

美股大厂三季报资本开支&ROIC回顾

行业研究 · 行业专题

计算机 · 人工智能

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

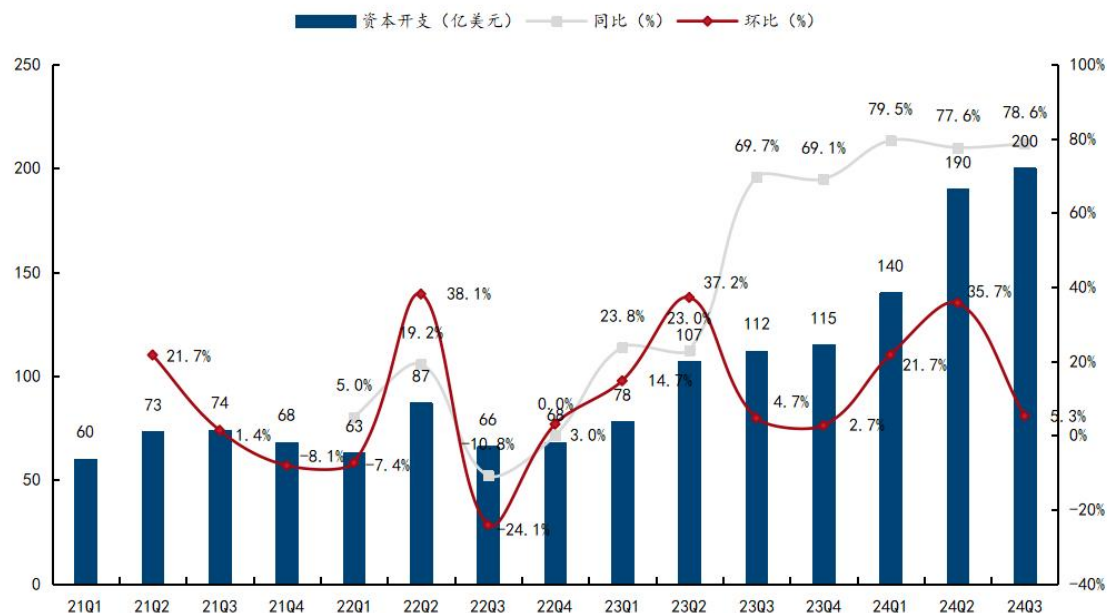
- **云厂商资本开支及业绩情况。**回顾三季度微软、亚马逊、谷歌及Meta数据，资本开支均呈现大幅上升趋势，并将继续保持上行。同时，各厂商收入、利润均实现同环比大幅增长，主要由下游AI需求推动。
- **云收入及ROIC情况。**整体来看，各厂商云收入均保持增长，云收入增速进入2024年后均有不同程度回升。投入资本回报率（ROIC）方面，受整体收入、利润情况向好驱动，各厂商2024年三季度ROIC均呈现上行趋势。
- **风险提示：**AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动。

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

微软：24年资本开支维持高同比增速

- **24Q3 (FY25Q1) 微软资本开支保持高同比增速。**24Q3资本支出（包括融资租赁）200亿美元，同比+78.6%，符合预期。其中，用于购买财产、厂房和设备的现金支付为149亿美元，同比+50.7%，略超预期（145.5亿美元）。约一半与云和AI相关的支出用于长期资产，剩余的云和人工智能支出主要用于服务器，包括CPU及GPU。公司预计，随着公司扩大人工智能服务规模，资本支出将继续增加。
- 从近年来微软资本开支的趋势来看，公司资本开支自23Q3开始同比大幅上升，并在后续季度保持较高同比增速。环比增速方面波动明显，每年二季度一般为环比增速波峰，并在三、四季度有所下降。因此，公司24Q4资本开支同比增速或将继续维持高位，环比增速或将维持在当前水准。

图1：23Q3后微软资本开支维持高位（季度均为自然年季度，24Q3=微软FY25Q1）



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图2：24年微软融资租赁变动情况

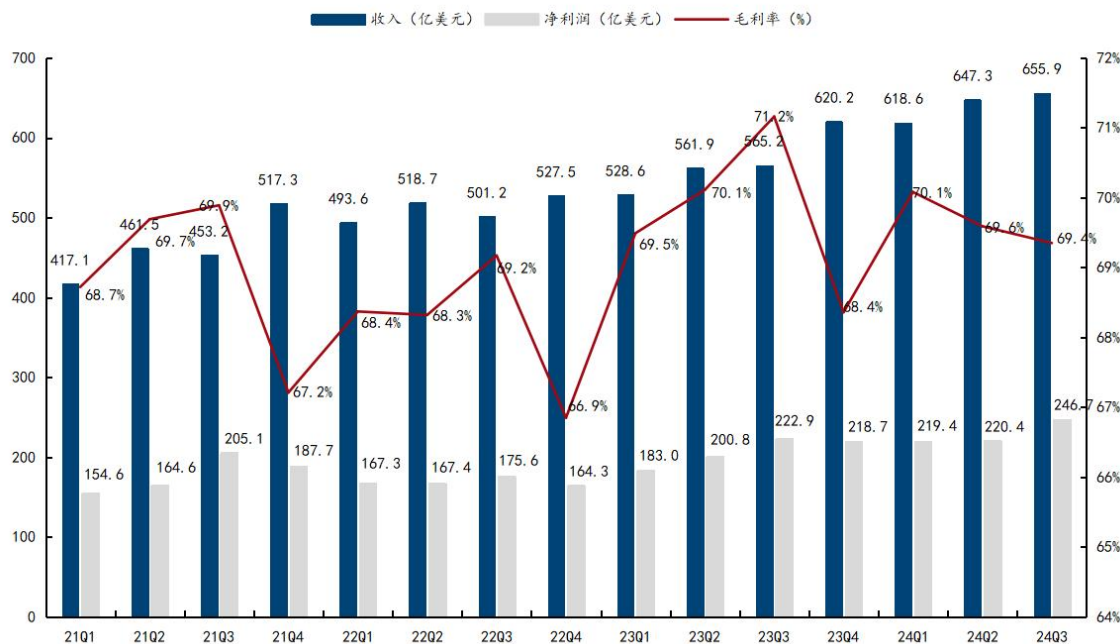
融资租赁（单位：百万美元）			
季度	24Q1	24Q2	24Q3
财产及设备（账面价值）	27328	32248	37186
累计折旧	5865	6386	7070
财产及设备（净值）	21463	25862	30116

资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：收入、利润均超预期

- **24Q3 (FY25Q1) 微软收入、利润均超预期。** 24Q3微软实现总收入655.85亿美元，同比+16% (+16%cc)，超预期的645亿美元；实现净利润220.36亿美元，同比+11% (+10%cc)，超预期（一致预期218.2亿美元）；每股收益 (EPS) 达到3.30美元，同比+10% (+10%cc)，超预期的3.11美元。
- 分业务部门来看，1) 生产力和业务流程：收入为283.17亿美元 (yoy+11%)，超分析师预期228.8亿美元。收入增长主要得益于云服务的强劲表现；2) 智能云业务：实现收入240.92亿美元 (同比+20%)，超分析师预期267.4亿美元，主要得益于Azure和其他云服务收入增长；3) 个人计算业务：分部实现收入131.76亿美元，同比+17%，低于分析师预期142.3亿美元。
- 业绩指引FY25Q2：预计生产力和业务流程收入将达287亿-290亿美元，智能云收入达255.5亿-258.5亿美元，个人计算业务收入为138.5亿-142.5亿美元。总收入为681亿-691亿美元。

