

海外软件互联网龙头公司业绩启示

因需求强劲上调 Capex 指引，利润率影响程度分化

从 3Q25 美国龙头互联网公司的业绩中，综合分析：1) 得益于强劲的需求及供给端受限逐步缓和，基础设施云厂商（微软智能云/谷歌云/亚马逊云，下同）的营收同比增速环比均有进一步上行，3Q25 合计营收同比增速上行至 25.7%（2Q25：23.1%；3Q24：22.2%）。此外，得益于需求驱动，云厂商资本开支环比进一步大幅增长至 931 亿美元（+71% YoY）；2) AI 投资对利润率的影响逐步分化，云相关 Capex 投资尽管对行业利润率有所影响但好于预期，且带动利润稳步增长，云厂商云业务经营利润 3Q25 同比增长 24.1%（2Q25：23.5%），但对其他投资回报周期相对更长的行业而言（如广告）或需边际更关注投资节奏及对利润率的影响。我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为 2026 年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时提示需要更加精选个股，建议更加关注 AI 变现实质性起量、AI 相关投资能高效拉动营收和盈利增长的公司。我们推荐微软（MSFT US）、亚马逊（AMZN US）、谷歌（GOOG US），同时维持 Meta（META US）的买入评级。

■ **需求持续强劲，供给受限逐步缓和拉动云营收增长加速。** 3Q25 微软智能云/谷歌云/亚马逊云营收同比增长 28.2/33.5/20.2%（2Q25：25.6/31.7/17.5%），且我们认为加速趋势有望在 4Q25 延续。我们观察到云厂商需求仍然强劲，而供给受限仍是影响云厂商营收增速进一步增长的主要原因，影响缓和或将有助于支撑营收进一步加速。需求端来看，3Q25 微软披露其整体商业剩余履约义务增至 3,920 亿美元（+51% YoY）；谷歌云合同金额环比增长 46%、同比增长 82%至 1,550 亿美元。供给端来看，亚马逊披露功耗仍是其满足增量客户需求的主要掣肘，更多的电力支持上线将推动更多的需求满足，公司在过去 12 个月增加了超过 3.8GW 的功耗能力，且在 2027 年底前将总功耗能力翻倍。

■ **云资本开支：进一步加大以满足需求，但短期或仍不需担心过度投资风险。** 3Q25 微软、谷歌、亚马逊、Meta 的资本开支（公司口径，含融资租赁）合计 1,124 亿美元（2Q25：950 亿美元），同比增长 77%（2Q25：67%；3Q24：70%）。我们认为对于云厂商而言，短期或仍不需担心 AI 过度投资的风险，主因投资仍在满足相对短期的确定性需求，如微软披露其 1QFY26 RPO 加权平均履约期限仍保持在相对稳定的约 2 年，且 Capex 支出中，仍有接近 50% 的比例用于短期资产的投资（ie：CPU & GPU）以满足增量需求。此外，我们认为云厂商 Capex 投入方向仍合理（ie：电力基础设施、芯片、数据中心），即使未来出现过度投资的迹象，公司也有能力将 Capex 的存量能力复用于公司内部降本增效的增量探索和其他方向的二次变现。

■ **AI 商业化与应用：Capex 投资对利润率影响分化，关注回报周期与边际变化。** 回顾龙头公司 AI 变现与应用进展，我们看到：1) AI 对于广告业务的赋能也较为显著，但整体投资回报周期会略长于 AI 云，导致 Meta 在显著增加 Capex 和人员费用投入后，短期的利润率有所承压，利润增长放缓；2) 企业 AI 应用商业化进展慢于 AI 云以及广告，但由于企业 SaaS 厂商主要采取轻资产模式，Capex 投入有限，同时公司积极运用 AI 应用提升运营效率，支持 SaaS 应用厂商仍然能够维持利润率提升以及较快的利润增长。在 AI 变现仍进展迅速、但短期整体行业估值或已较为乐观的反映了市场情绪的情况下，利润增速或将成为 2026 年股价增长更为重要的驱动力。

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
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

相关行业报告：

1. [AI 主题研究 - 关注产业链协同发展布局的投资机会 - 17 Oct](#)
2. [AI 主题研究 - 政策加速 AI 应用与商业化落地 - 29 Aug](#)
3. [软件 & IT 服务 - 海外云厂商：营收增速环比加快，利润率表现分化 - 6 Aug](#)
4. [AI 主题研究 - 模型能力持续提升，商业化持续推进 - 27 Jun](#)
5. [AI 主题研究 - 模型调用成本下降，应用生态有望逐步繁荣 - 26 Feb](#)
6. [软件 & IT 服务 - 2025 展望：关注 AI 应用营收起量趋势 - 12 Dec](#)

相关公司报告：

1. [Amazon \(AMZN US\) - Acceleration in cloud revenue growth better than expected - 31 Oct](#)
2. [Alphabet \(GOOG US\) - 3Q25 results beat: upbeat on AI and cloud business momentum - 31 Oct](#)
3. [Microsoft \(MSFT US\) - Robust cloud revenue growth with enhanced monetization in AI-empowered products - 31 Oct](#)
4. [Meta \(META US\) - 3Q25 results: solid topline performance; but AI investment may drag ST earnings growth - 31 Oct](#)
5. [ServiceNow \(NOW US\) - 3Q25 results: solid cRPO growth and margin expansion on positive AI progress/ServiceNow - 31 Oct](#)
6. [Alibaba \(BABA US\) - Quick commerce investment peaked out; accelerating AI adoption - 10 Oct](#)
7. [Baidu \(BIDU US\) - 3Q25 preview: expecting inline results and more updates from new businesses - 15 Oct](#)
8. [Salesforce \(CRM US\) - Inline 2QFY26 results: intact long-term outlook for AI and data cloud - 5 Sep](#)

目录

3Q25 业绩：云营收同比增速环比进一步加速，利润率表现分化.....

3

AI 商业化进展：AI 拉动云计算与广告业务持续加速.....

7

细分公司梳理

9

微软：受益于强劲需求支撑，云营收高增速有望延续

9

亚马逊：云业务营收增速加速程度好于预期

11

谷歌：AI 拉动云及核心搜索业务加速增长.....

13

Meta：AI 投入导致短期利润增长承压

15

ServiceNow：AI 产品进展积极，利润率稳步提升

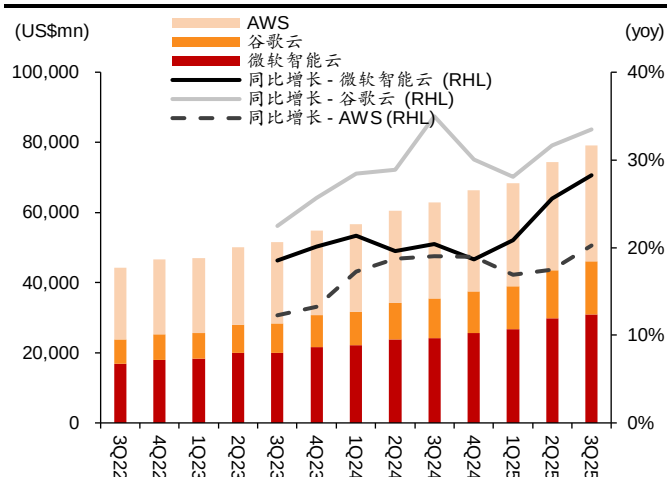
17

3Q25 业绩：云营收同比增速环比进一步加速，利润率表现分化

在 3Q25 美国龙头互联网公司的业绩中，我们整体看到：1) 得益于强劲的需求，和供给端受限逐步缓和，基础设施云厂商的营收同比增速环比均有进一步上行，3Q25 合计营收同比增速上行至 25.7% (2Q25: 23.1%; 3Q24: 22.2%)。此外，得益于需求驱动，云厂商资本开支环比进一步大幅增长至 931 亿美元 (+71% YoY)；2) AI 投资对利润率的影响逐步分化，云相关 Capex 投资尽管对行业利润率有所影响但好于预期，且带动利润稳步增长，云厂商云业务经营利润 3Q25 同比增长 24.1% (2Q25: 23.5%)，但对其他投资回报周期相对对更长的行业而言或需边际更关注投资节奏及对利润率的影响。

