

计算机

报告日期：2025 年 05 月 28 日

海外大厂：AI 云加速商业化，构建 Agent 生态引领效率革命

——人工智能行业深度报告

投资要点

□ 大厂 AI 云业务盈利能力亮眼，Capex 持续高增应对未来行业需求增长

2025 年 Q1，亚马逊 AWS、谷歌 GCP 以及微软智能云业务合计营收达到 682.78 亿美元（YoY +20.4%），AI 赋能下整体云业务保持良好增长态势，同时三家厂商单季度经营性利润率分别为 39.45%/17.76%/41.48%，同比分别提升 1.83pct、提升 8.33pct、下降 1.50pct。从云基础设施投入看，微软、谷歌、亚马逊、Meta 以及 Oracle 五家大厂 2025 年 Q1 合计 Capex 达到 770.00 亿美元，同比增长 67.53%，仍然保持高速增长。

在行业需求侧，2017-2023 年全球公有云市场规模 CAGR 约为 24.10%，根据 Statista 预测，2023-2029 年公有云市场保持 19.13%复合增速的持续增长态势。并且，至 2029 年全球雇员人均 SaaS 软件年支出有望达到 220.3 美元，AI 大模型与应用软件的深度融合有望推动 Office、Adobe 等办公及行业应用程序的付费提升。

□ 微软：AI 云营收贡献度加速提升，智能体生态有望引领生产力革命

FY25Q3，微软 Azure & Other Cloud 营收增速为 33%，环比上一财季提升了 2pct，而 AI 贡献占比提升至 16%，环比前几个季度 Azure AI 业务的贡献度加速提升。从产品布局看，微软 Azure AI Foundry 可实现大规模设计、定制、管理和支持企业级 AI 应用程序和 Agent，目前已有超过 70,000 家企业组织的开发者使用 Azure AI Foundry；

在办公应用方面，我们以 FY25Q3 末披露的 4.30 亿为席位基准，并针对个人以 8770 万订阅用户数为基准，则 1%的 Office Copilot 渗透率可对企业用户业务创造 15.48 亿美元年收入增量，对个人用户业务创造 2.10 亿美元年收入增量。在 Copilot 基础上，微软已推出 Researcher 和 Analyst 两款 AI Agent，可以安全合规访问用户工作数据（电子邮件、会议记录、文件等）以及网络数据，分析海量信息并按需提供高技能的专业知识。

□ 谷歌：Gemini 大模型升级成为行业顶流，Agent 生态加速构建

2025Q1，谷歌云业务单季度营收达到 122.6 亿美元（YoY +28.1%），单季度经营性利润为 21.77 亿美元（上年同期为 9.00 亿美元），经营性利润率为 17.76%（YoY +8.36pct）。谷歌积极布局 AgentSpace，旨在为企业用户打造搜索和 AI Agent 中心。而在近期的谷歌“I/O 2025”大会上，谷歌发布了 A2A 协议 v0.2 版本，更新后的 A2A 协议支持状态交互，可提升自动化任务的执行效率，并且引入“智能体卡”概念，未来 A2A 协议有望打破数据孤岛，对 Agent 的能力、跨平台、执行效率产生质的改变。

在大模型能力方面，近期谷歌 DeepMind 发布了 Gemini 2.5 Pro 的更新版本 Gemini 2.5 Pro (I/O edition)，其编程能力大幅提升，在 WebDev Arena 排行榜上以显著优势超过了之前的头名 Claude 3.7 Sonnet (20250219)。用户只需使用一个提示词即可构建 Web 应用、游戏和模拟程序等。同时，在近期的 I/O 2025 大会上，谷歌发布最新图像生成模型 Imagen 4、视频生成模型 Veo 2 新增视频参考、

行业评级：看好(维持)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：陶煜琦

执业证书号：S1230524090010
taoyunqi@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《“大模型+MCP+A2A”生态，打开多智能体协同生态成长空间》 2025.04.17
- 2 《自主可控深化，AI Agent 加速落地》 2025.04.03
- 3 《AI 应用，御风而上》 2025.03.14
- 4 《AI+医疗：大模型重塑医疗生态》 2025.03.09
- 5 《Cost Down：大厂财报续写 AI 提质增效；Revenue Up：新势力崛起突显投资机遇》 2025.03.09

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

相机控制、对象添加与删除等功能，并且谷歌在研项目**聚焦 3D 视频通话、视频通话搜索**，旨在为 Agent 引入多任务处理能力。

□ 建议关注标的

Agent 应用：科大讯飞、焦点科技、光云科技、税友股份、鼎捷数智、汇通达网络、彩讯股份、迈富时、泛微网络；

AI 垂类应用：金山办公、福昕软件、万兴科技、昆仑万维、虹软科技、润达医疗、美图公司、商汤-W、医脉通；

□ 风险提示

1、大模型技术进度不及预期的风险；2、下游需求不足影响商业化进度的风险；3、前期投入对业绩短期扰动的风险；4、翻译偏差的风险；

正文目录

1 AI 推动云厂商业绩亮眼，Capex 投入及行业需求值得期待	7
1.1 海外大厂云业务规模保持快速增长，盈利能力及客户规模持续提升	7
1.2 海外大厂资本开支投入力度不减，全年维持高投入指引	9
1.3 企业客户积极拥抱 AI 浪潮，拉动云计算行业规模持续成长	10
2 微软：AI 云业务加速成长，Agent 引领生产力革命	12
2.1 云业务营收超预期，AI 相关产品增速表现良好	12
2.2 微软云业务保持良好增长，AI 贡献度实现加速提升	16
2.3 办公应用业务表现亮眼，Copilot 产品矩阵加速迭代	19
2.4 搜索引擎：Copilot Search 有望推动微软市占率提升	24
3 谷歌：打造 Gemini 大模型+A2A 协议+Agentspace 生态	25
3.1 整体经营质量持续提升，AI 加速融合各业务场景	25
3.2 谷歌云业务快速成长，Agentspace 及 A2A 协议打造智能体生态	27
3.3 Google Gemini 大模型综合能力大幅升级，关注视频性能突破	31
3.4 搜索引擎及广告：AI 赋能用户信息获取及广告主触达效率提升	34
4 亚马逊：关注云业务高质量增长与 AI+电商应用渗透	36
4.1 盈利能力大幅提升，电商及云业务同步良好增长	36
4.2 AWS 业务持续成长，大模型服务矩阵不断扩充	38
4.3 AIGC 结合亚马逊电商，买家+卖家应用均有布局	40
5 建议关注标的	41
6 风险提示	42

图表目录

图 1: 21Q1-25Q1 海外大厂单季度云业务营收.....	7
图 2: 21Q1-25Q1 海外大厂单季度云业务合计营收.....	7
图 3: 22Q3-25Q1 海外大厂单季度云业务经营性利润.....	7
图 4: 22Q3-25Q1 海外大厂单季度云业务经营性利润率.....	7
图 5: 2024Q4 全球云基础设施服务市场份额.....	8
图 6: 2019-2024 年三大云厂商客户数情况.....	8
图 7: 20Q1-25Q1 海外大厂单季度合计资本开支情况 (亿美元)	9
图 8: 20Q1-25Q1 海外大厂单季度资本开支情况 (亿美元)	9
图 9: 2013-2024 年海外大厂年度资本开支情况 (亿美元)	9
图 10: 2013-2024 年海外大厂年度 Capex/OCF 情况 (%)	9
图 11: 2017-2029E 全球公有云计算市场规模增长预测 (单位: 十亿美元)	10
图 12: 2023 年全球云计算市场分布结构.....	10
图 13: 2023 年全球公有云 SaaS 层市场份额情况.....	11
图 14: 2023 年全球公有云 IaaS 层市场份额情况.....	11
图 15: 2023 年全球企业 IT 支出意愿分布.....	11
图 16: 企业 IT 支出对于云业务支出的意愿情况.....	11
图 17: 2017-2029E 全球雇员人均云费用支出预测.....	12
图 18: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度总营收情况.....	12
图 19: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度净利润情况.....	12
图 20: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度毛利率、净利率情况.....	13
图 21: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度费用率情况.....	13
图 22: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度经营性现金流净额情况.....	13
图 23: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度 OCF Margin.....	13
图 24: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度资本开支情况.....	14
图 25: FY21Q1-FY25Q3 微软单季度资本开支与 OCF 比值情况.....	14
图 26: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分业务营收情况.....	14
图 27: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分业务经营性利润情况.....	14
图 28: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分业务经营性利润率情况.....	15
图 29: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分产品营收情况.....	15
图 30: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度智能云营收情况.....	16
图 31: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度商业云 cRPO 情况.....	16
图 32: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度微软云营收及毛利率.....	17
图 33: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度 Azure & Other 营收增速及 AI 占比情况.....	17
图 34: 微软 Azure AI Foundry 功能矩阵.....	17
图 35: 微软 Copilot Studio 使用界面.....	18
图 36: 微软 Copilot Studio 收费模式.....	18
图 37: 微软 AI Agent 开发平台接入 A2A 协议.....	19
图 38: FY23Q1-FY25Q3 微软单季度商业版 M365 产品及云服务营收情况.....	19
图 39: FY24Q1-FY25Q3 微软单季度 M365 商业云营收增速.....	19
图 40: 微软 FY21Q1-FY25Q3 单季度商业版 M365 订阅席位增速情况.....	20
图 41: 微软 FY23Q1-FY25Q3 单季度消费版 M365 产品及云服务营收情况.....	20
图 42: FY24Q1-FY25Q3 微软单季度 M365 消费云营收增速情况.....	20

图 43: FY22Q1-FY25Q3 微软单季度消费版 M365 订阅数情况	20
图 44: 微软在电脑端 Copilot 中发布“一键执行”功能	21
图 45: Microsoft 365 Copilot 有望成为个人办公的 AI 入口	21
图 46: Copilot 可基于 word 文档内容快速生成音频摘要	22
图 47: Copilot 生成邮件中链接文档的音频摘要	22
图 48: 微软推出 Researcher Agent	23
图 49: 微软推出 Analyst Agent	23
图 50: 微软推出 Copilot Tuning	23
图 51: 微软 FY23Q1-FY25Q3 搜索引擎及广告业务单季度营收	24
图 52: 微软 New Bing 搜索引擎市占率	24
图 53: 微软推出 Copilot Search 功能	24
图 54: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度营收情况	25
图 55: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度净利润情况	25
图 56: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度盈利能力情况	25
图 57: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度费用率情况	25
图 58: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度经营性现金流情况	26
图 59: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度 OCF Margin 情况	26
图 60: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度资本开支情况	26
图 61: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度资本开支与 OCF 比值情况	26
图 62: 2021Q1~2025Q1 谷歌单季度分业务营收情况	27
图 63: 2022Q1~2025Q1 谷歌单季度分业务营收增速情况	27
图 64: 21Q1~25Q1 谷歌单季度云业务营收情况	28
图 65: 21Q1~25Q1 谷歌单季度云业务经营性利润（率）情况	28
图 66: 2019~2024 年谷歌云业务年度营收情况	28
图 67: 20Q1~24Q1 谷歌云市占率增长情况	28
图 68: 谷歌云按人数分企业客户数（单位：千家）	29
图 69: 2024 年谷歌云按支出规模分的企业客户结构	29
图 70: Agent2Agent 协议工作原理	30
图 71: Gemini 2.5 Pro 在人类知识和推理能力测试中表现出色	31
图 72: Gemini 2.5 Pro (I/O edition) 在代码能力上位居大模型第一	32
图 73: 谷歌 Gemini 网页端月访问量走势（单位：百万次）	32
图 74: 谷歌 Gemini 网页端月独立访客数走势（单位：百万台）	32
图 75: 谷歌发布最新图像生成模型 Imagen 4	33
图 76: 谷歌发布 AI 电影制作工具 Flow	33
图 77: 搜索引擎业务单季度营收情况	34
图 78: 2024 年谷歌云按支出规模分的企业客户结构	34
图 79: 谷歌推出 AI 搜索“AI Mode”模式	35
图 80: 谷歌“AI Mode”模式下的虚拟试穿功能	35
图 81: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度总营收情况	36
图 82: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度经营性利润及净利润情况	36
图 83: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度盈利能力情况	36
图 84: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度费用率情况	36
图 85: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度经营性现金流净额情况	37
图 86: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度 OCF Margin 情况	37
图 87: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度资本开支情况	37

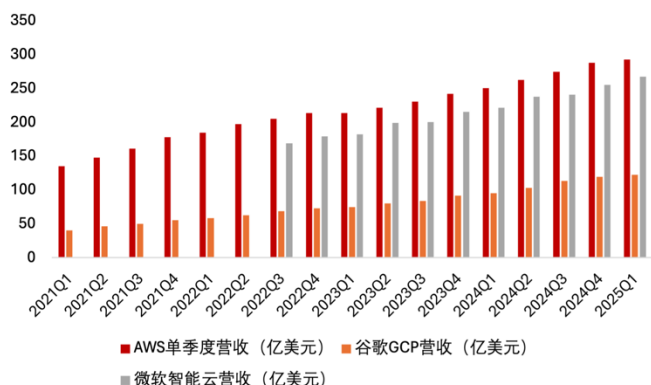
图 88: 21Q1~25Q1 亚马逊单季度分业务营收情况	37
图 89: 21Q1~25Q1 亚马逊 AWS 单季度营收情况	38
图 90: 21Q1~25Q1 亚马逊 AWS 单季度经营性利润情况	38
图 91: Amazon Nova 文本能力表现优异	39
图 92: 图像生成模型 Amazon Nova Canvas	39
图 93: 视频生成模型 Amazon Nova Reel	39
图 94: Claude Opus 4 及 Sonnet 4 模型代码及推理能力出色	40
图 95: 亚马逊电商平台 AI 购物助理 Rufus	40
图 96: 亚马逊卖家助手 Amelia	40
图 97: 亚马逊 A+ 内容生成工具	41
表 1: 海外大厂资本开支情况及全年指引	10
表 2: 微软业绩会 AI 相关内容	15
表 3: 微软 FY25Q4 细分业务板块业绩指引	16
表 4: 微软 Azure AI Foundry 服务及相关产品	18
表 5: Microsoft 365 Copilot 潜在收入贡献弹性测算	21
表 6: 2025 年 4 月 Microsoft 365 Copilot 功能更新梳理	22
表 7: 谷歌业绩会 AI 相关内容	27
表 8: 谷歌 AgentSpace 核心功能	29
表 9: 谷歌 AgentSpace 订阅方案及定价	30
表 10: 谷歌 A2A 协议更新要点	31
表 11: 谷歌 AI 相关研究项目要点梳理	33
表 12: 谷歌发布一系列 AI 驱动的广告解决方案	35

1 AI 推动云厂商业绩亮眼，Capex 投入及行业需求值得期待

1.1 海外大厂云业务规模保持快速增长，盈利能力及客户规模持续提升

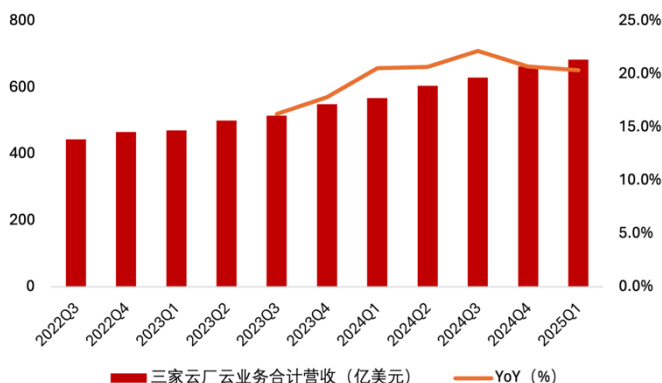
2025Q1 海外三巨头云业务保持良好增长。2025 年第一季度，亚马逊 AWS、谷歌 GCP 以及微软智能云业务分别实现营收 292.67/122.60/267.51 亿美元，同比分别增长 16.9%/28.4%/20.8%，三家厂商合计营收达到 682.78 亿美元，同比增长 20.4%，AI 赋能下整体云业务保持良好增长态势。

图1：21Q1-25Q1 海外大厂单季度云业务营收



资料来源：，浙商证券研究所

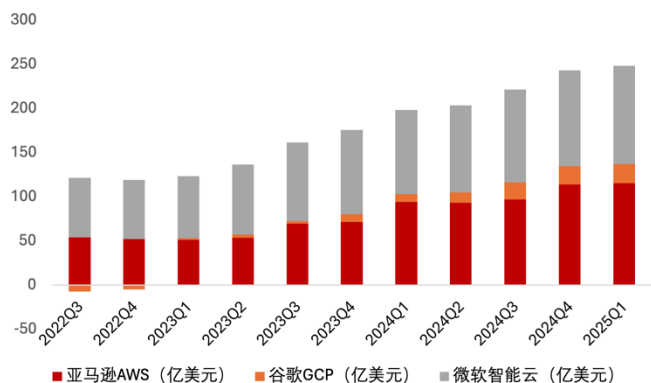
图2：21Q1-25Q1 海外大厂单季度云业务合计营收



资料来源：，浙商证券研究所

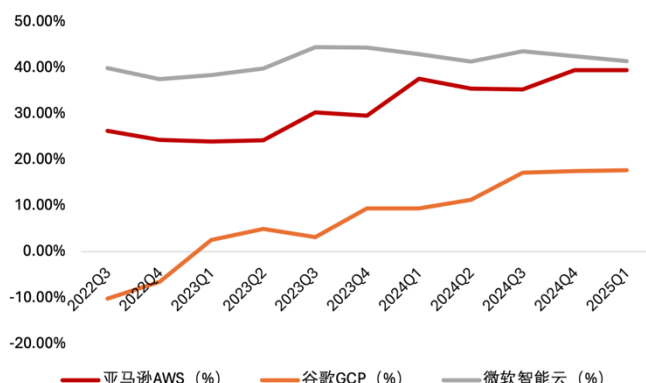
AI 赋能下云业务盈利能力整体保持向上势头。2025Q1，亚马逊 AWS、谷歌 GCP 以及微软智能云业务分别实现经营性利润 115.47/21.77/110.95 亿美元，同比分别增长 22.6%/141.9%/16.6%；三家厂商单季度经营性利润率分别为 39.45%/17.76%/41.48%，同比分别提升 1.83pct、提升 8.33pct、下降 1.50pct。

图3：22Q3-25Q1 海外大厂单季度云业务经营性利润



资料来源：，浙商证券研究所

图4：22Q3-25Q1 海外大厂单季度云业务经营性利润率



资料来源：，浙商证券研究所

2024Q4 全球云基础设施服务支出保持快速增长，“三巨头”市场地位稳固。根据 Statista 数据，2024 年第四季度，全球云基础设施服务支出（包含 IaaS 和 PaaS）同比增长 22%，达到 910 亿美元，2024 年全年这一规模达到 3300 亿美元。从市场份额看，2024Q4

亚马逊 AWS、微软 Azure 和谷歌 GCP 分别占据 30%、21%和 12%的市场份额，领先优势显著，而阿里、Oracle、腾讯等厂商紧随其后，占据 2%~4%不等的市场份额。