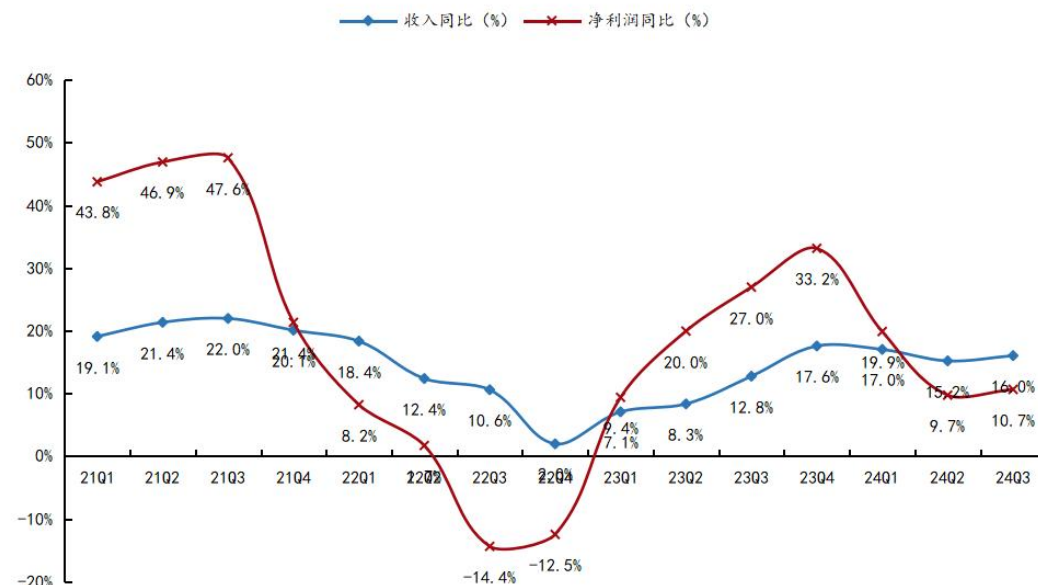
图3：微软单季度收入及净利润情况



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图4：微软收入及净利润同比增速情况



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：分部门营业利润

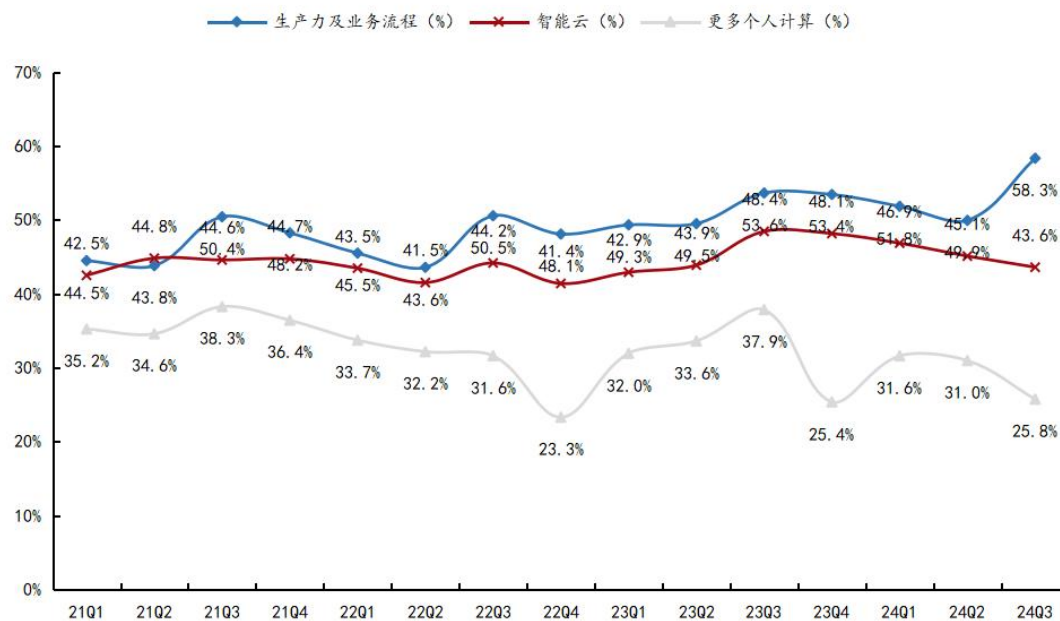
- 2023财年（22Q3）公司将服务器和网络设备的预计使用年限从四年延长至六年。24Q3，生产力与业务流程毛利增加了23亿美元（+11%），主要得益于Microsoft 365商业云的增长。智能云毛利增加了20亿美元（+15%），主要得益于Azure的增长。因公司扩大AI基础设施投资，生产力与业务流程、智能云业务毛利率均有下滑。更多个人计算毛利增加了9.84亿美元（+16%），主要得益于游戏业务的增长，毛利率相对稳定。

表1：微软分部门利润情况（单位：百万美元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
生产力与业务流程	6029	6435	7581	7688	7184	7234	8323	8175	8639	9052	9970	10284	10143	10143	16516
智能云	6425	7787	7562	8197	8281	8681	8978	8904	9476	10526	11751	12461	12513	12859	10503
更多个人计算	4594	4873	5095	6362	4899	4619	4217	3320	4237	4676	5174	4287	4925	4923	3533
合计	17048	19095	20238	22247	20364	20534	21518	20399	22352	24254	26895	27032	27581	27925	30552

资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图5：微软分部门利润率情况

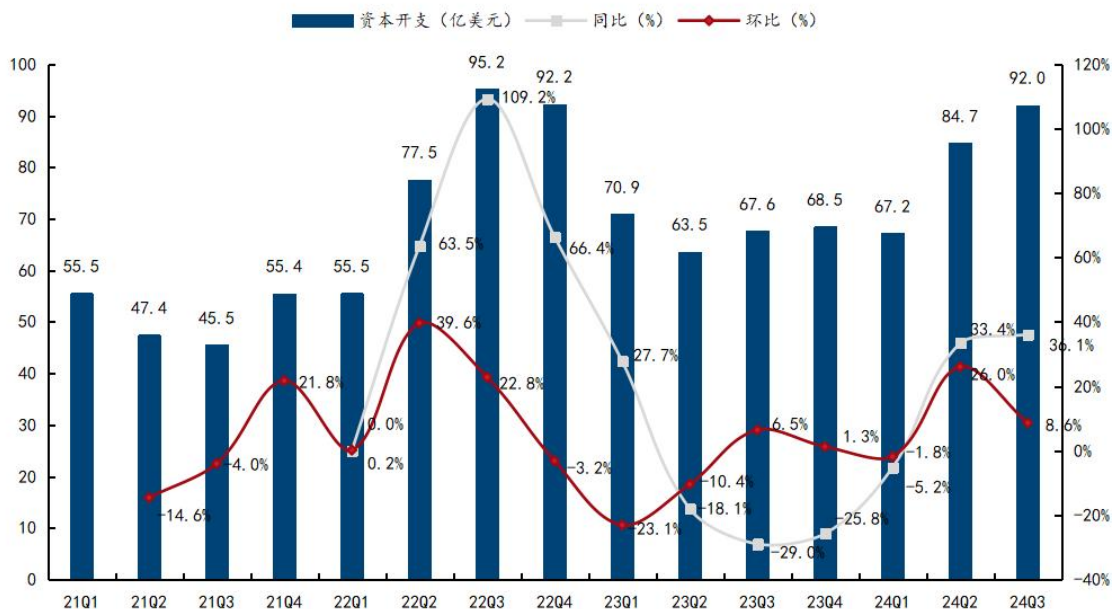


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

Meta: 资本开支下限上调

- 24Q3 Meta 资本开支接近三年峰值水准。** 资本支出（包括融资租赁支出）为92亿美元，同比+36%，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施的投资，部分支出受三季度服务器交付进度的影响，预计将在第四季度支付。Meta 预计2024年资本支出将介于380亿美元至400亿美元之间，较此前预计的370亿美元至400亿美元有所上调。同时，Meta 预计2025年的资本支出会显著增长。
- 从近年来Meta 资本开支的趋势来看，公司资本开支波动明显。自2021年至今，公司资本开支峰值为22Q3的95.2亿美元，资本开支在后续季度有所下滑。进入24年后，公司资本开支再次显著上行，24Q3资本开支已接近近三年峰值，依据公司指引，资本开支将在24Q4继续提升，并突破22Q3的峰值，2025年后，公司季度资本开支或将进一步提升。

