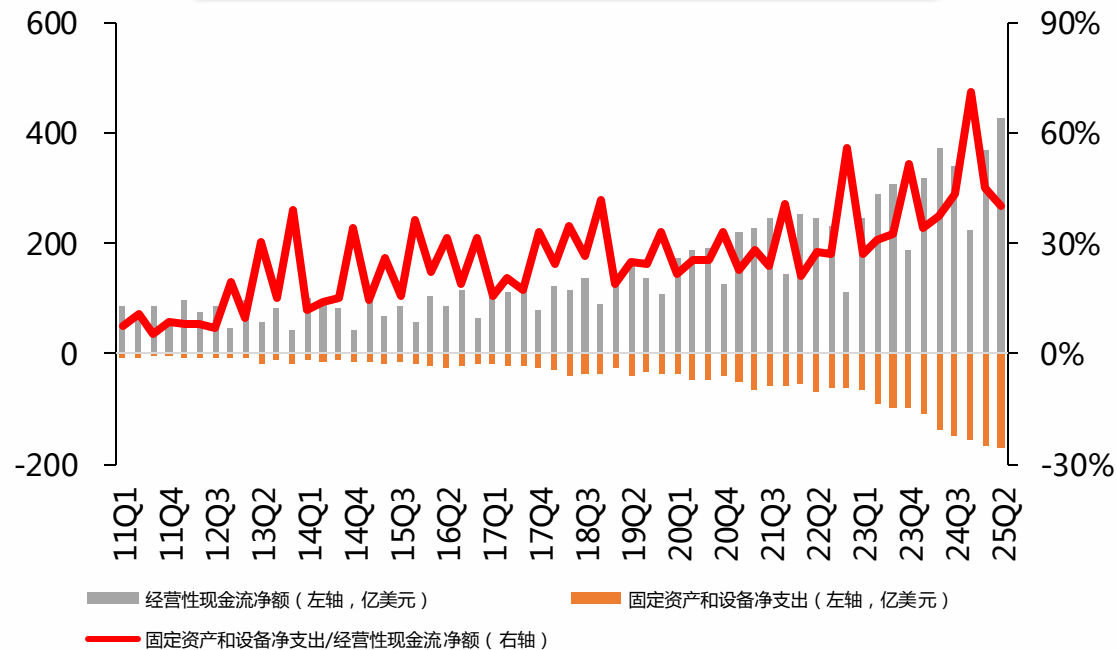
2.1 微软：资本开支超预期，融资租赁占比约三成

- 25Q2(FY25Q4)资本开支情况**：微软25Q2资本开支合计242亿美元，yoy+27%，qoq+13%，**超出市场预期的231亿美元**。其中，融资租赁开支约71亿美元，固定资产和设备开支约171亿美元，占比分别为29%和71%，融资租赁占比位于高位。根据公司25Q2业绩会，超过一半支出用于支持未来15年及更长时间内可货币化的长期资产，其余部分主要为服务器（包括CPU和GPU）。
- 25Q3(FY26Q1)资本开支指引**：继续受强劲需求驱动，**预计超过300亿美元**，但可能因基础设施建设和融资租赁交付时间而波动。
- 25H2&26H1(FY2026)资本开支指引**：公司表态与此前保持不变，**预计资本支出将持续增长，但增长率将低于FY2025**，未来支出将更多地转向GPU和CPU等短期资产，由于FY26H1交付大量新容量（包括大型融资租赁场地），**预计FY26H1增长高于FY26H2**。

20Q1-25Q2微软资本开支及增速



11Q1-25Q2微软固定资产和设备支出占比



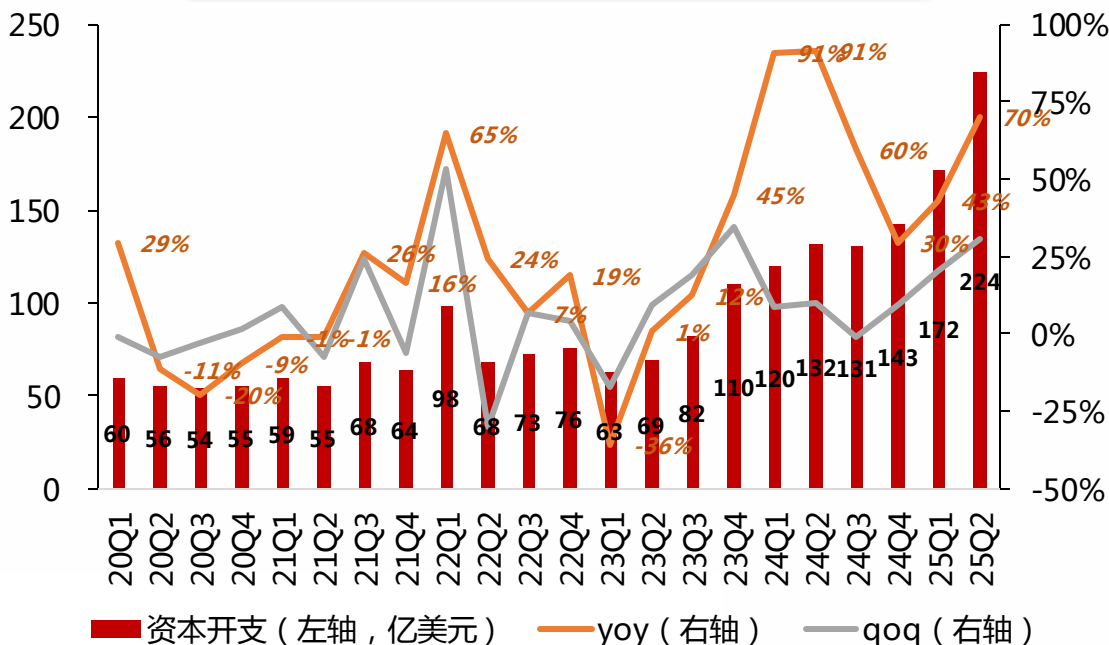
资料来源：公司公告，西南证券整理

资料来源：公司公告，西南证券整理

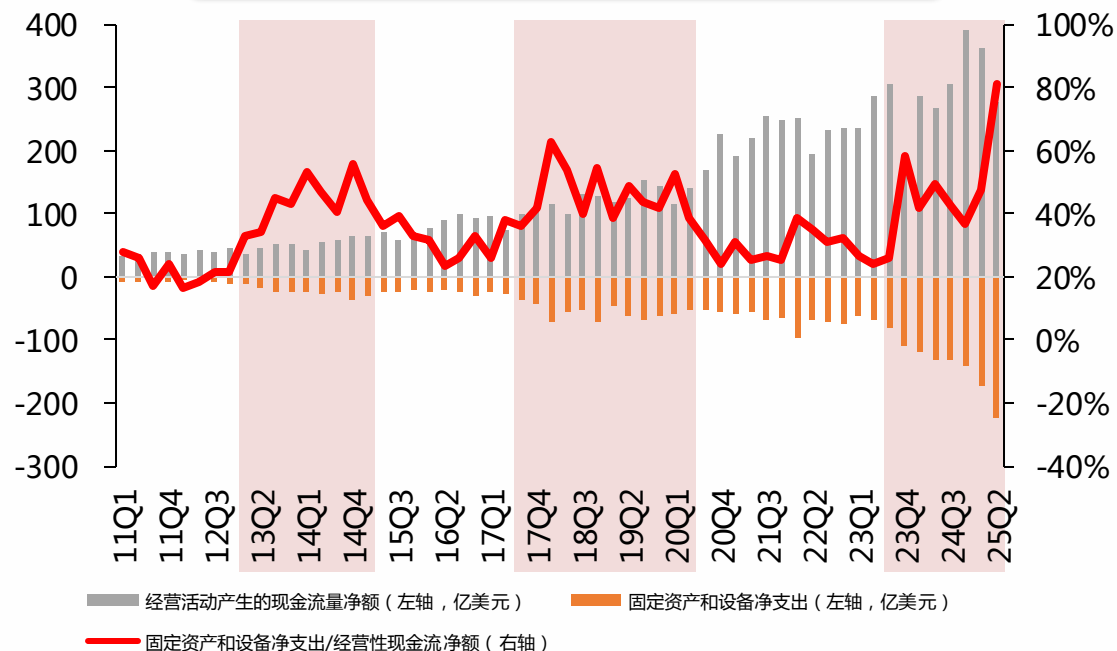
2.2 谷歌：资本开支大超预期，全年指引大幅上调

- 25Q2资本开支情况**：谷歌25Q2资本开支达224亿美元，yoy+70%，qoq+31%，大超市场预期的182亿美元，其中绝大部分用于技术基础设施，**约2/3投资于服务器，1/3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25Q2公司资本开支在经营性现金流净额中的占比处于历史较高水平。
- 2025年资本开支指引**：公司将**全年资本开支指引从750亿美元上调至850亿美元，对应同比增速从43%提升至约62%**（2024年资本支出合计约\$525亿，yoy+62%），且公司**预计2026年资本开支将继续增加**；新的预期主要反映在**服务器上的额外投资、服务器交付时间安排以及数据中心建设速度的加快**，主要用于满足云客户需求。

20Q1-25Q2谷歌资本开支及增速



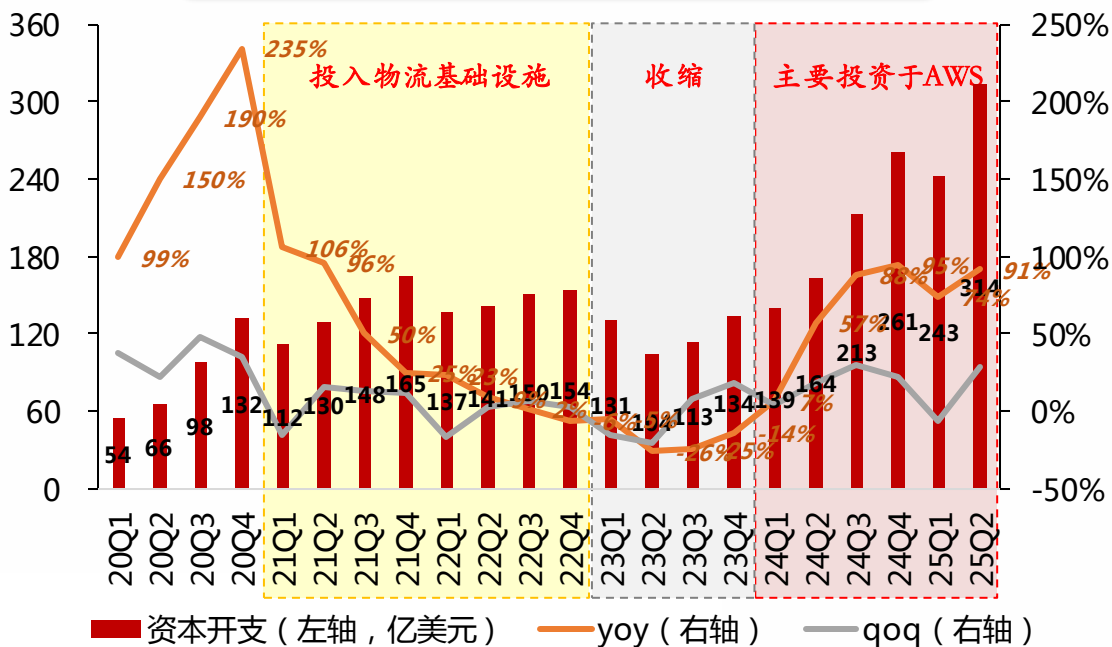
11Q1-25Q2谷歌固定资产和设备支出占比



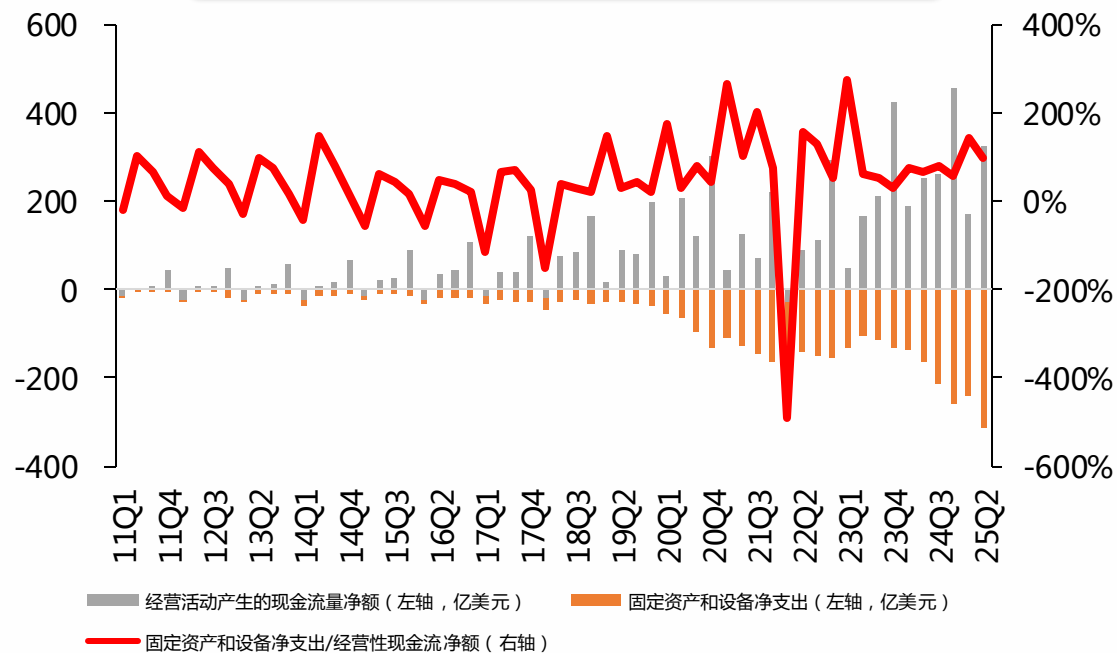
2.3 亚马逊：投资增长仍由AWS核心驱动，ASIC芯片投资次之

- 25Q2资本开支情况**：亚马逊25Q2资本开支约314亿美元，yoy+91%，qoq+29%，**支出水平创历史新高**。根据25Q2业绩会，公司资本开支增长的主要驱动力仍然是AWS云服务，加大投资以支持AI服务需求；与此同时，公司越来越多地投资于Trainium系列等ASIC芯片；此外，部分资本开支用于支持北美和国际零售业务部门的技术基础设施。
- 25H2资本开支指引**：根据25Q2业绩会，公司认为25Q2的资本支出水平（314亿美元）可以较为合理地代表25Q3和25Q4的投资节奏。而此前公司于24Q4业绩会表示，24Q4的资本支出水平（261亿美元）将在2025年相对具有代表性。公司表示，**未来将继续在芯片、数据中心和电力方面投入更多资本**，以把握生成式人工智能的重大机遇。