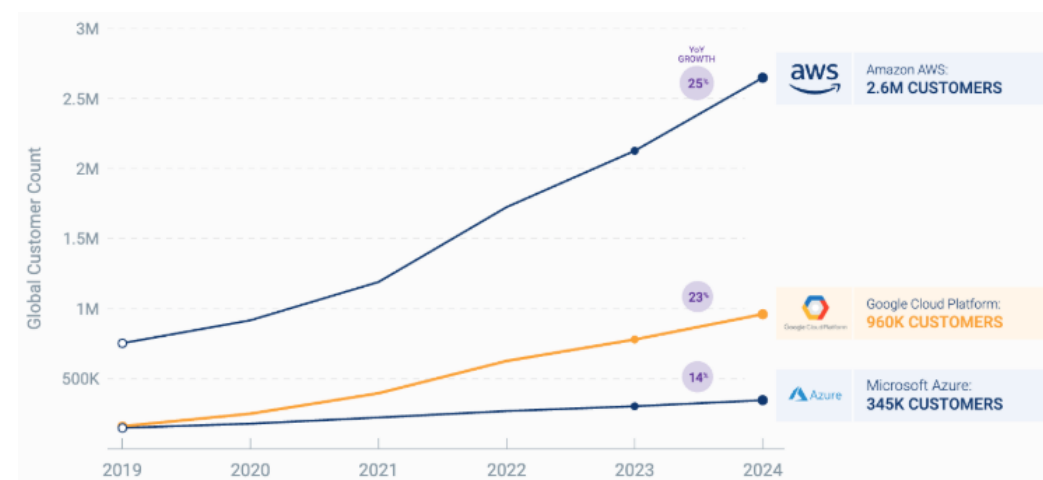
图5：2024Q4 全球云基础设施服务市场份额



资料来源：Statista，浙商证券研究所

2024 年三大厂商云服务客户数均保持良好增长。根据 HG Insights 数据，2024 年亚马逊 AWS、谷歌 GCP 以及微软 Azure 的客户数分别达到 260 万、96 万和 34.5 万家，同比分别增长 25%、23%和 14%。对于谷歌而言，按客户规模划分，2024 年谷歌云的初创企业（Startup）客户数同比增长了 28.1%，SMB 企业客户数同比增长 8.7%，反映出更多的 AI 初创企业选择谷歌云服务。

图6：2019-2024 年三大云厂商客户数情况



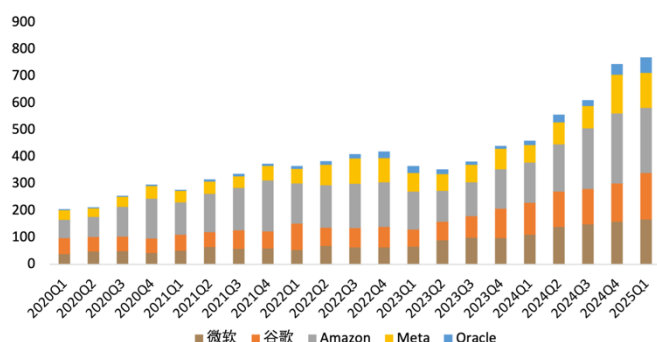
资料来源：HG Insights，浙商证券研究所

1.2 海外大厂资本开支投入力度不减，全年维持高投入指引

海外大厂单季度资本开支维持高增。我们统计了微软、谷歌、亚马逊、Meta 以及 Oracle 五家大厂的单季度资本开支情况，2025 年第一季度五家大厂合计资本开支达到 770.00 亿美元，同比增长 67.53%，自 2024 年 Q2 以来大厂资本开支持续保持高速增长。

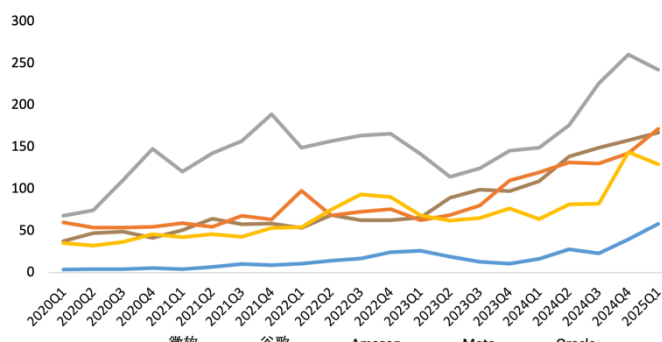
分厂商看，2025 年第一季度微软、谷歌、亚马逊、Meta 以及 Oracle 五家大厂资本开支分别为 167.45/171.97/242.55/129.41/58.62 亿美元，同比分别增长 52.9%/43.2%/62.5%/102.2%/250.2%，其中微软单季度资本开支同比增速自 2023Q3 以来保持在 50% 以上。

图7：20Q1-25Q1 海外大厂单季度合计资本开支情况（亿美元）



资料来源：，浙商证券研究所

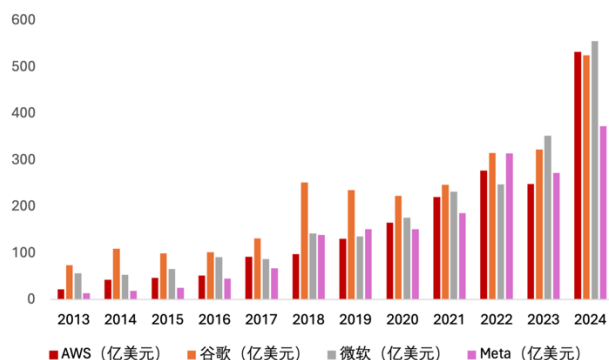
图8：20Q1-25Q1 海外大厂单季度资本开支情况（亿美元）



资料来源：，浙商证券研究所

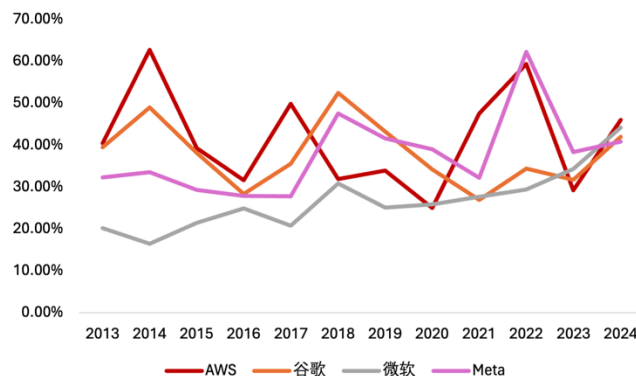
从长时间线复盘看，海外大厂 Capex 投入额及投入力度持续提升。2013 年至 2024 年，微软、谷歌、亚马逊 AWS、Meta 四家厂商自然年 Capex 投入从 56.87/73.58/22.15/13.62 亿美元增长至 555.52/525.35/532.67/372.56 亿美元，2013-2024 年 CAGR 分别达到 23.0%、19.6%、33.5%和 35.1%，资本开支受云计算及 AI 的推动保持快速增长。**从投入力度看**，2024 年微软、谷歌、亚马逊 AWS、Meta 四家厂商的 Capex/OCF 比值分别达到 44.24%、41.93%、45.97%和 40.79%，同比分别提升 9.94pct/10.23pct/16.72pct/2.45pct，反映海外大厂在 AI 基础设施方面的投入力度仍在提升。

图9：2013-2024 年海外大厂年度资本开支情况（亿美元）



资料来源：，浙商证券研究所

图10：2013-2024 年海外大厂年度 Capex/OCF 情况（%）



资料来源：，浙商证券研究所

大厂预计未来一段时间仍将保持 Capex 投入力度。根据业绩会指引，谷歌和 Meta 预计 2025 年 Capex 将分别达到 750 亿美元和 640-720 亿美元，其中 Meta 上调了指引，而微软也表示至 2026 财年 Capex 支出将继续增加。

表1：海外大厂资本开支情况及全年指引

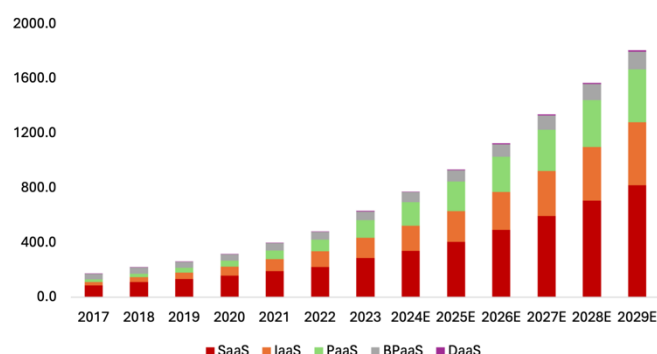
厂商	具体内容
微软	FY25Q3 包含融资租赁在内的资本开支为 214 亿美元；预计 Q4 财季 Capex 支出环比增加，FY2026 Capex 保持增长但是增速低于 FY2025；
谷歌	维持 2025 年资本开支 750 亿美元计划不变；
Meta	上调 2025 全年资本开支至 640~720 亿美元（前期指引为 600~650 亿美元）；

资料来源：公司业绩会公开资料，浙商证券研究所

1.3 企业客户积极拥抱 AI 浪潮，拉动云计算行业规模持续成长

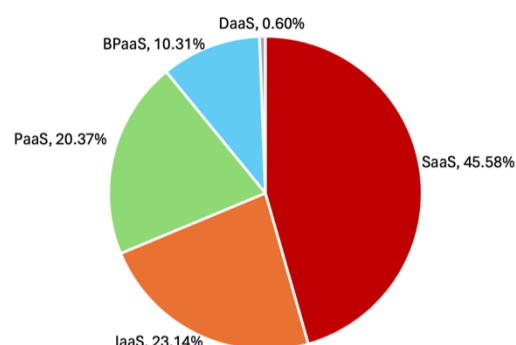
2023 年全球公有云市场规模达到 6318 亿美元，据 Statista 预测至 2029 年市场规模有望增长至 1.8 万亿美元。2017-2023 年全球公有云市场规模 CAGR 约为 24.10%，根据 Statista 预测，2023-2029 年公有云市场保持 19.13% 复合增速的持续增长态势。按细分行业划分，2023 年 SaaS、IaaS、PaaS、BPaaS（Business Process as a Service）、DaaS（Desktop as a Service）的市场规模分别为 2880/1462/1287/652/38 亿美元，SaaS 规模占公有云总市场规模达 45.58%，IaaS、PaaS 占比分别为 23.14% 和 20.37%，并预计 2023-2029 年 CAGR 分别为 19.02%/21.13%/20.14%/12.02%/17.30%，SaaS 市场占比有望保持在 45% 左右。

图11：2017-2029E 全球公有云计算市场规模增长预测（单位：十亿美元）



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图12：2023 年全球云计算市场分布结构

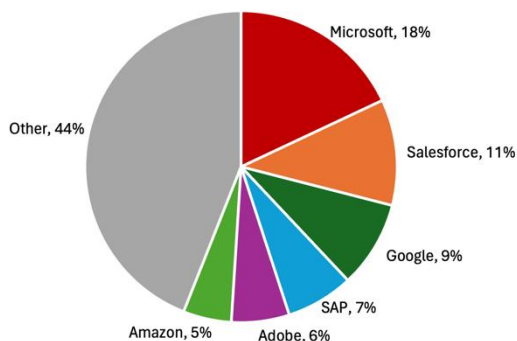


资料来源：Statista，浙商证券研究所

全球公有云 SaaS 层厂商中微软、Salesforce、Google 占据市场份额前三。根据 Statista 数据，2023 年微软、salesforce 和 Google 厂商在公有云 SaaS 中占有率分别为 18%、11% 和 9%，位列市场前三，之后分别为 SAP、Adobe、Amazon 等厂商。从营收规模看，微软 2023 年 SaaS 相关业务实现营收 510 亿美元，salesforce 为 310 亿美元。

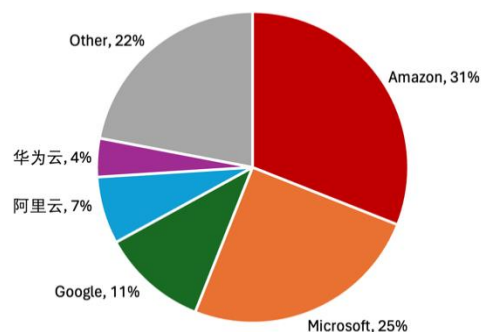
Amazon 稳居 IaaS 市场龙头地位。2023 年云 IaaS 市场中，亚马逊 AWS 以 31% 的市场份额位居龙头地位，其次是微软的 25% 和谷歌的 11%。从营收规模看，云厂商中 IaaS/PaaS 营收规模前五有阿里云（市占率 7%）和华为云（市占率 4%）两家国产云厂商。

图13：2023 年全球公有云 SaaS 层市场份额情况



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图14：2023 年全球公有云 IaaS 层市场份额情况

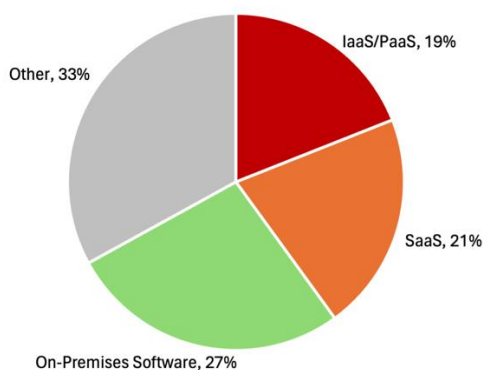


资料来源：Statista，浙商证券研究所

2023 年全球企业 IT 支出的 34% 聚焦在云服务领域，传统许可软件（On-Premise Software）占比超四分之一。2023 年全球企业 IT 支出中，投资于 IaaS/PaaS 的占比达到 19%（其中约 14% 为云部署模式）、投资于 SaaS 的比例为 21%（其中约 19% 为云部署模式，占企业软件总投入的约 25%），因此全球企业 IT 支出约 34% 聚焦于云服务领域。

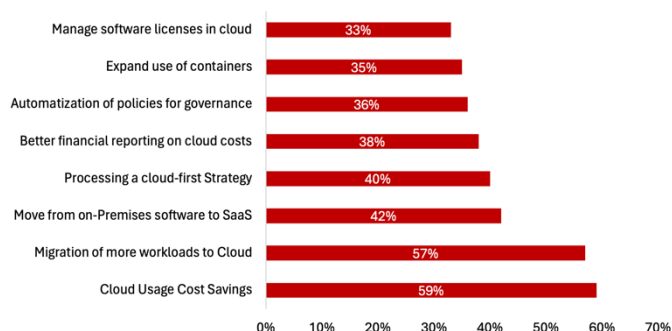
企业端对云业务转型高度关注，IT 支出首要关注成本-效益优化和更多业务上云。根据用户调研数据，59% 的受访企业关注云业务的效益优化、57% 的受访企业关注将更多的工作负载由本地迁移到云端，同时 42% 的受访企业旨在推进软件使用从传统许可软件（On-Premise Software）向 SaaS 转型。

图15：2023 年全球企业 IT 支出意愿分布



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图16：企业 IT 支出对于云业务支出的意愿情况

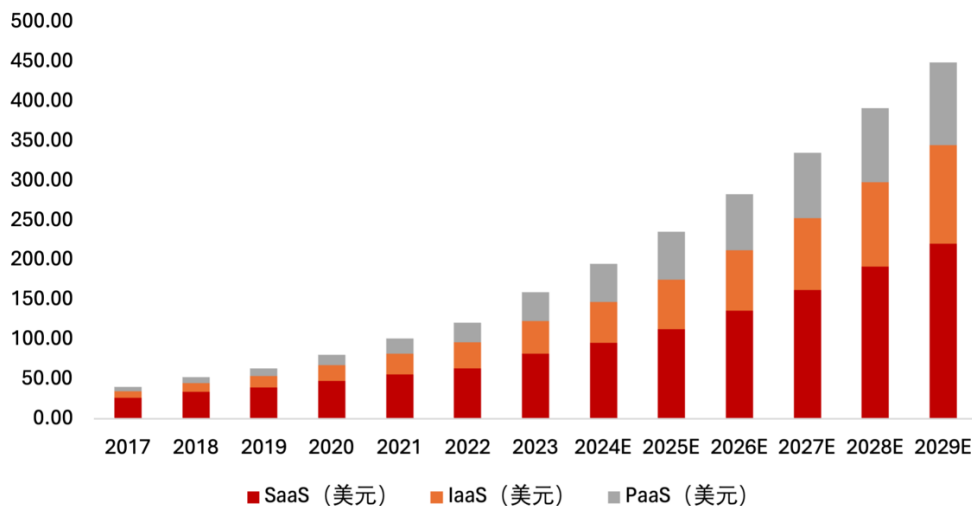


资料来源：Statista，浙商证券研究所

至 2029 年全球雇员人均 SaaS 软件年支出有望达到 220.3 美元。根据 Statista 数据，2023 年全球雇员人均 SaaS、IaaS 和 PaaS 支出分别达到 81.68、41.47 和 36.49 美元，并预计到 2029 年全球雇员人员 SaaS 支出有望达到 220 美元，AI 大模型与应用软件的深度融合

有望推动 Office、Adobe 等办公及行业应用软件的付费提升。同时受益于全球云渗透率的持续提升，IaaS 市场规模也有望保持较快增长态势。

图17： 2017-2029E 全球雇员人均云费用支出预测



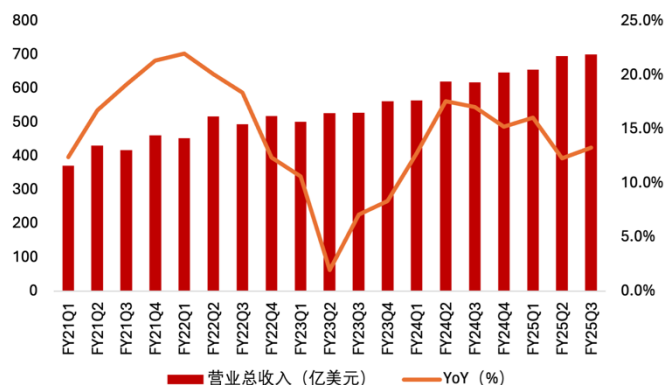
资料来源：Statista，浙商证券研究所

2 微软：AI 云业务加速成长，Agent 引领生产力革命

2.1 云业务营收超预期，AI 相关产品增速表现良好

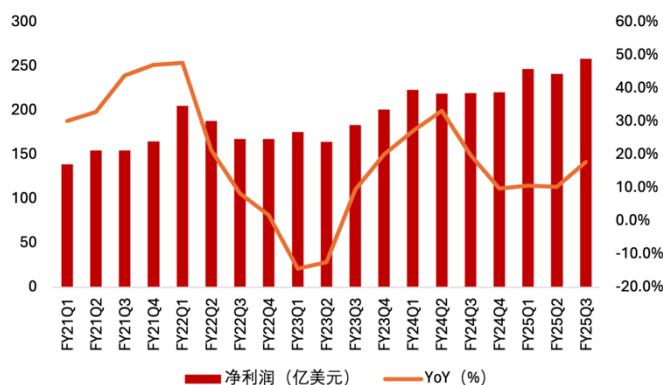
微软单季度营收及净利润均保持稳健增长。2025 财年 Q3，微软单季度实现营业总收入 700.66 亿美元，同比增长 13.3%，单季度营收增速环比上一财季有所提升。同时，公司单季度实现净利润 258.24 亿美元，同比增长 17.7%，整体盈利能力保持稳健增长。