图6: Meta 资本开支情况



资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

图7: 24年Meta 融资租赁变动情况

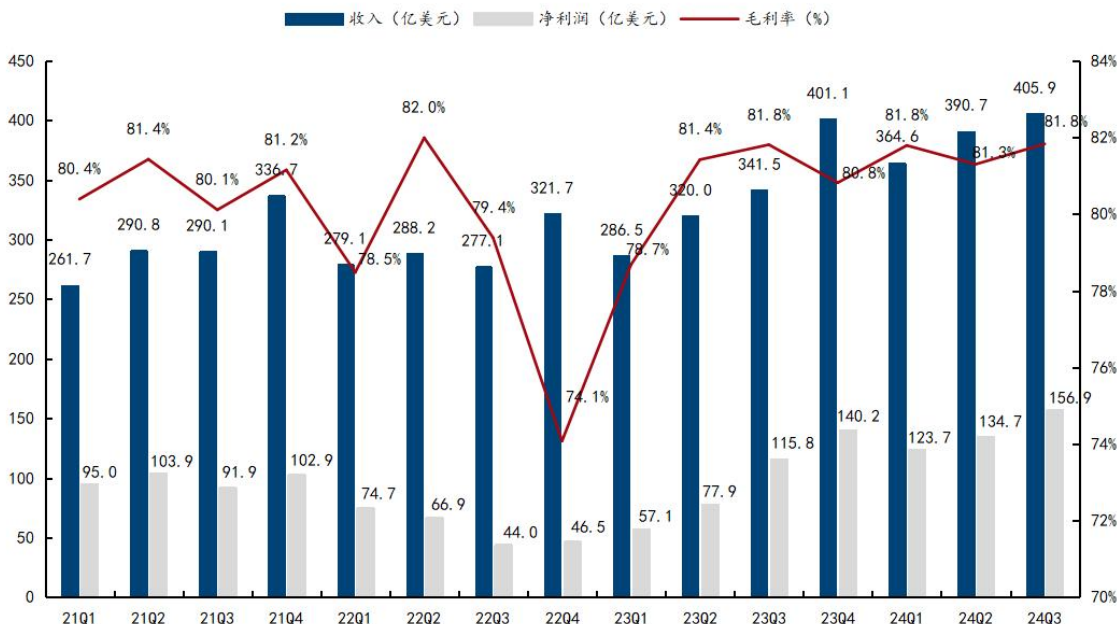
融资租赁 (单位: 百万美元)			
季度	24Q1	24Q2	24Q3
使用权资产 (账面价值)	4323	4583	5103
当期支出	315	299	944

资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

Meta: 收入、利润符合预期

- **24Q3 Meta 营收略超预期，利润符合预期。** Meta实现营业收入为405.89亿美元，同比+19% (+20%cc)，略超出分析师预期的402.5亿美元；净利润156.88亿美元，同比+35%；每股摊薄收益EPS为6.03美元，同比增长了37%。
- 分业务来看，Meta第二季度各业务均增长，但日活低于预期。1) 应用家族营收为403.19亿美元，与去年同期的339.36亿美元相比实现增长。其中，广告业务的营收为398.85亿美元 (同比+19%)。Meta服务家族每日活跃用户人数的平均值为32.9亿人，与去年同期相比增长5%，低于市场预期；2) 现实实验室业务营收为2.70亿美元，同比+29%，低于市场预期3.1亿美元。整体来看，2024年的AR/VR业务表现要好于2023年，前三个季度都保持同比增长态势。随着全新的平价版Quest 3S于Q4季度发售，预计Reality Labs的营收将继续在Q4季度实现同比增长。同时，Meta预计四季度实现总营收450亿-480亿美元。

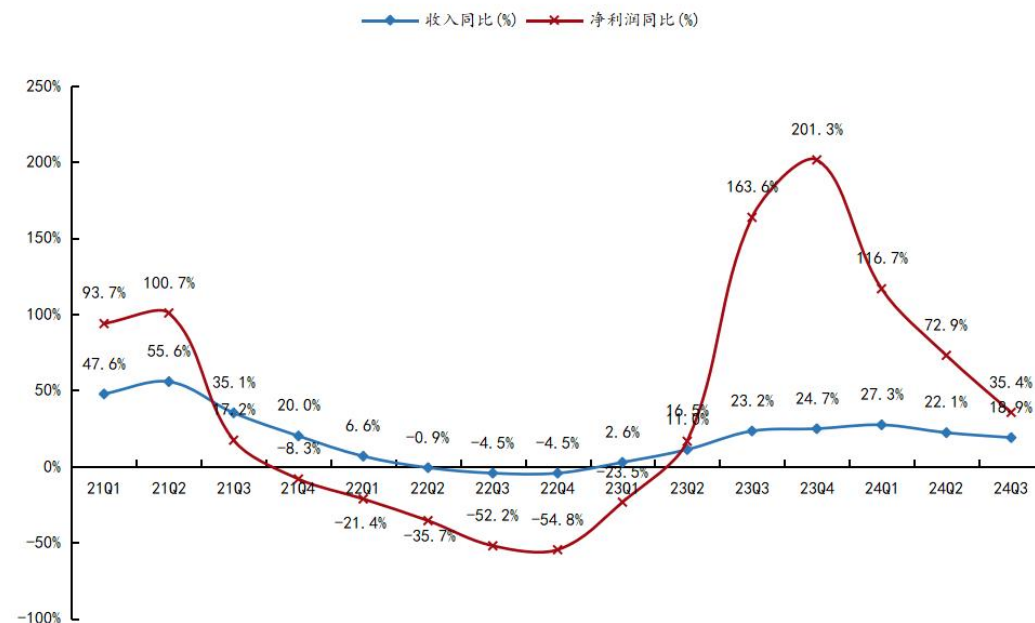
图8: Meta单季度收入及净利润情况



资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图9: Meta收入及净利润同比增速情况



资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

Meta: 分部门营业利润

- 2023年，公司将服务器的估计使用年限从四年调整为六年，以及将某些网络设备的估计使用年限从五年调整为六年。24Q3，应用家族营业应用家族 (FoA) 的营业利润较2023年同期增加了42.9亿美元，营业利润增长主要由广告收入增加驱动，这部分增长被成本和费用的增加部分抵消。应用家族成本和费用的增加主要是由数据中心和技术基础设施相关的运营费用增加，尤其是更高的折旧费用导致。

表2: Meta分部门利润情况 (单位: 百万美元)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
应用家族	13205	14799	13054	15888	11484	11164	9336	10677	11219	13131	17490	21031	17664	19335	21778
现实实验室	-1827	-2432	-2631	-3303	-2960	-2806	-3672	-4279	-3992	-3739	-3742	-4647	-3846	-4488	-4428
合计	11378	12367	10423	12585	8524	8358	5664	6398	7227	9392	13748	16384	13818	14847	17350

