

互联网

北美云大厂业绩超预期有哪些投资启示？

2Q26 海外头部云厂商（亚马逊、微软、谷歌）业绩展现出 AI 相关投资 ROI 持续提升趋势，即在 Capex 指引不变或仅因存储涨价/交付提前等原因小幅上调的情况下，云业务营收及利润增长显著好于预期带动整体集团盈利展望上调，同时管理层对云业务投资回报周期的拆解、在手订单所预示的需求持续给出清晰的披露，关注现金流情况及进一步关注投资效率的指引获得了市场的积极反馈。企业软件端，我们观察到企业 AI 采用率正在提升，但不同赛道的收入转化进程表现分化。展望而言，27-28 年，各厂商云营收的同比增速或均有望超过资本开支的同比增速，从而使投资的 ROI 进一步清晰化。在开源模型性价比持续提升的背景下，具备“为合适的工作提供合适的模型”的能力、底层基础设施资产具备很强的可互换性的龙头云厂商或将进一步受益。从估值角度，头部云厂商整体估值水平仍具备吸引力。我们看好云厂商将在 AI 发展浪潮中持续受益，海外板块推荐亚马逊（AMZN US）、微软（MSFT US）和谷歌（GOOG US），中国厂商中推荐阿里巴巴（BABA US），此外建议关注受益于云需求爆发增长背景下覆盖全栈可观测性和云安全的软件平台 Datadog（DDOG US）。

- **基础设施供给端受限趋势仍维持，营收同比增速环比加速趋势有望延续。** 2Q26 美国头部云厂商云相关收入合计 1063 亿美元，同比增长加速至 43%（2Q25：23%；1Q26：35%），拆分看所有头部厂商的同比增速环比上季度均加速，主要驱动因素包括：1) 新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收；2) CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升；3) 传统企业上云和云迁移重新加速。微软和亚马逊公司的管理层均表示目前的产能仍不足，将持续推进此前的扩产计划。展望而言，我们认为新增产能的陆续上线及现有基础设施资源的优化仍有望推动云厂商 3Q26 营收同比增速环比进一步加速。
- **云利润：利润率整体稳中有升，收入增长转化为利润增长。** 头部厂商 2Q26 云业务经营利润合计 414 亿元，同比增长 65%（2Q25：24%；1Q26：39%）。尽管面临增量资本开支给利润率带来短期压力，龙头厂商利润率水平同比维持至少基本持平或展现显著提升趋势，谷歌云及 AWS 利润率提升趋势明显，主要驱动因素为规模效应提升、基础设施效率提升及产能优化。尽管亚马逊管理层指引云业务利润率将存在短期波动，但其提及 AI 相关的云业务利润率提升的趋势和核心的云计算业务在同一体量阶段的走势一致，且实际上还会更超前一些，隐含整体 AI 相关的云业务利润率表现稳健且具备吸引力。
- **边际更关注 Capex ROI 获得市场正反馈，而整体财务状况仍稳健。** 受到强劲的 AI 算力需求驱动，我们预计头部厂商（微软/谷歌/亚马逊/Meta/Oracle）将持续扩大资本开支，26-28 年合计资本开支将达到 8,008 亿/10,882 亿/12,146 亿美元。尽管短期现金流面临压力，在强劲的资产负债表与融资能力支撑下，我们统计上述公司 26/27 年自由现金流出规模仅占总收入 1%/4%，占合计市值仅 0.1%/0.7%，即较小规模的股权或债券增发即可补足自由现金流缺口，而且伴随着前期投入的 AI 基础设施商业化加速，2028 年合计自由现金流有望重新转正。我们预期管理层优化资本开支效率的举措将会持续获得市场正反馈。
- **整体云厂商估值水平或仍处于吸引区间。** 截至 2026 年 8 月 3 日，标普 500 前瞻市盈率约为 19.8 倍，处于过去 10 年 57%分位数；纳斯达克 100 前瞻市盈率约为 21.7 倍，处于过去 10 年 42%分位数。目前头部云厂商当前平均前瞻 PE 约 22.3 倍，仍处过去 10 年的 10%分位以下，尽管需考虑到一次性的投资收益增厚利润从而拉低 PE 的情况，但整体估值水平处于具备吸引力的水平。

优于大市
(维持)

互联网行业

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
(852) 3850 5226
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

郭书音
(852) 3916 3716
guoshuyin@cmbi.com.hk

相关报告：

[1. Amazon \(AMZN US\) - Solid AWS revenue growth and margin expansion - 3 Aug](#)

[2. Microsoft \(MSFT US\) - Tangible ROI increasingly evident - 31 Jul](#)

[3. Meta \(META US\) - 2Q26 results: Continue to step up AI investment to drive long-term growth - 31 Jul](#)

[4. Alphabet \(GOOG US\) - 2Q26 results: Strong AI demand continues to drive cloud acceleration and solid core search - 23 Jul](#)

[5. AI 主题研究 - 2Q26 大模型发展复盘及展望：关注算力利用效率提升及差异化定价能力 - 3 Jul](#)

[6. 海外龙头 TMT 公司 1Q26 业绩启示 - 盈利增长支撑股价上行，持续关注盈利成长性 - 18 Jun](#)

[7. Alibaba \(BABA US\) - Strong cloud business development prospects - 14 May](#)

[8. Tencent \(700 HK\) - Resilient 1Q26 earnings growth despite AI investment: solid AI progress - 14 May](#)

[9. AI 主题研究 - 1Q26 大模型进展复盘：关注 Agent 化及 B 端突围 - 16 Apr](#)

目录

云厂商：ROI 提升逻辑兑现且有望延续 3

 云营收：2Q26 同比增速环比进一步加速，加速趋势有望在 3Q26 延续3

 云利润：利润率稳中有升，收入增长转化为利润增长.....4

 资本开支：边际更强调 ROI 获得市场正反馈5

美股 2Q26 业绩观察：标普 500 EPS 盈利增速环比加速，美股科技表现仍
亮眼..... 9

 板块行情拆解：科技板块指数上涨仍主要由盈利驱动，估值有所收缩9

 估值：美股科技板块估值已回落至过去 10 年中低分位，头部云厂商估值接近历史底部，
盈利增长成为核心支撑.....10

AI 应用变现及企业端采用：商业化稳步推进，企业 AI 由试点向生产部署迁
移12

 AI 应用及自研芯片商业化：商业化展现提速趋势12

 AI 进入核心业务流程，可量化 ROI 推动企业付费意愿提升13

股票推荐.....15

 微软（MSFT US；买入；目标价：634.2 美元）：可量化的投资回报日益显现15

 亚马逊（AMZN US；买入；目标价：301.0 美元）：AWS 收入增长稳健，利润率持续
提升.....17

 谷歌（GOOG US；买入；目标价：428.0 美元）：AI 需求持续拉动云业务提速19

 Meta（META US；买入；目标价：830 美元）：持续加大 AI 投入以驱动长期增长.....21

 阿里巴巴（BABA US；买入；目标价：220.1 美元）23

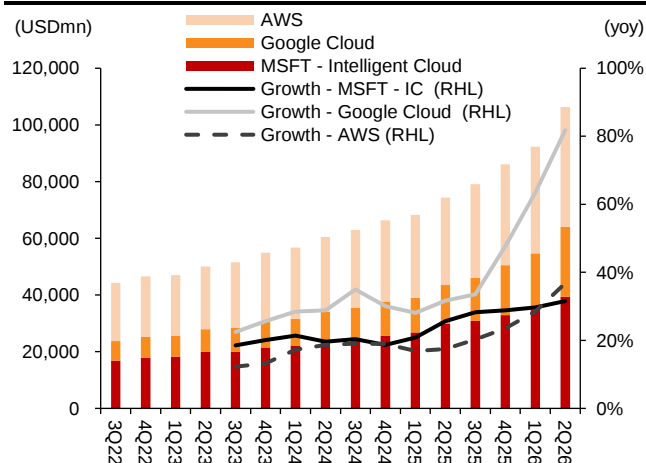
云厂商：ROI 提升逻辑兑现且有望延续

2Q26 美国头部云厂商（亚马逊、微软、谷歌）业绩展现出 AI 相关投资 ROI 持续提升趋势，即在 Capex 指引不变或仅因存储涨价/交付提前等原因小幅上调的情况下，云业务营收及利润增长显著好于预期，同时管理层对云业务投资回报周期的拆解、在手订单所预示的需求持续给出清晰的披露、及持续关注投资效率的指引获得了市场的积极反馈。展望而言，2027-2028 年，各厂商云营收的同比增速均有望超过资本开支的同比增速，从而使得投资的 ROI 进一步清晰化，在开源模型性价比持续提升的背景下，具备“为正确的工作提供正确的模型”的能力、底层基础设施资产具备很强的可互换性的龙头云厂商或将进一步受益。我们持续看好云厂商将在 AI 发展浪潮中持续受益，美国云厂商中推荐亚马逊（AMZN US）、微软（MSFT US）和谷歌（GOOG US），中国云厂商中推荐阿里巴巴（BABA US）。此外建议关注受益于云需求爆发增长背景下覆盖全栈可观测性和云安全的软件平台 Datadog（DDOG US）。

云营收：2Q26 同比增速环比进一步加速，加速趋势有望在 3Q26 延续

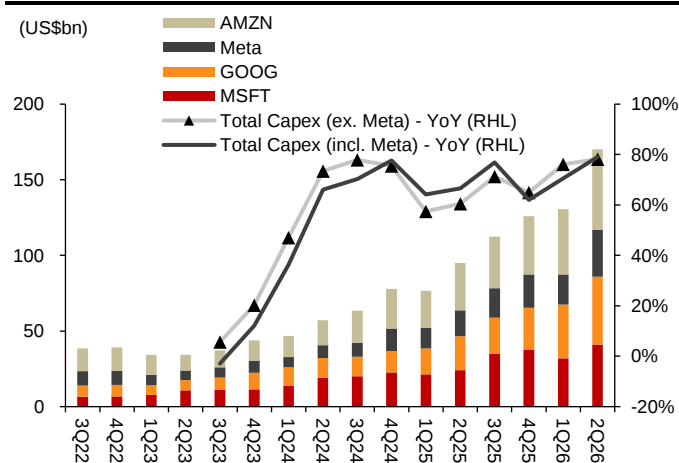
2Q26 美国头部云厂商云相关收入合计 1,063 亿美元，同比增长加速至 43%（2Q25：23%；1Q26：35%），拆分看所有厂商的同比增速环比上季度均展现加速趋势，主要驱动因素包括：1) 新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收；2) CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升；3) 传统企业上云和云迁移重新加速。微软和亚马逊公司的管理层均表示目前的产能仍不足，将持续推进此前的扩产计划。展望而言，我们认为新增产能的陆续上线及现有基础设施资源的优化仍有望推动云厂商的营收同比增速，3Q26 环比 2Q26 仍有望进一步加速。

