

计算机行业 2025 年 12 月投资策略暨财报总结

优于大市

2025Q3：海外大厂业绩均超预期，资本开支持续上行

核心观点

近期海外大厂持续公布 2025 年三季度财报，业绩均超预期。微软 FY26Q1 营收 776.7 亿美元，同比+18%，略超出市场预期的 756 亿美元；净利润为 277.5 亿美元，同比+12%；每股收益（EPS）达到 3.72 美元，同比+13%。谷歌 FY25Q3 实现收入 1023.46 亿美元，同比+15.95%、环比+6.14%，超彭博一致预期（998.43 亿美元）；实现净利润 349.79 亿元，同比+32.99%、环比+24.06%；实现 EPS 2.87 美元，同比+35.38%、环比+24.24%，大超市场预期。Meta 25Q3 公司实现总收入为 512.42 亿美元，同比增长 26.25%，超业绩指引上限的 505 亿美元以及彭博一致预期的 494.26 亿美元。亚马逊 FY25Q3 实现收入 1801.69 亿美元，同比+13%、环比+7%，超市场预期（1777.5 亿美元）；实现净利润 211.87 亿美元（其中约 18 亿的费用和裁员补偿有关），同比+38%、环比+17%；实现 EPS 为 1.95 美元，同比+36%、环比+16%，大超市场预期。（市场预期均为彭博一致预期。）

海外大厂云业务加速增长，均超出市场预期。微软云业务收入实现 491 亿元，其中智能云板块增速 28%，收入 309 亿元高于预期的 301 亿美元；Azure 云业务增速为 40%，远超预期。谷歌云业务实现收入 151.57 亿美元，同比+33.51%、环比+11.25%，持续高速增长，超市场预期（147.52 亿美元）。AWS FY25Q3 实现收入 330.06 亿美元，同比+20%、环比+7%，为 2023 年以来单季度最高增速。

海外大厂资本开支仍保持高增速，高资本开支下的现金流与回报率水平成为投资者关注的焦点。微软支出为 349 亿美元，同比环比均大幅度提升，预计 FY26 全年资本开支资本增长率比 FY25 高；谷歌 FY25Q3 资本开支为 239.53 亿美元，超市场预期（按全年 850 亿美金计算，Q3=Q4=226.79 亿美金），其中 60%用于购买服务器、40%用于数据中心和网络设备；Meta 资本支出（包括融资租赁本金付款）为 193.74 亿美元，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施投资，超一致预期的 184.48 亿美元。亚马逊 FY25Q3 资本开支为 342 亿，同比+61%、环比+9%，超先前指引（约 314 亿），预计 FY2025 全年资本开支为 1250 亿美金（即预期 Q4 为 351 亿美金，环比增长），且 FY2026 年资本开支仍会增长。

投资建议：本次财报显示出海外大厂较强的营收能力，但各大厂 AI Capex 的逐步提高挤压利润和回报率，也引发市场担忧。建议短期关注公司的财务面表现，包括业务增速和毛利率、CapEx 的正式指引变化及其对自由现金流（FCF）的中长期影响等，长期关注 AI 对业务增长的推动。

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

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
688041.SH	海光信息	优于大市	252.60	587127.80	1.69	2.36	149.47	107.03
AVGO.O	博通	优于大市	333.39	1574389.27	5.38	7.35	61.97	45.36
ORCL.N	甲骨文	优于大市	289.01	823907.5708	6.68	8.48	43.26	34.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

计算机

优于大市 · 维持

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

联系人：蒯亚雯

证券分析师：艾宪

0755-22941051

aixian@guosen.com.cn

S0980524090001

证券分析师：云梦泽

021-60933155

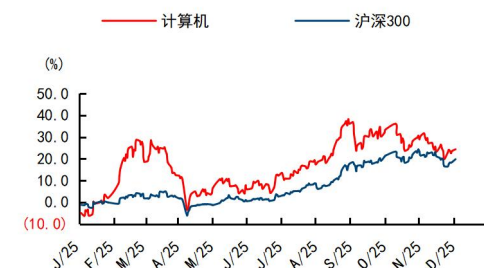
yunmengze@guosen.com.cn

S0980525110001

联系人：侯睿

linyaying@guosen.com.cn hourui3@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《人工智能行业专题：海外大厂云周期复盘及现金流分析》——2025-10-27
- 《计算机行业 2025 年 10 月投资策略-视频模型迎来 GPT 时刻，海外大厂加码 AI 投资》——2025-10-07
- 《计算机行业 2025 年 9 月投资策略暨财报总结-25H1 业绩显著改善，海外大厂 Capex 持续上行》——2025-09-16
- 《人工智能行业专题：2025Q2 海外大厂 CapEx 和 ROIC 总结梳理》——2025-08-15
- 《计算机行业 2025 年 7 月投资策略-AI ASIC 市场规模快速增长，稳定币产业链蓄势待发》——2025-07-15

内容目录

海外大厂 2025Q3 业绩及 Capex 复盘	4
微软：业绩超预期，云业务发展强劲	4
Meta：收入超预期，利润受减值扰动，资本开支持续高涨	6
谷歌：云业务保持高速增长，提升全年资本开支指引	10
亚马逊：业绩超预期，AWS 加速增长	12
总体分析	15
微软、谷歌、亚马逊：AI 驱动加速云业务增长	15
海外大厂均大幅上调资本开支，算力军备竞赛持续升级	15
投资回报受到市场关注，短期可跟踪财务数据	16
风险提示	17

图表目录

图1: 微软分季度收入情况（百万美元）	4
图2: 微软资本开支同环比均提升（季度均为自然年季度，25Q3=微软 FY26Q1，单位：亿美元）	5
图3: Meta 单季度收入情况（百万美元）	7
图4: Meta 单季度毛利润情况（百万美元）	7
图5: Meta 资本开支情况（单位：亿美元）	8
图6: 谷歌资本开支情况（百万美元）	10
图7: 谷歌单季度收入情况（百万美元）	11
图8: 谷歌单季度净利润情况（百万美元）	11
图9: 亚马逊营收情况（亿美元）	12
图10: 亚马逊 AWS 部门收入情况（亿美元）	13
图11: 亚马逊广告部门收入情况（亿美元）	14
图12: 亚马逊资本开支情况（亿美元）	14
图13: 亚马逊、微软、谷歌云业务收入情况（单位：百万美元）	15
图14: 亚马逊、微软、谷歌 ROIC	16

海外大厂 2025Q3 业绩及 Capex 复盘

微软：业绩超预期，云业务发展强劲

微软于 2025 年 10 月底公布 2026 财年一季度业绩，收入、利润均超市场预期。FY26Q1 营收 776.7 亿美元，同比+18%，略超出市场预期的 756 亿美元；按照 GAAP 准则，净利润为 277.5 亿美元，同比+12%；每股收益（EPS）达到 3.72 美元，同比+13%。