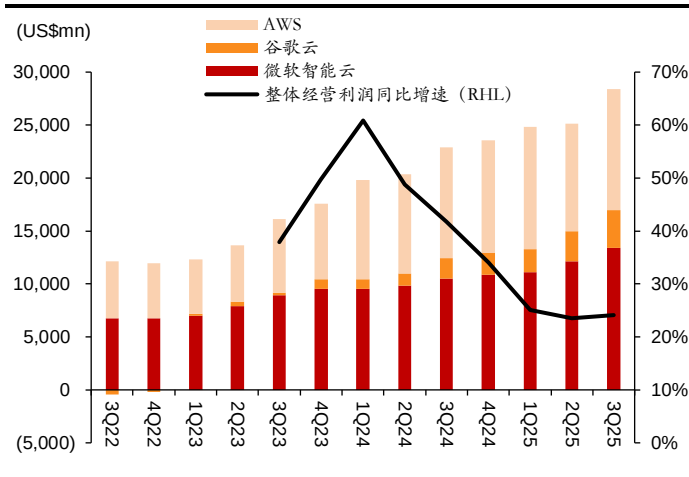
我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为 2026 年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时需要更加精选个股，建议更加关注 AI 变现实质性起量、AI 相关投资能有效拉动营收和长期盈利增长的公司。我们推荐微软 (MSFT US)、亚马逊 (AMZN US)、谷歌 (GOOG US)，同时维持 Meta (META US) 的买入评级。

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

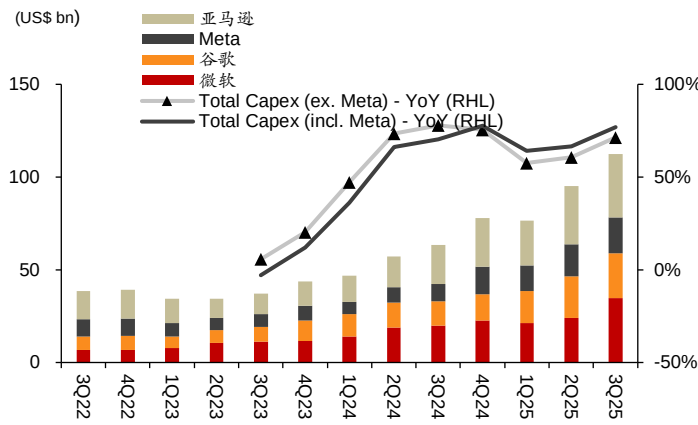
图 2：美国云厂商：云业务运营利润及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

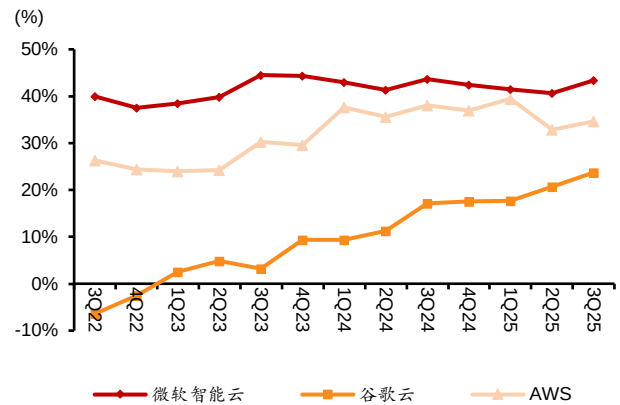
3Q25 微软、谷歌、亚马逊、Meta 的资本开支 (公司口径，含融资租赁) 合计 1,124 亿美元 (2Q25: 950 亿美元)，同比增长 77% (2Q25: 67%; 3Q24: 70%)。我们认为对于云厂商而言，短期或仍然不需担心 AI 过度投资的风险，主因投资仍在满足相对短期的确定性需求，如微软披露其 1QFY26 RPO 加权平均履约期限仍保持在相对稳定的约 2 年，且 Capex 支出中，仍有接近 50% 的比例用于短期资产的投资 (ie: CPU & GPU) 以满足增量需求。此外，我们认为云厂商 Capex 投入方向仍合理 (ie: 电力基础设施、芯片、数据中心)，即使未来出现过度投资的迹象，公司也有能力将 Capex 的存量能力复用于公司内部降本增效的增量探索和其他方向的二次变现。

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

图 4：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

- 1) **微软 (MSFT US; 买入; 目标价: 636.3 美元)**：我们认为，微软的业绩展现出云业务的营收增速持续强劲、Copilot 变现持续推进带动 ARPU 提升的趋势。我们在短期仍不担心 AI 相关的过度投资风险，认为公司披露的在手订单和金额数据表明短期需求持续强劲，且和 OpenAI 的增量合约逐步计收有望进一步支撑云业务的营收增速。公司对 AI 方面的投资在拉动营收显著增长的同时对利润率的影响弱于预期，表明公司业务发展稳健且有能力驱动业务运营效率提升。我们预测公司 FY26 净利润将同比增长 13.4%，得益于稳健的营收增长和生产力和商业流程及更多个人计算板块的利润率提升驱动，将支撑公司的股价增长。我们基于现金流折现的目标价为 636.3 美元，对应 34.8 倍 2027 财年预期市盈率。“买入”评级。
- 2) **谷歌 (GOOG US; 买入; 目标价: 328.0 美元)**：AI 拉动谷歌云及搜索业务加速增长：
 - 1) 3Q25 谷歌搜索及其他业务营收同比增长 15%，AI Overviews 与 AI Mode 推动付费点击量增速由 1H25 的同比增长 3% 提升至 3Q25 的同比增长 7%；
 - 2) 3Q25 谷歌云业务营收同比增长 34%，同比增长 82% 至 1,550 亿美元，主要得益于客户对于谷歌 AI 云的强劲需求。在谷歌云及搜索加速增长的带动下，谷歌有望维持稳健的利润增速，AI 模型与应用端的进展有望进一步推动公司业绩与估值。我们的目标价为 328.0 美元，基于 30 倍 FY26 PE。“买入”评级。
- 3) **亚马逊 (AMZN US; 买入; 目标价: 269.0 美元)**：得益于电力供应紧张情况有所缓和，亚马逊的业绩中展现出云业务营收同比增速环比加速趋势，且公司在手订单金额进一步增长及管理层指引积极建设电力基础设施缓解供给端压力或预示云营收增速在未来几个季度有进一步提速的空间。电商板块方面，若剔除两项特殊费用的影响（与美国联邦贸易委员会法律和解相关的 25 亿美元，以及与计划裁员相关的 18 亿美元预计遣散费），北美电商利润额符合预期、国际电商板块经营利润率同比增长，展现出公司有能力持续优化服务成本且优化运营效率。此外，中美两国元首会面、地缘政治压力边际缓和、市场对关税的增量担忧缓解。我们认为营业利润增长仍是公司股价增长的关键支撑，我们预测 2025/2026 年公司的营业利润将同比增长 16/28%。我们每 ADS 269 美元的目标价基于 17.5 倍 EV/EBITDA (3Q25-2Q26E)，与两年交易均值一致。“买入”评级。
- 4) **Meta (META US; 买入; 目标价: 880.0 美元)**：得益于公司在社交广告行业领先的收入/用户/数据优势，我们看好公司长期受益于 AI 发展。AI 继续推动公司广告收入实

现较快增长，3Q25 广告曝光量同比增长 14%，主要得益于 AI 持续优化内容推荐系统；广告价格同比增长 10%，主要得益于广告效果的持续提升。但公司加大 AI 基建及人才投入或短期影响公司利润率与利润增速，导致估值承压。我们的目标价为 880.0 美元，基于 30 倍 FY26 PE。“买入”评级。