资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

图10: Meta分部门利润率情况

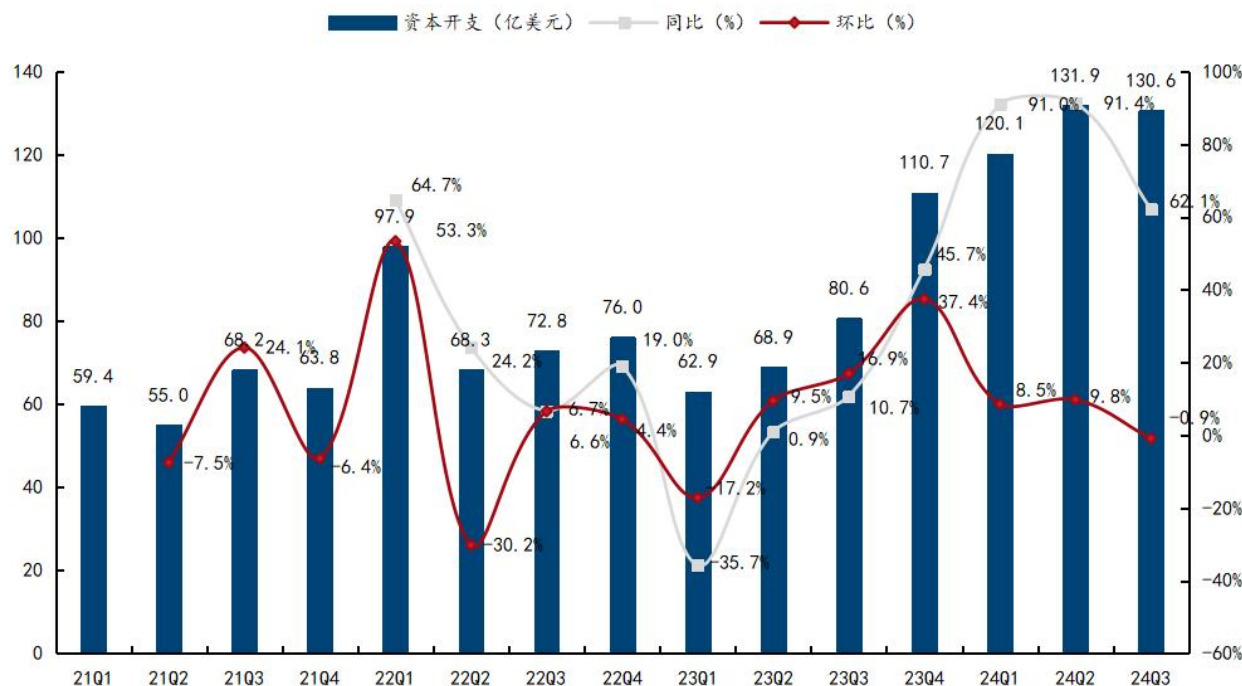


资料来源: Meta财报, 国信证券经济研究所整理

谷歌：24年后资本开支维持高位

- **FY24Q3谷歌资本开支基本持平。**谷歌FY24Q3资本开支为130.61亿美元，同比+62.15%、环比-0.95%，环比基本持平。资本开支主要用于服务器、网络设备的购买以及数据中心的建设，融资租赁成本在财务上不显著；同时，预计Q4资本开支将与Q3持平。
- 从近年来谷歌资本开支的趋势来看，公司资本开支在22Q1达到波峰，并在后续下滑并在23Q1达到波谷，之后季度资本开支逐步上行。23Q4，谷歌资本开支实现同环比大幅上行，并在后续季度维持高位。同时，进入24年后，公司资本开支同比维持较高增速，并在24Q3有所下滑。依据公司指引，24Q4公司资本开支同比或将进一步下滑，环比增速与24Q3持平。

图11：谷歌资本开支情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：收入、利润均超预期

- **24Q3谷歌收入、利润超市场预期。**谷歌24Q3实现收入882.68亿美元，同比+15.09%、环比+4.16%，超市场预期（864.4亿美元）；实现利润263.01亿元，同比+33.58%、环比+11.36%；实现EPS为2.12美元，同比+36.77%、环比+12.17%，超市场预期（1.84美元）。FY24Q3的TAC（流量获取成本）为137.19亿美元，同比+8.52%、环比+2.48%，流量获取成本增速放缓且慢于营收增长。
- 分业务来看，1) 谷歌广告业务：FY24Q3实现收入658.54亿美元，同比+10.41%、环比+1.92%，略超市场预期（655亿美元），主要是由付费用户数量增长拉动，同时AI拓展了客户搜索的内容和方式；其中Youtube广告业务收入89.21亿美元，同比+12.19%、环比+2.98%，高于市场预期（88.9亿美元），且过去四个季度Youtube的总广告和订阅收入首次超过500亿美金。2) 谷歌云业务：FY24Q3实现收入113.53亿美元，同比+34.98%、环比+9.72%，超市场预期（107.9亿美元），主要是AI云租赁驱动。

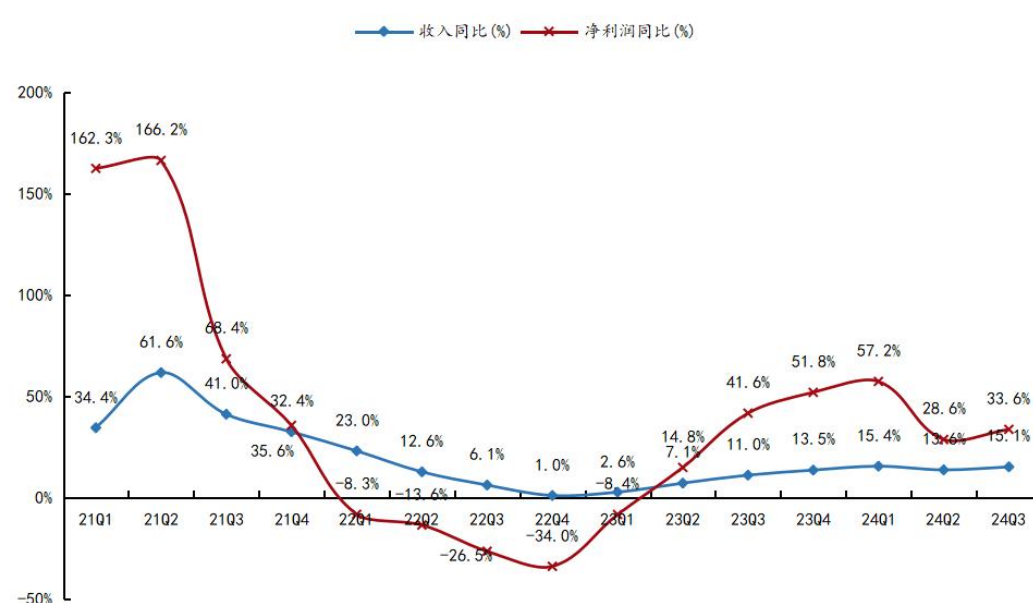
图12：谷歌单季度收入及净利润情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图13：谷歌收入及净利润同比增速情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：分部门营业利润