（备注：正文中市场预期均参考彭博一致预期）

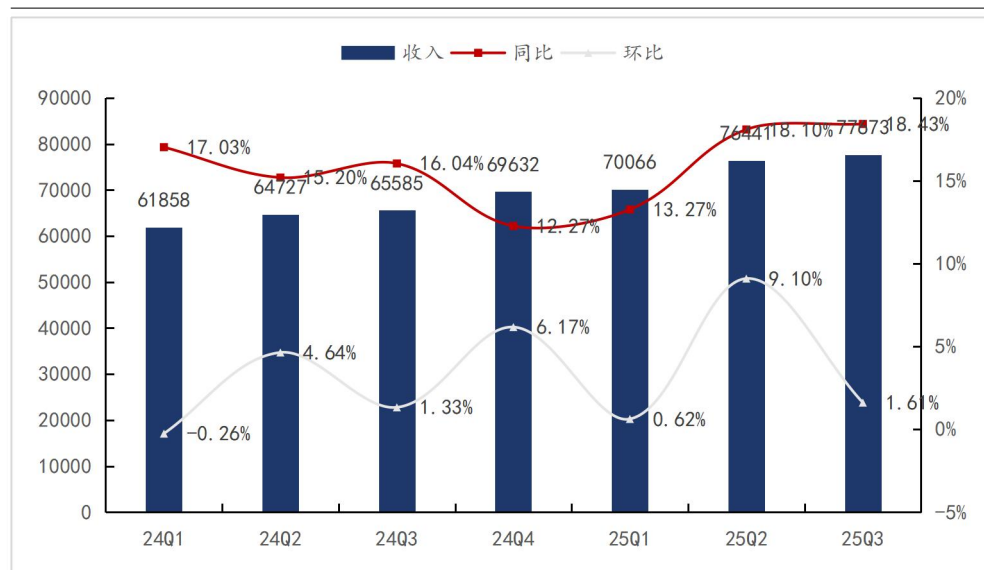
分业务来看，

1) **智能云业务**：实现营收 309 亿美元，同比增长 28%，高于预期的 301 亿美元。其中 Azure 云业务收入增速为 40%，远超预期；

2) **生产力与业务流程**实现营收 330 亿美元，同比增长 17%。其中：Microsoft 365 商业云收入增长 17%（由 ARPU 和 Seats 双重拉动，ARPU 受 E5 和 M365 Copilot 拉动，Paid M365 Commercial seats 同比+6%；M365 商业产品收入增长 17%（Office 2024 购买超预期），M365 消费者云收入增长 20%（由 ARPU 拉动）；Dynamics 产品和云服务收入+18%，LinkedIn 收入增长了 10%；

3) **个人 PC 业务**收入 138 亿美元，yoy+4%，高于市场预期的 129 亿美元。其中 Windows OEM 同比+6%，Xbox 内容和服务收入+1%，搜索和新闻广告收入增长了 16%。

图1：微软分季度收入情况（百万美元）



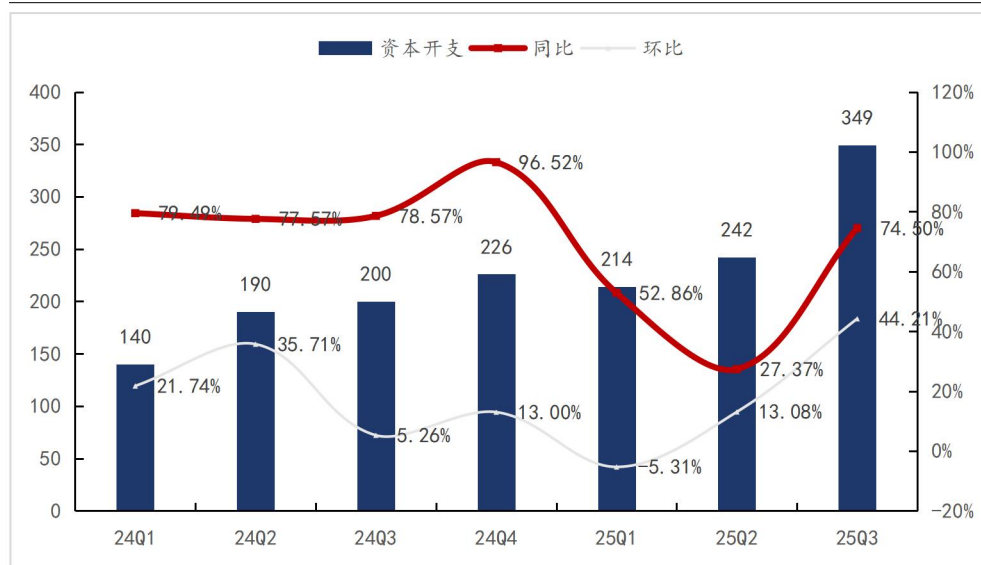
资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

FY26Q1 资本开支达 349 亿美元，大幅增加的 AI/基础设施投入使得投资者对资本效率与长期 ROI 保持谨慎，盘后股价出现回调。2025Q3 (FY26Q1) 微软资本开支同比、环比均提升。微软本季度资本开支为 349 亿美元（含 111 亿美元融资租赁），同比提升 74.5%，环比提升 44.2%。其中约 50%用于购买短期资产，主要为 GPU 和 CPU。为满足客户加速需求和未履约订单，将提升在 GPU 和 CPU 领域投入，预计

FY26 全年资本开支资本增长率比 FY25 高。

尽管业务增长强劲，但股价的回调反映了市场的部分担忧。Azure 与 AI 业务的增长提升了云业务收入，但随之而来的 AI 训练与推理需求显著加大了对 GPU、数据中心等硬件的依赖，导致资本支出与运营成本上升，短期内可能对毛利率和资本回报率造成压力。与此同时，资本投入的节奏与可持续性也引发市场讨论。投资者关注的是，在不断扩大 AI 基础设施的背景下，公司持续上调投资计划，这些投入的投资回报率、资金回收周期，以及是否会影响每股收益增长的可持续性，成为他们担忧的焦点。

图2：微软资本开支同环比均提升（季度均为自然年季度，25Q3=微软 FY26Q1，单位：亿美元）



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

下季度的业绩指引仍然维持较高增速。其中，收入 795-806 亿美金（同比增长 14%-16%），生产力和业务流程收入 333-336 亿美元（同比增长 13%-14%）；智能云业务收入 322.5-325.5 亿美元（同比+26%-27%），其中 Azure 云增速为 37%；个人 PC 业务收入 139.5-144.5 亿美元。

建议关注 AI 需求的增长，同时注意跟踪 CapEx 指引和自由现金流的季度变化：

AI 推理业务正展现出强劲的需求增长，良好的收入表现可缓解现金流压力。尽管行业普遍面临阶段性现金流紧张的问题，但公司在推理市场的收入表现稳健，投资回报承压仍处在可接受水平，并未影响持续投入的决心；未来大规模投入完全释放，投资回报会逐渐上升到健康水平。此外，算力需求带来能源需求的显著增长，未来资本开支或可在能源基础设施方面有所提升；在算力资源方面，目前主流芯片利用率保持高位，但受能源供应稳定性限制，部分非主流芯片的利用率仍有提升空间。长期来看，GPU 对传统 CPU 的替代趋势明确，市场需求潜力巨大，预计未来五年内相关需求将持续旺盛。