20Q1-25Q2亚马逊资本开支及增速



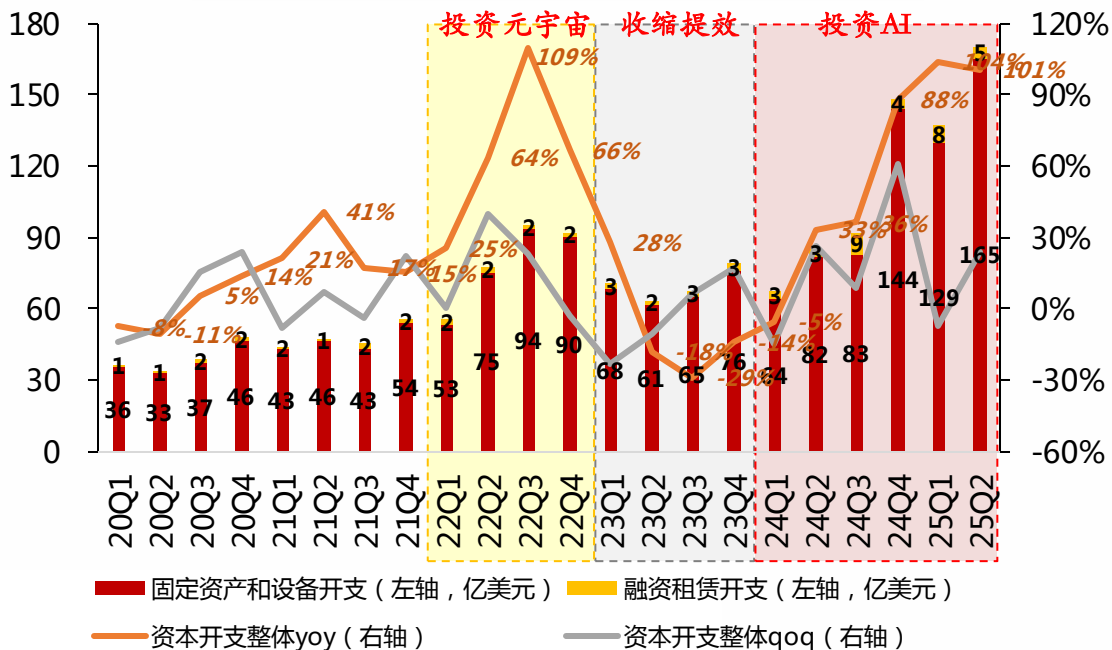
11Q1-25Q2亚马逊固定资产设备支出占比



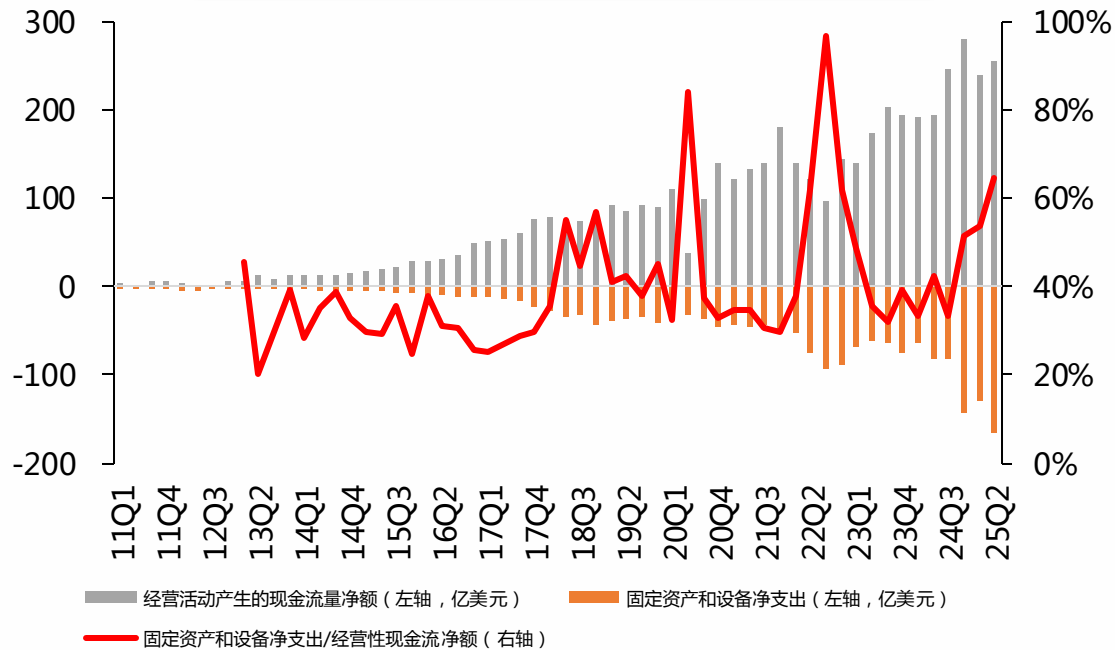
2.4 Meta : 算力集群进展顺利，全年资本开支指引下限再次上调

- 25Q2资本开支情况**：Meta25Q2资本开支约170亿美元，yoy+101%，qoq+24%，符合市场预期的169亿美元，主要用于服务器/数据中心/网络基础设施投资。算力集群方面，多个项目进展顺利：1) Prometheus集群将在2026年上线，预计其将成为世界上首个千兆瓦以上的AI集群；2) Hyperion集群正在构建，将在几年内扩展至5千兆瓦规模；3) Titan集群：有多个Titan集群正在开发中。
- 2025年资本开支指引**：根据25Q2业绩会，公司预计**全年支出（含融资租赁）将在660亿~720亿美元之间**。而此前24Q4业绩会给出的指引为600亿~650亿美元、25Q1业绩会指引上调至640亿~720亿美元之间，**全年资本开支指引已多次上调**。
- 2026年资本开支展望**：根据25Q2业绩会，尽管基础设施规划高度不确定，但**预计2026年将继续保持增长**，以支持AI和业务运营。

20Q1-25Q2Meta资本开支及增速



11Q1-25Q2Meta固定资产设备支出占比



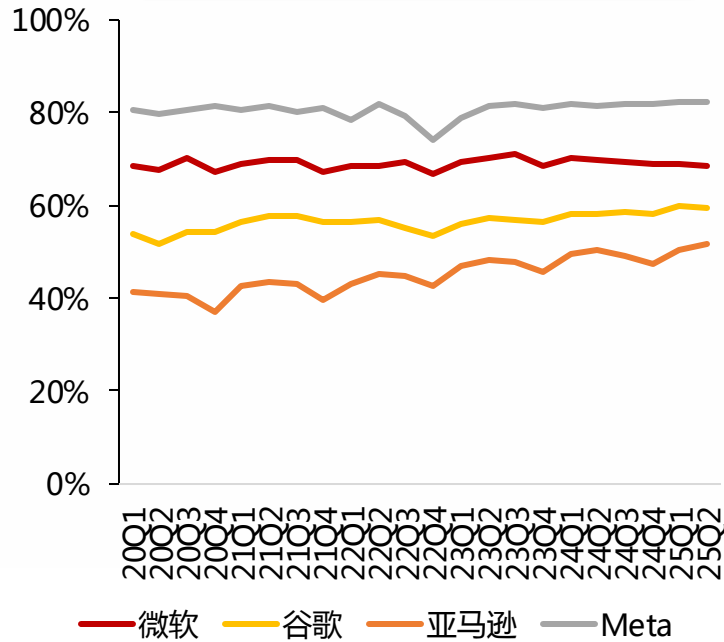
目 录

- ◆ 一、业绩概览篇：总营收高于市场预期，整体收入增速回升
- ◆ 二、资本开支篇：投资规模再创新高，同比增速持续位于高位
- ◆ 三、运营支出篇：经营利润率同比提升，营销费用率优化明显
 - 3.1 微软：员工总数同比持平，折旧费用大幅攀升
 - 3.2 谷歌：员工人数保持适度增长，折旧速度未来有望加快
 - 3.3 亚马逊：投资带来折旧费用增加，折旧成本占比相对较高
 - 3.4 Meta：积极招募AI顶尖人才，折旧摊销费用同比增长
- ◆ 四、云计算篇：云业务收入增长加速，云需求持续超出供给
- ◆ 五、数字广告篇：广告业务表现亮眼，AI持续优化广告体验

3 运营支出篇：整体利润率同比提升，营销费用率优化明显

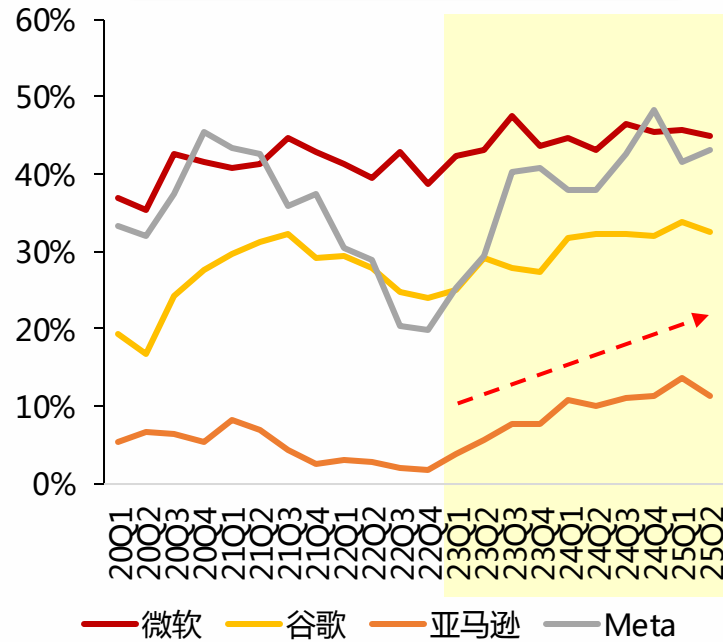
- ❑ **毛利率相对稳健**：25Q2微软/谷歌/亚马逊/Meta毛利率分别为69%/60%/52%/82%，同比分别-1.0pp/+1.4pp/+1.7pp/+0.8pp，环比分别-0.1pp/-0.2pp/+1.3pp/+0.0pp。
- ❑ **经营利润率上行**：25Q2微软/谷歌/亚马逊/Meta经营利润率为45%/32%/11%/43%，同比分别+1.8pp/+0.1pp/+1.5pp/+5.0pp，环比分别-0.8pp/-1.5pp/-2.2pp/+1.5pp。
- ❑ **净利率同比优化**：25Q2微软/谷歌/亚马逊/Meta净利率分别为36%/29%/11%/39%，同比分别+1.6pp/+1.4pp/+1.7pp/+4.1pp，环比分别-1.2pp/-9.0pp/-2.0pp/-0.7pp。其中，谷歌环比下降明显主要受25Q1谷歌投资收益带来净利率大幅提升的高基数影响。