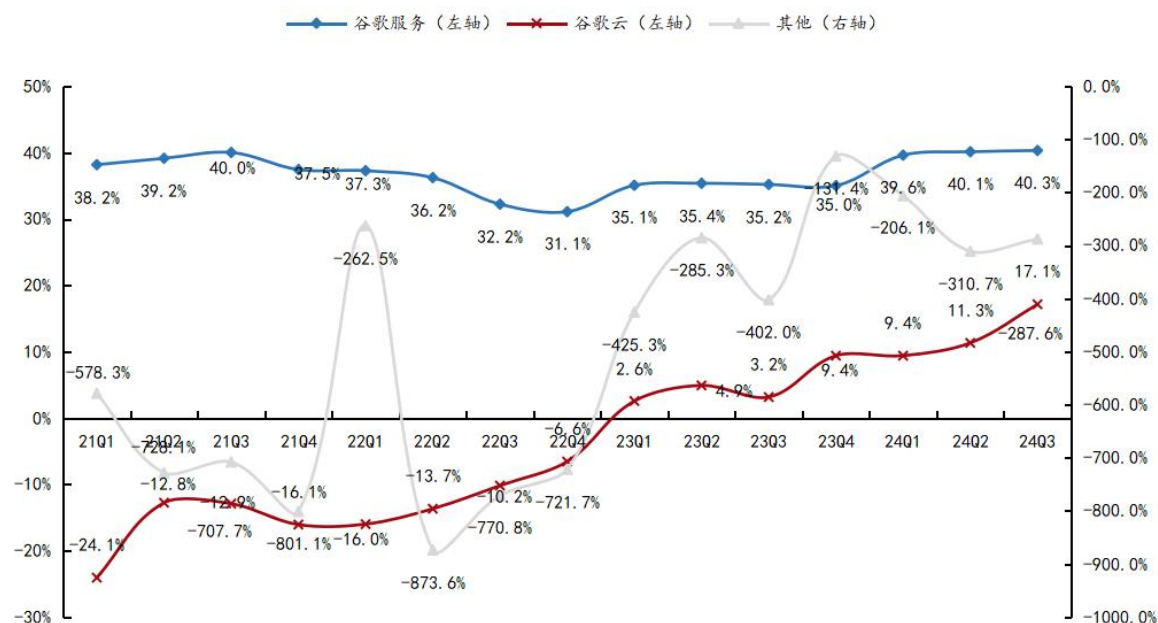
- 2023年，公司将服务器的估计使用年限从四年调整为六年，以及将某些网络设备的估计使用年限从五年调整为六年。24Q3谷歌服务的营业利润同比增加了69亿美元，主要由收入增长驱动，部分增长被TAC（流量获取成本）和内容采购成本的增加抵消。谷歌云营业利润同比增加17亿美元，主要由收入增长驱动，部分增长被技术基础设施使用成本增加抵消。

表3：谷歌分部门利润情况（单位：百万美元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
谷歌服务	19546	22343	23973	25993	22920	22770	19781	21101	21737	23454	23937	26730	27897	29674	30856
谷歌云	-974	-591	-644	-890	-931	-858	-699	-480	191	395	266	864	900	1172	1947
其他	-1145	-1398	-1288	-1450	-1155	-1686	-1611	-1631	-1225	-813	-1194	-863	-1020	-1134	-1116
合计	17427	20354	22041	23653	20834	20226	17471	18990	20703	23036	23009	26731	27777	29712	31687

资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图14：谷歌分部门利润率情况

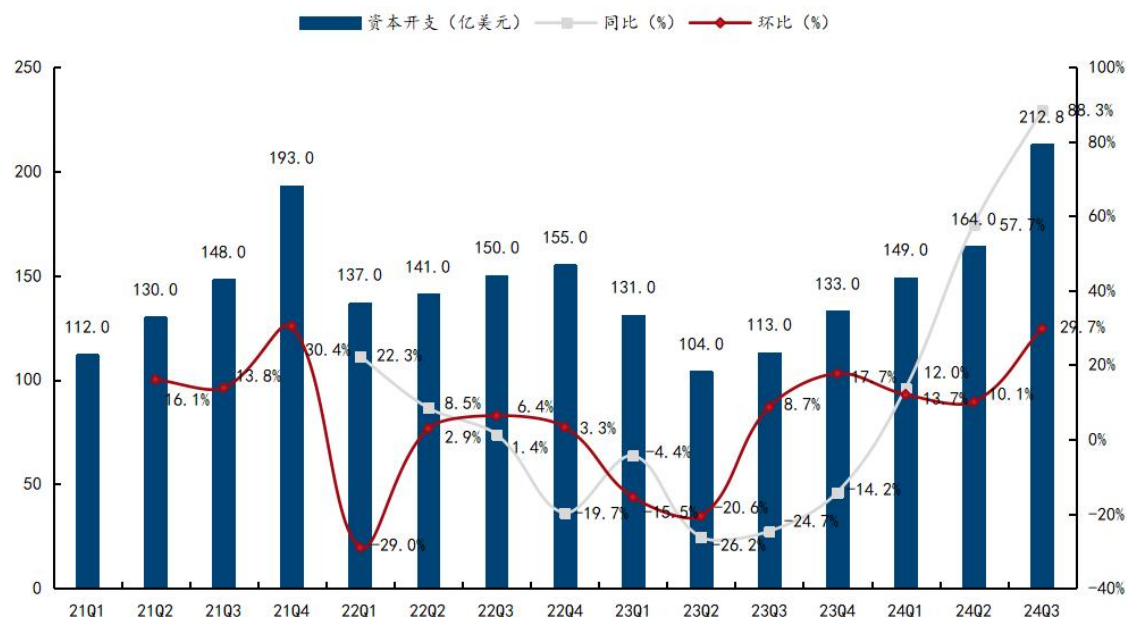


资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：资本开支连续五季度环比增长

- **24Q3亚马逊资本开支同比、环比大幅上行。**资本开支达212.78亿美元，同比增加88.33%，大部分支出主要投资于AI服务需求，同时包括支持北美和国际业务的技术基础设施。此外，公司还继续投资于运输网络，以提高交付速度并降低服务成本。全年资本开支预计750亿，下个季度预计231亿美金。这是亚马逊资本开支这轮环比增长的第五个季度。
- 从近年来亚马逊资本开支的趋势来看，在23Q2公司资本开支为波谷，单季度开支达104亿美元，并在后续季度持续提升。23Q4开始，公司资本开支同比增速显著上行，并在三季度达到峰值。同时，公司资本开支金额在24Q3呈现大幅上行趋势，单季度支出达到近三年峰值，环比增速亦大幅上行。依据公司指引，公司四季度资本开支环比增速将放缓，同比将继续维持高增速。

图15：亚马逊资本开支情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图16：24年亚马逊融资租赁变动情况

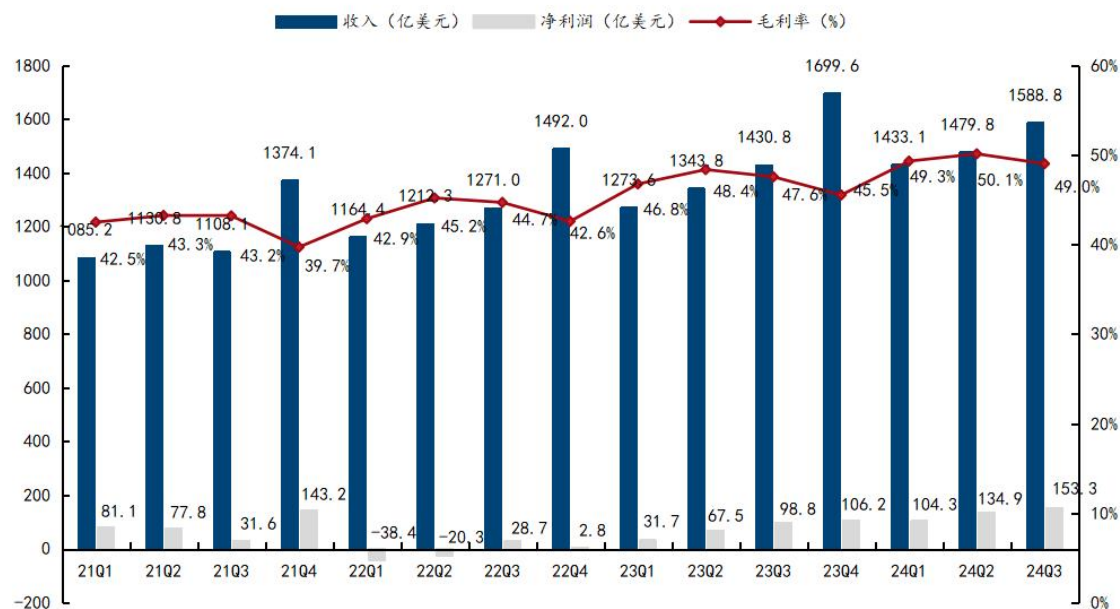
融资租赁（单位：百万美元）			
季度	24Q1	24Q2	24Q3
财产及设备（账面价值）	10490	10300	10290
累计折旧	4400	4350	4370
财产及设备（净值）	6090	5950	5920