下次财报需关注：1. Azure 增速：看 Azure 能否持续维持较高增速；2. 关注云毛利率受 AI 使用增长的影响。3. 追踪公司对 2026 财年 CapEx 的正式指引变化及其对自由现金流（FCF）的中长期影响。4. Copilot 产品的订阅量与 arpu 变化，特别是高端企业订阅的渗透速度将决定生产力与流程业务的收益质量。

Meta：收入超预期，利润受减值扰动，资本开支持续高涨

Meta 公布 2025Q3 业绩，收入达 512.42 亿美元，同比增长 26%，超出市场预期。25Q3 公司实现总收入为 512.42 亿美元，同比增长 26.25%，超业绩指引上限的 505 亿美元以及一致预期的 494.26 亿美元。实现净利润为 27.09 亿美元，同比下降 82.73%，低于一致预期的 170.98 亿美元，实现每股收益 1.05 美元，同比下降 82.59%，低于一致预期的 6.71 美元。主要受一次性递延所得税资产减值影响，若剔除该影响，净利润 186 亿美元，每股收益 7.25 美元。资本支出（包括融资租赁本金付款）为 193.74 亿美元，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施投资，超一致预期的 184.48 亿美元。

分业务来看：

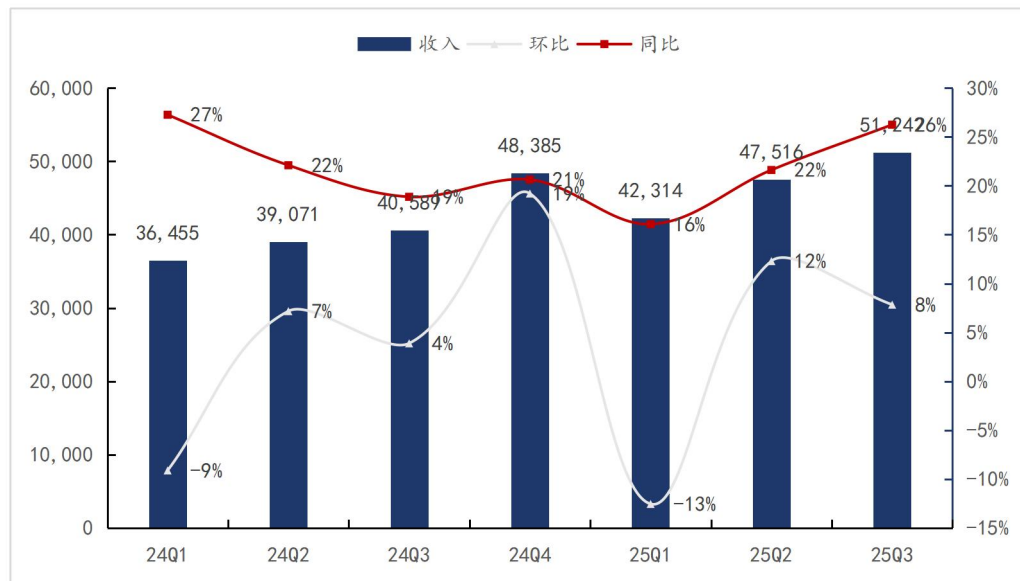
1) 应用家族：日活达 35 亿，总收入为 508 亿美元，同比增长 26%；其中广告收入 501 亿美元，同比增长 26%（按恒定汇率计为 25%）。广告展示量同比增长 14%。平均广告价格同比上涨 10%，得益于广告主需求增强与广告表现改善。其他收入 6.9 亿美元，同比增长 59%，主要来自 WhatsApp 付费消息与 Meta Verified 订阅增长。

2) 现实实验室：收入 4.7 亿美元，同比增长 74%，部分原因是零售商提前备货 Quest 头显以迎接假日季，AI 眼镜销售也贡献了增长

季度亮点：1) Instagram 达到月活跃用户 30 亿，Threads 的日活跃用户已超过 1.5 亿，视频观看时长同比增长逾 30%；2) AI 推荐系统持续提升内容质量与相关性，使 Facebook 用户时长同比增长 5%，Threads 增长 10%。

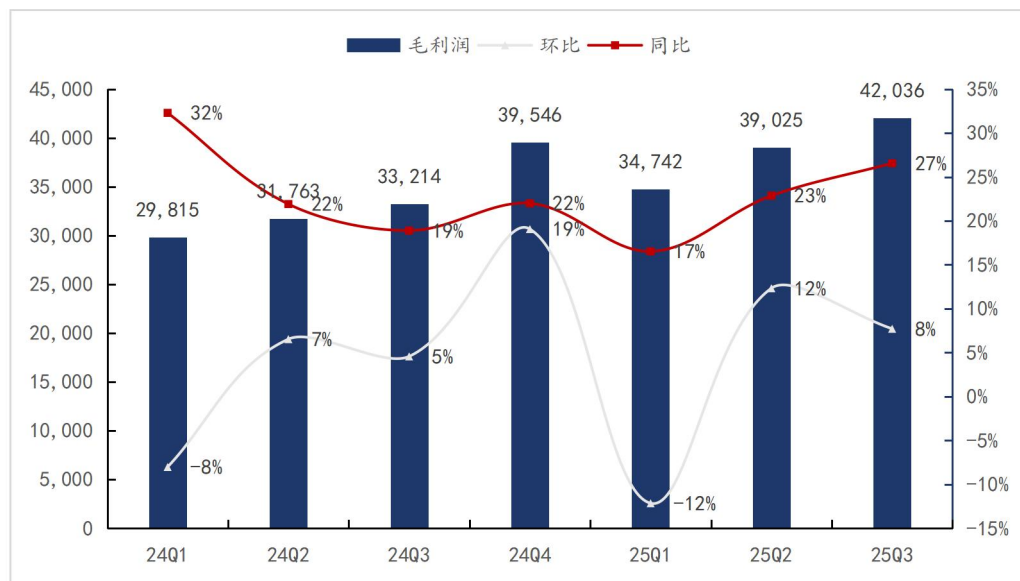
业绩指引：公司预计 25Q4 收入在 560 至 590 亿美元之间，汇率带来约 1%的顺风效应。上调全年资本开支下限，预计 2025 年全年资本支出（包括融资租赁）将在 700 至 720 亿美元（此前为 660 至 720 亿美元）。

图3: Meta 单季度收入情况 (百万美元)