图18： FY21Q1-FY25Q3 微软单季度总营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

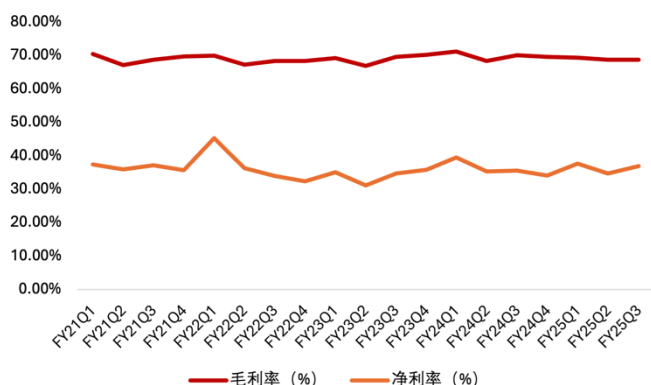
图19： FY21Q1-FY25Q3 微软单季度净利润情况



资料来源：，浙商证券研究所

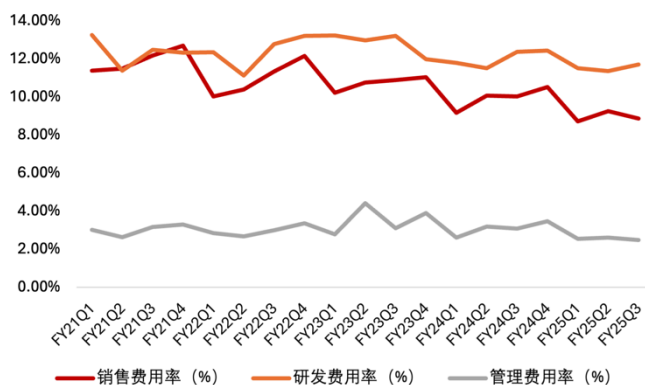
微软发力 AI 业务导致单季度毛利率承压，整体费用率持续优化。FY25Q3，微软单季度毛利率、净利率分别为 68.72%、36.86%，同比分别下降 1.36pct、提升 1.39pct，环比 FY25Q2 分别提升了 0.03pct、2.24pct，净利率提升显著。从费用率情况看，FY25Q3，微软销售、研发、管理费用率分别为 8.87%/11.70%/2.48%，同比分别下降 1.17pct/0.67pct/0.61pct，整体经营效率实现显著提升。

图20：FY21Q1-FY25Q3 微软单季度毛利率、净利率情况



资料来源：，浙商证券研究所

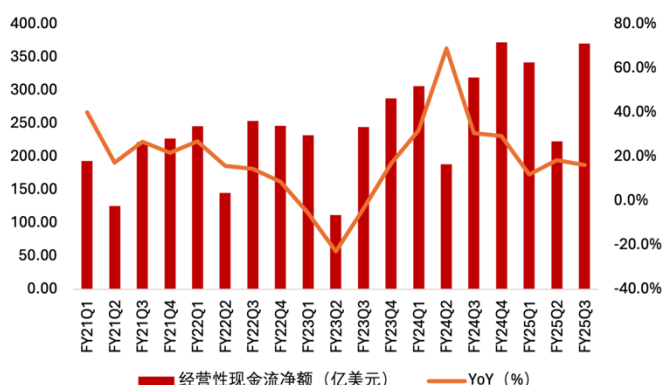
图21：FY21Q1-FY25Q3 微软单季度费用率情况



资料来源：，浙商证券研究所

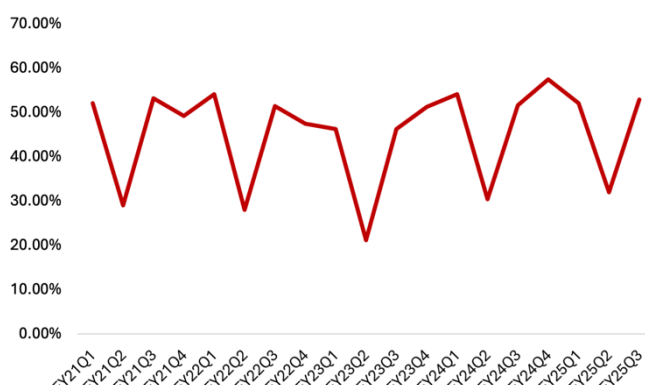
微软单季度现金流情况保持良好增长，OCF Margin 季节特征明显，FY25Q3 同比有所提升。FY2025Q3，微软单季度经营性现金流净额为 370.44 亿美元，同比增长 16.1%，自 FY2023Q3 以来公司的单季度经营性现金流水平保持良好增长态势。从经营性现金流和总营收的比值（OCF Margin）看，微软季节性特征明显，第二财季（对应自然年的第四季度）OCF Margin 低于其他三个财季。FY25Q3，公司 OCF Margin 为 52.87%，同比提升 1.27pct，整体保持增长态势。

图22：FY21Q1-FY25Q3 微软单季度经营性现金流净额情况



资料来源：，浙商证券研究所

图23：FY21Q1-FY25Q3 微软单季度 OCF Margin

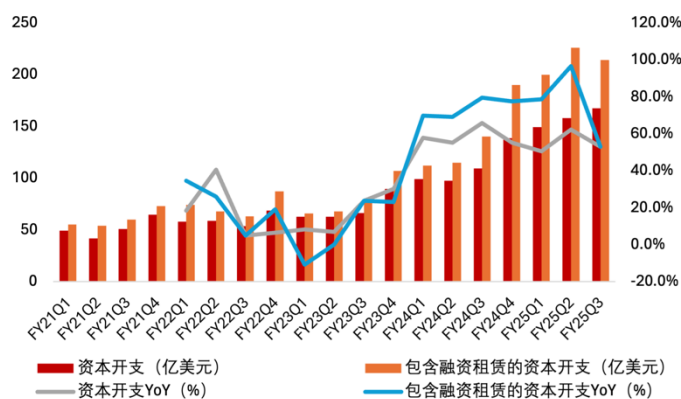


资料来源：，浙商证券研究所

微软单季度资本开支保持高速增长，从 Capex 与 OCF 比值看公司投入力度仍在加大。FY2025Q3，微软单季度资本开支达到 167.45 亿美元，同比增长 52.9%，而包含融资租赁在内的资本开支达到 214 亿美元，同比增长 52.9%，进入 2024 财年以来微软受 AI 大

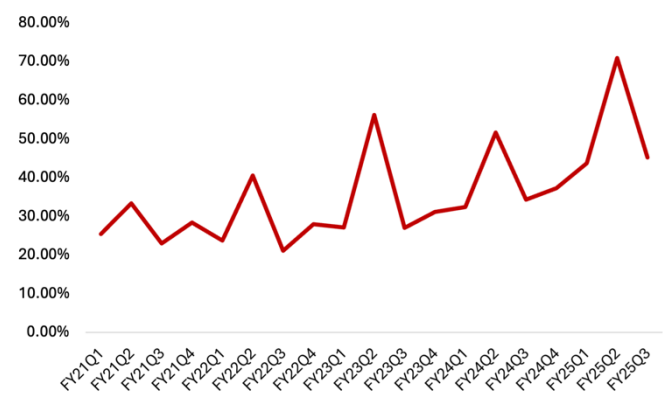
模型迭代以及商业化应用的推动，资本开支保持高速增长。而从公司在 AI 基础设施的投入力度看，FY2025Q3 微软单季度的 Capex/OCF 达到 45.20%，同比提升了 10.89pct，表现出公司在 AI 基础设施端的投入力度仍有加大的趋势。

图24：FY21Q1-FY25Q3 微软单季度资本开支情况



资料来源：、微软官网公开财务信息，浙商证券研究所

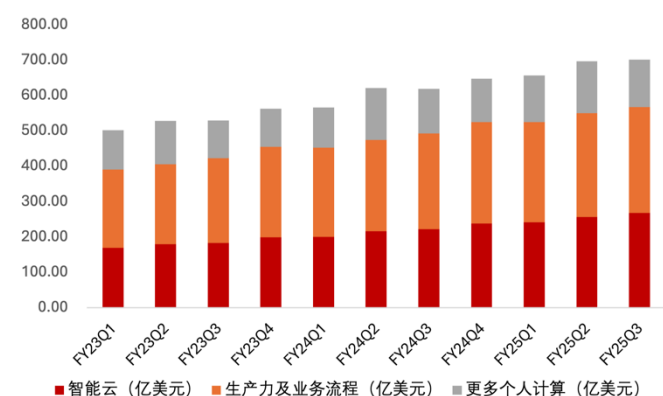
图25：FY21Q1-FY25Q3 微软单季度资本开支与 OCF 比值情况



资料来源：、浙商证券研究所

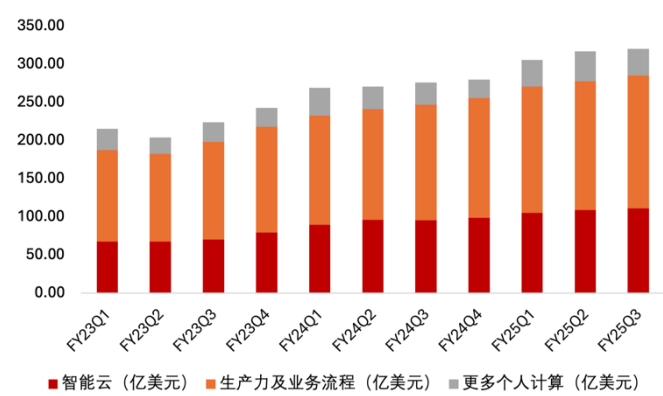
分业务看，微软智能云业务贡献主要营收增量。FY2025Q3，微软智能云、生产力及业务流程、更多个人计算业务分别实现营收 267.51/299.44/133.71 亿美元，同比分别增长 20.82%/10.44%/6.09%，智能云业务贡献主要业绩增量。从盈利能力看，最新财季微软智能云、生产力及业务流程、更多个人计算业务分别实现经营性利润 110.95/173.79/35.26 亿美元，同比分别增长 16.61%/14.77%/20.63%。

图26：FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分业务营收情况



资料来源：、浙商证券研究所

图27：FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分业务经营性利润情况

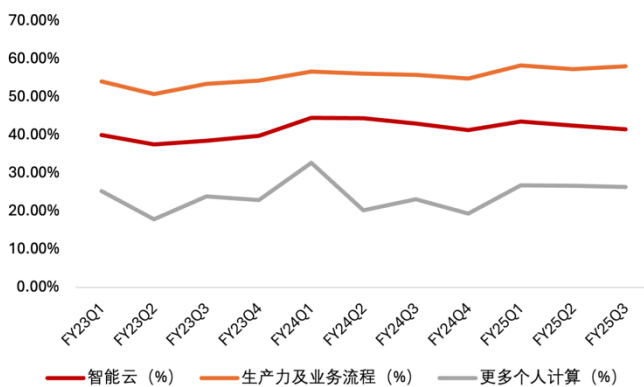


资料来源：、浙商证券研究所

受 AI 商业化影响，智能云业务盈利能力短期承压。FY25Q3，微软智能云、生产力及业务流程、更多个人计算业务的经营性利润率分别为 41.48%/58.04%/26.37%，同比分别下降 1.50pct、提升 2.19pct、提升 3.18pct，除智能云业务受 AI 推广影响导致盈利能力短期承压外，其他业务盈利能力显著提升。

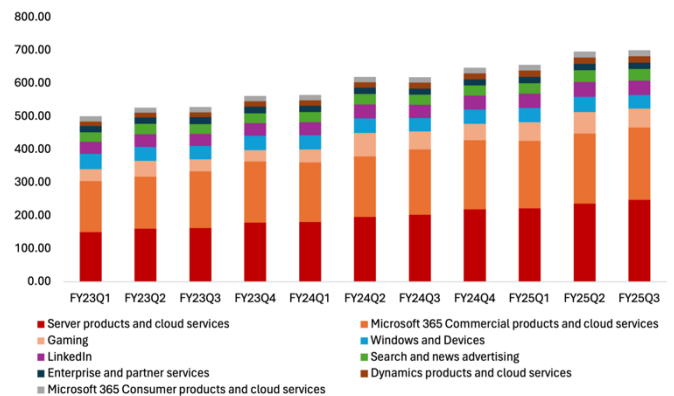
AI 赋能下微软核心产品条线营收保持良好增长。分产品看，FY25Q3 微软服务器产品及云服务（Server products and cloud services）、企业版 M365 产品及云服务（Microsoft 365 Commercial products and cloud services）、搜索及新闻广告（Search and news advertising）、消费者 M365 产品及云服务（Microsoft 365 Consumer products and cloud services）分别实现营收 247.61/218.83/35.04/18.21 亿美元，同比分别增长 22.18%/11.01%/14.70%/10.50%，在 AI 赋能下均保持良好增长态势。

图28：FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分业务经营性利润率情况



资料来源：，浙商证券研究所

图29：FY23Q1-FY25Q3 微软单季度分产品营收（单位：亿美元）



资料来源：，浙商证券研究所

AI 持续赋能云及办公应用业务。根据公司 FY25Q3 业绩会表述，微软云业务以及办公应用 AI 渗透加速推进，其中 FY25Q3 单季度微软云端大模型吞吐量超 100 万亿 token（同比增长 5 倍），3 月单月吞吐量达到 50 万亿 token，而在生产力工具层面目前已有超过 230,000 家企业组织使用 Copilot Studio，过去一个财季用户构建了超过 100 万个自定义 Agent 应用（QoQ +130%）。

表2：微软业绩会 AI 相关内容

业务板块	业务亮点
云业务相关	微软 Fabric 付费用户数超 21,000，同比增长 80%，并且超过 50%的 Fabric 用户使用 3+工作负载；
	目前有超过 70,000 家企业组织的开发者使用 Azure AI Foundry；
	FY25Q3 云端模型吞吐量超 100 万亿 token，同比增长 5 倍，其中 3 月单月吞吐量达到 50 万亿 token；
	GitHub Copilot 用户数超 1500 万，同比增长 4 倍；
办公应用	Visual Studio 和 VS Code 月活用户数超 5000 万；
	Power Platform 月活用户数达到 5600 万，同比增长 27%；
	Microsoft 365 Copilot 用户数同比增长 3 倍；
	超过 230,000 家企业组织使用 Copilot Studio；
	FY25Q3 单季度，用户构建了超过 100 万个自定义 Agent 应用，环比增长 130%；

资料来源：公司业绩会公开资料，浙商证券研究所

业绩指引彰显公司经营信心，AI 赋能下云业务有望保持高速增长。根据公司 FY25Q3 业绩会指引，FY25Q4 预计微软生产力业务流程、智能云和更多个人计算业务分别实现营收 320.5~323.5 亿美元、287.5~290.5 亿美元、123.5~128.5 亿美元，按不变汇率计算预计 Azure 营收增速可达到 34%~35%。

表3：微软 FY25Q4 细分业务板块业绩指引

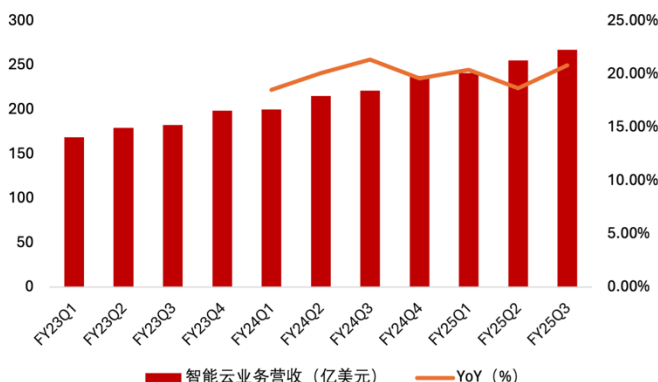
业务板块	细分科目	具体指引
生产力业务流程 (Productivity and Business Process)	整体营收	预计营收 320.5~323.5 亿美元，同比增长 11%~12%（不变汇率）；
	M365 商业云	增长约 14%（不变汇率）；
	M365 商业产品	预计营收中个位数增长；
	M365 消费云	预计营收增长约 15%（mid-teens）；
	LinkedIn	预计营收高个位数增长；
	Dynamics 365	预计营收增长约 15-20%（mid to high teens）；
智能云 (Intelligent Cloud)	整体营收	预计营收 287.5~290.5 亿美元，同比增长 20%~22%（不变汇率）；
	Azure	预计营收增长 34%~35%（不变汇率）；
	Enterprise and Partner Service	预计营收中到高个位数增长；
更多个人计算 (More Personal Computing)	整体营收	预计营收 123.5~128.5 亿美元；
	ows OEM 和设备	预计营收下滑幅度为中到高个位数；
	搜索及新闻广告 (ex-TAC)	预计营收实现高双位数增速；

资料来源：微软业绩会公开资料，浙商证券研究所

2.2 微软云业务保持良好增长，AI 贡献度实现加速提升

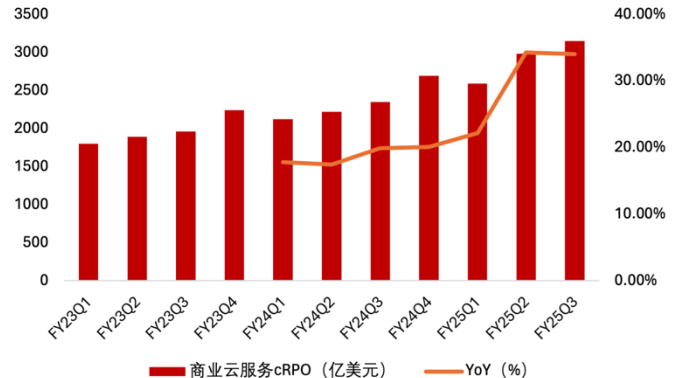
单季度智能云业务有所提速，商业云 cRPO 保持高速增长。FY2025Q3，微软智能云业务单季度实现营收 267.51 亿美元，同比增长 20.8%，增速相较上一财季有所提升。从订单情况看，截至 FY25Q3 末，微软商业云 cRPO 达到 3150 亿美元，同比增长 34.04%，保持高速增长。

图30：FY23Q1-FY25Q3 微软单季度智能云营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

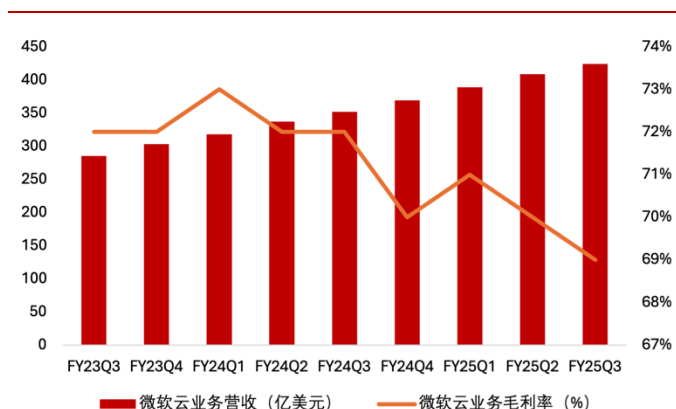
图31：FY23Q1-FY25Q3 微软单季度商业云 cRPO 情况



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

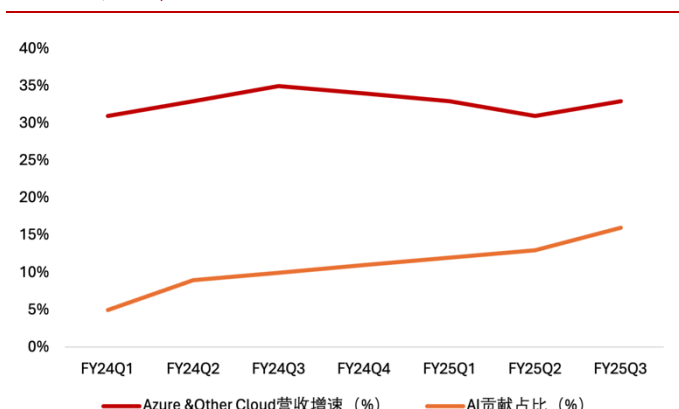
微软云业务单季度营收增长良好，毛利率受 AI 商业化影响短期承压。FY2025Q3，微软云业务实现单季度营收 424 亿美元，同比增长 20.5%，受 AI 商业化的影响，毛利率为 69%，环比有所下滑。Azure 云业务环比提速，AI 贡献占比持续提升。FY25Q3，微软 Azure & Other Cloud 营收增速为 33%，环比上一财季提升了 2pct，而 AI 贡献占比提升至 16%，环比前几个季度 Azure AI 业务的贡献度加速提升。