资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：收入、利润均超预期

- **24Q3亚马逊业绩超预期。** 24Q3亚马逊实现总收入1588.77亿美元 (+11.04%)，超分析师一致预期 (1585亿美元)；营业利润174.11亿美元，高于市场预期的158亿美元；净利润134.85亿美元 (+55.16%)。云业务和广告服务的利润率增长为主要驱动因素。
- 分业务来看，1) 零售业务：自营电商收入614.11亿美元 (+7.24%)，实体店收入52.28亿美元 (+5.42%)，第三方商家服务收入378.64亿美元 (+10.26%)，各项收入均呈现增长趋势；2) 广告及其他服务：订阅服务收入112.78亿美元 (-6.48%)，广告服务收入143.31亿美元 (+40.91%)，广告业务继续高增，表现尤为强劲；其他收入13.13亿美元 (+7.10%)；3) 云业务：AWS收入274.52亿美元 (+19.05%)，增长势头稳健，符合市场对云业务的预期。
- 业绩指引：Q4预计收入1815-1885亿美元 (+7%-11%)；营业利润预计在160-200亿美元之间 (23年同期132亿美元)。

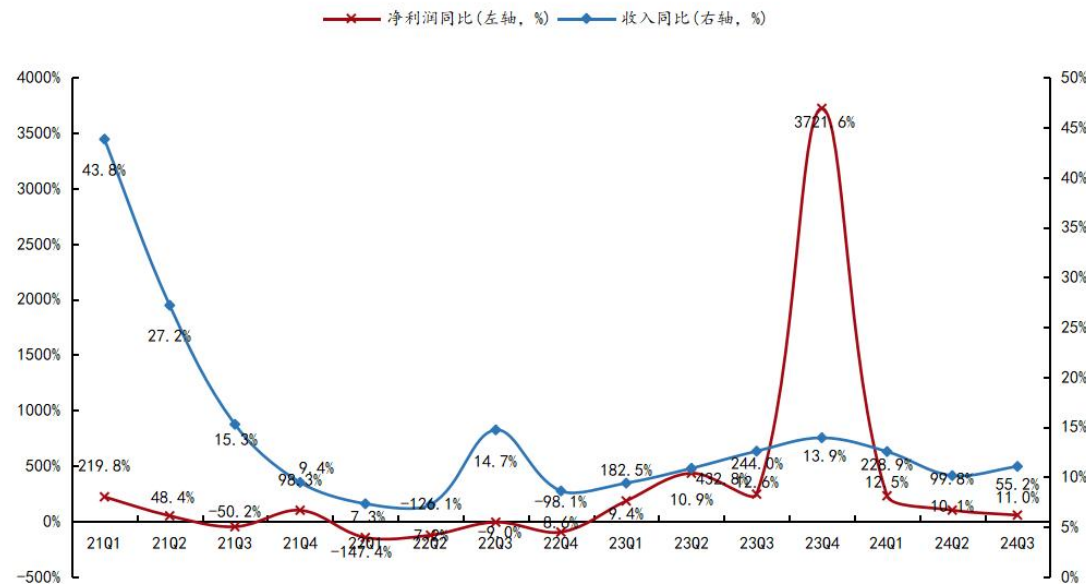
图17：亚马逊单季度收入及净利润情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图18：亚马逊收入及净利润同比增速情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：分部门营业利润

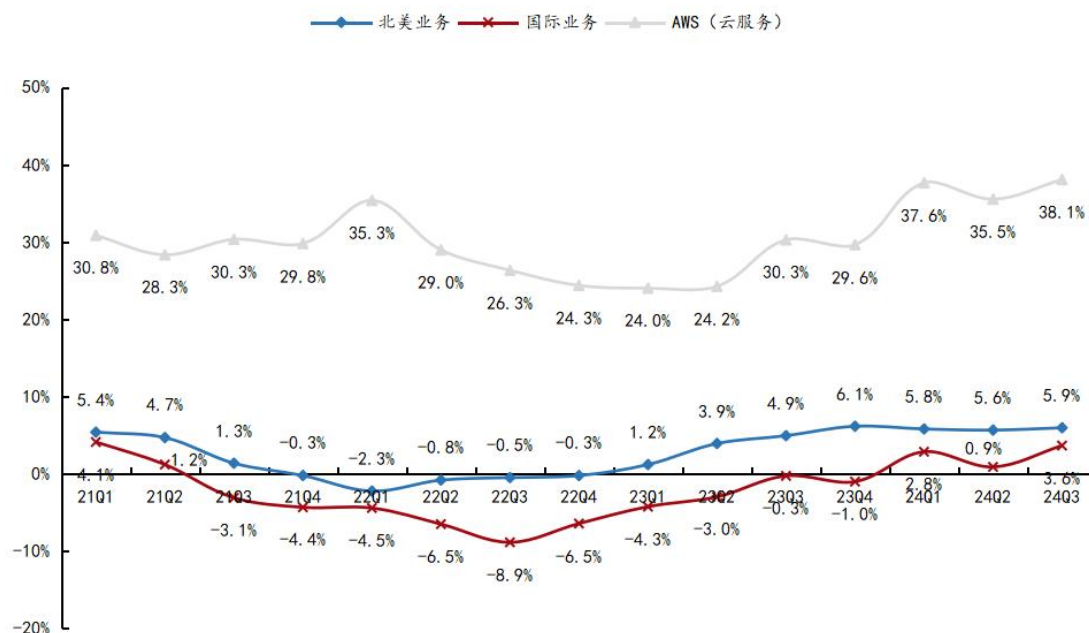
- 2024年，公司将服务器的预计使用年限从五年调整为六年。24Q3，北美、国际营业利润增长主要是由单位销量增加和广告销售额增加推动，部分增长被运输成本的增加抵消。AWS营业利润的增长，主要由销售额增加、薪酬及相关费用减少，以及因公司调整服务器估计使用年限而导致的折旧和摊销费用减少推动，部分增长被技术基础设施投资支出抵消。

表4：亚马逊分部门利润情况（单位：百万美元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
北美业务	3450	3147	880	-206	-1568	-627	-412	-240	898	3211	4307	6461	4983	5065	5663
国际业务	1252	362	-911	-1627	-1281	-1771	-2466	-2228	-1247	-895	-95	-419	903	273	1301
AWS（云服务）	4163	4193	4883	5293	6518	5715	5403	5205	5123	5365	6976	7167	9421	9334	10447
合计	8865	7702	4852	3460	3669	3317	2525	2737	4774	7681	11188	13209	15307	14672	17411

资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图19：亚马逊分部门利润率情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