资料来源: Meta 财报, 国信证券经济研究所整理

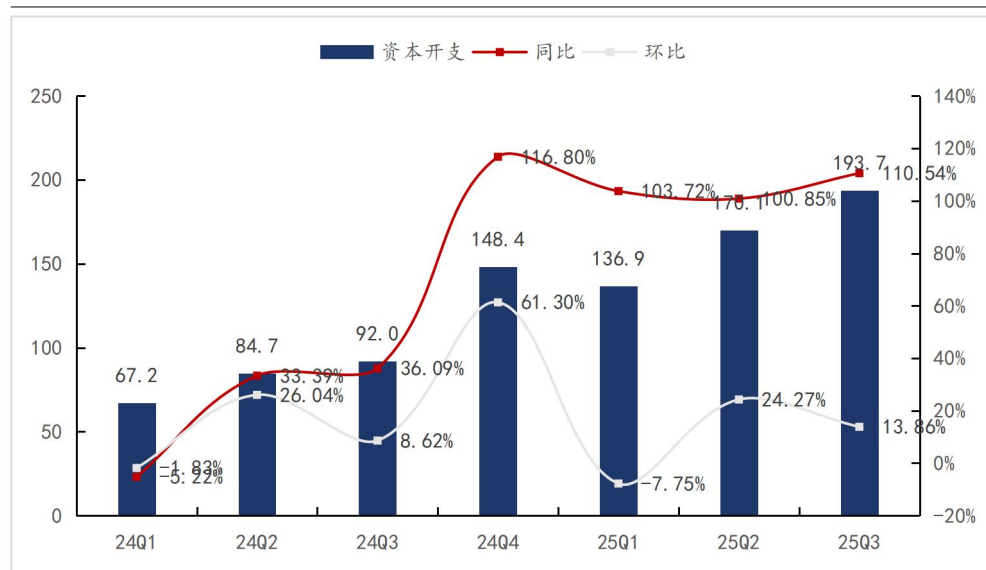
图4: Meta 单季度毛利润情况 (百万美元)



资料来源: Meta 财报, 国信证券经济研究所整理

2025Q3 资本开支同比增长 110.5%，上调全年资本开支指引。2025Q3 资本支出（包括融资租赁本金付款）为 193 亿美元，同比增长 110.5%，环比增长 13.9%，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施投资。公司公开业绩说明会将全年资本支出指引上调至 700-720 亿美元（前值 660-720 亿，24 年 392 亿美元，同比+78%-84%），主要用于支持人工智能相关的数据中心投资和基础设施硬件，算力需求持续显著增长，预计 2026 年资本开支增长将显著高于 2025 年。

图5: Meta 资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：Meta 财报，国信证券经济研究所整理

资本开支规模正持续攀升，已由 2024 年的相对平稳阶段转向 2025 年的高强度投入态势，呈现出行业普遍性的“军备竞赛”特征。

当前 Meta 资本支出主要集中于以下方向：

1) 加强 AI 基础设施能力。相关投入占总资本开支的八成以上，Meta 计划部署超过 130 万块 GPU（如 NVIDIA H100），以支撑其月活跃用户逾 10 亿的 AI 聊天机器人服务及广告系统优化。公司首席财务官 Susan Li 在第三季度财报电话会中指出，“基础设施是目前支出增长的核心推动力”，并预计 2026 年资本开支将出现“更为明显的提升”。这一安排符合公司所采取的“前置投入”策略，目标是在 AI 算力资源层面建立先发优势。

2) 提升在 AI 领域的竞争地位。为弥补与 Microsoft、Google 等对手在人工智能布局上的差距，Meta 正借助开源大模型 Llama 进行追赶，而该路径依赖于大规模的算力建设。

资本开支的快速扩张对短期自由现金流带来压力。当前 AI 相关支出在总资本开支中占比较高，体现出公司以 AI 为优先的战略导向，但也导致自由现金流转率短期降至 10% - 15% 区间，低于 2024 年约 28% 的水平。不过，管理层多次强调，此类投入具备明确的盈利属性，认为对 AI 算力的投入将有助于增强广告与推荐系统等核心业务的效能，从而间接推动自由现金流的长期增长。公司将持续加大资本开支视为应对 AI 行业不确定性的必要举措，并致力于构建领先的算力基础设施。据预估，至 2026 年，AI 业务的回报有望带动自由现金流提升两成以上。公司对开源 AI 路径持积极态度，认为 Llama 等模型不仅具备广泛的社会价值，也为 Meta 带来可观的长期增长潜力。

AI 领域的进展：1) **AI 应用场景：**在广告、内容体验、商业消息传递、Meta AI、AI 设备等领域推进 AI 应用，GenAI 商业化先追求规模（覆盖数十亿用户）和产品质量，数年后再聚焦盈利（互联网产品形式，跟云厂节奏不一样）；2) **Advantage+：**AI 驱动广告工具年化收入突破 600 亿美元。主要得益于广告模型整合（将不同模

型统一为更简单的通用模型)及 Advantage+系列工具的推广。Q3 完成 Advantage+ 线索营销活动简化流程的全球推广,广告主运行销售、应用或线索营销活动时可启用端到端自动化(自动选择受众、广告投放位置等)。使用 Advantage+ 线索营销的广告主平均获客成本降低 14%。**3) Meta AI:**月活超 10 亿,计划将 Meta Super intelligence Labs 研发的前沿模型接入 Meta AI。不仅限于当前的助手功能,还将围绕 AI 生成内容打造新内容格式(如 Vibes 已成为 AI 驱动的新型内容工具,推动媒体生成量增长超 10 倍),同时结合硬件产品(如 AI 眼镜)打造多场景交互体验。**4) 硬件设备:**短期通过 AI 眼镜(如 Ray-Ban Meta)实现设备销售营收,长期依托设备搭载的 AI 服务(如实时翻译、场景交互)创造持续性收入。当前用户使用 AI 眼镜的需求集中于基础功能(如拍照、通话),未来计划通过模型优化(如更精准的实时翻译、更自然的语音交互)提升 AI 功能粘性,同时推进 Orion 原型机(全视野设计)的研发,目标覆盖数亿至数十亿用户,构建“硬件+AI 服务”的盈利模式。

建议重点关注用户活跃度和 AI 带来的等广告业务表现,以及现金流、投资回报等财务面表现。

1) 营收表现:剔除一次性税费影响后,由于假期效应,第四季度通常呈现较强的季节性增长,年化增幅有望超过 35%,显著高于全年约 20%的平均水平。**2) 资本开支趋势与回报预期:**应密切关注公司对 2026 年资本开支的最新指引,特别是 AI 数据中心建设的投入节奏与回报路径是否具备更明确的时间表与量化指标,以评估高投入阶段的可持续性与未来盈利转化能力。

2) 用户活跃度与 AI 产品粘性:日活跃用户(DAU)与月活跃用户(MAU)是广告业务的基础基本盘,而 AI 功能(如 Meta AI 聊天)是否有效增强用户参与度和使用黏性,将成为判断其长期价值的关键。需重点关注 AI 广告工具(例如 Advantage+)是否有效带动广告千次展示成本(CPM)与曝光量的提升,从而验证其商业化成效。