图 1：美国云厂商：云业务单元营收增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 2：美国主要科技厂商：资本开支趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从营收端的实际表现来看，所有头部云厂商的 2Q26 营收表现都显著好于市场预期：1) 微软 Azure 及其他云服务营收同比增长 43%（此前指引：固定汇率下 39-40%），相较 1Q26 和 2Q25 的 39% 均有加速；2) 亚马逊 AWS 营收同比增长 37%（Visible Alpha 市场一致预期：31%）；3) 谷歌云服务营收同比增长 82%（市场一致预期：65%）。追溯背后超预期原因，我们认为普遍可概括为：新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收、CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升、及传统企业上云和云迁移重新加速。

管理层对于需求端的评论均展现出需求持续强劲且超过供给的趋势。微软提及其商业剩余履约义务（RPO）同比增长 84% 至 6,780 亿美元，亚马逊 AWS 挤压合同金额增长至 4,960

亿美元，谷歌云在手订单环比增加超 500 亿美元至 5,140 亿美元且预期未来 24 个月内，约五成以上订单将转化为营收。

供给端而言，微软及亚马逊仍表示将持续扩充供给、提升现有基础设施的效率以更好的满足尚未满足的需求。举例而言，微软 2Q26 重申其此前于 3Q25 业绩会中提及的目标，未来两年将数据中心总体规模大致翻倍的计划仍处于正轨，亚马逊也重申其于 2027 年年底将 2025 年电力容量翻倍的计划仍处于实施之中。

图 3: 海外头部云厂商 2Q26 云业务营收增长情况及展望

公司	微软	亚马逊	谷歌
2Q26 云营收增速及与市场预期的对比	Azure 及其他云服务营收同比增长 43%（此前指引：固定汇率下 39-40%），相较 1Q26 和 2Q25 的 39% 均有加速。	2Q26 AWS 营收同比增长 37% 至 422 亿美元（VA 市场预期：31%）；	谷歌云服务营收同比增长 82%（一致预期：65%）
3Q26 云营收增速展望	管理层指引 Azure 及其他云服务收入 3Q26 同比将增长 45%；1H FY27（2H26）营收增速相较 2Q26 营收增速进一步加速（资料来源：管理层业绩会展望）	公司未就短期增速给出官方指引但表示需求仍强劲，其在电话会上表示，云规模至少可以在现有基础上翻一番，并有望随着时间推移实现 1 万亿美元的年收入，同时创造极具吸引力的自由现金流和投入资本回报率。	我们预计 3Q26 谷歌云收入同比增长 82%，有望延续快速增长。
好于市场预期的主要原因	1) CPU 和 GPU 资源池的效率提升； 2) 流程优化使新增产能能够更早投入使用； 3) GitHub Copilot 使用量强于预期，主要由于 6 月商业模式调整后，定价更好地与使用量及客户价值挂钩。	1) AI 正在带动非 AI 的核心云业务，乘数效应强于市场预期； 2) 传统企业上云和云迁移在重新加速； 3) 新增产能上线使得此前受限的需求能确认收入。	1) AI 算力需求强劲，核心 GCP、AI 解决方案、AI 基建服务均表现强劲； 2) 首次确认 TPU 对外销售收入。
管理层对于供给/需求端的评论	需求： 1) 客户需求持续超过供给，仍专注于提升效率，以帮助缩小供需缺口。 2) 商业剩余履约义务（RPO）同比增长 84%，达到 6,780 亿美元；商业 RPO 的全部环比增长均来自前沿模型公司以外客户的承诺订单；若剔除 OpenAI，RPO 同比增长 25%。 供给： 3Q25 业绩会提及目标未来两年将数据中心总体规模大致翻倍，2Q26 业绩会确认此产能扩张计划仍处于正轨。	需求： 1) 目前产能仍不足以满足管理层在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目； 2) AWS 积压合同金额增长至 4,960 亿美元，同比增长三位数； 供给： 产能扩张正按几个季度前讨论的计划推进，并继续预计到 2027 年底，电力容量将达到 2025 年的约两倍。	需求： 1) 客户需求持续超出供给，公司将从 3Q26 起租赁第三方算力以满足客户需求，作为公司在建成更多自有算力以前的过渡； 2) 谷歌云 2Q26 在手订单环比增加超 500 亿美元至 5,140 亿美元；且管理层预计未来 24 个月内，约五成以上订单将转化为营收。

资料来源：公司资料，Visible Alpha，招银国际环球市场

注：表格中微软已经切换至自然年，2Q26 对应财年 4QFY26（下同）

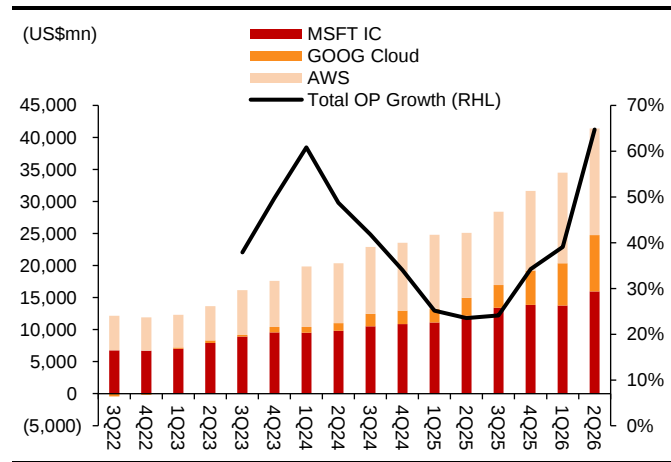
云利润：利润率稳中有升，收入增长转化为利润增长

头部云厂商 2Q26 经营利润合计 414 亿美元，同比增长 65%（2Q25：24%；1Q26：39%）。尽管面临增量资本开支给利润率带来短期压力，龙头厂商利润率水平同比维持至少基本持平或显著提升趋势，谷歌云及 AWS 利润率提升趋势明显，主要驱动因素为基础设施效率提升及产能优化。

细拆而言：1) 微软：智能云业务板块 2Q26 经营利润 160 亿元，同比增长 31.4%，经营利润率 40.6%，同比持平，较市场一致预期高 1.9 个百分点；尽管为支撑云业务的长期增长所进行的 Capex 投资对短期的利润率水平带来影响，但管理层表示高度重视效率和投资回报驱动下利润率表现好于市场预期。

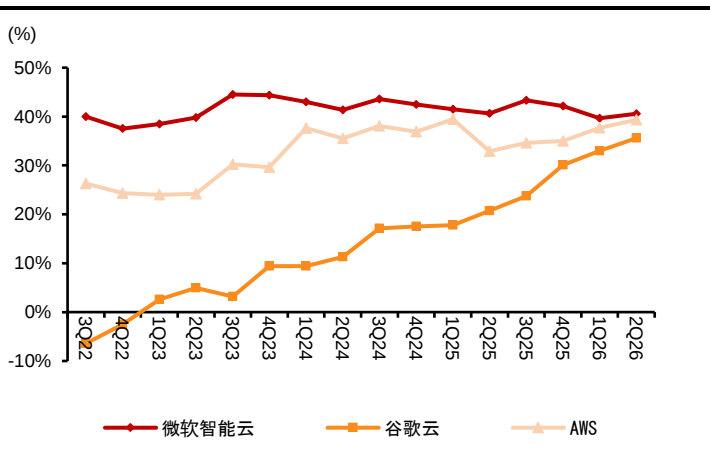
- 2) 亚马逊: AWS 经营利润率 39.4%，同比提升 6.5 个百分点，主要得益于效率提升、产能优化以及对固定成本的严格控制；剔除采用衍生品会计处理的能源合约公允价值计量变动所带来的 6 亿美元收益后，经营利润率仍达到 37.9%，较一致预期高出 4.2 个百分点。
- 3) 谷歌: 2Q26 云营业利润率同比提升 15 个百分点至 35.6%，主要驱动因素为规模效应持续扩大，但公司指引计划在 3Q26 扩充三方云算力资源，或将对云业务营业利润率形成一定压力。

图 4：美国云厂商：运营利润增长趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 5：美国云厂商：云业务利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 6：海外头部云厂商 2Q26 云业务利润率趋势及与市场预期的对比

公司	微软	亚马逊	谷歌
2Q26 云业务利润率及与市场预期的对比	智能云板块运营利润率 40.6%，同比持平，较 VA 市场预期高 1.1 个百分点	AWS 经营利润率 39.4%（剔除采用衍生品会计处理的能源合约公允价值计量变动所带来的 6 亿美元收益后，经营利润率仍达到 37.9%），同比增长 6.5 个百分点，较 VA 市场预期高 4.2 个百分点	谷歌云运营利润率 35.6%（一致预期：31.0%）
好于市场预期的主要原因	高度重视效率和投资回报	1) 效率提升； 2) 产能优化； 3) 对固定成本的严格控制	1) 强劲的需求支撑良好的价格趋势，快速的收入增长带来运营杠杆效应； 2) 谷歌云运营效率的提升
展望	将持续提升 GPU 和 CPU 资源池的运营效率	1) 管理层重申利润率将随投资水平、产品组合以及 AI 与非 AI 工作负载的构成变化而有所波动； 2) 但 AI 相关云业务的利润率和回报水平与核心业务处于相同发展阶段时的表现基本一致，事实上还略微领先于当时的发展轨迹。	3Q26 起公司计划租赁第三方算力资源以满足客户算力需求，或对谷歌云造成一定利润率压力。

资料来源：公司资料，Visible Alpha，招银国际环球市场

资本开支：边际更强调 ROI 获得市场正反馈

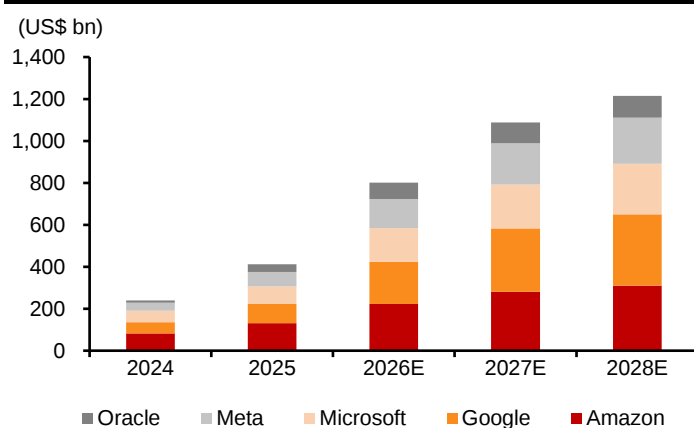
资本开支层面，云厂商边际更加强调 ROI 且云业务营收及利润增速超预期加速获得市场正反馈。展望 2027-2028 年，各厂商云营收的同比增速均有望超过资本开支的同比增速，从而使得投资的 ROI 进一步清晰化。此外，在开源模型性价比持续提升的背景下，具备“为正确的工作提供正确的模型”的能力、底层基础设施资产具备很强的可互换性的龙头云厂商或将进一步受益。