图32：FY23Q3-FY25Q3 微软单季度微软云营收及毛利率



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

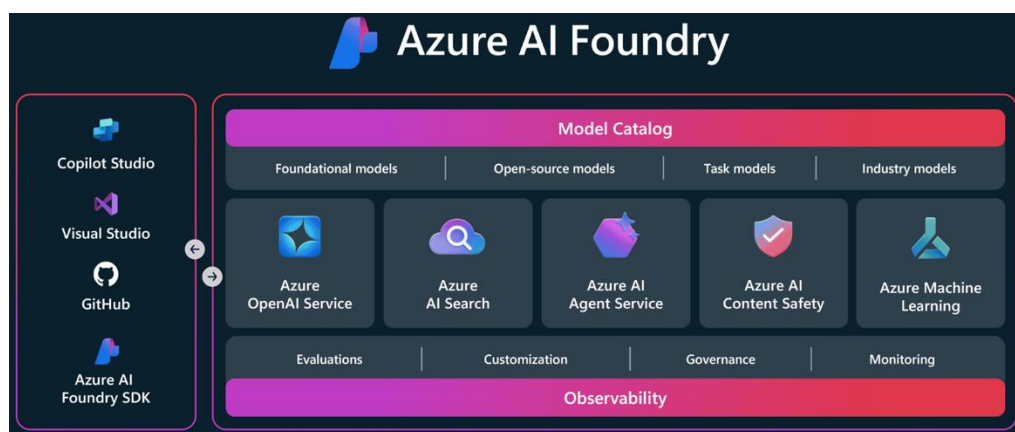
图33：FY24Q1-FY25Q3 微软单季度 Azure & Other 营收增速及 AI 占比情况



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

Azure AI Foundry 可实现大规模设计、定制、管理和支持企业级 AI 应用程序和 Agent。AI Foundry 是一个综合平台，旨在简化 AI 和机器学习解决方案的开发、测试和部署流程。该平台是微软 Azure 云产品的一部分，提供一系列工具、服务和功能，使企业能够在安全、可扩展且高效的环境中构建和扩展定制化的 AI 解决方案。

图34：微软 Azure AI Foundry 功能矩阵



资料来源：k21academy，浙商证券研究所

微软 Azure AI Foundry 包含了搜索、Agent 服务、内容安全、GitHub 等多项产品服务。企业用户通过构建对话 Agent，可使用高级对话理解构建确定性和可控的聊天机器人和 AI 助手；而基于多模态内容处理能力，用户可快速准确地处理索赔、发票、合同以及其他文本、图像、表格和图形内容。从非结构化内容中提取信息并将其映射到结构化格式。

表4：微软 Azure AI Foundry 服务及相关产品

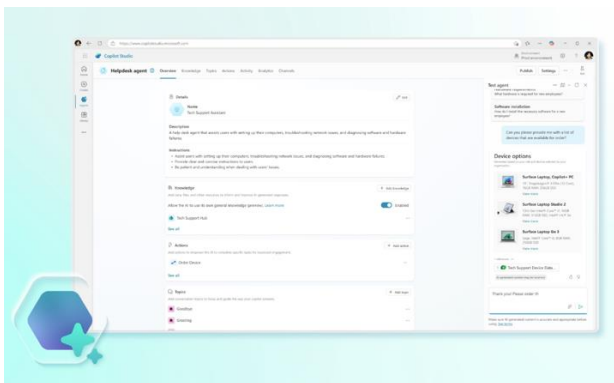
产品服务	具体功能
Azure AI Foundry 模型	利用 Microsoft、OpenAI、DeepSeek、Mistral、Meta、Stability AI、Core42、Nixtla 等创建者的流行模型更快地进行创新。
Azure AI 搜索	通过为高级检索增强生成 (RAG) 和现代搜索构建的知识检索系统提供更好的 AI 体验。
Azure AI Foundry Agent 服务	创建能够自动执行复杂业务流程的 Agent——在保持人类控制的同时完成特定任务。
Azure AI 内容安全	通过负责任的人工智能的高级护栏来增强生成人工智能应用程序的安全性。
Azure 机器学习	使用企业级 AI 服务实现端到端机器学习生命周期。
Azure AI Foundry 可观察性	简化治理和管理活动。
Microsoft Copilot Studio	使用 Copilot Studio 构建您自己的代理并增强 Microsoft 365 Copilot。
Visual Studio	通过 Visual Studio 平台和 GitHub Copilot 的无缝互操作，增强您的开发之旅并重新定义您的编码方式。
GitHub	使用 GitHub AI 驱动的开发人员平台构建、扩展和交付安全软件。
微软 Fabric	使用 Microsoft Fabric 数据平台统一您的团队和数据以加速 AI 创新。
Azure Databricks	使用 Azure Databricks 在开放数据湖上启用数据、分析和 AI 用例。

资料来源：微软官网，浙商证券研究所

微软 Copilot Studio 可构建和定制企业用户 Agent 应用，通过 Agent 可为个人、团队或职能部门完成任务并执行流程。Copilot Studio 是一个端到端对话式 AI 平台，支持使用自然语言或图形界面创建代理。借助 Copilot Studio，用户可以轻松设计、测试和发布适合其行业、部门或角色内部或外部场景需求的 Agent，并且可以构建独立 Agent 或发布到 Microsoft 365 Copilot。

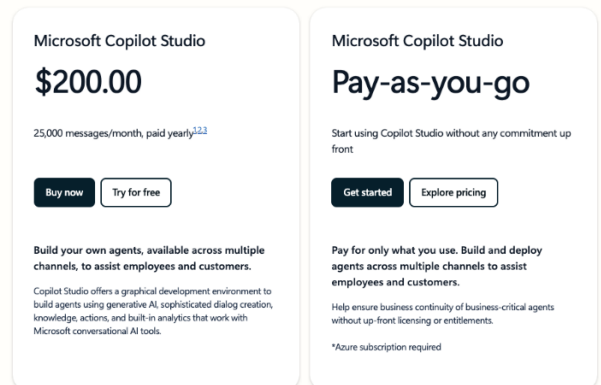
企业用户可按照每月 200 美元或按需付费 (Pay-as-you-go) 两种模式订阅 Copilot Studio 服务，每月 200 美元的订阅方案下企业用户每月额度为 25,000 条消息，其中微软定义消息消耗率为：(1) 常规（非生成式 AI）= 1 条消息；(2) 生成式 AI（基于用户的数据进行回答）= 2 条消息。用户可以根据容量混合使用常规和生成式 AI 消息。

图35：微软 Copilot Studio 使用界面



资料来源：微软官网，浙商证券研究所

图36：微软 Copilot Studio 收费模式



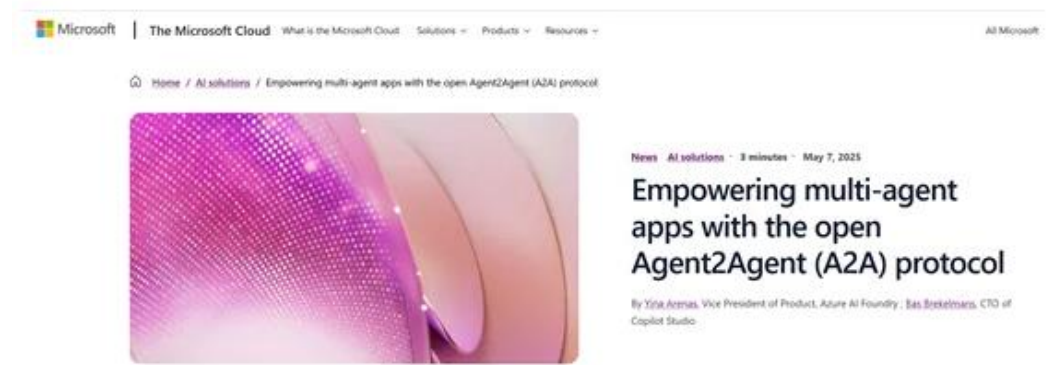
资料来源：微软官网，浙商证券研究所

微软宣布智能体平台和框架全面支持 MCP 协议，旨在构建开放的智能体网络。近期的微软 Build 2025 大会上，微软宣布在其智能体平台和框架中全面支持 MCP 协议，覆盖

GitHub、Copilot Studio、Dynamics 365、Azure AI Foundry 等。此外，微软更新了 MCP 的授权规范，允许用户通过现有的可信登录方式，授权 Agent 和 LLM 驱动的应用程序访问其数据和服务（如个人存储设备或订阅服务）。

除 MCP 外，微软在 5 月初已宣布 Azure AI Foundry 和 Microsoft Copilot Studio 两大开发平台，支持最新的 Agent 开发协议 A2A，未来将与谷歌合作一起开发扩大 A2A 协议，未来有望赋能企业用户打破数据、开发模式、通信交互、操作环境等诸多壁垒，构建超大规模的复杂智能体自动化流程。

图37： 微软 AI Agent 开发平台接入 A2A 协议

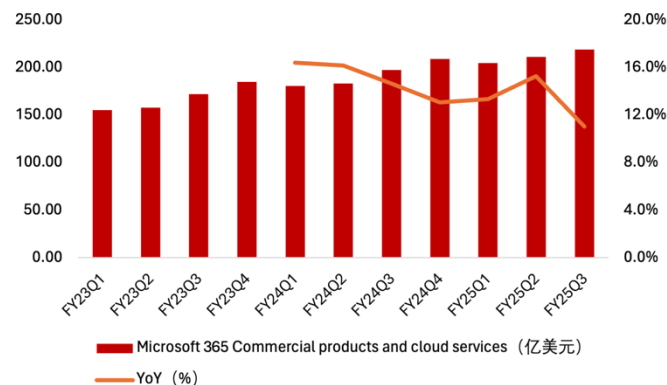


资料来源：新浪财经，浙商证券研究所

2.3 办公应用业务表现亮眼，Copilot 产品矩阵加速迭代

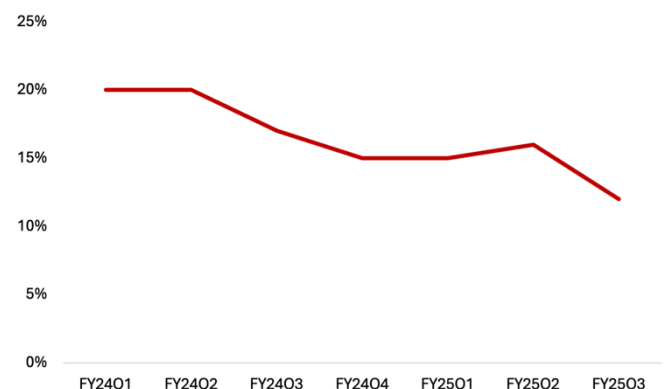
受汇率逆风影响表现增速下滑，微软 Microsoft 365 业务受益 AI 商业化良好增长。FY2025Q3，微软商业版 M365 产品及云服务实现营收 218.83 亿美元，同比增长 11.0%，其中 M365 商业云单季度营收增速为 12%（不变汇率计算为 15%），整体依然保持良好增长态势。

图38： FY23Q1-FY25Q3 微软单季度商业版 M365 产品及云服务营收情况



资料来源： ，浙商证券研究所

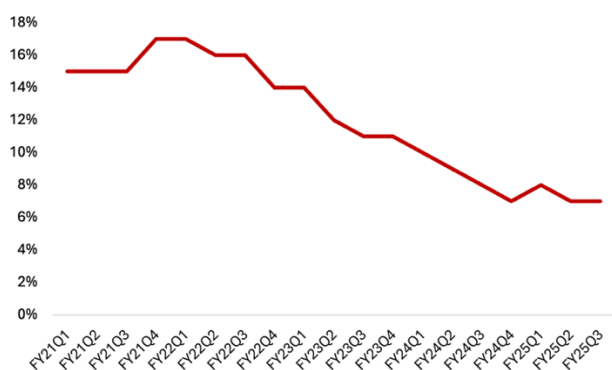
图39： FY24Q1-FY25Q3 微软单季度 M365 商业云营收增速



资料来源： ，浙商证券研究所

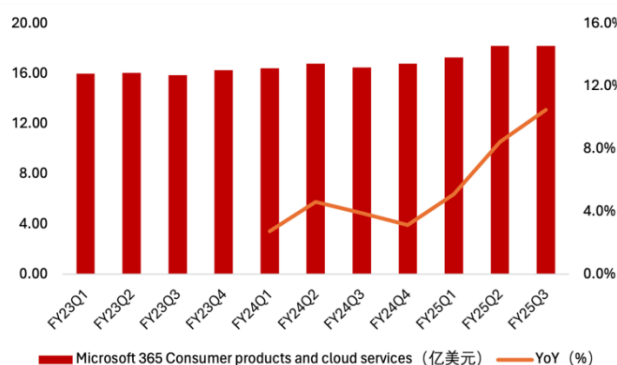
微软 M365 企业版订阅席位数保持良好增长。FY2025Q3，微软 Microsoft 365 企业版订阅席位数同比增长 7%，增速环比上一季度持平，同时根据公司业绩会表述，目前商业版订阅席位数已超过 4.3 亿，各客户群均实现安装基数扩张（主要驱动为中小企业和一线员工服务增长）。

图40：微软 FY21Q1-FY25Q3 单季度商业版 M365 订阅席位增速情况



资料来源：，浙商证券研究所

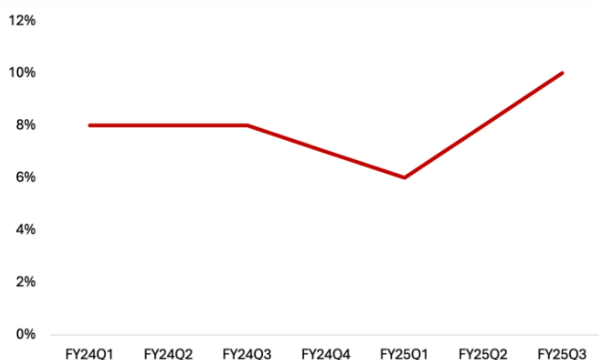
图41：微软 FY23Q1-FY25Q3 单季度消费版 M365 产品及云服务营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

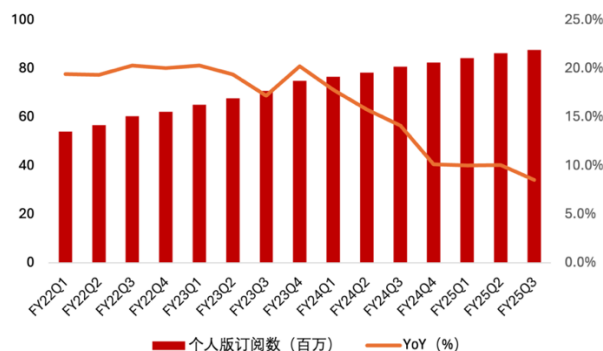
微软消费版 M365 业务呈现加速增长态势，订阅用户数保持持续增长。FY2025Q3，微软消费版 Microsoft 365 产品及云服务实现营收 18.21 亿美元，同比增长 10.5%，营收同比增速持续提升，其中，M365 消费云单季度营收同比增长 10%（按不变汇率计算为 12%），截至本财季末微软 M365 消费版订阅用户数达到 8770 万，同比增长 8.5%，保持持续增长状态。

图42：FY24Q1-FY25Q3 微软单季度 M365 消费云营收增速情况



资料来源：，浙商证券研究所

图43：FY22Q1-FY25Q3 微软单季度消费版 M365 订阅数情况



资料来源：，浙商证券研究所

经测算，Office Copilot 未来有望为微软 Office 业务贡献显著收入增量。针对商业版用户，我们以 FY25Q3 末披露的 4.30 亿为席位基数，而针对个人订阅用户，我们以 FY25Q3 披露的 8770 万订阅用户数为基准，则 1% 的 Office Copilot 渗透率可对企业业务创造 15.48 亿美元年收入增量，对个人用户业务创造 2.10 亿美元年收入增量，考虑 Microsoft Office 企业席位以及个人订阅数未来仍将持续增长，我们认为 Office Copilot 业务有望成为微软 Office 相关业务核心增长点。

表5：Microsoft 365 Copilot 潜在收入贡献弹性测算

	企业版	个人版
Microsoft 365 企业版席位数（百万）	430.0	——
Microsoft 365 个人版订阅数（百万）	——	87.7
Microsoft 365 Copilot 渗透率（%）	1%	
Microsoft 365 企业版付费席位数（百万个）	4.30	——
Microsoft 365 个人版付费订阅数（百万个）	——	0.88
Microsoft 365 Copilot 人均付费（美元/年）	360	240
预测 Microsoft 365 Copilot 收入贡献弹性（百万美元）	1,548.0	210.48

资料来源：公司业绩公开交流资料，公司财报，浙商证券研究所

微软持续推动 Microsoft 365 copilot 与硬件产品和软件应用的融合，未来有望成为个人及团队办公的入口。近期，微软在电脑端的 Copilot 应用中发布“一键执行”（Click to go）功能，用户可向 Microsoft 365 Copilot 询问屏幕上的内容。只需按 Win+左键单击，“一键执行”功能即可识别屏幕上的文本和图像，提供可执行的操作，并允许 M365 Copilot 在不影响工作流程的情况下对其进行操作。

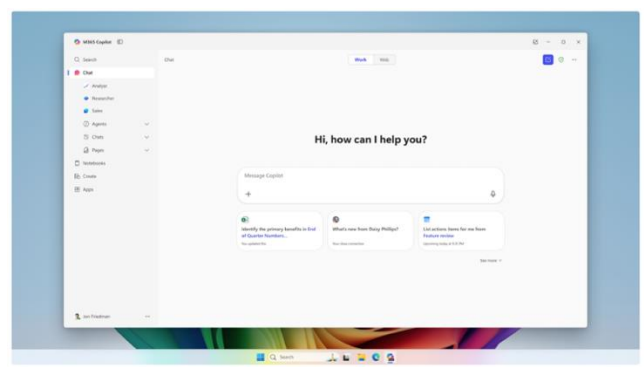
微软旨在引导用户以 Microsoft 365 Copilot 为起点，轻松访问 Copilot Pages、生产力应用和文件，以及企业搜索、Agent 和内容创建等功能。现在，用户打开 Microsoft 365 Copilot 应用时，AI 将引导用户浏览常用工具、应用、文件等内容。用户可以通过ows 设备上的 Copilot 键或快捷键 Win + C 与 Microsoft 365 Copilot Chat 进行交互。用户可快速与 Copilot 聊天、上传文件和图像或致电客服人员。