3) 利润与现金流:在高资本开支持续挤压运营利润的背景下,需关注毛利率与自由现金流(FCF)是否出现企稳回升迹象,以判断当前投入对盈利能力的实际影响。

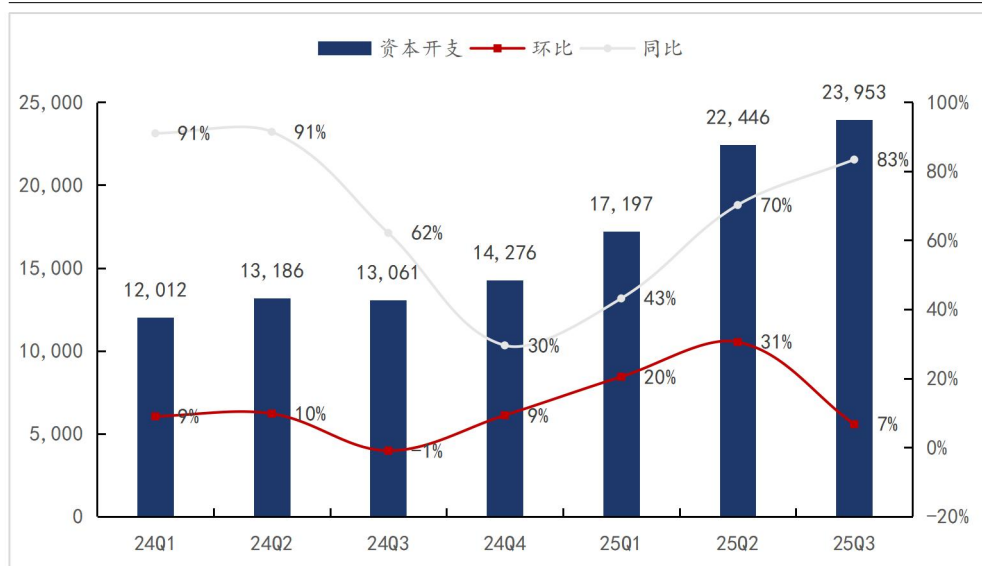
4) Reality Labs 的亏损收敛:尽管该业务规模尚小,但其与 AI 技术的结合(如 Quest 头显中的 AI 应用)构成长期叙事重点。需留意其亏损是否呈现收窄趋势。

长期来看,要重点关注 AI 是否真的会成为 Meta 的新业务引擎,是否真的可以有明确的回报路径。

谷歌：云业务保持高速增长，提升全年资本开支指引

谷歌发布三季度财报，利润和收入均超市场预期。谷歌 FY25Q3 实现收入 1023.46 亿美元，同比+15.95%、环比+6.14%，超市场预期（998.43 亿美元）；实现净利润 349.79 亿元，同比+32.99%、环比+24.06%；实现 EPS 2.87 美元，同比+35.38%、环比+24.24%，大超市场预期（2.27 美元）。

图6：谷歌资本开支情况（百万美元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

分业务来看：

谷歌服务 (Google Services) 业务实现收入 870.52 亿美元，同比+13.78%、环比+5.46%，超市场预期（846.63 亿美元）。

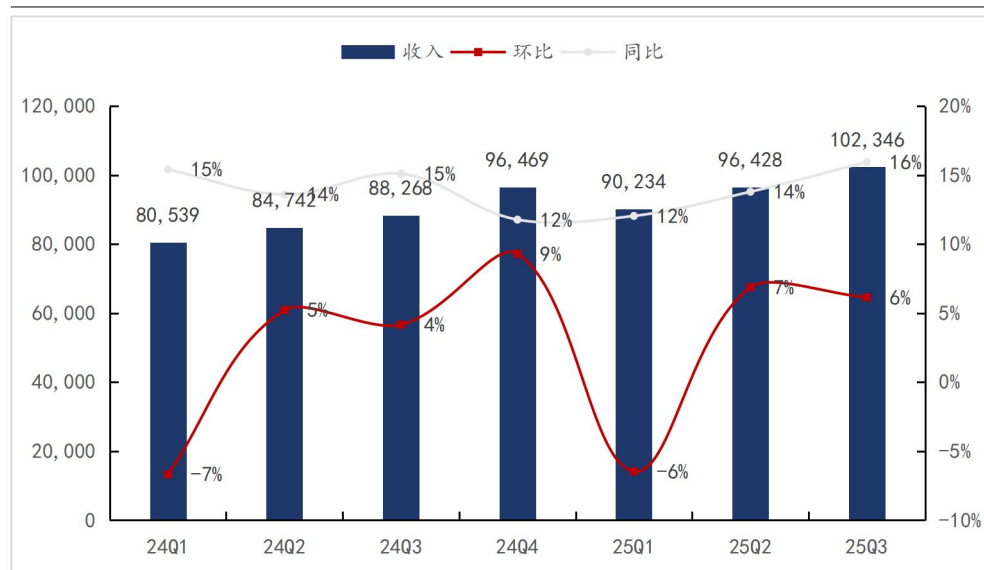
1) 谷歌广告 (Google Advertising) 业务实现收入 741.82 亿美元，同比+12.65%、环比+3.98%，超市场预期（724.57 亿美元），其中谷歌搜索业务实现收入 565.67 亿美元，同比+14.54%、环比+4.39%，大超市场预期（549.89 亿美元），AI Overview 推动推动查询量显著增长，该效应在 Q3 显著（特别是在年轻人群），本季度查询量呈现翻倍增长，Youtube 广告和 Google Network 业务基本符合预期。

2) 谷歌订阅、平台、设备业务业务实现收入 128.70 亿美元，同比+20.78%、环比+14.88%，超市场预期（123.47 亿美元）。根据财报会披露信息，付费用户数达到 3 亿。

谷歌云业务保持高速增长。实现收入 151.57 亿美元，同比+33.51%、环比+11.25%，持续高速增长，超市场预期（147.52 亿美元）。1) 目前，未履约云计算合同为 1550 亿美金，环比+46%。2) 客户端需求更强：a) 签约客户速度更快、新客户数量同比+34%；b) 签署了更大的合同，三季度签署 10 亿+美金的合同数量大幅增长；c) 超过 70%的谷歌云客户使用谷歌的 AI 产品，增加额外收入；3) GB300 实例已经面向客户提供，同时，TPU v7 也即将发布。