【 01 】 云厂商资本开支及业绩情况

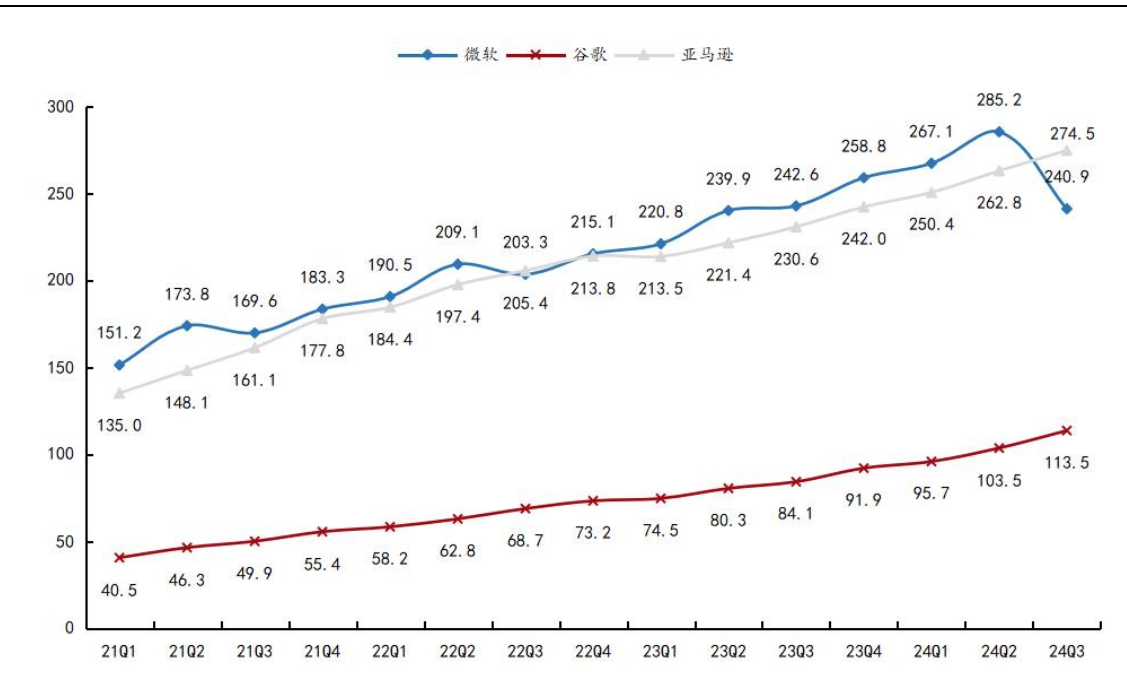
【 02 】 云收入及ROIC情况

【 03 】 风险提示

微软、谷歌、亚马逊：云收入增速回暖

- 分厂商来看：1) 微软：24Q3智能云业务实现收入240.92亿美元（FY25Q1微软原智能云与个人计算业务部分调整至生产力流程中，采用调整业务口径后增速同比+20%），其中Azure和其他云服务同比+33%，高于上季度业绩指引中（28%-29%）；AI对于AZURE的营收增长贡献为12%；2) 亚马逊：24Q3AWS收入274.52亿美元，同比+19.05%，目前年化收入达到1100亿美元，过去18个月中，AWS发布的机器学习和生成AI功能和其他主要云提供商总和的两倍。AWS的AI业务年收入已达数十亿美元，年同比增长率持续保持三位数；3) 谷歌：24Q3谷歌云实现收入113.53亿美元，同比+34.98%、环比+9.72%，主要由谷歌云平台在AI基础设施、生成AI解决方案和核心产品方面的加速增长推动。同时，谷歌云平台的增长速度高于整体云业务增速。
- 整体来看，各厂商云收入均保持增长，云收入增速进入2024年后均有不同程度回升。受业务部门调整影响，微软云实现最高同比增速。

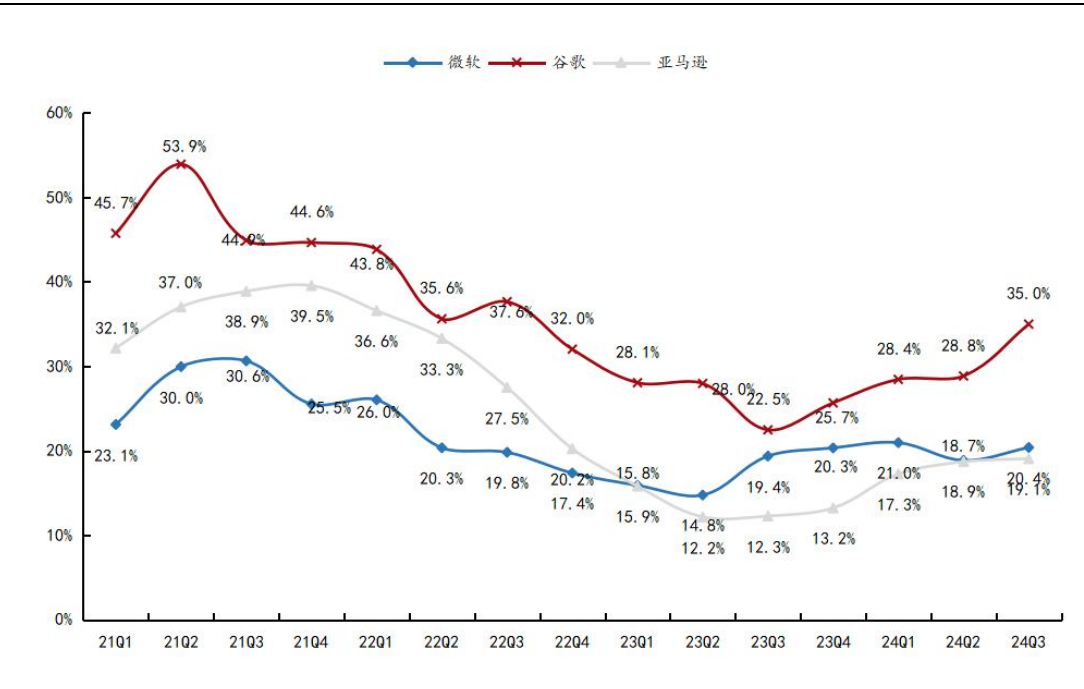
图20：亚马逊、微软、谷歌云业务收入情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图21：亚马逊、微软、谷歌云收入同比增速情况（单位：%）