图44：微软在电脑端 Copilot 中发布“一键执行”功能



资料来源：微软官网，浙商证券研究所

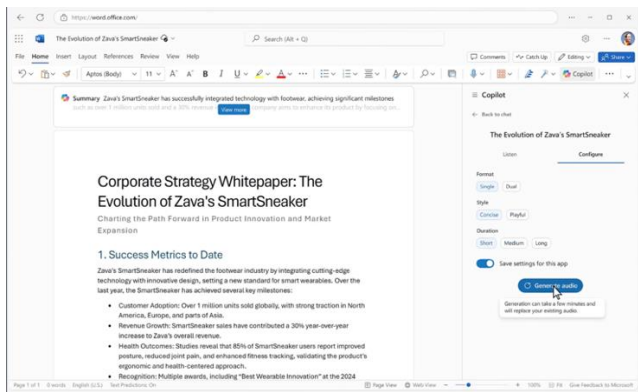
图45：Microsoft 365 Copilot 有望成为个人办公的 AI 入口



资料来源：微软官网，浙商证券研究所

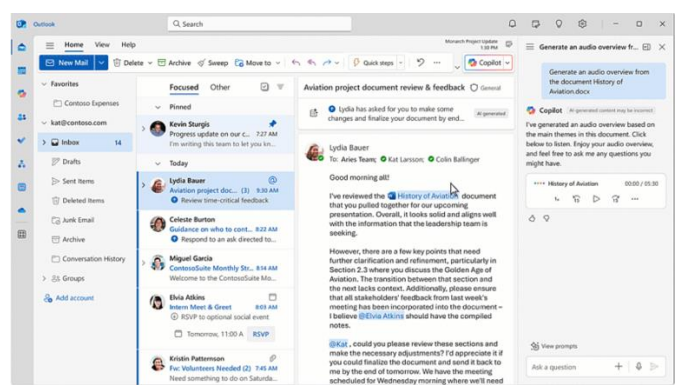
Microsoft 365 Copilot 各类应用功能均实现更新升级，音频功能有望进一步赋能用户办公效率提升。微软正在将音频功能集成到 OneDrive、Outlook、Teams、Word 和 Copilot Notebooks 等常用工具中，可基于文本及网页内容快速生成音频摘要。在 Word 中，用户只需打开 Copilot 聊天窗格，并让 Copilot 生成音频概览即可；而在 Outlook 中，用户可将鼠标悬停在电子邮件中的链接文件上，然后选择“生成音频概览”选项，Copilot 即可生成邮件中链接文档的概要描述。

图46: Copilot 可基于 word 文档内容快速生成音频摘要



资料来源: 微软官网, 浙商证券研究所

图47: Copilot 生成邮件中链接文档的音频摘要



资料来源: 微软官网, 浙商证券研究所

除音频功能外, Copilot 结合各办公应用的功能矩阵持续扩充迭代。SharePoint Agent 能够提供来自特定站点或内容的实时信息和洞察, 让用户能够更轻松地从 SharePoint 的海量数据中寻找答案和洞察。用户目前可以通过在聊天中@提及其他用户, 通过电子邮件或 Teams 共享这些 Agent。而针对企业用户, IT 管理员可以在 Viva Insights 中监测 Copilot Studio Agent 的采用情况和业务影响, 了解 Agent 的绩效及其与 KPI 的关系, 包括在 Copilot Studio 中创建并在 Copilot 之外发布的自定义 Agent, 用户可查看摘要和详细指标, 例如创建的 Agent 数量、员工会话数量、满意度得分、解决率和业务影响等。

表6: 2025 年 4 月 Microsoft 365 Copilot 功能更新梳理

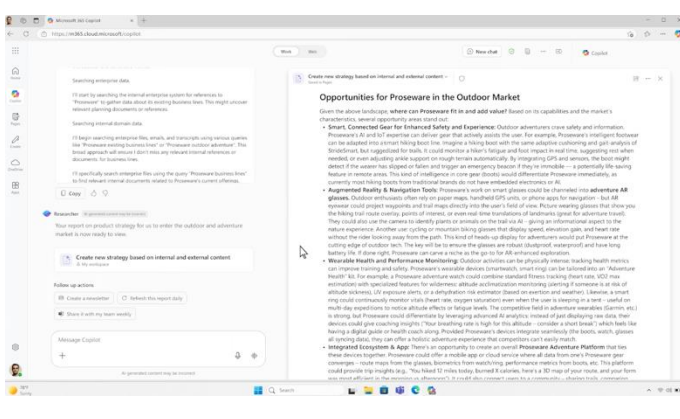
细分应用	功能更新
Copilot Pages 功能拓展	用户可以 Word 文档中直接打开 Copilot Page 内容, 并进行格式设置、审阅、审批或发布。使用 Copilot Chat 生成素材后, 用户可以将内容保存在 Copilot Pages 中, 并一键发送至 Word。
Copilot 生成音频概述	用户可通过 Copilot 生成文件或会议内容的音频总结, 此功能将直接集成到 OneDrive、Outlook、Teams、Word 和 Copilot Notebooks 等常用工具中,
Outlook 中的 Copilot 更新	“收件箱优先处理”功能会在用户的收件箱中标记高优先级邮件, 并在邮件列表和阅读窗格中提供邮件重要性的简短摘要, Outlook 还可以根据 Copilot 的优先级进行排序和筛选。
Teams 中的 Copilot 更新	Teams 中的 Copilot 可以分析屏幕共享内容, 从而深入了解会议情况, 确保不遗漏任何会议细节。用户只需提出问题, 即可要求 Copilot 总结或查找屏幕共享内容中的特定信息。此功能适用于用户从桌面屏幕共享的任何内容, 包括文档、幻灯片、电子表格和网站。Copilot 还可以整合对话和呈现信息的洞察, 用户还可以要求 Copilot 根据会议情况起草新内容。
Copilot for Word 更新	Copilot 即将推出实时更新的动态文档功能, 在文档顶部为用户提供清晰的摘要、关键见解、活动和讨论重点以及指导建议。同时, 用户可以直接在移动设备的 Word 中向 Copilot 口述, Copilot 会整理想法并起草新的文档和内容。
Copilot for Excel 更新	Copilot 现在可以快速识别观点并总结主题, 从而提供高效验证的来源。Copilot 可以创建图表或数据透视表, 帮助用户从文本分析中深入了解关键问题或趋势。此外, Copilot 现在支持分析数万行数据, 帮助用户节省时间, 并在更大的文本数据集中发现更深入的洞察。
Copilot for PowerPoint 更新	使用 PowerPoint 中的 Copilot 创建新演示文稿时, 用户可从组织模板库中选择一个用于品牌演示文稿的模板, 也可以从 Microsoft 精选模板中选择; Copilot 现在可以自动显示 PowerPoint 演示文稿的摘要。这让用户有机会在深入了解细节之前掌握关键概念。
Copilot Chat 中的 SharePoint Agent 更新	SharePoint Agent 能够提供来自特定站点或内容的实时信息和洞察, 让用户能够更轻松地从 SharePoint 的海量数据中寻找答案和洞察。用户目前可以通过在聊天中@提及其他用户, 通过电子邮件或 Teams 共享这些 Agent。
通过 Viva Insights 跟踪 Copilot 用量	IT 管理员可以在 Viva Insights 中监测 Copilot Studio Agent 的采用情况和业务影响, 了解 Agent 的绩效及其与 KPI 的关系, 包括在 Copilot Studio 中创建并在 Copilot 之外发布的自定义 Agent, 用户可查看摘要和详细指标, 例如创建的 Agent 数量、员工会话数量、满意度得分、解决率和业务影响等。

资料来源: 微软官网, 浙商证券研究所

3月微软推出 Researcher 和 Analyst 两款 AI Agent，可以安全合规访问用户工作数据（电子邮件、会议记录、文件、聊天记录等）以及网络数据，分析海量信息并按需提供高技能的专业知识。Researcher 可帮助用户处理工作中复杂、多步骤的研究，提供高质量、更准确的洞察，通过将 OpenAI 的 Deep Research 模型与 Microsoft 365 Copilot 的高级编排和深度搜索功能相结合，用户可以基于此 Agent 构建详细的市场策略、识别新产品的空白机会、完成市场分析等。Researcher 还可以通过连接器利用第三方数据来增强功能，可将来自外部来源（如 Salesforce、ServiceNow、Confluence 等）的数据直接集成到 Microsoft 365 Copilot 中。

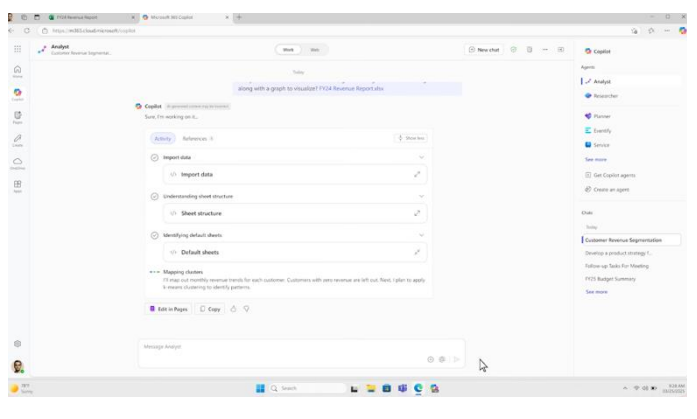
Analyst 旨在具备数据科学家的能力，可快速从原始数据中获取洞察。Analyst 基于 OpenAI 的 o3-mini 推理模型构建，并针对高级数据分析进行了优化，采用思路链式推理解决问题，并采取尽可能多的步骤来完善推理，最终提供与人类分析思维相符的高质量答案。它可以运行 Python 来处理最复杂的数据查询，用户可以实时查看代码检查工作情况。

图48： 微软推出 Researcher Agent



资料来源：微软官网，浙商证券研究所

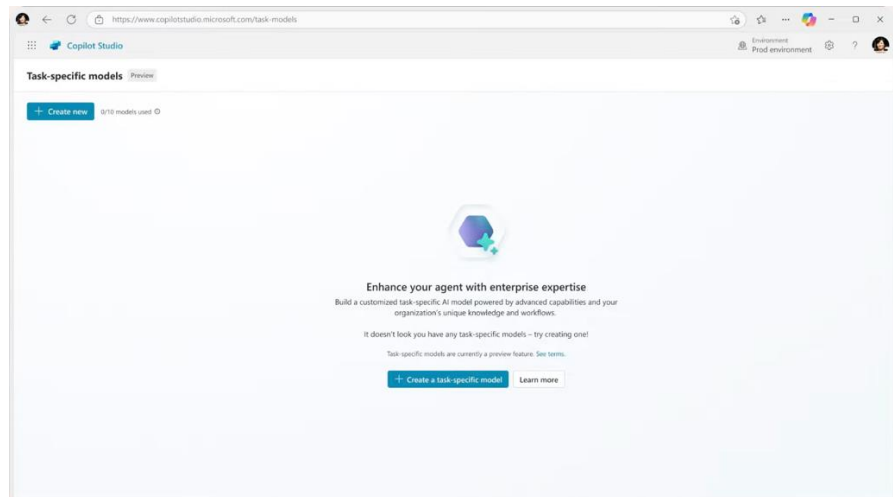
图49： 微软推出 Analyst Agent



资料来源：微软官网，浙商证券研究所

微软于 Build 2025 大会推出 Microsoft 365 Copilot Tuning，企业可使用公司数据、工作流和流程来调整 AI 模型。借助 Copilot Tuning，用户可以训练模型，并使用 Copilot Studio 创建能够高精度执行特定领域任务的 Agent 且无需编码。用户的 Agent 和数据在 Microsoft 365 服务边界内安全运行，并且 Microsoft 不会使用客户数据来训练基础模型。

图50： 微软推出 Copilot Tuning

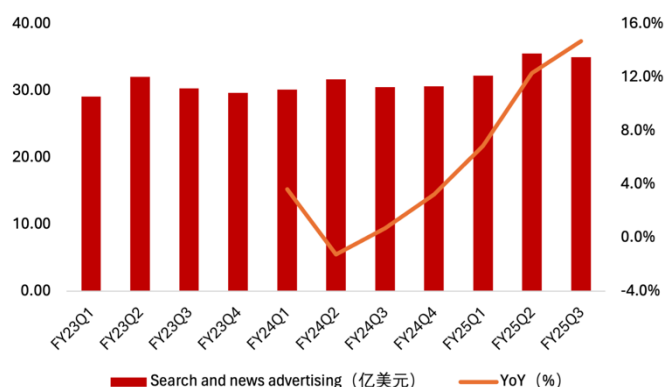


资料来源：微软官网，浙商证券研究所

2.4 搜索引擎：Copilot Search 有望推动微软市占率提升

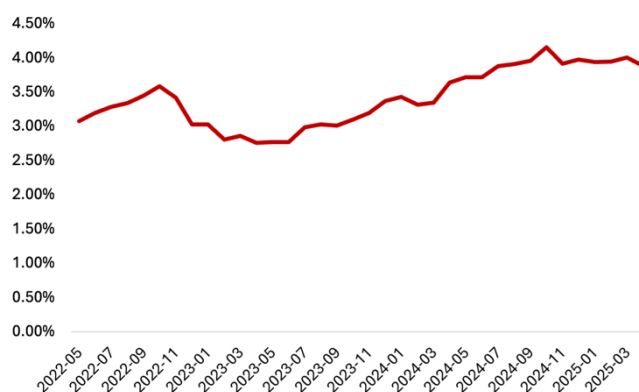
微软搜索及新闻广告业务规模加速增长，AI 大模型推动搜索引擎市占率稳步提升。FY25Q3 单季度，微软搜索及新闻广告业务（Search and news advertising）实现营收 35.04 亿美元，同比增长 14.70%，自 FY24Q3 单季度营收同比增速转正以来持续提速。从搜索引擎市占率看，微软 New Bing 市占率从 2023 年上半年的不足 3% 逐步增长至 2025 年第一季度的 4% 左右，市场占有率提升明显但是仍有很大空间。

图51：微软 FY23Q1-FY25Q3 搜索引擎及广告业务单季度营收



资料来源：，浙商证券研究所

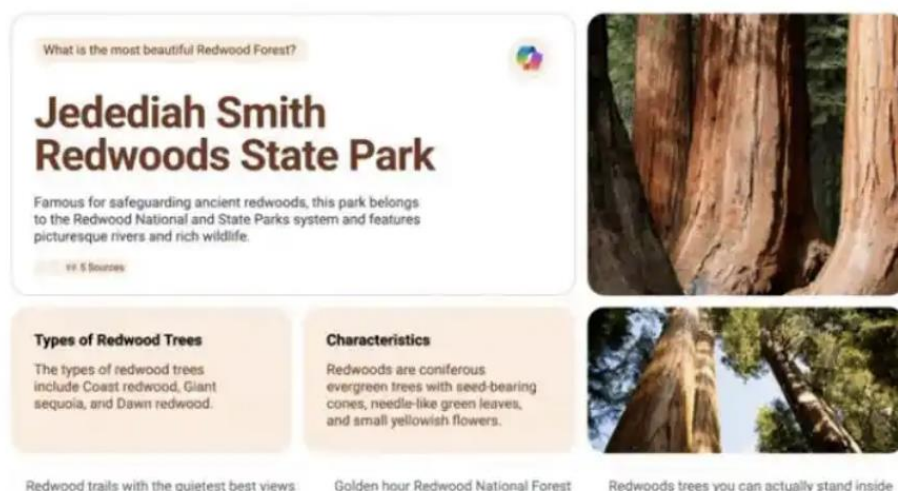
图52：微软 New Bing 搜索引擎市占率



资料来源：Statcounter，浙商证券研究所

微软发布基于 Bing 搜索引擎的 Copilot search 功能，将传统网络搜索与生成式搜索结果相结合。Copilot Search 通过 Bing 检查来自多个网站的信息，以显示更详细和准确的响应内容。这些搜索结果将显示引用和建议，引导人们了解更多关于某个主题的信息，Copilot Search 功能有望提升用户使用搜索引擎的信息获取效率大幅提升。

图53：微软推出 Copilot Search 功能



资料来源：金融界，浙商证券研究所

3 谷歌：打造 Gemini 大模型+A2A 协议+Agentspace 生态

3.1 整体经营质量持续提升，AI 加速融合各业务场景

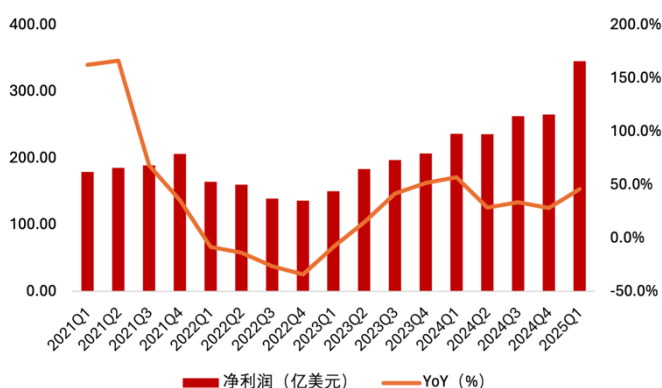
2025 年 Q1 谷歌整体营收超市场预期，净利润同比大幅增长。2025 年 Q1，谷歌实现营业总收入 902.34 亿美元（YoY+12.0%，市场预期为 891 亿美元），实现净利润 345.40 亿美元（YoY+46.0%），公司表示部分利润增长源于股权投资的 80 亿美元收益（25Q1 公司 Other Income 为 111.83 亿美元，上年同期为 28.43 亿美元）。

图54：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

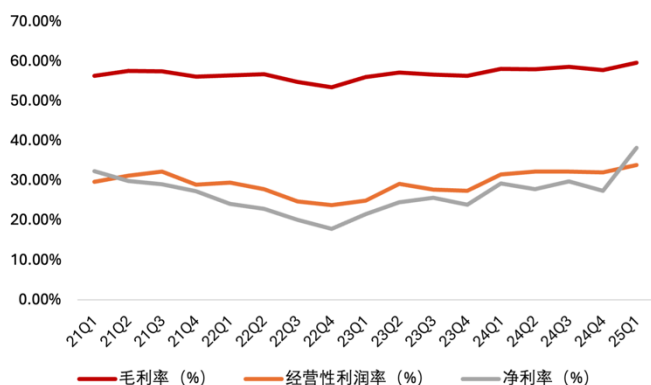
图55：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度净利润情况



资料来源：，浙商证券研究所

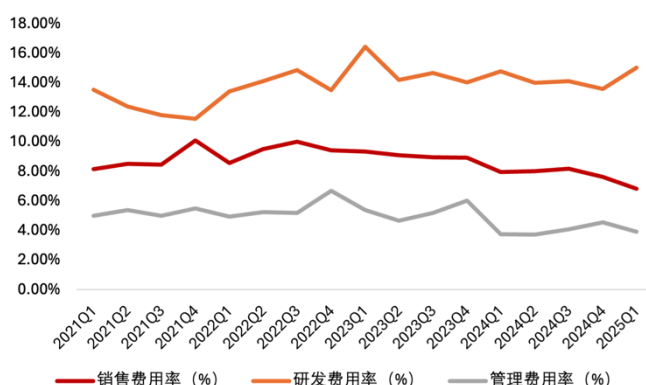
公司整体盈利能力有所提升，研发端保持投入同时销售费用率实现优化。2025Q1，谷歌整体毛利率及经营性利润率分别为 59.70%和 33.92%，同比分别提升 1.56pct 和 2.29pct，盈利能力提升显著；费用率看，2025Q1 谷歌整体销售/研发/管理费用率分别为 6.84%/15.02%/3.92%，同比分别下降 1.14pct、提升 0.24pct、提升 0.16pct，公司整体销售费用率持续优化。