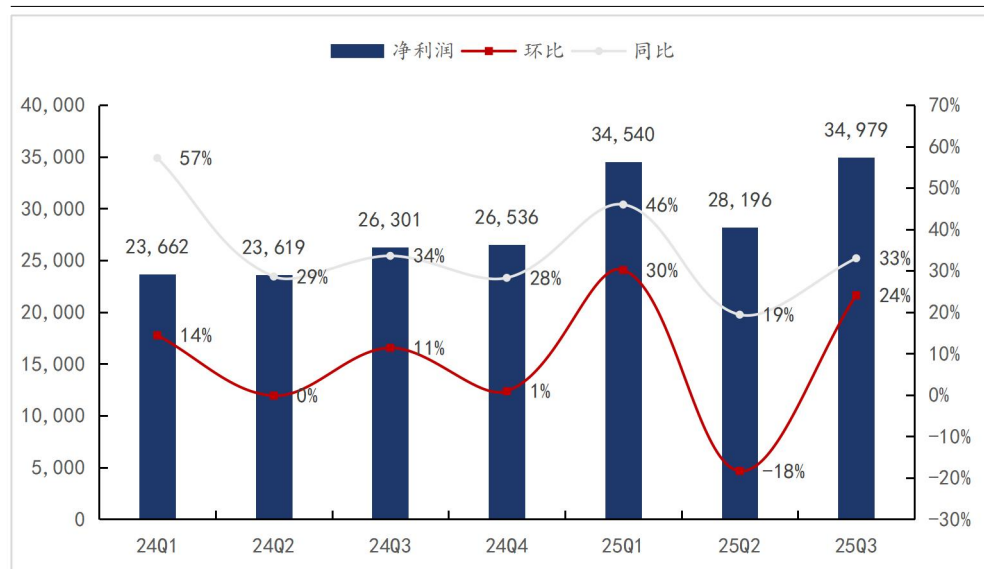
AI 大模型：1) 目前每分钟处理 70 亿个 Token，Gemini 月活用户超过 6.5 亿，查询量自 Q2 开始增长了 3x；25 年 7 月每月 Token 处理量为 980 万亿，25 年 10 月增长至 1300 万亿，一年内增长超过 20x。2) 在视频生成模型领域，Nano Banana 已经生成了 2.3 亿个视频。3) 25 年会发布 Gemini 3。

图7：谷歌单季度收入情况（百万美元）



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图8：谷歌单季度净利润情况（百万美元）



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

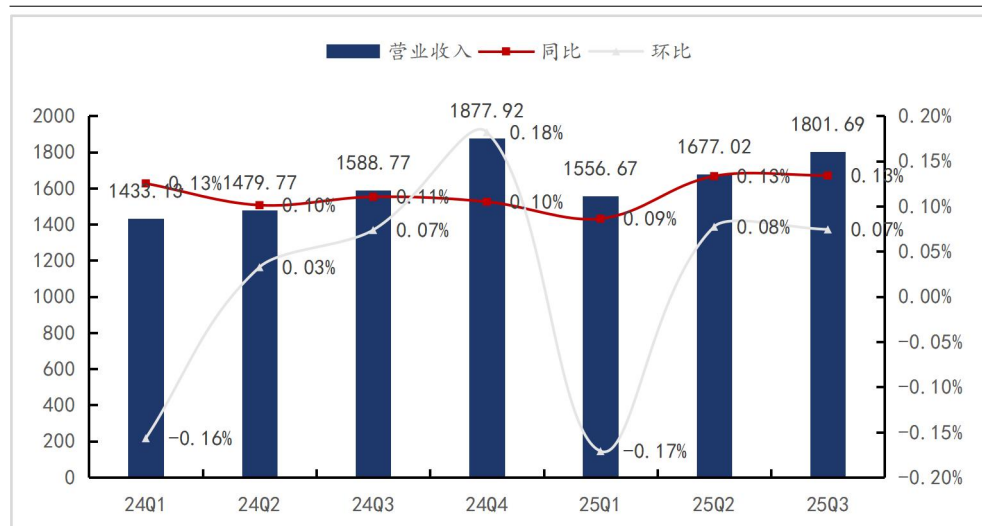
资本开支超市场预期，提升全年资本开支指引。谷歌 FY25Q3 资本开支为 239.53 亿美元，超市场预期（按全年 850 亿美金计算，Q3=Q4=226.79 亿美金），其中 60% 用于购买服务器、40% 用于数据中心和网络设备；预计至 26 年，谷歌云供给仍处于紧缺状态，提升全年资本开支至 910-930 亿美金（先前为 850 亿美金）。26 年预计资本开支将显著增长。

ROIC: 1) 目前投入已经看到回报，云业务方面，本季度已经产生了数十亿美金的收入；2) 严谨的框架和方法评估长期投资（业务的韧性增长+满足客户需求）。

亚马逊：业绩超预期，AWS 加速增长

收入、EPS 均大超预期。亚马逊 FY25Q3 实现收入 1801.69 亿美元，同比+13%、环比+7%，超市场预期（1777.5 亿美元）；实现净利润 211.87 亿美元（其中约 18 亿的费用和裁员补偿有关），同比+38%、环比+17%；实现 EPS 为 1.95 美元，同比+36%、环比+16%，大超市场预期（1.56 美元）。

图9：亚马逊营收情况（亿美元）



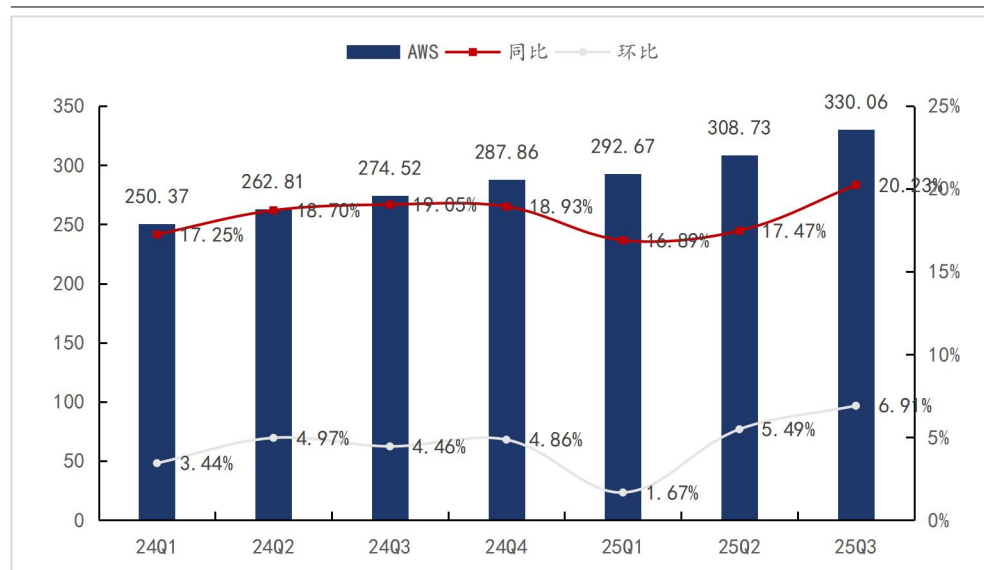
资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