20Q1-25Q2各公司毛利率



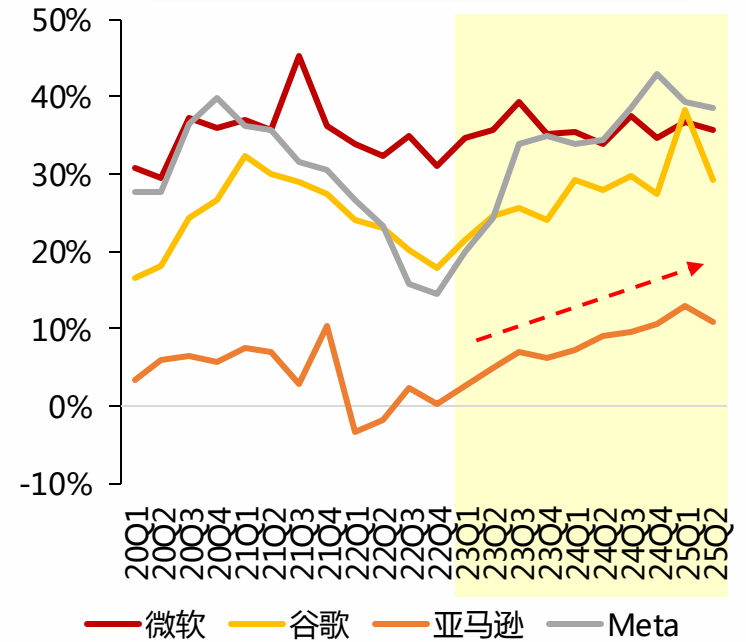
资料来源：各公司公告，西南证券整理

20Q1-25Q2各公司经营利润率



资料来源：各公司公告，西南证券整理

20Q1-25Q2各公司净利率

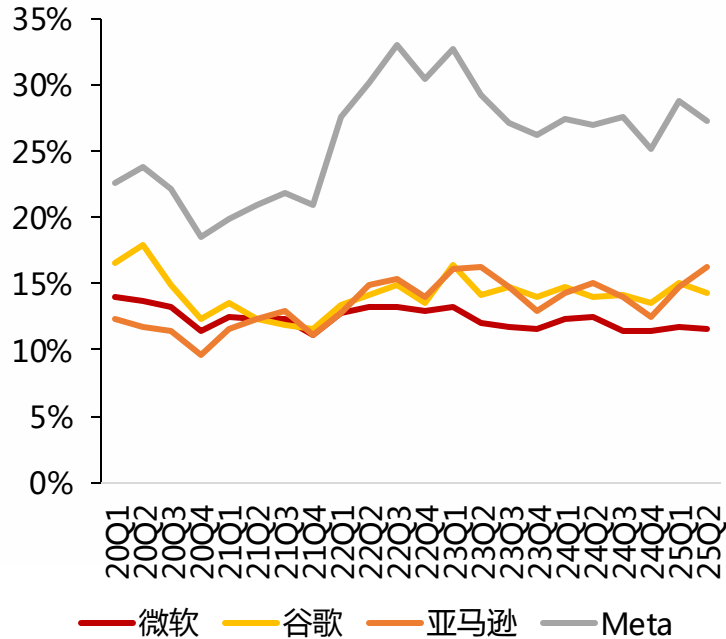


资料来源：各公司公告，西南证券整理

3 运营支出篇：整体利润率同比提升，营销费用率优化明显

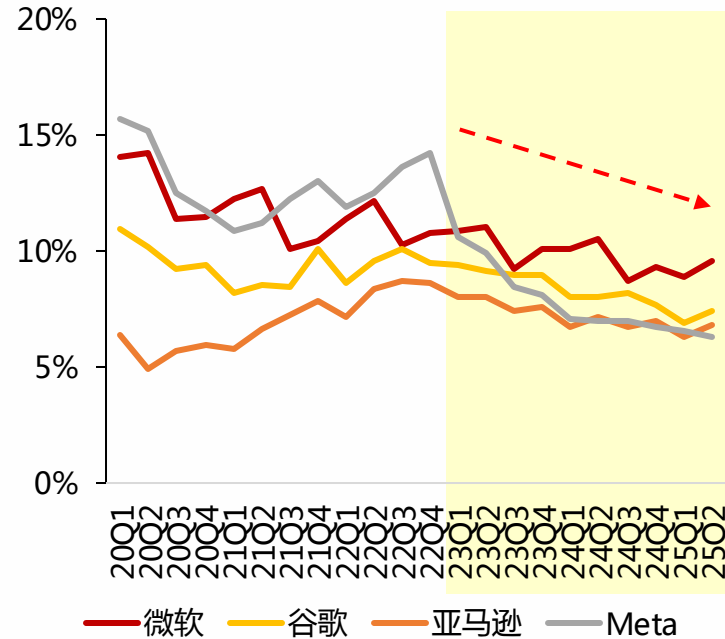
- ❑ **研发费用率：保持研发投入，研发费用率相对平稳。** 25Q2微软/谷歌/亚马逊/Meta的研发费用率分别为12%/14%/16%/27%，同比分别-0.9pp/+0.3pp/+1.1pp/+0.3pp，环比分别-0.2pp/-0.7pp/+1.4pp/-1.5pp。
- ❑ **销售费用率：优化趋势明显，销售费用率下降显著。** 25Q2微软/谷歌/亚马逊/Meta的销售费用率分别为10%/7%/7%/6%，同比分别-1.0pp/-0.7pp/-0.3pp/-0.7pp，环比分别+0.7pp/+0.5pp/+0.5pp/-0.2pp。
- ❑ **管理费用率：管理能力突出，管理费用率控制得当。** 25Q2微软/谷歌/亚马逊/Meta的管理费用率分别为3%/5%/2%/6%，同比分别-0.9pp/+1.7pp/-0.3pp/-3.8pp，环比分别+0.1pp/+1.5pp/+0.1pp/+0.2pp。

20Q1-25Q2各公司研发费用率



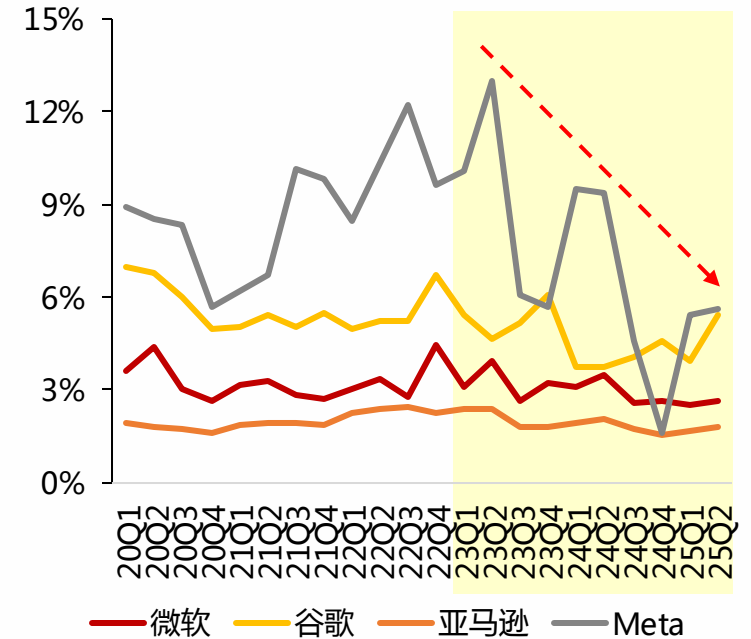
资料来源：各公司公告，西南证券整理

20Q1-25Q2各公司销售费用率



资料来源：各公司公告，西南证券整理

20Q1-25Q2各公司管理费用率

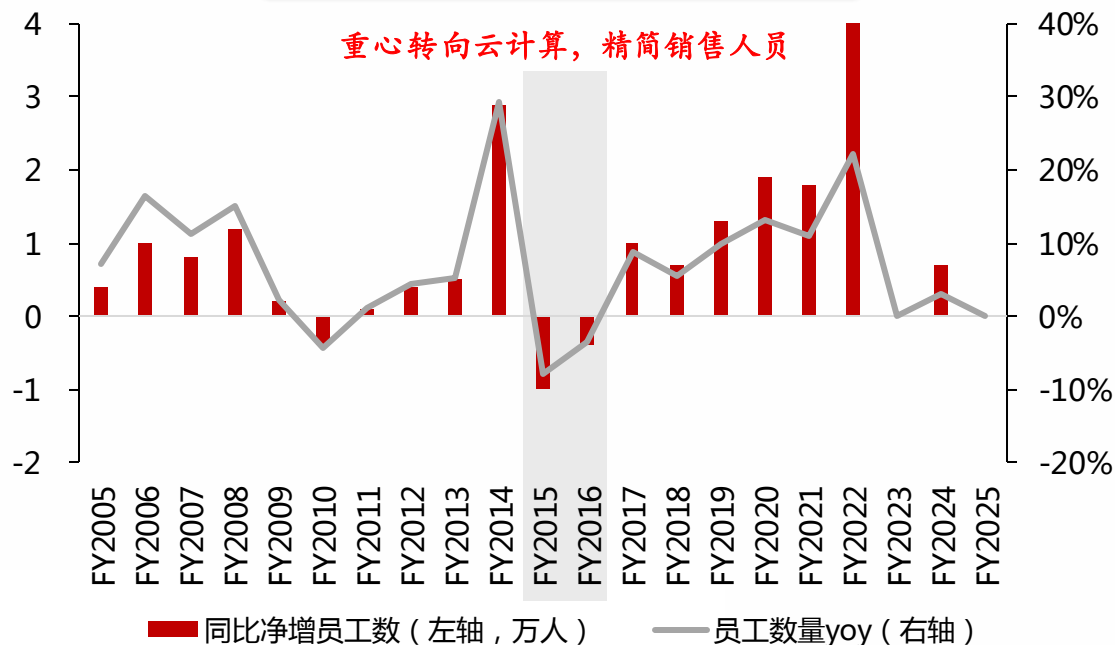


资料来源：各公司公告，西南证券整理

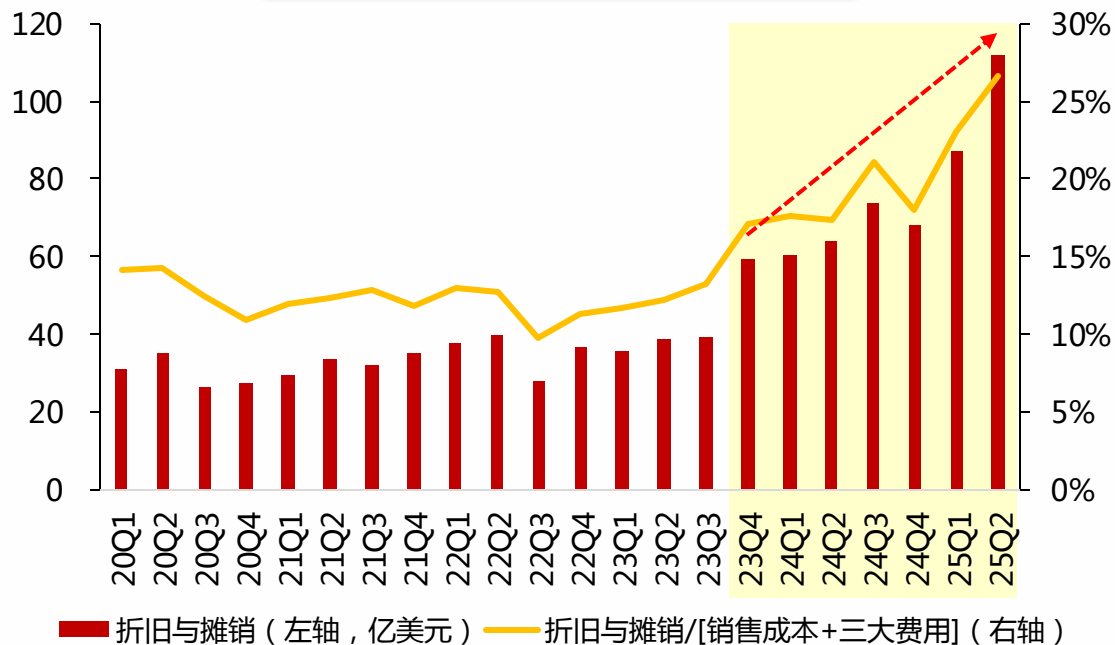
3.1 微软：员工总数同比持平，折旧费用大幅攀升

- 员工数量变动：员工总数同比持平，运营团队实现扩充。** 截至25Q2，微软雇佣全职员工约22.8万名，员工人数与去年同期相比持平。按地区划分，美国本土员工12.5万名，国际地区10.3万名。按部门划分，运营/研发/营销/管理人员分别为8.9/8.0/4.4/1.5万人，较去年同期分别+0.3/-0.1/-0.1/-0.1万人，其中，仅运营团队规模实现同比扩充，运营工作主要包括产品支持与咨询服务、数据中心运营、制造与分销等。
- 折旧摊销水平：折旧费用大幅攀升，成本占比达到新高。** 25Q2微软折旧摊销成本约112亿美元，yoy+76%，占销售成本和三大费用的比例攀升至27%，该占比再达新高。

