

美国互联网与软件

2026展望：应用持续起量，关注投资回报周期

展望2026，我们认为大模型行业竞争将进一步加剧，而细分领域的AI应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。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、关注投资回报周期，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)、谷歌(GOOG US)、亚马逊(AMZN US)、派拓网络(PANW US)。

- **大模型展望：竞争加剧，能力提升，成本下降，应用生态持续丰富。**回顾2025，大模型行业全领域的模型竞争均在加剧，模型能力持续迭代提升，与此同时相同模型的调用成本持续下降、行业应用逐步推广。细分的产业趋势包括：1) 智能体能力成为大家关注的关键点之一；2) 开源大模型的发布迭代速度提升；3) 原生端到端语音交互模型已具备大规模落地可行性；及4) 图像编辑及视频生成大模型的能力进一步提升。展望2026，我们认为竞争尚未到收敛期，行业仍将在前沿模型能力上持续探索，同时推动大模型的产业应用。
- **云厂商营收增长环比加速，短期或仍不需担忧过度投资风险。**美国互联网公司云业务的营收同比增速在3Q25环比均有进一步上行，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)。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。
- **AI变现：拉动主业增长，探索新变现方式，降本增效。**回顾龙头公司AI变现与应用进展，我们观察到AI在持续拉动除云及广告等主业增长的同时也带来了新的营收增长机遇，与此同时AI在公司内部的应用持续带来降本增效的机会，从而有望在中长期助力公司利润率扩张及利润增长。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。
- **持续关注两大场景挖掘AI变现投资机遇。**Gartner预计2026年全球AI总支出将同比增长37%至2.0万亿美元，其中AI IaaS/AI基础设施软件/AI大模型/AI电脑/AI应用软件为增速最快的前5大细分赛道。AI应用商业进展仍是市场关注的重点。展望2026，我们建议关注AI应用落地与商业化的两大场景：1) AI大模型擅长的应用场景：例如编程、创意生成、办公效率等。我们看好在AI视频应用方面取得相对领先的快手。2) 高价值量的AI应用场景：例如企业智能体、以及教育、金融、法律等传统垂直行业。我们看好在企业AI智能体方面取得相对领先的ServiceNow、Salesforce。

优于大市
(维持)

美国互联网&软件 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

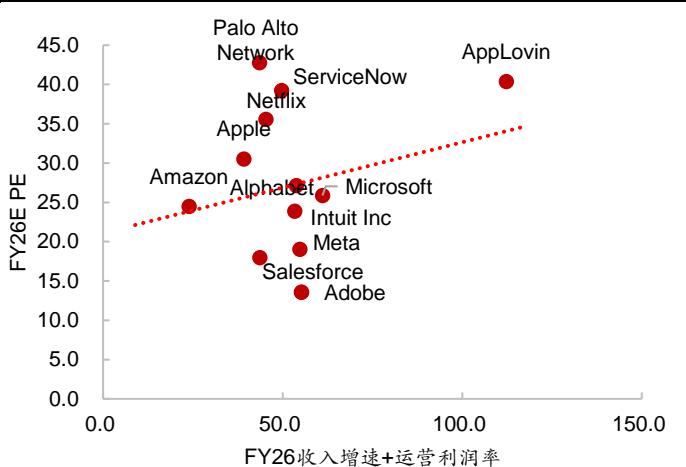
joannama@cmbi.com.hk

相关行业报告：

1. [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 - 5 Nov](#)
2. [AI 主题研究 - 关注产业链协同发展布局的投资机会 - 17 Oct](#)
3. [互联网 - 2025 云栖大会：AI 投资主线叙事再次强化 - 25 Sep](#)
4. [互联网 - 关注中国互联网软件板块估值提升的结构性机会 - 19 Sep](#)
5. [AI 主题研究 - 政策加速 AI 应用与商业化落地 - 29 Aug](#)
6. [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](#)
7. [互联网 - WAIC 大会：聚焦科技创新、普惠、协同共治 - 30 Jul](#)
8. [AI 主题研究 - 模型能力持续提升，商业化持续推进 - 27 Jun](#)
9. [互联网 - 商业模式护城河及竞争壁垒有效性重回关注焦点 - 12 Jun](#)
10. [互联网 - 短期关注防御属性及政策托底下有望受益的公司 - 8 Apr](#)
11. [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](#)

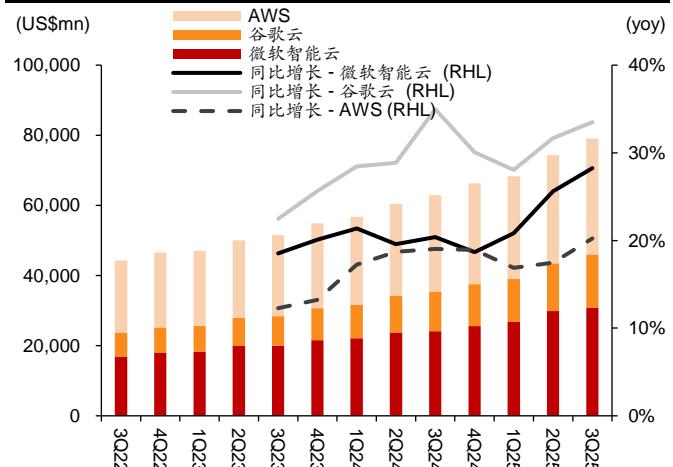
重要图表

图 1: 美股科技: 估值 vs 基本面展望



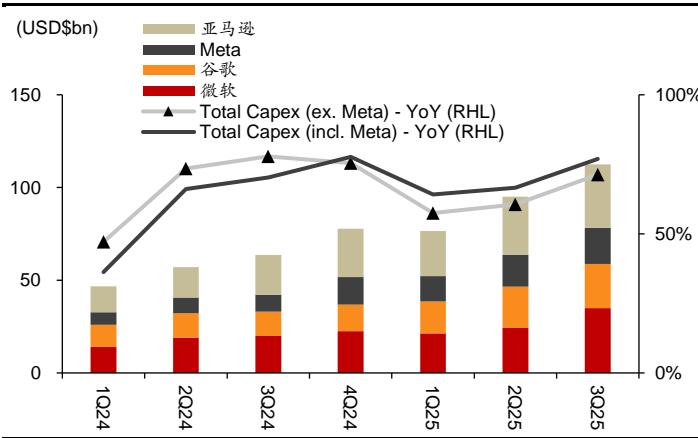
资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 2: 美国云厂商: 云业务单元营收增速



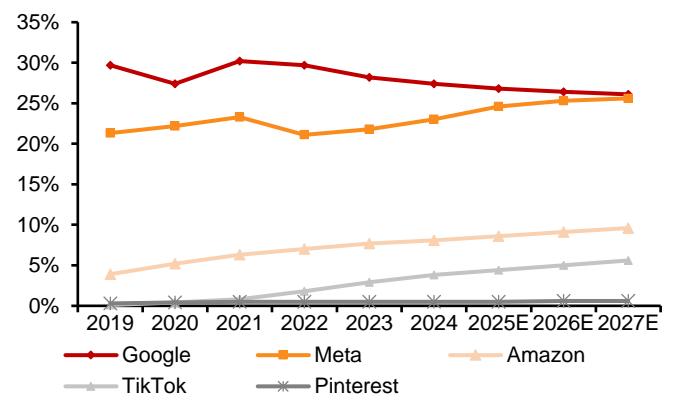
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

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

图 4: 全球数字广告市场: 头部厂商市场份额



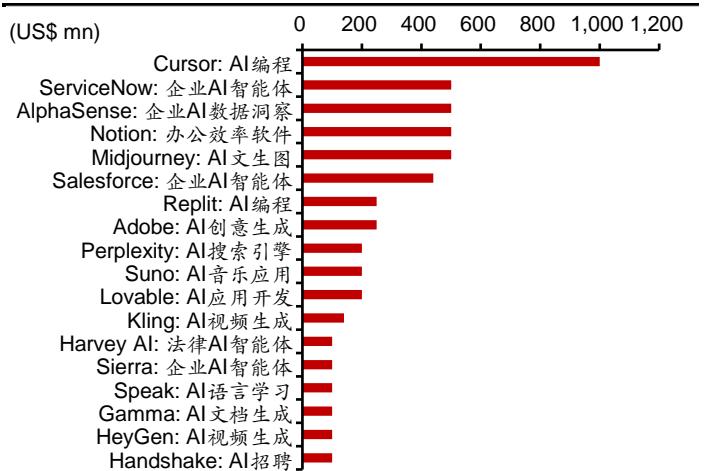
资料来源：eMarketer、招银国际环球市场

图 5: 全球: AI 总支出拆分

(US\$bn)	2024	2025E	2026E	2026E 同比增速
AI 服务	259	283	325	15%
AI 应用软件	84	172	270	57%
AI 基础设施软件	57	126	230	82%
AI 大模型	6	14	26	81%
AI 服务器	140	268	330	23%
AI IaaS 服务	7	18	38	105%
AI 半导体	139	209	268	28%
AI 电脑	51	90	144	60%
AI 手机	245	298	393	32%
AI 总支出	988	1,479	2,023	37%

资料来源：Gartner、招银国际环球市场

图 6: AI 应用软件: 最新 ARR 水平



资料来源：ARR Club、公司资料、招银国际环球市场

核心观点、行业复盘及投资建议

行业复盘

2019年至今纳斯达克100指数上涨295%，主要是由盈利上修所推动。根据彭博一致预期，纳斯达克100的1年远期EPS自2019年以来增长151%，同期1年远期PE增长57%至26.2x。纳斯达克100当前估值(26x PE)较2019年以来的均值(24x)高8%，超出约0.6个标准差，估值仍处于相对合理区间。