图56：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度盈利能力情况



资料来源：，浙商证券研究所

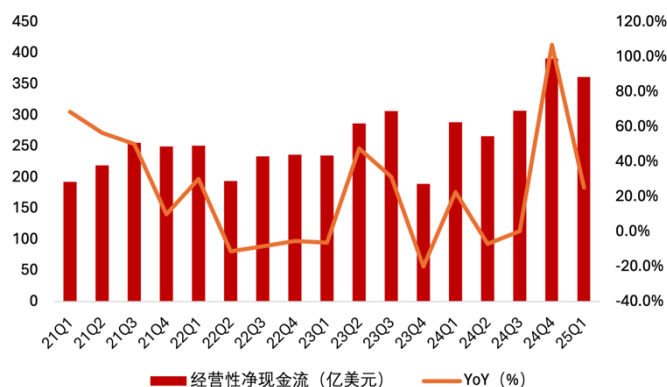
图57：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度费用率情况



资料来源：，浙商证券研究所

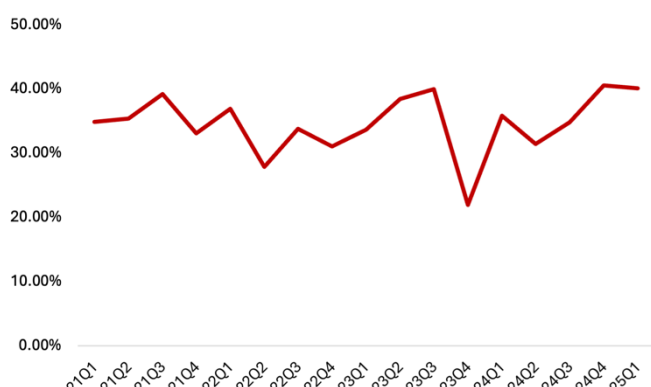
单季度经营性现金流水平同比良好增长，OCF Margin 保持近年高位水平。2025Q1，谷歌单季度经营性现金流净额达到 361.50 亿美元，同比增长 25.3%，单季度 OCF Margin 为 40.06%，同比提升 4.24pct，整体现金流水平实现显著提升。

图58：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度经营性现金流情况



资料来源：，浙商证券研究所

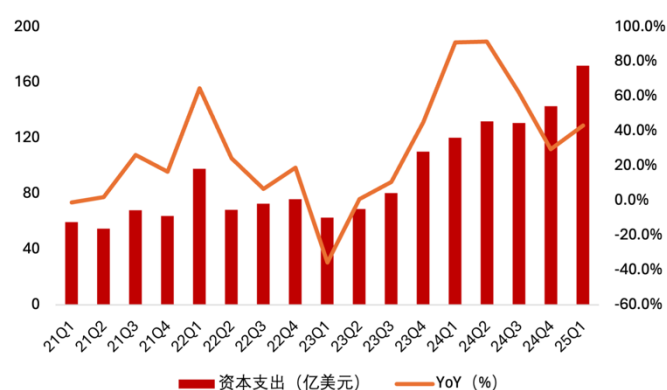
图59：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度 OCF Margin 情况



资料来源：，浙商证券研究所

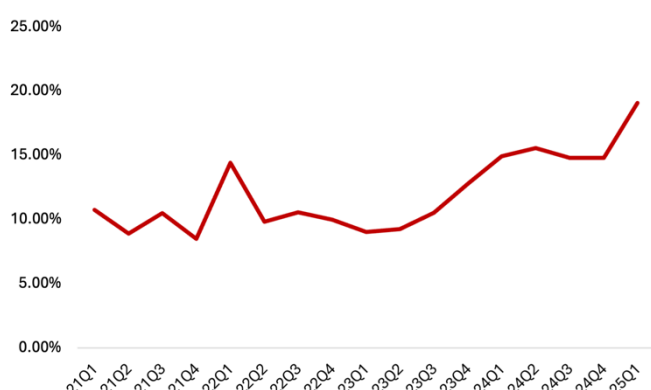
谷歌单季度资本开支保持高速增长，AI 基础设施保持饱和投入状态。2025Q1，谷歌单季度资本开支为 171.97 亿美元（市场预期为 171 亿美元），同比增长 43.2%并保持高速增长。以公司的经营性现金流净额为基数计算，2025Q1 谷歌资本开支与其比值达到 19.06%，同比大幅提升 4.14%并创下 2021Q1 以来的新高，彰显公司在 AI 基础设施端仍保持饱和投入。同时，公司在 25Q1 业绩电话会上表示，保持 2025 年 750 亿美元资本支出的计划。

图60：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度资本开支情况



资料来源：，浙商证券研究所

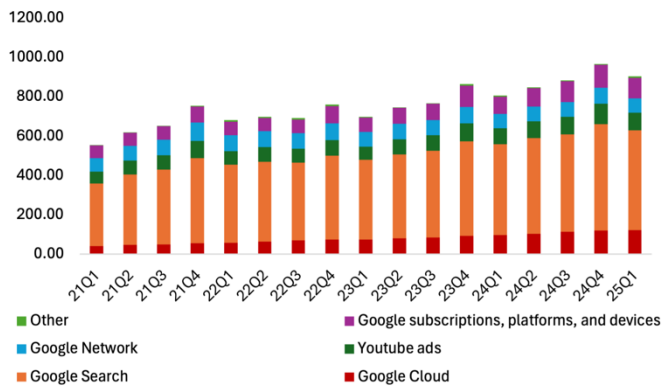
图61：2021Q1~2025Q1 谷歌单季度资本开支与 OCF 比值情况



资料来源：，浙商证券研究所

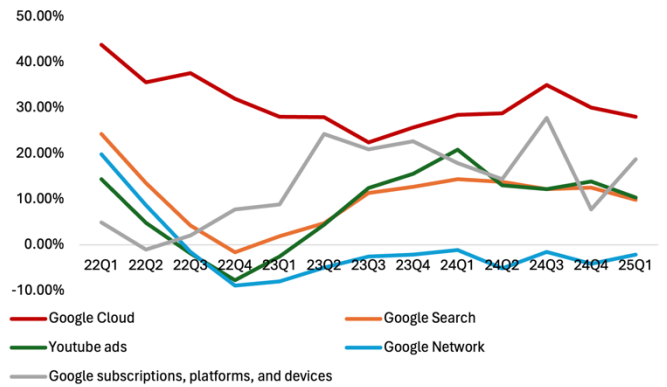
分业务看，谷歌云保持强劲增长，Google Search 仍贡献主要营收增量。2025Q1，谷歌 Google Cloud、Google Search、Youtube ads、Google Network 和 Google subscriptions、platforms and devices 单季度营收分别为 122.60/507.02/89.27/72.56/103.79 亿美元，同比分别 +28.06%/+9.85%/+10.35%/-2.12%/+18.77%。

图62：2021Q1~2025Q1 谷歌分业务营收（单位：亿美元）



资料来源：，浙商证券研究所

图63：2022Q1~2025Q1 谷歌单季度分业务营收增速情况



资料来源：，浙商证券研究所

谷歌积极布局 AI 大模型与自身产品矩阵结合，同时面向开发者构建大模型及 Agent 应用生态。根据谷歌业绩会披露，目前谷歌旗下 5 亿用户的 15 款产品现在都在使用 Gemini 模型，同时面向开发者的 Vertex AI 平台提供 200+基础模型——包括 Gemini 2.5 Pro、2.5 Flash、Imagen 3、Veo 2、Chirp 和 Lyria，并且还提供开源和第三方模型，如 Llama 4 和 Anthropic。

表7：谷歌业绩会 AI 相关内容

应用领域	业务亮点
AI 搜索	AI Overview 功能每月用户超过 15 亿； 多模态搜索持续增长，Circle to Search 已覆盖 2.5+亿台设备，Q1 使用量增长近 40%，自 10 月份以来，Lens 的月度视觉搜索量增加 50 亿次。
开发者生态	2025 年以来 AI Studio 和 Gemini API 的活跃于用户数增长 200%以上； Vertex AI 平台提供 200+基础模型——包括 Gemini 2.5 Pro、2.5 Flash、Imagen 3、Veo 2、Chirp 和 Lyria，并且还提供开源和第三方模型，如 Llama 4 和 Anthropic。
开源模型	谷歌于 3 月份推出了 Gemma 3，并且 Gemma 模型的下载量已超过 1.4 亿次；
AI+健康	谷歌推出了多智能体 AI 研究系统 AI Co-Scientist，并且 AlphaFold 目前已被超过 250 万研究人员使用；
AI+谷歌产品	谷歌旗下 5 亿用户的 15 款产品现在都在使用 Gemini 模型； 谷歌正在将移动设备上的 Google Assistant 升级到 Gemini；今年晚些时候，谷歌将升级平板电脑、汽车以及连接到手机的设备。
办公应用	Google Workspace 每月提供超过 20 亿次 AI 辅助，包括汇总 Gmail 和优化文档；
AI+广告	在 Demand Gen 中，广告商可以更精确地管理 YouTube、Gmail、Discover 和 Google Display Network 上的广告展示位置，并了解能够实现最佳投放效果的方案。 得益于 2024 年推出的 AI 驱动的迭代，使用 Demand Gen 的企业在购买和潜在客户等目标上的单位支出转化率同比平均增长 26%。

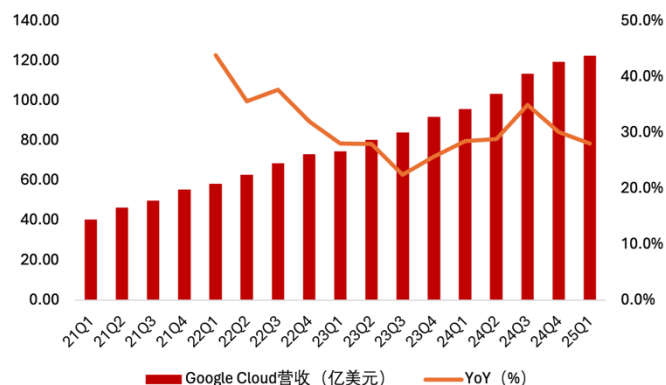
资料来源：谷歌官网，浙商证券研究所

3.2 谷歌云业务快速成长，Agentspace 及 A2A 协议打造智能体生态

谷歌云业务营收保持高速增长，盈利能力稳步提升。2025Q1，谷歌云业务单季度营收达到 122.6 亿美元，同比增长 28.1%，谷歌云单季度经营性利润为 21.77 亿美元（上年同期为 9.00 亿美元），经营性利润率为 17.76%，同比大幅提升 8.36pct，环比提升 0.15pct，单季

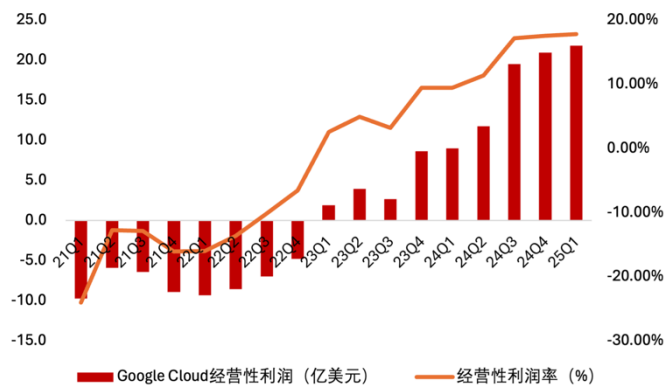
度盈利能力持续提升并创下历史新高，未来随着公司在 AI 基础设施端的持续投入，云业务有望持续保持强劲的增长态势。

图64：21Q1~25Q1 谷歌单季度云业务营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

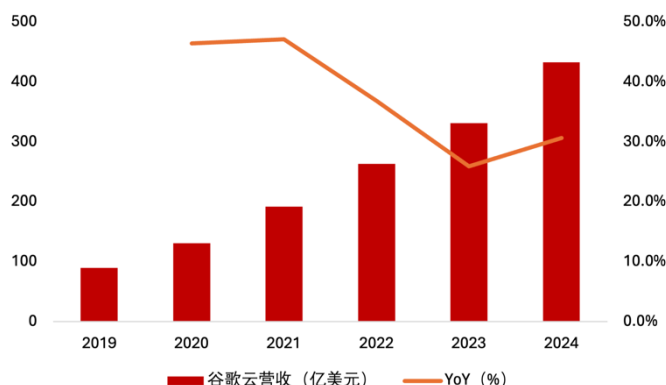
图65：21Q1~25Q1 谷歌单季度云业务经营性利润（率）情况



资料来源：，浙商证券研究所

谷歌云业务规模快速成长，市占率逐年提升。谷歌云营收规模从2019年的89.18亿美元，快速增长至2024年的432.29亿美元，2019-2024年CAGR达到37.1%，整体保持快速增长态势。从市占率看，根据The Future Investors数据，谷歌云的市占率从2020Q1的6%持续增长至2024Q1的11%，份额不断提升。

图66：2019~2024 年谷歌云业务年度营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

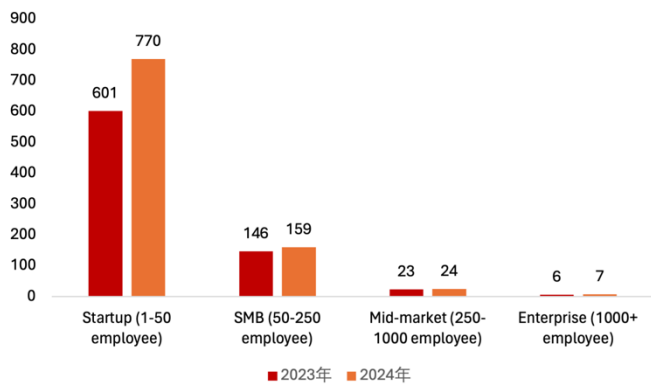
图67：20Q1~24Q1 谷歌云市占率增长情况



资料来源：The Future Investors，浙商证券研究所

从客户结构看，初创及小微企业贡献谷歌云绝大部分营收。根据HG Insights，谷歌云的企业客户中，2024年规模在50人以下的初创公司（Startup）达到77万家（2023年为60.1万家），同比增长超过28%，占整体企业客户数约八成。同时，谷歌云的SMB客户（50-250人）、中型客户（250-1000人）和大型企业客户（1000+人）数量也从2023年的146/23/6千家增长至2024年的159/24/7千家，受益于AI商业化浪潮，谷歌云业务保持快速拓展。从客户投入看，根据HG Insights数据，目前月花费在1000美元以下的公司占谷歌云总企业客户数的89.2%，另有8.6%的企业每月云服务费用在1000~5000美元之间。

图68：谷歌云按人数分企业客户数（单位：千家）



资料来源：HG Insights，浙商证券研究所

图69：2024年谷歌云按支出规模分的企业客户结构



资料来源：HG Insights，浙商证券研究所

谷歌布局 AgentSpace，旨在为企业用户打造搜索和 AI Agent 中心。 Google Agentspace 使 AI Agent 能够安全访问企业用户最常用的应用，快速找到所需内容，赋能用户更快、更智能地完成工作。Agentspace 可将工作应用与 Google 的多模态搜索和 AI Agent 功能相连接，快速查找企业中的各种信息，汇总和整合不同来源的信息，并使用预构建或自定义 Agent 执行操作，并保证企业级安全性、隐私保护和合规性。同时，企业用户可将 Agentspace 与 Confluence、Google 云端硬盘、Microsoft Sharepoint、ServiceNow 等热门应用关联，从而快速查找信息、获得解答并采取行动。

表8：谷歌 AgentSpace 核心功能

核心功能	应用价值	具体内容
企业搜索和 AI Agent	利用企业数据打破信息孤岛	Agentspace 可与 Confluence、Google 云盘、Microsoft Sharepoint、ServiceNow 等工作应用相连，使其能够在整个企业中使用 Google 的多模态搜索，快速将零散的信息转化为富有实用价值的分析洞见。
	将 Google 预先构建的专家 AI Agent 融入工作	由 Google 构建、随时可用的专家 Agent 可帮助用户对数据采取行动并自动执行任务，例如使用 Deep Research Agent 生成综合报告、使用创意生成代理探索新颖策略。
	创建自定义 Agent	借助 Agentspace 中的 Agent Designer，用户可以创建自己的 Agent，根据用户的工作流程对 Agent 进行量身定制，并与数据相连接，而无需任何技术专业知识。
连接并使用常用应用中的信息	设置访问权限控制	管理员可以在 Agentspace 中安全地设置和管理员工访问权限，帮助组织降低员工采用 AI Agent 的难度，同时保持敏捷性并控制数据。
	保护敏感信息	Agentspace 使用公司的现有权限和访问权限控制 (ACL)，确保员工只能访问其有权查看的内容，从而保护敏感数据。
	使关联的应用保持同步	得益于实时同步更新的访问权限控制，搜索结果、权限和数据始终保持最新状态，可随时反映关联的应用的最新信息。
在企业数据中进行多模态搜索	跨信息模式无缝搜索	Agentspace 能够理解文本、图片、图表、信息图、视频和音频以及它们之间的关系，无论信息存储在何处或采用何种模式，都能准确找到用户需要的内容。
	利用 Enterprise Knowledge Graph 实现个性化	Agentspace 使用 Google 知识图谱技术识别内容与用户之间的关系，从而根据公司专属信息提供更加个性化和上下文感知的搜索体验。
	与 Google 搜索结合	以 Google 搜索技术为基础，能够理解用户意图，并应用 AI 在企业中查找最相关信息。
通过搜索、内容生成和自动化提升影响力	按需利用专家分析	Agentspace 由 Gemini 和企业搜索提供支持，可以根据员工的个人需求和专业知识生成量身定制的答案、分析和摘要，从而帮助员工更快、更高效地做出决策。
	多模态内容生成	Agentspace 可以生成高质量的客户演示文稿、社交内容、学习资料等，不仅包括文本，还包括图表、表格、音频、图片和高清视频。
	常规任务自动化	Agentspace 可以代表用户处理任务，例如发送电子邮件、安排会议或更新连接应用。

资料来源：谷歌官网，浙商证券研究所

谷歌 AgentSpace 定价分为三档，可满足企业用户差异化需求。目前谷歌 Agentspace 提供 NotebookLM for Enterprise、Agentspace Enterprise 和 Agentspace Enterprise Plus 三种方案，对于每位用户的月订阅费分别为 9/25/45 美元，其中 Agentspace Enterprise Plus 用户可以创建自定义的专家 Agent，以自动化营销、财务、法律和工程等部门业务功能。