分业务来看：

AWS 业务：FY25Q3 实现收入 330.06 亿美元，同比+20%、环比+7%，为 2023 年以来单季度最高增速，AWS 业务加速增长。

- 1) 未履约订单 Q3 末增长至 2000 亿美金，且不包括 10 月份未公布的几笔订单（这些加起来超过 Q3 AWS 收入的总量）；
- 2) 电力容量快速增长：过去 12 个月内新增了 3.8GW 电力容量（高于其他云厂商），目前电力容量是 2022 年的 2 倍，预计 2027 年再翻一倍；FY25Q4 还要增加 1GW 的电力；
- 3) 亚马逊的 Rainier 数据中心项目，包括 50w 颗 Trainium 2 芯片，Anthropic 正在使用其训练模型，预计年底增长至 100w 颗 Trainium 2 芯片；
- 4) Trainium 2 芯片目前已经全部预定，已经成为数十亿美金的业务，季度环比增长 150%；Trainium 3 发布后（年底预览、26 年批量出货，性价比提升 40%+），预计会拓展用户群体，更多大型客户会使用公司芯片。

图10: 亚马逊 AWS 部门收入情况 (亿美元)



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

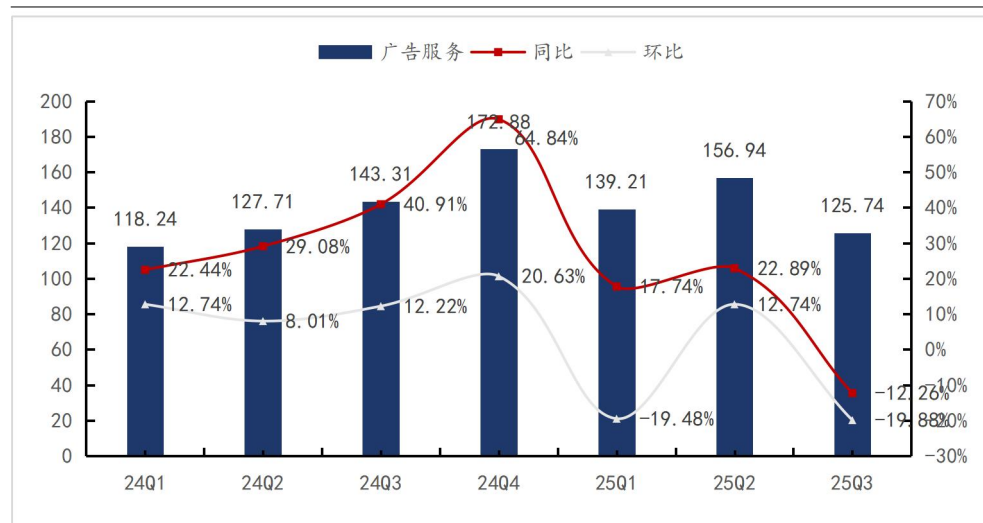
电商业务：在线商店业务、广告业务均取得 20%+ 环比增长；AI 赋能电商业务，使商家更快更好的发布商品列表，继续发力当日达/次日达业务。

- 1) 在线商店业务 FY25Q3 实现收入 674.07 亿美元，同比+10%、环比+10%；
- 2) 实体店业务 FY25Q3 实现收入 55.78 亿美元，同比+7%、环比+0%；
- 3) 第三方卖家服务 FY25Q3 实现收入 424.86 亿美元，同比+24%、环比+13%；
- 4) 广告业务 FY25Q3 实现收入 177.03 亿美元，同比+11%、环比+3%；
- 5) 订阅业务 FY25Q3 实现收入 125.74 亿美元，同比+20%、环比+7%；
- 6) 其他业务 FY25Q3 实现收入 14.15 亿美元，同比+8%、环比-6%。

分区域来看：国际市场增速快于北美地区。

- 1) 北美地区 FY25Q3 实现收入为 1062.67 亿美元，同比+11%、环比+6%；
- 2) 国际业务 FY25Q3 实现收入 408.96 亿美元，同比+14%、环比+11%。

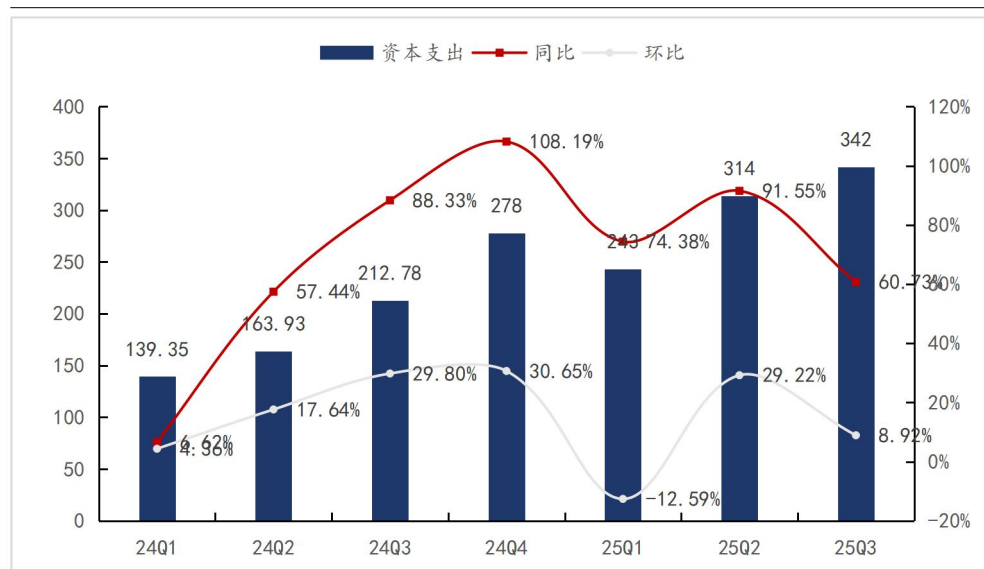
图11: 亚马逊广告部门收入情况（亿美元）



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

2025Q3 亚马逊资本开支同比、环比大幅增长。FY25Q3 资本开支为 342 亿，同比+61%、环比+9%，超先前指引（约 314 亿），继续加大 AI 相关投资；预计 FY2025 全年资本开支为 1250 亿美金（即预期 Q4 为 351 亿美金，环比增长），且 FY2026 年资本开支仍会增长。

图12: 亚马逊资本开支情况（亿美元）



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

业绩指引：

- 1、FY25Q4 收入增长至 2060-2130 亿美元（同比+10%-13%）；
- 2、FY25Q4 Operating Income 预计为 210-260 亿美元（FY24Q4 为 212 亿美元）。