图7：纳斯达克100指数：1年远期PE及EPS趋势

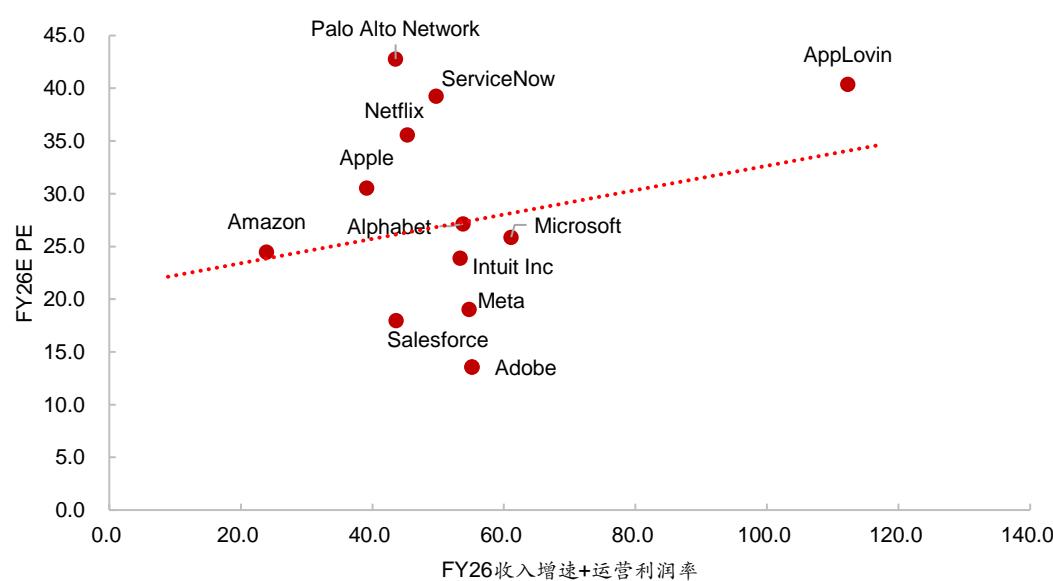


资料来源：彭博、招银国际环球市场

注：以2019/1/1的PE和EPS作为基准，对应100

基于对公司FY26基本面预期(FY26收入增速预期+运营利润率)与PE水平，微软/Meta/Salesforce/Adobe估值相对较低，亚马逊/谷歌处于较为合理的估值水平，Palo Alto Networks/ServiceNow/Netflix则处于相对较高的估值水平。

图8：美股科技：估值vs基本面展望



资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 9：美股科技：估值水平

公司	股票代码	市价 (交易地)	市值 (百万美元)	PE(x)		PS(x)		PEG	EPS CAGR 24-26E
				2025E	2026E	2025E	2026E		
NVIDIA Corp	NVDA US	183.4	4,456,134	38.9	24.0	20.9	13.7	0.7	58%
Apple Inc	AAPL US	280.7	4,147,722	34.3	31.7	9.2	8.6	4.2	8%
Alphabet Inc	GOOG US	318.4	3,837,208	29.0	27.4	11.3	9.9	1.6	18%
Microsoft Corp	MSFT US	480.8	3,573,784	29.9	25.4	11.0	9.5	1.7	18%
Amazon.com Inc	AMZN US	229.1	2,449,235	26.1	23.0	3.4	3.1	0.8	34%
Meta Platforms Inc	META US	661.5	1,667,762	23.4	20.3	8.4	7.1	12.2	2%
Tesla Inc	TSLA US	454.5	1,511,685	NA	NA	15.9	14.0	NA	-5%
Oracle Corp	ORCL US	214.3	611,010	30.7	26.1	9.1	7.3	1.9	16%
Netflix Inc	NFLX US	103.2	437,377	39.5	33.3	9.7	8.6	1.9	21%
Palantir	PLTR US	177.9	423,879	NA	NA	96.5	67.5	NA	62%
Salesforce Inc	CRM US	247.5	231,870	21.1	18.6	5.6	5.1	1.8	12%
AppLovin Corp	APP US	683.8	231,087	NA	46.6	40.7	29.8	NA	77%
Intuit Inc	INTU US	663.1	184,518	28.3	24.8	8.7	7.7	2.0	14%
ServiceNow Inc	NOW US	838.9	174,050	47.8	40.2	13.1	11.1	2.2	22%
Adobe Inc	ADBE US	328.7	137,606	15.5	14.1	5.8	5.3	1.8	8%
Palo Alto Network	PANW US	195.7	136,389	49.6	43.9	13.0	11.4	3.3	15%
Crowdstrike	CRWD US	513.1	129,357	NA	NA	26.9	22.1	NA	13%
Cadence	CDNS US	337.3	91,813	47.5	42.5	17.4	15.5	3.2	15%
Synopsys Inc	SNPS US	463.7	86,139	40.6	33.4	12.2	8.9	3.4	12%
Snowflake	SNOW US	234.8	79,540	NA	NA	17.1	13.8	NA	43%
Autodesk Inc	ADSK US	305.9	64,840	29.4	26.2	9.1	8.1	0.8	38%
Fortinet Inc	FTNT US	85.2	63,344	30.7	28.5	9.4	8.4	3.1	10%
Workday Inc	WDAY US	216.6	56,971	23.2	19.8	6.0	5.3	1.1	21%
Datadog	DDOG US	153.0	53,690	NA	NA	15.8	13.1	NA	16%
平均				32.5	28.9	16.5	13.1		

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：截至 2025 年 12 月 4 日收盘

投资建议

- 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。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)**：我们看到短期 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率提升。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，Gemini 大模型、TPU 芯片及 AI 应用端的进展有望进一步支撑公司基本面与股价。
- 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) **Palo Alto Network (PANW US; 买入; 目标价: 236.7 美元)**：我们看好派拓网络是生成式人工智能时代的主要受益者之一，因随着人工智能相关部署规模的扩大，安全需求应有望稳步增长。我们预计公司 FY26 营收/non-GAAP 净利润将分别增长 14%/18%，自由现金流利润率为 38.4%，财务表现持续符合“50 法则”，有望为估值提供支撑。我们的目标估值为 236.7 美元，基于 15.4 倍的 EV/sales，与两年均值加两个标准差水平持平，“买入”评级。
- 5) **Datadog (DDOG US; 买入; 目标价: 203.7 美元)**：鉴于数字化转型和云迁移的长期趋势，我们看好 Datadog 的长期业务发展潜力，整体云行业营收增长加速有利好云基础设施监控平台的发展，且 Datadog 已证明其有能力持续拓展客户群和交叉销售更多从开发端到业务端全产业链的相关软件产品。Datadog 即使处于投资期也能维持优秀的财务表现，满足 Rule of 40，随着投资开始逐步取得回报、AI 原生客户需求持续起量，公司基本面表现有望维持稳健。我们的目标价为 203.7 美元，基于 16.6x EV/sales，与两年均值加一个标准差相符。“买入”评级。
- 6) **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。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 年费用增速）导致投资者担忧 FY26 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，公司短期估值较为承压。
- 7) **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估值水平。
- 8) **Salesforce (CRM US; 买入; 目标价: 392.0 美元)**：我们看好 Salesforce 的 AI 商业化趋势，核心依托其差异化的 Agentforce 解决方案及数据云整合解决方案。3QFY26 Agentforce 及 Data 360 业务 ARR 同比增长 114% 至约 14 亿美元，其中 Agentforce 业务 ARR 同比增长 330% 至超 5 亿美元。受益于智能体业务的增长机会，管理层指引：
 1) FY30E 总营收将突破 600 亿美元，FY26-30 自有业务收入增长复合年增长率超 10%；
 2) FY30E 实现“50 法则”（订阅收入同比增速+非 GAAP 营业利润率>50%）。公司目前估值仅对应 19x FY27E PE，估值相较同业有较高安全边际。

图 10: 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	449.2
微软	198.3	211.9	245.1	281.7	326.3
亚马逊	514.0	574.8	638.0	714.5	795.3
谷歌	233.9	256.5	295.1	344.2	392.9
Meta	116.6	134.9	164.5	199.4	235.5
英伟达	26.9	27.0	60.9	130.5	213.2
特斯拉	81.5	96.8	97.7	95.2	108.3
同比增速					
苹果	-2.8%	2.0%	6.4%	7.9%	
微软	6.9%	15.7%	14.9%	15.8%	
亚马逊	11.8%	11.0%	12.0%	11.3%	
谷歌	9.7%	15.1%	16.6%	14.2%	
Meta	15.7%	21.9%	21.2%	18.1%	
英伟达	0.2%	125.9%	114.2%	63.4%	
特斯拉	18.8%	0.9%	-2.6%	13.8%	
营收合计	1,565.4	1,685.1	1,892.3	2,181.6	2,520.7
同比增速	7.6%	12.3%	15.3%	15.5%	
经营利润					
苹果	119.4	114.3	123.2	133.1	144.1
微软	83.4	89.7	109.4	128.5	150.5
亚马逊	12.2	36.9	68.6	79.9	100.4
谷歌	74.8	84.3	112.4	131.9	155.5
Meta	28.9	46.8	69.4	82.4	86.2
英伟达	12.7	9.0	37.1	86.8	134.6
特斯拉	13.7	8.9	7.1	4.6	7.2
同比增速					
苹果	-4.3%	7.8%	8.0%	8.3%	
微软	7.6%	22.0%	17.4%	17.1%	
亚马逊	200.9%	86.1%	16.4%	25.7%	
谷歌	12.6%	33.3%	17.4%	17.9%	
Meta	61.5%	48.4%	18.7%	4.7%	
英伟达	-28.8%	310.8%	133.7%	55.1%	
特斯拉	-34.9%	-20.4%	-35.6%	57.4%	
经营利润合计	345.2	389.8	527.2	647.0	778.5
同比增速	12.9%	35.2%	22.7%	20.3%	

资料来源：彭博，招银国际环球市场

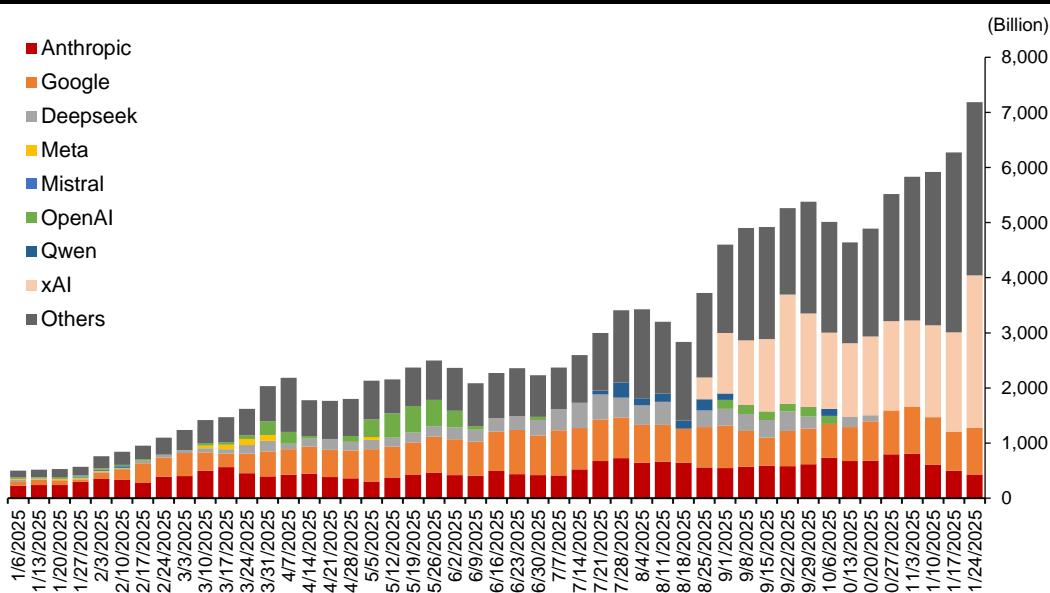
注：1) 截至 2025 年 11 月 28 日；2) 微软采用 FY22-26E 数据对比