5) **ServiceNow (NOW US; 买入; 目标价: 1,180.0 美元)**： 凭借公司企业客户群基础、先发优势和产品创新能力，我们看好 ServiceNow 持续受益于生成式 AI 的发展机会，AI 产品将持续带来向上/交叉销售机会。公司目标 FY25/26 末 AI 产品 ACV 分别超 5 亿/10 亿美元（对应约占总收入 4%/6%），较 1Q25 的 2.5 亿美元 ACV 显著提升。同时公司利用 AI 持续提升内部经营效率，我们预计 FY26 non-GAAP 运营利润率将再提升 1 个百分点。我们认为公司当前较快的收入增长及利润率改善将支撑目前较高的利润率水平。我们的目标价为 1,180 美元，基于 45 倍 FY26E EV/EBITDA，与板块估值更加一致。维持“买入”评级。

图 5: 美股头部科技公司估值

公司	股票代码	目标价	股价	上涨空间	市值 (百万美元)	PE (x)		PS(x)		EPS CAGR 24-26E
		(当地货币)				FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
微软	MSFT US	636.3	22.9%	517.8	3,848,559	38.4	32.4	13.8	11.8	16%
Alphabet	GOOG US	328.0	16.4%	281.8	3,396,791	25.3	23.9	10.0	8.7	17%
亚马逊	AMZN US	269.0	10.1%	244.2	2,610,765	28.1	24.6	3.7	3.3	17%
Meta	META US	880.0	35.7%	648.4	1,634,535	20.7	19.7	8.2	6.9	15%
特斯拉	TSLA US	NA	NA	456.6	1,518,436	NA	NA	15.9	13.9	-4%
Palantir	PLTR US	NA	NA	200.5	475,583	NA	NA	NA	NA	55%
Netflix	NFLX US	NA	NA	1118.9	474,097	42.8	36.1	10.5	9.3	23%
Salesforce	CRM US	388.0	49.0%	260.4	247,910	25.4	22.6	6.5	6.0	17%
ServiceNow	NOW US	1180.0	28.4%	919.3	191,210	NA	44.7	14.4	12.2	21%
PANW	PANW US	226.8	3.0%	220.2	147,319	NA	NA	16.0	14.0	19%
奥多比	ADBE US	590.0	73.4%	340.3	142,454	16.0	14.6	6.0	5.5	9%
总平均						28.1	27.3	10.5	9.2	

资料来源：彭博, 招银国际环球市场

注：截至 2025 年 10 月 31 日

图 6: 美股 M7 公司营收及经营利润增速

(十亿美元)	2022	2023	2024	2025E	2026E
营收					
苹果	394.3	383.3	391.0	416.2	448.3
微软	198.3	211.9	245.1	281.7	325.8
亚马逊	514.0	574.8	638.0	712.8	791.8
谷歌	233.9	256.5	295.1	342.5	393.2
Meta	116.6	134.9	164.5	199.4	235.7
英伟达	26.9	27.0	60.9	130.5	207.1
特斯拉	81.5	96.8	97.7	95.3	109.1
同比增速					
苹果		-2.8%	2.0%	6.4%	7.7%
微软		6.9%	15.7%	14.9%	15.6%
亚马逊		11.8%	11.0%	11.7%	11.1%
谷歌		9.7%	15.1%	16.1%	14.8%
Meta		15.7%	21.9%	21.2%	18.2%
英伟达		0.2%	125.9%	114.2%	58.7%
特斯拉		18.8%	0.9%	-2.5%	14.5%
营收合计	1,565.4	1,685.1	1,892.3	2,178.4	2,511.0
同比增速		7.6%	12.3%	15.1%	15.3%
经营利润					
苹果	119.4	114.3	123.2	133.1	143.8
微软	83.4	89.7	109.4	128.5	149.7
亚马逊	12.2	36.9	68.6	80.8	100.2
谷歌	74.8	84.3	112.4	131.5	154.7
Meta	28.9	46.8	69.4	82.4	86.3
英伟达	12.7	9.0	37.1	86.8	130.3
特斯拉	13.7	8.9	7.1	4.6	7.0
同比增速					
苹果		-4.3%	7.8%	8.0%	8.1%
微软		7.6%	22.0%	17.4%	16.5%
亚马逊		200.9%	86.1%	17.7%	24.1%
谷歌		12.6%	33.3%	17.0%	17.6%
Meta		61.5%	48.4%	18.7%	4.8%
英伟达		-28.8%	310.8%	133.7%	50.1%
特斯拉		-34.9%	-20.4%	-34.5%	51.7%
经营利润合计	345.2	389.8	527.2	647.7	772.0
同比增速		12.9%	35.2%	22.8%	19.2%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 截至 2025 年 10 月 31 日；2) 微软采用 FY22-26E 数据对比

AI 商业化进展：AI 拉动云计算与广告业务持续加速

回顾海外互联网软件龙头 AI 变现进展，我们看到：1) AI 云基础设施商业化进展快，拉动头部云厂商收入和订单金额快速增长，支撑微软、谷歌、亚马逊等头部云厂商在 Capex/费用加速增长的情况下仍然能够维持稳健的利润增长；2) AI 对于广告业务的赋能也较为显著，但整体投资回报周期会略长于 AI 云，导致 Meta 在显著增加 Capex 和人员费用投入后，短期的利润率有所承压，利润增长放缓；3) 企业 AI 应用商业化进展慢于 AI 云以及广告，但由于企业 SaaS 厂商主要采取轻资产模式，Capex 投入有限，同时公司积极运用 AI 应用提升运营效率，支持 SaaS 应用厂商仍然能够维持利润率提升以及较快的利润增长。