得益于强劲的 AI 算力需求，我们预计头部云与互联网厂商（微软/谷歌/亚马逊/Meta/Oracle）将持续扩大资本开支，2026-2028 合计资本开支将达到 8,008 亿/10,882 亿/12,146 亿美元。头部云与互联网厂商中短期自由现金流面临一定压力，2026/2027 合计自由现金流出 105/891 亿美元，在强劲的资产负债表与融资能力支撑下，当前现金流出规模较为可控，仅占总收入 1%/4%，占合计市值仅 0.1%/0.7%，即较小规模的股权或债券增发即可补足自由现金流缺口，而且伴随着前期投入的 AI 基础设施商业化加速，2028 年合计自由现金流有望重新转正至 455 亿美元。

分公司展望：

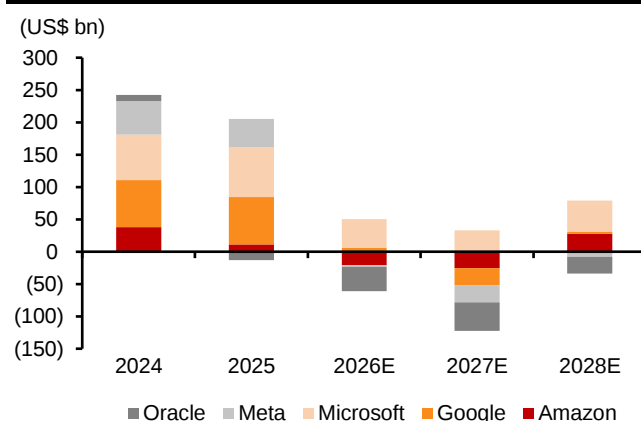
- 1) 微软：考虑到数据中心和办公楼预计使用寿命的调整，以及未来更多数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁，管理层将 CY26 资本开支指引更新为 1,750 亿美元，同时强调，按可比口径计算，其资本开支投资预期并未发生变化（此前指引：1,900 亿美元）。管理层预计 1QFY27 资本开支将超过 500 亿美元，并指引 FY27 自由现金流将为正。我们预计在新的会计处理方式下，FY27E 资本开支为 2,000 亿美元，而还原此前口径下的资本开支金额将符合市场业绩前的预期。
- 2) 亚马逊：管理层因存储成本上升，将 2026E 资本开支指引由 2,000 亿美元上调至 2,200 亿美元。管理层重申，目前产能仍不足以满足其在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时补充表示，亚马逊目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目。
- 3) 谷歌：管理层预计 FY26 资本开支为 1,950-2,050 亿美元，截至 2026 年 6 月底，公司已签订的未来支出承诺合同总金额已达到 8,110 亿美元，公司加大算力投入以匹配持续增长的市场需求。得益于云业务的加速增长及利润率提升，虽然短期现金流有所承压，但公司自有现金流有望自 FY28 起转正。
- 4) Meta：管理层指引 FY26 资本开支 1,300-1,450 亿美元（同比增长 80-101%），且考虑各业务线强劲的需求，公司将在 FY26/27E 持续最大化 AI 算力储备，同时对于 FY28E 的算力投入保留一定灵活性；由于 Meta 目前仍然主要依赖赋能广告业务以实现 AI 基础设施的商业化，整体投入回报周期相对更长，短期自由现金流面临相对更显著的压力（自由现金流比率由 2025 年 22% 降至 2027 年-9%）。

图 7：头部云&互联网厂商资本开支趋势



资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

图 8：头部云&互联网厂商自由现金流趋势



资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

图 9: 头部云&互联网厂商资本开支趋势

资本开支(十亿美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	YoY%	2025	2026E	2027E	2028E
亚马逊	83.0	131.8	222.1	280.1	309.1	亚马逊	59%	68%	26%	10%
谷歌	52.5	91.4	201.7	302.2	340.9	谷歌	74%	121%	50%	13%
微软	55.6	83.1	160.1	210.3	240.7	微软	50%	93%	31%	14%
Meta	37.3	69.7	139.5	196.8	220.6	Meta	87%	100%	41%	12%
Oracle	10.7	35.5	77.3	98.8	103.4	Oracle	230%	118%	28%	5%
合计	239.1	411.5	800.8	1088.2	1214.6	合计	72%	95%	36%	12%

资料来源: Visible Alpha, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2026 年 8 月 3 日; 微软与 Oracle 财年数据调整为自然年数据

尽管我们看到目前头部云与互联网厂商的资本开支投入强度已逐渐超出运营现金造血能力 (2Q26/2026E 资本开支/OCF = 97%/102%) , 但头部厂商仍有充足现金和外部融资能力持续支撑当前的投入强度, 2Q26 头部云与互联网厂商平均负债权益比仅 28%, 远低于历史高点。

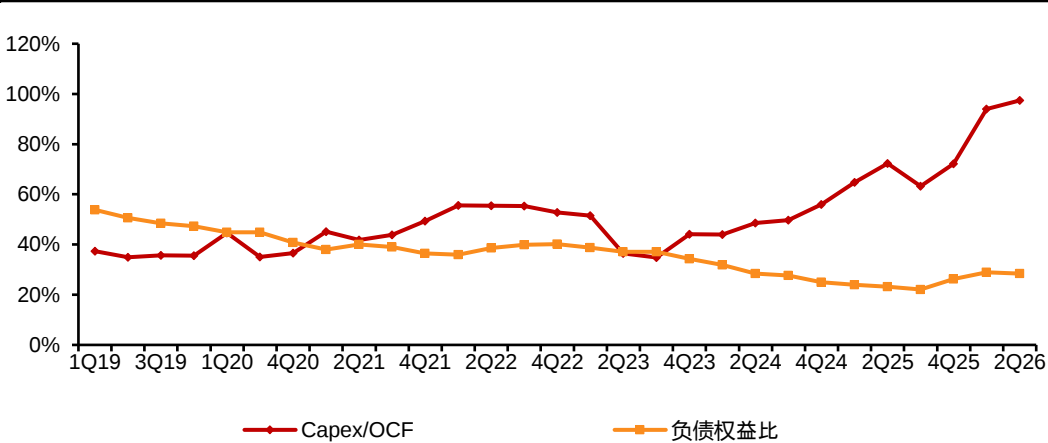
图 10: 头部云&互联网运营现金流趋势

运营现金流(十亿美元)	2024	2025	2026	2027	2028	Capex/OCF	2025	2026E	2027E	2028E
亚马逊	115.9	139.5	201.1	250.8	318.9	亚马逊	94%	110%	114%	99%
谷歌	125.3	164.7	205.2	273.7	343.8	谷歌	56%	98%	110%	99%
微软	125.6	160.5	203.9	240.2	286.3	微软	52%	79%	88%	84%
Meta	91.3	115.8	137.4	172.6	213.3	Meta	60%	102%	114%	102%
Oracle	20.3	22.3	39.4	56.2	80.3	Oracle	159%	196%	176%	129%
合计	478.4	602.8	787.0	993.5	1242.7	合计	68%	102%	110%	98%

资料来源: Visible Alpha, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2026 年 8 月 3 日; 微软与 Oracle 财年数据调整为自然年数据

图 11: 头部云&互联网: 资本开支/运营现金流、负债权益比趋势



资料来源: Visible Alpha, 招银国际环球市场

针对市场关注的 Capex 投入效率问题, 2Q26 美国头部云厂商 (亚马逊、微软、谷歌) 业绩展现出 AI 相关投资 ROI 持续提升趋势, 即在 Capex 指引不变或仅因存储涨价/交付提前等原因小幅上调的情况下, 云业务营收及利润增长显著好于预期, 同时管理层对云业务投资回报周期的拆解、在手订单所预示的需求持续给出清晰的披露、及持续关注投资效率的指引获得了市场的积极反馈。举例而言:

- 1) 微软：业绩中展现资本开支投资带来的可量化的回报正在云业务和自有应用中变得更加显著，具体体现为 B 端 Azure 及其他云服务收入同比增速环比加速好于预期，同时在产品形态改善和 AI 产品整合度提升的支撑下 C 端 Microsoft 365 Copilot 付费席位季度净新增席位环比增长超过一倍，亦好于预期；与此同时即使管理层预期 FY27 资本开支仍将同比增长，其仍指引 FY27 自有现金流将为正，体现了管理层同时兼顾增量投资满足业务需求及维持经营效率的能力和决心；
- 2) 亚马逊：业绩中展现云业务营收增速及利润率显著好于预期的同时，管理层对 AWS 扩建的投资回报情况作出说明，指出：①服务器及网络设备投资平均略低于三年即可达到盈亏平衡；以及②服务器目前的使用寿命至少为五至六年，大部分 AI 产能的合同期限为五年或更长。同时管理层重申，目前产能仍不足以满足其在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时补充表示，亚马逊目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目。整体而言，我们认为管理层清晰传递了资本开支是基于确定性的需求进行，且资本开支可以较为确定性的带来可预期的回报。
- 3) 谷歌：谷歌云持续实现好于预期的收入与盈利增长；2Q26 在手订单环比增加超 500 亿美元至 5,140 亿美元，且约 50% 以上订单预计将在未来 24 个月内转化为营收。此外 AI 投入亦持续拉动核心搜索量增长与广告商业化效率提升，AI Mode 月活跃用户已突破 10 亿，AI 搜索功能周均为谷歌带来数十亿次点击；公司借助 Gemini 推理能力加深对用户搜索意图的理解，使购物广告相关性提升 20%。

图 12: 头部云&互联网自由现金流趋势

自由现金流(十亿美元)	2024	2025	2026	2027	2028	FCF/收入	2025	2026E	2027E	2028E
亚马逊	38.2	11.2	-21.0	-25.5	27.6	亚马逊	2%	-3%	-3%	3%
谷歌	72.8	73.3	6.0	-26.1	3.0	谷歌	18%	1%	-4%	0%
微软	70.0	77.4	44.5	33.0	48.5	微软	25%	12%	8%	9%
Meta	52.1	43.6	-2.2	-26.4	-8.2	Meta	22%	-1%	-9%	-2%
Oracle	9.5	-13.2	-37.9	-44.0	-25.4	Oracle	-22%	-49%	-41%	-16%
合计	242.7	192.3	-10.5	-89.1	45.5	合计	11%	-1%	-4%	2%