大模型行业发展趋势：竞争加剧，能力提升，成本下降，应用生态持续丰富

回顾 2025，大模型行业整体发展趋势是所有模态领域的大模型竞争都在加剧，且模型能力持续迭代提升，与此同时相同模型的调用成本持续下降、行业应用逐步推广。细分的产业趋势包括：1) 智能体能力 (Agentic capability) 成为大家关注的关键点之一；2) 开源大模型的发布迭代速度提升；3) 原生端到端语音交互模型已具备量产落地可行性；及 4) 图像编辑及视频生成大模型的能力进一步提升。展望 2026，我们认为模型能力竞争仍将进一步加剧，而细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。

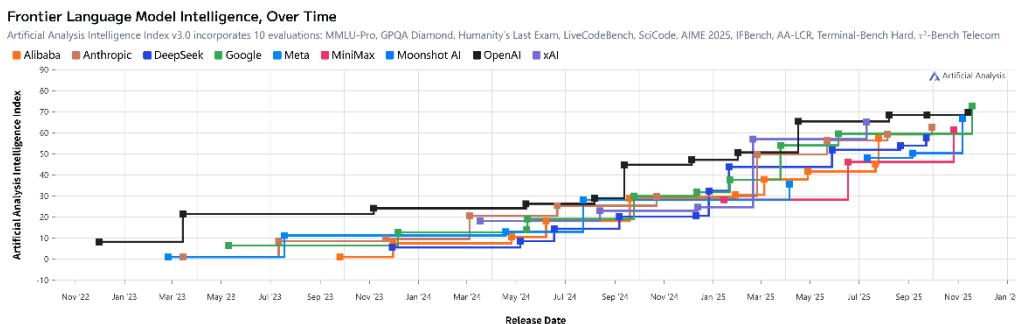
整体来看，2025 年至今，全球大模型 Token 调用量呈现显著的高速增长态势，AI 产业正加速从技术验证走向规模化应用。OpenRouter 平台数据显示，四季度单周通过其平台的大模型 Token 调用量峰值已突破 7T，较三季度峰值接近翻倍增长。其中以 xAI Grok 和谷歌 Gemini 为代表的头部厂商大模型调用量增长尤为突出，xAI Grok 模型 25 年 11 月单周 token 调用量已达 3.15 万亿，较 8 月底的 3970 亿增长超 692%。模型能力与场景的适配度和价格策略为支撑大模型 token 消耗增长的核心，xAI Grok 和谷歌 Gemini 在具备技术快速迭代能力的同时，绑定如编程等的高价值垂类场景，在 AI+ 编程场景实现份额的绝对领先，而 Anthropic Claude 通过不断优化的定价策略持续占据份额。

图 11：主流大语言模型 2025 年 Token 调用量全景图



资料来源：OpenRouter，招银国际环球市场

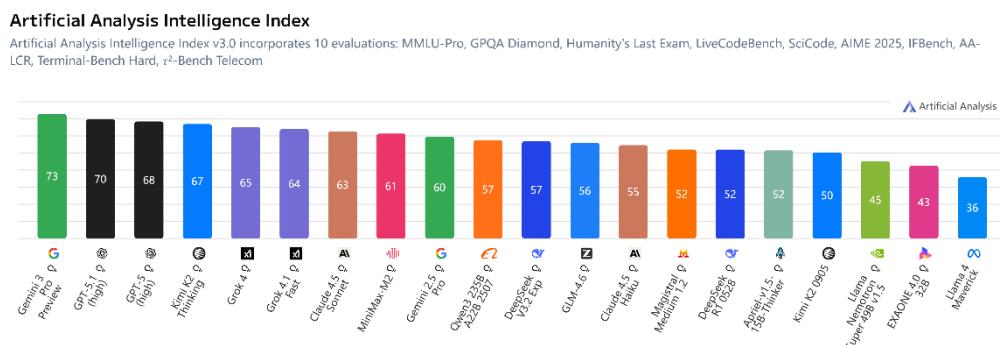
从行业领先大模型的迭代速度和智能能力来看，行业整体呈现迭代速度持续提升、智能能力持续突破的趋势。据 Artificial Analysis 智能能力指数，截至 11 月 24 日，全行业目前能力最领先的大模型为 Google 的 Gemini 3 Pro preview。

图 12：主流大语言模型的模型能力对比

资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：1) Artificial Analysis 智能能力指数涵盖 10 项评估维度（下同），主要包括：MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, τ^2 -Bench Telecom；2) 排名并未穷尽所有大模型（下同）；3) 排名时间截至 2025 年 11 月 24 日

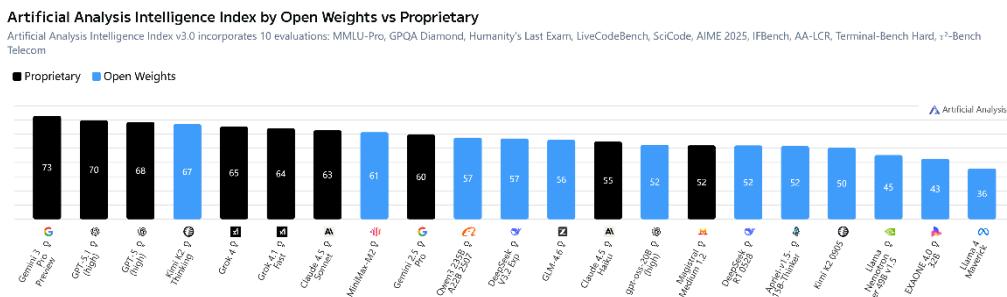
从大模型整体能力评分来看，基于 Artificial Analysis 数据，美国厂商中谷歌、OpenAI、xAI、Anthropic 等处于行业领先水平，而中国厂商中月之暗面的 Kimi、幻方量化的 Deepseek、稀宇科技的 Minimax、阿里巴巴的千问大模型能力处于行业领先水平。

图 13：主流大语言模型能力排名

资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：1) 评分基于 Artificial Analysis 智能能力指数；2) 排名时间截至 2025 年 11 月 24 日

基于开源模型和闭源模型的能力对比来看，中国模型厂商整体侧重开源路线的探索，目前开源模型中模型能力最领先的是 Kimi K2 Thinking，但我们目前也看到美国厂商逐步加快对开源模型的探索趋势，如 OpenAI 在 2025 年 8 月发布了 OpenAI gpt-oss。

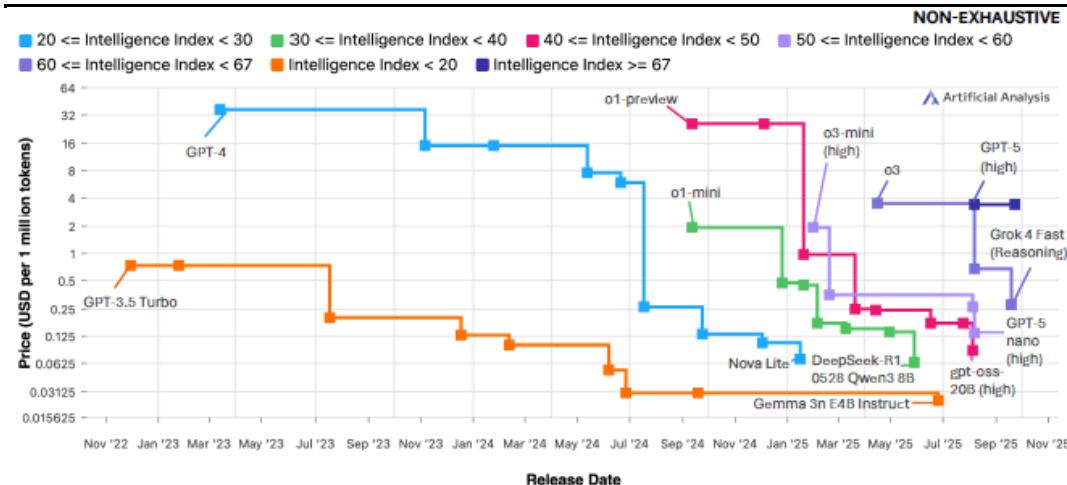
图 14：大模型能力对比（基于开源模型和闭源模型）

资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：1) 评分基于 Artificial Analysis 智能能力指数；2) 排名时间截至 2025 年 11 月 24 日

在模型调用成本端，基于 Artificial Analysis 数据，我们整体观察到：1) 按不同智能能力等级划分的模型群组中所具备代表性的模型的调用成本随着时间推移均持续下降；2) 相同时点，希望调用智能能力更强的大模型确实需要支付更高的价格，但拉长时间维度看，不同模型群组中所具备代表性的模型调用成本均下探，及不同群组间的调用成本差异收窄或有望进一步推动应用生态繁荣。

图 15：按不同智能能力等级划分的语言模型推理定价及价格随时间推移的演变情况

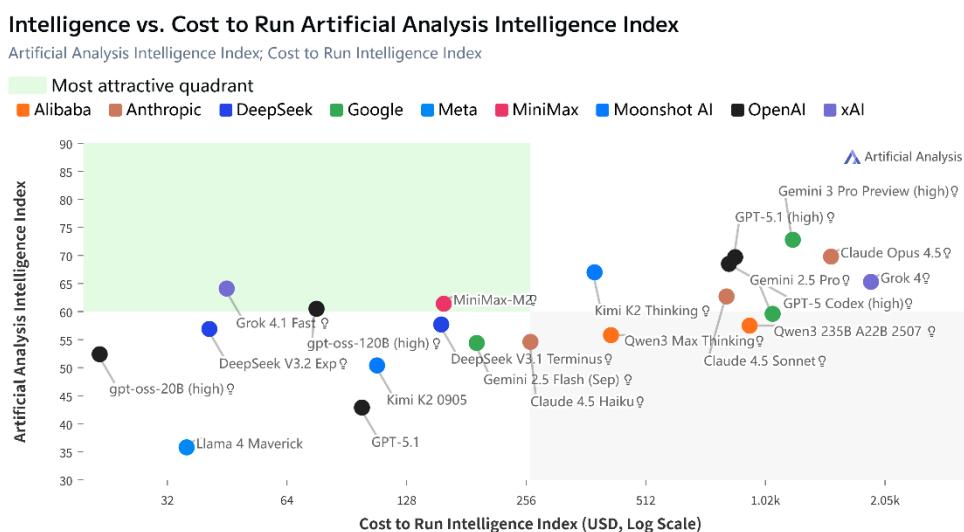


资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：单价为每百万 token 所对应的美元价格（输入与输出 Token 价格权重比 3:1，已混合计算）