FY2005-FY2025微软员工数变动



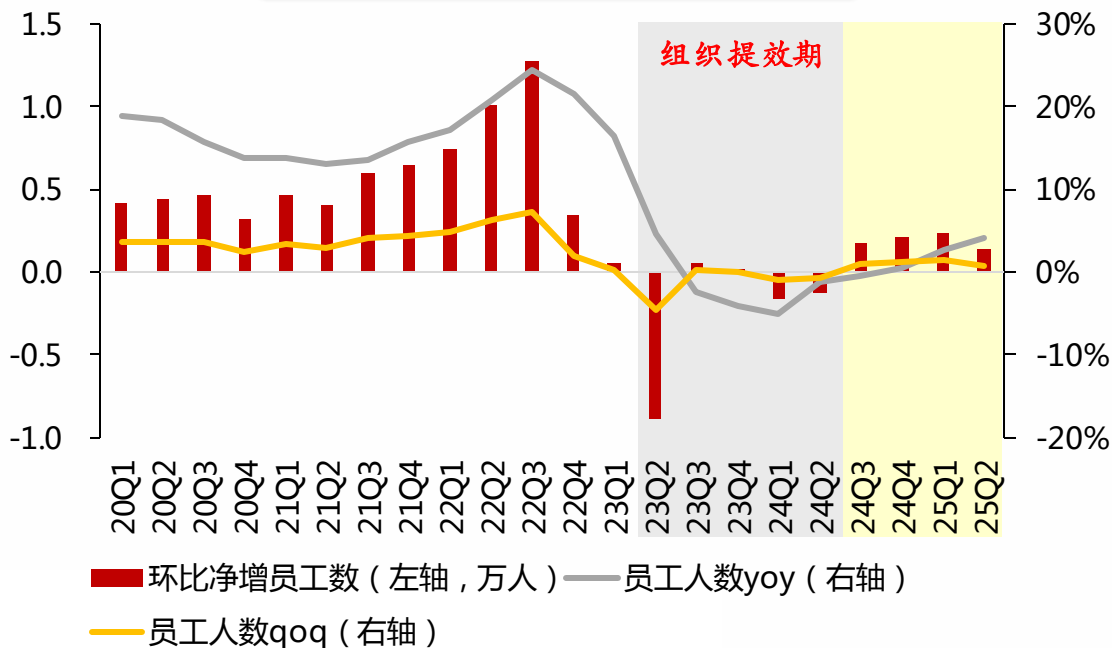
20Q1-25Q2微软折旧摊销水平



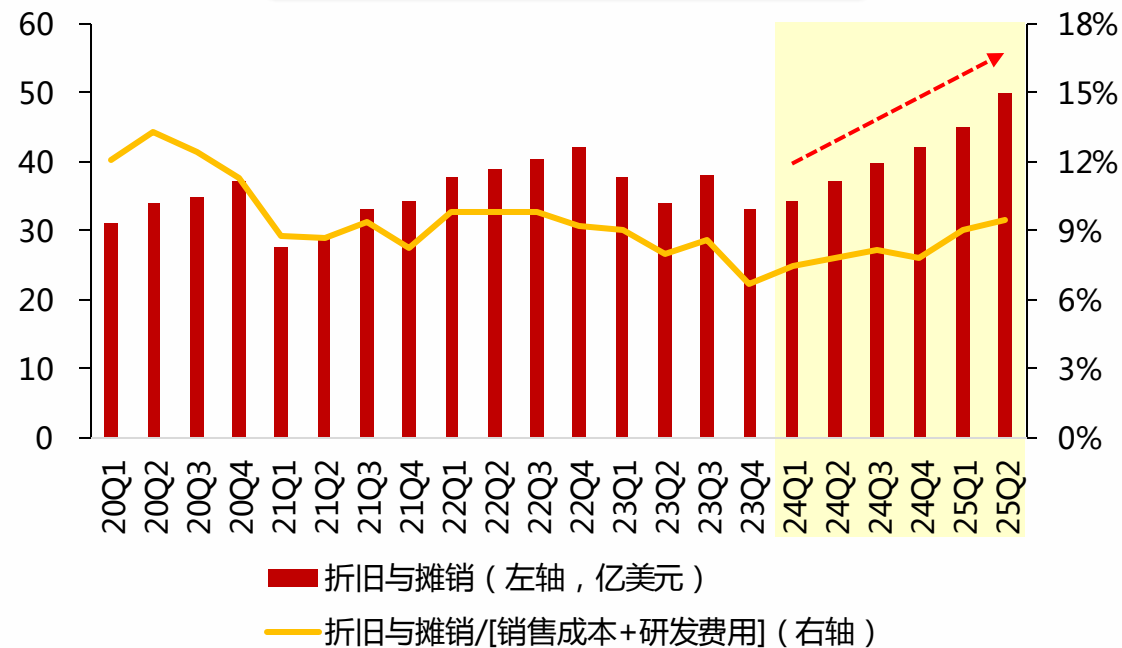
3.2 谷歌：员工人数保持适度增长，折旧速度未来有望加快

- 员工数量变动：员工人数保持环比净增长，关键领域适当增加人员编制。** 25Q2公司员工总人数达18.7万人，yoy+4%，qoq+1%，员工人数环比净增加1384人。根据25Q2业绩会，公司计划在2025年适度增加关键投资领域的人员编制，并预计25Q3员工总人数将继续保持环比增长，主要受新毕业生招聘推动。
- 折旧摊销水平：折旧摊销金额持续攀升，预计未来折旧速度进一步加快。** 25Q2公司折旧与摊销金额约50亿美元，yoy+35%，占公司销售成本和研发费用的比例提升至9.5%，主要系过去资本开支大幅增长带来更高的折旧费用所致。根据25Q2业绩会，公司鉴于近期资本开支增加，预计25Q3折旧增速将进一步加快。

20Q1-25Q2谷歌员工数量变动



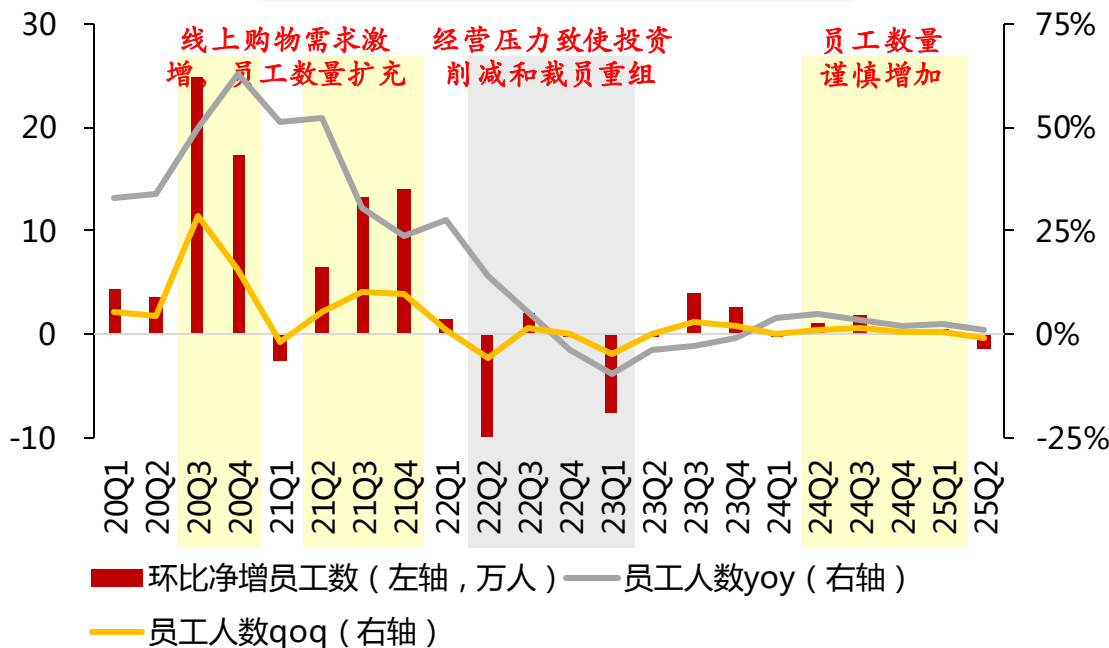
20Q1-25Q2谷歌折旧摊销水平



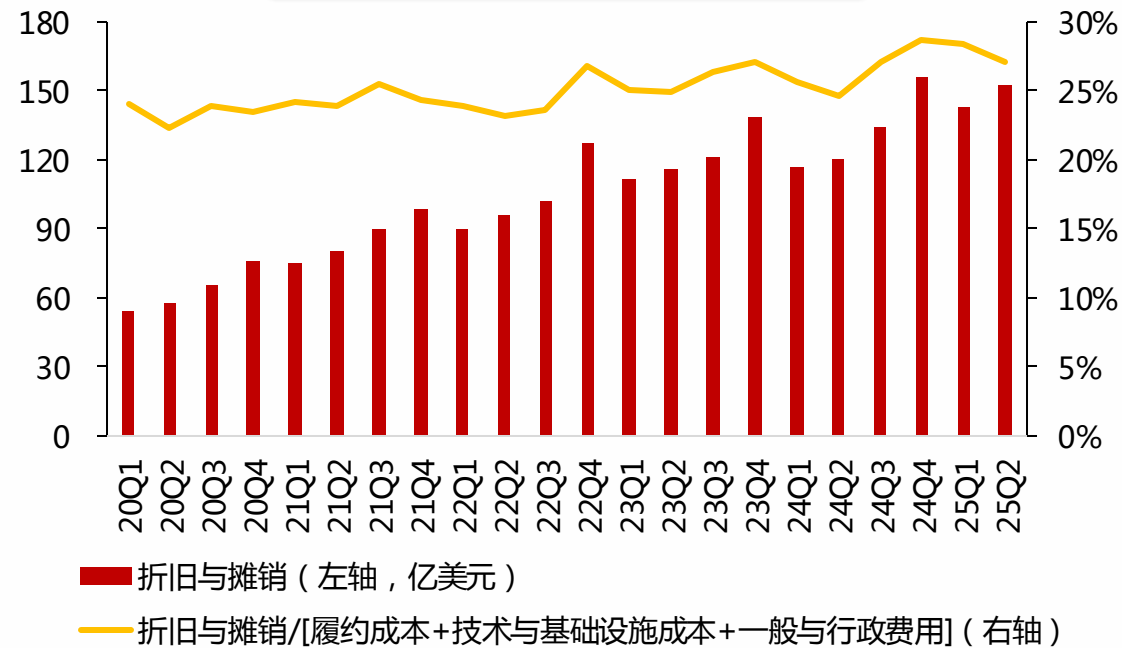
3.3 亚马逊：投资带来折旧费用增加，折旧成本占比相对较高

- **员工数量变动：员工数环比减少，总人数基本稳定。** 25Q2公司员工总人数约154.6万人，yoy+1%，qoq-1%，员工人数环比减少约1.4万人。
- **折旧摊销水平：AWS投资带来折旧费用增加，折旧成本占比相对较高。** 根据公司公告，折旧与摊销费用主要计入物流履约成本、技术与基础设施成本、一般和行政费用中，25Q2亚马逊折旧费用为152亿美元，yoy+26%，占以上成本费用项目的比例为27%，折旧占比维持较高水平，主要是由于公司在AWS上的资本支出投资不断增加。

20Q1-25Q2亚马逊员工数量变动



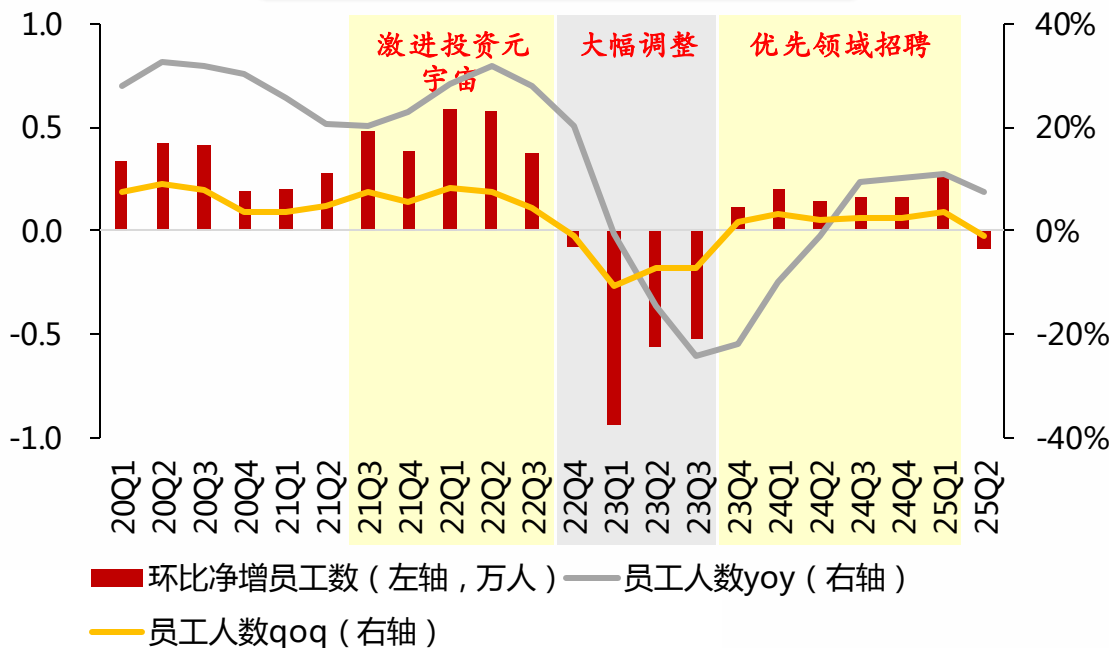
20Q1-25Q2亚马逊折旧摊销水平



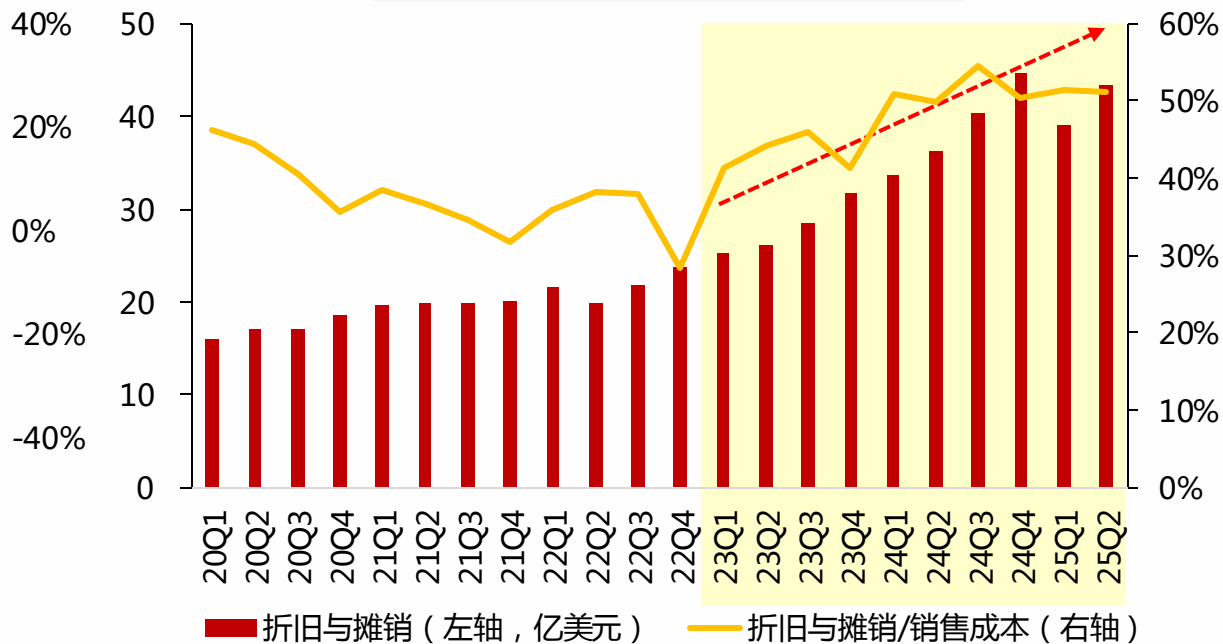
3.4 Meta : 积极招募AI顶尖人才，折旧摊销费用同比增长

- 员工数量变动：优先领域持续增加人才招聘，积极招募AI顶尖人才。**截至25Q2，Meta员工人数超过7.59万人，yoy+7%，qoq-1%，员工人数环比减少主要是由于此前受裁员影响的大部分员工不再计入员工总数，而部分降幅被重点领域（包括货币化、基础设施、Reality Labs、人工智能等）的持续招聘所抵消。公司预计，优先领域人才招聘将会推动2025年和2026年整体员工人数的增长，虽然其他职能部门的员工增长受到限制，但在AI领域，公司特别重视招募业内顶尖人才，以加速AI模型的开发和产品的推进。
- 折旧摊销水平：折旧摊销费用同比增长，部分被资产使用寿命延长所抵消。**根据公司公告，折旧与摊销费用主要计入销售成本中，25Q2Meta折旧费用为43亿美元，yoy+19%，占销售成本的比例为51%，部分折旧成本被固定资产使用寿命延长所抵消。