图 7:美国主要互联网及云计算厂商 AI 业务发展

公司	AI 进展
微软	1) AI 云需求持续起量带动云业务营收持续高速增长 ：1QFY26 Azure 和其他云服务收入同比增长 40%；Azure AI Foundry（模型工厂）已经提供 1.1 万+模型，服务 8 万客户（覆盖 80%财富 500 强）； 2) Copilot 相关变现拉动营收增长 ：1QFY26 微软生产力与商业流程业务分部中，M365 商业/消费者云业务收入同比增长 17/26%（4QFY25：18/20%），受益于 M365 商业付费席位/订阅用户数量同比增长 6/7%，以及 ARPU 提升推动。
亚马逊	1) AI 推动下云营收增速环比进一步加速 ：AWS 的营收同比增速加快至 20.2%（2Q25：17.5%；3Q24：19.1%）； 2) Trainium ：Trainium2 目前已经是一项营收达数十亿美元的业务，环比增长 150%，Trainium3 预计性价比将比 Trainium2 高 40%，将于 2025 年底前推出预览版，2026 年初全面投入使用； 3) Rufus ：人工智能购物助手，2025 年拥有 2.5 亿活跃用户，3Q25 月用户数同比增长 140%，在购物过程中使用 Rufus 的客户完成购买的可能性要高出 60%； 4) 赋能卖家 ：超过 130 万卖家使用了亚马逊的生成式人工智能功能，以更快地发布高质量商品信息，这带来了更好的获客效果，并推动第三方卖家销售占比在 3Q25 同比提高 200 个基点，达到 62%。
谷歌	1) AI Overviews/AI Mode ：AI Overviews 与 AI Mode 推动付费点击量增速由 1H25 的同比增长 3%提升至 3Q25 的同比增长 7%。3Q25 AI Mode 的日活跃用户已超 7,500 万，自推出以来使用量周环比持续增长，查询量环比翻倍。 2) AI Max and Search ：9 月全球推出的 AI Max and Search，3Q25 单季度创造超数十亿的新增搜索量，成为增长最快的 AI 搜索广告产品。 3) Gemini App ：C 端 Gemini 应用 MAU 超 6.5 亿，3Q25 月访问量环比增长 3 倍。
Meta	1) 增加广告库存 ：3Q25 AI 内容推荐系统推动 Facebook 和 Threads 平台用户使用时长分别同比提升 5%和 10%，丰富平台广告库存。 2) 提升广告转化效果 ：Meta 持续优化广告模型 Andromeda，推动 Facebook 广告质量提升 14%。 3) 降低广告投放成本 ：端到端 AI 自动化广告解决方案年化营收已超 600 亿美元，降低广告投放门槛与成本，改善广告投放效率。展望未来，公司将继续借助 AI 优化推荐系统、内容理解能力及营销效果，管理层预计 AI 将推动 FY26 营收持续强劲增长。
ServiceNow	1) 公司目标 AI 产品在 FY25/26 末 ACV 超 5 亿/10 亿美元，较 1Q25 的 2.5 亿美元 ACV 显著提升。 2) 引入按量付费的收费模式，客户反馈较为积极，自 2025 年 5 月底以来公司 AI 智能体用量增长超 55 倍。 3) 推出 AI Control Tower，帮助企业 AI 工作流，3Q25 产品订单量环比增长超 3 倍。
苹果	1) 推动硬件业务营收增长 ：4QFY25 Mac 营收 87 亿美元（同比 +13%），创 9 月季度纪录，受益于主动研发 M5 芯片，每颗 GPU 核心集成神经加速器，AI 性能较 M4 提升 3.5 倍，支撑高效运行端侧 AI 任务； 2) 带动服务业务创历史新高 ：4QFY25 服务营收 288 亿美元（同比 +15%），FY25 首破 1,000 亿美元（同比 +14%），主因本季度公司主动推出 Apple Intelligence 系列功能，提升用户交互效率与服务粘性； 3) 夯实 AI 基础设施与生态根基 ：主动投产休斯顿 AI 服务器工厂，为 PCC 私有云提供算力支撑，保障 AI 功能隐私安全；加大 AI 研发投资与 CapEx 投入，计划 FY26 落地个性化 Siri，强化硬件与服务协同的长期竞争力。
特斯拉	1) 推动软件服务收入增长 ：3Q25 服务业务收入 34.8 亿美元（同比 +24.6%），得益于 a) FSD V14 版本中 AI 新增复杂环境推理能力，提升订阅渗透率；b) Robotaxi 在奥斯汀无安全限行行驶超 25 万英里，AI 优化运营效率，年底计划扩展至 8-10 个都市区； 2) 带动能源业务增长 ：3Q25 能源业务营收 34.2 亿美元（同比 +44%），储能部署量 12.5GWh 创纪录，受益于 AI 热潮拉动数据中心储能需求，Megapack 产品放量，同时 AI 优化储能调度与部署流程，支撑 Megapack 4 研发； 3) 支撑汽车交付与产能扩张 ：3Q25 汽车交付 49.7 万辆（同比 +7.4%），计划 24 个月内实现 300 万辆年化产能，AI 优化汽车生产流程与供应链管理，并赋能 Cybercab 研发； 4) 夯实未来核心业务基础 ：自研 AI5 芯片性能较 AI4 提升 40 倍，支撑高阶自动驾驶与机器人算力需求。
Netflix	1) 推动广告收入增长 ：3Q25 广告收入创史上最佳季度，25 年有望实现同比翻倍，得益于 a) AI 增强广告技术栈，优化广告格式与投放测量能力；b) 后续将推出 AI 赋能的交互式广告，2027 年计划落地 ML-based 优化与精准定向功能，提升广告变现效率； 2) 提升内容制作效率 ：AI 作为创作工具，帮助创作者更高效、创新地开发内容；

- 3) **增强用户观看与留存:** 3Q25 总观看时长增速加速，订阅用户基础稳固，受益于 AI 驱动推荐引擎，精准推送优质内容，并依托 AI 优化产品体验（如个性化内容推荐），提升用户参与度与长期留存意愿。

Booking	1) 推动广告及其他收入增长: 3Q25 同比增长 14.5%，部分得益于 a) AI 优化精准营销算法，提升广告推荐效率；b) AI 加速视频内容生产，拓展营销场景与广告库存；
	2) 提升用户转化与复购效率: 转化率提升、取消率下降，得益于 AI 驱动搜索工具优化预订路径，个性化推荐增强用户粘性。
Cloudflare	推动 3Q25 销售额同比增长 31% 至 5.62 亿美元，超市场预期，受益于 AI 工具与 AI 安全功能升级，当前公司已吸引 80% 的 AI 相关科技公司使用其云计算工具，本季度新增 AI 企业大额合同。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

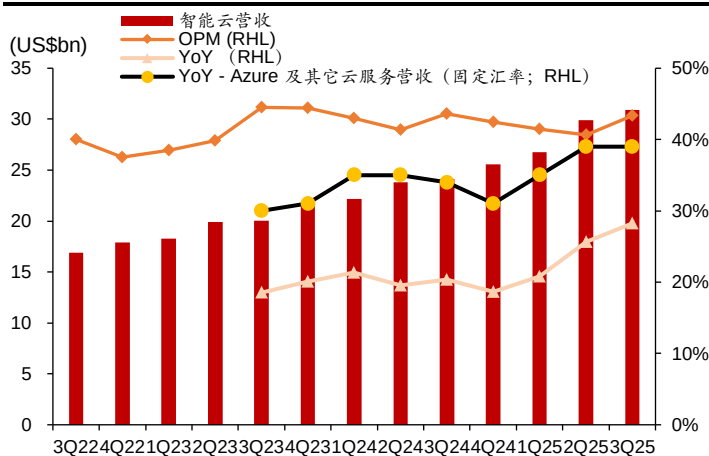
细分公司梳理

微软：受益于强劲需求支撑，云营收高增速有望延续

我们认为，微软的业绩展现出云业务的营收增速持续强劲、Copilot 变现持续推进带动 ARPU 提升的趋势。我们在短期仍不担心 AI 相关的过度投资风险，认为公司披露的在手订单和金额数据表明短期需求持续强劲，且和 OpenAI 的增量合约逐步计收有望进一步支撑云业务的营收增速。公司对 AI 方面的投资在拉动营收显著增长的同时对利润率的影响弱于预期，表明公司业务发展稳健且有能力驱动业务运营效率提升。我们预测公司 FY26 净利润将同比增长 16.2%，得益于稳健的营收增长和生产力与商业流程及更多个人计算板块的利润率提升驱动，将支撑公司的股价增长。

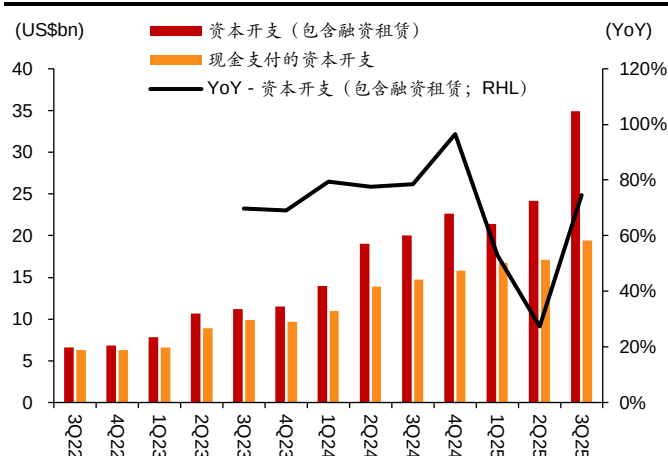
微软智能云部门 1QFY26 (3Q25, 财年结于 6 月) 收入同比增长 28.2%，达到 309 亿美元（占总收入的 40%），该部门内的 Azure 和其他云服务收入同比增长 40% (4QFY25: 39%)，高于此前 37% 的指引。管理层预计 2QFY26 智能云部门的收入将同比增长 26 - 27%，其中预计 Azure 在固定汇率基础上的收入将同比增长 37%。此外，在基础设施能力建设方面，Azure AI Foundry（模型工厂）已经提供 1.1 万+模型，服务 8 万客户（覆盖 80% 财富 500 强）。

图 8：微软智能云：收入及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 9：微软：季度资本开支趋势



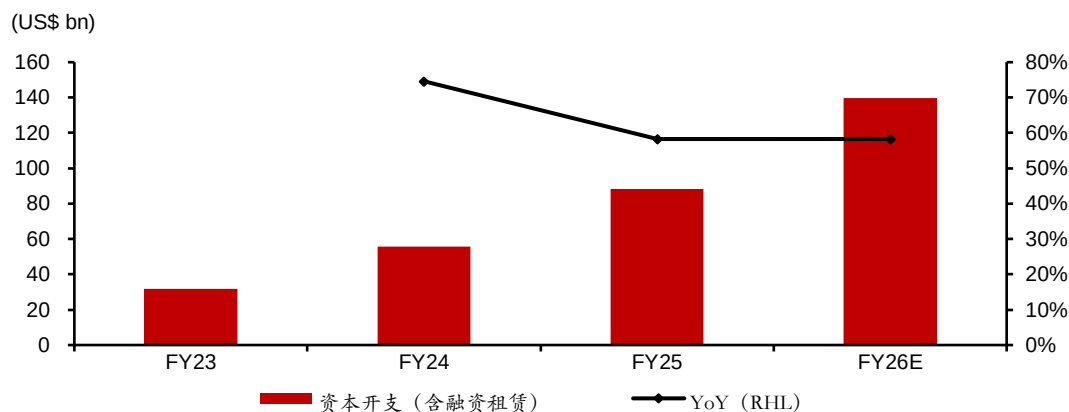
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

1QFY26 资本开支 (包括融资租赁) 为 349 亿美元，同比增长 75%，其中约一半的支出仍用于短期资产 (如 GPU 和 CPU) 以满足增量需求。管理层预计 2026 财年的资本支出增幅将高于 2025 财年 (同比增长 58%)，这意味着 2026 财年的支出至少约为 1,400 亿美元。

此外，我们认为微软业绩中给出的运营指标表明短期或仍不需担心 AI 过度投资的风险，比如：1) 1QFY26 整体商业预订交易额 (commercial bookings) 同比增长了 112%，商业剩余履约义务 (commercial RPO) 增至 3,920 亿美元 (同比增长 51%)，且加权平均履约期限保持在相对稳定的约 2 年；2) 上述数据并未涵盖 10 月 28 日微软与 OpenAI 联合宣布达成的新的战略协议中 OpenAI 承诺向微软追加采购 2,500 亿美元的 Azure 云计算服务的相关金额，而新的合同有望带来明显增量；3) Capex 支出中，仍有接近 50% 的比例用于短期资产的投资以满足增量需求，比例与此前几个季度的比例类似，且目前来看，Capex 投入方向合理，即使未来出现过度投资的迹象，公司也有能力将 Capex 的存量能力复用于公司内部降本增效的增量探索和其他方向的二次变现。在目前视角下，我们仍对增量的资本开支

支撑云业务营收增长进一步加速维持乐观，认为主要的供给限制掣肘在于电力基础设施而非芯片。

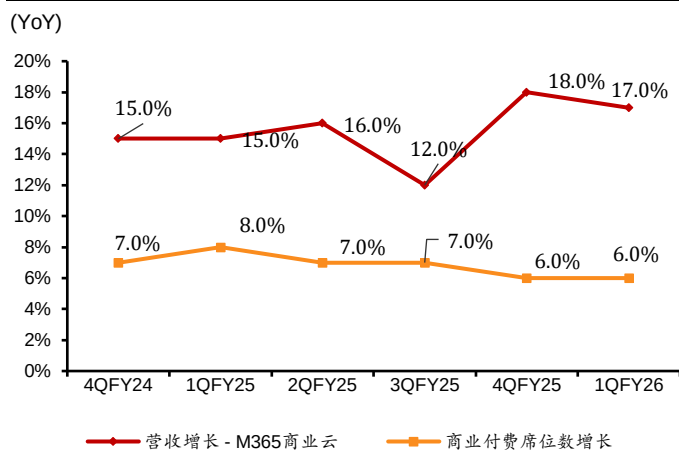
图 10: 微软：财年资本开支情况及预测



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

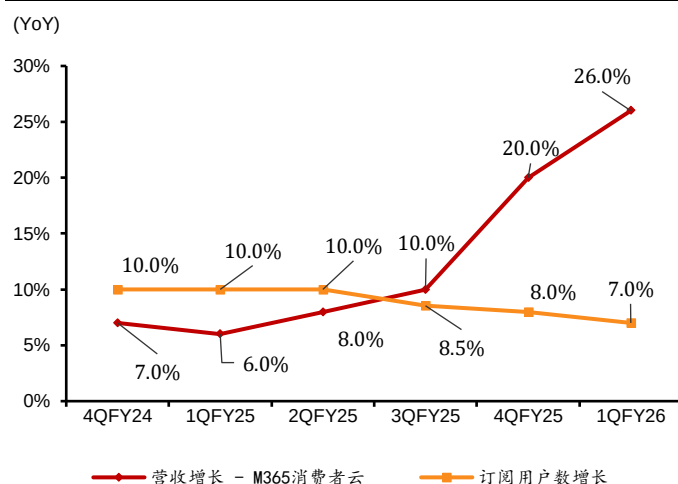
此外，微软业绩中展现出 Copilot 相关变现持续推进的趋势。1QFY26 微软生产力与业务流程业务分部中，M365 商业/消费者云业务收入同比增长 17/26% (4QFY25: 18/20%)，受益于 M365 商业付费席位/订阅用户数量同比增长 6/7%，以及 ARPU 提升推动。此外，微软的 Copilot 系列应用在 1QFY26 商业和消费者月活跃用户数已超过 1.5 亿，覆盖 90% 财富 500 强企业客户，我们认为 ARPU 的扩张趋势有望在 2026 财年延续。

图 11: 微软：M365 商业云收入及商业付费席位数增长情况



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 12: 微软：M365 消费者云收入及订阅用户数增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

利润率方面，虽然由于为支持人工智能相关业务增长而增加基础设施投资，1QFY26 的毛利率同比下降了 0.4 个百分点，至 69.0%，但整体运营利润率为 48.9%，同比上升 2.3 个百分点，高于 46.5% 的市场预期，这得益于生产力与业务流程部门/更多个人计算部门在运营效率提升的帮助下利润率分别扩张 3.5/3.4 个百分点，尽管智能云部门的运营利润率同比下降 0.3 个百分点，至 43.3%（市场预期为 42.4%），部分抵消了这一增长。

图 13: 微软：财务预测

(百万美元)	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
生产力与商业流程	77,728	120,810	138,502	152,831	166,487
同比增长	12.2%	55.4%	14.6%	10.3%	8.9%
占收比 (%)	31.7%	42.9%	42.2%	40.3%	38.4%
智能云	105,362	106,265	134,064	168,916	208,057
同比增长	19.9%	0.9%	26.2%	26.0%	23.2%
占收比 (%)	43.0%	37.7%	40.9%	44.6%	48.0%
更多个人计算	62,032	54,649	55,446	57,211	59,028
同比增长	13.3%	-11.9%	1.5%	3.2%	3.2%
占收比 (%)	25.3%	19.4%	16.9%	15.1%	13.6%
总营收	245,122	281,724	328,013	378,958	433,571
同比增长	15.7%	14.9%	16.4%	15.5%	14.4%
毛利润	171,008	193,893	222,721	255,417	290,059
毛利率 (%)	69.8%	68.8%	67.9%	67.4%	66.9%
经营利润	109,433	128,528	153,344	176,223	200,147
经营利润率 (%)	44.6%	45.6%	46.7%	46.5%	46.2%
同比增长	23.6%	17.4%	19.3%	14.9%	13.6%
净利润	88,136	101,832	115,514	136,452	160,167
净利润率 (%)	36.0%	36.1%	35.2%	36.0%	36.9%
同比增长	21.8%	15.5%	13.4%	18.1%	17.4%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

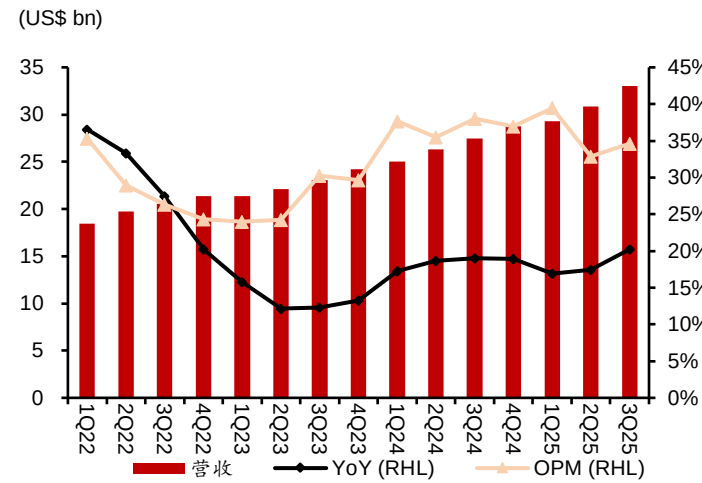
展望 FY26，我们预测微软营收将同比增长 16.4%，主要受益于智能云业务强劲增长支撑，而净利润将同比增长 13.4%，得益于生产力与商业流程及更多个人计算板块的利润率提升驱动。

亚马逊：云业务营收增速加速程度好于预期

得益于电力供应紧张情况有所缓和，亚马逊的业绩中展现出云业务营收同比增速环比加速趋势，且公司在手订单金额进一步增长及管理层指引积极建设电力基础设施缓解供给端压力或预示云营收增速在未来几个季度有进一步提速的空间。电商板块方面，若剔除两项特殊费用的影响（与美国联邦贸易委员会法律和解相关的 25 亿美元，以及与计划裁员相关的 18 亿美元预计遣散费），北美电商利润额符合预期、国际电商板块经营利润率同比增长，展现出公司有能力持续优化服务成本且优化运营效率。此外，中美两国元首会面、地缘政治压力边际缓和、市场对关税的增量担忧缓解。我们认为营业利润增长仍是公司股价增长的关键支撑，我们预测 2025/2026 年公司的营业利润将同比增长 16/28%。

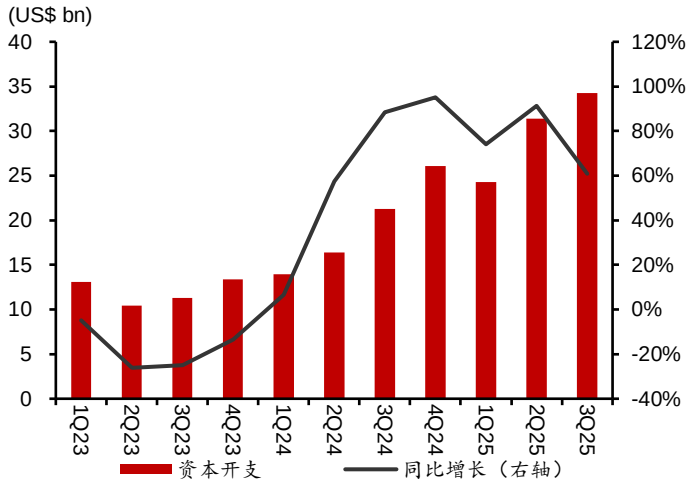
3Q25 AWS 营收为 330 亿美元，同比增长 20.2%，分部营业利润为 114 亿美元，同比增长 9%，营业利润率达 34.6%（3Q24：38.1%；2Q25：32.9%）。资本开支方面，3Q25 现金资本支出加融资租赁为 342 亿美元（2Q25：314 亿美元）。管理层预计 2025 年全年资本支出将达到 1,250 亿美元，并预计 2026 年总额将进一步增加。管理层强调，3Q25 AWS 的积压订单已达到 2,000 亿美元，公司一直在加快产能建设以满足需求。亚马逊在过去 12 个月增加了超过 3.8GW 的功耗能力，预计 4Q25 至少再增加 1GW，且在 2027 年底前将总功耗能力翻倍。

图 14: 亚马逊: AWS 业务营收增速及利润率趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 15: 亚马逊: 季度资本开支及增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

若剔除一次性费用, 电商业务利润率扩张趋势持续。3Q25 亚马逊北美业务营收为 1,063 亿美元, 同比增长 11.2%, 较市场预期高出 1%。如果加回 25 亿美元的法律和解费用, 北美业务部门的营业利润将与市场预期一致。国际业务部门营收为 409 亿美元, 同比增长 14%, 符合市场预期, 管理层指出, 若剔除遣散费的影响, 国际业务分部的营业利润率将同比扩张。

人工智能相关应用和新业务的更新: 1) Trainium 芯片: Trainium2 目前已经是一项营收达数十亿美元的业务, 环比增长 150%, Trainium3 预计性价比将比 Trainium2 高 40%, 将于 2025 年底推出预览版, 2026 年初全面投入使用; 2) Rufus, 人工智能购物助手, 2025 年拥有 2.5 亿活跃用户, 3Q25 月用户数同比增长 140%, 在购物过程中使用 Rufus 的客户完成购买的可能性要高出 60%; 3) 赋能卖家: 超过 130 万卖家使用了亚马逊的生成式人工智能功能, 以更快地发布高质量商品信息, 这带来了更好的获客效果, 并推动第三方卖家销售占比在 2025 年第三季度同比提高 200 个基点, 达到 62%。

图 16: 亚马逊: 财务预测

(十亿美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
在线商店	231.9	247.0	268.7	289.6	309.4
同比增长	5.4%	6.5%	8.8%	7.8%	6.8%
第三方卖家服务	140.1	156.1	171.6	186.9	201.9
同比增长	19.0%	11.5%	9.9%	8.9%	8.0%
亚马逊云科技	90.8	107.6	128.0	152.3	179.7
同比增长	13.3%	18.5%	19.0%	19.0%	18.0%
订阅服务	40.2	44.4	49.2	54.1	58.9
同比增长	14.2%	10.4%	10.9%	9.9%	8.9%
广告服务	46.9	56.2	68.8	82.6	99.2
同比增长	24.3%	19.8%	22.3%	20.1%	20.2%
实体商店	20.0	21.2	22.7	24.0	25.1
同比增长	5.6%	5.9%	6.8%	5.8%	4.8%
其他	5.0	5.4	5.9	6.0	6.1
同比增长	16.7%	9.4%	8.4%	2.0%	2.0%
总营收	574.8	638.0	714.7	795.5	880.4

同比增长	11.8%	11.0%	12.0%	11.3%	10.7%
毛利润	270.0	311.7	360.4	406.0	454.6
经营利润	36.9	68.6	79.5	102.2	125.2
同比增长	200.9%	86.1%	16.0%	28.5%	22.5%
净利润	30.4	59.2	76.8	85.9	106.2
利润率 (%)					
毛利率	47.0%	48.9%	50.4%	51.0%	51.6%
经营利润率	6.4%	10.8%	11.1%	12.8%	14.2%
净利率	5.3%	9.3%	10.7%	10.8%	12.1%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

在云业务营收增长持续加速、电商业务持续优化服务成本、相对高利润率广告业务营收占比持续提升的推动下，我们预计亚马逊整体的经营利润率将在 2025-2027 年持续扩张，营业利润维持稳健增长。我们预测亚马逊 2025/2026 年公司的营业利润将同比增长 16/28%。

谷歌：AI 拉动云及核心搜索业务加速增长

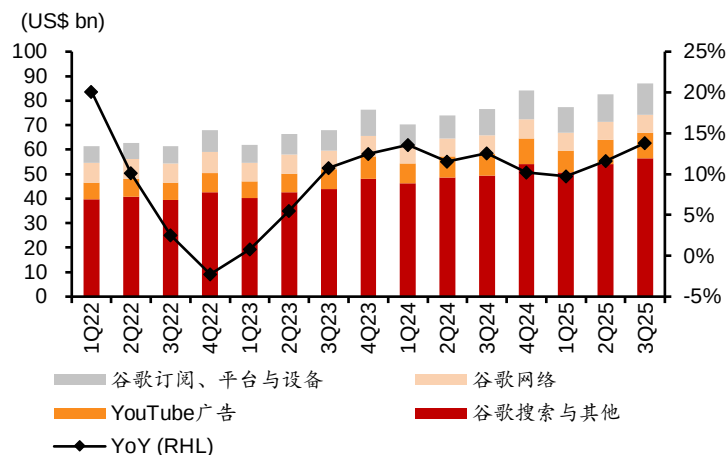
我们从业绩看到，短期 AI 对于谷歌的赋能显著大于 AI 厂商对于谷歌造成的竞争压力，AI Overviews 与 AI Mode 等 AI 搜索产品推动公司付费点击量加速增长，AI 云需求拉动谷歌云业务营收加速增长且运营利润提升。在谷歌云及核心搜索业务加速增长的带动下，我们预计谷歌 FY26 维持稳健的利润增长（运营利润同比增长 16%）。此外，大模型、AI 云基础设施及 AI 应用端的进展有望进一步推动公司股价增长。