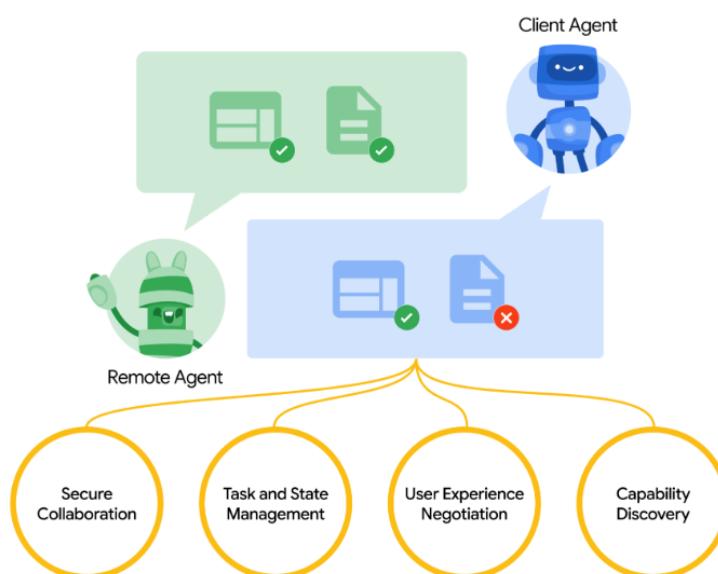
表9：谷歌 AgentSpace 订阅方案及定价

订阅方案	定价	主要功能
NotebookLM for Enterprise	\$9/user/month	1、基于 AI 大模型的个人办公和笔记助手； 2、所有基础设置，无需预设置连接器； 3、支持 Google 及非 Google 账号； 4、云服务及安全隐私保障；
Agentspace Enterprise	\$25/user/month	1、基于企业级应用的混合搜索功能； 2、文档总结和整理工具； 3、人员搜索功能； 4、跨文本、图像和其他格式的搜索功能； 5、NotebookLM Enterprise 的所有功能；
Agentspace Enterprise Plus	\$45/user/month	1、文档上传及问答互动； 2、Google 和第三方应用的交互操作； 3、可创建自定义自动化工作流程的工具； 4、Agentspace Enterprise 的所有功能；

资料来源：Blott，浙商证券研究所

4 月 10 日，谷歌在 Google Cloud Next 25 大会上开源了首个标准智能体交互协议——Agent2Agent Protocol（简称 A2A），A2A 有望打破系统孤岛，对智能体的能力、跨平台、执行效率产生质的改变，支持 Intuit、MongoDB、Salesforce、SAP、ServiceNow 和 Workday 等主流企业应用平台。在实际应用中，客户端 Agent 负责制定和传达任务，而远程 Agent 则根据这些任务采取行动，以提供正确的信息或执行相应的操作，同时 Agent 可以相互发送消息（可以包含上下文信息、回复或者用户指令），使其能够更好地协同工作，共同完成复杂的任务。

图70：Agent2Agent 协议工作原理



资料来源：谷歌官网，浙商证券研究所

Google I/O 大会上 A2A 协议迎来重大更新。在近期举办的谷歌“I/O 2025”全球开发者大会上，谷歌发布了 A2A 协议 v0.2 版本。更新后的 A2A 协议支持状态交互，可提升自动化任务的执行效率，并且引入“智能体卡”概念，客户端能够更清楚了解 Agent 能力从而进行更高效的交互。未来 A2A 协议是有望打破数据孤岛，对 Agent 的能力、跨平台、执行效率产生质的改变。

表10：谷歌 A2A 协议更新要点

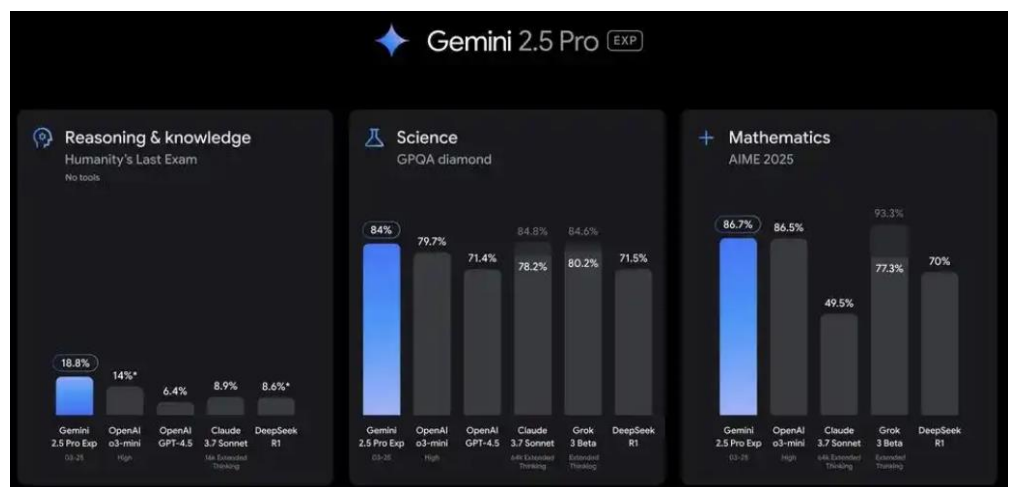
更新点	具体内容
支持无状态交互	以往智能体间的会话管理较为复杂，阻碍了高效通信。如今在一些简单的信息查询类任务中，Agent 之间可以快速地交换信息，实现更轻量化的通信，提升自动化任务的执行效率。
引入“智能体卡”概念	这是一种由 A2A 服务器发布的 JSON 元数据文档，用于描述身份、能力、技能、服务端点和认证要求。消息、任务、部分、工件、流式传输、推送通知和会话等概念也在协议中得到定义。
文件交换优化	引入了更灵活的处理方式。Agent 不仅可以直接返回文件的字节内容，还可提供 URI，指向存储文件的临时位置，使得 Agent 能够更高效地处理大文件，同时也减少数据传输的开销。
标准化身份验证	基于类似 OpenAPI 的身份验证模式，正式确定身份验证方案，确保 Agent 间身份验证要求的清晰传达，增强了 Agent 间交互的安全性和可靠性。

资料来源：AIGC 开放社区，浙商证券研究所

3.3 Google Gemini 大模型综合能力大幅升级，关注视频性能突破

谷歌推出 Gemini Pro 2.5 大模型，综合能力大幅升级。2025 年 3 月底，谷歌上线了 Gemini 2.5 Pro 推理模型，模型能够在响应前先进行思考推理，从而提升性能，并改善准确性。Gemini 2.5 Pro 展现出了强大的推理和代码能力，在常见的编程、数学和科学基准测试中均处于领先地位。同时，在不使用任何外部工具的条件下，Gemini 2.5 Pro 在挑战人类知识和推理能力的极限前沿“人类最后的考试”中取得了 18.8% 的准确率，达到业界领先。

图71：Gemini 2.5 Pro 在人类知识和推理能力测试中表现出色



资料来源：新智元，浙商证券研究所

北京时间 2025 年 5 月 7 日，谷歌 DeepMind 发布了 Gemini 2.5 Pro 的更新版本 Gemini 2.5 Pro (I/O edition)，其最大的进步是编程能力大幅提升，不仅在 LMArena 编程排行榜上名列第一，同时也在 WebDev Arena 排行榜上以显著优势超过了之前的头名 Claude 3.7 Sonnet (20250219)。用户只需使用一个提示词即可构建 Web 应用、游戏和模拟程序等，甚至用户仅需提供一张手绘草图+功能描述，就能得到一个带有自己设计的 UI 的功能完备的应用。

图72： Gemini 2.5 Pro (I/O edition) 在代码能力上位居大模型第一

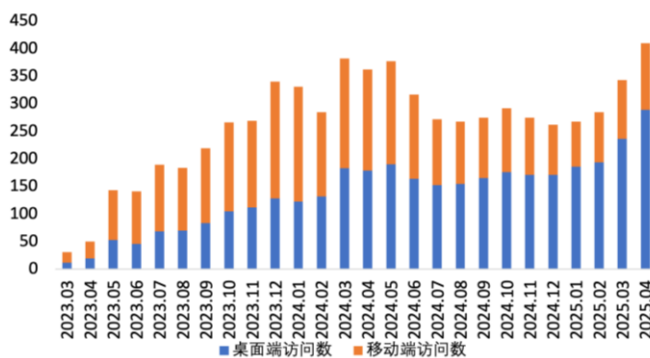
Latest Gemini-2.5-Pro ranks #1 in ALL Arenas!

Rank* (UB)	Rank (StyleCtrl)	Model	Arena Score	95% CI	Votes	Organization	License
1	1	Gemini-2.5-Pro-Preview-05-06	1448	+7/-12	3545	Google	Proprietary
1	1	Gemini-2.5-Pro-Exp-03-25	1437	+6/-4	12720	Google	Proprietary
3	1	o3-2025-04-16	1411	+11/-7	5844	OpenAI	Proprietary
3	3	ChatGPT-4o-latest (2025-03-26)	1408	+6/-5	10286	OpenAI	Proprietary
3	6	Grok-3-Preview-02-24	1402	+5/-4	14843	xAI	Proprietary
5	4	GPT-4.5-Preview	1398	+4/-5	15281	OpenAI	Proprietary
5	6	Gemini-2.5-Flash-Preview-04-17	1394	+9/-8	5393	Google	Proprietary

资料来源：机器之心，浙商证券研究所

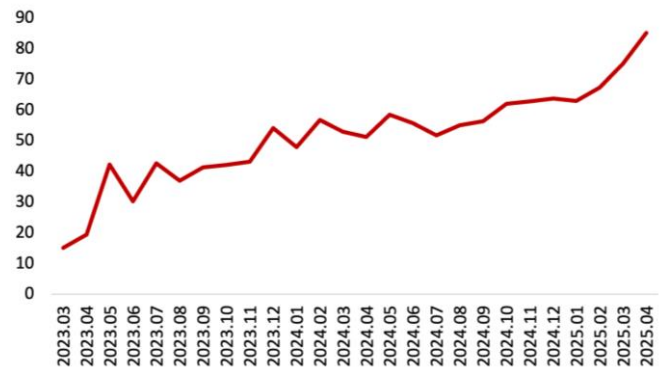
大模型迭代推动谷歌 Gemini 访问量及用户数持续走高。根据 Similarweb 数据，2025 年 4 月谷歌网页端 Gemini 访问量达到 4.09 亿次并创下新高，自今年 2 月以来访问量呈现快速增长态势。同时，2025 年 4 月网页端 Gemini 的独立访客（以设备数计）达到了 8500 万，使用生态保持快速成长。

图73： 谷歌 Gemini 网页端月访问量走势（单位：百万次）



资料来源：Similarweb，浙商证券研究所

图74： 谷歌 Gemini 网页端月独立访客数走势（单位：百万台）



资料来源：Similarweb，浙商证券研究所

谷歌多模态模型持续迭代。此次谷歌 I/O 2025 大会上，谷歌发布了最新图像生成模型 Imagen 4。Imagen 4 可以逼真地刻画出复杂的织物、水滴和动物毛皮等物体。这款模型最

高支持 2K 分辨率，图片纵横比和自由定制，其文字生成和排版能力也有明显提升，给海报制作、PPT 制作等生产级应用提供了更好的支持。

谷歌视频生成模型 Veo 2 新增了视频参考、相机控制、对象添加与删除等功能，而最新发布的 Veo 3 实现了有声视频的直接生成，能直接给城市街道场景的视频配上自然的噪音，或是直接生成人物之间的对话。此外，Veo 3 在文本和图像提示、现实世界物理和口型同步方面都表现出色。另外，谷歌为 Veo 打造了配套的 AI 电影制作工具 Flow，这一工具集成了 Veo、Imagen 和 Gemini 三款模型，可用于电影片段、场景和故事的创作。

图75：谷歌发布最新图像生成模型 Imagen 4



资料来源：智东西，浙商证券研究所

图76：谷歌发布 AI 电影制作工具 Flow



资料来源：智东西，浙商证券研究所

谷歌在研项目聚焦 3D 视频通话、视频通话搜索，旨在为 Agent 引入多任务处理能力。此次 I/O 大会上，谷歌展示了在研的 Starline、Astra 和 Marina 三大研究项目，聚焦于 3D 视频通话、视频通话搜索等能力，未来有望与谷歌旗下的 Google Meet 视频会议平台、Gemini Live 等应用矩阵相结合，为 Agent 引入多任务处理能力。

表11：谷歌 AI 相关研究项目要点梳理

项目	应用价值	项目进展
Project Starline	在 Project Starline 之上，谷歌推出以 AI 为核心的 全新视频通话平台 Google Beam ，平台采用新一代视频模型将 2D 视频流转换为 3D 体验，通过 6 台摄像机组成的阵列捕捉用户动作，借助 AI 将这些视频流进行合并，实时处理呈现用户影像，精度达毫米级。	谷歌致力于将项目技术引入 Google Meet 视频会议平台，包括实时语音翻译功能（已推出），订阅用户可以使用英语和西班牙语，未来几周之内将会支持更多语言，今年晚些时候面向企业用户推出。
Project Astra	实时、多模态的 AI 助手项目 ，具备摄像头和屏幕共享功能，让用户可以畅聊所见的一切，此次 I/O 大会上新增了更自然的原生语音交互和计算机控制功能。	Gemini Live API 现已推出音频视频输入和本地音频输出的预览版本，开发者可以控制其语调、口音和说话风格。
Project Marina	能够与网络交互并且完成任务的 Agent，结合了先进 AI 模型智能与工具访问能力的系统。谷歌引入了多任务处理能力，Project Marina 可以同时 监管十项任务 ，用户展示一次任务，Agent 还可学会为未来类似的任务制定相应计划。	谷歌将通过 Gemini API 将 Project Marina 的计算机使用能力带给开发者，今年夏天会面向更广泛用户开放。

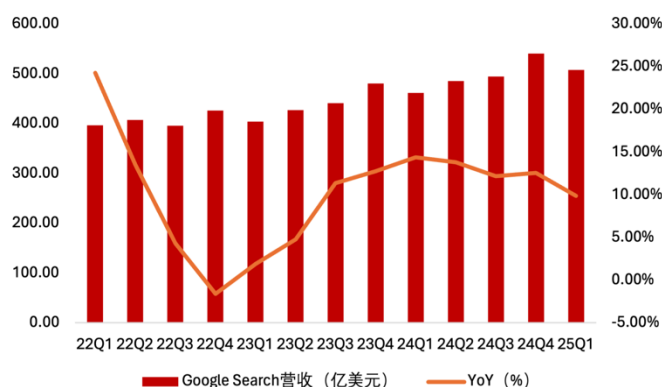
资料来源：智东西，浙商证券研究所

3.4 搜索引擎及广告：AI 赋能用户信息获取及广告主触达效率提升

谷歌搜索业务规模保持良好增长并奠定公司基本盘，搜索付费情况持续优化。2025 年第一季度，谷歌搜索业务单季度实现营收 507.02 亿美元，同比增长 9.85%。2023 年 Q2 以来公司搜索业务受益于 AI 赋能实现增速提升。

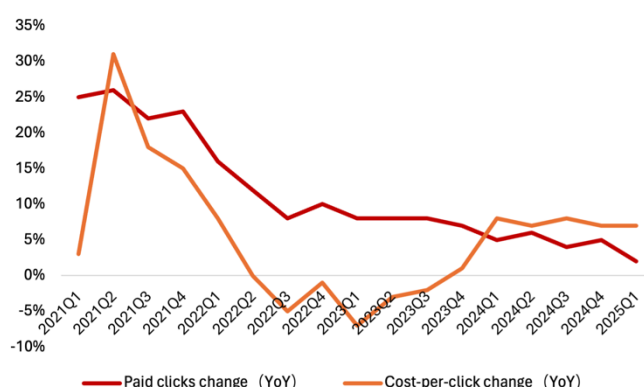
从搜索引擎业务质量看，根据公司披露的单季度付费点击增速（Paid clicks change）和单次点击支出（Cost-per-click），2021 年以来谷歌搜索引擎付费点击量增长逐渐放缓但整体仍保持增长。而从点击支出看，2023 年 Q4 以来 Cost-per-click 的单季度增速均保持为正，经营质量持续优化。

图77：搜索引擎业务单季度营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

图78：2024 年谷歌云按支出规模分的企业客户结构

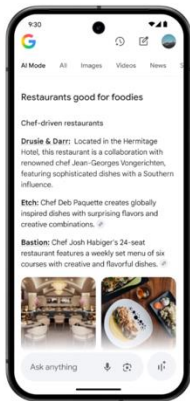


资料来源：谷歌财报，浙商证券研究所

谷歌搜索推出全新“AI Mode”模式，旨在提供更沉浸式的 AI 搜索体验。此次谷歌 I/O 大会，谷歌推出“AI Mode”模式，AI Mode 以新标签页形式出现在搜索界面中，其底座是谷歌基于 Gemini 2.5 定制模型版本。这一模式下，大模型会针对用户需求对答案进行整合并提供方便阅读的答案形式，如附带评分的饭店信息、包含地图概览的答案等，同时，用户还可以通过对话形式进行后续追问。对于用户需要获得更为详尽答案的问题，AI Mode 能代表用户发起上百次搜索，几分钟内生成一份专业级报告。

谷歌 AI Mode 有望重塑用户购物体验，帮助用户定制浏览界面、虚拟试穿以及结账。AI Mode 将 Gemini 与购物图谱相结合，拥有超过 500 亿个产品，并附有评论、价格、颜色选项和可用性等详细信息，同时会根据用户特定需求定制产品浏览面板。基于 AI Mode，用户选中衣服点击“试穿”图标、上传全身照，就能进行虚拟试穿。该模型能够理解人体结构和服装的细微差别，例如不同面料在不同人体上的折叠、拉伸和悬垂效果。

图79：谷歌推出 AI 搜索 “AI Mode” 模式



资料来源：智东西，浙商证券研究所

图80：谷歌 “AI Mode” 模式下的虚拟试穿功能



资料来源：智东西，浙商证券研究所

谷歌计划将广告引入 AI 模式（AI Mode），以实现广告投放效果的最大化。根据谷歌的说明，在 AI 模式中，广告可能会在“相关位置”下方出现，并“整合到”AI 回答中。例如，当用户在 AI 模式中查询某个主题时，如果一个网站构建工具可能是下一步的合适选择，谷歌可能会展示一条相关的广告，帮助用户开始相关操作。谷歌解释称“之后用户可以继续提问，探索可能的商业创意、应该开发什么样的内容，甚至了解目标受众”。

谷歌发布多项 AI 广告解决方案，有望重塑广告行业。近日，在 Google Marketing Live 大会上，谷歌详细展示了其如何在搜索和 YouTube 上打造下一代 AI 驱动的广告解决方案，并发布其 AI 驱动的广告创新的关键亮点，未来有望进一步提升广告主的投放效率及转化率。

表12：谷歌发布一系列 AI 驱动的广告解决方案

解决方案	核心要点
在搜索中植入 AI 广告体验	AI 通过 Lens、AI Overviews 和 AI Mode 等工具，开启全新的搜索方式。Google 正在将 AI Overviews 中的广告扩展到美国的桌面端，并将逐步推广到部分国家/地区的移动和桌面设备。此外 Google 还基于在 AI Overviews 中的经验，开始测试在 AI Mode 回复下方和内部集成广告。
AI 驱动的创新	Google 宣布由视频和图像生成模型 Veo 和 Imagen 提供支持的增强型工具，将很快在 Google Ads 和 Merchant Center 中上线。营销人员将可轻松构建广告系列，并即刻将创意构想变为现实。Asset Studio 是 Google Ads 中全新的统一创意套件，用于集中管理有助于为广告系列构建有效的视觉效果的工具；“Generated for You”供 Product Studio 中的商家使用，会自动识别商家购物目录中最佳的内容机会，并预生成符合品牌调性的图片和视频。
面向广告主的智能体 AI 体验	Google 正在 Google Ads 和 Google Analytics 中推出 Agent 功能，以帮助广告主更轻松地设置广告系列；此外，还为营销人员打造了营销顾问（Marketing Advisor），帮助广告主在跨营销平台工作时管理营销任务。
更高效的广告系列	Google 在搜索广告 AI Max 功能基础上，推出了 Smart Bidding Exploration，这是搜索广告系列新的可选功能，使用 AI 和灵活的广告支出回报率（ROAS）目标来驱动算法，挖掘高潜力的高转化搜索。