资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

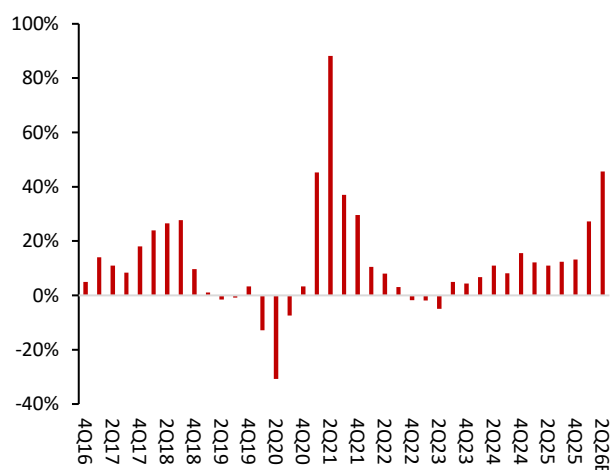
注：数据截至 2026 年 8 月 3 日；微软与 Oracle 财年数据调整为自然年数据

美股 2Q26 业绩观察：标普 500 EPS 盈利增速环比加速，美股科技表现仍亮眼

根据 Factset 数据，截至 2026 年 7 月 31 日，已有 61% 的标普 500 指数成分股公司公布 2Q26 业绩。我们整体观察到：1) 2Q26 彭博一致预期指数混合 EPS 同比增长 46%，为 2Q21 以来最高单季增速，近 1 个月上修 19%；其中能源（+128%）与通讯服务（+105%）增速最高，信息技术（+68%）亦较 1Q26 加速；2) 从盈利预期调整趋势看，信息技术呈现持续且节奏平稳的上修趋势，通讯服务虽被大幅上修，但主要由 Alphabet 股权投资账面增值等一次性因素推动；3) 从行情质量看，过去三个月信息技术与通讯服务的上涨均基本由盈利驱动；4) 从估值水平看，美股科技板块整体估值已回落至过去 10 年中低分位，头部云厂商平均前瞻市盈率接近历史底部，我们认为部分龙头在大涨之后或仍具备安全边际。

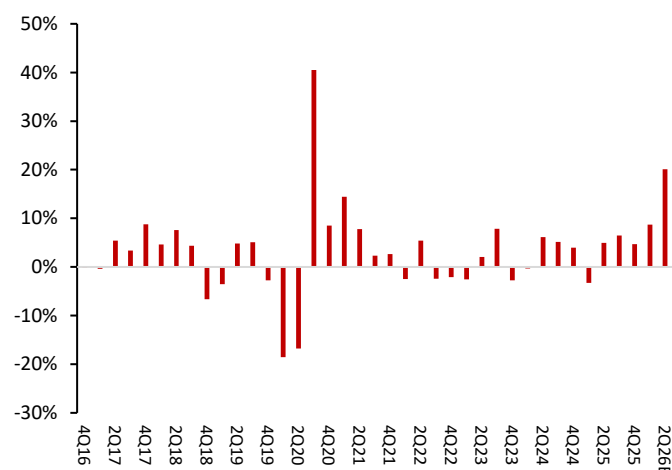
我们继续看好海外科技龙头的配置价值：在估值或已消化的较为充分的背景下，盈利增长或有望驱动指数上行，建议优选盈利预期有望持续上修、估值具备支撑、且 AI 资本开支能够持续高效转化为收入和利润增长的科技龙头公司。

图 13：标普 500 EPS 同比增长趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 8 月 3 日

图 14：标普 500 EPS 环比增长趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 8 月 3 日

板块行情拆解：科技板块指数上涨仍主要由盈利驱动，估值有所收缩

过去三个月，信息技术与通讯服务两大科技板块指数表现均录得正收益，且涨幅均以盈利驱动为主：信息技术的 EPS 上修贡献大幅超出指数涨幅、估值明显收缩，通讯服务的涨幅亦主要由盈利贡献。与上一季度“通讯服务靠估值重估”的格局相比，本季度市场定价重心已从估值扩张逐步切换至盈利兑现。

信息技术：板块估值或已回落至合理区间，盈利增长有望驱动指数修复。过去 3 个月标普 500 信息技术指数上涨 8.6%，从涨幅拆解看，EPS 预期上修贡献约 16.1 个百分点，而估值收缩拖累约 7.5 个百分点。其前瞻市盈率已由上季度的约 23.8x 回落至约 21.1x，位于过去十年的 39% 分位数，在行业盈利景气度仍边际上行的情况下我们认为估值消化或已较为充分，盈利增长有望驱动指数修复。

通讯服务：盈利增长为指数涨幅的主要驱动因素。过去 3 个月标普 500 通讯服务指数上涨 9.4%，其中约 8.0 个百分点来自 EPS 上修、估值贡献仅约 1.4 个百分点，与上季度“32% 涨幅中约 27 个百分点来自估值扩张”的结构形成鲜明对比；前瞻市盈率亦从约 30.0x 的高

位回落至约 28.7x。表观上看，市场此前透支的估值正在被盈利兑现所消化。需要提示的是，本季度板块滚动前瞻 EPS 的上修中包含 Alphabet 股权投资账面增值等非经营性项目的影响，实际经营性盈利的上修幅度低于表观数字。

图 15: 各板块 3 个月涨幅拆解 (EPS 驱动 vs 估值驱动) 及前瞻市盈率

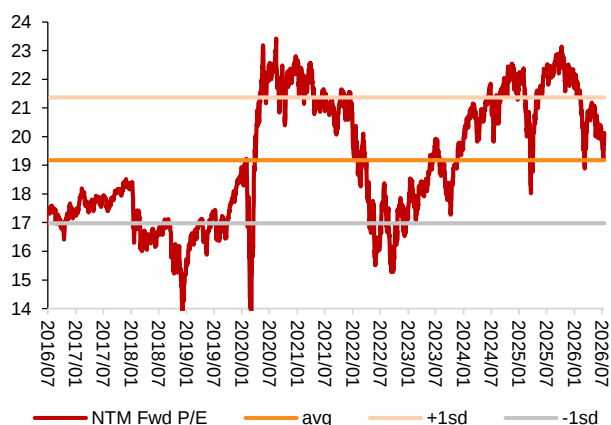
板块	指数表现				滚动前瞻 EPS				前瞻市盈率	3M 指数涨幅拆解	
	最新价	1M	3M	YTD	最新	1M 调整	3M 调整	YTD 调整	最新	EPS 驱动 (pp)	估值驱动 (pp)
S&P 500	7,600.5	1.6%	5.6%	11.0%	384.3	3.7%	9.7%	23.7%	19.8	9.5%	-4.0%
信息技术	6,660.0	1.4%	8.6%	17.2%	315.0	4.0%	16.7%	46.0%	21.1	16.1%	-7.5%
通讯服务	1,365.3	4.9%	9.4%	42.4%	47.5	1.8%	7.9%	6.9%	28.7	8.0%	1.4%
可选消费	1,973.8	3.5%	0.8%	2.4%	85.8	8.5%	11.7%	17.1%	23.0	11.1%	-10.4%
金融	953.7	3.0%	11.2%	4.6%	60.9	3.2%	5.9%	10.8%	15.7	6.1%	5.2%
工业	1,549.1	-0.5%	7.1%	18.0%	61.0	1.5%	6.4%	10.9%	25.4	6.5%	0.6%
医疗保健	1,890.4	-1.1%	12.1%	4.7%	102.3	1.3%	2.0%	5.2%	18.5	2.1%	10.0%
能源	901.4	10.8%	-0.5%	31.1%	65.0	0.9%	7.2%	51.9%	13.9	6.9%	-7.4%
原材料	635.0	-2.8%	0.4%	10.6%	36.8	-0.2%	3.1%	23.1%	17.3	3.0%	-2.6%
公用事业	450.5	-3.1%	-4.4%	3.8%	26.0	0.7%	2.0%	5.4%	17.3	2.0%	-6.3%
房地产	287.3	1.2%	2.6%	12.7%	7.9	1.5%	4.8%	6.3%	36.3	4.8%	-2.2%
必需消费	938.1	-0.4%	-0.7%	8.5%	43.0	0.3%	1.1%	3.2%	21.8	1.1%	-1.8%

资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 8 月 3 日；指数拆解由 价格 = EPS × P/E 推出：Ln(1+ΔP) = Ln(1+ΔEPS)+Ln(1+ΔM)

估值：美股科技板块估值已回落至过去 10 年中低分位，头部云厂商估值接近历史底部，盈利增长成为核心支撑

基于彭博数据，当前美股科技板块整体的估值已消化至过去 10 年中低分位，其中头部云厂商估值接近历史底部区间，部分龙头标的呈现良好的安全边际。截至 2026 年 8 月 3 日，标普 500 前瞻市盈率约为 19.8 倍，处于过去 10 年 57%分位数；纳斯达克 100 前瞻市盈率约为 21.7 倍，处于过去 10 年 42%分位数。头部云厂商（微软、亚马逊、谷歌）平均前瞻市盈率约为 22.3 倍，几乎为过去 10 年的最低值（尽管我们需要到考虑投资收益对盈利带来的正向影响拉低了 PE 倍数）。云厂商内部估值水平分化：微软/亚马逊的未来 12 个月前瞻市盈率分别处于过去 10 年的 31%/1%分位，谷歌未来 12 个月前瞻 EV/EBIT（剔除投资收益影响）处于过去 10 年的 79%分位。

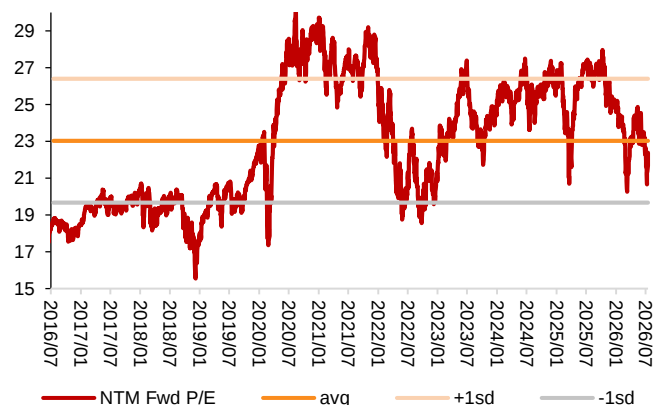
图 16: 标普 500 指数 12 个月前瞻市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 8 月 3 日