从行业对比来看，基于不同模型的智能能力指数及其对应完成智能能力指数测试所需的成本综合衡量的成本效率而言，目前模型中，Minimax、Grok、GPT 等模型的部分版本处于最具吸引力的象限，而较为接近这一象限的还有 Kimi、Deepseek 等模型。

图 16：不同模型的智能能力指数及其对应完成智能能力指数测试所需的成本



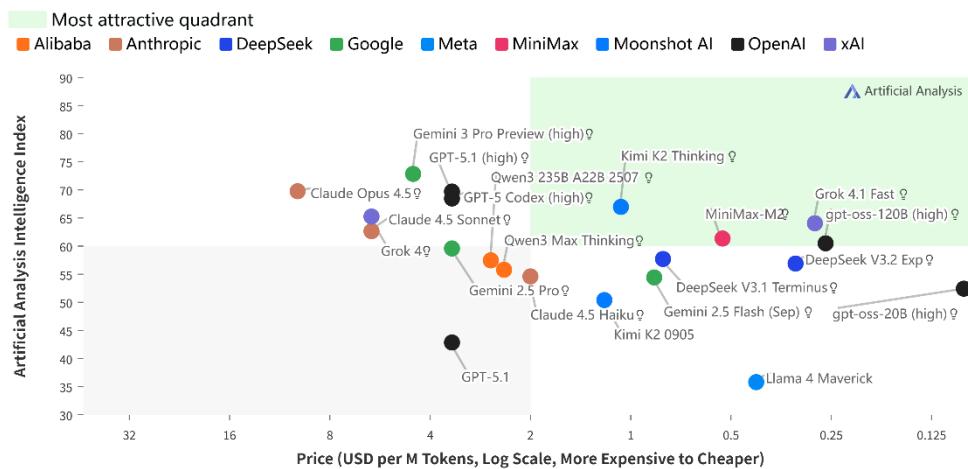
资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

从企业端使用者调用模型的性价比维度衡量（即模型的智能能力和调用模型所需要的价格），Kimi、Minimax、Grok 的部分模型版本处于最优象限，而 Deepseek、Qwen 也较为接近最优区间。

图 17：调用不同模型的性价比

Intelligence vs. Price (Log Scale)

Artificial Analysis Intelligence Index; Price: USD per 1M Tokens; Inspired by prior analysis by Swyx



资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：单价为每百万 token 所对应的美元价格（输入与输出 Token 价格权重比 3:1，已混合计算）

视频大模型：应用场景拓宽及商业化进展迅速

随着多模态大模型发展，我们看到 AI 创意生成应用（视频/图片/语音），尤其是 AI 视频应用，取得较快的应用场景落地与商业化发展。我们持续看好中长期全球 AI 创意应用的市场空间。我们测算 2027 年全球创意应用市场规模有望达到 546 亿美元，其中 AI 创意应用渗透率有望达到 11%，对应全球 AI 创意工具市场规模有望达到 58 亿美元。

全球视频大模型行业快速发展，中国厂商基于技术的持续探索与视频数据的丰富度，在视频模型领域取得性能与成本方面的领先。根据 Artificial Intelligence 测评，快手可灵、谷歌 Veo 3 以及 Lightricks LTX-2 Pro 在性能方面排名前三，而且快手可灵在 API 调用价格方面优于其他两个大模型。其他国内视频模型厂商例如生数科技、阿里巴巴、字节跳动等的视频模型亦处于行业较为领先的水平，同时在模型调用成本方面具备优势。

图 18: 主流视频大模型：评分与 API 价格对比

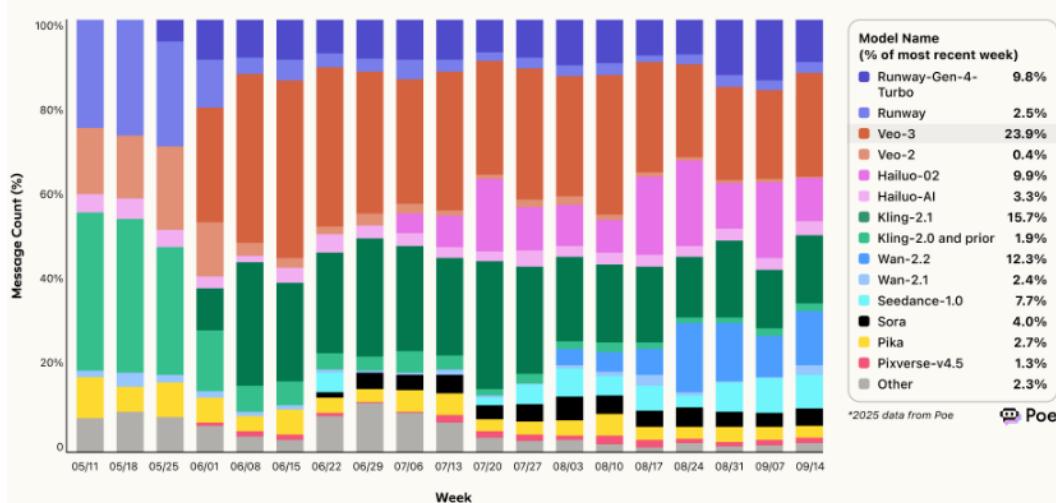
公司	模型	上线时间	文生视频 ELO 评分	分辨率	API 调用价格(美元/秒)
Kuaishou	Kling 2.5 Turbo Standard	Sep-25	1,232	720p	0.04
Google	Google Veo 3 / 3.1	Jul-25	1,227	720p	0.20
Lightricks	LTX-2 Pro	Oct-25	1,198	1080p	0.06
MiniMax	MiniMax Hailuo 2.3	Oct-25	1,194	768p	0.05
Vidu	Vidu Q2 Turbo	Oct-25	1,185	720p	0.02
Alibaba	Wan 2.5	Sep-25	1,181	720p	0.09
OpenAI	Sora 2	Sep-25	1,179	720p	0.10
PixVerse	PixVerse v5	Aug-25	1,179	1080p	0.06
ByteDance	Seedance 1.0 Lite	Jun-25	1,169	720p	0.03

资料来源：Artificial Intelligence、招银国际环球市场

根据 AI 应用与模型检测网站 POE 数据，Google Veo 3 视频模型自发布以后使用量快速增长，9 月初市场份额已接近 24%。但国内视频模型厂商也保持较强的竞争力，国内厂商

(包括快手、Minimax、阿里巴巴、字节跳动) 的视频模型合计占据约 53%的市场份额，其中快手可灵仍然维持领先，占据 16%的市场份额。

图 19：主流视频大模型：发送给模型的信息量



资料来源：POE、招银国际环球市场

我们持续看好中长期全球 AI 创意应用的市场空间。我们测算 2027 年全球创意应用市场规模有望达到 546 亿美元，其中 AI 创意应用渗透率有望达到 11%，对应全球 AI 创意工具市场规模有望达到 58 亿美元。

图 20：AI 创意应用市场规模测算

Creative Tool TAM (Billion USD)	2024	2025E	2026E	2027E
Creative Tool TAM	391.6	437.9	489.3	546.1
YoY		11.8%	11.7%	11.6%
AI Creative Tool Market Scale	18.6	40.1	58.0	
AI Penetration	4.3%	8.2%	10.6%	
Creative Workers	2024	2025E	2026E	2027E
Global Creative Workers (Millions)	68.0	71.4	75.0	78.7
付费渗透率	85%	85%	85%	85%
付费用户数 (百万)	57.8	60.7	63.7	66.9
月 ARPPU (美元)	44.0	45.0	46.0	47.0
Creative Tool TAM - Creative Workers	305.2	327.7	351.8	377.4
AI Creative Tool Market Scale - Creative Workers	13.1	26.4	37.7	
AI Penetration	4%	8%	10%	
Amateur Creative Enthusiasts	2024	2025E	2026E	2027E
Global Amateur Creative Enthusiasts (Millions)	900.0	927.0	954.8	983.5
付费渗透率	10%	11%	12%	13%
付费用户数 (百万)	90.0	102.0	114.6	127.8
月 ARPPU (美元)	8.0	9.0	10.0	11.0
Creative Tool TAM - Amateur Creative Enthusiasts	86.4	110.1	137.5	168.8
AI Creative Tool Market Scale - Amateur Creative Enthusiasts	5.5	13.7	20.3	
AI Penetration	5%	10%	12%	

资料来源：公司资料、国际劳工组织、招银国际环球市场预测

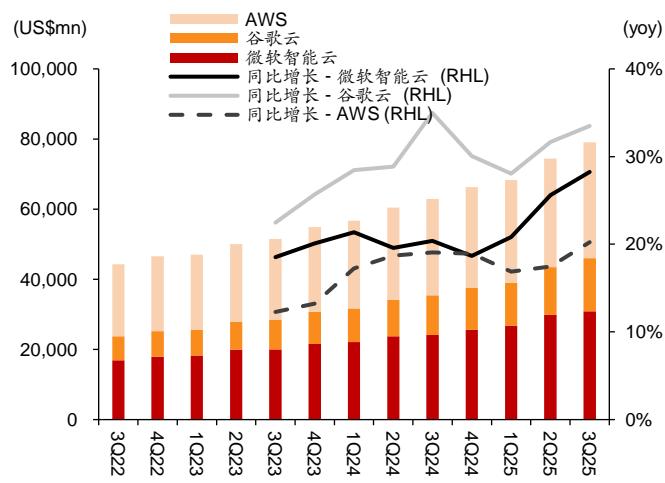
行业基本面：因需求强劲上调 Capex 指引，利润率影响程度分化

在美国龙头互联网公司的业绩中我们整体观察到：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，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。