20Q1-25Q2Meta员工数量变动



20Q1-25Q2Meta折旧摊销水平



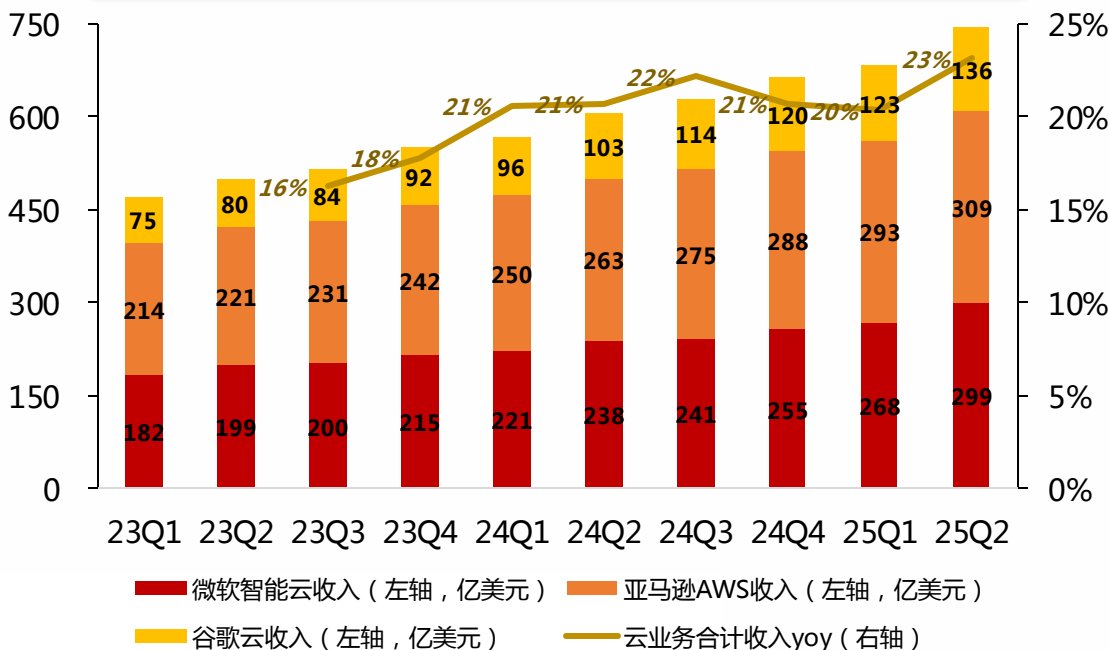
目 录

- ◆ **一、业绩概览篇：总营收高于市场预期，整体收入增速回升**
- ◆ **二、资本开支篇：投资规模再创新高，同比增速持续位于高位**
- ◆ **三、运营支出篇：经营利润率同比提升，营销费用率优化明显**
- ◆ **四、云计算篇：云业务收入增长加速，云需求持续超出供给**
 - 4.1 微软：Azure收入增速突破前高，云需求仍然大于供给
 - 4.2 谷歌：云服务交易量高增，供需紧张状况持续
 - 4.3 亚马逊：AWS收入符合预期，云服务需求超过现有产能
- ◆ **五、数字广告篇：广告业务表现亮眼，AI持续优化广告体验**

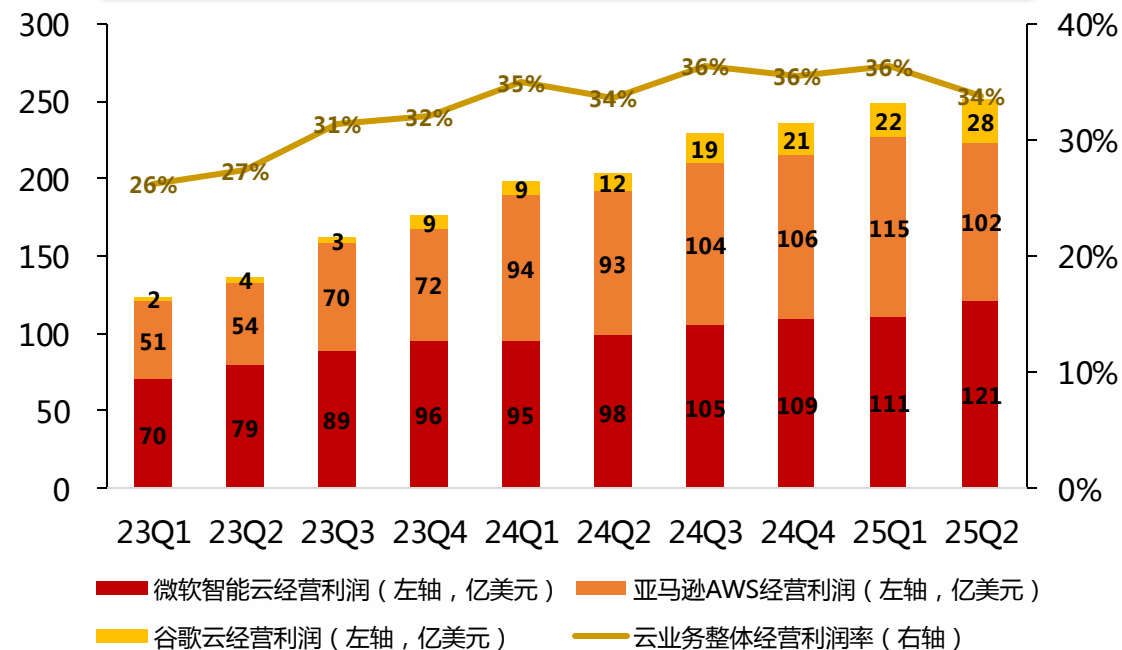
4 云计算篇：云业务收入增长加速，云需求持续超出供给

- 收入端：云厂商收入高于市场预期，云业务收入同比增速提升。** 25Q2三大云厂商云业务合计收入744亿美元，其中，亚马逊\$309亿 > 微软\$299亿 > 谷歌\$136亿，收入均超市场预期；合计收入同比增速提升至23%，同环比分别+2.4pp/+2.8pp，增速提升明显，其中，谷歌云收入yoy+32% > 微软智能云收入yoy+26% > 亚马逊AWS收入yoy+17%，云服务仍然供不应求。
- 利润端：经营利润率略有承压，折旧成本压制影响显现。** 25Q2三大云厂商云业务合计实现经营利润251亿美元，其中，微软智能云/亚马逊AWS/谷歌云分别实现经营利润\$121亿/\$102亿/\$28亿，经营利润率分别为41%/33%/21%，其中，谷歌云持续改善、利润率超预期，而微软智能云和亚马逊AWS的经营利润率低于市场预期，部分受AI基础设施扩展带来折旧摊销成本增加所致。

23Q1-25Q2海外三大云厂商云业务收入及增速



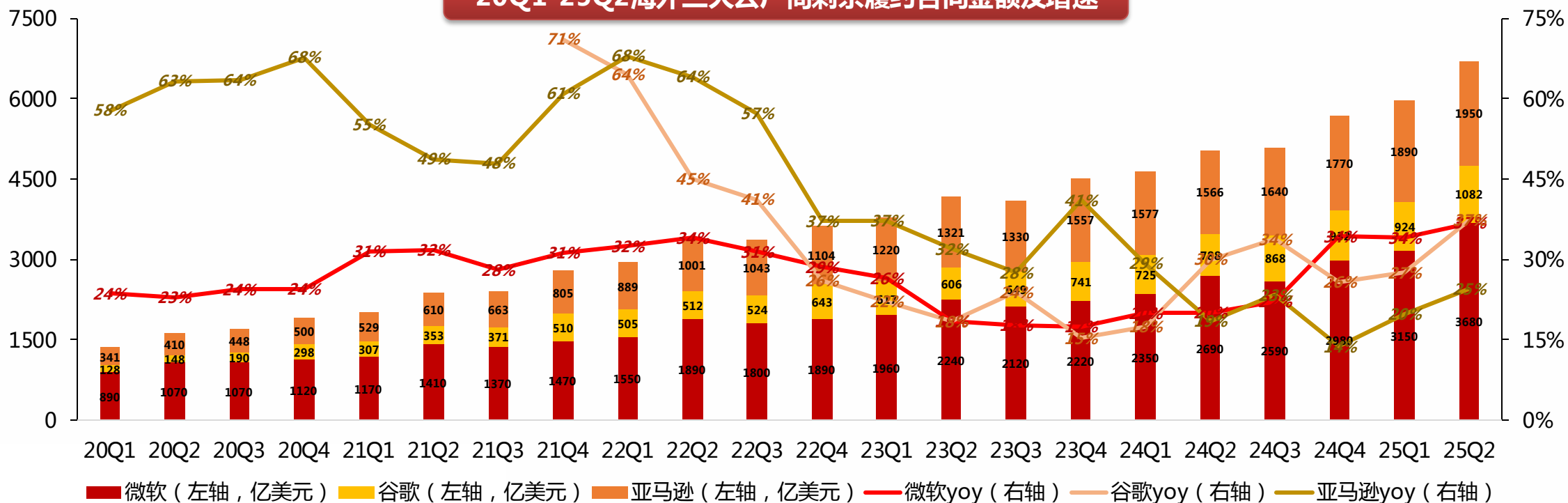
23Q1-25Q2海外三大云厂商云业务经营利润及利润率



4 云计算篇：剩余履约合同金额，客户需求信号强劲

- 海外三大云厂商剩余履约合同金额与云业务强相关，25Q2合计积压订单6712亿美元，合计同比增速攀升至33%。
- 微软：截至25Q2，微软剩余履约合同金额增长至3680亿美元，yoy+37%，qoq+17%。其中，约35%将在未来12个月内确认为收入；剩余部分将在未来12个月之后确认。
- 谷歌：截至25Q2，谷歌剩余履约合同金额约1082亿美元，yoy+37%，qoq+17%。
- 亚马逊：截至25Q2，亚马逊主要与AWS有关的剩余履约合同金额为1950亿美元，yoy+25%，qoq+3%。

20Q1-25Q2海外三大云厂商剩余履约合同金额及增速

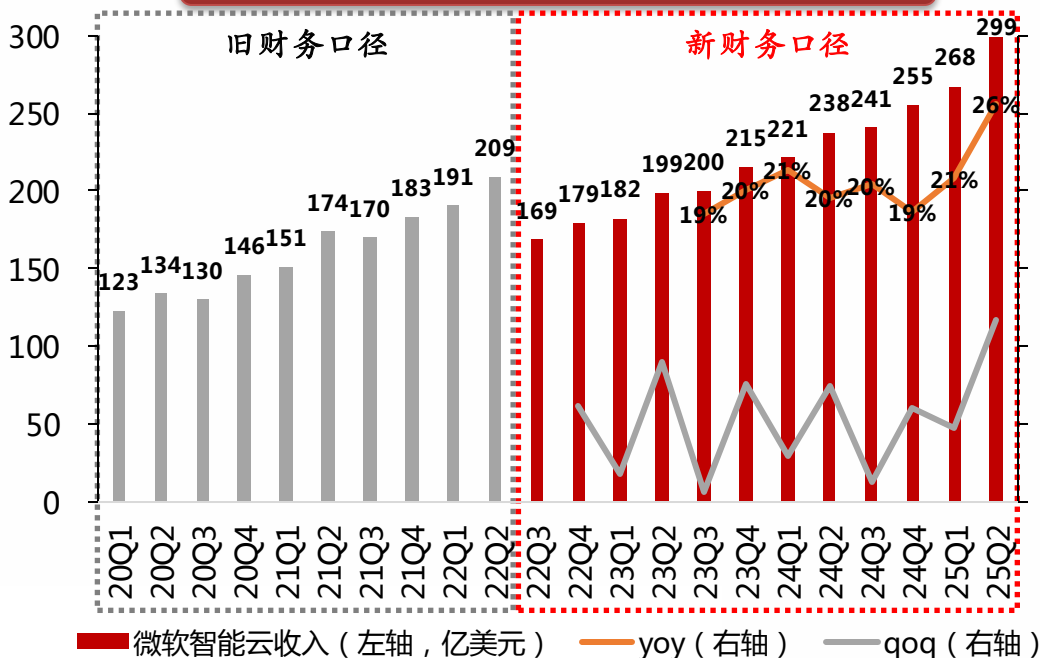


资料来源：各公司公告，西南证券整理

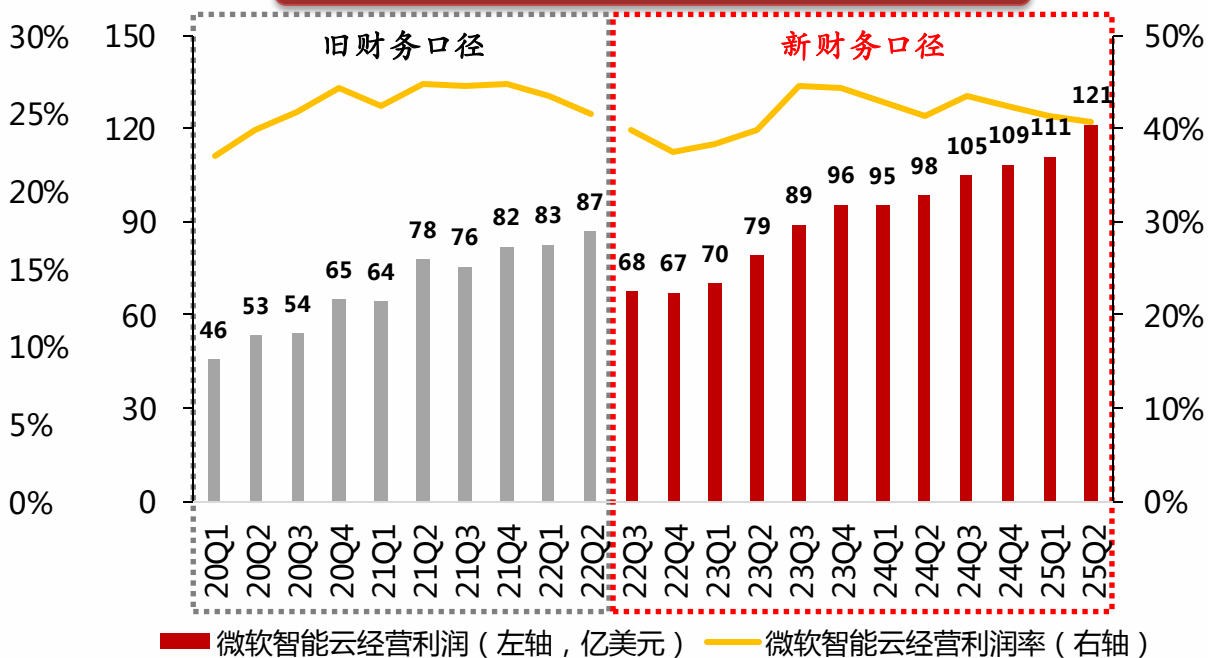
4.1 微软：Azure收入增速突破前高，云需求仍然大于供给

- 云业务业绩：智能云业务收入超预期，Azure有望持续高增。** 25Q2微软智能云业务实现收入约299亿美元，高于市场预期的291亿美元，yoy+26%，qoq+12%，**收入增速明显抬升**；智能云业务实现经营利润121亿美元，经营利润率约41%，同比-0.7pp，环比-0.8pp，**经营利润率同环比下降**，主要受AI基础设施扩展影响。其中，**25Q2微软Azure和其他云服务收入同比增长39%**（而24Q1至25Q1分别同比增长35%/34%/33%/31%/33%），Azure收入增速突破前高，**主要得益于核心基础设施业务的加速增长**，尤其是来自大型客户的需求增加；且公司预计，25Q3Azure营收同比增速约为37%。
- 云供需情况：根据公司业务会，尽管25Q2已上线更多数据中心容量，但云需求仍然高于供给，并预计25H2将持续受限。**