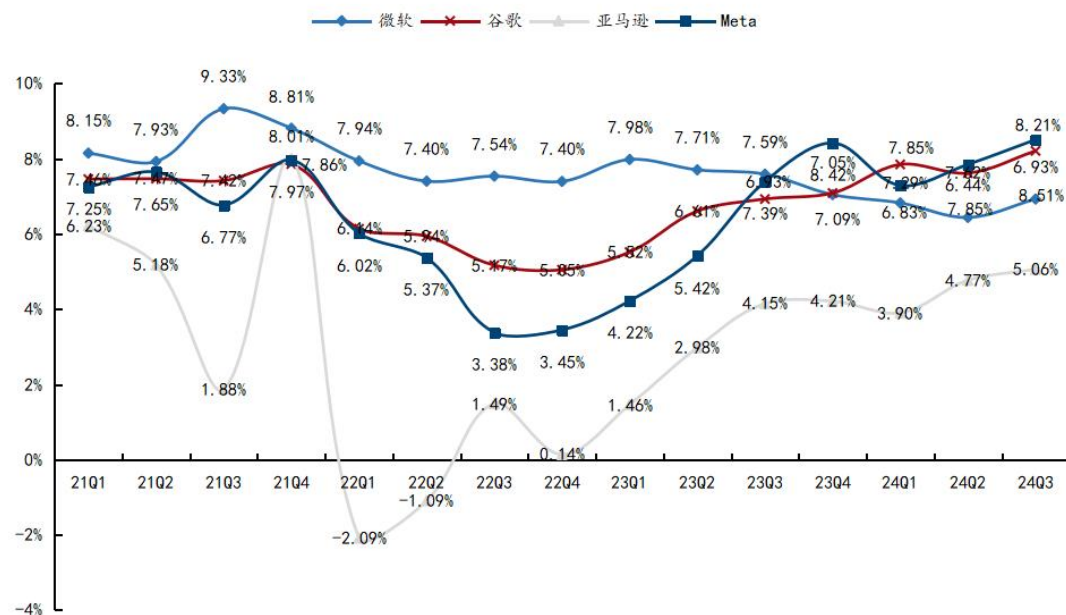


资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理

微软、亚马逊、Meta、谷歌ROIC数据均回暖

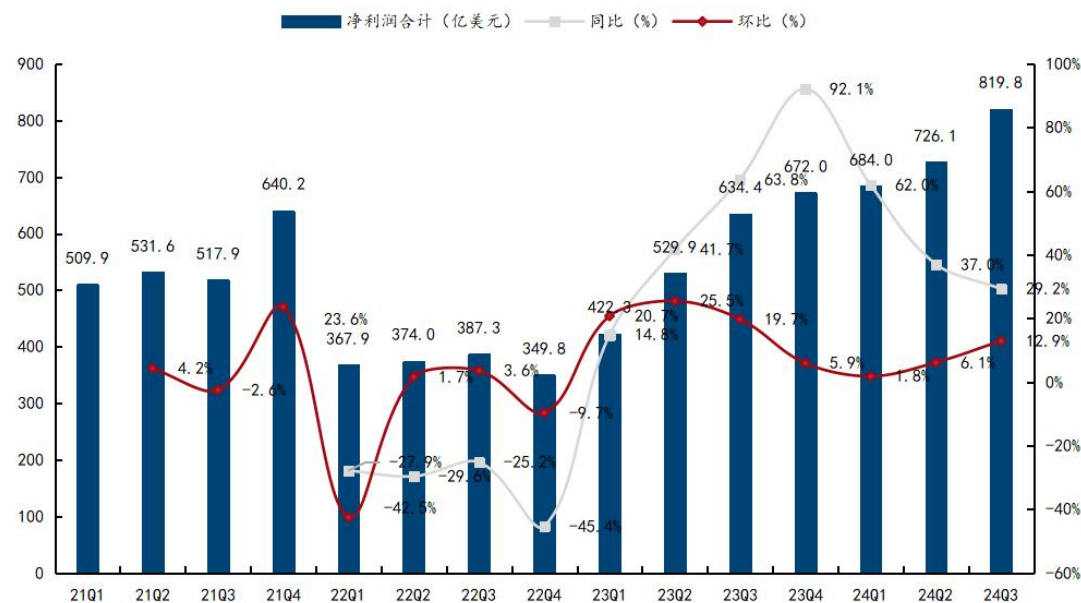
- 投入资本回报率 (ROIC) 方面, 受整体收入、利润情况向好驱动, 各厂商2024年三季度ROIC均呈现上行趋势。回顾近三年数据, AI需求推动各厂商资本开支大幅上行, 公司的ROIC表现受到明显影响, 整体呈现下行趋势。24Q3, 受AI、云服务等需求驱动, 各厂商净利润实现同环比大幅增长, 推动公司ROIC数据在三季度明显回升。

图22: 各厂商ROIC情况



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

图23: 各厂商净利润合计情况

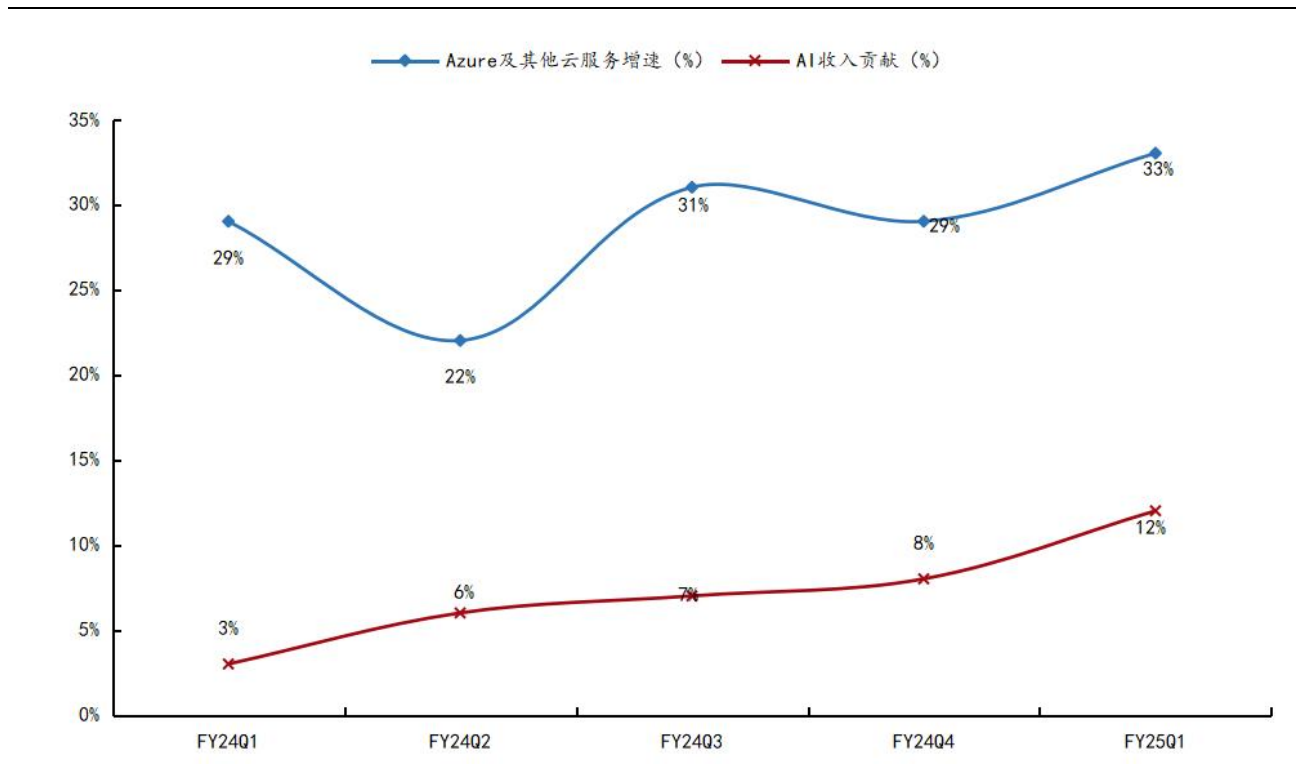


资料来源: 亚马逊财报, 微软财报, 谷歌财报, Meta财报, 国信证券经济研究所整理

AI对微软云收入贡献情况

- 受AI需求驱动，Azure及其他云服务增速逐年提升，AI对云服务收入提升占比逐渐增加。自微软FY24Q1（自然年23Q3）开始，AI对Azure及其他云服务贡献迅速提升，呈现明显上行趋势，由FY24Q1占比3%迅速提升至由FY25Q1占比12%，预期未来将继续保持高速增长。

图24：AI收入增长对Azure及其他云服务增速贡献



资料来源：微软官网，国信证券经济研究所整理

- [01] 大型云厂商回报率测算（以微软为例）
- [02] 中小云厂商回报率测算
- [03] 风险提示

风险提示

- AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032