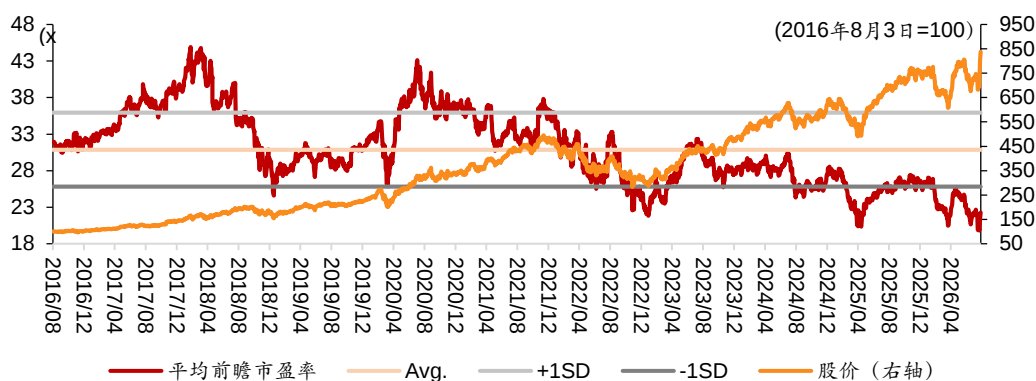
图 17: 纳斯达克 100 指数 12 个月前瞻市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 8 月 3 日

图 18: 美股头部 3 家云厂商前瞻市盈率 vs 股价



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 8 月 3 日；美股头部 3 家云厂商指微软、亚马逊、谷歌

AI 应用变现及企业端采用：商业化稳步推进，企业 AI 由试点向生产部署迁移

复盘本季度云厂商及软件公司业绩，我们观察到 AI 商业化正由基础设施需求向应用端及企业工作流延伸，但各环节兑现程度仍有明显差异。应用端及自研芯片方面：1) 微软 Copilot 已形成付费席位增长、使用深度提升及按量收费扩张的初步闭环，商业化可见度在云厂商中相对领先；2) 谷歌正形成“搜索广告改善+AI 订阅”的多元变现组合，同时 TPU 开始贡献收入；3) 亚马逊自研芯片已形成较大收入体量，Alexa 仍以电商、广告及 Prime 会员等间接方式变现。企业端方面，付费席位、模型调用量、生产环境客户数及 AI 工作流执行量均在增长，部分大型客户已由概念部署（Proof of Concept, PoC）转向组织级部署；企业付费意愿提升主要源于可量化的生产率回报、与既有数据及工作流的整合、及安全治理配套的逐步完善。展望未来，我们认为企业 AI 采用率提升已开始转化为云消费及软件收入；现阶段收入贡献仍集中于具备数据、工作流及分发优势的平台型公司，尚不构成企业软件行业的普遍增长拐点，部分传统软件公司仍面临采购周期延长及预算被 AI 基础设施挤占的压力。

AI 应用及自研芯片商业化：商业化展现提速趋势

■ 微软：Copilot 席位与使用量同步增长，收费模式扩展至“席位+使用量”

付费席位方面，2Q26 Microsoft 365 Copilot 付费席位超过 3,000 万，季度净新增席位环比增长超过一倍；采购超过 5 万席位的客户数量同比增长超过 7 倍，将 Copilot 部署至多数信息员工的企业客户数量环比增长约 75%。NHS England、EY、KPMG 及 HSBC 均已形成 20 万至 50 万席位级部署。客户从获得许可到月活跃率超过 80%所需时间已由数月缩短至数天。

使用量与收费模式方面，E7 推出两个月后已覆盖数百家企业客户及数百万个席位；Cowork 已有数千家客户付费；Dynamics 客服场景积分消费环比增长 4 倍。GitHub Copilot 用户达 5,000 万，调整为按使用量定价后相关消费收入环比增长超过 60%；约三分之一的 GitHub Pull Request 已有 Agent 参与。Copilot 单用户对话次数同比接近翻倍，平均周度使用强度接近 Outlook 及 Teams。管理层预计 Copilot、E7 及使用量计费产品将推动 FY27 内 Microsoft 365 商业云收入增速逐步加快。

■ 谷歌：Gemini 用户规模扩大，TPU 系统开始向客户数据中心交付

用户与广告方面，Gemini App 月活跃用户达 9.5 亿，日活跃用户同比增长 3 倍；AI Mode 月活跃用户超过 10 亿，并带来增量搜索查询。超过 50 万广告主已采用 AI Max，使用 AI Max 或 Performance Max 的广告主在相近 ROAS 下平均获得 15%以上的转化或价值提升。Subscriptions, Platforms and Devices 收入同比增长 15%至 129 亿美元，部分受 Google One 及 AI 套餐需求推动。

TPU 方面，公司本季度首次确认向客户数据中心交付 TPU 系统的销售收入，TPU 由内部算力及 Google Cloud 实例延伸至客户私有数据中心。管理层表示 2026 年确认的相关收入仍然较小，将自 2026 年底开始加速，现有合同中绝大部分收入将于 2027 年确认；TPU 系统合同已计入 Google Cloud 订单积压。

■ 亚马逊：自研芯片商业化规模扩大，C 端 AI 主要提升电商和广告转化

自研芯片方面，自研芯片业务年化收入运行率超过 250 亿美元，维持三位数同比增长；收入主要来自客户通过 AWS 使用 Trainium 及 Graviton 形成的算力及实例收入。Trainium 已获得 Anthropic 及 OpenAI 的多年、多 GW 算力承诺；Graviton 已覆盖前 1,000 大 EC2 客

户中的 98%，相关收入承诺环比增长接近 3 倍，Graviton 5 爬坡速度约为 Graviton 4 同期的 2 倍。管理层表示部分客户存在直接采购 Trainium 的意向，公司正探索云外销售。

Alexa 方面，过去 12 个月超过 3.5 亿消费者使用 Alexa for Shopping，本季度活跃用户接近翻倍，交互次数同比增长超过 5 倍。点击 AI Sponsored Prompt 的消费者购买转化率高 48%、平均消费金额高 21%；Alexa for Shopping 用户平均订单金额高出 40%以上，使用 Alexa+的客户订阅 Prime 的比例高近 25%。

AI 进入核心业务流程，可量化 ROI 推动企业付费意愿提升

复盘本季度企业软件公司业绩，我们观察到企业 AI 采用率正在提升，采用广度、使用深度、落地质量、安全治理配套及收费模式五个维度同步改善；但采用率向收入的转化进程有所分化，且部分公司已出现面临 AI 基础设施投入挤占传统软件预算、延迟采购决策的情况。

图 19: 企业 AI 采用及商业化进展

公司	AI 进展
大型企业正由单一功能及少量席位测试，逐步转向跨部门、多产品及生产环境部署；采用指标亦由席位采购转向模型调用、工作流执行及用户活跃度。	
微软	1) NHS England、EY、KPMG 及 HSBC 均已形成 20 万至 50 万席位级部署，部分客户已将 Copilot 扩展至多数 IT 员工； 2) Copilot 单用户对话次数同比接近翻倍，平均周度使用强度接近 Outlook 及 Teams，显示产品正逐步进入日常办公流程。
谷歌	1) 接近 90%的《财富》100 强企业正在使用 Gemini Enterprise；Google Cloud 新客户获取速度同比增长超过一倍，存量客户使用量及超出合同承诺部分增长超过 50%； 2) 模型 API 处理量由上季度每分钟 160 亿 tokens 增至 220 亿 tokens；过去 12 个月，接近 500 家 Cloud 客户的单户处理量超过 1 万亿 tokens，超过 2,000 家企业的单户使用量超过 1,000 亿 tokens。
ServiceNow	1) AI 生产环境客户数量在九个月内增长 9 倍； 2) 同时采购五个以上 AI 产品的交易数量同比增长 5.5 倍，百万美元以上 AI 交易数量约为上年同期的 3 倍，反映客户正由单一产品试用转向多产品部署。
Salesforce	1) 本季度 AI token 处理量环比增长 152%至 28.6 万亿，并产生 38 亿个 Agentic Work Units； 2) 使用量最高的十大 AWU 客户过去一年在 Salesforce 的整体支出增至约原来的 1.5 倍，显示 AI 使用深化能够带动平台支出扩张。
亚马逊	1) Kiro 使用量环比增长 3 倍； 2) Amazon Q 已获得多家大型企业采用，但公司尚未量化披露相关客户数量及收入贡献。
企业付费动力主要来自处理时间缩短、人工成本下降及与既有工作流的整合；数据权限、安全及合规治理则是 AI 由试验环境进入生产环境的重要前提。	
CCC Intelligent Solutions	一家大型维修连锁已使用 Jumpstart 生成约 98%的维修估价，AI 由辅助功能进入核心理赔及维修工作流，有助于减少人工审核并提高估价处理效率。
SAP	1) 客户案例实现超过 90%的无人工处理和 98%的自动匹配； 2) AI 将部分 35 分钟的任务缩短至 5 分钟，并将 ERP 迁移成本降低最高约 30%，体现较明确的效率及成本回报。
PTC	ServiceMax AI 客户测试显示，技术人员准备时间减少 50%，服务团队整体生产效率提升约 4%，可量化的效率改善为客户扩大部署提供依据。
Procore	1) 已推出约 20 个面向建筑行业的 AI Agents； 2) 部分客户在早期测试成功后，将 Procore AI 的部署范围扩大至 50 个项目，应用场景包括审阅报审材料、起草 RFI 及材料验证等。
Cadence	Agentic AI 能够扩大芯片设计探索空间、增加底层 EDA 工具调用并提升设计效率，有望同时带动 Agent 产品和核心 EDA 工具的使用量。
Tenable	1) 超过 80%的 Hexa 用户会主动提交 Prompt，接近一半会进一步使用 Agent 执行操作； 2) Hexa 用户平均调用约六项 Tenable One 工具，表明 Agent 能够提高平台内多产品使用率。
Varonis	一家医疗客户已使用 Varonis 平台管理超过 100 个 AI 项目，并自动修复暴露的 HIPAA 及 PII 数据，反映数据发现、权限管理及合规治理已成为企业扩大 AI 部署的重要条件。
F5	1) 直接服务 AI 应用的累计客户数量单季度增长 50%； 2) AI 安全客户数量环比增长一倍，反映 AI 推理流量扩大及模型安全需求正在同步增加。
部分平台型及垂直软件公司已披露 AI ARR、ACV 或收入贡献；其他公司主要体现为云消费、存量产品用量和订单增长，收入兑现进度仍有分化。	