资料来源：亿邦动力，浙商证券研究所

4 亚马逊：关注云业务高质量增长与 AI+电商应用渗透

4.1 盈利能力大幅提升，电商及云业务同步良好增长

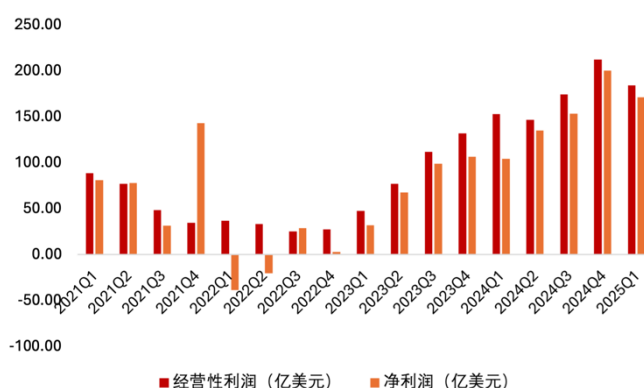
2025Q1 亚马逊营收稳健增长下盈利能力大幅提升。2025 年第一季度，亚马逊实现营业收入 1556.67 亿美元，同比增长 8.6%，营收增速较之前几个季度整体维持稳健；同时，亚马逊单季度经营性利润和净利润分别为 184.05 亿美元和 171.27 亿美元，同比分别提升 20.24% 和 64.19%，公司整体盈利能力大幅提升。

图81：21Q1~25Q1 亚马逊单季度总营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

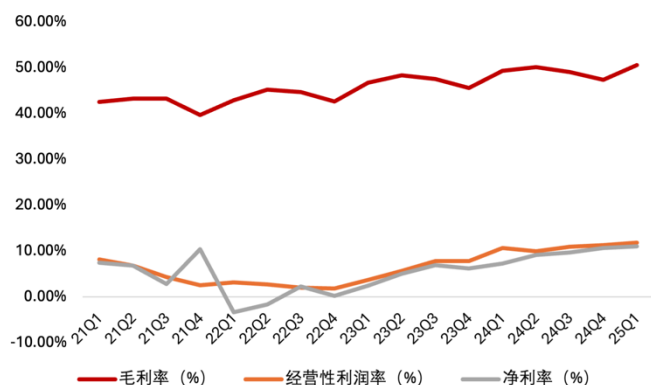
图82：21Q1~25Q1 亚马逊单季度经营性利润及净利润情况



资料来源：，浙商证券研究所

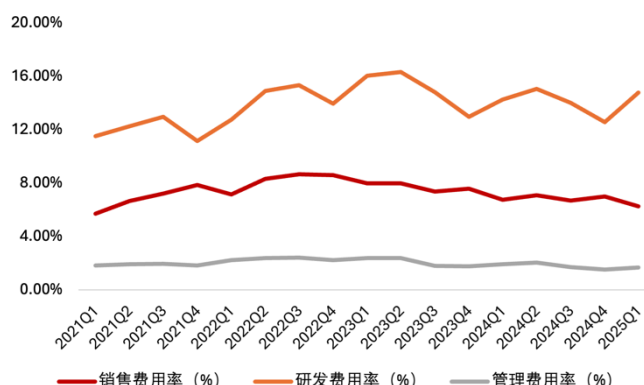
亚马逊单季度研发端保持投入力度，销售、管理侧运营效率有所优化。2025 年第一季度，亚马逊单季度毛利率、经营性利润率和净利率分别为 50.55%、11.82% 和 11.00%，同比分别提升 1.23pct、1.14pct 和 3.72pct，盈利能力显著提升。在费用率方面，2025 年 Q1 亚马逊销售、研发、管理费用率分别为 6.27%、14.77% 和 1.69%，同比分别下降 0.47pct、提升 0.52pct、下降 0.23pct。

图83：21Q1~25Q1 亚马逊单季度盈利能力情况



资料来源：，浙商证券研究所

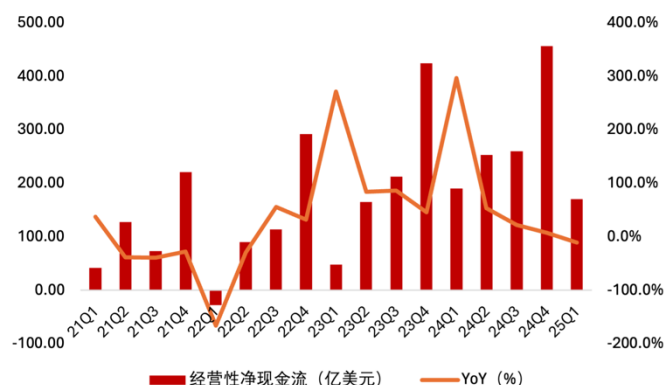
图84：21Q1~25Q1 亚马逊单季度费用率情况



资料来源：，浙商证券研究所

现金流质量短期承压，健康度整体呈现提升态势。2025 年第一季度亚马逊单季度经营性现金流净额为 170.15 亿美元，同比下滑 10.4%，自 2022 年 Q3 以来单季度增速首次为负。从以营收为基数的 OCF Margin 看，公司整体呈现提升态势，2025Q1 亚马逊 OCF Margin 为 10.93%，同比下滑 2.32pct，未来随着云业务的持续增长以及占比的提升，整体现金流质量有望持续增长态势。

图85：21Q1~25Q1 亚马逊单季度经营性现金流净额情况



资料来源：，浙商证券研究所

图86：21Q1~25Q1 亚马逊单季度 OCF Margin 情况



资料来源：，浙商证券研究所

公司单季度资本开支维持高增，云业务占总营收比例持续提升。2025 年第一季度，亚马逊单季度 Capex 达到 242.55 亿美元，同比大幅增长 62.51%，自 2024Q2 以来持续保持高速增长态势，未来随着公司 AI 商业化的持续推进，预计未来仍然保持 Capex 高速增长趋势。

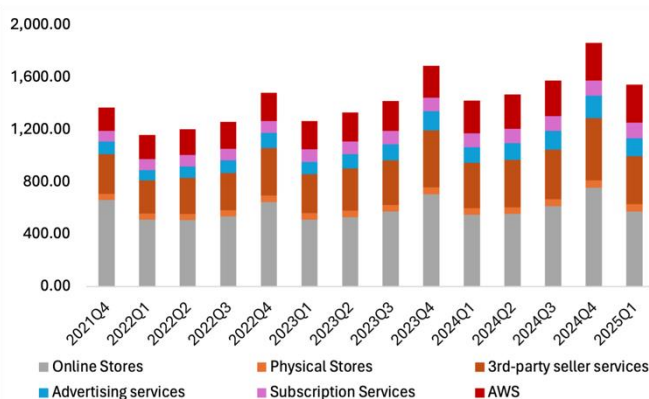
分业务看，2025Q1 亚马逊线上商城（Online Stores）、第三方卖家服务（3rd-party seller services）、广告服务（Advertising Services）、订阅服务（Subscription Service）、AWS 分别实现单季度 574.07/365.12/139.21/117.15/292.67 亿美元，同比分别增长 5.0%/5.5%/17.7%/9.3%/16.9%，AWS 及广告业务实现良好增长。

图87：21Q1~25Q1 亚马逊单季度资本开支情况



资料来源：，浙商证券研究所

图88：21Q1~25Q1 亚马逊单季度分业务营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

4.2 AWS 业务持续成长，大模型服务矩阵不断扩充

亚马逊 AWS 营收端稳健成长，盈利能力显著提升。2025 年第一季度，亚马逊 AWS 实现营收 292.67 亿美元，同比增长 16.9%，2023 年 Q4 以来受益于 AI 大模型拉动的云计算需求成长，AWS 业务规模保持良好增长。盈利能力方面，2025 年 Q1 亚马逊 AWS 经营性利润为 115.47 亿美元，同比增长 22.6%，亚马逊云业务自 2023Q3 经营性利润增速转正以来，盈利能力持续提升。

图89：21Q1~25Q1 亚马逊 AWS 单季度营收情况



资料来源：，浙商证券研究所

图90：21Q1~25Q1 亚马逊 AWS 单季度经营性利润情况



资料来源：，浙商证券研究所

亚马逊推出自研多模态系列大模型 Amazon Nova，涵盖文本对话、图片生成、视频生成，旨在实现从“Speech to Speech”到“Any-to-Any”。2024 年 12 月，亚马逊云科技在 re: Invent 大会上发布多模态系列大模型 Amazon Nova。其中，Nova 的文本生成模型包含四个杯型：

- (1) **Amazon Nova Micro**：仅限文本对话，主打一个低价格和低延迟；
- (2) **Amazon Nova Lite**：低成本的多模态大模型，处理图像、视频和文本输入的速度极快。
- (3) **Amazon Nova Pro**：高性能的多模态大模型，精度、速度和成本最佳“配方”，可处理广泛的任务。
- (4) **Amazon Nova Premier**：亚马逊最强多模态大模型，可处理复杂的推理任务，也可用于蒸馏客户定制化的模型。

对于企业用户，Nova 模型建立在亚马逊 Bedrock 上（AWS 的基础 AI 模型平台），能够提供与现有 AWS 基础设施的无缝集成。企业可以轻松地利用这些模型，无需构建全新的技术栈。Nova 模型旨在帮助各种规模的企业轻松部署 AI，并且每个模型都支持微调，使企业能够根据特定需求调整 Nova。

图91: Amazon Nova 文本能力表现优异

Text intelligence	Nova Pro	Claude	GPT4o	Gemini	LLaMa
	-	3.5 Sonnet V2	-	1.5 Pro	3.2 90B
Language understanding MMLU - CoT	85.9%	89.3%	88.7%	85.9%	86.0%
General reasoning DROP - CoT	85.4%	88.3%	83.4%	74.9%	-
Common sense reasoning ARC - e	94.8%	96.3%	96.2%	95.4%	94.8%
Deep reasoning reasoning GPQA - Main	46.9%	58.0%	48.4%	55.1%	46.7%
Mathematics GSM8K	94.8%	96.5%	92.6%	90.8%	95.1%
Mathematics MATH - CoT	76.6%	78.3%	76.6%	86.5%	68.0%
Python code generation HumanEval	89.0%	93.7%	90.2%	87.8%	80.5%
Multi-step reasoning Big Bench Hard - CoT	86.9%	93.2%	83.0%	89.2%	-
Instruction following IF Eval	92.1%	90.2%	89.8%	91.7%	90.9%
Translation: EN to 14 languages Flores200	43.4	42.5	43.1	43.0	39.7
Translation: 14 languages to EN Flores200	44.4	43.5	43.9	45.6	43.7

资料来源: AIGC 开放社区, 浙商证券研究所

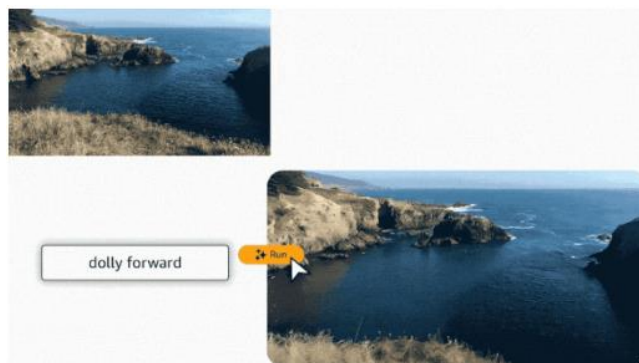
AWS 同步推出两款多模态生成模型 **Nova Canvas** 以及 **Nova Reel**。Canvas 模型能够从文本或图像提示生成专业级图像, 而 Reel 模型则能够用自然语言控制风格和摄像机运动, 制作短视频。这些模型将亚马逊的产品范围扩展到了文本之外, 进入了由简单文本提示生成的高质量图像和视频领域。

图92: 图像生成模型 Amazon Nova Canvas



资料来源: 量子位, 浙商证券研究所

图93: 视频生成模型 Amazon Nova Reel



资料来源: 量子位, 浙商证券研究所

亚马逊云平台持续上线顶尖 AI 模型, 最新一代模型 **Claude Opus 4** 和 **Claude Sonnet 4** 已上线 **Amazon Bedrock**。北京时间 5 月 23 日, 亚马逊云科技宣布在 Amazon Bedrock 中推出 Anthropic 的最新一代模型 Claude Opus 4 和 Claude Sonnet 4, 这两款全新混合推理模型能够根据需求在快速响应和深度思考模式间灵活切换, 为编码、高级推理和多步骤工作流程领域带来全新标准。Claude Opus 4 和 Claude Sonnet 4 在 Amazon Bedrock 的推出, 有望进一步丰富了客户使用 Anthropic 最先进的模型进行 AI 创新的选择。

图94： Claude Opus 4 及 Sonnet 4 模型代码及推理能力出色

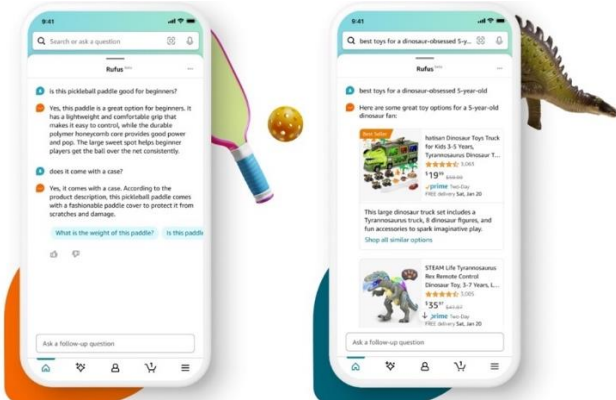
	Claude Opus 4	Claude Sonnet 4	Claude Sonnet 3.7	OpenAI o3	OpenAI GPT-4.1	Gemini 2.5 Pro Preview (03-06)
Agentic coding <i>SWE-bench Verified^{1,2}</i>	72.5% / 79.4%	72.7% / 80.2%	62.3% / 70.3%	69.1%	54.6%	63.2%
Agentic terminal coding <i>Terminal-bench^{1,2}</i>	43.2% / 50.0%	35.5% / 41.3%	35.2%	30.2%	30.3%	25.3%
Graduate-level reasoning <i>GPQA Diamond³</i>	79.6% / 83.3%	75.4% / 83.8%	78.2%	83.3%	66.3%	83.0%
Agentic tool use <i>TAO-bench</i>	Retail 81.4%	Retail 80.5%	Retail 81.2%	Retail 70.4%	Retail 68.0%	—
	Airline 59.6%	Airline 60.0%	Airline 58.4%	Airline 52.0%	Airline 49.4%	—
Multilingual Q&A <i>MAMLU⁴</i>	88.8%	86.5%	85.9%	88.8%	83.7%	—
Visual reasoning <i>AMMU (validation)</i>	76.5%	74.4%	75.0%	82.9%	74.8%	79.6%
High school math competition <i>AIME 2025^{1,5}</i>	75.5% / 90.0%	70.5% / 85.0%	54.8%	88.9%	—	83.0%

资料来源：美通社，浙商证券研究所

4.3 AIGC 结合亚马逊电商，买家+卖家应用均有布局

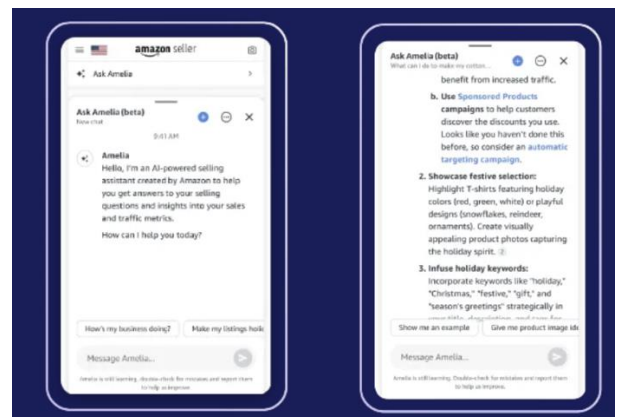
Amazon Rufus：亚马逊电商平台专家购物助理。2024 年 2 月，亚马逊宣布推出 Rufus。Rufus 是一位由人工智能驱动专家购物助理，接受过亚马逊广泛的产品目录、客户评论、社区问答和网络信息的培训，可以回答客户关于各种购物需求和产品的问题。Rufus 的主要功能包含：指导购物：买家提问了解购买产品时需要考虑的因素，从而获取信息指导购物；产品对比：询问不同类别产品的区别，从而找到最适合的产品；定制化推荐：生成针对问题的量身定制的精准推荐，如“适合 5 岁孩子的恐龙玩具”；获取产品信息：产品适合人群、清洁方式、使用体验等，Rufus 会综合列表信息、客户评价和社区问答等生成答案。

图95： 亚马逊电商平台 AI 购物助理 Rufus



资料来源：亚马逊官网，浙商证券研究所

图96： 亚马逊卖家助手 Amelia



资料来源：亚马逊官网，浙商证券研究所

2024 年 12 月，亚马逊上线专为卖家服务的 AI 助手 Amelia。用户只需要直接向 Amelia 对话提问，即可获得个性化的指导和支持，辅助运营和发展业务，Amelia 不仅拥有能够为卖家打造定制化运营的知识库，还是一位“全方位销售专家”，将为卖家提供多方位服务。同时，未来 Amelia 有望实现根据用户的实际业务情况提供深度响应，比如询问“如何准备旺季促销？”，就能了解近期的销售情况，并与去年同期进行比较，以及深入了解特定产品的表现。

亚马逊布局 AI 驱动的 A+ 内容生成工具，有望赋能卖家降低成本并缩短内容制作时间。A+ 内容工具可生成专业等级生活场景图，支持结合详情页生成并同步至多个站点。根据亚马逊数据，全球已有超过 70% 的品牌在使用 A+ 页面，而在效果层面，A+ 内容平均可以带来 10% 至 20% 的销售提升。

图97：亚马逊 A+ 内容生成工具



资料来源：亚马逊官网，浙商证券研究所

5 建议关注标的

Agent 应用：科大讯飞、焦点科技、光云科技、税友股份、鼎捷数智、汇通达网络、彩讯股份、迈富时、泛微网络；

AI 垂类应用：金山办公、福昕软件、万兴科技、昆仑万维、虹软科技、润达医疗、美图公司、商汤-W、医脉通；

6 风险提示

1、大模型技术进度不及预期的风险：大模型技术是 AI Agent 发展的核心驱动力大模型能力决定了 Agent 的水平。若大模型在技术或成本方面的进展不及预期，会影响到 AI Agent 的落地应用；

2、下游需求不足影响商业化进度的风险：AI Agent 商业化落地的进度取决于下游企业客户需求，若宏观经济复苏不及预期，下游客户 IT 支出可能受到影响；

3、前期投入对业绩短期扰动的风险：AI Agent 的研发和落地，对研发费用、销售费用等提出要求，在商业化取得明显效果前，可能会对公司业绩产生短期的压力。

4、翻译偏差的风险：部分内容根据海外公司官网及公开资料内容翻译而来，或因语法理解、翻译有误、翻译不完整等原因造成含义与公司表述有偏差的风险，仅供参考。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>