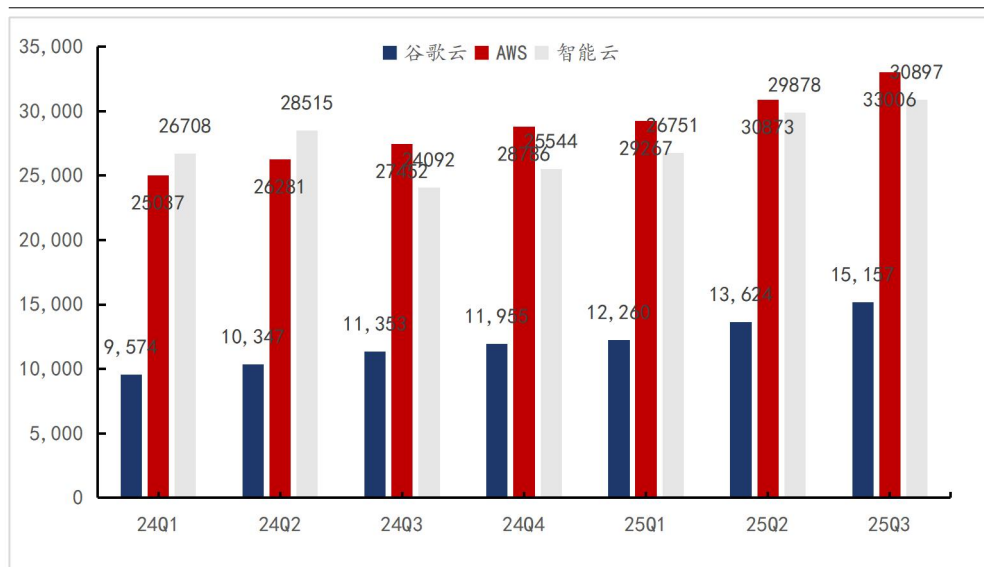
总体分析

微软、谷歌、亚马逊：AI 驱动加速云业务增长

2025 年第三季度，微软、谷歌、亚马逊三家云服务商均实现云收入两位数增长，AI 基础设施需求成为核心驱动力：微软云业务收入 491 亿元，同比增长 26%，保持行业领先水平；谷歌云以 34% 的同比增速领跑；亚马逊 AWS 收入 330 亿美元，增速回升至 20%，创 2023 年以来单季度最高增速。

分厂商来看，1) **微软**：2025Q3 智能云实现收入为 309 亿美元，同比增长 28%。其中 Azure 和其他云服务收入同比增长 40%，主要受益于 AI 基础设施与企业服务双重驱动；2) **亚马逊**：2025Q3 AWS 实现收入 330 亿美元，同比增长 20.23%，环比增长 6.91%；3) **谷歌**：2025Q3 谷歌云实现收入 151.57 亿美元，同比增长 11%，创 2022 年以来最快增速。

图13: 亚马逊、微软、谷歌云业务收入情况（单位：百万美元）



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

海外大厂均大幅上调资本开支，算力军备竞赛持续升级

微软支出为 349 亿美元，同比环比均大幅度提升，预计 FY26 全年资本开支资本增长率比 FY25 高；谷歌 FY25Q3 资本开支为 239.53 亿美元，超市场预期（按全年 850 亿美金计算，Q3=Q4=226.79 亿美金），其中 60% 用于购买服务器、40% 用于数据中心和网络设备；Meta 资本支出（包括融资租赁本金付款）为 193.74 亿美元，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施投资，超一致预期的 184.48 亿美元。亚马逊 FY25Q3 资本开支为 342 亿，同比+61%、环比+9%，超先前指引（约 314 亿），预计 FY2025 全年资本开支为 1250 亿美金（即预期 Q4 为 351 亿美金，环比增长），且 FY2026 年资本开支仍会增长。

分厂商来看：

微软本轮资本开支大致始于 2022Q4，目前已持续 11 个季度，资本开支占收入比

从最低点的 12.89% 已提升至 31.66%。公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达 69.12%，随着流动资产占比下降，公司速动比率降低至 1.35。

谷歌本轮周期始于 2023Q1，目前已持续 10 个季度，资本开支占收入比从最低点的 9.01% 已提升至 23.28%。当前公司 ROIC 未出现明显下降，折旧及摊销费用对利润影响可控。公司流动比率降低至 1.9，短期偿债能力亦有所下滑。

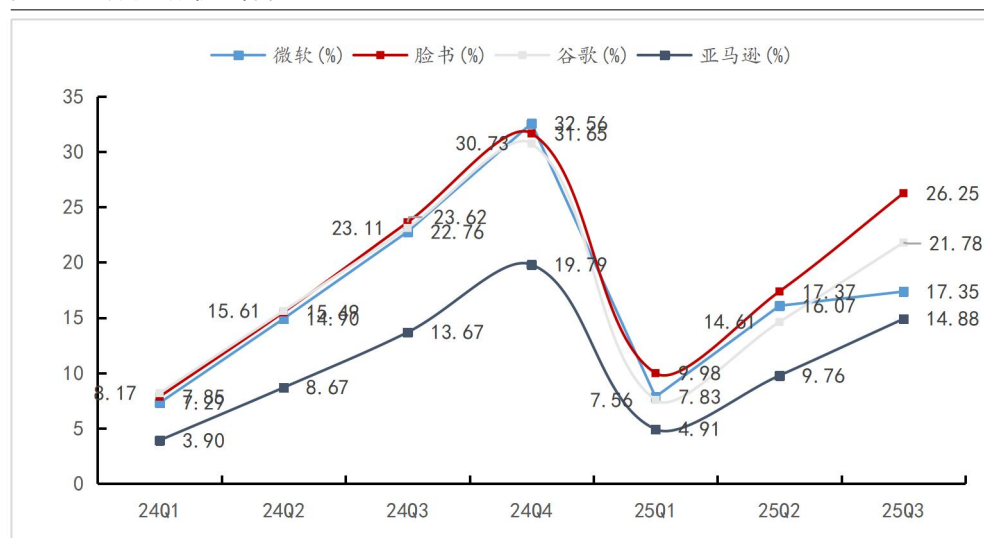
亚马逊本轮周期始于 2023Q4，目前已持续 9 个季度，资本开支占收入比重提升至 18.72%。公司数据中心等长期资产占公司总资产比重达 71.94%，速动比率降低至 0.81，但在历史中仍处于可控水平。

Meta 本轮周期始于 2023 年，目前资本投入已持续 9 个季度，资本开支占收入比重提升至 35.8%。公司 ROIC 稍显下滑，折旧及摊销费用影响可控，数据中心等长期资产占公司总资产比重达 75.02%，公司流动比率降低至 1.97。

投资回报受到市场关注，短期可跟踪财务数据

投入资本回报率（ROIC）方面，受整体收入、利润增长推动，2025Q3 大厂 ROIC 整体同比上升。回顾近几年数据，AI 需求推动各厂商资本开支大幅上行，公司的 ROIC 表现受到明显影响，随着 AI 推动收入、利润提升，整体呈现现上行趋势。

图14: 亚马逊、微软、谷歌 ROIC



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

本次财报显示出海外大厂较强的营收能力，但各大厂 AI Capex 的逐步提高挤压利润和回报率，也引发市场担忧。建议短期关注公司的财务面表现，包括业务增速和毛利率、CapEx 的正式指引变化及其对自由现金流（FCF）的中长期影响等，长期关注 AI 对业务增长的推动。

风险提示

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

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

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

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

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中所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 层

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