20Q1-25Q2微软智能云业务收入及增速



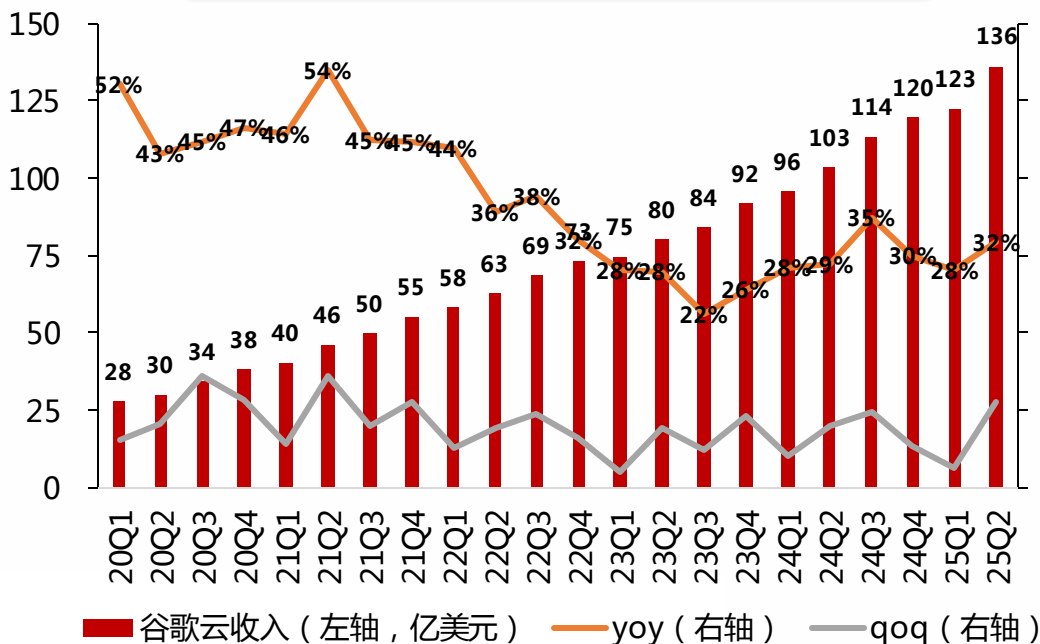
20Q1-25Q2微软智能云经营利润及利润率



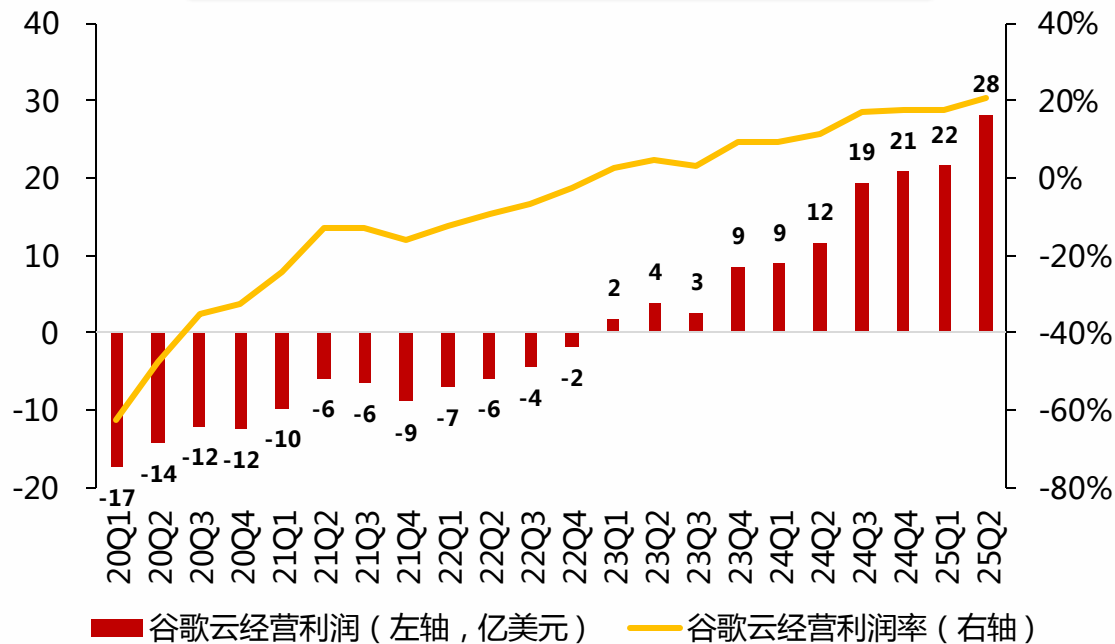
4.2 谷歌：云服务交易量高增，供需紧张状况持续

- 云服务业绩：谷歌云业务收入超预期，经营利润率超预期。** 25Q2谷歌云实现收入136亿美元，yoy+32%，qoq+11%，高于市场预期期的\$131亿；实现经营利润28亿美元，**营业利润率约21%，同比+9.4pp，环比+3.0pp**，云业务在加大投资以满足客户需求的同时已实现利润率的持续扩张。此外，根据25Q2业绩会，25Q2谷歌云单笔交易额超过2.5亿美元的交易数量同比翻倍；25H1签订的单笔交易额超过10亿美金的交易数量与整个2024全年持平；25Q2新增GCP客户数量环比增长近28%。
- 云服务供需：云服务需求旺盛，供给紧张局面持续。** 云服务积压订单持续增长、Tokens消耗量激增（2025年5月处理480万亿tokens/月，当前处理980万亿tokens/月）；公司将努力增加产能并提高服务器部署速度，但预计进入2026年时供需紧张仍将持续。

20Q1-25Q2谷歌云业务收入及增速



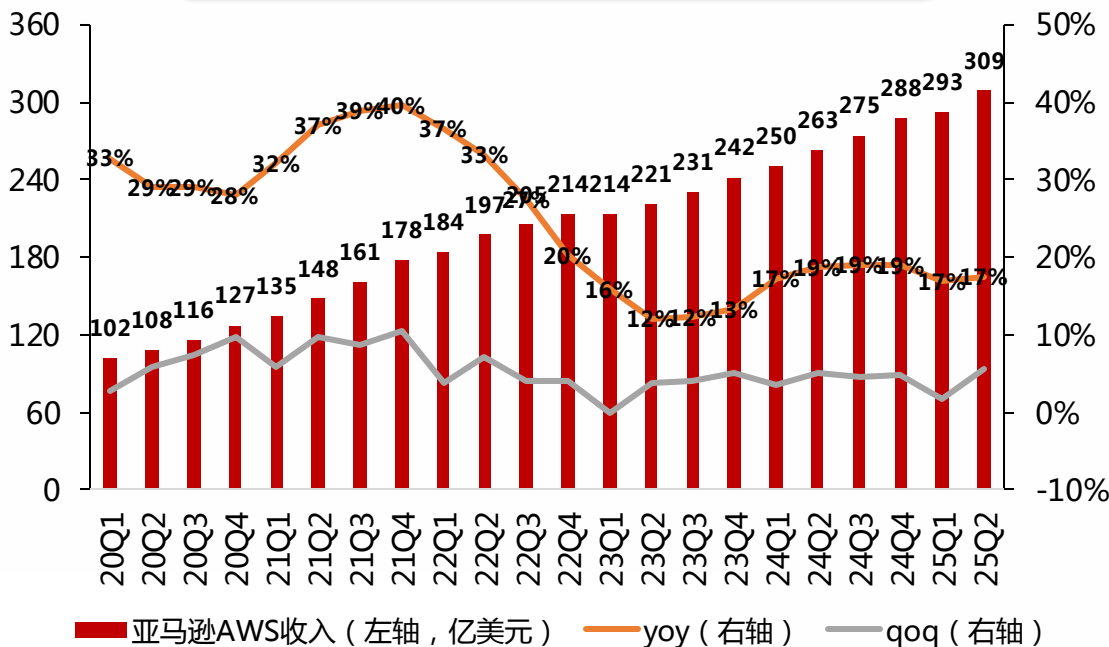
20Q1-25Q2谷歌云业务经营利润及利润率



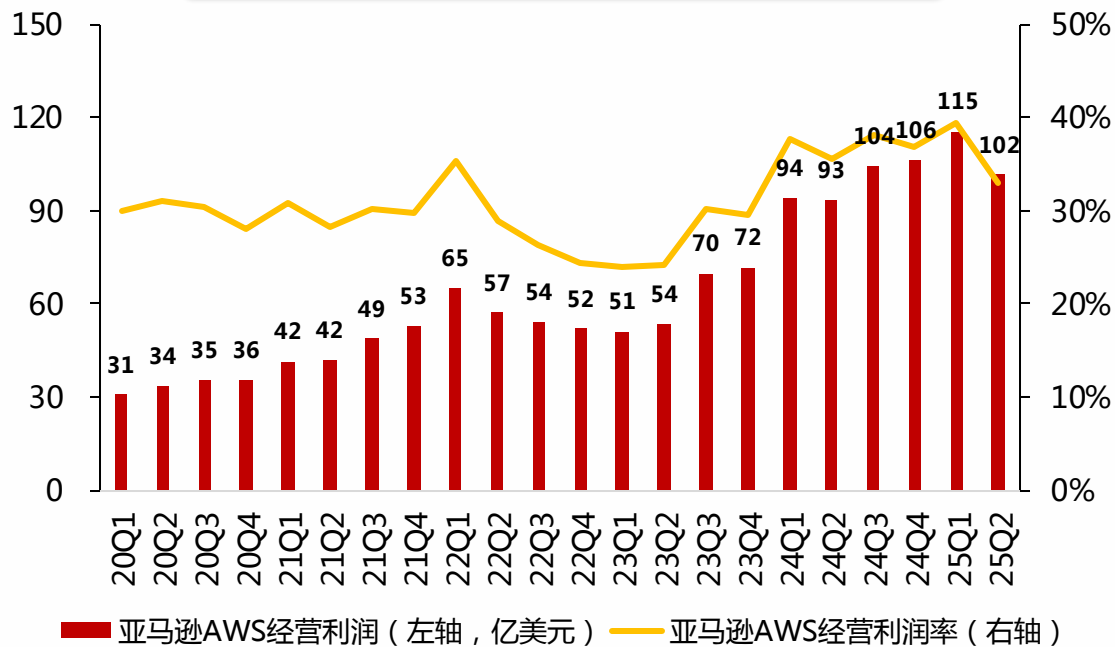
4.3 亚马逊：AWS收入符合预期，云服务需求超过现有产能

- 云业务业绩：AWS收入持续增长，经营利润率季度性下滑。** 25Q2亚马逊AWS业务实现收入309亿美元，yoy+17%，符合市场预期的308亿美元，公司表示其生成式AI和非生成式AI业务都持续实现增长；经营利润实现102亿美元，经营利润率为33%，同比-2.6pp，环比-6.5pp，同环比下滑主要是由于年度薪酬的时间安排导致股票薪酬费用季节性上升、以及资本支出带来的折旧成本增加。
- 云供需情况：云服务需求超过现有产能，电力成为最大制约因素。** 根据25Q2业绩会，目前云服务的需求超过现有产能，供应限制存在于多个环节，其中电力成为最大的限制因素、其次是芯片和其他组件的供应短缺以及服务器良率问题。公司预计短期内（未来几个季度）难以完全解决产能不足，但预计未来将逐季改善、对改善趋势保持乐观态度。

20Q1-25Q2亚马逊AWS业务收入及增速



20Q1-25Q2亚马逊AWS经营利润及利润率



目 录

- ◆ 一、业绩概览篇：总营收高于市场预期，整体收入增速回升
- ◆ 二、资本开支篇：投资规模再创新高，同比增速持续位于高位
- ◆ 三、运营支出篇：经营利润率同比提升，营销费用率优化明显
- ◆ 四、云计算篇：云业务收入增长加速，云需求持续超出供给
- ◆ 五、数字广告篇：广告业务表现亮眼，AI持续优化广告体验