需求持续强劲，供给受限逐步缓和拉动云营收增长加速

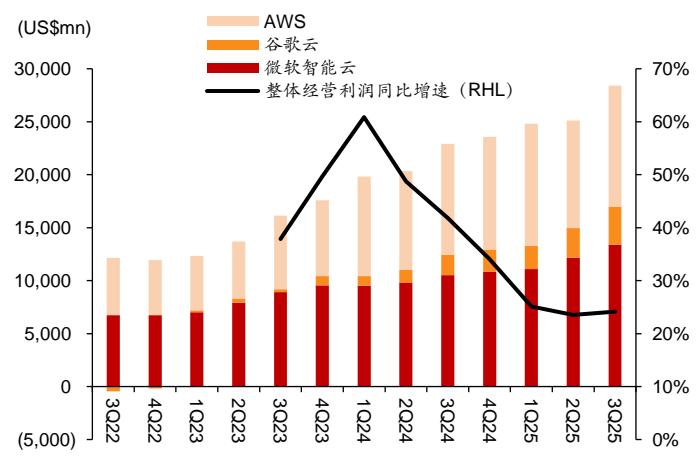
3Q25 微软智能云/谷歌云/亚马逊云营收同比增长 28.2/33.5/20.2% (2Q25: 25.6/31.7/17.5%)，且我们认为加速趋势有望在 4Q25 延续。我们观察到云厂商需求仍然强劲，而供给受限仍是影响云厂商营收增速进一步增长的主要原因，影响缓和或将有助于支撑营收进一步加速。需求端来看，3Q25 微软披露其整体商业剩余履约义务增至 3,920 亿美元 (+51% YoY)；谷歌云合同金额环比增长 46%、同比增长 82% 至 1,550 亿美元。供给端来看，亚马逊披露功耗仍是其满足增量客户需求的主要掣肘，更多的电力支持上线将推动更多的需求满足，公司在过去 12 个月增加了超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

图 21：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 22：美国云厂商：云业务运营利润及同比增速



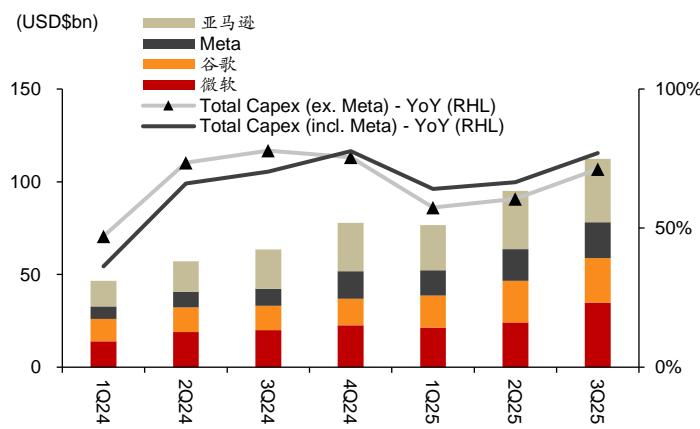
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

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（即 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（电力基础设施、芯片、数据中心），

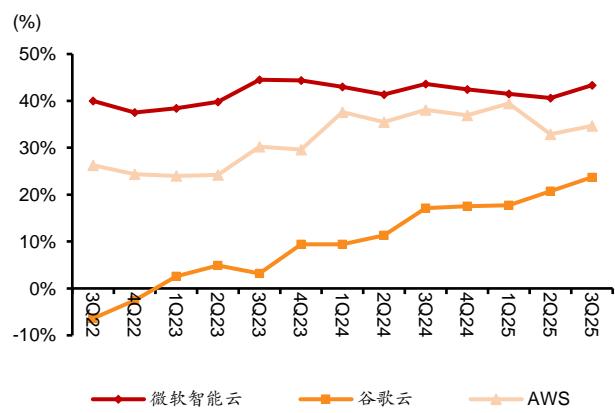
即使未来出现过度投资的迹象，公司也有能力将 Capex 的存量能力复用于公司内部降本增效的增量探索和其他方向的二次变现。

图 23：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

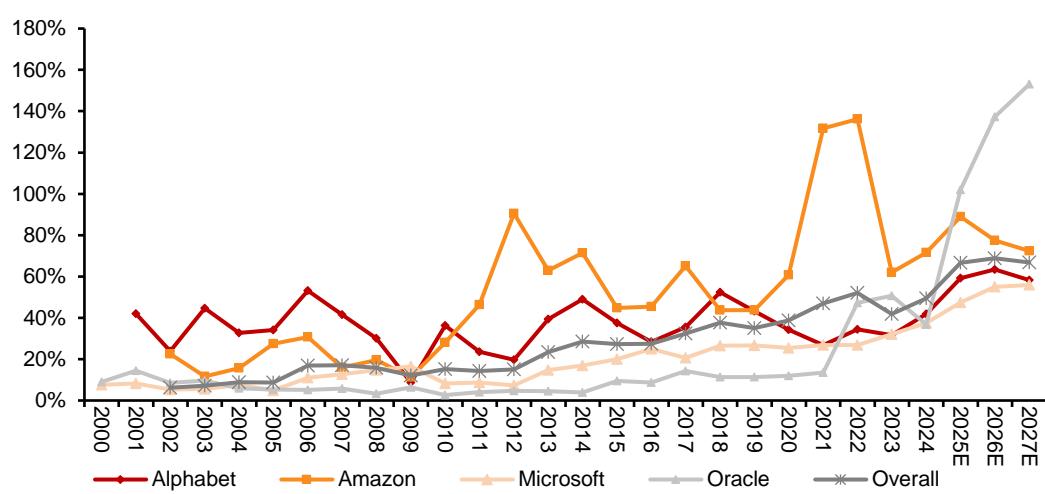
图 24：美国云厂商：云业务利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

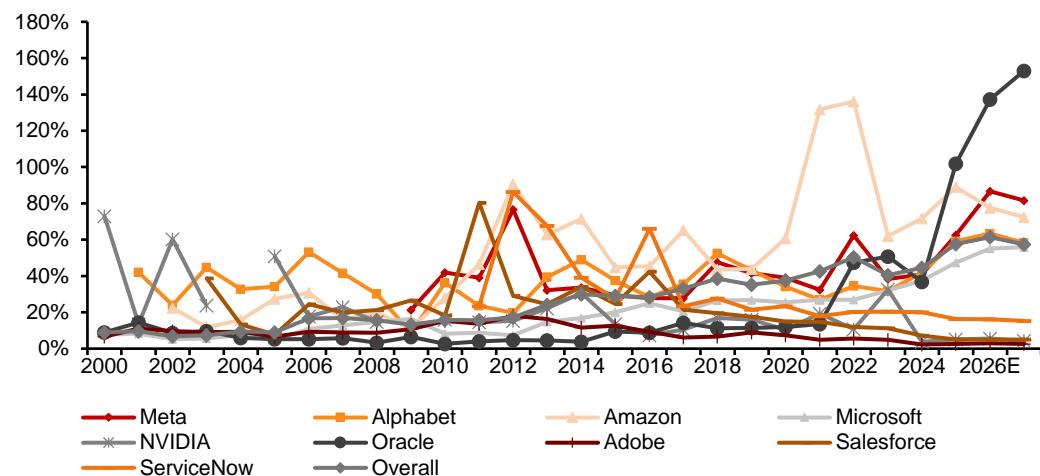
受 AI 算力需求增长推动，美国头部云厂商 (GOOG/AMZN/MSFT/ORCL) 2025 年资本开支预计将创新高，2025 年资本开支总额预计达到约 2981 亿美元，约占经营性现金流总额的 67%（对比 2001 年资本开支总额 15 亿美元，约占经营性现金流 10%），2001-2025 年期间资本开支复合增速达到 25%，同期经营性现金流复合增速为 15%。细分到具体公司，包括微软/谷歌/亚马逊维持较为稳健的现金流，2025 年 CAPEX/OCF 分别为 47%/59%/89%，公司现金流造血能力仍然能较好支撑其资本开支。相比之下，Oracle 资本开支规划显著高于其经营现金流，彭博一致预期下 Oracle FY25/26/27E CAPEX/OCF 达到 102%/137%/153%。

图 25：美国头部云厂商：资本开支/经营性现金流



资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 26：美国头部科技公司：资本开支/经营性现金流



资料来源：彭博、招银国际环球市场

AI 应用：拉动主业增长，探索新变现方式，降本增效

回顾龙头公司 AI 变现与应用进展，我们观察到 AI 在持续拉动主业增长的同时也带来了新的营收增长机遇，与此同时 AI 在公司内部的应用持续带来降本增效的机会，从而有望在中长期助力公司利润率扩张及利润增长。

我们观察到，在带动主业增长及探索新的变现方式方面：1) 从增量创收的绝对值体量而言，除云业务外，AI 对于广告业务的赋能较为显著，但广告业务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。

展望长期，我们认为 AI 的增长叙事仍在深化。未来从芯片算力的突破到企业级 AI 在垂直行业如政务、金融及电商等领域的深化落地，人工智能的技术边界与商业场景仍在持续拓展。AI 技术迭代与行业渗透的双重驱动下，科技公司的增长动能或有望进一步强化。短期来看，在 AI 变现仍进展迅速、但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。

图 27:美国主要互联网及云计算厂商 AI 业务进展

公司	AI 进展
微软	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 问询量环比增长 3 倍。
Meta	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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。
苹果	<ul style="list-style-type: none"> 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；

	<p>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；</p> <p>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。</p>
特斯拉	<p>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 在奥斯汀无安全员行驶超 25 万英里，AI 优化运营效率，年底计划扩展至 8-10 个都市区；</p> <p>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；</p> <p>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；</p> <p>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。</p>
Netflix	<p>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；</p> <p>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；</p> <p>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。</p>
Booking	<p>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；</p> <p>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。</p>
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。
Palantir	<p>1) AI 赋能主业：主动将 AIP 集成至陆军 Vantage 平台，获全军整合指令；AI Hivemind 助力政府端复杂任务，推动政府业务深化；边缘本体技术使客户可低成本开发移动端 AI 应用，扩展 AIP 应用场景。</p> <p>2) 支持客户增长：AIP 助力企业客户 AI 转型降低客户使用门槛，推动客户数增长至 911 家；AI FDE 代理实现任务自主执行与闭环纠错，助力客户将遗留数据仓库迁移周期从 2 年压缩至 5 天。</p>
Uber	<p>1) AI 应用：Uber AI 为 940 万司机 / 配送员提供多语言任务，提升其薪资水平；生成式 AI 嵌入平台全流程，提升效率、优化运营、提供个性化用户体验，助力跨平台用户匹配；</p> <p>2) 自动驾驶：与英伟达合作开发 Hyperion (L4 级自动驾驶参考架构)，与斯特兰蒂斯合作，初始 5000 辆汽车采用英伟达技术，计划大幅扩容；与 Waymo 在奥斯汀、亚特兰大、凤凰城运营，部署 Waymo 自动驾驶的市场增速为美国其他地区的 2 倍。</p>
Fortinet	<p>1) 三季度推出 Secure AI 数据中心解决方案，该方案专为 AI 工作负载设计，依托 FortiASIC 芯片实现高吞吐、低延迟防护，已落地全球财富 150 强电商客户的 AI 基础设施项目</p> <p>2) AI 产品直接拉动收入增长：AI-driven SecOps 板块本季度账单实现 33% 的远高于整体的高速增长，当前已占整体账单收入的 11%</p> <p>3) 巩固产品优势：AI 技术优化了防火墙、SASE 等核心产品的威胁检测精度与运营效率，推动 FortiGate 系列产品性能提升</p>
Applovin	<p>1) 广告模型优化驱动收入快速增长：3Q25 总收入同比增长 68% 至 14.05 亿美元，主要得益于公司持续优化广告模型，推动广告转化效果进一步提升。</p> <p>2) 推出自助广告投放平台：公司 10 月 1 日推出自助广告投放平台，有效筛选低质量广告账户，推动平台广告投放效率及广告质量显著提升，自助广告投放平台自推出后广告预算持续维持 >50% 的周环比增长</p>
Unity	Vector AI 驱动广告业务稳健增长：3Q25 Grow 业务收入同比/环比增长 6%/11%，主要得益于 Vector AI 驱动。Vector AI 驱动下，不同客户规模、地理位置以及行业的广告效果均有显著提升。
Datadog	<p>1) AI 赋能主业：客户倾向于使用统一平台管理 AI 与非 AI 业务，Datadog 的集成能力（支持超 1,000 种集成）成为核心竞争力，超过 5,000 名客户通过集成向 Datadog 发送 AI 数据；</p> <p>2) AI 增量营收贡献：AI 原生客户贡献 Q3 总营收的 12%（高于 2Q25 的 11% 和 3Q24 的 6%）；AI 原生客户数量超 500 家，其中：15 家年消费超 100 万美元，100 家年消费超 10 万美元；AI 产品（如 GPU 监控）有望带来未来收入机会</p>

Nebius <ul style="list-style-type: none"> 1) AI 驱动核心业务增长，带来大额合约贡献：客户对新一代 NVIDIA Blackwell 芯片的需求强劲，推动长期容量预订（如 Meta 的 30 亿美元 5 年期合约，以及微软价值 174 亿-194 亿美元合约，首批容量已于 Q3 交付，2026 年全面产生收入）； 2) 推动客户结构多元：AI 原生客户如 Cursor（AI 代码编辑器）、Black Forest Labs（生成式 AI 模型）、Shopify（软件供应商）等推动收入增长；企业客户扩展：医疗、生命科学、媒体娱乐等垂直行业贡献新增需求。
Coreweave <p>AI 赋能主业同时带来显著营收贡献：强劲 AI 需求推动 3Q25 营收同比增长 134% 至 14 亿美元，RPO 达 500 亿美元，为云服务史上最快达成速度，且与 Meta、OpenAI 等签署大规模计算合约，现有十大客户中九家已多次签约。年消费超 1 亿美元的客户数量同比增长 3 倍，单一客户占收入积压比例降至约 35%（年初为 85%），超 60% 积压来自投资级客户。</p> <ul style="list-style-type: none"> 1) AI 全面拉动三大主业：电商方面 Shopee 通过智能搜索、卖家工具等提升转化与履约效率，AI 广告工具广告产品使用卖家数量同比增长超 25%，平均广告支出增长超 40%；Garena 借助 AI 优化游戏创作与体验，SeaMoney 以 AI 强化风控与产品推荐，在贷款规模增长 70% 的情况下维持低违约率。 2) AI 增量营收贡献：AI 优化的广告匹配使每千次展示收益 (CPM) 提升 30-50%，驱动广告变现显著提升，Shopee 广告收入同比增长超 70%，整体贡献公司约 20-25% 的营收增长，成为营收增长关键引擎；买家购买频率同比提升 12%，月活买家增长 15%，直接带动 GMV 增长。
Sea <ul style="list-style-type: none"> 1) AI 赋能主业：Sidekick 智能助手赋能商家，Q3 新增 75 万家店铺首次使用 Sidekick，累计对话量近 1 亿次（仅 10 月达 800 万次），支持商家核心运营；Shopify 拥有数百万商家和数十亿交易数据，为 AI 模型训练提供独特优势。消费者调研显示 64% 的消费者可能在 BFCM（黑五网一）期间使用 AI 辅助购物。 2) AI 驱动渠道流量与订单增长：自 2025 年 1 月以来，AI 驱动流量增长 7 倍，AI 搜索产生的订单增长 11 倍。与 OpenAI 等合作“为商家创造更多销售场景”，收入与商家成功直接绑定
Shopify

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

在公司运营层面，我们观察到 AI 已经成为帮助内部提效的有效工具。谷歌销售团队利用 Gemini 实现生产力提升超 10%，AI 生成近一半代码，客服端 Gemini 处理超 4000 万客户会话；Palantir 的 AI FDE 代理将客户数据仓库迁移周期从 2 年压缩至 5 天，运营效率实现颠覆性突破；Uber 借助 AI 实现多语言司机与用户的精准匹配，生成式 AI 嵌入平台全流程推动应用效率迭代。AI 内部提效在大型企业中的应用更为领先与普遍，且体现出持续拓展加速趋势。

图 28: 美国主要互联网及云计算厂商实现 AI 内部提效

公司	AI 内部提效
Amazon	AWS 的 Transform agent 帮客户节省 70 万小时手动工作，物流端通过 AI 优化库存布局缩短美国入库交付时间近 4 天，且 AI 驱动的机器人提升了履约网络的安全性与生产力。
谷歌	销售团队用 Gemini 使生产力提升超 10%，AI 生成近一半代码，客服端 Gemini 处理超 4000 万客户会话，YouTube 也通过 AI 优化创作者工作流程与推荐系统。
Palantir	AI FDE 代理实现任务自主执行，压缩数据仓库迁移周期，提升运维效率。
Uber	AI 助力 940 万司机 / 配送员实现多语言精准匹配，提升配送效率；生成式 AI 嵌入平台全流程，提升应用运营效率。
Fortinet	AI 技术优化了防火墙、SASE 等核心产品的威胁检测精度与运营效率，推动 FortiGate 系列产品性能提升，降低运维成本。
Datadog	AI 驱动的自动化（如 BITS AI）减少人工运维成本，提升故障排查效率。
Sea	80% 客户咨询由 AI 处理，客服成本降低 75%；AI 广告工具提升广告变现效率，在营销成本控制上效果显著。
Shopify	通过“自动化、工具改进和 AI 反射性使用”提升人均产出，内部运营费用占比从 2023 年的 45% 降至 2025 年 Q3 的 37%。
ServiceNow	自 2025 年 5 月以来 AI 智能体用量增长超 55 倍，提升企业 AI 工作流管理效率，降低企业 AI 运营成本。
Tesla	AI 优化储能调度与部署流程，支撑 Megapack 研发，降低能源业务运营成本；优化汽车生产流程与供应链管理，提升生产效率，控制生产成本。
Netflix	AI 作为创作工具帮助创作者更高效开发内容，降低内容制作成本；AI 驱动推荐引擎提升用户留存，减少获客成本。
Booking	AI 驱动搜索工具优化预订路径，提升用户转化与复购效率，降低获客与用户维护成本。
Cloudflare	AI 工具与安全功能升级，吸引 80% AI 相关科技公司使用其云计算工具，提升营收效率，优化客户结构与成本收益比。
AppLovin	持续优化广告模型，推动广告转化效果提升，降低广告投放成本；自助广告投放平台提升广告投放效率，减少人工运营成本。
Unity	Vector AI 驱动广告业务增长，提升不同客户规模、地理位置及行业的广告效果效率，优化广告成本收益比。
Coreweave	AI 驱动的存储服务使客户成本降低 75%，并实现跨区域数据零迁移，大幅降低数据管理成本。

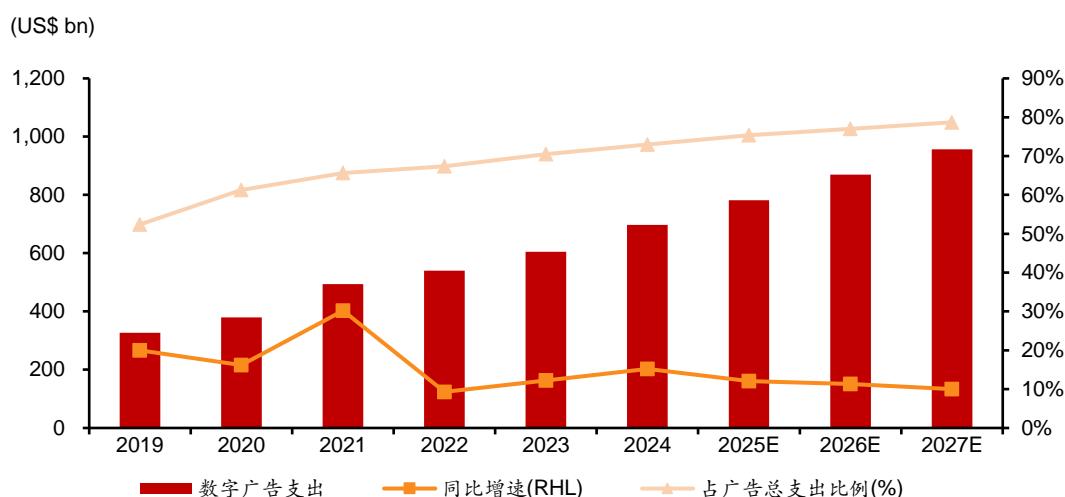
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

海外市场其他细分行业展望

广告：AI 驱动广告收入增长

据 eMarketer 数据，2026 年全球数字广告市场规模有望达 8700 亿美元，同比增长 11%，占全球广告市场的份额提升至 77%。我们认为 AI 有望成为全球数字广告市场增长的主要驱动力，AI 多维度赋能广告解决方案：1) AI 优化社交平台内容推荐，提升用户粘性与使用时长，进一步增加广告库存；2) AI 增强精准营销能力，提高数字广告转化率与 eCPM；3) AI 生成广告素材降低广告投放门槛，提升广告 ROI，吸引增量广告预算。

图 29：全球：数字广告支出



资料来源：eMarketer、招银国际环球市场

图 30：美国广告平台：AI 赋能广告业务

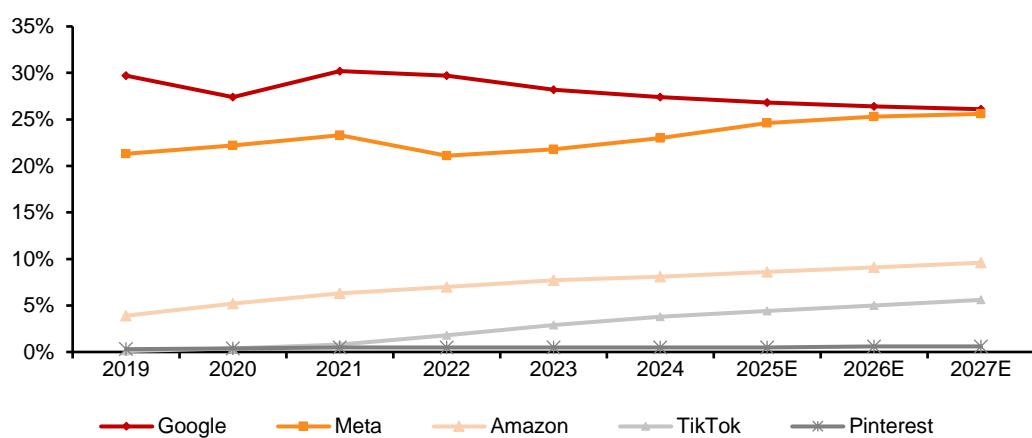
公司	AI 赋能广告
Meta	<ul style="list-style-type: none"> 1) 增加广告库存：3Q25 AI 内容推荐系统推动 Facebook 和 Threads 平台用户使用时长分别同比提升 5% 和 10%，丰富平台广告库存。 2) 提升广告转化效果：Meta 持续优化广告模型 Andromeda，推动 Facebook 广告质量提升 14%。 3) 降低广告投放成本：端到端 AI 自动化广告解决方案年化营收已超 600 亿美元，降低广告投放门槛与成本，改善广告投放效率。展望未来，公司将继续借助 AI 优化推荐系统、内容理解能力及营销效果，管理层预计 AI 将推动 FY26 营收持续强劲增长。
谷歌	<ul style="list-style-type: none"> 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。
Pinterest	<ul style="list-style-type: none"> 1) AI 优化搜索，提高用户体验与转化效率：由年初至 2Q25，公司通过 AI 优化搜索推动搜索达成率提升 230bps，帮助用户更好搜索到需要的内容与商品 2) AI 自动化广告投放与竞价：公司 2025 年推出 Performance+ 自动化广告投放工具，降低广告投放门槛，采用该投放工具的广告主的平均预算增长 12%，拉动中小广告主预算较快增长。

- Snap**
- 1) 利用大模型提升动态商品广告 (DPA) 转化效率：公司利用大模型提升动态商品广告对于产品的理解，推动该广告转化率提升超4倍，以及3Q25购物相关广告收入增长超30%。
 - 2) 公司宣布与 Perplexity 达成合作，成为 AI 应用流量入口：2026 年 Perplexity 将把 AI 搜索体验嵌入 Snap 聊天界面，为此将向 Snap 支付 4 亿美元对价，Snap 作为社交平台成为 AI 应用的重要流量入口。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从竞争与市场份额的角度看，Meta 与 TikTok 有望持续提升在数字广告的市场份额，主要得益于 AI 优化平台内容推荐系统以及广告解决方案；而谷歌在数字广告的市场份额或有所下滑，主要由于 AI ChatBot 对于搜索流量的挑战以及谷歌自身在 AI 搜索领域的探索或影响短期商业化效率。根据 eMarketer 数据，2026 年谷歌/Meta/TikTok 在数字广告市场的份额分别为 26.4%/25.3%/5.0%，分别同比-0.6/+1.6/+0.6 个百分点。

图 31：全球数字广告市场：头部厂商市场份额



资料来源：eMarketer、招银国际环球市场

图 32：全球广告市场趋势

总收入 (十亿美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球广告市场支出	622.5	618.4	752.1	799.9	858.1	954.8	1,036.8	1,129.6
同比增速	8.0%	-0.7%	21.6%	6.4%	7.3%	11.3%	8.6%	9.0%
总收入 (十亿美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球数字广告市场支出	326.3	379.0	493.5	539.5	605.3	697.1	781.4	870.0
同比增速	20.0%	16.2%	30.2%	9.3%	12.2%	15.2%	12.1%	11.3%
占广告市场总支出比例(%)	52.4%	61.3%	65.6%	67.4%	70.5%	73.0%	75.4%	77.0%
总收入 (十亿美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Google	96.8	103.9	149.0	160.4	170.7	191.1	209.7	229.4
Meta	69.7	84.2	114.9	113.6	132.0	160.6	191.9	220.1
Amazon	12.6	19.8	31.2	37.7	46.9	56.2	67.1	79.3
TikTok	0.3	1.4	3.9	9.9	17.8	26.4	34.5	43.2
Pinterest	1.1	1.7	2.6	2.8	3.1	3.7	4.3	5.0
Reddit	0.1	0.2	0.4	0.6	0.7	1.1	1.7	2.2

同比增速(%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Google		7.3%	43.4%	7.6%	6.4%	12.0%	9.7%	9.4%
Meta		20.8%	36.5%	-1.1%	16.1%	21.7%	19.5%	14.7%
Amazon		56.5%	57.6%	21.1%	24.3%	19.8%	19.4%	18.1%
TikTok		314.7%	175.2%	154.9%	80.3%	48.2%	30.5%	25.4%
Pinterest		48.2%	52.7%	8.5%	9.3%	19.3%	16.4%	17.2%
Reddit		70.0%	147.1%	40.5%	20.3%	50.7%	60.7%	30.2%

总收入(市场份额)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Google	29.7%	27.4%	30.2%	29.7%	28.2%	27.4%	26.8%	26.4%
Meta	21.3%	22.2%	23.3%	21.1%	21.8%	23.0%	24.6%	25.3%
Amazon	3.9%	5.2%	6.3%	7.0%	7.7%	8.1%	8.6%	9.1%
TikTok	0.1%	0.4%	0.8%	1.8%	2.9%	3.8%	4.4%	5.0%
Pinterest	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
Reddit	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源：eMarketer、招银国际环球市场

Alphabet: 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。

Meta: 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。

图 33: Alphabet: 运营利润趋势

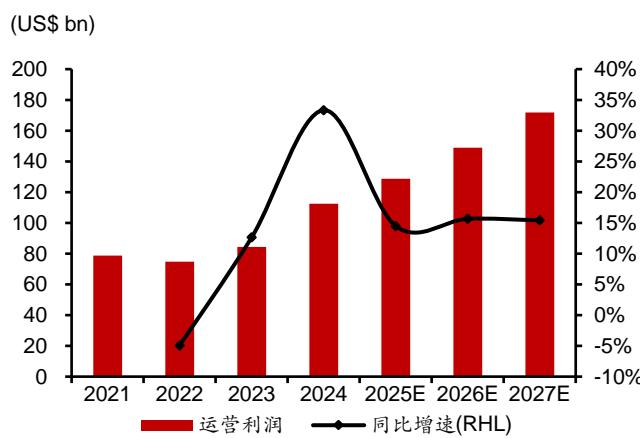
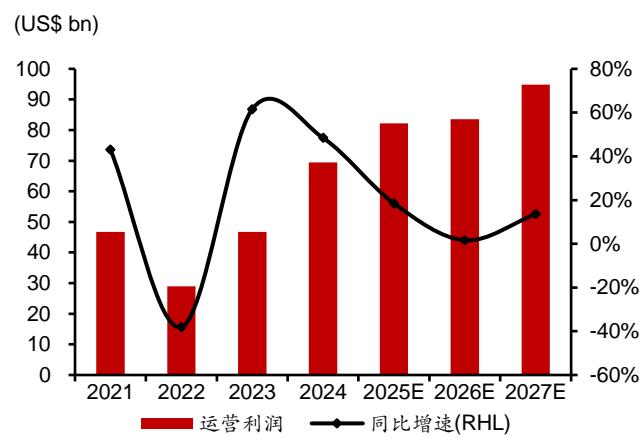


图 34: Meta: 运营利润趋势



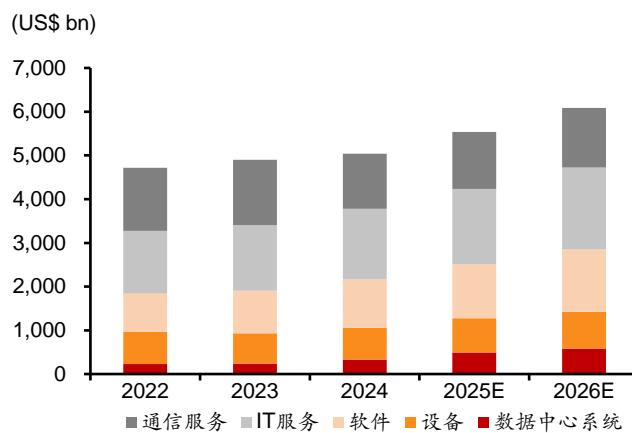
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

软件：AI应用商业化趋势符合预期

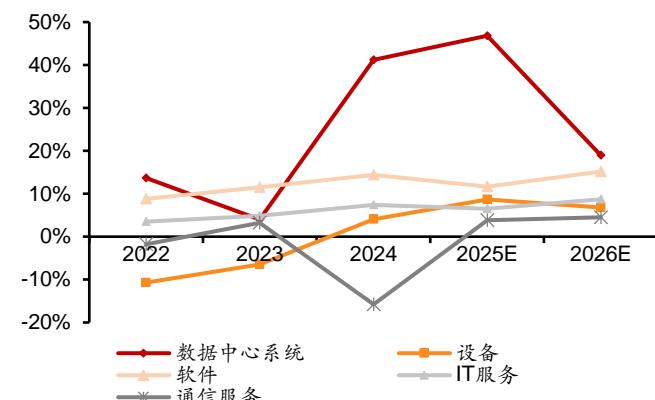
根据Gartner数据，2026年全球IT支出有望维持较快增长，预计同比增长10%至6.1万亿美元。其中，数据中心与软件支出将是主要增长驱动力，预计2026E分别同比增长19%和15%至5,824亿美元与1.43万亿美元。2024年以来，随着头部云厂商与互联网公司持续加大AI基建投入，全球数据中心开支维持30%以上的复合增速；全球软件支出亦得益于AI应用商业化的落地，维持10%以上的复合增速。

图35：全球IT支出趋势



资料来源：Gartner、招银国际环球市场

图36：全球IT支出趋势：同比增速



资料来源：Gartner、招银国际环球市场

全球AI总支出2026年有望维持快速增长，Gartner预计2026年全球AI总支出同比增长37%至2.02万亿美元，其中AIaaS/AI基础设施软件/AI大模型/AI电脑/AI应用软件为增速最快的前5大细分赛道，预计2026年分别同比增长105%/82%/81%/60%/57%至375/2,298/258/1,444/2,697亿美元。

图37：全球：AI总支出拆分

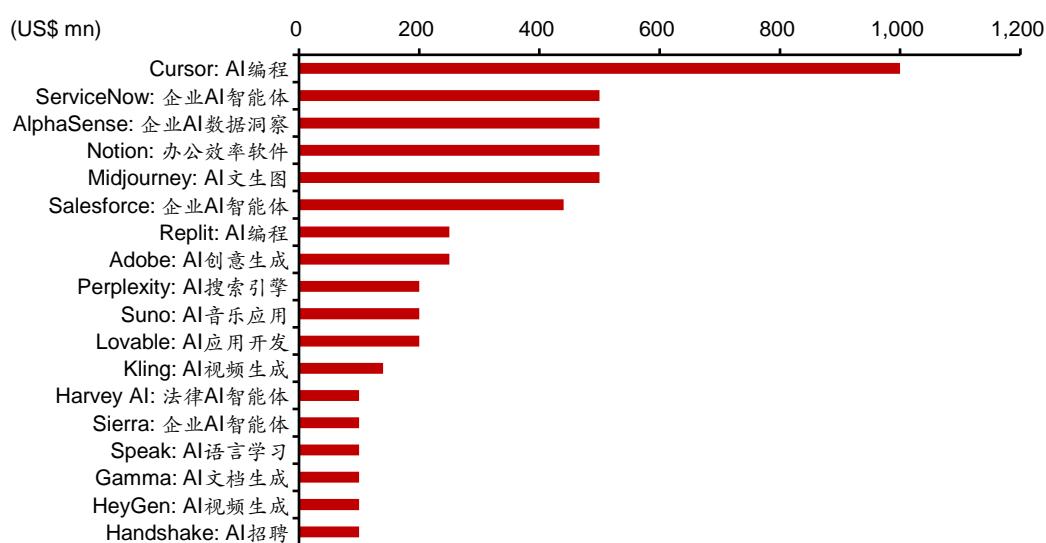
(US\$b)	2024	2025E	2026E	2026E 同比增速
AI服务	259	283	325	15%
AI应用软件	84	172	270	57%
AI基础设施软件	57	126	230	82%
AI大模型	6	14	26	81%
AI服务器	140	268	330	23%
AIaaS服务	7	18	38	105%
AI半导体	139	209	268	28%
AI电脑	51	90	144	60%
AI手机	245	298	393	32%
AI总支出	988	1,479	2,023	37%

资料来源：Gartner、招银国际环球市场

AI 应用商业进展仍然是市场关注的重点，2026 年我们建议关注 AI 应用落地与商业化的两大场景：

- 1) AI 大模型擅长的应用场景：例如编程、创意生成、办公效率等。编程方面，多个大模型在编程基准方面取得高分，多家采用 AI 编程的头部互联网与企业披露超过 30% 的 AI 代码采用率，2025 年 AI 编程应用实现快速落地，Cursor ARR 超 10 亿美元，GitHub Copilot 用户数超 2000 万。创意生成方面，图片、视频、音乐等内容均有应用取得较好的 AI 商业化进展，AI 图片应用 Midjourney ARR 超 5 亿美元，AI 视频应用快手 ARR 超 1.4 亿美元，AI 音乐应用 Suno ARR 超 2 亿美元。
- 2) 高价值量的应用场景：例如企业智能体、以及教育、金融、法律等传统垂直行业。全球企业 IT 预算规模庞大（2026 年 6.1 万亿美元），AI 对于企业各流程的效率优化能带来较大的向上销售/交叉销售空间。2025 年末 ServiceNow 企业智能体与 AI 产品 ARR 有望超 5 亿美元，2QFY26 Salesforce AI 智能体产品 ARR 已达 4.4 亿美元。

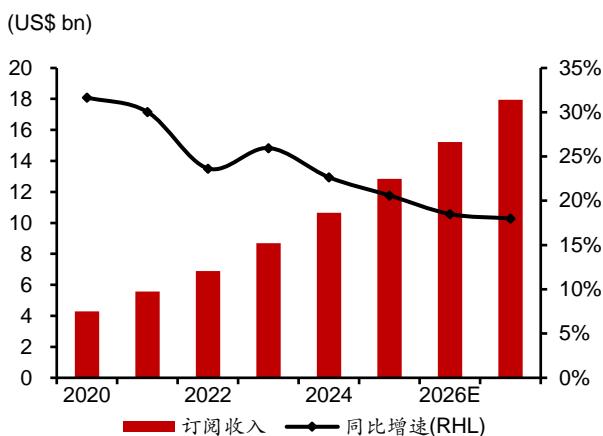
图 38: AI 应用软件: 最新 ARR 水平



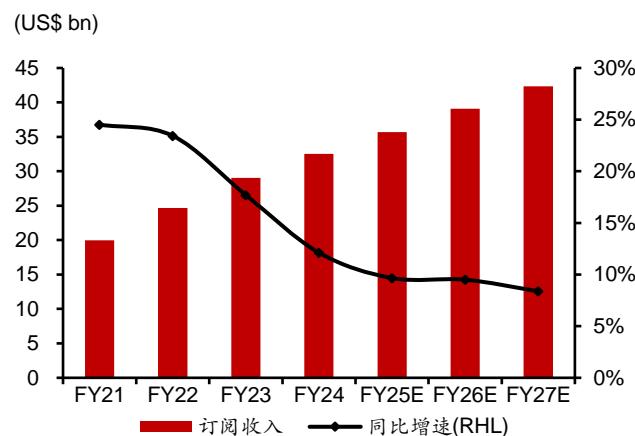
资料来源：ARR Club、公司资料、招银国际环球市场

ServiceNow: 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 运营利润率提升 1 个百分点。

Salesforce: 我们看好 Salesforce 的 AI 商业化趋势，核心依托其差异化的 Agentforce 解决方案及数据云整合解决方案。3QFY26 Agentforce 及 Data 360 业务 ARR 同比增长 114% 至约 14 亿美元，其中 Agentforce 业务 ARR 同比增长 330% 至超 5 亿美元。受益于智能体业务的增长机会，管理层指引：1) FY30E 总营收将突破 600 亿美元，FY26-30 自有业务收入增长复合年增长率超 10%；2) FY30E 实现“50 法则”（订阅收入同比增速+非 GAAP 营业利润率>50%）。

图 39: ServiceNow: 订阅收入趋势

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 40: Salesforce: 订阅收入趋势

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

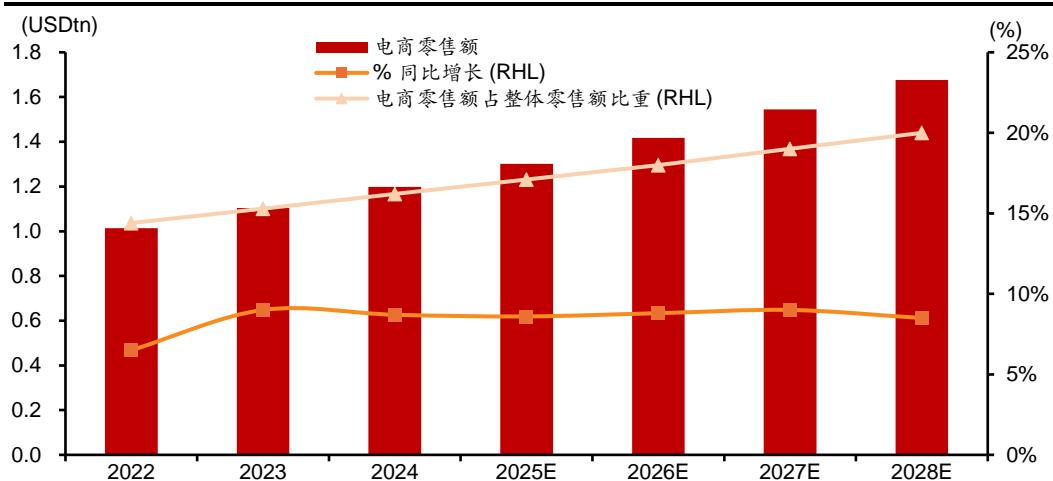
Datadog: 鉴于数字化转型和云迁移的长期趋势，我们看好 Datadog 的长期业务发展潜力，整体云行业营收增长加速有望利好云基础设施监控平台的发展，且 Datadog 已证明其有能力持续拓展客户群和交叉销售更多从开发端到业务端全产业链的相关软件产品。Datadog 即使处于投资期也能维持优秀的财务表现，满足 Rule of 40，随着投资开始逐步取得回报、AI 原生客户需求持续起量，公司基本面表现有望维持稳健。

Palo Alto Network: 我们看好派拓网络是生成式人工智能时代的主要受益者之一，因随着人工智能相关部署规模的扩大，安全需求应有望稳步增长。我们预计公司 FY26 营收/non-GAAP 净利润将分别增长 14%/18%，自由现金流利润率为 38.4%，财务表现持续符合“50 法则”，有望为估值提供支撑。

电商：线上渗透率仍有提升空间

根据 eMarketer 预测，美国 2025 年电商销售额预计将达 1.3 万亿美元，同比增长 8.6%，未来增长动能将来自存量用户的消费频次与客单价提升，以及品类渗透率的提升，如生鲜杂货等生活必需品当前在海外渗透率仍处于较低水平。生鲜及日百等品类此前受履约效率、消费习惯等因素制约，线上渗透进度较慢，但随着履约方式进化及仓储布局效率提升，生活必需品的线上化率有望逐步提升，进而推动成熟市场整体电商渗透率持续稳步提升。

图 41：美国电商零售额，2022-2028



资料来源：eMarketer、招银国际环球市场

新兴市场代表如东南亚及拉美市场电商渗透率仍具较大提升空间，有望持续贡献核心增量。东南亚（如印尼）、拉美（如墨西哥）等新兴区域，凭借互联网渗透率提升与物流基础设施进一步完善，电商渗透有望持续。中国出海电商平台如 Temu、AliExpress 的多样化跨境电商模式迭代与本土平台如东南亚市场的 Shopee、拉美市场的 Mercado 的供应链深耕，包括本地化仓储布局、支付工具适配等，预计将推动区域用户的进一步渗透。

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行时的判断，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，请与我们联络。

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。