Salesforce	Agentforce ARR 超过 10 亿美元，Agentforce 与 Data 360 合计 ARR 达到 34 亿美元，已形成相对明确的 AI 经常性收入指标。
ServiceNow	AI ACV 超过 10 亿美元，季度净新增 AI ACV 环比增长超过 40%，AI 产品采购及生产环境部署已开始转化为合同价值。
CCC Intelligent Solutions	AI 解决方案年化收入超过 1.2 亿美元，同比增长接近 50%，约占公司收入的 11%，并贡献约 4 个百分点的收入增长，是 AI 收入贡献相对明确的垂直软件公司。
微软	GitHub Copilot 收入环比增长超过 60%。公司已经出现较明确的 AI 使用量及收入增长，但尚未单独披露 Microsoft 365 Copilot 的整体收入贡献。
谷歌	企业 AI 需求已经转化为付费 token 使用量、客户超额消费及 Google Cloud 订单积压，但公司尚未单独拆分企业 AI 对 Cloud 收入增长的具体贡献。
F5	公司此前披露 AI 相关收入已超过 5,000 万美元，但本季度未更新具体收入规模；AI 收入同时涉及流量管理、数据交付及安全等多类产品。
Check Point	Email Security、CTEM 及 AI Security 合计 ARR 增长超过 40%，但该指标同时包含非 AI 产品，尚无法拆分纯 AI 安全收入贡献。
Cadence	Agentic AI 已开始增加底层 EDA 工具调用，并带动客户采购 Agent 许可证；公司表示相关业务仍处于早期，尚未在指引中假设明显的 AI 增长台阶。
PTC	已签署接近百万美元的 ServiceMax AI 订单；公司将独立 AI 变现定位为中长期经济机会，现阶段仍以客户案例及订单验证为主。
Tyler Technologies	直接 AI 业务目前仅占新增 ACV 的较小比例，公司预计未来 12 至 18 个月后，AI 收入贡献才可能变得较为明显。
Commvault	企业 AI 采用仍主要处于早期实验阶段，公司尚未量化披露 AI 相关收入贡献。
Procore	AI Agents 已开始进入客户项目，但公司尚未披露独立 AI 收入，目前贡献主要体现为产品能力提升、客户黏性及潜在扩容机会。
AI 采用率提升并非线性。技术架构、token 成本及收费模式的不确定性可能延长采购周期，基础设施采购优先级上升亦可能阶段性影响传统软件交易。	
Pegasystems	客户对 token 成本、AI 架构以及自建或采购存在疑虑，部分客户一度暂缓软件采购，导致公司整体 ACV 增长低于预期，反映 AI 技术路径不明确可能延长企业决策周期。
IBM	1) 部分客户为应对基础设施供给紧张及预期涨价，优先将支出转向服务器、存储和内存，导致数十笔大型软件交易延后； 2) 交易处理软件收入同比下降 9%，公司将全年软件收入增速预期下调至 6%-8%，反映基础设施采购优先级上升可能阶段性影响传统软件支出。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 8 月 3 日

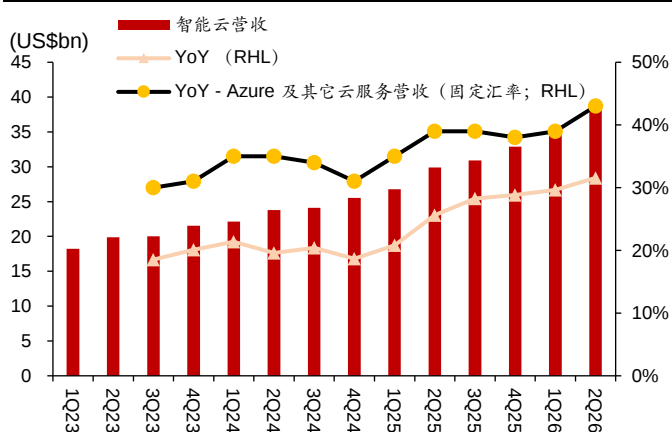
股票推荐

微软 (MSFT US; 买入; 目标价: 634.2 美元): 可量化的投资回报日益显现

微软公布 4QFY26 (年结于 6 月; 日历年对应 2Q26) 收入同比增长 18% 至 900 亿美元 (3QFY26: 同比增长 18%)，营业利润同比增长 18% 至 406 亿美元。我们认为，资本开支投资所带来的可量化回报正在云业务和自有应用中变得愈发显著，具体体现为：1) 4QFY26 Azure 及其他云服务收入增速加快至 43% (指引为 39-40%)，管理层预计 1QFY27 将进一步加快至 45%；以及 2) Microsoft 365 Copilot 付费席位达到 3,000 万个，随着产品形态改善和 AI 产品整合度提升，季度净新增席位环比增长超过一倍。按可比口径计算，管理层维持 CY26 资本开支投资预期不变，并预计将进一步提升 CPU 和 GPU 资源池的运营效率，以更好地满足尚未得到满足的需求，目前整体需求仍持续超过可用产能；管理层同时指引 FY27 自由现金流将为正。我们基于 DCF 的目标价为 634.2 美元，对应 32 倍 FY27E 市盈率。展望而言，云业务营收增长持续加速，及 C 端自有 App 的 AI 商业化进展进一步深化将有望支撑股价增长，且我们认为公司目前交易于 24.5 倍 FY27E 市盈率具备有吸引力的风险回报比。

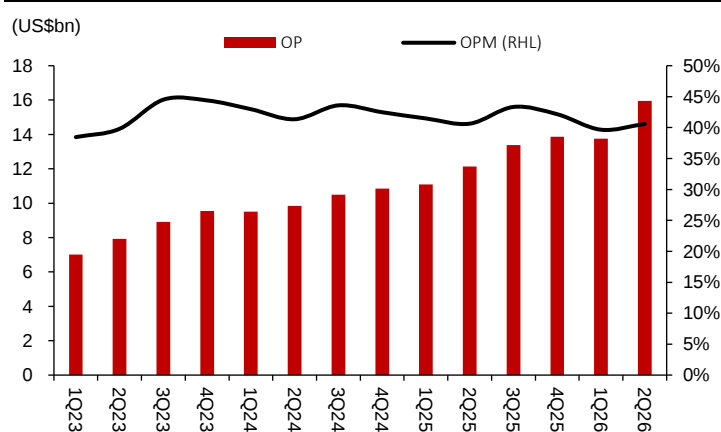
Azure 收入增速加快，表现超出预期。IC 板块中的 Azure 及其他云服务收入同比增长 43% (3QFY26: 40%)。管理层表示，业绩超预期主要得益于：1) CPU 和 GPU 资源池的效率提升；2) 流程优化使新增产能能够更早投入使用；以及 3) GitHub Copilot 使用量强于预期，主要由于 6 月商业模式调整后，定价更好地与使用量及客户价值挂钩。4QFY26 资本开支 (包括融资租赁) 为 410 亿美元，同比增长 69%，其中约三分之二仍用于 GPU 和 CPU 等使用寿命较短的资产，以满足市场需求。考虑到数据中心和办公楼预计使用寿命的调整，以及未来更多数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁，管理层将 CY26 资本开支指引更新为 1,750 亿美元，同时强调，按可比口径计算，其资本开支投资预期并未发生变化。管理层预计 1QFY27 资本开支将超过 500 亿美元，并指引 FY27 自由现金流将为正。我们预计在新的会计处理方式下，FY27E 资本开支为 2,000 亿美元，而还原此前口径下的资本开支金额将符合市场业绩前的预期。

图 20: 微软智能云：营收及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 21: 微软智能云：经营利润及经营利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

Microsoft 365 Copilot 付费席位快速增长。4QFY26 PBP 收入为 378 亿美元，同比增长 14% (4QFY25: 同比增长 15.7%; 3QFY26: 同比增长 16.9%)。按固定汇率计算，Microsoft 365 商业云及消费者云收入分别同比增长 14% 和 22% (3QFY26: 15% 和 29%)，主要受 Microsoft 365 商业版付费席位和消费者订阅用户分别同比增长 6% 和 7%，以及 ARPU 提升

推动。管理层强调，4QFY26 Microsoft 365 Copilot 付费席位达到 3,000 万个（3QFY26：2,000 万个），季度净新增席位环比增长超过一倍。

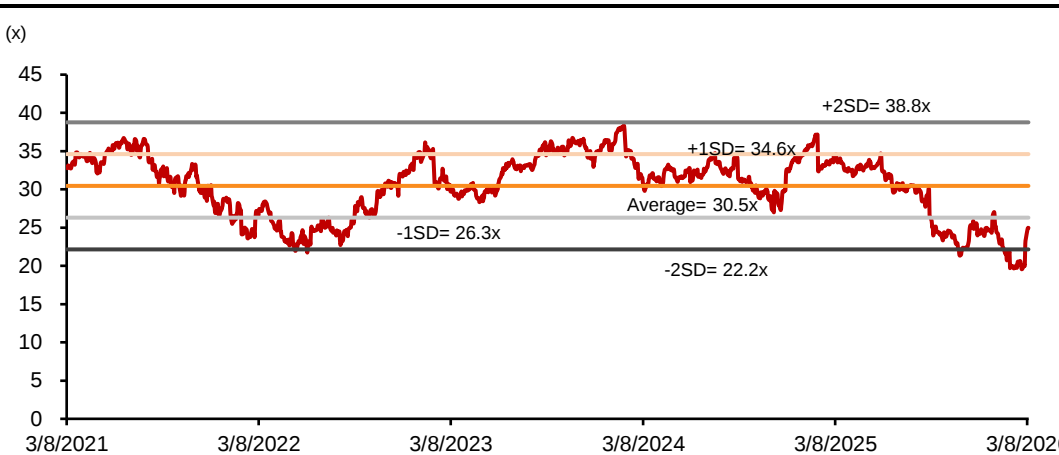
图 22:微软：财务预测

(USDmn)	FY24	FY25	FY26	FY27E	FY28E
生产力与商业流程	77,728	120,810	139,996	159,026	178,207
同比增长	12.2%	55.4%	15.9%	13.6%	12.1%
占收比 (%)	31.7%	42.9%	42.2%	40.5%	39.0%
智能云	105,362	106,265	137,791	183,279	229,758
同比增长	19.9%	0.9%	29.7%	33.0%	25.4%
占收比 (%)	43.0%	37.7%	41.5%	46.7%	50.3%
更多个人计算	62,032	54,649	54,052	50,504	48,784
同比增长	13.3%	-11.9%	-1.1%	-6.6%	-3.4%
占收比 (%)	25.3%	19.4%	16.3%	12.9%	10.7%
总营收	245,122	281,724	331,839	392,809	456,749
同比增长	15.7%	14.9%	17.8%	18.4%	16.3%
毛利润	171,008	193,893	225,465	261,218	301,455
毛利率 (%)	69.8%	68.8%	67.9%	66.5%	66.0%
经营利润	109,433	128,528	155,237	182,621	211,659
经营利润率 (%)	44.6%	45.6%	46.8%	46.5%	46.3%
同比增长	23.6%	17.4%	20.8%	17.6%	15.9%
净利润	88,136	101,832	133,749	147,668	170,789
净利润率 (%)	36.0%	36.1%	40.3%	37.6%	37.4%
同比增长	21.8%	15.5%	31.3%	10.4%	15.7%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

我们目前预计 FY27E 收入和营业利润将分别同比增长 18.4%和 17.6%。基于我们的预测，微软当前交易于 24.8 倍 FY27E 市盈率，低于过去五年平均的 30.5 倍未来一年市盈率。我们认为，微软目前仍具备具有吸引力的风险回报比。

图 23:微软：过去五年平均一年远期市盈率

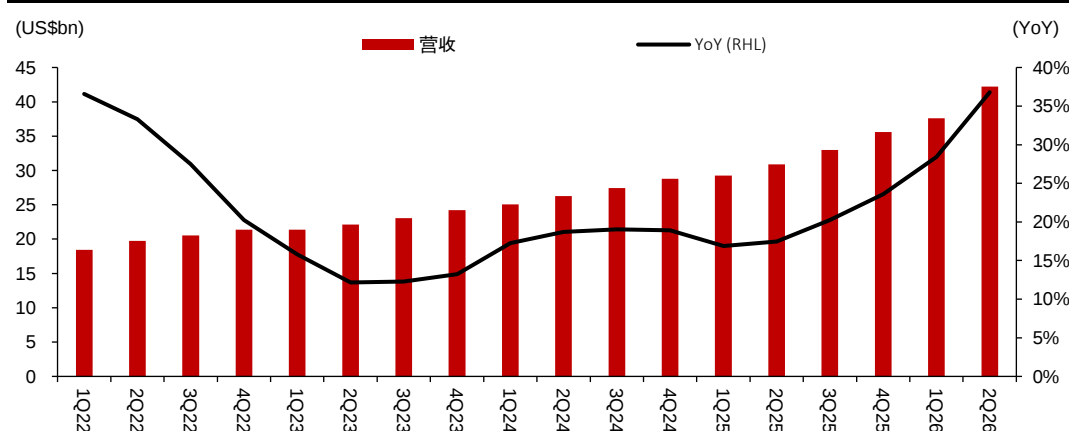


资料来源：彭博，招银国际环球市场

亚马逊 (AMZN US; 买入; 目标价: 301.0 美元) : AWS 收入增长稳健, 利润率持续提升

亚马逊 2Q26 收入为 2,006 亿美元 (同比增长 19.6%, 2Q25 为同比增长 13.3%), 经营利润 (OP) 同比增长 43% 至 275 亿美元。剔除两项合计 12 亿美元的费用端利好后, 经营利润为 263 亿美元, 同比增长 37%。AWS 收入增速加快至同比 37% (1Q26: 28%; 2Q25: 18%)。管理层指引 3Q26E 收入为 1,970-2,020 亿美元 (同比增长 9-12%), 经营利润为 225-265 亿美元 (一致预期: 254 亿美元)。我们的目标价为 301 美元, 基于 17.2 倍 EV/EBITDA, 与过去三年平均交易区间一致。展望而言, 我们仍看好 AWS 业务营收同比增速环比进一步加速的趋势, 同时认为经营利润的稳健增长 (2026E 招银国际预期: 35% YoY) 仍有望支撑股价增长。

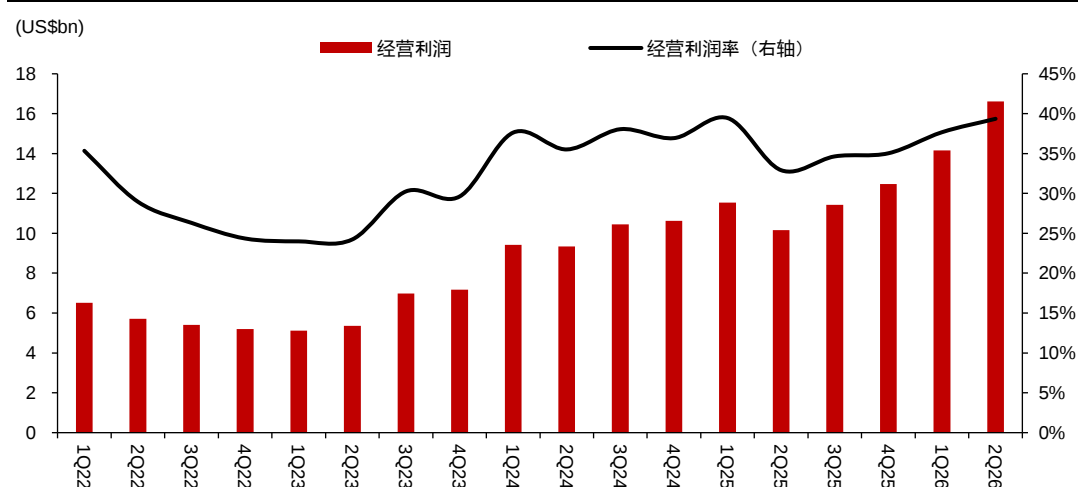
图 24: 亚马逊: AWS 业务营收及同比增长



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

AWS 收入同比增长 37% 至 422 亿美元, 营收增速是近 18 个季度以来的最快增速, 且是同比增速环比加速的连续第五个季度; 季度经营利润率为 39.4%, 同比提升 6.5 个百分点, 主要得益于: 1) 效率提升; 2) 产能优化; 以及 3) 对固定成本的严格控制。剔除采用衍生品会计处理的能源合约公允价值计量变动所带来的 6 亿美元收益后, 经营利润率仍达到 37.9%, 较一致预期高出 4.2 个百分点。

图 25: 亚马逊: AWS 业务经营利润率及经营利润



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

现金资本开支达到 531 亿美元（同比增长 69%，环比增长 23%），管理层因存储成本上升，将 2026E 资本开支指引由 2,000 亿美元上调至 2,200 亿美元。管理层对 AWS 扩建的投资回报情况作出说明，指出：1) 服务器及网络设备投资平均略低于三年即可达到盈亏平衡；以及 2) 服务器目前的使用寿命至少为五至六年，大部分 AI 产能的合同期限为五年或更长。AWS 积压订单达到 4,960 亿美元，环比增长 36%，我们认为这将继续支撑云业务收入增长。管理层重申，目前产能仍不足以满足其在 2026 年所看到的需求，并预计这一情况将持续至 2027 年，同时补充表示，亚马逊目前已经获得的 2028 年需求规模同样引人注目。

北美业务收入同比增长 16.1% 至 1,162 亿美元（2Q25：同比增长 11.1%；1Q26：同比增长 12.1%），较一致预期高出 2%，经营利润率同比提升 0.4 个百分点至 7.9%。剔除 6 亿美元的关税相关退款收益后，北美分部经营利润为 85 亿美元。国际业务收入同比增长 14.8% 至 422 亿美元，经营利润率同比持平于 4.1%。

图 26: 亚马逊：财务预测

(USDbn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
在线商店	231.9	247.0	269.3	292.9	309.9
同比增长	5.4%	6.5%	9.0%	8.8%	5.8%
第三方卖家服务	140.1	156.1	172.2	192.0	205.1
同比增长	19.0%	11.5%	10.3%	11.5%	6.8%
亚马逊云科技	90.8	107.6	128.7	175.9	251.1
同比增长	13.3%	18.5%	19.7%	36.6%	42.8%
订阅服务	40.2	44.4	49.6	55.1	59.6
同比增长	14.2%	10.4%	11.8%	11.1%	8.1%
广告服务	46.9	56.2	68.6	85.0	101.2
同比增长	24.3%	19.8%	22.1%	23.8%	19.1%
实体商店	20.0	21.2	22.6	23.4	23.9
同比增长	5.6%	5.9%	6.3%	3.5%	2.5%
其他	5.0	5.4	5.9	7.3	7.6
同比增长	16.7%	9.4%	9.4%	22.8%	5.0%
总营收	574.8	638.0	716.9	831.6	958.6
同比增长	11.8%	11.0%	12.4%	16.0%	15.3%
毛利润	270.0	311.7	360.5	425.9	495.9
经营利润	36.9	68.6	80.0	108.2	143.7
同比增长	200.9%	86.1%	16.6%	35.3%	32.8%
净利润	30.4	59.2	77.7	137.9	113.3
利润率 (%)					
毛利率	47.0%	48.9%	50.3%	51.2%	51.7%
经营利润率	6.4%	10.8%	11.2%	13.0%	15.0%
净利润率	5.3%	9.3%	10.8%	16.6%	11.8%

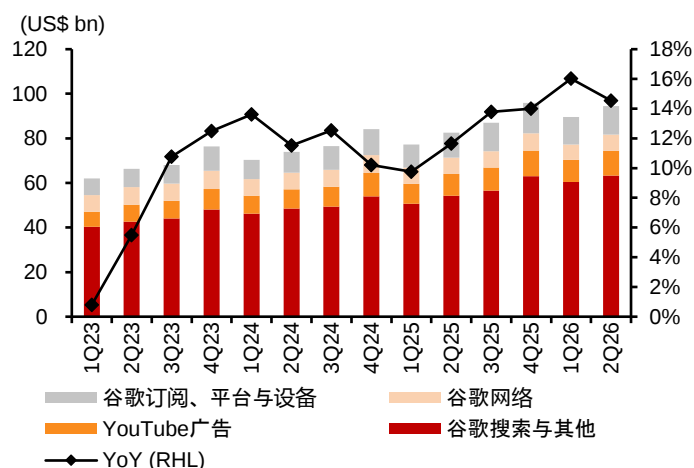
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

谷歌 (GOOG US; 买入; 目标价: 428.0 美元): AI 需求持续拉动云业务提速

谷歌 2Q26 总营收同比增长 24% 至 1,198 亿美元, 较 VA 一致预期高 2%; 营业利润同比增长 30% 至 408 亿美元, 符合 VA 一致预期。2Q26 公司资本开支同比增长 100% 至 449 亿美元, 并造成当期自由现金流转负至 59 亿美元, 叠加近期 Gemini 3.5 Pro 发布延期, 引发投资者对短期现金流与 AI 投入 ROIC 的担忧。但展望未来, 我们认为未来两项核心催化有望持续支撑公司基本面和估值, 包括 TPU 订单加速落地推动云业务增长、Gemini 4 的发布有望让公司模型重回行业 SOTA。

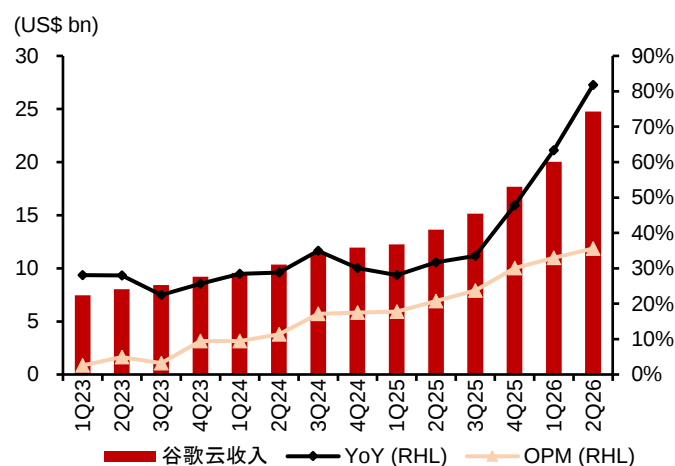
2Q26 谷歌云收入同比增长 82% 至 248 亿美元 (1Q26 同比+63%/4Q25 同比+48%), 核心驱动力来自 GCP、AI 解决方案与 AI 基础设施业务高速增长。公司自 2Q26 起确认 TPU 相关销售收入, 但管理层也预计 TPU 销售的大部分收入将在 2027 年兑现。谷歌云 2Q26 在手订单环比增加超 500 亿美元至 5,140 亿美元; 且管理层预计未来 24 个月内, 约五成以上订单将转化为营收。2Q26 谷歌云营业利润率同比提升 15 个百分点至 35.6%, 不过公司计划在 3Q26 扩充三方云算力资源, 或将对云业务营业利润率形成一定压力。

图 27: 谷歌服务与其他: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 28: 谷歌云: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

谷歌 TPU 销售有望带来显著收入贡献, 谷歌 TPU 目前大部分订单或来自博通+Apollo+Blackstone 三方共建的“AI XPV 平台”, 平台旨在为前沿 AI 实验室 (包括 Anthropic 和 OpenAI) 提供 XPU 算力解决方案 (主要以 TPU 为主), 计划截至到 2028 年部署超 20 GW 的计算容量。我们按照 FY27 部署 2-4GW TPU、每 GW TPU 销售收入 160-200 亿美元测算, 对应 TPU 销售收入贡献 320-800 亿美元收入, 约占谷歌云 FY27E 收入的 16-41%。

图 29:谷歌: FY27 TPU 销售收入敏感性测算

FY27 TPU销售收入 (亿美元)						
出售算力容量(GW)	每GW收入(亿美元)					
		160	170	180	190	200
	2.0	320	340	360	380	400
	2.5	400	425	450	475	500
	3.0	480	510	540	570	600
	3.5	560	595	630	665	700
	4.0	640	680	720	760	800
FY27 TPU销售占谷歌云收入比例						
出售算力容量(GW)	每GW收入(亿美元)					
		160	170	180	190	200
	2.0	16%	17%	19%	20%	21%
	2.5	21%	22%	23%	24%	26%
	3.0	25%	26%	28%	29%	31%
	3.5	29%	31%	32%	34%	36%
	4.0	33%	35%	37%	39%	41%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

在云业务强劲增长支撑下, 我们看好公司 FY26-27 年维持良好的收入及盈利增长, 我们预计公司 FY26/27 年运营利润同比增长 32%/26%。

图 30:谷歌: 财务预测

(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总收入	307	350	403	494	625
YoY	8.7%	13.9%	15.1%	22.6%	26.6%
谷歌服务	273	305	343	388	430
YoY	7.5%	11.9%	12.4%	13.1%	10.9%
谷歌云	33	43	59	105	194
YoY	25.9%	30.6%	35.8%	79.0%	85.0%
其他投资	2	2	2	2	2
YoY	43.0%	7.9%	-6.7%	-0.6%	-0.4%
运营利润	84	112	129	170	213
YoY	12.6%	33.3%	14.8%	31.6%	25.6%
销售费用率	9.1%	7.9%	7.1%	7.0%	6.5%
研发费用率	14.8%	14.1%	15.2%	15.7%	16.5%
管理费用率	5.3%	4.1%	5.3%	4.4%	3.9%
运营利润率	27.4%	32.1%	32.0%	34.4%	34.1%
净利润率	24.0%	28.6%	32.8%	51.5%	29.5%

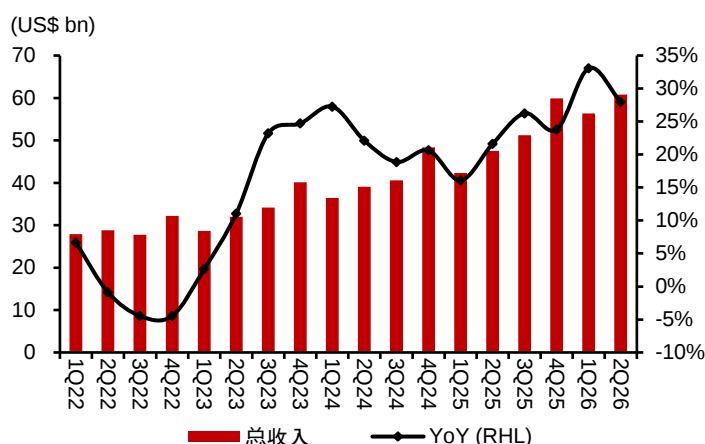
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

Meta (META US; 买入; 目标价: 830 美元): 持续加大 AI 投入以驱动长期增长

Meta 2Q26 业绩符合预期但股价承压。公司持续加大 AI 投入,但由于缺少 ROI 明确的 AI 商业化途径,公司短期盈利及现金流面临较大压力。我们认为公司估值的修复取决于能否更好证明公司在 AI 方面投入的 ROI,包括 AI 推动广告收入进一步加速、企业端 AI 产品机会(如企业智能体、API 服务及 AI 算力租赁)逐渐兑现、以及自研模型达到 SOTA 水平。短期我们建议关注公司大模型的升级迭代及企业 AI 商业化提速。

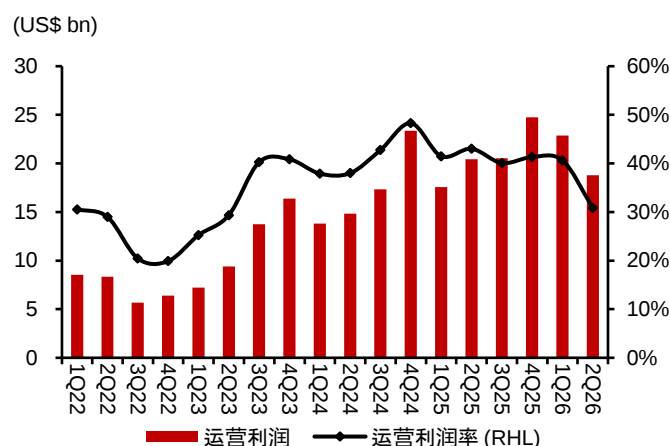
2Q26 FoA 广告收入同比增长 27%至 594 亿美元,广告曝光与广告价格分别同比增长 14%/12%。AI 持续提升广告商业化效率:1)公司于 2Q26 推出 Meta Generative Recommender,这是其广告推荐系统中首个生成式模型,能够理解广告内容与用户偏好,从而为用户预测最优广告。该模型的早期试点推动应用类广告转化率提升 1%;2)结合基础模型的内容理解能力与广告排序模型 GEM,Meta 推动 Facebook 广告点击量提升 8%、转化率提升 16%;3) Advantage+作为 AI 驱动的端到端广告解决方案,ARR 突破 750 亿美元,超 900 万家小型企业已采用至少 1 款 AI 创意工具。

图 31: Meta: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 32: Meta: 运营利润



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

公司加速企业端 AI 商业化:1) 企业智能体: Meta 在全球范围的 WhatsApp 与 Messenger 上推出 Meta Business Agents,每周超 100 万家企业使用这些智能体与客户沟通并完成销售;2) API: Meta 近期推出模型 API,并与 OpenRouter 等分销渠道合作以加速开发者采用;3) 算力租赁:公司探索算力租赁的机遇,但管理层同时也指出其大量算力仍将用于模型训练。其中,算力租赁具备较短的投资回报期以及更具确定性的 ROI,有望自 FY27-28 起逐渐贡献收入。我们按照 FY27 出租 100-500MW 算力(以 H100/200 为主)、每 GW TPU 销售收入 200-280 亿美金测算,对应算力租赁有望贡献 20-140 亿美元收入,约占 Meta FY27E 总收入的 1-5%。

图 33: Meta: FY27 算力租赁收入敏感性测算

FY27 算力租赁收入 (亿美元)						
	每GW收入(亿美元)					
租赁算力容量(GW)		200	220	240	260	280
	0.1	16	17	18	19	20
	0.2	32	34	36	38	40
	0.3	48	51	54	57	60
	0.4	64	68	72	76	80
	0.5	80	85	90	95	100
FY27 租赁收入占Meta收入比例						
	每GW收入(亿美元)					
租赁算力容量(GW)		200	220	240	260	280
	0.1	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
	0.2	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%
	0.3	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
	0.4	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
	0.5	2.6%	2.8%	3.0%	3.1%	3.3%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

受 AI 相关基础设施与人才投入影响, 我们预计公司短期盈利面临较大压力, 2Q26 业绩后公司上调 2026 年全年总费用指引下限, 预计总费用 1,650-1,690 亿美元 (+40-44% YoY, 前值 1,620-1,690 亿美元)。我们预计公司 FY26 运营利润同比增长 4%。

图 34: Meta: 财务预测

(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总收入	134.9	164.5	201.0	252.3	302.0
YoY	15.7%	21.9%	22.2%	25.5%	19.7%
FoA 收入	133.0	162.4	198.8	250.0	299.6
YoY	16.2%	22.1%	22.4%	25.8%	19.9%
Reality labs 收入	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4
YoY	-12.2%	13.2%	2.8%	5.6%	4.5%
运营利润	46.8	69.4	83.3	86.8	102.7
YoY	61.5%	48.4%	20.0%	4.2%	18.3%
净利润	39.1	62.4	60.5	80.8	90.6
YoY	68.5%	59.5%	-3.0%	33.7%	12.1%
销售费用率	9.1%	6.9%	6.0%	5.3%	5.0%
研发费用率	28.5%	26.7%	28.5%	35.4%	36.5%
管理费用率	8.5%	5.9%	6.0%	6.3%	5.7%
运营利润率	34.7%	42.2%	41.4%	34.4%	34.0%
净利润率	29.0%	37.9%	30.1%	32.0%	30.0%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

阿里巴巴 (BABA US; 买入; 目标价: 220.1 美元)

我们重申对阿里巴巴的积极看法，主因云计算收入增长前景强劲，这得益于人工智能相关产品的采用率提升以及数字化需求的增加，且我们认为云业务强劲增长趋势有望在 2026 年延续。此外，闪购业务更加专注效率提升有望带动 业务减亏及支撑集团层面盈利修复。尽管闪购业务仍将优先市场份额，但受订单结构、用户补贴优化及运营效率提升的推动，我们预计即时零售全年亏损将从 2026 财年（我们预估 880 亿元）大幅收窄至 2027 财年的 440 亿元，并在 2028 财年进一步减半。在我们看来，阿里巴巴仍然是人工智能主题下的关键受益方之一，我们基于分部估值的目标价为 220.1 美元。“买入”评级。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。