5.1 微软：搜索广告持续增长，积极打造新一代AI浏览器

5.2 谷歌：广告收入高于市场预期，AI功能获得积极反馈

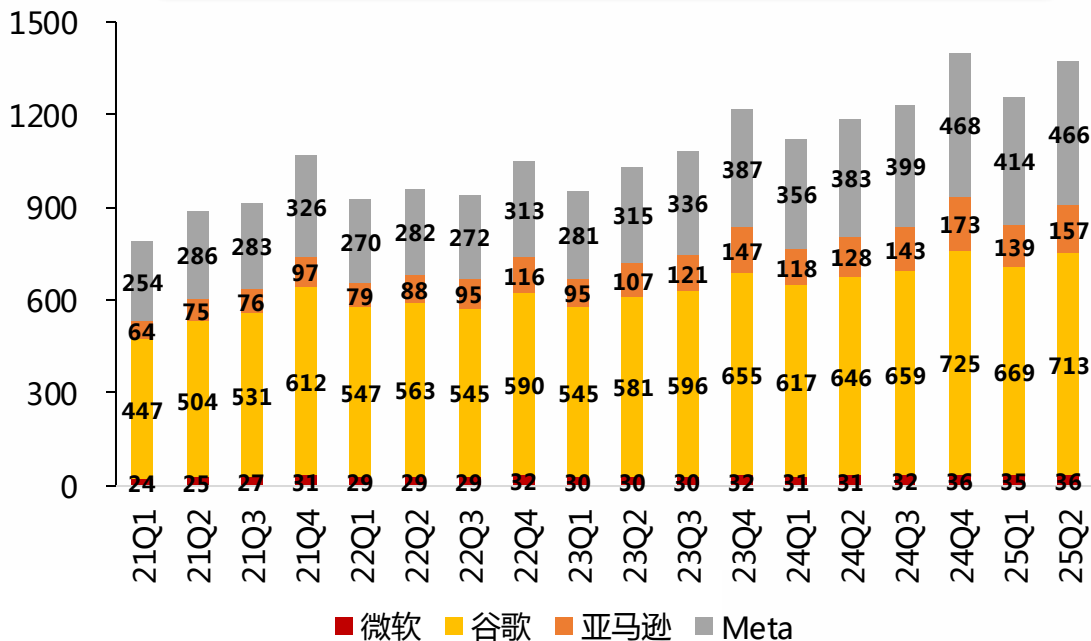
5.3 亚马逊：电商广告盈利贡献突出，全链路策略取得良好效果

5.4 Meta：社媒广告变现效率持续提升，广告主需求增加

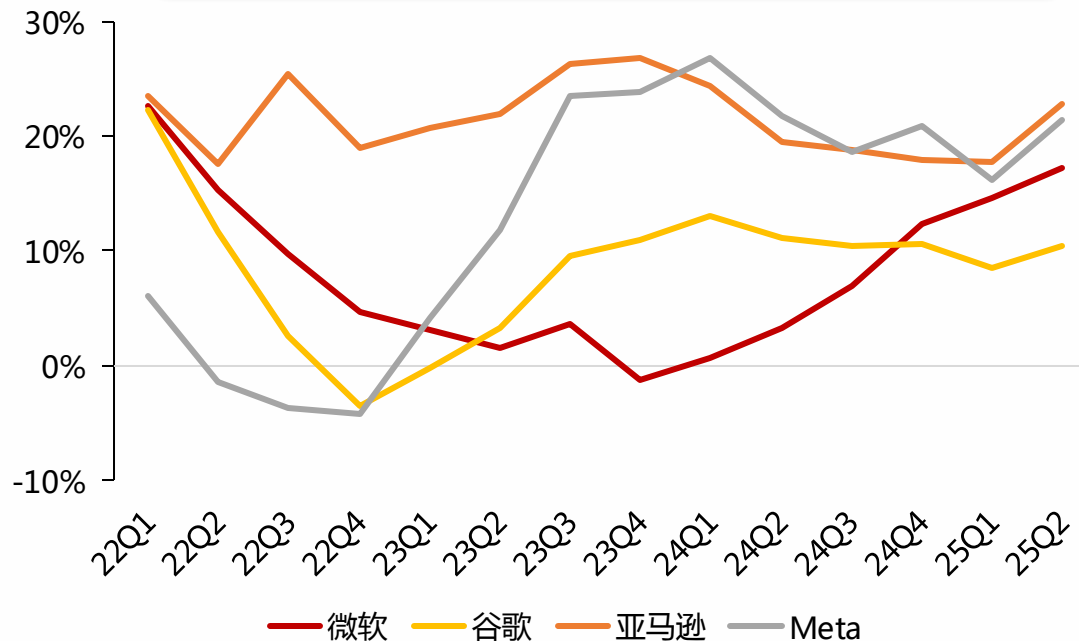
5 数字广告篇：广告业务表现亮眼，AI持续优化广告体验

- 广告业绩：广告业务表现亮眼，收入增速环比提升。** 25Q2，海外四大科技公司合计广告收入1372亿美元，yoy+15%，同比+0.5pp，环比+3.4pp。其中，微软/谷歌/亚马逊/Meta分别实现广告收入36/713/157/466亿美元，yoy分别为+17%/+10%/+23%/+21%，各公司的广告业务增速环比均有抬升。
- AI+广告：积极拥抱AI，搜索/社媒广告体验持续优化。** 1) 微软：将Copilot的创作/聊天/探索/搜索/操作功能与Edge融为一体，打造新一代AI浏览器。2) 谷歌：AI Mode、AI Overviews等功能的月活跃用户均实现快速增长，AI功能带来搜索新体验。3) Meta：通过改进推荐系统使社媒平台的用户使用时长显著提升，广告表现的持续优化推动广告主需求进一步增加。

22Q1-25Q2海外四大科技公司广告收入（亿美元）



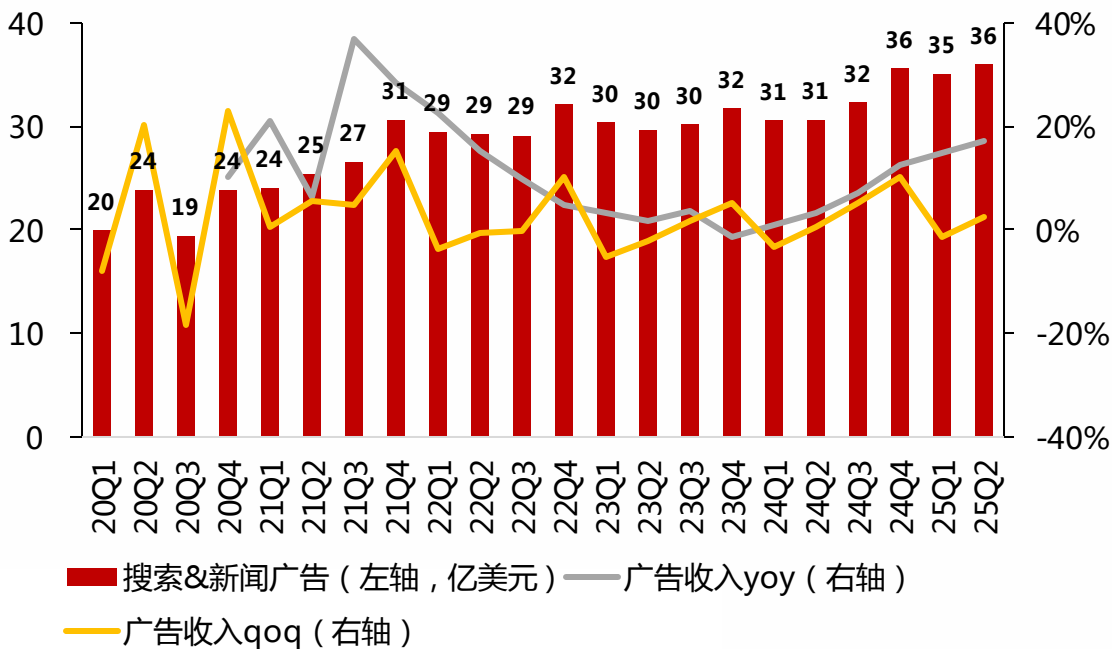
22Q1-25Q2海外四大科技公司广告收入同比增速



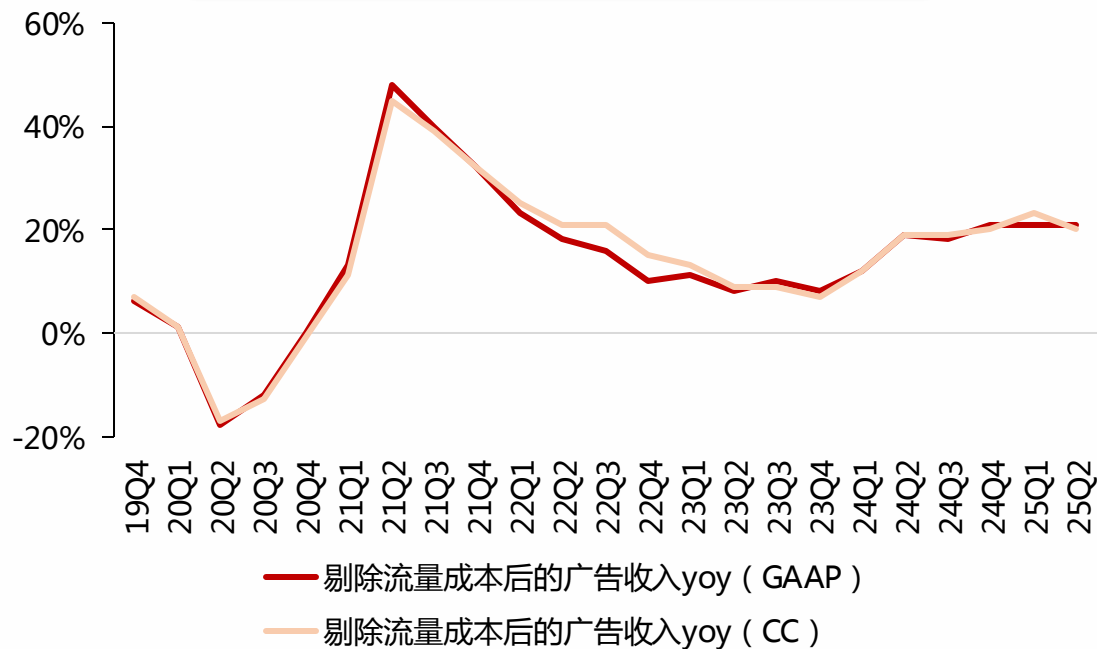
5.1 微软：搜索广告持续增长，积极打造新一代AI浏览器

- 广告业绩：Edge和Bing搜索广告持续增长，第三方合作伙伴关系带来季度性利好。** 25Q2微软实现广告收入36亿美元，yoy+17%，剔除买量成本后（按固定汇率计算）yoy+20%，主要得益于搜索量和每搜索收入的持续增长，以及第三方合作伙伴关系带来的约8个百分点的有利影响。根据公司业绩会，预计25Q3剔除流量获取成本（TAC）的搜索与新闻广告收入增速环比有所下降，主要是因为第三方合作推动的增长效应将逐步回归常态，未来增长将继续由Edge和Bing的搜索量及每次搜索收入驱动。
- AI+搜索/广告：Edge引入多中Copilot功能，浏览器重新焕发创新活力。** 根据公司业绩会，2025年7月微软在Edge中推出Copilot模式，Copilot模式将Copilot的创作/聊天/探索/搜索/操作功能融为一体，旨在打造面向AI时代的下一代浏览器。