谷歌 3Q25 总营收同比增长 16%至 1,023 亿美元，剔除欧盟罚款影响后公司营业利润同比增长 22%至 347 亿美元，主要得益于整体效率提升及谷歌云业务的强劲盈利增长（运营利润同比增长 85%）。

3Q25 谷歌云业务营收同比增长 34%达 152 亿美元（2Q25 同比增长 32%），主要得益于 AI 云的强劲需求。3Q25 谷歌云合同金额环比增长 46%、同比增长 82%至 1,550 亿美元。客户对谷歌自有 AI 模型的需求尤为旺盛，基于其自研 AI 模型开发的产品营收在 3Q25 同比增长超 200%。受营收表现强劲及运营效率提升的推动，3Q25 谷歌云业务利润率同比提升 7 个百分点达 23.7%。

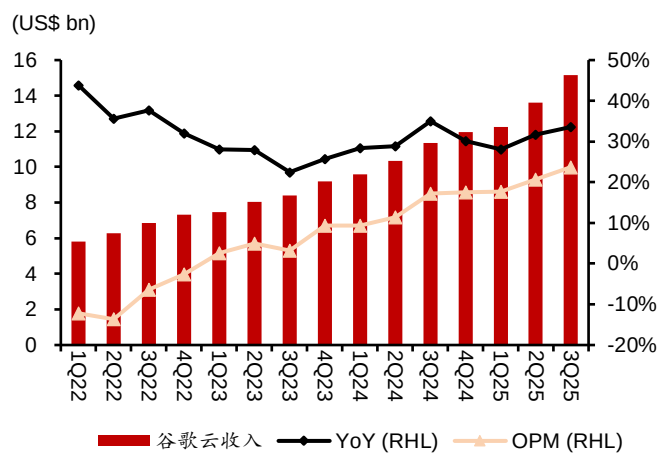
除拉动谷歌云业务需求以外，AI 也有效拉动谷歌核心搜索业务及应用发展：1) AI Overviews 与 AI Mode 推动付费点击量增速由 1H25 的同比增长 3%提升至 3Q25 的同比增长 7%。3Q25 AI Mode 的日活跃用户已超 7,500 万，自推出以来使用量周环比持续增长，查询量环比翻倍。2) 9 月全球推出的 AI Max and Search，3Q25 单季度创造超数十亿的新增搜索量，成为增长最快的 AI 搜索广告产品。3) C 端 Gemini 应用 MAU 超 6.5 亿，3Q25 问询量环比增长 3 倍。

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

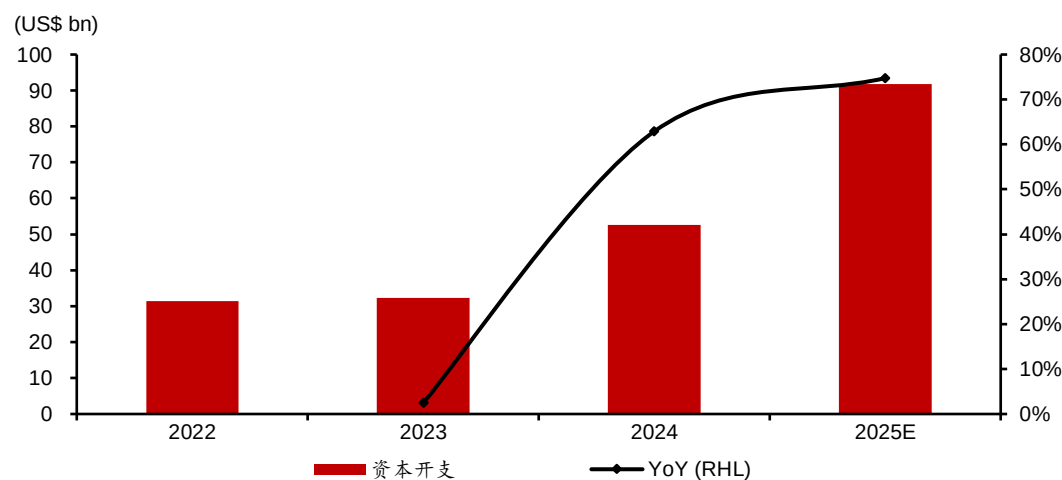
图 18:谷歌云：收入及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

谷歌 3Q25 资本支出同比增长 83%至 240 亿美元，管理层同时将全年资本支出指引上调至 910 亿-930 亿美元（此前为 850 亿美元）。3Q25 折旧费用同比增长 41%至 56 亿美元（占总营收 5%）。

图 19:谷歌：资本开支情况及预测



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

我们预计公司 FY26E 仍然维持稳健的运营利润增长（同比增长 16%，即使剔除罚款影响仍然同比增长 13%），主要得益于 AI 显著驱动谷歌云以及核心搜索业务增长，能够较好的抵消折旧费用增长的加速。

图 20:谷歌：财务预测

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	307,394	350,018	399,165	451,805	506,432
YoY	8.7%	13.9%	14.0%	13.2%	12.1%
谷歌服务	272,543	304,930	340,457	376,920	413,244
YoY	7.5%	11.9%	11.7%	10.7%	9.6%
谷歌云	33,088	43,229	57,180	73,420	91,769
YoY	25.9%	30.6%	32.3%	28.4%	25.0%
其他投资	1,527	1,648	1,567	1,505	1,458
YoY	43.0%	7.9%	-4.9%	-3.9%	-3.1%
运营利润	84,293	112,390	128,683	148,837	171,785
YoY	12.6%	33.3%	14.5%	15.7%	15.4%
净利润	73,795	100,118	127,500	132,272	150,322
YoY	23.0%	35.7%	27.3%	3.7%	13.6%
销售费用率	9.1%	7.9%	7.1%	6.6%	6.2%
研发费用率	14.8%	14.1%	14.7%	15.6%	15.5%
管理费用率	5.3%	4.1%	5.2%	4.1%	3.8%
运营利润率	27.4%	32.1%	32.2%	32.9%	33.9%
净利润率	24.0%	28.6%	31.9%	29.3%	29.7%

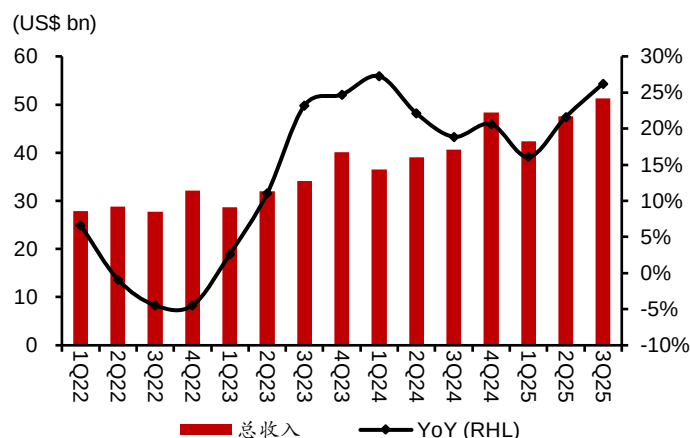
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

Meta：AI 投入导致短期利润增长承压

得益于公司在社交广告行业的领先优势，我们看好公司长期受益于 AI 发展，AI 继续推动公司广告收入实现较快增长。但管理层对于 FY26 较为激进的费用指引（总费用增速将显著高于 2025 年）导致投资者担忧 26 年盈利增长前景，尤其在自研大模型与 MSL 等长期项目的投资或将影响公司短期的利润率水平。我们预计公司 FY26 运营利润同比增速将放缓至+2%，主要由于在 AI 基建以及人员方面的投入。受利润增速放缓及盈利不确定性提升的影响，公司短期估值有所承压。

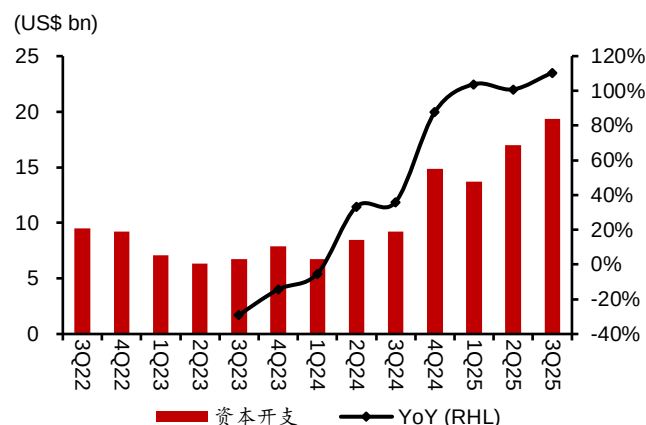
Meta 3Q25 广告收入同比增长 26%（1Q25/2Q25: +16%/21% YoY）：1) 3Q25 AI 内容推荐系统推动 Facebook 和 Threads 平台用户使用时长分别同比提升 5%和 10%，丰富平台广告库存；2) Meta 持续优化广告模型 Andromeda，推动 Facebook 广告质量提升 14%；3) 端到端 AI 自动化广告解决方案年化营收已超 600 亿美元，降低广告投放门槛与成本，改善广告投放效率。展望未来，公司将继续借助 AI 优化推荐系统、内容理解能力及营销效果，管理层预计 AI 将推动 FY26 营收持续强劲增长。

图 21: Meta: 收入及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

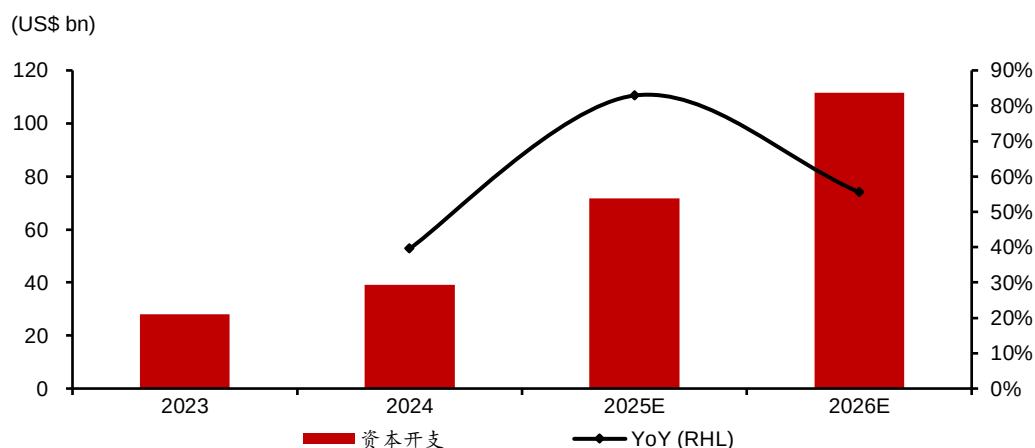
图 22: Meta: 季度资本开支趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

展望 FY25E，Meta 指引总费用同比增长 22%-24%至 1,160 亿至 1,180 亿美元（前值：1,140 亿至 1,180 亿美元）；资本支出同比增长 78%-84%至 700 亿至 720 亿美元（前值：660 亿至 720 亿美元）。管理层还预计 2026 年资本开支绝对值增幅及总费用的增长率将显著高于 2025 年，对应 FY26 总费用或将超 1,460 亿美元（同比增幅>24%），资本支出或将超 1,050 亿美元（同比增幅>45%）。费用增长将主要由基础设施成本和员工薪酬增长所推动。

图 23: Meta: 资本开支情况及预测



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

我们预计公司 FY26E 将面临利润率压力，运营利润同比增速将放缓至+2%，主要由于 AI 基建以及人员方面的投入，且 AI 对于广告业务的赋能周期较长，短期难以拉动收入增长超过费用增长。AI 投资将对短期利润率产生影响，我们预计 FY26 营业利润率同比或下降约 5 个百分点。

图 24: Meta: 财务预测

(十亿美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	134.9	164.5	199.3	233.3	262.0
YoY	15.7%	21.9%	21.2%	17.0%	12.3%
FoA 收入	133.0	162.4	197.2	231.2	259.9
YoY	16.2%	22.1%	21.5%	17.2%	12.4%
Reality labs 收入	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
YoY	-12.2%	13.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
运营利润	46.8	69.4	82.2	83.5	94.9
YoY	61.5%	48.4%	18.5%	1.6%	13.6%
净利润	39.1	62.4	58.6	74.1	83.8
YoY	68.5%	59.5%	-5.9%	26.3%	13.1%
销售费用率	9.1%	6.9%	6.1%	5.7%	5.5%
研发费用率	28.5%	26.7%	28.5%	33.5%	33.0%
管理费用率	8.5%	5.9%	6.0%	6.0%	5.8%
运营利润率	34.7%	42.2%	41.2%	35.8%	36.2%
净利润率	29.0%	37.9%	29.4%	31.8%	32.0%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

ServiceNow: AI 产品进展积极，利润率稳步提升

凭借公司企业客户群基础、先发优势和产品创新能力，我们看好 ServiceNow 持续受益于生成式 AI 的发展机会，AI 产品将持续带来向上/交叉销售机会。公司目标 FY25/26 末 AI 产品 ACV 分别超 5 亿/10 亿美元（对应约占总收入 4%/6%），较 1Q25 的 2.5 亿美元 ACV 显著提升。同时公司利用 AI 持续提升内部经营效率，我们预计 FY26 non-GAAP 运营利润率将再提升 1 个百分点。我们认为公司当前较快的收入增长及利润率改善将支撑目前较高的利润率水平。

ServiceNow 3Q25 总营收同比增长 22% 达 34.1 亿美元，非 GAAP 营业利润同比增长 31%，主要得益于 AI 驱动的效率提升与审慎的费用控制。

3Q25 公司 cRPO 同比增长 21%，AI 产品增长趋势强劲：1) 公司目标 AI 产品在 FY25/26 末 ACV 超 5 亿/10 亿美元，较 1Q25 的 2.5 亿美元 ACV 显著提升。2) 引入按量付费的收费模式，客户反馈较为积极，自 2025 年 5 月底以来公司 AI 智能体用量增长超 55 倍。3) 推出 AI Control Tower，帮助企业管理 AI 工作流，3Q25 产品订单量环比增长超 3 倍。

3Q25 公司非 GAAP 营业利润率同比提升 2.3 个百分点达 33.5%，主要归功于营收稳健增长与 AI 驱动的效率提升。公司持续在自身各业务流程中部署 AI 智能体，预计将在 4Q25 和 FY26 进一步推动成本节约与利润率改善。管理层预期 FY25 非 GAAP 营业利润率将同比提升 1.5 个百分点至 31%。在内部 AI 部署、费用控制及运营杠杆的支撑下，我们预计 FY26 non-GAAP 运营利润率将再提升 1 个百分点。

图 25: ServiceNow: 财务预测

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	8,971	10,984	13,238	15,629	18,380
YoY	23.8%	22.4%	20.5%	18.1%	17.6%
订阅收入	8,680	10,646	12,839	15,214	17,953
YoY	26.0%	22.6%	20.6%	18.5%	18.0%
专业服务与其他	291	338	399	415	427
YoY	-17.8%	16.2%	18.0%	4.0%	3.0%
毛利率	78.6%	79.2%	78.1%	78.5%	78.8%
销售费用率	36.8%	35.1%	33.3%	32.3%	31.3%
研发费用率	23.7%	23.2%	22.6%	22.2%	21.8%
管理费用率	9.6%	8.5%	7.9%	7.2%	6.7%
非 GAAP 运营利润	2,489	3,254	4,102	4,983	6,051
非 GAAP 运营利润率	27.7%	29.6%	31.0%	31.9%	32.9%
非 GAAP 净利润	2,215	2,902	3,583	4,337	5,159
非 GAAP 净利润率	24.7%	26.4%	27.1%	27.7%	28.1%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

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。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。