互联网

北美云大厂 3Q26 业绩：业绩增长具备较高能见度

优于大市
（维持）

美国头部云厂商（亚马逊、微软、谷歌）3Q26 业绩在 AI 投入 ROI 方面持续展现积极信号，公司维持 2026-2027 年资本开支指引基本不变的情况下，我们看到公司云业务收入增长进一步加速，且利润率持续改善，核心驱动因素包括：1）需求持续大于供给，AWS 和谷歌云合计积压订单已超过 1.1 万亿美元，部分算力需求已延伸至 2029 年；2）GPU 使用效率及 ASIC 芯片采用率持续提升，单位算力产出增加。展望未来，我们看好强劲的 AI 算力需求将为云厂商的基本面提供支撑，而在可能更为受限的供给环境下，已锁定更多产能的云厂商或将具备相对优势。从投资及选股视角，在市场短期 risk-off、对 AI 投资 ROI 的确定性寻求更高期待的背景下，我们持续看好业绩增长具备较高能见度的头部云厂商的投资机会，美国云厂商中推荐微软（MSFT US）、亚马逊（AMZN US）和谷歌（GOOG US），中国云厂商中推荐阿里巴巴（BABA US）。

- **云收入增长持续加速。**3Q26 美国头部云厂商云相关收入合计 1,099 亿美元，同比增长加速至 56%（2Q26/1Q26：48%/39%），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；4）TPU 系统销售收入逐渐起量。头部云厂商均表示目前的产能仍不足，将持续推进此前的扩产计划，包括自建算力与三方算力。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增速进一步加速。而在潜在可能更为受限的供给环境下，云服务进一步提价或也有望为云营收的增长提供支撑。

- **云利润率稳步改善。**尽管面临增量资本开支带来短期压力，龙头云厂商利润率水平同比维持提升趋势，谷歌云及 AWS 利润率提升趋势明显：1）亚马逊：3Q26 AWS 营业利润率同比提升 4.1 个百分点至 38.7%。管理层将强劲的盈利表现归因于运营效率提升、算力容量优化、严格的固定成本管理，以及自研芯片应用增加。AI 云业务利润率虽然仍低于核心云业务，但已高于核心云业务在相似发展阶段的水平。2）谷歌：3Q26 谷歌云营业利润率同比提升 12.5 个百分点至 36.2%，但环比基本持平，公司预计 4Q26 谷歌云营业率将面临一定压力，主要由于三方算力资源扩充以及利润率较低的 TPU 销售收入起量。

- **资本开支指引基本稳定。**根据 VA 一致预期，头部云与互联网厂商（微软/谷歌/亚马逊/Meta/Oracle）2026-2028 合计资本开支将达到 8,044 亿/11,655 亿/12,960 亿美元（相较 2Q26 业绩后上修约 1%/7%/7%），同比增长 95%/45%/11%；头部云与互联网厂商中自由现金流较为承压，2026/2027 合计自由现金流出 231/1,436 亿美元，但在强劲的资产负债表与融资能力支撑下，当前现金流出规模仍然可控，对应约占总收入 1%/6%；3Q26 业绩后多家公司通过股票或债券等方式完成融资，或能较好的支撑 FY27 资本开支投入，而市场的关注点或将持续集中于资本开支的 ROI。

- **业绩后集中融资有助于云厂商在新产能产生回款前维持建设节奏。**数据中心建设和芯片采购需要前置投入，而云服务收入则随产能投用和客户用量增长逐步兑现。我们在报告中梳理了头部云厂商业绩后的融资进展，微软和谷歌通过长期债券分散偿付压力、且债券均获得超额认购，甲骨文和 Meta 以股权资金分担前期投入，亚马逊为技术基础设施采购安排了担保贷款，可随设备采购进度提款。投资视角，我们建议投资人优选云业务具备行业龙头地位、主业竞争优势稳健、现金流水平健康的龙头公司。

中国互联网行业

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 - AWS growth accelerates with improving underlying profitability – 2 Nov
2. Microsoft (MSFT US) - Stronger cloud monetization supports capex returns – 30 Oct
3. Alphabet (GOOG US) - 3Q26 results: core search revenue growth decelerates; cloud business remains strong – 30 Oct
4. Meta (META US) - 3Q26 results: strong core business; upbeat on AI progress – 22 Oct
5. 3Q26 大模型发展复盘及展望 — 单任务成本下降及 RSI 深化推动 AI 使用深度提升 – 16 Oct
6. Alibaba (BABA US) - 2Q26 review: Strong cloud growth prospects with clear ROIC visibility – 21 Aug
7. 北美云大厂业绩超预期有哪些投资启示？- 6 Aug
8. Amazon (AMZN US) - Solid AWS revenue growth and margin expansion - 3 Aug
9. Microsoft (MSFT US) - Tangible ROI increasingly evident – 31 Jul
10. Meta (META US) - 2Q26 results: Continue to step up AI investment to drive long-term growth – 31 Jul
11. Alphabet (GOOG US) - 2Q26 results: Strong AI demand continues to drive cloud acceleration and solid core
12. 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

目录

云厂商：需求大于供给，AI 投入具备 ROI 3

云营收：增长持续加速 3

云利润：利润率稳步改善.....5

资本开支：指引维持稳定，ROI 能见度持续提升.....6

云厂商业绩后集中融资，降低算力扩建对当期经营现金流的依赖 8

重点公司业绩复盘：持续证明 AI 投入 ROI 具备能见度 10

微软：云业务变现能力增强，支撑资本开支回报.....10

亚马逊：AWS 增长加速，底层盈利能力持续改善.....11

谷歌：搜索业务面临短期逆风，全栈效率支撑云变现 13

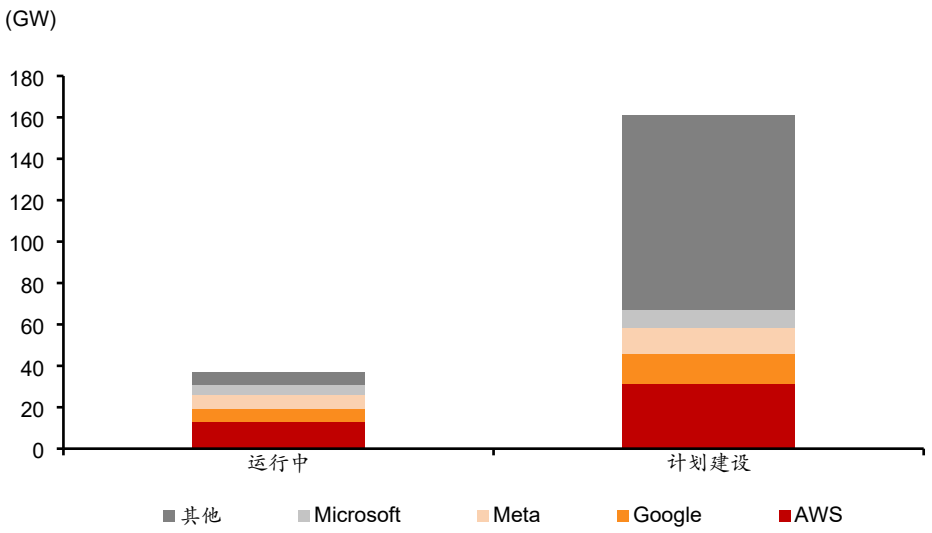
Meta：核心业务稳健，新兴 AI 产品机会带来潜在催化 15

股票推荐 18

云厂商：需求大于供给，AI 投入具备 ROI

美国头部云厂商（亚马逊、微软、谷歌）在 AI 投入的 ROI 方面持续展现积极信号，在公司维持 2026-2027 年资本开支指引基本不变的情况下，我们看到公司云业务收入增长进一步加速，且利润率持续改善，核心驱动因素包括：1）需求持续大于供给，AWS 和谷歌云合计积压订单已超过 1.1 万亿美元，部分算力需求已延伸至 2029 年才可满足；2）GPU 使用效率及 ASIC 芯片采用率持续提升，单位算力的产出增加。展望后续，尤其在北美 AIDC 建设节奏或因监管环境变化而放缓的背景下，整体 AI 算力供给和需求或维持紧张，已拥有领先算力规模的头部云厂商或将受益，头部云厂 AI 投入的 ROI 将持续提升。我们看好头部云厂商在 AI 发展浪潮中持续受益，美国云厂商中推荐微软（MSFT US）、亚马逊（AMZN US）和谷歌（GOOG US），中国云厂商中推荐阿里巴巴（BABA US）。

图 1：头部云厂商运行中的数据中心规模份额（70%）显著高于计划建设的数据中心规模份额（36%）

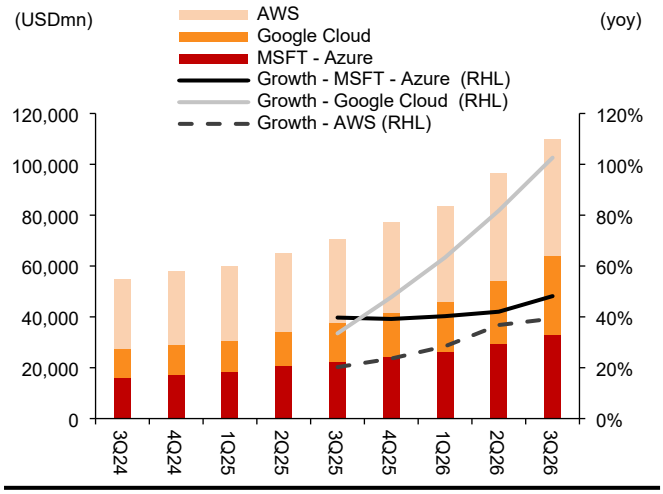


资料来源：CleanView，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 8 月

云营收：增长持续加速

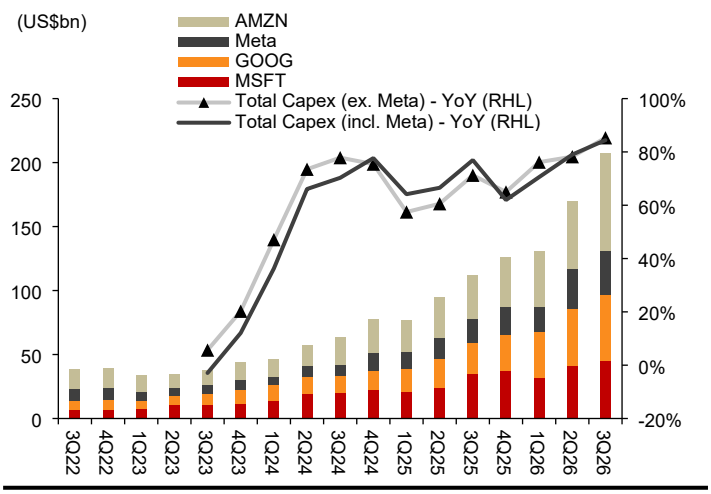
3Q26 美国头部云厂商云相关收入合计 1,099 亿美元，同比增长加速至 56%（2Q26/1Q26：48%/39%），拆分看所有厂商的同比增速环比上季度均展现加速趋势，主要驱动因素包括：1）新增产能上线推动此前受限的需求得以满足及确收；2）CPU 及 GPU 资源池的利用效率提升；3）传统企业上云和云迁移重新加速；4）TPU 系统销售收入逐渐起量。头部云厂商均表示目前的产能仍不足，将持续推进此前的扩产计划，包括自建算力与三方算力。展望而言，我们认为新增产能的陆续上线及现有基础设施资源的优化仍有望推动云厂商的营收增速进一步加速。

图 2：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 3：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 3Q26 营收表现都显著好于市场预期：1）微软 Azure 营收同比增长 48%，较一致预期高 3%，相较 2Q26 的 42%进一步加速；2）亚马逊 AWS 营收同比增长 39%，较一致预期高 1%；3）谷歌云服务营收同比增长 103%（较一致预期高 5%）。追溯背后超预期的原因，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、TPU 系统销售起量以及传统企业上云和云迁移加速。

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。3Q26 亚马逊 AWS 积压合同金额环比增长 16.5%至 5,780 亿美元，谷歌云在手订单环比增加约 500 亿美元至 5,610 亿美元，管理层预计在未来 24 个月内将超 55%的订单确认为收入。

供给端而言，头部云厂商均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，亚马逊维持 2,200 亿美元的资本开支预期，并预计 2027 年支出将显著增加；谷歌管理层亦维持 FY26 总资本开支指引 1,950-2,050 亿美元（同比增长 113%-124%），并继续预计 FY27 资本开支将大幅上升。对于微软而言，其 1QFY27 资本开支为 452 亿美元，低于此前超过 500 亿美元的指引，主因第三方 GPU 即服务合同的交付延迟。管理层预计 2QFY27 资本开支将超过 500 亿美元，2026 自然年全年约为 1,700 亿美元，因交付延迟低于此前 1,750 亿美元的预期，而随着延迟交付的产能到位，资本开支将在 2HFY27 加速。公司仍预计 FY27 自由现金流保持为正，并可通过租赁、债务等潜在融资渠道满足尚未被满足的需求。

图 4: 海外头部云厂商 3Q26 云业务营收增长情况及展望

公司	微软	亚马逊	谷歌
3Q26 云营收增速及与市场预期的对比	Azure 营收同比增长 48%，较一致预期高 3%，相较 2Q26 的 42%进一步加速	亚马逊 AWS 营收同比增长 39%，较一致预期高 1%	谷歌云服务营收同比增长 103%，较 VA 一致预期高 5%。

4Q26 云营收增速展望	尽管部分第三方 GPU 即服务合同的交付延迟带来不利影响，公司仍指引 2QFY27 Azure 营收按固定汇率同比增长 49–50%	管理层预计，2027 年和 2028 年 AWS 收入每年均可增长超过 40%，主要支撑来自核心云及 AI 服务的强劲需求、提前锁定的容量预订，以及 5,780 亿美元的积压订单。	4Q26 谷歌云收入同比增长有望进一步加速，得益于 TPU 销售起量。
好于市场预期的主要原因	1）GPU 和 CPU 效率提升； 2）每 token 收入高于预期，推动 Foundry 营收增至上年同期的三倍以上	1）核心云与 AI 服务共同推动增长； 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）TPU 销售起量
管理层对于供给/需求端的评论	**需求：** 1）Azure 客户需求仍超过可用供给。 **供给：** 由于第三方交付延迟，1QFY27 资本开支为 452 亿美元，低于此前超过 500 亿美元的指引；随着延迟交付的产能到位，资本开支将在 2HFY27 加速。	**需求：** 1)对 2027 年和 2028 年的客户容量需求具有较高能见度，部分需求已延伸至 2029 年； 2) AWS 积压订单达到 5,780 亿美元，环比增长 16.5%，同比实现三位数增长； **供给：** 管理层维持 2026 年约 2,200 亿美元的资本开支预期，并预计 2027 年支出将显著增加。	**需求：** 谷歌云 3Q26 在手订单环比增加约 500 亿美元至 5,610 亿美元，管理层预计在未来 24 个月内将超 55%的订单确认为收入。 **供给：** 公司 4Q26 将加速第三方算力扩张，同时或将对公司利润率造成一定压力。

资料来源：公司资料，Visible Alpha，彭博，招银国际环球市场
注：表格中微软已经切换至自然年，3Q26 对应财年 1QFY27（下同）

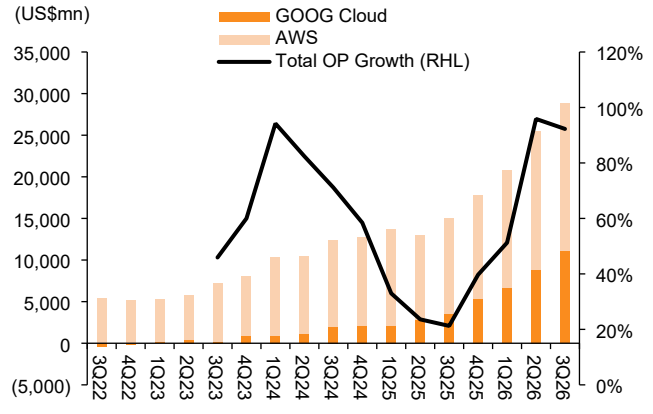
云利润：利润率稳步改善

尽管增量资本开支给利润率带来短期压力，龙头云厂商利润率水平同比维持提升趋势，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。

细分而言：1）亚马逊：3Q26 AWS 营业利润率同比提升 4.1 个百分点至 38.7%。管理层将强劲的盈利表现归因于运营效率提升、算力容量优化、严格的固定成本管理，以及自研芯片应用增加。AI 业务利润率持续改善，虽然仍低于核心云业务，但已高于核心云业务在相似发展阶段的水平。

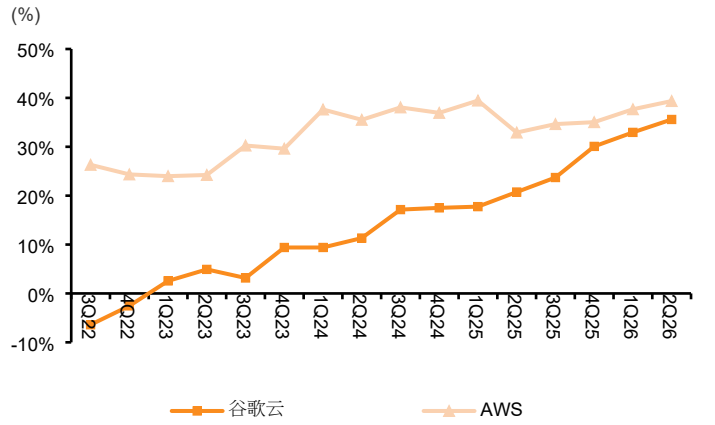
2）谷歌：3Q26 谷歌云营业利润率同比提升 12.5 个百分点至 36.2%，但环比基本持平，公司预计4Q26谷歌云营业率将面临一定压力，主要由于三方算力资源扩充以及利润率较低的 TPU 销售收入起量。

图 5：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 6：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 7: 海外头部云厂商 3Q26 云业务利润率趋势及与市场预期的对比

公司	亚马逊	谷歌
3Q26 云业务利润率及与市场预期的对比	AWS 营业利润率同比提升 4.1 个百分点至 38.7%，高于市场预期 1.3 个百分点。	谷歌云运营利润率 36.2%（一致预期：33.7%）
好于市场预期的主要原因	1）运营效率提升； 2）算力容量优化； 3）固定成本的严格控制； 4）自研芯片应用增加	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	1）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）AI 业务利润率持续改善，虽然仍低于核心云业务，但已高于核心云业务在相似发展阶段的水平	由于第三方算力扩张及 TPU 系统销售，未来几个季度云业务将面临一定利润率压力。

资料来源：公司资料，Visible Alpha，彭博，招银国际环球市场

资本开支：指引维持稳定，ROI 能见度持续提升

资本开支层面，云厂商边际仍更加强调 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“为适当的工作提供适当的模型”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。

根据 Visible Alpha 一致预期，头部云与互联网厂商（微软/谷歌/亚马逊/Meta/Oracle）2026-2028 合计资本开支将达到 8,044 亿/11,655 亿/12,960 亿美元（相较 2Q26 业绩后上修约 1%/7%/7%），同比增长 95%/45%/11%；头部云与互联网厂商中自由现金流较为承压，2026/2027 合计自由现金流出 231/1,436 亿美元（对比 2Q26 业绩后：2026/2027 年自由现金流出 105/891 亿美元）；在强劲的资产负债表与融资能力支撑下，当前现金流出规模仍然可控，占总收入 1%/6%；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 52 亿美元。

分公司展望：

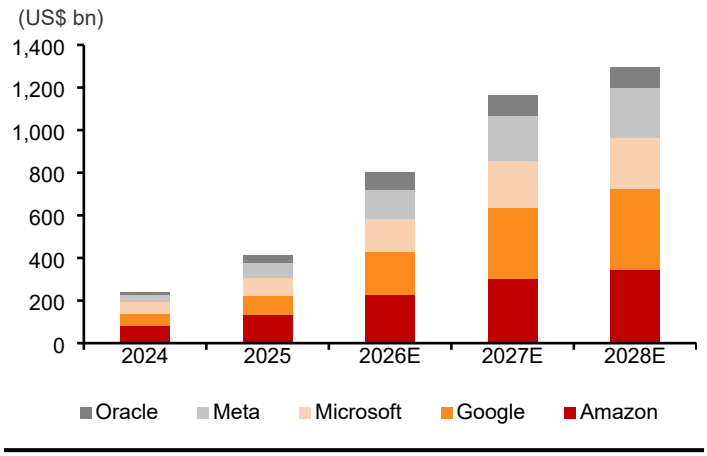
1）微软：管理层预计 2QFY27 资本开支将超过 500 亿美元，2026 自然年全年约为 1,700 亿美元，低于此前 1,750 亿美元的预期，但主要由于部分第三方 GPU 即服务合同的交付延迟；随着延迟交付的产能到位，资本开支将在 2HFY27 加速。公司仍预计 FY27 自由现金流保持为正，并可通过租赁、债务等潜在融资渠道满足尚未被满足的需求。

2）亚马逊：管理层维持 2026 年约 2,200 亿美元的资本开支预期，并预计 2027 年支出将显著增加。管理层强调对 2027 年和 2028 年的客户容量需求具有较高能见度，部分需求已延伸至 2029 年，公司预计 2027 年和 2028 年 AWS 收入每年均可增长超过 40%。

3）谷歌：管理层维持 FY26 总资本开支指引 1,950-2,050 亿美元（同比增长 113%-124%），并继续预计 FY27 资本开支将大幅上升。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。

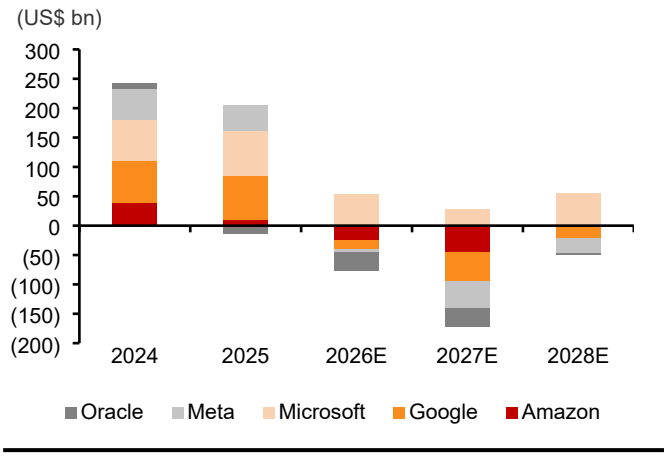
4）Meta：管理层指引 FY26 资本开支 1,350-1,450 亿美元（同比增长 86%-101%），并预计在 FY27E 继续大力投入，以支撑核心业务及新兴 AI 举措。公司 3Q26 自由现金流转负为 -21 亿美元。公司计划设立新的无表决权 C 类普通股（2027 年 1 月生效），用于融资及员工薪酬等用途；由于 Meta 目前仍然主要依赖赋能广告业务以实现 AI 基础设施的商业化，整体投入回报周期相对更长，短期自由现金流面临相对更显著的压力。

图 8：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 9：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 10：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	226.8	305.2	345.7	亚马逊	59%	72%	35%	13%
谷歌	52.5	91.4	200.9	329.2	378.1	谷歌	74%	120%	64%	15%
微软	55.6	83.1	154.1	219.7	241.6	微软	50%	85%	43%	10%
Meta	37.3	69.7	138.5	214.7	234.7	Meta	87%	99%	55%	9%
Oracle	10.7	35.5	84.1	96.8	95.9	Oracle	230%	137%	15%	-1%
合计	**239.1**	**411.5**	**804.4**	**1165.5**	**1296.0**	**合计**	**72%**	**95%**	**45%**	**11%**

资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 11 月 3 日；微软与 Oracle 财年数据调整为自然年数据

3Q26 美国头部云厂商（亚马逊、微软、谷歌）AI 相关投资 ROI 仍然维持较为健康的趋势，即在 Capex 指引基本不变的情况下，云业务营收增长仍然好于预期。举例而言：

1）微软：Azure 收入同比增速进一步加速，且较一致预期高 3%；每 Token 收入高于预期，推动 Foundry 营收增至上年同期的三倍以上；Copilot 业务表现良好，Copilot 日活跃用户环比增长近 50%，同比增至五倍以上，用户满意度环比提升近 20%。拥有超过 5 万个 Copilot 席位的客户数量同比增至八倍以上。

2）亚马逊：管理层指出 2027 年和 2028 年的客户需求具有较高能见度，且部分需求已延伸至 2029 年。管理层维持 2026 年约 2,200 亿美元的资本开支预期，并预计 2027 年支出将显著增加。管理层预计，2027 年和 2028 年 AWS 收入平均增速将超 40%，主要支撑来自核心云及 AI 服务的强劲需求、提前锁定的容量预订，以及 5,780 亿美元的积压订单。

3）谷歌：3Q26 谷歌云收入同比增长 103%至 307 亿美元，较一致预期高 5%，主要由 AI 基础设施及 AI 解决方案的强劲需求，以及 TPU 系统的销售拉动。管理层预计 TPU 系统销售将在 4Q26 继续增长，并在 2027 年进一步放量。3Q26 谷歌云订单规模环比增加约 500 亿美元至 5,610 亿美元，管理层预计在未来 24 个月内将超 55%的订单确认为收入。3Q26 谷歌云营业利润率同比扩张 13 个百分点至 36.2%。

图 11：头部云&互联网自由现金流趋势

自由现金流(十亿美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	FCF/收入	2025	2026E	2027E	2028E
亚马逊	38.2	11.2	-24.4	-44.6	0.5	亚马逊	2%	-3%	-5%	0%

谷歌	72.8	73.3	-15.9	-50.3	-21.3	谷歌	18%	-3%	-8%	-3%
微软	70.0	77.4	54.0	27.9	54.4	微软	25%	15%	6%	10%
Meta	52.1	43.6	-4.5	-45.7	-25.8	Meta	22%	-2%	-15%	-7%
Oracle	9.5	-13.2	-32.3	-30.9	-2.6	Oracle	-21%	-41%	-28%	-2%
合计	**242.7**	**192.3**	**-23.1**	**-143.6**	**5.2**	**合计**	**11%**	**-1%**	**-6%**	**0%**

资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 11 月 3 日；微软与 Oracle 财年数据调整为自然年数据

云厂商业绩后集中融资，降低算力扩建对当期经营现金流的依赖

业绩后集中融资有助于云厂商在新产能产生回款前维持建设节奏。数据中心建设和芯片采购需要先投入，云服务收入则随产能投用和客户用量增长逐步兑现。微软和谷歌通过长期债券分散偿付压力，甲骨文和 Meta 以股权资金分担前期投入，亚马逊为技术基础设施采购安排了担保贷款，可随设备采购进度提款。

图 12：北美云与互联网厂商业绩后及本次业绩披露的主要融资安排

公司	融资工具	规模	进展及主要条款
甲骨文	普通股	100 亿美元	11 月 4 日完成发行，发行约 8,621 万股，每股 116 美元。
	优先票据	100 亿美元	11 月 4 日完成发行，五档债券于 2029 至 2046 年到期，票息 7.00%至 8.65%。据彭博报道，峰值认购订单约 380 亿美元，对应认购倍数约 3.8 倍。
微软	优先无抵押票据	250 亿美元	11 月 4 日完成发行，其中固定利率部分 230 亿美元，最长期限 40 年。据彭博报道，峰值认购订单约 1,150 亿美元，对应认购倍数约 4.6 倍。
	融资租赁	74 亿美元	10 月 28 日业绩会披露，1QFY27 融资租赁本金在租赁开始时全额计入资本开支。
谷歌	欧元优先无抵押票据	60 亿欧元	11 月 5 日完成发行，七档债券于 2028 至 2045 年到期。据路透报道，认购订单超过 170 亿欧元，对应认购倍数约 2.8 倍。
	普通股随行就市增发	124 亿美元净额	10 月 28 日业绩公告披露，3Q26 发行 A 类股和 C 类股，分别净筹资 43 亿和 81 亿美元。9 月底剩余可发行额度 276 亿美元。
	港元优先票据	160 亿港元	11 月 12 日定价，预计 11 月 19 日交割，三档债券分别于 2028 年、2031 年及 2036 年到期。据路透报道，认购订单超过 325 亿港元，对应认购倍数超过 2.03 倍。
	新元优先票据	22.8 亿新元	11 月 12 日定价，预计 11 月 19 日交割，四档债券分别于 2028 年、2031 年、2036 年及 2056 年到期。据路透报道，认购订单超过 40 亿新元，对应认购倍数超过 1.75 倍。
亚马逊	技术基础设施设备采购担保贷款	最高约 800 亿美元额度	3Q26 季报披露，2027 年一季度至 2028 年三季度可按采购订单及价格条款提款。以部分所购资产作抵押，采用浮动利率，每笔自提款日起五年到期。
	循环银行授信	200 亿美元额度	10 月 27 日业绩前等额续签。五年期 150 亿美元、364 天期 50 亿美元，用于营运资金及商业票据流动性支持。
Meta	强制可转换优先股	143.75 亿美元	初始发行 125 亿美元，承销商全额行使超额配售权后追加发行 18.75 亿美元，追加部分于 11 月 2 日完成，总发行规模增至 143.75 亿美元。
	A 类普通股远期出售	287.5 亿美元	11 月 4 日承销商全额行使追加配售权后，规模由 250 亿美元增至 287.5 亿美元，认购倍数约 5 倍。预计未来取得约 287 亿美元净款。

公司	融资工具	规模	进展及主要条款
	C 类股随行就市增发	约 600 亿美元	计划在 C 类股开始交易后启动。
	美元优先票据	150 亿美元	11 月 5 日完成发行，五档债券于 2031 至 2056 年到期。峰值认购订单约 580 亿美元，对应认购倍数约 3.9 倍。
	欧元优先票据	90 亿欧元	11 月 12 日完成发行，六档债券于 2031 至 2065 年到期。峰值认购订单超过 620 亿欧元，对应认购倍数约 6.9 倍。

资料来源：公司公告、美国证券交易委员会、彭博、路透、招银国际环球市场

注：截至 2026 年 11 月 17 日。表内区分发行或提款金额、可用额度、及融资租赁本金。

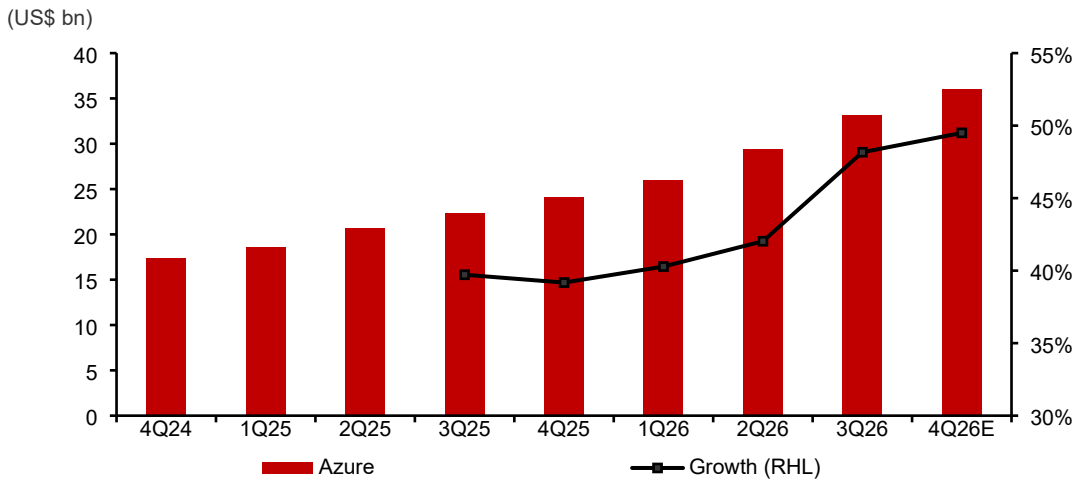
重点公司业绩复盘：持续证明 AI 投入 ROI 具备能见度

微软：云业务变现能力增强，支撑资本开支回报

微软 1QFY27 营收及经营利润好于彭博市场一致预期。Azure 营收同比增长 48.2%，高于此前按固定汇率计算增长 44–45%的指引，主要受 Foundry 及 CPU 变现能力提升带动。管理层指出，Azure 客户需求仍超过可用供给。尽管部分第三方 GPU 即服务合同的交付延迟带来不利影响，公司仍指引 2QFY27 Azure 营收按固定汇率同比增长 49–50%。公司 2QFY27 总营收及经营利润指引中值均较一致预期高出 1%。我们认为，云业务强劲的变现能力及增长展望为资本开支回报提供支撑。我们认为公司相对同业更强的资本开支 ROI 水平和更为健康的现金流水平将为估值提供支撑。我们基于 DCF 的目标价为 641.8 美元，对应 FY27 及 FY28 预测市盈率分别 32 倍和 27 倍。

存量算力提效正帮助微软提升既有投资的收入产出。微软 1QFY27（年结于 6 月 30 日）Azure 收入同比增长 48.2%。管理层指出，GPU 集群效率改善释放了更多可向 Foundry 客户分配的容量，CPU 工程优化则帮助公司识别并变现现有集群中利用不足的资源。新增设备的部署也在提速。微软最大区域的新 GB300 从到货到上线的时间环比缩短约 20%。

图 13: 微软：Azure 营收及增长预测



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

Copilot 降本可直接改善订阅毛利，释放的算力还能支持 Foundry 扩大对外服务。本季 Copilot 工作负载吞吐量环比提升超过 50%，自动模型路由及多模型组合帮助微软在任务质量、速度与成本之间优化。对于订阅业务，在席位收入及任务量相同的情况下，单次推理成本下降直接增加毛利；对于按量业务，降本收益可用于改善利润，也可通过降价或增加可用额度促进使用。单位任务计费量下降后，新增任务、付费场景及更高价值服务共同承接收入增长。商业化端，1QFY27 M365 商业云收入增长 17%、付费席位增长 5%，Copilot 及高端版本组合推动 ARPU 提升，体现产品价值提升对变现的支持。

Foundry 降低企业将 agent 投入生产的成本，并将推理需求延伸至数据库、存储和安全服务。企业完成一项业务流程，需要模型推理、工具调用、数据访问及执行环境共同支持。Foundry 让客户按任务要求选择前沿模型、开放权重或微软自研模型，并持续优化工作负载和 token 使用。模型与任务更好匹配，有助于降低复杂流程的部署门槛，使试点需求进入生产环境；agent 持续运行后，又会带动配套云服务消费，扩大微软从同一客户业务流程获得的收入。

模型组合改善提高 Foundry 单位 token 收入，新增容量则扩大可承接的业务量。本季 Foundry 收入同比增至三倍以上；管理层表示，优质模型带动的单位 token 收入高于预期，并贡献了较好的利润。更高能力的模型凭借客户价值获取更高收入，较低成本的模型有助于扩大使用场景，平台优化则降低服务同类任务的资源消耗。在模型价格下降的阶段，任务量扩张支持收入增长，服务成本下降支持单位毛利。

尽管面临供给受限的情况，Azure 营收增速环比加速趋势有望延续。微软预计 2QFY27 Azure 固定汇率收入增长 49%—50%；管理层表示，指引既受益于本季效率改善的延续，也需要进一步工程优化，以部分抵消第三方 GPU 即服务合同延至下半财年的影响。第三方交付延期使 1QFY27 资本开支（含融资租赁）为 452 亿美元，低于此前超过 500 亿美元的指引；2026 自然年 资本开支预期由约 1,750 亿调整至 1,700 亿美元。公司预计 2QFY27 资本开支超过 500 亿美元，下半财年随延期容量交付而加快，FY27 自由现金流仍为正。

图 14: 微软：财务预测

(USDmn)	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
智能体与基础设施	**218,783**	**268,127**	**334,450**	**417,438**	**510,208**
同比增长		*22.6%*	*24.7%*	*24.8%*	*22.2%*
占收比（%）	77.7%	80.8%	84.5%	87.2%	89.1%
设备与消费者业务	**62,941**	**63,712**	**61,210**	**61,258**	**62,221**
同比增长		*1.2%*	*-3.9%*	*0.1%*	*1.6%*
占收比（%）	22.3%	19.2%	15.5%	12.8%	10.9%
总营收	**281,724**	**331,839**	**395,660**	**478,696**	**572,428**
同比增长		*17.8%*	*19.2%*	*21.0%*	*19.6%*
毛利润	**193,893**	**225,465**	**262,323**	**311,152**	**369,789**
毛利率（%）	68.8%	67.9%	66.3%	65.0%	64.6%
经营利润	**128,528**	**155,237**	**184,804**	**222,629**	**265,953**
经营利润率（%）	45.6%	46.8%	46.7%	46.5%	46.5%
同比增长	*17.4%*	*20.8%*	*19.0%*	*20.5%*	*19.5%*
经营利润 - 智能体与基础设施	**110,814**	**136,365**	**167,075**	**205,192**	**248,242**
OPM - 智能体与基础设施（%）	50.7%	50.9%	50.0%	49.2%	48.7%
经营利润 - 设备与消费者业务	**17,714**	**18,872**	**17,729**	**17,437**	**17,711**
OPM - 设备与消费者业务（%）	28.1%	29.6%	29.0%	28.5%	28.5%
净利润	**101,832**	**133,749**	**148,067**	**178,869**	**213,220**
净利润率（%）	36.1%	40.3%	37.4%	37.4%	37.2%
同比增长		*31.3%*	*10.7%*	*20.8%*	*19.2%*

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

亚马逊：AWS 增长加速，底层盈利能力持续改善

亚马逊在 3Q26 业绩中对 AWS 营收增长给出明确展望，回应了对于资本开支的质疑。管理层预计 2027 年和 2028 年 AWS 收入每年均可增长超过 40%，主要支撑来自核心云及 AI 服务的强劲需求、提前锁定的容量预订，以及 5,780 亿美元的积压订单。我们看好 AWS 营收同比增速环比进一步加速的空间，且认为亚马逊稳健的盈利增长（我们预测 2026/2027 年亚马逊经营利润将同比增长 40/33%）将有望支撑股价增长。我们的目标价为 300.0 美元，基于 16.9 倍 EV/EBITDA，与过去三年平均交易区间一致。

AWS 的 AI 需求正从推理延伸至基础云消费，自研芯片及平台降本有助于扩大单个客户的付费范围。3Q26 亚马逊 AWS 收入同比增长 39.3%，连续六个季度加速；推理已占 AWS AI 收入的一半以上，核心计算及存储收入增速亦达到数年来最高水平。新增产能释放承接需

求，自研芯片降低计算服务成本，软件及平台减少客户部署负担，推动更多 AI 应用进入生产。

Trainium 与 Graviton 分别改善推理和通用计算的成本，降本收益在客户让利与 AWS 利润之间分配。管理层表示，Bedrock 多数工作负载运行于 Trainium，自研芯片同时支持提供更低客户价格和 AWS 自身利润；Graviton 相较替代方案的性价比优势最高约 30%-40%。在需求充足的资源池中，同一批设备提供更多有效计算量，也有助于摊薄单位任务承担的折旧及配套设施成本。

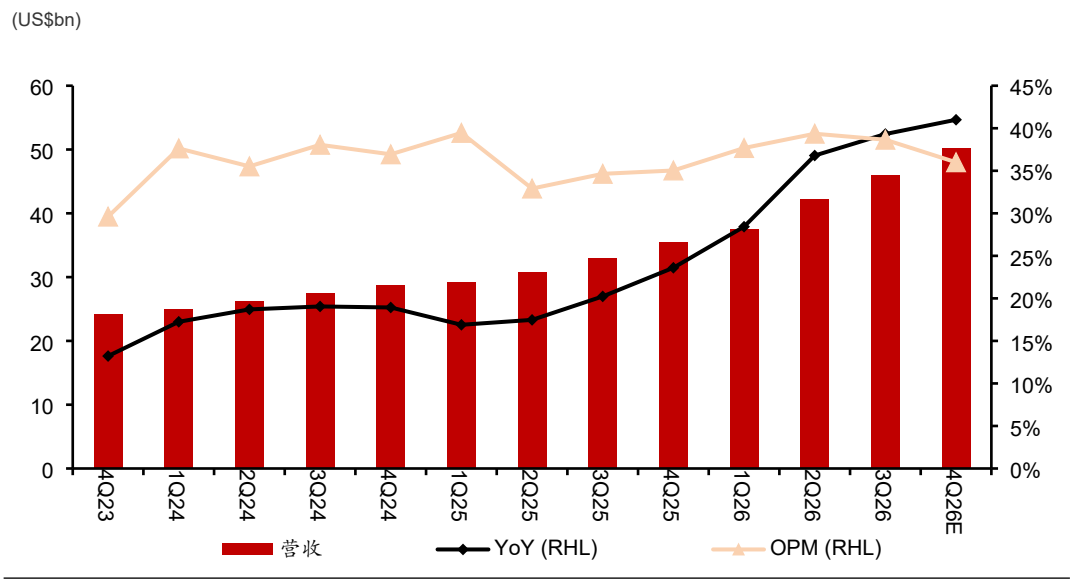
软件兼容加快客户采用 Trainium，网络与运营优化提高已部署资源的有效供给。TorchNeuron 支持开发者将现有 PyTorch 代码用于 Trainium，减少改造负担，缩短从测试到正式使用的路径；公司亦将自研网络、软件及流程优化列为产能效率的来源。更多客户和任务可迁移至自研芯片，资源池也能更充分地服务这些工作负载。供给紧张时，新增有效容量承接未满足的需求；产能逐步释放后，更广的任务来源有助于减少闲置、摊薄固定成本。

Bedrock 与 AgentCore 降低 AI 生产部署的总成本，使推理及配套云服务更贴近企业日常用量。客户采用 AI 的门槛包括模型调用费用，以及开发、部署和管理成本。Bedrock 提供多模型选择、托管推理及企业数据保护，AgentCore 提供智能体运行能力，帮助客户扩大可投入生产的任务范围。随着更多流程使用 AI，AWS 可持续获取模型调用及配套服务收入，客户也可在同一平台内调整模型和使用规模。新增任务及调用量与单位收费共同决定收入，保留的降本收益支持单位利润。

AI 部署带动应用与数据上云，提高 AWS 基础设施及研发投入的复用程度。管理层指出，客户倾向于将生产推理部署在已有数据和应用附近，后训练、强化学习及工具调用也会带动核心计算、存储和网络需求。已有云客户更容易采用 AI，AI 项目又推动更多数据和应用迁移，使 AWS 同时承接推理、任务执行及数据读取等消费。DuckLabs 相关布局计划统一 AWS 存储及分析服务的 SQL 使用方式，降低跨服务查询的迁移成本，便利客户扩展业务流程。

需求能见度支撑 AWS 强劲增长前景。管理层预计，2027 年和 2028 年 AWS 收入增速均将超过 40%，主要支撑是较高的客户需求能见度。3Q26 AWS 积压订单达到 5,780 亿美元，环比增长 16.5%，同比实现三位数增长。管理层强调，对 2027 年和 2028 年的客户容量需求具有较高能见度，部分需求已延伸至 2029 年。Graviton 和 Trainium 的客户收入承诺均同比增长超过 20 倍。我们认为，客户提前预订容量，为基础设施投资转化为收入提供了有力支撑。3Q26 现金资本开支达到 759 亿美元。管理层维持 2026 年约 2,200 亿美元的资本开支预期，并预计 2027 年支出将显著增加。

图 15: 亚马逊：AWS 营收增长及经营利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

旧代芯片仍有付费需求，为 AWS 延长资产经济使用周期、增加累计现金回收提供支持。Graviton5 推出后，前代实例订单储备仍环比翻倍以上，前代 Trainium 短期容量价格亦较上半年溢价；管理层表示基础设施回收期持续缩短。新旧资源并行使用，有助于在原有投入上继续获取收入、摊薄初始成本。

图 16: 亚马逊：财务预测

(USDbn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总营收	**574.8**	**638.0**	**716.9**	**827.2**	**945.6**
同比增长	***11.8%***	***11.0%***	***12.4%***	***15.4%***	***14.3%***
毛利润	270.0	311.7	360.5	426.5	492.5
经营利润	36.9	68.6	80.0	112.0	148.5
同比增长	*200.9%*	*86.1%*	*16.6%*	*40.1%*	*32.5%*
净利润	**30.4**	**59.2**	**77.7**	**138.8**	**115.1**
利润率 (%)					
毛利率	**47.0%**	**48.9%**	**50.3%**	**51.6%**	**52.1%**
经营利润率	**6.4%**	**10.8%**	**11.2%**	**13.5%**	**15.7%**
净利润率	**5.3%**	**9.3%**	**10.8%**	**16.8%**	**12.2%**

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

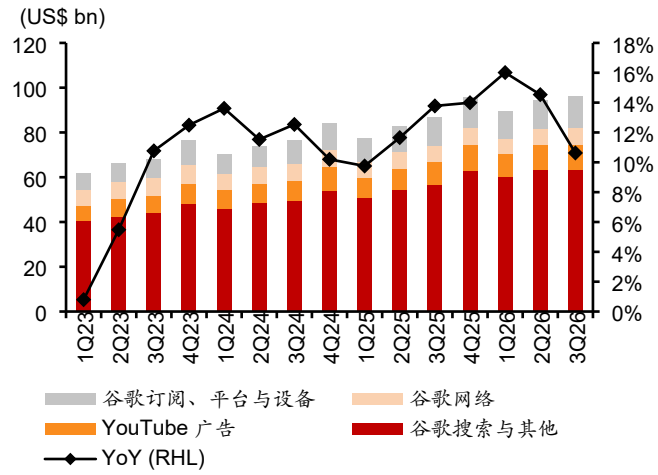
谷歌：搜索业务面临短期逆风，全栈效率支撑云变现

搜索业务短期逆风影响市场情绪。3Q26 谷歌搜索及其他收入同比增长 12%至 634 亿美元（1Q26/2Q26：同比+19%/+17%），较一致预期低 2%。管理层指出增速放缓主因汇率逆风、高基数效应、部分垂直行业需求疲弱、以及变现水平较低的 AI Mode 搜索量占比提升。短期看，搜索收入的增速放缓或将在 4Q26 延续；中长期看，公司将加速 AI Mode 等搜索功能的商业化节奏，推动搜索业务收入增长的重新加速。我们看好公司全栈 AI 战略支撑核心搜索与云业务的持续健康增长，目标价 421.0 美元对应 27x FY27E PE。

谷歌正通过 AI 云与 TPU 扩大算力变现，订单储备支持后续交付及用量增长。3Q26 谷歌云收入同比增长 103%，AI 基础设施、AI 解决方案、核心 GCP 及 TPU 系统销售共同贡献增量。期末订单储备 5,610 亿美元，管理层预计未来 24 个月确认略高于 55%的总订单储备。

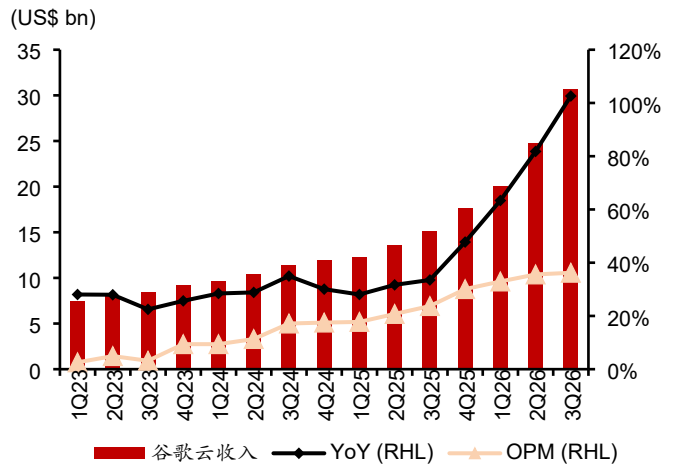
TPU、模型、软件及数据平台的协同，一方面提高单位设施的有效计算量、降低客户任务成本，另一方面支持在谷歌自有数据中心之外销售 TPU 系统，拓宽客户范围与收入来源。

图 17: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 18: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

TPU 系统效率提升有助于释放训练容量、增加推理服务量，收入和利润兑现取决于利用率及对外定价。谷歌将第八代 TPU 区分为训练和推理两类系统。公司披露，TPU 8t 在大规模训练中的每美元性能较 Ironwood 最高提升至 2.7 倍，TPU 8i 在特定低延迟推理场景中的每美元性能最高提升 80%。计算、内存、互联及软件协同减少数据搬运与设备通信对效率的约束：训练侧更快完成既定目标，释放集群时间承接后续任务；推理侧在满足响应时延要求的同时提高服务能力。

预计谷歌近期云利润率将受到第三方算力及 TPU 系统交付成本的压力，规模和研发摊薄的收益随业务扩张逐步兑现。3Q26 谷歌云经营利润率升至 36.2%，第三方过渡算力于季末上线，管理层预计 4Q 使用增加对短期利润率形成压力。我们预计 TPU 系统销售扩张也将影响后续云利润率，产品组合与交付成本是主要传导环节。3Q26 经营利润低于 Visible Alpha 一致预期 7%，主要来自超预期的研发费用及 TPU 销售相关成本，已体现收入扩张阶段的成本负担。

图 19:谷歌：财务预测

(百万美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总收入	**307,394**	**350,018**	**402,836**	**500,468**	**653,600**
YoY	8.7%	13.9%	15.1%	24.2%	30.6%
谷歌服务	272,543	304,930	342,721	386,270	426,796
YoY	7.5%	11.9%	12.4%	12.7%	10.5%
谷歌云	33,088	43,229	58,705	112,599	225,199
YoY	25.9%	30.6%	35.8%	91.8%	100.0%
其他投资	1,527	1,648	1,537	1,546	1,553
YoY	43.0%	7.9%	-6.7%	0.6%	0.5%
运营利润	**84,293**	**112,390**	**129,039**	**166,103**	**220,934**
YoY	12.6%	33.3%	14.8%	28.7%	33.0%
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%	16.2%	16.5%
管理费用率	5.3%	4.1%	5.3%	4.6%	3.8%
运营利润率	27.4%	32.1%	32.0%	33.2%	33.8%
净利润率	24.0%	28.6%	32.8%	48.3%	29.2%

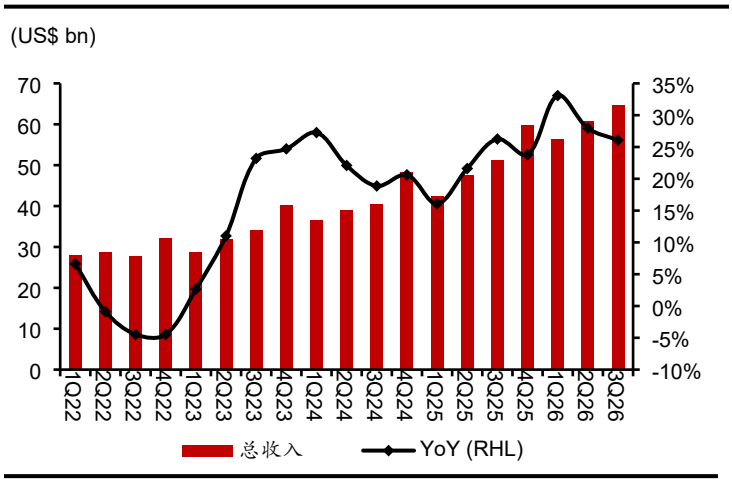
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

Meta：核心业务稳健，新兴 AI 产品机会带来潜在催化

Meta 3Q26 业绩符合预期，但公司大额的资本开支与股权融资导致市场仍然担忧 AI 投入的 ROI。3Q26 公司总营收同比增长 26%，管理层指引 4Q26 总营收同比增长 22%-27%，并预计 FY27E 总营收将保持强劲增长动能，主要得益于 AI 投资成效及新兴产品机会（如 Muse 个人智能体及 Meta Enterprise Platform）。我们看好公司核心广告业务增长韧性，同时 Muse 个人智能体及 Meta Enterprise Platform 等新兴业务机会提供潜在的增量催化。目标价 850.0 美元，基于 25 倍 FY27E PE。

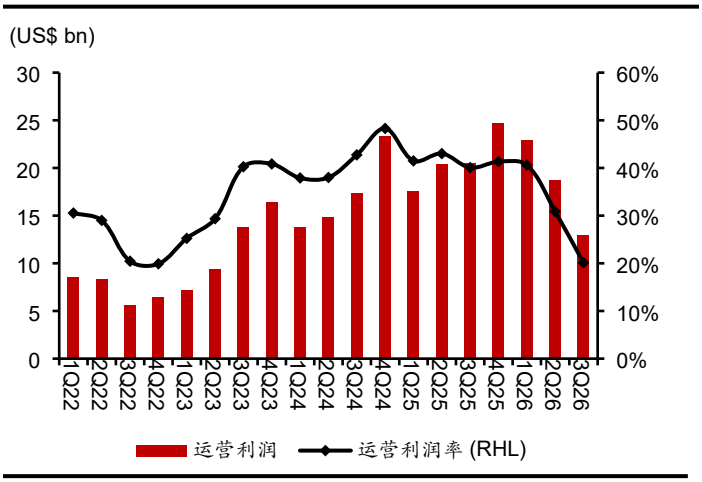
3Q26 广告收入同比增长 26%至 631 亿美元（2Q26/1Q26：同比+27%/+33%），广告曝光量/价格分别同比增长 10%/14%。受益于内容推荐优化，3Q26 Instagram 及 Reels 的用户人均使用时长实现同比双位数增长。广告变现方面：1）Meta Generative Recommender 推动 Facebook Feed 广告转化效果提升 2%；2）公司将 GEM 模型扩展至更多产品，带动站外广告/应用广告转化效果分别提升 1.7%/9.6%；3）Andromeda 模型升级推动 Facebook 转化效果提升 1.4%。3Q26 FoA 其他收入同比增长 70%至 11 亿美元，主要由 WhatsApp 付费消息及订阅收入拉动。

图 20：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 21：Meta：运营利润



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

Muse 进展积极。Muse 在美国和加拿大上线后 1.5 个月内，已有超 1,000 万用户完成个人智能体设置，且用户留存率维持在约 25%的健康水平。目前 Muse 前三大使用场景为购物、个人生产力及创意，其中购物功能已被超 25%的 Muse 周活跃用户使用。展望未来 Muse 发展，公司将聚焦三方面：1）将产品规模扩展至数十亿用户级，持续拓展 Muse 生态网络；2）通过交易手续费及订阅费等方式持续推动产品的商业化；3）通过更高效的利用闲时算力、采用更高效的模型及推理优化，在 FY27 将产品的计算成本效率提升超 10 倍。

图 22: Meta：财务预测

(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总收入	**134.9**	**164.5**	**201.0**	**256.3**	**312.8**
YoY	15.7%	21.9%	22.2%	27.5%	22.1%
FoA 收入	133.0	162.4	198.8	253.9	310.4
YoY	16.2%	22.1%	22.4%	27.8%	22.2%
Reality labs 收入	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4
YoY	-12.2%	13.2%	2.8%	5.5%	4.4%
运营利润	**46.8**	**69.4**	**83.3**	**81.0**	**99.3**
YoY	61.5%	48.4%	20.0%	-2.7%	22.6%
净利润	**39.1**	**62.4**	**60.5**	**74.6**	**86.4**
YoY	68.5%	59.5%	-3.0%	23.5%	15.8%
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%	32.5%	36.4%
管理费用率	8.5%	5.9%	6.0%	10.9%	5.7%
运营利润率	34.7%	42.2%	41.4%	31.6%	31.8%
净利润率	29.0%	37.9%	30.1%	29.1%	27.6%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

甲骨文：资本开支高峰后回落，投产与出资优化推动现金回报

资本开支高峰后的回落与出资模式优化，有望加快甲骨文从集中建设转向现金回报。继 1QFY27（年结于 5 月 31 日）业绩发布后，公司于 10 月 28 日投资者日预计，FY27-FY28 为资本开支高峰，FY29 投入回落；自由现金流将在 FY28 下半年（2027 年 12 月至 2028 年 5 月）某个时点转正，FY29 达到至少 300 亿美元。已签约项目投产后持续贡献服务收入和回款，供应商融资、客户自带硬件及预付款则降低前期资金占用，共同支持业务逐步转向以经营现金流支持增长。项目回款及供应商融资、客户自带硬件和预付款等安排共同支持现金流改善，FY29 资本开支回落将进一步支撑现金状况改善。基础设施建设和设备采购先于服务收入，前期资金集中形成可交付产能；客户开始使用和付款后，同一批资产在合同期内持续产生经营现金流。随着新增建设支出回落，存量现金产出可覆盖更多后续投入。我们认为，公司给出的转正时间表，使订单交付、付费使用及回款将成为后续跟踪重点：投产速度决定收入兑现时点，利用率决定资产产出，付款安排决定资金周转。

资本开支回落首先释放现金，提高利用率再将固定资产投入转化为利润增长。按经营现金流扣除资本开支的口径，在经营现金流不变时，每减少一美元资本支出，当期自由现金流增加一美元。利润随资产使用逐步兑现：折旧在使用期内计提，能源与运维成本随服务交付发生，更多付费业务摊薄固定成本后支持利润率改善。建设支出下降与投产资产盈利提升共同推进，有助于增强甲骨文后续扩张的自我融资能力。

客户自带硬件让甲骨文以较少资本占用获取更高回报，供应商融资则使付款更贴近服务回款。在 1GW 项目示例中，甲骨文以年度税后经营利润与折旧之和除以累计资本开支，计算项目 ROI。按此口径，自行出资和供应商融资两种模式的 ROI 均约为 28%（据公司投资者日官方材料），供应商融资主要将部分设备付款延后。若由客户自带硬件，甲骨文负责配套基础设施和服务，项目年化收入由自行出资时的约 160 亿美元降至约 110 亿美元，但甲骨文承担的设备投入更少，利润率和 ROI 反而更高。

客户预付款缩短甲骨文建设资金的垫付周期，提高订单向产能转化的资金效率。客户提前支付未来服务的部分价款，公司可将合同资金用于建设，降低交付前的资金占用，收入和利润则随服务交付实现。持续签约与交付可形成“客户付款—产能建设—服务回款”的循环。

1QFY27 OCI 收入同比增长 121%，公司表示 AI 需求增长快于供给。甲骨文预计 FY29 资本开支回落，部分原因是客户开始自行采购硬件。在这类项目中，甲骨文仍提供配套设施和服务，设备支出由客户承担。采用供应商融资时，甲骨文仍承担设备支出，但可延后部分付款。

股票推荐

我们认为头部云厂商仍然处于合理估值水平：1）对比历史时期，微软/亚马逊/谷歌 NTM PE 均处在过去 3 年的 18%/9%/14%分位数；2）对比盈利增速，微软/亚马逊/谷歌 FY27 PEG 分别为 1.2x/1.0x/0.7x。随着云业务收入增长持续加速，叠加 AI 投入 ROIC 进一步得到验证，我们看好头部云厂商盈利与估值上修。

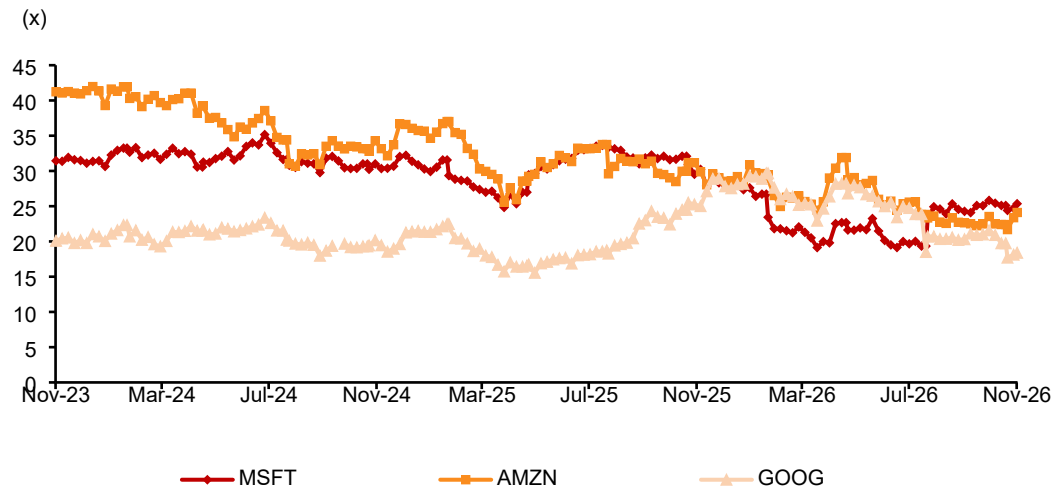
1) **微软（MSFT US）：** 我们看好微软长期结构性增长前景，AI 及数字化需求强劲支撑下公司 Azure 业务有望维持高速增长；M365 每用户平均收入持续提升印证 AI 变现稳步推进。我们认为，微软的资本开支投资所带来的可量化回报正在云业务和自有应用中变得愈发显著，同时管理层进一步强调资本开支效率而获得的市场正反馈有望维持，管理层指引 FY27 自由现金流将为正。我们基于 DCF 的目标价 641.8 美元对应 32 倍 FY27E 市盈率。“买入”评级。

2) **亚马逊（AMZN US）：** 我们看好 AWS 营收同比增速环比进一步加速的空间，且认为亚马逊稳健的盈利增长（我们预测 2026/2027 年亚马逊经营利润将同比增长 40/33%）将有望支撑股价增长。我们的目标价为 300.0 美元，基于 16.9 倍 EV/EBITDA，与过去三年平均交易区间一致。

3) **谷歌（GOOG US）：** 我们看好谷歌全栈 AI 解决方案将支撑公司核心搜索和云业务的快速增长，让公司在显著加大 AI 投入的同时维持稳健盈利增长与现金流，持续受益于强劲的 AI 需求。展望未来，我们认为两项核心催化有望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、AI Mode 商业化提速推动搜索业务收入增长重新加速。我们的目标价为 421.0 美元，对应 27 倍 FY27 市盈率。“买入”评级。

4) **阿里巴巴（BABA US）：** 公司云计算收入增长前景强劲，同时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。阿里云外部收入 1QFY27 同比增速进一步加快至 45%（4QFY26：40%），在强劲需求及持续扩充产能的支持下，未来几个季度增速加快的势头有望延续。此外，AI 相关资本开支可实现约 3 年的回收期，随着 AI 相关产品毛利率提升，叠加规模经济改善、自研芯片部署比例提升以及资本效率改善，回收期有望进一步缩短。我们继续看好阿里巴巴作为我们覆盖范围内 AI 主题的核心受益者之一。我们认为，传统电商业务产生的稳定现金流以及阿里巴巴强劲的资产负债表，将支持公司持续投入，以更好把握 AI 时代的发展机遇；与此同时，清晰且具吸引力的 ROIC 实现路径有望为长期股东回报提供有力支撑。我们基于 SOTP 的目标价为 220.1 美元。

图 23：海外云厂商：NTM PE（2023/11-2026/11）



资料来源：Visible Alpha，招银国际环球市场

图 24：海外云厂商：估值

公司	股票代码	收盘价 (LC)	PE (x) 2027E	PE (x) 2028E	PS (x) 2027E	PS (x) 2028E	EPS CAGR 25-28E	PEG 2027E
头部云厂								
谷歌	GOOG US	281.3	16.1	13.3	5.4	4.4	24%	0.7
Meta	META US	626.4	14.5	12.8	5.1	4.2	15%	1.0
微软	MSFT US	518.0	23.4	19.2	8.8	7.2	20%	1.2
亚马逊	AMZN US	257.8	21.0	16.4	2.9	2.5	21%	1.0
甲骨文	ORCL US	119.1	12.4	8.9	3.3	2.4	25%	0.5
均值			**17.5**	**14.1**	**5.1**	**4.1**		
新兴云								
Nebius	NBIS US	107.1	NA	NA	2.6	1.2	NA	NA
Coreweave	CRWV US	49.9	NA	NA	1.0	0.6	NA	NA
IREN	IREN US	16.4	NA	NA	1.5	0.7	NA	NA
均值			**NA**	**NA**	**1.7**	**0.9**		

资料来源：Visible Alpha, 招银国际环球市场

注：数据截至 11 月 16 日

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之分析员，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于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按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，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，请与我们联络。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

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国投资者

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之分析员，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个人。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。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篇制的报告。 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。