20Q1-25Q2微软广告收入及增速



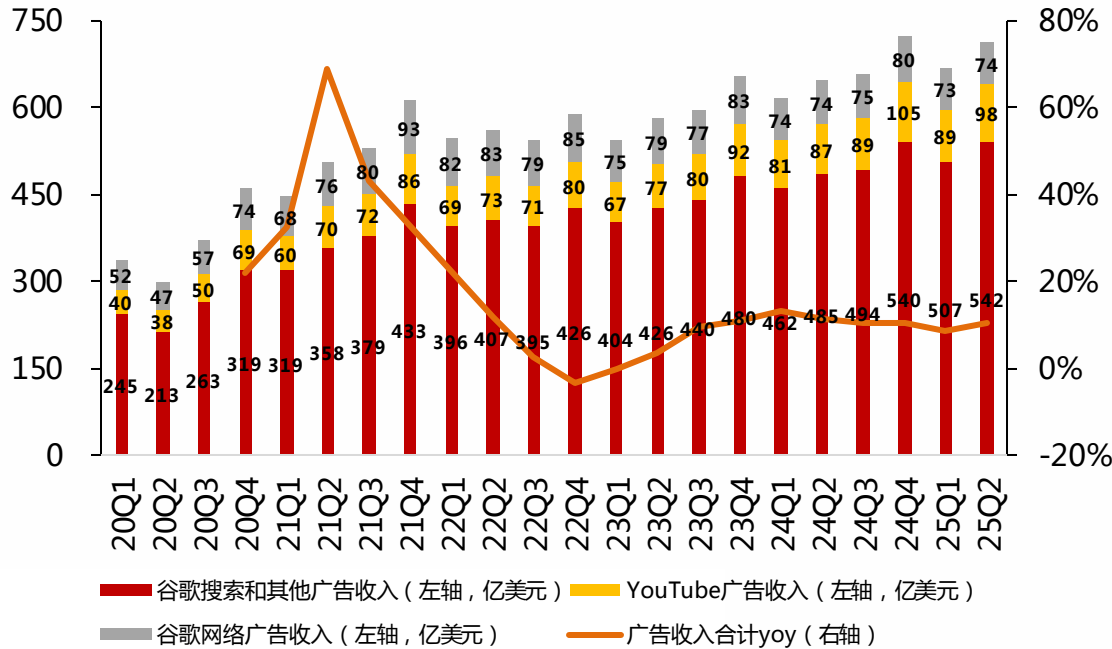
20Q1-25Q2剔除流量成本后广告收入增速



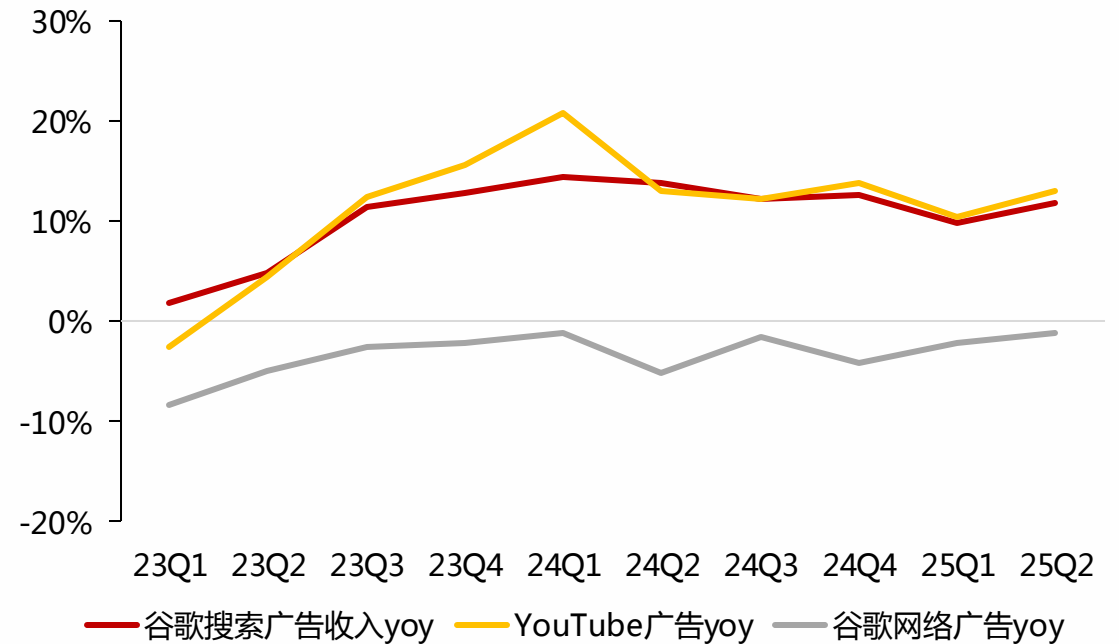
5.2 谷歌：广告收入高于市场预期，AI功能获得积极反馈

- 广告业绩：搜索广告稳健增长，YouTube广告表现良好。** 25Q2谷歌广告业务实现收入713亿美元，yoy+10%，高于市场预期。其中，搜索/YouTube/网络广告收入分别为542/98/74亿美元，yoy+12%/+13%/-1%。根据25Q2业绩会，谷歌搜索广告中各垂类行业均实现增长，其中零售和金融服务行业贡献最大；YouTube广告收入增长主要由效果广告驱动，其次是品牌广告。
- AI+搜索/广告：AI Mode获得积极反馈，AI Overviews用户快速增长。** 1) **AI Mode**：目前已在美国和印度上线，且美国和印度MAU超过1亿人，公司计划未来将继续增加Deep Search、更个性化的回答等新功能。2) **AI Overviews**：MAU超过20亿人，覆盖200+国家/地区和40种语言；通过结合Lens、Search Live、Circle to Search等功能，多模态搜索显著增长，年轻用户使用增长明显。

20Q1-25Q2谷歌广告收入及增速



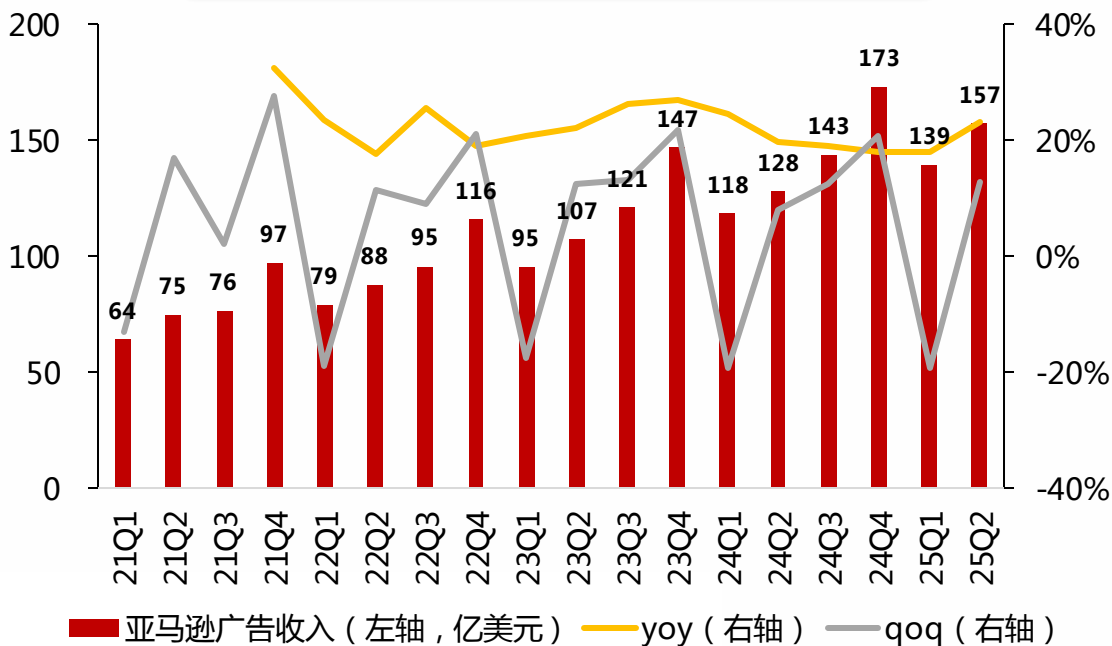
23Q1-25Q2谷歌细分广告收入同比增速



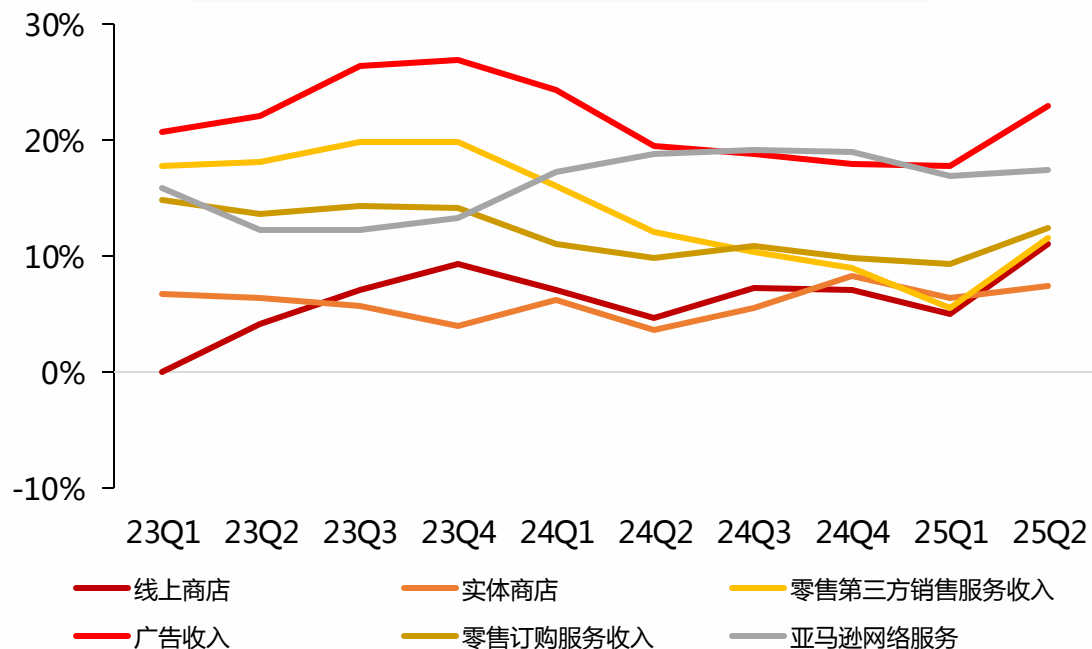
5.3 亚马逊：电商广告盈利贡献突出，全链路策略取得良好效果

- 广告业绩：广告收入增速领先，赞助商品广告成为重要驱动。25Q2亚马逊广告业务实现收入157亿美元，yoy+23%，主要得益于在流量表现强劲的情况下受赞助商品推动，25Q2广告收入增速持续位于细分业务前列。根据公司业绩会，截至目前，广告业务仍然是北美和国际业务板块盈利的重要贡献者，公司通过采用的全链路的广告策略，将品牌与客户连接起来，正取得良好效果。
- AI+电商/广告：公司25Q2业绩会暂未提及。

21Q1-25Q2亚马逊广告收入及增速



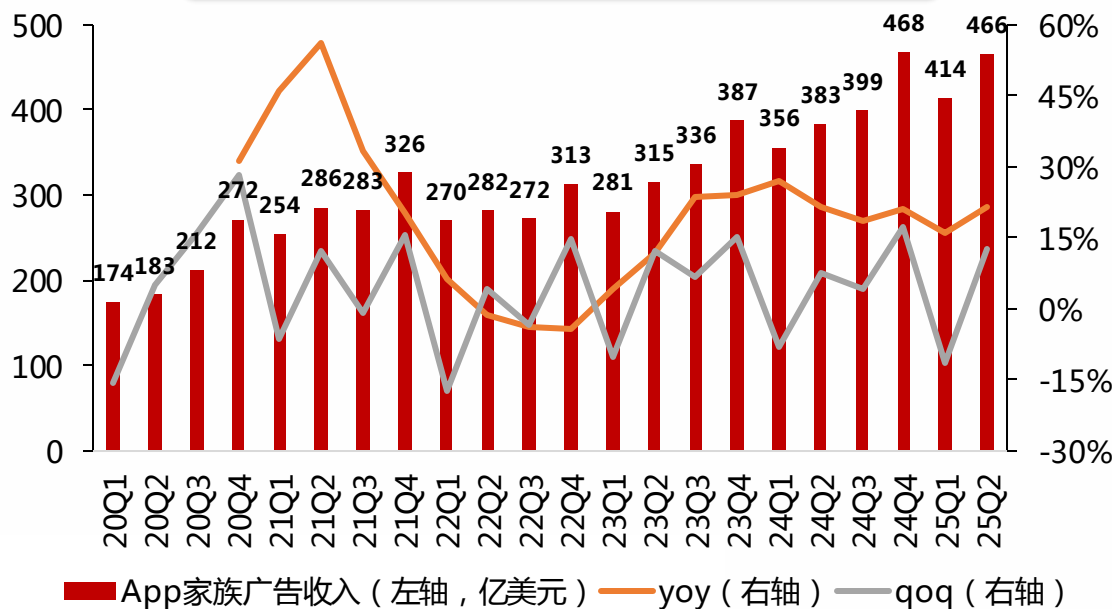
23Q1-25Q2亚马逊细分业务收入同比增速



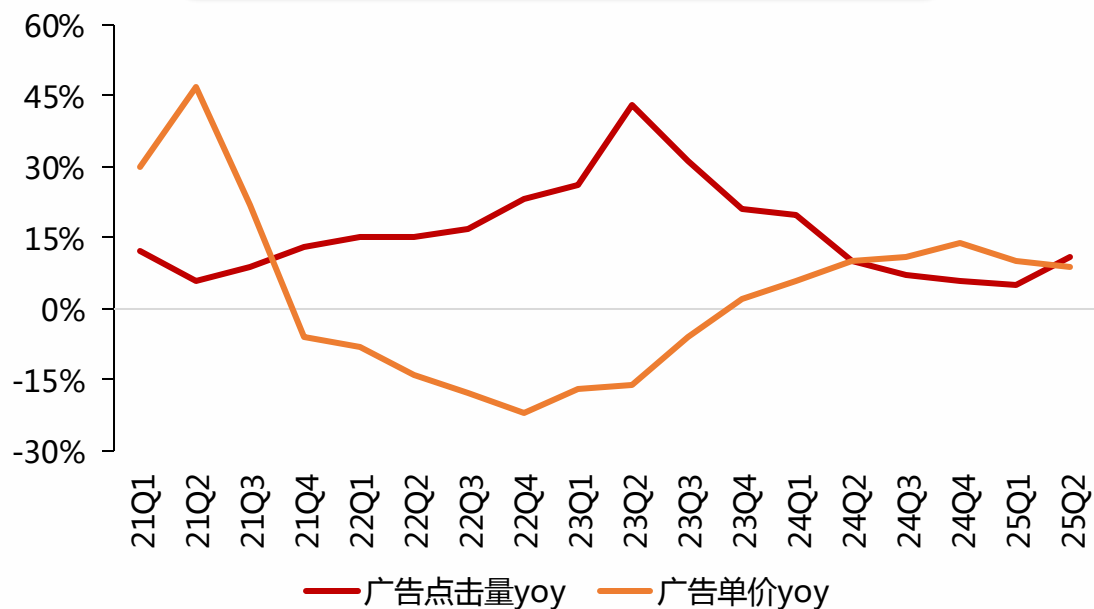
5.4 Meta：社媒广告变现效率持续提升，广告主需求增加

- 广告业绩：App家族广告表现亮眼，电商领域贡献突出。** 25Q2，Meta的App家族广告收入实现466亿美元，yoy+21%，其中，线上电商领域在各细分行业中同比收入增长贡献最大。25Q2广告点击量同比增长11%，主要得益于Facebook和Instagram用户互动提升、Facebook广告加载优化的；广告单价同比增长9%，主要源于广告表现的改善，从而推动广告主需求增加。
- AI+社媒/广告：优化广告系统及工具，提升变现效率。**
 - 平台侧：**Meta将新AI推荐广告模型扩展至更多平台，通过使用更多信号和更长上下文提升性能，推动Ins广告转化率提升约5%、Facebook提升约3%，推动Facebook使用时间增长5%、Ins增长6%。
 - 用户侧：**Meta AI的MAU已超过10亿，当前重点在于深化用户体验，使其成为领先的个人AI。
 - 广告商侧：**完成Advantage+销售和App广告活动的简化投放流程，使广告主更容易享受其性能优势。

20Q1-25Q2 Meta广告收入及增速



21Q1-25Q2 Meta广告点击量和单价yoy



风险提示

- AI云服务需求与供给增长不及预期；
- 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

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.cn
	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	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	资深销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	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
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn				